

航运 III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12个月目标价: 5.60元

当前股价: 4.44元

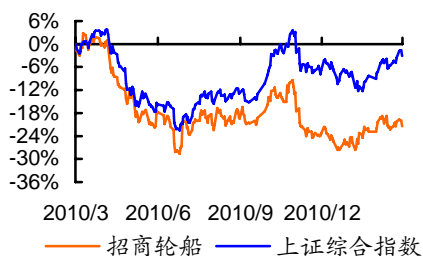
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2957.14
总股本(百万)	3433
流通股本(百万)	3433
流通市值(亿)	152
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.80
资产负债率	34.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
招商轮船	1.83	3.26	-2.42
上证综合指数	5.65	5.20	11.04



相关报告

招商轮船

601872

推荐

原油运输的龙头, LNG 运输的先锋

投资要点

- **国油国运政策确保运量, 自有船运营策略确保高毛利水平。** ①公司是国内最大的原油运输企业, 虽然目前油运业整体运力过剩, 但国油国运政策将确保公司未来运量与业绩波动幅度不会过大。截止 2010 年, 公司原油运量 2920 万吨, 其中国油运输 1164 万吨, 占公司总运量 39.86%, 同比增长近 10 个百分点, 2010 年中国原油进口量 2.39 亿吨, 其中公司承运的比重约为 5%。②中国原油进口增速将保持快速增长。中国已经成为第二大石油消费国, 且炼厂产能已经从日本等国家向中国转移, 随着工业化进程的进一步推进, 中国石油进口仍将快速增长, 这为公司业绩的稳定提供了保障。③运力全部是自有船舶, 相较于期租船舶来说, 自有船舶的主要成本利息和折旧在购船之初就已经确定, 无须承担航运市场的波动风险, 因此公司毛利水平一直高于市场水平。
- **LNG 运输市场的开拓者, 切合国家低碳能源战略, 稳占南方 LNG 进口市场。** ①公司是第一家参与到 LNG 运输业务产业链的国内航运企业, 打破了国内 LNG 船舶和 LNG 运输业务的零突破。子公司 CLNG 是我国目前第一家国际化的专业 LNG 运输公司, 主导了我国第一个 LNG 进口项目运输的筹备和运行, 目前已取得广东、福建和上海液化天然气进口项目的经营权, 船舶均有约 25 年的长期租赁合同, 每年的运量有保障, 为公司提供了稳定的收益来源。预计未来还将参与珠海、浙江等地的进口液化天然气运输项目。②目前 LNG 运输市场格局呈现南北垄断分治的格局, 公司稳占南方市场, 随着国家能源战略的推进, 天然气消费量将稳步提升, LNG 运输将为公司提供稳定的收入和利润来源。
- **通过股权合作加强与主要客户的业务联系。** ①原油运输方面, 公司主要客户之一中石化集团持有 9.85% 的股份, 中化集团持有 0.91% 的股份。②在天然气运输方面, 公司的下属 5 个单船 LNG 运输公司, 均与主要客户通过股权合作加强联系, 合作对象包括澳大利亚液化天然气公司、广东粤电资产经营有限公司、深圳市航运总公司及能源运输集团公司(美国)等。这种经营方式使公司与客户成为利益共同体, 为公司未来的业绩提供保障。
- **首次给予“推荐”评级。** 2010-2012 年归属于母公司的净利润预计分别为 6.52、7.61 和 9.12 亿元, 基本每股收益预计分别为 0.19、0.22 和 0.27 元。结合行业形势, 给予公司 2 倍 PB, 目标价 5.6 元, “推荐”评级。
- **风险提示:** 船舶交付超预期; 需求增速低于预期; 突发事件。

主要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1864	3436	4443	5263
收入同比(%)	-42%	84%	29%	18%
归属母公司净利润	343	652	761	912
净利润同比(%)	-72%	90%	17%	20%
毛利率(%)	25.3%	28.9%	29.1%	29.8%
ROE(%)	3.6%	6.3%	7.0%	7.8%
每股收益(元)	0.10	0.19	0.22	0.27
P/E	44.93	23.66	20.26	16.90
P/B	1.63	1.50	1.42	1.33
EV/EBITDA	19	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

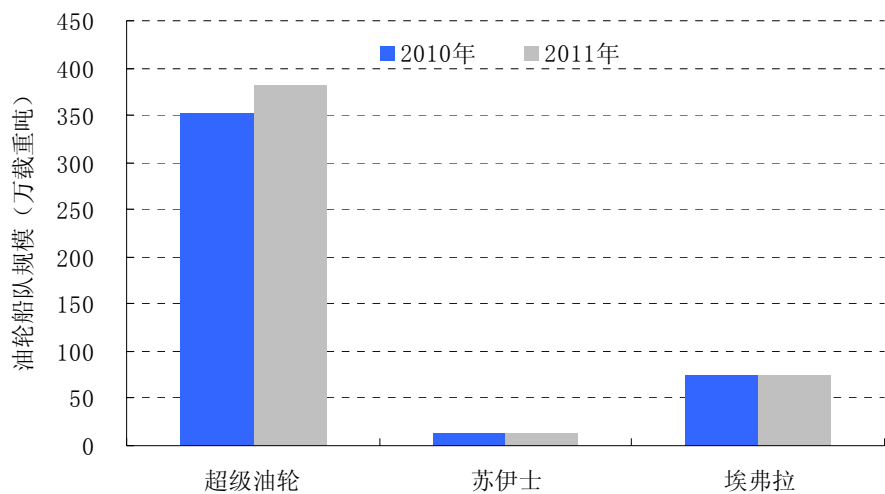
1. 原油运输的龙头，国油国运政策保障运量稳步增长

国内原油运输的龙头。公司主营油品、散货和 LNG 运输，其中油运业务主要集中在原油运输领域。目前拥有油轮 20 艘，共计 441.62 万载重吨，其中 VLCC/ULCC12 艘，共计 352.13 万载重吨，苏伊士轮 1 艘约 14.66 万载重，埃弗拉型船 7 艘约 74.83 万载重吨。相较于其他油运企业，公司船队均为原油型船，是国内最大的原油运输企业，船队总规模位居世界前二十之列。

