

招商轮船 (601872.SH)

供需错配拖累业绩，静待需求复苏油散共振

买入 (维持评级)

当前价格: 7.99 元
目标价格: 9.69 元

投资要点:

► **事件:** 招商轮船发布 2023 年年报, 公司实现营业收入 258.8 亿元, 同比减少 12.9%; 归母净利润 48.4 亿元, 同比减少 4.9%; 扣非归母净利润 46.4 亿元, 同比减少 3.5%。单四季度公司实现营业收入 68.6 亿元, 环比增加 13.7%, 同比减少 15.6%; 归母净利润 10.8 亿元, 环比增加 9.2%, 同比减少 11.6%; 扣非归母净利润 10.2 亿元, 环比增加 15.9%, 同比减少 11.9%。

点评:

► **油运行业景气延续, 干散集运复苏动力不足。** 2023 年公司营业收入同比减少 12.9%, 主要系干散及集运业务受全年需求低迷拖累, 运价下跌明显, 导致营收同比分别下滑 39.5%、22.2%。业务结构看, 油运/干散/集运/滚装营收占比分别为 37%/28%/21%/8%, 毛利占比分别为 57%/20%/15%/8%。

► **油运运价表现强劲, 业绩创历史新高。** 2023 年公司油轮船队实现净利润 30.8 亿元, 同比增加 249.2%; 其中四季度实现净利润 7.4 亿元, 环比增加 38.1%, 同比减少 19.2%。2023 年受上半年中国原油补库、下半年 OPEC+ 额外减产影响, 运价全年表现均衡; 但油轮供需紧平衡下, 运价中枢持续上移, 2023 年 VLCC 日均 TCE 同比涨幅达 64%, 受利于此公司油轮船队业绩实现历史新高, 同时 VLCC 船队继续跑赢市场及船队结构优于公司的欧美同行, 管理层营运能力优异。

► **干散集运需求低迷, 年底多重情绪带动运价翘尾。** 2023 年公司干散及集运船队分别贡献净利润 9.0、8.7 亿元, 同比分别减少 58.4%、58.2%; 其中四季度净利润分别为 3.3、2.4 亿元, 环比分别增加 57.8%、34.9%, 同比分别增加 195.9%、减少 3.2%。公司干散及集运船队效益受堵港缓解、欧美高利率及对中国房地产相关需求的担忧影响, 2023 年整体运价低位运行, 利润大幅缩水。但四季度在红海危机、巴拿马通行受限、巴西农业大丰收及大宗集中提前发货等多重因素影响下, 干散及集运市场均出现了短期错配的情况, 对年底运价形成有力支撑。

► **外贸汽滚景气持续, 航线策略双突破。** 2023 年公司滚装船队实现净利润 2.7 亿元, 同比+206.1%; 其中四季度净利润为 0.49 亿元, 环比减少 46.2%, 同比增加 0.2%。公司 PCTC 船队内外贸兼营的灵活优势凸现, 2023 年调整 5 艘内贸船到外贸市场, 新开辟多条自营航线, 实现滚装业务爆发式增长, 并完成货代到船舶自营的突破。

► **盈利预测:** VLCC 租金波动较大, 受主要产油国产量影响, 在 OPEC+ 维持减产以支撑油价高位的背景下, 我们调整公司 2024-2026 年油轮船队营收水平至 107.2/118.7/128.1 亿元 (此前 24-25 年预测为 120.7/125.4 亿元)。受中国房地产需求疲弱影响, 我们同时调整公司 2024-2026 年干散船队营收水平至 86.7/87.6/100.7 亿元 (此前 24-25 年预测为 109.1/110.2 亿元)。**据此我们调整公司 2024-2026 年归母净利润至 67.4/71.1/82.4 亿元 (此前 24-25 年预测为 77.4/82.8 亿元), 折合 EPS 0.83/0.87/1.01 元。**截至 2024 年 4 月 5 日公司收盘价为 8.22 元, 对应 24-26 年 PB 分别为 1.6/1.5/1.3 倍。我们持续看好公司多元平台攻守兼备, 静待需求复苏油散共振, 按照 24 年净资产规模给予其 1.9 倍市净率估值, 对应目标价 9.69 元, 维持“买入”评级。

风险提示

主要国家地缘政治冲突风险、俄乌冲突迅速缓和风险、主要产油国减产风险、全球经济低迷风险、环保政策实行力度不及预期风险。

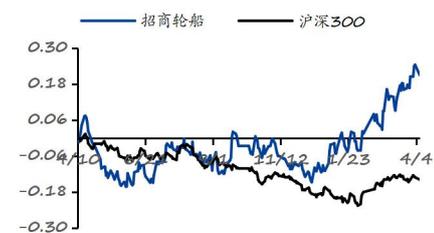
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	29,708	25,881	29,349	30,007	32,094
增长率	22%	-13%	13%	2%	7%
净利润 (百万元)	5,086	4,837	6,739	7,114	8,237
增长率	41%	-5%	39%	6%	16%
EPS (元/股)	0.62	0.59	0.83	0.87	1.01
市盈率 (P/E)	13.2	13.8	9.9	9.4	8.1
市净率 (P/B)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股(百万股)	8,143.81/8,143.81
流通 A 股市值(百万元)	65,069.01
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	40.16
一年内最高/最低价(元)	8.34/5.59

