

## 招商轮船 (601872)

增持 (维持)

## 收购 10 艘 VLCC, 油轮船队规模世界领先

## 市场数据

报告日期	2014-12-30
收盘价(元)	6.22
总股本(百万股)	4720.92
流通股本(百万股)	3776.74
总市值(百万元)	29364.13
流通市值(百万元)	23491.31
净资产(百万元)	10243.65
总资产(百万元)	22384.53
每股净资产	2.17

## 相关报告

《【兴业交运】招商轮船(601872)2014年三季度点评:三季度盈利保持增长》  
2014-10-28

《【兴业交运】招商轮船(601872)2014年半年报点评:上半年业绩靓丽,长期投资价值显著》  
2014-08-28

《计提资产减值损失致13年巨额亏损,14年1季度业绩大幅改善》  
2014-03-28

分析师:

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn

S0190511020003

研究助理:

吉理

Jili@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2567	2090	5307	5323
同比增长	-10.6%	-18.6%	153.9%	0.3%
净利润(百万元)	-2184	319	778	549
同比增长	-2497.6%	-85.4%	143.8%	-29.4%
毛利率	-2.9%	17.2%	32.5%	22.2%
净利润率	-85.1%	15.3%	14.7%	10.3%
净资产收益率(%)	-22.1%	3.1%	7.1%	4.8%
每股收益(元)	-0.46	0.07	0.16	0.12
每股经营现金流(元)	0.10	0.39	-0.15	0.37

## 投资要点

事件:公司12月30日晚公告,从11月19日至今,公司持股51%的控股子公司中国能源运输有限公司(China VLCC)完成收购十艘VLCC,截止目前公司通过China VLCC持有并营运中的VLCC达到28艘。

点评:

- **油轮船队规模世界领先。**公司通过China VLCC(51%股权)收购了长航油轮的18艘VLCC,基本完成了对长航油运VLCC资产的收购,加上公司原有的9艘VLCC以及1艘新交付的VLCC,公司目前通过China VLCC持有并营运28艘VLCC。China VLCC还持有9艘VLCC订单,预计2015-2017年分别交付5艘、3艘、1艘。此外公司还通过全资子公司持有5艘VLCC订单,预计2016-2017年交付2艘、3艘。预计到2017年公司将运营42艘VLCC,加上现有的7艘11万吨级的Aframax型油轮,油轮船队规模世界领先。
- **未来干散货船队规模也将大幅增长。**干散货方面,公司目前持有并运营7艘Capesize(18万吨)型船和6艘Handmax(5万吨)型船,持有12艘Panamax(6万吨)型船订单,预计2015-2017年分别交付2艘、6艘、4艘。公司还与淡水河谷签订了战略合作框架协议,计划与淡水河谷签订25年包运合同,为此将建造10艘VLOC(超大型矿砂船)。公司未来干散货船队规模也将大幅增长,增量的10艘VLOC有与淡水河谷的25年包运合同,预计将带来不错的稳定收益。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **亚马尔项目的 LNG 船将于 2018 年开始贡献业绩。**公司目前通过持股 50% 的 CLNG 公司运营 6 艘 LNG 船，长期合同提供稳定收益，每艘船每年为公司贡献约 1500 万元的投资收益。CLNG 与 TK LNG 公司组成的各持股 50% 的合营公司参与亚马尔 LNG 运输项目，订造 6 艘 LNG 船，将于 2018 年第一季度至 2020 年第一季度相继交付使用。
- **估值与评级。**1、低油价一定程度上减轻航运公司成本压力；2、油价企稳后，低油价将促进原油的进口和储备，明年 VLCC 运力增长很少（新船集中在 2016 年交付），预计明年国际原油运输市场供求继续边际改善，带动全年的均衡运价上升；3、公司在周期底部低成本大幅扩张运力，奠定了长期竞争优势。公司中长期投资价值显著，短期也有一定的交易性机会（15 年原油运输市场较好），建议重点关注。一般而言四季度是原油运输的旺季，二季度是淡季，淡旺季运价的波动会很大，短期注意追高风险，若淡季运价回落带动股价下跌，可逢低配置。公司今年四季度收到 5 亿的拆船补贴，预计明年还将有 5 亿以上的拆船补贴，剔除补贴因素，预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.07、0.16、0.12 元，对应 PE 为 92、38、53 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**干散货运价持续低迷、原油运价不及预期、油价剧烈波动

