证券研究报告

交通运输

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

增持 （维持）

招商轮船 （601872.SH）

Q1 经营呈现韧性，综合航运服务商平稳发展

2023 年 5 月 3 日

投资要点

- **招商轮船 2023 年 Q1 业绩放缓。**招商轮船发布 2023 年第一季度报，公司实现营业收入为 58.83 亿元，同比下降 3.49%；实现归属于上市公司股东净利润为 11.22 亿元，同比下降 14.07%；基本每股收益 0.14 元。分业务来看，干散货和集装箱市场 Q1 营业收入分别为 16.16/11.53 亿元，同比下降 42.34/15.94%，油轮运输 Q1 营业收入为 24.23 亿元，同比增长 119.48%。
- **干散货和集运市场低迷，拖累公司一季度业绩，预期逐渐回归正常。**年初 BDI 指数一度跌至 530 点，且春节后的季节性反弹时间上明显滞后，但力度上超预期强劲。在南美粮季、中国大宗进口需求复苏和 FFA 运费期货等带动下，BDI 指数一路上冲至 1600 点附近后才回落震荡整理，各主要船型典型航线平均 TCE 均回到了公司自有散货船队各船型的平均保本点之上。集装箱航运市场延续去年四季度以来的低迷，运价总体持续下跌，CCFI、SCFI 等指数回到数年前的低位，但三月份开始市场运价和货量均出现一些回升势头，市场经历过度繁荣和暴跌后或正在回归正常。
- **油运市场淡季不淡，有望引领公司 Q2 业绩。**3 月份 VLCC 油轮中东中国 TD3C 航线上升到 WS100（2023 年基准费率，约相当于 2022 年的 WS123.8）才开始回调，波交所 TCE 评估值一度达到 10 万美元/天，达到去年旺季最高峰的水平，而且高峰期市场成交更多。油轮长期期租市场运费率也大幅上扬、成交增加。公司在 3 月中下旬市场相对高位果断落实 24 个现货航次定载，其中预计平均日 TCE 达到 9.1 万美元以上的定载达到 16 个，并落实了部分西部长航次，可望为公司二季度业绩增长奠定坚实基础。
- **投资建议：维持原有盈利预测，**预计公司 2023-2025 年归母净利润为 68.64/96.89/107.03 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 为 0.84/1.19/1.32 元，以公司 2023 年 4 月 28 日收盘价计算，对应 2023-2025 年 PE 为 7.8/5.6/5.0 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1）运输经营风险。2）行业竞争加剧。3）燃油成本扰动利润

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29708	29144	33806	34357
同比增长	21.7%	-1.9%	16.0%	1.6%
归母净利润(百万元)	5086	6864	9689	10703
同比增长	40.9%	35.0%	41.1%	10.5%
毛利率	21.9%	30.3%	36.5%	39.3%
ROE	15.4%	18.4%	20.7%	18.6%
每股收益(元)	0.63	0.84	1.19	1.32
市盈率	10.6	7.8	5.6	5.0

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

市场数据

日期	2023-4-28
收盘价（元）	6.63
总股本（亿股）	81.26
流通股本（亿股）	81.26
净资产（亿元）	343.01
总资产（亿元）	612.5
每股净资产（元）	4.22

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师：

分析师：
王凯
wangkai21@xyzq.com.cn
S0190521090002

张晓云
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn
S0190514070002

肖祎
xiaoyiyjy@xyzq.com.cn
S0190521080006

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	17916	24170	35526	47868
货币资金	11229	17315	28209	40528
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1193	1338	1500	1518
预付款项	229	395	379	354
存货	1424	1321	1381	1335
其他	3842	3801	4057	4133
非流动资产	47554	44917	43145	41126
长期股权投资	4458	3682	3840	3890
固定资产	40371	38460	36487	34452
在建工程	1073	1073	1073	1073
无形资产	475	475	475	475
商誉	42	41	41	40
长期待摊费用	572	572	572	572
其他	562	614	659	624
资产总计	65470	69087	78671	88994
流动负债	8968	8579	8480	8201
短期借款	2024	0	0	0
应付票据及应付账款	2354	2,446	2,488	2,397
其他	4591	6133	5991	5804
非流动负债	23001	22773	22827	22841
长期借款	22230	22230	22230	22230
其他	772	543	597	611
负债合计	31970	31352	31307	31042
股本	8126	8126	8126	8126
资本公积	12249	12249	12249	12249
未分配利润	11607	16928	26616	37320
少数股东权益	453	485	517	544
股东权益合计	33500	37736	47364	57951
负债及权益合计	65470	69087	78671	88994

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	5086	6864	9689	10703
折旧和摊销	2510	2004	2004	2004
资产减值准备	26	-106	-19	32
资产处置损失	-272	-305	-327	-310
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	797	0	0	0
投资损失	-646	0	0	0
少数股东损益	-19	32	32	27
营运资金的变动	-1032	-282	-473	-55
经营活动产生现金流	6995	8670	10847	12347
投资活动产生现金流	-1821	1012	157	281
融资活动产生现金流	-5257	-3596	-110	-309
现金净变动	522	6086	10894	12319
现金的期初余额	10565	11229	17315	28209
现金的期末余额	11086	17315	28209	40528

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29708	29144	33806	34357
营业成本	23195	20308	21480	20846
税金及附加	35	35	41	41
销售费用	90	103	117	117
管理费用	888	953	1079	1094
研发费用	1	0	0	0
财务费用	416	0	0	0
其他收益	47	0	0	0
投资收益	646	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-34	-21	-24	-24
资产减值损失	-26	0	0	0
资产处置收益	272	305	327	310
营业利润	5988	8029	11392	12544
营业外收入	30	19	21	22
营业外支出	84	65	70	71
利润总额	5934	7982	11343	12495
所得税	867	1086	1622	1764
净利润	5067	6896	9721	10731
少数股东损益	-19	32	32	27
归属母公司净利润	5086	6864	9689	10703
EPS(元)	0.63	0.84	1.19	1.32

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.7%	-1.9%	16.0%	1.6%
营业利润增长率	36.4%	34.1%	41.9%	10.1%
归母净利润增长率	40.9%	35.0%	41.1%	10.5%
盈利能力				
毛利率	21.9%	30.3%	36.5%	39.3%
归母净利率	17.1%	23.6%	28.7%	31.2%
ROE	15.4%	18.4%	20.7%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	48.8%	45.4%	39.8%	34.9%
流动比率	2.00	2.82	4.19	5.84
速动比率	1.84	2.66	4.03	5.67
营运能力				
资产周转率	47.3%	43.3%	45.8%	41.0%
应收帐款周转率	2432.9%	2232.9%	2319.6%	2213.0%
存货周转率	1676.1%	1480.0%	1590.3%	1535.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.84	1.19	1.32
每股经营现金	0.86	1.07	1.33	1.52
每股净资产	4.07	4.58	5.77	7.06
估值比率(倍)				
PE	10.6	7.8	5.6	5.0
PB	1.6	1.4	1.2	0.9

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn