

进入稳健恢复时期**谨慎推荐****维持评级**分析师: 毛昂 邮箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732 执业证书号: S0130200010405**1. 事件**

2010年4月30日招商局能源运输股份有限公司公布2009年年度和2010年第一季度业绩报告。2009年公司收入18.64亿元,同比增长-41.94%,归属母公司股东的净利润3.43亿元,同比增长-72.17%,每股收益0.10元,同比增长-72.17%;2010年第一季度收入6.59亿元,同比增长32.11%,归属母公司股东的净利润2.23亿元,每股收益0.07元,同比增长11.67%。

2. 我们的分析与判断

我们认为,公司2009年业绩大幅度下降和2010年第一季度业绩大幅度恢复,主要有以下几个因素需要投资者特别注意。

(1) 2009年公司油轮船队完成原油运输2600万吨,同比增长25.5%;散货船队完成运输557万吨,增长-2.3%;LNG运输完成558万吨,同比增长68.3%;油轮船队全年完成164个航次,货运周转量1007亿吨海里;散货船队全年完成128个航次,货运周转量230.6亿吨海里;LNG船队全年完成37个航次,货运量545万立方米。

(2) 报告期内公司实现营业收入18.64亿元,比上年同期减少41.94%。其中油轮船队营业收入13.69亿元,同比减少28.26%;散货船队营业收入4.95亿元,同比减少62%。主要由于油轮及散货航运市场运费率均比2008年大幅下降的原因。

(3) 报告期内公司营业成本为13.92亿元,同比减少7.55%。其中,油轮船队10.71亿元,同比增加1.97%,主要由于增加3艘新船。散货船队3.20亿元,同比减少29.54%,主要原因:船舶程租时间大幅减少;船舶的坞修费用等同比大幅下降。报告期内公司实现营业利润4.25亿元,同比下降67.65%。实现归属母公司净利润3.43亿元,与上年同比下降72.17%。2009年虽然公司运输数量继续保持快速上升趋势,但是海洋运输市场价格大幅度下降是公司收入和利润大幅度下降的主要原因。

(4) 2009年油轮市场全球石油需求下降1.5%,海运需求下降4.3%;同时新建油轮出现交付高峰,油轮市场运力严重过剩,国际油轮运输市场各船型各航线运价全面大幅回落,波罗的海原油运价指数(BDTI)全年平均581点,比2008年平均1510点下跌62%(其中VLCC船型中东至日本航线运价指数平均WS41.7点,同比下跌69%),这也是BDTI指数自1998年有记录以来最低的。干散货运输市场2009年面对疲弱的需求和巨大的运力供应压力。受益于中国铁矿石和煤炭进口超预期大幅增长,干散货市场下半年摆脱了历史低位而明显反弹。根据海关统计,2009年中国进口铁矿石达6.28亿吨,同比增长41.6%;进口煤炭1.26亿吨,同比增长211.9%。波罗的海干散货运价指数BDI继续呈现暴跌后反弹局面,BDI全年均值2,617点,同比下跌59.0%。

(5) 公司一季度收入6.59亿元,同比增长32%;归属母公司股东净利润2.3亿元,同比增长11%,每股收益从0.06元上升为0.01元。净利润恢复的幅度基本符合我们的预测。

(6) 2010 年以来国际石油和成品油运输价格指数出现大幅度恢复性上升局面, 2010 年一季度国际海洋波罗的海原油运输指数和成品油运输指数平均分别为 998 点和 785 点, 同比上升了 54% 和 46%, 恢复幅度良好, 比较 2009 年全年的情况, 2010 年一季度平均水平高于 2009 年平均水平 72% 和 62%, 距离 2007 年水平还有 13% 左右差距。公司油运业务已经恢复盈利状态, 目前处于合理利润经营状态。比较 2009 年已经全面好转, 目前处于稳健恢复状态。我们认为, 公司油品运输数量将保持稳健上升, 运输价格将继续呈现恢复性上升局面。

(7) 2010 年一季度, 代表干散运输的价格指数 BDI 维持在 2900 点—3600 点范围徘徊, 2010 年一季度 BDI 平均为 3019 点 (2009 年同期 1562 点), 同比上升了 93%, 比较 2009 年全年的 2617 点, 上升了 15%, 总体恢复幅度比较快。这样公司相当部分即期运输合同的运输价格大幅度上升, 我们预测, 按照市场价格, 公司干散货业务的市场盈利亏损平衡点在 2200 点左右, 公司散货业务的收入和利润已经处于“薄利”经营利润水平。2010 年干散货业务前景谨慎乐观。

