

研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李然 S0350521100001
 lir03@ghzq.com.cn

利润中心切换季，静待后续弹性释放

——招商轮船（601872）2023年一季度点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现		2023/04/28		
表现	1M	3M	12M	
招商轮船	-4.9%	4.6%	34.0%	
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%	

市场数据		2023/04/28
当前价格(元)		6.63
52周价格区间(元)		4.82-8.76
总市值(百万)		53,877.04
流通市值(百万)		53,877.04
总股本(万股)		812,625.00
流通股本(万股)		812,625.00
日均成交额(百万)		229.53
近一月换手(%)		0.61

相关报告

《——招商轮船（601872）年报点评：弱周期成长逻辑再得验证，多核引领驱动未来（增持）*航运港口*许可，李然》——2023-03-30

《——招商轮船（601872）点评报告：攻守兼备，油运释放利润在即（增持）*航运港口*许可，李然》——2022-10-20

《——招商轮船（601872）点评报告：各业务齐头并进，油运蕴含较大弹性（增持）*航运港口*许可，李然》——2022-09-02

《——招商轮船（601872）点评报告：二季度业绩超预期，看好油运复苏带来的向上弹性（增持）*航运*许可，李然》——2022-07-05

事件：

招商轮船发布2023年度一季报。1Q2023公司实现营业收入58.83亿元，同比-3.49%；实现归母净利润11.22亿元，同比-14.07%；扣非归母净利润11.02亿元，同比-14.70%。

分板块来看，油轮运输净利润7.64亿元，同比大幅扭亏，同比增加7.88亿元；干散货运输净利润0.95亿元，同比减少6.05亿元；集装箱运输净利润2.12亿元，同比减少3.40亿元；滚装船运输净利润0.37亿元，同比增加0.36亿元；LNG运输净利润1.59亿元，同比增加0.12亿元。

投资要点：

■ **利润中心顺利切换，集、散韧性凸显，油运弹性初释放。** 虽然1Q2023业绩同比略减，但本季度作为利润中心切换的一季，营收利润仅小幅下滑，业绩韧性是略超预期的。1)散货：2023年一季度BDI均值仅有1,010.67，其中1、2月份均在1,000点以下运行。如此低迷的市场环境，公司散货业务仍保持盈利，优异的经营能力继续得到验证。2)集装箱：Q1业绩有望打消集运船队亏损疑虑，市场深度低迷之下，日本和两岸航线仍保持较好盈利，随着市场在4月止住下跌势头，后续业绩或有望进一步改善。3)油运：业绩弹性初显，且3月高价航次为后续业绩兑现打下基础。同时，船队期租比例后续有望逐步下降，进一步提高业绩弹性。

■ **油运供给约束渐强，景气稳步上行** 油运业务有望成为公司未来三年业绩弹性的主要来源。1)有效供给不足的基础在，景气上行总会到来。据克拉克森数据库显示，截至2023年4月底VLCC在手订单比例仅有1.65%，且船厂供给受限的情况下，三年内都较难出现产能投放。2)我们认为2023年需求端最大驱动是中国复苏和贸易格局进一步变化。尤其是中国复苏因素，对于VLCC需求改善形成有效支撑。

■ **散货市场同样面临供给收缩，油散共振值得期待。** 虽然散货运输市场在2023年更可能是弱复苏，但2024年及以后进入上行周期的概率越来越大。散货运输供给端同样在持续收缩，据克拉克森数据库显示，截至2023年4月，整体散货船在手订单占比已下滑至6.87%，好望角/巴拿马/大灵便/小灵便船型在手订单占比分别为5.33%、8.24%、7.57%、7.68%，均处下滑态势。同时，老龄化也

《招商轮船（601872）深度报告：双周期向上的综合航运龙头（增持）*航运*李然，许可》——
2022-06-17

困扰着散货船，20/25 岁以上的散货船占比分别达到 13.18%、2.9%。随着低碳环保政策实施和监管环境的进一步收紧，中国经济恢复增长，散货运输的景气反转可期。

- **盈利预测和投资评级** 招商轮船是全球综合航运龙头，初步成长为弱周期成长航运平台。我们认为当下油运行业仍处景气上行周期，预计招商轮船 2023-2025 年营业收入分别为 297.87、313.44 与 340.70 亿元，归母净利润分别为 64.53、73.68 与 84.57 亿元，对应 PE 分别为 8.34、7.30、6.36 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示** 中国经济增长不及预期；海外金融危机风险；油轮订单量超预期增长；汇率波动风险；地缘政治风险；安全事故；散货运输市场复苏不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	29708	29787	31344	34070
增长率（%）	22	0	5	9
归母净利润（百万元）	5086	6453	7368	8457
增长率（%）	41	27	14	15
摊薄每股收益（元）	0.61	0.79	0.91	1.04
ROE（%）	15	16	16	15
P/E	9.16	8.34	7.30	6.36
P/B	1.37	1.36	1.15	0.97
P/S	1.53	1.81	1.72	1.58
EV/EBITDA	7.39	6.44	5.31	4.23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：招商轮船盈利预测表

证券代码:	601872				股价:	6.63	投资评级:	增持		日期:	2023/04/28
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	16%	16%	15%	EPS	0.61	0.79	0.91	1.04		
毛利率	22%	28%	30%	31%	BVPS	4.07	4.86	5.77	6.81		
期间费率	5%	5%	5%	4%	估值						
销售净利率	17%	22%	24%	25%	P/E	9.16	8.34	7.30	6.36		
成长能力					P/B	1.37	1.36	1.15	0.97		
收入增长率	22%	0%	5%	9%	P/S	1.53	1.81	1.72	1.58		
利润增长率	41%	27%	14%	15%							
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
总资产周转率	0.45	0.41	0.39	0.39	营业收入	29708	29787	31344	34070		
应收账款周转率	25.15	21.92	22.70	22.80	营业成本	23195	21495	21898	23485		
存货周转率	20.87	21.31	22.27	22.65	营业税金及附加	35	36	38	41		
偿债能力					销售费用	90	83	88	85		
资产负债率	49%	45%	41%	37%	管理费用	888	894	940	1022		
流动比	2.00	2.40	3.05	3.74	财务费用	416	467	414	310		
速动比	1.61	2.05	2.68	3.34	其他费用/(-收入)	1	1	1	1		
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	5988	7503	8626	9873		
现金及现金等价物	11229	16256	21363	27425	营业外净收支	-54	0	0	0		
应收款项	1193	1371	1393	1508	利润总额	5934	7503	8626	9873		
存货净额	1424	1398	1407	1504	所得税费用	867	1021	1234	1394		
其他流动资产	4071	4428	4476	4866	净利润	5067	6482	7392	8479		
流动资产合计	17916	23453	28639	35302	少数股东损益	-19	29	24	21		
固定资产	40371	41201	42011	42892	归属于母公司净利润	5086	6453	7368	8457		
在建工程	1073	1131	1229	1347	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
无形资产及其他	1651	1631	1569	1433	经营活动现金流	6995	9784	10067	11369		
长期股权投资	4458	5330	6311	7323	净利润	5086	6453	7368	8457		
资产总计	65470	72745	79760	88298	少数股东权益	-19	29	24	21		
短期借款	2024	1877	1704	1457	折旧摊销	2838	2791	2848	3163		
应付款项	2354	2589	2537	2701	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	0	1	0	1	营运资金变动	-851	430	-284	-296		
其他流动负债	4591	5294	5142	5285	投资活动现金流	-1821	-3893	-4073	-4351		
流动负债合计	8968	9761	9384	9443	资本支出	-1689	-3736	-3781	-4110		
长期借款及应付债券	22230	22230	22230	22230	长期投资	-472	-871	-981	-1012		
其他长期负债	772	772	772	772	其他	340	715	690	771		
长期负债合计	23001	23001	23001	23001	筹资活动现金流	-5257	-864	-887	-956		
负债合计	31970	32762	32385	32444	债务融资	-2516	-147	-173	-247		
股本	8126	8126	8126	8126	权益融资	54	0	0	0		
股东权益	33500	39982	47375	55853	其它	-2795	-717	-714	-710		
负债和股东权益总计	65470	72745	79760	88298	现金净增加额	522	5027	5107	6061		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持深度价值，主攻机场航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李然，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。