

# 中国远洋能源运输的领跑者

## ——招商局能源运输股份有限公司 A 股首次公开发行投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

### 投资要点

■公司为国内最大的远洋油轮运营者，也是唯一一家具备40多年国际运营经验的油轮船东，多元的业务组合和雄厚的实力、百年积淀的丰富经验、品牌力量和高超的管理水平提高了企业良好经营的持续性，公司有望成为招商旗下又一只成长型蓝筹股

■作为规模巨大的新兴市场国家，中国经济的高速增长客观上对能源具有极大需求，从而带动了远洋能源运输的增长，公司从事的油轮运输业务与散货船运输业务以及未来将参与的液化天然气专用船运输业务具有良好的发展前景，尤其液化天然气(LNG)运输市场将高速增长

■干散货市场从06年下半年开始强劲复苏，在新兴市场国家大宗商品需求之下，未来干散货市场运力将偏紧；而油轮市场也将进入多年景气周期，预计油轮运价高位震荡后，08年后随着大量油轮拆解将进入一个运价上升周期，因中国运政策也将给公司带来新的发展契机。

■油轮运输是公司的核心业务，公司长期为世界级石油公司BP、SHELL、EXXON-MOBIL、GS CALTEX 服务，而且背靠招商局、中石化集团、中化集团以及中国海洋石油总公司等国内主要石油进口企业已经直接或间接在公司参股，与公司建立了长久的战略合作关系。多个能源巨头的加入使公司的油轮运输经营更加稳固，长期持续发展。

■招商局能源运输下属的中国液化天然气运输(控股)有限公司(简称“CLNG”)是目前国内唯一一家专业经营LNG运输业务的公司，将受益于中国LNG运输市场每年35%的高速增长，确定运量和回报率的经营模式将使此业务成为公司未来主要的发展方向和最具有潜力的新利润增长点。

■预计公司未来五年业绩复合增长率将达到17%，按07年12倍的PE估值，公司的合理价位4.13~5.35元/股，中位价格为5.06元/股，公司具有良好的投资价值

该五艘船将分别于2007—2009年投入使用，预计募集资金投资额6.51亿元。

由于LNG运输的运营模式为固定运量、接收站承担运营成本，保证回报率，从而有效保证了公司运营该业务的利润。目前公司已经获得广东和福建接收站的运输权，签订了25年的长期租船合同，以上项目均保证内回报率12%，从而保障了稳定的利润率。公司还会积极争取国内沿海其他进口液化天然气运输项目。目前公司参与的上海、浙江进口液化天然气项目的造船招标工作近期已经基本完成，只待国家有关部门的正式审批。从目前的募集资金投向来看，项目均具有良好的盈利模式和实现的条件，将成长为公司新的利润增长点。

### 四、盈利预测：从中期来看将迎来高速增长

#### 1、预测假设：

(1) 根据公司募集资金投向，我们估计公司油轮运力2007~2009年分别达338,435和531万吨，干散货运力保持70万吨不变；

(2) 在本预测中，我们保守假设未来公司毛利率保持在51.5%左右的水平，预计海运运输行业的回暖要晚于预计乐观；

(3) 我们假设公司07-09年分别交天然气运输船1艘、2艘和2艘，由于该项业务具有稳定的回报率，因此，我们可以推出07-09年该项业务对公司利润的贡献分别为：1500万元、6200万元和10400万元；

(4) 我们假设此次发行12亿股，发行后的总股本为343339.77万股；

则公司的盈利状况如下：(单位：万元，除EPS为元股之外)

	2006	2007	2008	2009	2010
主营业务利润	249072.01	264480.57	308268.93	369572.62	425621.72
主营业务税金	119204.95	136114.3	159023.1	188755.39	215939.71
净利润	92142.05	116742	137758.49	166268.21	191770.56
CLNG对公司净利润的贡献	0	1500	6200	10400	12400
公司加总净利润	92142.05	118222	143958.49	176668.21	204170.56
预计发行后EPS	0.27	0.344	0.42	0.51	0.594

在福建的第二个接收站也将于2007年投入使用，另外政府还批准了沿海的11个接收站，预计2015年进口量将达到600亿立方米，则未来10年的复合增长率将达到35%。