(8) 我们认为, 2010-2011 年全球干散货和油运船舶将大批新船投入运行的压力继续存在, 船舶供应量将达到 12% 以上, 船舶投产速度超过需求增长水平的 40% 以上, 全球海洋运输市场船舶存量船舶过剩, 大批新船舶下水将对于运输市场价格恢复是比较大的压力, 总体需求恢复增长, 据 Clarkson 预测, 2009 年全球干散货海运量下降 1% 至 30.24 亿吨, 2010 年可望增长 6% 至 32.00 亿吨。而近年来推动市场的最主要的因素——中国铁矿石的进口能否在 2010 年继续保持之前的高速增长尚存隐忧。新船订单高企不下, 运力过剩形势严峻。尽管部分订单被取消或延迟, 但 2010 年仍将是干散货新船交付的高峰期。Clarkson 预计 2010 年将要交付的一万载重吨以上的散货船高达 1528 艘/1.26 亿载重吨, 干散货运力增长将超过 11%, 尽管新船交付可能继续出现延迟, 但总体供大于求的形势依然非常严峻。全球海洋运输指数继续上升的速度将明显放缓。公司也订购了大批新船, 在国货国运政策支持, 运输数量具有一定的保证, 但是运输价格也只是参考国际运输价格适当加一定比例, 国外业务必须执行国际运输价格。因此公司收入和利润必然受到一定的影响。

3. 投资建议

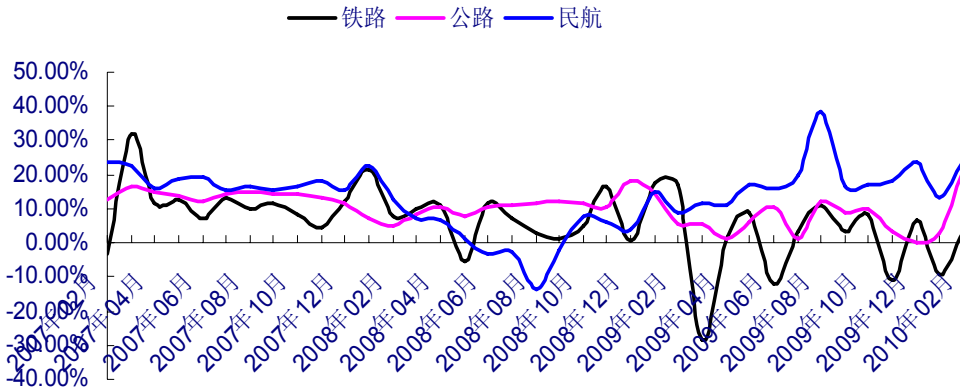
我们预计, 公司 2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 25.63 亿、28.41 亿和 31.87 亿, 净利润分别为 8.34 亿、9.73 亿和 11.03 亿, 每股收益分别为 0.24 元、0.28 元和 0.32 元, 我们认为公司业绩在 2010 年将出现相当恢复的局面, 2011 年继续稳健恢复上升, 目前股票价格 2010 年、2011 年和 2012 年 PE 将达到 21 倍、18 倍和 16 倍, 我们按照 2011 年 15 倍—22 倍 PE 估值, 股票估值目标范围为 4.20 元—6.16 元。我们维持公司评级为“谨慎推荐”, 目前股票 5 元左右价格处于合理水平。

表 1: 公司业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	2420.92	3210.79	1864.23	2563.41	2841.23	3187.21
销售收入增长率(%)	-1.1	32.6	-41.9	37.5	10.8	12.2
净利润(百万元)	848.47	1233.13	343.38	834.21	973.27	1102.83
净利润增长率(%)	-3.9	45.3	-72.2	142.9	16.7	13.3
摊薄 EPS(元)	0.25	0.36	0.10	0.24	0.28	0.32
PE(X)	21	14	51	21	18	16
PB(X)	1.99	1.84	1.86	1.80	1.73	1.67
PS(X)	1	1.3	0.8	0.9	1	1.1
ROE(%)	9.69%	13.01%	3.66%	8.65%	9.68%	10.57%

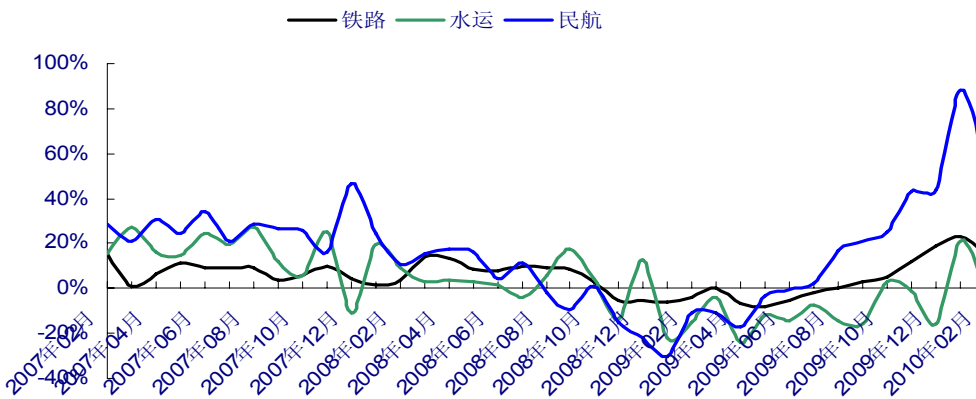
资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

