

招商轮船(601872)

报告日期: 2023年08月28日

# 油运、滚装高景气, 干散、集运承压

## ——招商轮船 23H1 业绩点评

### 投资要点

□ 公司公布 23H1 业绩: 收入 129.90 亿元, 同比下降 5.37%; 归母净利润 27.71 亿元, 同比下降 4.13%; 其中 Q2, 收入 71.07 亿元, 同比下降 6.87%, 归母净利润 16.49 亿元, 同比增加 4.05%。

#### □ 分业务

➢ 油运: Q2 运价波动剧烈, 处历史同期高位

上半年运价波动剧烈, 行业季节性特征淡化, 5.30-6.20 期间, 运价最高反弹至 7.5 万美元/天, 累计涨幅 241%。主要源于国内需求恢复以及美湾和巴西长运距航线的贡献。

根据波交所, 2023 年 1-6 月, VLCC-TD3CTCE 均值高达 43,147 美元/天, 同比 +562%; 其中, Q2 运价均值 39,003 美元/天, 同比 +442%。按照行业规律, 一般 Q2 业绩主要参照 3-5 月运价 (51,920 美元/天), 而 Q1 参照的 12-2 月运价中枢为 34,371 美元/天。

**23H1, 公司油运业务贡献净利润 18.14 亿元/+6354.25%。**

➢ 干散: BDI 指数 Q2 环比大幅改善, 但仍低位蛰伏, 静待边际改善

23H1, BDI 平均 1157, 同比下降 -49%, 其中, Q2, BDI 平均 1313, 同比 -48%, 环比 Q1 +30%。根据克拉克森, 干散货航运 2023-2024 年供需差分别为 0.5%、0.4%。

**23H1, 公司干散业务贡献净利润 3.55 亿元/同比 -75.88%。**

➢ 集运业务: 23H1 贡献净利润 4.62 亿元/同比 -63.54%。

➢ 滚装运输: 23H1 贡献净利润 1.26 亿元/同比 +1304.76%。

#### □ VLCC 零星下单不改行业供给刚性, 旺季运价高度值得期待

根据克拉克森, 2023 年至今共有 11 艘 VLCC 新船订单, 新订单运力占总运力比重为 2%, 仍处历史低位。我们认为, 在双碳目标下, 油轮船东规模下单的意愿仍然不强, 且新订单的预计交付时间都排在 2026 年之后。此外, 叠加 IMO 日渐趋严的环保规定, 以及各国对老旧船的限制, 未来 2-3 年的供给刚性难以撼动。

#### □ 下半年主要关注:

- 1) 国内复苏以及原油进口量恢复;
- 2) 第 11 轮制裁的执行力度;
- 3) 油价能否企稳。近期油价出现反弹, 影响货主拿货意愿, 若油价趋于稳定或带来贸易恢复;
- 4) 欧佩克减产背景下, 全球原油出口结构变化, 我们认为, 上游减产并不直接影响下游的需求, 故来自美国及南美等长运距产油国的出口量增加有望替代中东减产部分, 带来运距的进一步拉长;
- 5) 全球尤其国内宏观复苏带动干散需求修复。

#### □ 盈利预测与估值

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, 预计 2023-2025 年归母净利润 60.28、79.77、83.97 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、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	¥ 6.18
总市值(百万元)	50,327.70
总股本(百万股)	8,143.64

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《经营能力凸显, 静待干散边际改善》 2023.04.29
- 2 《净利润首次突破 50 亿元, 油散双击值得期待》 2023.03.29
- 3 《股权激励额彰显信心, 油散双击值得期待》 2023.03.09

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29708	28563	31611	33271
(+/-) (%)	21.69%	-3.86%	10.67%	5.25%
归母净利润	5086	6028	7977	8397
(+/-) (%)	40.10%	35.26%	16.83%	5.68%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.98	1.03
P/E	9.87	8.33	6.30	5.98

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
<b>流动资产</b>	17916	27750	41690	54376
现金	11229	20447	34561	46932
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1193	1462	1413	1437
其它应收款	1840	2583	2412	2536
预付账款	229	500	434	408
存货	1424	1391	1375	1441
其他	2002	1367	1496	1621
<b>非流动资产</b>	47554	44070	42404	40947
金融资产类	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	685	465	(56)
<b>资产总计</b>	65470	71820	84094	95323
<b>流动负债</b>	8968	11273	11675	10796
短期借款	2024	3004	2849	2626
应付款项	2354	2302	2405	2428
预收账款	0	0	0	0
其他	4591	5966	6421	5742
<b>非流动负债</b>	23001	20977	24808	28443
长期借款	22230	20276	24097	27715
其他	772	701	710	728
<b>负债合计</b>	31970	32250	36483	39238
少数股东权益	453	495	560	636
归属母公司股东权益	33047	39075	47051	55448
<b>负债和股东权益</b>	65470	71820	84094	95323

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6995	9784	12271	12191
净利润	5067	6070	8041	8473
折旧摊销	2510	2988	3064	3129
财务费用	416	1291	1160	1118
投资损失	(646)	(607)	(663)	(655)
营运资金变动	(1296)	(414)	287	(329)
其它	944	455	382	455
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	(5257)	(1189)	2800	1721
短期借款	(1494)	981	(156)	(223)
长期借款	4135	(1954)	3822	3617
其他	(7898)	(215)	(866)	(1673)
<b>现金净增加额</b>	(83)	9217	14114	12372

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	29708	28563	31611	33271
营业成本	23195	19842	20708	21837
营业税金及附加	35	33	39	39
营业费用	90	88	107	105
管理费用	888	1015	1043	1091
研发费用	1	1	1	1
财务费用	416	1291	1160	1118
资产减值损失	60	23	44	36
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
<b>营业利润</b>	5988	7194	9492	10015
营业外收支	(54)	(40)	(45)	(45)
<b>利润总额</b>	5934	7153	9446	9970
所得税	867	1083	1405	1497
<b>净利润</b>	5067	6070	8041	8473
少数股东损益	(19)	42	64	76
<b>归属母公司净利润</b>	5086	6028	7977	8397
EBITDA	9710	11475	13745	14349
EPS (最新摊薄)	0.63	0.74	0.98	1.03

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.69%	-3.86%	10.67%	5.25%
营业利润	35.75%	20.14%	31.95%	5.51%
归属母公司净利润	40.10%	18.52%	32.34%	5.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.92%	30.53%	34.49%	34.37%
净利率	17.06%	21.25%	25.44%	25.47%
ROE	16.85%	16.50%	18.30%	16.20%
ROIC	10.16%	10.79%	11.56%	10.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.83%	44.90%	43.38%	41.16%
净负债比率	84.73%	84.31%	85.38%	86.62%
流动比率	2.00	2.46	3.57	5.04
速动比率	1.84	2.34	3.45	4.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.42	0.41	0.37
应收账款周转率	25.28	21.53	21.51	22.22
应付账款周转率	9.37	8.52	8.80	9.04
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.74	0.98	1.03
每股经营现金	0.86	1.20	1.51	1.50
每股净资产	4.07	4.81	5.79	6.82
<b>估值比率</b>				
P/E	9.87	8.33	6.30	5.98
P/B	1.52	1.29	1.07	0.91
EV/EBITDA	6.40	5.05	3.48	2.67

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>