



VLCC市场景气依旧，静待干散货运复苏共振

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 俄乌冲突影响下全球原油运输格局重构，同时进一步放缓的运力供给以及中国消费需求复苏为原油运输市场带来积极影响，IEA 预计 2023 年世界石油需求量将增加 190 万桶/日；2) 固定资产投资复苏背景下，中国钢材消费需求逐步恢复，有望带动铁矿石海上运输贸易；3) 强劲的汽车海运需求推动运价持续上涨，2023 年 1 月 6500 ceu 汽车船运价同比增长 185.7%。公司通过对船舶升级改造加速布局汽车滚装船远洋运输业务，未来发展值得期待。
- 油运：**世界原油运输格局重构，中国消费需求带来积极影响。俄乌冲突带来运输效率的损失，我国原油消费需求恢复将进一步推动海上原油进口。IEA 最新石油市场月度报告预计 2023 年世界石油需求量为 10170 万桶/日，其中新增需求的一半来自于中国石油消费需求。运力供给确定性放缓将进一步推动运价中枢上移，目前 VLCC 在手订单占比为 2.9%，预测 23 年运力增速为 4.4%。
- 干散货运：**固定资产投资复苏有望带动铁矿石海上贸易。我国是世界上铁矿石主要进口国家，进口占比常年超过 70%。支持基建的稳增长政策、近期宣布的多个房地产利好政策落地，以及疫情防控政策放开，或改善我国疲软的钢铁消费需求，利好铁矿石进口。
- 汽车滚装船运：**新能源汽车出口量大幅上涨，“国车国运”需求迫切。据中汽协数据显示，22 年 11 月我国新能源汽车出口 9.5 万辆，同比增长 1.5 倍，占汽车总出口的 28.9%，累计出口 59.3 万辆占比达 21.3%。国际滚装市场“一舱难求”“国车国运”需求迫切。
- 集运：**合理布局船队，展现经营韧性。公司集装箱船队核心东北亚航线三季度运价表现相对稳定，日韩及台湾航线均为具有一定壁垒的利基市场。公司合理布局船队、稳步进军东南亚等受益于 RCEP 的增量市场，集装箱船队优秀的经营能力持续体现。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 28.6% 的复合增长率。考虑到油轮、散货船运力放缓，需求释放或推动市场景气上行，同时公司通过对现有滚装船进行升级改造布局远洋运输，将享受更高收益，采用分部估值法对公司估值为 818.4 亿元，对应目标价为 10.07 元，维持“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	24412.23	27716.03	29679.19	33017.00
增长率	35.08%	13.53%	7.08%	11.25%
归属母公司净利润（百万元）	3609.07	5139.38	6248.06	7669.25
增长率	29.94%	42.40%	21.57%	22.75%
每股收益 EPS（元）	0.44	0.63	0.77	0.94
净资产收益率 ROE	13.61%	15.58%	16.34%	17.17%
PE	16	11	9	8
PB	2.21	1.77	1.53	1.31

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	81.26
流通 A 股(亿股)	81.26
52 周内股价区间(元)	3.81-8.66
总市值(亿元)	583.46
总资产(亿元)	601.36
每股净资产(元)	3.26

相关研究

- 招商轮船（601872）：干散货展现经营韧性，油运复苏扭亏为盈（2022-10-21）
- 招商轮船（601872）：散货运输营收亮眼，油轮市场复苏在即（2022-09-05）

投资要件

关键假设

1) 公司收入主要来源于海上运输业务, 因此船队结构变化将会影响公司收入, 我们根据公司现有船舶情况(自有以及租入), 考虑到船舶船龄以及环保问题, 假设投资建造的船舶仅对老旧船以及环保不达标船进行替换, 预计公司 2022/23/24 年主要的船力结构不发生重大变化;

2) 根据原油运输运价模型, 考虑到公司环保船数量较多, 能够享受更高的运价, 我们预测 2022/23/24 年公司 VLCC-TCE 分别为 25000、35000、50000 美元/天, Aframax-TCE 分别为 28000、50000、60000 美元/天;

3) 公司 VLOC 船队 100% 锁定率, 我们根据历史锁定价格、考虑到未来的铁矿石海上运输需求进一步修复, 预计 2022/23/24 年公司 VLOC 锁定价格分别为 36000、35000、36000 美元/天; 根据干散货运输运价模型, 预测公司其他散货船平均运分别为 22000、24000、25000 美元/天;

4) 汽车滚装船通过改装等进入远洋航线, 预计 2022/23/24 年外贸汽车滚装船分别为 1、4、7 条, 考虑到外贸汽车滚装船运价目前已达历史级别高位, 我们预测公司 2022/23/24 年外贸船运价相较于内贸分别上涨 30000、50000、10000 美元/天;

5) 全球集装箱海运需求减弱, 压港情况缓解, 22 年 9 月运价逐步进入下行, 预计 2022/23/24 年公司集装箱船业务收入同比+16%、-15%、-10%。

我们区别于市场的观点

1) 市场认为 22 年 12 月原油制裁对运价的影响是短暂的, 我们认为俄乌冲突带来运输效率的损失, 对全球原油运输格局的改变不可逆。我国疫情防控政策放开, 我国原油消费需求恢复将进一步推动海上原油运输;

2) 市场认为干散货市场消费需求疲软, 干散货运未来景气度将持续下行, 我们认为随着我国建筑业以及房地产行业相关利好政策的落地, 钢材消费需求恢复将带动世界铁矿石海上贸易, 为干散货运输市场带来积极影响, 干散货船运力供给进一步放缓, 供需错配或将推动运价上涨, 公司凭借世界一流的干散货船队能够享受较高的弹性。

股价上涨的催化因素

油轮、干散货船、汽车滚装船运力增速放缓, 供需错配或推动运价上涨。据 Clarksons 数据显示, 2023 年 1 月 VLCC 在手订单占比为 2.9%, 预测 23 年运力增速进一步放缓为 4.4%; 干散货船在手订单占比为 7.5%, 预测 23 年运力增速为 2.8%; 汽车滚装船在手订单占比为 20.6%, 预测 23 年运力增速放缓为 0.4%。

估值和目标价格

基于公司两大主营业务，油运以及干散货运，我们采用分部估值法对公司价值进行衡量。

我们选取中远海能作为招商轮船油运板块的可比公司，给予 2023 年公司油运板块 17 倍 PE，对应油运板块市值为 330.8 亿元。选取太平洋航运、中远海特作为招商轮船干散货运板块的可比公司，给予 2023 年公司干散货运板块 10 倍 PE，对应干散货运板块市值为 239 亿元。我们选取盛航股份、中谷物流作为招商轮船其他板块的可比公司，给予 2023 年 13 倍 PE，对应市值为 248.7 亿元，综合来看，我们预测公司 2023 年市值为 818.4 亿元，对应股价为 10.07 元/股，维持“买入”评级。

投资风险

宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

目 录

1 以油、散为核心业务的全球卓越航运践行者	1
2 油轮、散货船运力放缓，需求上涨或推动市场景气上行	3
2.1 油轮、干散货船、汽车滚装船在手订单较低，运力增速放缓	6
2.2 世界原油运输格局重构，中国消费需求带来积极影响	9
2.3 基建发力地产企稳，有望带动铁矿石海上贸易	14
2.4 新能源汽车出口量大幅上涨，“国车国运”需求迫切	18
3 良好船队结构享高业绩弹性，稳健经营策略防下行风险	20
4 全业态的“2+N”业务格局，发展稳健而不失弹性	24
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测	27
5.2 绝对估值	28
5.3 相对估值	30
6 风险提示	31

图 目 录

图 1: 招商轮船发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务收入情况 (亿元)	1
图 3: 公司主营业务毛利情况 (亿元)	1
图 4: 招商轮船控股股东情况.....	2
图 5: 世界海运需求 (十亿吨海里)	4
图 6: 世界原油前十出口地区 (百万吨)	4
图 7: 世界原油前十进口地区 (百万吨)	4
图 8: 全球原油运输主要路线.....	5
图 9: 铁矿石主要进口国家 (百万吨)	5
图 10: 中国进口铁矿石情况 (万吨)	5
图 11: 海上运输供需格局.....	6
图 12: 各船型在手订单占比情况	6
图 13: VLCC 运力情况.....	6
图 14: 干散货船运力情况.....	7
图 15: 汽车滚装船运力情况.....	7
图 16: VLCC 和干散货船船速 (节)	7
图 17: VLCC 船龄结构 (截止 2022.12)	8
图 18: 集装箱船平均等待时间以及拥堵指数.....	9
图 19: 干散货船平均等待时间以及拥堵指数.....	9
图 20: 欧美对俄制裁措施.....	9
图 21: 欧美对俄罗斯石油依赖度	10
图 22: 俄罗斯原油出口情况 (2021)	10
图 23: 不同地区到欧洲的运输距离 (千海里)	10
图 24: 俄罗斯原油出口地区分布.....	11
图 25: 中国海运原油进口情况.....	12
图 26: 世界石油需求量.....	13
图 27: 油运需求供给增速差与运价差对比	14
图 28: 我国房屋建筑施工面积.....	15
图 29: 我国钢材消费量.....	15
图 30: 我国铁矿石进口量.....	15
图 31: 8 大建筑央企 22Q3 新签订单情况.....	16
图 32: 干散货运输需求供给增速差与运价差对比.....	18
图 33: 中国汽车月度销量 (万辆)	18
图 34: 中国新能源汽车月度销量 (万辆)	18
图 35: 我国汽车出口情况 (万辆)	19
图 36: 新能源汽车出口占比 (2022.01-11)	19
图 37: 世界汽车贸易情况 (2021)	19
图 38: 中国汽车出口欧盟/英国情况.....	19
图 39: 我国汽车主要运输方式.....	20

图 40: 我国滚装船运力分布	20
图 41: 公司油轮运力及船龄情况	20
图 42: 安装脱硫塔的油轮收益情况 (美元/天)	21
图 43: 公司干散货船运力及船龄情况	22
图 44: 公司油轮和散货主要国际航线	23
图 45: 公司营收情况	24
图 46: 公司毛利情况	24
图 47: 公司三费率情况	24
图 48: 公司净利情况	24
图 49: VLCC 历史运价 (美元/天)	25
图 50: 原油运输业务收入情况	25
图 51: 干散货历史运价情况 (美元/天)	25
图 52: 干散货运输业务收入情况	25
图 53: 汽车滚装船历史运价情况 (美元/天)	26
图 54: 汽车滚装船运输业务收入情况	26
图 55: 集装箱船历史运价情况 (美元/天)	26
图 56: 公司集装箱船主要运输航线	26
图 57: 太平洋航运近三年 PE band	30
图 58: 中远海特近三年 PE band	30

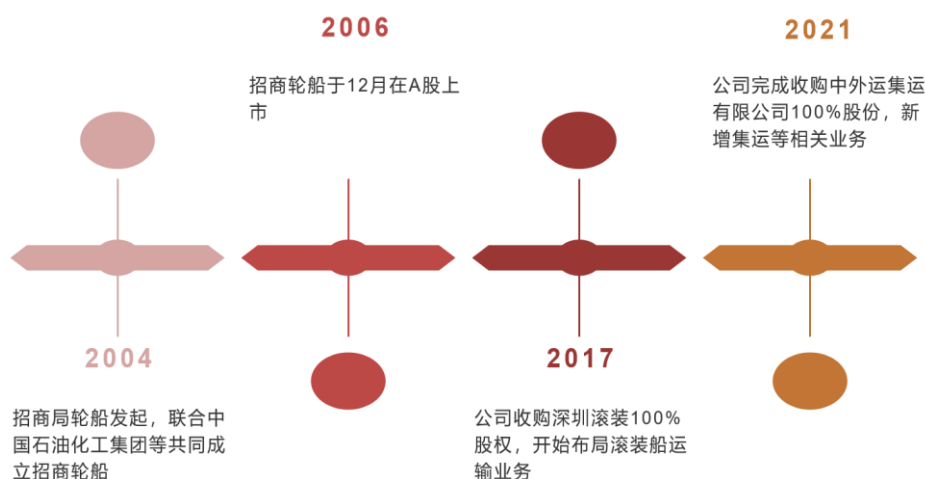
表 目 录

表 1: 公司自有船力结构表	2
表 2: 招商轮船旗下子公司	3
表 3: 公司历年分红情况	3
表 4: 航运部分环保政策	8
表 5: 贸易格局带来的油运需求变化测算	10
表 6: 我国疫情防控政策	12
表 7: VLCC 运价预测	14
表 8: 基建相关支持政策	16
表 9: 2022 年 11 月以来房地产行业相关政策	17
表 10: 干散货船运价预测	17
表 11: 世界前十 VLCC 油轮船东 (2022.09)	21
表 12: 公司重大租船合同 (2022)	23
表 13: 原油运输业务预测	27
表 14: 分业务收入及毛利率	28
表 15: 绝对估值假设条件	29
表 16: FCFF 估值结果	29
表 17: FCFF 估值敏感性分析	29
表 18: 油运板块可比公司估值 (截止至 2.9 收盘价)	30
表 19: 干散货运板块可比公司估值 (截止至 2.9 收盘价)	30
表 20: 其他运板块可比公司估值 (截止至 2.9 收盘价)	31
附表: 财务预测与估值	32

