

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

业绩基本符合预期, 行业中期景气有望延续

事件: 公司发布 2020 年半年度业绩预告, 预计上半年实现归母净利润 28 亿至 31 亿元, 同比增长 489%至 553%; 扣非归母净利润 27.91 亿至 30.91 亿元, 同比增长 533%至 600%, 整体业绩基本符合预期。

油运行业淡季不淡, 公司强大的业绩兑现能力支撑高增长; 但干散货市场的整体低迷一定程度上掣肘上半年表现。2020 年上半年, 国际油运市场在经历春节后的下探后, 受沙特增产和油价暴跌的影响, 油轮“储、运”行情上演, VLCC TD3C TCE 平均为 82417 美元/天, 较 2019 年同期 (20360 美元/天) 上涨 304.80%; 其中二季度平均运价达到 89891 美元/天, 同比增长 618.38%。作为全球最大的 VLCC 船东 (自有口径), 公司在市场高位落实程租合同、COA 及期租部署, 成功兑现业绩。公司二季度实现归母净利润 17 亿元, 同比增长 780.83%, 环比一季度增长 34.28%。但由于上半年国内外干散货市场整体低迷, 上半年 BDI 指数平均为 685.22 点, 同比下降 23.42%, 公司收购中外运航运旗下散货业务后, 随行就市部分有所增加; 叠加国内滚装船市场的低迷, 其他业务掣肘业绩。

淡季叠加去库, 三季度油轮运价将承压, 但行业中期景气有望延续。三季度为行业的传统淡季, 叠加原油去库, 油轮运价将承压。根据我们的分析, 原油库存一般历时一年回到五年库存均值, 但油轮运价先于库存 1-3 个月回升。本轮去库将取决于疫情进展和全球经济恢复, 在原油去库周期延续一年的假设下, 2021 年行业将回到景气区间。另外, 去库周期带来的运价阵痛期有望真正推动老龄船的拆解, 供给端逻辑或得到强化, 中期景气延续。

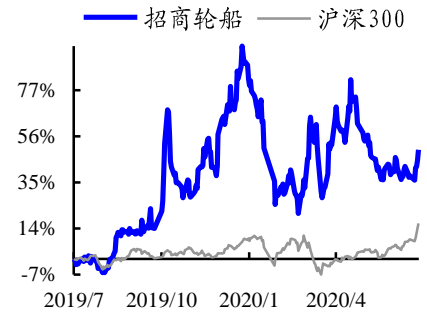
投资建议: 油运行业短期面临回调, 但中期景气有望延续, 公司作为最大的 VLCC 船东将继续受益。我们暂维持公司 2020-2022 年 EPS 为 0.70/0.58/0.61 元, 对应的 PE 为 9.24/11.09/10.49X, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情二次爆发, 经济大幅下滑, 沙特等减产持续超预期

股票数据 2020/7/6

6 个月目标价 (元)	7.78
收盘价 (元)	6.43
12 个月股价区间 (元)	3.88 ~ 8.56
总市值 (百万元)	43,339
总股本 (百万股)	6,740
A 股 (百万股)	6,740
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	150

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	3%	51%
相对收益	-5%	-23%	31%

相关报告

- 《招商轮船 (601872): 油轮业绩兑现能力强, 全年高增长无虞》-20200501
- 《招商轮船 (601872): 贸易战减压, 油运周期到来》-20191014
- 《油运专题报告——短期回调, 中期高景气延续》-20200701
- 《航空复苏缓慢爬升, 关注油运中报行情》-20200629

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002

(021)20363212 quyz@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,931	14,556	17,602	18,211	18,679
(+/-)%	13.78%	33.17%	20.92%	3.46%	2.57%
归属母公司净利润	1,167	1,613	4,690	3,907	4,132
(+/-)%	38.15%	38.22%	190.79%	-16.71%	5.78%
每股收益 (元)	0.17	0.24	0.70	0.58	0.61
市盈率	21.31	34.52	9.24	11.09	10.49
市净率	1.23	2.20	1.44	1.27	1.13
净资产收益率 (%)	5.76%	6.37%	15.57%	11.44%	10.76%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	6,067	6,740	6,740	6,740	6,740

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,998	14,623	19,234	23,796	净利润	1,626	5,037	3,915	4,244
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	538	0	0	0
应收款项	2,709	3,024	3,328	3,366	折旧及摊销	2,136	0	0	0
存货	1,060	1,046	1,312	1,266	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	2,336	2,773	2,985	3,055	财务费用	1,021	859	929	964
流动资产合计	12,103	21,466	26,859	31,484	投资损失	-383	-528	-546	-560
可供出售金融资产					运营资本变动	-287	1,278	-244	-652
长期投资净额	2,296	2,896	2,896	2,896	其他	-27	-38	-39	-40
固定资产	39,169	39,282	39,396	39,510	经营活动净现金流量	4,624	6,608	4,014	3,956
无形资产	472	472	472	472	投资活动净现金流量	-3,762	-124	526	571
商誉	42	42	42	42	融资活动净现金流量	1,164	2,141	71	36
非流动资产合计	42,714	43,518	43,692	43,836	企业自由现金流	4,717	3,909	4,349	5,087
资产总计	54,818	64,984	70,551	75,320					
短期借款	4,544	4,544	4,544	4,544	财务与估值指标				
应付款项	1,739	1,645	1,967	1,987	每股指标				
预收款项	327	337	386	391	每股收益 (元)	0.24	0.70	0.58	0.61
一年内到期的非流动负债	3,483	3,483	3,483	3,483	每股净资产 (元)	3.76	4.47	5.07	5.70
流动负债合计	10,698	12,714	13,253	12,663	每股经营性现金流量 (元)	0.69	0.98	0.60	0.59
长期借款	17,863	20,863	21,863	22,863	成长性指标				
其他长期负债	507	507	507	507	营业收入增长率	33.2%	20.9%	3.5%	2.6%
长期负债合计	18,370	21,370	22,370	23,370	净利润增长率	38.2%	190.8%	-16.7%	5.8%
负债合计	29,069	34,085	35,623	36,034	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	25,320	30,124	34,144	38,390	毛利率	22.6%	35.3%	27.7%	28.8%
少数股东权益	429	775	784	896	净利率	11.1%	26.6%	21.5%	22.1%
负债和股东权益总计	54,818	64,984	70,551	75,320	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	66.78	61.37	65.50	64.55
					存货周转率 (次)	34.33	33.51	36.39	34.74
					偿债能力指标				
					资产负债率	53.0%	52.5%	50.5%	47.8%
					流动比率	1.13	1.69	2.03	2.49
					速动比率	0.98	1.57	1.88	2.34
					费用率指标				
					销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
					管理费用率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
					财务费用率	6.2%	4.6%	4.5%	4.4%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	34.52	9.24	11.09	10.49
					P/B (倍)	2.20	1.44	1.27	1.13
					P/S (倍)	2.98	2.46	2.38	2.32
					净资产收益率	6.4%	15.6%	11.4%	10.8%

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn