

601872.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.91

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.2	(7.0)	(21.8)	12.9
相对上证综指	20.1	(4.5)	(12.8)	24.5

发行股数(百万)	8,143.81
流通股(百万)	8,143.81
总市值(人民币 百万)	56,273.70
3个月日均交易额(人民币 百万)	313.46
主要股东	
招商局轮船有限公司	54.02

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2024 年 9 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

《招商轮船》20240423
 《招商轮船》20231107
 《招商轮船》20230830

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 航运港口

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

证券分析师: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524070002

招商轮船

中东出货量减少拖累 VLCC 现货需求, BDI 走强散运净利润大幅增长

公司披露 2024 年中期业绩, 公司 2024 年上半年营业收入实现 132.35 亿元, 同比增长 1.88%; 归母净利润实现 24.97 亿元, 同比下降 9.88%, 分业务看, 油运/散运/集运/滚装业务净利润分别实现 16.8/8.0/2.4/1.7 亿元, 同比-7.66%/+125.35%/-48.05%/+34.92%。我们认为油运在供给端支撑的情况下运价中枢有望逐步抬升, 散运在供需格局较好的情况下有望延续景气, 看好公司油散双周期向上, 维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **中东出货量减少拖累 VLCC 现货需求, 上半年油运分部净利润小幅下降。**公司上半年油运业务实现收入 49.63 亿元, 同比-3.01%, 净利润实现 16.8 亿元, 同比-7.66%。分区域来看, 上半年美湾出口出货量增长 11.43%, 南美出口出货量增长 32.29%, 但中东出货量受减产及自愿减产影响, 比 2022 年及 2023 年同期均明显减少。非 OPEC+ 国家产量增加 140 万桶/天, OPEC+ 供应量减少 74 万桶/天, 上半年 VLCC 现货需求主要受制于中东 OPEC 国家出货量减少, 但 VLCC 期租租金持续上涨, 较去年同期高 17%, 较俄乌冲突前 10 年平均高 56%。油运中期供需格局仍然较好, 截至今年 8 月底, VLCC 手持订单量占在全球 VLCC 船队总规模约 7.7%, 占比仍处于历史低位, 需求方面, 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, 我们认为未来油运运价中枢有望稳步提升。
- **上半年好望角船型运价上涨带动 BDI 走强, 公司散运分部净利润大幅增长。**公司上半年散运业务实现收入 39.58 亿元, 同比+15.43%, 净利润实现 8.0 亿元, 同比+125.35%。今年上半年, 世界散货海运同比增长 5%, 中国需求为主要增长动力来源, 其他地区需求同比仅增长 2.6%。中国主要散货进口同比大增 9%, 其中煤炭增长 12%, 谷物增长 3%, 铁矿石增长 8%, 小宗同比增长 14%, 小宗散货进口主要得益于西非铝土矿进口增长。上半年 BDI 均值达到 1,836 点, 同比大升 57%, 其中好望角型船贡献最大, 同比上升 95%, 巴拿马型船同比升 31%, 超灵便型船和小灵便型船分别升 28% 和 21%。
- **展望后市, 油运在供给端支撑的情况下运价中枢有望逐步抬升, 散运在供需格局较好的情况下有望延续景气。**上半年 VLCC 市场受到中东 OPEC 持续深度减产、油价波动、红海危机等地缘持续扰动及中国原油需求增长不及预期等综合影响, 原油轮现货运费表现差于去年同期。但供给端的持续收紧给市场带来一定支撑, 我们认为油运中长期供需结构继续明显改善的趋势不变。散运方面, 随着美联储在 2024 年下半年进入降息周期, 未来两年全球宏观基本面或逐步改善, 全球经济景气有望逐步回升, 为干散货航运市场持续带来支撑, 克拉克森预计 2024-2025 世界干散货海运吨海里需求增长 3.5%, 比 2010 年以来的平均增速 4% 略有放缓, 运力供给方面, 预计运力增速 2% 左右 (不考虑老旧船拆解), 比 2010-2023 年的平均增速 6% (包含老旧船拆解) 明显放缓, 散运在后续供需格局较好的情况下有望延续景气。

