

招商轮船（601872.SH）： 油散双驱的综合性航运龙头

评级：

评级： 增持

上次评级： 首次覆盖

最新收盘价： 6.03

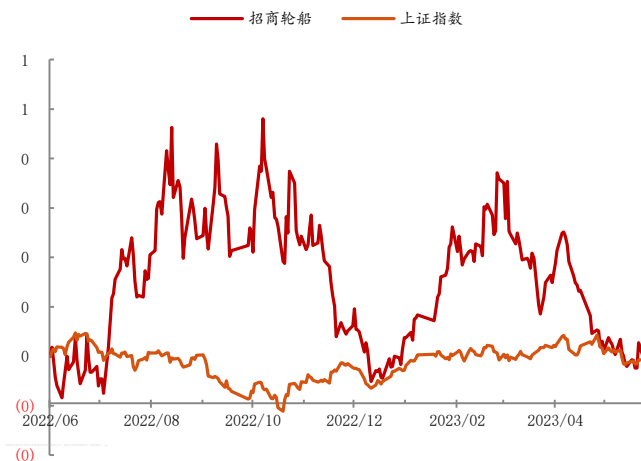
股票代码： 601872.SH

52周最高价/最低价： 8.76/5.34

总市值(亿) 490.0

自由流通市值(亿) 490.0

自由流通股数(亿) 81.26



分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告核心结论

- **油散双核的业务结构，弹性与稳性兼具：**公司控制和运营的船队以油轮和散货船为主，占比达到71%；油散业务也是公司营收的主要驱动力，2022年中占比超过60%。油轮业务高业绩弹性，散货业务弹性和稳定性兼具，共同打造超级船东公司。
- **油轮市场的新一轮景气周期起步：**2023-2025年VLCC运输市场需求端因素将继续加强：中国原油进口增速加快、贸易重构背景下大西洋对VLCC运力需求持续增长。2023年下半年供给端将陆续发力：新交付运力显著下滑、环保法规影响逐步显现。假设2023/2024/2025年运价中枢6.5/7/8万美元/天，预计油轮业务毛利将分别为47/58/66亿元。
- **散货船市场触底企稳向上：**散货船市场需求端受到中国经济复苏、大宗商品价格回落、多板块贸易重构等因素支撑，贸易需求有望在2023-2025年持续改善。供给端，港口拥堵运力低位、环保法规、新交付运力放缓等，船队供给增速逐步放缓。假设2023/2024/2025年好望角型散货船运价均值分别为1.8/2/2.2万美元/天，散货业务将分别创造18/26/27亿元毛利润。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计招商轮船2023-2025年营收为326.33亿元、347.58亿元和377.30亿元，归母净利润为60.81亿元、73.86亿元和86.22亿元；EPS分为：0.75元、0.91元和1.06元，对应2022年6月9日收盘价6.03元PE分别为8.06倍、6.63倍和5.68倍。考虑到公司油散周期双双向上，LNG船25年后接力稳健增长，持续为公司带来的业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**中国经济复苏不及预期、船舶超预期提速、油价大幅上涨、极端天气及地缘政治事件。

目录

contents

- 01 公司介绍：油散双核，多元发展
- 02 油轮市场：新一轮景气周期起步
- 03 散货船市场：触底企稳向上
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示



01 公司介绍：油散双核，多元发展

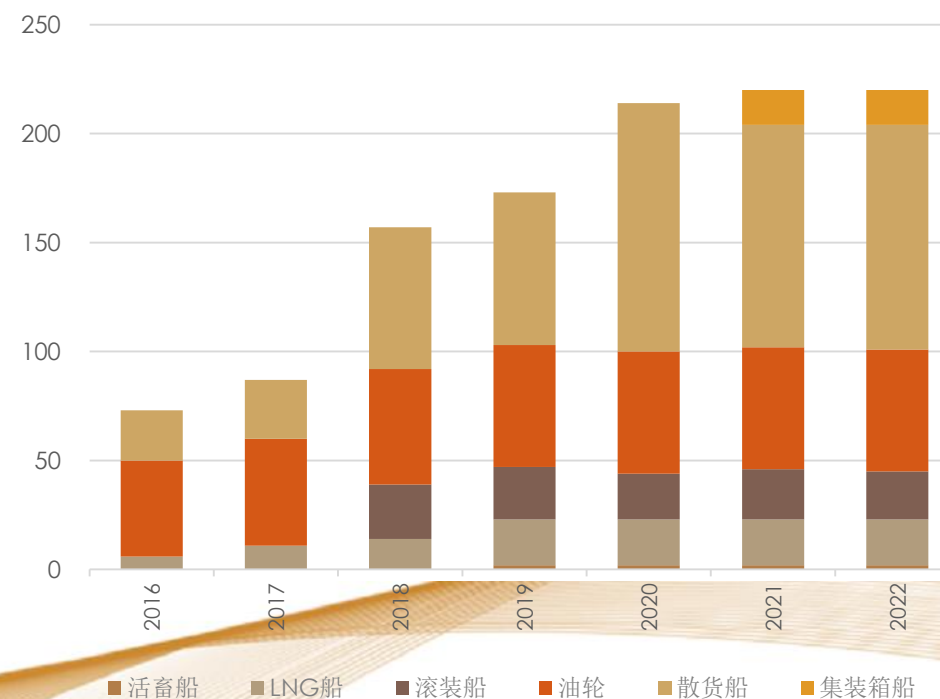
1.1 公司船队：油散主线发展，多元化航运龙头企业

- 招商轮船，积极拓展散货船队规模、推进油轮船队更新、开拓集装箱运输业务、布局LNG船队运输市场，形成了以油散双核、多元化发展的综合型航运企业。
- 公司控制和拥有的船队达到221艘，其中原油油轮57艘、散货船103艘、集装箱船16艘以及21艘LNG船、22艘滚装船、2艘活畜船。公司船队中，油轮和散货船数量占比达到71%。

图表：招商轮船船队构成

| 招商轮船船队 | 数量 | 船队产能 | 平均船龄 | 权益 | 订单 |
|---------|-----|-----------|-------|----------|----|
| 原油油轮 | 57 | 1664万载重吨 | 8.26 | 100% | 3 |
| VLCC | 52 | 1610万载重吨 | 7.67 | 100% | - |
| 阿芙拉 | 5 | 54万载重吨 | 14.33 | 100% | 3 |
| 散货船 | 103 | 1900万载重吨 | 8.48 | - | 4 |
| 好望角型散货船 | 50 | 1601万载重吨 | 7.41 | 100%/30% | - |
| 巴拿马型散货船 | 6 | 46万载重吨 | 10.68 | 100% | - |
| 大灵便型散货船 | 35 | 205万载重吨 | 8.73 | 100% | 3 |
| 小灵便型散货船 | 8 | 23万载重吨 | 12.25 | 100% | 1 |
| 多用途船 | 4 | 25万载重吨 | 0.77 | 100% | - |
| 集装箱船 | 16 | 1.7万TEU | 10.64 | 100% | 4 |
| 滚装船 | 22 | - | 10 | 100% | - |
| LNG船 | 21 | 347.8万立方米 | 6.97 | ~20% | 8 |
| 活畜船 | 2 | - | 18 | 100% | - |

图表：招商轮船船队构成（艘）

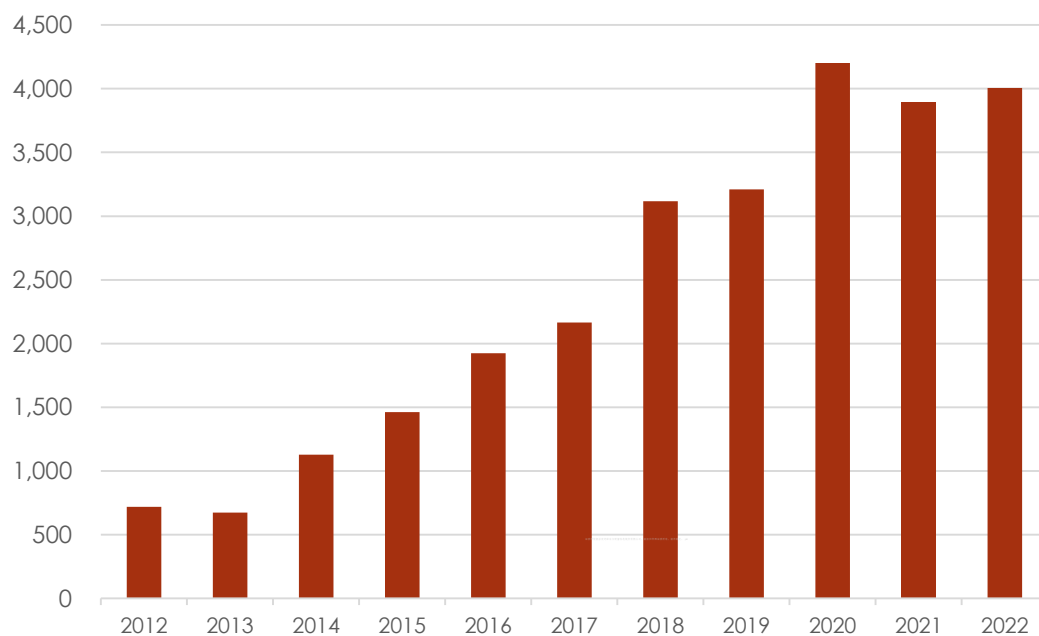


资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

1.1 公司船队：油散主线发展，多元化航运龙头企业

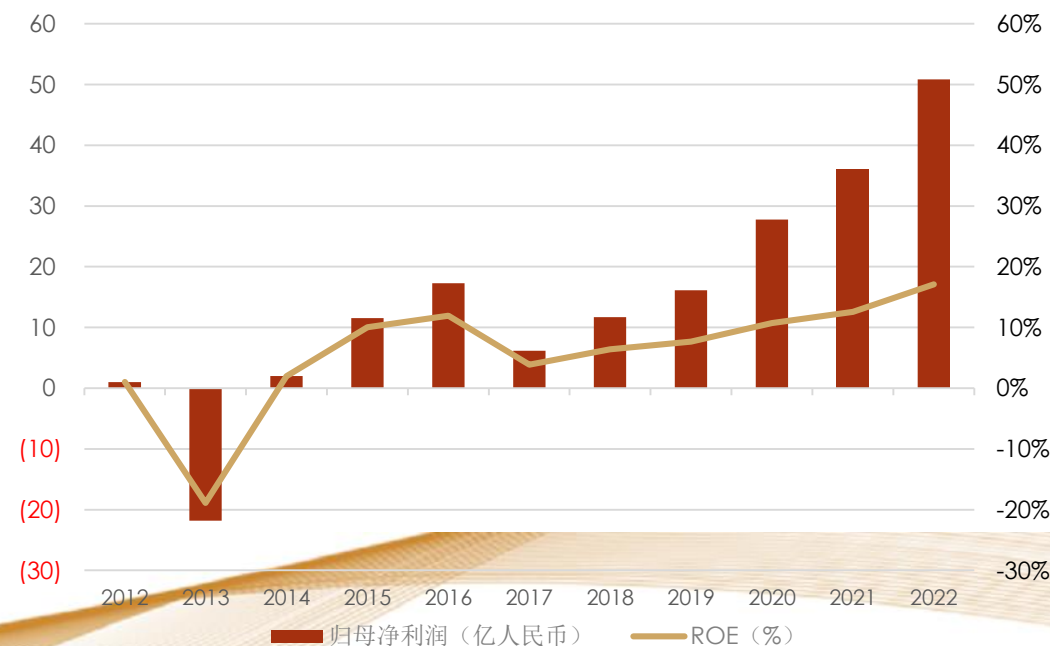
- 在过去的十年里，公司船队的快速发展。2012-2022年间，公司船队载重吨位年复合增长19%。
- 同时，随着公司经营管理效率提升，公司效益也明显提升。2012-2022年期间，公司归母净利润年复合增长接近50%，2022年ROE提高至17%。

图表：招商轮船船队发展（万DWT）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：招商轮船归母净利润（亿元）及ROE

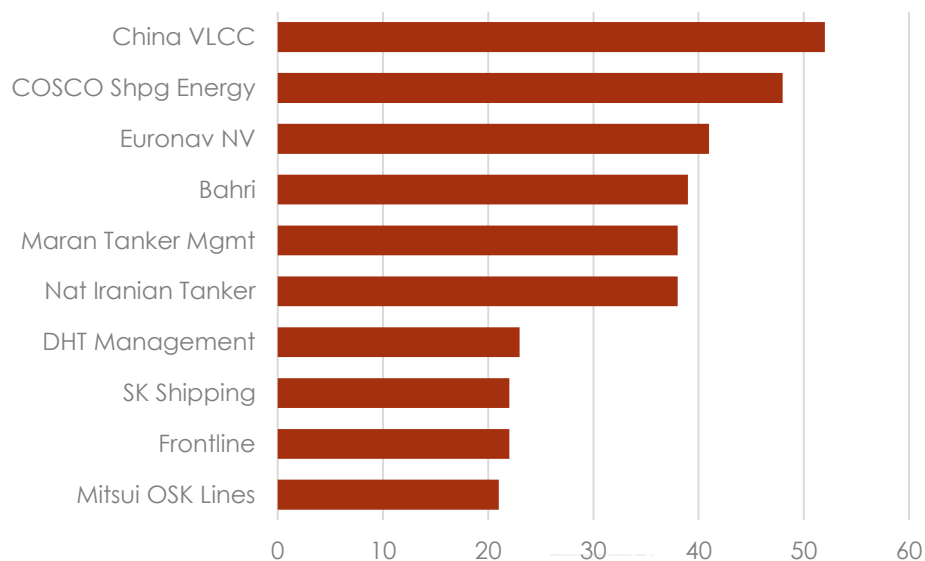


资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

1.1 公司船队：打造全球最大的VLCC船东

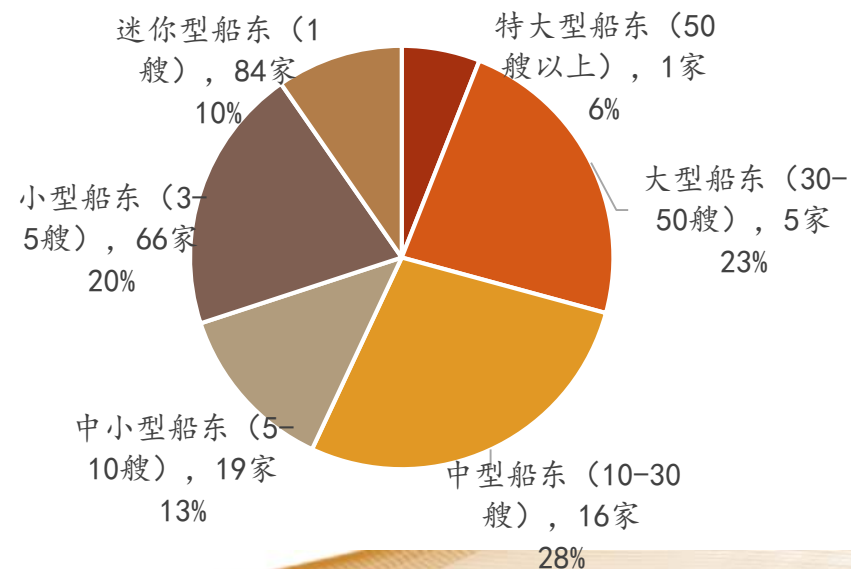
- **船队规模领先。**招商轮船共控制和运营的57艘原油油轮中VLCC油轮占据52艘，为全球最大的VLCC运力规模的船东，占全球VLCC总数量的6%，也是全球唯一一家VLCC船队超过50艘的大型船东。
- **船队结构优秀。**招商轮船的VLCC船队中节能型船舶占比达到77%，全球VLCC船队的节能型船舶比重为53%。此外，招商轮船的VLCC船队中15艘左右已安装脱硫塔，且计划继续增加安装脱硫塔船舶。

图表：全球前十大VLCC船东



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：VLCC船东集中度

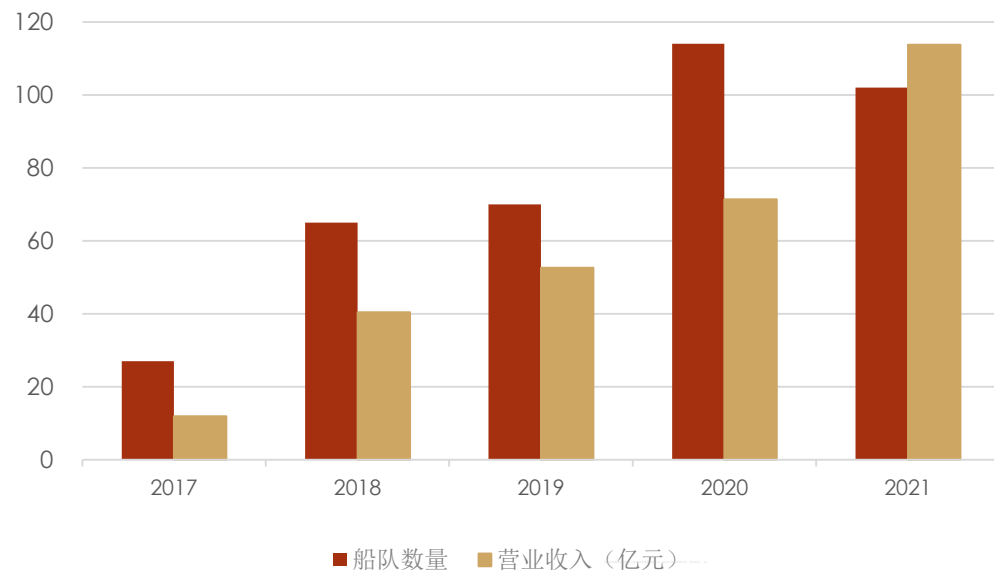


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

1.1 公司船队：扩建散货船规模，拥有全球最大VLCC船队

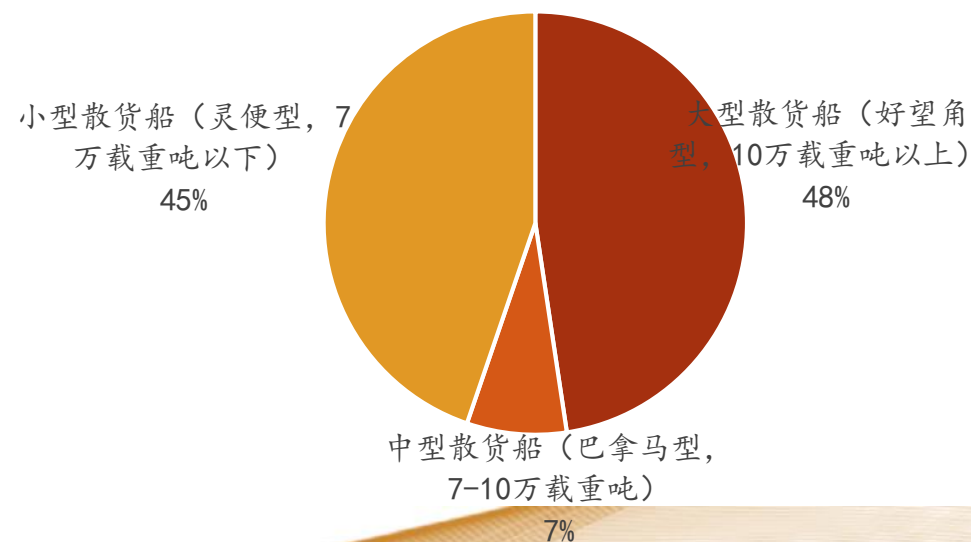
- 船队规模跃居世界前列，船队结构两极分布。公司的散货船队扩张迅速，从2006年的14艘中小型散货船发展至今的103艘，形成了以超大型和小型散货船为主体的船队结构，兼具了运价弹性（大型）和稳性（小型）的特征。公司控制和运营的103艘船舶中，10万载重吨以上的大型散货船50艘、小型的灵便型散货船47艘（包括4艘多用途船）。
- 全球最大的VLCC船东。全球30万载重吨级以上的VLCC船舶一共132艘，公司运营的34艘VLCC船占据全球超过1/4的比重。

图表：招商轮船散货船队及营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：招商轮船散货船队分布

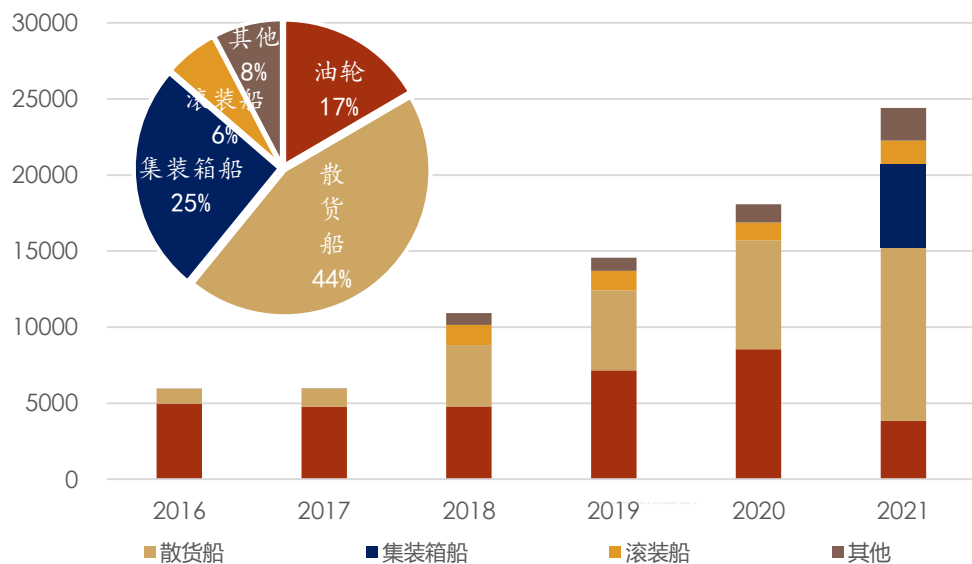


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 公司营收分布：油散业务为主驱动力

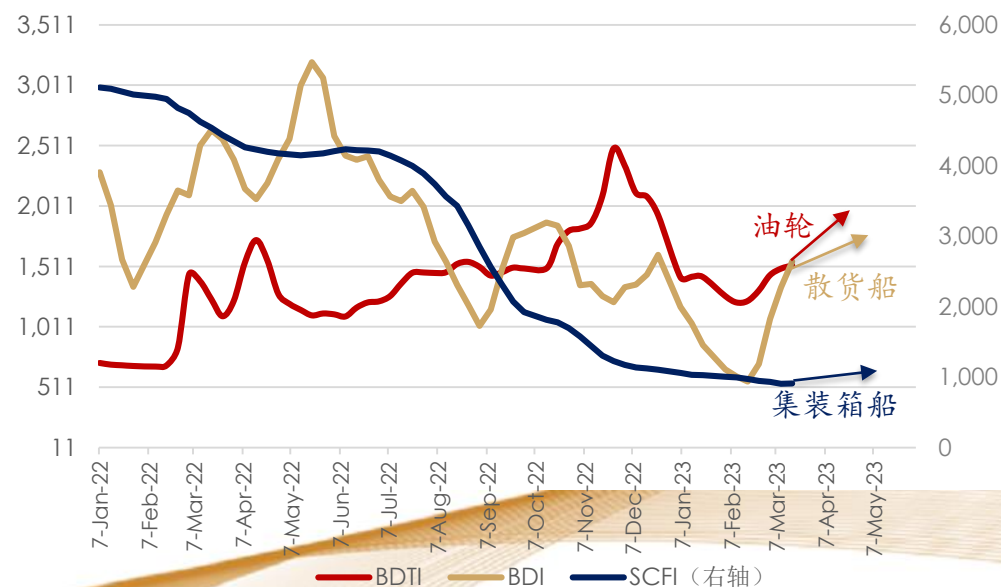
- **油散业务营收占主导地位。**公司船队中，油轮和散货船数量占比达到71%，油散船型的营业收入占比接近60%（2022年中数据）。2020年（集装箱业务新增之前），公司油散业务的营收占比高达85%以上。
- **油散业务共振，未来可期。**油轮和散货船市场先后经历了市场底部后，纷纷开启景气长周期。VLCC油轮在2022年下半年运价开始强劲反弹，且考虑到供给端的持续制约以及基本面的进一步改善，我们预计油轮将开启一段长期持续的高景气周期。散货船市场在今年2月回调至底部后，运价也开启了上行通道，需求端的改善以及中长期的运力增速放缓为散货船市场的逐步复苏提供了动力。

图表：招商轮船营业收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

图表：油散集市场综合运价走势（指数）

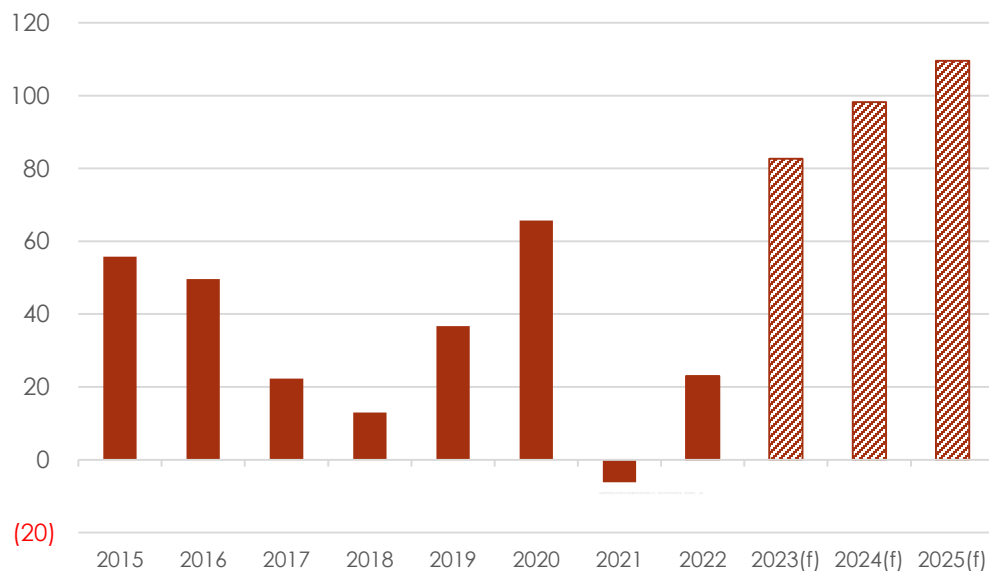


资料来源：Baltic Exchange，上海航运交易所，华西证券研究所

1.2 公司营收分布：油轮业务创造弹性

- 油轮船队的单船利润弹性大，在景气周期阶段易给公司带来显著的超额收益。因油轮业务中，船舶的日常开支相对稳定（盈亏线相对稳定），运价高出盈亏线的部分均贡献公司的利润。而油轮市场运价的波动较大，尤其是景气周期里，不断突破前高的运价使得油轮业务创造的利润弹性巨大。
- 油轮业务的利润对公司总利润影响显著。从总利润变化和油轮业务毛利变化的对比发现，公司总利润的变化和油轮业务利润变化相关性高，公司总利润的弹性主要来自油轮业务。

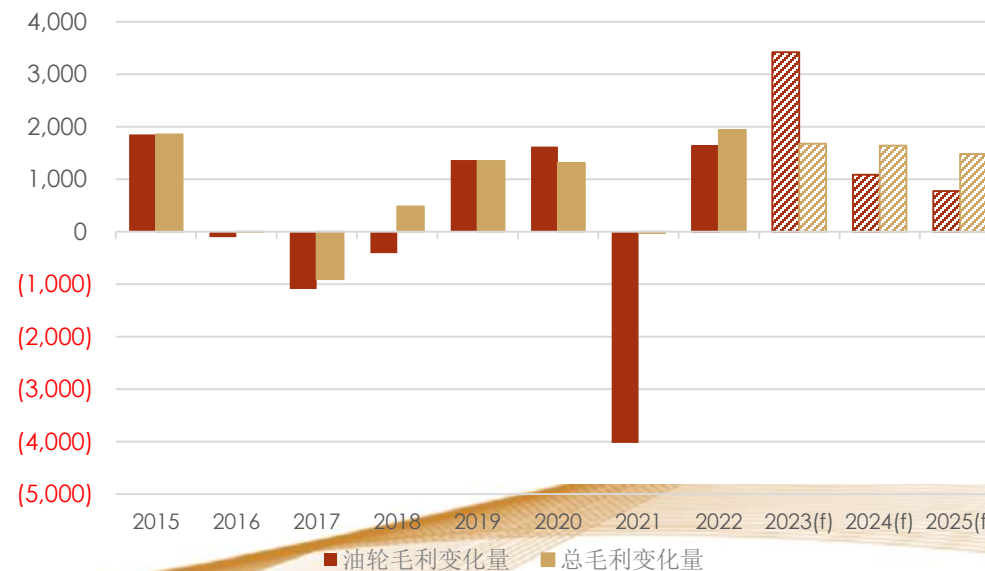
图表：油轮单船毛利（百万元）



(20)

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：油轮以及总毛利变化量（百万元）

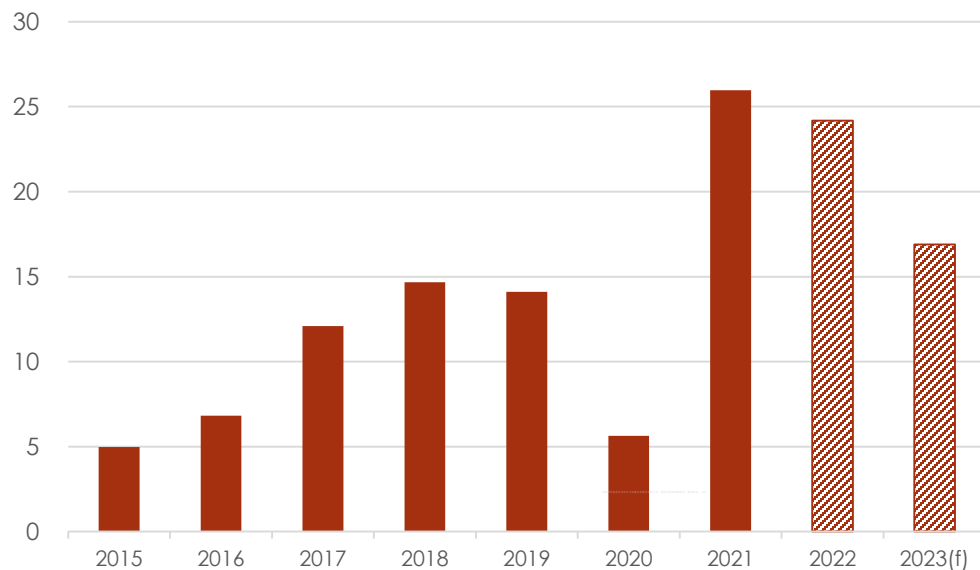


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 公司营收分布：散货业务弹性和稳定性兼具

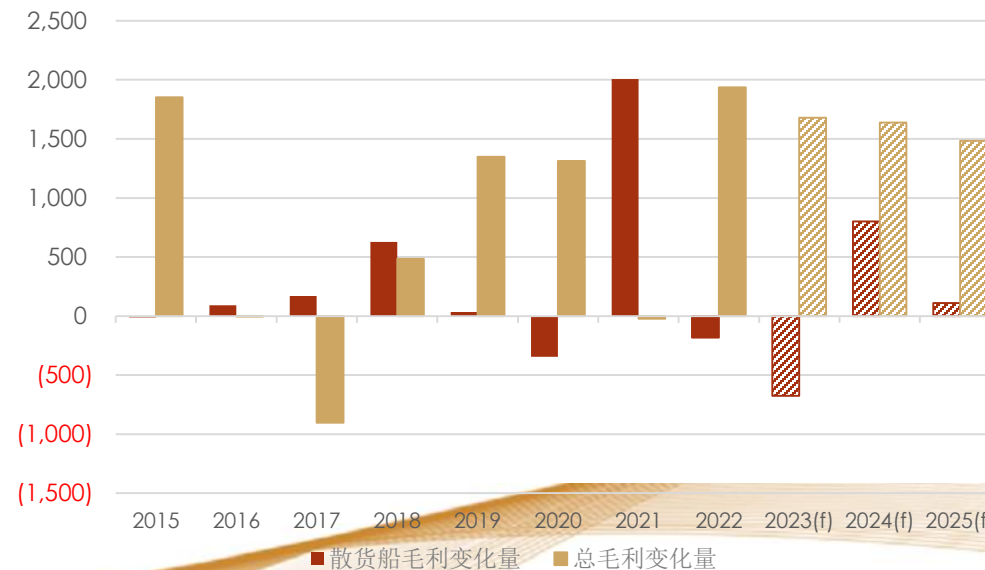
- 散货船队的单船利润波动较小，为公司贡献稳定利润。公司散货船队进行了大型和小型船舶的船型搭配、项目期租和现货即期市场结合，散货业务整体兼具弹性和稳性，也进一步提升了公司利润稳定性保障。
- 散货利润与总利润的变化错位，减小总利润的波动。从总利润变化和散货业务毛利变化的对比发现，公司总利润的变化和散货业务利润变化经常发生错位，这在一定程度上减少了公司利润的波动。

图表：散货船单船毛利（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：散货船以及总毛利变化量（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

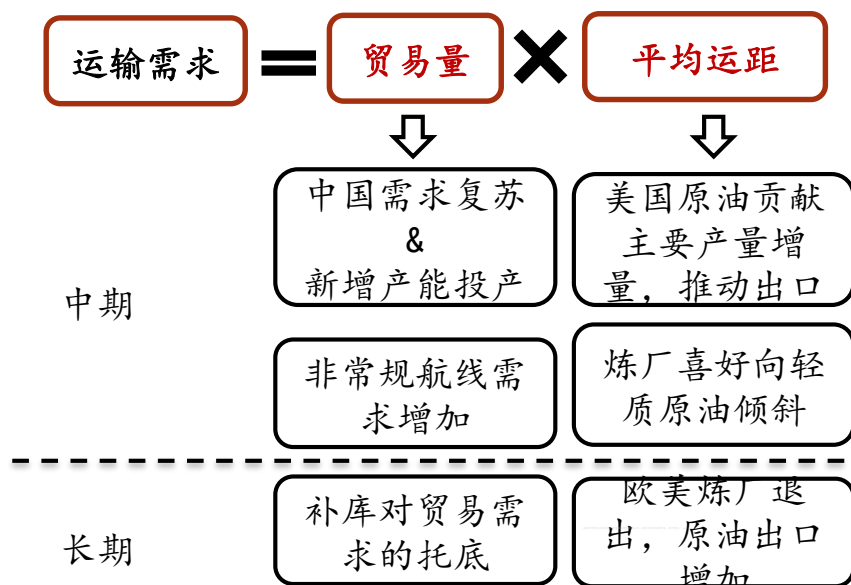


02 油运市场：新一轮景气周期起步

2.1 VLCC油轮市场研究框架

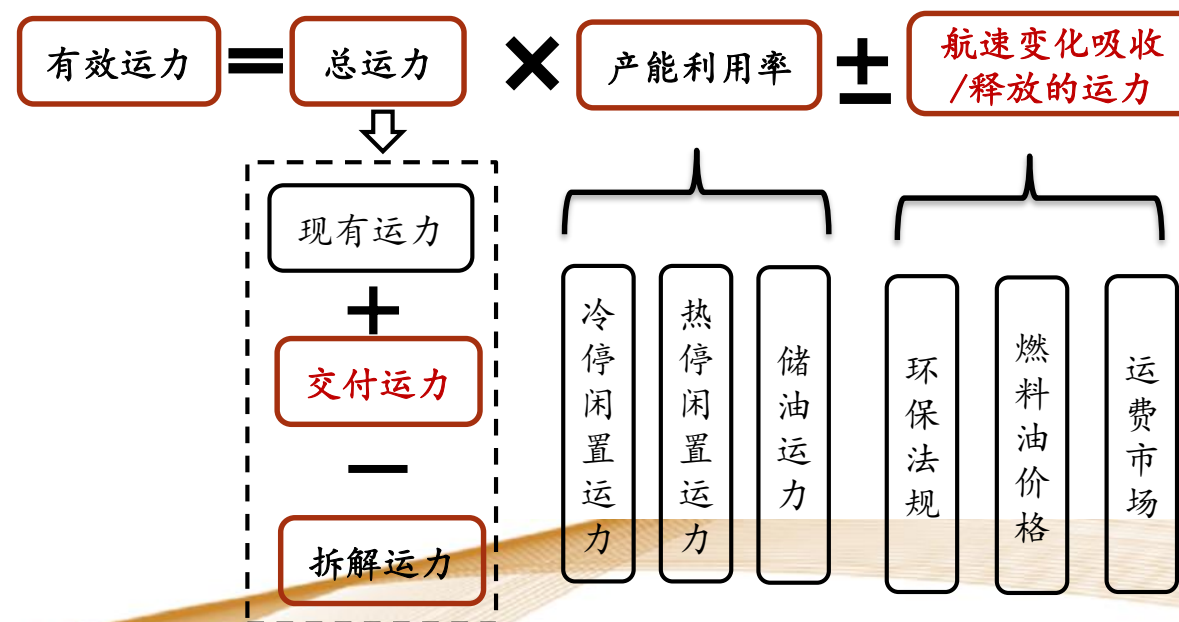
- 油轮日租金由供给端的船舶运力和需求端的吨海里贸易共同决定。
- 需求端：**油运市场的需求端取决于贸易量和平均运距。从贸易量看，VLCC市场重点关注中国进口需求以及非常规航线（欧洲进口航线）上VLCC的需求增量；从运距看，美洲、西非地区的原油出口对拉长VLCC运距有重要贡献。
- 供给端：**需关注市场有效运力的变化。考虑到拆船运力和产能利用率变化较小，今年供给端重点是交付运力和航速变化。未来2-3年的交付计划已相对确定，航速将成为影响有效运力变化的重要因素。

图表：油轮市场需求端研究框架



资料来源：华西证券研究所

图表：油轮船队供给端研究框架



资料来源：华西证券研究所

2.1 VLCC油轮市场研究框架 - 船货供需与运价

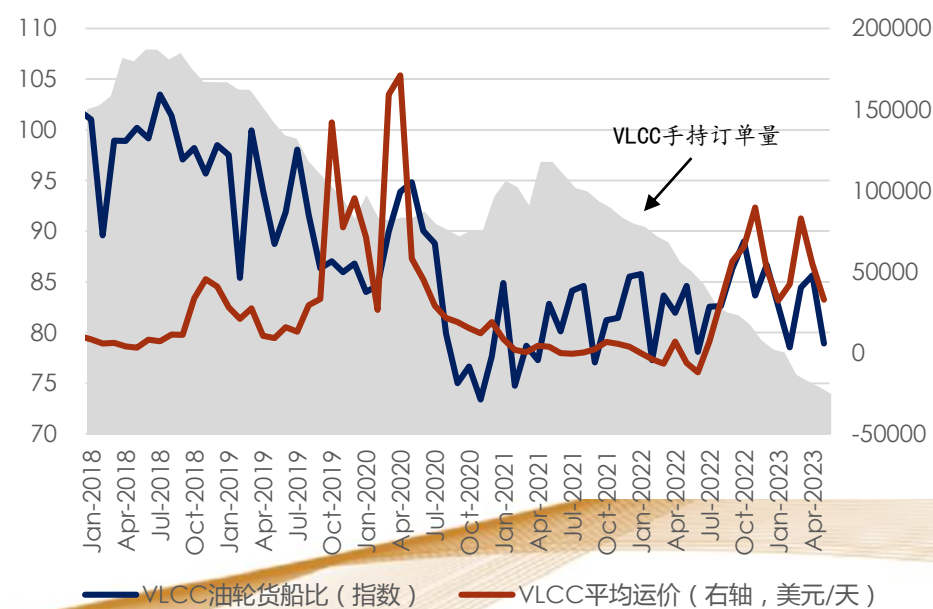
- 有效运力指数 = (全球船队-浮舱-闲置) * (1-航速变化*8%)，2016年1月=100；
- 货运需求指数 = VLCC吨海里运输量，2016年1月=100；
- 货船指标比 = 货运需求指数/有效运力指数*100。指数化的货运需求和有效运力体现油运市场的供需变化趋势，两者比值体现货运需求相对于有效运力的变化速度。货船指标比越高，市场船货平衡越偏紧，运价越高。此外，市场手持订单持续下滑，放大了船东方对供给端持续偏紧的情绪乘数效应，未来运价的弹性或超过货船比的变化幅度。

图表：VLCC油轮市场有效运力与货运需求指标



资料来源：Clarksons, Kpler, 华西证券研究所

图表：VLCC货船比 vs 运价

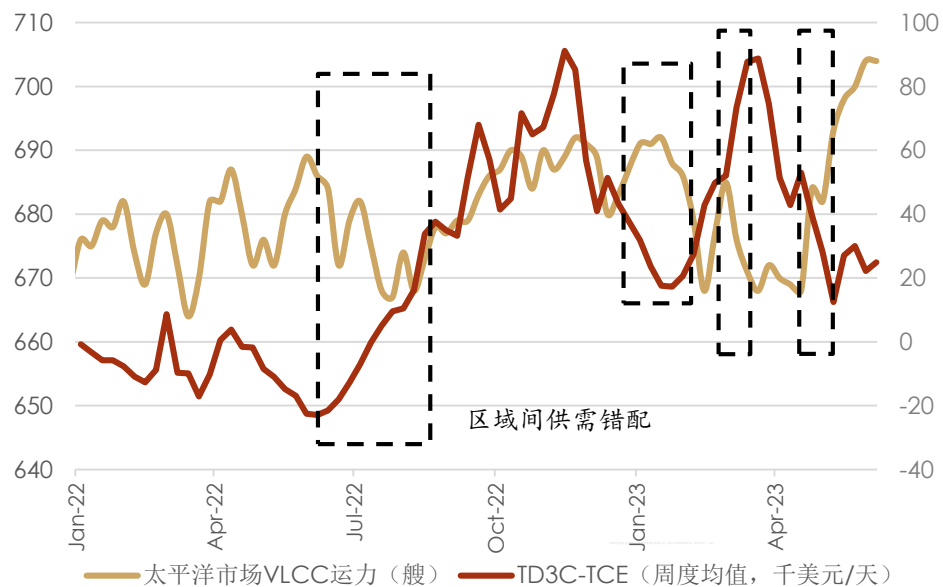


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.2 短期：供给端区域间运力错配&航速

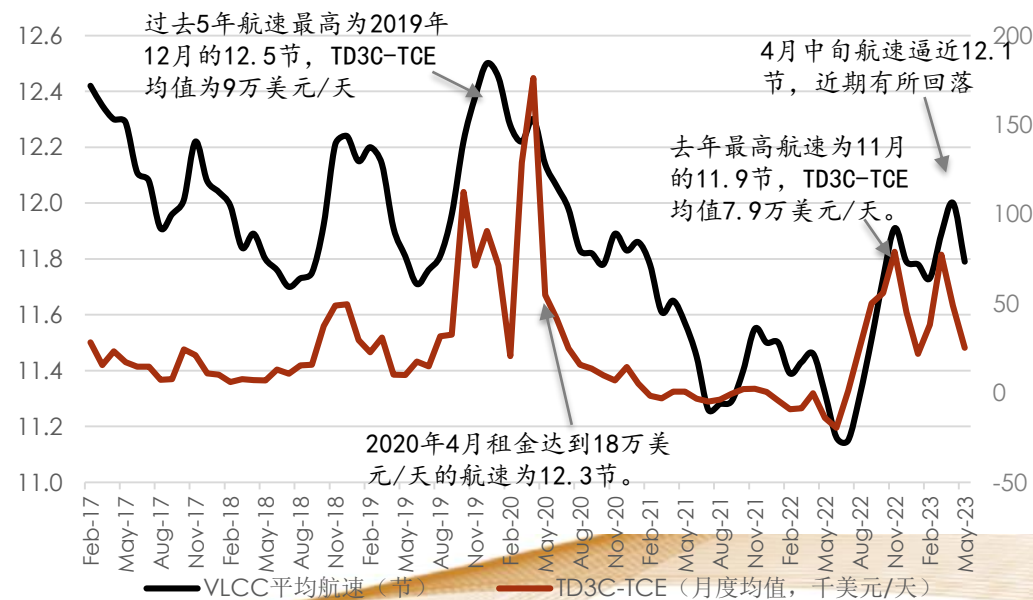
- 运力部署与区域运价会互相反馈。比如，太平洋运价上涨会吸引运力趋往，导致太平洋运力增加，抑制运价上涨；若运力向大西洋市场转移，太平洋市场运价会因运力减少而受到支撑。若发生供需错配，则有利于放大短期运价弹性。
- 航速也是对短期运价有重要影响的供给端因素。通过推算得到，原油油轮每降速1节，将吸收约8%-9%的船队运力。今年1-4月平均航速11.85节，同比去年同期高出0.4节，约释放了3%-3.5%左右的有效运力。4月中下旬航速接近12.1节（2020年下半年以来的最高航速），近期回落至11.8节左右。

图表：全球VLCC运力部署 vs 运价走势



资料来源：Baltic Exchange, Clarkson, 华西证券研究所

图表：VLCC航速vs即期运价

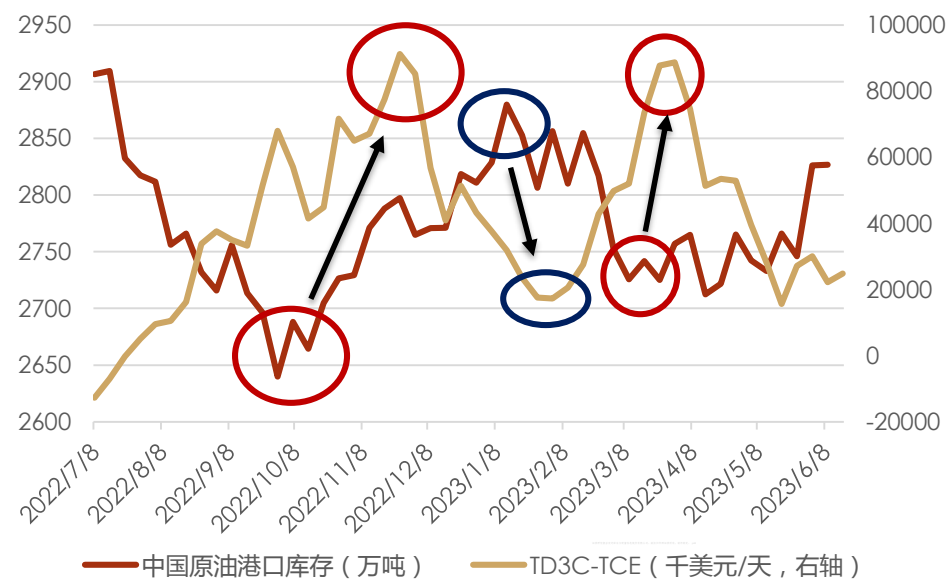


资料来源：Baltic Exchange, Clarkson, 华西证券研究所

2.2 短期：需求端跨区域套利&中国港口库存

- 对VLCC市场短期运价影响可追踪中国原油港口库存及原油跨区价差的变化。
- 中国原油港口库存一定程度上可反应中国原油需求的强弱。库存进入去库阶段，说明需求走强，贸易商采购逐步加码，运价具备上行动力；若进入累库阶段，说明需求走弱（或供给充足），采购放缓，运价承压下行。
- 美国WTI原油价格对OPEC一揽子油价的价差，反映美湾-中东原油的价格经济性，影响跨区现货贸易活跃度。价差走阔，美湾现货贸易增加，长运距贸易提振吨海里需求，运价上行；价差收窄，跨区贸易减少，吨海里需求下降，运价下行。

图表：中国原油港口库存（万吨）& TD3C周度运价（美元/天）



资料来源：Bloomberg, Baltic Exchange, 华西证券研究所

图表：美湾-中东原油价差 & TD22运价（美元/桶）

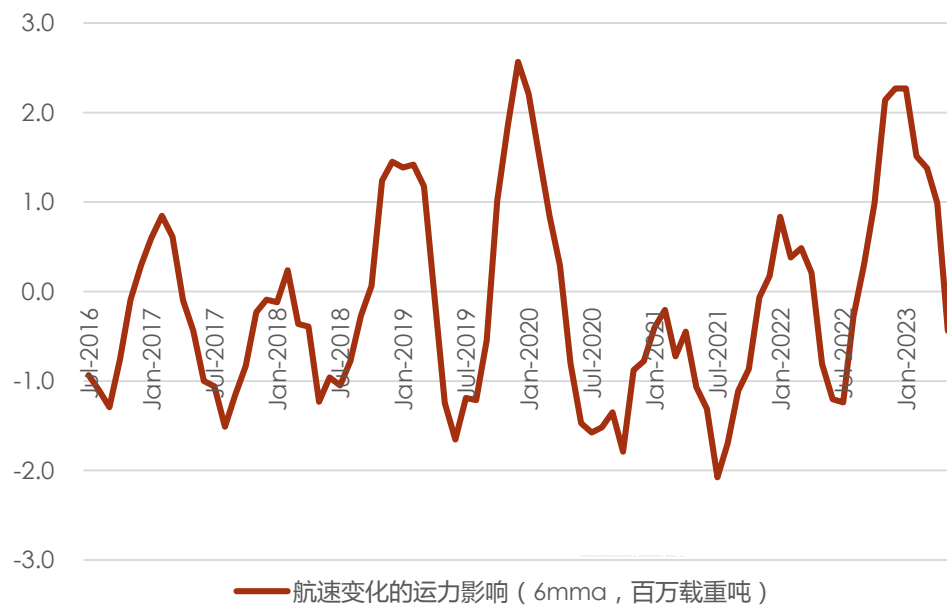


资料来源：Wind, Baltic Exchange, 华西证券研究所

2.2 短期：运价季节性趋势

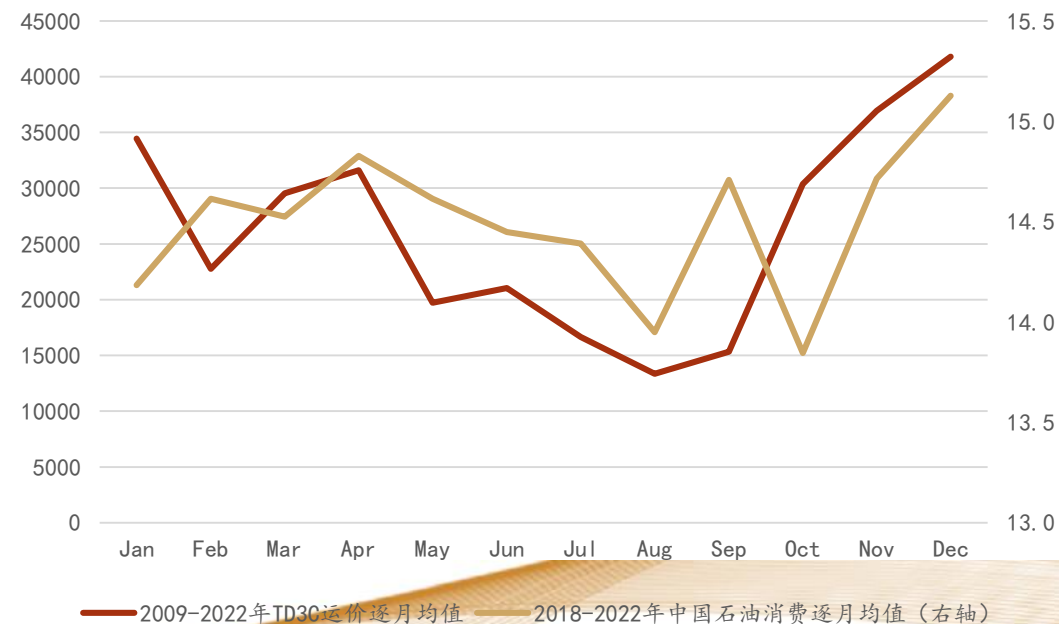
- **航速变化反映运价的季节性波动。** 运费市场影响船舶航速变化：运价旺季时推动船舶提速，运价淡季时船舶降速。降速/提速会吸收/释放一定的有效运力，从而负反馈于运价。从航速的波动看，呈现较为明显的季节性，往往与每年年底-下一年年年初提速释放运力达到峰值；每年年中降速吸收运力至高位水平。
- **从往年运价逐月均值看，运价与航速呈现对应的季节性波动。** 运价的季节性表现为每年10月-次年4月运价相对处于高位；5-9月处于相对低位。

图表：航速的运力影响及运价（百万载重吨；千美元/天）



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：运价及消费季节性趋势（美元/天，百万桶/天）

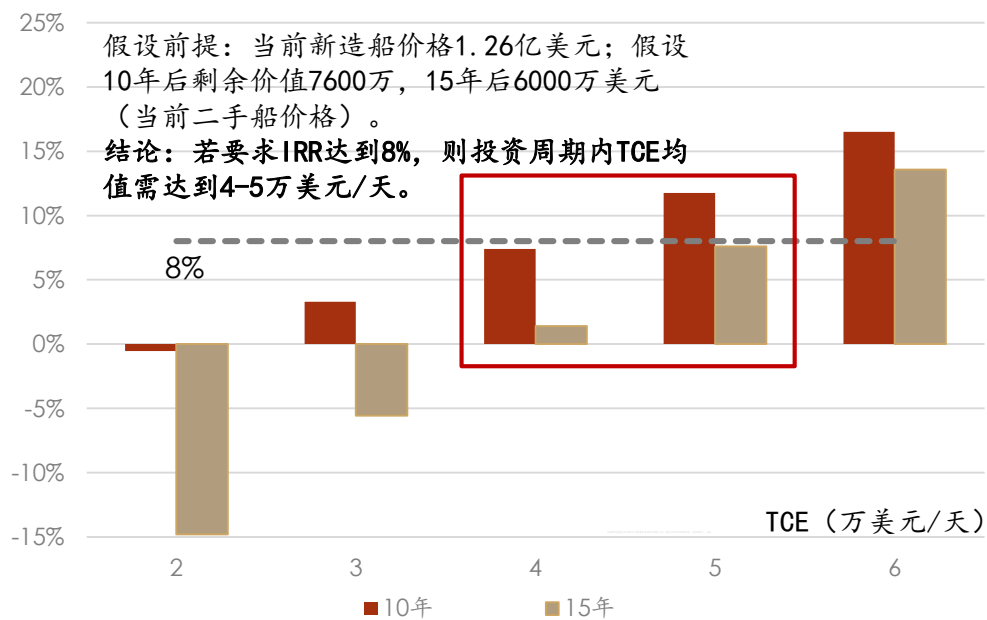


资料来源：Baltic Exchange, EIA, 华西证券研究所

2.3 中期：新订单释放难&运力趋紧确定性强

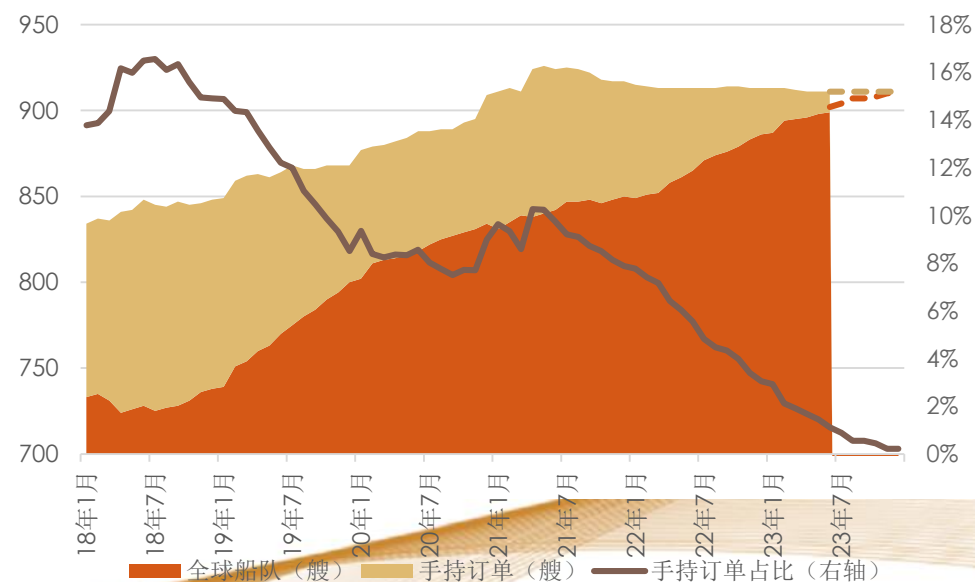
- 当前新船价格高企，船东投资新船的运营压力大，抑制VLCC新船订单的释放。在融资租赁的情况下，10年和15年投资周期的VLCC新船订单，若IRR要求达到8%，则对应市场平均TCE需在投资周期内维持4-5万美元/天水平（过往新船价格要求的TCE为3-4万美元/天）。碳中和以及能源转型背景下，船东对更长期原油轮市场仍有担忧。
- 船厂产能饱和、船东新签意愿低下导致VLCC未来新增运力有限。手持订单占比，截止6月11日，全球仅12艘VLCC手持订单，手持订单占比降至历史低位，以载重吨计仅1.3%。

图表：不同市场TCE情境下，10年和15年的新船投资IRR分布（%）



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：全球VLCC船队&手持订单

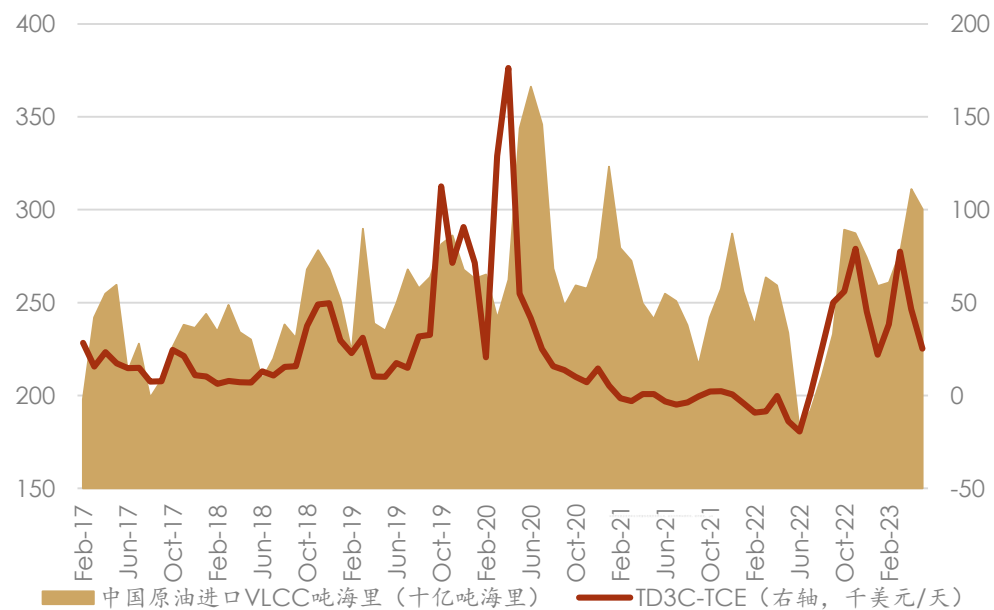


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.3 中期：中国需求&贸易重构持续发力

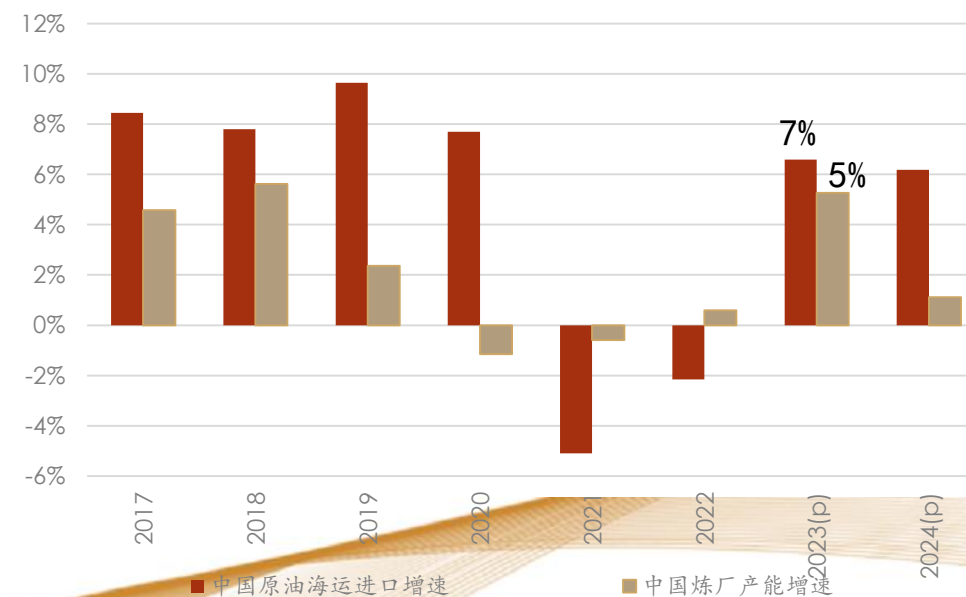
- **VLCC油轮吨海里贸易中，中国原油进口占比近40%，中国原油进口情况对VLCC市场影响显著。**中国原油进口吨海里的增长同时受到贸易量增加（主要增量来自中东地区）和运距拉长（主要来自西非和美湾地区）的推动。今年1-5月中国原油进口的VLCC贸易量和吨海里均增长13%。
- **需求复苏&产能扩张共同助力中国原油进口：**据IEA、EIA和OPEC的5月预测，2023年中国原油消费增长80-130万桶/天，增速5%-9%。此外，今年炼厂产能预计增长5%（约2500万吨），进一步支撑中国原油进口需求的增长。据克拉克森预测，2023年中国原油海运进口预计增长7%，2024年预计增长6%。

图表：中国原油进口VLCC吨海里及运价趋势



资料来源：Kpler, Baltic Exchange, 华西证券研究所

图表：中国原油海运进口与炼厂产能增速

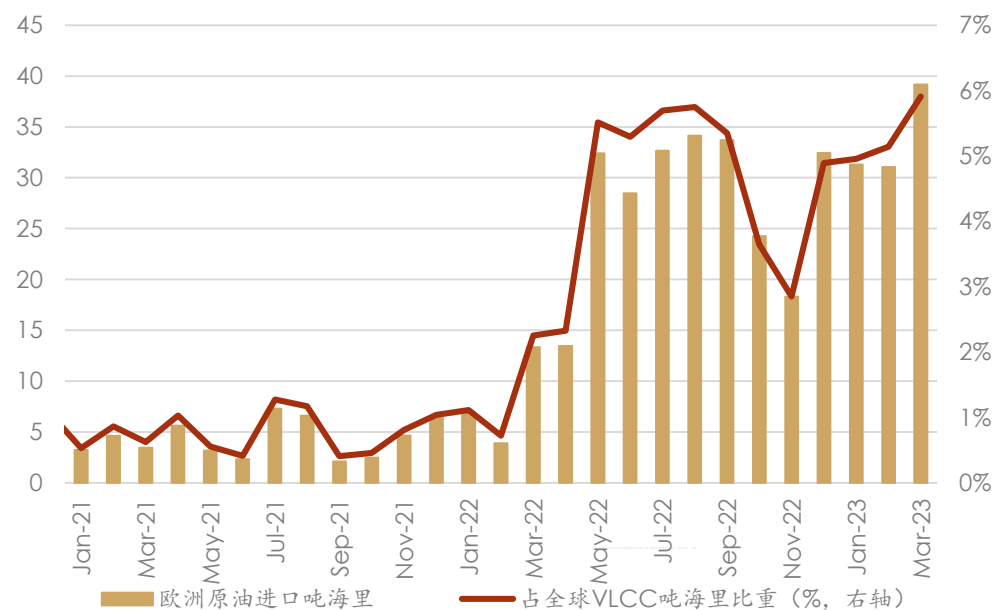


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.3 中期：中国需求&贸易重构持续发力

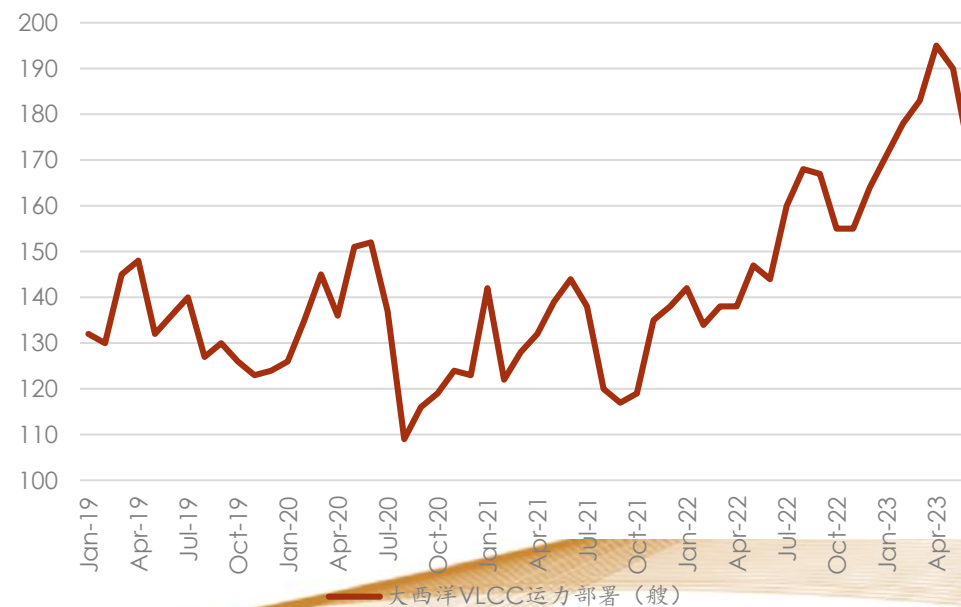
- 非常规航线的VLCC需求提升，以欧洲进口最为明显。2022年俄-欧原油贸易中断，欧洲加大从其他地区采购原油，VLCC需求显著增加，在VLCC总需求中占比从2022年年初的约1%一度提升至2023年3月的6%。2022年以欧洲进口为主的VLCC非常规航线上VLCC吨海里需求增长了288%，贡献了约3794亿吨海里的VLCC需求增量。
- 欧洲贸易对VLCC的需求持续吸引船舶向大西洋转移，可间接改善太平洋市场的船货平衡。去年下半年以来，大西洋市场VLCC运力较之前的130艘左右，平均增加了约40艘，峰值增加了近60艘。

图表：欧洲原油进口VLCC吨海里及占比（十亿吨海里）



资料来源：Kpler，华西证券研究所

图表：大西洋VLCC运力部署（艘）

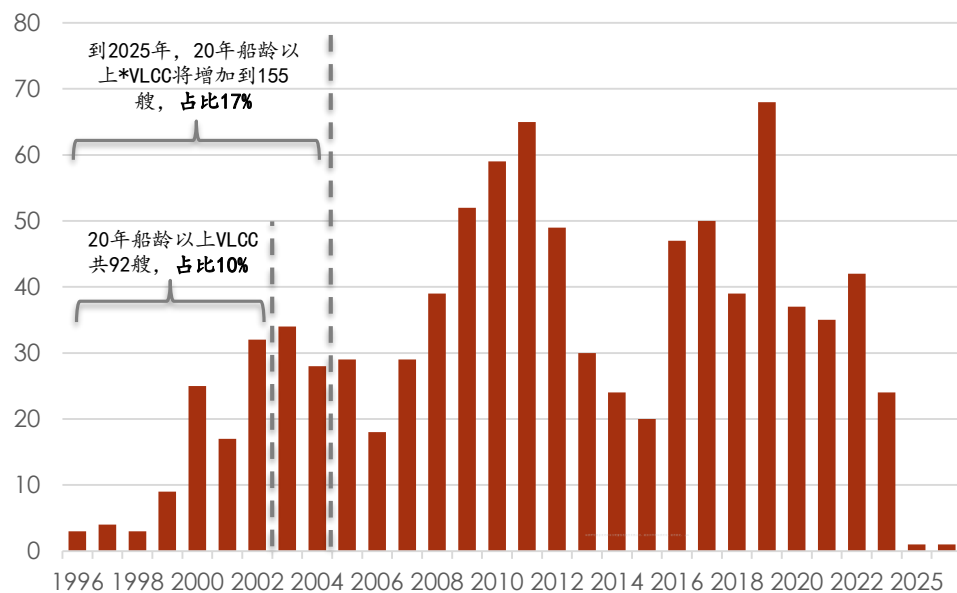


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.4 长期：供给端船队老龄化加速&环保法规趋严

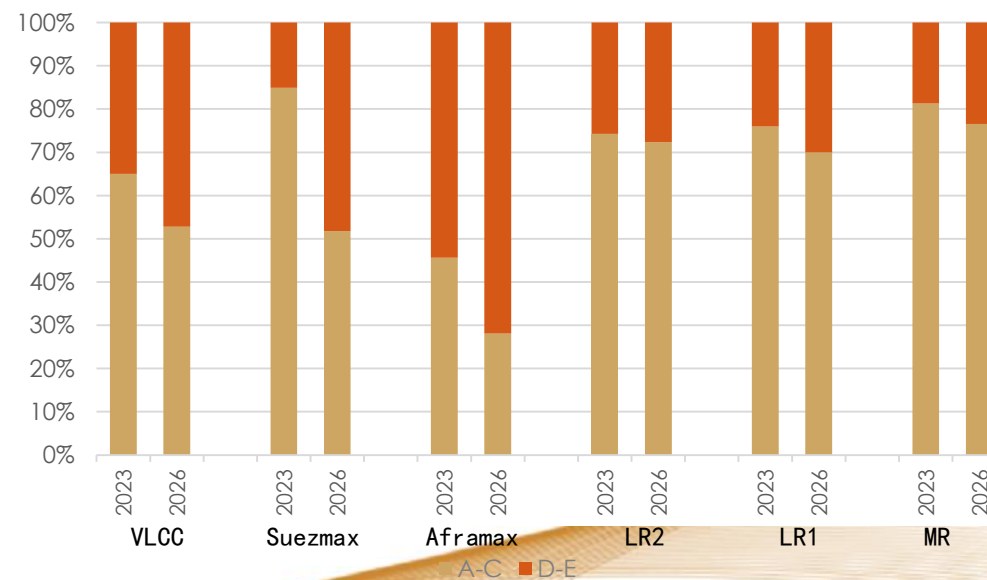
- **未来船队老龄化加速。**目前全球20年船龄以上的VLCC共计约92艘，占全球船队比重为10.4%；到2025年，在不考虑拆船情况下，20年以上船龄VLCC将达到超过150艘，占比达到17%。
- **EEXI 考量船舶设计的技术能效，影响主要体现在限制船舶航速上限。CII主要考量船舶实际操作中的运营能效。**克拉克森预计2023年仍有70%的油轮运力可获得C以上等级，2026年这一等级将降至60%以下。由于CII等级要求会逐年提高，降速仅能作为短期内的解决方案，更长期的解决方案为替代能源改装。但船龄偏大的船舶进行的替代能源改装的经济性将遭到考验。

图表：VLCC船队的交付年份分布（艘）



资料来源：Clarkson，华西证券研究所
 注：20年以上船龄*未考虑未来拆解情况

图表：油轮船队2023年/2026年CII评级分布

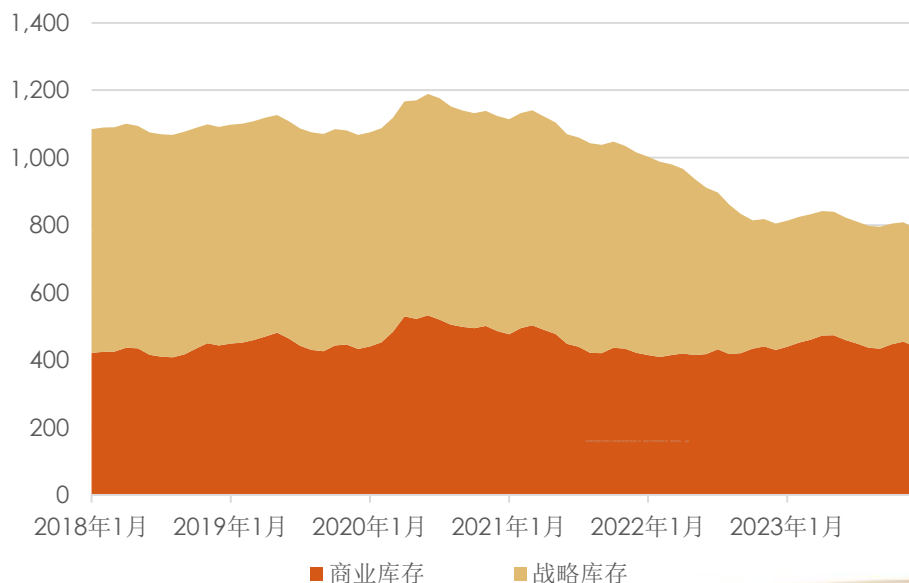


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.4 长期：能源安全下补库需求长期存在

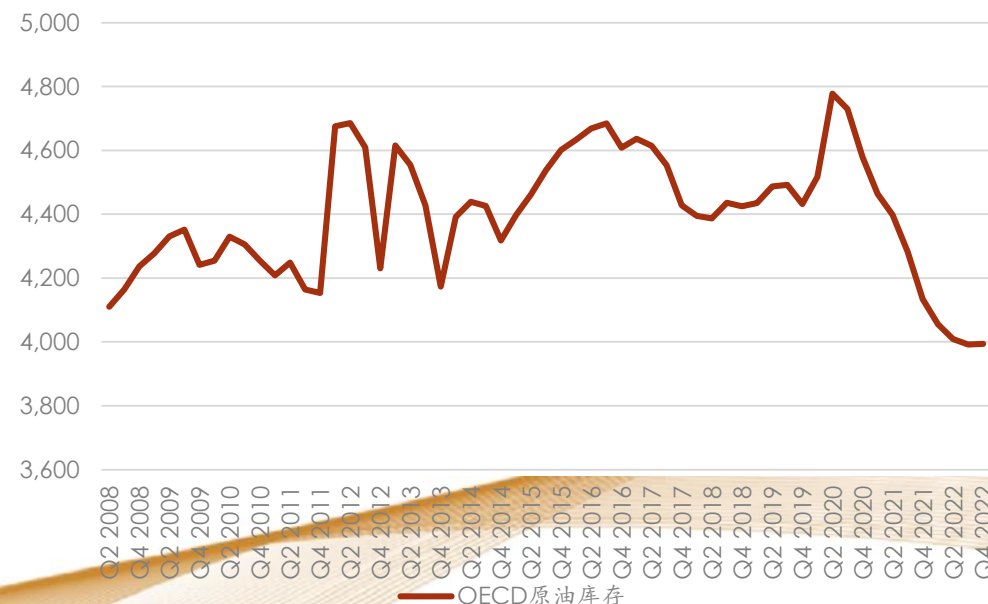
- 多地区的补库需求，为长期全球原油贸易形成支撑。美国2022年释放了2.2亿桶战略库存，目前战储已降至历史低位，政府计划补充战略库存。从量上看，1) 美国相关要求战略库存不得低于5亿桶，则需要补库约1.5亿桶；2) 4月美国表示将补充战略储备库存至俄乌冲突前水平，则约2.4亿桶。从时间看，补库的前提条件是价格，美国曾表示将在油价降至67-72美元/桶时开启补库。从来源上看，美国补库的原油分轻质原油和中/重质原油（主要），轻质原油可通过国内页岩油生产进行补充，中质原油主要依赖进口，来源地包括加拿大、墨西哥湾和中东等地区。如若从中东增加采购则会从贸易量和运距的双重利好油轮运输。
- 除了美国，OECD的原油库存同样位于历史低位，欧洲等地区也有原油补库需求。

图表：美国原油库存（百万桶）



资料来源：EIA，华西证券研究所

图表：OECD原油库存（百万桶）



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

2.5 VLCC油轮运价：供需差持续走低，运价中枢上行

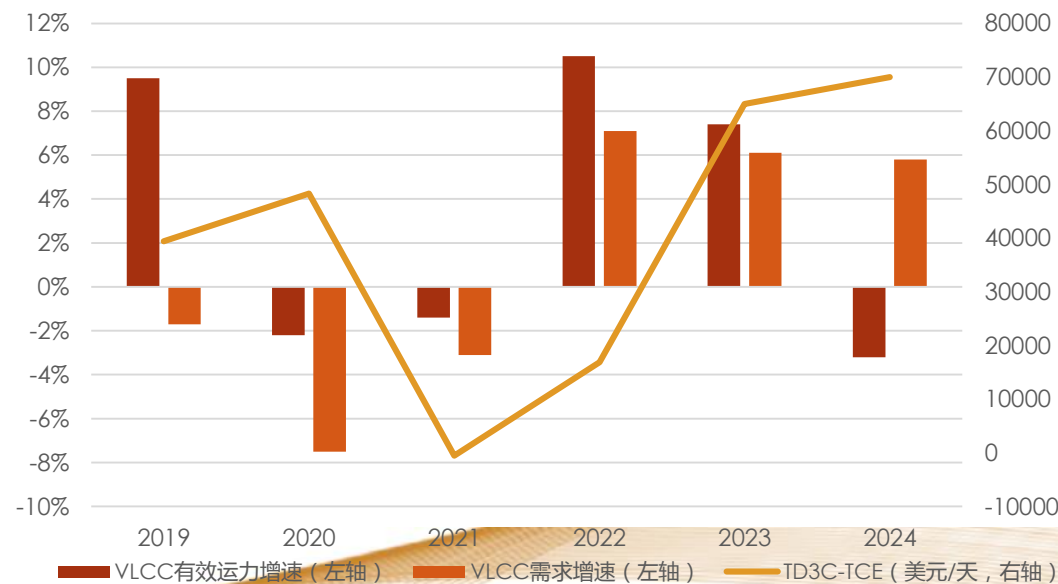
- **2023年需求增速反超供给增速，提升运价中枢。**2023年VLCC的供需基本面将得到改善，VLCC有效运力预计增长7%左右，VLCC运输需求增速将提升至7.8%，供需差从去年的近4%收窄到1%，**预计运价中枢有望提升至6.5万美元/天左右**（2022年4季度均值为6.1万美元/天；2023年初至今均值为4.2万美元/天）。
- **2023年供给负增长，加大运价弹性。**根据模型测算，我们预计2024年VLCC油轮有效运力实现负增长（-3%），运价的支撑端从需求端转移至供给端，供给端的紧缩有望给市场运价带来更大的弹性。**2024年运价中枢有望达到7万美元/天水平。**

图表：VLCC油轮供需表

| | 2021 | 2022 | 2023 (f) | 2024 (f) |
|------------------|-------|------|----------|----------|
| 有效运力 (艘) | 709 | 783 | 841 | 814 |
| 增速 (%) | -1% | 11% | 7% | -3% |
| 海运贸易量 (百万吨) | 1854 | 1980 | 2018 | 2113 |
| 增速 (%) | 0.1% | 6.8% | 1.9% | 4.7% |
| 海运周转量 (十亿吨海里) | 9288 | 9944 | 10545 | 11155 |
| 增速 (%) | -3.1% | 7.1% | 6.1% | 5.8% |
| 平均运距 (海里) | 5010 | 5021 | 5226 | 5280 |
| 增速 (%) | -3.1% | 0.2% | 4.1% | 1.0% |

资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：全球原油贸易量、吨海里及平均运距



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.6 公司油轮船队：VLCC占据核心地位

- 招商轮船，包括其子公司，共控制和运营油轮船舶57艘，均为原油油轮。其中，VLCC油轮52艘（2023年1月新交付1艘），占据公司油轮船队以及油轮业务收入的核心地位。此外，公司还拥有5艘阿芙拉原油油轮和3艘阿芙拉油轮手持订单，预计将在2024-2025年交付。
- 招商轮船控制和运营的52艘VLCC，其中15艘为安装脱硫塔的节能型船舶、19艘节能型船舶以及1艘安装脱硫塔的非节能型船舶，这些船队的运营收益将显著高于基础船型（未安装脱硫塔的非节能型船舶）。

图表：招商轮船原油油轮船队构成

| | | 数量 | 万载重吨 | 平均船龄 | 2023 YTD运价 (美元/天) | 1w运价的税前利润弹性 (亿人民币) | 备注 |
|--------|-------------|-----------|-------------|--------------|----------------------|-----------------------|--------------------------|
| 原油油轮船队 | VLCC | 52 | 1610 | 7.67 | - | - | 2023年1月新交付1艘 |
| | 基础船型 | 17 | 514 | 12.14 | 41844 | 9.5 | |
| | 安装脱硫塔 | 1 | 30 | 12.08 | +6500溢价 | - | |
| | 节能型 | 19 | 594 | 4.78 | +7700溢价 | - | |
| | 安装脱硫塔且节能型 | 15 | 471 | 5.98 | +12500溢价 | - | 2月、3月计划脱硫塔安装2艘 |
| | 阿芙拉 | 8 | 88 | 14.33 | | | |
| | 现有船队 | 5 | 54 | 14.33 | 58902 | 0.9 | |
| | 手持订单 | 3 | 35 | - | - | - | 其中2艘2024年4季度交付，1艘2025年交付 |

资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

2.7 油轮业务盈利预测

- 考虑到市场供需差进一步收窄，假设2023/2024/2025年VLCC运价中枢分别6.5万美元/天、7万美元/天和8万美元/天。
- 2023/2024/2025年公司的油轮营业收入分别为120.05亿元、130.21亿元和142.91亿元；毛利分别为47.10亿元、57.94亿元和65.70亿元。

图表：2023-2025年招商轮船油轮业务核心假设&盈利预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 (f) | 2024 (f) | 2025 (f) |
|----------------------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| VLCC运输需求增速 (%) | -7.5% | -3.1% | 7.1% | 6.1% | 5.8% | 6.0% |
| VLCC有效运力增速 (%) | -2.2% | -1.4% | 10.5% | 7.4% | -3.2% | -1.2% |
| VLCC船舶数量 (期末, 艘) | 51 | 51 | 51 | 52 | 52 | 52 |
| VLCC TD3C-TCE (美元/天) | 48,296 | -518 | 16,885 | 65,000 | 70,000 | 80,000 |
| Aframax船舶数量 (期末, 艘) | 5 | 5 | 5 | 5 | 7 | 8 |
| Aframax平均TCE (美元/天) | 16,785 | 1,445 | 25,841 | 60,000 | 55,000 | 50,000 |
| 油轮业务营业收入 (百万元) | 8,552 | 3,845 | 7,029 | 12,005 | 13,021 | 14,291 |
| 油轮业务营收增速 (%) | 19.4% | -55.0% | 82.8% | 49.1% | 8.5% | 9.7% |
| 油轮业务毛利 (百万元) | 3,678 | (345) | 1,287 | 4,710 | 5,794 | 6,570 |
| 油轮业务毛利率 | 43.0% | -9.0% | 18.3% | 39.2% | 44.5% | 46.0% |

资料来源：Clarksons，波交所，华西证券研究所

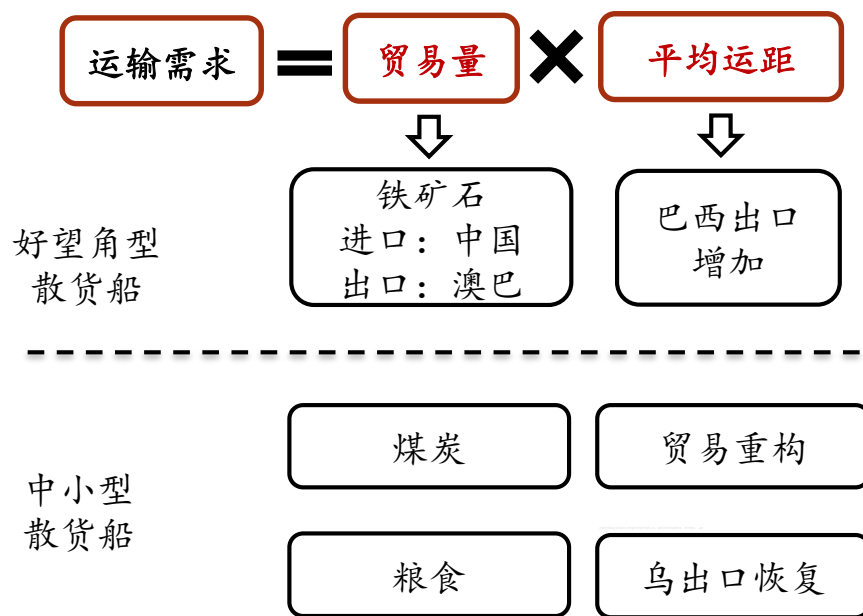


03 散货船市场：触底企稳向上

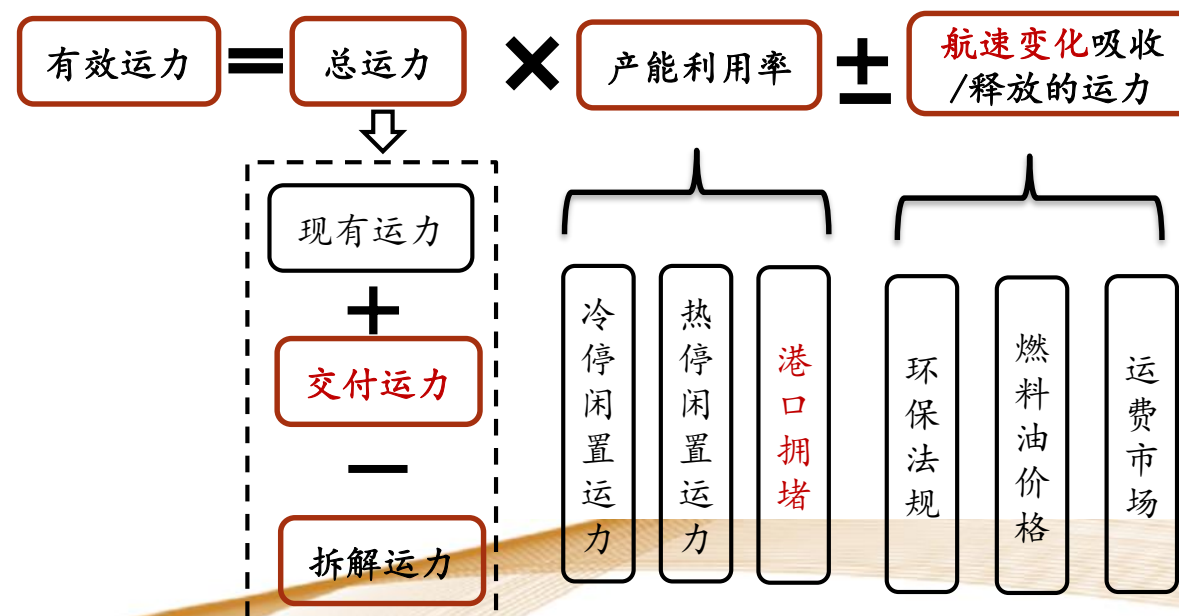
3.1 散货船市场研究框架

- **需求端：**好望角型散货船市场，中国铁矿石需求改善、澳巴增产将推动23-24年全球铁矿石贸易量小幅增长；巴西远距离出口的增加有利于改善吨海里需求；中小型散货船，煤炭贸易重构、乌克兰粮食出口恢复对需求形成支撑。
- **供给端：**23-24年关注交付运力和航速变化。2022年港口拥堵缓解释放出一定有效运力，对市场形成压力。现阶段港口拥堵已回归正常水平。交付（确定）和航速（变量）决定了短期运力变化的情况，需关注拆船趋势。

图表：散货船市场需求端研究框架



图表：散货船队供给端研究框架

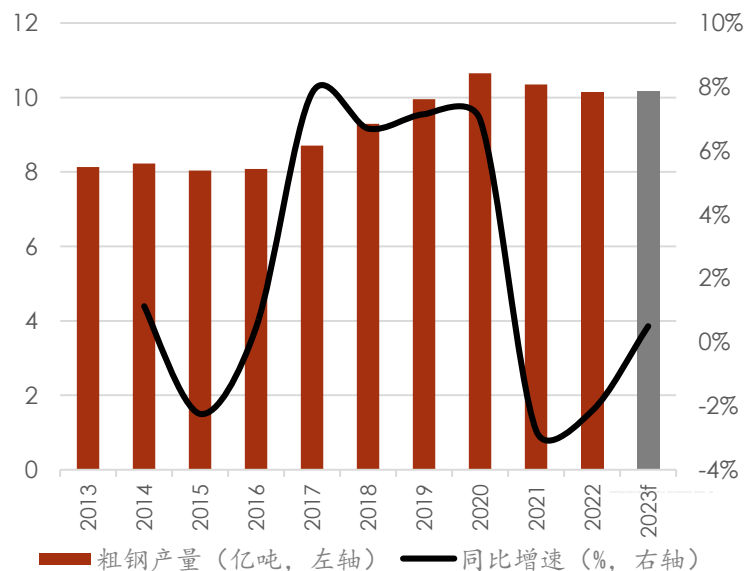


资料来源：华西证券研究所

3.2 好望角型散货船需求：中国铁矿石进口需求

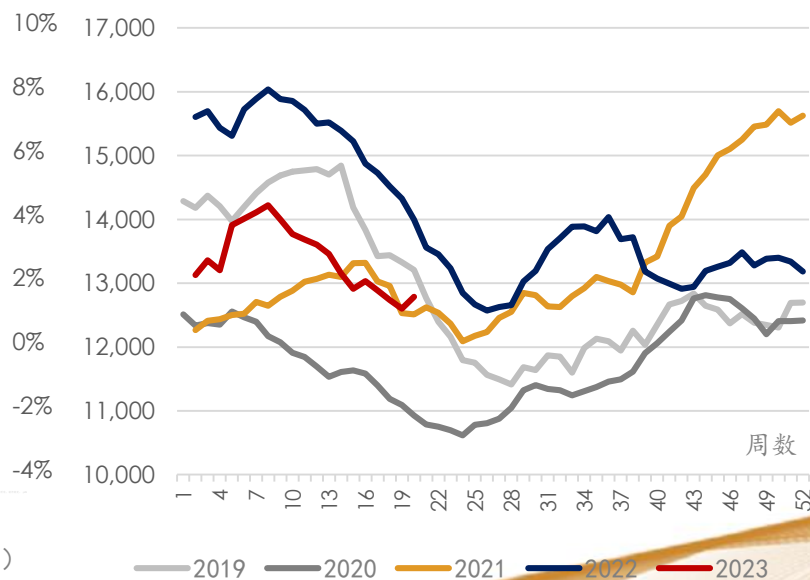
- **2022年中国铁矿石进口承受需求疲软及库存释放双重压力。**2022年中国铁矿石海运进口量下滑1.4%，一方面因国内需求疲软拖累炼厂利润，导致铁矿石需求下滑（粗钢产量下滑2.1%，生铁产量下滑0.8%）；另一方面2021年底累计的大量港口库存在2022年释放，抵消了部分进口需求（2022年底较年初释放了约2400万吨港口库存，占中国进口的2%）。
- **2023年中国铁矿石海运进口量降幅预计继续放缓。**2023年中国粗钢产量在限产政策宽松的背景下预计小幅增长；钢材出口有所改善；铁矿哈斯港口库存降至低位（已回落到1.3亿吨以下）。依据克拉克森预测，2023年铁矿石进口有望增长约1%，2024年可能持平。

图表：中国粗钢产量（亿吨）



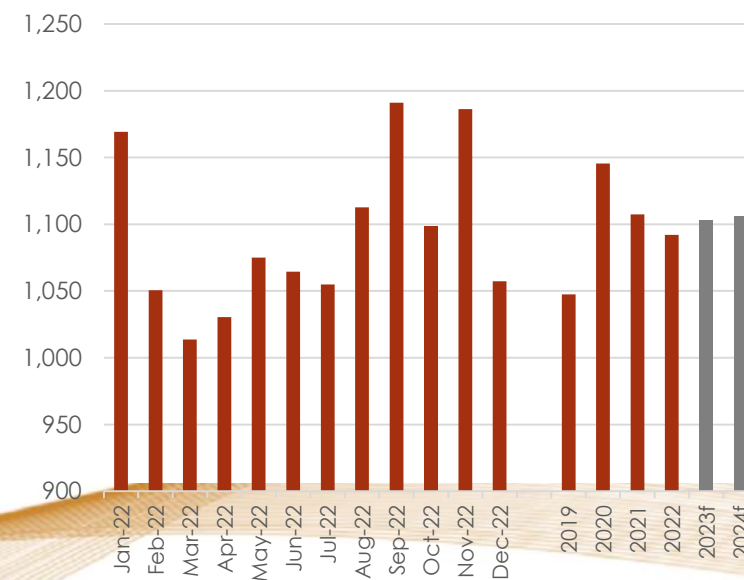
资料来源：中国国家统计局，华西证券研究所

图表：中国铁矿石港口库存（万吨）



资料来源：Mysteel，华西证券研究所

图表：中国铁矿石海运进口（年化，百万吨）

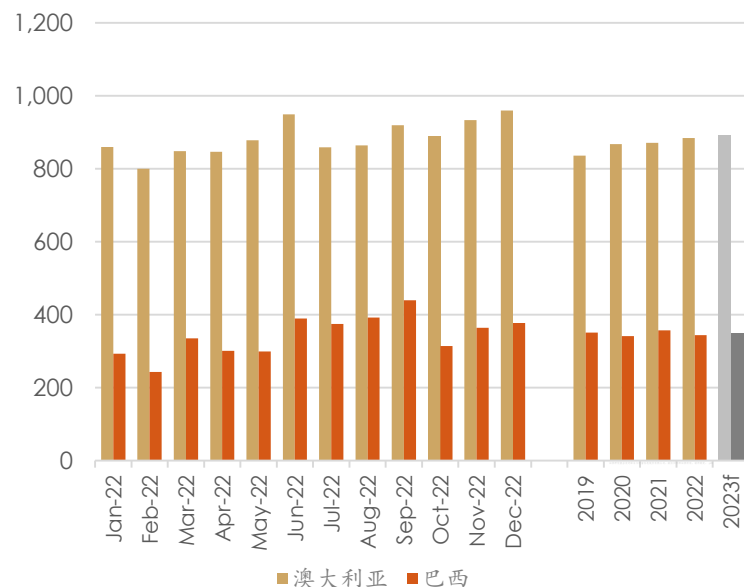


资料来源：中国海关，华西证券研究所

3.2 好望角型散货船需求：澳巴发货微增，全球吨海里改善

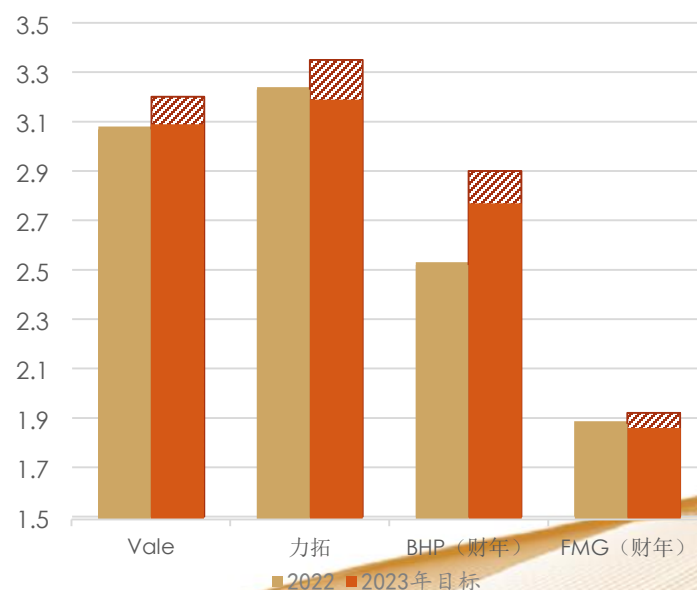
- **澳巴产量将推动出口增长。**根据四大矿商（Vale、BP、Rio Tinto和FMG）的2022年产量以及2023年目标，2023年澳巴的铁矿石产量有望实现小幅增长，改善2023年澳巴发货（2022年澳洲环比提高1.4%，巴西下滑4%），克拉克森预计2023年分别增长1%和2%。
- **2023年全球铁矿石海运贸易量预计将增长1%-2%，2022年为下滑3%。**2022年澳洲铁矿石发货增加，而巴西、南非等长运距发货减少，导致吨海里下滑快于吨贸易降幅。2023年，巴西和南非增长有利于拉长平均运距，进一步提振全球铁矿石吨海里贸易。**2024年有望进一步改善（巴西产量继续增长、乌克兰产量恢复等）。**

图表：澳巴铁矿石出口量（年化，百万吨）



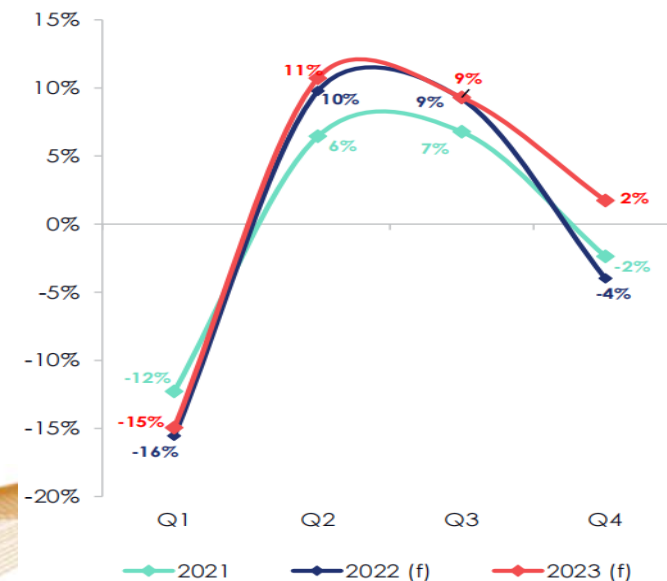
资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：四大矿山2022年产量&2023年目标（亿吨）



资料来源：百度, 华西证券研究所

图表：全球铁矿石吨海里季度环比变化百分比（吨海里）

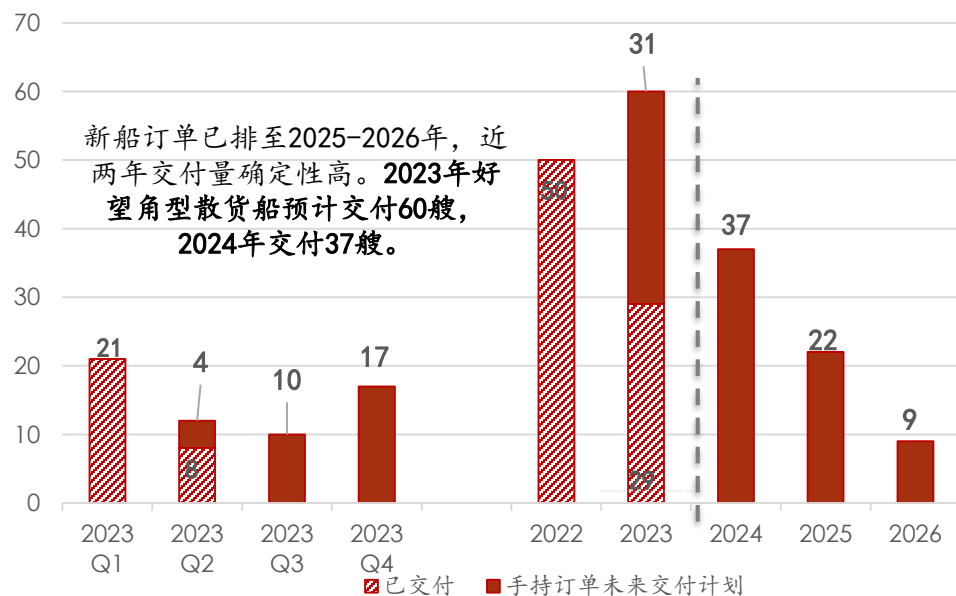


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

3.3 好望角型散货船供给：交付放缓&港口拥堵释放尾声

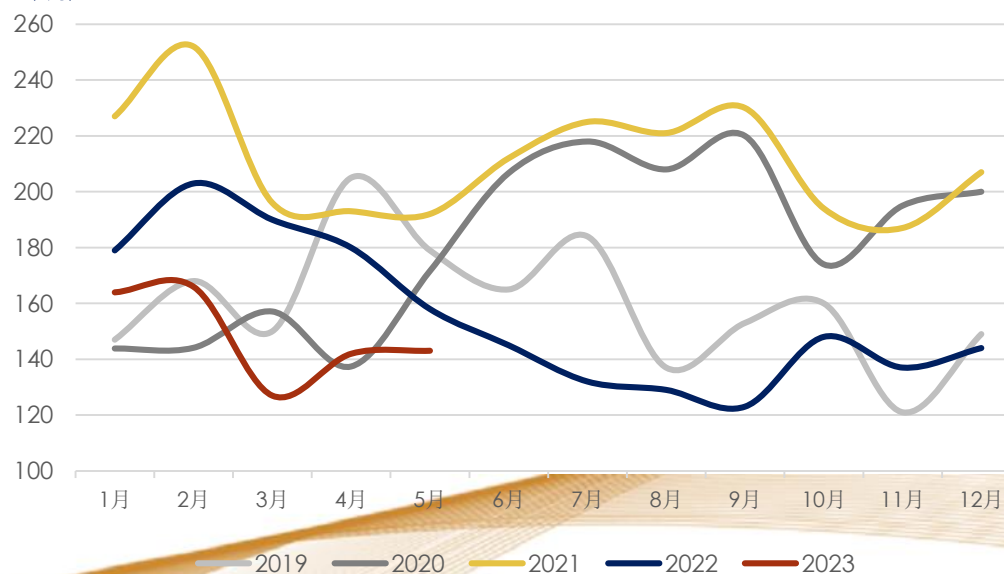
- 未来两年新交付运力确定，2024年交付量将减少46%。2022年全球好望角型散货船交付50艘，2021年的签单高峰导致2023年的交付量有所增加，预计全年交付60艘；2024年交付量将减少至7艘，若新签订单有限，则2025-2026年将延续低交付量。
- 2022年港口拥堵释放有效运力，现已回归至正常水平。2020年疫情以来，因船舶靠港防疫政策限制导致港口拥堵持续高位，2022年需求疲软与防疫政策放松使得港口拥堵运力从高位持续释放（2月的200艘释放至9月的近120艘，释放的80艘运力约占全球运力的4.5%）。2023年港口拥堵将伴随需求季节性波动，继续释放空间有限。

图表：好望角型散货船未来交付计划（艘）



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：好望角型散货船在全球主要港口拥堵数量（艘）

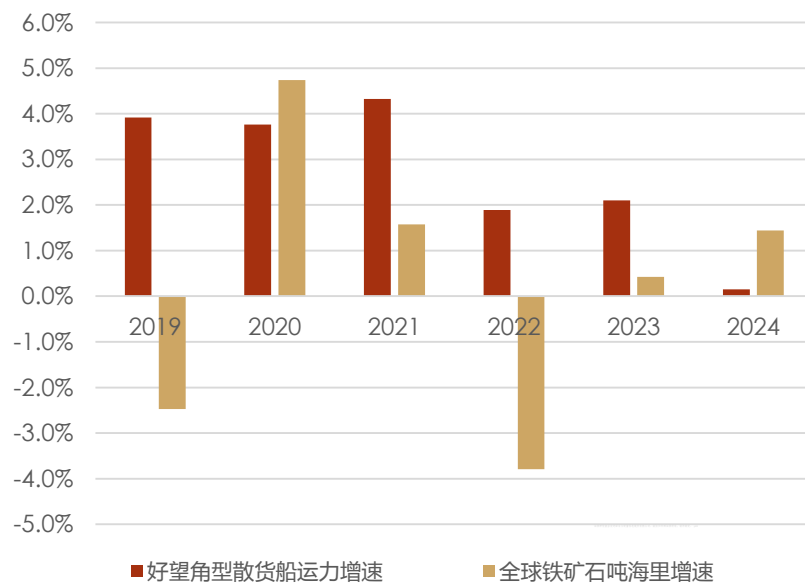


资料来源：G-Port，华西证券研究所

3.4 好望角型散货船运价：底部已现

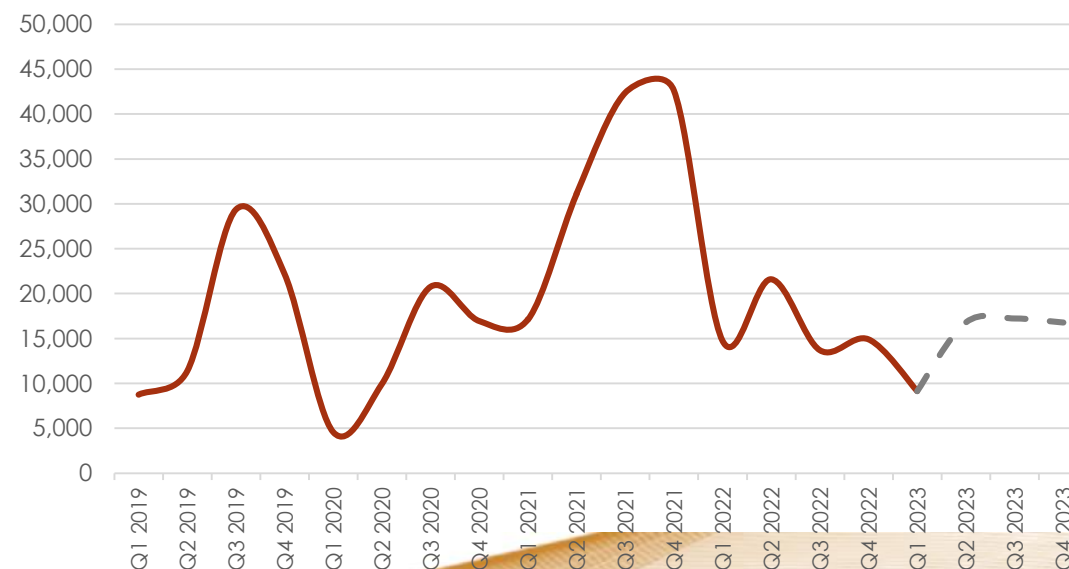
- **2023-2024年好望角型散货船市场供需呈现逐步改善的趋势。**依据克拉克森预测，需求端，铁矿石吨海里增速从2022年的-4.3%转为增长2%，2024年增长1%；供给端，2024年运力增速显著放缓，仅增长0.3%。
- **预计上半年好望角型散货船市场仍将承受一定压力。**主要考虑到市场不断有新交付运力进入，而铁矿石贸易恢复速度缓慢。3季度为铁矿石贸易旺季，运价有望看到回升。2024年供给端增速进一步放缓，需求增速有望继续提高，供需差的修正有望继续支撑2024年运价上行。我们预计2023/2024年运价中枢有望分别达到1.8万和2万美元/天。

图表：好望角型散货船供需增速



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：好望角型散货船5TC-TCE运价（美元/天）



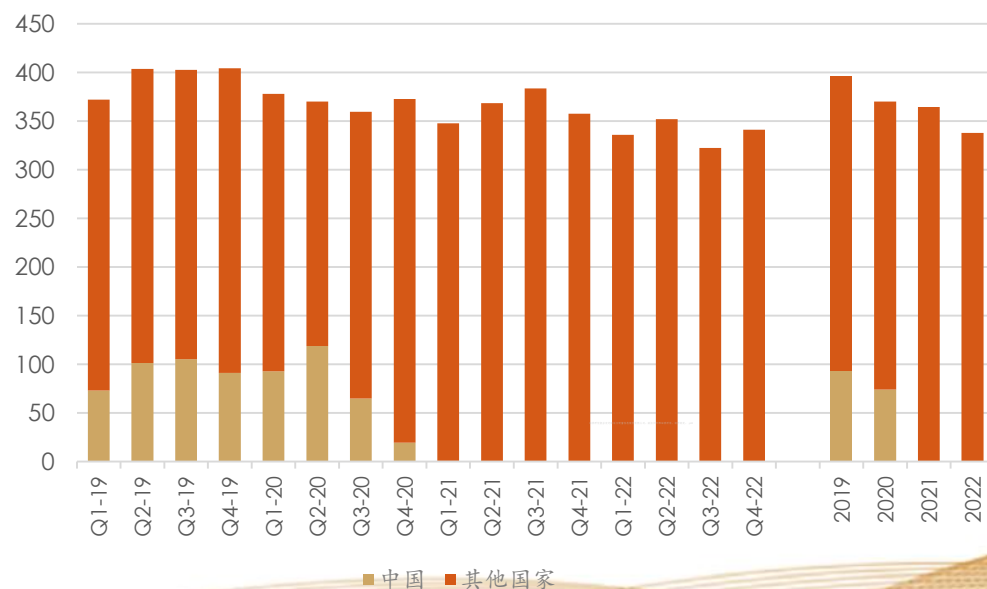
资料来源：波交所，华西证券研究所

*注：2023年2季度-4季度运价为5月24日波交所FFA价格

3.5 中小型散货船需求：煤炭贸易重构继续&中国重启澳煤进口

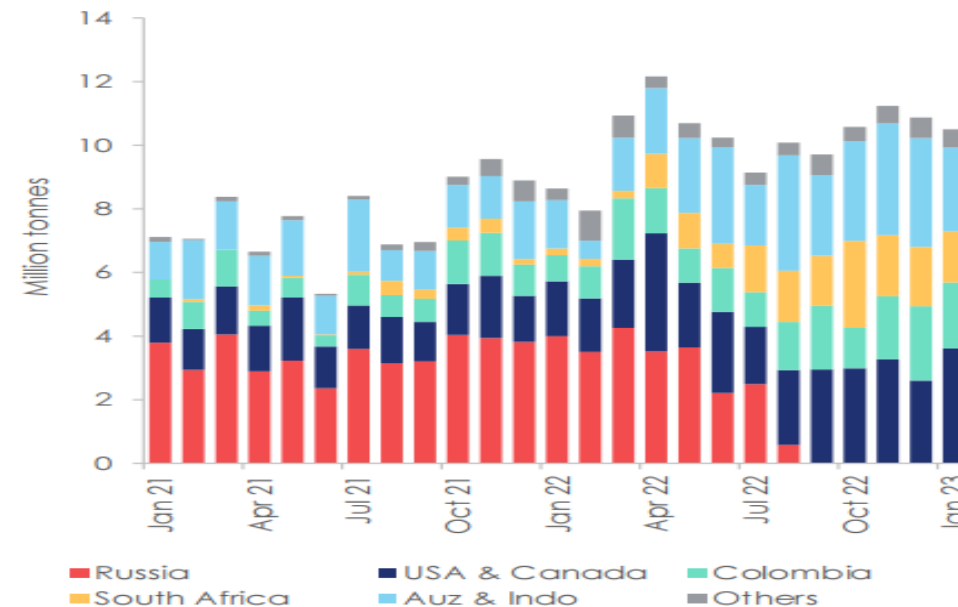
- 2022年全球煤炭贸易主要围绕两个事件展开：①能源危机&高油气价格背景下，煤炭保供展开的资源争抢。一方面，以中国为例，产量和储备资源丰富的国家积极提高国内供应；另一方面，以印度欧洲为例，大量采购进口煤炭。前者去年动力煤海运进口下滑18%；后者，印度和欧洲动力煤进口分别增长了30%和22%。②欧洲对俄罗斯煤炭禁令生效后，全球贸易重构。2022年全球煤炭贸易量与2021年持平，但贸易重构带来的运距拉长推动吨海里贸易量增长了1.8%。
- 2023年全球煤炭贸易将延续2022年的因素趋势，叠加中国重启澳煤进口，全球煤炭贸易前景依然乐观。2022年欧盟及英国自俄罗斯进口煤炭近2400万吨，这些贸易将在2023年继续转移至其他地区。2020年中国停止进口澳洲煤炭后，澳煤出口占全球的比重从31.4%降至27.6%，若澳煤占比重回禁令前，则澳洲煤炭将有近17%左右的增长空间。

图表：澳洲煤炭出口目的地（年化，百万吨）



资料来源：IHS，华西证券研究所

图表：欧盟及英国煤炭进口来源地（百万吨）

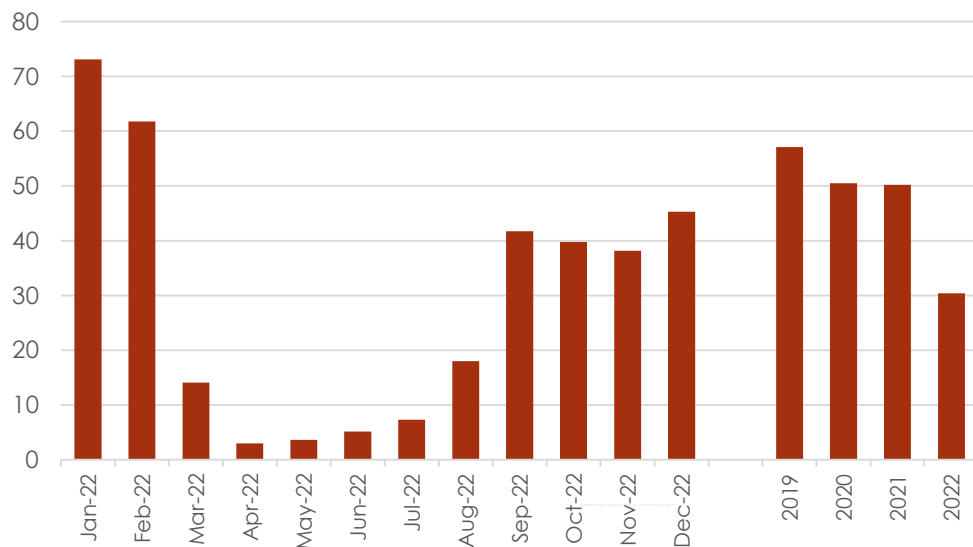


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

3.5 中小型散货船需求：乌粮出口恢复&巴西增产助力运输需求

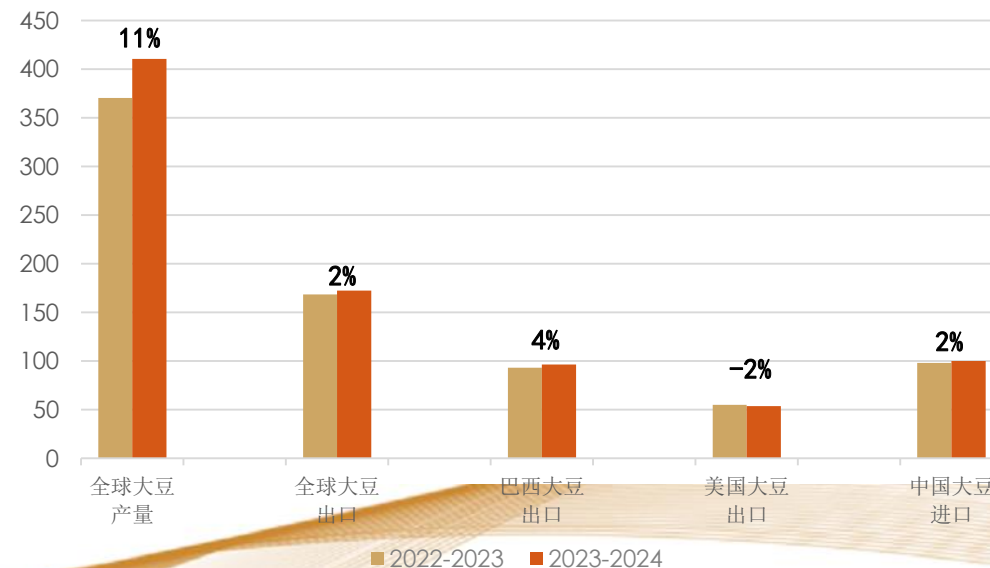
- 2022年全球粮食海运出口的主要减量来自于乌克兰。乌克兰作为全球重要的粮食出口地，2021年海运出口占全球比重约10%，2022年因俄乌冲突导致出口量下滑约21%，同时因加大了陆运对欧洲的出口，导致海运出口量下滑近40%。但2022年9月乌克兰的粮食海运出口量已逐渐恢复，预计未来两年将为全球粮食海运贸易贡献500-1000万吨的增量。
- 大豆为全球粮食贸易中的重要品种（占比近30%），尤其是北美及南美至中国的大豆贸易，对粮食吨海里贸易贡献突出（贸易量占比18%，吨海里占比25%）。据USDA预测，2023年*巴西大豆产量增长19%，2024年增产5%，预计将促进与亚洲地区的大豆海运贸易。2024年全球大豆出口预计增长2%，巴西增长4%。

图表：乌克兰粮食海运出口（年化，百万吨）



资料来源：IHS, Clarksons, 华西证券研究所

图表：2022年 vs 2023年大豆产量及贸易对比（百万吨）



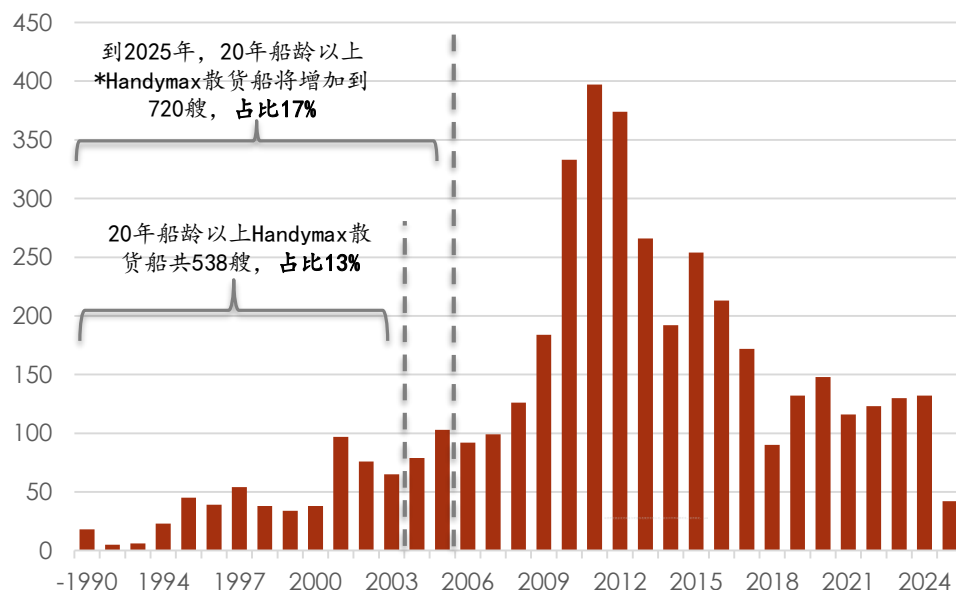
资料来源：USDA, 华西证券研究所

注：2022-2023以及2023-2024为种植年，为每年的10月至次年9月

3.6 中小型散货船供给：老龄化严重&节能环保落后

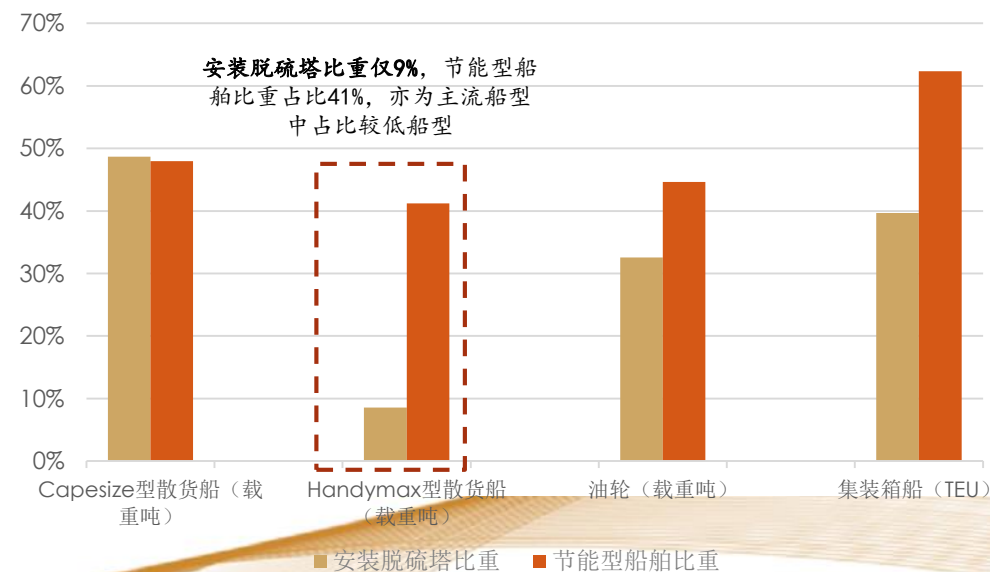
- **老龄化问题严重。**目前大灵便型散货船20年以上船龄的船队比重已达到了13%，甚至市场仍有近30艘30年以上船龄的船舶。环保法规生效后，这些船舶一方面需要降速以满足EEXI证书的要求，另一方面也将面临着CII考核中拿到D-E等级的难题。若船东未能进行节能装置改装或者可替代燃料改装，那么这些船舶将在2024-2026年逐步面临淘汰。
- **船舶节能环保情况落后其他主流船型市场，船队更替潜力大。**大灵便型散货船安装脱硫塔的比重仅达到9%，显著低于其他船型市场，高企的低硫燃油价格将持续对该船舶的经营效益带来压力。

图表：Handymax散货船队的交付年份分布（艘）



资料来源：Clarksons，华西证券研究所
 注：20年以上船龄*未考虑未来拆解情况

图表：Handymax散货船 vs 主流船型市场的环保节能型船舶占比（%）

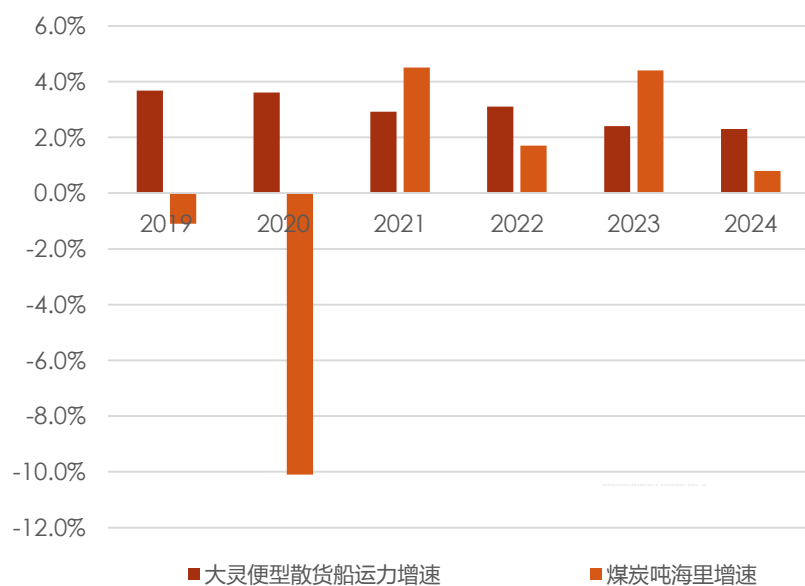


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

3.7 中小型散货船运价：稳中向好

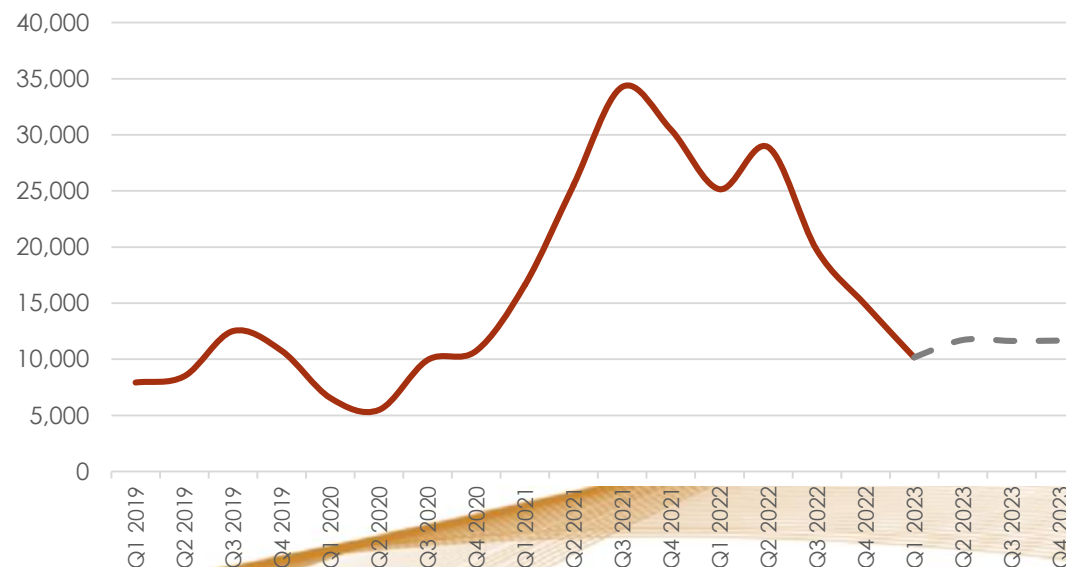
- 克拉克森预计，大灵便型散货船2023年供给增速将从2022年的3.1%降至2.4%，2024年增长2.3%。需求端，煤炭的吨海里将分别增长4.4%和0.8%。大灵便型散货船的货运种类灵活多样（煤炭、粮食、化肥、水泥、金属矿等），因此该船型运价波动较小。但受益于各种商品贸易混乱，比如2020年中国对澳洲煤炭禁令、2022年欧洲对俄罗斯煤炭禁令、疫情导致蒙煤及部分小宗出口受阻等，虽然灵便型散货船运价从2021年高位回落，但整体仍高于疫情前水平，运价表现依然良好。
- 我们预计2023/2024年大灵便型散货船运价均值有望录得1.6万和1.8万美元/天（略低于2021-2022年水平，但仍显著高于2020年之前的运价）。

图表：大灵便型散货船供给与煤炭吨海里贸易增速



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：超灵便型散货船10TC平均TCE运价（美元/天）



资料来源：波交所, 华西证券研究所

*注：2023年2-4季度运价为5月24日波交所FFA价格

3.8 散货船队：好望角型和灵便型散货船为主

- 招商轮船，包括其子公司，共控制和运营散货船舶103艘。其中大型散货船50艘（VLCC散货船34艘和好望角型散货船16艘）、中型散货船8艘（巴拿马型散货船）以及小型散货船47艘（灵便型散货船43艘和4艘多用途船），形成了以大型和小型为主的散货船队结构。

图表：招商轮船散货船队构成

| | | 数量 | 万载重吨 | 平均船龄 | 备注 |
|------|------------|----|------|-------|---------------------------------------|
| 散货船队 | 40万载重吨VLCC | 28 | 1119 | 5.91 | 14艘100%权益，14艘30%权益 |
| | 32万载重吨VLCC | 6 | 195 | 2.51 | 30%权益 |
| | 好望角型散货船 | 16 | 287 | 12.17 | |
| | 巴拿马型散货船 | 6 | 46 | 10.68 | |
| | 大灵便型散货船 | 35 | 205 | 8.73 | 20艘Ultramax船、11艘Supramax船、4艘Handymax船 |
| | 小灵便型散货船 | 8 | 23 | 12.25 | |
| | 多用途船/杂货船 | 4 | 25 | 0.77 | |

资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

3.9 散货业务盈利预测

- 考虑到市场供需差进一步收窄，运价中枢抬升，假设2023/2024/2025年好望角型散货船运价中枢分别为1.8万美元/天、2万美元/天和2.2万美元/天；大灵便型散货船运价中枢分别为1.6万美元/天、1.8万美元/天和2万美元/天。
- 2023/2024/2025年公司的散货营业收入分别为111.02亿元、119.21亿元和125.87亿元；毛利分别为17.91亿元、25.93亿元和27.04亿元。

图表：2022-2024年招商轮船散货业务核心假设&盈利预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 (f) | 2024 (f) | 2025 (f) |
|---------------------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 好望角型散货船数量（期末，艘） | 49 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| BCI 澳洲-中国TCE（美元/天） | 13,042 | 33,593 | 14,148 | 18,000 | 20,000 | 22,000 |
| 灵便型散货船数量（期末，艘） | 54 | 42 | 47 | 51 | 51 | 51 |
| BSI 印尼-印度东TCE（美元/天） | 5,996 | 24,700 | 21,858 | 16,000 | 18,000 | 20,000 |
| 散货业务营业收入（百万元） | 7,139 | 11,371 | 11,759 | 11,102 | 11,921 | 12,587 |
| 散货业务营收增速（%） | -15.8% | 59.3% | 3.4% | -5.6% | 7.4% | 5.6% |
| 散货业务毛利（百万元） | 642 | 2,649 | 2,466 | 1,791 | 2,593 | 2,704 |
| 散货业务毛利率 | 9.0% | 24.5% | 21.0% | 16.1% | 21.8% | 21.5% |

资料来源：Clarksons，波交所，华西证券研究所



04 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- 营业收入核心假设：**①VLCC油轮：2023-2025年全球VLCC运输需求增速分别为5.6%、5.7%、6.0%，全球VLCC有效运力增长7.4%、-3.2%、-1.2%，带来6.5万、7万和8万美元/天运价中枢；②好望角型散货船：全球铁矿石吨海里需求增速分别为2.2%、1.2%和0.3%，运力供给增速分别为2.1%、0.2%和，带来澳洲航线运价中枢分别为1.8万、2.0万以及2.2万美元/天。
- 营业成本核心假设：**①船舶燃料油价格：2023-2025年增速分别为-6%、0%、0%；②美元兑人民币汇率分别为6.7、6.7、6.7；船员薪资等维持每年5%的增长。

图表：2022-2024年招商轮船盈利预测核心假设

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VLCC运输需求增速 (%) | 2.7% | -1.7% | -7.5% | -3.0% | 6.9% | 5.6% | 5.7% | 6.0% |
| VLCC贸易运力增速 (%) | 0.4% | 9.5% | -2.2% | -1.4% | 10.5% | 7.4% | -3.2% | -1.2% |
| TD3C-TCE (美元/天) | 18802 | 39387 | 48296 | -518 | 16885 | 65000 | 70000 | 80000 |
| 全球铁矿石吨海里增速 | -0.2% | -2.5% | 4.7% | 1.6% | -4.4% | 2.2% | 1.2% | 0.3% |
| 好望角型散货船运运力增速 | 3.4% | 3.9% | 3.8% | 4.3% | 1.9% | 2.0% | 0.3% | 0.2% |
| 澳洲-中国航线TCE (美元/天) | 16315 | 17175 | 13042 | 33593 | 14148 | 18000 | 20000 | 22000 |
| 巴西-中国航线TCE (美元/天) | 16389 | 17215 | 11731 | 28696 | 13192 | 16000 | 18000 | 22000 |
| 全球煤炭吨海里增速 | 6.2% | -1.1% | -10.1% | 4.5% | 2.3% | 4.4% | 0.8% | 1.0% |
| 全球粮食吨海里增速 | -3.3% | 7.3% | 10.6% | 1.6% | -2.0% | 4.0% | 4.5% | 2.0% |
| 超灵便型散货船运力增速 | 2.5% | 3.7% | 3.6% | 2.9% | 3.1% | 2.4% | 2.3% | 2.0% |
| 巴拿马P6航线TCE (美元/天) | 13578 | 12946 | 10660 | 27529 | 21264 | 18000 | 20000 | 22000 |
| 超灵便型散货船S8航线TCE (美元/天) | 10407 | 8831 | 5996 | 24700 | 21858 | 16000 | 18000 | 20000 |

资料来源：Clarksons, 波交所, 华西证券研究所

4.2 投资建议

- 我们预计招商轮船2023-2025年营收为326.33亿元、347.58亿元和377.30亿元，归母净利润为60.81亿元、73.86亿元和86.22亿元；EPS分为0.75元、0.91元和1.06元，对应2022年6月9日收盘价6.03元PE分别为8.06倍、6.63倍和5.68倍。
- 我们认为公司运营的油散集业务板块中，油轮市场已开启新一轮景气周期，需求恢复叠加供给端持续强约束将持续带来运价市场的卓越表现；散货船市场已有触底企稳向上的趋势，需求改善以及港口拥堵释放结束，运价有望在2023年走出2022年下半年以来的低迷状态；支线型集装箱市场体现了需求韧性，拆船加速制约运力释放，运价底部已现等待回归。考虑到公司油散周期双双向上，LNG船25年后接力稳健增长，持续为公司带来的业绩增长空间，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

图表：盈利预测与估值

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 24,412 | 29,708 | 32,633 | 34,758 | 37,730 |
| YoY (%) | 13.0% | 21.7% | 9.8% | 6.5% | 8.5% |
| 归母净利润（百万元） | 3,609 | 5,086 | 6,081 | 7,386 | 8,622 |
| YoY (%) | 19.5% | 40.9% | 19.6% | 21.5% | 16.7% |
| 毛利率 (%) | 18.7% | 21.9% | 25.1% | 28.3% | 30.0% |
| 每股收益（元） | 0.48 | 0.61 | 0.75 | 0.91 | 1.06 |
| ROE | 13.7% | 15.4% | 16.0% | 16.0% | 16.6% |
| 市盈率 | 12.56 | 9.89 | 8.06 | 6.63 | 5.68 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：可比公司估值表（招商轮船盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自彭博一致预期）

| 重点公司 | | | | | | | | | | | |
|---------|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票 | 股票 | 收盘 | PB (LF | EPS(元) | | | | P/E | | | |
| 代码 | 名称 | 价 |) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601872. | | | | | | | | | | | |
| SH | 招商轮船 | 6.03 | 1.45 | 0.61 | 0.75 | 0.91 | 1.06 | 9.89 | 8.06 | 6.63 | 5.68 |
| 600026. | | | | | | | | | | | |
| SH | 中远海能 | 12.11 | 1.77 | 0.31 | 1.18 | 1.51 | 1.64 | 39.06 | 10.26 | 8.02 | 7.38 |
| 601975. | | | | | | | | | | | |
| SH | 招商南油 | 3.07 | 1.92 | 0.30 | 0.47 | 0.57 | 0.54 | 10.23 | 6.53 | 5.39 | 5.69 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：收盘价采用2023年6月9日收盘价



05 风险提示

5 风险提示

- **中国经济恢复不及预期：**VLCC船队和好望角型散货船队从事的运输业务对中国需求依赖性强，若中国经济恢复不及预期，可能导致中国原油需求及铁矿石和煤炭贸易增长不及预期，运价上行缺乏动力。
- **船舶航速提速超预期：**环保法规生效后，考虑到船队中老龄及运营状况不佳的船舶将被动降速，从而限制全球船队提速空间。若船队进一步超预期提速（尤其是散货船队，2022年市场低迷背景下船舶低速航行），则将释放更多有效运力，从而对运价带来压力。
- **油价大幅上涨：**全球政局的不稳定性导致原油供给风险仍存，若石油供应导致油价大幅上涨，可能抑制能源产品贸易需求，也增加公司运营成本支出。
- **极端天气：**极端天气对全球的农业生产、能源需求产生影响，从而使得需求预期落空。
- **地缘政治事件：**近些年地缘政治事件频发，对航运市场产生了复杂深远的影响。

6 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

| 序号 | 外发日期 | 报告类型 | 报告标题 |
|----|-------------|--------|--|
| 1 | 2022年7月13日 | 快递行业深度 | 快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演 |
| 2 | 2022年7月24日 | 公司深度 | 韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头 |
| 3 | 2022年8月9日 | 航空行业深度 | 航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望 |
| 4 | 2022年9月5日 | 公司深度 | 宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业 |
| 5 | 2022年9月13日 | 公司深度 | 春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头 |
| 6 | 2022年10月8日 | 航运行业深度 | 航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架 |
| 7 | 2022年10月16日 | 公司深度 | 兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头 |
| 8 | 2022年11月1日 | 投资策略报告 | 2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流 |
| 9 | 2022年11月15日 | 航运行业深度 | 航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架 |
| 10 | 2022年12月4日 | 公司深度 | 顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？ |
| 11 | 2023年4月25日 | 公司深度 | 南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇 |
| 12 | 2023年5月9日 | 公司深度 | 北部湾港（000582.SZ）：产业转移推动公司持续高增长 |
| 13 | 2023年5月26日 | 公司深度 | 招商局港口（00144.HK）：深耕“一带一路”布局，打造世界一流港口综合服务商 |

资料来源：华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 29,708 | 32,633 | 34,758 | 37,730 | 净利润 | 5,067 | 6,155 | 7,498 | 8,754 |
| YoY (%) | 21.7% | 9.8% | 6.5% | 8.5% | 折旧和摊销 | 2,838 | 1,905 | 2,675 | 2,745 |
| 营业成本 | 23,195 | 24,441 | 24,928 | 26,415 | 营运资金变动 | -851 | 974 | -85 | 1,014 |
| 营业税金及附加 | 35 | 39 | 52 | 57 | 经营活动现金流 | 6,995 | 9,025 | 10,135 | 12,597 |
| 销售费用 | 90 | 131 | 156 | 189 | 资本开支 | -1,689 | -943 | -1,517 | -1,520 |
| 管理费用 | 888 | 1,044 | 1,112 | 1,207 | 投资 | -472 | -2 | -2 | -2 |
| 财务费用 | 416 | 785 | 663 | 512 | 投资活动现金流 | -1,821 | -14 | -596 | -608 |
| 研发费用 | 1 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -26 | -50 | -50 | -50 | 债务募资 | -2,516 | -1,374 | -500 | 200 |
| 投资收益 | 646 | 979 | 973 | 943 | 筹资活动现金流 | -5,257 | -3,346 | -452 | -3,257 |
| 营业利润 | 5,988 | 7,286 | 8,874 | 10,356 | 现金净流量 | 522 | 5,465 | 8,887 | 8,531 |
| 营业外收支 | -54 | -45 | -52 | -58 | | | | | |
| 利润总额 | 5,934 | 7,241 | 8,822 | 10,298 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 867 | 1,086 | 1,323 | 1,545 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 5,067 | 6,155 | 7,498 | 8,754 | 营业收入增长率 | 21.7% | 9.8% | 6.5% | 8.5% |
| | | | | | 净利润增长率 | 40.9% | 19.6% | 21.5% | 16.7% |
| 归属于母公司净利润 | 5,086 | 6,081 | 7,386 | 8,622 | 盈利能力 (%) | | | | |
| YoY (%) | 40.9% | 19.6% | 21.5% | 16.7% | 毛利率 | 21.9% | 25.1% | 28.3% | 30.0% |
| 每股收益 | 0.61 | 0.75 | 0.91 | 1.06 | 净利率 | 17.1% | 18.6% | 21.2% | 22.9% |
| | | | | | 总资产收益率ROA | 7.8% | 8.7% | 9.5% | 10.1% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 净资产收益率ROE | 15.4% | 16.0% | 16.0% | 16.6% |
| 货币资金 | 11,229 | 16,551 | 25,439 | 33,970 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 预付款项 | 229 | 489 | 499 | 528 | 流动比率 | 2.00 | 2.36 | 3.28 | 3.72 |
| 存货 | 1,424 | 1,564 | 1,622 | 2,047 | 速动比率 | 1.59 | 1.97 | 2.87 | 3.32 |
| 其他流动资产 | 5,035 | 4,982 | 4,749 | 5,000 | 现金比率 | 1.25 | 1.65 | 2.58 | 3.04 |
| 流动资产合计 | 17,916 | 23,586 | 32,308 | 41,545 | 资产负债率 | 48.8% | 45.2% | 39.8% | 38.4% |
| 长期股权投资 | 4,458 | 4,458 | 4,458 | 4,458 | 经营效率 (%) | | | | |
| 固定资产 | 40,371 | 39,931 | 39,421 | 38,841 | 总资产周转率 | 0.47 | 0.48 | 0.47 | 0.46 |
| 无形资产 | 475 | 460 | 445 | 430 | 每股指标 (元) | | | | |
| 非流动资产合计 | 47,554 | 46,647 | 45,473 | 44,210 | 每股收益 | 0.61 | 0.75 | 0.91 | 1.06 |
| 资产合计 | 65,470 | 70,233 | 77,781 | 85,755 | 每股净资产 | 4.07 | 4.67 | 5.68 | 6.41 |
| 短期借款 | 2,024 | 2,074 | 2,174 | 2,274 | 每股经营现金流 | 0.86 | 1.11 | 1.25 | 1.55 |
| 应付账款及票据 | 2,354 | 3,349 | 2,883 | 4,161 | 每股股利 | 0.19 | 0.12 | 0.00 | 0.12 |
| 其他流动负债 | 4,591 | 4,586 | 4,801 | 4,744 | 估值分析 | | | | |
| 流动负债合计 | 8,968 | 10,009 | 9,858 | 11,179 | PE | 9.89 | 8.06 | 6.63 | 5.68 |
| 长期借款 | 22,230 | 21,230 | 20,730 | 21,230 | PB | 1.37 | 1.45 | 1.20 | 1.06 |
| 其他长期负债 | 772 | 488 | 388 | 488 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 23,001 | 21,718 | 21,118 | 21,718 | | | | | |
| 负债合计 | 31,970 | 31,727 | 30,976 | 32,896 | | | | | |
| 股本 | 8,126 | 8,126 | 8,126 | 8,126 | | | | | |
| 少数股东权益 | 453 | 527 | 639 | 771 | | | | | |
| 股东权益合计 | 33,500 | 38,507 | 46,805 | 52,859 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 65,470 | 70,233 | 77,781 | 85,755 | | | | | |

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空机场、免税、化工物流、供应链等领域。

张慧：华西证券研究所交运行业研究助理。曾就职于克拉克森，5年航运研究经验。2022年9月加入华西证券研究所，重点覆盖油轮、集运、造船、港口等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！