

招商轮船 (601872.SH)

盈利能力稳健，中期分红提高股东回报

买入 (维持评级)

当前价格: 7.51元

投资要点:

► **事件: 招商轮船发布2024年中报**, 上半年公司累计实现营业收入132.3亿元, 同比增加1.9%; 归母净利润25亿元, 同比减少9.9%; 扣非归母净利润24.4亿元, 同比减少10.6%。单二季度公司实现营业收入69.8亿元, 环比增加11.6%, 同比减少1.8%; 归母净利润11.2亿元, 环比减少18.4%, 同比减少32%; 扣非归母净利润10.9亿元, 环比减少20.1%, 同比减少33.5%。

点评:

► **盈利能力稳健, 中期分红提高股东回报。**2024年上半年公司营业收入同比增加1.9%, 主要系受益于干散货船队运价反弹, 收入改善明显, 但受油轮及集装箱运价下降影响, 整体收入同比小幅增加。公司注重股东回报, 首次派发中期股息每股人民币0.1元(含税), 并发布《未来三年股东回报规划》承诺2024-2026年公司以现金方式分配的股息应占当年归母净利润的40%左右。因此为满足中期现金分红等需求, 公司拟从境外汇入利润12亿人民币, 导致所得税费用增加2.96亿元, 若排除所得税影响, 公司2024年上半年则实现净利润28.4亿元, 同比增加1.4%。**业务结构看**, 公司业务板块油运/散货/集运/滚装/其他营收占比分别为37%/30%/7%/21%/5%, 净利润占比分别为66%/31%/9%/7%/-13%。

► **油轮船队经营优异持续跑赢市场, 需求短期承压。**2024年上半年公司油轮船队实现净利润16.74亿元, 同比减少7.77亿元; 其中二季度实现净利润8亿元, 环比减少7.6%, 同比减少23%。上半年原油轮运价冲高后震荡回落, 一季度大西洋船东挺涨台湾航线运价, 叠加中东货盘集中成交导致运价飙升; 二季度受“OPEC+”持续减产以及中国原油需求放缓的影响, 运价转跌。在市场震荡下行的不利局面下, 公司油轮船队经营业绩继续跑赢市场指数, VLCC船队实现日平均TCE4.77万美元(同比减少6.9%, 市场同比减少18%), Aframax船队实现平均TCE3.35万美元(同比减少6%, 市场同比减少23%)。

► **干散货船周转放缓, 需求强劲超预期。**2024年上半年公司散货船队实现净利润8亿元, 同比大幅增加125.4%; 其中二季度实现净利润4.4亿元, 同比增加70.4%, 环比增加24.1%。上半年干散货运市场巴西铁矿石、西非铝土矿等货盘给予有力支撑, 同时地缘政治冲突以及巴拿马运河干旱绕航使得中小型船运力周转放缓, 且运力增速进一步放缓, 带动运价明显回升, BDI上半年平均值为1836点, 同比上涨58.7%; 公司散货船队受益于此日均TCE均有不同程度的提升, VLOC船队(长期COA)实现平均TCE3.54万美元/日; Capesize船队实现平均TCE23,434美元/日, 跑赢指数6%。

► **外贸滚装景气延续, 班轮业务整合成效可期。**2024年上半年公司集运及滚装船队分别实现净利润2.4、1.7亿元, 同比分别减少48.1%、增加34.5%; 其中二季度分别实现净利润1.4、0.9亿元, 同比分别减少45.6%、增加0.6%, 环比分别增加30.8%、11.9%。整体市场看, 集运板块上半年受红海航线中断等多重因素影响, 尤其远洋航线运力呈现供不应求的状态; 但公司集运船队主营亚洲航线, 年初以来运价持续改善, 但本轮受益程度相对有限。滚装板块, 受益于中国新能源车出口的拉动, 国际滚装市场需求旺盛, 2024年1-6月中国汽车实现出口279.3万辆, 同比增加30.5%。招商滚装积极推进运力内转外、实现量价双增, 上半年外贸滚装运量达到5.29万箱, 同比增加30%。同时公司拟拆分旗下集运及滚装运营主体中外运集运和招商滚装与安通控股重组上市, 整合完成后招商局下航运板块协同性将进一步提升。

► **盈利预测:** 鉴于当前航运市场各细分板块的供需展望, 我们调整公司2024-2026年盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润至52.1/56.6/67.8亿元(此前24-26年预测为67.4/71.1/82.4亿元), 折合EPS 0.64/0.69/0.83元。截至2024年8月30日公司收盘价为7.51元, 对应24-26年PB分别为1.6/1.4/1.3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9.33元, 维持“买入”评级。

风险提示

主要产油国减产风险、主要国家地缘政治冲突风险、中国需求复苏不及预期风险、全球经济低迷风险、环保政策实行力度不及预期风险。

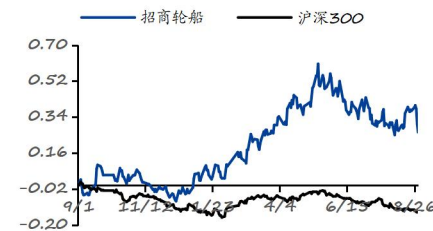
| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 29,708 | 25,881 | 28,300 | 28,801 | 30,816 |
| 增长率 | 22% | -13% | 9% | 2% | 7% |
| 净利润(百万元) | 5,086 | 4,837 | 5,213 | 5,659 | 6,784 |
| 增长率 | 41% | -5% | 8% | 9% | 20% |
| EPS(元/股) | 0.62 | 0.59 | 0.64 | 0.69 | 0.83 |
| 市盈率(P/E) | 12.0 | 12.6 | 11.7 | 10.8 | 9.0 |
| 市净率(P/B) | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

| | |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 8,143.81/8,143.81 |
| 流通A股市值(百万元) | 61,159.99 |
| 每股净资产(元) | 4.63 |
| 资产负债率(%) | 42.89 |
| 一年内最高/最低价(元) | 9.95/5.60 |

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)2024H1 点评: 供需错配拖累业绩, 静待需求复苏油散共振——2024.04.08
- 2、【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
- 3、【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

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 | 5,660 | 5,760 | 6,163 | 营业收入 | 25,881 | 28,300 | 28,801 | 30,816 |
| 应收票据及账款 | 1,157 | 1,270 | 1,288 | 1,376 | 营业成本 | 19,177 | 21,325 | 21,375 | 22,022 |
| 预付账款 | 322 | 320 | 321 | 330 | 税金及附加 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 存货 | 1,313 | 1,487 | 1,429 | 1,467 | 销售费用 | 94 | 96 | 98 | 107 |
| 合同资产 | 1,503 | 1,467 | 1,525 | 1,733 | 管理费用 | 963 | 983 | 1,020 | 1,091 |
| 其他流动资产 | 3,337 | 3,510 | 3,605 | 3,958 | 研发费用 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 流动资产合计 | 11,082 | 12,247 | 12,403 | 13,294 | 财务费用 | 1,049 | 780 | 705 | 746 |
| 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 | 5,836 | 6,335 | 7,594 |
| 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 | 69,798 | 77,226 | 82,818 | 营业外支出 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 4,990 | 9,731 | 13,388 | 14,119 | 利润总额 | 5,415 | 5,836 | 6,335 | 7,594 |
| 应付票据及账款 | 2,789 | 2,686 | 2,756 | 2,906 | 所得税 | 493 | 531 | 577 | 691 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 4,922 | 5,304 | 5,759 | 6,902 |
| 合同负债 | 338 | 509 | 518 | 555 | 少数股东损益 | 85 | 91 | 99 | 119 |
| 其他应付款 | 572 | 572 | 572 | 572 | 归属母公司净利润 | 4,837 | 5,213 | 5,659 | 6,784 |
| 其他流动负债 | 3,838 | 3,776 | 3,795 | 3,832 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.59 | 0.64 | 0.69 | 0.83 |
| 流动负债合计 | 12,527 | 17,275 | 21,030 | 21,983 | | | | | |
| 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 | 29,804 | 33,558 | 34,511 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 36,891 | 39,455 | 43,029 | 47,549 | | | | | |
| 少数股东权益 | 448 | 539 | 638 | 757 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 37,339 | 39,994 | 43,667 | 48,306 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 62,395 | 69,798 | 77,226 | 82,818 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 8,917 | 7,862 | 9,969 | 10,711 |
| 现金收益 | 8,631 | 8,517 | 9,267 | 10,871 |
| 存货影响 | 110 | -174 | 58 | -38 |
| 经营性应收影响 | -4 | -111 | -19 | -97 |
| 经营性应付影响 | 558 | -103 | 70 | 149 |
| 其他影响 | -378 | -267 | 593 | -174 |
| 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 | 1,948 | 866 | -2,279 |
| 借款增加 | -7,039 | 4,742 | 3,657 | 731 |
| 股利及利息支付 | -2,832 | -3,023 | -3,136 | -3,638 |
| 股东融资 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -553 | 230 | 345 | 628 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | -12.9% | 9.3% | 1.8% | 7.0% |
| EBIT 增长率 | 1.8% | 2.4% | 6.4% | 18.5% |
| 归母公司净利润增长率 | -4.9% | 7.8% | 8.6% | 19.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.9% | 24.6% | 25.8% | 28.5% |
| 净利率 | 19.0% | 18.7% | 20.0% | 22.4% |
| ROE | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 14.0% |
| ROIC | 14.5% | 13.4% | 12.8% | 14.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 40.2% | 42.7% | 43.5% | 41.7% |
| 流动比率 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 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 | 25 | 24 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.59 | 0.64 | 0.69 | 0.83 |
| 每股经营现金流 | 1.09 | 0.97 | 1.22 | 1.32 |
| 每股净资产 | 4.53 | 4.84 | 5.28 | 5.84 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 13 | 12 | 11 | 9 |
| P/B | 2 | 2 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 17 | 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