## 附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6022	4622	7297	7940
货币资金	1074	2800	2225	2416
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	341	214	574	588
其他应收款	4244	1430	4141	4534
存货	208	136	278	324
<b>非流动资产</b>	10878	14607	20835	19629
可供出售金融资产	53	45	47	47
长期股权投资	645	640	647	646
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8933	11838	18560	17696
在建工程	779	1640	1148	803
油气资产	0	0	0	0
无形资产	430	430	430	430
<b>资产总计</b>	16899	19229	28132	27568
<b>流动负债</b>	3292	5271	8525	7085
短期借款	1829	4642	7748	6251
应付票据	0	0	0	0
应付账款	219	150	312	359
其他	1244	479	465	475
<b>非流动负债</b>	3632	3585	7825	7825
长期借款	3585	3585	7825	7825
其他	47	0	0	0
<b>负债合计</b>	6923	8856	16350	14910
股本	4721	4721	4721	4721
资本公积	5973	5973	5973	5973
未分配利润	852	1153	1863	2336
少数股东权益	77	77	756	1121
<b>股东权益合计</b>	9976	10373	11782	12658
<b>负债及权益合计</b>	16899	19229	28132	27568

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-2186	319	778	549
折旧和摊销	706	694	970	1208
资产减值准备	1976	-1961	-0	-1
无形资产摊销	4	0	0	0
公允价值变动损失	-12	8	8	8
财务费用	115	133	247	319
投资损失	-258	-330	-330	-330
少数股东损益	-2	0	679	365
营运资金的变动	-14	-2954	3048	399
<b>经营活动产生现金流量</b>	491	1826	-709	1726
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4653	-1999	-6923	333
<b>融资活动产生现金流量</b>	-357	1899	7056	-1867
现金净变动	-4545	1726	-575	192
现金的期初余额	5619	1074	2800	2225
现金的期末余额	1074	2800	2225	2416

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2567	2090	5307	5323
营业成本	2641	1731	3580	4141
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	111	94	159	160
财务费用	87	133	247	319
资产减值损失	1976	2	2	2
公允价值变动	12	8	8	8
投资收益	258	330	330	330
<b>营业利润</b>	-1978	468	1657	1039
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	164	105	1	0
<b>利润总额</b>	-2138	363	1656	1039
所得税	47	44	199	125
净利润	-2186	319	1457	914
少数股东损益	-2	0	679	365
<b>归属母公司净利润</b>	-2184	319	778	549
<b>EPS(元)</b>	-0.46	0.07	0.16	0.12

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-10.6%	-18.6%	153.9%	0.3%
营业利润增长率	-2165.0%	-76.3%	254.2%	-37.3%
净利润增长率	-2497.6%	-85.4%	143.8%	-29.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-2.9%	17.2%	32.5%	22.2%
净利率	-85.1%	15.3%	14.7%	10.3%
ROE	-22.1%	3.1%	7.1%	4.8%

资产负债率	41.0%	46.1%	58.1%	54.1%
流动比率	1.83	0.88	0.86	1.12
速动比率	1.77	0.85	0.82	1.07
<b>营运能力</b>				
资产周转率	14.0%	11.6%	22.4%	19.1%
应收帐款周转率	826.7%	750.2%	1347.2%	916.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.46	0.07	0.16	0.12
每股经营现金	0.10	0.39	-0.15	0.37
每股净资产	2.10	2.18	2.34	2.44
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-13.4	92.0	37.7	53.4
PB	3.0	2.9	2.7	2.5

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。