

招商轮船 (601872.SH)

买入 (维持评级)

油运滚装受益景气周期，干散集运拖累业绩

当前价格: 6.18元
目标价格: 9.69元

投资要点:

事件: 招商轮船发布2023年中报, 上半年公司实现营业收入129.9亿元, 同比减少5.4%; 归母净利润27.7亿元, 同比减少4.1%; 扣非归母净利润273.6亿元, 同比增加1.1%。分季度看, 2023Q1、Q2二季度分别实现营业收入58.8、71.1亿元, 同比变动为-3.5%、-6.9%; 归母净利润分别为11.2、16.5亿元, 同比变动为-14.1%、+4.1%; 扣非归母净利润分别为11、16.3亿元, 同比-14.7%、+15.5%。

点评:

油运滚装步入景气周期, 干散集运低迷拖累业绩。2023年上半年公司营业收入同比减少5.4%, 主要系受干散及集运业务市场回落、营收同比分别下滑43.4%、15.8%的影响; 公司扣非归母净利润同比增加1.1%, 主要系通过适时调整干散船租入规模以减少船舶租金, 租入运力同比减少60.5%, 进而带动营业成本同比减少9.3%。业务结构看, 油运/干散/集运/滚装/LNG营收占比分别为41.6%/27.8%/23.6%/7%/0%, 净利润占比分别为58.8%/11.5%/15%/4.1%/10.6%。

2023上半年中国石油需求稳步复苏, 运价步入上行周期, 公司油运业务扭亏为盈。2023年上半年公司油运船队实现净利润18.1亿元, 同比扭亏为盈+18.4亿元; 2023二季度实现净利润10.5亿元, 已超过2022四季度旺季业绩, 2023年旺季创新高可期。受利于中国疫后复苏、对于原油需求大增, 3月以来国内加大原油补库存力度, 加之美湾、加勒比地区货量增长, 主要航线运费普遍上涨, 以公司主营远东-中国航线为例, 2023年12-5月VLCC平均TCE为4.2万美金/日, 同比+4.8万美金/日, 而公司VLCC船队上半年实现单船日均TCE5.1万美元, 环保低碳船型结构仍支撑公司小幅跑赢行业。

干散集运运价回落明显, 需求疲软船队效益下降。2023年上半年公司干散及集运船队分别贡献净利润3.6、4.6亿元, 同比分别-75.9%、-63.5%; 2023年二季度净利润分别为2.6、2.5亿元, 环比分别+140.5%、+6.3%。一方面受欧美高通胀及对中国房地产相关需求的担忧影响, 干散货运市场2022年下半年以来持续表现疲弱, 2023上半年BDI均值仅1157点, 同比下跌49%。另一方面受欧美高利率及零售商库存高位影响, 集运市场需求也同步回落, 叠加运力端大规模箱船交付且拆船进程缓慢, 市场供大于求局面延续, 2023上半年CCFI指数均值仅1022点, 同比下跌69%; 短期内船东依靠调整投入运力, 以支撑运价维持相对水平。

外贸汽滚船队再扩容, 市场高景气助力业绩高增。2023年上半年公司滚装船队实现净利润1.3亿元, 同比+1.2亿元。上半年公司新增两艘3800车位滚装船内贸转外贸运营, 公司PCTC船队内外贸兼营的灵活优势凸现, 外贸运力快速提升。同时受益于中国汽车海运出口量的稳定增长, 外贸滚装市场持续高位运行, 公司滚装船队效益快速上升。

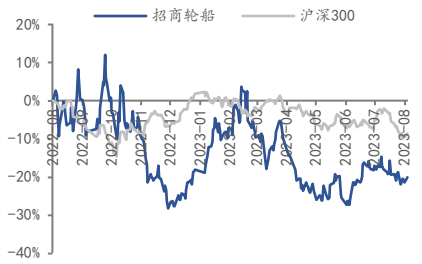
盈利预测: 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润为62.7/77.5/82.8亿元, 折合EPS0.77/0.95/1.02元。截至2023年8月28日公司收盘价为6.18元, 对应23-25年PB分别为1.3/1.2/1倍。步入强盈利周期, 我们持续看好公司高利润弹性释放, 按照23年净资产规模给予其2.1倍市净率估值, 对应目标价9.69元, 维持“买入”评级。

