

招商轮船 (601872.SH)

综合航商弹性初显，业绩有望持续增长

买入

核心观点

招商轮船发布 2023 年中报，表现基本符合预期。招商轮船 2023H1 实现营业收入 129.9 亿元，同比下降 5.4%，实现归母净利润 27.7 亿元，同比下降 4.1%，实现扣非归母 27.4 亿元，同比增长 1.1%。Q2 单季度，公司实现营业收入 71.1 亿元，环比增长 20.8%，归母净利润 16.49 亿，环比增长 47.0%。

油轮运输上半年实现净利润 18.14 亿元，同比增长 6354%（扭亏），彰显油轮板块业绩高弹性。2023 年 3-5 月 VLCC 运价均值为 62292 美元/天，较 2022 年 12 月-2023 年 2 月的运价增加 14629 美元/天，约 30.7%，但是 2023Q2 油轮板块贡献净利润达 10.5 亿元，环比增长 37.4%，体现出油运板块业绩增长明显快于运价的高弹性。值得注意的是，截至 2023H1 期末，公司对于 2023 年下半年的营运天锁定率仅为 28.5%，可以看出公司对旺季运价抱有较大信心，已腾出足够运力拥抱运价弹性。

干散货运输上半年实现净利润 3.55 亿元，同比下降 76%，主因中国需求持续性及全球粮运需求仍偏弱。BDI 指数 Q1、Q2 均值为 1011、1313 点，同比下降 50%、48%，一方面来说，中国 2023H1 虽进口同比大增 16%，但是较为集中于 3-4 月，对后续需求形成一定透支，未能扭转全球散运的中期局面，另一方面来说，全球粮运中仅巴西丰收出口增长，但阿根廷和美国出口低于往年，黑海亦未出现明显修复，导致需求整体仍在承压。

集运及滚装业绩略超预期、LNG 业绩稳中有升，三者合计贡献利润达 9.16 亿元。集运方面，全球集运运价均出现大幅下跌，SCFI 上半年同比下滑约 77%，但是招商轮船旗下集运船队主要经营亚洲航线，运价波动相对较小，上半年仍实现 4.62 亿元业绩，超出我们此前预期。滚装方面，中国汽车出口趋势持续强劲，截至 4 月末，中国已超越韩国成为第三大汽车海运出口地区，带来滚装运价持续超预期，上半年 6500CEU 汽车运输船的一年期期租租金始终维持在 11 万美元/天的超高水平，且公司在上半年将 2 艘 3800 车位的滚装船进行内转外，灵活的调配带来业绩表现超预期，上半年贡献净利润达 1.16 亿元。LNG 板块较为稳定，实现净利润 3.28 亿元，同比增长 5%。

展望 H2，Q3 淡季业绩环比下降不可避免，但旺季仍值得期待。进入 3 月，油运传统淡季影响较为明显，且沙特持续减产导致最重要的中东-远东（TD3C）航线需求较弱，截至 8 月 28 日，TD3C 航线的运价下降至不足 2.5 万美元/天的水平，导致 Q3 油轮板块业绩可能较为低迷。同时干散货景气度虽因巴拿马枯水有所回升，但是在当前需求仍较为低迷的情况下，供应链或实现较快自我优化，运价或难以持续高涨，油散双核的不振或导致 Q3 业绩表现偏弱，但是这并不改变全球油散运老龄化及需求已步入中长期修复通道，且 EEXI 导致油轮航速受限，预计 Q4 油运旺季的运价弹性仍较为可观。

风险提示：旺季需求不及预期、安全事故、环保政策影响不及预期

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

招商轮船是油散双核的综合航商龙头，在全球船舶老龄化、全球步入稳定修复轨道的背景下，公司业绩有望进入“成长阶段”。考虑到 OPEC 减产超预期，我们将 2023-2025 年盈利预测由 71/84/93 亿元下调至 60/75/87 亿元，但我们仍旧看好油运及散运的中长期牛市，维持“买入”评级！

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

证券分析师：姜明

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

jiangming2@guosen.com.cn

S0980522070001

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.22 元
总市值/流通市值	50653/50653 百万元
52 周最高价/最低价	8.76/5.50 元
近 3 个月日均成交额	215.67 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商轮船 (601872.SH) - 22 年净利润超 50 亿元，23 年油散共振可期》——2023-03-31
《招商轮船 (601872.SH) - 综合航运服务商，油散双核蓄势待发》——2023-03-15

盈利预测和财务指标

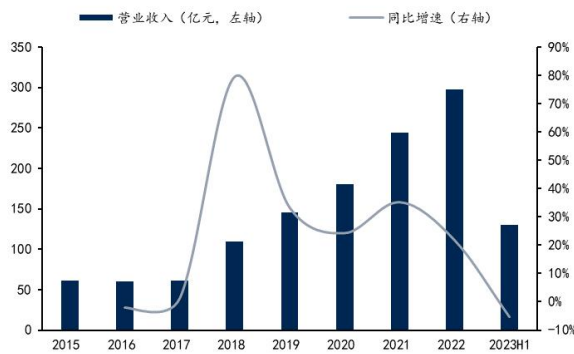
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,412	29,708	31,102	33,073	35,586
(+/-%)	35.1%	21.7%	4.7%	6.3%	7.6%
净利润(百万元)	3609	5086	6019	7508	8691
(+/-%)	29.9%	40.9%	18.4%	24.7%	15.8%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.74	0.92	1.07
EBIT Margin	14.8%	18.5%	22.2%	25.9%	27.6%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.4%	16.2%	17.7%	17.9%
市盈率(PE)	13.9	9.9	8.3	6.7	5.8
EV/EBITDA	14.9	10.9	8.1	6.9	5.8
市净率(PB)	1.90	1.52	1.35	1.18	1.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

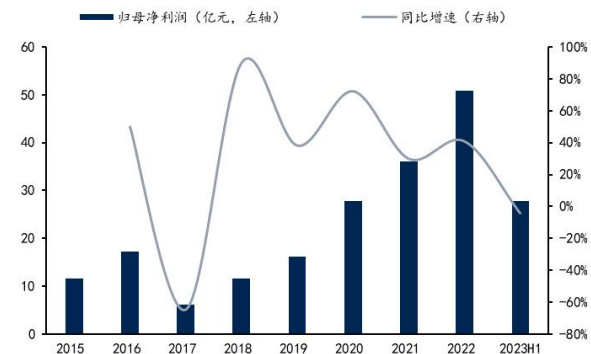
招商轮船发布 2023 年中报，表现基本符合预期。招商轮船发布 2023H1 实现营业收入 129.9 亿元，同比下降 5.4%，实现归母净利润 27.7 亿元，同比下降 4.1%，实现扣非归母 27.4 亿元，同比增长 1.1%。Q2 单季度，公司实现 Q2 归母净利润 16.49 亿，环比增长 47%，扣非归母 16.34 亿，环比增长 48%。

图1：招商轮船营业收入及增速



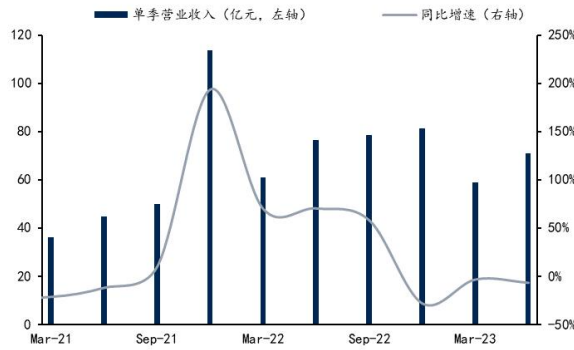
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：招商轮船归母净利润及增速



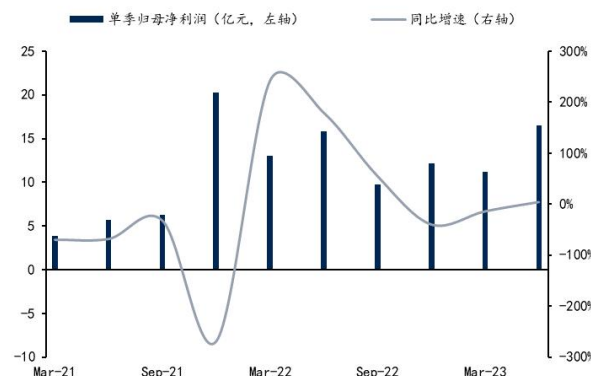
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：招商轮船单季度营业收入及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4：招商轮船单季度归母净利润及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

