

601872.SH

# 增持

原评级: 未有评级

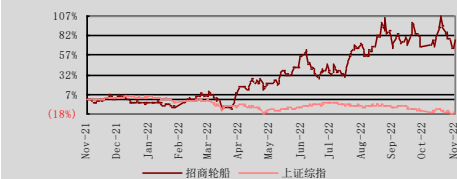
市场价格: 人民币 7.50

板块评级: 强于大市

## 本报告要点

- 招商轮船: 全球综合航运龙头。油运业务在  
多因素催化下或将迎来历史级别行情, 公司  
今年大力布局的 LNG 业务受俄乌冲突影响有  
望长期受益。

## 股价表现



| (%)    | 今年    | 1   | 3    | 12   |
|--------|-------|-----|------|------|
| 至今     | 个月    | 个月  | 个月   | 个月   |
| 绝对     | 84.1  | 5.6 | 6.4  | 79.0 |
| 相对上证指数 | 101.5 | 6.3 | 12.1 | 93.3 |

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 发行股数(百万)          | 8,125  |
| 流通股(%)            | 94     |
| 总市值(人民币 百万)       | 60,935 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 807    |
| 净负债比率(%) (2022E)  | 净现金    |
| 主要股东(%)           | 54     |

招商局轮船有限公司

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

以 2022 年 11 月 2 日收市价为标准

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

# 招商轮船

## 油运多因素催化迎向上大周期, LNG 业务加大布局未来可期

全球综合航运龙头, 拥有全球规模最大的 VLCC 船队和规模居世界前列的散货船队。凭借长期深耕航运业的灵活动态的经营策略, 公司经营效益和稳定性都明显领先于同行, “油散集气”多元化业务组合有望助力公司平滑经营波动。油运业务当前底部反转趋势已成, 在供需两端多因素催化下或将迎来向上大周期, 同时公司今年大力布局的 LNG 业务受俄乌冲突影响有望长期受益, 我们看好 LNG 业务的后续潜力, 给予公司增持评级。

## 支撑评级的要点

- 全球综合航运龙头, “油散集气”多元化组合有望平滑经营波动。公司拥有全球规模最大的 VLCC 船队, 散货船队经过不断扩张目前规模居世界前列, 近年来公司已逐步形成“2+N”的多元化业务组合, 使其在强周期的航运行业中能够分散单一业务剧烈波动带来的风险。分散风险的同时, 公司凭借长期深耕航运业的灵活动态经营策略使其经营效益和稳定性都明显领先同行, 2021 年在油运处于历史低谷期公司仅小幅亏损, 2017-2021 年公司营收和归母净利润持续实现增长, 公司经营已逐步呈现弱周期并兼具成长属性。
- 油运底部反转趋势已成, 多因素催化或迎向上大周期。油运当前运价已由负转正, 未来存较多因素催化: 1) 供给端。VLCC 之前连续 1 年多无新增订单, 未来两年将出现无船下水的历史罕见情形, 同时 EEXI 环保新规将于 2023 年初正式实施, 预计环保新规影响下船舶面临降速使得有效供给受到限制。2) 需求端。首先欧美主要国家原油储备处于历史低位, 未来补库带来的需求弹性较高, 其次俄乌冲突导致的油运运距拉长显著提升吨公里需求这一变化难以逆转, 最后美国页岩油近两年受疫情影响一直消耗 DUC, 我们判断 DUC 或将迎向上拐点, 美国页岩油产量后续有望随着新增钻井和 DUC 同步上行, 页岩油产量上升或使得美国页岩油出口增加, 进而带动油运需求。
- 散运当前受工业经济下行有所承压, 供给端缓增下静待后续恢复。公司散运业务经营相对稳健, VLCC 的锁定比率为 100%, 客户主要为巴西淡水河谷。当前全球 PMI 下行导致钢铁产量下降, 进而影响煤炭和铁矿石的海运需求, 散运各船型运价指数皆出现下跌, 不过从供给端看, 散运在手订单比例较低, 同时新增订单较少, 散货船平均年龄近五年持续上行, 拆船平均年龄处于低位, 供给端整体增长缓慢, 我们预计后续散运业务将随着需求一侧回暖恢复。
- 集运受需求端影响明显回落, LNG 运输加大布局未来可期。集运当前受需求端影响运价指数出现明显走弱, 同时过去两年集运新船订单较多, 后续供给端或面临较大压力, 不过当前集运运价指数已跌至与疫情前相对接近的水平, 考虑到垄断联盟、长协以及港口拥堵, 未来集运进一步大幅下跌空间有限, 我们认为后疫情时代集运将在不利和利好的多种因素作用下迎来新的平衡。LNG 运输受俄乌冲突影响未来有望长期受益, 一是俄对欧管道气输送大幅减少将显著提升 LNG 在天然气贸易中占比, 二是欧洲寻求从美国增加 LNG 进口以替代部分俄天然气缺口, 而欧洲至美国运距较远, 吨公里需求将明显提升。公司今年逐步加大 LNG 运输的战略布局, 我们看好公司 LNG 业务的未来潜力。

## 盈利预测与估值

- 2022-2024 年, 预计 EPS 分别为元 0.61 元/股、0.77 元/股、0.85 元/股。PB 为 1.9 倍、1.7 倍、1.5 倍。首次覆盖给予增持评级。

## 评级面临的主要风险

- 油运需求不及预期风险、燃油价格大幅上升风险、集运价格大幅下跌风险、全球工业经济下行风险。

## 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日  | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 18,073 | 24,412 | 27,311 | 28,445 | 29,179 |
| 变动(%)           | 24     | 35     | 12     | 4      | 3      |
| 净利润(人民币 百万)     | 2,777  | 3,609  | 4,959  | 6,249  | 6,890  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.342  | 0.444  | 0.610  | 0.769  | 0.848  |
| 变动(%)           | 72.2   | 29.9   | 37.4   | 26.0   | 10.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 21.9   | 16.9   | 12.3   | 9.8    | 8.8    |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 9.4    | 11.3   | 167.9  | 20.2   | 19.8   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.74   | 0.61   | 0.04   | 0.34   | 0.35   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 7.6    | 7.8    | 9.0    | 7.0    | 6.2    |
| 每股股息(人民币)       | 0.103  | 0.110  | 0.228  | 0.288  | 0.317  |
| 股息率(%)          | 1.5    | 1.6    | 3.3    | 4.1    | 4.6    |
| 市净率(倍)          | 2.4    | 2.3    | 1.9    | 1.7    | 1.5    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、公司：多元化战略布局跨越周期，动态化经营策略领先对手.....         | 6  |
| （一）公司简介：从“1”到“2+N”的综合航运龙头 .....           | 6  |
| （二）业务结构：“油散”双主业驱动+“集气”多元化布局 .....         | 7  |
| （三）运力情况：油散船队规模世界领先，散货船队近年扩充明显 .....       | 9  |
| （四）经营状况：多元布局平滑经营波动，动态策略领先竞争对手 .....       | 11 |
| 二、油运：底部反转上行趋势已成，多因素催化或迎向上大周期 .....        | 14 |
| （一）供给端：VLCC已连续1年多无新增订单，供给端未来改善预期明显 .....  | 17 |
| （二）需求端：短期看欧洲能源危机，中长期关注补库、页岩油恢复和运距拉长 ..... | 20 |
| （三）油价与油运：需求、成本、套利三重路径，低库存下油运受益于油价下跌 ..... | 23 |
| （四）催化剂：伊朗原油出口制裁如若解除，油运供需两端有望同时受益 .....    | 26 |
| 三、散运：工业经济下行中有所承压，供给端缓增下静待恢复 .....         | 28 |
| （一）需求端：全球工业经济下行，散运需求有所承压 .....            | 29 |
| （二）供给端：散货船在手订单比例处于低位，未来散运供给增速缓慢 .....     | 31 |
| 四、集运和LNG运输：集运受需求端影响明显回落，LNG运输未来海运之星 ..... | 34 |
| （一）集运景气度边际回落明显，后疫情时代或迎新平衡 .....           | 34 |
| （二）俄乌冲突重塑贸易格局，LNG运输未来海运之星 .....           | 37 |
| 五、盈利预测与估值 .....                           | 40 |
| （一）盈利预测 .....                             | 40 |
| （二）估值 .....                               | 42 |
| 六、风险提示 .....                              | 43 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 股价表现.....                                                  | 1  |
| 投资摘要.....                                                  | 1  |
| 图表 1.招商轮船发展历程.....                                         | 6  |
| 图表 2.招商轮船主要股东及重要子公司.....                                   | 6  |
| 图表 3. 2017-2021 年营收分业务情况（亿元）.....                          | 7  |
| 图表 4.“油散”业务在营收结构中占据较大份额.....                               | 7  |
| 图表 5. 2017-2021 年毛利结构（亿元）.....                             | 7  |
| 图表 6. 公司两大主业油运和散运近年存在明显周期错位.....                           | 7  |
| 图表 7. 2017-2021 年合营 CLNG 投资收益.....                         | 8  |
| 图表 8. 2017-2021 年公司总投资收益.....                              | 8  |
| 图表 9. 2022 年公司 LNG 业务战略布局情况.....                           | 8  |
| 图表 10. 招商轮船 2021 年末船队结构.....                               | 9  |
| 图表 11. 截止 2022 年 5 月世界前十大油轮船东.....                         | 10 |
| 图表 12. 截止 2022 年 5 月世界前十大散货船船东.....                        | 10 |
| 图表 13. 2017-2021 年公司船队运力变化（自有+租赁+代管）.....                  | 11 |
| 图表 14. 2017-2022H1 公司营业收入.....                             | 11 |
| 图表 15. 2017-2022H1 公司归母净利润.....                            | 11 |
| 图表 16. 公司油轮和干散货船队锁定情况（锁定日租金单位：美元/天）.....                   | 12 |
| 图表 17. 2017-2021 年公司分业务毛利率及综合毛利率（%）.....                   | 12 |
| 图表 18. 国内外主要油轮公司 2017-2022H1 净利润（亿元）.....                  | 13 |
| 图表 19. 国内外主要油轮公司 2017-2022H1 净利率（%）.....                   | 13 |
| 图表 20. 2018 年 1 月-2022 年 10 月 BDTI VLCC-TCE 运价走势.....      | 14 |
| 图表 21. BDTI TD3C-TCE 明显上涨推动 VLCC-TCE 运价走高.....             | 15 |
| 图表 22. 美国原油出口量有所增加.....                                    | 16 |
| 图表 23. 高硫燃油和低硫燃油价格 7 月后开始快速下行.....                         | 16 |
| 图表 24. 2017-2022 年 BDTI 分年度走势.....                         | 17 |
| 图表 25. 2016-2022 年 VLCC 交付量、拆解量和运力净增量情况（2022 年截止 8 月）..... | 17 |
| 图表 26. VLCC 拆解平均年龄与 VLCC 船队当前平均年龄.....                     | 18 |
| 图表 27. VLCC 船队船龄结构（截止 2022 年 9 月）.....                     | 18 |
| 图表 28. VLCC 船队船龄分布（截止 2022 年 9 月）.....                     | 18 |
| 图表 29. 二手船与拆船收益价差走窄有利于促进 VLCC 的拆解.....                     | 19 |
| 图表 30. VLCC 新船订单量和在手订单比例.....                              | 19 |

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 31. VLCC 在手订单船舶数量 .....                        | 19 |
| 图表 32. 不同类型船舶的降速可以实现的碳减排 .....                    | 20 |
| 图表 33. 环保新规实施方案 .....                             | 20 |
| 图表 34. VLCC 和油轮近 10 年的平均航速 .....                  | 20 |
| 图表 35. 近十年运价与原油终端需求相关性一般 .....                    | 21 |
| 图表 36. 近十年运价与原油库存水平相关性较高 .....                    | 21 |
| 图表 37. 俄罗斯通往欧洲的天然气管道 .....                        | 21 |
| 图表 38. OECD 和美国陆上商业石油储备处于低位 .....                 | 22 |
| 图表 39. 美国页岩油钻井情况（口） .....                         | 22 |
| 图表 40. 美国页岩油产量 .....                              | 22 |
| 图表 41. 欧盟石油进口结构 .....                             | 23 |
| 图表 42. VLCC-TCE 与原油库存及原油价格关系 .....                | 23 |
| 图表 43. 油轮运输主要成本构成 .....                           | 24 |
| 图表 44. 原油价格和低硫燃油及高硫燃油价格 .....                     | 24 |
| 图表 45. 油轮运输浮仓及期现套利（周） .....                       | 25 |
| 图表 46. WTI-布伦特价差（领先三周）与美国原油出口量（四周移动平均）相关性较高 ..... | 25 |
| 图表 47. TD22 航线（美国-中国）TCE 运价 7 月以来逐步走高 .....       | 26 |
| 图表 48. 伊朗原油产量及占比 .....                            | 26 |
| 图表 49. 伊朗 2018 年受美制裁后，原油出口量大幅下降 .....             | 26 |
| 图表 50. 伊朗旗下公司控制油轮船龄结构 .....                       | 27 |
| 图表 51. 伊朗旗下公司控制 VLCC 船龄结构 .....                   | 27 |
| 图表 52. 航运三大子板块 CR10 .....                         | 28 |
| 图表 53. 干散货运输运价波动幅度最大 .....                        | 28 |
| 图表 54. 主要干散货运价指数表现 .....                          | 28 |
| 图表 55. 散运主要运输货种结构 .....                           | 29 |
| 图表 56. 中美欧及全球制造业 PMI .....                        | 29 |
| 图表 57. 全球粗钢产量与 BDI 走势近年来高度相关 .....                | 30 |
| 图表 58. 中国是全球最大的煤炭进口国 .....                        | 30 |
| 图表 59. 国内煤炭进口与 BDI 有较强相关性 .....                   | 30 |
| 图表 60. 2020 年全球铁矿石产量分布 .....                      | 31 |
| 图表 61. 澳大利亚铁矿石产量与干散货运输相关 .....                    | 31 |
| 图表 62. 散货船在手订单量和在手订单比例 .....                      | 31 |
| 图表 63. 散货船交付量、拆船量和运力净增量 .....                     | 32 |
| 图表 64. 散货船当月新增订单量 .....                           | 32 |

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 65. 散货船整体平均年龄与拆船平均年龄 .....                                            | 33 |
| 图表 66. 散货船各船型航速（节） .....                                                 | 33 |
| 图表 67.CCFI 和 SCFI 明显回落 .....                                             | 34 |
| 图表 68. 主要集运航线运价指数下跌 .....                                                | 34 |
| 图表 69. 东南亚航线运价指数已回落至接近疫情前水平 .....                                        | 34 |
| 图表 70. 公司集运服务网络 .....                                                    | 34 |
| 图表 71. 集运新船订单近两年增长较多 .....                                               | 35 |
| 图表 72. 集运海运贸易需求明显回落 .....                                                | 35 |
| 图表 73. 集运市占率前五公司及所属联盟 .....                                              | 35 |
| 图表 74. 2020 年全球集运市场订单结构 .....                                            | 36 |
| 图表 75. 集装箱港口拥堵指数整体仍处于高位 .....                                            | 36 |
| 图表 76. 集装箱港口平均等待时间仍高于疫情前水平 .....                                         | 36 |
| 图表 77. 2010-2021 年全球天然气消费量 .....                                         | 37 |
| 图表 78. 2021 年世界主要地区天然气生产和消费结构 .....                                      | 37 |
| 图表 79. 2021 年全球主要国家天然气产量占比 .....                                         | 37 |
| 图表 80. 2010-2021 年美国 and 俄罗斯天然气产量及增速 .....                               | 37 |
| 图表 81. 2021 年欧洲天然气进口来源 .....                                             | 38 |
| 图表 82. 管道气和 LNG 海运贸易量及占比情况 .....                                         | 38 |
| 图表 83. 美国 LNG 出口量近五年大幅增加 .....                                           | 38 |
| 图表 84. 2021 年 1 月至 2022 年 9 月欧盟 16 国 LNG 进口量及美国对欧盟 16 国 LNG 出口量和占比 ..... | 39 |
| 图表 85. 公司油轮船队业绩弹性测算 .....                                                | 40 |
| 图表 86. 公司油运业务在不同情景下的收入 .....                                             | 40 |
| 图表 87. 油运基准假设下公司收入拆分及预测 .....                                            | 41 |
| 图表 88. 公司近五年 PB band .....                                               | 42 |
| 图表 89. 盈利预测与估值数据（人民币：亿元） .....                                           | 42 |
| 损益表(人民币 百万) .....                                                        | 44 |
| 资产负债表(人民币 百万) .....                                                      | 44 |
| 现金流量表(人民币 百万) .....                                                      | 44 |
| 主要比率 (%) .....                                                           | 44 |

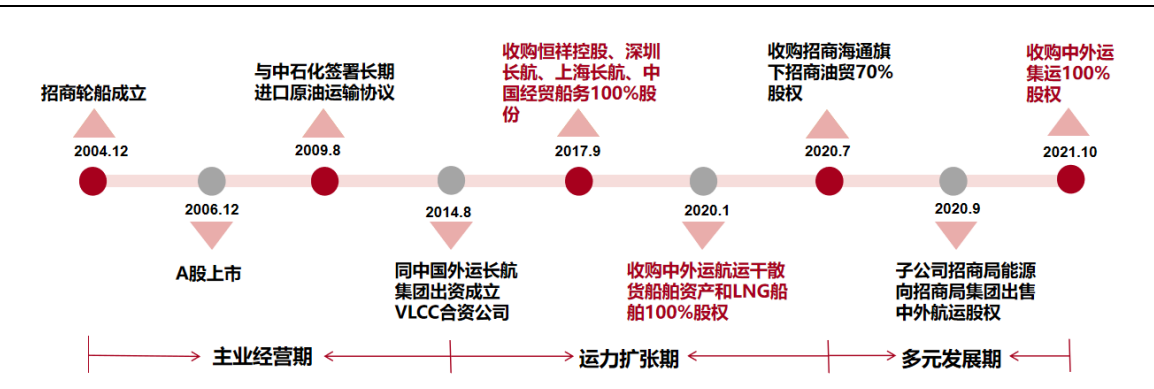
## 一、公司：多元化战略布局跨越周期，动态化经营策略领先对手

## （一）公司简介：从“1”到“2+N”的综合航运龙头

全球领先的综合航运龙头。招商轮船成立于 2004 年 12 月，其前身是拥有百余年历史的中国近代民族航运事业先驱——轮船招商局，公司经营的油轮船队具有悠久的历史和丰富的管理经验。2006 年 12 月，公司在 A 股上市，上市之初公司的业务结构还比较单一，主要经营历史主业油轮运输业务。2014 年 8 月，公司与中外运长航集团出资成立 VLCC 合资公司，此后开始进入业务和运力扩张阶段。

2017年9月，公司完成了对恒祥控股、中国经贸船务等公司的100%股权收购，2020年1月，完成对中外运航运干散货船舶资产和LNG船舶100%股权收购，经过一系列的资本运作逐渐整合了油轮运输业务，并扩展了干散货、LNG、滚装船等业务，期间公司散货船队规模大幅扩张，同时拥有了世界上规模领先的VLCC和VLOC船队。2021年10月，公司收购了中外运集运100%股权，形成了“2+N”的多元业务发展格局。

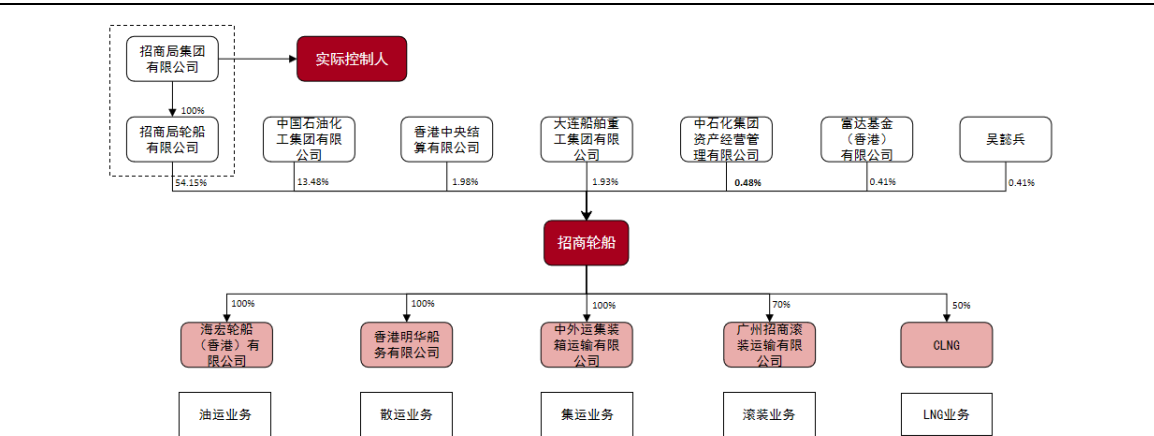
图表 1.招商轮船发展历程



资料来源：公司公告，中银证券

主要股东为招商局轮船有限公司和中石化集团，实际控制人为招商局集团。截至 2022 年三季度，招商局轮船有限公司和中石化集团分别持有公司 54.15%和 13.48%的股权，前者是招商局集团旗下全资子公司，后者则是国有大型石化企业，控股股东的强大实力和与石化巨头的绑定合作为招商轮船的发展提供了良好的保障。

图表 2.招商轮船主要股东及重要子公司



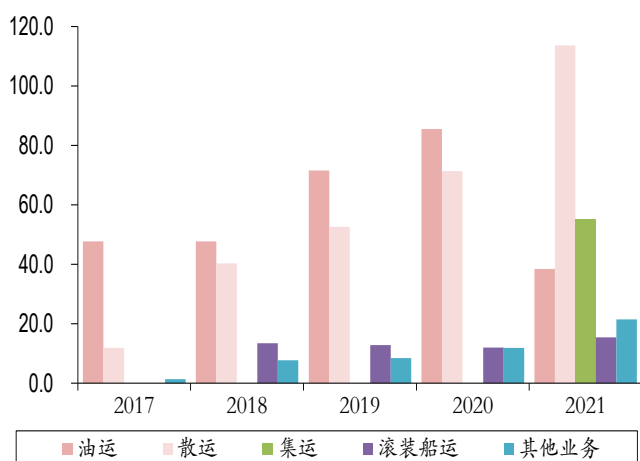
资料来源：万得，公司公告，中银证券

旗下拥有包括海宏轮船、香港明华、中外运集运、招商滚装、CLNG 等多家重要子公司，涵盖多个业务布局。公司旗下的海宏轮船（香港）有限公司主要负责公司的油轮运输业务，香港明华船务有限公司主要经营干散货业务，2021 年末收购的中外运集运为公司新增集装箱业务，广州招商滚装运输有限公司主要负责滚装船业务，与中远海能共同投资的 CLNG 则是公司液化天然气业务的重要布局。

## （二）业务结构：“油散”双主业驱动+“集气”多元化布局

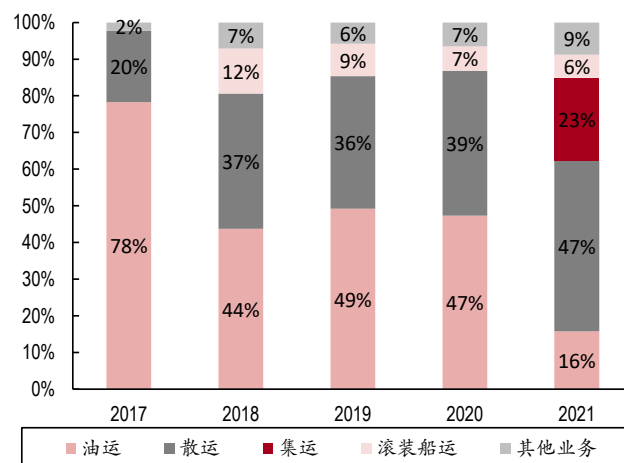
公司在 2021 年以前，业务结构呈现为“油+散”双轮驱动，散运业务份额近年明显提升。2017-2020 年油运业务和散运业务在公司营收结构中占比均超过 80%，其中 2018 年，散运业务的营收占比明显提升，从 19.52% 提升到 36.94%，原因主要在于当年公司散货船运力从 34 艘扩张到 82 艘。2021 年油运市场陷入低谷，油运业务营收占比下降，散运由于景气度较高叠加公司散货船队进一步扩张，散运业务占比进一步提升，达到 46.58%。

图表 3. 2017-2021 年营收分业务情况（亿元）



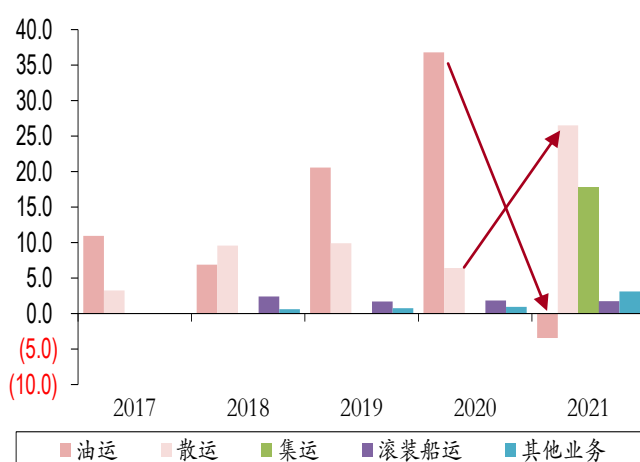
资料来源：万得，中银证券

图表 4. “油散”业务在营收结构中占据较大份额



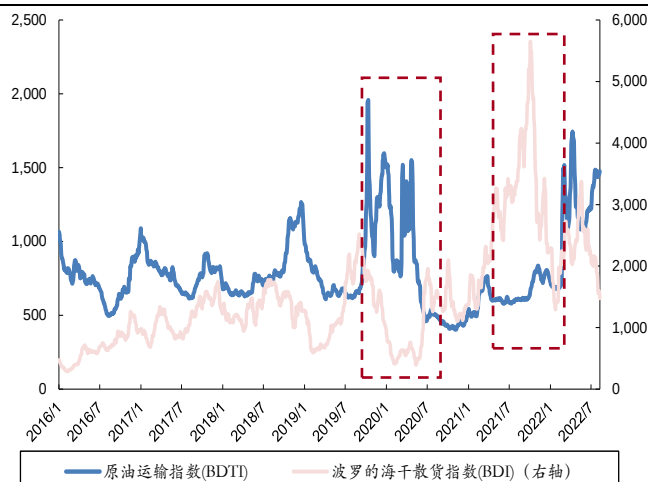
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2017-2021 年毛利结构（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 公司两大主业油运和散运近年存在明显周期错位

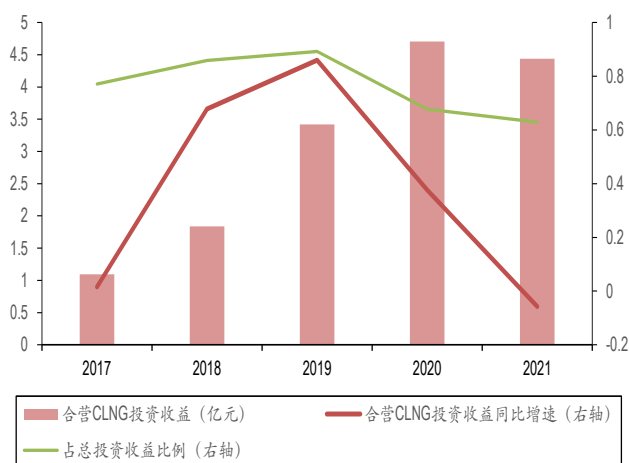


资料来源：万得，中银证券

“油散”在周期错位中贡献业绩弹性，集运业务成多元布局中重要组成部分。公司的油运业务和散运业务近年存在较为明显的周期错位。2020 年油运高景气，散运景气度不佳，当年油运贡献毛利 36.78 亿元，同比增长 78.89%，占总毛利的 79.97%；2021 年油运行业陷入低迷，同期散运景气度大幅上行，BDI 指数在 2021 年 10 月创下近五年新高，散运业务在当年贡献毛利 26.49 亿元，同比增长 312.62%，占当年总毛利的 57.89%。

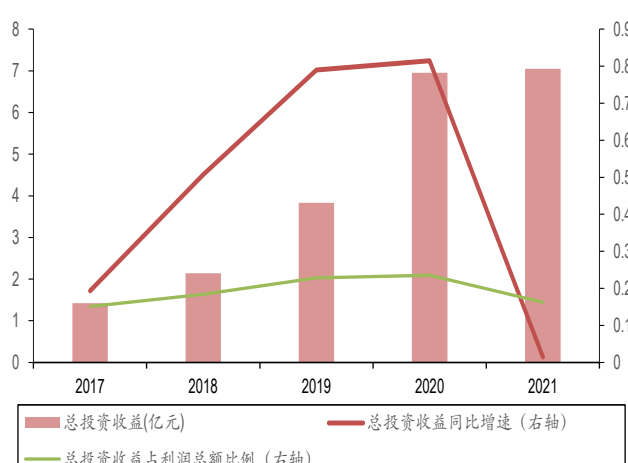
2021 年公司通过收购中外运集运战略布局集运业务，在当年集运高景气情况下该部分贡献毛利 17.88 亿元，占总毛利的 39.07%。2022 年前三季度，公司集运业务实现营收 52.92 亿元，同比提升 48.15%，实现盈利 18.45 亿元，同比增加 147.32%，公司集运业务成为多元布局中的重要组成部分。

图表 7. 2017-2021 年合营 CLNG 投资收益



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 8. 2017-2021 年公司总投资收益



资料来源：万得，中银证券

LNG 业务为投资收益稳定来源，公司开始前瞻性加大战略布局。公司与中远海能合营的 CLNG 近年来贡献的投资收益保持较快增长，从 2017 年的 1.10 亿元增加到 2020 年的 4.71 亿元，2021 年实现 4.44 亿，较 2020 年小幅下降。合营 CLNG 的投资收益是公司总投资收益的主要来源，2017-2021 年占比均超过 60%，2018-2019 年占比接近 90%，公司的投资收益占公司利润总额比例在 20%左右，因此，LNG 业务对公司业绩有较明显的贡献。

俄乌冲突爆发以来，欧洲天然气供应紧缺，公司今年开始加大对 LNG 业务的布局。2022 年 3 月 31 日，全资子公司与大船重工和中船贸易签订协议订造 2+2 艘 17.5 万立方米的大型 LNG 运输船，4 月 28 日，公司又与海油气电等公司签署协议投资建造 6 艘 17.4 万立方米的薄膜型 LNG 运输船，8 月 5 日，公司全资子公司与中化航运签署了 3 份船舶运输协议，8 月 11 日，公司拟向合营的 CLNG 增资 6170 万美元以投资设立合资公司新造船舶，9 月 26 日，公司行使之前 2+2 艘 LNG 船舶订造协议的订造权，同时新签署了 2+2 艘 LNG 船舶的二期建造合作协议。

图表 9. 2022 年公司 LNG 业务战略布局情况

| 时间              | 布局类型      | 具体情况                                                                                        |
|-----------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022 年 3 月 31 日 | 扩充运力      | 全资子公司与大船重工和中船贸易签订协议订造 2+2 艘 17.5 万立方米大型液化天然气 (LNG) 运输船                                      |
| 2022 年 4 月 28 日 | 投资 LNG 项目 | 公司与海油气电、海油发展和 NYK 签署《合作框架协议》投资建造 6 艘 XDF 低速双燃料机 17.4 万立方米薄膜型 LNG 运输常规船舶，并与海油气电就每艘船舶签署长期租船合同 |
| 2022 年 8 月 5 日  | 签署运输协议    | 全资子公司 CMES LNG 与中化航运完成 3 份《LNG 船舶长期运输协议》                                                    |
| 2022 年 8 月 9 日  | 向合营企业增资   | 公司拟向与中远海能各持股 50% 的合营企业 CLNG 增资 6170 万美元用于 CLNG 参与投资设立合资公司新造船舶                               |
| 2022 年 9 月 24 日 | 扩充运力      | 公司与大船重工签署了 2+2 艘 LNG 船舶的《LNG 船舶二期建造合作意向书》                                                   |

资料来源：公司公告，中银证券

### (三) 运力情况：油散船队规模世界领先，散货船队近年扩充明显

船队结构以大型船舶为主，自有船舶整体较年轻化。公司的船队结构中大型船舶比例较大，油轮船队中海宏轮船旗下 VLCC 的载重量在公司整体船队中占比超过 90%，是油轮运输的绝对主力船型。散货船队中香港明华旗下的 32.5 万和 40 万载重吨级别 VLOC 也是散货运输的主力船型，二者的数量和载重吨合计分别占自有散货船队的 33.33% 和 68.57%。

公司 VLCC 的平均船龄为 7.3 年，40 万载重吨级的 VLOC 平均船龄为 4.8 年，32.5 万载重吨级别的 VLOC 下水不久，平均船龄仅 1.4 年，同时其余散货船型的平均船龄大部分也在 10 年以内。一般来说，油轮的服役时间大致为 20-25 年，随着船龄的增加，老船的船检成本上升，运输性价比就会下降，散货船的报废年限较油轮更长，在 33 年左右。从当前公司的油轮和散货船的主力船型来看，自有船舶整体的老龄化程度较低，对后续公司在市场上持续投放运力有积极影响。

图表 10. 招商轮船 2021 年末船队结构

| 船舶类型 | 所属公司           | 控制方式 | 船型              | 艘数  | 载重量<br>(万 dwt) | 平均<br>船龄 | 订单<br>艘数                       | 订单载重量<br>(万 dwt) |
|------|----------------|------|-----------------|-----|----------------|----------|--------------------------------|------------------|
| 油轮   | 海宏轮船           | 自有   | VLCC            | 51  | 1577.94        | 7.3      | 3                              | 92.1             |
|      |                |      | AFRAMAX         | 5   | 53.59          | 13.2     | 1                              | 11.5             |
|      |                |      | 油轮小计            | 56  | 1631.53        | 7.8      | 4                              | 103.6            |
|      |                |      | VLOC-40 万 DWT   | 28  | 1118.19        | 4.8      | (其中 14 艘 100% 权益, 14 艘 30% 权益) |                  |
| 散货船  | 香港明华           | 自有   | VLOC-32.5 万 DWT | 6   | 194.96         | 1.4      | (30% 权益)                       |                  |
|      |                |      | CAPE SIZE       | 16  | 286.88         | 11.1     |                                |                  |
|      |                |      | PANAMAX         | 10  | 83.09          | 10       |                                |                  |
|      |                |      | ULTRAMAX        | 20  | 125.72         | 5.6      |                                |                  |
|      |                |      | SUPRAMAX        | 10  | 57.94          | 10       |                                |                  |
|      |                |      | HANDYMAX        | 4   | 18.45          | 9.5      |                                |                  |
|      |                |      | HANDYSIZE       | 8   | 29.7           | 5.4      |                                |                  |
|      |                |      | 超灵便通用型多用船       | 0   | 0              |          | 4                              | 24.56            |
|      |                |      | 长期及短期租入船        | 85  | 502.01         |          |                                |                  |
|      |                |      | 代管 VLOC         | 3   | 120.71         |          |                                |                  |
|      |                |      | 自有船             | 102 | 1914.93        | 7        | 4                              | 24.56            |
|      |                |      | 租入船             | 85  | 502.01         |          |                                |                  |
|      |                |      | 代管船             | 3   | 120.71         |          |                                |                  |
| LNG  | CLNG 及直接持有部分股权 | 自有   | LNG             | 21  | 165.56         | 5.8      | (中远海能持有 CLNG50% 权益)            |                  |
| 滚装船  | 招商滚装           | 自有   | 滚装船             | 23  | 8.68           | 9.7      | (广汽集团持有 30% 权益)                |                  |
| 集装箱船 | 招商集运           | 自有   | 支线船             | 16  | 33.3           | 11       | 4                              | 7000T/9.62       |
|      |                | 租入   | 支线船             | 13  | 26.61          | 15.8     |                                |                  |
| 活畜船  | 香港明华           | 自有   | 活畜船             | 2   | 0.97           | 16.8     |                                |                  |
| 合计   |                | 自有   |                 | 220 | 3754.97        | 7.7      | 12                             | 137.78           |
|      |                | 租入   |                 | 98  | 528.62         |          |                                |                  |
|      |                | 代管   |                 | 3   | 120.71         |          |                                |                  |

资料来源：公司公告，中银证券

**全球第二的油轮船东，世界第一的 VLCC 船队。**公司的油轮船队规模在世界范围内领先，据克拉克森统计，截止 2022 年 5 月，公司整体油轮船队数量为 103 艘，载重量为 1846 万载重吨，按载重量计，公司整体油轮运力规模为全球第二，仅次于国内的中远海能，其中 VLCC 的数量为 51 艘，载重量达 1577 万载重吨，VLCC 两项运力指标均位居世界第一。

图表 11. 截止 2022 年 5 月世界前十大油轮船东

| 船东                      | VLCC |        | 苏伊士型 |        | 油轮类型<br>阿芙拉型 |        | 巴拿马型 |        | 灵便型 |        | 合计  |        |
|-------------------------|------|--------|------|--------|--------------|--------|------|--------|-----|--------|-----|--------|
|                         | 数量   | 百万 dwt | 数量   | 百万 dwt | 数量           | 百万 dwt | 数量   | 百万 dwt | 数量  | 百万 dwt | 数量  | 百万 dwt |
| COSCO Shipping (Energy) | 49   | 15     | 5    | 0.79   | 17           | 1.88   | 32   | 2.33   | 51  | 2      | 154 | 22.01  |
| 招商轮船                    | 51   | 15.77  | 0    | 0      | 5            | 0.54   | 2    | 0.15   | 45  | 2      | 103 | 18.46  |
| Euronav                 | 43   | 13.38  | 24   | 3.77   | 0            | 0      | 0    | 0      | 0   | 0      | 67  | 17.15  |
| Angellcoussis Group     | 35   | 11.16  | 15   | 2.36   | 2            | 0.21   | 0    | 0      | 0   | 0      | 52  | 13.73  |
| Nat Irranian Tanker     | 38   | 11.76  | 8    | 1.29   | 5            | 0.5    | 0    | 0      | 3   | 0.11   | 54  | 13.66  |
| Bahri                   | 42   | 13.11  | 0    | 0      | 1            | 0.1    | 0    | 0      | 9   | 0.43   | 52  | 13.64  |
| Fredriksen Group        | 19   | 5.78   | 32   | 4.94   | 26           | 2.89   | 0    | 0      | 0   | 0      | 77  | 13.61  |
| Dynacom                 | 16   | 4.81   | 34   | 5.16   | 0            | 0      | 15   | 1.1    | 2   | 0.1    | 67  | 11.17  |
| SCF Group               | 2    | 0.63   | 10   | 1.58   | 53           | 5.82   | 12   | 0.88   | 31  | 1.42   | 108 | 10.34  |
| Mitsui OSK Lines        | 25   | 7.71   | 0    | 0      | 4            | 0.43   | 5    | 0.38   | 29  | 1.3    | 63  | 9.83   |

资料来源: Clarksons, 中银证券

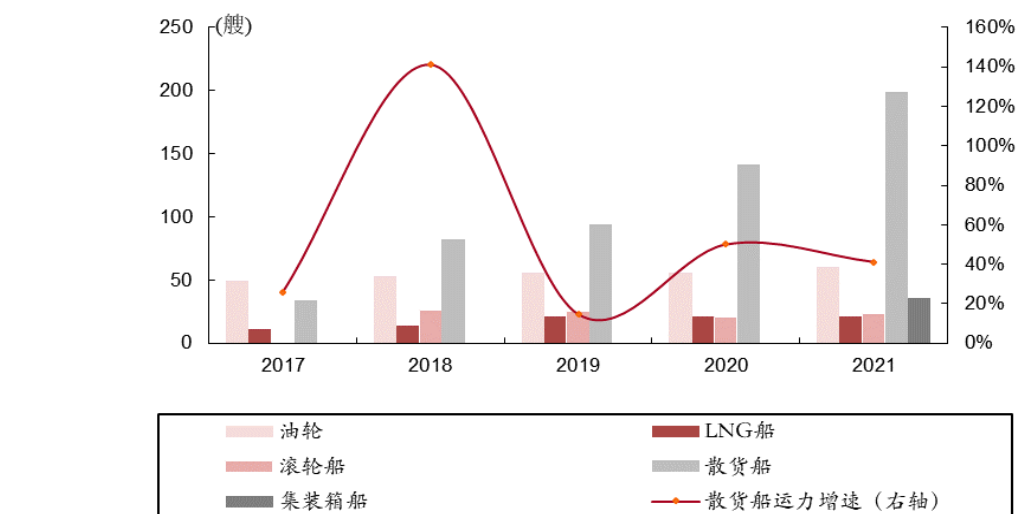
散货船队近五年通过整合并购大规模扩张, 当前自有船队规模位居世界前列。公司散货船队从 2018 年开始进行大规模的扩张, 当年公司完成了对中国经贸船务、上海长航等公司的收购, 散货船队从 2017 年的 34 艘扩充到 2018 年的 82 艘, 2020 年公司收购中外运航运干散货船舶资产, 散货船队进一步扩充到 141 艘, 截止 2021 年末, 公司控制的散货船达到 190 艘, 较 2017 年扩充了将近 5 倍。另外据克拉克森统计, 截止 2022 年 5 月, 公司当前散货自有船队数量为 115 艘, 载重量为 1319 万载重吨, 位居世界前列。

图表 12. 截止 2022 年 5 月世界前十大散货船船东

| 船东                    | 现有运力 |        | 订单情况 |        | 订单比例(%) |
|-----------------------|------|--------|------|--------|---------|
|                       | 数量   | 百万 dwt | 数量   | 百万 dwt |         |
| COSCO Shipping (Bulk) | 339  | 37.89  | 7    | 0.58   | 2       |
| Fredriksen Group      | 108  | 14.58  | 7    | 0.6    | 4       |
| Star Bulk Carriers    | 128  | 14.07  | 0    | 0      | 0       |
| Nippon Yusen Kaisha   | 150  | 13.62  | 6    | 1.03   | 8       |
| 招商轮船                  | 115  | 13.19  | 5    | 0.27   | 2       |
| Berge Bulk            | 64   | 12.08  | 0    | 0      | 0       |
| K-Line                | 99   | 11.98  | 3    | 0.36   | 3       |
| Pan Ocean             | 80   | 11.37  | 0    | 0      | 0       |
| ICBC                  | 36   | 10.45  | 11   | 1.67   | 16      |
| Mitsui OSK Lines      | 82   | 10.06  | 5    | 0.53   | 5       |

资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 13. 2017-2021 年公司船队运力变化（自有+租赁+代管）

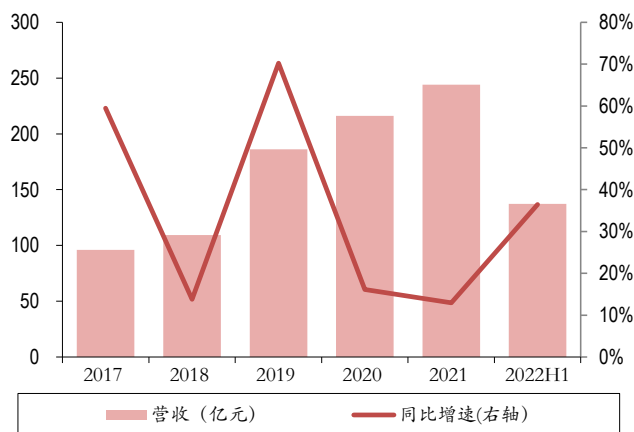


资料来源：公司公告，中银证券

#### （四）经营状况：多元布局平滑经营波动，动态策略领先竞争对手

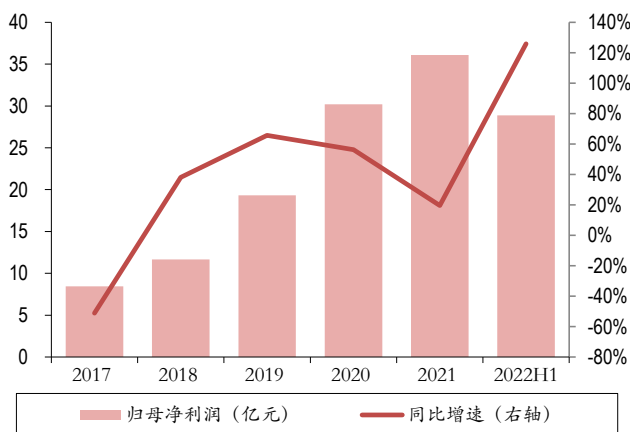
受益于公司多元化布局，近五年经营业绩稳步增长。2021 年公司实现营收 244.12 亿元，同比增长 12.97%，归母净利润 36.09 亿元，同比增长 19.52%。2022 年上半年公司营收达到 137.27 亿元，同比增长 32.25%，归母净利润 28.89 亿元，同比大增 105.99%，上半年业绩增长的贡献来源主要来自散运和集运。公司身处周期性较强的海运行业，但近年在油运传统主业基础上逐步扩充了散货船队，收购中外运集运扩展了集运业务，继续大力布局 LNG 业务，多元化的布局使得公司整体业绩并未受到单一业务波动影响，营收和归母净利润持续保持上行。

图表 14. 2017-2022H1 公司营业收入



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2017-2022H1 公司归母净利润



资料来源：万得，中银证券

**散货船队经营相对稳健，油轮船队运营经验丰富。**公司的散货船队经营以稳为主，VLOC 的锁定率为 100%，主要客户为巴西淡水河谷，VLCC 锁定率相较之下并不高，干散货运价指数由于波动较大，公司采取相对稳健的经营策略，使得其业绩波动小于油运，从历年各业务毛利率看，油运、散运、滚装船运输近五年毛利率高低差分别为 52.99%、18.42%、6.46%，两大主业中散运的经营波动明显低于油运。油轮作为公司历史主业已有超过 40 年的国际市场运营经验，经历过多轮航运周期，承接过大部分国际大油公司的期租业务，应对市场波动的经验较为丰富。

动态调整经营策略和锁定节奏，精准研判即期市场抓波段抢高点。公司擅长把握市场变化，常在运价较高的位置通过锁定高运价提高公司盈利能力，如在 2020 年二季度公司油轮船队抓住了市场景气度回升和高位剧烈波动的机会，实现盈利同比大幅增加，同期期租、COA 锁定也明显增加。2021 年三季度好望角和巴拿马船队把握运价大幅上涨机会，在即期市场抓波段获取高收益，并在年内运价高点提高锁定率。

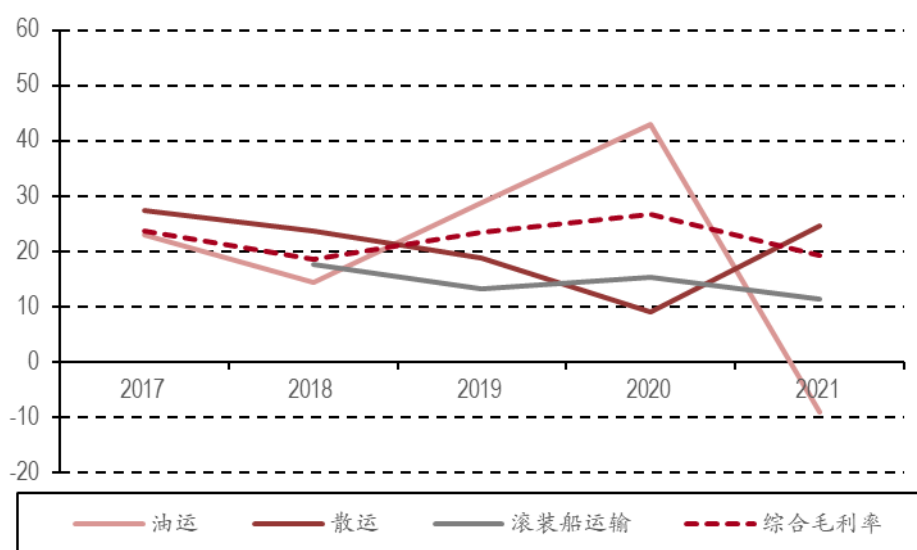
图表 16. 公司油轮和干散货船队锁定情况（锁定日租金单位：美元/天）

| 船队    | 船型      | 锁定情况      | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 油轮船队  | VLCC    | 锁定日租金     | 26,534 | 29,503 | 34,060 | 19,453 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | 9.9    | 12.1   | 14.7   | 37.0   |
|       | AFRAMAX | 锁定日租金     | —      | —      | 19,996 | 17,211 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | —      | —      | 50.8   | 55.5   |
|       | VLOC    | 锁定日租金     | 32,900 | 31,865 | 3,2613 | 37,964 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | 100.0  | 100.0  | 100.0  | 100.0  |
| 干散货船队 | 好望角型    | 锁定日租金     | 17,035 | 18,890 | 17010  | 22,773 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | 11.1   | 18.3   | 19.0   | 10.5   |
|       | 巴拿马型    | 锁定日租金     | —      | 10,589 | 9,583  | 19,156 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | —      | 10.5   | 26.0   | 50.5   |
|       | 超灵便型    | 锁定日租金     | 10,996 | 12,507 | 9,995  | 24,497 |
|       |         | 营运天锁定率(%) | 13.6   | 7.8    | 14.0   | 31.4   |

资料来源：公司公告，中银证券

注：锁定皆是当年年末锁定未来一年的情况，锁定率=锁定天数÷（365\*某船型数量），红色字体数据是根据公式估算

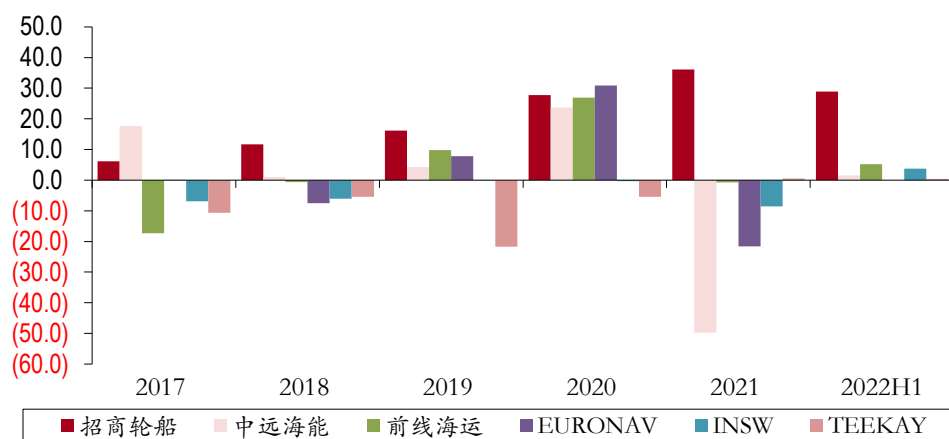
图表 17. 2017-2021 年公司分业务毛利率及综合毛利率（%）



资料来源：万得，中银证券

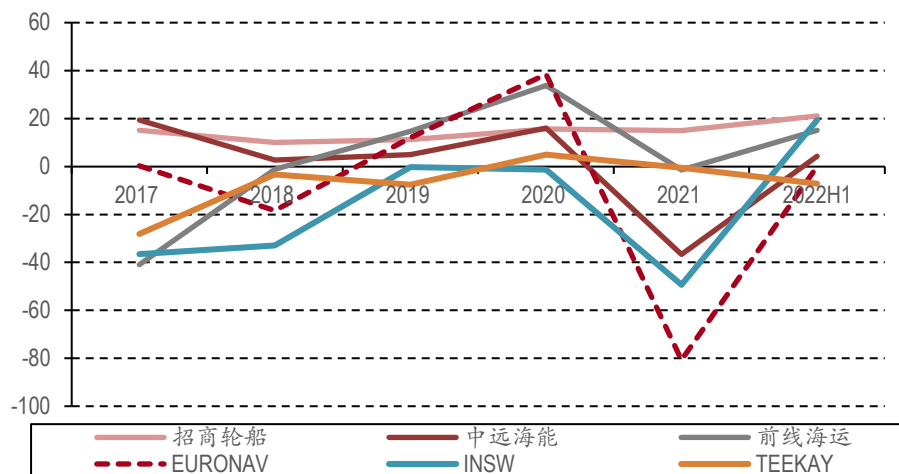
经营效益和稳定性领先同行，具有较强的 alpha 属性。2018 年后公司的经营和盈利能力在国内外主要油轮公司中一枝独秀，公司的 alpha 属性主要体现为两点：1) 通过多元化的业务投资组合使得公司在强周期的航运行业中能够分散单一业务剧烈波动带来的风险，公司经营逐步呈现弱周期并兼具成长属性。2) 公司操盘掌舵能力较为优秀，这在 2021 年油运近五年最差市场状况下体现得较为明显，2021 年在 VLCC-TCE 长时间为负值，国内外主要油轮公司大多出现较大亏损的时候，公司油运业务亏损幅度较小。

图表 18. 国内外主要油轮公司 2017-2022H1 净利润 (亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 国内外主要油轮公司 2017-2022H1 净利率 (%)



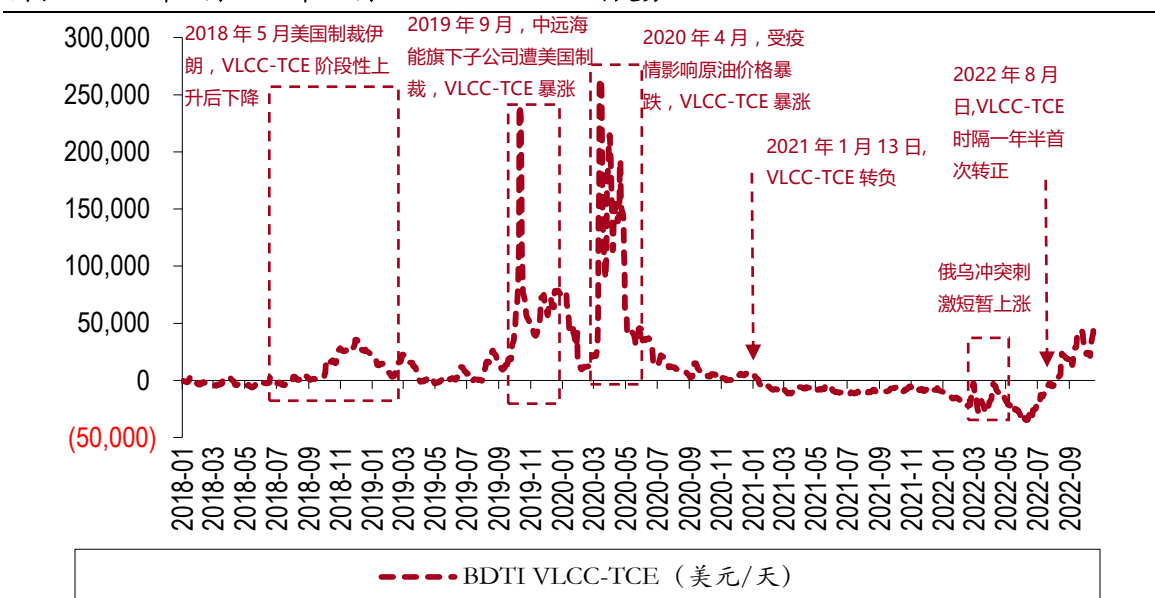
资料来源: 万得, 中银证券

## 二、油运：底部反转上行趋势已成，多因素催化或迎向上大周期

复盘近五年行情，VLCC 运价突然大涨几乎都伴随着突发事件。

- 1) 美国 2018 年 5 月宣布制裁伊朗，VLCC-TCE 在四季度阶段性上升后下降。美国在宣布对伊制裁后，设立了 6 个月的缓冲期，前 3 个月市场反应平淡，到缓冲期的最后 3 个月，由于担心后续制裁对原油供给和油价带来影响，原油海上贸易开始逐步活跃，VLCC-TCE 运价从 9 月后开始大幅上行，运价从 9 月最低的 384 美元/天上涨到 12 月最高的 35772 美元/天，随着伊朗原油出口的大幅下降，TCE 运价开始下降。
- 2) 中远海能遭遇制裁，油轮运力短期受限下油运价格暴涨。2019 年 9 月，中远海能旗下两家公司遭受美国制裁，被制裁后，贸易商恐慌情绪蔓延，中远海能多艘油船被取消预订，由于中远海能控制着全球第二大的 VLCC 船队以及全球第一的油轮船队，全球油轮供给受限，VLCC-TCE 运价一度在 10 月突破 20 万美元/天。
- 3) 疫情影响原油需求，OPEC 前期减产不及，TCE 运价暴涨。2020 年 4 月，受疫情影响全球原油需求疲软，而一季度主要原油出口国沙特阿拉伯和俄罗斯之间减产协议未达成，反而开启价格战，宣布将提高原油产量，原油生产量不减反增，供需的严重失衡导致油价在 4 月 20 日暴跌至每桶 38 美元，创历史出现“负油价”，油价的暴跌带来了大量的金融套利需求和原油补库需求，VLCC-TCE 出现暴涨，在 3 月 16 日运价创下了近十年历史最高的 26.41 万美元/天。
- 4) 俄乌冲突导致市场运力受限，运价短暂上涨后迅速回落。2022 年 3 月，俄乌爆发冲突，西方国家开始大规模制裁俄罗斯，俄罗斯旗下油轮船队短期受租家排挤，市场上的油轮运力短期受到限制，VLCC-TCE 运价明显上升，后续随着燃油价格上升，油轮的成本上升，以及整体油运供给较需求仍相对过剩，VLCC-TCE 运价迅速回落。

图表 20.2018 年 1 月-2022 年 10 月 BDTI VLCC-TCE 运价走势

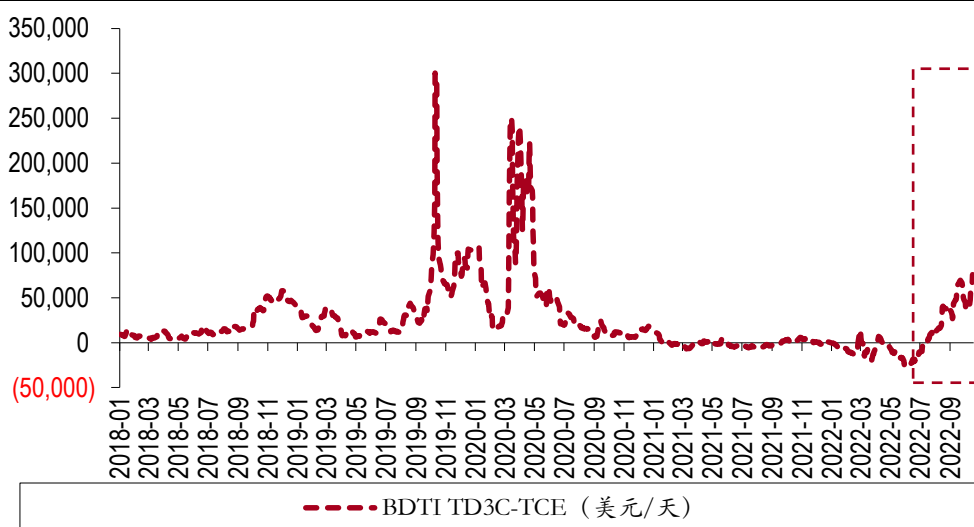


资料来源：Clarksons，中银证券

2022 年 8 月初，VLCC-TCE 时隔一年半首次转正，10 月份，VLCC-TCE 最新运价突破 4 万美元/天。在 2022 年 7 月初，油运价格还在-2 万美元/天左右，此前连续一年多始终都是负运价，油运市场的衰弱态势几乎是油运历史上非常罕见的，国内外主要油轮公司经营都面临很大的亏损。7 月以来，VLCC-TCE 运价逐步走高，直至 2022 年 8 月 5 日，VLCC-TCE 运价达到 39 美元/天，时隔 1 年半首次转正，10 月份，VLCC-TCE 最新运价突破 4 万美元/天。我们认为区别于过去地缘政治事件或者突发事件对运价上涨的刺激，此次上涨的主要推动力来自以下三点：

1) **中国原油进口边际恢复，TD3C 航线（中东-中国）TCE 运价明显上涨。**本轮 TD3C-TCE 运价在 7 月中旬就已经先于 VLCC-TCE 转正，7 月 14 日，TD3C-TCE 运价报 702 美元/天，实现转正，而在一个月前的 6 月 14 日，TD3C-TCE 运价还在-22775 美元/天，后随着中国原油进口的边际恢复，运价一路上涨，带动 VLCC-TCE 走高，截止 10 月 20 日，最新 VLCC-TCE 运价突破 40000 美元/天，TD3C-TCE 运价突破 70000 美元/天。

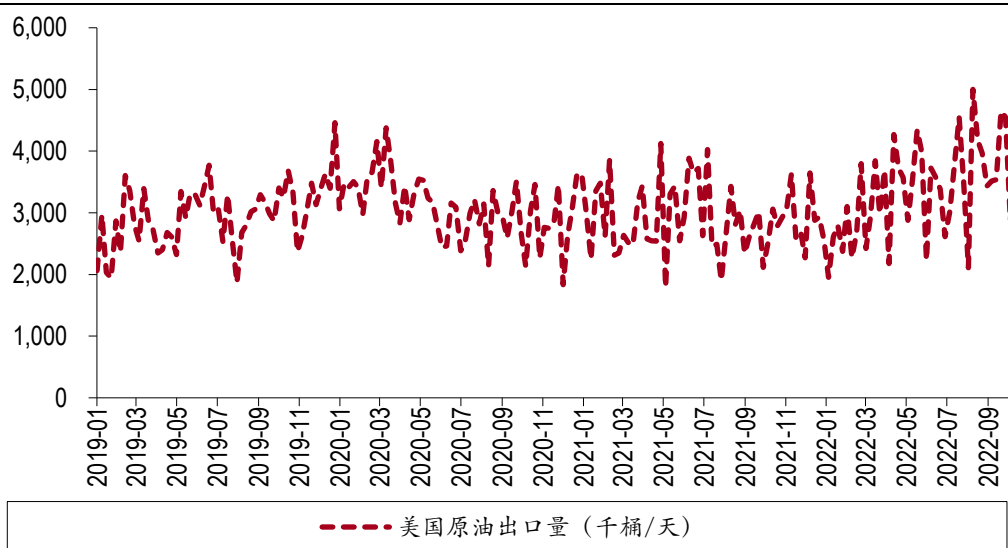
图表 21. BDTI TD3C-TCE 明显上涨推动 VLCC-TCE 运价走高



资料来源：Clarksons，中银证券

2) **美国原油出口量增加。**EIA 数据显示，2022 年 8 月 12 日，美国原油出口量达到了近几年新高的 500 万桶/日，当前欧洲为了降低对俄罗斯的能源依赖，转而在美国寻求进口替代，美国石油在欧洲的市场份额扩大，在欧洲爆发能源危机之际，美国正成为增产石油的首选供应国。

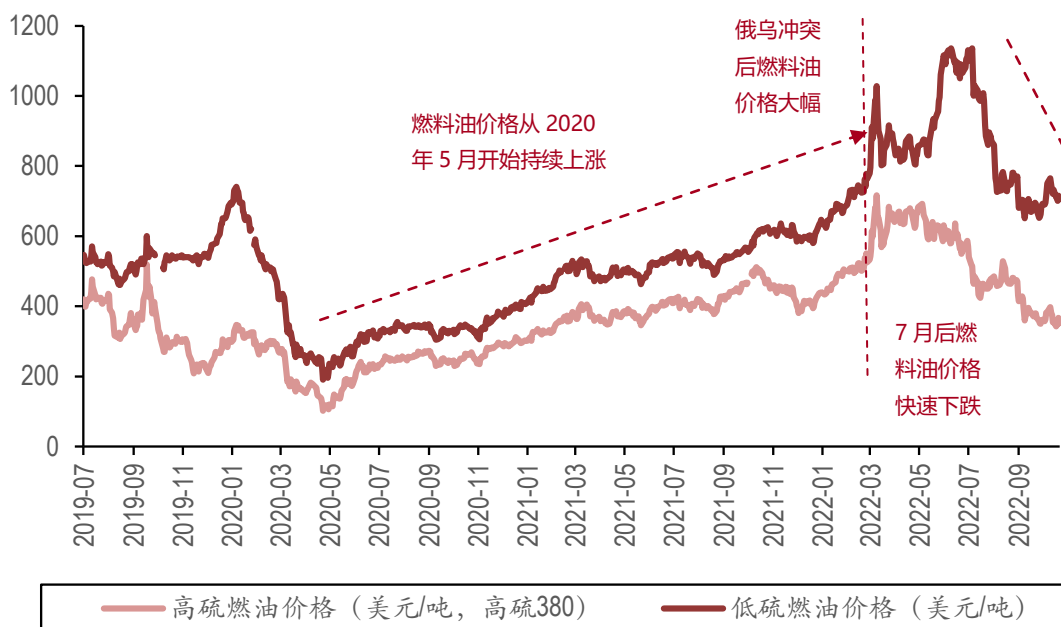
图表 22. 美国原油出口量有所增加



资料来源: EIA, 中银证券

3) 燃油价格快速下降, 油轮运输成本减少, 推动 TCE 运价上行。船用燃料价格在经历俄乌冲突后的大幅上涨后从 7 月开始大幅回落, 截止 10 月 20 日, 高硫燃油价格为 367 美元/吨, 低硫燃油价格为 704 美元/吨, 较年内高点分别回落 47% 和 37%。由于等价期租租金(TCE) = (程租总运费 - (燃油费 + 港口使费 + 其他航次费用)) / 实际程租航次天数, 燃料油价格的快速下跌使得油轮运输成本减少, 从成本端推动了 TCE 运价的上行。

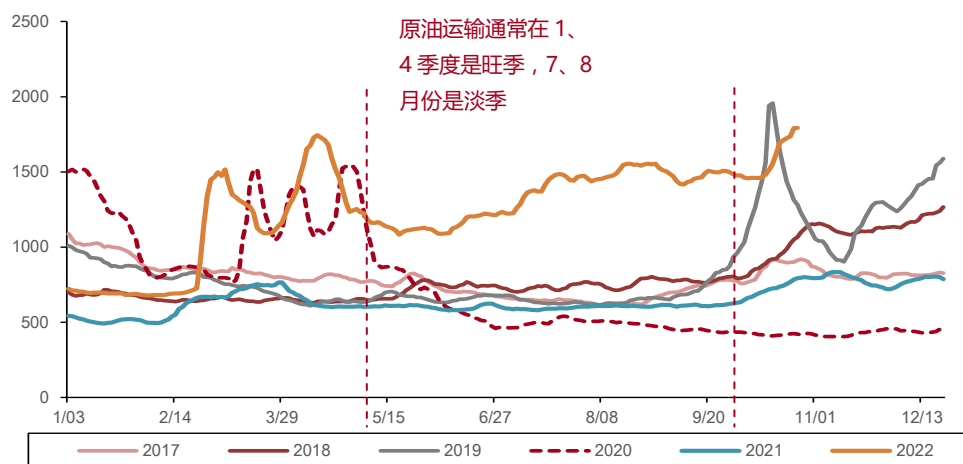
图表 23. 高硫燃油和低硫燃油价格 7 月后开始快速下行



资料来源: 万得, 中银证券

此次上涨与近年来历次运价上涨的驱动因素有明显差异。从 7 月开始的 TCE 运价的上涨呈现以下几个重要特征：①运价上涨期间并无突发地缘政治事件或重大突发事件导致原油的需求端或者供给端受到影响。②运价上涨是渐进演绎式的而非突发暴涨，运价的上涨主要是自发供需改善推动的。③运价上涨部分受益于燃料油价格下跌，但是却是在原油价格仍处于较高位置的不利条件下上涨的，通常原油价格较高会抑制进口国的进口意愿。④此次上涨是在油轮运输市场近十年最糟糕的持续 1 年半的熊市情况下逐步恢复的。⑤此次上涨是在油轮运输市场淡季发生，呈现淡季不淡的特征。基于上述驱动因素性质我们判断油轮运输底部反转向上趋势或已形成。

图表 24. 2017-2022 年 BDTI 分年度走势

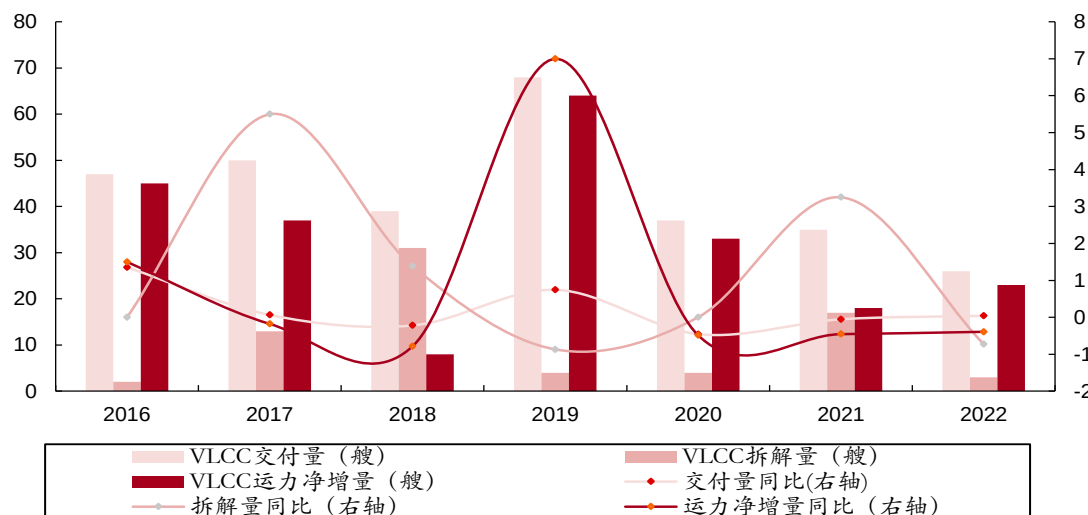


资料来源：万得，中银证券

## （一）供给端：VLCC 已连续 1 年多无新增订单，供给端未来改善预期明显

2019 年供给端恶化影响在 2020 年油运市场相对高景气下被淡化，2021 年市场恢复冷静后供给端过剩影响逐步开始显现。2019 年 VLCC 交付量达到 68 艘，创下近五年交付最高纪录，同时当年拆解量仅为 4 艘，运力供给大增，2020 年受原油价格暴跌影响，主要国家纷纷出手“抄底”，油运运价整体保持在一个相对高位，供给端过剩的影响在市场相对高景气下被淡化，随后随着油价恢复上涨，主要国家原油储备纷纷开始去库存，油运供给恶化影响开始显现，油运市场陷入长达 1 年半左右的熊市，在此期间 VLCC-TCE 运价一直处于负收益水平。

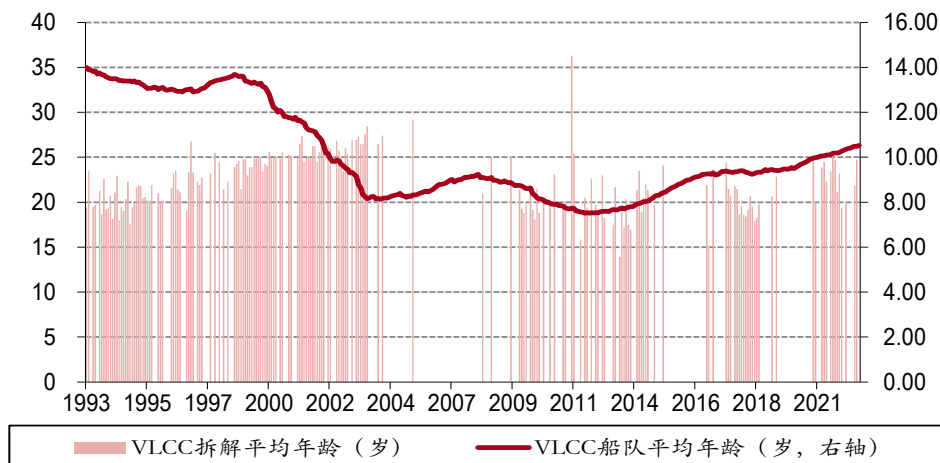
图表 25. 2016-2022 年 VLCC 交付量、拆解量和运力净增量情况（2022 年截止 8 月）



资料来源：Clarksons，中银证券

VLCC 拆解平均年龄在 20 岁左右，当前 VLCC 船队平均年龄为 10.5 岁。2000 年以前油轮服役时间普遍较长，当时对油轮环保和安全要求的标准相对较低，之后随着环保和安全标准的提高，整体油轮退役时间有所缩短，大致在 20 年左右。从船队平均年龄来看，2008-2012 年，平均年龄呈现下降趋势，新增运力较多，从 2013 年至今，船队平均年龄整体呈上升趋势。

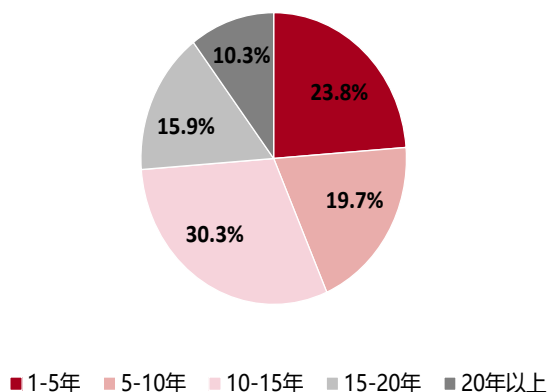
图表 26. VLCC 拆解平均年龄与 VLCC 船队当前平均年龄



资料来源：Clarksons，中银证券

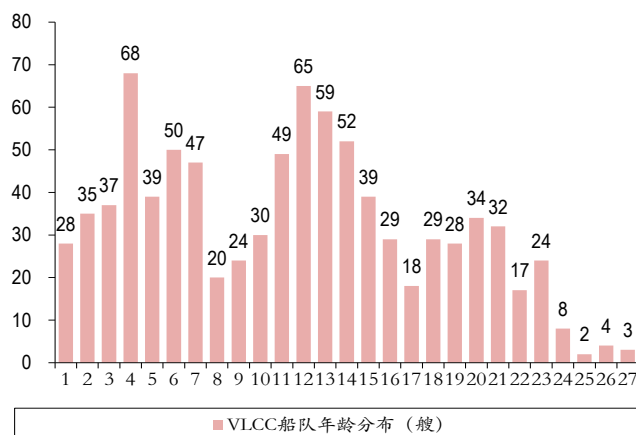
服役时间超过 15 年的 VLCC 占比约为 1/4，未来存在较大拆船潜力。当前 VLCC 船队逐步进入中老龄化。从船龄结构看，船龄超过 10 年的 VLCC 占比超过一半，其中 10-15 年的 VLCC 船队占比最高，达到 30.3%，船龄超过 15 年的 VLCC 占比为 26.2%，船龄在 20 年以上的 VLCC 占比为 10.3%。从船龄分布看，服役时间为 4 年的 VLCC 船舶数量最多，达到 68 艘，服役时间在 18-23 年的船舶数量分别为 29、28、34、32、17、34 艘，通常 VLCC 船舶拆解平均年龄在 20 岁左右，未来 2 年这部分船舶存在较大拆船潜力。

图表 27. VLCC 船队船龄结构（截止 2022 年 9 月）



资料来源：Clarksons，中银证券

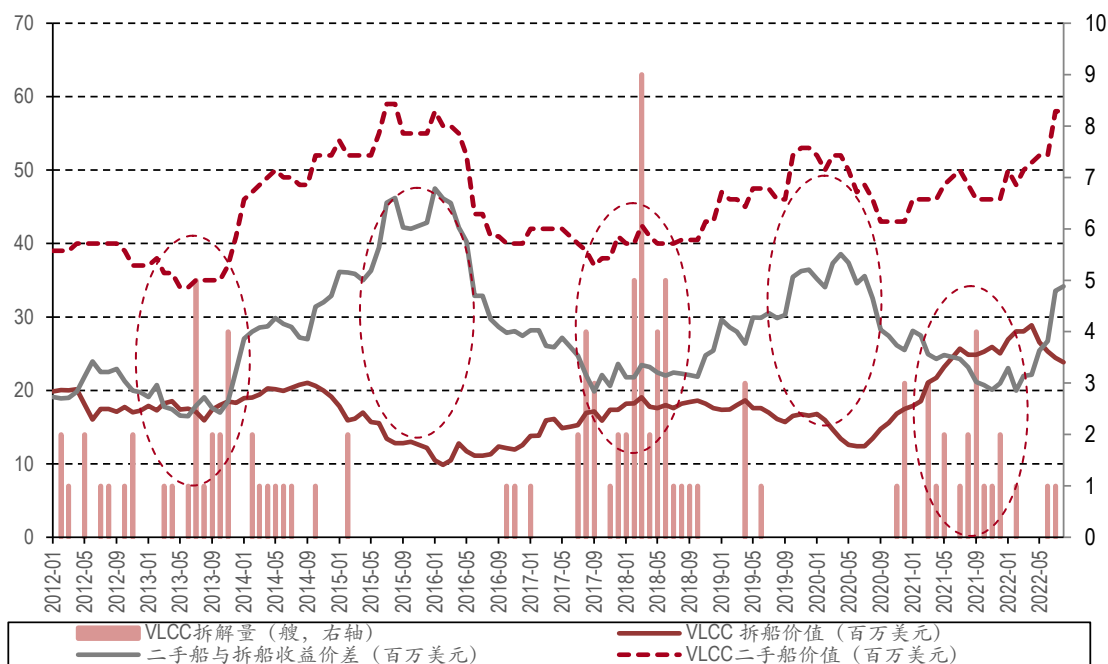
图表 28. VLCC 船队船龄分布（截止 2022 年 9 月）



资料来源：Clarksons，中银证券

油轮拆解与二手船和拆船收益价差有关，价差走窄有利于促进 VLCC 拆解。对比近十年 VLCC 拆解量与二手船和拆船收益价差之间的关系，拆船较为集中的 2013 年、2018 年和 2021 年，二手船和拆船收益的价差都处于一个较低的水平，与之相对的是 2015 年、2020 年，二手船月拆船收益价差走阔，拆船数量十分稀少。

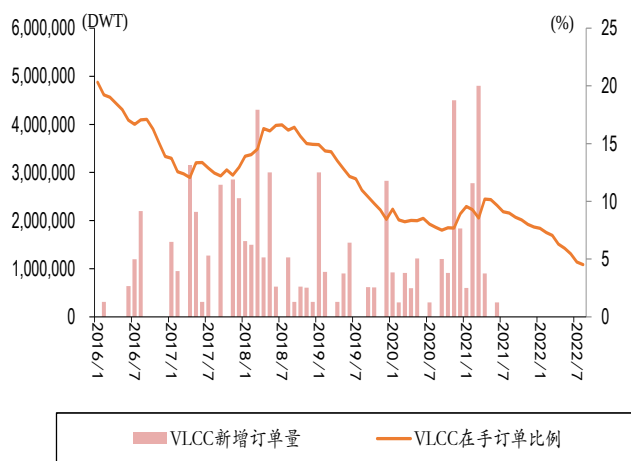
图表 29. 二手船与拆船收益价差走窄有利于促进 VLCC 的拆解



资料来源: Clarksons, 中银证券

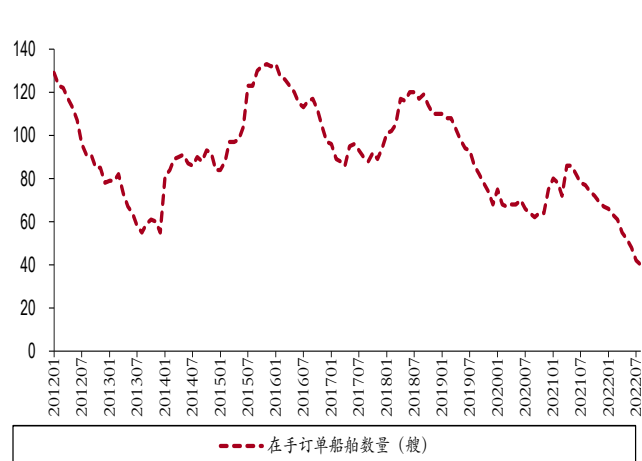
VLCC 连续 1 年多无新增订单, 在手订单比例仅为 4.5%, 处于历史绝对低位。2021 年由于油运市场低迷, 主要油轮公司的新船下单意愿普遍不强, 同时去年集运市场表现强劲, 整体呈现供不应求状况, 集运新船订单增加, 而造船坞位有限, 致使油运造船坞位受到挤压。截止 2022 年 8 月, VLCC 已经连续 1 年多无新增订单, 在手订单船舶数量仅为 40 艘, 创下近十年新低, 在手订单比例仅为 4.5%, 处于历史绝对低位, 未来 2 年油轮市场将出现无船下水的情况, 我们认为油运运力供给在未来大概率会呈现趋紧状态。

图表 30. VLCC 新船订单量和在手订单比例



资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 31. VLCC 在手订单船舶数量



资料来源: Clarksons, 中银证券

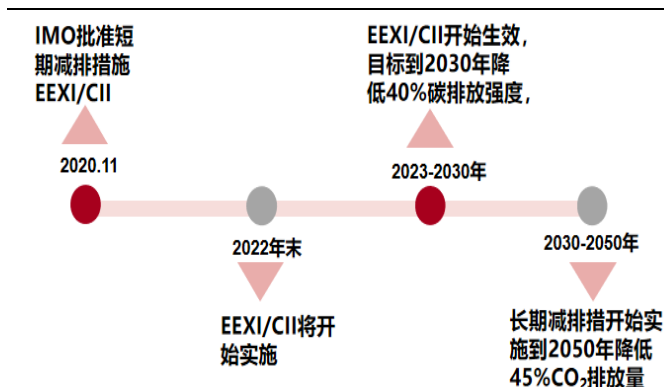
环保新规下油轮面临降速, 油轮有效运力或受到限制。根据公司公告披露, 现在约有 20% 的船只满足 EEXI 要求, 约 80% 的船舶都不满足, 当前全球油轮约 8200 艘, 约 30% (包含各类船型) 满足 EEXI, 但是 VLCC 满足率较低, 公司的 VLCC 船队能满足 EEXI 要求的约占 50%, 不满足要求的船舶, 还需采取进一步措施 (主要是限制主机输出功率等)。当前油轮的航速在 11.1 节左右, 整体航速处于近 10 年的低位, EEXI 将于 2022 年年底开始实施, 目前大致测算油轮船队降速 10% 可以降低 10% 的碳排放量, 当前环保新规即将开始实施, 部分油轮面临降速, 油轮有效运力或受到限制。

图表 32. 不同类型船舶的降速可以实现的碳减排

| 船队类型     | 降速 10% | 降速 20% | 降速 30% |
|----------|--------|--------|--------|
| 集装箱船队    | 13%    | 23%    | 32%    |
| 干散货船队    | 15%    | 28%    | 38%    |
| 原油/成品油船队 | 10%    | 18%    | 24%    |
| 总量       | 13%    | 24%    | 33%    |

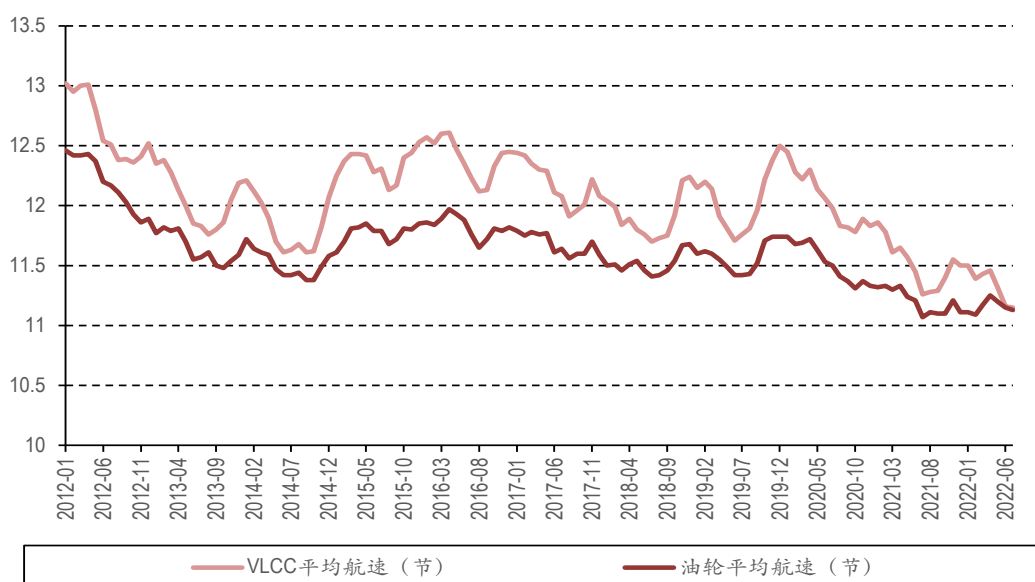
资料来源：IMO，中银证券

图表 33. 环保新规实施方案



资料来源：IMO，中银证券

图表 34. VLCC 和油轮近 10 年的平均航速

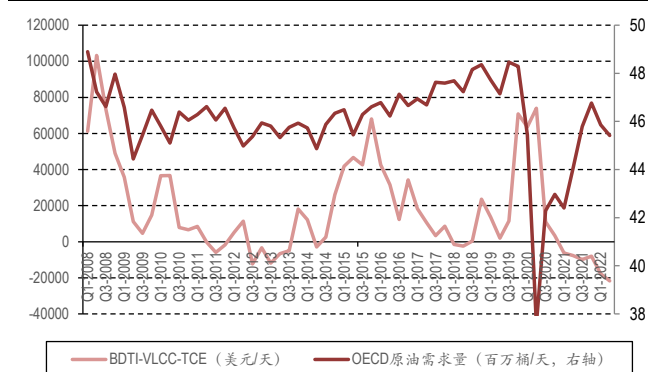


资料来源：Clarksons，中银证券

## （二）需求端：短期看欧洲能源危机，中长期关注补库、页岩油恢复和运距拉长

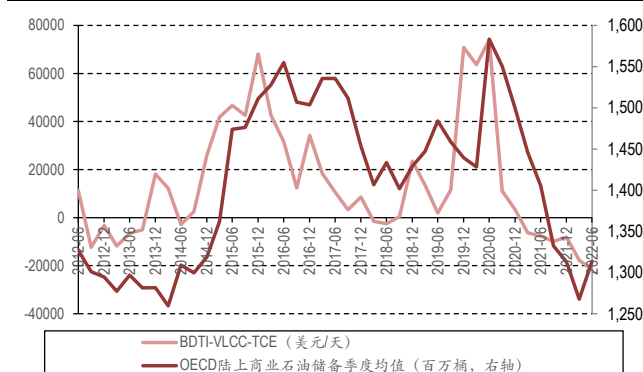
近十年运价与原油终端需求相关性一般，与原油库存水平相关性较高。原油运输需求主要与原油终端需求和原油的补库需求有关，在全球经济发展迅速，终端需求较旺盛的时候，原油的终端需求对原油运价的影响力相对较大，但复盘近十年运价与原有终端需求和原油库存水平之间的关系，可以看出运价与原有终端需求的相关性一般，而与原油库存水平的相关性较高，当原油开始补库，运价往往跟随上涨，在原油进入去库阶段，运价随之下跌。运价对于原油库存变化更敏感一方面是因为全球经济增速在近十年整体有所放缓，而通常补库需求变化较终端需求的变化速率快（补库曲线更陡），因此对运价的影响更为显著。

图表 35. 近十年运价与原油终端需求相关性一般



资料来源：万得，Clarksons，中银证券

图表 36. 近十年运价与原油库存水平相关性较高



资料来源：万得，Clarksons，中银证券

“北溪一号”完全停止供应，短期欧洲原油需求或持续超预期。欧洲在 2022 年 8 月开始全面停止进口俄罗斯煤炭，9 月初“北溪一号”完全停止供应，而“北溪一号”是俄天然气出口的主管道，正常年份对欧洲每日输气 1.7 亿立方米，当前凛冬将至，欧洲的光伏风电等新能源暂时还不能弥补俄罗斯这部分能源缺口，在管道天然气断供后其能源储备必须依靠原油、煤炭、LNG 等替代品，短期欧洲能源危机演绎下，其原油需求或持续超预期。

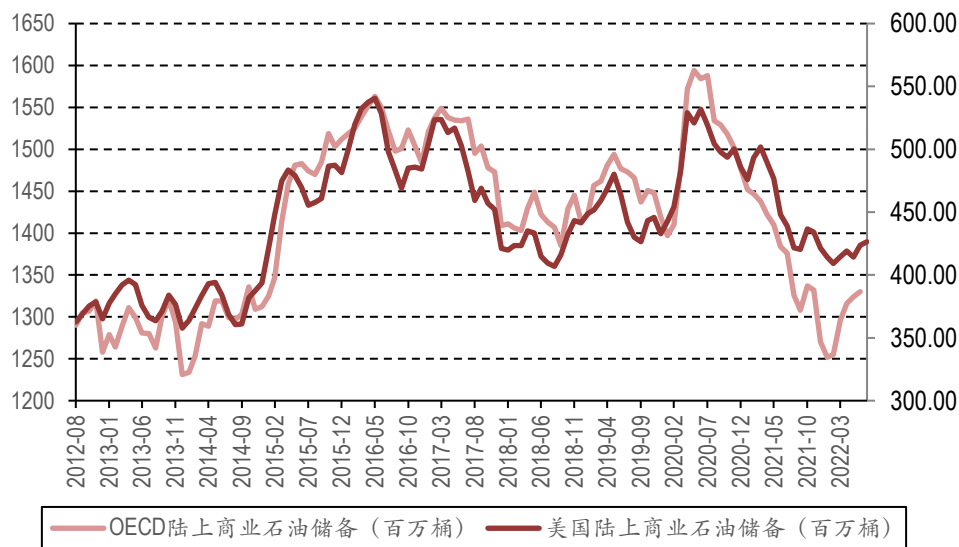
图表 37. 俄罗斯通往欧洲的天然气管道

| 管道名称   | 目的地        | 是否经过乌克兰 | 年运输量 (亿立方米) | 状态  |
|--------|------------|---------|-------------|-----|
| 兄弟     | 欧洲         | 是       | 240         | 已投运 |
| 北极光    | 欧洲         | 是       | 510         | 已投运 |
| 亚马尔-欧洲 | 欧洲 (波兰、德国) | 是       | 330         | 已投运 |
| 蓝溪     | 欧洲 (土耳其)   | 否       | 160         | 已投运 |
| 土耳其溪   | 欧洲 (土耳其)   | 否       | 314         | 已投运 |
| 北溪 1 号 | 欧洲 (德国)    | 否       | 550         | 已投运 |
| 北溪 2 号 | 欧洲 (德国)    | 否       | 550         | 待投产 |
| 已投运合计  | —          | —       | 2,104       | —   |

资料来源：Bloomberg，中银证券

欧美主要国家原油库存水平处于低位，补库需求将带动原油运输需求。欧美主要国家从 2020 年 5 月左右开始了一段时间较长的原油储备去库存，去库的原因一方面是欧美等主要国家在 2020 年 4 月油价暴跌的时候进行了较大的原油补库，而后续随着原油价格一路上升，原油储备持续去库，当前欧美主要国家整体库存水平处于低位，后续存在较大的补库潜力，原油补库需求有望中期带动油运需求。

图表 38. OECD 和美国陆上商业石油储备处于低位



资料来源：万得，中银证券

美国页岩油库存井数下降至历史低位，新钻井数逐步增加，新钻井数和完井数差额逐步走窄。由于本期库存井（DUC）=新钻井-完井数+上期库存井（DUC），受疫情影响，过去美国页岩油一直依靠 DUC 转化为完井以维持生产，DUC 从 2020 年 6 月的 8835 个回落到 2022 年 7 月的 4277 个，DUC 在这期间锐减超过一半，不过当前新钻井数与完井数之间的差额逐渐收窄，二者几乎持平，我们判断 DUC 或将迎来向上拐点，未来新钻井数或将逐步增加超过完井数。

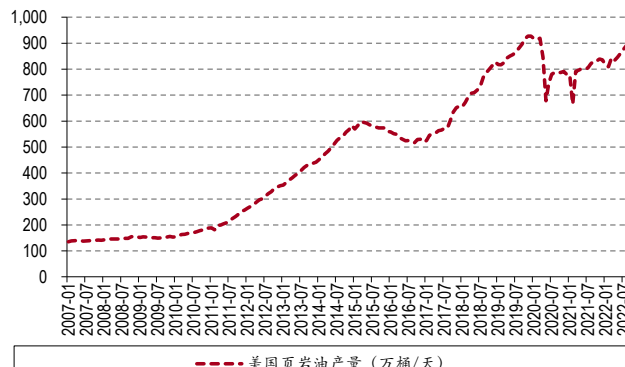
美国页岩油产量逐步恢复，后续有望随着新增钻井和 DUC 同步上行。2022 年 8 月，美国页岩油产量为 890.8 万桶/天，当前产量较 2019 年 927.5 万桶/天的高点还有 36.7 万桶/天的空间，EIA 预计今年 9 月份美国页岩油产量将达到 904.9 万桶/天，过去一段时间受疫情影响 DUC 已被大量消耗，未来继续增产需要加大开发新钻井，当前完井结构虽然相较疫情前还有差距，但已开始不断改善，新钻井数已非常接近完井数，我们预计美国页岩油产量后续有望随着新钻井和 DUC 同步上行，页岩油产量上升或使得美国页岩油出口增加，进而带动油运需求。

图表 39. 美国页岩油钻井情况（口）



资料来源：EIA，中银证券

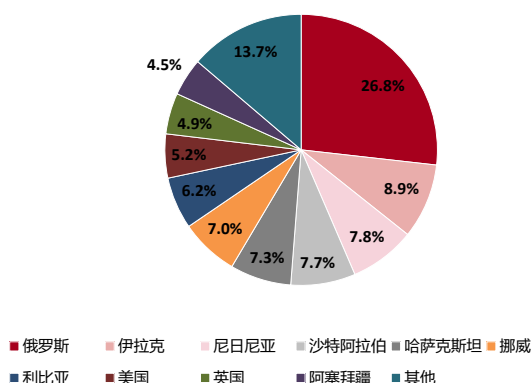
图表 40. 美国页岩油产量



资料来源：EIA，中银证券

俄乌冲突改变欧洲原油进口格局，欧洲原油进口运距显著拉长。在俄乌冲突尚未爆发之前，欧盟的石油进口一直比较依赖俄罗斯，俄罗斯是欧盟石油进口最多的国家，占比超过 1/4，差不多是伊拉克、尼日尼亚和沙特阿拉伯对欧盟原油出口的总和，俄乌冲突后欧洲致力于摆脱对俄石油依赖，开始寻求从中东、北美、西非等原油产地进行进口替代，相较于地中海或者黑海，欧盟改从这些地区进口原油其运距将会被显著拉长。

图表 41. 欧盟石油进口结构



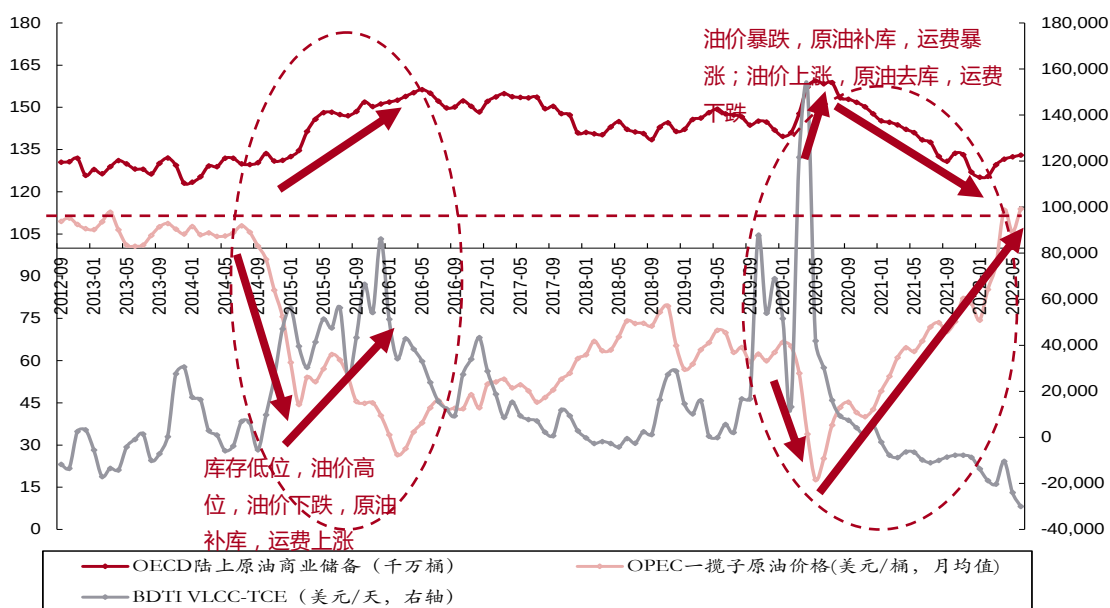
资料来源: Eurostat, 中银证券

### (三) 油价与油运: 需求、成本、套利三重路径, 低库存下油运受益于油价下跌

油价对油运的影响不可忽视, 我们认为油价对油运的影响主要作用于需求端, 成本端以及市场套利。油价下跌不一定是油运高景气的必要条件, 但在全球原油低库存的条件下, 油价下跌大概率是油运高景气的充分条件。

1) 油价对油运需求端的影响遵循低库存—油价下跌—原油补库—运价上涨的路径。这一路径最好的案例体现在 2014 年中至 2016 年初的油运牛市。在 2014 年 7 月, OECD 商业原油库存为 12.97 亿桶, 整体处于较低水平, 原油月均价则为 108 美元/桶, 整体处于一个高位, 后续随着全球石油需求减少, 美国页岩气出口增加, 美元走强等因素, 原油大幅下跌, 原油补库增加, 油运运价上涨。2020 年也出现过油价暴跌甚至负油价的情况, VLCC-TCE 运价曾一举突破 20 万美元, 不过当时原油库存整体处在一个较高的水平。

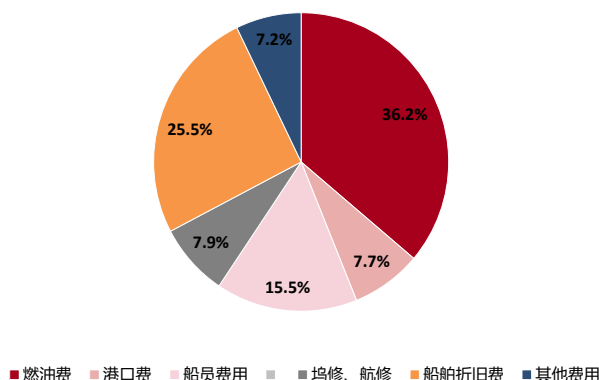
图表 42. VLCC-TCE 与原油库存及原油价格关系



资料来源: 万得, Clarksons, 中银证券

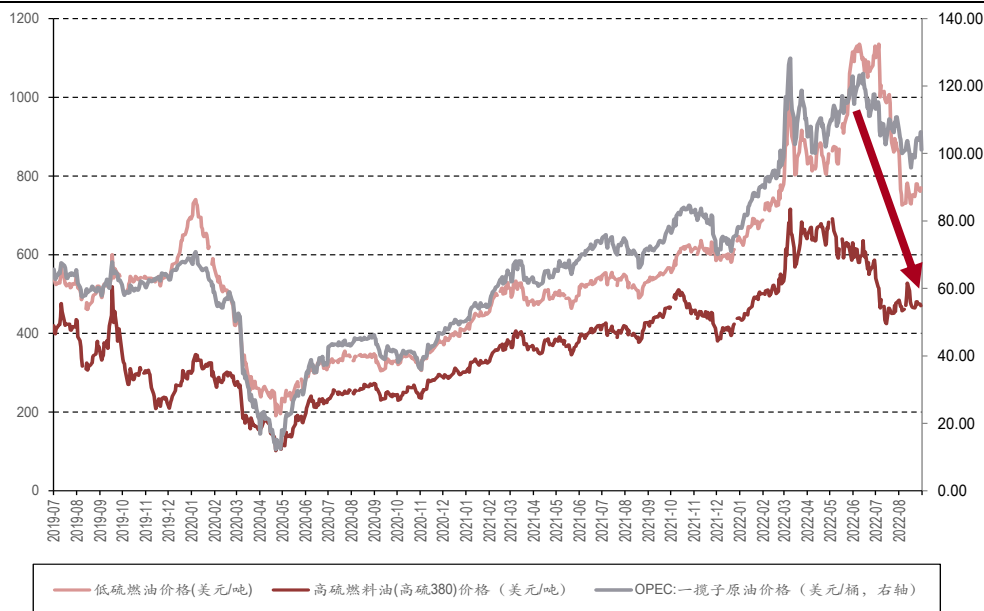
2) 油价对油运成本端的影响遵循原油价格上涨/下跌—燃料油价格上涨/下跌—运输成本增加/减少—TCE 运价下降/上升的路径。TCE 运价=(程租总运费—(燃油费+港口使费+其他航次费用))/实际程租航次天数，通常我们大都只注意到租金对 TCE 运价的影响，诚然，大多数情况租金对 TCE 运价的影响是主要的，不过燃油费也能在成本端对 TCE 运价产生较大的影响。从招商轮船油运业务成本主要构成来看，固定资产折旧这类固定成本占比约为 1/4，燃油成本作为主要可变成本占比超过 1/3，是油运业务最主要的成本。今年一季度俄乌冲突导致燃油价格大幅上升，TCE 油价在受冲突刺激短暂上涨后开始下跌，燃油成本的提升迅速加剧其下跌趋势，而今年 7 月份以来燃料价格大跌接近 30%，对同期 TCE 运价上涨有明显正面贡献。

图表 43. 油轮运输主要成本构成



资料来源：公司公告，中银证券

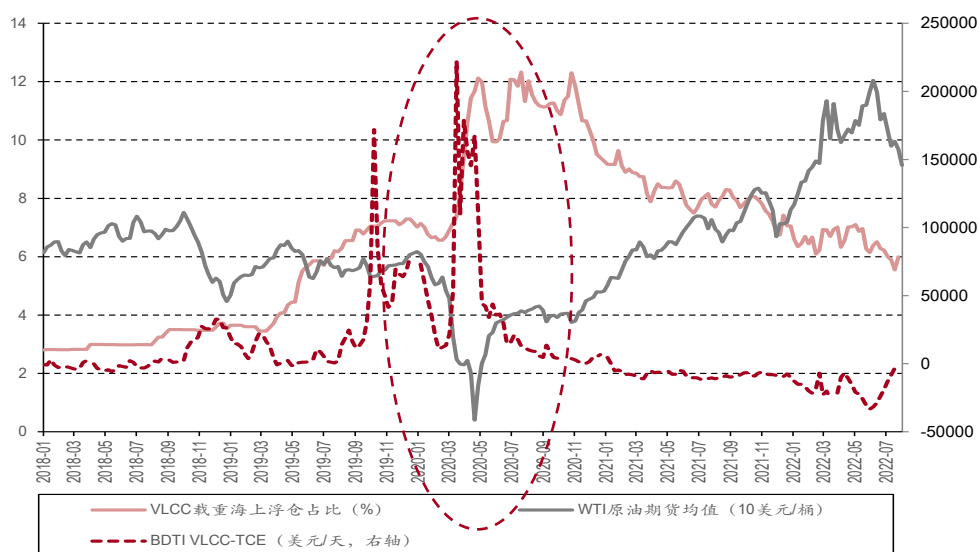
图表 44. 原油价格和低硫燃油及高硫燃油价格



资料来源：万得，中银证券

3) 油价对油运期现套利遵循原油现货大跌（Contango 结构，远月合约升水近月）—吨油需求提升—油轮浮仓比例上升—运力受限—运价上涨的路径。2020 年 4 月，国际原油期货暴跌，WTI 原油期货在 4 月 20 日创历史性的出现“负油价”，油价的强升水 Contango 结构使得期现套利需求增加，吨油需求提升，VLCC 海上浮仓比例从 3 月初的 6.91% 增至 4 月末的 11.68%，油轮运输的有效运力受到限制，VLCC-TCE 出现暴涨。

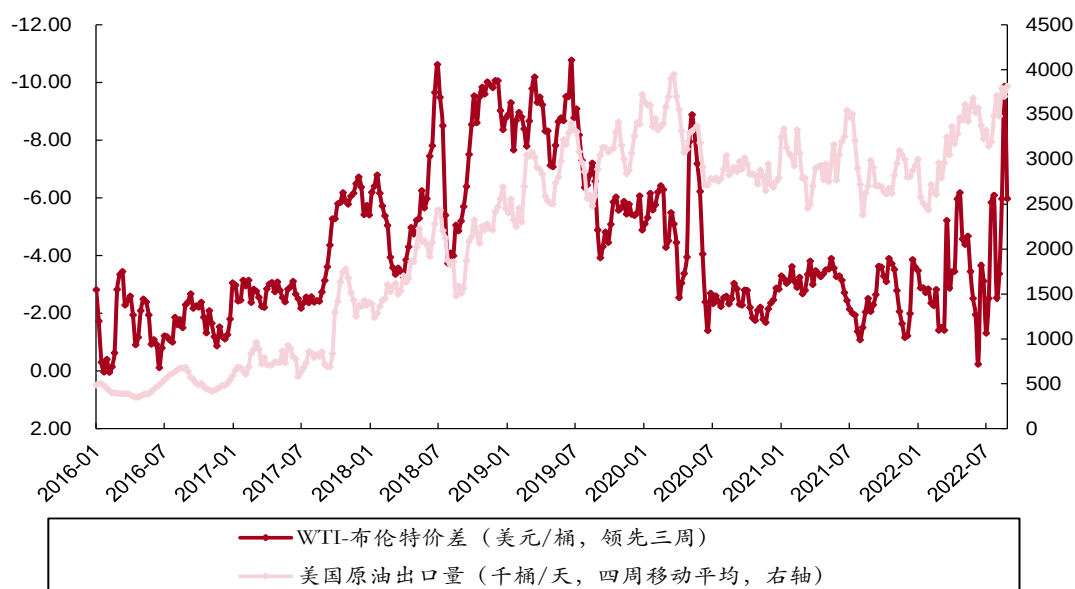
图表 45. 油轮运输浮仓及期现套利 (周)



资料来源：万得，Clarksons，中银证券

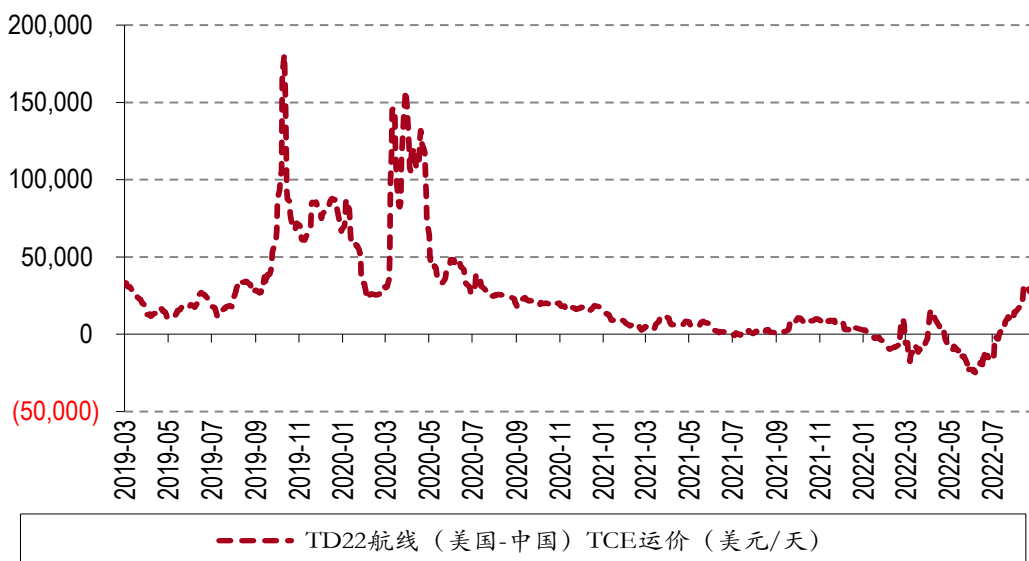
4) 油价对油运区域套利遵循 WTI-布伦特原油大幅贴水—美油吸引力上升—美国原油出口量增加—运价上涨的路径。通常来说，WTI 原油由于来自美国西德州，其变化依赖于美国原油供需变化，而布伦特原油则主要依赖于 OPEC 产量变化以及欧洲和亚洲的需求变化。从逻辑上说，当 WTI 原油相对于布伦特原油大幅贴水时，美油的相对便宜会使得其吸引力上升，美国原油出口量增加，从数据分析来看，WTI-布伦特价差（领先三周）与美国石油出口量（四周移动平均）相关性较高。2022 年 7 月以来，美油与布油价差逐步走阔，同期美油出口量增加，TD22 航线（美国-中国）TCE 运价明显上涨。

图表 46. WTI-布伦特价差（领先三周）与美国原油出口量（四周移动平均）相关性较高



资料来源：万得，中银证券

图表 47. TD22 航线（美国-中国）TCE 运价 7 月以来逐步走高



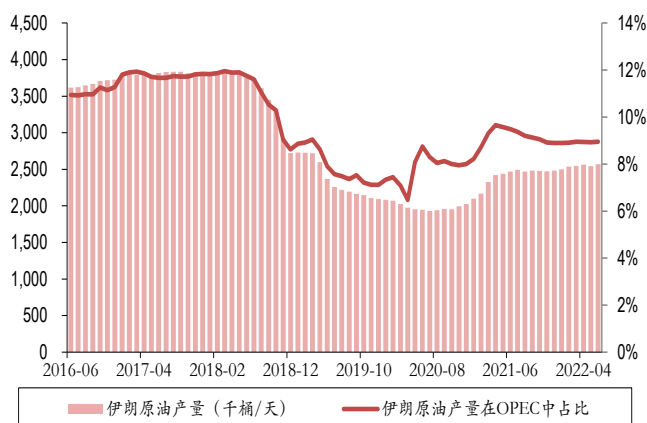
资料来源：Clarksons，中银证券

#### （四）催化剂：伊朗原油出口制裁如若解除，油运供需两端有望同时受益

伊朗原油出口若能恢复或将促使油价下跌，VLCC 浮仓需求提升，油轮有效运力或受到限制，同时油价下跌将增加欧美主要国家原油补库意愿。2020 年 4 月，油价暴跌，VLCC 浮仓比例上升，欧美主要国家开始纷纷“抄底”，原油储备出现明显的补库，OECD 陆上商业原油储备从 2020 年 2 月的 14.10 亿桶上升到 4 月的 15.72 亿桶。当前欧美主要国家整体原油库存水平位于近年低位，我们认为“低库存+低油价”或将增加欧美国家的原油补库意愿。

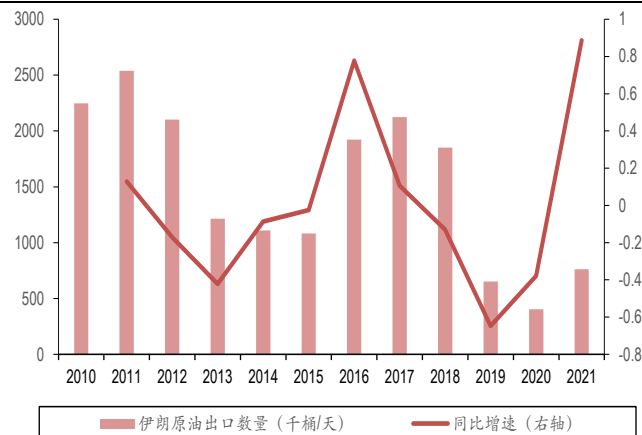
伊朗原油出口制裁如果解除将增加原油供应，油运需求得到提升。2018 年 11 月，美国恢复对伊制裁后伊朗全年原油平均出口量从 2018 年的 1850 千桶/天锐减到 2019 年的 651 千桶/天，同比减少了 64.80%，伊朗原油月平均产量也从 2018 年最高的 3823 千桶/天减少到 2019 年最低的 2093 千桶/天，同比减少了 45.25%。伊朗原油产量在受美国制裁前占 OPEC 的比例为 11%-12%，受制裁影响后 2019-2020 年原油产量下滑，占比下降至 7%-8%，2021 年原油产量有所提升，占比在 9%左右，2022 年 6 月，伊朗原油产量为 2569 千桶/天，OPEC 原油产量为 28716 千桶/天，伊朗原油产量占同期 OPEC 产量的 8.95%，出口制裁若解除，将会给 OPEC 产量带来 2%-3%的增量，原油供应会获得明显的提升，油运需求随之增加。

图表 48. 伊朗原油产量及占比



资料来源：万得，中银证券

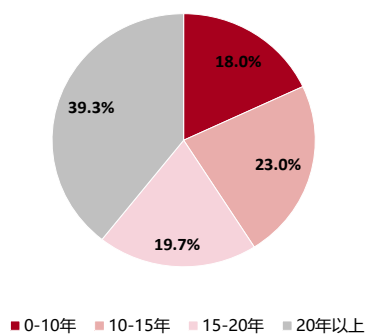
图表 49. 伊朗 2018 年受美制裁后，原油出口量大幅下降



资料来源：万得，中银证券

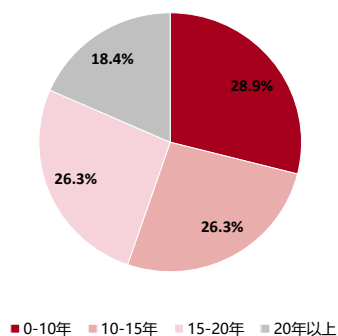
伊朗船队整体老龄化严重，制裁解除恢复正常后，黑市老船收益下降有望加速退出。截止 2022 年 8 月，伊朗旗下公司总共控制油轮 62 艘，其中 VLCC 数量为 38 艘，油轮年龄都在 9 年以上，油轮年龄在 20 年以上的比例为 39.3%，VLCC 年龄在 20 年以上的比例为 18.4%。船队整体老龄化严重，若伊朗制裁解除，正常船舶进入后黑市老船高运价将不复存在，而老船运营成本和改装难度较高，收益下降情况下老船有望加速拆解退出。

图表 50. 伊朗旗下公司控制油轮船龄结构



资料来源：Clarksons，中银证券

图表 51. 伊朗旗下公司控制 VLCC 船龄结构

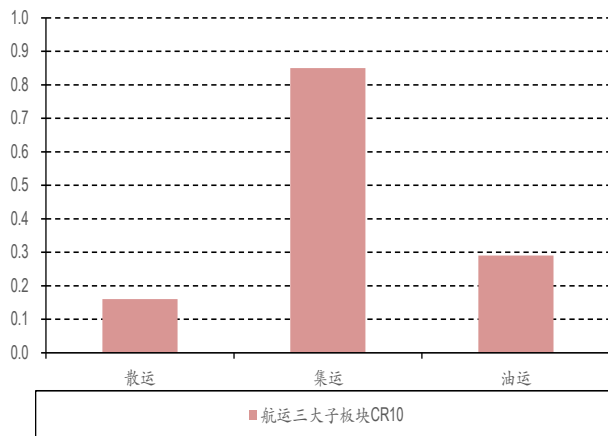


资料来源：Clarksons，中银证券

## 三、散运：工业经济下行中有所承压，供给端缓增下静待恢复

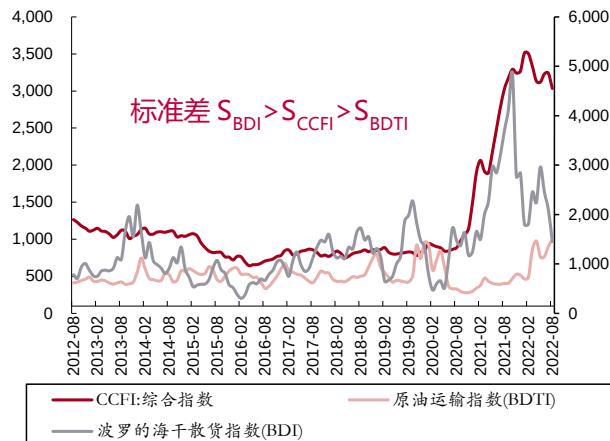
散运集中度较低，运价波动幅度较大。在航运三个板块中，集装箱运输的竞争格局较好，CR10 超过 80%。干散货运输由于服务较难差异化并且竞争门槛低，同质化较为严重，加上干散货相较集装箱对时效性要求较低，导致其竞争格局较差，CR10 不到 20%。从运价来看，干散货运价的波动相比集装箱和油轮运价波动幅度更大。

图表 52. 航运三大子板块 CR10



资料来源：Clarksons，中银证券

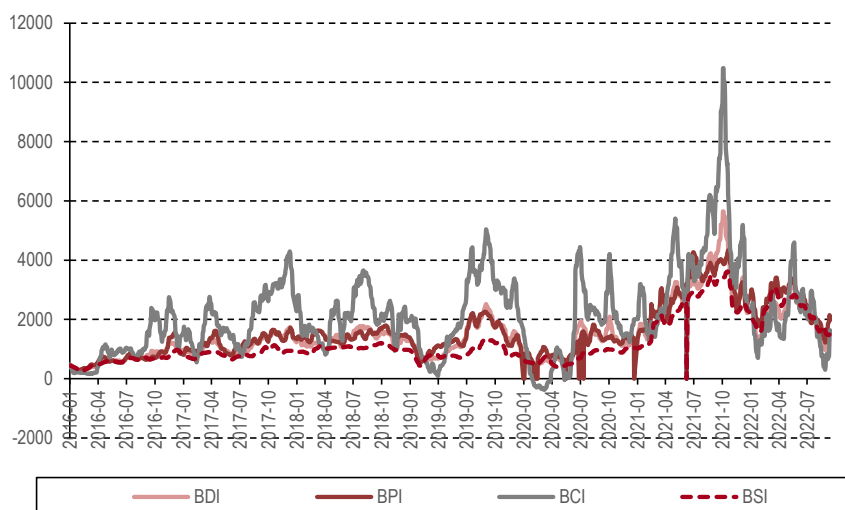
图表 53. 干散货运价波动幅度最大



资料来源：万得，中银证券

散运各船型运价指数较去年大幅下跌，好望角型运价指数（BCI）同比跌幅最大。从各船型的运价波动来看，好望角型船由于主要航线是短租航线，其运价波动幅度明显大于巴拿马型和超灵便型。去年 10 月 BDI 指数创下近 10 年的高点，随后开始大幅回落，截止今年 9 月初各船型运价指数跌幅均超过一半，其中 BCI 指数同比去年跌幅一度超过 9 成，不过在 9 月中旬受印尼煤炭港口拥堵以及台风导致的堵港和船舶短缺，好望角型和巴拿马型运价触底后开始暴涨，带动 BDI 指数回升。

图表 54. 主要干散货运价指数表现

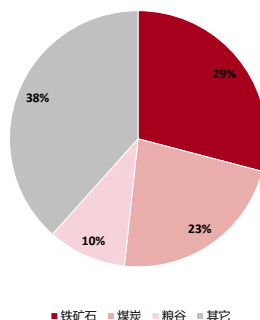


资料来源：万得，中银证券

## （一）需求端：全球工业经济下行，散运需求有所承压

散运行业主要运输货种包括铁矿石、煤炭、粮谷等，与全球工业经济密切相关。就单一品种来说，铁矿石是散运当中占比最大的一项，接近 30%，煤炭占比也接近 1/4，二者合计占比超过一半，而铁矿石和煤炭是钢铁制造的原材料，钢铁是工业、建筑业和机械制造业以及大多数工业产品的主要原料，煤炭还是火电的主要原料，因此散运行业景气度与全球工业经济密切相关，当工业经济较为景气的时候，钢铁需求上升，带动煤炭和铁矿石这类大宗干散货的贸易需求。

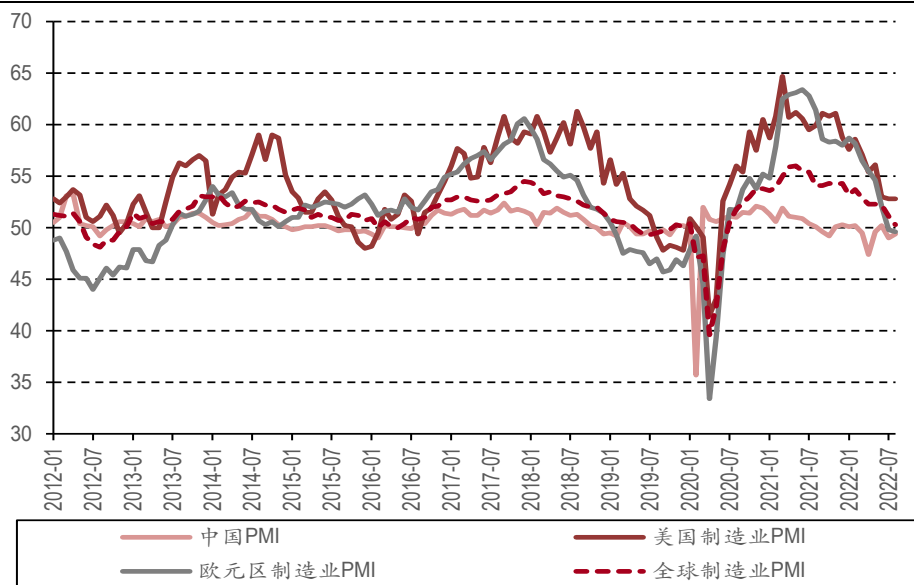
图表 55. 散运主要运输货种结构



资料来源：Clarksons，中银证券

反映全球工业景气度的 PMI 指数与干散货运输景气度相关。PMI 是经济运行活动的重要评价指标和经济变化的晴雨表，当全球经济复苏的时候，干散货运输的需求往往较旺盛，2020 年由于疫情导致 PMI 大幅低于枯荣线，而后随着全球经济复苏，PMI 开始步入上行阶段直至 2021 年年末，同期 BDI 指数大幅上行。而后随着全球 PMI 逐步见顶回落至枯荣线附近，工业景气度下降，干散货运价指数大幅下跌。

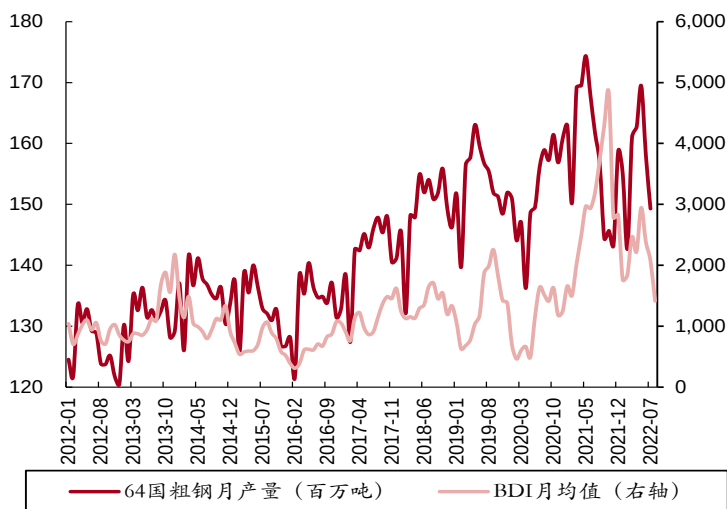
图表 56. 中美欧及全球制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

全球钢铁产量与 BDI 指数高度相关，前者领先后者大概两到三个月左右时间。一般来说，钢铁生产需要铁矿石和煤炭，当钢铁产量上升时，对铁矿石和煤炭的需求增加，铁矿石和煤炭库存下降，而后铁矿石和煤炭的海运贸易需求上升，BDI 指数上升，因此钢铁产量的走势会领先于散运运价指数，根据我们对历史数据的观察，前者大概领先后者两到三个月左右。

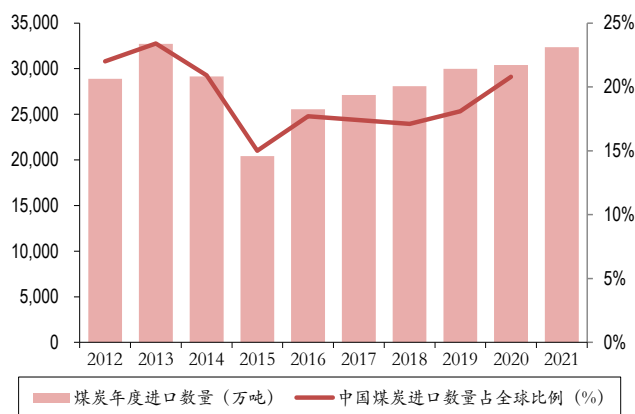
图表 57. 全球粗钢产量与 BDI 走势近年来高度相关



资料来源：万得，中银证券

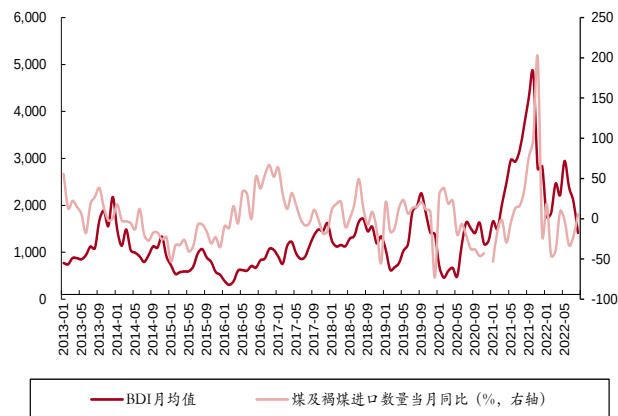
中国是全球最大的煤炭进口国，国内煤炭进口增速与散运景气度相关性较高。2021 年我国煤炭进口量达到 32366 万吨，同比增长 6.4%，2020 年我国煤炭进口量占世界总量的 20.8%，是世界最大的煤炭进口国，由于煤炭是干散货运输结构中占比较大的品种，因此国内煤炭进口边际变化对散运景气度的影响相对较高，国内煤炭进口数量月同比增速与 BDI 有较强的相关性，今年下半年以来我国煤炭进口增速明显回落，同期 BDI 指数也呈现大幅走弱的趋势。

图表 58. 中国是全球最大的煤炭进口国



资料来源：万得，中银证券

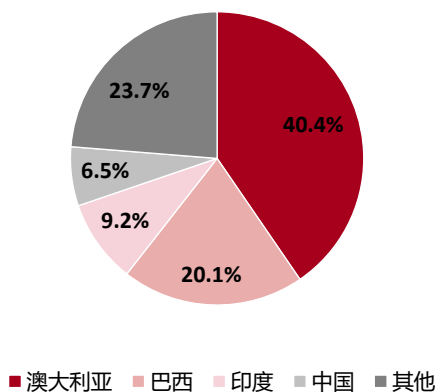
图表 59. 国内煤炭进口与 BDI 有较强相关性



资料来源：万得，中银证券

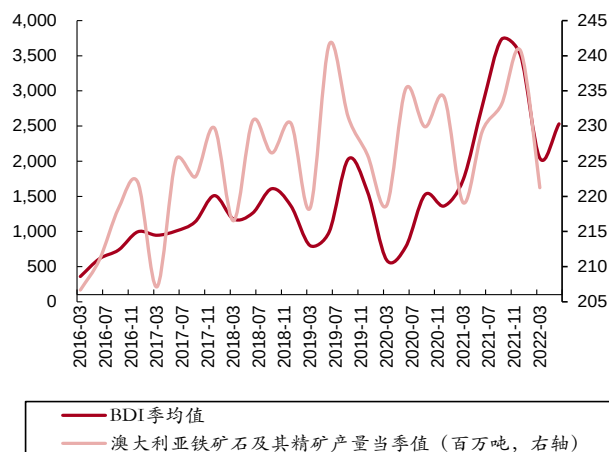
澳大利亚是全球最大的铁矿石生产国和出口国，其铁矿石生产和出口情况影响散运景气度。2020 澳大利亚铁矿石产量达到 9.2 亿吨，占全球铁矿石产量的 40.4%。另据 Refinitiv 跟踪数据显示，2020 年其出口量达到 8.7 亿吨，全球占比高达 57.5%，出口量占产量的 90% 以上，说明大部分澳大利亚铁矿石都是出口外销，考虑到铁矿石作为散运当中占比最大的货种，因此澳大利亚的铁矿石生产和出口情况对散运景气度的影响较大，从 BDI 季度均值和澳大利亚铁矿石季度产量均值来看，二者相关性也较好。

图表 60.2020 年全球铁矿石产量分布



资料来源：世界钢铁协会，中银证券

图表 61. 澳大利亚铁矿石产量与干散货运输相关

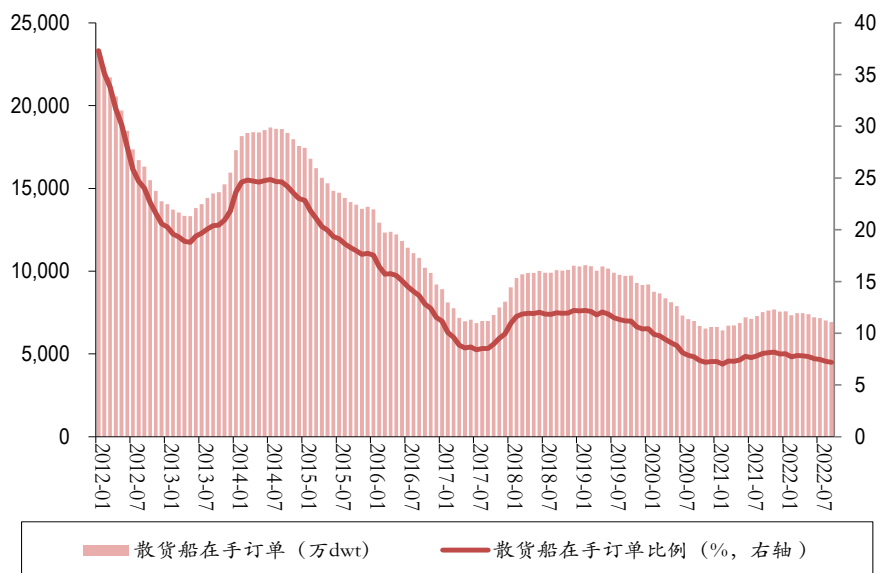


资料来源：万得，中银证券

## （二）供给端：散货船在手订单比例处于低位，未来散运供给增速缓慢

散货船在手订单量和在手订单比例均处于低位。据克拉克森统计，截止 2022 年 8 月，散货船在手订单量为 7019 万载重吨，在手订单船舶数量为 901 艘，散货船在手订单比例仅为 7.30%，散货船在手订单量和订单比例均处于近十年的低位，未来两年散货船供给增量有限，有利于后续需求回暖后运价的上行，同时由于散运需求是一个快变量，而供给是一个慢变量，当需求明显超预期增长时运价上行的弹性往往较大。

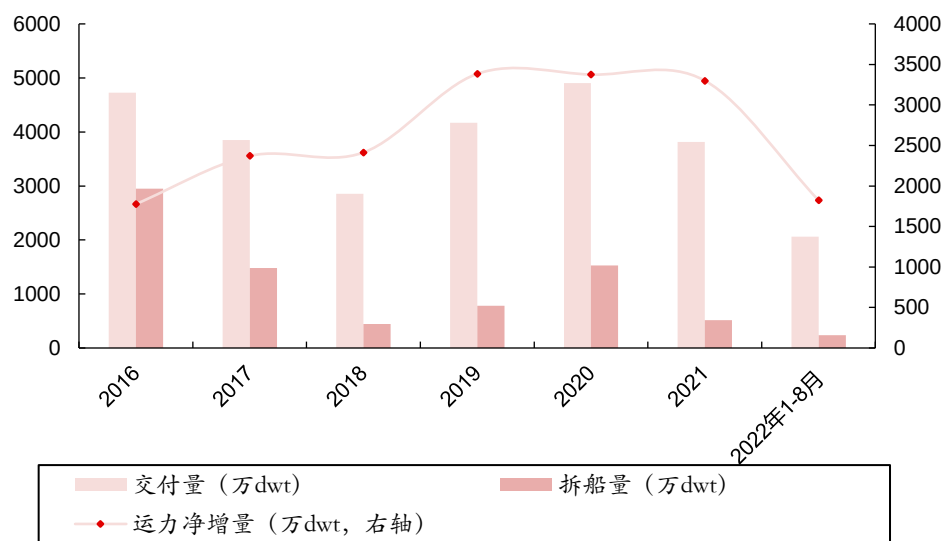
图表 62. 散货船在手订单量和在手订单比例



资料来源：Clarksons，中银证券

2020 年散货船拆船量较大，今年运力净增量有所下降。2020 年受疫情影响，全球经济预期悲观，散运需求疲弱，运价低迷，散运拆船量明显增加，达到 1529 万载重吨。2021 年和 2022 年 1-8 月，船东普遍拆船意愿较低，拆船量分别为 515 万载重吨和 236 万载重吨，虽然拆船行为减少不利于散运运力的退出，但由于今年 1-8 月的散货船交付量相较于去年同期减少 657 万载重吨，预计今年散货船运力净增量有所下降，同时当前散运指数出现明显下跌，四季度散运拆船量或将有所上升。

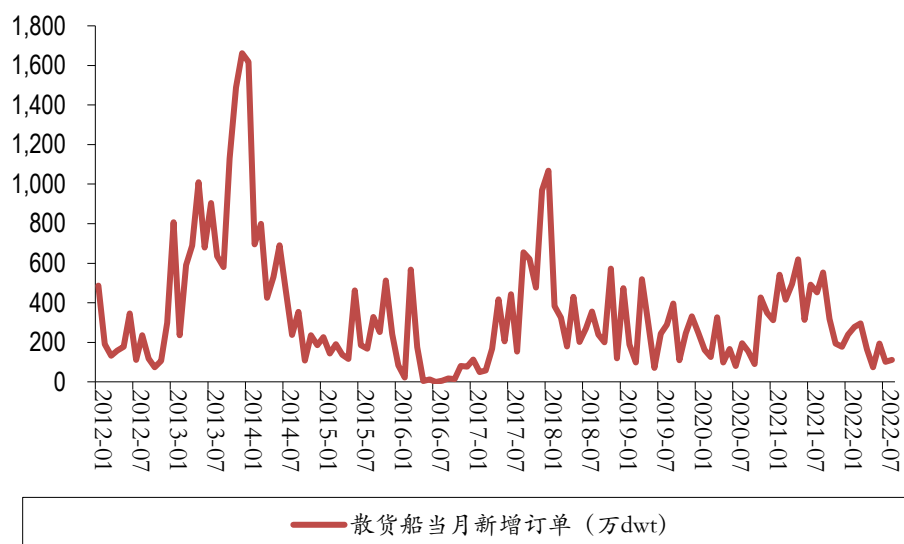
图表 63. 散货船交付量、拆船量和运力净增量



资料来源: Clarksons, 中银证券

散货船新船订单与行业景气度有关，今年新增订单量明显下降。散运行业的新船订单受行业景气度影响明显，通常当散运行业景气度大幅上行期间，散运价格大涨会刺激散货船船东向造船厂下订单，2021年散运整体景气度随欧美工业经济恢复上行，BDI指数在去年10月曾突破5500点创下近十年以来高点，因此2021年散货船新增订单较多，不过相较于2013-2014年散货船的新增订单量，这一轮虽然散运运价指数上行幅度超过了2013-2014年，但新增订单的程度却有所不及，主要原因是部分造船厂坞位被集装箱船挤占。今年以来散运指数大幅回落，使得新增订单量也出现了明显的下滑，预计未来散货船运力将缓慢增长。

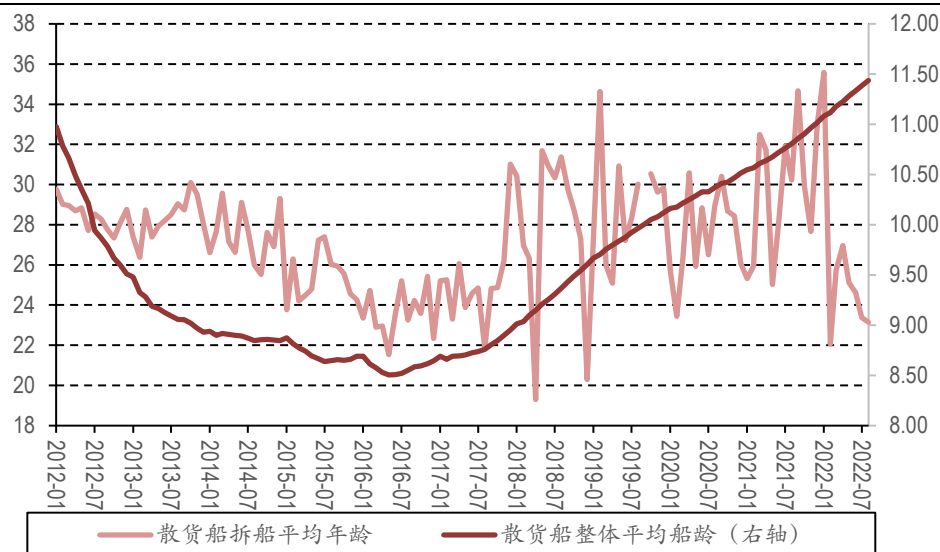
图表 64. 散货船当月新增订单量



资料来源: Clarksons, 中银证券

散货船平均年龄近五年持续上行，拆船平均年龄处于低位。截止2022年8月，散货船整体平均年龄为11.44年，自2016年开始，散货船整体平均年龄持续上行，反映当前散货船运力增加较慢，当前散货船新船订单比例较低，预计后续平均年龄将继续增加。而从散货船的拆船平均年龄来看，当前整体拆船平均年龄为23.14年，整体位于一个低位，拆船平均年龄降低有助于散货船运力出清，优化散运的供给一端。

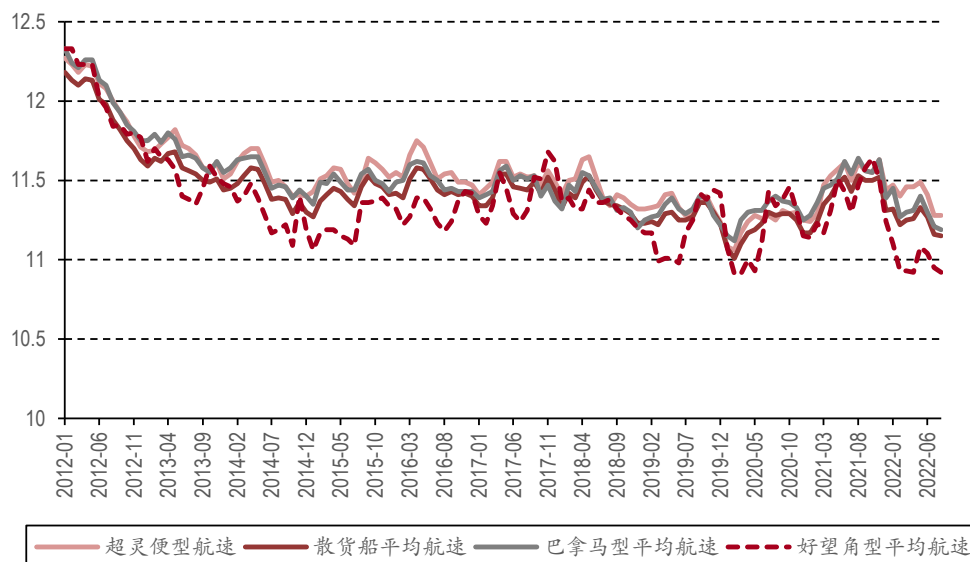
图表 65. 散货船整体平均年龄与拆船平均年龄



资料来源: Clarksons, 中银证券

散货船航速近五年整体较平稳, 关注后续环保新规的影响。散货船近五年的航速大部分在 11-11.5 节的区间, 通常当散运市场景气度处于上升区间时, 散货船逐步提速, 当散运景气度处于下行区间时, 散货船逐步降速, 不过总体来看, 散货船航速较为平稳。与油轮一样, 散货船航速也会受到环保新规的影响, IMO 公布的 EEXI 环保新规即将在 2023 年 1 月 1 日实施, 环保新规下, 散货船航速或将出现下降, 这将部分限制散货船的有效运力。

图表 66. 散货船各船型航速 (节)



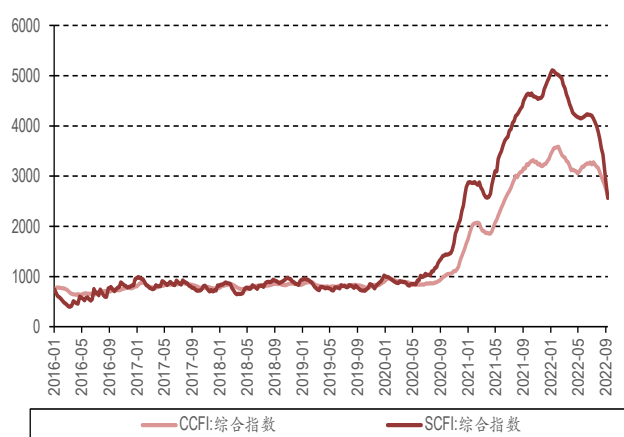
资料来源: Clarksons, 中银证券

## 四、集运和 LNG 运输：集运受需求端影响明显回落，LNG 运输未来海运之星

### （一）集运景气度边际回落明显，后疫情时代或迎新平衡

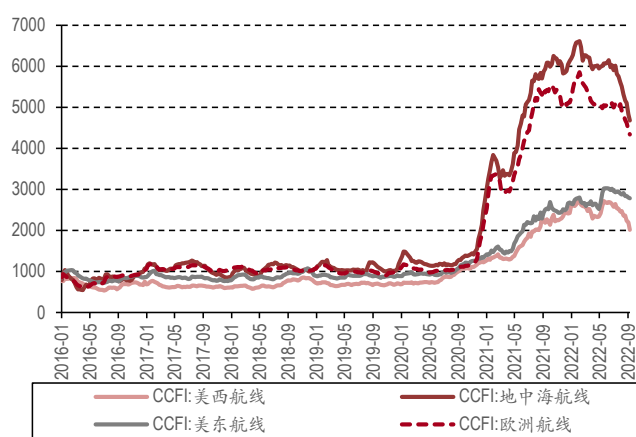
集运在经历过去两年超高景气之后，当前运价出现明显回落。集运在过去两年受益于疫情导致的全球供需错配，一方面，在新冠爆发后中国首先控制住疫情并及时复工复产，而欧美疫情爆发有一定滞后性，在疫情扩散后，对中国工业品的需求大幅增加，同时集装箱船名义运力难以短期增加，叠加港口拥堵和工人大罢工等影响集运有效供给，集运运价指数一路走高，不过当前时点集运受全球经济衰退预期影响，集运需求较过去两年出现下降，集运各航线运价指数出现明显回落。

图表 67.CCFI 和 SCFI 明显回落



资料来源：万得，中银证券

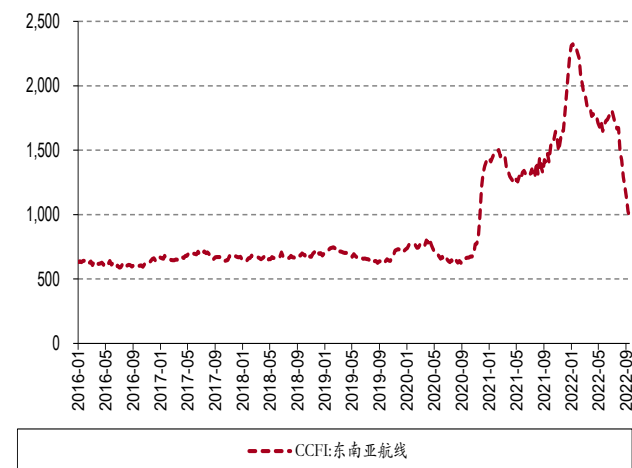
图表 68. 主要集运航线运价指数下跌



资料来源：万得，中银证券

公司集运网络主要覆盖东南亚地区，东南亚航线运价指数距高点已回落至接近疫情前水平。中外运集运运营的集运业务主要集中在东南亚地区，服务网络覆盖中国大陆至日本、韩国、中国台湾等国家和地区的多条集装箱班轮航线，当前东南亚航线运价指数已回落至 1000 点左右，已接近疫情前的运价水平，我们预计后续进一步下跌的空间相对有限。根据公司 2021 年报，截止 2021 年末，公司自有船舶 16 艘、租赁船舶 13 艘，控制运力 59.77 万载重吨、集装箱 4.37 万 TEU，虽然集运景气度有所下降，但公司本身通过多元化的布局平滑了集运业务波动带来的风险。

图表 69. 东南亚航线运价指数已回落至接近疫情前水平



资料来源：万得，中银证券

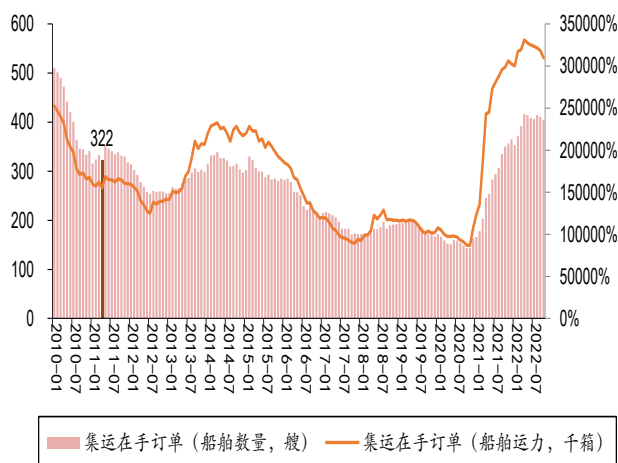
图表 70. 公司集运服务网络



资料来源：公司公告，中银证券

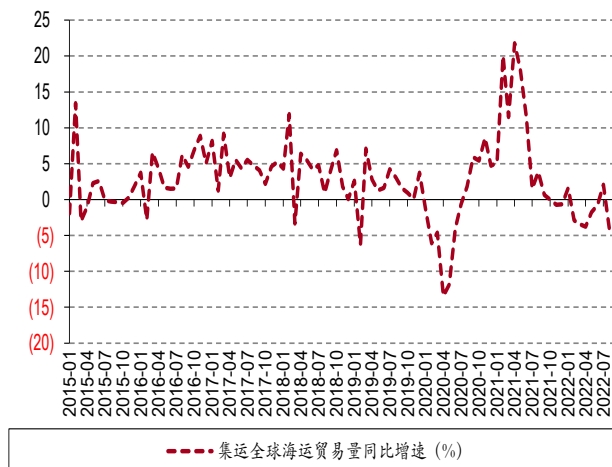
我们认为后疫情时代，集运或将迎来新的平衡。集运当前受需求端影响运价指数出现明显走弱，同时过去两年集运新船订单较多，后续集运供给端或面临较大压力。

图表 71. 集运新船订单近两年增长较多



资料来源：Clarksons，中银证券

图表 72. 集运海运贸易需求明显回落

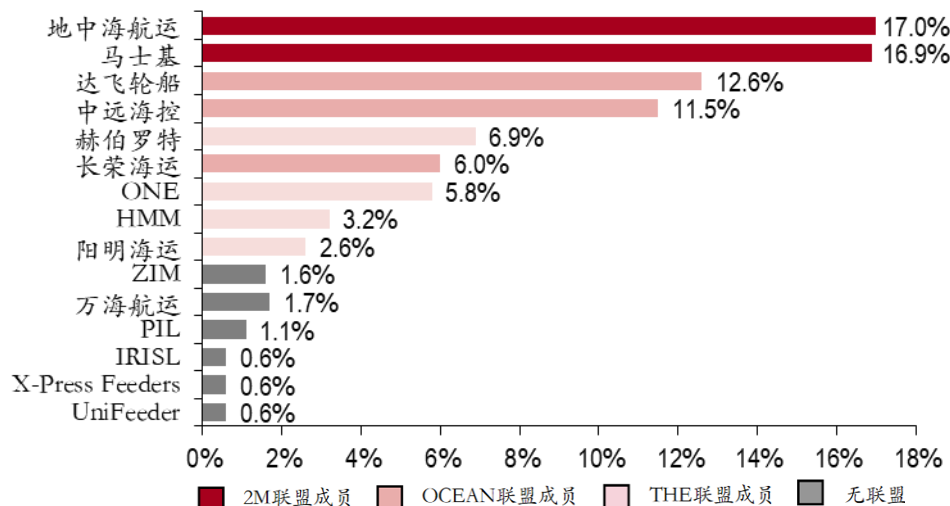


资料来源：Clarksons，中银证券

不过展望未来，集运或仍存部分支撑：

1) 集运当前形成三大联盟，整体呈现垄断的竞争格局，可通过合作控制市场的运力减少集运供给。当前集运 CR5 超过 60%，CR10 超过 80%，行业集中度较高，同时集运形成了包括 2M、OCEAN、THE 三大联盟，当集运需求下降导致运价出现大幅下跌的时候，各联盟可以通过合作减少对集运市场投放运力来对冲需求下行的风险。

图表 73. 集运市占率前五公司及所属联盟

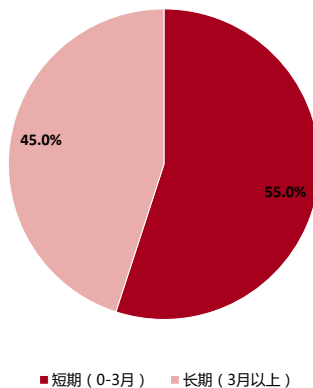


资料来源：Alphaliner，中银证券

注：截止 2022 年 2 月

2) 集运市场订单大多以长协价为主，可以在运价大幅下跌时起到一定平滑作用。通常集运船东会与大客户签订长期协议以此来锁定运价运量，据马士基披露，2020 年长期协议在集运市场订单结构中占比达 45%，疫情发生后为对冲即期集运运价随时间大幅上涨的风险，货代与客户签订长协的比例进一步上升，在集运处于景气上升区间，集运即期运价在大部分时间会远高于长协价格，而当集运下行期间，即期价格大幅下跌时，长期价格协议能对即期运价形成部分支撑，对船东整体经营起到一定平滑作用。

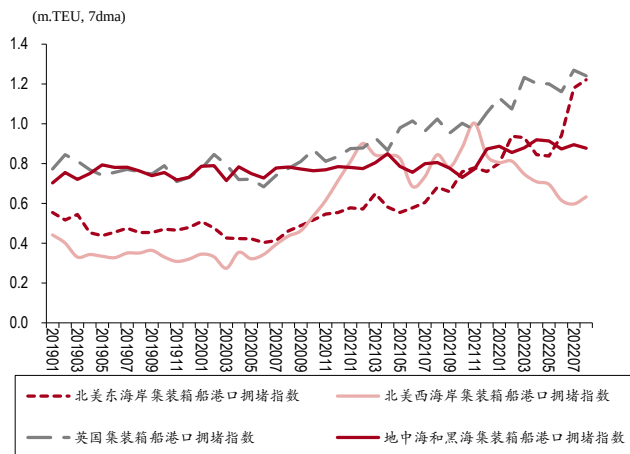
图表 74. 2020 年全球集运市场订单结构



资料来源：马士基，中银证券

3) 欧洲港口拥堵和工人罢工仍对集运有效运力形成部分制约。根据克拉克森数据库，集装箱堵港指数整体仍处于高位，截止 2022 年 8 月，除了美西港口拥堵有明显缓解外，美东及地中海和黑海港口拥堵情况仍较严重，同时集装箱港口平均等待时间仍在 15 小时左右，大幅高于疫情前 5 小时左右的平均水平，而在 2022 年 9 月，英国前两大集运港口——费利克斯托港和利物浦港，相继发生了工人罢工的情况使得集运船东不得不调整船期，我们认为港口拥堵和工人罢工当前仍未见明显好转，集运有效运力仍然部分受限。

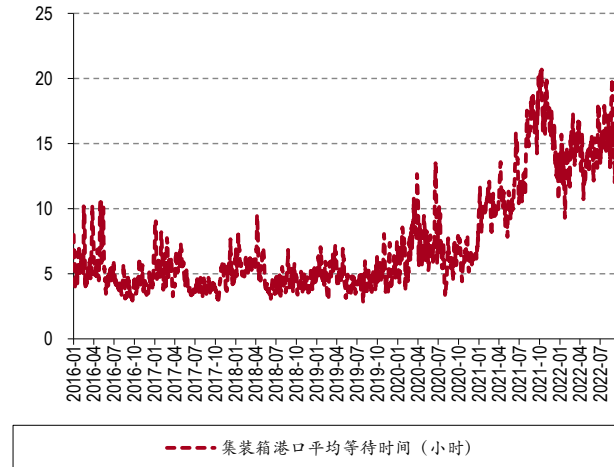
图表 75. 集装箱港口拥堵指数整体仍处于高位



资料来源：Clarksons，中银证券

注：截止 2022 年 8 月

图表 76. 集装箱港口平均等待时间仍高于疫情前水平



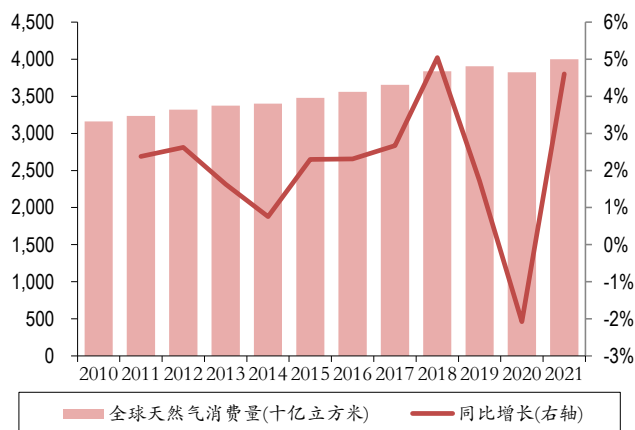
资料来源：Clarksons，中银证券

当前集运运价指数已跌至与疫情前相对接近的水平，我们认为后疫情时代集运将在不利和有利的多种因素作用下迎来新的平衡。新的平衡下，过去两年集运船东经营暴利的情况将逐步消失，在无新的催化下，集运运价指数也较难回到以往高点，不过考虑到垄断协议、长协以及港口拥堵情况仍较严重，未来集运进一步大幅下跌的空间有限，集运将在短期集运运价指数恐慌式下跌后逐步稳定。

## (二) 俄乌冲突重塑贸易格局，LNG 运输未来海运之星

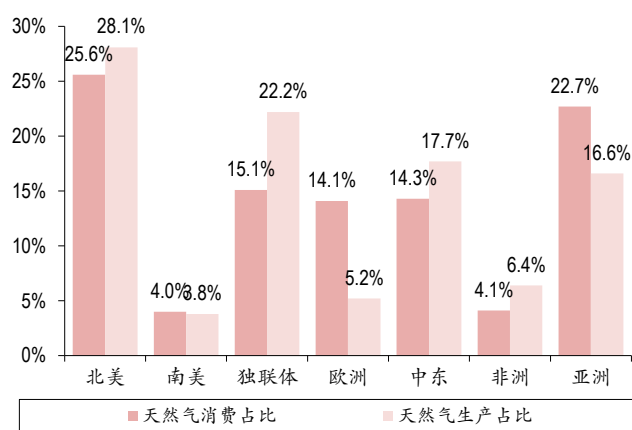
全球天然气消费除 2020 年受疫情影响外均保持平稳增长，欧洲天然气消费与生产差距较大。2021 年全球天然气消费量达到 4.0 万亿立方米，同比增长 4.6%，近十年 CAGR 为 1.9%，除 2020 年受疫情影响同比有所下滑外，其余年份皆保持增长。分区域看，北美既是天然气主要生产地区，又是天然气主要消费地区，欧洲和亚洲天然气的生产消费差距较大，其中 2021 年欧洲天然气产量仅占世界的 5.2%，消费量占比却达到了 14.1%，二者之差达到 8.9%，生产与消费的严重不平衡使得欧洲天然气大幅依赖进口。

图表 77. 2010-2021 年全球天然气消费量



资料来源: BP, 中银证券

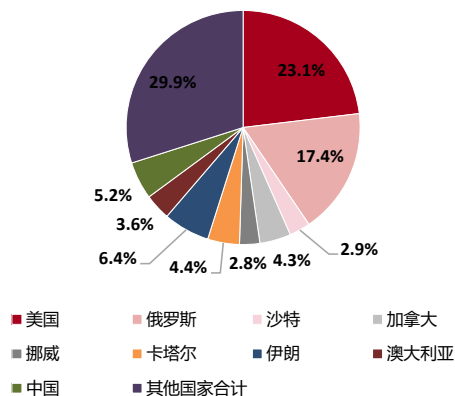
图表 78. 2021 年世界主要地区天然气产生和消费结构



资料来源: BP, 中银证券

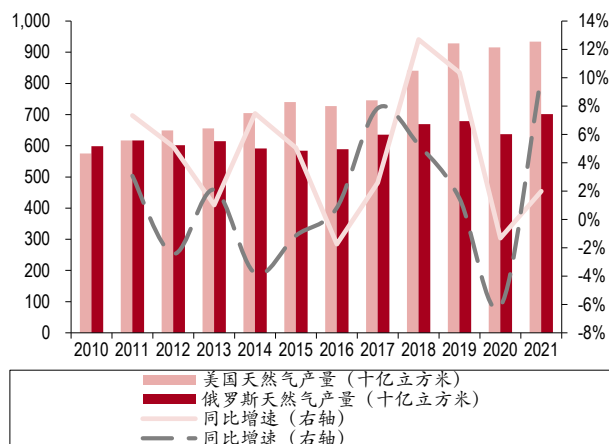
美国和俄罗斯是天然气主要产地，美国天然气产量近十年明显增长。2021 年，美国和俄罗斯的天然气产量分别为 9342 亿立方米和 7017 亿立方米，占全球天然气产量的 23.1% 和 17.4%，美俄是全球天然气的生产大国，但从近十多年的天然气产量增速来看，美国天然气产量明显增加，2010 年美俄天然气产量分别 5752 亿立方米和 5984 亿立方米，俄罗斯天然气产量领先于美国，2011 年美国天然气产量超过俄罗斯成为世界第一大天然气生产国，2021 年天然气产量较 2010 年增长 62.4%，同期俄罗斯天然气产量增长 17.3%。

图表 79. 2021 年全球主要国家天然气产量占比



资料来源: BP, 中银证券

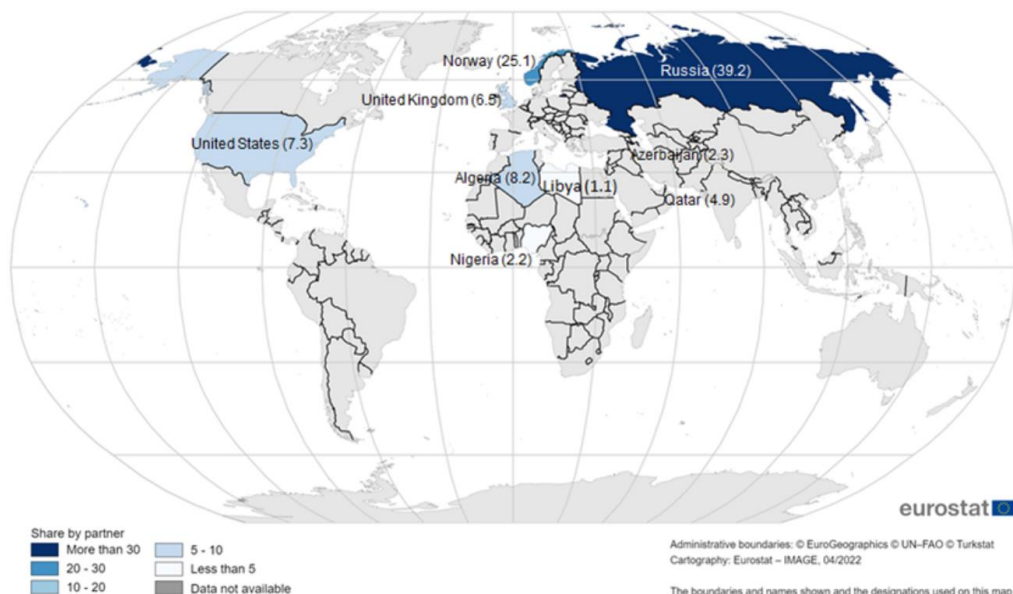
图表 80. 2010-2021 年美国 and 俄罗斯天然气产量及增速



资料来源: BP, 中银证券

欧洲天然气进口结构较为单一，大幅依赖于俄罗斯。2021 年，欧洲天然气进口结构中，占比最大的是俄罗斯，达到 39.2%，其次是欧洲天然气产量最大的挪威，占比为 25.1%。不难看出欧洲的天然气进口较为单一，且大幅依赖于俄罗斯，美国虽然是全球天然气产量最大的国家，又是欧洲的传统盟友，但美国仅占欧洲天然气进口的 7.3%，占比不到 10%，低于非洲国家阿尔及利亚在欧盟天然气进口中 8.2% 的占比。

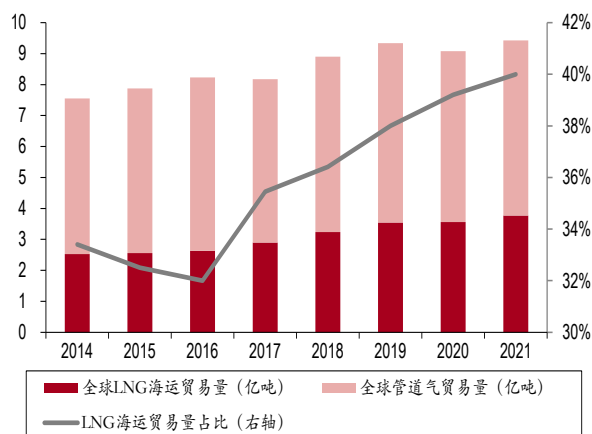
图表 81. 2021 年欧洲天然气进口来源



资料来源：Eurostat，中银证券

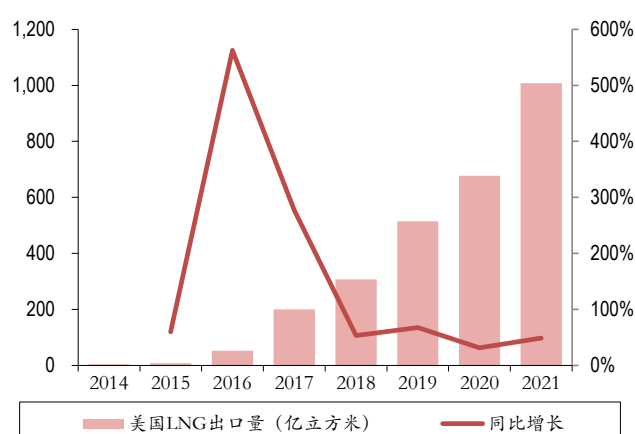
美国 LNG 出口量近五年大幅增加，全球 LNG 贸易占比逐步提升。天然气的海上运输主要通过将其液化后形成 LNG (Liquefied Natural Gas)，然后通过专门的 LNG 船舶进行运输。美国的 LNG 出口自 2016 年开始快速放量，2021 年美国 LNG 出口量达到 1008 亿立方米，约为 2016 年的 20 倍，2017-2021 五年的 CAGR 达到 38.2%。在美国 LNG 出口量大幅增加的同时，全球 LNG 贸易在天然气贸易中的占比也在逐步提升，截止 2021 年，全球 LNG 贸易量达到 3.77 亿吨，在天然气贸易中占比达到 40%，较 2016 年的 32% 提升了 8 个百分点，随着 LNG 贸易重要性的不断提高，海上 LNG 运输也越来越受到重视。

图表 82. 管道气和 LNG 海运贸易量及占比情况



资料来源：IEA，中银证券

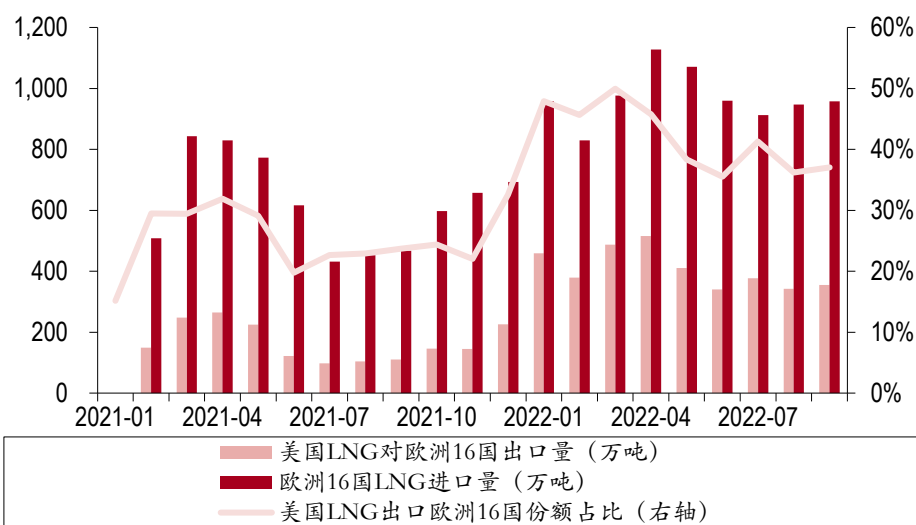
图表 83. 美国 LNG 出口量近五年大幅增加



资料来源：EIA，中银证券

**俄乌冲突改变贸易格局，LNG 运输有望长期受益。**俄乌冲突爆发以来，欧盟加大对俄罗斯的制裁，并加快摆脱对俄罗斯能源的依赖，我们认为俄乌冲突改变了欧洲的天然气贸易格局，首先是以往通过“北溪一号”和“北溪二号”输送的管道气随着断供以及管道被炸将大幅减少，欧洲不得不加大海上 LNG 的运输，LNG 贸易未来在天然气贸易中的占比有望继续提高；其次，欧洲将寻求从美国增加 LNG 进口以替代部分俄天然气的缺口，最后由于地缘政治造成的贸易局面通常中短期难以逆转，因此我们认为 LNG 运输有望长期受益，根据 E-Gas 数据，今年 1-9 月，欧盟 16 国 LNG 进口量达到 8742 万吨，较去年同比增长 77.5%，从美国进口的 LNG 达 3669 万吨，接近 2021 年全年的两倍，天然气新的贸易格局正在逐步演化和形成。

图表 84. 2021 年 1 月至 2022 年 9 月欧盟 16 国 LNG 进口量及美国对欧盟 16 国 LNG 出口量和占比



资料来源：E-Gas，中银证券

## 五、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

①**油运业务**：我们中期看好公司油运业务的业绩弹性，由于油运运价波动较大，影响因素较多，而运价直接影响当年的收入和利润，因此我们基于乐观、基准、悲观三个角度对运价进行假设，并基于此预测油运业务的收入和毛利。首先，我们对公司油轮船队业绩弹性进行测算，我们假设美元兑人民币汇率为 6.7，船舶 1 年期有效运营天数为 300 天，经过估算 VLCC-TCE 和 Aframax-TCE 运价每上涨 1 万美元/天，带来的公司收入增长分别约为 10.25 亿元和 1.01 亿元。

图表 85. 公司油轮船队业绩弹性测算

| 船型              | VLCC  | Aframax |
|-----------------|-------|---------|
| 船队规模（艘）         | 51    | 5       |
| 美元兑人民币汇率        | 6.7   | 6.7     |
| 船舶年有效运营天数（天）    | 300   | 300     |
| 每 1 万美元业绩弹性（亿元） | 10.25 | 1.01    |

资料来源：公司公告，中银证券

然后，我们从乐观、基准、悲观三个角度进行如下运价假设：①乐观态度：2022-2024 年 VLCC-TCE 平均运价水平为 15000/35000/40000 美元/天，Aframax-TCE 平均运价水平为 40000/45000/50000 美元/天。②基准态度：2022-2024 年 VLCC-TCE 平均运价水平为 10000/30000/35000 美元/天，Aframax-TCE 平均运价水平为 35000/40000/45000 美元/天。③悲观态度：2022-2024 年 VLCC-TCE 平均运价水平为 5000/25000/32000 美元/天，Aframax-TCE 平均运价水平为 30000/35000/42000 美元/天。计算分析得到公司油运业务收入如下：

图表 86. 公司油运业务在不同情景下的收入

| 年份        | 收入（亿元） | yoy%    | VLCC-TCE（美元/天） | Aframax-TCE（美元/天） |
|-----------|--------|---------|----------------|-------------------|
| 2019      | 71.61  | 49.91   | 24,199         | 20,680            |
| 2020      | 85.52  | 19.42   | 37,902         | 18,162            |
| 2021      | 38.45  | (55.04) | (7,977)        | 3,821             |
| 乐观情形下收入状况 |        |         |                |                   |
| 2022E     | 65.64  | 70.71   | 15,000         | 40,000            |
| 2023E     | 86.64  | 32.00   | 35,000         | 45,000            |
| 2024E     | 92.27  | 6.50    | 40,000         | 50,000            |
| 基准情形下收入状况 |        |         |                |                   |
| 2022E     | 60.01  | 56.08   | 10,000         | 35,000            |
| 2023E     | 81.02  | 35.00   | 30,000         | 40,000            |
| 2024E     | 86.64  | 6.95    | 35,000         | 45,000            |
| 悲观情形下收入状况 |        |         |                |                   |
| 2022E     | 54.38  | 41.44   | 5,000          | 30,000            |
| 2023E     | 75.39  | 38.62   | 25,000         | 35,000            |
| 2024E     | 83.27  | 10.45   | 32,000         | 42,000            |

资料来源：Clarksons，公司公告，中银证券

②**散运业务**：考虑到 2022 年下半年受全球工业经济下行影响 BDI 指数出现下降，但上半年散运整体处于景气区间，我们预计 2023 年散运受全球工业经济下行会有所承压，2024 年随着全球经济复苏会有所恢复，基于此，我们假设 2022-2024 年散运业务收入增速为 -3%/-5%/3%，对应 2022-2024 年散运业务收入为 110.30/104.78/107.93 亿元。

③**集运业务**：2022 年三季度集运运价大幅回落，但上半年整体处于高位，考虑到全球经济下行导致集运需求减少，同时未来两年集运供给面临的新船交付压力不小，我们认为集运运价未来两年将出现一定回落。公司集运主要经营东南亚航线，当前该航线运价指数已跌至接近疫情前水平，2021 年公司集装箱运量为 93.3 万 TEU，单箱收入为 5908.9 元/TEU，我们假设 2022-2024 年集装箱运量增速为 3%/-5%/-3%，单箱收入增速为 7%/-10%/-7%，对应 2022-2024 年集运业务收入为 60.76/51.95/46.86 亿元。

④**滚装船运输业务**：滚装船运输 2021 年收入同比增长 28.57%，2022 年上半年收入同比增长 24.25%，考虑到公司滚装船运输将受益于中国汽车出口的高景气度，我们假设 2022-2024 滚装船运输收入增速为 20%/15%/10%，对应 2022-2024 年滚装船运业务收入为 18.47/21.24/23.36 亿元。

⑤**其他业务**：其他业务 2021 年收入为 21.43 亿元，同比增长 80.84%，主要系当年收购中外运集运所致，2022 年上半年其他业务收入为 10.4 亿元，同比增长 10%，我们假设 2022-2024 其他业务收入增速为 10%/8%/6%。对应 2022-2024 年其他业务收入为 23.57/25.46/26.99 亿元。

⑥**LNG 业务**：LNG 业务当前主要为公司贡献投资收益，我们看好该业务后续潜力，假设 2022-2024 投资收益的增速为 10%/10%/10%。对应 2022-2024 年投资收益为 7.76/8.53/9.38 亿元。

综上所述，在油运业务基准假设下，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 273.11/284.45/291.79 亿元，同比增长 12%/4%/3%。

图表 87. 油运基准假设下公司收入拆分及预测

| 单位：亿元                  | 2019   | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入                   | 145.56 | 180.73 | 244.12  | 273.11  | 284.45  | 291.79  |
| yoy(%)                 | 33.16  | 24.16  | 35.08   | 11.88   | 4.15    | 2.58    |
| 油运业务                   | 71.61  | 85.52  | 38.45   | 60.01   | 81.02   | 86.64   |
| yoy(%)                 | 49.91  | 19.42  | (55.04) | 56.08   | 35.00   | 6.95    |
| VLCC -TCE<br>(美元/天)    | 24,199 | 37,902 | (7,977) | 10,000  | 30,000  | 35,000  |
| Aframax -TCE<br>(美元/天) | 20,680 | 18,162 | 3,821   | 35,000  | 30,000  | 45,000  |
| 散运业务                   | 52.61  | 71.39  | 113.71  | 110.30  | 104.78  | 107.93  |
| yoy (%)                | 30.29  | 35.70  | 59.28   | (3.00)  | (5.00)  | 3.00    |
| 散运综合 TCE<br>(美元/天)     | 1,353  | 1,066  | 2,943   | 2,100   | 2,000   | 2,060   |
| 集运业务                   |        |        | 55.13   | 60.76   | 51.95   | 46.86   |
| yoy (%)                |        |        |         | 10.21   | (14.50) | (9.79)  |
| 集装箱运输量<br>(万 TEU)      |        |        | 93.3    | 96.1    | 91.3    | 88.6    |
| 单箱收入<br>(元/TEU)        |        |        | 5,908.9 | 6,322.5 | 5,690.3 | 5,291.9 |
| 其他业务                   | 8.46   | 11.85  | 21.43   | 23.57   | 25.46   | 26.99   |
| yoy(%)                 | 9.30   | 40.07  | 80.84   | 10.00   | 8.00    | 6.00    |

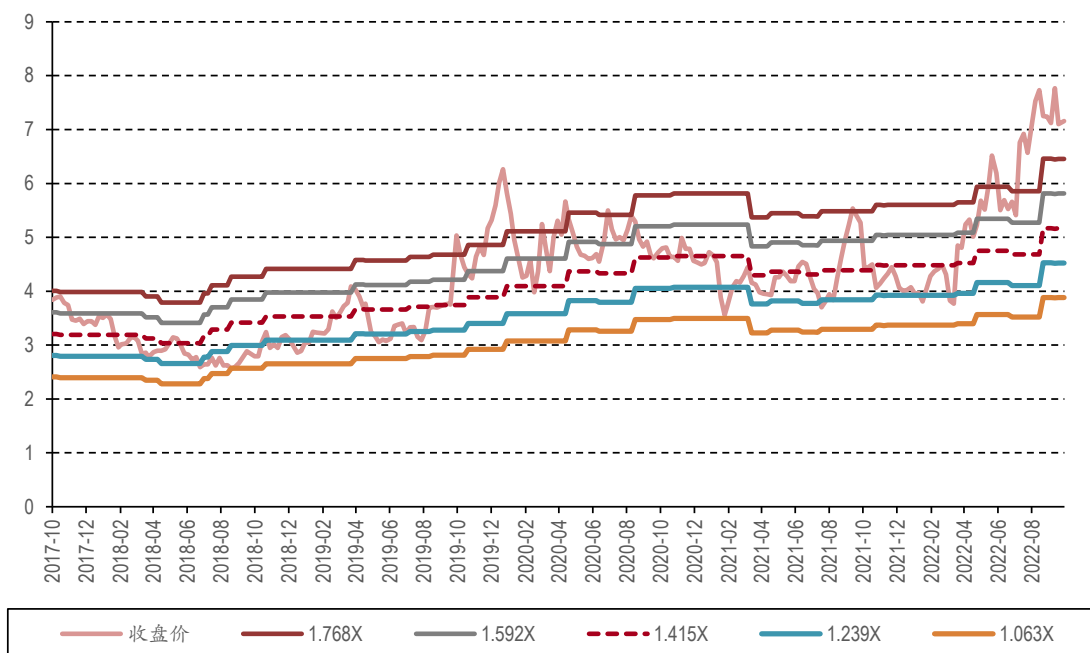
资料来源：Clarksons，公司公告，中银证券

在油运业务基准假设下，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 273.11/284.45/291.79 亿元，同比增长 12%/4%/3%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 49.59/62.49/68.90 亿元，同比增长 37%/26%/10%，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.61/0.77/0.85 元/股，对应 12.29/9.75/8.84 倍 PE。

## (二) 估值

由于公司所处的航运行业波动较大，因此在对公司进行估值分析时我们选用 PB 估值方法，公司近五年 PB 估值中值水平为 1.42 倍，我们看好公司弱周期成长性平台属性带来的公司估值水平的提升以及这一轮油运向上周期中公司享受到的估值溢价，我们预计公司 2022-2024 的 PB 为 1.9 倍、1.7 倍、1.5 倍，首次覆盖给予 **增持** 评级。

图表 88. 公司近五年 PB band



资料来源：万得，中银证券

图表 89. 盈利预测与估值数据 (人民币：亿元)

| 单位：亿元           | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入            | 145.56 | 180.73 | 244.12 | 273.11 | 284.45 | 291.79 |
| yoy(%)          | 33.17  | 24.16  | 35.08  | 11.88  | 4.15   | 2.58   |
| 归母净利润           | 16.13  | 27.77  | 36.09  | 49.59  | 62.49  | 68.90  |
| yoy(%)          | 38.22  | 72.20  | 29.94  | 37.40  | 26.01  | 10.27  |
| 每股收益(EPS)       | 0.20   | 0.34   | 0.44   | 0.61   | 0.77   | 0.85   |
| 销售毛利率 (%)       | 22.58  | 25.45  | 18.75  | 22.47  | 26.34  | 27.55  |
| 销售净利率 (%)       | 11.08  | 15.37  | 14.78  | 18.16  | 21.97  | 23.61  |
| 净资产收益率 (ROE, %) | 6.32   | 10.81  | 13.61  | 15.63  | 17.52  | 17.22  |
| 市盈率(P/E)        | 37.78  | 21.94  | 16.88  | 12.29  | 9.75   | 8.84   |
| 市净率(P/B)        | 2.41   | 2.38   | 2.31   | 1.93   | 1.72   | 1.53   |

资料来源：公司公告，中银证券

## 六、风险提示

- 1.油运需求不及预期风险。当前欧美主要国家的原油库存水平位于较低的水平，若后续补库存不及预期将会影响油轮的运输需求。
- 2.燃油价格大幅上升风险。公司主要从事的海上运输业务成本受燃油价格影响较大，燃油价格大幅上升将会提高公司整体的经营成本，从而影响公司的盈利状况。
- 3.集运价格大幅下跌风险。集装箱运输指数当前高位回落趋势明显，未来若全球经济大幅下行将会影响集运需求，同时未来集运供给端增加也会使得集运运价承压，对公司经营产生不利影响。
- 4.全球工业经济下行风险。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日  | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入         | 18,073   | 24,412   | 27,311   | 28,445   | 29,179   |
| 销售成本         | (13,489) | (19,869) | (21,205) | (20,984) | (21,173) |
| 经营费用         | 2,608    | 1,447    | 1,395    | 983      | 943      |
| 息税折旧前利润      | 7,192    | 5,990    | 7,501    | 8,444    | 8,948    |
| 折旧及摊销        | (2,481)  | (2,462)  | (2,584)  | (2,222)  | (2,213)  |
| 经营利润(息税前利润)  | 4,711    | 3,528    | 4,917    | 6,222    | 6,735    |
| 净利息收入/(费用)   | (516)    | (481)    | (415)    | (342)    | (216)    |
| 其他收益/(损失)    | 704      | 1,211    | 1,095    | 1,172    | 1,258    |
| 税前利润         | 2,951    | 4,343    | 5,597    | 7,053    | 7,777    |
| 所得税          | (140)    | (684)    | (573)    | (722)    | (797)    |
| 少数股东权益       | 34       | 50       | 65       | 82       | 90       |
| 净利润          | 2,777    | 3,609    | 4,959    | 6,249    | 6,890    |
| 核心净利润        | 2,776    | 3,602    | 4,955    | 6,245    | 6,886    |
| 每股收益(人民币)    | 0.412    | 0.445    | 0.610    | 0.769    | 0.848    |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.412    | 0.444    | 0.610    | 0.769    | 0.848    |
| 每股股息(人民币)    | 0.124    | 0.110    | 0.228    | 0.288    | 0.317    |
| 收入增长(%)      | 24       | 35       | 12       | 4        | 3        |
| 息税前利润增长(%)   | 47       | (25)     | 39       | 27       | 8        |
| 息税折旧前利润增长(%) | 34       | (17)     | 25       | 13       | 6        |
| 每股收益增长(%)    | 72       | 8        | 37       | 26       | 10       |
| 核心每股收益增长(%)  | 72       | 8        | 37       | 26       | 10       |

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 | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润        | 2,951   | 4,343   | 5,597   | 7,053   | 7,777   |
| 折旧与摊销       | 2,481   | 2,462   | 2,584   | 2,222   | 2,213   |
| 净利息费用       | 516     | 481     | 415     | 342     | 216     |
| 运营资本变动      | 1,162   | 693     | (2,038) | 98      | (1,086) |
| 税金          | (105)   | (635)   | (573)   | (722)   | (797)   |
| 其他经营现金流     | 559     | (836)   | (1,258) | (261)   | (1,663) |
| 经营活动产生的现金流  | 7,565   | 6,509   | 4,727   | 8,731   | 6,661   |
| 购买固定资产净值    | (29)    | (3)     | 2,190   | 538     | 538     |
| 投资减少/增加     | 424     | 200     | (140)   | 405     | 490     |
| 其他投资现金流     | (8,026) | 188     | (4,380) | (1,076) | (1,076) |
| 投资活动产生的现金流  | (7,630) | 385     | (2,330) | (133)   | (48)    |
| 净增权益        | (836)   | (892)   | (1,854) | (2,336) | (2,576) |
| 净增债务        | 3,067   | (1,478) | 765     | (5,353) | (3,455) |
| 支付股息        | 836     | 892     | 1,854   | 2,336   | 2,576   |
| 其他融资现金流     | 283     | (5,310) | (176)   | (2,678) | (2,792) |
| 融资活动产生的现金流  | 3,351   | (6,788) | 589     | (8,031) | (6,247) |
| 现金变动        | 3,285   | 106     | 2,987   | 567     | 367     |
| 期初现金        | 5,998   | 9,317   | 10,669  | 13,656  | 14,222  |
| 公司自由现金流     | (66)    | 6,894   | 2,397   | 8,598   | 6,614   |
| 权益自由现金流     | 3,518   | 5,897   | 3,577   | 3,587   | 3,375   |

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     | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 9,317  | 10,669 | 13,656 | 14,222 | 14,589 |
| 应收帐款            | 1,221  | 1,178  | 1,150  | 2,863  | 2,047  |
| 库存              | 1,094  | 1,344  | 1,953  | 1,310  | 1,983  |
| 其他流动资产          | 511    | 552    | 1,037  | 536    | 1,051  |
| 流动资产总计          | 15,524 | 16,730 | 22,437 | 22,075 | 24,459 |
| 固定资产            | 39,455 | 38,349 | 39,805 | 38,175 | 36,522 |
| 无形资产            | 443    | 440    | 469    | 498    | 527    |
| 其他长期资产          | 2,571  | 4,112  | 4,510  | 4,958  | 5,406  |
| 长期资产总计          | 42,470 | 42,901 | 44,784 | 43,631 | 42,455 |
| 总资产             | 58,635 | 60,136 | 67,295 | 65,748 | 66,956 |
| 应付帐款            | 1,557  | 2,597  | 2,540  | 2,543  | 2,585  |
| 短期债务            | 3,471  | 3,518  | 5,435  | 7,899  | 10,253 |
| 其他流动负债          | 4,469  | 8,385  | 6,481  | 6,504  | 7,158  |
| 流动负债总计          | 9,497  | 14,500 | 14,455 | 16,946 | 19,996 |
| 长期借款            | 22,459 | 18,094 | 18,684 | 10,652 | 4,406  |
| 其他长期负债          | 674    | 658    | 613    | 613    | 613    |
| 股本              | 8,125  | 8,125  | 8,125  | 8,125  | 8,125  |
| 储备              | 20,505 | 20,372 | 23,477 | 27,389 | 31,703 |
| 股东权益            | 28,630 | 28,497 | 31,602 | 35,514 | 39,828 |
| 少数股东权益          | 442    | 480    | 545    | 627    | 717    |
| 总负债及权益          | 58,635 | 60,136 | 65,899 | 64,352 | 65,560 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 4.25   | 3.51   | 3.89   | 4.37   | 4.90   |
| 每股有形资产(人民币)     | 4.18   | 3.46   | 3.83   | 4.31   | 4.84   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 2.46   | 1.35   | 1.29   | 0.53   | 0.01   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日     | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力            |      |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 39.8 | 24.5 | 27.5  | 29.7  | 30.7  |
| 息税前利润率(%)       | 26.1 | 14.5 | 18.0  | 21.9  | 23.1  |
| 税前利润率(%)        | 16.3 | 17.8 | 20.5  | 24.8  | 26.7  |
| 净利率(%)          | 15.4 | 14.8 | 18.2  | 22.0  | 23.6  |
| 流动性             |      |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.6  | 1.2  | 1.6   | 1.3   | 1.2   |
| 利息覆盖率(倍)        | 11.2 | 10.7 | 14.0  | 17.7  | 24.2  |
| 净权益负债率(%)       | 71.0 | 61.3 | 48.1  | 26.1  | 13.7  |
| 速动比率(倍)         | 1.5  | 1.1  | 1.4   | 1.2   | 1.1   |
| 估值              |      |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 18.2 | 16.8 | 12.3  | 9.8   | 8.8   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 18.2 | 16.9 | 12.3  | 9.8   | 8.8   |
| 市净率(倍)          | 1.8  | 2.1  | 1.9   | 1.7   | 1.5   |
| 价格/现金流(倍)       | 8.1  | 9.4  | 12.9  | 7.0   | 9.1   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.3  | 12.0 | 9.5   | 7.7   | 6.8   |
| 周转率             |      |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 29.1 | 22.4 | 28.4  | 28.4  | 28.4  |
| 应收帐款周转天数        | 39.7 | 17.9 | 15.6  | 25.7  | 30.7  |
| 应付帐款周转天数        | 33.3 | 31.1 | 34.3  | 32.6  | 32.1  |
| 回报率             |      |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 30.1 | 24.7 | 37.4  | 37.4  | 37.4  |
| 净资产收益率(%)       | 10.3 | 12.6 | 16.5  | 18.6  | 18.3  |
| 资产收益率(%)        | 7.9  | 5.0  | 6.9   | 8.4   | 9.1   |
| 已运用资本收益率(%)     | 1.3  | 1.7  | 2.3   | 2.8   | 3.1   |

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得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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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刊载或转发的，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