

招商轮船 (601872.SH) 水上运输行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

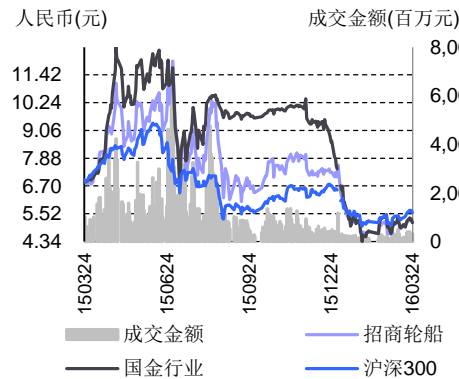
市场价格(人民币): 5.15元
 目标价格(人民币): 5.50-6.00元

油运景气提振业绩, 运价与货运量齐升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	4,720.92
总市值(百万元)	27,292.21
年内股价最高最低(元)	12.00/4.59
沪深300指数	3181.85
上证指数	2960.97



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.042	0.218	0.182	0.162	0.172
每股净资产(元)	2.14	2.58	2.65	2.80	2.96
每股经营性现金流(元)	0.23	0.43	0.45	0.53	0.46
市盈率(倍)	148.28	32.57	28.95	32.56	30.70
行业优化市盈率(倍)	124.12	174.21	130.47	130.47	130.47
净利润增长率(%)	N/A	476.08%	-16.23%	-11.08%	6.05%
净资产收益率(%)	1.98%	8.42%	6.89%	5.80%	5.81%
总股本(百万股)	4,720.92	5,299.46	5,299.46	5,299.46	5,299.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2015 年年报。2015 年公司营业收入 61.57 亿元, 同比增长 137%, 归属于上市公司股东的净利润 11.5 亿元, 同比增长 476%, 基本每股收益 0.23 元/股, 同比增长 475%。2015 年, 公司油轮运输的收入同比增长 192%, 毛利同比增长 432%, 收入占比达到 89%, 毛利占比达到近 97%。其它还有, 散货船和 LNG 船运输业务。

评论

- 原油运输市场阶段性复苏, VLCC 运价大涨:** 2015 年, 原油价格大幅下跌, VLCC 运价大涨。主要得益于供需改善, 主要经济体, 尤其国内加大了原油进口量(同比增长 8.8%), 同时原油期货升水助推储油套利, 而近年来 VLCC 运力供给增速放缓, 油轮产能利用率处于较低水平。中国原油进口结构中, 从中东进口原油的比重基本保持在 50%左右。而 2015 年第四季度, 反映中东—日本 VLCC 原油轮运费率的波交所 TD3 指数, 一度冲高至 WS90 左右水平, 为近 5 年来最高位。2015 年全年来看, TD3 运费率全年平均值为 WS62.8, 同比上涨 31.9%, TD3 航线日租金全年平均值约 6.8 万美元/天, 同比增长 171%。
- “国油国运”提升油轮货运量, 估计对增量贡献达到 60%:** 收入提升的另一方面, 得益于“国油国运”的继续推进。2015 年公司 VLCC 船队中承运中国进口原油的航次, 占比达到 73.4%, 共承运 3115 万吨, 同比增长 216.2%。根据估算, 公司“国油国运”的增量对总增量的贡献超过 60%。“国油国运”的比例近年虽有所增长, 但仍然与相关政策目标距离甚远, 具备一定成长空间。
- 船用燃料油价格同比下降近 49%, 成本端大幅改善:** 随着国际原油价格下跌, 2015 年 Fujairah 燃料油全年平均价格为 288.2 美元/吨, 相比 2014 年下跌约 48.8%。2015 年, 公司燃油费约 12.7 亿元, 对总成本占比约 33.4%, 保守估计节省燃油成本约 3-4 亿元。
- 第四季度资产减值计提和营业外支出共 9.7 亿元:** 第四季度, 公司对 2 艘老龄油轮与 7 艘散货船计提资产减值, 损失约 8.3 亿元, 处置了 6 条船龄 20 年左右的干散货船, 产生营业外收入约 1.4 亿元。导致第四季度归属于上市公司股东的净利润, 亏损约 4.7 亿元。
- 油运市场高景气度, 或难以持续:** 消费需求目前难以持续性的大幅转好。随

相关报告

- 《远洋能源运输领军者, 油运景气提振业绩-招商轮船公司研究》, 2016.2.4

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人
 (8621)61038274
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

随着中国步入工业化后期阶段，经济增速也将进入新常态，需求端疲软。同时发达国家原油需求高峰期已过，原油的消费需求弹性较小。而低油价时加强储备，与原油期货升水带来的储油套利等需求，空间和持续性值得商讨。目前，油轮产能利用率处于相对低位，订单攀升，运力供给的弹性可能超预期。近期油价已有较大幅度反弹，预计 2016 年油价大概率呈现前低后高的走势。下半年随着供需态势好转，油价可能上涨到 50 美元。对原油运输市场而言，低油价带来的增量需求将受到影响。

投资建议

- 我们认为公司是国内远洋能源运输的领军者，受益油运市场高景气度，管理能力优秀，给予“增持”评级。

估值

- 预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.18 元、0.16 元、0.17 元。

风险

- 油运价格快速下滑，油价大幅反弹，原油进口需求低于预期，运力供给增速超预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,567	2,602	6,157	5,888	5,037	5,056	货币资金	1,074	1,697	3,788	3,252	3,167	3,043
增长率		1.4%	136.6%	-4.4%	-14.5%	0.4%	应收款项	4,585	5,684	1,125	1,694	1,380	1,454
主营业务成本	-2,641	-2,095	-3,799	-4,149	-3,747	-3,917	存货	208	288	326	398	359	376
%销售收入	102.9%	80.5%	61.7%	70.5%	74.4%	77.5%	其他流动资产	155	184	207	213	215	228
毛利	-74	507	2,358	1,739	1,290	1,139	流动资产	6,022	7,853	5,446	5,557	5,121	5,101
%销售收入	n.a	19.5%	38.3%	29.5%	25.6%	22.5%	%总资产	35.6%	27.9%	17.4%	16.7%	14.5%	13.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	698	984	1,079	1,079	1,079	1,079
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	9,713	18,836	24,223	26,086	28,629	31,121
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	57.5%	66.9%	77.5%	78.6%	81.1%	82.4%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	467	466	491	460	467	475
管理费用	-111	-127	-169	-177	-186	-172	非流动资产	10,878	20,285	25,794	27,625	30,175	32,676
%销售收入	4.3%	4.9%	2.7%	3.0%	3.7%	3.4%	%总资产	64.4%	72.1%	82.6%	83.3%	85.5%	86.5%
息税前利润 (EBIT)	-185	379	2,189	1,563	1,104	967	资产总计	16,899	28,138	31,240	33,182	35,297	37,777
%销售收入	n.a	14.6%	35.6%	26.5%	21.9%	19.1%	短期借款	2,958	3,778	2,107	1,865	1,800	2,082
财务费用	-87	-126	-164	-161	-135	-114	应付款项	249	305	433	563	507	529
%销售收入	3.4%	4.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.3%	其他流动负债	85	93	104	197	181	187
资产减值损失	-1,976	-657	-826	0	0	0	流动负债	3,292	4,176	2,644	2,624	2,488	2,798
公允价值变动收益	12	2	0	0	0	0	长期贷款	3,585	10,396	10,288	11,288	12,288	13,288
投资收益	258	329	162	165	175	245	其他长期负债	47	47	49	50	50	50
%税前利润	-12.1%	117.1%	7.8%	9.8%	12.7%	19.0%	负债	6,923	14,618	12,981	13,962	14,825	16,135
营业利润	-1,978	-73	1,360	1,567	1,143	1,097	普通股股东权益	9,899	10,090	13,698	14,022	14,828	15,687
营业利润率	n.a	n.a	22.1%	26.6%	22.7%	21.7%	少数股东权益	77	3,429	4,562	5,198	5,643	5,955
营业外收支	-160	354	721	120	230	190	负债股东权益合计	16,899	28,138	31,240	33,182	35,297	37,777
税前利润	-2,138	281	2,082	1,687	1,373	1,287	比率分析						
利润率	n.a	10.8%	33.8%	28.7%	27.3%	25.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-47	-56	-19	-84	-69	-64	每股指标						
所得税率	n.a	20.0%	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%	每股收益	-0.463	0.042	0.218	0.182	0.162	0.172
净利润	-2,186	225	2,063	1,603	1,305	1,223	每股净资产	2.097	2.137	2.585	2.646	2.798	2.960
少数股东损益	-2	25	909	636	445	312	每股经营现金净流	0.104	0.226	0.433	0.452	0.533	0.463
归属于母公司的净利润	-2,184	200	1,154	966	859	911	每股股利	0.006	0.000	0.013	0.010	0.010	0.010
净利率	n.a	7.7%	18.7%	16.4%	17.1%	18.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-22.06%	1.98%	8.42%	6.89%	5.80%	5.81%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	-12.92%	0.71%	3.69%	2.91%	2.43%	2.41%
净利润	-2,186	225	2,063	1,603	1,305	1,223	投入资本收益率	-1.14%	1.09%	7.06%	4.58%	3.03%	2.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2,686	1,141	1,705	1,340	1,460	1,610	主营业务收入增长率	-10.55%	1.37%	136.61%	-4.36%	-14.46%	0.38%
非经营收益	5	-34	91	-70	-221	-301	EBIT 增长率	1080.20%	-305.51%	476.86%	-28.61%	-29.37%	-12.36%
营运资金变动	-14	-265	-1,567	-478	279	-77	净利润增长率	N/A	N/A	476.08%	-16.23%	-11.08%	6.05%
经营活动现金净流	491	1,066	2,292	2,394	2,822	2,455	总资产增长率	-14.27%	66.50%	11.02%	6.22%	6.37%	7.03%
资本开支	-654	-10,427	-5,794	-3,051	-3,780	-3,920	资产管理能力						
投资	0	-292	-28	0	0	0	应收账款周转天数	43.9	61.1	47.3	45.0	40.0	45.0
其他	-4,000	-571	5,316	165	175	245	存货周转天数	28.4	43.2	29.5	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-4,653	-11,291	-506	-2,886	-3,605	-3,675	应付账款周转天数	30.9	43.5	31.7	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	3,350	2,000	0	0	0	固定资产周转天数	1,270.3	2,156.3	1,262.1	1,360.7	1,630.1	1,724.5
债权募资	-212	7,647	-2,513	758	934	1,283	偿债能力						
其他	-171	-149	-324	-802	-236	-186	净负债/股东权益	54.82%	92.29%	47.13%	51.51%	53.34%	56.96%
筹资活动现金净流	-383	10,848	-837	-44	698	1,097	EBIT 利息保障倍数	-2.1	3.0	13.3	9.7	8.2	8.5
现金净流量	-4,545	623	949	-536	-85	-124	资产负债率	40.97%	51.95%	41.55%	42.08%	42.00%	42.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-04	增持	4.79	5.00~5.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD