

601872.SH

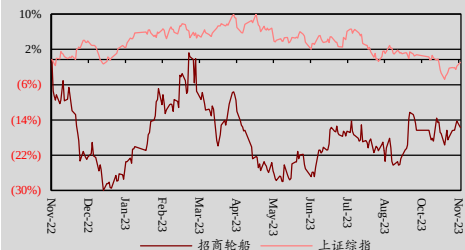
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 6.48

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.3	0.8	2.2	(19.4)
相对上证综指	13.2	2.5	9.2	(19.0)

发行股数(百万)	8,143.64
流通股(百万)	8,143.64
总市值(人民币 百万)	52,770.80
3 个月日均交易额(人民币 百万)	218.72
主要股东	
招商局轮船有限公司	54.02

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 11 月 6 日收市价为标准

相关研究报告

《招商轮船》20230830

《招商轮船》20230508

《招商轮船》20230406

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运港口

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

招商轮船

Q3 油运淡季业绩环比下降，集散整体继续承压

公司披露 2023 年三季报业绩，前三季度公司营业收入实现 190.23 亿元，同比下降 11.85%；归母净利润实现 37.58 亿元，同比下降 2.81%。由于干散和集运市场大幅走弱，使得公司业绩整体低于市场预期。分业务看，油运业务 23.47 亿元净利润，较去年同期大幅扭亏为盈，散运/集运/滚装业务净利润分别实现 5.66/6.37/2.17 亿元，同比 -72.39%/-65.47%/+471.05%。LNG 运输业务实现 5.07 亿元净利润，同比上升 2.22%。在干散和集运拖累公司业绩的情况下，今年公司油运业务明显贡献业绩增量，维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- **OPEC+减产叠加 Q3 油运淡季，船东集中坞修及加装脱硫塔影响油运业绩。**公司三季度单季油轮业务实现营业收入毛利 7.23 亿元，净利润为 5.33 亿元，环比二季度明显下降。业绩环比下降一方面由于 Q3 沙特和俄罗斯在 OPEC+原有减产协议的基础上分别额外自愿减产 100 万桶/日和 30 万桶/日，9 月初宣布额外减产计划延至年底，直接导致 VLCC 中东市场出货量明显萎缩，现货市场走弱，其中 TD3C 从 7 月初的 WS58 逐步阴跌至 9 月中旬的 WS36 附近基本见底。另一方面，公司 7-9 月 VLCC 集中安排坞修及加装脱硫塔，影响了三季度有效运营天数，同时经营成本有所增加，加之运费率持续下行，导致 Q3 油运业绩环比明显下降。
- **集散景气度继续承压，盈利能力明显下降。**公司散运业务前三季度实现收入 51.50 亿元，同比减少 43.01%，净利润实现 5.66 亿元，同比减少 72.39%，集运业务前三季度收入实现 40.46 亿元，同比减少 23.54%，净利润实现 6.37 亿元，同比减少 65.47%。散运方面，前三季度干散货市场总体比较低迷，BDI 均值仅 1169 点，同比跌 43%。前三季度公司船队实现日均 TCE 约 1.65 万美元，三季度单季散货船队实现营业收入毛利 3.14 亿元，净利润 2.11 亿元。集运方面，受需求减弱叠加新船交付影响，干线旺季运价上涨动力不足，前三季度 CCFI 均值同比下降 69.48%，公司集运船队盈利能力明显下降。
- **展望后市，Q4 进入油运旺季，中长期油运运费中枢有望提升，集运散运静待经济回暖驱动需求向上。**三季度油轮需求淡季多重利空集中涌现，但船东基于对后市的坚定信心，利用淡季和市场低迷集中坞修和加装脱硫塔，部分对冲了供给压力，期租市场 9 月开始活跃度增加，成交价格上扬，并报出 2008 年以来最高的三年期租成交，油轮二手船和新造船市场继续保持坚挺或上扬，均未受到现货市场低迷的影响，Q4 进入油运传统旺季，中长期在新船订单仍然有限的情况下油运运价中枢有望提升。集运散运在今年经济复苏缓慢，需求疲软的情况下表现低迷，后续需待经济回暖驱动市场信心恢复。

估值

- 看好公司未来油运业务业绩弹性，但由于集运散运表现低迷，我们调整此前公司盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 56.33/77.44/84.31 亿元，同比增长 10.7%/37.5%/8.9%。EPS 为 0.69/0.95/1.04 元/股，对应 PE 分别 9.4/6.8/6.3 倍，维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 油运需求不及预期、燃油价格大幅上涨、散运和集运需求不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	24,412	29,708	29,068	32,609	34,441
增长率(%)	35.1	21.7	(2.2)	12.2	5.6
EBITDA(人民币 百万)	6,562	8,276	9,031	11,166	11,712
归母净利润(人民币 百万)	3,609	5,086	5,633	7,744	8,431
增长率(%)	29.9	40.9	10.7	37.5	8.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.44	0.62	0.69	0.95	1.04
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.85	1.00	1.05
调整幅度(%)			(18.6)	(4.9)	(1.4)
市盈率(倍)	14.6	10.4	9.4	6.8	6.3
市净率(倍)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(倍)	11.0	10.0	9.3	6.9	6.2
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	2.7	3.4	3.2	4.5	4.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,412	29,708	29,068	32,609	34,441
营业收入	24,412	29,708	29,068	32,609	34,441
营业成本	19,836	23,195	22,100	23,227	24,342
营业税金及附加	33	35	33	40	41
销售费用	99	90	88	100	114
管理费用	820	888	923	1,005	1,077
研发费用	0	1	1	1	1
财务费用	481	416	374	248	165
其他收益	53	47	50	49	49
资产减值损失	0	(26)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(11)	(34)	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	500	272	386	329	358
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	705	646	710	781	859
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,390	5,988	6,666	9,117	9,938
营业外收入	7	30	19	24	22
营业外支出	54	84	69	76	73
利润总额	4,343	5,934	6,616	9,066	9,887
所得税	684	867	1,005	1,351	1,487
净利润	3,659	5,067	5,612	7,715	8,400
少数股东损益	50	(19)	(21)	(29)	(31)
归母净利润	3,609	5,086	5,633	7,744	8,431
EBITDA	6,562	8,276	9,031	11,166	11,712
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.44	0.62	0.69	0.95	1.04

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,730	17,916	18,475	25,022	30,643
现金及等价物	10,669	11,229	12,202	17,674	23,228
应收帐款	1,169	1,181	1,386	1,344	1,618
应收票据	9	11	10	13	12
存货	1,344	1,424	1,253	1,539	1,398
预付账款	552	229	736	162	839
合同资产	973	1,844	197	2,172	390
其他流动资产	2,013	1,998	2,692	2,117	3,157
非流动资产	43,406	47,554	46,866	46,356	45,931
长期投资	3,079	4,462	4,462	4,462	4,462
固定资产	37,570	40,371	40,367	40,143	39,696
无形资产	435	475	463	450	438
其他长期资产	2,321	2,245	1,575	1,301	1,335
资产合计	60,136	65,470	65,342	71,378	76,574
流动负债	14,500	8,968	9,191	9,817	9,169
短期借款	3,518	2,024	2,000	2,000	2,000
应付账款	2,597	2,354	470	2,111	594
其他流动负债	8,385	4,591	6,721	5,706	6,575
非流动负债	18,752	23,001	18,715	18,743	18,729
长期借款	18,094	22,230	18,000	18,000	18,000
其他长期负债	658	772	715	743	729
负债合计	33,252	31,970	27,905	28,560	27,898
股本	8,108	8,126	8,144	8,144	8,144
少数股东权益	480	453	432	403	372
归属母公司股东权益	26,403	33,047	37,005	42,415	48,304
负债和股东权益合计	60,136	65,470	65,342	71,378	76,574

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,659	5,067	5,612	7,715	8,400
折旧摊销	2,949	2,838	3,137	2,960	2,875
营运资金变动	2,264	(1,629)	(858)	310	(1,094)
其它	(2,363)	719	(851)	(799)	(1,084)
经营活动现金流	6,509	6,995	7,041	10,187	9,097
资本支出	(2,430)	(2,696)	(2,450)	(2,450)	(2,450)
投资变动	(510)	(1,383)	0	0	0
其他	3,325	2,257	1,097	1,111	1,217
投资活动产生的现金流	385	(1,821)	(1,353)	(1,339)	(1,233)
银行借款	(4,318)	2,641	(4,254)	0	0
股权融资	(5,350)	(4,305)	(1,675)	(2,334)	(2,542)
其他	2,880	(3,593)	1,215	(1,042)	232
筹资活动现金流	(6,788)	(5,257)	(4,714)	(3,376)	(2,310)
净现金流	106	(83)	973	5,472	5,554

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	35.1	21.7	(2.2)	12.2	5.6
营业利润增长率(%)	47.2	36.4	11.3	36.8	9.0
归属于母公司净利润增长率(%)	29.9	40.9	10.7	37.5	8.9
息税前利润增长(%)	30.7	50.5	8.4	39.2	7.7
息税折旧前利润增长(%)	25.1	26.1	9.1	23.6	4.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	29.9	40.9	10.7	37.5	8.9
获利能力					
息税前利润率(%)	14.8	18.3	20.3	25.2	25.7
营业利润率(%)	18.0	20.2	22.9	28.0	28.9
毛利率(%)	18.7	21.9	24.0	28.8	29.3
归母净利润率(%)	14.8	17.1	19.4	23.7	24.5
ROE(%)	13.7	15.4	15.2	18.3	17.5
ROIC(%)	4.6	6.5	7.3	10.4	11.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.6	0.5	0.3	0.1	0.0
流动比率	1.2	2.0	2.0	2.5	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	20.5	25.3	22.6	23.9	23.3
应付账款周转率	11.8	12.0	20.6	25.3	25.5
费用率					
销售费用率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	3.4	3.0	3.2	3.1	3.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	2.0	1.4	1.3	0.8	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.6	0.7	1.0	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.9	0.9	1.3	1.1
每股净资产(最新摊薄)	3.2	4.1	4.5	5.2	5.9
每股股息	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.6	10.4	9.4	6.8	6.3
P/B(最新摊薄)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.0	10.0	9.3	6.9	6.2
价格/现金流(倍)	8.1	7.5	7.5	5.2	5.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371