

招商轮船 (601872.SH) / 交通运输

买入 (维持评级)

超级油轮船队结构优势凸显，顺周期弹性首选

当前价格: 7.01元
目标价格: 9.71元

投资要点:

- ▶ **事件:** 招商轮船发布2022年业绩公告, 2022年公司实现营业收入297.1亿元, 同比+21.7%; 归母净利润50.9亿元, 同比+40.9%, EPS为0.61元; 扣非后归母净利润48.1亿元, 同比+157.2%。2022年Q4实现归母净利润12.2亿元, 同比-4.8%, 扣非后归母净利润11.6亿元, 同比+157.2%。
- ▶ **“2+3”业务组合攻守兼具, 归母创历史新高。**公司以油运+干散货为核心打造的弱周期成长性航运平台优势尽显, 2022年归母净利润首次突破50亿元。**业务结构看,**油运/散运/集运/滚装船营收占比为25.3%/42.4%/25.7%/6.7%, 毛利占比19.8%/37.9%/39%/3.1%。**细分板块看,**油运贡献净利润8.8亿元, 同比增长14亿元, Q4贡献9.1亿元大幅扭亏为盈, 市场底部周期性复苏; 散运贡献净利润21.6亿元, 同比-12%, Q4贡献1.1亿元; 集运贡献净利润20.9亿元, 同比+50.3%, Q4贡献2.4亿元; 滚装船贡献净利润0.9亿元, 同比+42.4%, Q4贡献0.5亿元。
- ▶ **外贸油运弹性最强标的, VLCC船队结构全球领先。**由于即期市场收益的滞后性, 2022年油轮船队的收益水平主要体现了2021年12月到2022年11月的定载。油运市场在三季度实现反转, 四季度迎来阶段高点, 在8-11月市场逐级上升过程中, 公司VLCC船队分别实现月度平均TCE4.7/6.6/7.5/8.7万美分/天, 对比该时期VLCC中东航线月度平均TCE为2.5/5/5.6/7.9万美分/天。公司现货定载水平大幅跑赢行业, 证明了公司行业领先的船队结构在景气周期下的业绩弹性, 目前公司VLCC船队ECO船型占比65.4%, 已安装脱硫塔船只占比28.8%, 平均船龄7.7年, 对比行业各指标分别为23.5%/11.8%/14年。
- ▶ **油运牛市初现, 淡季不淡为当下, 旺季高点诚可期。**2022年Q4-BDTI指数收1935.4、2023年Q1收1401, 复盘历史上一轮BDTI维持此高位为2000-2008年的油运超级牛市。需求端: 中国出行链全面修复+美国成为石油净出口国+对俄制裁下贸易格局重塑+全球OECD国家原油库存低位, 供给端: 船东造船意愿低迷+在手订单维持历史低位+船队老龄化严重+环保新规加速运力出清, 多重逻辑支撑23-25年油运市场供需趋紧, 驱动油轮运价中枢持续上行。
- ▶ **中国疫后复产复工, 干散底部反弹。**中国为全球散货运输市场最大买家, 进口散货量占全球的46%, 我们预计2023年伴随中国疫后复工复产, 内循环政策下, 基建作为核心抓手, 铁矿石、煤炭等进口需求均将回升。2022年下半年起, 欧美经济增速放缓叠加四季度中国疫情拖累, 干散运价高位大幅下挫。但今年2月底以来, BDI指数持续走强, 中国1-2月煤炭进口量同比飙升71%, 达6064万吨, 主要系公用事业部门在重建库存, 为迎接防疫完全放开后首个夏季增加的需求; 同时中澳两国经贸关系出现回暖信号, 中国对澳煤进口数量正逐步增加, 将共同对干散货运市场形成有力催化。
- ▶ **加速布局LNG及汽车船, 集运回归中枢。**外贸集运短期供需结构性失衡, 但公司主营的亚洲内航线运价颇具韧性、深耕的台湾航线也具有资质壁垒, 预计盈利水平将回落至疫情前中枢。公司加快打造自有LNG船队, 成功落实自主造船订单、锁定长约, 目前在手订单16艘(129.96万DWT), 首批将于2025年起陆续交付、投入项目运营。此外公司积极开拓汽车出海航线、构建自营PCTC船队, 利用现有船首次开辟波斯湾、红海和泰国三条外贸班轮航线; 随着欧洲“2035”年起禁售燃油车”的计划实施, 滚装船业务将持续受益于中国至欧美等长距离汽车海运量的大幅上涨, 公司多元业务共筑第二增长曲线。
- ▶ **盈利预测:** VLCC租金波动性大, 持续性受贸易路线、主要产油国的产量、地缘政治等因素影响, 因此需要持续跟踪运价, 以判断最终的年均水平。**根据波罗的海交易所数据, 目前VLCC/VLCC (Scrubber) /VLCC (Eco) /VLCC (Scrubber+Eco) 四类船型一年期期租TCE水平分别为5.0 /5.7/6.9/7.6万美分/日, 我们据此将年初对公司2023年的VLCC年期期租运价的假设上调至相同水平, 预计公司2023-2025年归母净利润为62.7/77.5/82.8亿元(此前预测23-24年净利润59.8/75.3亿元), 折合EPS0.77/0.95/1.02元。截至2023年3月31日公司收盘价为7.01元, 对应23-25年PB分别为1.5/1.3/1.2倍。步入强盈利周期, 我们持续看好公司高利润弹性释放, 按照23年净资产规模给予其2.1倍市净率估值, 目标价上调为9.71元, 维持“买入”评级。**
- ▶ **风险提示:** 全球经济低迷风险、主要产油国减产风险、主要国家地缘政治冲突风险、俄乌冲突迅速缓和风险、环保政策实行力度不及预期风险、中国需求复苏不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	8126/8126
总市值/流通市值 (百万元)	56965/56965
每股净资产 (元)	4.07
资产负债率 (%)	48.83
一年内最高/最低 (元)	8.66/4.63

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
执业证书编号: S0210522050006
邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023B	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	24,412	29,708	31,074	33,672	34,941
增长率 (%)	35.1	21.7	4.6	8.4	3.8
净利润 (百万元)	3,609	5,086	6,270	7,745	8,277
增长率 (%)	29.9	40.9	23.3	23.5	6.9
EPS (元/股)	0.44	0.63	0.77	0.95	1.02
市盈率 (P/E)	15.8	11.2	9.1	7.4	6.9
市净率 (P/B)	2.2	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

《招商轮船 (601872.SH) 深度研究报告: 供需反转在即, 航运龙头踏浪而来》2023.01.04

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,229	7,316	7,578	10,538	营业收入	29,708	31,074	33,672	34,941
应收票据及账款	1,193	1,236	1,339	1,284	营业成本	23,195	22,768	23,637	24,507
预付账款	229	574	596	540	税金及附加	35	36	38	42
存货	1,424	1,597	1,658	1,651	销售费用	90	95	102	106
合同资产	1,844	1,160	1,571	1,624	管理费用	888	1,104	1,111	1,146
其他流动资产	3,842	4,322	4,846	4,666	研发费用	1	1	1	1
流动资产合计	17,916	15,044	16,016	18,679	财务费用	416	416	411	350
长期股权投资	4,458	4,458	4,458	4,458	信用减值损失	-34	0	0	0
固定资产	40,371	39,642	38,550	38,353	资产减值损失	-26	0	0	0
在建工程	1,073	2,231	3,742	2,912	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	475	437	414	401	投资收益	646	678	698	908
商誉	42	42	42	42	其他收益	47	47	47	47
其他非流动资产	1,134	1,475	1,785	2,007	营业利润	5,988	7,380	9,116	9,742
非流动资产合计	47,554	48,286	48,992	48,174	营业外收入	30	0	0	0
资产合计	65,470	63,330	65,008	66,852	营业外支出	84	0	0	0
短期借款	2,024	0	0	0	利润总额	5,934	7,380	9,116	9,742
应付票据及账款	2,354	2,859	2,798	2,919	所得税	867	1,078	1,332	1,423
预收款项	0	0	0	0	净利润	5,067	6,302	7,784	8,319
合同负债	436	456	494	513	少数股东损益	-19	32	39	42
其他应付款	449	560	600	536	归属母公司净利润	5,086	6,270	7,745	8,277
其他流动负债	3,705	987	992	1,010	EPS (摊薄)	0.63	0.77	0.95	1.02
流动负债合计	8,968	4,862	4,884	4,978	主要财务比率				
长期借款	22,230	19,712	15,466	11,220		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	772	772	772	772	营业收入增长率	21.7%	4.6%	8.4%	3.8%
非流动负债合计	23,001	20,484	16,238	11,992	EBIT 增长率	31.6%	22.8%	22.2%	5.9%
负债合计	31,970	25,346	21,122	16,970	归母净利润增长率	40.9%	23.3%	23.5%	6.9%
归属母公司所有者权益	33,047	37,500	43,363	49,317	获利能力				
少数股东权益	453	484	523	565	毛利率	21.9%	26.7%	29.8%	29.9%
所有者权益合计	33,500	37,984	43,887	49,882	净利率	17.1%	20.3%	23.1%	23.8%
负债和股东权益	65,470	63,330	65,008	66,852	ROE	15.2%	16.5%	17.6%	16.6%
现金流量表					ROIC	13.5%	17.4%	20.4%	20.8%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	6,995	7,597	8,878	10,420	资产负债率	48.8%	40.0%	32.5%	25.4%
现金收益	7,993	8,999	10,502	10,979	流动比率	2.0	3.1	3.3	3.8
存货影响	-80	-173	-61	7	速动比率	1.8	2.8	2.9	3.4
经营性应收影响	335	-388	-125	110	营运能力				
经营性应付影响	-584	616	-21	57	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
其他影响	-669	-1,457	-1,418	-733	应收账款周转天数	14	14	14	14
投资活动现金流	-1,821	-2,175	-2,077	-541	存货周转天数	21	24	25	24
资本支出	-5,645	-2,673	-2,703	-1,269	每股指标 (元)				
股权投资	-1,384	0	0	0	每股收益	0.63	0.77	0.95	1.02
其他长期资产变化	5,208	498	626	728	每股经营现金流	0.86	0.93	1.09	1.28
融资活动现金流	-5,257	-9,335	-6,538	-6,919	每股净资产	4.07	4.61	5.34	6.07
借款增加	-393	-7,375	-4,246	-4,246	估值比率				
股利及利息支付	-1,694	-3,179	-3,390	-3,296	P/E	11	9	7	7
股东融资	54	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	-3,224	1,219	1,098	623	EV/EBITDA	19	17	14	14

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn