东兴证券
DONGXING SECURITIES

三季度油轮首亏，18年有望缓解

——招商轮船（601872）2017 年 3 季报点评

2017 年 10 月 26 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	研究助理	
	yanhai@dxzq.net.cn 010-66554019	

事件：

招商轮船发布 2017 年 3 季度报，公司 2017 年 1-9 月营业收入 45.97 亿，同比减少 2.87%，归属上市公司净利润 7.02 亿，对应 EPS 为 0.1325 元，同比减少 60%，归属上市公司扣非净利润 5.99 亿，同比减少 38%。

公司分季度财务指标

指标	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业收入（百万元）	1606.00	1654.43	1508.75	1305.25	1556.64	1760.48	1507.19	1328.96
增长率（%）	91.03%	21.47%	-0.70%	-21.83%	-3.07%	6.41%	-0.10%	1.82%
毛利率（%）	42.70%	45.88%	43.74%	30.65%	34.43%	34.87%	21.97%	14.70%
期间费用率（%）	5.65%	4.80%	5.70%	8.54%	7.14%	6.72%	6.96%	10.65%
营业利润率（%）	-12.53%	42.57%	39.59%	24.34%	-11.22%	30.00%	18.36%	6.00%
净利润（百万元）	-189.39	702.64	1396.96	317.76	-165.51	523.26	272.18	177.84
增长率（%）	122%	82%	142%	-75.33%	-12.61%	-25.53%	-80.52%	-44.03%
每股盈利（季度，元）	-0.089	0.079	0.217	0.037	-0.007	0.057	0.041	0.035
资产负债率（%）	41.55%	41.00%	42.28%	43.91%	45.69%	45.31%	49.71%	49.50%
净资产收益率（%）	-1.04%	3.73%	6.99%	1.56%	-0.79%	2.45%	1.28%	1.17%
总资产收益率（%）	-0.61%	2.20%	4.03%	0.87%	-0.43%	1.34%	0.64%	0.44%

观点：

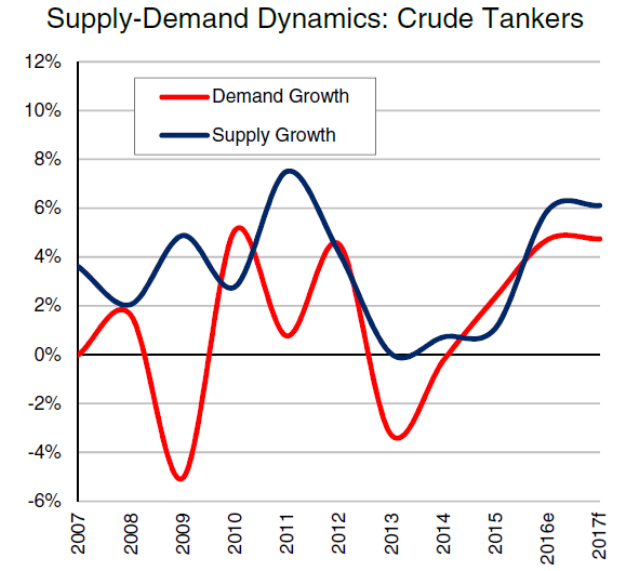
- **受新船交付冲击，三季度油轮业务首现亏损。**根据我们的估算，公司三季度油轮业务亏损1400万左右。四季度为油轮市场旺季，油轮业务有望扭亏。油轮业务虽然新运力实际交付开始放缓，拆解等老旧船退出开始大幅增长，但边际供求关系恶化趋势尚待扭转，运价表现持续受压，三季度VLCC TD3平均运费率仅为WS56.98，相比去年同期的WS71.73（基准费率按2017年折算后）大幅下跌20.6%。受益于之前与大客户签订的长期COA及期租合同，公司的VLCC收益优于市场平均水平。前三季度油轮船队实现营业收入5.39亿美元，同比减少5.2%，营业毛利1.35亿美元，同比减少47%;

- **干散货运价继续复苏，公司散货业务受益。**干散货业务复苏符合我们的预期，预计2018年干散货航运继续边际改善，将一定程度抵消掉明年油轮长租约到期后的盈利压力。业务报告期内国际干散货航运市场进入旺季，大宗商品海运需求强劲，市场运费率总体呈持续回升态势。BDI指数季度平均值为1137点，

波动范围在820-1503点之间，明显高于去年同期。前三季度干散货船队实现营业收入1.34亿美元，同比上升21.5%，营业毛利0.32亿美元，同比上升45.2%。

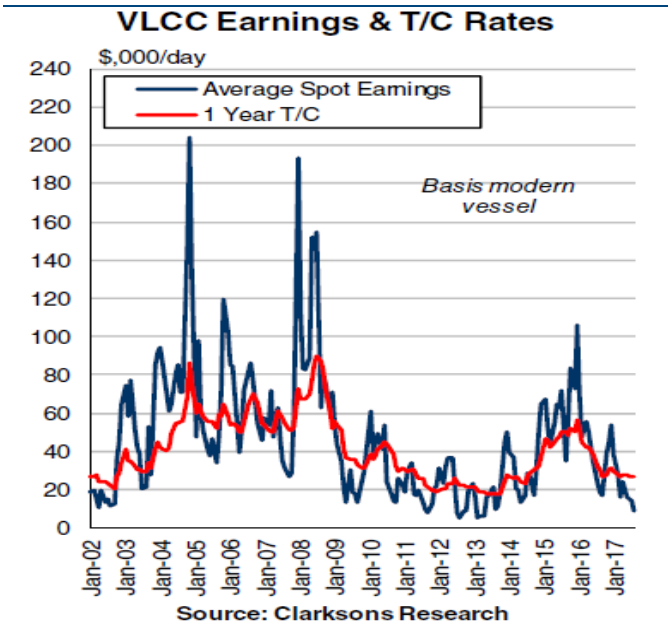
- **关注后续重组进程。**本轮重组为招商局航运板块整合的第一步，重组后备考18EPS上涨25%，但受油轮周期下行影响，市场反应平淡。航运板块是招商局旗下重要业务，后续仍有进一步整合的可能。
-

