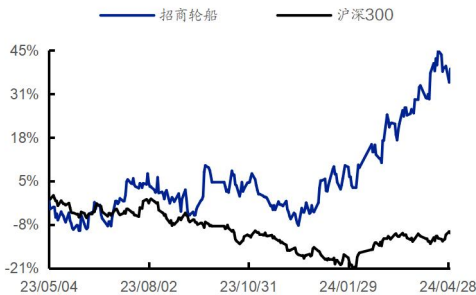


研究所:  
 证券分析师: 祝玉波 S0350523120005  
 zhouyb01@ghzq.com.cn  
 联系人: 张付哲 S0350123060017  
 zhangfz@ghzq.com.cn

## 油运向上散运复苏, 中期分红凸显红利

### ——招商轮船 (601872) 2024 年一季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
招商轮船	7.2%	30.6%	32.7%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

#### 市场数据

2024/04/30

当前价格 (元)	8.53
52 周价格区间 (元)	5.59-9.06
总市值 (百万)	69,466.67
流通市值 (百万)	69,466.67
总股本 (万股)	814,380.64
流通股本 (万股)	814,380.64
日均成交额 (百万)	426.97
近一月换手 (%)	0.62

#### 相关报告

《招商轮船 (601872) 2023 年报点评: 板块轮动业绩稳定, 期待油散共振资产重估 (买入)\*航运港口\*祝玉波》——2024-03-30

#### 事件:

2024 年 4 月 29 日, 招商轮船发布 2024 年一季度报: 公司 2024 年一季度实现营业收入 62.54 亿元, 同比上升 6.30%; 归属于上市公司股东的净利润为 13.75 亿元, 同比上升 22.62%。

分板块来看, 油轮运输净利润 8.70 亿元, 同比+13.87%; 散货船运输净利润 3.57 亿元, 大幅增长, 同比+275.79%; 集装箱运输净利润 1.04 亿元, 同比-50.94%; 滚装船运输净利润 0.80 亿元, 同比+116.22%。

#### 投资要点:

■ **油运向上散运复苏, 2024Q1 归母净利润同比大涨** 2024 年一季度公司归母净利润 13.75 亿元, 较上年同期上升 22.62%, 油运和散运业务贡献核心增量。根据公司一季报, **1) 油轮市场:** 2024Q1, 中国原油进口低于公司预期, 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。1-3 月 TD3C 航线 TCE 均值为 44,424 美元/天。根据公司一季报, **2) 干散货船市场:** 年初表现超预期, 淡季需求相对较好。1-3 月 BDI 均值为 1,833 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。**3) 集装箱船市场:** 截至 2024 年 3 月 29 日, 受红海绕行影响, 中国集装箱出口运价指数 (CCFI) 为 1,208.42, 同比上升 26%; 上海集装箱出口运价指数 (SCFI) 为 1,730.98, 同比上升 87%。东北亚航线暂未受益, 日本航线指数 767.95, 环比上升 3%; 中国台湾海峡两岸航线指数 1,255.75, 环比下降 8%。**4) 汽车滚装船市场:** 内贸季节性低迷, 但外贸出口未受春节因素明显影响, 持续畅旺, 运价稳中有升, 继续保持高景气。

■ **油散共振正在验证, 中期分红 5 成显红利** 油运向上散运复苏, 油散共振逻辑正在验证。油运市场供需差持续拉大, 市场或继续处于景气上行和延长阶段, 油运业务有望成为公司未来三年业绩弹性的主要来源。散运市场在运力环保出清下, 供需关系逐步向好, 强预期导致即期市场活跃度提升, 加之金融属性推动, 市场未来预计易涨难跌。公司计划开展 2024 年度中期分红, 不超过当期归母净利润的 50%, 凸显公司红利属性。

■ **盈利预测和投资评级** 招商轮船是全球综合航运龙头, 初步成长

为弱周期成长航运平台。基于行业最新的供需关系和宏观因素，我们调整了公司盈利预测，预计招商轮船 2024-2026 年营业收入分别为 294.69、322.14 与 335.21 亿元，归母净利润分别为 75.36、101.63 与 108.30 亿元，对应 PE 分别约为 9、7、6 倍。由于油运业务向好，同时散货市场正在复苏，有望散油共振，维持“买入”评级。

- **风险提示** 分红不及预期；美联储降息不及预期；中国经济增长不及预期；环保及节能减排政策不及预期；航运市场波动；经济制裁和出口管制；地缘政治风险；汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25881	29469	32214	33521
增长率(%)	-13	14	9	4
归母净利润（百万元）	4837	7536	10163	10830
增长率(%)	-5	56	35	7
摊薄每股收益（元）	0.59	0.93	1.25	1.33
ROE(%)	13	18	22	21
P/E	9.80	9.22	6.84	6.41
P/B	1.30	1.70	1.52	1.36
P/S	1.85	2.36	2.16	2.07
EV/EBITDA	7.43	6.96	5.17	4.55

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:	8.53				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	18%	22%	21%	EPS	0.60	0.93	1.25	1.33										
毛利率	26%	31%	38%	38%	BVPS	4.53	5.01	5.63	6.29										
期间费率	8%	6%	6%	5%	<b>估值</b>														
销售净利率	19%	26%	32%	32%	P/E	9.80	9.22	6.84	6.41										
<b>成长能力</b>					P/B	1.30	1.70	1.52	1.36										
收入增长率	-13%	14%	9%	4%	P/S	1.85	2.36	2.16	2.07										
利润增长率	-5%	56%	35%	7%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.40	0.47	0.49	0.49	营业收入	25881	29469	32214	33521										
应收账款周转率	22.14	24.14	24.04	23.46	营业成本	19177	20246	20026	20768										
存货周转率	14.01	15.28	15.06	15.37	营业税金及附加	17	21	25	24										
<b>偿债能力</b>					销售费用	94	97	106	113										
资产负债率	40%	35%	31%	27%	管理费用	963	972	1063	1106										
流动比	0.88	1.01	1.40	1.89	财务费用	1049	655	609	481										
速动比	0.63	0.68	1.04	1.51	其他费用/(-收入)	4	3	3	4										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	5272	8651	11597	12342										
现金及现金等价物	4953	3900	6888	11033	营业外净收支	142	0	0	0										
应收款项	1157	1290	1401	1468	利润总额	5415	8651	11597	12342										
存货净额	1313	1336	1323	1380	所得税费用	493	1042	1332	1391										
其他流动资产	3659	4066	4406	4589	净利润	4922	7610	10265	10950										
<b>流动资产合计</b>	<b>11082</b>	<b>10593</b>	<b>14017</b>	<b>18469</b>	少数股东损益	85	73	102	121										
固定资产	40447	41084	42465	44929	归属于母公司净利润	4837	7536	10163	10830										
在建工程	3429	4134	2956	278	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	2217	2265	2314	2364	经营活动现金流	8917	9252	12283	13393										
长期股权投资	5219	5219	5219	5219	净利润	4837	7536	10163	10830										
<b>资产总计</b>	<b>62395</b>	<b>63294</b>	<b>66971</b>	<b>71259</b>	少数股东损益	85	73	102	121										
短期借款	4990	4490	3990	3490	折旧摊销	2833	2593	2950	3155										
应付款项	2789	2599	2595	2738	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	594	-569	-443	-55										
其他流动负债	4749	3442	3440	3549	投资活动现金流	-4716	-2847	-2027	-1714										
<b>流动负债合计</b>	<b>12527</b>	<b>10530</b>	<b>10024</b>	<b>9776</b>	资本支出	-4294	-3576	-2814	-2541										
长期借款及应付债券	12140	11140	10140	9140	长期投资	-759	0	0	0										
其他长期负债	388	342	342	342	其他	336	729	787	827										
<b>长期负债合计</b>	<b>12528</b>	<b>11482</b>	<b>10482</b>	<b>9482</b>	筹资活动现金流	-10376	-7466	-7268	-7534										
<b>负债合计</b>	<b>25056</b>	<b>22012</b>	<b>20506</b>	<b>19258</b>	债务融资	-7279	-2991	-1500	-1500										
股本	8144	8144	8144	8144	权益融资	47	20	0	0										
股东权益	37339	41282	46465	52001	其它	-3145	-4495	-5768	-6034										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>62395</b>	<b>63294</b>	<b>66971</b>	<b>71259</b>	现金净增加额	-6138	-1053	2988	4145										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，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、跨境电商物流、以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

## 【分析师承诺】

祝玉波，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视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述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。