

招商轮船 (601872.SH)

水上运输行业

评级: 持有 维持评级

公司研究

市价(人民币): 4.31元

稳健经营, 安全扩张

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,433.40
总市值(百万元)	14,797.94
年内股价最高最低(元)	6.27/4.03
沪深300指数	3223.48
上证指数	2898.26



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.359	0.100	0.225	0.236	0.281
每股净资产(元)	2.75	2.75	3.20	3.38	3.59
每股经营性现金流(元)	0.60	0.20	0.46	0.50	0.57
市盈率(倍)	10.75	56.64	19.15	18.23	15.32
行业优化市盈率(倍)	8.85	15.31	15.31	15.31	15.31
净利润增长率(%)	45.34%	-72.17%	125.22%	5.02%	18.99%
净资产收益率(%)	13.08%	3.63%	7.04%	7.00%	7.84%
总股本(百万股)	3,433.40	3,433.40	3,433.40	3,433.40	3,433.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司经验足, 背景强:** 招商轮船拥有 30 年的油轮管理和运营经验, 过去 5 年里公司的 VLCC 运价变化幅度有 4 年跑赢市场平均水平, 足以证明其管理和运营能力对业绩的正面影响。中国石化占公司 9.85% 的股权, 其旗下子公司联合石化 (Unipec) 是中国最大的石油贸易公司, 主要承担着中国石化的原油进口, 占全球 VLCC 订租量的 11.5%, 有利于为公司争取较好的合同价格;
- **以外贸的散货和原油运输业务为主, 经营策略灵活:** 招商轮船主要的利润来自于散货和原油船舶的运营和出租。公司的经营策略较为灵活, 采取期租与程租组合的方式, 在运价上涨周期采用程租方式经营, 而在运价下跌风险增加的时候则增加期租合同, 锁定运价和规避风险;
- **原油和散货运输供需恶化影响明年盈利水平:** 由于 2011 年运力供给仍处于明显过剩的水平, 预计明年散货和原油运输价格仍有下跌的风险, 公司的盈利将受到拖累。影响航运公司盈利的最重要因素是运价水平, 因此即使公司运力在未来两年增速较高, 但基于我们对原油和散货运输价格小幅下跌的判断, 公司盈利增速将在较低的水平维持甚至有负增长的风险;

盈利预测及估值

- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.23、0.24 和 0.28 元, 对应 2011/12 年 PE 分别为 18.2 和 15.3 倍;
- 公司 2011 年的 PE 水平处于行业中间水平, 而 PB 水平则为业内最低水平, 但考虑到明年行业景气程度恶化, 估值并不吸引;

投资建议

- 油轮和干散货船明年的运力供给仍处于高峰期, 预计运价将会在低位徘徊, 因此虽然公司运力快速增长但业绩增长有限。基于我们对干散货和原油运输行业基本面的担心, 维持“持有”评级;

风险提示

- 运价风险: 1) 低迷导致 VLCC 拆解大幅增加, 明年供需关系好转导致平均运价好于我们预期; 2) 中国需求复苏以及船舶塞港导致干散货运价上涨;
- 在手现金充足以及负债率较低, 大量造船可能提升未来业绩弹性;

李光华 联系人
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001

内容目录

盈利预测及说明.....	4
重要假设	4
盈利预测	4
敏感性分析.....	6
估值与投资建议.....	7
盈利预测及估值.....	7
投资建议	7
风险提示	7
公司概况	8
经验丰富的运营和管理团队.....	8
业务分析	8
散货经营策略稳健，但难扭转运费下跌的趋势.....	9
2011 年是原油运力投放高峰，供需将有所恶化	12
LNG 运输 - 长期投资，稳定回报	15
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1: 油轮运力预测.....	4
图表 2: 油轮 TCE 和期租收入预测	4
图表 3: 干散货船运力预测.....	5
图表 4: 干散货船期租水平和期租收入预测.....	5
图表 5: 公司收入、成本及毛利预测	6
图表 6: 油轮期租水平敏感性分析（2011 年 EPS）	6
图表 7: 散货期租水平敏感性分析（2011 年 EPS）	6
图表 8: A 股上市航运公司估值比较.....	7
图表 9: 公司发展大事记	8
图表 10: 公司股权结构	8
图表 11: 公司收入构成.....	9
图表 12: 公司毛利构成.....	9
图表 13: 公司油轮和散货船业务毛利率水平.....	9
图表 14: 中远散货 50%的租入运力放大的业绩的波动	10
图表 15: 但公司 100%的自有船队保障盈利能力	10
图表 16: 散货船队结构 - Capesize 运力将大幅增加	10
图表 17: Capesize 期租收入占比在 2012 年将升至 43%.....	10
图表 18: 散货船舶运力增速达 15.2%.....	11

图表 19: 运力大增, 供需关系持续恶化.....	11
图表 20: 干散货供需预测 - 2010 年至 2011 年是运力增长的高峰	12
图表 21: 原油船队结构 - VLCC 为绝对的主力	12
图表 22: VLCC 期租收入占比在 2012 年将升至 83%.....	12
图表 23: 公司 VLCC 运价变动基本跑赢市场平均水平	13
图表 24: 公司承运“国油”比例上大幅上升.....	13
图表 25: 2008 年公司前 5 大客户收入占比为 60.7%.....	14
图表 26: 单壳改造的油轮运力占比为 26%	14
图表 27: 原油油轮供需表	15
图表 28: 中国天然气出口量 - 中国从 2007 年开始成为天然气的净进口国 ...	16
图表 29: 中国天然气人均的消费量处于极低的水平	16
图表 30: 公司已有 5 艘 LNG 船舶投产, 上海项目 LNG 船将于 12 年底投产	17

盈利预测及说明

重要假设

- 油轮和干散货市场在 2011 年仍处于投放高峰，供需关系将较 2010 年有所恶化。由于需求恢复，运价将不会像 08-09 年那样崩溃式的下跌，但我们预计明年均价将略低于今年；
- 2012 年开始供需关系开始好转，加上全球经济将开始加速好转，运价开始有所恢复，由于多余的供给仍需时间消化，因此我们预计运价好转幅度有限；

盈利预测

图表1: 油轮运力预测

油轮	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末运力						
VLCC	6	6	9	12	14	14
Suezmax	1	1	1	1	1	1
Aframax	8	8	7	7	8	8
有效运力						
VLCC	6.0	6.0	7.5	10.5	13.0	14.0
Suez	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Afra	7.5	8.0	7.5	7.0	7.5	8.0