国油国运政策确保运量稳步增长。虽然目前油运业处于整体运力过剩格局，但国油国运的政策将确保公司未来运量与业绩波动幅度不会过大。截止 2010 年末，公司原油运量 2920 万吨，其中中国油运输 1164 万吨，占公司总运量的比重为 39.86%，同比增长近 10 个百分点，占 2010 年中国原油进口总量的 5%。

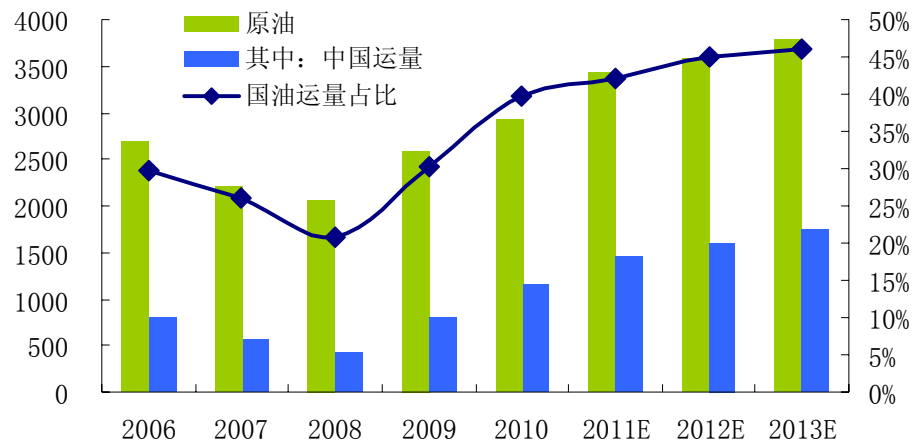
行业背景：中国石油进口将稳步增长。2009 年中国石油产量 1.89 亿吨，而消费量 4.05 亿吨，占世界份额为 10.4%，成为仅次于美国的第二大石油消费国（美国 2009 年消耗 8.43 亿吨，占世界总消费量的比重为 21.7%）。另外，随着产业转移的推进，中国成为炼厂产能新聚集地，这也将成为中国原油进口进一步增长的支撑。作为国油运输的龙头企业，公司原油运量在未来几年能稳步增长。

图 1 油轮船队规模



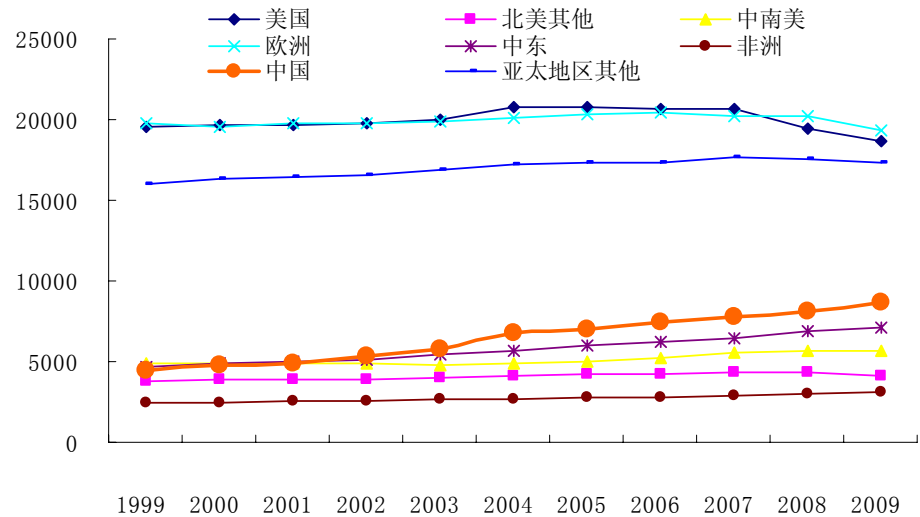
资料来源：中投证券研究所。

图 2 公司原油运量与国油运量



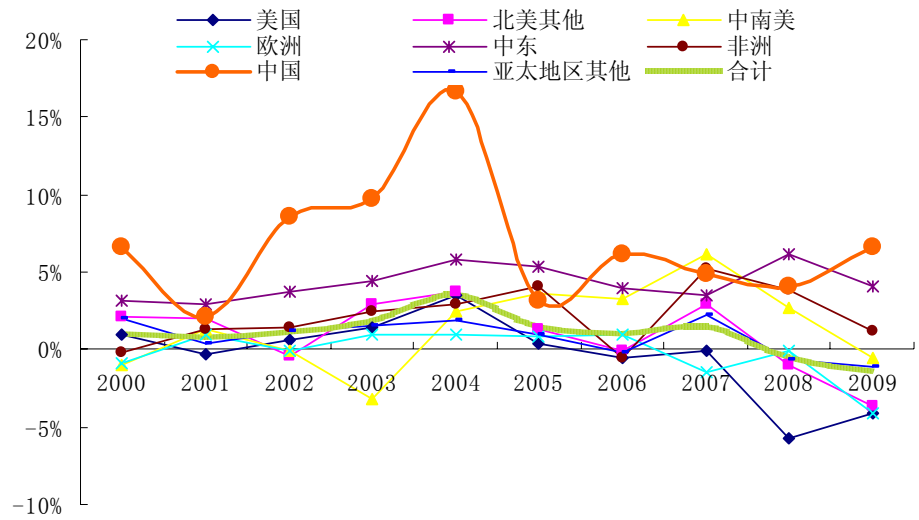
资料来源：中投证券研究所。

图 3 世界主要国家与地区石油消费量 (千桶/天)



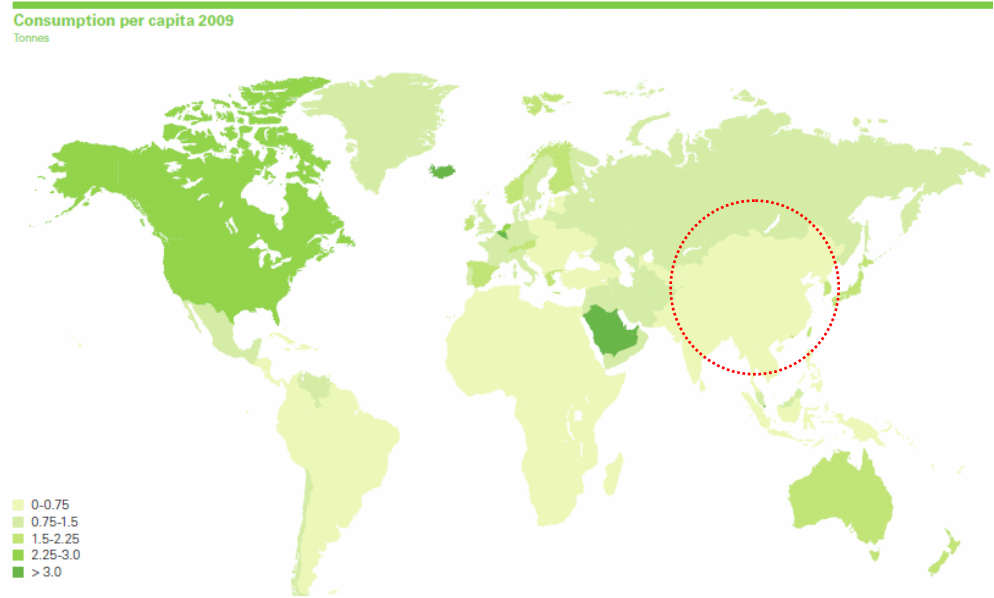
资料来源：中投证券研究所。

图 4 世界主要国家与地区石油消费量增速



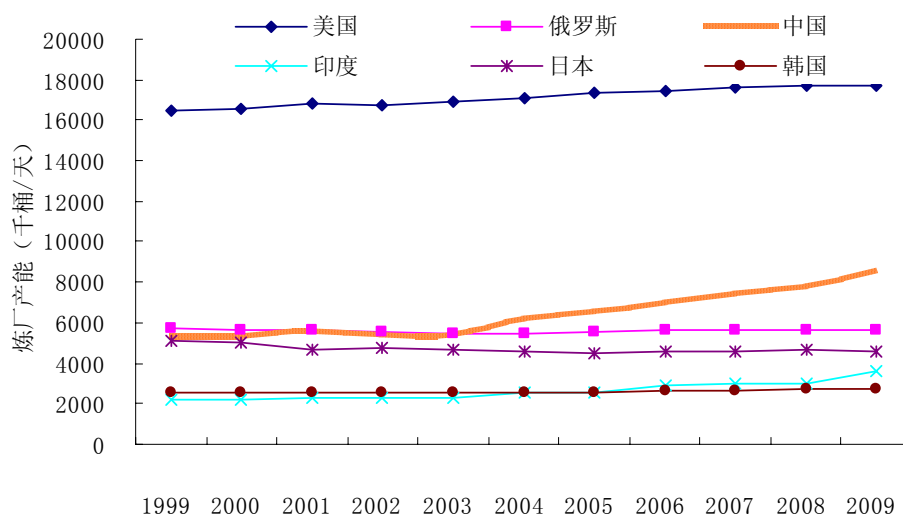
资料来源：中投证券研究所。

图 5 世界人均原油消费量



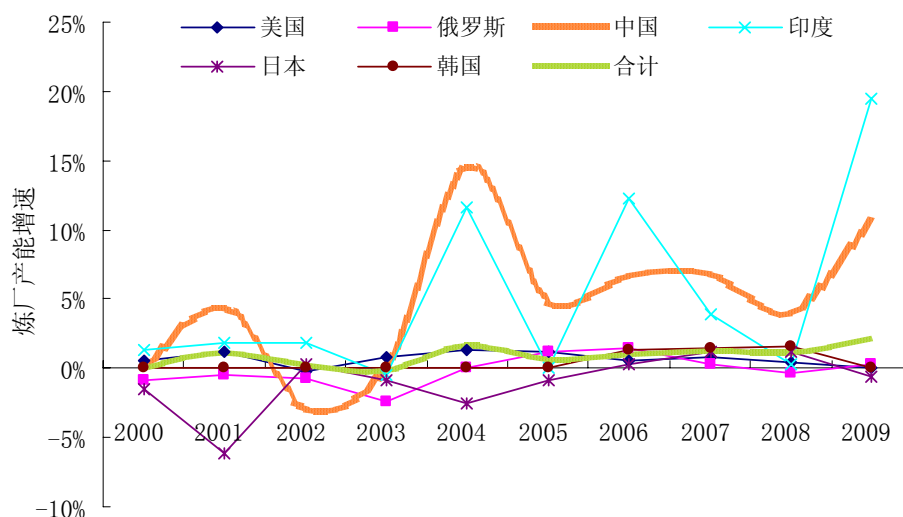
资料来源：中投证券研究所。

图 6 世界主要国家炼厂产能情况



资料来源：中投证券研究所。

图 7 世界主要国家炼厂产能增速



资料来源：中投证券研究所。

2. 采用自有船舶运营，毛利率水平较高

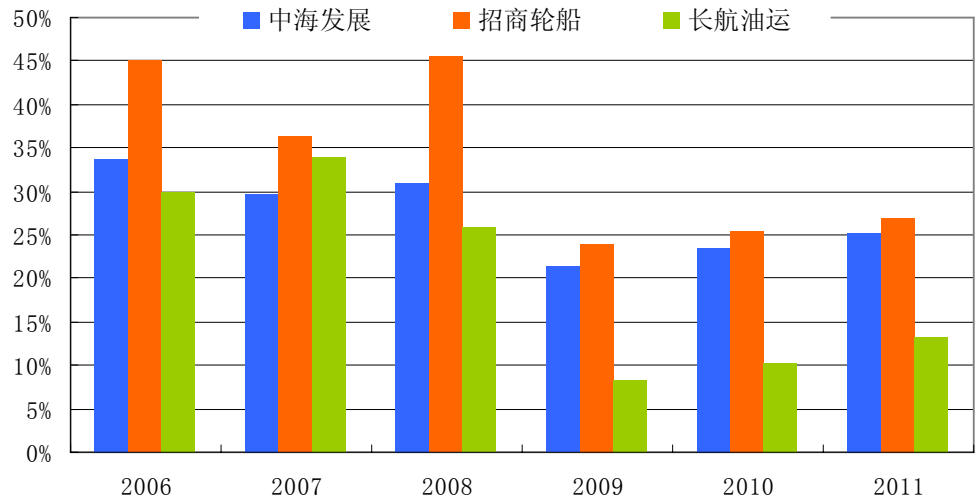
公司的经营业绩相较于其他油运企业来说，要更为稳定，且毛利率水平较高。主要原因是：

一是运输货种主要是世界最主要的能源品种——原油，原油消费需求相较于成品油来说更为稳定。另外，在提倡低碳环保的背景下，天然气作为最重要的替代能源之一，需求也处于稳步上升的通道。能源运输的稳定性，也是公司业绩稳定的保障。

二是公司的运力全部是自有船舶，相较于期租船舶来说，自有船舶的主要成本是利息和折旧，而这些成本项目在购船之初就已经确定。而采取期租船舶则要承担航运市场波动的风险，侵蚀了部分盈利，且增加了业绩的不稳定性。

这可以从主要油运企业的毛利率水平对比看出。

图 8 国内航运企业油运业务毛利率比较



资料来源：中投证券研究所。

3. 积极参与中国低碳能源战略，组建中国第一家专营进口天然气运输的企业

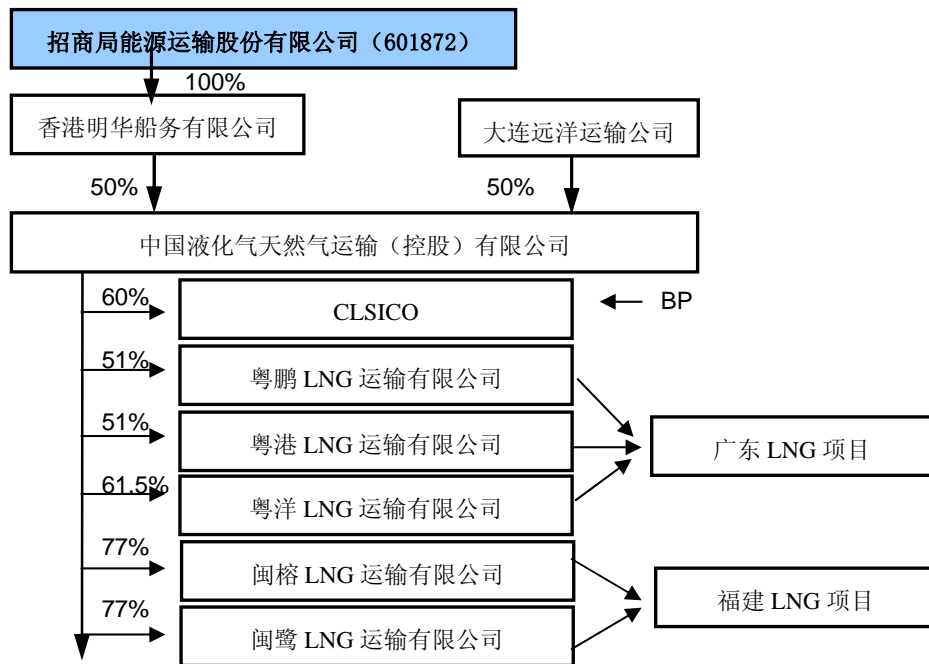
公司是第一家参与到 LNG 运输业务产业链的国内航运企业，打破了国内 LNG 船舶和 LNG 运输业务的零突破。

