

招商轮船（601872.SH）

买入

Q3 集中装塔影响运营天，静待旺季弹性释放

核心观点

招商轮船发布 2023 年三季报，单季度业绩表现稳中有升。招商轮船前三季度实现营业收入 190.23 亿元，同比下降 11.85%，实现归母净利润 37.58 亿元，同比下降 2.81%，实现扣非归母 36.18 亿元，同比下降 0.83%。Q3 单季度，公司实现营业收入 60.32 亿元，同比下降 23.17%，但是实现归母净利润 9.88 亿，同比增长 1.13%。

油轮运输板块单季度业绩表现偏弱，Q4 有望大幅回升。三季度沙特和俄罗斯在 OPEC+ 原有减产协议的基础上分别额外自愿减产 100 万桶/日和 30 万桶/日，叠加行业传统淡季，油运需求整体较为疲软，根据波交所数据，第三季度 TD3C 航线平均 TCE 不足 2 万美元/天，且招商轮船在 7-9 月集中安排 VLCC 进行坞修及加装脱硫塔，导致油轮板块收入利润双双下降，单季度仅实现毛利 7.23 亿元，净利润为 5.33 亿元。展望 Q4，随着欧美采暖需求逐步释放，10 月以来运价及成交量双双回升，预计 Q4 行业运价有望修复，旺季弹性仍值得期待，考虑到 Q4 公司运力回归，且装塔后经济性优势有望更加明显，预计 Q4 业绩环比有望实现较大增长。

干散货运输环比略有下滑，Q4 在中国基建投资回升预期下有望走强。干散货运价 BDI 指数 Q1/Q2/Q3 均值分别为 1011/1313/1194 点，同比下降 50%/48%/28%，整体表现较去年偏弱，招商轮船通过灵活采取阶段性期租和远期货锁定等策略，实现各船型日均 TCE 均跑赢市场，Q3 实现净利润 2.11 亿元，环比下滑 18.8%。但是 10 月以来，随着中国特别国债发行，运价出现明显回升，如后续中国基建投资力度回升，有望显著拉动全球散货海运需求。

滚装船维持高收益，板块业绩同比大幅增长。截至 3 季度末，招商轮船开设中国直达东南亚、中东的航线，部分船舶发挥内外贸兼营的优势，外贸航线投入运力已达滚装运力的 50%，投入外贸的 5 艘 2000-4900 车位级滚装船，报告期实现单船日均 TCE 超过 5 万美元，单三季度实现净利润达 0.91 亿元。

LNG 业务稳中有升，集运下滑较为明显。招商轮船 LNG 船业务收益稳定，未明显受到外部环境变化影响，第三季度实现净利润 1.79 亿元，环比提升 5.9%；集装箱板块实现净利润 1.75 亿元，环比下滑 30%。

风险提示：旺季需求不及预期、安全事故、环保政策影响不及预期

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

招商轮船是油散双核的综合航商龙头，在全球船舶老龄化、全球步入稳定修复轨道的背景下，公司业绩有望进入“成长阶段”。我们认为，Q4 欧美的采暖需求较为刚性，油运需求有望环比明显回升，而中国特别国债的发行有望带来全球散运需求明显改善，公司 Q4 有望迎来油散共振，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现净利润 60.19/75.08/86.91 亿元，对应 PE 估值为 8.7/6.9/6.0 倍，PB 估值为 1.40/1.23/1.07 倍，维持“买入”评级！

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

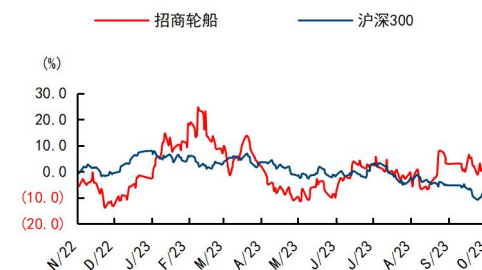
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.42 元
总市值/流通市值	52282/52282 百万元
52 周最高价/最低价	8.11/5.50 元
近 3 个月日均成交额	222.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商轮船（601872.SH）-综合航商弹性初显，业绩有望持续增长》——2023-08-30
- 《招商轮船（601872.SH）-22 年净利润超 50 亿元，23 年油散共振可期》——2023-03-31
- 《招商轮船（601872.SH）-综合航运服务商，油散双核蓄势待发》——2023-03-15

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,412	29,708	31,102	33,073	35,586
(+/-%)	35.1%	21.7%	4.7%	6.3%	7.6%
净利润(百万元)	3609	5086	6019	7508	8691
(+/-%)	29.9%	40.9%	18.4%	24.7%	15.8%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.74	0.92	1.07
EBIT Margin	14.8%	18.5%	22.2%	25.9%	27.6%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.4%	16.2%	17.7%	17.9%
市盈率(PE)	14.4	10.3	8.7	6.9	6.0
EV/EBITDA	15.3	11.1	8.3	7.0	6.0
市净率(PB)	1.97	1.58	1.40	1.23	1.07

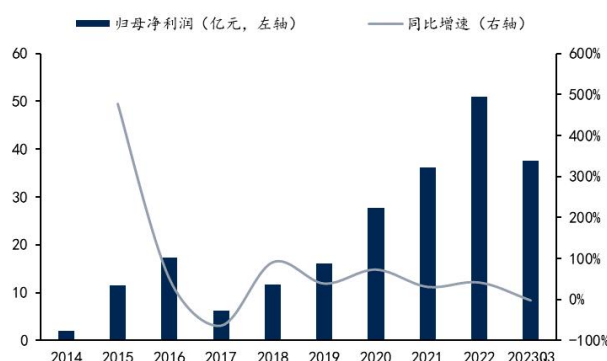
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

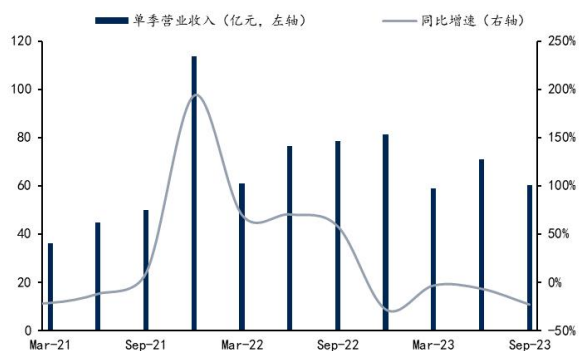
招商轮船发布 2023 年三季报，单季度业绩表现稳中有升。招商轮船前三季度实现营业收入 190.23 亿元，同比下降 11.85%，实现归母净利润 37.58 亿元，同比下降 2.81%，实现扣非归母 36.18 亿元，同比下降 0.83%。Q3 单季度，公司实现营业收入 60.32 亿元，同比下降 23.17%，但是实现归母净利润 9.88 亿，同比增长 1.13%。

图1：招商轮船营业收入及增速

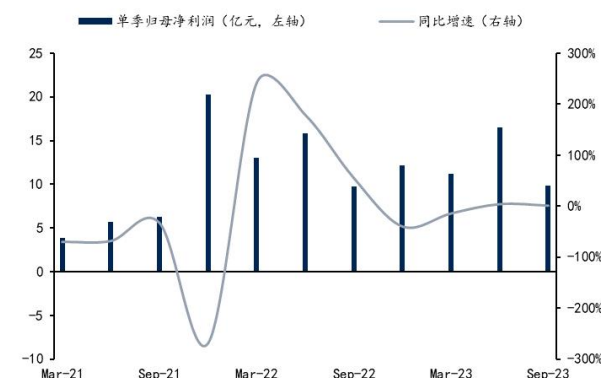

资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：招商轮船归母净利润及增速


资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：招商轮船单季度营业收入及增速


资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4：招商轮船单季度归母净利润及增速


资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

表1：招商轮船各版块业绩表现

业务板块	营业收入			净利润		
单位：亿元	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比
油轮运输	72.42	42.11	71.98%	23.47	-0.28	8,482.14%
干散货运输	51.5	90.36	-43.01%	5.66	20.5	-72.39%
滚装运输	13.74	13.01	5.61%	2.17	0.38	471.05%
集装箱运输	40.46	52.92	-23.54%	6.37	18.45	-65.47%
LNG 运输				5.07	4.96	2.22%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

油轮运输板块单季度业绩表现偏弱，Q4 有望大幅回升。三季度沙特和俄罗斯在 OPEC+ 原有减产协议的基础上分别额外自愿减产 100 万桶/日和 30 万桶/日，叠加行业传统淡季，油运需求整体较为疲软，根据波交所数据，第三季度 TD3C 航线平均 TCE 不足 2 万美元/天，且招商轮船在 7-9 月集中安排 VLCC 进行坞修及加装脱硫塔，导致油轮板块收入利润双双下降，单季度仅实现毛利 7.23 亿元，净利润为 5.33 亿元。展望 Q4，随着欧美采暖需求逐步释放，10 月以来运价及成交量双双回升，预计 Q4 行业运价有望修复，旺季弹性仍值得期待，考虑到 Q4 公司运力回归，且装塔后经济性优势有望更加明显，预计 Q4 业绩环比有望实现较大增长。

干散货运输环比略有下滑，Q4 在中国基建投资回升预期下有望走强。干散货运价 BDI 指数 Q1/Q2/Q3 均值分别为 1011/1313/1194 点，同比下降 50%/48%/28%，整体表现较去年偏弱，招商轮船通过灵活采取阶段性期租和远期货锁定等策略，实现各船型日均 TCE 均跑赢市场，Q3 实现净利润 2.11 亿元，环比下滑 18.8%。但是 10 月以来，随着中国特别国债发行，运价出现明显回升，如后续中国基建投资力度回升，有望显著拉动全球散货海运需求。