来源：国金证券研究所

图表2: 油轮 TCE 和期租收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期租水平 (美元/天)						
VLCC	39,497	63,155	30,951	40,000	36,000	39,600
	-18%	60%	-51%	29%	-10%	10%
Suezmax	28,356	35,436	23,000	24,150	22,943	24,778
	18%	25%	-35%	5%	-5%	8%
Aframax	18,718	25,887	14,185	16,880	16,036	16,998
	-21%	38%	-45%	19%	-5%	6%
期租收入 (百万元)						
VLCC	615.87	912.92	530.38	996.66	1,081.08	1,267.86
	-21%	48%	-42%	88%	8%	17%
Suezmax	73.69	85.37	52.55	57.31	53.00	56.66
	14%	16%	-38%	9%	-8%	7%
Aframax	364.84	498.94	243.07	280.40	277.83	310.99
	-18%	37%	-51%	15%	-1%	12%
合计	1,054	1,497	826	1,334	1,412	1,636
	-18%	42%	-45%	62%	6%	16%

来源：国金证券研究所

图表3: 干散货船运力预测

干散货	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期末运力						
Capesize	0	0	0	3	7	7
Panamax	2	2	2	2	2	2
Handymax	12	12	12	12	12	12
有效运力						
Capesize	0	0	0	1.5	5.6	7.0
Panamax	2	2	2	2	2	2
Handymax	12	12	12	12	12	12

来源: 国金证券研究所

图表4: 干散货船期租水平和期租收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
期租水平 (美元/天)						
Capesize	0	0	0	30,000	28,500	29,925
					-5%	5%
Panamax	31,185	44,906	18,986	23,733	23,733	26,106
	51%	44%	-58%	25%	0%	10%
Handymax	20,834	33,334	12,825	16,673	17,506	18,556
	29%	60%	-62%	30%	5%	6%
期租收入 (百万元)						
Capesize	0	0	0	104	357	469
					244%	32%
Panamax	163	210	89	109	106	117
	45%	29%	-58%	23%	-3%	10%
Handymax	652	937	360	461	471	499
	24%	44%	-62%	28%	2%	6%
合计	814	1,148	449	673	934	1,086
	28%	41%	-61%	50%	39%	16%

来源: 国金证券研究所

图表5: 公司收入、成本及毛利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,421	3,211	1,864	2,911	3,346	3,749
YoY	1%	33%	-42%	56%	15%	12%
油轮	1,458	1,882	1,369	2,104	2,208	2,435
YoY	-15%	29%	-27%	54%	5%	10%
散货	919	1,301	495	807	1,137	1,314
YoY	38%	42%	-62%	63%	41%	16%
其他	44	27	0	0	0	0
YoY	612%	-39%	-100%			
营业成本	(1,356)	(1,505)	(1,392)	(1,931)	(2,241)	(2,412)
YoY	6%	11%	-8%	39%	16%	8%
油轮	(928)	(1,024)	(1,071)	(1,474)	(1,563)	(1,580)
YoY	-4%	10%	5%	38%	6%	1%
散货	(388)	(454)	(320)	(457)	(678)	(832)
YoY	14%	17%	-29%	43%	48%	23%
其他	(40)	(27)	0	0	0	0
YoY	-242%	-31%	-100%			
毛利	1,065	1,706	473	980	1,105	1,337
YoY	-5%	60%	-72%	107%	13%	21%
油轮	529	858	298	630	646	855
YoY	-30%	62%	-65%	112%	2%	32%
散货	530	847	175	349	459	482
YoY	62%	60%	-79%	100%	31%	5%
其他	5	(0)	0	0	0	0
YoY	-85%	-100%	-100%			
毛利率	44%	53%	25%	34%	33%	36%
油轮	36%	46%	22%	30%	29%	35%
散货	58%	65%	35%	43%	40%	37%

来源: 国金证券研究所

敏感性分析

图表6: 油轮期租水平敏感性分析 (2011年EPS)

VLCC/Aframax	-10%	-5%	14500美元/天	+5%	+10%
-20%	-25%	-24%	-23%	-21%	-20%
-10%	-13%	-12%	-11%	-10%	-9%
40000美元/天	-2%	-1%	0%	1%	2%
+10%	9%	10%	11%	12%	13%
+20%	20%	21%	23%	24%	25%

来源: 国金证券研究所

图表7: 散货期租水平敏感性分析 (2011年EPS)

Cape/Handy	-20%	-10%	30000美元/天	+10%	+20%
-20%	-15%	-11%	-8%	-4%	-1%
-10%	-11%	-7%	-4%	0%	3%
15839美元/天	-7%	-3%	0%	3%	7%
+10%	-3%	0%	4%	7%	11%
+20%	1%	4%	8%	11%	15%

来源: 国金证券研究所

估值与投资建议

盈利预测及估值

- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.23、0.24 和 0.28 元，同比增长 125.2%、5.2%和 19%，2010-2012 年复合增长率为 11.7%；
- 公司 2011/2012 年 PE 为 18.2 和 15.3 倍，2010 年 PB 为 1.38 倍，均处于行业的低端；
- 公司过去 4 年的平均股利分配率为 23.5%，以此计算今年的股息率约为 1.3%；

图表8：A 股上市航运公司估值比较

证券简称	总市值(亿元)	2010 EPS	2011 EPS	2010 PE	2011 PE	2010 PB
中海集运	464	0.31	0.41	12.64	9.71	1.60
中国远洋*	995	0.58	0.66	16.79	14.76	2.21
中海发展	349	0.58	0.63	17.59	16.28	1.50
长航油运	84	0.13	0.15	41.25	35.24	1.84
中远航运	102	0.23	0.48	34.60	16.36	2.24
招商轮船	148	0.23	0.24	19.15	18.23	1.35
平均				23.67	18.43	1.79

来源：国金证券研究所，聚缘，*市场一致预期

投资建议

- 油轮和干散货船明年供给仍处于本轮周期的高峰期，散货和油轮运价明年将会在低位徘徊。我们认为公司估计虽然处于国内可比公司中低的水平，但业绩弹性也较低，考虑于行业周期性拐点未到，**维持“持有”评级**；

风险提示

- 运价风险：1) 低迷导致 VLCC 拆解大幅增加，明年供需关系好转导致平均运价好于我们预期；2) 中国需求复苏以及船舶塞港导致干散货运价上涨；
- 在手现金充足以及负债率较低，大量造船可能提升未来业绩弹性；

公司概况

经验丰富的运营和管理团队

- 公司成立于 2004 年底，招商局轮船股份有限公司以招商局能源运输投资有限公司的股权作为出资，联合中石化集团、中化集团、中远集团及中海油渤海公司四家发起人共同发起设立公司；
- 公司拥有超过 30 年的油轮运输经验。现在公司的船舶管理均交由公司全资拥有的两个专业管理公司香港海宏（油轮）及香港明华（散货）进行日常经营管理。香港海宏和香港明华分别拥有 50 年和 30 年的船舶管理经验，可以说公司拥有全国最好的船队运营和管理团队；

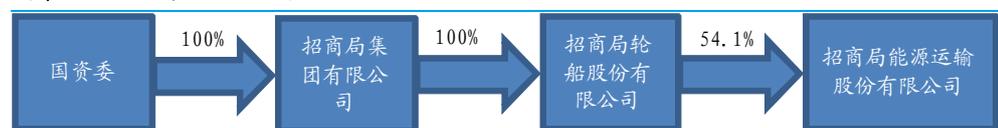
图表9：公司发展大事记

时间	事件
1872年12月	招商轮船是中国最早的航运企业，已走过130多年的历程。
20世纪80年代末	招商局集团收购了香港董氏集团的5艘阿芙拉型油轮和4艘成品油轮，并组建了油轮船队。
1980年	香港明华挂牌。香港明华从事散货船队的经营管理，国际化程度高，具有一定的国际竞争力。
1993年	海宏公司挂牌。海宏公司前身是香港船王董浩云先生上世纪60年代初创办的金山轮船公司移植和借鉴了全部油轮管理资源和经验，是享誉业内的全球油轮经营和管理公司。
2004年12月31日	招商局集团引入中石化集团、中化集团、中海油等战略股东，发起设立招商局能源运输股份有限公司，注册资本22.33亿元。
2006年12月1日	招商局能源运输股份有限公司首次公开发行12亿A股网上配售部分6.15亿股上市交易，发行价3.71元，首日升幅达71.7%，成交4.34亿股。
2007年4月23日	公司在大连重工定造2艘VLCC、2艘Aframax油轮，合同总价4.23亿美元，合同交船期为2009.12-2010.8。
2007年6月27日	公司再次购建新船，在大连重工定造2艘VLCC，合同总价2.32亿美元，合同交船期为2010.12-2010.3
2007年8月2日	公司在大连重工定造2艘18万吨级好望角型散货船，合同总价1.512亿美元，合同交船期为2010.12-2011.4
2007年8月27日	公司在大连重工及北船重工定造1艘VLCC和5艘18万吨级好望角型散货船，合同总价5.082亿美元，合同交船期为2009.6-2011.6
2007年12月10日	公司上市前在日本定造的Aframax油轮凯进轮提前交付营运
2008年1月1日	公司单壳VLCC凯勇轮完成双壳改造，恢复营运
2008年1月22日	公司上市前在日本定造的Aframax油轮凯智轮提前交付营运
2008年3月20日	公司上市前在日本定造的Aframax油轮凯敏轮提前交付营运
2008年4月3日	公司通过CLNG投资的中国第一艘LNG船“大鹏昊”轮交付投入营运，公司持有其25.5%权益
2008年7月10日	公司通过CLNG投资的第二艘LNG船“大鹏月”轮交付投入营运，公司持有其25.5%权益

来源：国金证券研究所，公司资料

- 货主直接参股对公司业务的发展有利，截止 2010 年 3 月，中国石油化工集团公司直接和间接持有公司股份比例为 10.71%，为公司第二大股东，同时也是公司在油运业务中最总要的客户之一；

图表10：公司股权结构

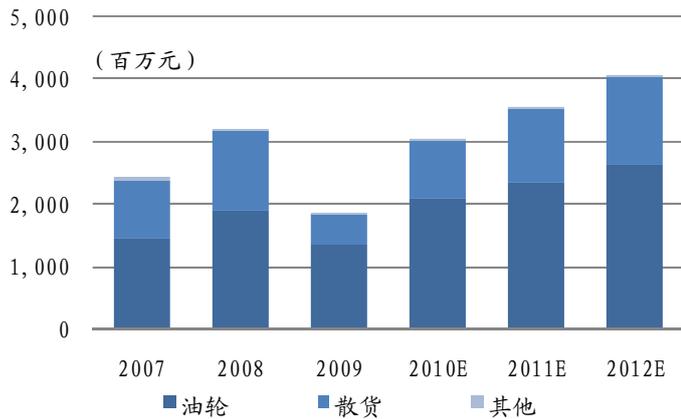


来源：国金证券研究所

业务分析

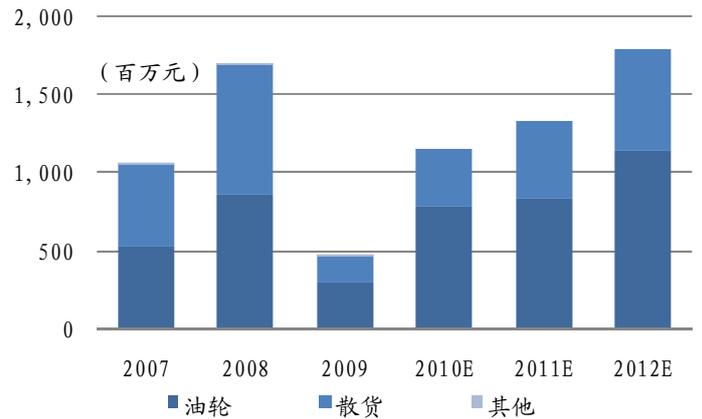
- 公司主营收入来自于油轮和散货轮业务。油轮业务占公司总收入 60%-70%左右。由于公司油运毛利率较散货低，油运收入的毛利占比约为 50%-60%；

