

2023年08月28日

## 二季度业绩超预期，维持“增持”评级

### 招商轮船（601872）

评级：	增持	股票代码：	601872
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	8.49/5.33
目标价格：		总市值(亿)	503.2
最新收盘价：	6.18	自由流通市值(亿)	503.2
		自由流通股数(亿)	81.44

#### 事件概述

公司披露 2023 年半年度业绩：2023 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润约为人民币 27.7 亿元，与上年同期相比下滑 4.13%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为 27.4 亿元，与上年同期相比增长约 1.06%。

#### 分析判断：

##### ► 油轮业务净利润环比增长 37%，贡献 2 季度净利润 58%，2 季度净利润增量的 52%。

分季度看，2023 年 1 季度公司归母净利润 11.22 亿元，2 季度达到 16.49 亿元，环比增幅 47%；2023 年 1 季度公司扣非归母净利润 11.02 亿元，2 季度为 16.34 亿元，环比增幅 48%。

公司净利润的显著增长主要系油轮运输业务板块的杰出表现。2 季度公司油轮业务净利润 10.5 亿元，环比增长 37.43%，贡献 2 季度净利润 58%，2 季度净利润增量的 52%。①VLCC 市场运价抬升。考虑到业绩兑现相较运价滞后一个月，2022 年 12 月-2023 年 2 月波交所口径的市场 VLCC-TD3C 平均运价为 34371 美元/天；2023 年 3 月-5 月市场平均日租金为 51920 美元/天，环比增长 51%。②公司运营超出市场平均水平。根据公司扣非净利润测算，预计公司 VLCC 船队运营日租金接近 6 万美元/天，高于市场平均水平。

此外，2 季度人民币贬值以及公司 2 季度所得税税率下滑（1 季度税率约 5.3%，2 季度税率约 4.8%）也贡献了部分公司利润的提升。

##### ► 散货及滚装业务齐发力，助力 2 季度创佳绩。

散货业务板块，上半年净利润 3.55 亿元，2 季度净利润 2.6 亿元，环比增长 174%，同比下滑 66%。2 季度散货业务净利润增长主要系 3-5 月散货市场运价抬升，Capesize 型散货船和 Ultramax 型散货船典型航线运价分别较 2022 年 12 月-2023 年 2 月均值提升 103%和 55%。集装箱船业务板块，2 季度净利润 2.5 亿元，环比增长 18%，同比下滑 65%。上半年公司接收 1 艘 1140TEU 集装箱船。滚装船板块，2 季度净利润 0.89 亿元，环比增长 141%，同比增长 10 倍以上，主要系公司滚装船队积极开辟外贸航线，外贸经营效益快速上升。LNG 船业务板块，2 季度净利润 1.69 亿元，环比增长 6%，同比增长 2%。

##### ► 油运需求端，未来全球石油需求乐观，旺季运价高度可期。

今年①运价中枢抬升，验证市场景气周期。1-7 月市场平均运价 4.1 万美元/天，2009-2022 年同期平均运价约 2.5 万美元/天，提高 63%，验证了市场景气周期的开始。②淡季运价冲高验证 VLCC 市场弹性，旺季运价高度可期。上半年市场运价波动显著，曾分别在淡季的 3 月和 6 月一度冲高到 9 万美元/天和 7.5 万美元/天的历史高位，主要系供需差收窄后运力趋于紧绷以及景气周期内市场情绪放大。

展望 4 季度，①4 季度及 2024 年石油需求乐观。据 3 家机构预测，IEA 对 2023 年 4 季度及 2024 年全球石油消费预期同比增长 231 万桶/天（+2.3%）和 100 万桶/天（+1.0%）；EIA 预计分别增长 215 万桶/天（+2.2%）和 161 万桶/天（+1.6%）；OPEC 预计增长 220 万桶/天（+2.2%）和 225 万桶/天（+2.2%）。②长运距需求持续增加。据 Kpler 数据显示，今年 5、6、7 月西非及美国发往东亚的长运距原油运输，较 2022 年 4 季度均值分别增长 19%、19%和 25%。中东减产而非 OPEC 国家增产，区域间价差导致东亚原油来源从中东向长运距来源地转移。

► **油运供给端，运力供给强约束持续。**

- ① **手持订单占比历史低位。**据克拉克森数据显示，目前全球 VLCC 手持订单 18 艘，占全球船队载重吨比重为 2%。2023 年 4 季度交付 4 艘，今年累积交付 24 艘，按交付时间折算，今年总运力增长 1.9%。今年新签 VLCC 订单主要在 2026-2027 年交付，供给端约束确保市场未来景气周期长度。
- ② **2023 年年初生效 EEXI 和 CII 环保法规政策，其影响将于 2024 年逐步显现。**主要影响体现在限制船舶航速以及影响船舶运营策略等方面，届时供给端约束加强叠加运营错乱，运价弹性将进一步放大。

**投资建议**

近期外贸原油轮运价低迷主要系中东减产以及淡季市场情绪低迷。4 季度旺季逻辑不变，运价弹性大；中长期看，供给端持续约束叠加环保法规趋严，保证市场景气周期持续，维持 2023-2025 年 VLCC 运价中枢 6.5/7/8 万美元/天的基础假设。考虑到当前人民币对美元汇率，将 2023 年汇率假设从 6.5 上调至 7.0。调整后，2023-2025 年招商轮船营收将从 326.33/347.58/377.30 亿元调整为 339.17/347.58/377.30 亿元，公司归母净利润从 60.81/73.86/86.22 亿元调整为 65.19/73.90/86.31 亿元；EPS 从 0.75/0.91/1.06 元调整为 0.80/0.91/1.06 元，对应 2023 年 8 月 28 日收盘价 6.18 元 PE 分别为 7.72 倍、6.81 倍和 5.83 倍。维持“增持”评级。

**风险提示**

中国宏观经济疲软；欧美经济衰退；中东地区超预期减产；新船订单超预期；油价大幅上涨；地缘政治事件

**盈利预测与估值**

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,412	29,708	33,917	34,758	37,730
YoY (%)	13.0%	21.7%	14.2%	2.5%	8.5%
归母净利润(百万元)	3,609	5,086	6,519	7,390	8,631
YoY (%)	19.5%	40.9%	28.2%	13.4%	16.8%
毛利率 (%)	18.7%	21.9%	25.7%	28.3%	30.0%
每股收益(元)	0.48	0.61	0.80	0.91	1.06
ROE	13.7%	15.4%	17.0%	15.9%	16.4%
市盈率	12.88	10.13	7.72	6.81	5.83

资料来源：WIND，华西证券研究所

分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	29,708	33,917	34,758	37,730	净利润	5,067	6,598	7,502	8,763
YoY (%)	21.7%	14.2%	2.5%	8.5%	折旧和摊销	2,838	1,905	2,675	2,745
营业成本	23,195	25,200	24,928	26,415	营运资金变动	-851	803	246	695
营业税金及附加	35	40	52	57	经营活动现金流	6,995	9,256	10,470	12,286
销售费用	90	136	156	189	资本开支	-1,689	-939	-1,517	-1,520
管理费用	888	1,085	1,112	1,207	投资	-472	-2	-2	-2
财务费用	416	785	658	501	投资活动现金流	-1,821	28	-596	-608
研发费用	1	0	0	0	股权募资	54	0	0	0
资产减值损失	-26	-50	-50	-50	债务募资	-2,516	-1,374	-500	200
投资收益	646	1,017	973	943	筹资活动现金流	-5,257	-3,346	-452	-3,257
营业利润	5,988	7,808	8,878	10,367	现金净流量	522	5,738	9,222	8,221
营业外收支	-54	-45	-52	-58	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	5,934	7,763	8,826	10,309	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	867	1,164	1,324	1,546	营业收入增长率	21.7%	14.2%	2.5%	8.5%
净利润	5,067	6,598	7,502	8,763	净利润增长率	40.9%	28.2%	13.4%	16.8%
归属于母公司净利润	5,086	6,519	7,390	8,631	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	40.9%	28.2%	13.4%	16.8%	毛利率	21.9%	25.7%	28.3%	30.0%
每股收益	0.61	0.80	0.91	1.06	净利率	17.1%	19.2%	21.3%	22.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	7.8%	9.2%	9.5%	10.0%
货币资金	11,229	16,824	26,046	34,267	净资产收益率 ROE	15.4%	17.0%	15.9%	16.4%
预付款项	229	504	499	528	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,424	1,656	1,529	2,140	流动比率	2.00	2.37	3.37	3.71
其他流动资产	5,035	5,291	4,505	5,244	速动比率	1.59	1.98	2.96	3.31
流动资产合计	17,916	24,275	32,578	42,179	现金比率	1.25	1.64	2.69	3.02
长期股权投资	4,458	4,458	4,458	4,458	资产负债率	48.8%	45.1%	39.5%	38.3%
固定资产	40,371	39,931	39,421	38,841	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	475	460	445	430	总资产周转率	0.47	0.50	0.47	0.46
非流动资产合计	47,554	46,647	45,473	44,210	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	65,470	70,923	78,052	86,389	每股收益	0.61	0.80	0.91	1.06
短期借款	2,024	2,074	2,174	2,274	每股净资产	4.07	4.72	5.72	6.45
应付账款及票据	2,354	3,526	2,706	4,338	每股经营现金流	0.86	1.14	1.29	1.51
其他流动负债	4,591	4,655	4,801	4,744	每股股利	0.19	0.12	0.00	0.12
流动负债合计	8,968	10,254	9,681	11,356	<b>估值分析</b>				
长期借款	22,230	21,230	20,730	21,230	PE	10.13	7.72	6.81	5.83
其他长期负债	772	488	388	488	PB	1.37	1.44	1.19	1.05
非流动负债合计	23,001	21,718	21,118	21,718					
负债合计	31,970	31,972	30,799	33,074					
股本	8,126	8,126	8,126	8,126					
少数股东权益	453	532	645	776					
股东权益合计	33,500	38,950	47,253	53,316					
负债和股东权益合计	65,470	70,923	78,052	86,389					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**游道柱：**华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空机场、免税、化工物流、供应链等领域。

**张慧：**曾就职于克拉克森，5年航运研究经验。2022年9月加入华西证券研究所，重点覆盖油轮、集运、造船、港口等领域。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。