

2010-05-04

交通运输、仓储业/水上运输业

公司研究 / 更新报告

## 招商轮船 (601872)

# 安全与弹性兼备

### 买入 / 维持评级

股价：RMB4.98

#### 分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

021-50106015 lijunyjs@lhqz.com

#### 联系人

范倩蕾

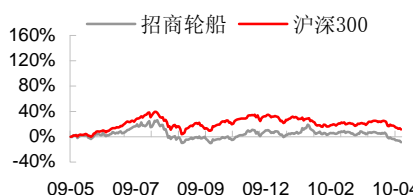
021-82364417 fanql@lhqz.com

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本(百万股)	3433
流通 A 股(百万股)	3433
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	16824

#### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 目前原油运输市场价格呈现淡季不淡的局面。目前 VLCC TD3 航线的 TCE 达到 56,000 美元每天，或相当于超过 40% 的毛利水平。而目前市场对全年 VLCC 运输均价的假设在 45,000 – 50,000 美元每天。我们认为需求趋暖和供给的迅速优化是油运价格坚挺的主要原因，其它的研究分析认为，OPEC 减产执行率下降、油价上涨带来的减速航行，以及因海盗猖獗而产生的绕行亦对供需优化有所贡献。
- 干散货运输方面，2010 年 1 季度因铁矿石发货的异常，Handymax 船型与 Panamax 船型的运价表现明显好于 Capesize 型船舶和 BDI。1-4 月，Panamax 和 Handymax 运输均价同比上升约 192% 和 123%，而同期 Capesize 运价和 BDI 的同比上升幅度为 47% 和 90%。
- 招商轮船 3-4 月开始逐步更新其干散货运输期租合约。2009 年，Handymax 船的平均运价约 12,825 美元每天，而目前 6 个月租期的 Handymax 船舶租金高达 26,000 美元每天，我们相信招轮的新合约价格将得到有力提升。
- 我们认为目前市场的盈利预测未对原油运价和干散货新合约价格超预期作出合理反映。我们上调了对干散货业务的运价假设，将 EPS 上调 15% 至 0.35 元。其中包含的基本假设是 VLCC/Aframax 实现 55,000 和 15,500 美元每天的运输均价，和干散货 Handymax/Panamax 实现 20,000 和 25,000 美元每天的运输均价。我们在文中论述了这些假设的合理性。我们的弹性测算显示，VLCC 运价每偏离我们的假设 5,000 美元每天，将带来 0.03 元的 EPS 影响。
- 目前，招轮的股价约相当于 14.2x 的 2010 年 PE 和 1.5x 的 2010 年 PB，在航运板块中处于低端。我们认为招商轮船目前是一个安全性与弹性兼备的投资品种，重申“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1864.2	659.4	3189.0	3518.2	3571.9
(+/-%)	-41.9	32.1	71.1	10.3	1.5
归属母公司净利润(百万元)	343.1	223.6	1205.4	1269.4	1279.9
(+/-%)	-72.2	17.2	251.3	5.3	0.8
EPS(元)	0.10	0.07	0.35	0.37	0.37
P/E(倍)	49.8	76.5	14.2	13.5	13.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

主要结论 .....	4
行业要点 .....	5
油运：淡季不淡，弹性充分 .....	5
干散货：Handymax 新期租合约受益 .....	8
财报回顾 .....	9
2009 年业绩低于预期 .....	9
2010 年 Q1 业绩明显改善 .....	10
盈利预测调整 .....	12
原油运输 .....	12
干散货运输 .....	13
主营业务成本 .....	14
其他假设 .....	14
弹性测算 .....	16
股价催化 .....	16
投资风险 .....	16

## 图表目录

图 1、	油运分船型运价 (TCE, 美元/天)	5
图 2、	VLCC 运价 (TCE, 美元/天)	5
图 3、	VLCC 月度交付 (截至 2010 年 3 月)	5
图 4、	VLCC 月度拆解 (截至 2010 年 3 月)	5
图 5、	海湾西行航线海盗区域绕行	6
图 6、	VLCC 月度即期定载 (2008 年 1 月至 2010 年 4 月)	7
图 7、	VLCC 月度即期定载 (2007 年 1 月-2010 年 4 月)	7
图 8、	全球原油需求 (2009 年 1 月至 2010 年 3 月)	7
图 9、	全球原油生产 (2009 年 1 月至 2010 年 3 月)	7
图 10、	中国原油月度进口 (截至 2010 年 3 月)	7
图 11、	中国成品油月度进口 (截至 2010 年 3 月)	7
图 12、	干散货分船型运价 (TCE, 美元/天)	8
图 13、	干散货分船型运价同比变化	8
图 14、	招轮油运平均 TCE (美元/天)	10
图 15、	招轮散货运输平均 TCE (美元/天)	10
图 16、	招轮油运成本拆分 (百万元)	10
图 17、	招轮散货运输成本拆分 (百万元)	10
图 18、	1 年期期租 TCE (美元/天)	14
表 1、	干散货分船型即期市场 TCE 运价	8
表 2、	招商轮船 2009 年经营业绩 (百万元)	9
表 3、	招商轮船 2010 年 Q1 经营业绩 (百万元)	11
表 4、	招轮油轮船队收入测算	12
表 5、	原油运输即期市场运价 (TCE, 美元每天)	13
表 6、	招轮干散货运输收入测算	13
表 7、	主营业务成本	14
表 8、	招商轮船业绩弹性测算	16

