

**601872.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.55

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.5	(12.9)	12.0	32.1
相对上证综指	6.3	(12.6)	7.1	31.2

发行股数(百万)	8,126.25
流通股(百万)	8,126.25
总市值(人民币 百万)	53,226.94
3个月日均交易额(人民币 百万)	443.61
主要股东	
招商局轮船有限公司	54.14

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 4 月 6 日收市价为标准

**相关研究报告**

《招商轮船》20221207  
《招商轮船》20221103

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 航运港口

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

## 招商轮船

### 经营效益再创新高, 油运业务未来有望贡献弹性

公司披露 2022 年业绩, 营业收入实现 297.08 亿元, 同比增长 21.69%; 归母净利润实现 50.86 亿元, 同比增长 40.92%, 符合我们预期。单 Q4 来看, 公司营业收入实现 81.29 亿元, 同比增长 4.46%; 归母净利润实现 12.20 亿元, 同比减少 4.82%。分业务看, 油运业务 8.82 亿元净利润, 同比去年扭亏为盈, 散运/集运/滚装业务净利润分别实现 21.63/20.89/0.87 亿元, 同比-12.00%/+50.29%/+42.62%。今年公司油运业务有望明显贡献业绩弹性, 维持公司增持评级。

#### 支撑评级的要点

- **经营效益再创新高, 弱周期成长性平台属性凸显。**公司 2022 年在计提境外分红所得税、预计负债和信用减值等后, 实现合并口径归母净利润首次站上 50 亿元台阶, 2017-2022 年公司收入和利润逐年拾级而上, 收入和归母净利润五年 CAGR 分别达到 37.3% 和 52.6%, 在周期属性较强的航运业当中表现出较强的稳定性和成长性, 弱周期平台属性再次凸显。公司 2022 年盈利主要来源于集运和散运板块, 二者合计净利润占比超过 80%。
- **油运业务前低后高 22Q3 开始反转, 经营业绩同比大幅扭亏。**2022 上半年, 中国原油进口量萎缩, 东部运力过剩情况加剧, 同时燃油价突破 1000 美元/吨, VLCC TCE 收益极度恶化。22Q3 之后, 随着 VLCC 大西洋摆位增加, 东部船货失衡局面改善, 美湾、巴西等地区原油出口量明显增加带动东部市场波动走强, 公司 VLCC 船队受益于 2022Q3 开始的市场反转, 全年净利润实现 8.82 亿元, 同比大幅扭亏, 公司在 8、9、10、11 月市场逐级上升过程中, 现货经营的 VLCC 平均 TCE 达到 6.88 万美元(月度定载分别为 4.7/6.6/7.5/8.7 万美元), 几乎全面跑赢同业上市公司, 体现了公司作为世界一流油轮船东的经营实力。
- **集散景气度虽然下半年明显承压, 公司两大业务板块仍取得较好业绩。**2022 年国际干散货市场整体表现较 2021 年同期明显下滑, 2022 年 BDI 指数年度均值为 1934 点, 较 2021 年的 2943 点明显回落, 在 BDI 走弱的情况下, 公司各船型均跑赢大市, 全船队实现平均 TCE 水平达到 23674 美元, 相比景气度明显更高的 2021 年增长 6%。集运三季度开始逐渐走弱, CCFI 较年初的 3344 点下降 62% 至年末的 1271 点, 公司在下半年集运明显承压的情况下, 公司集运业务仍然实现超过 20 亿净利的较好业绩。
- **展望后市, 散运已然触底回升, 集运已跌至较低水平逐步企稳, 看好今年油运业务业绩弹性。**2023Q1, BDI 在跌至 530 点的历史低位后开始大幅反弹至 1603 点, 我们认为煤炭、铁矿石等大宗需求有望随着国内经济复苏回升, 散运有望震荡波动向上; SCFI 和 CCFI 当前已跌至 1000 点以下的接近疫情前的水平, 当前在供需两端悲观情绪释放后逐步开始企稳; 油运方面, 今年 3 月淡季, 克拉克森 VLCC 平均收益在接近 10 万美金的位置, 虽然当前运价有所回落, 但整体仍然表现出淡季不淡, 我们认为在后续国内出行恢复叠加经济复苏的情况下, 原油终端需求有望明显增加, 2023 年全年油运运价水平有望维持在较高的位置, 看好今年油运业务为公司带来的业绩弹性。

#### 估值

- 根据公司 2022 年年度报告, 同时看好公司未来油运业务业绩弹性, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 68.91/81.15/85.74 亿元, 同比 +35.5%/17.8%/5.7%, EPS 为 0.85/1.00/1.06 元/股, 对应 PE 分别 7.7/6.6/6.2 倍, 维持公司“增持”评级。

#### 评级面临的主要风险

- 油运需求不及预期、燃油价格大幅上涨、散运和集运需求不及预期。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	24,412	29,708	30,597	33,044	34,597
增长率(%)	35.1	21.7	3.0	8.0	4.7
EBITDA(人民币 百万)	6,562	8,276	10,504	11,587	11,862
归母净利润(人民币 百万)	3,609	5,086	6,891	8,115	8,574
增长率(%)	29.9	40.9	35.5	17.8	5.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.44	0.63	0.85	1.00	1.06
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.77	0.85	-
调整幅度 (%)			11.4	17.6	-
市盈率(倍)	14.7	10.5	7.7	6.6	6.2
市净率(倍)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(倍)	11.0	10.0	8.0	6.6	6.0
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	2.7	3.4	3.9	4.6	4.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,412	29,708	30,597	33,044	34,597
营业收入	24,412	29,708	30,597	33,044	34,597
营业成本	19,836	23,195	22,100	23,227	24,342
营业税金及附加	33	35	35	41	41
销售费用	99	90	93	101	114
管理费用	820	888	971	1,018	1,082
研发费用	0	1	1	1	1
财务费用	481	416	369	234	148
其他收益	53	47	50	49	49
资产减值损失	0	(26)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(11)	(34)	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	500	272	386	329	358
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	705	646	710	781	859
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,390	5,988	8,144	9,552	10,105
营业外收入	7	30	19	24	22
营业外支出	54	84	69	76	73
利润总额	4,343	5,934	8,094	9,500	10,054
所得税	684	867	1,229	1,415	1,512
净利润	3,659	5,067	6,865	8,085	8,542
少数股东损益	50	(19)	(26)	(30)	(32)
归母净利润	3,609	5,086	6,891	8,115	8,574
EBITDA	6,562	8,276	10,504	11,587	11,862
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.44	0.63	0.85	1.00	1.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>16,730</b>	<b>17,916</b>	<b>19,421</b>	<b>26,020</b>	<b>31,889</b>
现金及等价物	10,669	11,229	12,780	18,943	24,168
应收帐款	1,169	1,181	1,521	1,246	1,730
应收票据	9	11	11	12	12
存货	1,344	1,424	1,253	1,539	1,398
预付账款	552	229	736	162	839
合同资产	973	1,844	197	2,172	390
其他流动资产	2,013	1,998	2,923	1,946	3,351
<b>非流动资产</b>	<b>43,406</b>	<b>47,554</b>	<b>46,866</b>	<b>46,356</b>	<b>45,931</b>
长期投资	3,079	4,462	4,462	4,462	4,462
固定资产	37,570	40,371	40,367	40,143	39,696
无形资产	435	475	463	450	438
其他长期资产	2,321	2,245	1,575	1,301	1,335
<b>资产合计</b>	<b>60,136</b>	<b>65,470</b>	<b>66,287</b>	<b>72,376</b>	<b>77,820</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,500</b>	<b>8,968</b>	<b>9,300</b>	<b>9,739</b>	<b>9,258</b>
短期借款	3,518	2,024	2,000	2,000	2,000
应付账款	2,597	2,354	470	2,111	594
其他流动负债	8,385	4,591	6,830	5,628	6,664
<b>非流动负债</b>	<b>18,752</b>	<b>23,001</b>	<b>18,715</b>	<b>18,743</b>	<b>18,729</b>
长期借款	18,094	22,230	18,000	18,000	18,000
其他长期负债	658	772	715	743	729
<b>负债合计</b>	<b>33,252</b>	<b>31,970</b>	<b>28,014</b>	<b>28,482</b>	<b>27,987</b>
股本	8,108	8,126	8,126	8,126	8,126
少数股东权益	480	453	427	397	365
归属母公司股东权益	26,403	33,047	37,846	43,497	49,468
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>60,136</b>	<b>65,470</b>	<b>66,287</b>	<b>72,376</b>	<b>77,820</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,659	5,067	6,865	8,085	8,542
折旧摊销	2,949	2,838	3,137	2,960	2,875
营运资金变动	2,264	(1,629)	(1,116)	761	(1,504)
其它	(2,363)	719	(855)	(813)	(1,101)
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,509</b>	<b>6,995</b>	<b>8,031</b>	<b>10,993</b>	<b>8,812</b>
资本支出	(2,430)	(2,696)	(2,450)	(2,450)	(2,450)
投资变动	(510)	(1,383)	0	0	0
其他	3,325	2,257	1,097	1,111	1,217
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>385</b>	<b>(1,821)</b>	<b>(1,353)</b>	<b>(1,339)</b>	<b>(1,233)</b>
银行借款	(4,318)	2,641	(4,254)	0	0
股权融资	(5,350)	(4,305)	(2,092)	(2,464)	(2,603)
其他	2,880	(3,593)	1,219	(1,028)	249
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,788)</b>	<b>(5,257)</b>	<b>(5,126)</b>	<b>(3,492)</b>	<b>(2,354)</b>
<b>净现金流</b>	<b>106</b>	<b>(83)</b>	<b>1,551</b>	<b>6,162</b>	<b>5,225</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	35.1	21.7	3.0	8.0	4.7
营业利润增长率(%)	47.2	36.4	36.0	17.3	5.8
归属于母公司净利润增长率(%)	29.9	40.9	35.5	17.8	5.7
息税前利润增长(%)	30.7	50.5	35.5	17.1	4.2
息税折旧前利润增长(%)	25.1	26.1	26.9	10.3	2.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	29.9	40.9	35.5	17.8	5.7
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	14.8	18.3	24.1	26.1	26.0
营业利润率(%)	18.0	20.2	26.6	28.9	29.2
毛利率(%)	18.7	21.9	27.8	29.7	29.6
归母净利润率(%)	14.8	17.1	22.5	24.6	24.8
ROE(%)	13.7	15.4	18.2	18.7	17.3
ROIC(%)	4.6	6.5	9.1	11.0	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.6	0.5	0.3	0.1	0.0
流动比率	1.2	2.0	2.1	2.7	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	20.5	25.3	22.6	23.9	23.3
应付账款周转率	11.8	12.0	21.7	25.6	25.6
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	3.4	3.0	3.2	3.1	3.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	2.0	1.4	1.2	0.7	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.9	1.0	1.4	1.1
每股净资产(最新摊薄)	3.2	4.1	4.7	5.4	6.1
每股股息	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	14.7	10.5	7.7	6.6	6.2
P/B(最新摊薄)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.0	10.0	8.0	6.6	6.0
价格/现金流(倍)	8.2	7.6	6.6	4.8	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371