

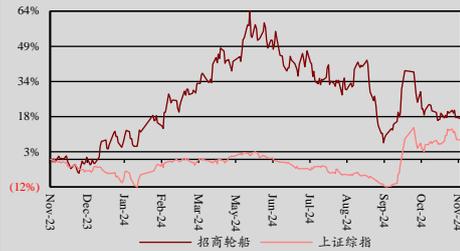
601872.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.76

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	11.7	(4.1)	(18.2)	10.5
相对上证综指	(1.2)	(6.7)	(33.8)	0.9

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)	55,052.13
3个月日均交易额(人民币 百万)	423.65
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11月19日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商轮船》20240906
- 《招商轮船》20240423
- 《招商轮船》20231107

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

油运市场三季度呈现供需双弱, 散运分部利润同比大幅增长

公司披露2024年三季报业绩, 公司2024年前三季度营业收入实现192.96亿元, 同比增长1.44%; 归母净利润实现33.69亿元, 同比下降10.35%, 分业务看, 油运/散运/集运/滚装业务净利润分别实现20.60/11.70/4.72/2.49亿元, 同比-12.23%/+106.71%/-25.90%/+14.75%。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

- **VLCC市场持续受到OPEC+自愿减产影响, 三季度市场整体呈现供需双弱。**公司前三季度油运业务实现收入69.82亿元, 同比-3.59%, 净利润实现20.60亿元, 同比-12.23%。前三季度TD3C航线TCE均值为36,846美元/天, 同比增长4.24%, 其中2024Q3的TD3C航线TCE均值为28,341美元/天, 同比增长38.7%。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以及油轮需求的结构性变化等负面影响, VLCC中东-中国航线总体在WS50点左右震荡, 同时, 西非出口货源不稳定, 美湾原油出口更多去向欧洲。整体市场呈现供需两弱, 市场可用运力较为充足, 淡季运价低位震荡, 即期市场机会不多。前三季度, 公司VLCC船队在即期市场实现的日均TCE与去年同期基本持平, 继续跑赢大部分同行可比公司。
- **三季度好望角船型运价拖累下BDI指数有所走弱, 前三季度干散市场整体表现好于公司预期。**公司前三季度散运业务实现收入60.70亿元, 同比+17.86%, 净利润实现11.70亿元, 同比+106.71%。前三季度BDI均值累计1,845点, 同比上升57%, 其中大船市场表现亮眼, 今年好望角型船成为推动BDI上涨的核心因素, 但三季度受好望角船影响, BDI指数有所走软。公司于散货船队积极应对铁矿、煤炭、粮食、铝土矿等货种海运格局的变化, 灵活采取阶段性期租和远期期货锁定等策略, 各船型实现日均TCE全面跑赢市场, 全船队日均TCE同比增长21%。
- **集运三季度贸易增长不及预期, 干线新运力投入运价有所承压。**公司前三季度集运业务实现收入40.53亿元, 同比+0.17%, 净利润实现4.72亿元, 同比-25.90%。三季度集运市场整体呈现旺季不旺态势, 在上半年红海危机和美国关税上涨预期带来的“抢运潮”影响下, 三季度集运贸易量增长不及预期。根据克拉克森集装箱运输需求指数, 三季度集装箱运输需求同比增长4.9%, 较二季度的6.4%的涨幅明显收窄。同时, 干线新运力投入, 逐步消化红海危机带来的干扰, 运价承压。公司经营的东北亚航线运价稳定, 但需求减弱; 干线运价同比上涨提振了澳新航线运价水平; 其他亚洲区域内航线稳定向好。今年公司新增了印度西航线, 并增加租入运力投入印度、东南亚航线, 四季度是亚洲区域航线旺季, 公司经营潜力有望进一步挖掘。