1 以油、散为核心业务的全球卓越航运践行者

公司是全球卓越航运践行者。招商轮船于 2004 年由招商局轮船发起，联合中国石油化工集团等集团共同成立，并于 2006 年在 A 股上市，是专业从事海上运输的航运企业。此后通过不断的投资、整合、收购布局多项业务，进入跨周期发展阶段，2017 年公司收购深圳滚装 100% 股权，开始布局滚装船运输业务，2021 年，公司完成收购中外运集运有限公司 100% 股份，新增集运等相关业务。

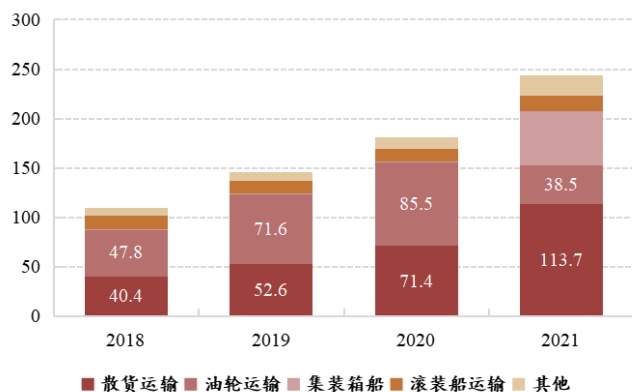
图 1：招商轮船发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

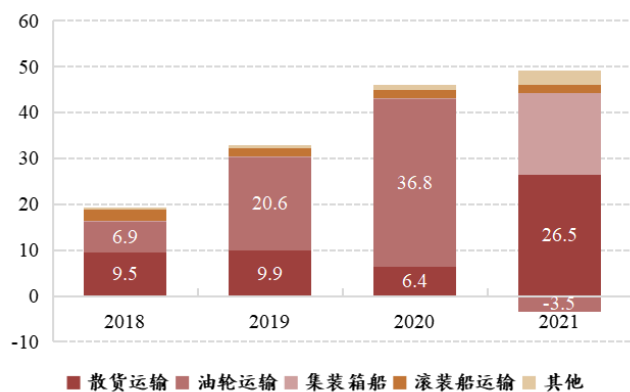
经过多年发展，油轮、干散货船成为公司双核心主业，通过开展滚装运输、集装箱运输以及投资 LNG 运输等进一步拓展业务。分业务来看，2021 年油轮运输实现营收 38.5 亿元，占比下降 31.6pp 为 15.8%，毛利为 -3.5 亿元；干散货船队实现营收 113.7 亿元，占比提升 7.1pp 为 46.6%，实现毛利 26.5 亿元；集运实现营收 55.1 亿元，占比为 22.6%，实现毛利 17.9 亿元；滚装船运输业务实现营收 15.4 亿元，占比为 6.3%，实现毛利 1.7 亿元。

图 2：公司主营业务收入情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司主营业务毛利情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

以油、散为核心的全船队布局已经初步整合完成。公司油、散船队规模、结构优于市场和大部分同行，截止 2022Q3 公司拥有 100% 权益的 VLCC 油轮（超大型油轮）51 艘、拥有和控制 VLOC（超大型矿砂船）37 艘（含参股及代管）；此外 LNG 船队稳定拓展，目前公司拥有 21 艘船舶，滚装船队发展稳健，由 22 艘船舶构成，集装箱船队在完成收购中外运集运有限公司后，得到进一步拓展，目前公司运营船舶达 26 艘，其中 16 艘为自有。

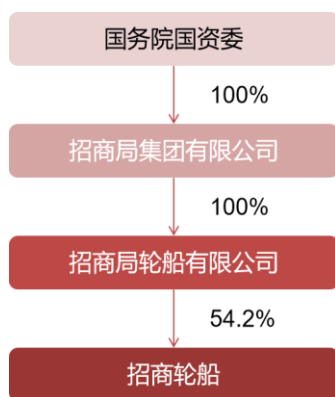
表 1：公司自有船力结构表

类型	数量（艘）	载重吨（万吨）	船龄（年）
VLCC	51	1580.4	7.5
VLOC-40 万 DWT（其中 14 艘 30% 权益）	28	1118.2	5.5
VLOC-32.5 万 DWT（30% 权益）	6	195	2
LNG 船（中远海能持有 CLNG50% 权益）	21	165.6	6.3
滚装船（广汽集团持有 30% 权益）	22	8.6	9.5
集装箱船	16	33.3	11.7

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为招商局轮船，实际控制人为国资委。截至目前，招商局轮船持有公司 54.2% 股份，隶属于招商局集团，招商局轮船创立于 1872 年，奠定了中国近代民族航运事业，国资委通过持有招商局集团 100% 股份进而控制公司。

图 4：招商轮船控股股东情况



数据来源：Wind，西南证券整理

旗下分管各业务的子公司成立时间长，航线运营能力、客户服务能力均处于市场领先地位。海宏公司是公司旗下从事油品运输的专业油轮管理公司，成立于 1993 年，管理大型油轮的经验可追溯到上世纪 70 年代，是将 VLCC 引入亚太地区的先驱者之一，目前经营管理着世界一流的 VLCC 船队。香港明华是招商轮船从事干散货运输的专业经营管理公司于 1980 年成立，目前管理着全球最大规模的 VLOC 船队。外运集运管理的集装箱船队成立于 1998 年，曾经是覆盖干线、支线和内贸的全航线老牌班轮公司；滚装船队是国内第一家专业汽车滚装运输公司，江海洋直达，船队实力和服务客户能力不断增强。

表 2：招商轮船旗下子公司

公司	持股比例	成立年限	主营业务
海宏公司	100%	1993	油轮经营管理
香港明华	100%	1980	散货船经营管理
CLNG 公司	50%	2004	液化天然气专用船运输
外运集运	100%	2000	远洋货物运输
深圳滚装	70%	1984	航运及配套业务

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股息率逐年提升，较好地回报投资者。尽管近年来公司部分业务营收增速放缓或下跌，但在多元业务经营策略下，公司展现出穿越周期的持续盈利能力，2021 年公司每股派发现金红利 0.1 元，共计派发现金红利 8.9 亿元，同比增长 6.7%，股息率为 2.7%。

