

2024年11月01日

招商轮船(601872.SH)

投资评级: 买入(维持)

——美元汇率拖累 Q3 业绩, 油散向好凸显周期价值

投资要点:

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2024年10月31日

收盘价(元)	6.72
一年内最高/最低(元)	9.95/5.60
总市值(百万元)	54,726.38
流通市值(百万元)	54,726.38
总股本(百万股)	8,143.81
资产负债率(%)	42.22
每股净资产(元/股)	4.58

资料来源: 聚源数据

- 事件:** 2024年前三季度公司实现营收192.96亿元, 2023年前三季度实现营收190.22亿元, 同比+1.44%, 其中Q3实现营收60.61亿元, 同比+0.48%; 2024年前三季度实现归母净利润33.69亿元, 同比-10.35%, 其中Q3实现归母净利润8.72亿元, 同比-11.67%。分板块来看, 2024年前三季度油轮运输净利润20.60亿元, 同比-12.23%; 散货船运输净利润11.70亿元, 同比+106.71%; 集装箱、滚装、LNG运输净利润分别为4.72、2.49、4.74亿元, 同比-25.90%、+14.75%、-6.51%。
- 油散市场 Q3 走弱, 美元汇率拖累 Q3 业绩:** 2024年前三季度公司归母净利润33.69亿元, 较上年同期下降10.35%, 主要原因是主要系本期美元汇率同比下降幅度较大, 产生较多汇兑损失, 同时本期收到的政府补助减少共同影响所致。根据公司第三季度报告, 1) 油轮市场: 2024Q3 VLCC市场持续受到OPEC+自愿减产影响, 叠加中国进口低于预期等负面影响, 油轮运价呈现低位震荡, TD3C航线TCE均值为28,341美元/天, 同比增长38.7%; 2) 干散货船市场: 前三季度BDI均值累计1,845点, 同比上升57%, 但Q3好望角船走弱, 导致今年淡旺季不明显; 3) 集运市场: Q3货量增长虽不及预期, 但干线运价同比上涨提振澳新与亚洲内航线运价, 业绩符合预期。
- 大西洋因素支撑油散基本面, OPEC增产或将增强油运弹性:** 油运市场: 中长期来看, 供给侧新船较少+船队老龄化, 有效运力明稳暗降, 需求侧则因非OPEC(主要是美洲与西非)地区增产量距双增, 市场景气度有望持续提升。尽管短期存在OPEC宣减未减导致贸易商观望的扰动, 仍不改油运市场中长期上行的基本面。OPEC复产或称为明年基本面最大的预期差。若OPEC温和复产, 明年将增加152船VLCC等效货量, 相当于原油海运贸易量的3.2%。散运市场: 供给侧订单有限+环保法规限制了船队运力效率, 持续支撑市场租金水平; 需求侧看, 中长期来看, 美联储降息通道开启, 预计在降息后期刺激大宗和海运需求, 明年10月西非西芒杜铁矿投产将从运距提振海运需求。
- 盈利预测与评级:** 根据近期公司业绩与市场情况, 我们调整了盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润分别为50.79/63.54/78.88亿元(前值63.26、70.35、81.48亿元), 同比增速分别5.00%/25.11%/24.15%, 当前股价对应的PE分别为10.78/8.61/6.94倍。鉴于油散基本面向上, 公司双主业有望共振, 维持买入评级。
- 风险提示:** 散运市场恢复不及预期, 非OPEC地区增产不及预期, 全球经济复苏不及预期, 地缘政治冲突, 环保及节能减排不及预期。

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	29,708.41	25,881.01	27,077.25	28,147.76	30,053.83
同比增长率(%)	21.69%	-12.88%	4.62%	3.95%	6.77%
归母净利润(百万元)	5,085.89	4,836.97	5,078.62	6,354.00	7,888.36
同比增长率(%)	40.92%	-4.89%	5.00%	25.11%	24.15%
每股收益(元/股)	0.62	0.59	0.62	0.78	0.97
ROE(%)	15.39%	13.11%	12.58%	14.22%	15.75%
市盈率(P/E)	10.76	11.31	10.78	8.61	6.94