LNG 船舶被誉为造船业皇冠上的明珠，由于技术门槛高、建造周期长、工艺复杂，在 2006 年之前，我国一直没有 LNG 运输船舶。在广东 LNG 项目获批之后，公司的下属公司香港明华船务有限公司与中远集团下属的大连远洋公司合资组建中国液化气天然气（控股）有限公司（简称“CLNG”），订购了我国第一艘 LNG 船舶，并以 FOB 方式参与液化天然气进口运输业务。

CLNG 是我国目前第一家集 LNG 运输、投资、管理等综合功能的国际化专业 LNG 运输公司，主导了我国第一个 LNG 进口运输项目的筹备和运行，目前，公司已经取得了广东液化天然气进口项目、福建液化天然气进口项目和上海液化天然气进口项目的经营权，公司已经与相关部门签订约 25 年的长期租赁合同，每年的运量有保障，为公司提供了稳定的收益来源。预计未来还将争取参与珠海、浙江等地筹划中的进口液化天然气运输项目。

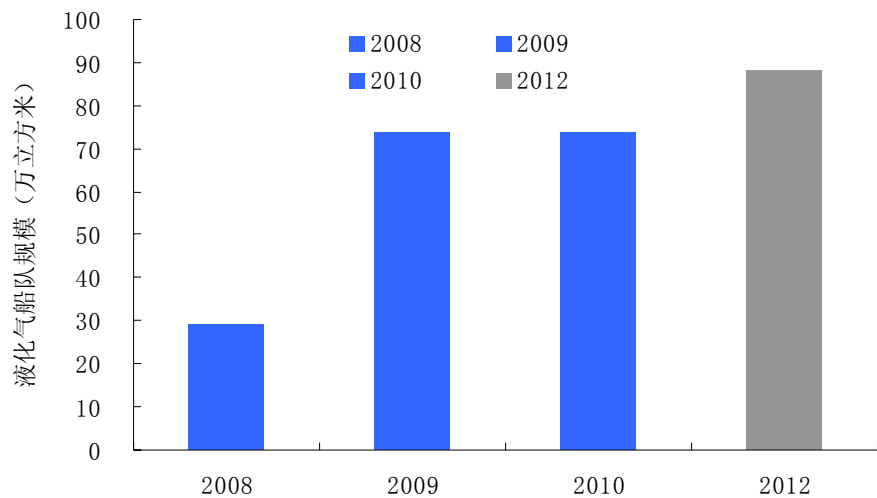
截止 2010 年末，公司投资的 5 艘液化天然气专用船通过成立单船公司已经投入营运，另外 1 艘针对上海 LNG 进口项目的船舶正在建设过程中，预计将于 2012 年底投入营运。

图 9 液化天然气运输业务结构



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

图 10 液化天然气船队规模



资料来源：中投证券研究所。

4. LNG 市场格局：“南招商，北中海”，运量有望稳定增长

目前 LNG 运输属于国家能源战略项目，进口项目为国家所控制，LNG 进口运输也仅由我国航运巨头招商轮船、中远集团、中海集团参与运行。主要格局为南方 LNG 项目的运输业务（包括广东、福建、上海、浙江等）由招商轮船和中远集团组建的 CLNG 携手中海油集团垄断经营，船舶实行“项目船”机制，即航运企业针对特定项目，建造专业 LNG 船舶，采取长期租船的方式，服务于专门的航线。

而北方主要沿海城市的 LNG 项目则由中海集团与中石油、中石化合资组建

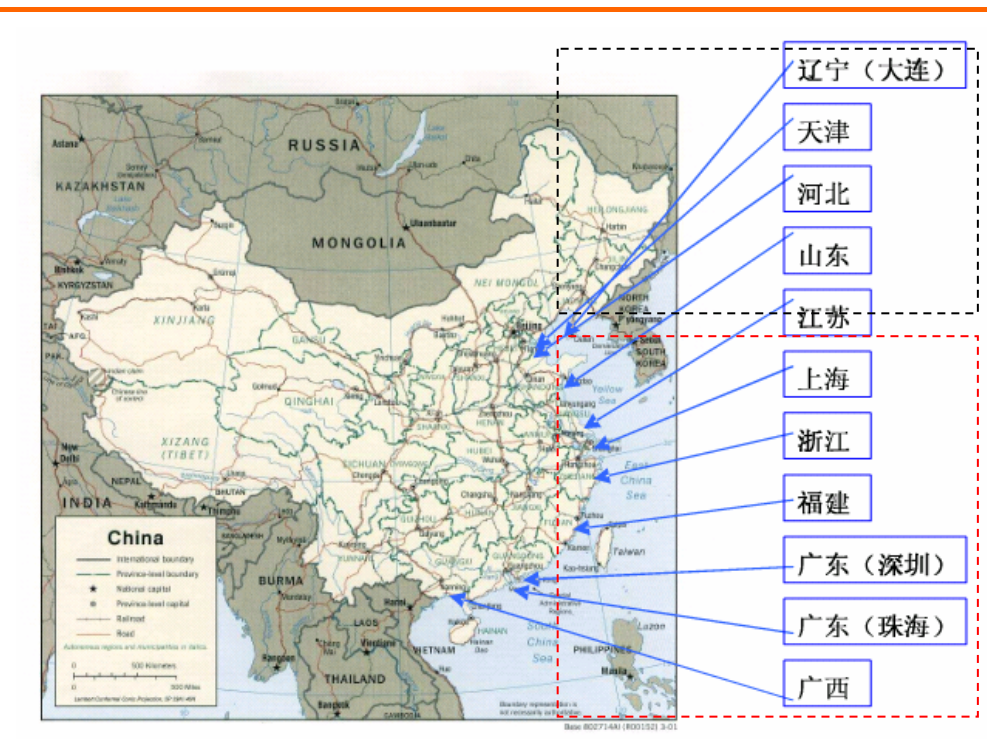
的中国液化天然气(LNG)船运公司负责经营。目前,这部分资产已经于2009年注入中海发展。至此,南北两大区域分营的局面形成,招商轮船稳占南方市场。

