

证券研究报告—动态报告

交通运输

港口航运

招商轮船 (601872)

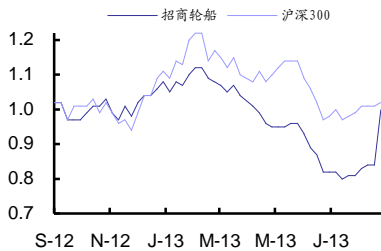
中性

2013 年半年报点评

(维持评级)

2013 年 09 月 03 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通 (百万股) | 4,721/3,777  |
| 总市值/流通 (百万元) | 10,480/8,384 |
| 上证综指/深圳成指    | 2,098/8,244  |
| 12 个月最高/最低价  | 2.72/1.87    |

相关研究报告:

- 《招商轮船-601872-非公开发行股票的两点猜测》——2011-08-22
- 《招商轮船-601872-业绩弹性短期难现》——2011-07-28
- 《招商轮船: 最大程度分享行业复苏, 上调公司评级》——2010-05-18

证券分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130432  
E-MAIL: yuexin@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120015

证券分析师: 郑武

电话: 0755-82130422  
E-MAIL: zhengwu@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120022

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

在周期底部调整船队结构

● 二季度环比小幅减亏

招商轮船 2013 年上半年归属上市公司股东净利润-1.4 亿元, EPS-0.03 元, 同比下降 266% (去年上半年净利 0.8 亿元)。

从单季度来看, 二季度单季亏损 0.67 亿元, 较一季度环比小幅减亏 0.04 亿元。

● 油轮与干散货行业仍处周期底部

上半年公司营业收入同比下滑 17%。上半年公司油轮、散货及 LNG 三支船队完成货运量同比增长 18%, 但市场运价同比大幅下滑。(1) 上半年原油运价指数 (BDTI) 同比-17%; (2) 上半年干散货运价指数 (BDI) 均值同比-11%。

目前油运与干散货市场船舶产能利用率仍维持在 82%-83% 的低位, 运价波动中枢极低, 且运价波动缺乏弹性。我们维持航运业景气短期内难明显回升的判断。

● 公司未来三年船队结构将明显优化

2012 年公司定向增发募集资金近 29 亿元, 并于今年率先启动“十二五”造船计划。公司于今年 2 月、8 月陆续订购 10 艘节能环保型 VLCC 油轮, 计划于 2014-2017 年初陆续交付。不仅船价已明显回落, 由于新船将采用新型主机和最新节能环保设计, 预计油耗也将降低 20% 以上。根据我们的测算, 新船将较市场中大部分 05 年后建造的 VLCC 具有明显的成本优势。

此外, 公司董事会已同意并授权公司管理层伺机处置 5 艘老龄油轮, 并伺机购建 12 艘大灵便型散货船。预计未来三年公司船队结构将明显优化。

● 维持“中性”评级

下调公司 2013 年 EPS 预测至-0.06 元。

我们一直认为: 周期股不怕利润表的大幅亏损, 但务必警惕资产负债表的恶化。虽身处行业寒冬, 但与同行公司相比, 招商轮船仍保持着较为健康的资产负债表, 并在周期底部实施低成本扩张战略。或许在下一轮景气周期中, 招商轮船是最值得关注的航运公司之一。但需要提示的是, 航运业每一次景气明显回升前, 都需要经历一段非常缓慢的供需改善过程。下半年股价波动可能来自于国家航运扶持政策, 但由于基本面难以实现共振, 提示空间与时间均将较为有限。

招商轮船目前 PB0.9 倍, 我们维持“中性”评级。

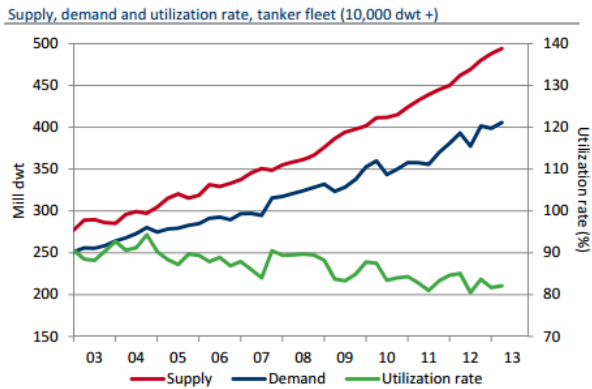
盈利预测和财务指标

|              | 2011   | 2012   | 2013E   | 2014E | 2015E  |
|--------------|--------|--------|---------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 2,793  | 2,870  | 3,444   | 3,960 | 4,752  |
| (+/-%)       | 7.5%   | 2.8%   | 20.0%   | 15.0% | 20.0%  |
| 净利润(百万元)     | 163    | 91     | (283)   | 107   | 263    |
| (+/-%)       | -73.6% | -44.0% | --      | --    | 146.6% |
| 摊薄每股收益 (元)   | 0.03   | 0.02   | -0.06   | 0.02  | 0.06   |
| EBIT Margin  | 7.8%   | 3.7%   | -11.1%  | 1.9%  | 7.0%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 1.7%   | 0.7%   | -2.4%   | 0.9%  | 2.1%   |
| 市盈率 (PE)     | 64.5   | 115.1  | (37.06) | 98.11 | 39.79  |
| EV/EBITDA    |        |        | 69.83   | 22.74 | 17.23  |
| 市净率 (PB)     | 1.1    | 0.9    | 0.9     | 0.9   | 0.9    |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 油运市场船舶产能利用率



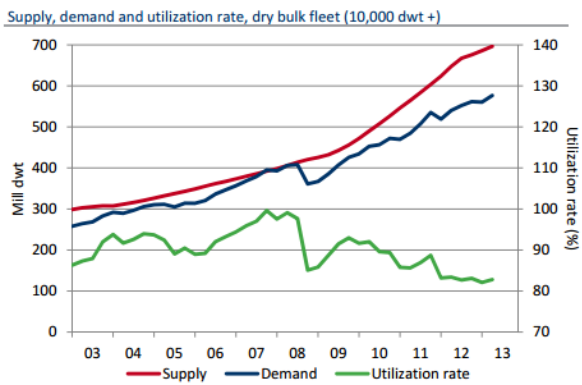
资料来源: RS Platou, 国信证券经济研究所整理

图 2: 原油运输市场运价指数



资料来源: Wnd, 国信证券经济研究所整理

图 3: 干散货运输市场船舶产能利用率



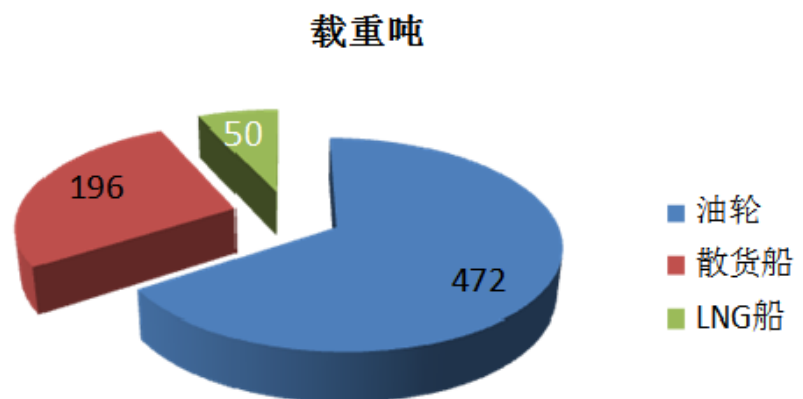
资料来源: RS Platou, 国信证券经济研究所整理

图 4: 干散货运输市场运价指数



资料来源: Wnd, 国信证券经济研究所整理

图 5: 招商轮船现有船队结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 5619         | 4000         | 2000         | 2000         |
| 应收款项             | 378          | 472          | 542          | 651          |
| 存货净额             | 204          | 297          | 296          | 337          |
| 其他流动资产           | 53           | 64           | 73           | 88           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6254</b>  | <b>4832</b>  | <b>2911</b>  | <b>3076</b>  |
| 固定资产             | 12250        | 13227        | 14950        | 16687        |
| 无形资产及其他          | 447          | 437          | 427          | 417          |
| 投资性房地产           | 96           | 96           | 96           | 96           |
| 长期股权投资           | 666          | 697          | 727          | 757          |
| <b>资产总计</b>      | <b>19713</b> | <b>19288</b> | <b>19111</b> | <b>21033</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 4616         | 4323         | 4040         | 5633         |
| 应付款项             | 228          | 339          | 338          | 385          |
| 其他流动负债           | 86           | 126          | 127          | 144          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4930</b>  | <b>4788</b>  | <b>4504</b>  | <b>6163</b>  |
| 长期借款及应付债券        | 2345         | 2345         | 2345         | 2345         |
| 其他长期负债           | 49           | 49           | 49           | 49           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2394</b>  | <b>2394</b>  | <b>2394</b>  | <b>2394</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>7324</b>  | <b>7183</b>  | <b>6899</b>  | <b>8557</b>  |
| 少数股东权益           | 82           | 82           | 82           | 82           |
| 股东权益             | 12306        | 12024        | 12130        | 12394        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>19713</b> | <b>19288</b> | <b>19111</b> | <b>21033</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.02  | -0.06 | 0.02  | 0.06  |
| 每股红利          | 0.03  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产         | 2.61  | 2.55  | 2.57  | 2.63  |
| ROIC          | 0%    | -2%   | 0%    | 1%    |
| ROE           | 1%    | -2%   | 1%    | 2%    |
| 毛利率           | 2%    | -8%   | 5%    | 10%   |
| EBIT Margin   | -1%   | -11%  | 2%    | 7%    |
| EBITDA Margin | 25%   | 7%    | 19%   | 23%   |
| 收入增长          | 3%    | 20%   | 15%   | 20%   |
| 净利润增长率        | -44%  | --    | --    | 147%  |
| 资产负债率         | 38%   | 38%   | 37%   | 41%   |
| 息率            | 1.5%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| P/E           | 115.1 | -37.1 | 98.1  | 39.8  |
| P/B           | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA     | 25.3  | 69.8  | 22.7  | 17.2  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2012        | 2013E        | 2014E       | 2015E       |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2870</b> | <b>3444</b>  | <b>3960</b> | <b>4752</b> |
| 营业成本             | 2803        | 3719         | 3762        | 4277        |
| 营业税金及附加          | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 销售费用             | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 管理费用             | 83          | 106          | 121         | 143         |
| 财务费用             | (25)        | (44)         | 53          | 114         |
| 投资收益             | 78          | 92           | 101         | 111         |
| 资产减值及公允价值变动      | 9           | 0            | 0           | 0           |
| 其他收入             | 0           | 0            | (0)         | 0           |
| 营业利润             | 96          | (246)        | 126         | 329         |
| 营业外净收支           | 34          | 0            | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>      | <b>129</b>  | <b>(246)</b> | <b>126</b>  | <b>329</b>  |
| 所得税费用            | 39          | 37           | 19          | 66          |
| 少数股东损益           | (0)         | 0            | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>91</b>   | <b>(283)</b> | <b>107</b>  | <b>263</b>  |

| 现金流量表 (百万元)    | 2012         | 2013E         | 2014E         | 2015E         |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>净利润</b>     | <b>91</b>    | <b>(283)</b>  | <b>107</b>    | <b>263</b>    |
| 资产减值准备         | 0            | (2)           | 0             | 0             |
| 折旧摊销           | 720          | 635           | 687           | 773           |
| 公允价值变动损失       | (9)          | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用           | (25)         | (44)          | 53            | 114           |
| 营运资本变动         | (176)        | (47)          | (80)          | (99)          |
| 其它             | 0            | 2             | 0             | 0             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>626</b>   | <b>305</b>    | <b>714</b>    | <b>937</b>    |
| 资本开支           | (428)        | (1600)        | (2400)        | (2500)        |
| 其它投资现金流        | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(458)</b> | <b>(1630)</b> | <b>(2430)</b> | <b>(2530)</b> |
| 权益性融资          | 2866         | 0             | 0             | 0             |
| 负债净变化          | (1892)       | 0             | 0             | 0             |
| 支付股利、利息        | (161)        | 0             | 0             | 0             |
| 其它融资现金流        | <b>3974</b>  | <b>(293)</b>  | <b>(283)</b>  | <b>1594</b>   |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>2734</b>  | <b>(293)</b>  | <b>(283)</b>  | <b>1594</b>   |
| <b>现金净变动</b>   | <b>2901</b>  | <b>(1619)</b> | <b>(2000)</b> | <b>0</b>      |
| 货币资金的期初余额      | 2717         | 5619          | 4000          | 2000          |
| 货币资金的期末余额      | 5619         | 4000          | 2000          | 2000          |
| 企业自由现金流        | 100          | (1451)        | (1728)        | (1561)        |
| 权益自由现金流        | 2182         | (1694)        | (2056)        | (59)          |

