

供需承压油轮市场下行，业绩符合预期

——招商轮船（601872）2017年中报点评

2017年08月29日

推荐/维持

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2017年中报，公司2016年营业收入30.3亿，同比增加3.3%，归属上市公司净利润5.2亿，对应EPS为0.098元，同比减少67%，归属上市公司扣非净利润5.2亿，同比减少33%。

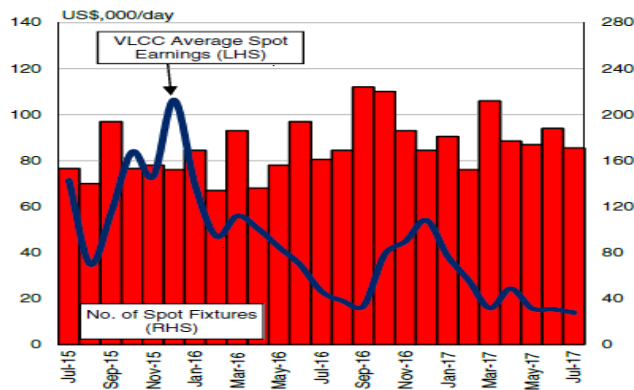
公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1606	1654.43	1508.75	1305.25	1556.64	1760.48	1507.19
增长率（%）	91.03%	21.47%	-0.70%	-21.83%	-3.07%	6.41%	-0.10%
毛利率（%）	42.70%	45.88%	43.74%	30.65%	34.43%	34.87%	21.97%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	-12.53%	42.57%	39.59%	24.34%	-11.22%	30.00%	18.36%
净利润（百万元）	-189.39	702.64	1396.96	317.76	-165.51	523.26	272.18
增长率（%）	121.83%	81.73%	141.89%	-75.33%	-12.61%	-25.53%	-80.52%
每股盈利（季度，元）	-0.09	0.08	0.22	0.04	-0.01	0.06	0.04
资产负债率（%）	41.55%	41.00%	42.28%	43.91%	45.69%	45.31%	49.71%
净资产收益率（%）	-1.04%	3.73%	6.99%	1.56%	-0.79%	2.45%	1.28%
总资产收益率（%）	-0.61%	2.20%	4.03%	0.87%	-0.43%	1.34%	0.64%

观点：

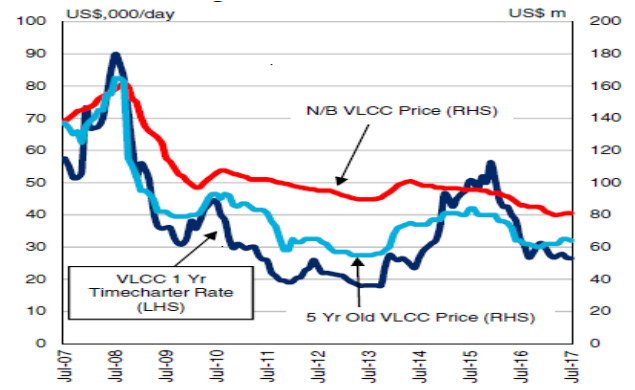
油轮主业仍处于下跌周期。VLCC是公司的主力船型，2017年VLCC市场较2016年同期大幅下跌，总体持续低迷。随着新船交付，公司油轮运力上半年同比增加13%，油轮船队完成货运量3,313万吨，增加14.8%。2017年1-6月VLCC主力航线TD3日租金从50178美元/天下降至26787美元/天，同比下降46.6%。今年初油轮新船集中交付，运力快速增长，同时OPEC减产执行率较高，短期市场供求对比恶化，运费率持续承压。克拉克森预计全年原油运输市场运力增长6.8%，需求增长4.5%，全年仍处于下行区间。每年二、三季度受炼厂检修影响，是油轮的季节性淡季，预计2017年9月起VLCC运价有望反弹，但预计高点会低于去年同期水平。公司在15-16年市场高点租出部分VLCC，租约未到期的仍有9条左右，锁定租金高于今年平均水平，公司总体VLCC的平均盈利能力大概率跑赢即期市场。

图 1: VLCC 即期租金及即期租约成交量



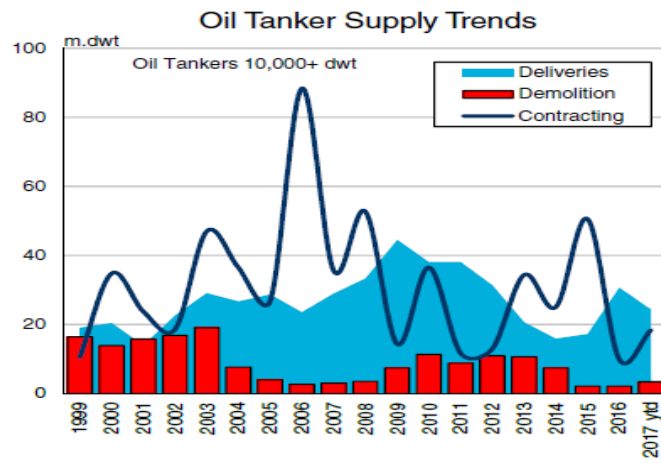
资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