图表11: 公司收入构成

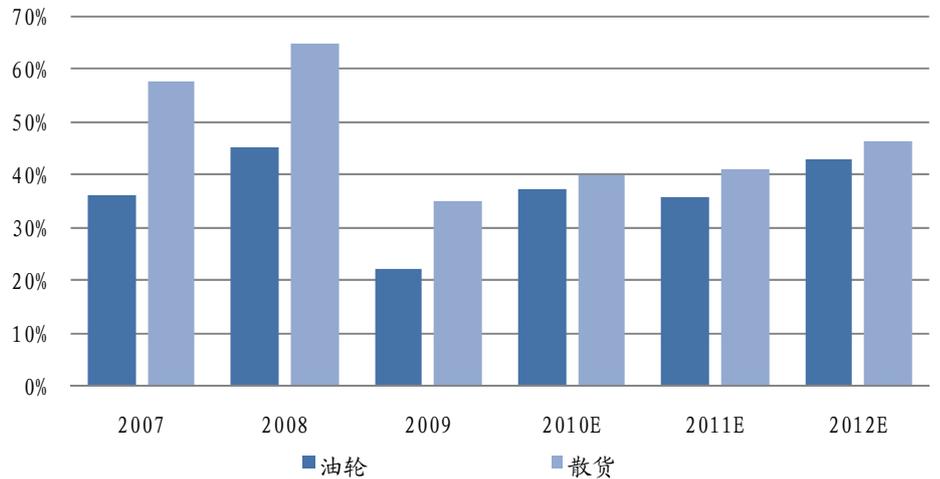


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表12: 公司毛利构成



图表13: 公司油轮和散货船业务毛利率水平



来源: 国金证券研究所, 公司资料

散货经营策略稳健, 但难扭转运费下跌的趋势

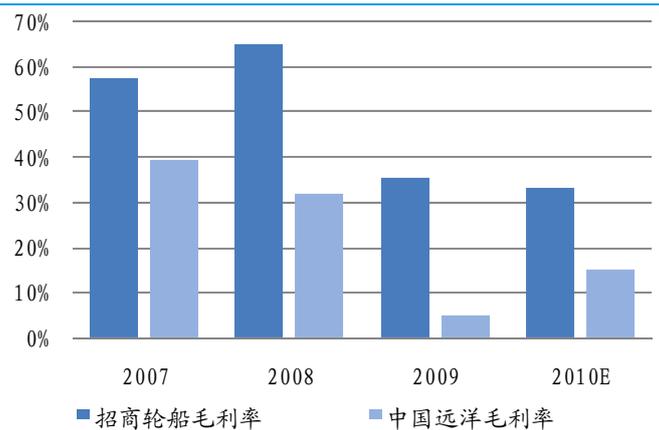
- **公司散货运输以期租为主, 运价波动要小于程租运价。**由于期租合约执行的时间较长(6个月-3年), 因此公司散货业务利润的变化会滞后于BDI的走势。以期租的运营方式可以规避运价的剧烈波动, 但在运价上涨阶段, 期租的运营方式获得的租金水平将低于程租租金, 而在景气程度下降的时期, 如2008年底至2009年, 期租的运营方式将能规避市场运价短期大幅下跌的风险, 获得高于现货市场的租金水平;
- **自有运力保障盈利水平。**由于船队规模较小, 公司在散货的经营策略与中国远洋截然不同, 主要以期租的方式锁定未来一段时期的租金水平, 避免了短期内租金大起大落的影响, 也很好的规避了船队小对出租船舶时踩点的要求(期租水平波动小且慢, 对踩点要求相对较低)。公司船队全部是自有船队, 成本较为稳定, 不受租入的散货船舶租金影响, 毛利率水平和毛利波动比中国远洋小(杠杆较小);

图表14: 中远散货50%的租入运力放大的业绩的波动



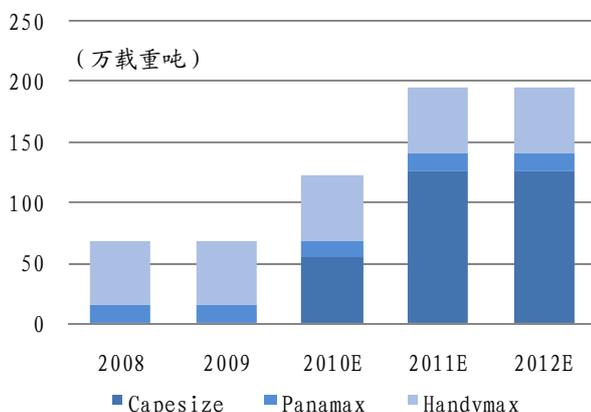
来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表15: 公司100%的自有船队保障盈利能力



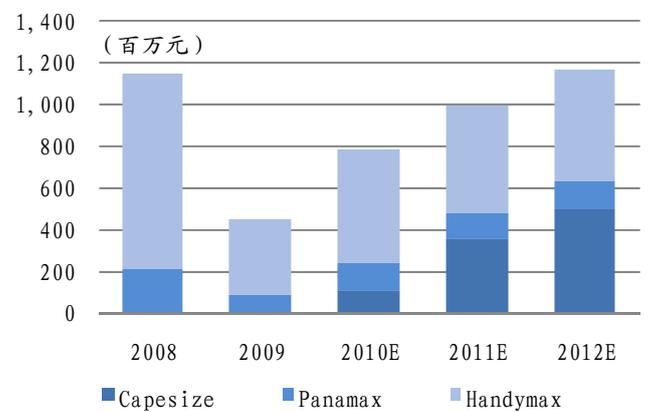
- 公司将有 7 艘 Capesize 船型在近两年投放, 未来该船型将成为公司散货船型的主力。2008 年以前, 公司 Handymax 船型运力占总散货运力的 78%。但随着公司 7 艘 Capesize 船舶在 2010 年开始投放, 到 2012 年 Capesize 船型运力占比将上升至 65%, Handymax 船型的运力比例将下降至 28%;
- 我们预计公司 Capesize 船型投放后亦将以期租为主, 以减少运价的剧烈波动。今年好望角程租运价在 9300 美元至 53200 美元/天的水平波动, 期租运价水平波动区间在 25000 美元至 50000 美元/天。由于近期 Capesize 船型投放量大幅增加, 在手订单仍高达 72%, 我们预计公司 Capesize 船型 2010-2012 年的期租水平分别为 3、2.85 和 2.99 万美元/天;

图表16: 散货船队结构 - Capesize 运力将大幅增加



来源: 国金证券研究所, 公司资料

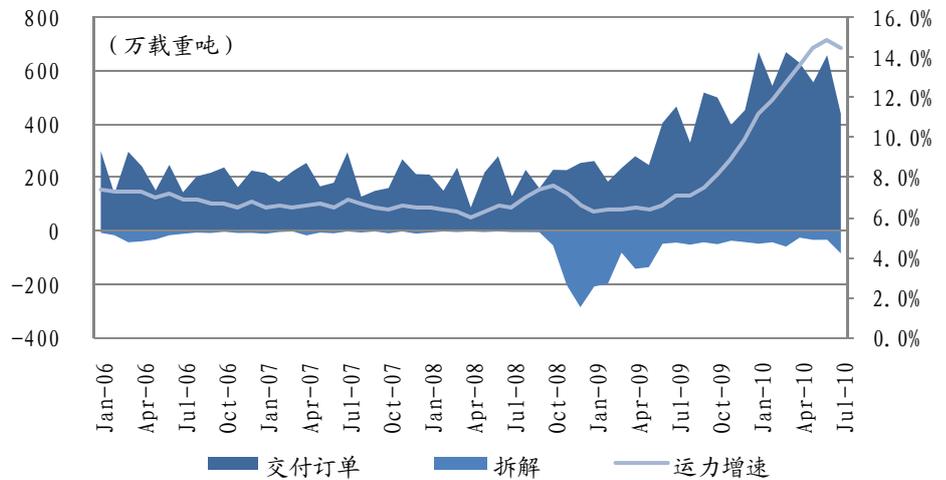
图表17: Capesize 期租收入占比在 2012 年升至 43%



- 散货船运力过剩情况严重。截止 9 月底, Capesize、Panamax 和 Handymax 船型运力的同比增速分别为 22.4%、9.9% 和 16.7%, 而干散货总体运力的同比增速为 15.2%, 是历史上的最高水平;
- 散货船手持订单仍在高位。虽然近期手持订单的比例在持续下降, 但 96-06 年手持订单占运力的比例不超过 30%, 而目前的手持订单比例却高达 54%, 即使只有 70% 的实际投放比例, 现在有效的在手订单仍高达 40%, 是各个海运子行业中最高的;
- 散货运力投放加速, 拆解减缓。虽然目前供过于求的情况较为明显, 但投放量并没有因此慢下来, 反而是在加速。现在每月投放量约为 500 万载重

