

一季度业绩略低于预期

招商轮船 (601872.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

招商轮船发布一季报, 收入增 106.22% 至 13.6 亿元, 归母净利润 2.25 亿元, 同比升 22.6%, 折合 EPS0.05 元, 略低于市场预期。

2. 我们的分析与判断

船队规模扩大拉动营收增长

因 VLCC 船队经营规模的扩大及运价上升, 公司 Q105 收入增 106.2% 至 13.6 亿元, 营业成本升 90% 至 9.42 亿元。油轮船队实现毛利 4.2 亿元, 单船毛利同比有所提升; 散货船队实现毛利-165 万元, 同比降约 0.2 亿元。我们认为公司一季度业绩增速略低于市场预期的原因在于 1) Q105 VLCC 实现运价较理论运价有所差异; 2) VLCC 去年一季度实现运价远好于市场均价; 3) 部分船舶维修影响有效运营天数, 并计入相应成本。

二季度 VLCC 运价仍表现强势

VLCC 运价春节后一直表现相对强势, 4 月上旬随着原油价格上涨出现了一波运价推涨, 目前运价水平仍高于去年同期 400% 以上, 行业产能利用率水平显著高于 2014 年。我们相信年内需求仍有超预期波动的机会, 带来高产能利用率下运价峰值新高。

公告油轮合资公司进展

招商轮船 2014 年与中外运长航合资建立 China VLCC, 合并经营 VLCC 船队。公司公告合资公司继续收购 2 条 4-6 年船龄 VLCC, 船队规模继续扩张。我们预计招轮年内有望在 VLCC 业务领域进一步扩大其影响力。

3. 投资建议

我们维持公司的“推荐”评级, 因 1) 因产能利用率高企, 我们预计年内 VLCC 运价仍有新高; 2) 行业国企改革预期强烈, 我们预计招轮年内有望在 VLCC 业务领域进一步扩大其影响力。我们维持公司 2015-16 年的 EPS 预测 0.28/0.16 元。

目前的股价表现中包含了对国企改革预期的估值溢价, 目前公司市净率超过 5x, 我们提示市场这一预期波动可能带来潜在的短期风险。

4. 风险提示

行业供给增长超出预期带来供给压力, 全球原油需求放缓等。

分析师

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

周晔

☎: 021-20252616

✉: zhouye_yj@chinastock.com.cn

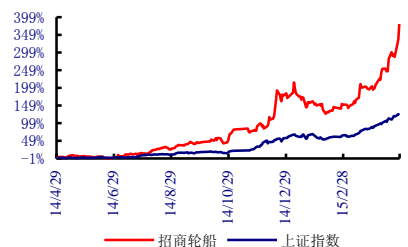
执业证书编号: S0130512090006

市场数据

时间 2015.04.28

A 股收盘价(元)	11.08
A 股一年内最高价(元)	11.08
A 股一年内最低价(元)	2.26
上证指数	4476.22
市净率	5.18
总股本(万股)	472092.18
实际流通 A 股(万股)	472092.18
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	523.08

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《船东保持强势, VLCC 运价上涨, 重申“推荐”》(2015/04/12)

《航运行业: 国企改革预期升温》(2015/04/12)

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

范倩蕾，行业证券分析师；李军，行业证券分析师；周晔，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn