

招商轮船（601872）2019年三季度报点评

## 油运景气度提升推动业绩大幅增长，看好行业周期向上，维持“推荐”评级

### 事项:

❖ 招商轮船发布三季报业绩：公司 1-9 月实现营业收入 98.07 亿元，同比增长 33.99%，实现归母净利润为 7.23 亿元，同比增长 64.25%，扣非归母净利润为 6.82 亿元，同比增长 197.05%。

第三季度，公司实现营业收入 34.31 亿元，同比增长 27.88%，实现归母净利润为 2.49 亿元，同比增长 79.13%，扣非归母净利润为 2.41 亿元，同比增长 94.35%，Q1、Q2 归属净利分别为 2.7 及 1.72 亿元。

### 评论:

受益油运市场景气度提升，油轮板块利润同比扭亏为盈。受益于市场供求关系改善及即期市场短期波动，VLCC 油轮市场平均运费率同比明显上升，前三季度 VLCC 平均 TCE 为 2.13 万美元/天，同比上涨 192%，其中 Q3 行业运价均值为 2.6 万美元/天，同比上涨 165%。公司油运板块前三季度实现收入 44.49 亿元，同比上涨 45.06%，占公司营业收入比重为 45.4%，归母净利润为 3.37 亿元，同比实现扭亏为盈（去年同期为亏损 2.8 亿），归母净利润占公司比重为 46.6%。报告期公司接收 1 艘 VLCC 船，目前合计运营 VLCC 船队 52 艘，在手订单 1 艘。

❖ 前三季度干散货指数下跌，散货板块利润同比下降。2019 年 1-9 月 BDI 均值为 1285 点，同比下降 5%，其中 Q1/Q2/Q3 季度分别为 798/995/2030 点，第三季度主要受到好望角型和巴拿马型船市场大幅回升带动，升幅明显。前三季度散运船队实现营业收入 38.09 亿元，同比增长 22.2%，归母净利润为 3.84 亿元，同比下降 25.34%，占公司利润比重为 53.1%。Q3 单季度散货贡献业绩 2.26 亿元，环比大幅改善。

❖ LNG 船舶交付投资收益大幅增长，增厚公司业绩。公司 1-9 月投资收益科目合计为 2.55 亿元，同比增长 63.5%，主要是对联营企业和合营企业的投资收益，占公司营业利润比重为 33.03%。公司与中远海能合资的 LNG 运输公司 CLNG 报告期内接收 6 艘 LNG 船队，项目制运行接收之后立马就能贡献收益。

❖ 投资建议：基于行业复苏周期，在 2019/2020/2021 年行业运价均值为 3.2/5/5 万美金/天的假设下，我们预计公司 2019-21 年实现归属净利分别为 16.7、37.1 及 41.3 亿元（原预测 14.9/24.4/28.1 亿元），对应 PE 为 20、9、及 8 倍。维持油运行业复苏判断，展望 2020 年行业需求持续受益美国原油出口拉动，供给端在手订单运力处于历史底部，参考上一轮油运上行周期估值中枢 2 倍 PB，给予目标价 6.6 元，维持“推荐”评级。

❖ 风险提示：原油运输需求下滑，行业运价大幅下降。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	10,931	14,075	17,855	19,576
同比增速(%)	79.3%	28.8%	26.9%	9.6%
归母净利润(百万)	1,167	1,673	3,705	4,127
同比增速(%)	89.9%	43.3%	121.5%	11.4%
每股盈利(元)	0.19	0.28	0.61	0.68
市盈率(倍)	29	20	9	8
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 30 日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：6.6 元

当前价：5.36 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

#### 证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

#### 证券分析师：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

执业编号：S0360519100002

#### 证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

### 公司基本数据

总股本(万股)	606,661
已上市流通股(万股)	529,946
总市值(亿元)	325.17
流通市值(亿元)	284.05
资产负债率(%)	60.0
每股净资产(元)	3.5
12个月内最高/最低价	7.46/3.55

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《招商轮船（601872）2018 年报点评：18Q4 油运旺季推动全年业绩快速增长，看好 19 年下半年行业进攻属性》

2019-04-11

《招商轮船（601872）2019 年一季报点评：运价弹性释放，扣非净利同比 4 倍增长，看好 19 年下半年油运进攻属性》

2019-04-30

《招商轮船（601872）2019 年中报点评：业绩同比增 50%，料油运旺季可期，持续推荐》

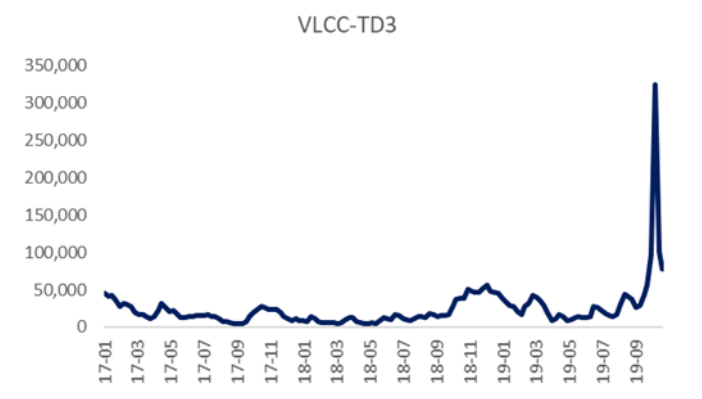
2019-08-28

图表 1 VLCC 周度运价



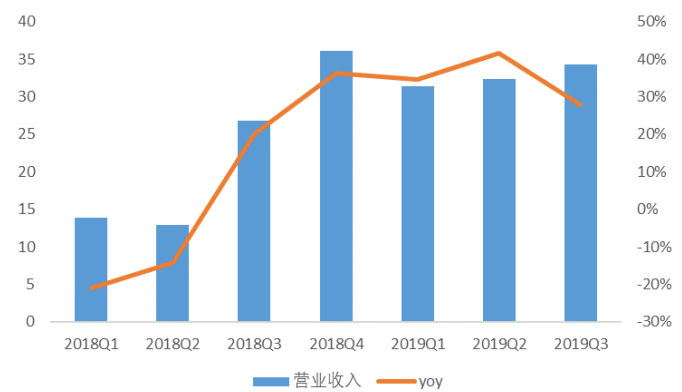
资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 2 VLCC-TD3 航线运价



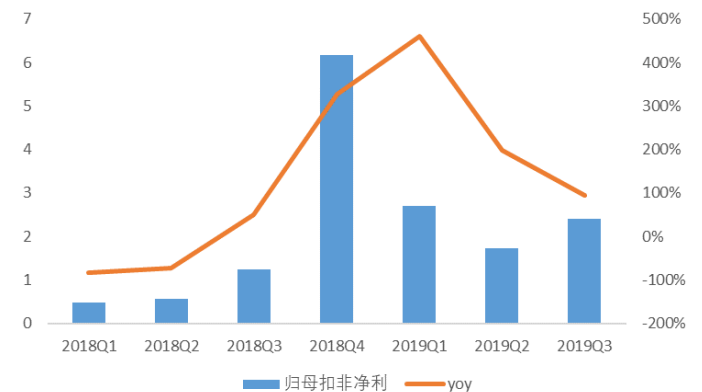
资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 3 季度营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4 季度归母扣非净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,083	6,131	10,417	15,634
应收票据	34	44	55	61
应收账款	2,047	2,627	3,333	3,654
预付账款	451	551	611	673
存货	1,018	1,245	1,381	1,521
其他流动资产	1,327	1,721	2,225	2,503
流动资产合计	8,960	12,319	18,022	24,046
其他长期投资	42	42	42	42
长期股权投资	1,936	1,936	1,936	1,936
固定资产	36,411	35,024	33,702	32,443
在建工程	1,719	1,769	1,819	1,869
无形资产	467	421	379	341
其他非流动资产	421	350	294	249
非流动资产合计	40,996	39,542	38,172	36,880
<b>资产合计</b>	<b>49,956</b>	<b>51,861</b>	<b>56,194</b>	<b>60,926</b>
短期借款	6,514	6,514	6,514	6,514
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,345	1,644	1,825	2,010
预收款项	241	310	393	431
其他应付款	2,968	2,968	2,968	2,968
一年内到期的非流动负债	4,835	4,835	4,835	4,835
其他流动负债	297	415	622	754
流动负债合计	16,200	16,686	17,157	17,512
长期借款	#####	12,834.00	12,834.00	12,834.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	595	63	63	63
非流动负债合计	13,429	12,897	12,897	12,897
<b>负债合计</b>	<b>29,629</b>	<b>29,583</b>	<b>30,054</b>	<b>30,409</b>
归属母公司所有者权益	20,262	22,125	25,708	29,775
少数股东权益	65	153	432	742
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,327</b>	<b>22,278</b>	<b>26,140</b>	<b>30,517</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>49,956</b>	<b>51,861</b>	<b>56,194</b>	<b>60,926</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,978</b>	<b>3,460</b>	<b>5,374</b>	<b>6,284</b>
现金收益	3,405	4,615	6,744	7,099
存货影响	-595	-226	-137	-140
经营性应收影响	-1,434	-690	-778	-389
经营性应付影响	3,967	368	264	223
其他影响	-2,364	-607	-719	-509
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,197</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>
资本支出	-11,848	-461	-447	-435
股权投资	103	0	0	0
其他长期资产变化	5,548	71	57	45
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,540</b>	<b>-1,022</b>	<b>-698</b>	<b>-677</b>
借款增加	6,442	0	0	0
股利及利息支付	-904	-1,158	-403	-449
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2,998	136	-295	-228

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10,931</b>	<b>14,075</b>	<b>17,855</b>	<b>19,576</b>
营业成本	8,994	10,994	12,202	13,439
税金及附加	17	22	36	39
销售费用	42	35	54	39
管理费用	387	422	625	685
财务费用	638	1,010	1,000	979
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	214	257	282	311
其他收益	32	32	32	32
<b>营业利润</b>	<b>1,082</b>	<b>1,878</b>	<b>4,250</b>	<b>4,735</b>
营业外收入	92	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,163</b>	<b>1,878</b>	<b>4,250</b>	<b>4,735</b>
所得税	73	117	266	297
<b>净利润</b>	<b>1,090</b>	<b>1,761</b>	<b>3,984</b>	<b>4,438</b>
少数股东损益	-77	88	279	311
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,167</b>	<b>1,673</b>	<b>3,705</b>	<b>4,127</b>
NOPLAT	1,688	2,707	4,921	5,355
EPS(摊薄) (元)	0.19	0.28	0.61	0.68

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	79.3%	28.8%	26.9%	9.6%
EBIT 增长率	51.1%	60.4%	81.8%	8.8%
归母净利润增长率	89.9%	43.3%	121.5%	11.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.7%	21.9%	31.7%	31.4%
净利率	10.0%	12.5%	22.3%	22.7%
ROE	5.7%	7.5%	14.2%	13.5%
ROIC	3.7%	6.0%	10.1%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.3%	57.0%	53.5%	49.9%
债务权益比	121.9%	108.8%	92.8%	79.5%
流动比率	55.3%	73.8%	105.0%	137.3%
速动比率	49.0%	66.4%	97.0%	128.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	49	60	60	64
应付账款周转天数	37	49	51	51
存货周转天数	29	37	39	39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.28	0.61	0.68
每股经营现金流	0.49	0.57	0.89	1.04
每股净资产	3.34	3.65	4.24	4.91
<b>估值比率</b>				
P/E	29	20	9	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	25	18	12	12

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 分析师：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500