

招商轮船 (601872.SH)

油散共振向上带动业绩提升，中期有望实现分红

买入

核心观点

招商轮船发布2024年一季度报。招商轮船2024年一季度实现营业收入62.54亿元，同比提升6.30%，实现归母净利润13.75亿元，同比提升22.62%，实现扣非归母13.59亿元，同比提升23.31%。

油轮业务表现优异，同比实现双位数增长。一季度，OPEC+延续减产，中国原油进口低于预期，但油轮运输市场供需格局继续稳中向好，现货运费保持健康水平，远期（期租）运费及船舶资产价格稳步走高，2023年12月-2024年2月，VLCC TD3C运价均值为41747美元/天，同比增加21%。受到行业运价的提振以及公司运营天的增长，招商轮船2024Q1油轮实现营业收入25.53亿元，同比增长5.37%，实现毛利8.70亿元，同比增长13.87%。展望全年，2024年仅剩1艘VLCC可以交付，供给侧的刚性收缩有望带来运价持续高景气，有望迎来“淡季不淡、旺季更旺”的周期上行阶段。

干散货运价强劲，招商轮船散货业绩弹性有望释放。散货市场年初以来表现强劲，淡季需求相对较好，地缘、气候变化等持续带来扰动，运价大幅波动。1-3月BDI均值为1833点，同比增长84.68%，BDI指数出现近8年同期最高点。好望角型散货船表现尤其亮眼，为2010年以来最佳的一季度。招商轮船散运2024Q1实现营业收入18.96亿元，同比增长17.33%，实现毛利3.57亿元，同比增长275.79%。随着淡水河谷的扩产，散运有望维持较高景气度。

滚装船队成长逻辑兑现，LNG维持稳定，集运静待行业修复。一季度，招商滚装实现毛利0.80亿元，同比增长116.22%，外贸船队的扩张带来公司业绩高增，LNG的投资收益保持相对稳定，但是集运板块仅实现利润1.04亿元，同比下滑50.94%，但是考虑到当前红海局势仍不稳定，我们认为公司集运板块的业绩有望修复。

招商轮船公告中期分红计划，大力汇报投资者。4月29日，招商轮船董事会审议通过2024年中期分红计划，拟以截止2024年6月30日的总股本为基数，派发现金红利总金额不超过当期实现的归属上市股东净利润的50%（合并报表口径），有望实现公司上市以来首次中期分红，彰显公司增强投资者回报的决心。

风险提示：宏观经济超预期下滑、安全事故、环保公约影响不及预期等。

投资建议：2024年招商轮船油散双核有望实现共振，旺季弹性有望充分释放，维持招商轮船2024-2026的盈利预测68.40/73.82/79.30的净利润预测不变，对应PE估值为9.9/9.1/8.5倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	29,708	25,881	30,669	33,226	35,751
(+/-%)	21.7%	-12.9%	18.5%	8.3%	7.6%
净利润(百万元)	5086	4837	6840	7382	7930
(+/-%)	40.9%	-4.9%	41.4%	7.9%	7.4%
每股收益(元)	0.63	0.59	0.84	0.91	0.97
EBIT Margin	18.5%	21.7%	26.2%	25.8%	25.6%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	13.1%	16.7%	16.3%	15.8%
市盈率 (PE)	13.2	13.9	9.9	9.1	8.5
EV/EBITDA	13.1	11.8	7.8	7.3	6.6
市净率 (PB)	2.04	1.83	1.64	1.48	1.34

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

公司研究·财报点评

交通运输·航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

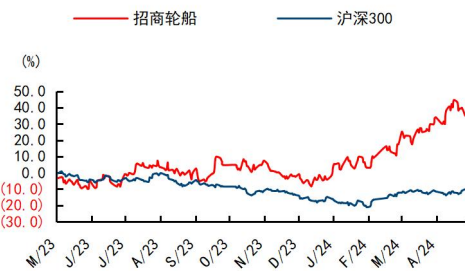
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.28元
总市值/流通市值	67431/67431百万元
52周最高价/最低价	9.06/5.59元
近3个月日均成交额	330.60百万元

市场走势



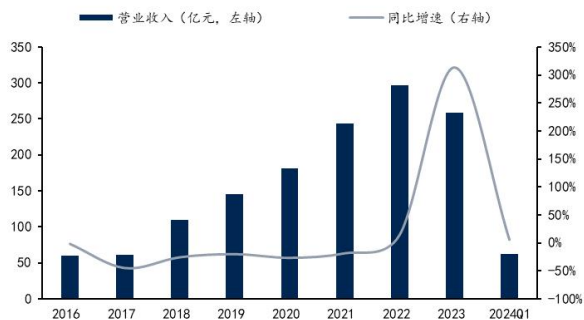
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商轮船(601872.SH)-提高分红比例至40%，2024油散运价中枢有望抬升》——2024-03-29
- 《招商轮船(601872.SH)-Q3集中装塔影响运营天，静待旺季弹性释放》——2023-10-31
- 《招商轮船(601872.SH)-综合航弹弹性初显，业绩有望持续增长》——2023-08-30
- 《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