估值

- 上半年由于中东出货量减少拖累了 VLCC 现货需求, 同时公司集运净利润有所下井, 因此我们调整此前公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 56.29/66.51/76.31 亿元, 同比增长 16.4%/18.1%/14.7%, EPS 为 0.69/0.82/0.94 元/股, 对应 PE 分别 10.0/8.5/7.4 倍, 我们仍然看好油散双周期向上为公司带来的业绩弹性, 维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 油运需求不及预期、燃油价格大幅上涨、散运和集运需求不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	29,708	25,881	28,735	30,940	32,487
增长率(%)	21.7	(12.9)	11.0	7.7	5.0
EBITDA(人民币 百万)	8,276	8,425	9,719	10,789	11,736
归母净利润(人民币 百万)	5,086	4,837	5,629	6,651	7,631
增长率(%)	40.9	(4.9)	16.4	18.1	14.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.62	0.59	0.69	0.82	0.94
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.85	0.95	1.04
调整幅度 (%)			(18.8)	(13.7)	(9.6)
市盈率(倍)	11.1	11.6	10.0	8.5	7.4
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(倍)	10.0	8.7	8.7	7.5	6.4
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	3.4	4.0	4.0	4.7	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	29,708	25,881	28,735	30,940	32,487
营业收入	29,708	25,881	28,735	30,940	32,487
营业成本	23,195	19,177	21,092	22,130	22,631
营业税金及附加	35	17	31	30	29
销售费用	90	94	92	108	109
管理费用	888	963	964	1,095	1,120
研发费用	1	4	2	3	3
财务费用	416	1,049	988	1,006	931
其他收益	47	23	35	29	32
资产减值损失	(26)	(53)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(34)	19	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	272	51	162	106	134
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	646	655	721	793	872
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,988	5,272	6,454	7,466	8,672
营业外收入	30	154	92	123	108
营业外支出	84	12	48	30	39
利润总额	5,934	5,415	6,498	7,559	8,741
所得税	867	493	771	792	976
净利润	5,067	4,922	5,728	6,767	7,765
少数股东损益	(19)	85	99	116	134
归母净利润	5,086	4,837	5,629	6,651	7,631
EBITDA	8,276	8,425	9,719	10,789	11,736
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.62	0.59	0.69	0.82	0.94

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,916	11,082	17,200	21,706	27,685
现金及等价物	11,229	4,953	10,701	14,206	20,710
应收账款	1,181	1,157	1,278	1,430	1,368
应收票据	11	0	16	8	10
存货	1,424	1,313	1,450	1,579	1,453
预付账款	229	322	336	326	366
合同资产	1,844	1,503	1,226	1,912	1,451
其他流动资产	1,998	1,834	2,191	2,245	2,329
非流动资产	47,554	51,312	50,552	49,764	49,040
长期投资	4,462	5,223	5,223	5,223	5,223
固定资产	40,371	40,447	40,937	40,947	40,551
无形资产	475	1,130	1,118	1,105	1,093
其他长期资产	2,245	4,512	3,273	2,489	2,173
资产合计	65,470	62,395	67,751	71,471	76,724
流动负债	8,968	12,527	8,360	8,074	8,573
短期借款	2,024	4,990	2,000	2,000	2,000
应付账款	2,354	2,789	1,348	1,111	1,403
其他流动负债	4,591	4,749	5,013	4,962	5,169
非流动负债	23,001	12,528	18,580	18,484	18,532
长期借款	22,230	12,140	18,000	18,000	18,000
其他长期负债	772	388	580	484	532
负债合计	31,970	25,056	26,940	26,558	27,104
股本	8,126	8,144	8,144	8,144	8,144
少数股东权益	453	448	547	663	797
归属母公司股东权益	33,047	36,891	40,265	44,250	48,823
负债和股东权益合计	65,470	62,395	67,751	71,471	76,724

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,067	4,922	5,728	6,767	7,765
折旧摊销	2,838	2,833	3,195	3,245	3,171
营运资金变动	(1,629)	1,066	(1,504)	(1,310)	1,035
其它	719	97	267	26	(35)
经营活动现金流	6,995	8,917	7,685	8,728	11,935
资本支出	(2,696)	(4,489)	(2,450)	(2,450)	(2,450)
投资变动	(1,383)	(761)	0	0	0
其他	2,257	533	882	899	1,006
投资活动产生的现金流	(1,821)	(4,716)	(1,568)	(1,551)	(1,444)
银行借款	2,641	(7,124)	2,870	0	0
股权融资	(4,305)	(2,196)	(2,256)	(2,665)	(3,058)
其他	(3,593)	(1,056)	(984)	(1,008)	(930)
筹资活动现金流	(5,257)	(10,376)	(370)	(3,673)	(3,988)
净现金流	(83)	(6,175)	5,748	3,504	6,504

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.7	(12.9)	11.0	7.7	5.0
营业利润增长率(%)	36.4	(11.9)	22.4	15.7	16.2
归属于母公司净利润增长率(%)	40.9	(4.9)	16.4	18.1	14.7
息税前利润增长(%)	50.5	2.8	16.6	15.6	13.5
息税折旧前利润增长(%)	26.1	1.8	15.4	11.0	8.8
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	40.9	(4.9)	16.4	18.1	14.7
获利能力					
息税前利润率(%)	18.3	21.6	22.7	24.4	26.4
营业利润率(%)	20.2	20.4	22.5	24.1	26.7
毛利率(%)	21.9	25.9	26.6	28.5	30.3
归母净利润率(%)	17.1	18.7	19.6	21.5	23.5
ROE(%)	15.4	13.1	14.0	15.0	15.6
ROIC(%)	6.5	8.1	8.3	9.7	11.2
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0
流动比率	2.0	0.9	2.1	2.7	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	25.3	22.1	23.6	22.8	23.2
应付账款周转率	12.0	10.1	13.9	25.2	25.8
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	3.0	3.7	3.4	3.5	3.4
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.4	4.1	3.4	3.3	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.1	0.9	1.1	1.5
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.5	4.9	5.4	6.0
每股股息	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.1	11.6	10.0	8.5	7.4
P/B(最新摊薄)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.0	8.7	8.7	7.5	6.4
价格/现金流(倍)	8.0	6.3	7.3	6.4	4.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371