## 主要结论

我们认为在 2010 年的航运市场，招商轮船是一个安全性和进攻性兼备的投资标的。招商倾向于在干散货运输市场以较高比例的期租业务锁定风险，而在原油运输市场依靠卓越的经营能力获取收益。

2010 年 1 季度的干散货运输市场，因铁矿石发货的异常，Handymax 船型与 Panamax 船型的运价表现明显好于 Capesize 型船舶和 BDI。而招商自 Q1 开始逐步更新其到期的干散货船期租合约。我们判断，招商可能将部分 Handymax 船舶以超过 25,000 美元每天的价格锁定，从而大幅超越其去年实现的 12,825 美元每天的平均运价，也超越我们在之前的盈利预测中给出的 14,500 美元每天的预期。

而油轮运价的淡季不淡为年内的旺季埋下了伏笔。目前 VLCC 即期市场运价超过 56,000 美元每天，高于市场对全年 VLCC 运输均价 45,000 - 50,000 美元每天的假设。我们有理由相信，如果淡季运价表现出一定的可持续性，市场可能开始逐步上调对全年的运价假设和对招商的业绩预期。我们维持在年度策略中对行业的基本判断，原油运输供需面的改善将促使运价在 2010 年得到大幅提升。

我们上调了对干散货业务的运价假设，并将 EPS 上调 15% 至 0.35 元。其中包含的基本假设是 VLCC/Aframax 实现 55,000 和 15,500 美元每天的运输均价，和干散货 Handymax/Panamax 实现 20,000 和 25,000 美元每天的运输均价。我们在文中论述了这些假设的合理性。我们的弹性测算显示，VLCC 运价每偏离我们的假设 5000 美元每天，将带来 0.03 元的 EPS 影响。

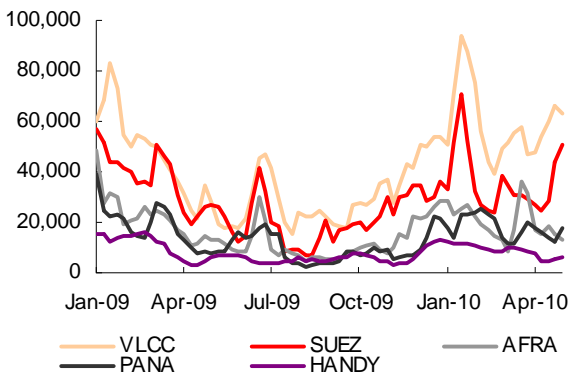
目前，招商的股价约相当于 14.2x 的 2010 年 PE 和 1.5x 的 2010 年 PB，在航运板块中处于低端。我们认为招商轮船目前是一个安全性与弹性兼备的投资品种，重申“买入”评级。

## 行业要点

油运：淡季不淡，弹性充分

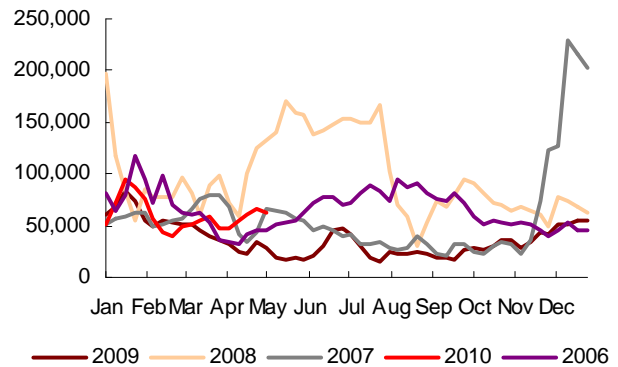
油运运价在一季度下旬至今表现超越市场预期。VLCC1-4月运价均值约59,387美元每天，高于去年同期约20%。目前VLCC的运价仍在56,000美元每天以上，高于市场对VLCC市场全年运价均值的假设45,000-50,000美元每天，而二季度初往往是一年中运价的相对低点。

图1、油运分船型运价（TCE，美元/天）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

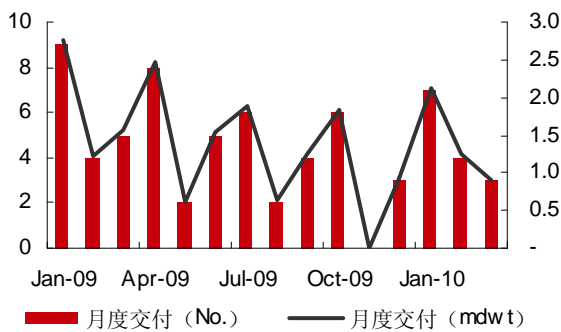
图2、VLCC 运价（TCE，美元/天）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

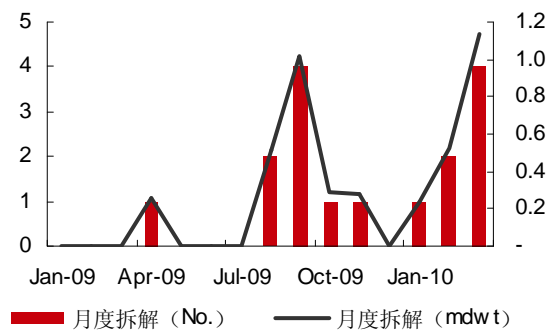
我们判断供给的优化仍是运价坚挺的主要原因：VLCC年初至3月交付430万载重吨，占全年计划交付量的17%。以拆解和其他方式退出市场的运力约334万载重吨，占交付运力的78%。年初至4月初运力净增96万载重吨，或年初运力的0.6%。

图3、VLCC 月度交付（截至2010年3月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

图4、VLCC 月度拆解（截至2010年3月）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

而根据其他 Broker 报告，油运运价较高的原因还包括：OPEC 减产执行率下滑，油价上涨导致的航速下降，以及因海盗猖獗而执行的绕道航行。

图5、海湾西行航线海盗区域绕行

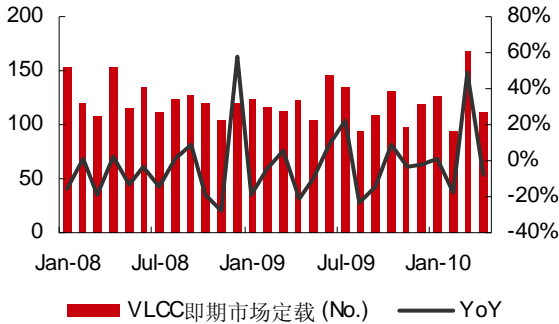


资料来源: McQuilling, 华泰联合证券研究

我们维持年度策略中提及的 2010 年原油运输供需因运力退出而得以优化的基本判断。我们认为鉴于目前运价维持在相对高位, 而市场对全年 VLCC 运价均值的判断仍较低, 市场未来可能上调全年运输均价的假设。

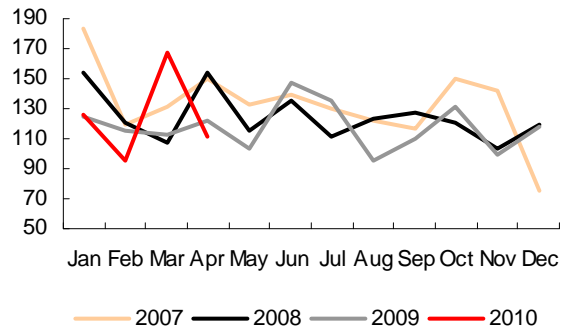
截至一季度末, 招商轮船目前拥有 10 条双壳 VLCC, 其中 4 条由单壳轮改建。鉴于招商轮船在油运领域的运输经验, 和其在即期市场的高头寸, 我们认为招商轮船将充分受益于原油运价年内的上涨。

图6、VLCC 月度即期定载 (2008 年 1 月至 2010 年 4 月)



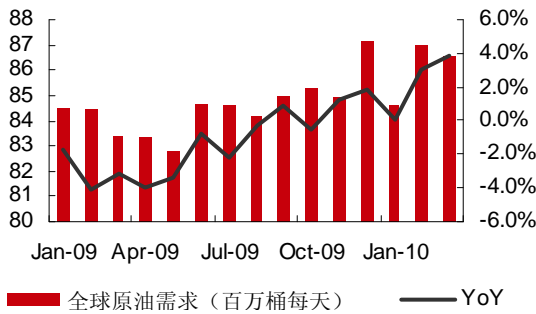
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图7、VLCC 月度即期定载 (2007 年 1 月-2010 年 4 月)



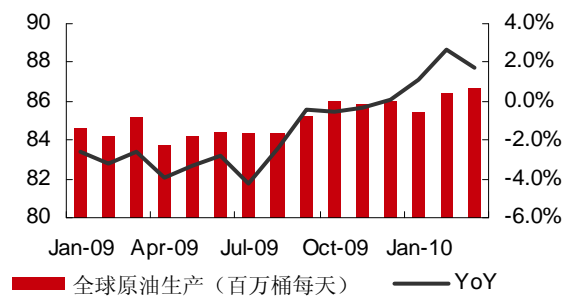
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图8、全球原油需求 (2009 年 1 月至 2010 年 3 月)



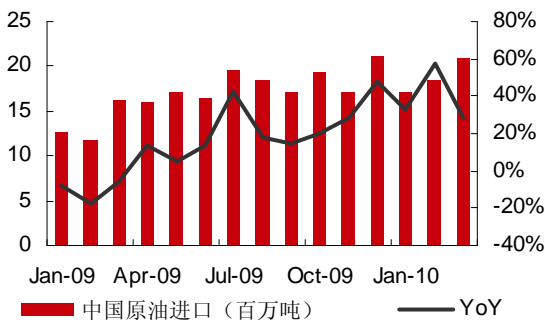
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图9、全球原油生产 (2009 年 1 月至 2010 年 3 月)



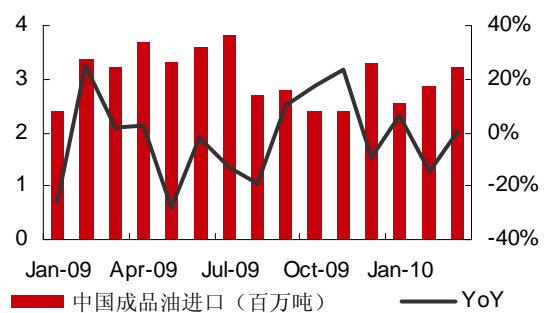
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图10、中国原油月度进口 (截至 2010 年 3 月)



资料来源: IEA, 华泰联合证券研究

图11、中国成品油月度进口 (截至 2010 年 3 月)

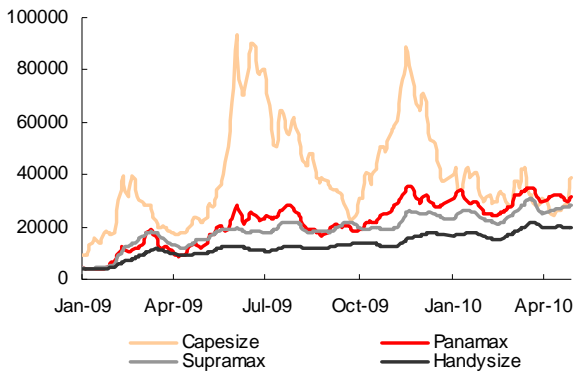


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

干散货：Handymax 新期租合约受益

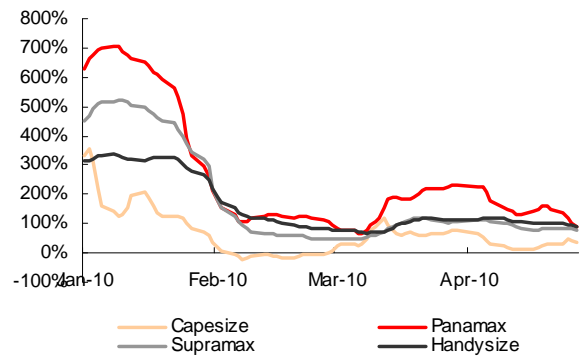
干散货分船型运价在一季度表现出明显的背离。因澳洲和巴西的铁矿石供给问题，Capesize 运价一再受压，而因煤炭运输、谷物运输旺盛，同时部分铁矿石需求转向印度的影响，小船运价上涨幅度好于 Cape 船型。年初至今，Panamax 和 Supramax 船型的 TCE 均值与去年同期相比，各上升了约 192%和 123%。

图12、 干散货分船型运价 (TCE, 美元/天)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图13、 干散货分船型运价同比变化



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

表1、 干散货分船型即期市场 TCE 运价

	2010年1-4月	2009年1-4月	YoY
Capesize	32,864	22,326	47%
Panamax	30,000	10,278	192%
Supramax	25,607	11,501	123%
Handysize	18,222	7,828	133%

