

2022 年 12 月 1 日

国航远洋—国内大型干散货运输企业

—北交所新股申购策略报告之三十八

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

本期投资提示:

- **基本面:** 国内大型干散货运输企业之一，总运力规模排名靠前。公司成立于 2001 年，总部位于福建福州，专业从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，经 20 多年发展形成航运为主、贸易为辅的业务布局。**业务类型上**，公司内外贸兼营，三角航线模式有效减少了空载航程、提升了船舶运输的经济效益。**运力上**，截至 21 年末公司拥有自营干散货船舶 18 艘，同时外租船舶抵御一定周期波动。**公司专注中型干散货船运营，客户资源优质。**公司船型主要为灵便型和巴拿马型，两类船型拥有灵活机动优势，能够停靠全球绝大部分港口以及运输多种类型的干散货物，有利于公司维持较高船舶周转率和使用效率。公司与国家能源集团、BHP（必和必拓）、RIOTINTO（力拓）、大唐、华电、嘉吉、鞍钢、宝钢、中粮、华能、中远海和广东能源集团等优质客户建立长期稳定合作关系。**21 年需求陡增，运费大涨，公司适时新增运力，业绩爆发式增长。**19-21 年公司营收 CAGR 为+26.35%；归母净利润 CAGR 为+257.28%。2021 年毛利率 30.54%，净利率 25.62%。
- **发行方案:** 本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 12 月 5 日，申购代码“889987”。初始发行规模 11100 万股，占发行后公司总股本的 19.99%（超配行使前），预计募资 5.77 亿元，发行后公司总市值 28.88 亿。新股发行价格 5.2 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 11.08 倍，可比上市公司 PE(TTM)中值为 19.24 倍。网上顶格申购需冻结资金 2453.1 万元，网下战略配售共 7 名战投。
- **行业情况:** 全球干散货贸易量有望继续增长。根据《世界海运》数据，近三年主要干散货物运输量呈现小幅增长趋势，2019-2021 年全球海运量分别为 52.52 亿吨、50.98 亿吨、53.79 亿吨，其中，2020 年因受疫情影响而出现小幅下滑。目前，各国疫情逐步得到缓解并进入常态化阶段，虽然在通胀压力下各国货币宽松政策逐步退出，但全球经济仍处于逐步复苏的进程，对大宗商品需求形成一定支撑。预计 2022 年全球干散货海运量有望达到 55.40 亿吨，同比增长 3.00%。**多因素叠加运力供应持续紧张。**目前船厂订单多被集装箱船和 LNG 船占据，未来 2-3 年在产能受限和环保减排政策的约束下，干散货船放量较为困难，预计新船供应处于低位。此外，疫情反复导致全球区域性堵港问题持续，进一步扩大运力缺口。
- **申购分析意见:** 参与。2021 起中国经济持续复苏，海外国家经济和工业制造业生产高景气回归，大力提振大宗干散货需求。考虑目前造船产能紧张，叠加减排新规影响，预计近两年干散货运力仍将维持低位。公司是国内大型干散货运输企业之一，内外贸兼营，募投购置 5 艘大型干散货船，进一步夯实运力规模优势。公司首发市盈率较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比偏高，需注意一定抛压。
- **风险因素:** 1) 行业周期性波动风险；2) 行业竞争风险；3) 燃油价格上涨风险；4) 船舶安全运营风险。

目录

1. 国内大型干散货运输企业，扩运力夯实运营底盘 4
2. 发行方案：发行后可流通比例偏高，顶格门槛高 5
3. 行业情况：需求增长稳健，多因素叠加运力供应紧张 6
4. 竞争优势：聚焦中型干散货船、客户资源、运力资源整合 6
5. 主要风险：行业周期性波动、行业竞争、燃油价格上涨、船舶安全运营的风险等 7
6. 可比公司：公司聚焦干散货运，处景气大周期 7
7. 申购分析意见：参与 8

图表目录

图 1: 公司 2021 年主营构成 (按船舶航线)	4
表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况.....	5
表 2: 国航远洋重要发行要素一览	5
表 3: 国航远洋可比公司收入结构	7
表 4: 国航远洋可比公司财务对比	7
表 5: 可比上市公司情况	8

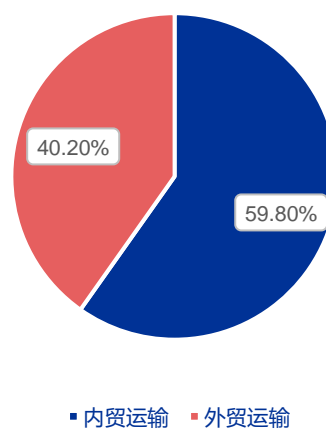
1. 国内大型干散货运输企业，扩运力夯实运营底盘

国内大型干散货运输企业之一，总运力规模排名靠前。公司成立于 2001 年，总部位于福建省福州市，专业从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，经 20 多年发展形成航运为主、贸易为辅的业务布局。**业务类型上**，公司内外贸兼营，三角航线模式有效减少了空载航程、提升了船舶运输的经济效益。**运力上**，截至 21 年末公司拥有自营干散货船舶 18 艘，同时外租船舶抵御一定周期波动。截至 22H1，公司自营总运力 123.94 万吨，总运力规模在国内干散货航运业排名靠前。

专注中型干散货船运营，客户资源优质。公司专注于灵便型和巴拿马型干散货船的运营管理，这两类船型拥有中小型船舶在载货和经营上的灵活机动优势，船舶能停靠全球绝大部分港口以及运输多种类型的干散货物，既能满足不同客户的运输需求，又能发挥载货与经营灵活性，有效提高了公司船舶的周转率和使用效率。结合这两类船型，公司开发和维护了一批优质客户，客户类型涵盖煤炭、钢铁、矿石和粮油等多个领域，与国家能源集团、BHP（必和必拓）、RIOTINTO（力拓）、大唐、华电、嘉吉、鞍钢、宝钢、中粮、华能、中远海和广东能源集团等优质客户建立稳定的合作关系。

21 年需求陡增，运费大涨，公司适时新增运力，业绩爆发式增长。2021 年公司实现营收 14.39 亿元，近三年 CAGR 为+26.35%；2021 年实现归母净利润 3.68 亿元，近三年 CAGR 为+257.28%。2021 年毛利率 30.54%，净利率 25.62%。航运行业强周期属性，公司通过良好运营能力抵御过往周期动荡，展现良好经营韧性。

图 1：公司 2021 年主营构成（按船舶航线）



资料来源：Wind，申万宏源研究

募投扩充干散货运输运力，提升规模优势。募投项目用于购置 3 艘 6.7 万吨级和 2 艘 8.6 万吨级新造干散货运输船舶，均为大型干散货船，内外贸兼营，适宜装载大宗干散货，如煤炭、矿石、粮食、化肥、散装水泥和固体硫磺等。

表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况

项目名称	建设期	100%达产预计产值 (万元)
干散货船舶购置	24 个月	31,941.00

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例偏高，顶格门槛高

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 5.2 元/股，与底价相同。初始发行规模 11100 万股，占发行后总股份的 19.99%。发行后预计可流通比例为 38.6%，老股占可流通比例为 50.8%，老股占比较高。

(2) 7 家机构投资者参与战略配售，包括 1 家公募、1 家券商、1 家地方国资、2 家私募、2 家产业资本。网上顶格申购量 471.25 万股，需冻结资金 2453.1 万元，顶格门槛高。

表 2: 国航远洋重要发行要素一览

基本信息	股票代码	833171.BJ	所属申万一级行业	交通运输
	股票简称	国航远洋	发行代码	889987
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	5.2
	募集金额 (万元)	57,720	主承销商	兴业证券
	初始发行股份数量 (万股)	11100.00	占发行后总股本比例	19.99%
	战略配售比例	30.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购	路演日	2022.12.2	申购日	2022/12/5
限制	申购款退回日	2022.12.8	网上最高申购量 (万股)	471.75
基本面信息	2021 年收入 (万元)	143,865.59	2021 年净利润 (万元)	36,790.17
	2021 年综合毛利率%	30.54	2021 年加权 ROE%	71.27
	2021 年收入增长率%	106.87	2021 年归母净利润增长率%	593.51
股本信息	发行前总股本 (万股)	44,440.7	发行前限售股 (万股)	33,545
	发行后预计可流通比例	36.6%	老股占可流通股本比例	53.6%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	11.1	发行底价/PE 水平	5.2 元/11.08 倍
	发行后 2021EPS (元)	0.66	发行 PE (LYR) (倍)	7.85
	停牌前 60 天交易均价	6.33	停牌收盘价 (元)	7.20

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3. 发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：需求增长稳健，多因素叠加运力供应紧张

干散货运是典型的顺周期行业，从业企业众多，行业集中度低，市场竞争主要基于供求关系。干散货运上游包括造船业、石化业和港口业等，下游行业主要为煤炭、钢铁、矿石、粮油和水泥等经济支柱性产业，终端客户大都为大型央企、国企或世界 500 强企业。

全球干散货贸易量有望继续增长。根据《世界海运》数据，近三年主要干散货物运输量呈现小幅增长趋势，2019-2021 年全球海运量分别为 52.52 亿吨、50.98 亿吨、53.79 亿吨，其中，2020 年因受疫情影响而出现小幅下滑。目前，各国疫情逐步得到缓解并进入常态化阶段，虽然在通胀压力下各国货币宽松政策逐步退出，但全球经济仍处于逐步复苏的进程，对大宗商品需求形成一定支撑。预计 2022 年全球干散货海运量有望达到 55.40 亿吨，同比增长 3.00%。

多因素叠加运力供应持续紧张。目前船厂订单多被集装箱船和 LNG 船占据，未来 2-3 年在产能受限和环保减排政策的约束下，干散货船放量较为困难，预计新船供应处于低位。此外，疫情反复导致全球区域性堵港问题持续，进一步扩大运力缺口。

4. 竞争优势：聚焦中型干散货船、客户资源、运力资源整合

(1) 聚焦中型干散货船优势。灵便型和巴拿马型干散货船是现在干散货航运的主要船型，既能满足长途运输的需要，也具有灵活机动的优点，可以大大提高船舶使用效率。公司在这两类船型的运营维护方面经验丰富，能够满足客户需求，及时高效为客户提供运输服务。

(2) 客户资源优势。干散货运输企业依赖充足和稳定的客户运量需求，公司坚持“以开发和维护大宗客户为主，适当发展中小客户”的客户开发模式，拓展多种行业客户。目前，发行人的客户类型已涵盖煤炭、钢铁、矿石和粮油等多个领域，与国家能源集团、BHP（必和必拓）、RIOTINTO（力拓）、大唐、华电、嘉吉、鞍钢、宝钢、中粮、华能、中远海和广东能源集团等客户建立了较为稳定的合作关系。

(3) 运力资源整合优势。公司致力于调动一切可调动的运力资源，提升公司的核心竞争力；同时，公司利用自身市场品牌，采用确保船舶资源落实、缩短两港

装卸时间、提高船舶周转效率的方法，在共赢的基础上与其他船东共享市场份额。通过有效的运力资源整合，发行人经营船队规模连续多年在国内排名行业前列。

5.主要风险：行业周期性波动、行业竞争、燃油价格上涨、船舶安全运营的风险等

- (1) 行业周期性波动风险；
- (2) 行业竞争风险；
- (3) 燃油价格上涨风险；
- (4) 船舶安全运营风险。

6.可比公司：公司聚焦干散货运，处景气大周期

表 3：国航远洋可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
601872.SH	招商轮船	散货船运输收入:51.06%,,集装箱运输:24.76%,,油轮运输收入:17.27%,,未分配项目:9.62%,,滚装船运输收入:6.91%
600798.SH	宁波海运	航运分部主营业务:77.57%,,公路分部主营业务:22.59%
000520.SZ	长航凤凰	运输业:92.41%,,船员派遣服务、资产出租等:7.59%
833171.BJ	国航远洋	航运业务:98.07%,,船舶管理:0.72%,,燃料油贸易:0.64%,,船用配件物料贸易:0.49%,,办公物业出租:0.08%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 4：国航远洋可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万 元)	2021 归母净利润 (百万 元)	2021 年收入增长率 (%)	2021 年扣非归母净利润增长率 (%)	毛利率	研发支出 占比 (%)	应收账款周 转天数
601872.SH	招商轮船	24,412.23	3,609.07	12.97	19.52	18.75	0.39	17.69
600798.SH	宁波海运	2,343.66	314.90	2.70	89.44	25.72	0.08	60.97
000520.SZ	长航凤凰	934.89	96.18	30.73	813.52	21.61	0.00	20.47
833171.BJ	国航远洋	1,438.66	367.90	106.87	593.51	30.54	0.00	9.36

资料来源：Wind,申万宏源研究

7. 申购分析意见：参与

2021 起中国经济持续复苏，海外国家经济和工业制造业生产高景气回归，大力提振大宗干散货需求。考虑目前造船产能紧张，叠加减排新规影响，预计近两年干散货运力仍将维持低位。公司是国内大型干散货运输企业之一，内外贸兼营，募投资购置 5 艘大型干散货船，进一步夯实运力规模优势。公司首发市盈率较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比偏高，需注意一定抛压。

表 5: 可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
601872.SH	招商轮船	533.8	9.06
600798.SH	宁波海运	46.3	19.24
000520.SZ	长航凤凰	34.2	48.98
中值			19.24
均值			25.76
833171.BJ	国航远洋	28.88	11.08

资料来源：wind, 申万宏源研究

注：股价为 2022/11/30 收盘价格

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。