图 2: VLCC 新造船, 二手船及一年期租租金



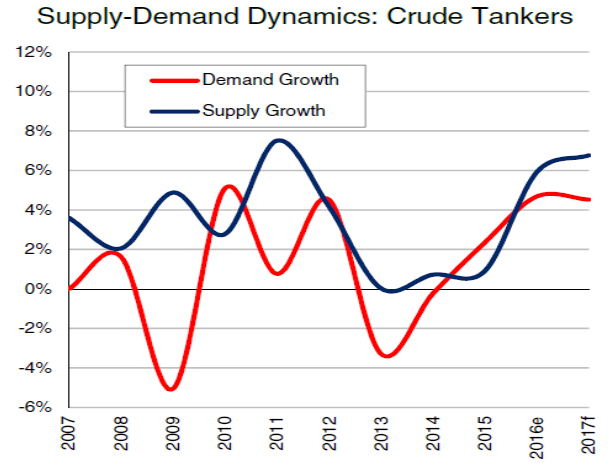
资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

图 3: 油轮运力新签订、交付, 拆解情况



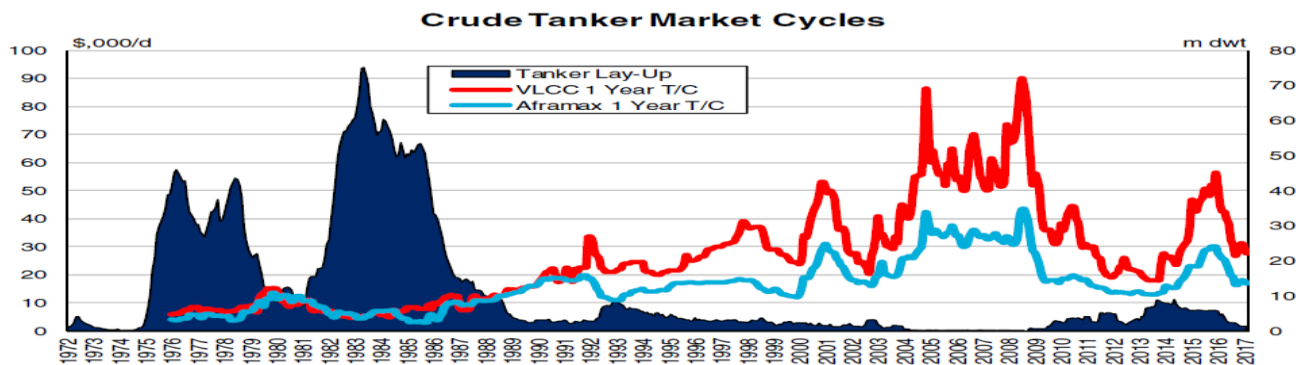
资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

图 4: 原油海运供需增速预测



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

图 5: 油轮主要船型历史期租租金和运力闲置情况



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

- **干散货业务周期上行, 公司散货板块直接受益。** 干散货船队完成货运量1,442万吨, 增加26.6%。散货板块除锁定长期租约不受市场波动的VLOC外, 公司的主力船型为好望角型散货船和超灵便型船。我们判断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。公司散货船队将继续受益。
- **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。

图 6: 公司现有船队列表

		数量	万 DWT	平均船龄	新订单/待交船
自有船队	油轮船队	47	1,346	5.3	11
	其中:VLCC	42	1,292	4.5	11
	Aframax	5	54	8.6	0
	散货船队	23	496	3.7	24
	其中:VLOC	8	320	4.0	20
	Capesize	7	126	6.1	
	Ultramax	8	50	1.3	4
	LNG船队	6	50	8.3	15
	小计	76	1,892	5.1	50
	管理船舶	散货船队	4	126	9.0
租入船舶	散货船队	2	12	0.1	0
合计		82	2,030	—	50

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

- **盈利预测与建议:** 油轮运费同比下行, 干散货运费同比上升与我们之前的预期一致。我们认为尽管油轮运费下调, 公司VLCC平均TCE仍将保持在盈亏平衡点上方。随着VLOC, LNG船队交付, 公司跨周期抗风险能力将进一步提升。我们预计公司17-19年公司EPS分别为0.19, 0.26, 0.32, 对应 P/E 27X, 20X, 16X, 维持“推荐”评级。
- 公司当前处于停牌状态, 2017年8月1日公司公告, 拟发行股份购买中国经贸船务有限公司下属的深圳长航滚装物流有限公司、上海长航国际海运有限公司、恒祥控股有限公司及中国经贸船务(香港)有限公司等公司(下称“标的公司”)100%股权。预计重组过后, 公司干散货航运相关业务比重大幅上升, 在干散货航运周期复苏的背景下将显著受益。

风险提示: 全球贸易增速低于预期

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	22.00	15.33	26.88	19.69	15.75
资本公积增加	1412	0	0	0	0	P/B	1.96	1.68	1.57	1.48	1.37
现金净增加额	917	-982	18	2677	3402	EV/EBITDA	14.74	14.81	12.76	10.17	8.22

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。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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。