数据来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

招商轮船自 Q1 开始陆续更新其干散货船期租合约。招轮历史上将 2/3 的干散货船通过期租锁定，避免市场波动风险。截至一季度末，招轮已锁定约 2078 天干散货船舶运营天，平均运价 13,660 美元/天。而我们判断，招轮 3-4 月部分 Handymax 锁定价格可能超过 25,000 美元每天。



## 财报回顾

### 2009 年业绩低于预期

招商 2009 年实现 EPS0.10 元，低于我们的预期 0.13 元。公司在经营层面的表现略低于我们的预期。收入低于我们的预测 3%，达 18.6 亿，毛利达 4.7 亿，低于我们的预期 11%，公司实现的全年运输 TCE 均价低于我们的预期是主要原因。但公司在管理费用和财务费用的控制上均好于我们的预期。

公司因将一条 2009 年出售的 Afra 获得的营业外收入计入 2010 年，致使公司的营业外收入较我们的预测低 1800 万。同时，公司为 2008 年的分红补记 8705 万所得税，这两项对业绩的影响约 0.03 元。

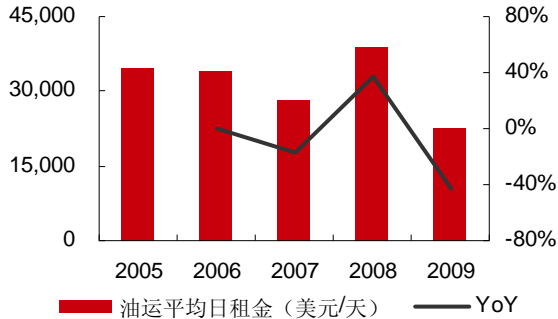
**表2、 招商轮船 2009 年经营业绩（百万元）**

	2009	2008	YoY
营业收入	1,864	3,211	-41.9%
营业成本	1,392	1,505	-7.5%
营业费用	-	-	
管理费用	68	75	-8.6%
财务费用	14	39	-63.8%
资产减值损失	(0)	235	-100.1%
公允价值变动收益	8	(7)	-213.5%
投资净收益	26	(37)	-169.9%
<b>营业利润</b>	<b>425</b>	<b>1,313</b>	<b>-67.6%</b>
营业外收入	37	123	-69.6%
营业外支出	0	1	-76.0%
<b>利润总额</b>	<b>462</b>	<b>1,434</b>	<b>-67.8%</b>
所得税	108	153	-29.0%
净利润	353	1,282	-72.4%
少数股东损益	10	49	-78.7%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>343</b>	<b>1,233</b>	<b>-72.2%</b>
EBITDA	863	1,691	-49.0%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.36</b>	<b>-72.2%</b>

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

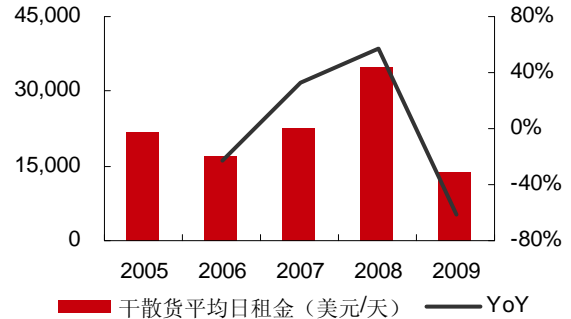
公司 09 年实现油运平均 TCE 约 22,417 美元/天，同比下降约 42%；干散货平均 TCE13,705 美元/天，同比下滑 61%。市场运价的下跌是其运输价格受压的主要原因。

图14、 招轮油运平均 TCE (美元/天)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

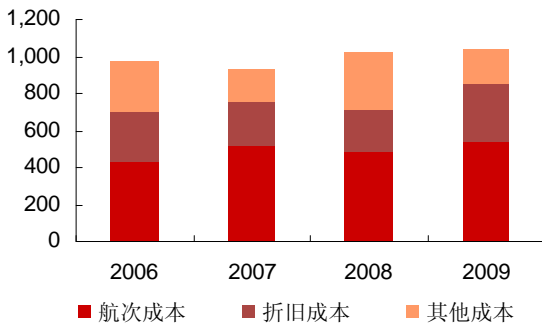
图15、 招轮散货运输平均 TCE (美元/天)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