广东LNG项目主要与澳大利亚最大的能源公司澳德赛能源公司合作,签署25年的LNG供应合同,稳产期年供应量为385万吨/年。在合同运量之外,公司还会酌情进行现货运输,以提高运营效率和灵活性。

福建项目的供应方主要是印度尼西亚,根据福建天然气有限责任公司的计划,今年预计进口液化天然气49船,其中期货供应34船、现货供应15船,总进口量将达300万吨,增幅达50%,再创历史新高。

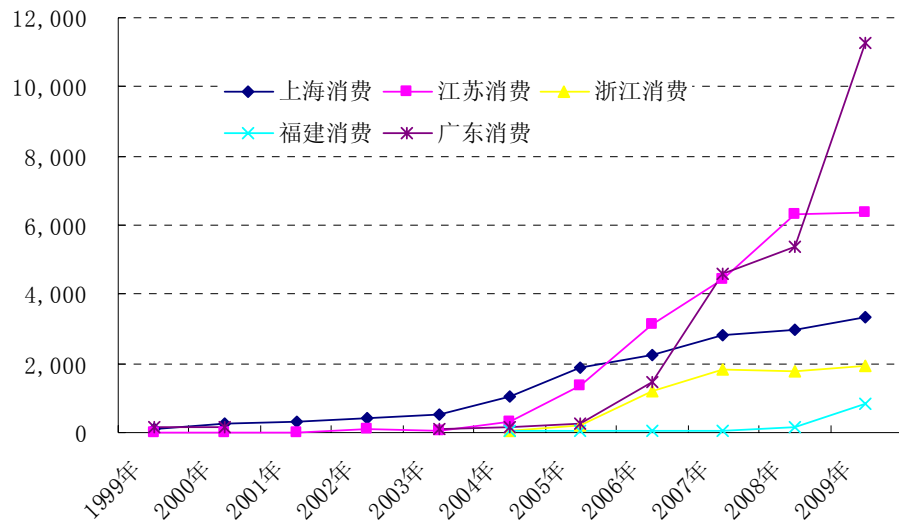
沿海地区稳定的天然气需求,以及项目船机制为公司未来业绩提供了保障,保守预计未来两年天然气运量每年能保持10%的增速。如果合作项目顺利推进,出现爆发式增长也是可以期待的。我们将持续跟踪。

图 11 我国液化天然气接收站项目布局



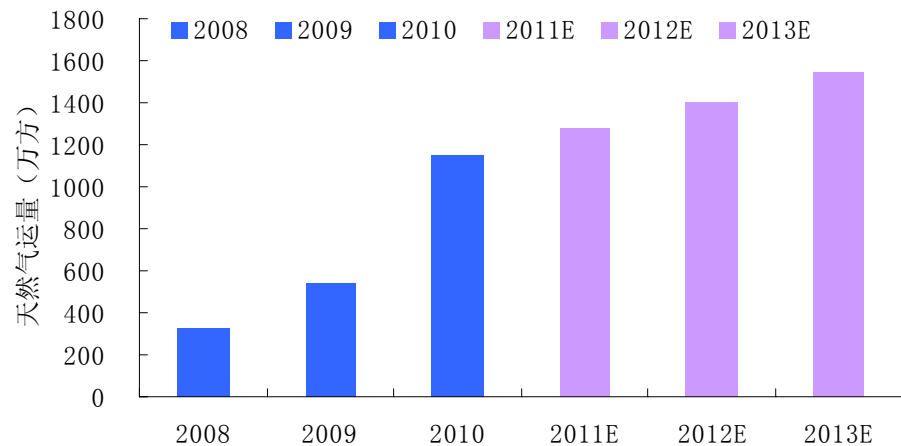
资料来源: 中投证券研究所。

图 12 南方沿海地区天然气消费量



资料来源：中投证券研究所。

图 13 天然气运量预测



资料来源：中投证券研究所。

5. 通过股权合作加强业务联系，未来业务有保障

公司与主要客户通过股权联系加强合作，在原油运输方面，公司主要客户之一中石化集团持有集团 9.85% 的股份、中化集团持有 0.91% 的股份。

在天然气运输方面，公司的下属 5 个单船 LNG 运输公司，均与当地主要客户通过股权合作加强联系。比如，广东天然气项目船舶中，两艘是公司通过 CLNG 与澳大利亚液化天然气公司、广东粤电资产经营有限公司、深圳市航运总公司及能源运输集团公司（美国）等其他四家公司共同投资建造，第三艘是公司、超康投资有限公司、深圳市航运总公司和能源运输集团公司（美国）共同投资。福建项目船舶是 CLNG 公司与福建省福煤科技有限公司、能源运输集团公司（美国）等两家公司共同投资建造，通过这种经营方式，使公司与客户成为利益共同体，为公司未来的业绩提供保障。

