

# 招商轮船 (601872) \ 交通运输

## ——船队结构不断优化，继续看好油运旺季

投资建议:

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格:

5.94元

目标价格:

元

### 事件:

公司近日公告，订造4艘30.7万载重吨的新一代节能环保型VLCC原油船，总价款为3.318亿美元；早些时候，公司公告将完成2艘VLCC油轮的出售，交易对方为ADVANTAGE TANKERS LCC，约定协议总价约为5.21亿元人民币。

### 投资要点:

#### ➤ VLCC船队规模与质量的双提升。

通过构建新订单与出售老旧船，公司VLCC船队规模稳步上升，而结构不断优化。预计公司VLCC船队规模将由当前的53艘提升2022年的55艘，继续巩固全球最大VLCC船东的地位。2019年至今，公司共交付5艘VLCC，而本次出售的2艘VLCC船龄均超过10岁；完成出售后，公司VLCC平均船龄将由6.29岁下降至5.53岁。我们认同公司在行业较高景气时，通过将环保型船替换非环保型船的方式对船队结构不断优化的经营策略。我们预计非环保型船的市场价格将在2020年之受高低硫油价差的影响走低，而本次油轮出售交易价格相对于账面资产净值仍有5.7%的溢价。

#### ➤ IMO 2020 大限将至，继续看好油运旺季。

IMO2020限硫令即将实施，我们预计未来2个月内油运旺季将持续，主要考虑到：1) VLCC将在限硫令实施窗口期扎堆安装脱硫塔，而当前船厂订单积压或导致安装时间长于预期；2) 低硫油旺盛需求将使炼厂维持较高的开工率水平。

#### ➤ 盈利预测与估值

我们测算2020年VLCC需求与供给增速差将超过5%，预计全年VLCC 2020年全年均价将达65000美元/天，对应招商轮船(601872.SH) 57.31亿净利润，对应当前PE仅为6倍，给予“推荐”评级。

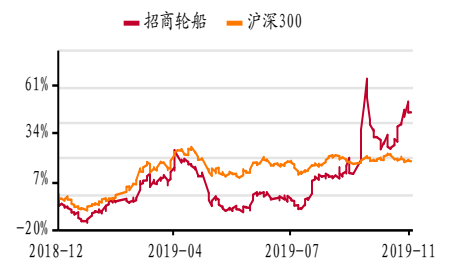
#### ➤ 风险提示

全球经济加速放缓导致原油需求疲弱

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 6,067/5,299 |
| 流通A股市值(百万元)   | 31,479      |
| 每股净资产(元)      | 3.49        |
| 资产负债率(%)      | 60.03       |
| 一年内最高/最低(元)   | 7.46/3.60   |

### 一年内股价相对走势



王正成 分析师

执业证书编号: S0590519080001

电话: 0510-85607670

邮箱: wangzc@glsc.com.cn

### 相关报告

| 财务数据和估值     | 2017A    | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 6,095.35 | 10,931.10 | 13,625.58 | 17,006.97 | 17,748.64 |
| 增长率(%)      | 1.17%    | 79.34%    | 24.65%    | 24.82%    | 4.36%     |
| EBITDA(百万元) | 2,569.54 | 3,419.41  | 7,955.71  | 10,959.82 | 11,651.75 |
| 净利润(百万元)    | 614.33   | 1,131.56  | 3,146.20  | 5,731.84  | 6,411.34  |
| 增长率(%)      | -64.49%  | 84.20%    | 178.04%   | 82.18%    | 11.85%    |
| EPS(元/股)    | 0.10     | 0.19      | 0.52      | 0.94      | 1.06      |
| 市盈率(P/E)    | 59.05    | 32.06     | 11.53     | 6.33      | 5.66      |
| 市净率(P/B)    | 2.38     | 1.79      | 1.64      | 1.42      | 1.24      |
| EV/EBITDA   | 18.32    | 15.49     | 6.13      | 4.00      | 3.12      |

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

| 资产负债表          |                |                |                |                |                 | 利润表            |               |                |                |                |                 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 单位:百万元         | 2017A          | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E           | 单位:百万元         | 2017A         | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E           |
| 货币资金           | 4,589.8        | 3,787.9        | 1,530.5        | 6,411.15       | 13,584.         | 营业收入           | 6,095.3       | 10,931.        | 13,625.        | 17,006.        | 17,748.         |
| 应收账款+票据        | 2,017.9        | 3,324.5        | 3,574.4        | 5,036.5        | 3,949.9         | 营业成本           | 4,643.6       | 8,994.0        | 9,286.9        | 9,476.7        | 9,546.2         |
| 预付账款           | 196.76         | 450.61         | 217.84         | 464.27         | 222.85          | 营业税金及附加        | 0.10          | 16.83          | 20.98          | 26.19          | 27.33           |
| 存货             | 422.77         | 1,018.1        | 469.70         | 1,048.5        | 480.84          | 营业费用           | 0.00          | 42.02          | 17.46          | 21.79          | 22.74           |
| 其他             | 26.84          | 22.35          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 管理费用           | 256.60        | 387.23         | 493.39         | 615.83         | 642.69          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>7,254.1</b> | <b>8,603.4</b> | <b>5,792.5</b> | <b>12,960.</b> | <b>18,238.</b>  | 财务费用           | 253.96        | 638.46         | 671.26         | 451.86         | 317.47          |
| 长期股权投资         | 1,535.8        | 1,936.1        | 1,936.1        | 1,936.1        | 1,936.1         | 资产减值损失         | 428.70        | 24.03          | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 固定资产           | 25,201.        | 36,410.        | 34,667.        | 31,204.        | 27,741.         | 公允价值变动收        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 在建工程           | 2,777.3        | 1,719.3        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 投资净收益          | 117.50        | 209.72         | 580.00         | 530.00         | 580.00          |
| 无形资产           | 447.60         | 467.34         | 456.33         | 445.32         | 434.31          | 其他             | 0.00          | -1.40          | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| 其他非流动资产        | 378.12         | 458.98         | 299.33         | 182.02         | 64.71           | <b>营业利润</b>    | <b>629.80</b> | <b>1,036.8</b> | <b>3,715.5</b> | <b>6,944.5</b> | <b>7,772.1</b>  |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>30,339.</b> | <b>40,992.</b> | <b>37,359.</b> | <b>33,767.</b> | <b>30,176.</b>  | 营业外净收益         | 308.62        | 85.44          | -0.06          | -0.06          | -0.06           |
| <b>资产总计</b>    | <b>37,594.</b> | <b>49,596.</b> | <b>43,151.</b> | <b>46,728.</b> | <b>48,414.</b>  | <b>利润总额</b>    | <b>938.42</b> | <b>1,122.2</b> | <b>3,715.4</b> | <b>6,944.5</b> | <b>7,772.0</b>  |
| 短期借款           | 2,584.1        | 6,514.1        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 所得税            | 15.60         | 67.89          | 783.87         | 1,603.6        | 1,798.0         |
| 应付账款+票据        | 521.27         | 1,345.2        | 501.81         | 1,382.9        | 515.65          | <b>净利润</b>     | <b>922.82</b> | <b>1,054.3</b> | <b>2,931.6</b> | <b>5,340.9</b> | <b>5,974.0</b>  |
| 其他             | 2,456.9        | 8,044.0        | 7,894.0        | 8,126.3        | 7,912.1         | 少数股东损益         | 308.49        | -77.18         | -214.59        | -390.94        | -437.29         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>5,562.2</b> | <b>15,903.</b> | <b>8,395.8</b> | <b>9,509.3</b> | <b>8,427.7</b>  | <b>归属于母公司净</b> | <b>614.33</b> | <b>1,131.5</b> | <b>3,146.2</b> | <b>5,731.8</b> | <b>6,411.34</b> |
| 长期带息负债         | 12,765.        | 12,833.        | 12,833.        | 12,833.        | 12,833.         | <b>主要财务比率</b>  |               |                |                |                |                 |
| 长期应付款          | 0.00           | 523.72         | 523.72         | 523.72         | 523.72          |                | <b>2017A</b>  | <b>2018A</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>    |
| 其他             | 0.00           | 8.42           | 8.42           | 8.42           | 8.42            | <b>成长能力</b>    |               |                |                |                |                 |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>12,765.</b> | <b>13,365.</b> | <b>13,365.</b> | <b>13,365.</b> | <b>13,365.</b>  | 营业收入           | 1.17%         | 79.34%         | 24.65%         | 24.82%         | 4.36%           |
| <b>负债合计</b>    | <b>18,327.</b> | <b>29,269.</b> | <b>21,761.</b> | <b>22,875.</b> | <b>21,793.</b>  | EBIT           | -             | 43.66%         | 150.42         | 68.83%         | 9.39%           |
| 少数股东权益         | 4,049.9        | 64.70          | -149.89        | -540.83        | -978.12         | EBITDA         | -             | 33.07%         | 132.66         | 37.76%         | 6.31%           |
