交通运输—航运

招商轮船 (601872) -

报告原因：跟踪报告

业绩大幅增长，油运板块表现突出

评级：增持

2015 年 8 月 15 日

公司研究/跟踪报告

市场数据：2015 年 8 月 14 日

收盘价（元）	10.04
一年内最高/最低（元）	11.45/2.46
市净率	4.62
市盈率	196
流通 A 股市值（百万元）	474

基础数据：2015 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	2.23
资产负债率%	52
总股本/流通 A 股(百万)	4721/4721
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

分析师：孟令茹

执业证书编号：S0760511010011

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzq.com

联系人：孟令茹

电话：0351-8686978

邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

盈利预测：单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013A	2,566.88	-10.55%	-2183.52	-2497.60%	-0.46	-2.87%	-22.06	-21.83
2014A	2,602.15	1.37%	200.26	-109.17%	0.04	19.47%	1.98	251.00
2015E	6,332.28	143.35%	1722.05	759.89%	0.36	45.43%	14.58	27.52
2016E	7,225.00	14.10%	1815.24	5.41%	0.38	44.66%	13.32	26.10

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩

事件：今日公司公布 2015 年半年报，同比看，2015 年上半年营收增长 141.98%至 28.81 亿元，综合毛利率提升 17.62 个百分点至 35.89%，归属于上市公司股东的净利润增长 120.21%至 5.58 亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长 108.44%至 5.57 亿元；每股收益为 0.12 元，去年同期为 0.05 元，加权平均净资产收益率为 5.39%，去年同期为 2.52 元。同时公司公告以非公开发行募集资金置换前期以自筹资金进行项目投入 8.54 亿元。

投资要点：

油轮运输表现突出。公司上半年油轮营收同比增长 209.07%至 25.83 万元，毛利率提升 19 个百分点至 40%，TCE 收入同比增 277%至 2.77 亿美元，经营利润同比增 655%至 1.51 亿美元。原因有二：一是上半年公司油轮船队规模明显扩大。原计划待拆解 2 艘老旧油轮由于政策延续拟于明年 6 月前拆解，同时接收 3 艘新建 VLCC，购买 2 艘二手 VLCC，营运天同比增 120%，致货运量增长 120%至 2521 万吨。二是油轮运输市场改善，原油价格低廉，炼厂推迟压缩检修期，且贸易现货买卖增加等提升运输需求，同时 VLCC 以期租形式用做海上浮舱，减少可用运力，原油运输指数(BDTI)上半年均值同比上涨 10.86%，成品油运输指数(BCTI)上半年均值同比上涨 8.74%。

干散货运输表现不佳。公司上半年干散货业务营业收入同比下降 15.41%至 3 亿元，毛利率减少 11.32 个百分点至 1.16%，TCE 收入同比减少 34%至 2,976 万美元，散货船队总计亏损 581 万美元（上年同期实现经营利润 350 万美元），仅租入船经营略有盈利。主要原因在于上半年公司散货船队受拆解老旧船（新订单尚未交付）影响规模继续萎缩（2015 年上半年仅 13 艘，2014 年上半年 21 艘），导致干散货船队营运天同比减少 29%，致货运量同比减少 18.6%至 588 万吨。加上受我国经济增速回落及煤炭进口关税等多项因素影响，干散货运输市场低迷，上半年 BDI 均值同比下滑近 40%，其中 BCI 均值更是下滑 66%。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

LNG 业务量略有下降。公司持股 50%的合营企业-中国液化天然气运输（控股）有限公司(CLNG)，上半年货运量完成 789 万立方米，同比下降 5.17%，货运周转量完成 89.02 亿吨海里，同比下降 5.50%。CLNG 公司作为中国第一家投资和运营管理大型 LNG 专用船的公司，至今保持着中国领先的地位。

公司综合毛利率提升主要受益于船用燃油价格的大幅下跌。2015 年上半年综合毛利率提升 17.62 个百分点至 35.89%，提升明显，除油品运输市场量价同改善之外，主要是受益于世界原油供给结构的变化和美国页岩气产量的大幅增长带来原油市场供给大于需求，致原油价格和船用燃油价格大幅回落，上半年富查伊拉 IFO380 油价均值较去年同期下跌 44%至 340 美元/吨，也是公司上半年营业收入增速 141.98%，超过营业成本增速 89.82%的重要原因。

投资建议:给予“增持”评级。预计 2015 年-2016 年每股收益分别为 0.36 元和 0.38 元，PE 分别为 27 和 26 倍，估值相对合理。考虑公司战略定位清晰，致力于做大做强油运船队规模，打造世界一流油轮船队的基础之上，不断优化干散货船队结构和转型升级，及做大做强 LNG 业务，尤其是公司与中外运长航在油轮运输领域的深入合作，较目前正在重组整合的中远集团和中海集团来讲已前进一步，这为后期公司提升油运船队竞争力奠定了基础。此外，公司具备较为出色的财务管理和资本运作能力，一向奉行的稳健的财务管理和发展战略是公司较好的规避了 2008 年金融危机给众多船东带来的巨大的债务压力及现金流危机，也为公司后期发展赢得了时机。此外下半年公司业绩持续改善值得期待，由于短期内原油价格相对低位运行态势不会改变，加上下半年是油品运输旺季，以及中国继续加速战略原油储备进程，下半年油品运输业绩望继续改善，此外干散货运输市场也有望随着中国投资效果逐步显现而有所改善。

表 1. 公司船队运营及订单情况

	数量	万 DWT	平均船龄	新订单/待交船
油轮船队	41	1,110	5.1	11
其中: VLCC	34	1,035	4.2	11
Aframax	7	75	9.6	
散货船队	13	156	11	12
其中: Capesize	7	126	4.1	
Supramax 队	6	30	19	12
LNG 船队	6	50	5.8	10
总 计	60	1,316	6.5	33

资料来源:公司公告

表 2. 盈利预测表

简表:利润表(原始货币，百万元)	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015E	2016E
一、营业总收入	**2,869.58**	**2,566.88**	**2,602.15**	**6,332.28**	**7,225.00**
营业收入	2,869.58	2,566.88	2,602.15	6,332.28	7,225.00
营业收入同比增长	2.75%	-10.55%	1.37%	143.35%	14.10%
二、营业总成本	**2,862.59**	**4,815.06**	**3,005.80**	3,940.73	4,483.03
营业成本	2,802.56	2,640.64	2,095.45	**3,455.35**	**3,998.36**
	8.36%	-5.78%	-20.65%	64.90%	15.72%
营业毛利率	2.34%	-2.87%	19.47%	45.43%	44.66%
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00		
销售费用	0.00	0.00	0.00		
管理费用	82.67	110.89	127.22	195.55	190.89
财务费用	-24.51	87.25	126.40	289.83	293.78
资产减值损失	1.88	1,976.29	656.74		
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	10.83	12.08	1.78		
投资净收益	77.96	258.21	329.25	350.00	375.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00		
四、营业利润	**95.78**	**-1,977.89**	**-72.62**	**2,741.55**	**3,116.97**
加：营业外收入	34.90	3.91	525.47	500.00	300.00
减：营业外支出	1.20	164.39	171.60		
五、利润总额	**129.48**	**-2,138.37**	**281.25**	**3,241.55**	**3,416.97**
减：所得税	38.90	47.31	56.29	267.87	282.36
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		
六、净利润	**90.58**	**-2,185.68**	**224.96**	**2,973.68**	**3,134.61**
减：少数股东损益	-0.49	-2.16	24.69	1,251.63	1,319.36
归属于母公司所有者的净利润	**91.07**	**-2,183.52**	**200.26**	**1,722.05**	**1,815.24**
同比增速：%		**-2497.60%**	**-109.17%**	759.89%	5.41%
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.02	-0.46	0.04	0.36	0.38
(二) 稀释每股收益(元)	0.02	-0.46	0.04	0.36	0.38

资料来源:wind 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上
增持：相对强于市场表现 5～20%
中性：相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现
中性：行业与整体市场表现基本持平
看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。