表 3：公司历年分红情况

年度	已现金分红总额(万元)	每股股利(元)	股息率
2021	89,186.3	0.11	2.7%
2020	83,577.5	0.12	2.2%
2019	67,401.2	0.10	1.2%
2018	35,186.4	0.06	1.6%
2017	18,548.1	0.04	0.8%

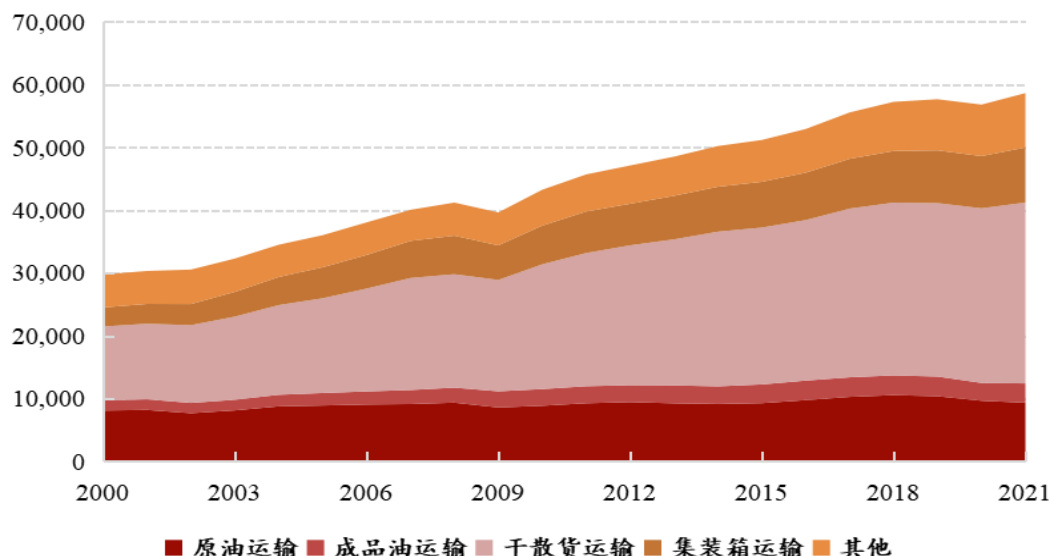
数据来源：Wind，西南证券整理

2 油轮、散货船运力放缓，需求上涨或推动市场景气上行

海上运输是连接货物消费端与供给端的“桥梁”。运输需求常用运输的货物量（吨）以及货物运输距离（海里）的乘积来表示，受货物产出地区产量变化、消费端需求变化以及二者之间的贸易距离等因素的直接影响，宏观经济形势变化、突发政治事件则通过影响消费需求和产出供给作用于航运需求。

目前世界上的航运需求主要由于散货运、油运、集运组成。据 Clarksons 数据显示，2021 年干散货运需求为 28.8 万亿吨海里，占比达 49%；油运需求为 12.4 万亿吨海里，占比为 21%，其中原油运输占总需求比为 16%；集运需求为 8.8 万亿吨海里，占比为 15%。运输同样也由不同船型完成，其中干散货船运输货物有铁矿石、煤炭、粮食以及小宗散货等，主要按照载重吨大小划分船型；油轮主要按照运输产品不同分为原油运输油轮以及成品油轮，其中原油运输中 VLCC 为主要船型；集装箱主要运输制造业的消费品，按照可载集装箱数量划分；此外其他的货物则由对应的船舶运输，例如 LNG 船、汽车滚装船等。

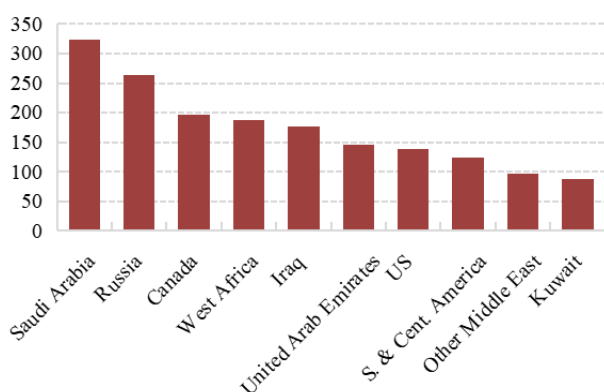
图 5：世界海运需求（十亿吨海里）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

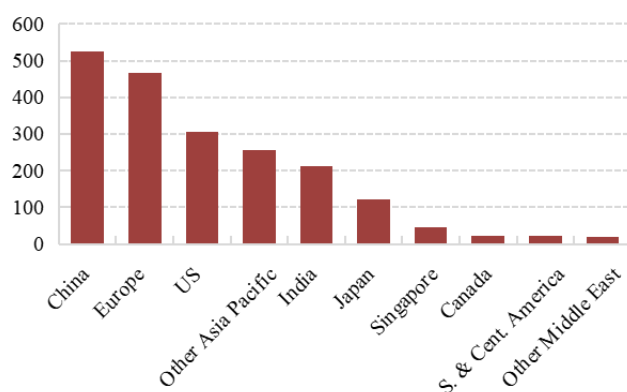
经过多年发展，世界原油运输格局大体形成，以苏伊士运河为界东西平衡。东部的石油出口以中东地区为主，2021 年阿拉伯出口原油 323.2 百万吨，消费国主要为亚太发展中国家如中国、印度等，中国进口原油 526 百万吨；西部以俄罗斯、加拿大、美国为主要石油出口国，俄罗斯出口原油 263.6 百万吨，加拿大出口原油 197.4 百万吨，美国出口原油 138.5 百万吨，主要进口地区为欧洲和美国，其中欧洲进口原油 467.7 百万吨，美国进口原油 304.7 百万吨。

图 6：世界原油前十出口地区（百万吨）



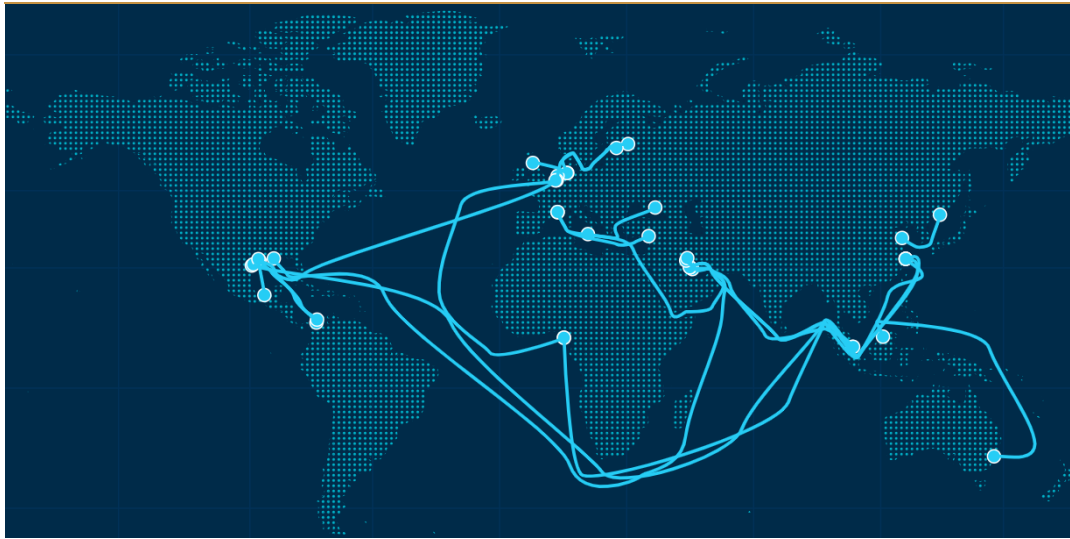
数据来源：BP，西南证券整理

图 7：世界原油前十进口地区（百万吨）



数据来源：BP，西南证券整理

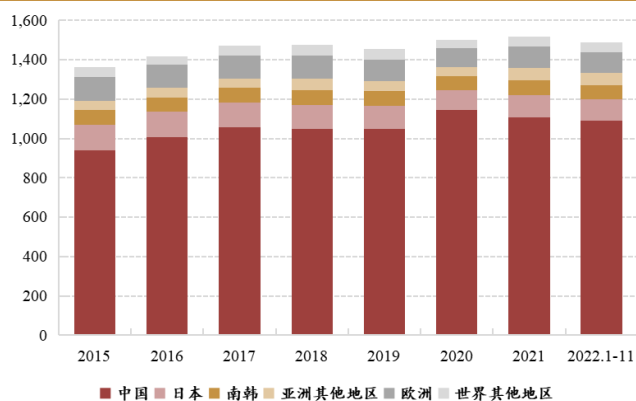
图 8：全球原油运输主要路线



数据来源：波交所，西南证券整理

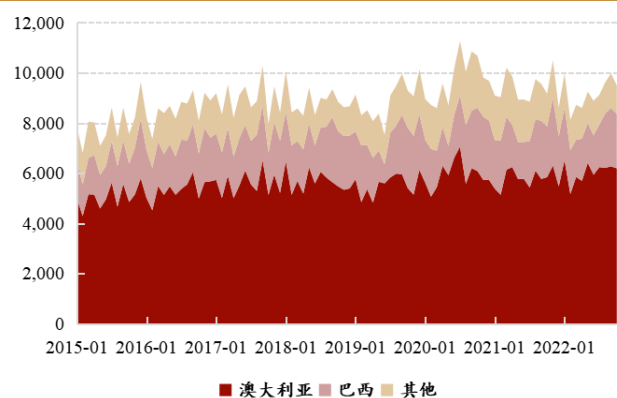
干散货中铁矿石海上贸易需求主要受中国进口需求影响。随着世界工业的东移，亚洲成为铁矿石主要进口地区，进口占比常年超过 85%，而中国的建筑业、房地产、工业消费需求带动了绝大多数的铁矿石海上贸易，是影响干散货运输的主要力量。我国进口铁矿石主要来自于澳大利亚以及巴西，截至 22 年 10 月，我国累计进口澳大利亚铁矿石 6 亿吨，同比增长 5.1%，占比达 65.9%。

图 9：铁矿石主要进口国家（百万吨）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

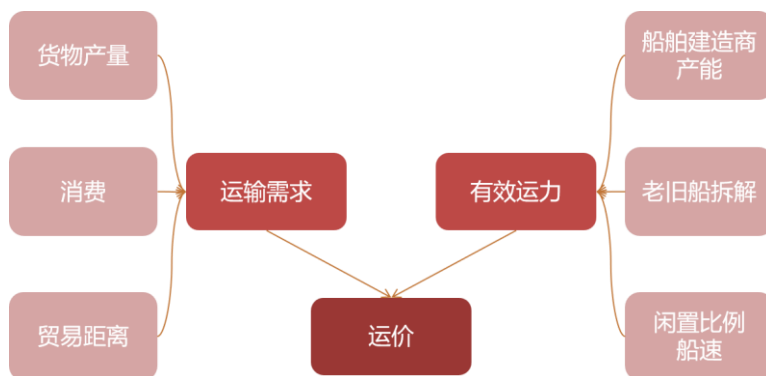
图 10：中国进口铁矿石情况（万吨）



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

船舶有效运力供给和需求的双重作用影响市场运价，从而影响航运企业收益。市场上的船舶增长来自于船舶建造商造新船，退出则是老旧船的报废、拆解。有效运力不仅受船舶数量、总载重吨影响，还受船舶船速、闲置比例影响，运输需求与有效运力的错配将决定运价走势以及市场景气度，从而影响航运企业收益。

图 11：海上运输供需格局

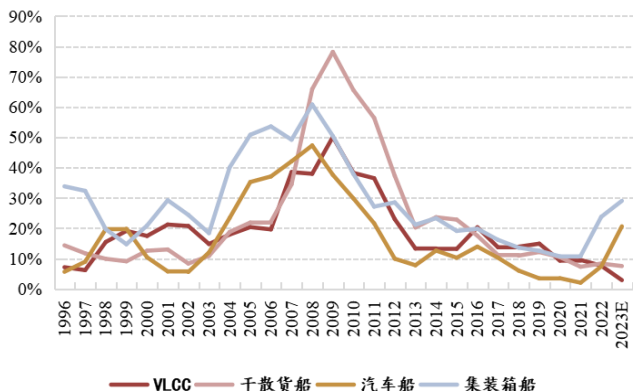


数据来源：西南证券

2.1 油轮、干散货船、汽车滚装船在手订单较低，运力增速放缓

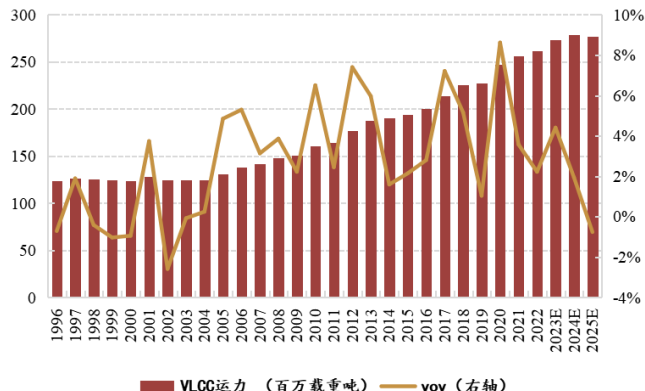
多因素影响下油轮、干散货船、汽车滚装船运力增速放缓。受集装箱船高景气以及 LNG 燃料高涨的消费需求影响，目前船台订单主要为集装箱船以及 LNG 船，同时较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险较大使得船东造船意愿较低。据 Clarksons 数据显示，目前 VLCC 在手订单占比为 2.9%，预测 23 年运力增速进一步放缓为 4.4%；干散货船在手订单占比为 7.5%，预测 23 年运力增速为 2.8%；汽车滚装船在手订单占比为 20.6%，预测 23 年运力增速放缓为 0.4%。