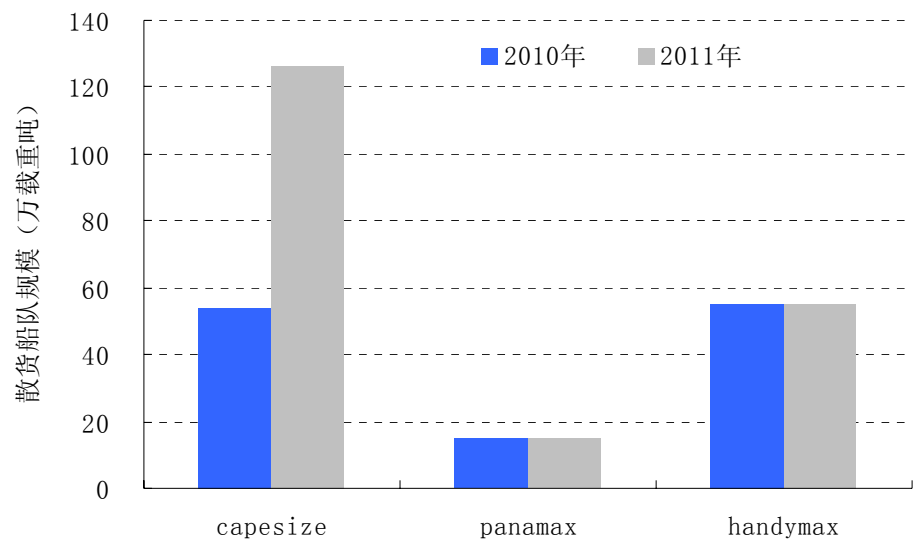
公司不仅与中国主要石油公司建立了战略合作关系，还与 BP、SHELL、

CHEVRONTEXACO、GS Caltex 等国际大型石油公司建立和保持着良好的长期合作，未来经营业绩相对稳定。

6. 散货船大型化将使业绩承压

2010 年之前，公司散货船队主要以巴拿马型船和大灵便型船为主，2010 年内，公司新交付了 3 艘 18 万吨级的海峡型船，预计 2011 年还将有 4 艘 18 万吨级海峡型船陆续投入使用。船舶大型化顺应了行业趋势，但从行业整体看，目前散货船供应过剩主要是海峡型船，公司的这一战略预计会增加业绩的不稳定性。

图 14 散货船队情况



资料来源：中投证券研究所。

7. 未来市场的展望

目前油运市场和散货市场运力过剩的局面是业界的共识。预计 2011 年 VLCC/ULCC 运力增长约 5.6%，而原油贸易需求仅增长约 3%，运价承受压力较大。苏伊士船舶和埃弗拉型船同样压力巨大，尤其是苏伊士型船，运力增长高达 6%。全球原油运输市场较为平淡。

散货市场同样承压，预计 2011-2012 年的散货海运贸易量增速约为 5-7%。而 2010 年运力增长约 15%（2010 年 10 月末船队规模累计 513.33 百万 DWT，同比增长 15.27%），2011 年增长约 12-14%，2012 年 10-13%，2013 年 8-9%。BDI 上行面临较大压力。

但公司业绩的亮点在于 LNG 运输，LNG 船舶已经签订 25 年运输合同，预计未来还将扩展至上海、浙江等地的 LNG 运输项目，较少受到航运市场波动风险的影响，这将为业绩的稳定提升提供保障。

8. 投资评级及风险提示

综合各项业务预测，我们首次给予公司“推荐”评级。公司 2010-2012 年的营业收入预计分别为 34.36、44.43 和 52.07 亿元，归属于母公司的净利润预计分别为 6.52、7.61 和 9.12 亿元，基本每股收益预计分别为 0.19、0.22 和 0.27