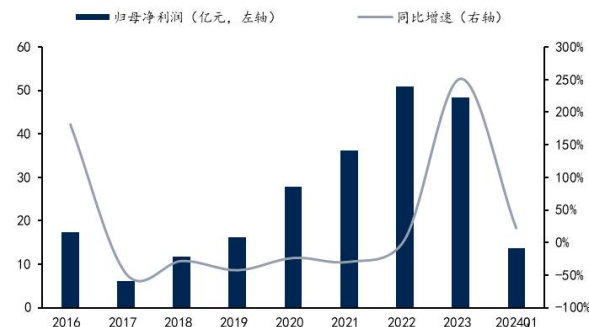
招商轮船发布 2024 年一季度报。招商轮船 2024 年一季度实现营业收入 62.54 亿元，同比提升 6.30%，实现归母净利润 13.75 亿元，同比提升 22.62%，实现扣非归母 13.59 亿元，同比提升 23.31%。

图1：招商轮船营业收入及增速



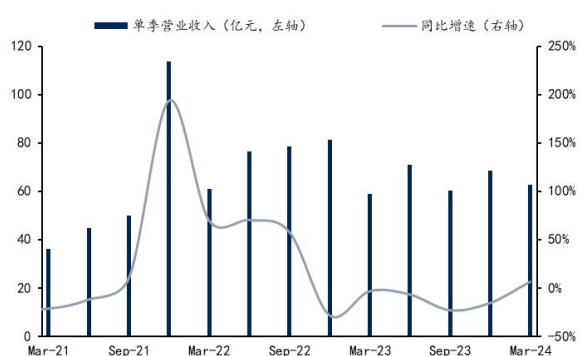
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

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

油轮业务表现优异，同比实现双位数增长。一季度，OPEC+延续减产，中国原油进口低于预期，但油轮运输市场供需格局继续稳中向好，现货运费保持健康水平，远期(期租)运费及船舶资产价格稳步走高，2023 年 12 月-2024 年 2 月，VLCC TD3C 运价均值为 41747 美元/天，同比增加 21%。受到行业运价的提振以及公司运营天的增长，招商轮船 2024Q1 油轮实现营业收入 25.53 亿元，同比增长 5.37%，实现毛利 8.70 亿元，同比增长 13.87%。展望全年，2024 年仅剩 1 艘 VLCC 可以交付，供给侧的刚性收缩有望带来运价持续高景气，有望迎来“淡季不淡、旺季更旺”的周期上行阶段。

干散货运价强劲，招商轮船散货业绩弹性有望释放。散货市场年初以来表现强劲，淡季需求相对较好，地缘、气候变化等持续带来扰动，运价大幅波动。1-3月BDI均值为1833点，同比增长84.68%，BDI指数出现近8年同期最高点。好望角型散货船表现尤其亮眼，为2010年以来最佳的一季度。招商轮船散运2024Q1实现营业收入18.96亿元，同比增长17.33%，实现毛利3.57亿元，同比增长275.79%。随着淡水河谷的扩产，散运有望维持较高景气度。

滚装船队成长逻辑兑现，LNG维持稳定，集运静待行业修复。一季度，招商滚装实现毛利0.80亿元，同比增长116.22%，外贸船队的扩张带来公司业绩高增，LNG的投资收益保持相对稳定，但是集运板块仅实现利润1.04亿元，同比下滑50.94%，但是考虑到当前红海局势仍不稳定，我们认为公司集运板块的业绩有望修复。

表1: 2024年一季度招商轮船分板块业绩

业务板块	营业收入				净利润			
	2024年一季度	2023年一季度	同比变动额	同比变动比率	2024年一季度	2023年一季度	同比变动额	同比变动比率
油轮运输	25.53	24.23	1.3	5.37%	8.7	7.64	1.06	13.87%
干散货运输	18.96	16.16	2.8	17.33%	3.57	0.95	2.62	275.79%
滚装运输	4.04	3.69	0.35	9.49%	0.8	0.37	0.43	116.22%
集装箱运输	10.38	11.53	-1.15	-9.97%	1.04	2.12	-1.08	-50.94%
LNG运输					1.56	1.59	-0.03	-1.89%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

招商轮船公告中期分红计划，大力汇报投资者。4月29日，招商轮船董事会审议通过2024年中期分红计划，拟以截止2024年6月30日的总股本为基数，派发现金红利总金额不超过当期实现的归属上市股东净利润的50%（合并报表口径），有望实现公司上市以来首次中期分红，彰显公司增强投资者回报的决心。

风险提示：宏观经济超预期下滑、安全事故、环保公约影响不及预期等。

投资建议：

2024年招商轮船油散双核有望实现共振，旺季弹性有望充分释放，维持招商轮船2024-2026的盈利预测68.40/73.82/79.30的净利润预测不变，对应PE估值为9.9/9.1/8.5倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11229	4953	5358	7873	3812	营业收入	29708	25881	30669	33226	35751
应收款项	3032	2889	5041	6372	6856	营业成本	23195	19177	21487	23437	25330
存货净额	1424	1313	1482	1629	1770	营业税金及附加	35	17	31	33	36
其他流动资产	2229	1925	2147	2326	2503	销售费用	90	94	92	100	107
流动资产合计	17916	11082	14029	18201	14942	管理费用	888	963	1027	1075	1136
固定资产	41444	43876	42907	42271	45437	研发费用	1	4	2	2	3
无形资产及其他	475	1130	1086	1042	997	财务费用	416	1049	548	446	335
投资性房地产	1176	1087	1087	1087	1087	投资收益	646	655	700	700	700
长期股权投资	4458	5219	5719	6219	6719	资产减值及公允价值变动	(26)	(53)	15	15	0
资产总计	65470	62395	64828	68819	69182	其他收入	284	89	(2)	(2)	(3)
短期借款及交易性金融负债	4857	7907	6000	5000	200	营业利润	5988	5272	8197	8848	9504
应付款项	2354	2789	2471	2715	2950	营业外净收支	(54)	142	0	0	0
其他流动负债	1757	1831	2296	2517	2732	利润总额	5934	5415	8197	8848	9504
流动负债合计	8968	12527	10767	10232	5882	所得税费用	867	493	1230	1327	1426
长期借款及应付债券	22230	12140	12140	12140	12140	少数股东损益	(19)	85	128	138	149
其他长期负债	772	388	388	388	388	归属于母公司净利润	5086	4837	6840	7382	7930
长期负债合计	23001	12528	12528	12528	12528	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	31970	25056	23295	22761	18410	净利润	5086	4837	6840	7382	7930
少数股东权益	453	448	538	635	590	资产减值准备	26	27	2	(1)	3
股东权益	33047	36891	40995	45424	50182	折旧摊销	2062	2202	3527	3697	3876
负债和股东权益总计	65470	62395	64828	68819	69182	公允价值变动损失	26	53	(15)	(15)	0
						财务费用	416	1049	548	446	335
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1118)	799	(2394)	(1192)	(350)
每股收益	0.63	0.59	0.84	0.91	0.97	其它	(38)	8	87	97	(47)
每股红利	0.21	0.35	0.34	0.36	0.39	经营活动现金流	6042	7926	8047	9969	11412
每股净资产	4.07	4.53	5.03	5.58	6.16	资本开支	0	(4596)	(2501)	(3001)	(7001)
ROIC	8.10%	7.70%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(1)	(0)	1	0	0
ROE	15.39%	13.11%	17%	16%	16%	投资活动现金流	(1385)	(5357)	(3000)	(3501)	(7501)
毛利率	22%	26%	30%	29%	29%	权益性融资	605	47	0	0	0
EBIT Margin	19%	22%	26%	26%	26%	负债净变化	4135	(10090)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	30%	38%	37%	36%	支付股利、利息	(1694)	(2832)	(2736)	(2953)	(3172)
收入增长	22%	-13%	18%	8%	8%	其它融资现金流	(9585)	16951	(1907)	(1000)	(4800)
净利润增长率	41%	-5%	41%	8%	7%	融资活动现金流	(4097)	(8845)	(4643)	(3953)	(7972)
资产负债率	50%	41%	37%	34%	27%	现金净变动	560	(6276)	404	2515	(4061)
股息率	2.5%	4.2%	4.1%	4.4%	4.7%	货币资金的期初余额	10669	11229	4953	5358	7873
P/E	13.2	13.9	9.9	9.1	8.5	货币资金的期末余额	11229	4953	5358	7873	3812
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	企业自由现金流	0	3519	5458	6796	4294
EV/EBITDA	13.1	11.8	7.8	7.3	6.6	权益自由现金流	0	10380	3085	5417	(791)

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提及的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