图 12：各船型在手订单占比情况



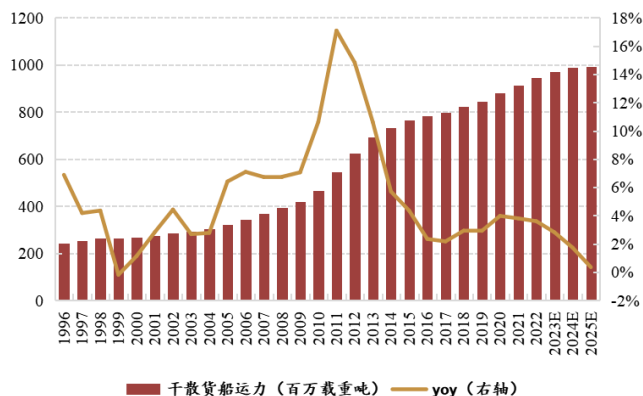
数据来源：Clarksons，西南证券整理

图 13：VLCC 运力情况



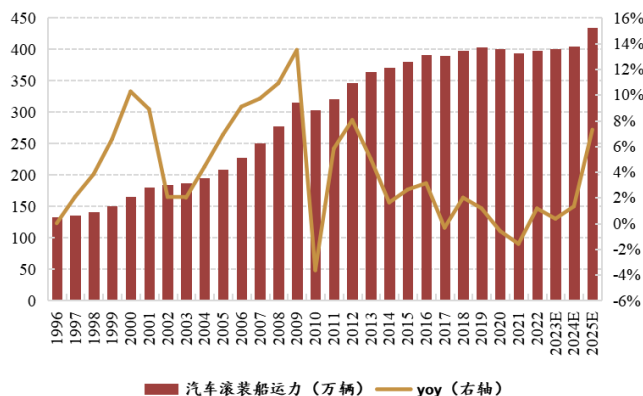
数据来源：Clarksons，西南证券整理

图 14: 干散货船运力情况



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

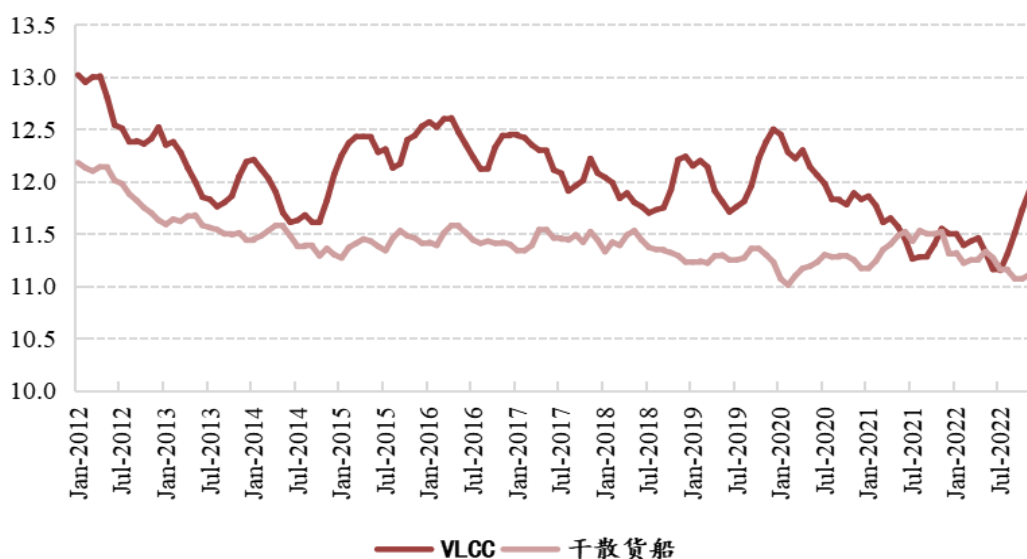
图 15: 汽车滚装船运力情况



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

多项环保政策实施将从多方面影响运力供给。国际海事组织 (IMO) 新规 EEXI 和 CII 将于 2023 年生效, 为了降低碳强度, 船东在短、中期内可以从石油转向液化天然气或甲醇等替代燃料, 然而液化天然气仍然是一种化石燃料, 无法满足国际海事组织 2050 年的脱碳目标。降速易于实施成为目前主要应对环保政策的方法, 未来随着碳排放控制法规正式生效, 船舶的速度会进一步减慢, 这将导致船舶有效供应减少, 部分环保不达标的船舶加速拆除同样会使得有效运力供给收紧。

图 16: VLCC 和干散货船船速 (节)



