

研究所
证券分析师： 许可 S0350521080001
xuk02@ghzq.com.cn
证券分析师： 李然 S0350521100001
lir03@ghzq.com.cn

二季度业绩超预期，看好油运复苏带来的向上弹性

——招商轮船（601872）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/07/01

表现	1M	3M	12M
招商轮船	-15.5%	14.0%	27.4%
沪深300	9.4%	4.5%	-14.6%

市场数据

2022/07/01

当前价格(元)	5.63
52周价格区间(元)	3.70-7.19
总市值(百万)	45,647.15
流通市值(百万)	43,126.25
总股本(万股)	810,784.18
流通股本(万股)	766,008.06
日均成交额(百万)	303.43
近一月换手(%)	1.70

《招商轮船（601872）深度报告：双周期向上的综合航运龙头（增持）*航运*李然，许可》——2022-06-17

招商轮船业绩预增点评：

招商轮船发布业绩预增公告：预计2022年上半年度实现归属于上市公司股东的净利润为27.40~30.28亿元，按未作同一控制下合并调整口径同比增长188%~219%。扣非净利润增加166,758万元~193,858万元，同比增长185%~215%。

与上年同期相比，归属于上市公司股东的净利润将增加133,731万元~162,531万元，同比增长95%~116%。扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，增加166,758万元~193,858万元，同比增长185%~215%。

投资要点：

■ **公司油轮船队经营出色，显著跑赢行业平均。**上半年全球VLCC市场低迷、波罗的海交易所公布的VLCC-TCE持续为负的情况下，招商轮船仅录得轻微亏损，大幅跑赢行业。这得益于公司对船队动力结构的升级和船型结构调整，显示出公司在油轮经营管理与战略规划上的卓越能力。招商轮船的VLCC船队中有大量的ECO型节能环保船以及安装有脱硫塔的船，且整体船龄相对年轻。在高、低硫油价差持续拉大的现货市场，公司船队在成本端具备较大的优势。

■ **干散货运与集装箱运输板块表现优异，弱周期成长属性凸显。**

(1) **散货：**长协保证安全垫、即期市场带来利润弹性。长约市场上，公司与淡水河谷等四大矿业公司签订长期的COA运输合同形成利润安全垫；即期市场上，公司通过及时锁定价格等波段运营方式抓去周期的高点收益。

(2) **集运：**景气周期带来超额收益，非景气周期更具物流属性。招商轮船的集运船队主要聚焦于亚洲区域航线，该市场的特点有两个：非景气周期时集运公司不受制于干线贸易流向的影响，往返航线的装载率都很高，通过资产周转率实现了比较好的ROE水平；景气周期时，公司同样享受全球集运市场运价上涨带来的超额收益。长期看，招商轮船的集运船队同样有可能取得不错的业绩。

- **油轮船队老化严重，新产能供给受限，油运市场复苏指日可待。招商轮船 VLCC 船队将充分受益油运复苏带来的业绩弹性。**油运行业供给端持续优化状态：**a.**船舶老龄化严重，待拆船数量逐渐增多；**b.**IMO 环保政策变严，老旧船性价比进一步下滑；**c.**受集运周期影响，现在船厂船坞紧张，VLCC 新订单没有空间。需求端：航线重构的长逻辑和未来的补库逻辑都在逐步验证中。
- **盈利预测和投资评级** 招商轮船是全球综合航运龙头，拥有全球规模前五的油轮，散货船队以及第三十名的集装箱船队。受益于集运行业高景气，散货、油运景气度逐步爬坡。我们看好公司长期发展，上调盈利预期，预计招商轮船 2022-2024 年营业收入分别为 295、308 与 317 亿元，归母净利润分别为 63、74 与 83 亿元，对应 PE 分别为 7.50、6.37、5.68。维持“增持”评级。
- **风险提示** 疫情反复；IMO 监管不及预期；产油国增产不及预期；政策性风险；全球经济大幅下滑；恶劣天气超预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	244	295	308	317
增长率（%）	13	21	4	3
归母净利润（亿元）	36	63	74	83
增长率（%）	20	73	18	12
摊薄每股收益（元）	0.48	0.77	0.91	1.02
ROE（%）	14	20	20	20
P/E	8.54	7.50	6.37	5.68
P/B	1.26	1.53	1.30	1.12
P/S	1.36	1.59	1.53	1.48
EV/EBITDA	2.67	1.39	0.74	0.16

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：招商轮船盈利预测表

证券代码:	601872		股价:	5.79	投资评级:	增持	日期:	2022/07/04	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	20%	20%	20%	EPS	0.48	0.77	0.91	1.02
毛利率	19%	27%	30%	31%	BVPS	3.26	3.78	4.44	5.16
期间费率	6%	5%	4%	4%	估值				
销售净利率	15%	21%	24%	26%	P/E	8.54	7.50	6.37	5.68
成长能力					P/B	1.26	1.53	1.30	1.12
收入增长率	13%	21%	4%	3%	P/S	1.92	1.59	1.53	1.48
利润增长率	20%	73%	18%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.41	0.47	0.45	0.43	营业收入	244	295	308	317
应收账款周转率	20.88	14.02	16.29	16.01	营业成本	198	215	217	219
存货周转率	18.16	19.36	20.34	20.73	营业税金及附加	0	0	0	0
偿债能力					销售费用	1	1	1	1
资产负债率	55%	50%	46%	43%	管理费用	8	6	6	6
流动比	1.15	1.52	2.00	2.50	财务费用	5	7	6	5
速动比	0.96	1.26	1.73	2.22	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	44	71	84	95
现金及现金等价物	107	112	169	231	营业外净收支	0	0	0	0
应收款项	12	21	19	20	利润总额	43	71	84	95
存货净额	13	15	15	15	所得税费用	7	7	10	11
其他流动资产	35	49	50	51	净利润	37	63	75	84
流动资产合计	167	198	253	318	少数股东损益	0	1	1	1
固定资产	376	370	361	353	归属于母公司净利润	36	63	74	83
在建工程	8	9	10	11	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	20	19	18	17	经营活动现金流	65	89	101	108
长期股权投资	31	34	38	42	净利润	36	63	74	83
资产总计	601	630	681	740	少数股东权益	0	1	1	1
短期借款	35	0	0	0	折旧摊销	29	26	26	25
应付款项	26	30	30	30	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	1	1	1	营运资金变动	5	-5	-2	-1
其他流动负债	84	99	96	96	投资活动现金流	4	-19	-14	-11
流动负债合计	145	130	127	127	资本支出	-4	-24	-19	-16
长期借款及应付债券	181	181	181	181	长期投资	0	-4	-4	-4
其他长期负债	7	7	7	7	其他	8	9	9	9
长期负债合计	188	188	188	188	筹资活动现金流	-68	-65	-29	-34
负债合计	333	318	314	315	债务融资	-26	-35	0	0
股本	81	81	81	81	权益融资	1	0	0	0
股东权益	269	312	367	425	其它	-42	-30	-29	-34
负债和股东权益总计	601	630	681	740	现金净增加额	-1	5	57	62

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持深度价值，主攻机场航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李然，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报

告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。