吨，相当于 40 艘好望角船型的运力，但拆解的速度却明显慢下来，导致每月净投放量激增；

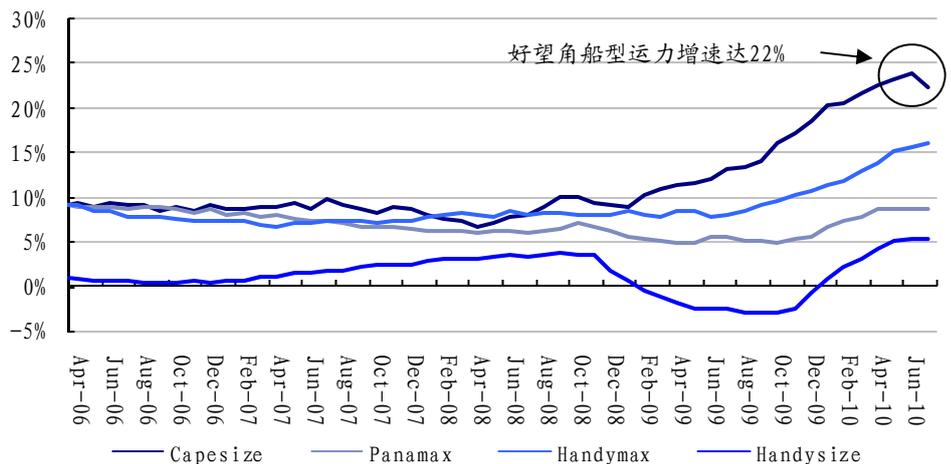
图表18: 散货船舶运力增速达 15.2%



来源：国金证券研究所，Clarkson

- 运力过剩主要来自好望角船型。截止 9 月底，好望角船型的在手订单其运力的 67.5%，占干散货运力在手订单的 50%。我们认为未来需求并不足以支撑该船型运力的大规模扩张，主要原因为：
 - 中国占了铁矿石进口量的 70%，而中国的调控和对产能的压缩将抑制对好望角船型运力的需求；
 - 好望角船型主要投放于巴西-中国、澳洲-中国航线以及小量的西非-中国航线，而巴西和澳洲在铁矿石供给方面已经出现了瓶颈，即使中国需求反弹，短期内三大矿石也无法增加对中国的供货；因此我们认为好望角船型运力过剩的问题在未来 2-3 年内将无法解决；

图表19: 运力大增，供需关系持续恶化



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表20: 干散货供需预测-2010年至2011年是运力增长的高峰

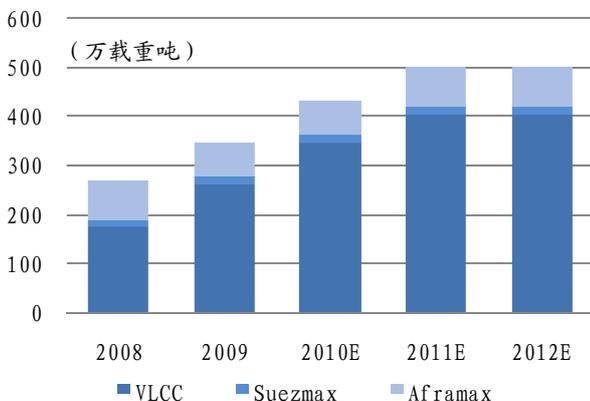
需求 (百万吨)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
铁矿石	723	783	843	851	911	1002
同比	10%	8%	8%	1%	7%	10%
煤炭	729	772	795	776	846	888
同比	6%	6%	3%	-2%	9%	5%
谷物	292	305	319	314	323	336
同比	7%	4%	5%	-2%	3%	4%
铁铝氧石	79	84	86	81	84	88
同比	1%	6%	2%	-6%	4%	5%
磷矿石	30	32	31	28	29	30
同比	-3%	7%	-3%	-10%	3%	4%
5种主要干散货种	1853	1976	2074	2050	2193	2345
同比	7%	7%	5%	-1%	6%	7%
其他干散货	952	987	988	936	973	1022
同比	6%	4%	0%	-5%	4%	5%
合计	2,805	2,963	3,062	2,986	3,167	3,367
运距变化	0.9%	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.5%
需求同比增速	7.7%	6.2%	3.9%	-2.3%	6.3%	6.8%
			7%			10%
供给 (百万载重吨)						
年初运力	344.9	368.2	392.3	417.4	459.6	511.3
+在手订单	26.0	24.6	24.2	68.1	110.4	83.3
-延迟订单				21.9	28.8	17.7
-取消订单				3.4	34.3	26.0
+去年延迟				7.3	14.5	18.7
=有效新加运力	26.0	24.7	24.3	32.6	61.7	58.4
拆解量	-1.8	-0.4	-5.1	-9.6	-10.0	-15.0
年底运力	369.1	392.4	417.4	459.6	511.3	554.7
加权运力同比增速	7.2%	7.2%	6.3%	8.3%	10.7%	9.8%

来源: 国金证券研究所, Clarkson

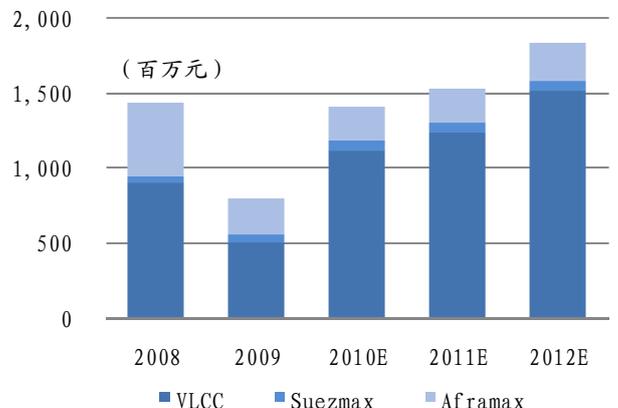
2011年是原油运力投放高峰, 供需关系将恶化

- VLCC 船型是公司的原油船队中的主力。预计到 2010 年底, 公司有 12 艘 VLCC、1 艘 Suezmax 和 7 艘 Aframax。2011 年公司还有 2 艘 VLCC 投入运营。目前中国正努力提高国有国运的比例, 因此未来中国船东 VLCC 船舶的利用效率将得到保障;

图表21: 原油船队结构-VLCC 为绝对的主力



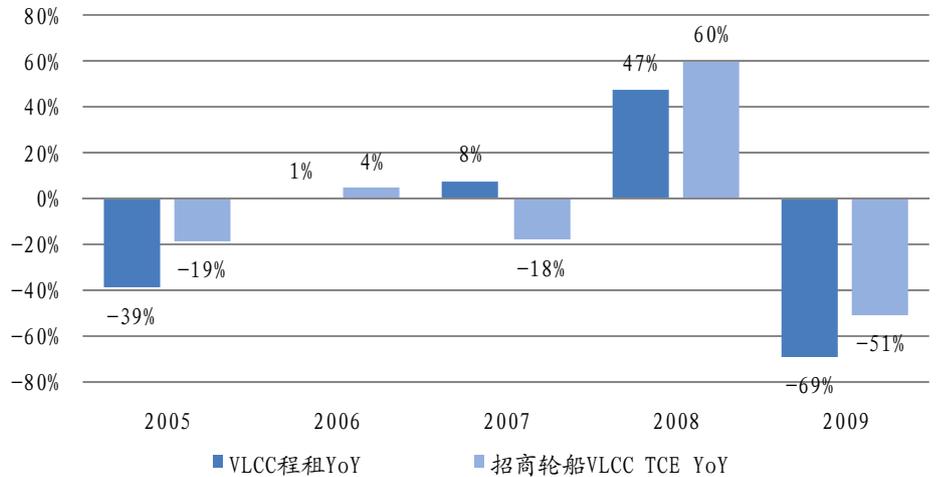
图表22: VLCC 期租收入占比在 2012 年将升至 83%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- 公司拥有丰富的原油运输和船队管理经验。虽然公司难以避免市场运价下跌给业绩带来的影响，但优秀的管理能力将有助公司减低运营风险以及获得较市场高的运价水平；

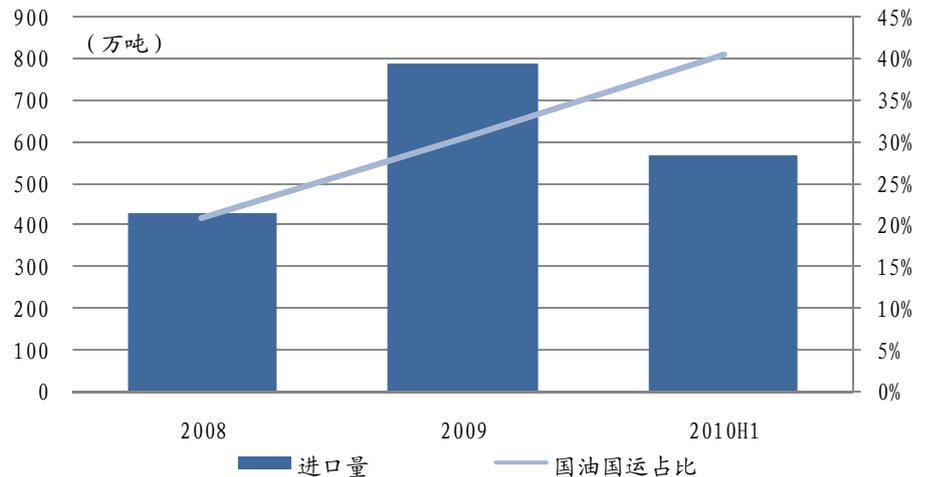
图表23: 公司 VLCC 运价变动基本跑赢市场平均水平



来源：国金证券研究所，公司资料，Clarkson

- 货主是股东，货源方面有保障。中国石化占公司 9.85%的股权，而其旗下子公司联合石化（Unipecc）是中国最大的石油贸易公司，主要承担着中国石化的原油进口。联合石化占了全球 VLCC 订租量的 11.5%，因此公司货源方面将能有所保障。受益于中国原油进口的增加，公司近几年承运进口原油量持续大幅增加，2010 年上半年公司承运“国油”占比升至 44.3%。若运价跌至盈亏平衡点以下，“国油国运”的运输收入将受到中石化的运价补贴保障；

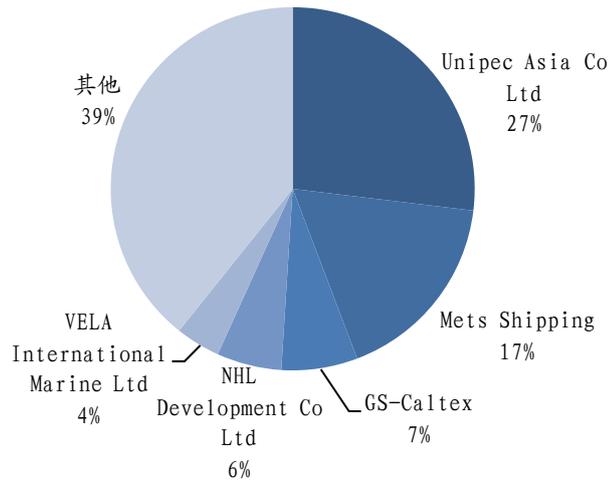
图表24: 公司承运“国油”比例上大幅上升



来源：国金证券研究所，公司资料

- 由于公司经营的时间较长，与国际油公司已进行了长期的合作，客户群分散及稳定。除了联合石化以外，在 2008 年公司前五大客户中的 4 家是海外公司，较好的规避的客户群过于集中所带来的风险；

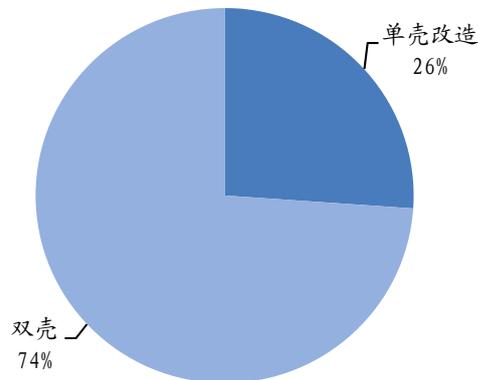
图表25: 2008年公司前5大客户收入占比为60.7%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **美中不足: 单壳油轮改造的运力占比为 26%。**在 IMO 新的油轮法令执行以后, 公司把手中的单壳油轮进行改造变更为双壳油轮。由单壳改造的双壳油轮揽货难于新型双壳油轮, 同时租金水平也较市场水平略低, 是公司油运业务的唯一缺陷;

图表26: 单壳改造的油轮运力占比为 26%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **2011 年原油油轮供给压力依然存在:** 我们认为 2010 年未拆解的单壳油轮基本符合继续运营资格, 若运价持续在盈亏平衡点以上, 2011 年单壳油轮的拆解量将非常有限。同时缺乏老旧运力的退出将使得 2011 年的油轮拆解量将大幅减少, 但明年却是运力投放的高峰, 预计运力增速将接近 10%, 供需关系将进一步恶化并影响 VLCC 租金水平;
- **行业需经过一个黑暗的时期, 以强迫老旧运力退出市场, 改善供需关系。运价的持续低迷, 正是我们所说的黎明前的黑暗。**目前单壳油轮占总体运力的约 10%, 如果这部分运力在 2011 年退出市场, 将对后续几年的油运市场带来非常正面的影响。因此按照这个逻辑的话, 如果 4 季油运市场旺季不旺, 1 季度淡季运价仍持续低迷的话, 那么油运行业离黎明已经不远了。

- 关于油运行业更详细的分析和运价走势的预测，请阅读我们在 2010 年 9 月发布的《油品运输行业深度研究-等待黎明前的黑暗》；

图表27: 原油油轮供需表

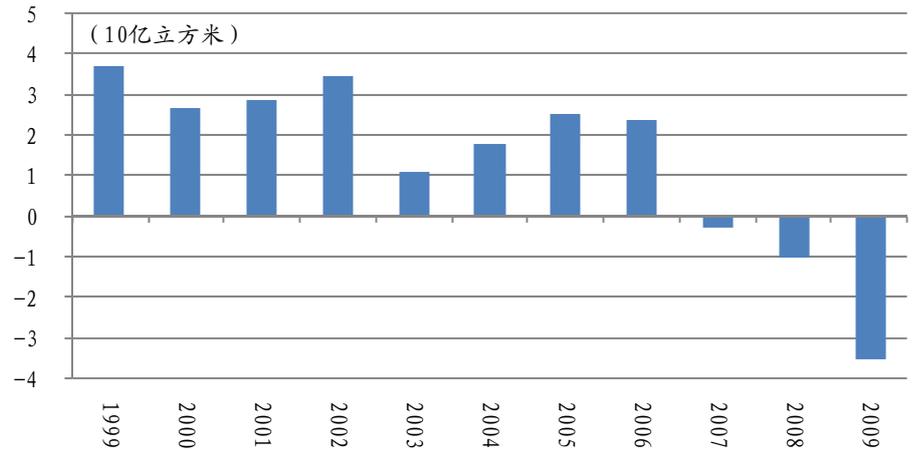
VLCC	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	5.5	9.0	12.7	15.7	14.0	25.0	10.0	3.0
拆解	0.0	0.0	1.0	2.6	7.0	4.0	4.0	2.0
年底运力	140.2	145.0	149.7	161.3	168.3	189.3	195.3	196.3
需求	122.1	126.1	117.7	106	120.9	128	134.5	144
运力增速		3.4%	3.2%	7.8%	4.3%	12.5%	3.2%	0.5%
需求增速	-5.1%	3.3%	-6.7%	-9.9%	14.1%	5.9%	5.1%	7.1%
Suezmax	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	4.1	4.2	2.2	6.4	6	8.7	4.7	3.2
拆解	0	0.2	0.3	0.6	2.5	1.2	0.5	0.2
年底运力	48.1	52.1	54	59.6	63.1	70.6	74.8	77.8
需求	42	45.4	45	43.9	47.1	50.1	52.3	55.2
运力增速	3.6%	8.3%	3.6%	10.4%	5.9%	11.9%	5.9%	4.0%
需求增速	-7.3%	8.1%	-0.9%	-2.4%	7.3%	6.4%	4.4%	5.5%
Aframax	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	5.5	6.1	7.4	9.9	6.5	7.5	1.8	2.7
拆解	1	1	0.9	1.5	3.8	1.4	0.8	0.3
年底运力	65.3	70.4	76.9	86.9	89.6	95.7	96.7	99.1
需求	60.5	63.9	69.2	68.4	72	73.4	75.3	77.2
运力增速		7.8%	9.2%	13.0%	3.1%	6.8%	1.0%	2.5%
需求增速		5.6%	8.3%	-1.2%	5.3%	1.9%	2.6%	2.5%
合计	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	15.1	19.3	22.3	32.0	26.5	41.2	16.5	8.9
拆解	1.0	1.2	2.2	4.7	13.3	6.6	5.3	2.5
年底运力	253.6	267.5	280.6	307.8	321.0	355.6	366.8	373.2
需求	224.6	235.4	231.9	218.3	240	251.5	262.1	276.4
运力增速		5.5%	4.9%	9.7%	4.3%	10.8%	3.1%	1.7%
需求增速		4.8%	-1.5%	-5.9%	9.9%	4.8%	4.2%	5.5%

来源: 国金证券研究所, Drewry, IEA

LNG 运输—长期投资，稳定回报

- 公司通过香港明华船务有限公司于大连远洋共同出资成立中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）（香港明华船务有限公司投资 50%，大连远洋运输公司投资 50%）；
- 国内天然气市场未来增量巨大。中国目前对于天然气的总需求量与日本接近，但人均使用量却大幅低于日本。过去 10 年中国天然气需求量的复合增长率为 15.3%，而产量的增长率为 13%，天然气供应的对外依赖度明显增加；