招商局能源运输下属的CLNG公司是目前国内唯一一家专业经营LNG运输业务的公司，将受益于中国LNG运输市场每年35%的高速增长。

### 二、核心竞争力突出，具有持续稳定的赢利模式

1、多元化的业务组合和雄厚的实力稳定了公司的经营业绩

公司是目前中国最大的远洋油轮运营者，也是唯一一家具备40多年国际运营经验的油轮船东。公司的油轮包括油轮运输、散货船运输和液化天然气船运输，涵盖了能源运输的主要货种。公司的远洋油轮业务主要将原油从中东和西非等产地运送到中国、日本、韩国和美国等国家和地区，远洋干散货运输则主要运送铁矿石、煤和粮食到东南亚、中国、日韩、北美等地。2005年油轮运输及散货运输占主营业务收入的分别为66%和34%。未来高速成长的液化天然气运输将成为公司又一新的利润增长点。这三类业务构成了多元化的业务组合，有利于公司的经营稳定。

公司目前主要收入来源于船舶租金收入，船队拥有14艘油轮(共256万载重吨)和14艘干散货船舶(共70万载重吨)。公司的油轮船队是目前国内运力规模最大的远洋油轮船队、油轮船队结构多元化、散货船舶船龄年轻、船型整齐。

2、百年积淀的丰富经验、品牌力量和高超的管理水平提高了企业良好经营的持续性

招商局能源运输是招商局集团下属的专营远洋油品和干散货运输的公司，招商局集团庞大的产业王国和绝对的品牌力量影响深远，成长出了招商地产、招商银行等一批绩优蓝筹企业。

招商局集团自洋务运动的1872年始，运作远洋船舶已经130多年(招商局从伊敦号开始了远洋运输)。20世纪80年代末，招商局集团收购了世界船王董浩云家族的油轮资产，是国内首次涉足远洋大型油轮运输的国有企业。十几年来，招商局集团移植了其专业油轮管理公司的全部资源，成为将超级油轮引入亚太地区的先驱，与国际大型石油公司和产油大国建立了良好的关系。

持有上述股票账户卡的自然人、法人及其他机构(中华人民共和国法律、法规及发行人须遵守的其他监管要求所禁止者除外)。

#### (四)申购价格

本次发行的发行价格区间为3.30元股—3.71元股(含上限和下限)。网上资金申购投资者须按照本次发行价格区间上限(3.71元股)进行申购。

此价格区间对应的市盈率区间为：5.51倍—6.19倍(每股收益按照经会计师事务所遵照中国会计准则审计的扣除非经常性损益前后孰低的2005年净利润除以本次发行前的总股数计算)。

8.47倍—9.52倍(每股收益按照经会计师事务所遵照中国会计准则审计的扣除非经常性损益前后孰低的2005年净利润除以本次发行前的总股数计算)。

#### (五)申购时间

2006年11月20日(T日)，在上交所正常交易时间内(上午9:30至11:30，下午13:00至15:00)进行。如遇重大突发事件或不可抗力因素影响本次发行，则按申购当日通知办理。

#### (六)申购简称和代码

申购简称为“招商申购”；申购代码为“780872”。

#### (七)发行地点

全国与上交所交易系统联网的各证券交易网站。

#### (八)网上网下回拨机制

本次发行网下配售及网上发行结束后，发行人和保荐人(主承销商)将根据总体申购情况决定是否启动回拨机制，对网下配售和网上发行的规模进行调节。具体回拨情况将于2006年11月22日(T+2)确定，并于2006年11月23日(T+3)刊登的《招商局能源运输股份有限公司首次公开发行股票A股定价、网下发行结果及网上中签率公告》(下称“定价、网下发行结果及网上中签率公告”)中披露。

有关回拨机制的具体安排如下：

1、在网下配售足额认购的情况下，若网上发行初步中签率低于3%且低于网下配售比例，在不出现网上发行最终中签率高于网下最终配售比例的前提下，从网下配售向网上发行回拨不超过A股初始发行规模5%的股票(不超过6000万股)。

2、在网上发行足额认购的情况下，若网下初步配售比例低于网上发行初步中签率，则从网上发行向网下配售回拨，直至网下最终配售比例不低于网上发行最终中签率。

3、在出现网上或者网上认购不足的情况下，发行人和保荐人(主承销商)可以根据实际认购情况启动双向回拨机制，调整网下配售和网上发行部分的规模。

#### (十)锁定期安排

网上发行投资者获配股票无锁定期，自本次网上发行的股票在上交所上市交易之日起即可流通。战略投资者获配股票的锁定期为12个月，网下配售对象获配股票的锁定期为3个月，锁定期自本次网上发行的股票在上交所上市交易之日起开始计算。

