

招商轮船 (601872.SH)

优于大市

外贸油运需求疲软导致 Q3 业绩承压，继续看好刚性供给下运价弹性

核心观点

招商轮船发布 2024 年三季报，业绩表现偏弱。招商轮船 2024 年前 3 季度三季度实现营收 192.96 亿元，同比+1.44%，其中 Q3 实现营收 60.61 亿元，同比+0.48%；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%。

6-8 月外贸油运景气度较低，干散及集运回升。分业务来看，油运板块是主要拖累项，单三季度实现净利润为 3.9 亿元，同比下滑达到 28%，主要源自于油运价格的拖累，据克拉克森运价显示，2024 年 6 月-8 月 VLCC 平均运价为 30317 美元/天，环比 2 季度业绩期 3-5 月的平均运价 48769 美元/天下滑 38%，是 OPEC+ 自愿减产，以及中国进口需求疲软导致供需双弱的集中表现，此外，招商轮船集中进行坞修，营运天的下降亦对板块业绩形成拖累。干散业务表现持续提升，24Q3 期间，BDI 指数均值达到 1871 点，同比增长 57%，在高运价带动下，轮船散运业务实现净利润 3.7 亿元，同比增长 75%。集运方面，第三季度集运延续高景气，贡献净利润 2.3 亿元，同比增长 33%。

美元汇率对收支两端均造成影响，政府补助减少影响净利润。受 24Q3 美元汇率下降 0.8% 影响，人民币口径收入受到一定影响，并导致了汇兑损失增加，此外，由于船舶融资多以美元为基础，导致公司财务费用有所增加，24Q3 财务费用 3.65 亿元，同比增加 29%。此外，2024Q3 计入当期损益的政府补助同比减少 0.96 亿，亦对净利润造成影响。

展望四季度，原油需求当前仍偏弱，关注美大选后全球原油产量变化；散运关注中国财政政策对散运需求的边际变化。截至 10 月末，VLCC 的运价仍处低位，仅略高于船东的盈亏平衡点，整体的反弹力度以及时间进程均低于预期。但是考虑到行业的供给侧在 2024-2025 年期间增长有限，且美大选中中东对油价的态度或存潜在转变可能性，我们仍看好 Q4 旺季及 2025 年油运行业的业绩弹性。散运方面，如中国财政政策转向，或对铁矿煤炭等散运主要品种的需求形成拉动，建议密切关注。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议：

行业供给侧约束仍未改变，VLCC 预计 24-26 年累计交付约 3%，散运船龄老旧限制运力效率，期待招商轮船油散双核共振。基于年初至今运价，将 2024-2026 年盈利预测由 68.40/73.82/79.30 亿元下调至 49.4/61.5/65.8 亿元，对应 PE 估值为 13.6/11.0/10.2 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	29,708	25,881	27,822	29,925	32,199
(+/-%)	21.7%	-12.9%	7.5%	7.6%	7.6%
净利润(百万元)	5086	4837	4944	6147	6584
(+/-%)	40.9%	-4.9%	2.2%	24.3%	7.1%
每股收益(元)	0.63	0.59	0.61	0.75	0.81
EBIT Margin	18.5%	21.7%	20.7%	23.8%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	13.1%	12.4%	14.1%	13.9%
市盈率 (PE)	13.2	13.9	13.6	11.0	10.2
EV/EBITDA	13.1	11.8	9.7	8.3	7.6
市净率 (PB)	2.04	1.83	1.69	1.55	1.42

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

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

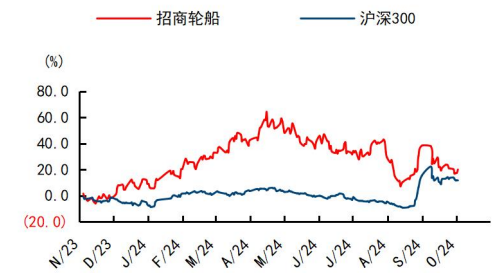
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.87 元
总市值/流通市值	55948/55948 百万元
52 周最高价/最低价	9.95/5.60 元
近 3 个月日均成交额	384.19 百万元

市场走势



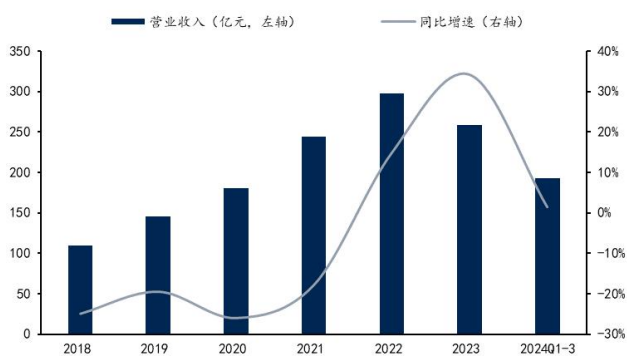
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商轮船 (601872.SH) - 油散共振向上带动业绩提升，中期有望实现分红》——2024-04-30
- 《招商轮船 (601872.SH) - 提高分红比例至 40%，2024 油散运价中枢有望抬升》——2024-03-29
- 《招商轮船 (601872.SH) - Q3 集中装塔影响运营天，静待旺季弹性释放》——2023-10-31
- 《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