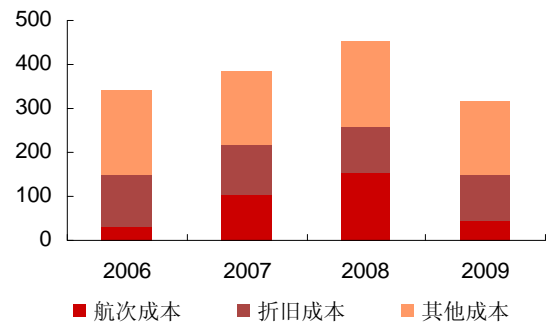
公司 09 年油轮和干散货船队的营运天各上升 1.5% 和 2.2%，营业成本下降 7.5%。其中航次成本的下降是营业成本下降的主因。燃油价格的下降以及公司航次租赁占比的下降造成了航次成本的降低。

图16、 招轮油运成本拆分 (百万元)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

图17、 招轮散货运输成本拆分 (百万元)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

LNG 船队的投产为公司带来 2300 万的投资净收益。公司 10 年业绩中还包含了 1621 万处理 Afra 船的收益和 1832 万的政府补助。

### 2010 年 Q1 业绩明显改善

受益于市场运价的回暖和有效运力的增加，招轮一季度业绩环比显著改善。一季度实现 EPS0.07 元，扣除处置船舶收益 3443 万和美元掉期收益 237 万后，实现 EPS 约 0.05 元。我们认为，鉴于招轮的干散货船舶期租合约陆续到期，在 2 季度逐步更新的合约价格将为公司带来业绩的环比改善。

**表3、 招商轮船 2010 年 Q1 经营业绩 (百万元)**

	Q109	YoY	QoQ
营业收入	659	32.1%	27.7%
营业成本	456	57.1%	9.6%
营业费用			
管理费用	18	-3.2%	-13.2%
财务费用	10	-282.3%	77.5%
资产减值损失	(0)		
公允价值变动收益	2		
投资净收益	17	388.4%	55.6%
<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>-4.4%</b>	<b>130.7%</b>
营业外收入	35		
营业外支出	-		
<b>利润总额</b>	<b>229</b>	<b>12.7%</b>	<b>172.6%</b>
所得税	2		
净利润	227	15.9%	-4592.5%
少数股东损益	4		
<b>归属母公司净利润</b>	<b>224</b>	<b>17.2%</b>	<b>-3642.3%</b>
EPS (元)	0.07		

数据来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

## 盈利预测调整

我们将 2010 年的 EPS 上调 15% 至 0.35 元。主要原因在于我们对原先较为保守的干散货市场运价进行了调升。

### 原油运输

我们假设招轮 2010 年油轮各船型的 TCE 均价分别为：VLCC - 55,000 美元/天，同比上升 78%；Suezmax - 30,500 美元/天，同比升 33%；Aframax - 15,500 美元/天，同比升 9.3%。

**表4、 招轮油轮船队收入测算**

	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>油轮收入</b>	<b>1458</b>	<b>1882</b>	<b>1340</b>	<b>2336</b>	<b>2356</b>
增长率		29.1%	-28.8%	74.3%	0.9%
<b>航次成本</b>	<b>515</b>	<b>482</b>	<b>537</b>	<b>696</b>	<b>819</b>
		-6.4%	11.5%	29.6%	17.6%
<b>VLCC</b>					
有效运营天数	1,841	1,760	2,408	3,812	4,583
增长率		-4.41%	36.85%	58.28%	20.25%
平均日租金 (美元每天)	39,497	63,155	30,951	55,000	42,000
<b>TCE 收入</b>	<b>553</b>	<b>773</b>	<b>507</b>	<b>1354</b>	<b>1244</b>
<b>Suezmax</b>					
有效运营天数	342	138	336	347	340
增长率		-59.47%	142.67%	3.13%	-2.02%
平均日租金 (美元每天)	28,356	35,436	23,000	30,500	28,500
<b>TCE 收入</b>	<b>74</b>	<b>34</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>63</b>
<b>Aframax</b>					
有效运营天数	2,220	3,288	2,520	2,166	2,377
增长率		48.10%	-23.37%	-14.06%	9.74%
平均日租金 (美元每天)	18,718	25,887	14,185	15,500	15,050
<b>TCE 收入</b>	<b>316</b>	<b>592</b>	<b>243</b>	<b>217</b>	<b>231</b>
基本假设					
运营效率	97.6%	98.9%	96.0%	99.0%	97.0%

数据来源，公司资料，华泰联合证券研究

我们认为这样的运价假设不算激进：我们的运价假设均对淡季现价和 1-4 月均价给出了折价。关于市场担忧其单改双 VLCC 可能在即期市场上必须接受折价，公司认为原油运输市场的成交择时对运价的影响更大，而在同一时点，单改双 VLCC 对双壳的 TCE 折价可能在 10% 左右。