滚装船维持高收益，板块业绩同比大幅增长。截至 3 季度末，招商轮船开设中国直达东南亚、中东的航线，部分船舶发挥内外贸兼营的优势，外贸航线投入运力已达滚装运力的 50%，投入外贸的 5 艘 2000-4900 车位级滚装船，报告期实现单船日均 TCE 超过 5 万美元，单三季度实现净利润达 0.91 亿元。

LNG 业务稳中有升，集运下滑较为明显。招商轮船 LNG 船业务收益稳定，未明显受到外部环境变化影响，第三季度实现净利润 1.79 亿元，环比提升 5.9%；集装箱板块实现净利润 1.75 亿元，环比下滑 30%。

风险提示：旺季需求不及预期、安全事故、环保政策影响不及预期

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

招商轮船是油散双核的综合航商龙头，在全球船舶老龄化、全球步入稳定修复轨道的背景下，公司业绩有望进入“成长阶段”。我们认为，Q4 欧美的采暖需求较为刚性，油运需求有望环比明显回升，而中国特别国债的发行有望带来全球散运需求明显改善，公司 Q4 有望迎来油散共振，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现净利润 60.19/75.08/86.91 亿元，对应 PE 估值为 8.7/6.9/6.0 倍，PB 估值为 1.40/1.23/1.07 倍，维持“买入”评级！

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10669	11229	15859	18819	15887	营业收入	24412	29708	31102	33073	35586
应收款项	3046	3032	5113	6343	6825	营业成本	19836	23195	23048	23329	24501
存货净额	1344	1424	1615	1628	1710	营业税金及附加	33	35	31	33	36
其他流动资产	1669	2229	2177	2315	2491	销售费用	99	90	93	99	107
流动资产合计	16730	17916	24765	29105	26914	管理费用	820	888	1014	1044	1104
固定资产	38349	41444	40526	39984	43253	研发费用	0	1	2	2	2
无形资产及其他	435	475	457	439	421	财务费用	481	416	573	481	350
投资性房地产	1547	1176	1176	1176	1176	投资收益	705	646	700	700	700
长期股权投资	3075	4458	4958	5458	5958	资产减值及公允价值变动	0	(26)	15	15	0
资产总计	60136	65470	71882	76163	77722	其他收入	542	284	(2)	(2)	(2)
短期借款及交易性金融负债	9385	4857	6000	5000	200	营业利润	4390	5988	7055	8799	10186
应付款项	2597	2354	2691	2713	2850	营业外净收支	(47)	(54)	0	0	0
其他流动负债	2518	1757	2492	2515	2644	利润总额	4343	5934	7055	8799	10186
流动负债合计	14500	8968	11183	10228	5694	所得税费用	684	867	1058	1320	1528
长期借款及应付债券	18094	22230	22230	22230	22230	少数股东损益	50	(19)	(22)	(28)	(32)
其他长期负债	658	772	772	772	772	归属于母公司净利润	3609	5086	6019	7508	8691
长期负债合计	18752	23001	23001	23001	23001	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	33252	31970	34185	33230	28696	净利润	3609	5086	6019	7508	8691
少数股东权益	480	453	437	417	427	资产减值准备	(1003)	26	(0)	(0)	1
股东权益	26403	33047	37261	42516	48600	折旧摊销	1964	2062	3452	3576	3749
负债和股东权益总计	60136	65470	71882	76163	77722	公允价值变动损失	(0)	26	(15)	(15)	0
						财务费用	481	416	573	481	350
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	341	(1118)	(1148)	(1336)	(473)
每股收益	0.45	0.63	0.74	0.92	1.07	其它	1034	(38)	(16)	(19)	8
每股红利	0.16	0.21	0.22	0.28	0.32	经营活动现金流	5945	6042	8293	9713	11976
每股净资产	3.26	4.07	4.59	5.23	5.98	资本开支	0	(5145)	(2501)	(3001)	(7001)
ROIC	5.12%	8.10%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(1)	(1)	1	0	0
ROE	13.67%	15.39%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(507)	(6530)	(3000)	(3501)	(7501)
毛利率	19%	22%	26%	29%	31%	权益性融资	(186)	54	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	22%	26%	28%	负债净变化	(4364)	4135	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	33%	37%	38%	支付股利、利息	(1323)	(1694)	(1806)	(2252)	(2607)
收入增长	35%	22%	5%	6%	8%	其它融资现金流	7474	(3890)	1143	(1000)	(4800)
净利润增长率	30%	41%	18%	25%	16%	融资活动现金流	(4087)	1048	(663)	(3252)	(7407)
资产负债率	56%	50%	48%	44%	37%	现金净变动	1352	560	4630	2960	(2932)
股息率	2.5%	3.2%	3.5%	4.3%	5.0%	货币资金的期初余额	9317	10669	11229	15859	18819
P/E	14.4	10.3	8.7	6.9	6.0	货币资金的期末余额	10669	11229	15859	18819	15887
P/B	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	0	493	5679	6519	4635
EV/EBITDA	15.3	11.1	8.3	7.0	6.0	权益自由现金流	0	739	6335	5111	(462)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032