元。结合行业形势，给予公司 2 倍 PB，目标价 5.6 元，“推荐”评级。

9.风险提示：

散货船和油轮交付超预期，散货和原油需求增速低于预期；外围经济体突发事件。

表 1 港口类公司价值分析与比较

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市 值(亿 元)	每股收益			市盈率 PE			PB
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值（整体法）		213.27	142.67	0.1263	0.4010	0.4460	35.98	19.10	17.21	2.27
行业中值		72.75	38.54	0.1404	0.2110	0.3261	30.04	42.64	20.55	2.36
600242	ST 华龙	23.59	8.99	0.0999	0.0000	0.0000	86.37	0.00	0.00	7.14
600692	亚通股份	29.09	21.09	-0.1597	0.0000	0.1106	-51.76	0.00	74.75	6.00
600751	SST 天海	66.26	13.95	-0.3239	0.0000	0.0000	-41.52	0.00	0.00	-12.5
900938	ST 天海 B	18.58	6.79	-0.3239	0.0000	0.0000	-11.64	0.00	0.00	-3.50
601866	中海集运	594.67	391.85	0.1874	0.3151	0.3544	27.15	16.16	14.36	2.09
601919	中国远洋	1,089.1	796.94	0.3332	0.6452	0.6332	31.98	16.52	16.84	2.32
600026	中海发展	353.73	219.08	0.4747	0.5722	0.6914	21.89	18.16	15.03	1.58
601872	招商轮船	152.44	152.44	0.1580	0.1900	0.2200	28.10	19.83	16.89	1.56
002320	海峡股份	79.24	34.71	0.8657	0.9444	1.2290	44.70	40.98	31.49	4.51
600428	中远航运	148.42	148.42	0.1603	0.1982	0.3833	54.74	44.31	22.91	3.34
600087	长航油运	112.95	96.48	0.0046	0.1138	0.1331	1,278	52.64	44.99	2.61
600896	中海海盛	40.81	40.81	0.1404	0.1228	0.0000	49.98	57.17	0.00	1.63
600798	宁波海运	45.74	29.61	0.0771	0.0804	0.1102	68.05	65.34	47.64	2.39
000520	长航凤凰	36.57	36.27	-0.3761	0.0325	0.2978	-14.41	166.9	18.20	3.75
行业中值		95.68	95.68	0.2852	0.0000	0.0000	13.93	0.00	0.00	1.10
0137	金辉集团	9.62	9.62	1.0588	0.0000	0.0000	1.77	0.00	0.00	0.33
0242	信德集团	80.46	80.46	0.5821	0.0000	0.0000	6.58	0.00	0.00	0.68
0316	东方海外国际	379.12	379.12	12.0907	0.0000	0.0000	5.18	0.00	0.00	1.10
0368	中外运航运	92.29	92.29	0.1714	0.0000	0.0000	13.93	0.00	0.00	0.68
0560	珠江船务	13.67	13.67	0.0992	0.0000	0.0000	15.82	0.00	0.00	0.99
1138	中海发展股份	95.68	95.68	0.4200	0.0000	0.0000	17.58	0.00	0.00	1.14
1308	海丰国际	0.37	0.37	0.2852	0.0000	0.0000	0.05	0.00	0.00	0.01
1919	中国远洋	181.38	181.38	0.0560	0.0000	0.0000	125.4	0.00	0.00	1.63
2343	太平洋航运	77.10	77.10	0.3576	0.0000	0.0000	11.25	0.00	0.00	0.76
2866	中海集运	107.29	107.29	-0.1625	0.0000	0.0000	-17.59	0.00	0.00	1.27
3683	荣丰联合控股	0.00	0.00	0.0999	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，中投证券研究所。

附：财务预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3595	3750	4839	5720	营业收入	1864	3436	4443	5263
现金	3229	3436	4443	5263	营业成本	1392	2443	3151	3694
应收账款	83	103	133	158	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	163	68	88	105	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	24	32	37	管理费用	68	86	111	132
存货	69	73	95	111	财务费用	14	155	300	425
其他流动资产	51	45	48	46	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	11066	14268	16911	19174	公允价值变动收	8	3	5	4
长期投资	425	415	418	417	投资净收益	26	0	0	0
固定资产	7105	11314	14514	17053	营业利润	425	755	887	1017
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	37	35	35	35
其他非流动资产	3537	2539	1979	1704	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	14661	18018	21750	24894	利润总额	462	790	921	1052
流动负债	1525	4633	7147	8918	所得税	108	118	138	116
短期借款	683	3919	6406	8114	净利润	353	671	784	938
应付账款	106	147	189	222	少数股东损益	10	20	23	26
其他流动负债	737	567	553	582	归属母公司净利润	343	652	761	912
非流动负债	3518	2918	3518	4118	EBITDA	863	1590	2189	2730
长期借款	3518	2918	3518	4118	EPS (元)	0.10	0.19	0.22	0.27
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	5043	7551	10665	13035	主要财务比率				
少数股东权益	161	181	204	230	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3433	3433	3433	3433	成长能力				
资本公积	4390	4390	4390	4390	营业收入	-41.9%	84.3%	29.3%	18.5%
留存收益	2577	3160	3749	4489	营业利润	-67.6%	77.8%	17.4%	14.7%
归属母公司股东权益	9457	10286	10881	11628	归属于母公司净利润	-72.2%	89.9%	16.8%	19.8%
负债和股东权益	14661	18018	21750	24894	获利能力				
					毛利率(%)	25.3%	28.9%	29.1%	29.8%
					净利率(%)	18.4%	19.0%	17.1%	17.3%
					ROE(%)	3.6%	6.3%	7.0%	7.8%
					ROIC(%)	3.2%	5.7%	6.2%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.4%	41.9%	49.0%	52.4%
					净负债比率(%)	90.84%	94.02%	95.45%	95.89%
					流动比率	2.36	0.81	0.68	0.64
					速动比率	2.31	0.79	0.66	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.13	0.21	0.22	0.23
					应收账款周转率	26	37	38	36
					应付账款周转率	11.16	19.38	18.77	17.99
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.19	0.22	0.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.48	0.60	0.77
					每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.00	3.17	3.39
					估值比率				
					P/E	44.93	23.66	20.26	16.90
					P/B	1.63	1.50	1.42	1.33
					EV/EBITDA	19	10	8	6

资料来源：中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

孙敏, 中投证券航运港口行业分析师, 国际航运管理学学士, 经济学博士, 2010 年 7 月加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434