

招商轮船(601872)

报告日期: 2023年03月29日

净利润首次突破 50 亿元，油散双击值得期待

——招商轮船 2022 年年报点评

投资要点

- 招商轮船发布 2022 年年报，业绩符合我们预期：全年实现营业收入 297.08 亿元/+21.7%，实现归母净利润 50.86 亿元/+40.9%；其中，22Q4 实现营业收入 81.29 亿元/+4.5%，实现归母净利润 12.20 亿元/-4.8%。**
- 油运景气周期开启，VLCC 运价拾级而上，提供向上业绩弹性**
 2022 年俄乌冲突导致全球原油贸易重构，俄罗斯原油海运出口东移，欧洲则转由美国和西非、中东国家进口替代，带来运距显著拉长，叠加美国为应对油价上涨和抑制国内通胀，持续释放石油储备，刺激油运需求和运价上涨。
 2022 年全年运价呈现“小船带大船”，VLCC 受益整体景气度好转，运价自下半年起迅速攀升，2022 年 VLCC-TCE 全年均值 3,149 美元/天，其中 TD3C 航线 16,885 美元/天，Q4 传统旺季叠加美国追加释放本年度剩余 2500 万桶 SPR 导致货源增多，而欧洲炼厂罢工潮导致北海空出船位不稳，VLCC-TCE 曾摸高至约 10 万美元/天，随着美国 SPR 释放完毕及 OPEC+新一轮减产政策实施，货盘减少导致运价回调，Q4 录得均值 42,823 美元/天，其中 TD3C 航线 61,364 美元/天。
 - ▶ 公司 VLCC 船队业绩继续大幅跑赢市场指数，公司 8-11 月定载 43 载，平均 TCE 达到 68,800 美元/天（对应市场指数 BDI VLCC-TCE/和 BDI TD3C-TCE 得 8-11 月均值分别为 33,035/52,608 美元/天）。
 - ▶ 公司油运业务全年实现营业收入 70.29 亿元/+83%，实现净利润 8.83 亿元同比扭亏为盈（2021 年为亏损 5.14 亿元），其中 Q4 营业收入 28.18 亿元/+168%，净利润 9.11 亿元（21Q4 为亏损 1.96 亿元）。
- 干散需求见底，供给放缓，静待周期反转**
 干散货市场受国内地产下行及海外通胀压力影响需求疲弱，同时随着堵港问题缓解导致有效运力释放，BDI 在 2022 年下半年显著走弱，最低曾一度跌破 1000 点，全年录得均值 1934 点/同比-34%，其中 Q4 均值 1523 点/同比-57%。
 - ▶ 公司干散业务凭借丰富全球运作经验，充分规避市场下行风险，全散货船队实现平均 TCE 水平达到 23,674 美元/天，相较景气度显著更高的 2021 年提升 6%（2021 年 BDI 均值为 2943 点，2022 年 BDI 均值仅为 1934 点）。
 - ▶ 公司干散业务全年实现营业收入 117.58 亿元/+3%，实现净利润 21.63 亿元/-12%，其中 Q4 营业收入 27.22 亿元/-22%，净利润 1.13 亿元/-88%。
- 集、气运业务提供盈利安全边际，滚装船业务贡献业绩新增量**
 公司集运业务聚焦亚洲区域内航线、核心东北亚航线运价波动较小，全年实现营收 71.16 亿元/+29%，实现净利润 20.89 亿元/+50%。公司 LNG 业务均与特定项目绑定、签署长期租约合同，租金收益在项目开发初期已确认，每年带来稳定盈利，同时公司持续积极跟进各类 LNG 运输新项目机会。公司滚装业务受益中国新能源车出口拉动以及国际汽车产业供应链，公司在 2022 年首次开辟波斯湾、红海和泰国等自营航线，实现了外贸从货代到船舶自营的历史性突破，全年收入达 18.55 亿元/+21%，实现净利润 0.87 亿元/+43%。
- 盈利预测与估值**
 油、散供给确定趋紧，奠定周期向上基础，需求端安全边际足，随着中国疫后经济复苏，有望迎来“油散双击”。公司 3 月公布第二期股票期权激励方案彰显强烈信心，公司 VLCC 运力规模全球第一、干散船队规模世界领先，盈利弹性大，后续将显著受益景气周期。我们预计 2023-2025 年归母净利润 76.15、85.56、91.17 亿元，维持“**增持**”评级。
- 风险提示**
 全球经济衰退；产油国大幅减产；油价飙升；船东大规模下单造船等。

投资评级：增持(维持)

分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 卢晓尧
 luxiaoyao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.89
总市值(百万元)	55,989.86
总股本(百万股)	8,126.25

股票走势图



相关报告

- 1 《股权激励额彰显信心，油散双击值得期待》 2023.03.09
- 2 《百年巨轮破浪乘风，油散龙头静待共振》 2023.02.10

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29708	34626	36899	39114
(+/-) (%)	21.69%	16.55%	6.56%	6.00%
归母净利润	5086	7615	8556	9117
(+/-) (%)	40.10%	49.73%	12.36%	6.55%
每股收益(元)	0.63	0.94	1.05	1.12
P/E	11.01	7.35	6.54	6.14

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	17916	29861	44435	57848
现金	11229	21345	36308	49336
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1193	1773	1648	1689
其它应收款	1840	3131	2815	2981
预付账款	229	594	521	490
存货	1424	1651	1648	1730
其他	2002	1367	1496	1621
非流动资产	47554	44214	42532	41087
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4458	3367	3633	3820
固定资产	40371	38493	36890	35773
无形资产	475	467	468	475
在建工程	1073	1058	946	935
其他	1176	830	594	84
资产总计	65470	74076	86967	98935
流动负债	8968	11930	12366	11499
短期借款	2024	3004	2849	2626
应付款项	2354	2732	2882	2916
预收账款	0	1	0	0
其他	4591	6193	6635	5957
非流动负债	23001	20977	24808	28443
长期借款	22230	20276	24097	27715
其他	772	701	710	728
负债合计	31970	32907	37173	39942
少数股东权益	453	507	576	658
归属母公司股东权益	33047	40662	49219	58335
负债和股东权益	65470	74076	86967	98935

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6995	10907	13409	13227
净利润	5067	7669	8625	9199
折旧摊销	2510	2988	3064	3129
财务费用	416	1516	1449	1499
投资损失	(646)	(607)	(663)	(655)
营运资金变动	(1296)	(714)	540	(377)
其它	944	55	393	433
投资活动现金流	(1821)	622	(957)	(1540)
资本支出	(3096)	(650)	(880)	(1542)
长期投资	(1384)	1091	(266)	(186)
其他	2658	181	189	188
筹资活动现金流	(5257)	(1413)	2511	1341
短期借款	(1494)	981	(156)	(223)
长期借款	4135	(1954)	3822	3617
其他	(7898)	(440)	(1155)	(2053)
现金净增加额	(83)	10116	14963	13028

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29708	34626	36899	39114
营业成本	23195	23551	24813	26221
营业税金及附加	35	39	45	46
营业费用	90	106	125	124
管理费用	888	1230	1218	1283
研发费用	1	1	2	2
财务费用	416	1516	1449	1499
资产减值损失	60	27	52	43
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	646	607	663	655
其他经营收益	320	316	320	319
营业利润	5988	9078	10178	10870
营业外收支	(54)	(40)	(45)	(45)
利润总额	5934	9038	10133	10824
所得税	867	1369	1508	1625
净利润	5067	7669	8625	9199
少数股东损益	(19)	54	69	83
归属母公司净利润	5086	7615	8556	9117
EBITDA	9710	13352	14412	15172
EPS (最新摊薄)	0.63	0.94	1.05	1.12

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	21.69%	16.55%	6.56%	6.00%
营业利润	35.75%	51.61%	12.12%	6.79%
归属母公司净利润	40.10%	49.73%	12.36%	6.55%
获利能力				
毛利率	21.92%	31.99%	32.75%	32.96%
净利率	17.06%	22.15%	23.38%	23.52%
ROE	16.85%	20.40%	18.81%	16.76%
ROIC	10.16%	12.87%	11.95%	11.03%
偿债能力				
资产负债率	48.83%	44.42%	42.74%	40.37%
净负债比率	84.73%	82.63%	83.79%	85.10%
流动比率	2.00	2.50	3.59	5.03
速动比率	1.84	2.36	3.46	4.88
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.50	0.46	0.42
应收账款周转率	25.28	23.35	21.10	22.30
应付账款周转率	9.37	9.26	8.84	9.05
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.94	1.05	1.12
每股经营现金	0.86	1.34	1.65	1.63
每股净资产	4.07	5.00	6.06	7.18
估值比率				
P/E	11.01	7.35	6.54	6.14
P/B	1.69	1.38	1.14	0.96
EV/EBITDA	6.40	4.70	3.60	2.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>