| 股本             | 5,299.4        | 6,066.6        | 6,066.6        | 6,066.6        | 6,066.6         | 归属于母公司净        | 49.95%        | 84.20%         | 178.04         | 82.18%         | 11.85%          |
| 资本公积           | 7,344.6        | 9,807.4        | 9,807.4        | 9,807.4        | 9,807.4         | <b>获利能力</b>    |               |                |                |                |                 |
| 留存收益           | 2,572.3        | 4,388.0        | 6,245.6        | 9,629.8        | 13,415.         | 毛利率            | 23.82%        | 17.72%         | 31.84%         | 44.28%         | 46.21%          |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>19,266.</b> | <b>20,326.</b> | <b>21,969.</b> | <b>24,963.</b> | <b>28,311.1</b> | 净利率            | 15.14%        | 9.65%          | 21.52%         | 31.40%         | 33.66%          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>37,594.</b> | <b>49,596.</b> | <b>43,151.</b> | <b>46,728.</b> | <b>48,414.</b>  | ROE            | 4.04%         | 5.58%          | 14.22%         | 22.47%         | 21.89%          |
| <b>现金流量表</b>   |                |                |                |                |                 | ROIC           | 2.75%         | 4.77%          | 9.25%          | 16.34%         | 18.71%          |
| 单位:百万元         | 2017A          | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E           | <b>偿债能力</b>    |               |                |                |                |                 |
| 净利润            | 781.06         | 867.44         | 2,351.6        | 4,810.9        | 5,394.1         | 资产负债           | 48.75%        | 59.02%         | 50.43%         | 48.95%         | 45.01%          |
| 折旧摊销           | 1,356.3        | 1,676.5        | 3,591.2        | 3,591.2        | 3,591.2         | 流动比率           | 1.30          | 0.54           | 0.69           | 1.36           | 2.16            |
| 财务费用           | 417.70         | 772.07         | 648.94         | 424.01         | 288.40          | 速动比率           | 1.22          | 0.48           | 0.63           | 1.25           | 2.11            |
| 存货减少           | -102.74        | -461.65        | 548.40         | -578.80        | 567.65          | <b>营运能力</b>    |               |                |                |                |                 |
| 营运资金变动         | 67.65          | 1,244.5        | -988.22        | -595.14        | 246.49          | 应收账款周转率        | 6.59          | 5.25           | 7.15           | 5.54           | 8.37            |
| 其它             | 412.32         | 41.18          | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 存货周转率          | 10.98         | 8.83           | 19.77          | 9.04           | 19.85           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,932.3</b> | <b>4,140.1</b> | <b>6,152.0</b> | <b>7,652.2</b> | <b>10,087.</b>  | 总资产周转率         | 0.16          | 0.22           | 0.32           | 0.36           | 0.37            |
| 资本支出           | 3,365.9        | 6,355.9        | 0.00           | 0.00           | 0.00            | <b>每股指标(元)</b> |               |                |                |                |                 |
| 长期投资           | 248.75         | 450.53         | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 每股收益           | 0.10          | 0.19           | 0.52           | 0.94           | 1.06            |
| 其他             | 2,076.8        | 609.85         | 42.30          | -0.04          | -0.04           | 每股经营现金流        | 0.48          | 0.68           | 1.01           | 1.26           | 1.66            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>42.30</b>   | <b>-0.04</b>   | <b>-0.04</b>    | 每股净资产          | 2.51          | 3.34           | 3.65           | 4.20           | 4.83            |
| 债权融资           | 1,678.9        | 3,620.5        | -              | 0.00           | 0.00            | <b>估值比率</b>    |               |                |                |                |                 |
| 股权融资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 市盈率            | 59.05         | 32.06          | 11.53          | 6.33           | 5.66            |
| 其他             | -              | -              | -              | -              | -               | 市净率            | 2.38          | 1.79           | 1.64           | 1.42           | 1.24            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-296.46</b> | <b>2,540.4</b> | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>        | EV/EBITDA      | 18.32         | 15.49          | 6.13           | 4.00           | 3.12            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,016.8</b> | <b>541.04</b>  | <b>-</b>       | <b>4,880.5</b> | <b>7,173.5</b>  | EV/EBIT        | 38.81         | 30.38          | 11.18          | 5.95           | 4.51            |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

|            |      |                                |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上        |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上         |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上      |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘              |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平             |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘              |

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 联系电话        |
|----|----|-------------|
| 北京 | 张媛 | 15810039831 |
| 北京 | 管峰 | 18611960610 |
| 上海 | 刘莉 | 18217012856 |