#### (十一)本次发行的重要日期：

交易日	日期	发行安排
T-6	11月10日	刊登《招股意向书摘要》和《发行安排及初步询价公告》，初步询价起始日
T-4	11月14日	初步询价截止日
T-3	11月15日	刊登《网上路演公告》
T-2	11月16日	刊登《初步询价结果及发行价格区间公告》和《网下发行公告》，网下配售起始日，网上路演
T-1	11月17日	刊登《网上资金申购发行公告》
T	11月20日	网上资金申购日，网下申购缴款截止日
T+2	11月22日	确定是否启动网下网上回拨机制，确定回拨后(如有)的网上/网下发行数量
T+3	11月23日	刊登《定价、网下发行结果及网上中签率公告》，网下申购资金退款
T+4	11月24日	刊登《网上资金申购摇号中签结果公告》，网上申购资金解冻

注：如遇重大突发事件影响本次发行，保荐人(主承销商)将及时

#### 公告、修改本次发行日程。

本次网上资金申购发行依上市所《沪市股票上网发行资金申购实施办法》、《关于沪市股票上网发行资金申购的补充通知》及《关于实施上网发行资金申购有关问题的通知》实施。

(十二)承销方式：承销团余额包销。

(十三)上市地点：上海证券交易所。

(十四)预计上市日期：2006年12月1日。

#### 二、本次网上发行方式

本次网上发行通过上交所交易系统进行，网上发行规模为5.55亿股。保荐人(主承销商)在指定时间内(2006年11月20日上午9:30至11:30，下午13:00至15:00)将“招商局能源运输股份有限公司”股票输入在上交所指定的专用证券账户，作为该股票唯一“卖方”。

各地投资者可在指定的时间内通过与上交所联网的各证券交易网站，以发行价格区间上限和符合本公告规定的有效申购数量进行申购委托，并足额缴付申购款。申购结束后，由保荐人(主承销商)会同登记公司共同核实申购资金的到账情况，上交所和登记公司根据实际到账资金统计有效申购数量和有效申购户数。

网上投资者获配股票数量的确定方法为：

1.如网上有效申购数量小于或等于本次最终网上配售数量，则不需进行摇号抽签，所有配号都是中签号码，投资者按其有效申购量认购股票；

2.如网上有效申购数量大于本次最终网上配售数量，则由上交所交易系统主机按每一1,000股确定为一个申购号，顺序排号，然后通过摇号抽签，确定有效申购中签号码，每一中签号码认购1,000股。

最终中签率=最终网上配售数量×100%/网上有效申购总量。

(一)本次网上发行，参加申购的单一证券账户的委托申购数量不得少于1,000股，超过1,000股的必须是1,000股的整数倍。

(二)单一证券账户申购上限为9999.9万股。

(三)除法规规定的机构证券账户外，每一个证券账户只能申购一次，一经申购不能撤单，资金不实的申购视为无效申购，重复申购除第一次申购为有效申购外，其余申购由上交所交易系统自动剔除。法规规定的机构证券账户每户的累计申购股数不能超过5.55亿股。投资者必须遵守相关法律法规及中国证监会的有关规定，并自行承担相应的法律责任。

#### 四、网上申购程序

(一)办理开户登记  
参加本次“招商局能源运输股份有限公司”股票网上发行的投资者须持有上交所的股票账户卡。尚未办理开户登记手续的投资者，必须在网上发行日(2006年11月20日)前办妥证券账户开户手续。

(二)存入足额申购资金  
参与本次“招商局能源运输股份有限公司”股票网上发行的投资者，应在网上发行日2006年11月20日前在上交所联网的证券交易网站开立资金账户，并根据自己的申购量存入足额的申购资金。

#### (三)申购手续

申购手续与在二级市场买入上交所上市股票的方式相同，即：

1.投资者当面委托时，填写好申购委托单的各项内容，持本人身份证、股票账户卡和资金账户卡(确认资金存款额必须大于或等于申购所需的款项)到申购者开户的与上交所联网的各证券交易网站办理委托手续。柜台经办人员查验投资者交付的各项证件，复核无误后即可接受委托。

2.投资者通过电话委托或其他自动委托方式时，应按各证券交易网站要求办理委托手续。

3.投资者的申购委托一经接受，不得撤单。

#### 五、配号与抽签

### 五、价值评估及投资建议：

#### 1、自由现金流折现(单位：万元)

	2006	2007	2008	2009	2010
预计经营现金流	134659.1	167039.05	192529.8	234695.49	273931.84
资本支出	100341	122660	184856	167690	0
自由现金流	34318.1	44379.05	7673.8	67005.49	273931.84

同时我们假设此次募集资金投向14艘油轮后，没有新的资本支出，因此2010年之后的资本支出都假设为0，同时保持经营现金流和公司的自由现金流不变，如上表。

资金成本的相关假设：

公司招股书显示2006年中期公司总资产为79.47亿元，净资产为42.6亿元，此次预计募集资金为54亿元，因此发行后公司的资产负债率为20%左右；

取十年期国债利率为无风险回报率，3.2%；

$\beta=0.9$ ；

市场风险溢价9.2%；

则公司权益资金成本为11.48%；

公司长期负债利率为6.25%；

则公司加权资金成本为10.4%

同时假设公司2010年后的永续增长率为0；

由此自由现金流的折现总和为1843067.1万元，根据招股书可知，公司账面现金为65853.63万元，未来可预知的长期有息负债为172808.04万元，因此公司总价值为1736112.69万元，按发行之后的股本343339.77万股，可知公司的合理价位为5.06元股。(注：公司少数股东权益极少，在此忽略不计)

#### 2、相对估值法(单位：元/股)

	EPS06	EPS07	PE06	PE07	PB06
中海发展	0.8	0.95	11	9.2	2.35
中远航运	0.86	0.93	9.9	9	2.18
南京水运	0.42	0.48	11.2	9.8	1.56
中海海盛	0.51	0.55	12	10.6	1.55
均值			11	9.6	1.91
招商局能源运输	0.27	0.344			

预计公司发行后的每股净资产将达2.8元，按同行业公司的均值计算公司的合理价格为5.35元股；同时按PE计算：根据同行业公司未来的复合增长率为10%，同时PE也为10倍，因此该行业的PEG为1，而我们预计公司未来五年业绩复合增长率将达到17%，所以认为公司未来5年可以按07年12倍的PE估值，即合理价位为4.32元股。

综上所述，公司的合理价位4.13~5.35元股，中位价格为5.06元股，因此发行价低于4.5元时，建议申购。

综合以上分析，我们认为，行业景气增长，突出的核心竞争力及雄厚的实力规模使公司具备了持续稳定的赢利模式。公司完成募集资金投向后，公司将进一步受益于高速增长的中国远洋能源运输市场，凸显长久的投资价值。

# 招商局能源运输股份有限公司首次公开发行A股网上资金申购发行公告

### 重要提示

1.招商局能源运输股份有限公司(下称“发行人”或“招商局”)首次公开发行A股(下称“本次发行”)的申请已获得中国证券监督管理委员会证监发行字[2006]119号文核准。本次发行初始发行规模不超过12亿股。

2.本次发行采用向战略投资者定向配售(下称“战略配售”)，战略配售3.45亿股)，网下询价对象询价配售(下称“网下配售”)，网下配售3.0亿股)与网上资金申购发行(下称“网上发行”)，网上发行5.55亿股)相结合的方式。

3.本次发行价格区间为3.30元股到3.71元股(含上限和下限)，由于网上发行时本次发行价格尚未确定，参与网上资金申购的投资者须按照本次发行价格区间上限(3.71元股)进行申购。如最终确定的发行价格低于价格区间上限，差价部分将于2006年11月24日(T+4日)与未中签的网上申购款同时退还给网上资金申购投资者。

4.本次网上发行，参加申购的单一证券账户的委托申购数量不得少于1,000股，超过1,000股的必须是1,000股的整数倍。单一证券账户申购上限为9999.9万股。除法规规定的机构证券账户外，每一个证券账户只能申购一次，一经申购不能撤单。法规规定的机构证券账户每户的累计申购股数不能超过5.55亿股。

5.本次网上发行日为2006年11月20日(T日)，申购时间为上交所正常交易时间(上午9:30至11:30，下午13:00至15:00)。申购简称为“招商申购”；申购代码为“780872”。

6.本次发行网下配售和网上发行结束后，发行人和保荐人(主承销商)将根据总体申购情况于2006年11月22日(T+2日)决定是否启动回拨机制，对网下配售和网上发行的规模进行调节，具体内容请参见本公告的“本次发行的基本情况”之“网下回拨机制”。

7.本次网上发行不向投资者收取佣金和印花税款。

8.本公告仅适用于本次网上发行，关于战略配售和网下配售的具体规定，敬请参见2006年11月16日刊登在《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上的《招商局能源运输股份有限公司首次公开发行A股网下发行公告》。

9.投资者欲了解本次发行的一般情况，请详细阅读2006年11月10日刊登在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》和《证券日报》上的《招商局能源运输股份有限公司首次公开发行A股发行安排及初步询价公告》和《招商局能源运输股份有限公司首次公开发行股票招股意向书摘要》。本次发行的招股意向书全文及备查文件可在上交所网站(www.sse.com.cn)查询。

### 释义

除非另有说明，下列简称在本公告中具有如下含义：

发行人	指招商局能源运输股份有限公司
证监会	指中国证券监督管理委员会
上交所	指上海证券交易所
登记公司	指中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
保荐人(主承销商)	指中国国际金融有限公司
有效申购	指符合本公告中有关申购规定的申购，包括按照规定的程序，及时足额缴付申购款、申购数量符合要求等的申购
T日/网上发行日	指2006年11月20日，为本次发行参与网上资金申购的投资者通过上交所交易系统以发行价格区间上限申购本次网上发行股票的日期
元	指人民币元

### 一、本次发行的基本情况

(一)股票种类  
本次发行的股票为境内上市人民币普通股(A股)，每股面值1.00元。

(二)发行规模和发行结构  
本次发行的发行规模不超过12亿股。其中，战略配售3.45亿股，约占本次发行数量的28.75%；网下配售3.0亿股，约占本次发行数量的25%(回拨机制启动前)；其余5.55亿股向网上发行，约占本次发行数量的46.25%(回拨机制启动前)。

(三)本次网上发行对象

若网上有效申购总量大于本次最终网上配售数量，则采取摇号抽签确定中签号码的方式进行配售。

#### (一)申购配号确认

2006年11月21日(T+1日)，各证券交易网站将申购资金划入登记公司的结算银行账户。

2006年11月22日(T+2日)，进行核算、验资、配号，登记公司将实际到账的有效申购资金划入新股申购资金专户，保荐人(主承销商)会同登记公司及安永大华会计师事务所对申购资金的到位情况进行核查，并由安永大华会计师事务所出具验资报告。上交所和登记公司依申购资金的实际到账资金(包括按规定提供已划款凭证部分)确认有效申购，按每一1,000股配一个申购号，对所有有效申购按时间顺序连续配号，配号不间断，直到最后一笔申购，并将配号结果传到各证券交易网站。凡资金不实的申购一律视为无效申购，将不予配号。

2006年11月23日(T+3日)，向投资者公布配号结果。申购者应到原委托申购的交易网站处确认申购配号。

#### (二)公布中签率

2006年11月23日(T+3日)，保荐人(主承销商)将在《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上公布网上发行中签率。

#### (三)摇号抽签、公布中签结果

2006年11月23日(T+3日)上午在公证部门的监督下，由保荐人(主承销商)和发行人主持摇号抽签，确认摇号中签结果，并于当日通过卫星网络将中签结果传给各证券交易网站。保荐人(主承销商)2006年11月24日(T+4日)将在《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上公布中签结果。

#### (四)确认认购股数

申购者根据中签号码，确认认购股数，每一中签号码只能认购1,000股。

#### 六、结算与登记

(一)2006年11月21日(T+1日)至2006年11月23日(T+3日)，全部申购资金由登记公司冻结在申购资金专户内，所冻结的资金产生的利息，归证券投资者保护基金所有。有关申购资金冻结等事宜，遵从上交所、登记公司有关规定。

(二)2006年11月23日(T+3日)摇号抽签。抽签结束后登记公司根据中签结果进行认购股数的确定和股东登记，并将有效认购结果发至各证券交易网站。

(三)2006年11月24日(T+4日)，由登记公司对未中签的申购款予以解冻，并向各证券交易网站退还未中签部分的申购余款，再由各证券交易网站退还投资者；如果最终确定的发行价格低于发行价格区间上限3.71元股(投资者网上申购价格)，则由登记公司将中签申购款的差价部分与未中签的网上申购款同时通过各证券交易网站向投资者退还；同时登记公司将中签认购款项划至保荐人(主承销商)指定的资金交收账户。

(四)本次网上发行的新股登记工作由登记公司完成，登记公司向发行人提供股东名册。

#### 七、申购费用

本次网上发行不向投资者收取佣金和印花税款。

#### 八、网上路演

发行人和保荐人(主承销商)已于2006年11月16日9:00-13:00就本次发行在全景网(http://www.p5w.net)进行网上路演。

#### 九、保荐人(主承销商)联系人

保荐人(主承销商)	联系人
中国国际金融有限公司	销售交易部

本次发行的咨询电话为010-6505-8106。

发行人：招商局能源运输股份有限公司  
保荐人(主承销商)：中国国际金融有限公司  
2006年11月17日