

招商轮船 (601872.SH)

浮云难蔽日，雾散终有时

买入 (维持评级)

当前价格: 6.63元

目标价格: 9.71元

投资要点:

► **事件:** 招商轮船发布2023年一季度业绩公告, 一季度公司实现营业收入58.8亿元, 同比-3.5%; 归母净利润11.2亿元, 同比-14.1%, 扣非后归母净利11.0亿元, 同比-14.7%; 单季度EPS为0.14元, 同比-12.5%。

► **油运步入上行周期, 干散集运业务承压。** 2023年一季度公司归母净利润同比下滑显著, 主要系受干散集运业务营收同比分别下滑42.3%、16.9%及利息费用在美联储持续加息下、同比增加158.9%的影响。业务结构看, 油运/散运/集运/滚装/LNG营收占比分别 43.6%/29.1%/20.7%/6.6%/0%, 净利润占比60.3%/7.5%/16.7%/2.9%/12.5%。细分板块看, 油运贡献净利润7.6亿元, 同比增加7.9亿元, 环比减少1.2亿元; 散运贡献净利润1.0亿元, 同比-86.4%, 环比-15.6%; 集运贡献净利润2.1亿元, 同比-61.5%, 环比-13%; 滚装船贡献净利润0.37亿元, 同比+3600%, 环比-24.3%。

► **油运同比大幅扭亏, 运价逐步进入上行周期。** 油运板块23年一季度实现净利润7.6亿元, 同比增加7.9亿元。受22年底及23年初油轮市场低位影响, 公司VLCC船队1-3月实现日均TCE4.8万美元, 虽低于22年第四季度旺季水平, 但仍小幅跑赢行业; 船队一季度的盈利水平主要体现了上年12月-今年2月的定载, 对比该时期VLCC中东-中国航线月度平均TCE分别为4.5/2.2/3.8万美元/天。展望二季度, 公司在3月市场阶段性高点密集成交, 成功落实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, 有望为公司二季度业绩增长奠定坚实基础。

► **OPEC+减产影响逐步减弱, 需求复苏在路上。** OPEC+4月初宣布5月将进一步减产116万桶至年底, 其中俄罗斯及沙特减产最大均为50万桶/日, 但4月以来俄罗斯国内炼厂检修, 原油海运出口仍维持高位在日均330万桶/日左右, 减产后续影响逐步减弱。同时中国疫后需求快速复苏, 一季度民航客运执行航班量已恢复至2019年同期的82.5%。IEA3月预测, 中国航空燃料使用量的提升将拉动全球石油需求, 并进一步增加2023年全球石油需求量200万桶/日。中国五一出行高峰来临叠加后续暑期及欧美夏季出行高峰, 终端需求复苏在即, 供给端持续受限, 传统淡季淡季不淡将为主线。

► **干散季节性低点, 节后反弹超预期。** 一季度公司干散船队实现净利润1亿元, 同比降幅明显, 主要系23年初BDI指数一度跌至530点, 为近5年最低水平, 且春节后的季节性反弹时间上明显滞后。3月在南美粮季、中国大宗进口需求复苏和FFA运费期货等带动下, BDI指数已强势反弹至1500点附近, 公司各主要船型平均TCE均回到保本点之上。随着中国制造业的全面回升, 干散海运市场供需差走扩, 有望带来上行周期。

► **汽滚业绩亮眼, 集运回归中枢显韧性。** 公司新开辟外贸汽车航线效益快速上升, PCTC船队内外贸兼营、江海直达优势凸现, 盈利贡献同比上升36倍, 第二增长曲线潜力值得期待。集运船队市场深度低迷下, 一季度维持盈利, 实现净利润2.1亿元, 公司主营亚洲内航线的策略优异, 核心日本和两岸航线保持较好收益。后续随着公司自有箱船的陆续交付和前期高价租入船的到期还船, 成本端规模经济效益将进一步提升。

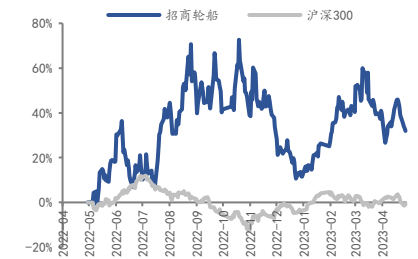
► **盈利预测:** 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润为62.7/77.5/82.8亿元, 折合EPS0.77/0.95/1.02元。截至2023年4月28日公司收盘价为6.63元, 对应23-25年PB分别为1.4/1.2/1.1倍。步入强盈利周期, 我们持续看好公司高利润弹性释放, 按照23年净资产规模给予其2.1倍市净率估值, 对应目标价9.71元, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 全球经济低迷风险、主要产油国减产风险、主要国家地缘政治冲突风险、俄乌冲突迅速缓和风险、环保政策实行力度不及预期风险、中国需求复苏不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	8126/8126
总市值/流通市值 (百万元)	53877/53877
每股净资产 (元)	4.16
资产负债率 (%)	43.99
一年内最高/最低 (元)	8.66/4.97