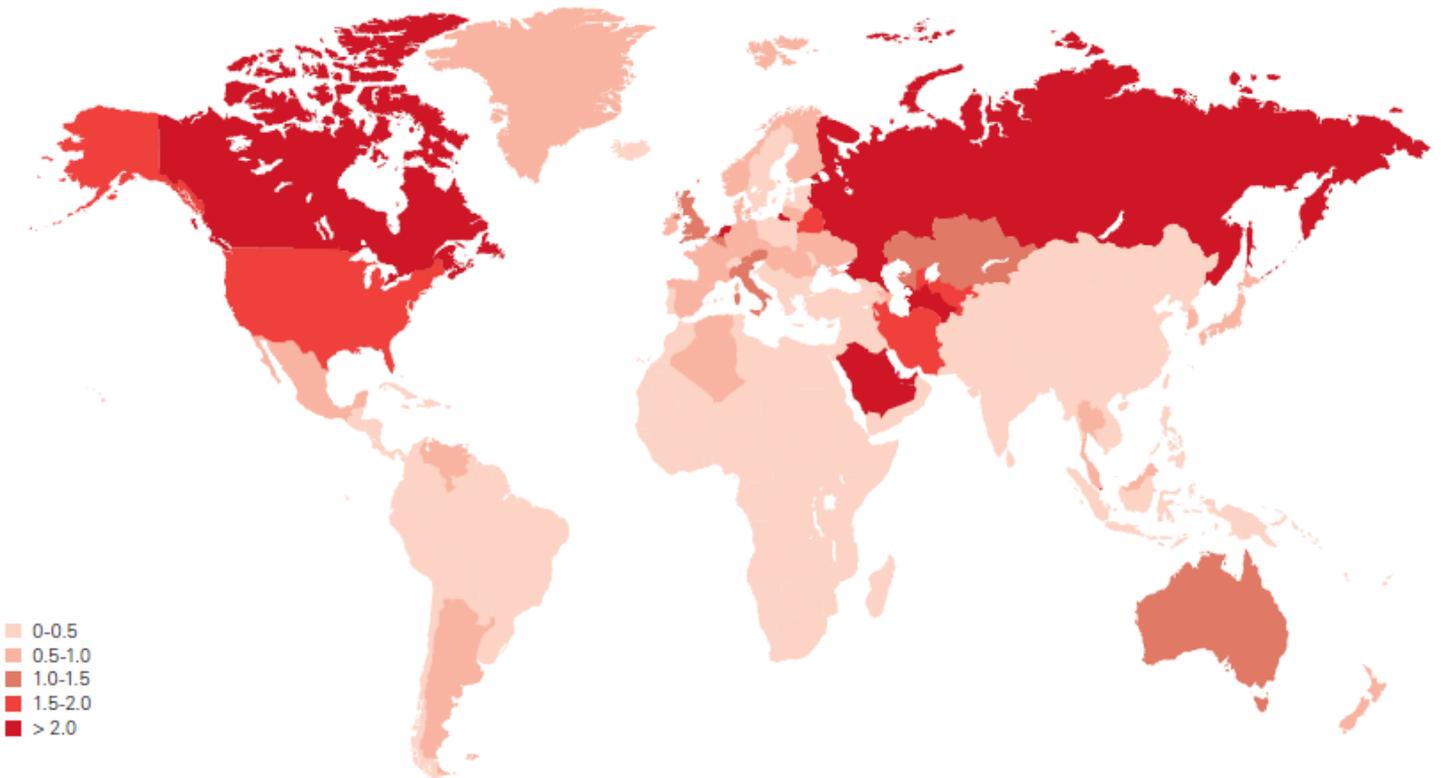
图表28: 中国天然气出口量 - 中国从2007年开始成为天然气的净进口国



来源: 国金证券研究所, BP

图表29: 中国天然气人均的消费量处于极低的水平

Consumption per capita 2009
Tonnes oil equivalent



来源: 国金证券研究所, BP

- 公司在经营 LNG 运输的方式主要是长期出租, 并约定固定的回报率。目前公司共参股 5 艘 LNG 船舶, 另有一艘用于上海项目的 LNG 船舶将于 2012 年年底投放。预计 2010-2012 年间公司 LNG 业务每年将贡献约 6 千万的投资收益;

图表30: 公司已有5艘LNG船舶投产, 上海项目LNG船将于12年底投产

船舶名称	交付时间	本公司权益占比	服务航线
大鹏昊	2008年4月10日	25.50%	澳大利亚-深圳
大鹏月	2008年7月4日	25.50%	澳大利亚-深圳
闽榕	2009年2月24日	38.50%	印尼-福建莆田
闽鹭	2009年8月13日	38.50%	印尼-福建莆田
大鹏星	2009年12月10日	30.75%	澳大利亚-深圳
上海项目1#船	2012年12月*	30.00%	NA

来源: 国金证券研究所, 公司资料

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,421	3,211	1,864	2,911	3,346	3,749	货币资金	4,119	4,926	3,229	2,947	3,139	3,740
增长率	32.6%	-41.9%	56.2%	14.9%	12.0%		应收账款	153	131	246	143	164	184
主营业务成本	-1,356	-1,505	-1,392	-1,931	-2,241	-2,412	存货	86	41	69	79	92	99
%销售收入	56.0%	46.9%	74.7%	66.3%	67.0%	64.3%	其他流动资产	131	158	51	99	114	123
毛利	1,065	1,706	473	980	1,105	1,337	流动资产	4,489	5,256	3,595	3,267	3,509	4,145
%销售收入	44.0%	53.1%	25.3%	33.7%	33.0%	35.7%	%总资产	34.4%	36.6%	24.5%	20.3%	21.0%	23.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	514	436	500	501	500	500
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	8,034	8,654	10,566	12,291	12,720	12,877
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	61.6%	60.3%	72.1%	76.5%	75.9%	73.4%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	0	0	0	9	17	23
管理费用	-81	-75	-68	-87	-100	-112	非流动资产	8,548	9,091	11,066	12,803	13,239	13,402
%销售收入	3.3%	2.3%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	65.6%	63.4%	75.5%	79.7%	79.0%	76.4%
息税前利润 (EBIT)	984	1,631	404	893	1,004	1,225	资产总计	13,037	14,347	14,661	16,070	16,749	17,548
%销售收入	40.6%	50.8%	21.7%	30.7%	30.0%	32.7%	短期借款	2,867	2,131	1,063	615	553	498
财务费用	-26	-39	-14	-52	-50	-40	应付款项	406	171	134	390	452	488
%销售收入	1.1%	1.2%	0.8%	1.8%	1.5%	1.1%	其他流动负债	121	278	328	387	426	489
资产减值损失	-2	-235	0	-1	0	0	流动负债	3,394	2,581	1,525	1,391	1,431	1,475
公允价值变动收益	-47	-7	8	0	0	0	长期贷款	606	2,058	3,518	3,518	3,518	3,519
投资收益	-14	-37	26	60	60	60	其他长期负债	168	127	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	5.7%	6.4%	5.9%	4.8%	负债	4,168	4,766	5,043	4,909	4,949	4,994
营业利润	896	1,313	425	900	1,014	1,245	普通股股东权益	8,759	9,430	9,457	10,980	11,589	12,313
营业利润率	37.0%	40.9%	22.8%	30.9%	30.3%	33.2%	少数股东权益	111	151	161	181	211	241
营业外收支	38	121	37	33	0	0	负债股东权益合计	13,037	14,347	14,661	16,070	16,749	17,548
税前利润	934	1,434	462	933	1,014	1,245	比率分析						
利润率	38.6%	44.7%	24.8%	32.0%	30.3%	33.2%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-52	-153	-108	-140	-172	-249	每股指标						
所得税率	5.6%	10.6%	23.5%	15.0%	17.0%	20.0%	每股收益	0.247	0.359	0.100	0.225	0.236	0.281
净利润	882	1,282	353	793	842	996	每股净资产	2.551	2.746	2.754	3.198	3.375	3.586
少数股东损益	33	49	10	20	30	30	每股经营现金净流	0.356	0.598	0.198	0.461	0.496	0.571
归属于母公司的净利润	848	1,233	343	773	812	966	每股股利	0.071	0.100	0.020	0.056	0.059	0.070
净利率	35.0%	38.4%	18.4%	26.5%	24.3%	25.8%	回报率						
							净资产收益率	9.69%	13.08%	3.63%	7.04%	7.00%	7.84%
							总资产收益率	6.51%	8.60%	2.34%	4.81%	4.85%	5.50%
							投入资本收益率	7.43%	10.49%	2.18%	4.96%	5.25%	5.91%
							增长率						
							主营业务收入增长率	1.19%	32.63%	-41.94%	56.16%	14.93%	12.05%
							EBIT增长率	-3.51%	65.73%	-75.21%	120.76%	12.52%	21.95%
							净利润增长率	2.31%	45.34%	-72.17%	125.22%	5.02%	18.99%
							总资产增长率	7.23%	10.04%	2.19%	9.61%	4.22%	4.77%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	15.5	11.0	13.8	13.0	13.0	13.0
							存货周转天数	16.9	15.4	14.4	15.0	15.0	15.0
							应付账款周转天数	30.7	41.2	32.7	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	672.5	536.8	1,391.1	1,044.2	1,064.5	960.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-7.30%	-7.69%	14.05%	10.62%	7.90%	2.20%
							EBIT利息保障倍数	38.2	42.0	28.7	17.2	20.0	30.7
							资产负债率	31.97%	33.22%	34.40%	30.55%	29.55%	28.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	2	3
买入	0	0	3	3	18
持有	0	0	2	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.07	2.05

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室