**表5、 原油运输即期市场运价 (TCE, 美元每天)**

	现价	1-4 月均价(Average Earnings Modern)	4 月均价(Average Earnings Modern)
VLCC (TD3)	56,000	59,387	58,265
Suezmax (TD5)	53,000	36,238	35,013
Aframax (TD9)	20,800	20,092	16,048

数据来源: Calrkson, 华泰联合证券研究

### 干散货运输

鉴于 1 季度干散货较小型船舶表现超预期, 并且招轮抓住时机更新了部分干散货期租合同, 我们在盈利预测中做了相应上调。我们假设的各船型运价为: Capesize - 35,000 美元每天; Panamax - 25,000 美元每天; Handymax - 20,000 美元每天。

**表6、 招轮干散货运输收入测算**

	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>散货轮收入</b>	<b>919</b>	<b>1301</b>	<b>494</b>	<b>822</b>	<b>1131</b>
增长率		41.6%	-62.0%	66.3%	37.5%
<b>航次成本</b>	<b>104</b>	<b>153</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>96</b>
		47.0%	-70.3%	34.4%	57.1%
<b>Capesize</b>					
有效运营天数	-	-	-	516	1,921
增长率					272%
平均日租金 (美元每天)	-	-	-	35,000	35,000
<b>TCE 收入</b>				<b>117</b>	<b>434</b>
<b>Panamax</b>					
有效运营天数	685	673	688	688	688
增长率		-1.74%	2.18%	0.00%	0.00%
平均日租金 (美元每天)	31,185	44,906	18,986	25,000	24,000
<b>TCE 收入</b>	<b>163</b>	<b>210</b>	<b>89</b>	<b>111</b>	<b>107</b>
<b>Handymax</b>					
有效运营天数	4,112	4,040	4,129	4,129	4,129
增长率		-1.74%	2.18%	0.00%	0.00%
平均日租金 (美元每天)	20,834	33,334	12,825	20,000	18,500
<b>TCE 收入</b>	<b>652</b>	<b>937</b>	<b>360</b>	<b>533</b>	<b>493</b>
<b>基本假设</b>					
运营效率	97.9%	96.2%	98.3%	98.3%	98.3%

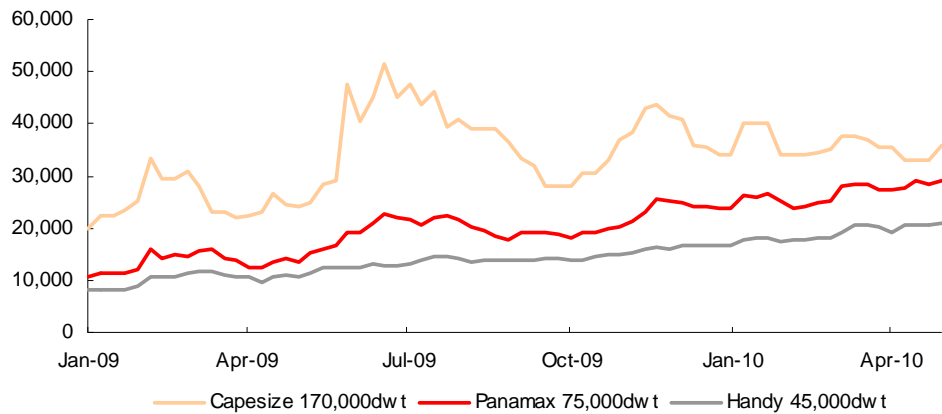
数据来源: 公司资料, 华泰联合证券研究

我们认为所用假设的合理性在于:

- 招轮有一条 Capesize 已用长约锁定在 40,000 美元/天以上, 4 月末 Capesize 现货市场运价约 39,000 美元每天, 而我们预测全年 BDI 的均值将高于 Q1 均值。

- Panamax 四月末现货市场运价超过 30,000 美元每天，Handymax 运价高达 28,000 美元每天。
- 我们认为一年期的干散货期租价格可以作为市场对未来一年运价的预测均值。换言之，尽管招轮在干散货运输领域的经营策略较为保守（详见我们的首评《业务结构完善，管理经验卓越》(2009/09/03)），但招轮至少可以以一年期期租价格将运力锁定。目前，Capesize/Panamax/Handymax 一年期期租水平约 36,000/29,000/21,000 美元每天。

图18、 1年期期租 TCE (美元/天)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

### 主营业务成本

表7、 主营业务成本

	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>主营业务成本</b>	<b>1,317</b>	<b>1,478</b>	<b>1,363</b>	<b>1,723</b>	<b>1,971</b>
航次成本	619	635	583	758	915
折旧成本	355	338	423	522	595
其他	343	505	357	444	461

