

招商轮船 (601872.SH)

买入 (维持评级)

油散共振可期, 回购彰显信心

目标价格: 9.14元

投资要点:

基本数据

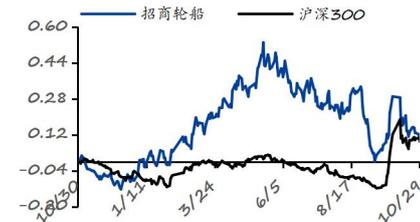
▶ **事件: 招商轮船发布2024年三季报**, 前三季度公司累计实现营业收入192.3亿元, 同比增加1.4%; 归母净利润33.7亿元, 同比减少10.4%; 扣非归母净利润32.9亿元, 同比减少9.1%。单三季度公司实现营业收入60.6亿元, 环比减少13.2%, 同比增加0.5%; 归母净利润8.7亿元, 环比减少22.2%, 同比减少11.7%; 扣非归母净利润8.4亿元, 环比减少22.2%, 同比减少4.4%。

日期	2024-10-29
收盘价:	6.79元
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)	55,296.45
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	42.22
一年内最高/最低价(元)	9.95/5.60

点评:

一年内股价相对走势

▶ **干散同比高增, 油轮集运需求承压**。2024年前三季度公司营业收入同比增加1.4%, 主要系受益于干散货船队运价反弹, 整体收入同比小幅增加; 归母净利润同比减少10.4%, 主要系受油轮及集装箱运输板块贸易量增长不及预期、运价同比小幅下滑影响。**业务结构看**, 公司油运/散货/集运/滚装/其他业务板块营收占比分别为36%/31%/21%/7%/4%, 净利润占比分别为47%/26%/11%/6%/11%。



▶ **油轮运价承压下行, 亟待新需求放量**。2024年前三季度公司油轮船队实现净利润20.6亿元, 同比减少2.9%; 其中单三季度实现净利润3.9亿元, 环比减少52%, 同比减少27.6%。三季度VLCC市场持续受到OPEC+自愿减产影响, 叠加中国进口低于预期, 导致市场供需失衡、淡季运价低位震荡。2024年6-8月TD3C中东-中国航线TCE报2.77万美元/日, 同比下滑10%, 而公司油轮船队单三季度实现营业收入20.2亿元, 同比降幅低于行业平均为5%。展望四季度, 随着中东地区步入秋季发电需求下降, 将释放更多可用于出口原油, 同时12月1日起OPEC+可能的逐步减产取消, 均将支撑VLCC需求持续改善。

团队成员

分析师: 陈照林(S0210522050006)
CZL3792@hfzq.com.cn
联系人: 张瑜玲(S0210123020028)
ZYL30019@hfzq.com.cn

▶ **干散终端补库结束, 需求短期回落**。2024年前三季度公司散货船队实现净利润11.7亿元, 同比大幅增加106.7%; 其中单三季度实现净利润3.7亿元, 同比增加75.4%, 环比减少16.5%。三季度受国内煤炭及铁矿石补库结束影响, BDI走弱导致公司干散货船队业绩有所回落, 但仍维持相对高位。展望四季度, Cape即期运价或迎来一定转机, 11月通常是其表现强劲的月份, 冬季北大西洋市场受天气影响, 会出现运输延误、船舶可用数量受限的情况, 叠加主要矿商年底前加紧运货也会增加船舶需求, 或将推动接下来两个月Cape即期运费的复苏。

相关报告

- 1、【华福交运】招商轮船(601872.SH) 2024H1 点评: 盈利能力稳健, 中期分红提高股东回报——2024.09.01
- 2、【华福交运】招商轮船(601872.SH) 2023 年报点评: 供需错配拖累业绩, 静待需求复苏油散共振——2024.04.08
- 3、【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

▶ **集运业绩稳步改善, 内贸滚装需求走弱**。2024年前三季度公司集运及滚装船队分别实现净利润4.7、2.5亿元, 同比分别减少25.9%、增加14.8%; 其中单三季度分别实现净利润2.3、0.8亿元, 同比分别增加32.6%、减少12.6%, 环比分别增加70.6%、减少11.2%。集装箱运输板块, 公司新增印度、东南亚航线, 船队业绩显著改善。本轮集运景气周期由欧美远洋航线领涨, 公司主营的亚洲区域内航线受益有限。但四季度为亚洲区域航线传统旺季, 支撑公司集运船队业绩稳步改善。滚装运输板块, 受内贸市场需求下降及船舶内转外缺影响, 公司汽滚船队业绩有所回落。

▶ **拟回购2.22-4.43亿元, 回购价格溢价率60%**。公司拟回购股份2046.08万股, 占总股本比例0.25%。回购价格不超过10.85元/股(截至10月29日收盘公司股价为6.79元/股, 对应回购溢价率为60%)。回购资金总额2.22-4.43亿元, 回购股份将全部予以注销并减少公司注册资本。

▶ **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52.1/56.8/63.3亿元(此前24-26年预测为52.1/56.6/67.8亿元), 折合EPS 0.64/0.7/0.78元。截至2024年10月29日公司收盘价为6.79元, 对应24-26年PB分别为1.4/1.3/1.2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25年净资产规模给予其1.7倍市净率估值, 对应目标价9.14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	26,106	26,312	27,313
增长率	22%	-13%	1%	1%	4%
净利润(百万元)	5,086	4,837	5,208	5,677	6,327
增长率	41%	-5%	8%	9%	11%
EPS(元/股)	0.62	0.59	0.64	0.70	0.78
市盈率(P/E)	10.9	11.4	10.6	9.7	8.7
市净率(P/B)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

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	5,221	5,262	5,463	营业收入	25,881	26,106	26,312	27,313
应收票据及账款	1,157	1,171	1,177	1,219	营业成本	19,177	19,148	18,892	19,091
预付账款	322	287	283	286	税金及附加	17	17	17	18
存货	1,313	1,335	1,263	1,272	销售费用	94	96	98	104
合同资产	1,503	1,353	1,394	1,536	管理费用	963	983	1,010	1,049
其他流动资产	3,337	3,238	3,294	3,508	研发费用	4	4	4	4
流动资产合计	11,082	11,253	11,279	11,748	财务费用	1,049	771	692	734
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	1,427	1,714	1,975	营业利润	5,272	5,830	6,355	7,083
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	68,804	76,102	81,271	营业外支出	12	0	0	0
短期借款	4,990	9,059	12,643	13,525	利润总额	5,415	5,830	6,355	7,083
应付票据及账款	2,789	2,412	2,436	2,519	所得税	493	531	579	645
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,922	5,299	5,776	6,438
合同负债	338	470	474	492	少数股东损益	85	91	99	111
其他应付款	572	572	572	572	归属母公司净利润	4,837	5,208	5,677	6,327
其他流动负债	3,838	3,773	3,787	3,807	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.64	0.70	0.78
流动负债合计	12,527	16,287	19,912	20,915					
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	28,815	32,440	33,443					
归属母公司所有者权益	36,891	39,450	43,023	47,079					
少数股东权益	448	539	639	749					
所有者权益合计	37,339	39,989	43,661	47,828					
负债和股东权益	62,395	68,804	76,102	81,271					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,917	8,086	9,987	10,352
现金收益	8,631	8,502	9,270	10,394
存货影响	110	-22	72	-9
经营性应收影响	-4	20	-2	-45
经营性应付影响	558	-377	24	83
其他影响	-378	-37	622	-71
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	1,286	789	-2,123
借款增加	-7,039	4,069	3,584	882
股利及利息支付	-2,832	-3,008	-3,122	-3,431
股东融资	47	0	-20	0
其他影响	-553	224	347	426

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-12.9%	0.9%	0.8%	3.8%
EBIT 增长率	1.8%	2.1%	6.7%	10.9%
归母公司净利润增长率	-4.9%	7.7%	9.0%	11.5%
获利能力				
毛利率	25.9%	26.7%	28.2%	30.1%
净利率	19.0%	20.3%	22.0%	23.6%
ROE	13.0%	13.0%	13.0%	13.2%
ROIC	14.5%	13.5%	13.0%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	41.9%	42.6%	41.1%
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	0.3	0.3
应收账款周转天数	16	16	16	16
存货周转天数	26	25	25	24
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.64	0.70	0.78
每股经营现金流	1.09	0.99	1.23	1.27
每股净资产	4.53	4.84	5.28	5.78
估值比率				
P/E	11	11	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	17	17	15	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：hfyjs@hfzq.com.cn