



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运

杨志威*

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

*朱超彦为本报重要贡献者

招商轮船中报点评：干散扭亏为盈，油运稳定依旧

【中报简介】

招商轮船(601872.CH/人民币 5.16, 未有评级)公布 2016 年中报，营业收入 31.63 亿人民币，同比增长 9.78%，归属上市公司股东净利润 15.72 亿人民币，同比增长 181.58%。

公司主要业务油运与干散货运输收入利润全面增长，同时受益于低油价，成本显著下调，造成利润大幅增长。

【简要点评】

VLOC 带来稳定收益，干散货业务扭亏为盈

由于 4 艘 VLOC 加入，公司干散货营运天同比增加 10%。实现 TCE 收入 4,657 万美元，同比增加 81%，经营利润 709 万美元（去年同期亏损 377 万美元）。根据船型细分后，VLOC 船队盈利 1,369 万美元，好望角船队亏损 390 万美元，Ultramax 船队亏损 352 万美元，租入船盈利约 82 万美元。

考虑到 BDI 指数在 2016 年上半年平均仅 460 点，同比下降 27.13%，这一业绩说明公司干散货运输船队在巴西淡水河谷长期 COA 合同影响下，受市场影响较小，存在安全的利润空间。

油运市场从高峰下滑，成本降低致使利润上升。

2016 年上半年公司油轮船队规模继续扩大，营运天同比增 10%，油轮船队完成货运量 2,886 万吨，增加 14.5%，实现 TCE 收入 3.17 亿美元，同比增长 14%，实现经营利润 1.78 亿美元，同比增 18%。（其中 VLCC 船队实现经营利润 1.65 亿美元，同比增 23%）。

2016 年上半年波罗的海油运指数 BDTI 均值同比下降 8.1%，其中 VLCC 市场 TD3 指数（假设 2015 年基准费率按 2016 年折算后）同比下降 24.4%，理论 TCE 同比下降 21.0%。在此情况下，公司油运团队仍能收入利润双增长主要由于油价的大幅下降：公司主要加油港新加坡 IFO380 油价第一季度平均价格为 165.1 美元和第二季度平均价格为 219.8 美元，均远低于上年同期的 316.9 和 357.8 美元的水平。

【下半年展望】

干散货有望进一步地步回调，存在超预期可能。

供给方面，由于市场长期不景气，干散货市场新增运力和订单大减，拆船数量大增，基于 Clarkson 数据，2016 年上半年好望角型及以上船舶交付 64 艘，拆解 66 艘，新增订单除中国三大公司的 30 艘 40 万吨级 VLOC 外为零；巴拿马船舶交付 72 艘，拆解 80 艘，新增订单仅 2 艘；大灵便船型交付 118 艘，拆解 61 艘，新订单仅 1 艘，说明市场供大于求的局面有望逐步缓解。

需求端，由于世界铁矿石主要矿山步入生产旺季，同时与公司有长期合同的淡水河谷 S11D 项目预计今年 4 季度投产，公司干散货运输的需求存在上升可能。

总体而言，2016 年下半年公司干散货船队与整体市场供求平衡情况得到改善，可能出现超预期业绩。

油运需求依旧，供给增长，景气取决于市场联盟

需求端，上半年中国原油进口大增，海关数据显示 2016 年上半年中国进口原油 1.865 亿吨，进口增速达 14.2%。同时，上半年中国原油产量同比下降 4.8%，而原油加工量同比增长 8.9%，说明在国际油价地位徘徊时，中国石油企业以进口原油替代国产石油倾向明显。而 2016 年下半年在欧佩克多次减产为达成协议的情况下，认为需求依然维持稳步增长。

供给端，今年新增运力预计会给市场带来较多压力，但我们预计往年实际交付数显著低于订单计划的情况依然可能发生，油轮船东重组、联营等促使运力控制进一步集中，船东对市场的控制力得到进一步加强，而交通部在长江油运退市之后对于开放市场谨慎依旧。使得新增运力对于市场冲击得到抑制。

总体来看，下半年油轮市场在 3 季度淡季后低谷后，未来有望继续维持相对景气，第四季度及明年 1 季度的传统旺季行情值得期待。

【投资建议】

招商轮船在干散货船队整体扭亏为盈后，2016 年业绩大概率维持和上半年一致的大幅增长。而公司 LNG 部分也将带来稳定的现金流，在公司承诺不低于 30% 利润的分红情况与市场利率整体走低的大背景下，是优质的防御性标的。

【风险提示】

中国石油进口不及预期，世界经济不及预期，海上安全事故。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 元)	2015 年中报	2016 年中报	同比变动(%)
营业收入	2,881,323,172.55	3,163,176,793.83	9.78
营业成本	1,847,278,526.71	1,744,254,572.58	(5.58)
管理费用	59,778,656.40	86,536,346.11	44.76
营业利润	976,470,610.10	1,301,546,791.71	33.29
非经常性项目	1,417,615.65	801,187,086.05	56,416.52
经常性投资收益	102,078,980.57	53,268,261.24	(47.82)
利润总额	976,554,977.92	2,102,756,893.96	115.32
所得税	12,406,065.53	3,150,157.95	(74.61)
少数股东损益	405,812,040.64	527,435,557.44	29.97
归属母公司股东净利润	558,336,871.75	1,572,171,178.57	181.58
扣除非经常性损益的净利润	556,919,256.10	770,984,092.52	38.44
每股收益(元/股)	0.1183	0.2967	150.80
扣非后每股收益(元/股)	0.118	0.1455	23.31
销售毛利率	35.8878	44.8575	24.99
净利率	5.4109	10.8846	101.16
扣非后净利率	5.3972	5.3378	(1.10)

资料来源：公司公告，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371