

招商轮船 (601872.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩符合预期，看好干散及油运周期上行

招商轮船发布 2023 年一季度财报，利润符合预期。2023Q1 公司实现营业收入 58.83 亿元，同比减少 3.49%，实现归母净利润 11.22 亿元，同比减少 14.07%，实现扣非归母净利润为 11.02 亿元，同比减少 14.70%。

- 一季度油运景气度上行，干散、集运景气度较弱，公司整体利润同比环比有小幅下滑。Q1 航运各板块均处于传统意义上的淡季。其中原油运输市场淡季不淡，油轮长期期租市场运费率大幅上扬、成交增加；汽车滚装外贸出口持续畅旺。但干散、集运市场与汽车滚装内贸市场低迷，运价总体下跌，加之美元加息导致的财务费用增加至 3.18 亿元，同比增长 158.47%。一季度实现毛利率 26.48%（同比减少 1.95pts），净利润 19.22%（同比减少 10.50pcts）。
- 干散货方面，年初 BDI 指数持续低迷，但在南美粮季、中国大宗进口需求复苏和 FFA 运费期货等带动下，BDI 指数有所回升。得益于准确的市场判断、船队整合后持续提升的经营能力和合理的船位布局，干散货船队一季度总体经营仍保持盈利。23 年 Q1 干散货业务实现收入 16.16 亿元，同比-42.34%，实现利润 0.95 亿元，同比-86.44%。
- 油轮方面，全球能源贸易格局转变，行业的供求关系持续收紧。受益于中国经济复苏对油轮市场需求的带动，VLCC-TD3CQ1 均值达到 4.7 万美元/天，Q1 公司实现收入 24.23 亿元，同比+119.48%。油轮船队盈利贡献为 7.6 亿元。LNG 方面，现有项目经营符合预期，新项目拓展和新造船项目稳步推进。Q1 实现净利润 1.59 亿元，同比增长 8.25%。展望未来，预计明年开始 LNG 进入交付高峰，25-27 年可能会大幅增长。
- 集运方面，因集运周期下行影响，运价总体持续下跌。日本和两岸航线保持较好盈利，澳洲航线出现一定亏损。亚洲区内进出口贸易保持韧性，Q1 实现营业收入 11.53 亿元，同比-15.94%；净利润 2.12 亿元，同比-61.54%。展望未来，RCEP 政策对亚洲区内贸易需求带来一定程度的支撑，集运支线市场保持较强韧性。
- 汽车滚装方面，一季度中国汽车出口保持强劲，外贸市场景气度维持高位。Q1 实现营业收入 3.69 亿元，同比微降 6.18%；净利润 0.37 亿元，同比上升 36 倍。公司积极开辟外贸航线，两艘 3800 车位滚装船内转外稳步推进，并落实了 2+4 艘 9300 车的甲醇双燃料滚装船订单，预计 2025 年下半年陆续交付，外贸滚装业务具备增长潜力。
- 投资建议：伴随中国经济修复，大宗商品进口量增长，中期我们持续看好干散及油运市场边际好转带来的盈利弹性。外贸滚装船业务近期保持强劲，看好未来较大成长空间。公司股权激励目标的上提也充分彰显了发展信心，我们预计 2023-2025 年盈利为 61/88/94 亿元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：地缘政治风险、燃油成本大幅上行、宏观经济下滑。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	24412	29708	30172	34554	36281
同比增长	35%	22%	2%	15%	5%
营业利润(百万元)	4390	5988	7191	10328	11010
同比增长	47%	36%	20%	44%	7%
归母净利润(百万元)	3609	5086	6117	8806	9390
同比增长	30%	41%	20%	44%	7%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.75	1.08	1.16
PE	14.9	10.6	8.8	6.1	5.7
PB	2.0	1.6	1.4	1.2	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

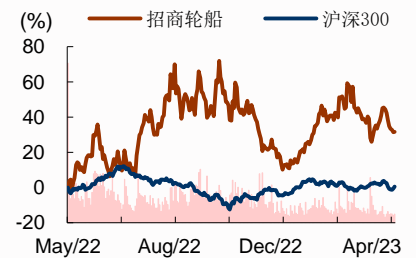
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：6.63 元

基础数据

总股本(万股)	812625
已上市流通股(万股)	812625
总市值(亿元)	539
流通市值(亿元)	539
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	14.5
资产负债率	44.0%
主要股东	招商局轮船有限公司
主要股东持股比例	54.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-11	36
相对表现	-6	-25	33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商轮船(601872)—22 年盈利超 50 亿，看好油散周期共振》2023-03-30
- 2、《招商轮船(601872)—第二期股权激励目标上调，看好油运及干散周期共振》2023-03-10
- 3、《招商轮船(601872)—Q3 业绩符合预期，看好四季度油轮板块向上弹性》2022-10-10

苏宝亮 S1090519010004
 subaoliang@cmschina.com.cn
 肖欣晨 S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
 魏芸 S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

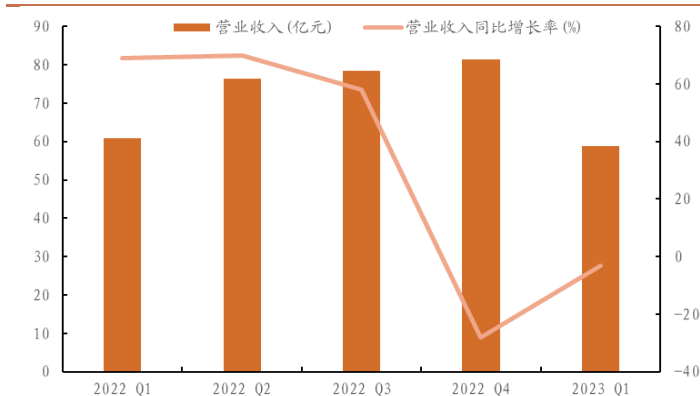
1、事件

招商轮船发布 2023 年一季度财报，利润符合预期。2023Q1 公司实现营业收入 58.83 亿元，同比减少 3.49%，实现归母净利润 11.22 亿元，同比减少 14.07%，实现扣非归母净利润为 11.02 亿元，同比减少 14.70%。

2、点评

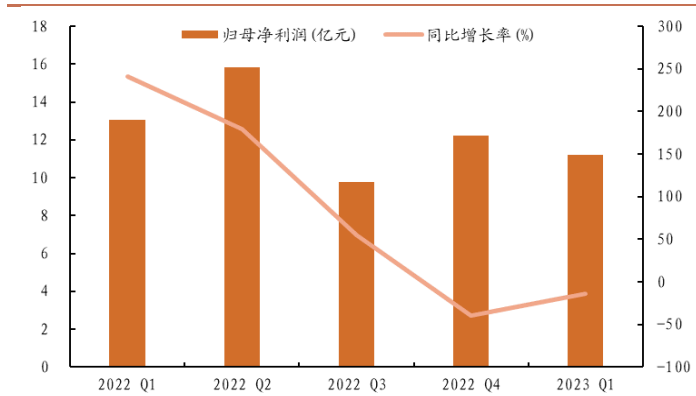
一季度油运景气度上行，干散、集运景气度较弱，公司整体利润同比环比有小幅下滑。Q1 航运各板块均处于传统意义上的淡季。其中原油运输市场淡季不淡，油轮长期期租市场运费率大幅上扬、成交增加；汽车滚装外贸出口持续畅旺。但干散、集运市场与汽车滚装内贸市场低迷，运价总体下跌，加之美元加息导致的财务费用增加至 3.18 亿元，同比增长 158.47%。一季度实现毛利率 26.48%（同比减少 1.95pts），净利润 19.22%（同比减少 10.50pcts）。

图 1：招商轮船季度营收及同比增速



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：招商轮船季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司数据、招商证券

各业务情况分析：

干散货方面，年初 BDI 指数一度跌至 530 点，但在南美粮季、中国大宗进口需求复苏和 FFA 运费期货等带动下，BDI 指数升至 1600 点附近后回落震荡整理。得益于准确的市场判断、船队整合后持续提升的经营能力和合理的船位布局，干散货船队一季度总体经营仍保持盈利。23 年 Q1 干散货业务实现收入 16.16 亿元，同比-42.34%，实现利润 0.95 亿元，同比-86.44%。

油轮方面，全球供应链发生了深刻的变化，贸易格局发生改变、油轮行业出现分层等情况，同时面临碳中和、高船价、高融资成本等压力，降低了全球船队的更新速度、现有船队的周转效率等，行业的供求关系持续收紧。公司受益于中国经济复苏对油轮市场需求的带动，VLCC-TD3CQ1 均值达到 4.7 万美元/天，Q1 实现收入 24.23 亿元，同比+119.48%。油轮船队盈利贡献为 7.6 亿元。

LNG 方面，现有项目经营符合预期，新项目拓展和新造船项目稳步推进。合营的 CLNG 公司报告期增加一艘 8 万立方 LNG 船投入营运。Q1 实现净利润 1.59 亿元，同比增长 8.25%。展望未来，预计明年开始 LNG 进入交付高峰，25-27 年可能会大幅增长。

展望未来，伴随中国经济修复，大宗商品进口及能源进口业务量将持续增长，中长期干散及油轮运力的受限将支撑景气度上行。

集运方面，因集运周期下行影响，运价总体持续下跌，租船等成本大幅上升。公司加强客户开拓和成本控制，核心的日本和两岸航线保持较好盈利，澳洲航线出现一定亏损。Q1 实现营业收入 11.53 亿元，同比-15.94%；净利润 2.12 亿元，同比-61.54%。展望未来，随着自有新造船/箱的陆续交付和前期高价租入船的到期还船，成本上行也有望得到

遏制。

汽车滚装方面，一季度中国汽车出口保持强劲，外贸市场景气度维持高位。公司积极开辟外贸航线，两艘 3800 车位滚装船内转外稳步推进，并落实了 2+4 艘 9300 车的甲醇双燃料滚装船订单，预计 2025 年下半年陆续交付，外贸滚装业务具备增长潜力。Q1 实现营业收入 3.69 亿元，同比微降 6.18%；净利润 0.37 亿元，同比上升 36 倍。

表 1: 招商轮船营收及利润分拆

	2022Q1	2023Q1	同比增速
营业收入: 亿元	60.96	58.83	-3.49%
其中: 油轮运输	11.04	24.23	119.48%
干散货运输	28.02	16.16	-42.34%
滚装运输	3.93	3.69	-6.18%
集装箱运输	13.72	11.53	-15.94%
LNG 运输	0.00	-	-
净利润: 亿元	13.09	11.22	-14.07%
其中: 油轮运输	-0.24	7.64	3,281.83%
干散货运输	7.00	0.95	-86.44%
滚装运输	0.01	0.37	3,600.00%
集装箱运输	5.52	2.12	-61.54%
LNG 运输	1.47	1.59	8.25%

资料来源: 公司公告、招商证券

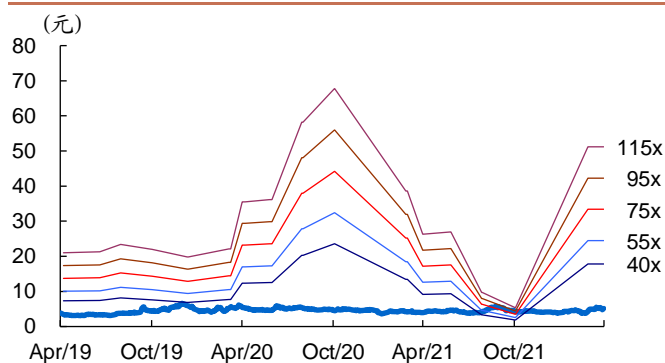
3、投资建议

目前公司“2+N”业务布局进一步清晰。不同细分市场周期波动存在差异，打造综合性航运平台有助于平滑周期波动，提升公司盈利稳定性。伴随中国经济修复，大宗商品进口量增长，中期我们持续看好干散及油运市场边际好转带来的盈利弹性。外贸滚装船业务近期保持强劲，看好未来较大成长空间。公司股权激励目标的上提也充分彰显了发展信心，我们预计 2023-2025 年盈利为 61/88/94 亿元，维持“强烈推荐”评级。

4、风险提示

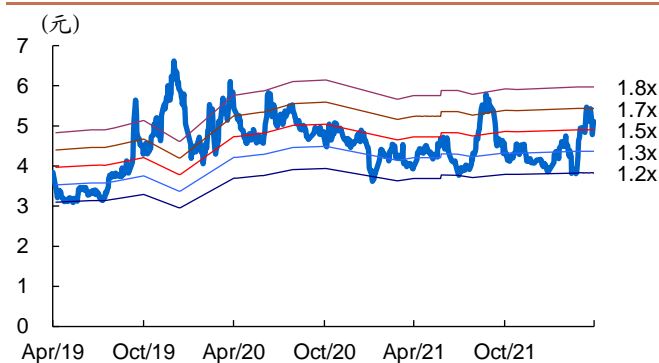
地缘政治风险、燃油成本大幅上行、宏观经济下滑

图 3: 招商轮船历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 招商轮船历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16730	17916	21060	28400	35558
现金	10669	11229	14397	20932	27717
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	11	12	13	14
应收款项	1169	1181	1180	1351	1419
其它应收款	1868	1840	1869	2140	2247
存货	1344	1424	1352	1407	1477
其他	1670	2231	2252	2556	2684
非流动资产	43406	47554	47277	46985	46679
长期股权投资	3075	4458	4458	4458	4458
固定资产	37570	40371	39249	38185	37178
无形资产商誉	478	531	1478	2330	3097
其他	2282	2193	2092	2011	1946
资产总计	60136	65470	68337	75384	82237
流动负债	14500	8968	7286	7394	7533
短期借款	3518	2024	3300	3300	3300
应付账款	2597	2354	2248	2340	2457
预收账款	721	436	416	433	455
其他	7663	4154	1321	1321	1322
长期负债	18752	23001	23001	23001	23001
长期借款	18094	22230	22230	22230	22230
其他	658	772	772	772	772
负债合计	33252	31970	30287	30396	30535
股本	8108	8126	8126	8126	8126
资本公积金	12209	12249	12249	12249	12249
留存收益	6086	12672	17245	24216	30965
少数股东权益	480	453	430	397	362
归属于母公司所有者权益	26403	33047	37620	44591	51339
负债及权益合计	60136	65470	68337	75384	82237

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6509	6995	7958	10233	11116
净利润	3609	5086	6117	8806	9390
折旧摊销	2462	2510	2290	2306	2319
财务费用	602	797	642	815	642
投资收益	(705)	(646)	(965)	(965)	(965)
营运资金变动	503	(735)	(102)	(698)	(236)
其它	37	(17)	(24)	(30)	(34)
投资活动现金流	385	(1821)	(1048)	(1048)	(1048)
资本支出	(2430)	(2696)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	2815	875	952	952	952
筹资活动现金流	(6788)	(5257)	(3743)	(2650)	(3284)
借款变动	(3874)	(4116)	(1557)	0	0
普通股增加	1368	18	0	0	0
资本公积增加	(2950)	39	0	0	0
股利分配	(836)	(892)	(1544)	(1835)	(2642)
其他	(496)	(306)	(642)	(815)	(642)
现金净增加额	106	(83)	3168	6536	6785

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24412	29708	30172	34554	36281
营业成本	19836	23195	22150	23054	24207
营业税金及附加	33	35	36	41	43
营业费用	99	90	92	105	110
管理费用	820	888	1026	1175	1234
研发费用	0	1	1	1	2
财务费用	481	416	642	815	642
资产减值损失	(11)	(60)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	53	47	47	47	47
投资收益	1205	918	918	918	918
营业利润	4390	5988	7191	10328	11010
营业外收入	7	30	30	30	30
营业外支出	54	84	84	84	84
利润总额	4343	5934	7137	10274	10956
所得税	684	867	1043	1501	1601
少数股东损益	50	(19)	(23)	(33)	(35)
归属于母公司净利润	3609	5086	6117	8806	9390

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	35%	22%	2%	15%	5%
营业利润	47%	36%	20%	44%	7%
归母净利润	30%	41%	20%	44%	7%
获利能力					
毛利率	18.7%	21.9%	26.6%	33.3%	33.3%
净利率	14.8%	17.1%	20.3%	25.5%	25.9%
ROE	13.7%	15.4%	16.3%	19.7%	18.3%
ROIC	7.5%	9.0%	10.5%	13.5%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	55.3%	48.8%	44.3%	40.3%	37.1%
净负债比率	45.7%	41.4%	37.4%	33.9%	31.0%
流动比率	1.2	2.0	2.9	3.8	4.7
速动比率	1.1	1.8	2.7	3.7	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
存货周转率	16.3	16.8	16.0	16.7	16.8
应收账款周转率	20.4	25.1	25.3	27.0	25.9
应付账款周转率	9.6	9.4	9.6	10.1	10.1
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.63	0.75	1.08	1.16
每股经营净现金	0.80	0.86	0.98	1.26	1.37
每股净资产	3.26	4.07	4.63	5.49	6.32
每股股利	0.11	0.19	0.23	0.33	0.35
估值比率					
PE	14.9	10.6	8.8	6.1	5.7
PB	2.0	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.8	16.0	13.4	10.1	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。