估值

- 由于三季度集运贸易增长不及预期, 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48.28/61.80/74.58亿元, 同比增长-0.2%/28.0%/20.7%, EPS为0.59/0.76/0.92元/股, 对应PE分别11.4/8.9/7.4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	27,427	29,794	31,407
增长率(%)	21.7	(12.9)	6.0	8.6	5.4
EBITDA(人民币 百万)	8,276	8,425	8,796	10,262	11,548
归母净利润(人民币 百万)	5,086	4,837	4,828	6,180	7,458
增长率(%)	40.9	(4.9)	(0.2)	28.0	20.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.62	0.59	0.59	0.76	0.92
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.69	0.82	0.94
调整幅度(%)			(14.1)	(7.4)	(2.6)
市盈率(倍)	10.8	11.4	11.4	8.9	7.4
市净率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(倍)	10.0	0.0	9.5	7.9	6.4
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	3.4	4.0	3.5	4.5	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	27,427	29,794	31,407
营业收入	29,708	25,881	27,427	29,794	31,407
营业成本	23,195	19,177	20,756	21,557	21,781
营业税金及附加	35	17	29	29	28
销售费用	90	94	88	104	105
管理费用	888	963	920	1,054	1,083
研发费用	1	4	2	3	3
财务费用	416	1,049	990	1,014	941
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	5,529	6,932	8,474
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	5,574	7,025	8,543
所得税	867	493	661	736	954
净利润	5,067	4,922	4,913	6,289	7,588
少数股东损益	(19)	85	85	108	131
归母净利润	5,086	4,837	4,828	6,180	7,458
EBITDA	8,276	8,425	8,796	10,262	11,548
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.62	0.59	0.59	0.76	0.92

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	16,572	20,864	26,604
现金及等价物	11,229	4,953	10,457	13,415	20,082
应收帐款	1,181	1,157	1,167	1,441	1,264
应收票据	11	0	15	7	9
存货	1,424	1,313	1,406	1,544	1,373
预付账款	229	322	326	320	346
合同资产	1,844	1,503	1,183	1,874	1,362
其他流动资产	1,998	1,834	2,018	2,262	2,167
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	67,124	70,629	75,643
流动负债	8,968	12,527	8,227	8,015	8,382
短期借款	2,024	4,990	2,000	2,000	2,000
应付账款	2,354	2,789	1,326	1,069	1,351
其他流动负债	4,591	4,749	4,901	4,946	5,031
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	26,807	26,499	26,914
股本	8,126	8,144	8,144	8,144	8,144
少数股东权益	453	448	532	641	771
归属母公司股东权益	33,047	36,891	39,785	43,489	47,958
负债和股东权益合计	65,470	62,395	67,124	70,629	75,643

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	4,913	6,289	7,588
折旧摊销	2,838	2,833	3,195	3,245	3,171
营运资金变动	(1,629)	1,066	(1,255)	(1,566)	1,304
其它	719	97	268	34	(25)
经营活动现金流	6,995	8,917	7,122	8,001	12,039
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)	(1,935)	(2,477)	(2,988)
其他	(3,593)	(1,056)	(986)	(1,016)	(940)
筹资活动现金流	(5,257)	(10,376)	(51)	(3,492)	(3,929)
净现金流	(83)	(6,175)	5,504	2,958	6,666

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)	6.0	8.6	5.4
营业利润增长率(%)	36.4	(11.9)	4.9	25.4	22.2
归属于母公司净利润增长率(%)	40.9	(4.9)	(0.2)	28.0	20.7
息税前利润增长(%)	50.5	2.8	0.2	25.3	19.4
息税折旧前利润增长(%)	26.1	1.8	4.4	16.7	12.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	40.9	(4.9)	(0.2)	28.0	20.7
获利能力					
息税前利润率(%)	18.3	21.6	20.4	23.6	26.7
营业利润率(%)	20.2	20.4	20.2	23.3	27.0
毛利率(%)	21.9	25.9	24.3	27.6	30.6
归母净利润率(%)	17.1	18.7	17.6	20.7	23.7
ROE(%)	15.4	13.1	12.1	14.2	15.6
ROIC(%)	6.5	0.0	7.1	9.0	11.0
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	0.0	0.3	0.2	0.1
流动比率	2.0	0.9	2.0	2.6	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	13.3	24.9	26.0
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	3.6	3.4	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.1	0.9	1.0	1.5
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.5	4.9	5.3	5.9
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.8	11.4	11.4	8.9	7.4
P/B(最新摊薄)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.0	0.0	9.5	7.9	6.4
价格/现金流(倍)	7.9	6.2	7.7	6.9	4.6

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转载或转发的，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