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)	8144/8144
总市值/流通市值 (百万元)	50328/50328
每股净资产 (元)	3.97
资产负债率 (%)	43.99
一年内最高/最低 (元)	8.39/5.38

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	2023E	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	7,743	8,276
增长率 (%)	29.9	40.9	23.3	23.5	6.9
EPS (元/股)	0.44	0.62	0.77	0.95	1.02
市盈率 (P/E)	13.9	9.9	8.0	6.5	6.1
市净率 (P/B)	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0

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) 2023 年一季报点评: 浮云难蔽日, 雾散终有时》-2023.04.29
- 《招商轮船 (601872.SH) 2022 年报点评: 超级油轮船队结构优势凸显, 顺周期弹性首选》-2023.03.31
- 《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	7,255	7,516	10,477	营业收入	29,708	31,074	33,672	34,941
应收票据及账款	1,193	1,296	1,404	1,352	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	16,019	18,686	财务费用	416	416	413	351
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	9,114	9,741
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	65,011	66,859	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	9,114	9,741
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	7,782	8,318
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	7,743	8,276
其他流动负债	3,705	987	992	1,010	EPS (摊薄)	0.62	0.77	0.95	1.02
流动负债合计	8,968	4,862	4,884	4,978					
长期借款	22,230	19,712	15,466	11,220	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	772	772	772	772	成长能力				
非流动负债合计	23,001	20,484	16,238	11,992	营业收入增长率	21.7%	4.6%	8.4%	3.8%
负债合计	31,970	25,346	21,122	16,970	EBIT 增长率	31.6%	22.8%	22.2%	5.9%
归属母公司所有者权益	33,047	37,500	43,366	49,324	归母净利润增长率	40.9%	23.3%	23.5%	6.9%
少数股东权益	453	484	523	565	获利能力				
所有者权益合计	33,500	37,984	43,889	49,889	毛利率	21.9%	26.7%	29.8%	29.9%
负债和股东权益	65,470	63,330	65,011	66,859	净利率	17.1%	20.3%	23.1%	23.8%
					ROE	15.2%	16.5%	17.6%	16.6%
					ROIC	13.5%	17.4%	20.4%	20.8%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.8%	40.0%	32.5%	25.4%
经营活动现金流	6,995	7,536	8,873	10,418	流动比率	2.0	3.1	3.3	3.8
现金收益	7,993	8,999	10,503	10,979	速动比率	1.8	2.8	2.9	3.4
存货影响	-80	-173	-61	7	营运能力				
经营性应收影响	335	-448	-130	108	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	-584	616	-21	57	应收账款周转天数	14	14	14	14
其他影响	-669	-1,458	-1,418	-733	存货周转天数	21	24	25	24
投资活动现金流	-1,821	-2,175	-2,077	-541	每股指标 (元)				
资本支出	-5,645	-2,673	-2,703	-1,269	每股收益	0.62	0.77	0.95	1.02
股权投资	-1,384	0	0	0	每股经营现金流	0.86	0.93	1.09	1.28
其他长期资产变化	5,208	498	626	728	每股净资产	4.06	4.60	5.33	6.06
融资活动现金流	-5,257	-9,335	-6,536	-6,915	估值比率				
借款增加	-393	-7,375	-4,246	-4,246	P/E	10	8	6	6
股利及利息支付	-1,694	-3,175	-3,385	-3,291	P/B	2	1	1	1
股东融资	54	0	0	0	EV/EBITDA	20	17	15	14
其他影响	-3,224	1,215	1,095	622					

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