

招商轮船 (601872.SH)

22 年净利润超 50 亿元，23 年油散共振可期

买入

核心观点

2022 年业绩符合预期，净利润规模首次突破 50 亿元。招商轮船 2022 年实现营收 297.1 亿元，同比增长 22%；扣非归母净利润 48.8 亿元，同比增长 157%。其中 Q4 实现营收 81.3 亿元，同比增长 4.5%；扣非归母净利润 11.6 亿元，同比增长 159%。

油运方面，公司 2022 年实现净利润 8.8 亿元，23 年 VLCC 有望弹性释放。

2022 年 VLCC 运价较为低迷，下半年在美国释放战略库存储备及中国需求逐步恢复影响下 TCE 才由负转正。招轮前三季度油运实现净利润-2800 万元，Q4 单季度实现净利润 9.1 亿元，彰显业绩弹性。23 年随着中国需求恢复，VLCC 的运输需求有望较快回升，叠加供给侧老龄化严重、新订单有限，预计 23-24 年 15 岁以下 VLCC 运力同比下降 1.5%/8.0%，供需错配有拉动物行业运价中枢提升。招商轮船作为全球最大 VLCC 船东，业绩弹性可期。

干散方面，全船队实现平均 TCE 水平达到 23674 美元，逆势同比增长 6%，23 年中国需求修复，业绩改善可期。

招商轮船 2022 年干散运输实现净利润 21.6 亿元，同比下滑 12.0%，但是主要是来自于租入船规模的下降，公司运价在 BDI 全年均值下降 34% 的情况下实现了逆势增长。中国的需求占全球散运整体周转量约 25%，对散运价格起到主导作用，展望 2023，中国项目开工回升有望显著拉动国内铁矿石/煤炭进口需求，1-2 月进口量同比分别大增 7.1%/71.4%，全球运价有望得到修复。

滚装船方面，公司抓紧机遇实行内外转，并新下 6 艘 PCTC 订单，外贸滚装有望放量。

2022 年，中国成为了全球第二大汽车出口国，全年出口汽车 311.1 万辆，同比增长 54.4%，其中新能源汽车 67.9 万辆，同比增长 1.2 倍，中国的出口增量打破了滚装船的供需平衡，22 年运价屡创新高，6500ceu 滚装船一年期期租一度达到 11 万美元。招商轮船抓紧历史机遇，于 Q4 将 3 艘滚装船转营外贸，外贸自营运量 13.69 万立方，首次开辟波斯湾、红海和泰国等自营航线。此外，公司另有 2 艘 3800ceu 船舶正在升级改造，预计较快投入外贸市场，23 年起板块业绩弹性有望明显提升。

集装箱运输方面，公司 22 年实现净利润 20.9 亿元，Q4 下滑较为明显。

分季度来看，公司 Q1-Q4 集运业务分别实现净利润 5.5/7.2/5.8/2.4 亿元，下半年呈现加速下滑的趋势，与国际集运运价的走势趋同。2023 年，公司自有运力有望提升，21 年订造的 1100TEU、2400TEU 集装箱船各 2 艘将于 2023 年交付，量的提升有望对价格下降形成对冲。

风险提示：中国需求复苏不及预期、疫情超预期反复、安全事故、燃油港口等成本超预期上涨、中国汽车出口不及预期等。

投资建议：

受益于中国需求的复苏，以及全球贸易格局的改变，公司油散双核有望迎来共振，乘中国汽车出口放量东风，外贸滚装业务亦具备较大发展空间。维持 2023-2024 年归母净利润 71/84 亿元（+39%/+19%）不变，引入 2025 年净利润预测 93 亿元（+11%），对应 2023-2025 年 PB 估值为 1.5/1.3/1.1X，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：姜明

021-60933128

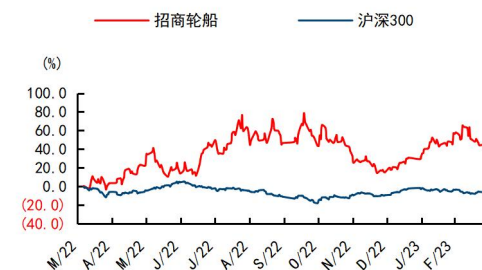
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.07 元
总市值/流通市值	57453/57453 百万元
52 周最高价/最低价	8.76/4.47 元
近 3 个月日均成交额	418.01 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

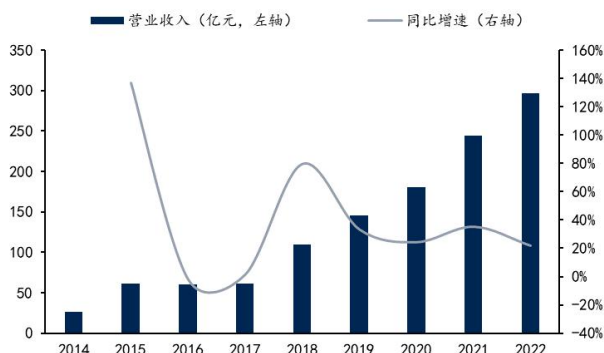
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,412	29,708	31,102	33,073	35,586
(+/-%)	35.1%	21.7%	4.7%	6.3%	7.6%
净利润(百万元)	3609	5086	7060	8372	9328
(+/-%)	29.9%	40.9%	38.8%	18.6%	11.4%
每股收益(元)	0.45	0.63	0.87	1.03	1.15
EBIT Margin	14.8%	18.5%	26.1%	28.9%	29.6%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.4%	18.6%	19.1%	18.5%
市盈率(PE)	15.5	11.0	7.9	6.7	6.0
EV/EBITDA	15.9	11.6	7.8	6.8	5.9
市净率(PB)	2.12	1.69	1.47	1.28	1.11

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

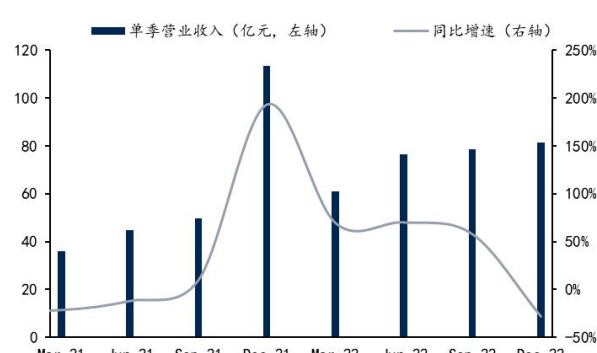
2022 年业绩符合预期，净利润规模首次突破 50 亿元。招商轮船 2022 年实现营收 297.1 亿元，同比增长 22%；实现归母净利润 50.9 亿元，同比增长 40.9%；实现扣非归母净利润 48.8 亿元，同比增长 157%。其中 Q4 实现营收 81.3 亿元，同比增长 4.5%；实现归母净利润 12.2 亿元，同比下降 4.8%，实现扣非归母净利润 11.6 亿元，同比增长 158.7%。

图1：招商轮船营业收入及增速



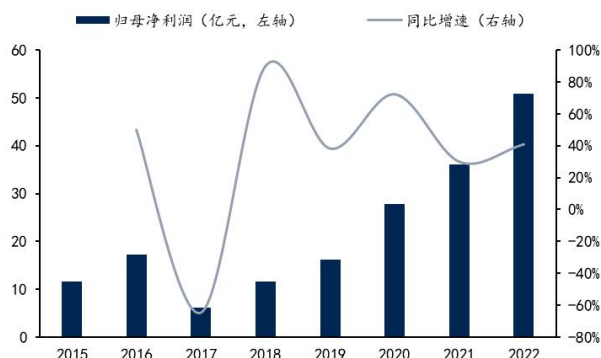
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：招商轮船单季营业收入及增速



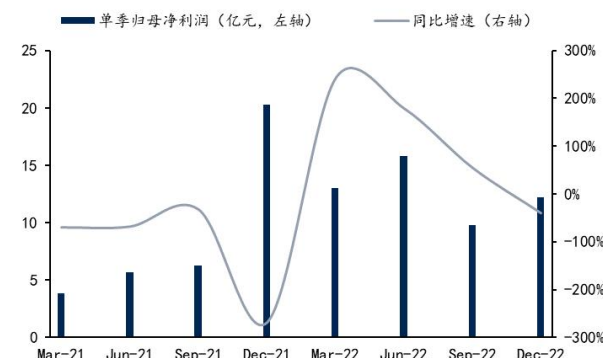
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：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4：招商轮船单季归母净利润及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

油运方面，公司 2022 年实现净利润 8.8 亿元，同比扭亏，其中单 Q4 实现净利润 9.1 亿元。22 年 VLCC 运价前低后高，2 月爆发的俄乌冲突阶段性导致美国石油流向运距更近的欧洲，导致西部至远东货源大幅下滑，VLCC 整体吨海里需求下降，上半年 TCE 一度为负，但是下半年随着美国超预期释放战略储备、中国需求逐步恢复，VLCC 景气度明显回升，TCE 一度达到接近 10 万美元/天的水平。反应到公司业绩层面，公司 H1 油运业务亏损 2860 万元，Q3 微盈 60 万元，Q4 盈利 9.1 亿元，逐季改善的趋势较为明显。

展望 2023 年，中国需求恢复带来运价明显改善，供给收缩的格局有望促使运价

持续维持高位，招商轮船油运业务弹性有望充分释放。历史上来看，中国进口原油占全球约 20%，但是由于欧洲港口设施不匹配，VLCC 船型主要面向亚洲市场，中国需求占据了 VLCC 周转量约 40%，23 年随着中国走出疫情，VLCC 需求有望大幅改善。供给侧来看，VLCC 船型自 21H2 以来仅有 2 艘新订单，2026 年以前新下水 VLCC 数量将较为有限，且 VLCC 老龄化程度较高，预计 2023-2024 期间，15 岁以下 VLCC 运力将同比下降 1.5%/8.0%，供需的错配有带来运价中枢的持续抬升。

干散货方面，公司 2022 年实现净利润 21.6 亿元，受行业影响业绩前高后低。2022 年干散货整体景气度较低，随印尼禁止煤炭出口、俄乌冲突影响乌克兰粮食出运、欧洲制裁俄罗斯煤炭、集运运价持续下跌导致集装箱对散货运力虹吸效应消失等因素影响，运价呈现前高后低的格局，全年 BDI 均值 1934 点，同比下降 34%。但是公司船队表现较为优异，全船队实现平均 TCE 水平达到 23674 美元，同比逆势增长 6%，业绩的下降主要来自于租入船规模的下降。

展望 2023，中国项目开工有望回升，散运景气度有望改善。铁矿石占据了全球散运货物周转量约 29%，煤炭占全球散运货物周转量约 17%，其中中国占铁矿石进口周转量的比例约 75.5%，占煤炭进口周转量的比例约为 15%，仅以铁矿石和煤炭作为基数，中国散运周转量占全球的比重已达 24.5%，考虑到我国亦为粮食进口大国，因此我国对散运整体需求的占比可能更高，对全球散运景气度具有主导性作用。1-2 月，随着我国从疫情影响中走出，新项目开工较快回升，铁矿石进口量同比增长 7.2%；同时中国取消了澳煤进口限制，煤炭进口量同比增长 71.4%，中国需求的恢复有望带动全年散运运价大幅改善。

滚装船方面，公司抓紧机遇实行内转外，并新下 6 艘 PCTC 订单，外贸滚装有望放量。2022 年，中国成为了全球第二大汽车出口国，全年出口汽车 311.1 万辆，同比增长 54.4%，其中新能源汽车 67.9 万辆，同比增长 1.2 倍，中国的出口增量打破了滚装船的供需平衡，22 年运价屡创新高，6500ceu 滚装船一年期期租一度达到 11 万美元。招商轮船抓紧历史机遇，于 Q4 将 3 艘滚装船转营外贸，外贸自营运量 13.69 万立方，首次开辟波斯湾、红海和泰国等自营航线。此外，公司另有 2 艘 3800ceu 船舶正在升级改造，预计较快投入外贸市场，23 年起板块业绩弹性有望明显提升。

集装箱运输方面，公司 22 年实现净利润 20.9 亿元，Q4 下滑较为明显。分季度来看，公司 Q1-Q4 集运业务分别实现净利润 5.5/7.2/5.8/2.4 亿元，下半年呈现加速下滑的趋势，与国际集运运价的走势趋同。2023 年，公司自有运力有望提升，21 年订造的 1100TEU、2400TEU 集装箱船各 2 艘将于 2023 年交付，运力及货运量的提升有望对价格下降形成对冲。

图5: 油运 TD3C 航线 TCE



资料来源: 克拉克森、国信证券经济研究所整理

图6: 干散运价格变化



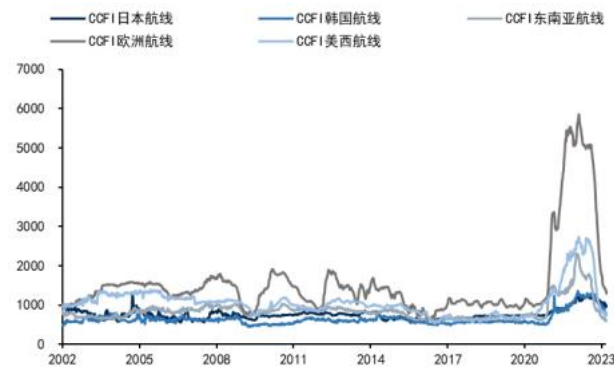
资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图7: 集运 CCFI 运价指数



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图8: 公司集运主营的亚洲航线运价波动相对较小



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

投资建议: 受益于中国需求的复苏, 以及全球贸易格局的改变, 公司油散双核有望迎来共振, 乘中国汽车出口放量东方, 外贸滚装业务亦具备较大发展空间。维持 2023-2024 年归母净利润 71/84 亿元 (+39%/+19%) 不变, 引入 2025 年净利润预测 93 亿元 (+11%), 对应 2023-2025 年 PB 估值为 1.5/1.3/1.1X, 维持“买入”评级。

风险提示: 中国需求复苏不及预期、疫情超预期反复、安全事故、燃油港口等成本超预期上涨、中国汽车出口不及预期等。

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	16373	19973	17537	营业收入	24412	29708	31102	33073	35586
应收款项	3046	3032	5113	6343	6825	营业成本	19836	23195	21835	22337	23789
存货净额	1344	1424	1515	1546	1652	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	25178	30179	28506	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	566	460	315
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	72296	77236	79314	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	8275	9812	10933
应付款项	2597	2354	2525	2577	2753	营业外净收支	(47)	(54)	0	0	0
其他流动负债	2518	1757	2346	2396	2558	利润总额	4343	5934	8275	9812	10933
流动负债合计	14500	8968	10871	9973	5511	所得税费用	684	867	1241	1472	1640
长期借款及应付债券	18094	22230	22230	22230	22230	少数股东损益	50	(19)	(26)	(31)	(35)
其他长期负债	658	772	772	772	772	归属于母公司净利润	3609	5086	7060	8372	9328
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	33873	32974	28512	净利润	3609	5086	7060	8372	9328
少数股东权益	480	453	434	413	423	资产减值准备	(1003)	26	(0)	(0)	1
股东权益	26403	33047	37989	43849	50379	折旧摊销	1964	2062	3452	3576	3749
负债和股东权益总计	60136	65470	72296	77236	79314	公允价值变动损失	(0)	26	(15)	(15)	0
						财务费用	481	416	566	460	315
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	341	(1118)	(1360)	(1298)	(424)
每股收益	0.45	0.63	0.87	1.03	1.15	其它	1034	(38)	(18)	(21)	9
每股红利	0.16	0.21	0.26	0.31	0.34	经营活动现金流	5945	6042	9118	10613	12663
每股净资产	3.26	4.07	4.67	5.40	6.20	资本开支	0	(5145)	(2501)	(3001)	(7001)
ROIC	5.12%	8.10%	12%	16%	17%	其它投资现金流	(1)	(1)	1	0	0
ROE	13.67%	15.39%	19%	19%	19%	投资活动现金流	(507)	(6530)	(3000)	(3501)	(7501)
毛利率	19%	22%	30%	32%	33%	权益性融资	(186)	54	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	26%	29%	30%	负债净变化	(4364)	4135	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	37%	40%	40%	支付股利、利息	(1323)	(1694)	(2118)	(2512)	(2798)
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%	39%	19%	11%	融资活动现金流	(4087)	1048	(975)	(3512)	(7598)
资产负债率	56%	50%	47%	43%	36%	现金净变动	1352	560	5144	3601	(2436)
股息率	2.4%	3.0%	3.8%	4.5%	5.0%	货币资金的期初余额	9317	10669	11229	16373	19973
P/E	15.5	11.0	7.9	6.7	6.0	货币资金的期末余额	10669	11229	16373	19973	17537
P/B	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1	企业自由现金流	0	493	6498	7401	5290
EV/EBITDA	15.9	11.6	7.8	6.8	5.9	权益自由现金流	0	739	7160	6010	222

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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