表1：招商轮船各版块业绩表现

业务板块	营业收入			净利润		
	2023 年 H1	2022 年 H1	同比	2023 年 H1	2022 年 H1	同比
油轮运输	51.17	24.43	109.46%	18.14	-0.29	6354.25%
干散货运输	34.29	60.59	-43.41%	3.55	14.73	-75.88%
滚装运输	8.67	8.07	7.44%	1.26	0.09	1304.76%
集装箱运输	29.02	34.45	-15.76%	4.62	12.68	-63.54%
LNG 运输				3.28	3.12	5.13%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

油轮运输上半年实现净利润 18.14 亿元，同比增长 6354%（扭亏），彰显油轮板块业绩高弹性。2023 年 3-5 月 VLCC 运价均值为 62292 美元/天，较 2022 年 12 月-2023 年 2 月的运价增加 14629 美元/天，约 30.7%，但是 2023Q2 油轮板块贡献净利润达 10.5 亿元，环比增长 37.4%，体现出油运板块业绩增长明显快于运价的高弹性。值得注意的是，截至 2023H1 期末，公司对于 2023 年下半年的营运天锁定率仅为 28.5%，可以看出公司对旺季运价抱有较大信心，已腾出足够运力拥抱运价弹性。

干散货运输上半年实现净利润 3.55 亿元，同比下降 76%，主因中国需求持续性 & 全球粮运需求仍偏弱。BDI 指数 Q1、Q2 均值为 1011、1313 点，同比下降 50%、48%，一方面来说，中国 2023H1 虽进口同比大增 16%，但是较为集中于 3-4 月，对后续需求形成一定透支，未能扭转全球散运的中期局面，另一方面来说，全球粮运中仅巴西丰收出口增长，但阿根廷和美国出口低于往年，黑海亦未出现明显修复，导致需求整体仍在承压。

集运及滚装业绩略超预期、LNG 业绩稳中有升，三者合计贡献利润达 9.16 亿元。集运方面，全球集运运价均出现大幅下跌，SCFI 上半年同比下滑约 77%，但是招商轮船旗下集运船队主要经营亚洲航线，运价波动相对较小，上半年仍实现 4.62 亿元业绩，超出我们此前预期。滚装方面，中国汽车出口趋势持续强劲，截至 4 月末，中国已超越韩国成为第三大汽车海运出口地区，带来滚装运价持续超预期，上半年 6500CEU 汽车运输船的一年期期租租金始终维持在 11 万美元/天的超高水平，且公司在上半年将 2 艘 3800 车位的滚装船进行内转外，灵活的调配带来业绩表现超预期，上半年贡献净利润达 1.16 亿元。LNG 板块较为稳定，实现净利润 3.28 亿元，同比增长 5%。

展望 H2，Q3 淡季业绩环比下降不可避免，但旺季仍值得期待。进入 3 月，油运传统淡季影响较为明显，且沙特持续减产导致最重要的中东-远东（TD3C）航线需求较弱，截至 8 月 28 日，TD3C 航线的运价下降至不足 2.5 万美元/天的水平，导致 Q3 油轮板块业绩可能较为低迷。同时干散货景气度虽因巴拿马枯水有所回升，但是在当前需求仍较为低迷的情况下，供应链或实现较快自我优化，运价或难以持续高涨，油散双核的不振或导致 Q3 业绩表现偏弱，但是这并不改变全球油散运老龄化及需求已步入中长期修复通道，且 EEXI 导致油轮航速受限，预计 Q4 油运旺季的运价弹性仍较为可观。

风险提示：旺季需求不及预期、安全事故、环保政策影响不及预期

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

招商轮船是油散双核的综合航商龙头，在全球船舶老龄化、全球步入稳定修复轨道的背景下，公司业绩有望进入“成长阶段”。考虑到 OPEC 减产超预期，我们将 2023-2025 年盈利预测由 71/84/93 亿元下调至 60/75/87 亿元，但我们仍旧看好油运及散运的中长期牛市，维持“买入”评级！

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10669	11229	15859	18819	15887	营业收入	24412	29708	31102	33073	35586
应收款项	3046	3032	5113	6343	6825	营业成本	19836	23195	23048	23329	24501
存货净额	1344	1424	1615	1628	1710	营业税金及附加	33	35	31	33	36
其他流动资产	1669	2229	2177	2315	2491	销售费用	99	90	93	99	107
流动资产合计	16730	17916	24765	29105	26914	管理费用	820	888	1014	1044	1104
固定资产	38349	41444	40526	39984	43253	研发费用	0	1	2	2	2
无形资产及其他	435	475	457	439	421	财务费用	481	416	573	481	350
投资性房地产	1547	1176	1176	1176	1176	投资收益	705	646	700	700	700
长期股权投资	3075	4458	4958	5458	5958	资产减值及公允价值变动	0	(26)	15	15	0
资产总计	60136	65470	71882	76163	77722	其他收入	542	284	(2)	(2)	(2)
短期借款及交易性金融负债	9385	4857	6000	5000	200	营业利润	4390	5988	7055	8799	10186
应付款项	2597	2354	2691	2713	2850	营业外净收支	(47)	(54)	0	0	0
其他流动负债	2518	1757	2492	2515	2644	利润总额	4343	5934	7055	8799	10186
流动负债合计	14500	8968	11183	10228	5694	所得税费用	684	867	1058	1320	1528
长期借款及应付债券	18094	22230	22230	22230	22230	少数股东损益	50	(19)	(22)	(28)	(32)
其他长期负债	658	772	772	772	772	归属于母公司净利润	3609	5086	6019	7508	8691
长期负债合计	18752	23001	23001	23001	23001	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	33252	31970	34185	33230	28696	净利润	3609	5086	6019	7508	8691
少数股东权益	480	453	437	417	427	资产减值准备	(1003)	26	(0)	(0)	1
股东权益	26403	33047	37261	42516	48600	折旧摊销	1964	2062	3452	3576	3749
负债和股东权益总计	60136	65470	71882	76163	77722	公允价值变动损失	(0)	26	(15)	(15)	0
						财务费用	481	416	573	481	350
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	341	(1118)	(1148)	(1336)	(473)
每股收益	0.45	0.63	0.74	0.92	1.07	其它	1034	(38)	(16)	(19)	8
每股红利	0.16	0.21	0.22	0.28	0.32	经营活动现金流	5945	6042	8293	9713	11976
每股净资产	3.26	4.07	4.59	5.23	5.98	资本开支	0	(5145)	(2501)	(3001)	(7001)
ROIC	5.12%	8.10%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(1)	(1)	1	0	0
ROE	13.67%	15.39%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(507)	(6530)	(3000)	(3501)	(7501)
毛利率	19%	22%	26%	29%	31%	权益性融资	(186)	54	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	22%	26%	28%	负债净变化	(4364)	4135	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	33%	37%	38%	支付股利、利息	(1323)	(1694)	(1806)	(2252)	(2607)
收入增长	35%	22%	5%	6%	8%	其它融资现金流	7474	(3890)	1143	(1000)	(4800)
净利润增长率	30%	41%	18%	25%	16%	融资活动现金流	(4087)	1048	(663)	(3252)	(7407)
资产负债率	56%	50%	48%	44%	37%	现金净变动	1352	560	4630	2960	(2932)
股息率	2.6%	3.4%	3.6%	4.5%	5.2%	货币资金的期初余额	9317	10669	11229	15859	18819
P/E	13.9	9.9	8.3	6.7	5.8	货币资金的期末余额	10669	11229	15859	18819	15887
P/B	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0	企业自由现金流	0	493	5679	6519	4635
EV/EBITDA	14.9	10.9	8.1	6.9	5.8	权益自由现金流	0	739	6335	5111	(462)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032