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈照林(S0210522050006)
CZL3792@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福交运】招商轮船 (601872.SH) 2023Q3 点评: 油运淡季增速放缓, 集运干散需求承压——2023.10.31
- 2、【华福交运】招商轮船 (601872.SH) 2023H1 点评: 油运滚装受益景气周期, 干散集运拖累业绩——2023.08.29
- 3、【华福交运】招商轮船 (601872.SH) 2023Q1 点评: 浮云难蔽日, 雾散终有时——2023.04.30

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,953	5,870	6,001	6,419	营业收入	25,881	29,349	30,007	32,094
应收票据及账款	1,157	1,317	1,342	1,433	营业成本	19,177	20,689	20,997	21,749
预付账款	322	310	315	326	税金及附加	17	19	20	21
存货	1,313	1,443	1,403	1,449	销售费用	94	96	98	107
合同资产	1,503	1,521	1,589	1,805	管理费用	963	983	1,025	1,096
其他流动资产	3,337	3,640	3,756	4,123	研发费用	4	4	5	5
流动资产合计	11,082	12,580	12,818	13,749	财务费用	1,049	756	655	665
长期股权投资	5,219	5,637	6,088	6,575	信用减值损失	19	0	0	0
固定资产	40,447	45,658	51,998	55,786	资产减值损失	-53	0	0	0
在建工程	3,429	3,529	3,529	3,429	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,130	1,257	1,451	1,715	投资收益	655	669	682	696
商誉	43	43	43	43	其他收益	23	23	23	23
其他非流动资产	1,044	1,428	1,714	1,976	营业利润	5,272	7,544	7,964	9,221
非流动资产合计	51,312	57,551	64,823	69,523	营业外收入	154	0	0	0
资产合计	62,395	70,131	77,641	83,272	营业外支出	12	0	0	0
短期借款	4,990	8,574	11,405	11,265	利润总额	5,415	7,544	7,964	9,221
应付票据及账款	2,789	2,606	2,707	2,870	所得税	493	687	725	839
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,922	6,857	7,239	8,381
合同负债	338	528	540	578	少数股东损益	85	118	125	144
其他应付款	572	572	572	572	归属母公司净利润	4,837	6,739	7,114	8,237
其他流动负债	3,838	3,775	3,797	3,834	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.83	0.87	1.01
流动负债合计	12,527	16,055	19,022	19,118					
长期借款	12,140	12,140	12,140	12,140					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	388	388	388	388					
非流动负债合计	12,528	12,528	12,528	12,528					
负债合计	25,056	28,584	31,551	31,646					
归属母公司所有者权益	36,891	40,981	45,400	50,791					
少数股东权益	448	566	690	835					
所有者权益合计	37,339	41,547	46,090	51,626					
负债和股东权益	62,395	70,131	77,641	83,272					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,917	9,205	11,385	12,098
现金收益	8,631	10,045	10,696	12,268
存货影响	110	-129	39	-45
经营性应收影响	-4	-149	-30	-102
经营性应付影响	558	-183	102	162
其他影响	-378	-379	578	-186
投资活动现金流	-4,716	-9,104	-10,734	-8,029
资本支出	-5,747	-7,870	-9,337	-7,174
股权投资	-761	-418	-451	-487
其他长期资产变化	1,791	-816	-946	-368
融资活动现金流	-10,376	815	-519	-3,652
借款增加	-7,039	3,584	2,832	-141
股利及利息支付	-2,832	-3,621	-3,681	-4,152
股东融资	47	0	0	0
其他影响	-553	853	330	641

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-12.9%	13.4%	2.2%	7.0%
EBIT 增长率	1.8%	28.4%	3.8%	14.7%
归母公司净利润增长率	-4.9%	39.3%	5.6%	15.8%
获利能力				
毛利率	25.9%	29.5%	30.0%	32.2%
净利率	19.0%	23.4%	24.1%	26.1%
ROE	13.0%	16.2%	15.4%	16.0%
ROIC	14.5%	16.7%	15.6%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	40.8%	40.6%	38.0%
流动比率	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	16	15	16	16
存货周转天数	26	24	24	24
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.83	0.87	1.01
每股经营现金流	1.09	1.13	1.40	1.49
每股净资产	4.53	5.03	5.57	6.24
估值比率				
P/E	14	10	9	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	20	17	16	14

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：hfjys@hfzq.com.cn