图 1：原油船供需情况



资料来源：Clarksons、东兴证券研究所

图 2：VLCC 运价近期走势



资料来源：Clarksons、东兴证券研究所

结论：

盈利预测与建议：油轮市场下滑，三季度油轮业务亏损略低于我们预期。四季度油轮市场旺季，但即期市场租金水平仍处于盈亏平衡线以下。16、17 年为油轮交付高峰，18 年以后交付压力将一定程度减缓。预计 17、18、19 年 EPS 为 0.18,0.16,0.23，对应 PE28X，31X，22X。若重组完成，公司 18 年备考 EPS 增厚约 25%，预计 17、18、19 年备考 EPS 为 0.25,0.20,0.27，对应估值 19X，23X，17X，维持“增持”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	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5446	8413	9402	12081	15137
货币资金	3788	3932	4029	6531	9418
应收账款	1064	840	149	153	161
其他应收款	61	3130	3145	3227	3384
预付款项	163	120	162	206	248
存货	326	343	1742	1787	1740
其他流动资产	35	24	24	24	24
非流动资产合计	25794	30204	29029	27880	26733
长期股权投资	1056	1304	1304	1304	1304
固定资产	21289	25154	27009	25883	24758
无形资产	452	480	476	472	468
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	31240	38617	38431	39962	41869
流动负债合计	2644	4031	2394	2630	2879
短期借款	0	1947	0	0	0
应付账款	381	357	209	214	209
预收款项	34	60	302	550	811
一年内到期的非流	2107	1496	1496	1496	1496
非流动负债合计	10337	13614	13898	13898	13898
长期借款	10288	13562	13898	13898	13898
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	12981	17645	16292	16528	16778
少数股东权益	4562	5003	5403	6003	6703
实收资本(或股本)	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积	7345	7345	7345	7345	7345
未分配利润	1996	3295	3822	4300	4959
归属母公司股东权	13698	15969	17056	17750	18709
负债和所有者权	31240	38617	38431	39962	41869

现金流量表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2292	3514	1983	2720	3144
净利润	2063	2252	1359	1468	1898
折旧摊销	879.13	1047.75	0.00	1125.36	1125.36
财务费用	164	201	307	239	212
应收账款减少	0	0	691	-4	-7
预收帐款增加	0	0	242	248	261
投资活动现金流	-506	-7152	240	195	195
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	23	0	0
投资收益	162	119	200	200	200
筹资活动现金流	-869	2656	-2126	-413	-452
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	336	0	0
普通股增加	579	0	0	0	0
资本公积增加	1412	0	0	0	0
现金净增加额	917	-982	97	2502	2887

利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6157	6025	6054	6211	6514
营业成本	3799	3670	4238	4348	4234
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	169	187	182	186	195
财务费用	164	201	307	239	212
资产减值损失	826.06	641.25	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	161.54	119.00	200.00	200.00	200.00
营业利润	1360	1445	1523	1633	2067
营业外收入	862.61	818.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	141.15	5.46	150.00	150.00	150.00
利润总额	2082	2258	1373	1483	1917
所得税	19	6	14	15	19
净利润	2063	2252	1359	1468	1898
少数股东损益	909	522	400	600	700
归属母公司净利润	1154	1730	959	868	1198
EBITDA	2404	2693	2959	3001	3409
EPS（元）	0.23	0.33	0.18	0.16	0.23

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长	136.61%	-2.14%	0.48%	2.59%	4.88%
营业利润增长	-1973.0	6.20%	5.40%	7.24%	26.61%
归属于母公司净利润	-44.57%	-9.47%	-44.57%	-9.47%	38.03%
获利能力					
毛利率(%)	38.30%	39.08%	30.00%	30.00%	35.00%
净利率(%)	33.50%	37.37%	22.45%	23.64%	29.14%
总资产净利润（%）	3.69%	4.48%	2.50%	2.17%	2.86%
ROE(%)	8.42%	10.83%	5.62%	4.89%	6.40%
偿债能力					
资产负债率(%)	42%	46%	42%	41%	\
流动比率	2.06	2.09	3.93	4.59	5.26
速动比率	1.94	2.00	3.20	3.91	4.65
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.17	0.16	0.16	0.16
应收账款周转率	8	6	12	41	42
应付账款周转率	18.64	16.34	21.40	29.34	30.78
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.33	0.18	0.16	0.23
每股净现金流(最新	0.17	-0.19	0.02	0.47	0.54
每股净资产(最新摊	2.58	3.01	3.22	3.35	3.53
估值比率					
P/E	22.00	15.33	27.96	30.89	22.38
P/B	1.96	1.68	1.57	1.51	1.43
EV/EBITDA	14.74	14.81	12.90	11.89	9.62

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，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。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。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。