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号: S0210522050006

邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023B	2024E	2025B
营业收入 (百万元)	24,412	29,708	31,074	33,672	34,941
增长率 (%)	35.1	21.7	4.6	8.4	3.8
净利润 (百万元)	3,609	5,086	6,270	7,745	8,277
增长率 (%)	29.9	40.9	23.3	23.5	6.9
EPS (元/股)	0.44	0.63	0.77	0.95	1.02
市盈率 (P/E)	14.9	10.6	8.6	7.0	6.5
市净率 (P/B)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

《招商轮船 (601872.SH) 2022 年报点评: 超级油轮船队结构优势凸显, 顺周期弹性首选》2023.03.31

《招商轮船 (601872.SH) 深度研究报告: 供需反转在即, 航运龙头踏浪而来》2023.01.04

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,229	7,316	7,578	10,538	营业收入	29,708	31,074	33,672	34,941
应收票据及账款	1,193	1,236	1,339	1,284	营业成本	23,195	22,768	23,637	24,507
预付账款	229	574	596	540	税金及附加	35	36	38	42
存货	1,424	1,597	1,658	1,651	销售费用	90	95	102	106
合同资产	1,844	1,160	1,571	1,624	管理费用	888	1,104	1,111	1,146
其他流动资产	3,842	4,322	4,846	4,666	研发费用	1	1	1	1
流动资产合计	17,916	15,044	16,016	18,679	财务费用	416	416	411	350
长期股权投资	4,458	4,458	4,458	4,458	信用减值损失	-34	0	0	0
固定资产	40,371	39,642	38,550	38,353	资产减值损失	-26	0	0	0
在建工程	1,073	2,231	3,742	2,912	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	475	437	414	401	投资收益	646	678	698	908
商誉	42	42	42	42	其他收益	47	47	47	47
其他非流动资产	1,134	1,475	1,785	2,007	营业利润	5,988	7,380	9,116	9,742
非流动资产合计	47,554	48,286	48,992	48,174	营业外收入	30	0	0	0
资产合计	65,470	63,330	65,008	66,852	营业外支出	84	0	0	0
短期借款	2,024	0	0	0	利润总额	5,934	7,380	9,116	9,742
应付票据及账款	2,354	2,859	2,798	2,919	所得税	867	1,078	1,332	1,423
预收款项	0	0	0	0	净利润	5,067	6,302	7,784	8,319
合同负债	436	456	494	513	少数股东损益	-19	32	39	42
其他应付款	449	560	600	536	归属母公司净利润	5,086	6,270	7,745	8,277
其他流动负债	3,705	987	992	1,010	EPS (摊薄)	0.63	0.77	0.95	1.02
流动负债合计	8,968	4,862	4,884	4,978					
长期借款	22,230	19,712	15,466	11,220	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	772	772	772	772	成长能力				
非流动负债合计	23,001	20,484	16,238	11,992	营业收入增长率	21.7%	4.6%	8.4%	3.8%
负债合计	31,970	25,346	21,122	16,970	EBIT 增长率	31.6%	22.8%	22.2%	5.9%
归属母公司所有者权益	33,047	37,500	43,363	49,317	归母净利润增长率	40.9%	23.3%	23.5%	6.9%
少数股东权益	453	484	523	565	获利能力				
所有者权益合计	33,500	37,984	43,887	49,882	毛利率	21.9%	26.7%	29.8%	29.9%
负债和股东权益	65,470	63,330	65,008	66,852	净利率	17.1%	20.3%	23.1%	23.8%
					ROE	15.2%	16.5%	17.6%	16.6%
					ROIC	13.5%	17.4%	20.4%	20.8%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.8%	40.0%	32.5%	25.4%
经营活动现金流	6,995	7,597	8,878	10,420	流动比率	2.0	3.1	3.3	3.8
现金收益	7,993	8,999	10,502	10,979	速动比率	1.8	2.8	2.9	3.4
存货影响	-80	-173	-61	7	营运能力				
经营性应收影响	335	-388	-125	110	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	-584	616	-21	57	应收账款周转天数	14	14	14	14
其他影响	-669	-1,457	-1,418	-733	存货周转天数	21	24	25	24
投资活动现金流	-1,821	-2,175	-2,077	-541	每股指标 (元)				
资本支出	-5,645	-2,673	-2,703	-1,269	每股收益	0.63	0.77	0.95	1.02
股权投资	-1,384	0	0	0	每股经营现金流	0.86	0.93	1.09	1.28
其他长期资产变化	5,208	498	626	728	每股净资产	4.07	4.61	5.34	6.07
融资活动现金流	-5,257	-9,335	-6,538	-6,919	估值比率				
借款增加	-393	-7,375	-4,246	-4,246	P/E	11	9	7	7
股利及利息支付	-1,694	-3,179	-3,390	-3,296	P/B	2	1	1	1
股东融资	54	0	0	0	EV/EBITDA	19	17	14	14
其他影响	-3,224	1,219	1,098	623					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn