

业绩符合预期，跨周期抗风险能力提升

——招商轮船（601872）2016 年报点评

2017 年 04 月 04 日

推荐/首次

招商轮船

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闫海	联系人		
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019	

事件：

招商轮船发布 2016 年年报，公司 2016 年营业收入 60.2 亿，同比减少 2.14%，归属上市公司净利润 17.3 亿，对应 EPS 为 0.33 元，同比增加 50%，归属上市公司扣非净利润 9.2 亿，同比增加 97.3%。扣除非经常性损益（拆船损益及拆旧造新专项补贴、其他政府补贴等）及船舶减值等特殊或不可比因素影响，报告期实现归属上市公司股东的经常性净利润为 12.55 亿元，同比减少 3.39%。

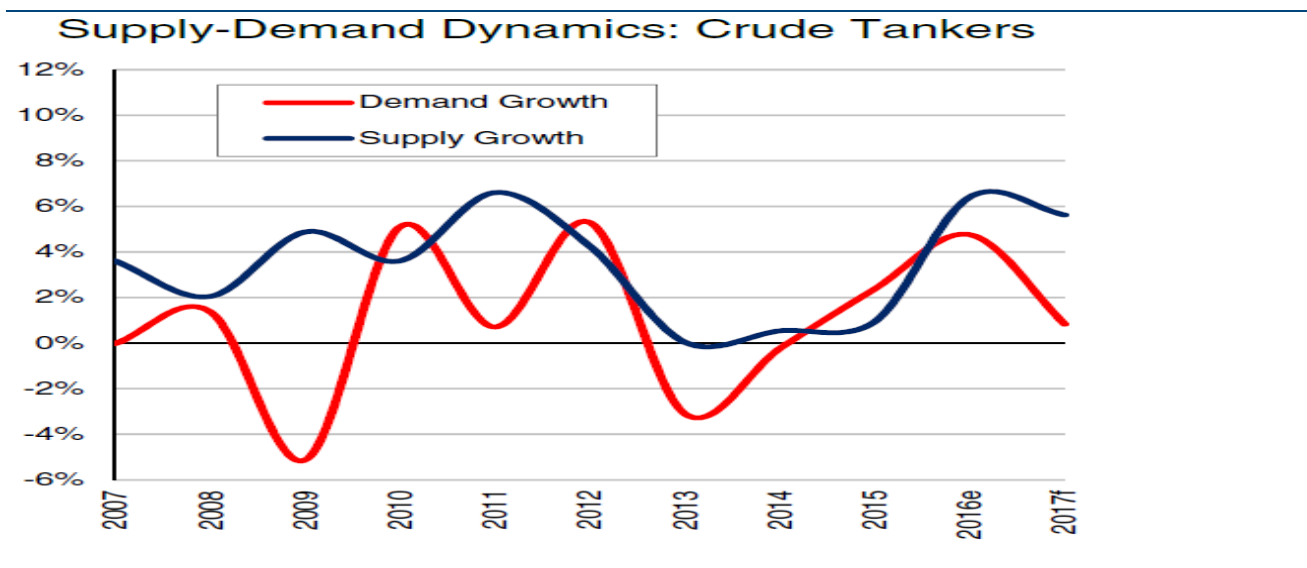
公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1519.35	1669.7	1606	1654.43	1508.75	1305.25	1556.64
增长率（%）	186.51%	192.57%	91.03%	21.47%	-0.70%	-21.83%	-3.07%
毛利率（%）	40.48%	38.22%	42.70%	45.88%	43.74%	30.65%	34.43%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	38.34%	35.04%	-12.53%	42.57%	39.59%	24.34%	-11.22%
净利润（百万元）	577.52	1287.88	-189.39	702.64	1396.96	317.76	-165.51
增长率（%）	742.47%	2101.32%	121.83%	81.73%	141.89%	-75.33%	-12.61%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.20	-0.09	0.08	0.22	0.04	-0.01
资产负债率（%）	52.00%	43.93%	41.55%	41.00%	42.28%	43.91%	45.69%
净资产收益率（%）	4.02%	7.11%	-1.04%	3.73%	6.99%	1.56%	-0.79%
总资产收益率（%）	1.93%	3.99%	-0.61%	2.20%	4.03%	0.87%	-0.43%

观点：

- **2016年VLCC运价高位下调，预计2017年继续下行，但全年仍维持在盈亏平衡点上方。**受新造船集中交付和需求增速减缓影响，2016年VLCC运价高位下调，根据克拉克森数据，全年VLCCTCE从2015年的64846美元/天下降至41488美元每天。预计2017年VLCC平均TCE继续下调，但全年均值仍将维持在盈亏平衡点上方。每年二、三季度受炼厂检修影响，是油轮的季节性淡季，预计2017年9月份起VLCC运价将开启反弹行情。根据当前现有订单估算，新造船交付压力将在2018年结束，中国2020年将完成第二期战略石油收储，二期储油设施完工后石油进口增速有望进一步提升，根据当前新船订单及需求估算，油轮市场将与2018年开始反弹。

图 1: 原油船 2007 年-2017 年供需边际变化情况



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

- **干散货业务周期上行, 公司散货板块有望贡献业绩。** 散货板块除VLOC外, 公司的主力船型为好望角型散货船和超灵便型船。BDI2016年2月为本轮干散货大周期的底部, 2017,2018年干散货周期将继续向上改善。预计2017年好望角型船TCE同比上涨130%, 超灵便型船TCE上涨75%, 除VLOC外的散货板块2017年有望扭亏为赢。
- **VLOC, LNG提供稳定收益, 公司跨周期能力提升。** 公司现有VLOC8条, 在建订单20条, LNG船6条, 在建船队15条。新建订单交付后, VLOC、LNG运力将大幅提升。由于公司VLOC, LNG船租金与项目绑定, 不随即期市场波动, 贡献稳定业绩, 新船交付后公司跨周期抗风险能力将大幅提升。

表 1: 招商轮船现有船队明细

		数量	万载重吨	平均船龄	新订单/待交船
自有船队	油轮船队	44	1,251	5.4	14
	其中:VLCC	39	1,197	5.0	14
	Aframax	5	54	8.2	0
	干散货船队	23	496	3.3	24
	其中:VLOC	8	320	3.6	20
	Capesize	7	126	5.7	0
	Ultramax	8	50	0.8	4
	LNG 船队	6	50	7.3	15

	小计	73	1,797	4.9	53
管理船队	干散货船队	4	126	—	0
	合计	77	1,923	—	53

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

结论:

盈利预测与建议: 虽然油轮板块周期下行, 但VLCC船队公司持股仅有51%, 对实际利润影响有限。干散货船队公司持股100%, 干散货周期复苏公司将显著受益。随着VLOC, LNG船队交付, 公司跨周期抗风险能力将进一步提升。作为中国管理最优质的航运公司之一, 公司具备长期投资价值。我们预计公司17-19年公司EPS分别为0.19, 0.26, 0.32, 对应 P/E30X, 22X, 18X, 首次覆盖, 给与“推荐”评级。

风险提示: 全球贸易增速低于预期, 造船效率提升提高运力增速

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5446	8413	9449	12544	16011	营业收入	6157	6025	6200	6800	7000
货币资金	3788	3932	3951	6628	10029	营业成本	3799	3670	4340	4420	4200
应收账款	1064	840	153	168	173	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	61	3130	3221	3533	3637	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	163	120	163	208	250	管理费用	169	187	186	204	210
存货	326	343	1784	1816	1726	财务费用	164	201	307	239	209
其他流动资产	35	24	24	24	24	资产减值损失	826.06	641.25	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	25794	30204	29029	27880	26733	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1056	1304	1304	1304	1304	投资净收益	161.54	119.00	200.00	200.00	200.00
固定资产	21289	25154	27009	25883	24758	营业利润	1360	1445	1562	2132	2576
无形资产	452	480	476	472	468	营业外收入	862.61	818.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	141.15	5.46	150.00	150.00	150.00
资产总计	31240	38617	38478	40424	42744	利润总额	2082	2258	1412	1982	2426
流动负债合计	2644	4031	2410	2667	2925	所得税	19	6	14	20	24
短期借款	0	1947	0	0	0	净利润	2063	2252	1398	1962	2402
应付账款	381	357	214	218	207	少数股东损益	909	522	400	600	700
预收款项	34	60	308	580	860	归属母公司净利润	1154	1730	998	1362	1702
一年内到期的非流	2107	1496	1496	1496	1496	EBITDA	2404	2693	2998	3500	3914
非流动负债合计	10337	13614	13898	13898	13898	BPS (元)	0.23	0.33	0.19	0.26	0.32
长期借款	10288	13562	13898	13898	13898	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	12981	17645	16309	16565	16823	成长能力					
少数股东权益	4562	5003	5403	6003	6703	营业收入增长	136.61%	-2.14%	2.90%	9.68%	2.94%
实收资本(或股本)	5299	5299	5299	5299	5299	营业利润增长	-1973.0	6.20%	8.10%	36.52%	20.84%
资本公积	7345	7345	7345	7345	7345	归属于母公司净利润	-42.34%	36.55%	-42.34%	36.55%	24.96%
未分配利润	1996	3295	3844	4593	5529	获利能力					
归属母公司股东权	13698	15969	17087	18177	19538	毛利率(%)	38.30%	39.08%	30.00%	35.00%	40.00%
负债和所有者权益	31240	38617	38478	40424	42744	净利率(%)	33.50%	37.37%	22.54%	28.86%	34.32%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.69%	4.48%	2.59%	3.37%	3.98%
						ROE(%)	8.42%	10.83%	5.84%	7.49%	8.71%
经营活动现金流	2292	3514	1912	2993	3756	偿债能力					
净利润	2063	2252	1398	1962	2402	资产负债率(%)	42%	46%	42%	41%	
折旧摊销	879.13	1047.75	0.00	1125.36	1125.36	流动比率	2.06	2.09	3.92	4.70	5.47
财务费用	164	201	307	239	209	速动比率	1.94	2.00	3.18	4.02	4.88
应收账款减少	0	0	687	-15	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	248	272	280	总资产周转率	0.21	0.17	0.16	0.17	0.17
投资活动现金流	-506	-7152	240	195	195	应收账款周转率	8	6	12	42	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.64	16.34	21.72	31.48	32.93
长期股权投资减少	0	0	23	0	0	每股指标(元)					
投资收益	162	119	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.33	0.19	0.26	0.32
筹资活动现金流	-869	2656	-2134	-511	-549	每股净现金流(最新)	0.17	-0.19	0.00	0.51	0.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.58	3.01	3.22	3.43	3.69
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率					
普通股增加	579	0	0	0	0	P/E	24.48	17.06	29.91	21.90	17.53
资本公积增加	1412	0	0	0	0	P/B	2.18	1.87	1.75	1.64	1.53
现金净增加额	917	-982	18	2677	3402	EV/EBITDA	15.99	15.93	13.77	11.03	8.99

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士, 4 年航运市场研究经验, 2012-2016 年就职于克拉克森研究, 2016 年 12 月加入东兴证券研究所, 从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。