

2024年08月30日

招商轮船 (601872.SH)

买入 (维持)

——油散市场有望旺季共振，股东回报计划凸显红利

投资要点:

- **事件:** 2024年H1公司实现营收132.35亿元,同比增长1.88%,其中Q2实现营收69.81亿元,同比下降1.78%;实现归母净利润25.0亿元,同比下降9.88%,其中Q2实现归母净利11.22亿元,同比下降31.99%。分板块来看,油轮运输净利润16.74亿元,同比-7.66%;散货船运输净利润8.00亿元,同比+125.35%;集装箱运输净利润2.40亿元,同比-48.05%;滚装船运输净利润1.70亿元,同比+34.92%。
- **油运强劲散运亮眼,2024Q2实际归母净利润环比增长。** 2024年上半年公司归母净利润25.00亿元,较上年同期下降9.88%,散运和滚装运输业务贡献核心增量。根据公司上半年报,1)油轮市场:2024H1,油轮市场供需总体继续抽紧,油轮运价呈现波动规律性降低。VLCC期租租金持续上涨,较去年同期高17%。克拉克森预计2024年原油海运贸易量将增长0.4%至19.9亿吨,未来油轮市场将保持强劲。根据公司半年报,2)干散货船市场:世界散货海运同比增长5%,中国需求为主要增长动力来源。报告期内,BDI均值达到1,836点,同比大升57%。好望角型船同比上升95%,表现亮眼。3)集装箱船市场:受地缘政治冲突等多重因素影响,集运市场尤其是远洋航线运力处于供不应求状态。截至2024年6月30日,中国集装箱出口运价指数(CCFI)为1,922.46,同比上升115%,环比上升29%;上海集装箱出口运价指数(SCFI)为3,714.32,同比上升290%,环比上升22%。4)汽车滚装船市场:汽车海运贸易量持续增长,国际滚装市场继续保持高位运行,6,500标准车位汽车运输船一年期租金维持高位震荡。考虑到为分红交所得税所产生的额外计提的影响,实际Q2实现归母净利润为14.16亿元,环比增长3%。
- **油旺散苏趋势初现,油散旺季弹性共振。** 油运市场:供给侧新船较少+船队老龄化,明稳暗降,需求侧则因非OPEC增产产量距双增,市场景气度有望持续提升,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:供需均增长有限,环保出清存量运力或将推动市场逐渐复苏。预计美联储2024年年内首次降息,未来两年全球宏观基本面或逐步改善,为干散货航运市场持续带来支撑。油运、散运运价由市场供需关系主导,季节性明显。原油油运旺季通常在10月、11月,非OPEC增产叠加OPEC+释产有望利好VLCC在Q4旺季运价表现。若OPEC+减产措施放松,我们预计也会在冬季进一步推升旺季需求。散运的传统性旺季通常在9月、10月。
- **半年度分红落地+未来三年股东回报规划,业绩上行期显红利属性。** 根据公司公告,2024年半年度利润分配方案拟每10股派发现金红利人民币1元(含税),合计派发现金红利814,380,635.30元。现金红利相当于当期归属于上市公司股东净利润的32.62%。为完善对投资者持续、稳定、科学的回报规划与机制,保证公司利润分配政策的连续性和稳定性,兼顾全体股东的短、中、长期利益和公司的中长期价值创造及可持续发展,公司制定了未来三年(2024年-2026年)股东回报规划(草案),将坚持以现金分红为主,在考虑公司发展阶段(成熟期/成长期)和是否有重大资金支出安排的不同情况下,分别以80%/50%/30%作为最低分红比例。
- **盈利预测与投资观点:** 招商轮船作为油散双核的航运龙头,油运进入上行期,散运进入复苏期,双主业有望共振,预计公司未来利润持续向好。我们预计2024-2026年分别实现营业收入286.53、290.96、306.03亿元;实现归母净利润63.26、70.35、81.48亿元,当前股价对应的PE

证券分析师

孙延

S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现:



股价数据: 2024年8月28日

| | |
|------------|-----------|
| 收盘价(元) | 8.21 |
| 年内最高/最低(元) | 9.83/5.63 |
| 总市值(亿元) | 668.61 |

分别为 10.57、9.50、8.21 倍，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。

| 盈利预测与估值 | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入（百万元） | 25,881.01 | 28,653.26 | 29,096.64 | 30,603.02 |
| 增长率(%) | -12.88 | 10.71 | 1.55 | 5.18 |
| 归母净利润（百万元） | 4,836.97 | 6,326.63 | 7,035.52 | 8,148.42 |
| 增长率(%) | -4.92 | 30.80 | 11.20 | 15.82 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.59 | 0.78 | 0.86 | 1.00 |
| ROE(%) | 13.11 | 15.69 | 16.05 | 17.00 |
| P/E | 9.80 | 10.57 | 9.50 | 8.21 |
| P/B | 1.30 | 1.66 | 1.52 | 1.40 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-----------|----------|----------|----------|
| 现金及现金等价物 | 4953.35 | 5256.31 | 7457.80 | 10163.53 |
| 应收款项 | 1156.82 | 1254.31 | 1265.05 | 1339.80 |
| 存货净额 | 1313.26 | 1366.95 | 1344.80 | 1375.02 |
| 其他流动资产 | 3659.00 | 3972.89 | 4023.42 | 4224.84 |
| 流动资产合计 | 11082.43 | 11850.46 | 14091.06 | 17103.19 |
| 固定资产 | 40446.74 | 41083.89 | 42464.88 | 44928.95 |
| 在建工程 | 3429.01 | 4134.22 | 2956.18 | 278.14 |
| 无形资产及其他 | 2217.31 | 2267.62 | 2317.28 | 2366.76 |
| 长期股权投资 | 5219.17 | 5219.17 | 5219.17 | 5219.17 |
| 资产总计 | 62394.66 | 64555.36 | 67048.57 | 69896.19 |
| 短期借款 | 4989.66 | 5989.66 | 5989.66 | 5489.66 |
| 应付款项 | 2788.86 | 2658.83 | 2637.99 | 2728.00 |
| 预收帐款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 4748.68 | 3315.69 | 3241.51 | 3334.02 |
| 流动负债合计 | 12527.20 | 11964.18 | 11869.16 | 11551.68 |
| 长期借款及应付债券 | 12140.26 | 11140.26 | 10140.26 | 9140.26 |
| 其他长期负债 | 388.12 | 615.44 | 615.44 | 615.44 |
| 长期负债合计 | 12528.38 | 11755.70 | 10755.70 | 9755.70 |
| 负债合计 | 25055.58 | 23719.88 | 22624.85 | 21307.38 |
| 股本 | 8143.81 | 8143.81 | 8143.81 | 8143.81 |
| 股东权益 | 37339.08 | 40835.48 | 44423.72 | 48588.81 |
| 负债和股东权益总计 | 62394.66 | 64555.36 | 67048.57 | 69896.19 |
| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 8917.30 | 8604.88 | 9683.85 | 10931.97 |
| 净利润 | 4836.97 | 6326.63 | 7035.52 | 8148.42 |
| 少数股东损益 | 84.67 | 61.41 | 70.48 | 90.89 |
| 折旧摊销 | 2832.51 | 2592.96 | 2949.68 | 3154.54 |
| 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 594.14 | -412.11 | -134.14 | -123.87 |
| 投资活动现金流 | -4716.34 | -2939.52 | -2199.30 | -1942.99 |
| 资本支出 | -4293.74 | -3614.20 | -2874.35 | -2600.95 |
| 长期投资 | -759.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 336.42 | 674.68 | 675.04 | 657.96 |
| 筹资活动现金流 | -10376.35 | -5384.94 | -5283.05 | -6283.25 |
| 债务融资 | -7278.93 | -1616.89 | -1000.00 | -1500.00 |
| 权益融资 | 47.48 | 43.06 | 0.00 | 0.00 |
| 其它 | -3144.90 | -3811.11 | -4283.05 | -4783.25 |
| 现金净增加额 | -6137.71 | 302.96 | 2201.49 | 2705.73 |

资料来源: Wind, 华源证券研究预测

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 25881.01 | 28653.26 | 29096.64 | 30603.02 |
| 营业成本 | 19176.68 | 20713.17 | 20359.00 | 20695.97 |
| 营业税金及附加 | 16.83 | 20.06 | 22.24 | 22.16 |
| 销售费用 | 94.22 | 94.56 | 96.02 | 102.73 |
| 管理费用 | 963.35 | 945.56 | 960.19 | 1009.90 |
| 财务费用 | 1049.35 | 688.73 | 660.17 | 559.89 |
| 其他费用/(-收入) | 3.94 | 2.63 | 3.02 | 3.30 |
| 营业利润 | 5272.40 | 7262.44 | 8028.08 | 9286.19 |
| 营业外净收支 | 142.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 5414.59 | 7262.44 | 8028.08 | 9286.19 |
| 所得税费用 | 492.96 | 874.41 | 922.08 | 1046.89 |
| 净利润 | 4921.64 | 6388.03 | 7106.00 | 8239.31 |
| 少数股东损益 | 84.67 | 61.41 | 70.48 | 90.89 |
| 归属于母公司净利润 | 4836.97 | 6326.63 | 7035.52 | 8148.42 |

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | : 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | : 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | : 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | : 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数