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间     |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

|                |                    |                |                    |                |               |
|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|---------------|
| <b>宏观</b>      |                    | <b>策略</b>      |                    | <b>技术分析</b>    |               |
| 周炳林            | 0755-82130638      | 黄学军            | 021-60933142       | 闫莉             | 010-88005316  |
| <b>固定收益</b>    |                    | <b>交通运输</b>    |                    | <b>机械</b>      |               |
| 赵婧             | 021-60875174       | 郑武             | 0755-82130422      | 郑武             | 0755-82130422 |
|                |                    | 岳鑫             | 0755-82130432      | 陈玲             | 021-60875162  |
|                |                    | 糜怀清            | 021-60933167       | 杨森             | 0755-82133343 |
| <b>基础化工及石化</b> |                    | <b>医药</b>      |                    | <b>电子</b>      |               |
| 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 | 贺平鸽            | 0755-82133396      | 刘翔             | 021-60875160  |
| 朱振坤            | 010-88005317       | 丁丹             | 0755-82139908      | 陈平             | 021-60933151  |
|                |                    | 杜佐远            | 0755-82130473      | 卢文汉            | 021-60933164  |
|                |                    | 胡博新            | 0755-82133263      |                |               |
|                |                    | 刘勍             | 0755-82133400      |                |               |
| <b>计算机</b>     |                    | <b>传媒</b>      |                    | <b>纺织服装及日化</b> |               |
| 高耀华            | 010-88005321       | 陈财茂            | 010-88005322       | 朱元             | 021-60933162  |
|                |                    | 刘明             | 010-88005319       |                |               |
| <b>电力及公共事业</b> |                    | <b>非银行金融</b>   |                    | <b>银行</b>      |               |
| 陈青青            | 0755-22940855      | 邵子钦            | 0755-82130468      | 王婧             |               |
|                |                    | 田良             | 0755-82130470      |                |               |
|                |                    | 童成墩            | 0755-82130513      |                |               |
| <b>轻工</b>      |                    | <b>建筑工程及建材</b> |                    | <b>家电</b>      |               |
| 邵达             | 0755-82130706      | 邱波             | 0755-82133390      | 王念春            | 0755-82130407 |
|                |                    | 刘萍             | 0755-82130678      |                |               |
| <b>通信</b>      |                    | <b>电力设备</b>    |                    | <b>新能源</b>     |               |
| 程成             | 0755-22940300      | 杨敬梅            | 021-60933160       | 张弢             | 010-88005311  |
| <b>食品饮料</b>    |                    | <b>旅游</b>      |                    | <b>农业</b>      |               |
| 龙飞             | 0755-82133920      | 曾光             | 0755-82150809      | 杨天明            | 021-60875165  |
|                |                    | 钟潇             | 0755-82132098      | 赵钦             | 021-60933163  |
| <b>金融工程</b>    |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    |                |               |
| 戴军             | 0755-82133129      | 李腾             | 010-88005310       |                |               |
| 林晓明            | 021-60875168       | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 |                |               |
| 秦国文            | 0755-82133528      | 钱晶             | 021-60875163       |                |               |
| 张璐楠            | 0755-82130833-1379 | 潘小果            | 0755-82130843      |                |               |
| 郑亚斌            | 021-60933150       |                |                    |                |               |
| 陈志岗            | 0755-82136165      |                |                    |                |               |
| 马瑛清            | 0755-22940643      |                |                    |                |               |
| 吴子昱            | 0755-22940607      |                |                    |                |               |

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部） |  | 华东区（机构销售二部） |  | 华南区（机构销售三部） |  |
|-------------|--|-------------|--|-------------|--|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn     | 魏宁          | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓健         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn     | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn | 郑毅          | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn     | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn        | 郑灿          | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |
| 原祎          | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn      | 甘墨          | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com       |
| 甄艺          | 010-66020272<br>18611847166                          | 刘塑          | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn       | 徐冉          | 0755-82130655<br>13923458266<br>xuran1@guosen.com.cn   |
| 杨柳          | 18601241651<br>yangliu@guosen.com.cn                 | 崔鸿杰         | 021-60933166<br>13817738250<br>cuihj@guosen.com.cn       | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
| 王耀宇         | 18601123617  | 李佩          | 021-60875173<br>13651693363<br>lipei@guosen.com.cn       | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
| 陈孜譞         | 18901140709  | 汤静文         | 021-60875164<br>13636399097<br>tangjingwen@guosen.com.cn | 梁丹          | 15107552991  |
|             |  | 梁轶聪         | 021-60873149<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn     |             |  |