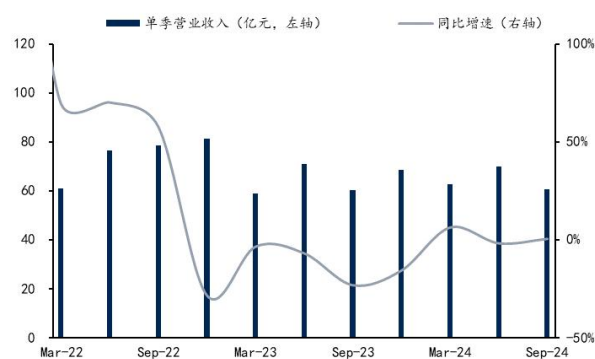
招商轮船发布 2024 年三季报，业绩表现偏弱。招商轮船 2024 年前 3 季度实现营收 192.96 亿元，同比+1.44%，其中 Q3 实现营收 60.62 亿元，同比+0.48%；实现归母净利润 33.69 亿元，同比-10.35%，其中 Q3 实现归母净利润 8.72 亿元，同比-11.67%。

图1：招商轮船营业收入及增速（单位：亿元、%）



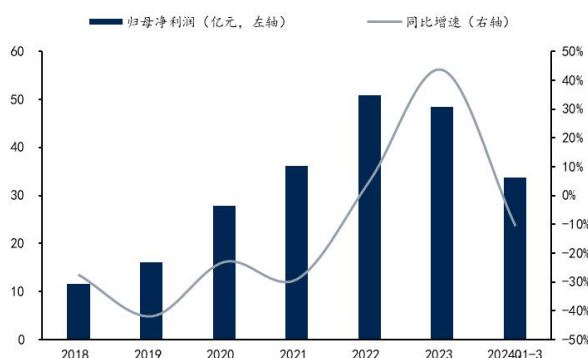
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：招商轮船单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



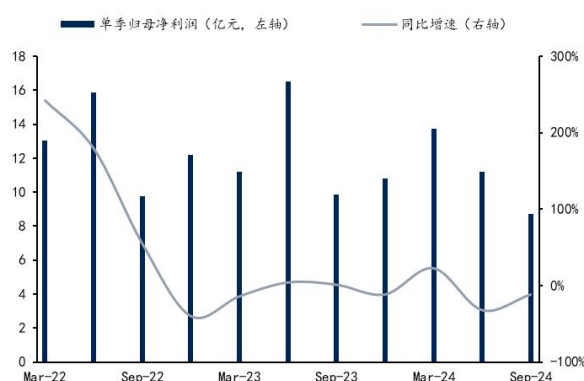
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：招商轮船归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、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（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

6-8 月外贸油运景气度较低，干散及集运回升。分业务来看，油运板块是主要拖累项，单三季度实现净利润为 3.9 亿元，同比下滑达到 28%，主要源自于油运价格的拖累，据克拉克森运价显示，2024 年 6 月-8 月 VLCC 平均运价为 30317 美元/天，环比 2 季度业绩期 3-5 月的平均运价 48769 美元/天下滑 38%，是 OPEC+ 自愿减产，以及中国进口需求疲软导致供需双弱的集中表现，此外，招商轮船集中进行坞修，营运天的下降亦对板块业绩形成拖累。干散业务表现持续提升，24Q3 期间，BDI 指数均值达到 1871 点，同比增长 57%，在高运价带动下，轮船散运业务实现净利润 3.7 亿元，同比增长 75%。集运方面，第三季度集运延续高景气，贡献净利润 2.3 亿元，同比增长 33%。

美元汇率对收支两端均造成影响，政府补助减少影响净利润。受 24Q3 美元汇率下降 0.8% 影响，人民币口径收入受到一定影响，并导致了汇兑损失增加，此外，由于船舶融资多以美元为基础，导致公司财务费用有所增加，24Q3 财务费用 3.65 亿元，同比增加 29%。此外，2024Q3 计入当期损益的政府补助同比减少 0.96 亿，亦对净利润造成影响。

展望四季度，原油需求当前仍偏弱，关注美大选后全球原油产量变化；散运关注中国财政政策对散运需求的边际变化。截至 10 月末，VLCC 的运价仍处低位，仅略高于船东的盈亏平衡点，整体的反弹力度以及时间进程均低于预期。但是考虑到行业的供给侧在 2024-2025 年期间增长有限，且美大选后中东对油价的态度或存潜在转变可能性，我们仍看好 Q4 旺季及 2025 年油运行业的业绩弹性。散运方面，如中国财政政策转向，或对铁矿煤炭等散运主要品种的需求形成拉动，建议密切关注。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议：

行业供给侧约束仍未改变，VLCC 预计 24-26 年累计交付约 3%，散运船龄老旧限制运力效率，期待招商轮船油散双核共振。基于年初至今运价，将 2024-2026 年盈利预测由 68.40/73.82/79.30 亿元下调至 49.4/61.5/65.8 亿元，对应 PE 估值为 13.6/11.0/10.2 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11229	4953	4766	6501	3000	营业收入	29708	25881	27822	29925	32199
应收款项	3032	2889	4573	5739	6175	营业成本	23195	19177	21007	21707	23457
存货净额	1424	1313	1443	1486	1616	营业税金及附加	35	17	28	30	32
其他流动资产	2229	1925	1948	2095	2254	销售费用	90	94	83	90	97
流动资产合计	17916	11082	12731	15822	13046	管理费用	888	963	936	973	1027
固定资产	41444	43876	42907	42271	45437	研发费用	1	4	2	2	3
无形资产及其他	475	1130	1086	1042	997	财务费用	416	1049	556	471	392
投资性房地产	1176	1087	1087	1087	1087	投资收益	646	655	700	700	700
长期股权投资	4458	5219	5719	6219	6719	资产减值及公允价值变动	(26)	(53)	15	15	0
资产总计	65470	62395	63530	66441	67286	其他收入	284	89	(2)	(2)	(3)
短期借款及交易性金融负债	4857	7907	6000	5000	1521	营业利润	5988	5272	5925	7368	7891
应付款项	2354	2789	2405	2477	2693	营业外净收支	(54)	142	0	0	0
其他流动负债	1757	1831	2226	2296	2492	利润总额	5934	5415	5925	7368	7891
流动负债合计	8968	12527	10631	9773	6705	所得税费用	867	493	889	1105	1184
长期借款及应付债券	22230	12140	12140	12140	12140	少数股东损益	(19)	85	93	115	123
其他长期负债	772	388	388	388	388	归属于母公司净利润	5086	4837	4944	6147	6584
长期负债合计	23001	12528	12528	12528	12528	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	31970	25056	23159	22301	19234	净利润	5086	4837	4944	6147	6584
少数股东权益	453	448	513	593	556	资产减值准备	26	27	2	(1)	3
股东权益	33047	36891	39857	43546	47496	折旧摊销	2062	2202	3527	3697	3876
负债和股东权益总计	65470	62395	63530	66441	67286	公允价值变动损失	26	53	(15)	(15)	0
						财务费用	416	1049	556	471	392
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1118)	799	(1823)	(1215)	(310)
每股收益	0.63	0.59	0.61	0.75	0.81	其它	(38)	8	62	81	(40)
每股红利	0.21	0.35	0.24	0.30	0.32	经营活动现金流	6042	7926	6698	8695	10113
每股净资产	4.07	4.53	4.89	5.35	5.83	资本开支	0	(4596)	(2501)	(3001)	(7001)
ROIC	8.10%	7.70%	9%	11%	12%	其它投资现金流	(1)	(0)	1	0	0
ROE	15.39%	13.11%	12%	14%	14%	投资活动现金流	(1385)	(5357)	(3000)	(3501)	(7501)
毛利率	22%	26%	24%	27%	27%	权益性融资	605	47	0	0	0
EBIT Margin	19%	22%	21%	24%	24%	负债净变化	4135	(10090)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	30%	33%	36%	36%	支付股利、利息	(1694)	(2832)	(1978)	(2459)	(2634)
收入增长	22%	-13%	8%	8%	8%	其它融资现金流	(9585)	16951	(1907)	(1000)	(3479)
净利润增长率	41%	-5%	2%	24%	7%	融资活动现金流	(4097)	(8845)	(3885)	(3459)	(6113)
资产负债率	50%	41%	37%	34%	29%	现金净变动	560	(6276)	(187)	1735	(3501)
股息率	2.5%	4.2%	2.9%	3.6%	3.9%	货币资金的期初余额	10669	11229	4953	4766	6501
P/E	13.2	13.9	13.6	11.0	10.2	货币资金的期末余额	11229	4953	4766	6501	3000
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	3519	4104	5536	3011
EV/EBITDA	13.1	11.8	9.7	8.3	7.6	权益自由现金流	0	10380	1724	4136	(802)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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