

# 招商轮船 (601872.SH)

## 轻装上阵，最具竞争力航运公司出炉

**事件:** 公司发布 2014 年业绩预盈补充公告，公司预计 2014 年归属于母公司股东净利润约 2 亿元左右，按照目前股本测算 EPS 约为 0.042 元/股。

● **点评 1: 实际利润低于投资者预期，主要源于船舶资产计提减值准备**

跟据我们的模型测算公司 2014 年归属于母公司利润约为 9.3 亿元，其中四季度 6.2 亿元（营业利润 2.3 亿元，营业外收入 5 亿元），与公司公告中预计的盈利数据差异较大，我们认为主要是营业外因素导致。最大的可能是公司对散货船舶资产（油轮资产 2013 年已经计提）进行了资产减值准备计提，推算公司计提了约 8 亿元资产减值损失。

● **点评 2: 轻装上阵，全球最具竞争力航运公司出炉**

公司 2013-2014 年（航运市场底部）对油轮船队、散货船队进行大规模资产减值准备计提，显著降低船舶营运成本，有助于提升公司在航运上升周期时的盈利弹性！公司有望成为全球最具竞争力的航运船队。预计公司资产水分基本全部挤干，2015 年以后的船舶资产质量极佳，轻装上阵，未来盈利能力进入长期上升周期！以 VLCC 船队为例，公司 VLCC 船舶的计提减值准备后，折旧成本下滑约 35%，营运成本下降约 20%。

● **点评 3: 2014 年是业绩大底，2015 年盈利弹性巨大！“买入”评级**

2014 年是公司业绩大底，未来公司进入良性发展周期：（1）依托全球最大的 VLCC 船队开展原油“运、储、贸、融”全供应链服务，未来通过与大货主长期合作盈利有望稳定提升；（2）LNG 和 VLOC 船队通过长期包运合同提供稳定的盈利来源，不断垫高盈利基础。2015 年，油轮供给增速仍处于相对低位区间，而由于油价大幅下跌油运需求（消费、商储、国储）有望超预期，油运市场 2015 年景气度将继续提升，盈利进一步好转。我们假设 2015 年 VLCC 平均 TCE 为 3.5 万美元/天，散货船 TCE 与 2014 年基本持平，我们预计公司 2015 年 EPS 为 0.22 元/股，业绩弹性巨大！看好公司持续焕发出来的竞争力提升，继续给予“买入”评级！

● **风险提示:** 经济增长低于预期导致原油消费低预期；船舶交付低预期；**盈利预测:**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,869.58	2,566.88	2,471.30	3,084.28	3,533.71
增长率(%)	2.75%	-10.55%	-3.72%	24.80%	14.57%
EBITDA(百万元)	704.49	524.72	714.70	1,266.18	1,544.21
净利润(百万元)	91.07	-2,183.52	218.70	1,161.12	780.19
增长率(%)	-43.96%	--	110.02%	430.91%	-32.81%
EPS(元/股)	0.019	-0.463	0.046	0.219	0.147
市盈率(P/E)	132.70		90.01	19.02	28.31
市净率(P/B)	0.98	1.15	1.90	1.63	1.60

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.32 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-14

**相对市场表现**



分析师: 张亮 S0260512060003  
021-60750602  
z123@gf.com.cn

**相关研究:**

- 招商轮船 (601872.SH): 中报预盈, LNG 业务再下一城 2014-07-10
- 招商轮船 (601872.SH): VLCC 市场回暖, 一季报业绩扭亏为盈 2014-04-10
- 招商轮船 (601872.SH): 基本面逐步向好, 业绩步入上升周期 2014-03-25

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6254	6022	2826	5809	7702
货币资金	5619	1074	2244	5111	6892
应收及预付	378	4585	379	473	542
存货	204	208	193	205	238
其他流动资产	53	155	10	20	30
<b>非流动资产</b>	13459	10878	11657	13757	14637
长期股权投资	666	645	645	645	645
固定资产	12250	8933	8559	10549	12352
在建工程	0	779	1974	2088	1168
无形资产	485	467	426	422	419
其他长期资产	58	53	53	53	53
<b>资产总计</b>	19713	16899	14483	19567	22339
<b>流动负债</b>	4930	3292	436	373	891
短期借款	2734	1829	101	56	0
应付及预收	294	328	290	317	891
其他流动负债	1902	1135	45	0	0
<b>非流动负债</b>	2394	3632	3585	5585	7585
长期借款	2345	3585	3585	5585	7585
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	47	0	0	0
<b>负债合计</b>	7324	6923	4021	5958	8475
股本	4721	4721	4721	5297	5297
资本公积	5959	5973	5973	7382	7382
留存收益	3184	972	1191	2352	2602
归属母公司股东权	12306	9899	10384	13530	13781
少数股东权益	82	77	78	79	83
<b>负债和股东权益</b>	19713	16899	14483	19567	22339

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2870	2567	2471	3084	3534
营业成本	2803	2641	2274	2424	2758
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	83	111	107	133	153
财务费用	-25	87	87	50	106
资产减值损失	2	1976	500	0	0
公允价值变动收益	11	12	10	10	10
投资净收益	78	258	200	150	90
<b>营业利润</b>	96	-1978	-286	637	617
营业外收入	35	4			
营业外支出	1	164			
<b>利润总额</b>	129	-2138	214	1137	767
所得税	39	47	-5	-25	-17
<b>净利润</b>	91	-2186	219	1162	784
少数股东损益	0	-2	0	1	4
<b>归属母公司净利润</b>	91	-2184	219	1161	780
EBITDA	704	525	715	1266	1544
EPS (元)	0.02	-0.46	0.05	0.22	0.15

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	682	491	5060	1308	1606
净利润	91	-2186	219	1162	784
折旧摊销	720	709	624	739	921
营运资金变动	-159	-14	4335	-80	-58
其它	30	1981	-118	-513	-42
<b>投资活动现金流</b>	-838	-4653	-1203	-2190	-1560
资本支出	-425	-654	-1403	-2340	-1650
投资变动	-412	108	190	140	80
其他	0	-4108	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	3054	-383	-2686	3749	1735
银行借款	2745	4519	-1728	1956	1944
债券融资	-2397	-4730	-1086	-45	0
股权融资	2866	0	0	1984	0
其他	-160	-171	128	-147	-208
<b>现金净增加额</b>	2898	-4545	1171	2867	1781
<b>期初现金余额</b>	2717	5619	1074	2244	5111
<b>期末现金余额</b>	5615	1074	2244	5111	6892

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	2.8	-10.5	-3.7	24.8	14.6
营业利润增长	-44.8	-2,165.	85.5	322.9	-3.1
归属母公司净利润增长	-44.0	-2,497.	110.0	430.9	-32.8
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	2.3	-2.9	8.0	21.4	22.0
净利率	3.2	-85.1	8.9	37.7	22.2
ROE	0.7	-22.1	2.1	8.6	5.7
ROIC	-0.1	-1.3	0.8	4.0	4.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.2	41.0	27.8	30.4	37.9
净负债比率	0.1	0.5	0.1	-	-
流动比率	1.27	1.83	6.48	15.55	8.65
速动比率	1.23	1.77	6.04	15.00	8.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.16	0.14	0.16	0.18	0.17
应收账款周转率	11.77	8.31	8.31	8.31	8.31
存货周转率	12.79	12.83	12.83	12.83	12.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	-0.46	0.05	0.22	0.15
每股经营现金流	0.14	0.10	1.07	0.25	0.30
每股净资产	2.61	2.10	2.20	2.55	2.60
<b>估值比率</b>					
P/E	132.7	-5.2	90.0	19.0	28.3
P/B	1.0	1.2	1.9	1.6	1.6
EV/EBITDA	19.1	32.2	29.6	17.9	14.8

## 广发交通运输行业研究小组

杨志清：首席分析师，同济大学工学博士，2014年新财富交通运输行业最佳分析师第一名、金牛交通运输行业最佳分析师第一名、水晶球交通运输行业最佳分析师第二名；2013年新财富交通运输行业最佳分析师第三名；2012年新财富交通运输行业最佳分析师第二名、水晶球交通运输行业最佳分析师第二名、第一财经交通运输行业最佳分析师第三名；2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围；2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围、今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

张亮：资深分析师，交运组组长，上海交通大学管理学硕士，2014年新财富交通运输行业最佳分析师第一名（团队）、金牛交通运输行业最佳分析师第一名（团队）、水晶球交通运输行业最佳分析师第二名（团队）；2013年新财富交通运输行业最佳分析师第三名（团队）；2012年新财富交通运输行业最佳分析师第二名（团队）、水晶球交通运输行业最佳分析师第二名（团队）、第一财经交通运输行业最佳分析师第三名（团队）；2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）；2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。