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,953.35	9,073.29	13,481.36	18,572.49
应收票据及账款	2,665.99	2,654.86	2,759.82	2,946.70
预付账款	321.57	385.92	401.17	428.34
其他应收款	1,731.90	1,853.57	1,926.85	2,057.33
存货	1,313.26	1,300.38	1,308.92	1,323.29
其他流动资产	96.36	128.01	133.08	142.09
流动资产总计	11,082.43	15,396.03	20,011.20	25,470.23
长期股权投资	5,219.17	5,887.92	6,556.68	7,225.44
固定资产	40,761.81	40,038.15	39,429.13	38,929.47
在建工程	3,429.01	2,952.67	1,809.67	500.00
无形资产	1,129.91	906.40	682.39	457.90
长期待摊费用	662.15	331.07	0.00	0.00
其他非流动资产	110.18	107.90	104.95	102.00
非流动资产合计	51,312.23	50,224.12	48,582.83	47,214.81
资产总计	62,394.66	65,620.15	68,594.03	72,685.04
短期借款	4,989.66	5,989.66	5,489.66	4,489.66
应付票据及账款	2,788.86	2,486.21	2,502.53	2,530.00
其他流动负债	4,748.68	5,762.69	5,823.63	5,928.87
流动负债合计	12,527.20	14,238.56	13,815.82	12,948.53
长期借款	12,352.12	10,352.12	9,352.12	8,852.12
其他非流动负债	176.26	176.26	176.26	176.26
非流动负债合计	12,528.38	10,528.38	9,528.38	9,028.38
负债合计	25,055.58	24,766.94	23,344.20	21,976.91
股本	8,143.81	8,143.81	8,143.81	8,143.81
资本公积	12,341.44	12,341.44	12,341.44	12,341.44
留存收益	16,405.87	19,873.87	24,212.78	29,599.45
归属母公司权益	36,891.11	40,359.12	44,698.03	50,084.69
少数股东权益	447.97	494.09	551.80	623.44
股东权益合计	37,339.08	40,853.21	45,249.83	50,708.13
负债和股东权益合计	62,394.66	65,620.15	68,594.03	72,685.04

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	4,921.64	4,492.86	5,776.91	7,322.60
折旧与摊销	2,832.51	2,757.53	2,810.05	2,536.78
财务费用	1,049.35	634.28	574.73	497.73
投资损失	-655.39	-668.76	-668.76	-668.76
营运资金变动	531.78	517.71	-129.84	-235.20
其他经营现金流	237.42	726.96	723.75	720.36
经营性现金净流量	8,917.30	8,460.58	9,086.85	10,173.52
投资性现金净流量	-4,716.34	-1,095.74	-588.96	-582.97
筹资性现金净流量	-10,376.35	-3,244.90	-4,089.82	-4,499.42
现金流量净额	-6,137.71	4,119.94	4,408.07	5,091.13

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,881.01	27,077.25	28,147.76	30,053.83
营业成本	19,176.68	19,740.30	19,869.93	20,088.05
税金及附加	16.83	487.39	33.78	36.06
销售费用	94.22	97.05	100.89	107.72
管理费用	963.35	909.07	945.01	1,009.00
研发费用	3.94	1.83	1.90	2.03
财务费用	1,049.35	634.28	574.73	497.73
资产减值损失	-52.54	-26.06	-27.09	-28.93
信用减值损失	19.08	-7.69	-8.00	-8.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	655.39	668.76	668.76	668.76
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	50.64	0.00	0.00	0.00
其他收益	23.19	41.10	37.23	33.84
营业利润	5,272.40	5,883.43	7,292.43	8,978.36
营业外收入	154.43	30.00	30.00	30.00
营业外支出	12.24	12.24	12.24	12.24
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5,414.59	5,901.19	7,310.19	8,996.13
所得税	492.96	776.45	898.49	1,036.13
净利润	4,921.64	5,124.75	6,411.70	7,960.00
少数股东损益	84.67	46.12	57.71	71.64
归属母公司股东净利润	4,836.97	5,078.62	6,354.00	7,888.36
EPS(元)	0.59	0.62	0.78	0.97

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-12.88%	4.62%	3.95%	6.77%
营业利润增长率	-11.94%	11.59%	23.95%	23.12%
归母净利润增长率	-4.89%	5.00%	25.11%	24.15%
经营现金流增长率	27.48%	-5.12%	7.40%	11.96%
盈利能力				
毛利率	25.90%	27.10%	29.41%	33.16%
净利率	19.02%	18.93%	22.78%	26.49%
ROE	13.11%	12.58%	14.22%	15.75%
ROA	7.75%	7.74%	9.26%	10.85%
ROIC	11.42%	10.82%	13.58%	16.97%
估值倍数				
P/E	11.31	10.78	8.61	6.94
P/S	2.11	2.02	1.94	1.82
P/B	1.48	1.36	1.22	1.09
股息率	3.54%	2.94%	3.68%	4.57%
EV/EBITDA	6.81	7.02	5.56	4.42

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。