数据来源: 公司资料, 华泰联合证券研究

### 其他假设

**投资净收益:** 公司对 CLNG 的投资以投资收益的方式计入业绩。2010 年 Q1, 5 条 LNG 船全部投产, 实现投资收益 1655 万, 我们将其年化作为 2010 年投资收益的假设。

**营业外收入:** 公司 09/10 年出售的 Afra 船各有一条计入 2010 年营业外收入。Q1 公司营业外收入计 3477 万。我们假设全年的营业外收入为 3500 万。

**所得税:** 1) 境内分红部分的现金由境外子公司汇入, 这一部分汇入资金将按照境外所得 25% 的税率课税; 2) 公司现金的银行利息收入, 以政府规定的税率支付。这一税率按照 2009 年年报披露的信息, 在 10/11/12 年将为 22%/24%/25%。根据以上因素推算, 公司在 2010 年的有效税率约 9.8%。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3595	3979	4825	6074	<b>营业收入</b>	1864	3189	3518	3572
现金	3229	3584	4515	5818	营业成本	1392	1755	2004	2088
应收账款	83	64	106	107	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	163	126	70	35	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	18	10	10	管理费用	68	89	92	94
存货	69	88	70	73	财务费用	14	48	48	26
其他流动资产	51	100	55	30	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	11066	13363	14019	13378	公允价值变动收益	8	0	0	0
长期投资	425	430	450	470	投资净收益	26	56	90	120
固定资产	7105	10501	13242	12815	<b>营业利润</b>	425	1352	1465	1484
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	37	35	0	0
其他非流动资产	3537	2432	327	93	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	14661	17342	18844	19452	<b>利润总额</b>	462	1387	1465	1484
<b>流动负债</b>	1525	1032	1278	1097	所得税	108	136	147	155
短期借款	683	500	500	500	<b>净利润</b>	353	1251	1318	1329
应付账款	106	167	160	167	少数股东损益	10	46	48	49
其他流动负债	737	365	617	430	<b>归属母公司净利润</b>	343	1205	1269	1280
<b>非流动负债</b>	3518	4648	4948	4788	EBITDA	863	1837	2099	2171
长期借款	3518	4518	4818	4658	EPS (元)	0.10	0.35	0.37	0.37
其他非流动负债	0	130	130	130					
<b>负债合计</b>	5043	5679	6225	5885	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	161	207	255	304	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	3433	3433	3433	3433	<b>成长能力</b>				
资本公积	4390	4390	4390	4390	营业收入	-41.9%	71.1%	10.3%	1.5%
留存收益	2577	3782	4690	5589	营业利润	-67.6%	218.4%	8.3%	1.3%
归属母公司股东权益	9457	11456	12363	13262	归属于母公司净利润	-72.2%	251.3%	5.3%	0.8%
<b>负债和股东权益</b>	14661	17342	18844	19452	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	25.3%	45.0%	43.0%	41.6%
					净利率(%)	18.4%	37.8%	36.1%	35.8%
					ROE(%)	3.6%	10.5%	10.3%	9.7%
					ROIC(%)	3.2%	9.6%	9.7%	9.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	34.4%	32.7%	33.0%	30.3%
					净负债比率(%)	90.84%	92.75%	90.24%	92.74%
					流动比率	2.36	3.86	3.78	5.54
					速动比率	2.31	3.77	3.72	5.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.13	0.20	0.19	0.19
					应收账款周转率	26	44	42	34
					应付账款周转率	11.16	12.89	12.25	12.76
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.35	0.37	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.72	0.61	0.51
					每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.34	3.60	3.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	49.83	14.19	13.47	13.36
					P/B	1.81	1.49	1.38	1.29
					EV/EBITDA	21	10	9	8

数据来源：华泰联合证券研究所。

## 弹性测算

我们对招轮业绩做了敏感性测算。我们的测算显示，VLCC 每偏离我们的预测 5,000 美元每天，将影响约 0.03 元的 EPS。

表8、 招商轮船业绩弹性测算

	运价与假设偏差（美元每天）	影响 2010 年 EPS
VLCC	-5000	-0.032
Aframax	-2000	-0.007
Capesize	-5000	-0.004
Handymax	-2000	-0.014

数据来源：华泰联合证券研究

## 股价催化

我们认为招轮股价的催化因素在于油轮运价在淡季继续表现坚挺。目前市场对招轮的盈利预测基于的假设普遍较为保守，我们认为市场将随着二季度公司经营的开展逐渐上调盈利假设。

## 投资风险

我们认为招轮的投资存在系统性风险。市场对宏观经济和大盘的悲观情绪可能影响招轮的估值。而招轮实现的油价和干散货运价低于我们的预期亦是风险之一。





#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhzq.com