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

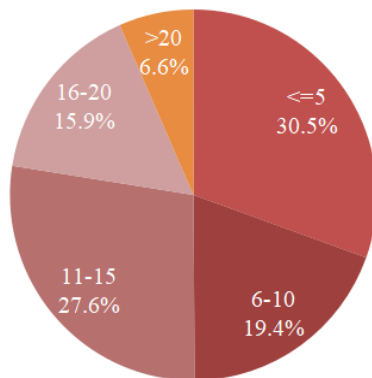
表 4：航运部分环保政策

时间	组织	文件/法规	目标
2018.04	《航运业减排初步战略》	IMO	IMO 计划 2030 年碳排放强度至少比 2008 年的水平下降 40%，到 2050 年下降 70%。它还计划采取措施，到 2050 年将温室气体排放量比 2008 年水平减少 50%。
2021.06	《国际防止船舶污染公约》修正案	IMO	要求船舶减少温室气体排放，预计将于 2022 年 11 月 1 日生效，并符合现有船舶能效指数（“EEXI”）和碳强度指标（“CII”）认证的要求，于 2023 年 1 月 1 日生效。
2021.07	“Fit for 55”计划	欧盟	将航运业纳入欧盟排放交易系统（EUETS）；增加对海洋可再生和低碳燃料的需求，通过对停靠欧洲港口的船舶所使用能源的温室气体含量设定最大限制，并鼓励在泊船舶采用零排放技术
重要指数	定义	生效/实施时间	内容
现有船舶能效指数 (EEXI)	EEXI 是一项技术措施，适用于 400 总吨以上的船舶	2022 年 11 月 1 日生效，从	船舶的 EEXI 需要通过计算确定，并与船型的强制要求限值进行比较。如果计算所得 EEXI 高于强制要求，则需要采取措施确保符合规定。
船舶营运碳强度指标 (CII)	CII 是一项操作性措施，规定了 5000 总吨及以上船舶的碳强度降低要求	2023 年 1 月 1 日起正式实施。	CII 确定了确保船舶运营碳强度在特定等级水平内持续提高所需的年度减排系数。运营碳强度等级将以 A、B、C、D 或 E 的等级给出。性能水平将记录在船舶的船舶能效管理计划（“SEEMP”）中。连续三年评级为 D 或 E 的船舶必须提交一份纠正行动计划，以说明如何达到要求的指数（C 或以上）。

数据来源：Ardmore Shipping，西南证券整理

VLCC 潜在拆船比例较大，未来运力退出将影响市场总运力。拆船与否主要受船队运营收益、运营维修成本、报废价格等影响。船龄较大的油轮往往收益较差且运营维修成本较高，不受市场欢迎，全球 VLCC 船龄较大，船龄超 20 年的载重吨占比为 6.6%，15.9% 的 VLCC 船龄为 16-20 年，尽管目前油运处于景气上行周期，拆船年限将有所提高，但潜在老旧船比例较大，仍将影响市场总运力。

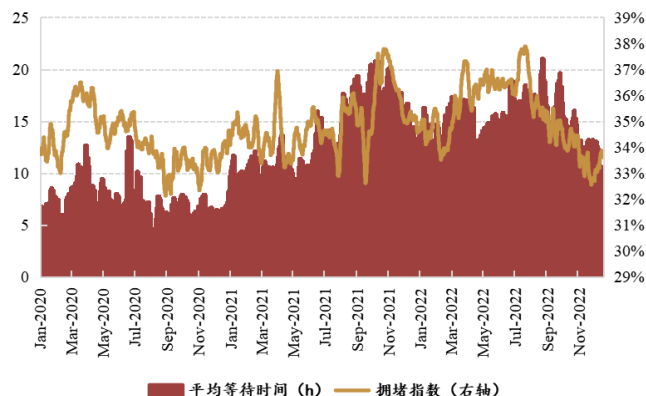
图 17：VLCC 船龄结构（截止 2022.12）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

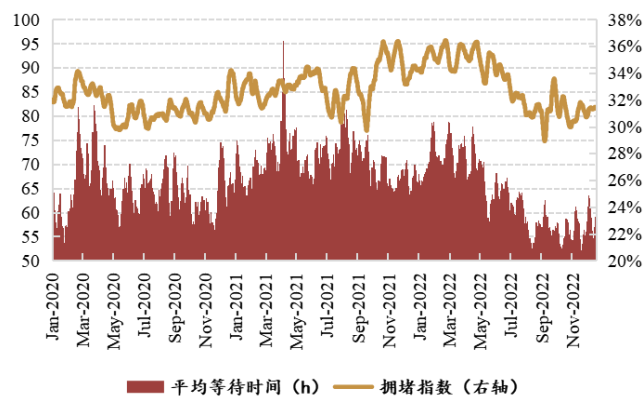
港口拥堵的不确定性同样影响有效运力供给。部分重要港口设施老化，加之运营效率低下，港口自 2021 年二季度开始拥堵，等待时间和拥堵指数大幅上涨，市场有效运力大幅下降，随着消费需求转弱，港口拥堵情况有所缓和，船舶等待时间恢复到正常水平，然而未来干散货运输需求回升后，老旧港口仍有拥堵可能性。

图 18: 集装箱船平均等待时间以及拥堵指数



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

图 19: 干散货船平均等待时间以及拥堵指数



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

2.2 世界原油运输格局重构，中国消费需求带来积极影响

俄乌冲突爆发下，欧美采取多种制裁措施，目前原油禁令已经生效。2022 年 2 月，俄乌战争爆发，随即美国、欧盟宣布多项制裁俄罗斯措施，2 月通过限制俄罗斯部分银行使用 SWIFT 系统等手段对俄经济进行初步制裁，3 月初，美国、英国宣布禁止从俄罗斯进口能源、石化产品，4 月初欧盟宣布禁止进口俄罗斯煤炭，6 月初宣布石油禁令，其中海上运输原油禁令已于 12 月 5 日正式生效。

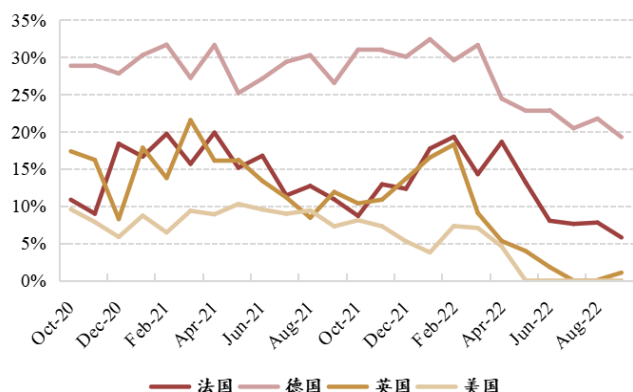
图 20: 欧美对俄制裁措施



数据来源: 央视网, 西南证券整理

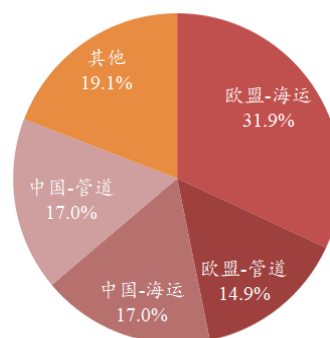
制裁下，欧洲逐步降低俄罗斯原油进口量，石油依赖度下降。自俄乌冲突爆发以来，欧美国减少对俄能源进口，对俄石油依赖度大大降低，截至 22 年 9 月，美国、英国对俄石油依赖度几乎为 0，法国、德国对俄石油依赖度分别下降 5.1pp、7.3pp。据 IEA 统计，2021 年俄罗斯出口 220 万桶/日原油到欧盟，其中海运出口量为 150 万桶/日，随着海上运输原油禁令生效，欧盟完全停止俄罗斯原油进口，需要其他来源找到约 150 万桶/日的原油。