图 1: 旅客运输周转量增长比较: 航空绝对领先



资料来源: 国家统计局

图 2: 货物运输周转量增长比较: 航空爆发、潜力巨大



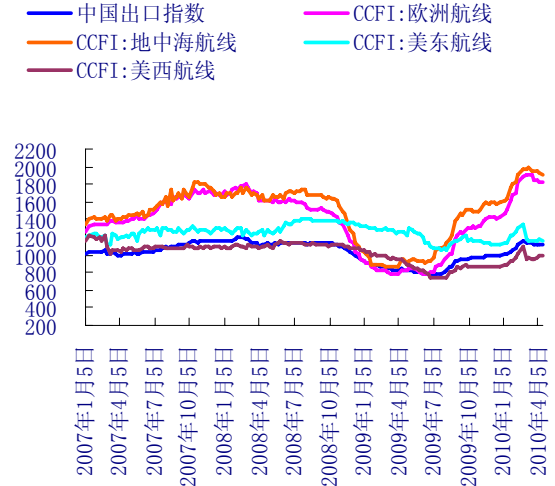
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 3: BDI 指数: 短期回调 中期恢复



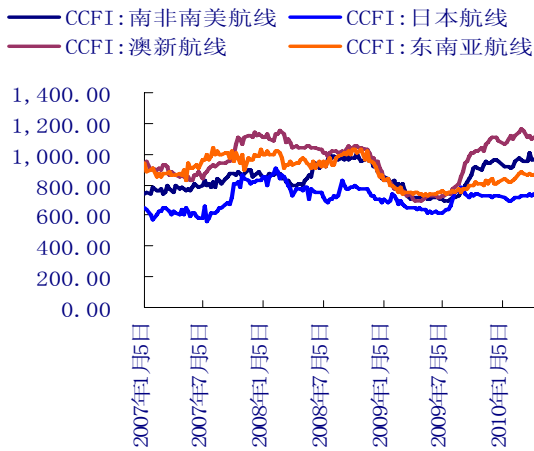
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 4: 集装箱出口运价指数: 欧洲良好、美国低迷



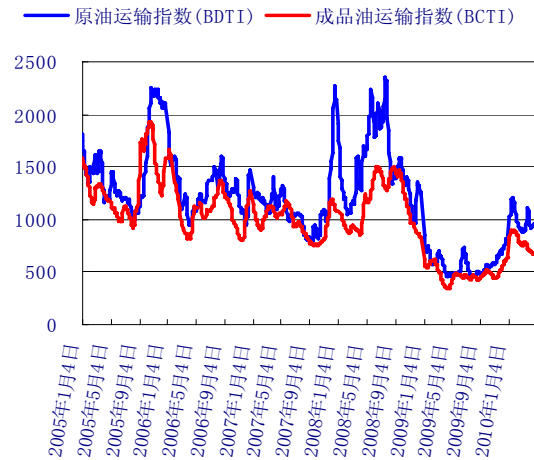
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 5: 集装箱亚洲指数: 日本低迷、澳非恢复



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 6: 国际油运指数: 震荡回升趋势



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

表 2: 公司利润表

	2007 年	2008 年	2009 年	同比	08 一季	09 一季	10 一季	同比
一、营业总收入	24.21	32.11	18.64	-41.94%	8.32	4.99	6.59	32.14%
营业收入	24.21	32.11	18.64	-41.94%	8.32	4.99	6.59	32.14%
二、营业总成本	14.65	18.53	14.74	-20.49%	4.31	3.03	4.84	59.66%
营业成本	13.56	15.05	13.92	-7.55%	4.00	2.90	4.56	57.11%
管理费用	0.81	0.75	0.68	-8.59%	0.17	0.18	0.18	-3.17%
财务费用	0.26	0.39	0.14	-63.78%	0.15	-0.06	0.10	-282.33%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	
公允价值净收益	-0.47	-0.07	0.08	-213.50%	0.00	0.04	0.02	-42.12%
投资净收益	-0.14	-0.37	0.26	-169.93%	-0.03	0.03	0.17	388.44%
四、营业利润	8.96	13.13	4.25	-67.65%	3.98	2.04	1.95	-4.37%
加: 营业外收入	0.39	1.23	0.37	-69.62%	0.60	0.00	0.35	
减: 营业外支出	0.01	0.01	0.00	-75.98%	0.00	0.00	0.00	
五、利润总额	9.34	14.34	4.62	-67.81%	4.58	2.04	2.29	12.71%
减: 所得税	0.52	1.53	1.08	-29.03%	0.07	0.08	0.02	-69.94%
六、净利润	8.82	12.82	3.53	-72.42%	4.51	1.96	2.27	15.91%
少数股东损益	0.33	0.49	0.10	-78.75%	0.10	0.05	0.04	-31.56%
归属母公司净利润	8.48	12.33	3.43	-72.17%	4.42	1.91	2.24	17.18%
七、每股收益:								
(一) 基本每股收益	0.25	0.36	0.1	-72.22%	0.13	0.06	0.07	16.67%
(二) 稀释每股收益	0.25	0.36	0.1	-72.22%	0.13	0.06	0.07	16.67%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、6000115 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908