

航运行业

招商轮船业绩符合预期

✓ 王志霖

W 852.2878.6898

X stephen.wang@kgia.com

✓ 张家麟 (Coordinator)

W 86.21.6125.8685

上半年，招商轮船净利润为 4.42 亿元，同比增长 100%，每股收益 0.13 元

上半年，公司油轮船队收入同比增长 62.3%，营业利润率为 24.9%，同比增加 3.7 个百分点

上半年，公司干散货船队收入同比增长 28.0%，营业利润率为 42.0%，同比增加 6.6 个百分点

四季度油运市场有望好转

三季度油运市场低迷，截至 8 月 23 日，VLCC 之 TD3 航线运价仅为 WS 50.7 点，对应 TCE 为 11,860 美元/天，低于 VLCC 的盈亏平衡点。鉴于中国和印度等国家对于原有海运需求的增长依然强劲，运价不会长期维持低迷状态，且四季度为传统油运旺季，我们对四季度油运市场回暖持乐观看法。

招商轮船业绩符合预期

1、二季度主业增长 营业外收入下降

上半年招商轮船 (601872.SS) 净利润为 4.42 亿元，同比增长 100%，每股收益 0.13 元。其中，二季度公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 76.5%，环比增长 7.5%，实现净利润 2.18 亿元，同比增长 628%，环比下降 2.44%，每股收益 0.06 元，符合市场平均预估。公司二季度净利润略低于一季度，主要因为二季度无营业外收入，而一季度为 3,480 万元。公司二季度主业略好于一季度水平。公司二季度毛利率为 34.5%，比一季度上升 3.7 个百分点，实现毛利 2.44 亿元，同比增长 20.2%。

图一：招商轮船二季度每股收益 0.06 元

百万元	2Q10	1Q10	环比增长(%)
营业收入	709	659	7.5
利润总额	226	229	(1.4)
净利润	218.20	223.60	(2.4)
每股收益 (元)	0.06	0.07	(1.5)
每股净资产 (元)	2.86	2.82	1.4

资料来源：公司公告及凯基整理

2、油轮船队毛利率上升

上半年，公司油轮船队实现营业收入 10.2 亿元，同比增长 62.3%，营业利润率为 24.9%，同比增加 3.7 个百分点。运价上升为毛利率提供主要原因。上半年，原油运输市场逐步回暖，VLCC 之 TD3 航线 TCE 为 47,500 美元/天，同比增长 66.5%。

公司已经锁定油轮下半年营运天 1,157 天，约占总营运天 37.8%，平均租金水平为 29,830 美元/天，锁定均价比半年前低 5.1%，我们判断主要由于船队结构的差异，整体看，运价水平变化不大。我们预计公司下半年油轮船队营业利润与上半年基本持平。

3、干散船业绩改善

上半年，公司干散货船队收入为 3.49 亿元，同比增长 28.0%，营业利润率为 42.0%，同比增加 6.6 个百分点。运量和运价上升为公司干散船队业绩改善主因。上半年，招商轮船散货船完成 71 个航次，比去年同期增加 12 个航次，货运量 338 万吨，同比上升 40.4%。同期，BPI 和 BSI 运价指数均值分别同比增长 115%和 93%。

公司已锁定干散货船队下半年营运天 950 天，约占总营运天 35.2%，平均租金水平为 17468 美元/天，锁定均价比半年前增加 27.9%。尽管三季度干散船市场运价低于上半年水平，但考虑四季度运价上升可能性大，且公司锁定均价明显高于上半年水平，我们预计公司下半年干散船队业绩环比上升 5%左右。

结论

我们对招商轮船持乐观看法：1、四季度为油运旺季；2、公司干散货队锁定价格比半年前上升 27.9%；3、公司 PB 为 1.6 倍，低于行业平均 1.9 倍的水平。

凯基证券集团据点		大中华区	台湾
	上海	上海市仙霞路 317 号 2502-2504 室 邮政编号:200051	台北 104 台北市明水路 700 号 电话 886.2.2181.8888 传真 886.2.8501.1691
	深圳	深圳市罗湖区宝安南路 2014 号振业大楼 A 座 24D1 邮政编号:518008	
	香港	香港湾仔港湾道十八号中环广场四十一楼 电话 852.2878.6888 传真 852.2878.6800	泰国
			曼谷 9th, 23rd, 24th, 25th, 45th floors, United Central Building 323 Silom Rd, Bangkok 10500, Thailand 电话 66.2.231.1111 传真 66.2.267.8290

股价说明	等级	定义
	增加持股 (OP)	个股未来十二个月的「超额报酬」(Excessive Return) 在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%。
	持有 (N)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在前 40%和后 40%之间。
	降低持股 (U)	个股未来十二个月的「超额报酬」在凯基证券集团所追踪的相关市场(如台湾)各股中排名在后 40%。
	未评等 (NR)	凯基证券集团未对该个股加以评等。
	受法规限制未评等 (R)	受凯基证券集团内部政策和/或相关法令限制使凯基证券集团无法进行某些形式的信息交流, 其中包括提供评等给投资人参考。 <i>*超额报酬 = (十二个月目标价/现价) - 1</i>
	备注	分析师每次出版研究报告的个股都会和凯基证券集团所追踪的相关市场中的其它个股就「超额报酬」这一项进行比较, 然后根据比较的结果提出对该个股的评等。在分析师未对某个股提出新的报告之前, 个股的评等不会自动有所更动。

免责声明
本报告之内容皆来自凯基证券集团认可之数据来源, 但不保证其完整性及精确性。报告内容所提及之各项业务、财务等相关文件数据及所有的意见及预估皆基于本集团于特定日期所做之判断, 故有其时效性限制, 迨后有变更时, 本集团将不做预告或更新。本报告内容仅供参考, 并不提供或游说客户为买卖股票之投资依据。投资人应审慎考虑本身之投资风险, 并就投资结果自行负责。本集团所属公司之主管或员工皆有可能持有报告中所提及的证券。本集团所属公司并可能经常提供投资银行或其它服务给报告中提及之公司或向其争取相关业务。