

动态报告

交通运输

港口航运

招商轮船(601872)

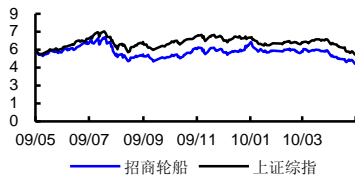
上调公司评级

谨慎推荐

(上调评级)

2010年5月18日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	4.58
总股本/流通A股(百万股)	3,433.40/3,433.40
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	15,724.96/15,724.96
上证综指/深圳成指	2,559.93/9,731.72
12个月最高/最低(元)	6.76/4.58

财务数据

净资产值(百万元)	9,680.50
每股净资产(元)	2.82
市净率	1.62
资产负债率	38.78%
息率	0.44%

相关研究报告:

分析师: 岳鑫

电话: 0755-82133766

E-mail: [yuexin@quosen.com.cn](mailto:yuexin@quosen.com.cn)

Sac 执业证书编号: S 0980210030016

分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: [zhengwu@quosen.com.cn](mailto:zhengwu@quosen.com.cn)

Sac 执业证书编号: S0980210030010

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

更新报告

最大程度分享行业复苏,上调公司评级

● 财报回顾——09年业绩略低于预期,2010年一季度符合预期

公司09年实现营业收入18.64亿元,同比减少41.94%;实现每股收益0.10元,同比下降72.17%。2010年一季度实现营业收入6.59亿元,同比增加32.14%;实现每股收益0.07元,同比增长17.18%。

公司2010年一季度业绩完全符合我们的预期;但09年业绩较我们预测的0.13元/股略低。原因在于,09年出售的Aframax延期确认收入以及分红税金的补记。

● 油运市场——原油运输市场率先回暖

从复苏时间上来看,原油运输市场先于成品油回暖。2010年VLCC市场供需均将超预期,受益于原油需求复苏预期的加强以及中国因素的持续刺激,原油运输市场的活跃度将大幅提升,预计TD3航线全年TCE均值将提升至5万美元/天附近。

对于成品油运输市场,我们的态度仍然偏谨慎。由于中东炼油预期未能如期兑现,而成品油轮运力增长未见放缓,我们认为成品油运输市场仍将较为低迷。

招商轮船的纯原油运输船队,可以最大程度的享受原油运输市场的回暖。

● 干散货市场——处于向上的Mid-cycle

目前干散货市场处于行业缓慢复苏的周期中部。其中,大船市场由于运力交付压力更为明显,复苏速度要慢于散货行业平均水平。

我们预计BDI二季度震荡向上,三季度调整风险较大。

虽然未来两年公司新增的散货船均为Capesize,但目前的小船型散货船队仍将使公司有效地分享干散货运输市场的复苏,业绩较09年将得到明显改善。

● 上调评级至“谨慎推荐”

对于2010年的油运及干散货市场,我们主要有两个判断:(1)原油运输市场好于成品油运输市场;(2)干散货运输市场小船型好于大船型。

招商轮船目前的运力结构以原油油运与小型散货船为主,将最大程度的分享航运市场的复苏。我们上调公司2010年EPS至0.26元,对应PE为17倍。上调公司评级至“谨慎推荐”。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,421	3,211	1,864.21	3,486.22	3,925.74
(+/-%)	-1.10%	32.63%	-41.94%	87.01%	12.61%
净利润(百万元)	881.93	1281.63	343.12	906.42	937.48
(+/-%)	-2.64%	45.32%	-72.17%	156.46%	3.43%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.10	0.26	0.27

## 一、财报回顾——09 年业绩略低于预期，2010 年一季度符合预期

### ➤ 09 年业绩略低于预期

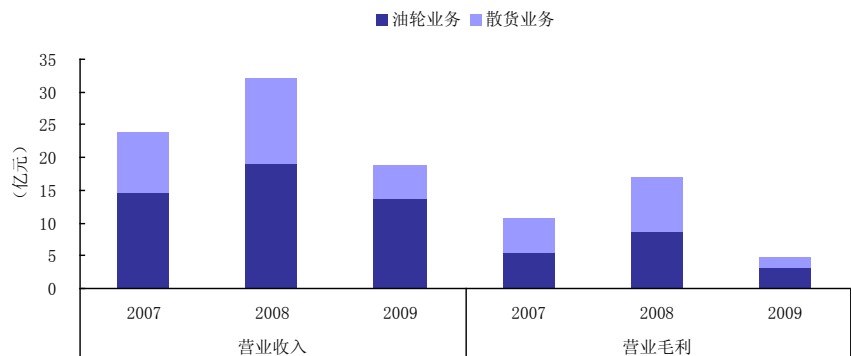
公司 2009 年实现营业收入 18.64 亿元，同比减少 41.94%；实现营业利润 4.25 亿元，同比下降 67.65%；实现归属母公司的净利润 3.43 亿元，每股收益 0.10 元，同比下降 72.17%。

公司 2010 年一季度实现营业收入 6.59 亿元，同比增加 32.14%；一季度归属上市公司股东净利润达到 2.24 亿元，每股收益 0.07 元，同比增长 17.18%。

公司 2010 年一季度业绩完全符合我们的预期；但 09 年业绩较我们预测的 0.13 元/股略低。主要原因在于：

- (1) 公司 09 年出售 Aframax 油轮的营业外收入计入 2010 年。
- (2) 根据财政部规定，公司按照 25% 的税率补记 2008 年分红所得税。

图表 1：公司收入及毛利变化情况（2007-2009）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

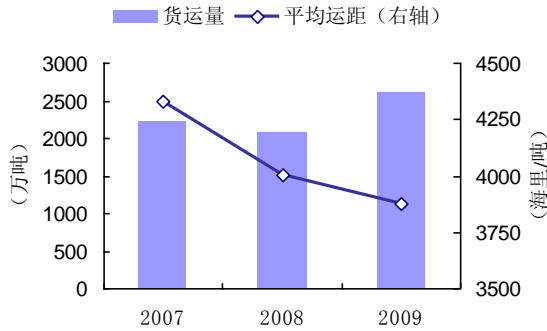
### ➤ 油轮运输业务回顾

公司油轮业务 09 年吨海里收入同比下滑 40.0%，吨海里毛利同比下滑 71.4%。

从船队运力来看，公司 09 年油轮船队变化较大，运力增速达 8.6%；预计 2010 年运力增速将高达 41.7%。其中，VLCC 是未来公司油轮船队新增的主力船型。

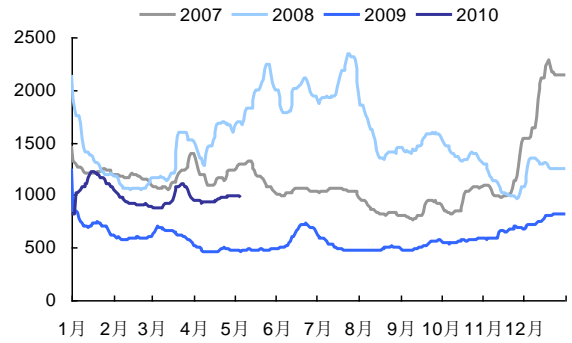
从承运货量来看，公司 09 年原油运输量同比增长 25.5%，平均运距微降 3.3%，原油运输周转量同比增长 21.3%。

图表 2: 公司油轮船队货运量



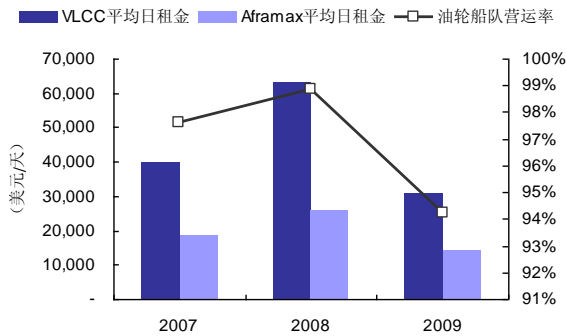
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 3: BDTI 走势 (2007-2010)



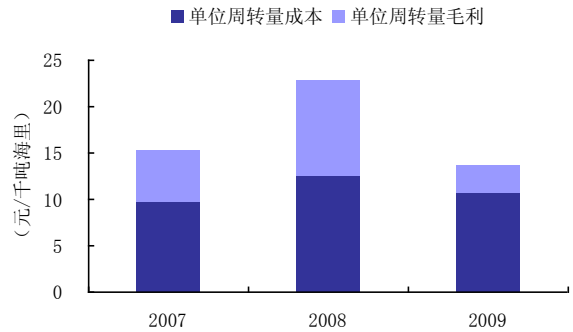
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图表 4: 公司油轮船队运营情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 5: 公司油轮船队收益情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 6: 公司油轮船队变化

油轮船队									
	2009 年			2010 年 1 季度	截止 2010-3-31			2010 年	2011 年
	新增	单改双	出售	新增	艘数	船龄 (年)	载重吨 (万吨)	计划交付	计划交付
油轮船队合计	3	3	2	2	17	7.8	371.3	3	1
其中:									
VLCC	2	2		2	10	8.3	292.9	2	1
Suezmax		1			1	18.2	14.6		
Aframax	1		2		6	5.1	63.8	1	

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

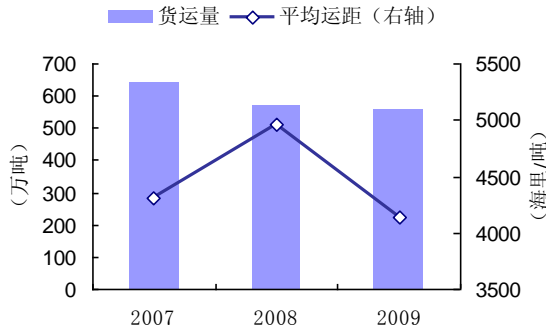
➤ 干散货运输业务回顾

公司散货业务 09 年吨海里收入同比下滑 53.4%, 吨海里毛利同比下滑 74.8%。

从船队运力来看, 公司 09 年散货船队没有变化; 2010 年运力增速将高达 77.1%。Capesize 是未来公司散货船队新增的主力船型。

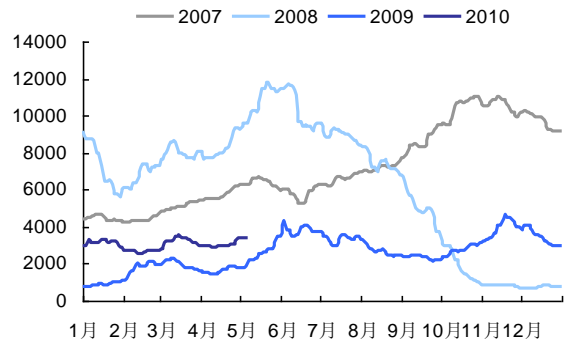
从承运货量来看，公司 09 年干散货运量微降 2.3%，但由于平均运距缩短 16.5%，干散货运输周转量同比下滑 18.4%。

图表 7: 公司散货船队货运量



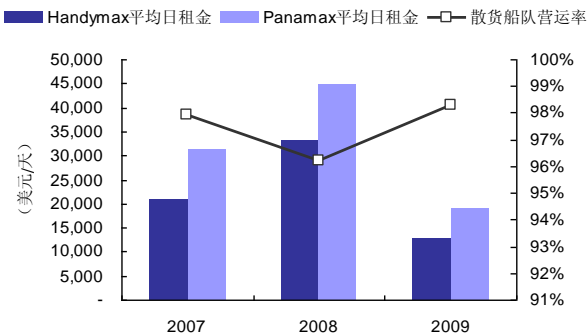
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 8: BDI 走势 (2007-2010)



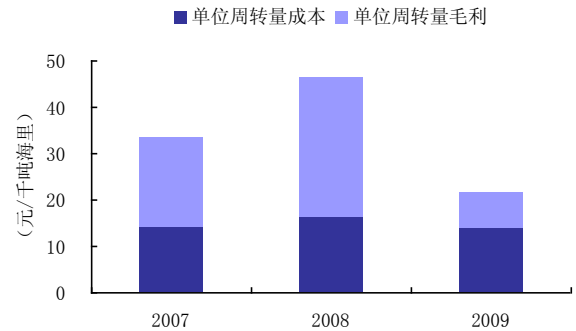
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图表 9: 公司散货船队运营情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 10: 公司散货船队收益情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 11: 公司散货船队变化

散货船队							
	2009 年	2010 年 1 季度 新增	截止 2010-3-31			2010 年 计划交付	2011 年 计划交付
			艘数	船龄 (年)	载重吨 (万吨)		
			散货船队合计		1		
其中:	没有变化						
Capesize		1	1	0.2	18	2	4
Panamax			2	16.6	15		
Handymax (49000)			6	13.6	29.4		
Handymax (43000)			4	17	17.2		
Handymax (42000)			2	18	8.4		

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

## 二、油运市场——原油运输市场率先回暖

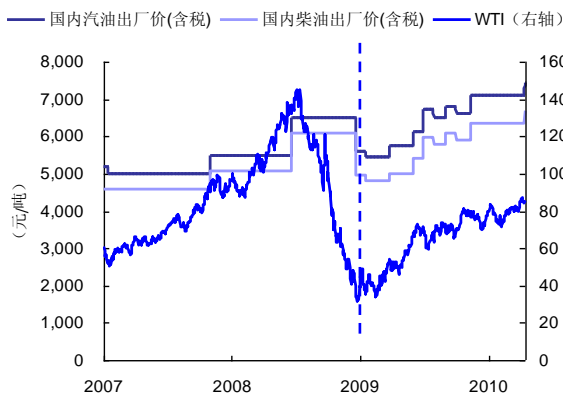
从复苏时间上来看，原油运输市场先于成品油回暖。我们曾在4月份的海运月报中，对VLCC油运市场进行了详细的供需分析。我们认为2010年VLCC市场供需均将超预期，虽然运力过剩的情况不会有明显的改善，但受益于原油需求复苏预期的加强以及中国因素的持续刺激，原油运输市场的活跃度将大幅提升，预计TD3航线全年TCE均值将提升至5万美元/天附近。

其中，中国因素有望成为原油运输需求的中长期支撑点。作为全球原油需求增量的主要贡献国，中国的原油进口量及加工量自09年均大幅增长，中国因素持续刺激全球油运需求。我们认为主要有两方面原因导致中国原油需求持续超预期。

第一，成品油定价机制改革提升炼厂炼油积极性，炼厂开工率提升。

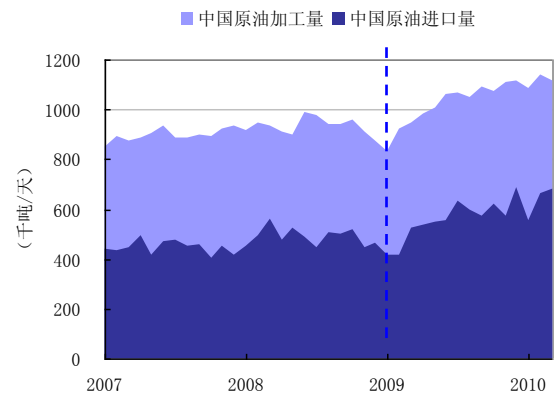
第二，新增炼厂产能释放，刚性需求持续刺激中国原油进口量。

图表 12: 中国成品油定价机制 09 年成型



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所

图表 13: 中国炼厂积极性 09 年提升



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所

对于成品油运输市场，我们的态度仍然偏谨慎。由于中东炼油预期未能如期兑现，而成品油轮运力增长未见放缓，我们认为成品油运输市场仍将较为低迷。

招商轮船的纯原油运输船队，可以最大程度地享受原油运输市场的率先回暖。

## 三、干散货市场——处于向上的 Mid-cycle

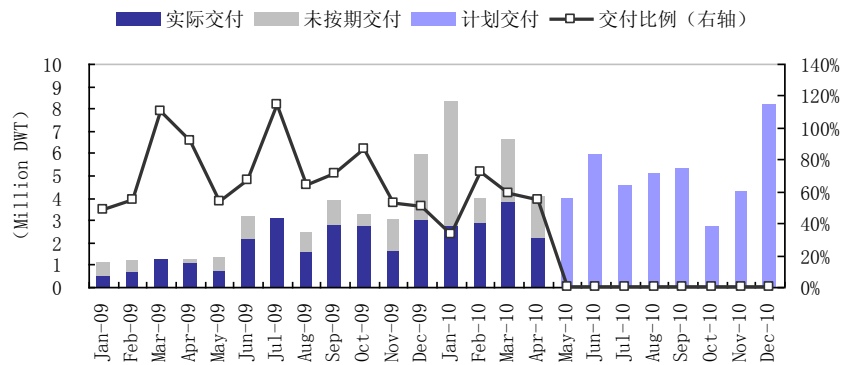
对于干散货运输市场，我们认为目前处于行业缓慢复苏的周期中部。其中，大船市场由于运力交付压力更为明显，复苏速度要慢于散货行业平均水平。

目前公司的散货船队以小船居多，但2010年及2011年新增散货船均为Capesize，该因素将在一定程度上减弱公司散货业务的业绩弹性。

我们预计二季度 BDI 震荡向上，但是受到库存调整和新船供应压力，上升的速度逊于去年四季度。三季度受到中国基建和钢材需求下降压力，预计 BDI 三季度调整风险较大。

总体来说，公司的干散业务仍将受益于干散货物运输市场的复苏，2010 年业绩较 09 年将得到明显改善。

图表 14: Capesize 船型新船交付压力较大 (2009-2010)



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所

#### 四、上调公司评级至“谨慎推荐”

对于 2010 年的油运及干散货市场，我们主要有两个判断：

- (1) 原油运输市场好于成品油运输市场。
- (2) 干散货运输市场小船型好于大船型。

招商轮船目前的运力结构以原油油轮与小型散货船为主，将最大程度的分享航运市场的复苏。

需要提醒投资者的是，目前公司的散货船队以小船居多，但 2010 年及 2011 年新增散货船均为 Capesize，该因素将在一定程度上减弱公司散货业务的业绩弹性。

我们将公司 2010 年的 EPS 由 0.21 元上调至 0.26 元，对应 PE 为 17 倍。目前公司估值水平处于低位，上调公司评级至“谨慎推荐”。

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090



**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
<b>万成水</b>	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b>	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b>	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦骥</b>	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b>	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b>	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123		