图 21: 欧美对俄罗斯石油依赖度



数据来源: IEA, 西南证券整理

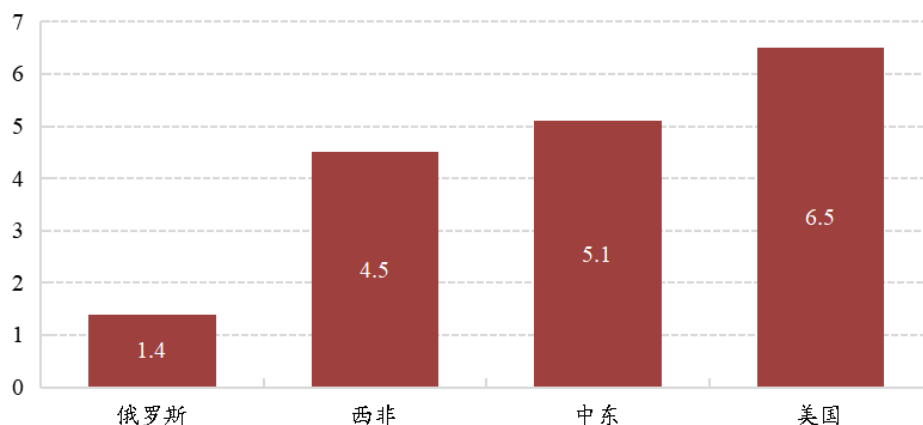
图 22: 俄罗斯原油出口情况 (2021)



数据来源: IEA, 西南证券整理

放弃进口相邻国家的能源意味着欧洲石油贸易距离将大幅度提升。据 Clarkson 估计, 俄罗斯到欧洲的运输距离为 1.4 千海里, 而西非、美国、中东到欧洲的运输距离分别为 4.5、5.1、6.5 千海里, 美国、中东成为俄罗斯原油的主要替代, 运距成倍增加带来原油运输需求上涨。

图 23: 不同地区到欧洲的运输距离 (千海里)



数据来源: Clarkson, 西南证券整理

我们以 150 万桶/天的原油测算欧洲从俄罗斯进口转向西非、中东、美国等国家, 运输需求增量分别为 2316、2764、3810 亿吨海里。

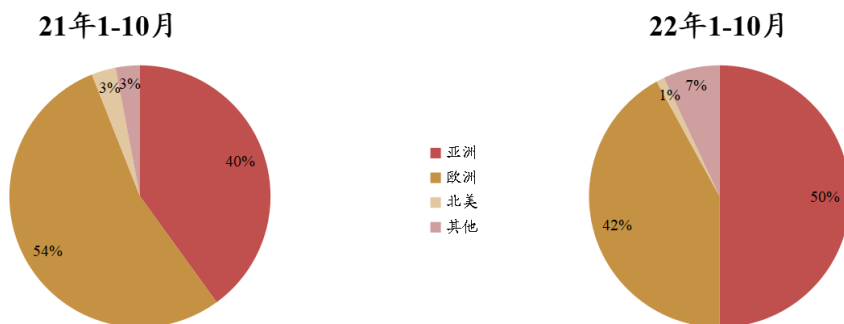
表 5: 贸易格局带来的油运需求变化测算

	俄罗斯	西非	中东	美国
距离 (千海里)	1.4	4.5	5.1	6.5
油运需求(十亿吨海里)	104.6	336.2	381.0	485.6
需求增量(十亿吨海里)	-	231.6	276.4	381.0

数据来源: Clarkson, 西南证券整理

俄罗斯原油出口转向亚洲降低制裁影响。据俄罗斯海关统计数据显示，截至 22 年 10 月份，俄罗斯出口亚洲地区的原油明显增长，占比从 21 年 40% 增长至 50%，其中中国和印度为主要进口国。而俄罗斯出口欧洲地区的原油份额大幅下降 12pp 为 42%。俄罗斯原油进口国家的转变同样影响着原油运输贸易距离。

图 24：俄罗原油出口地区分布



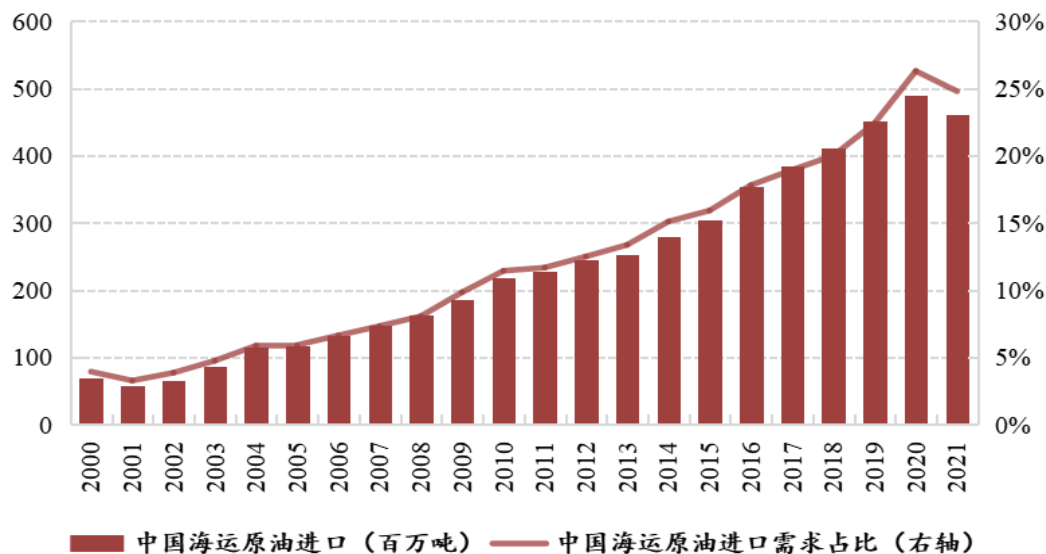
数据来源：俄罗斯海关，金联创，西南证券整理

欧盟和七国集团试图用原油“限价令”阻止俄罗斯向其他国家出口石油。目前大多数海上贸易保险公司和再保险公司的注册地都在欧盟，因此“限价令”可能会阻止俄罗斯货运公司获得保险。经过长期谈判，欧盟于 22 年 12 月 2 日同意将价格上限设定为每桶 60 美元，并附有调整条款，以确保价格上限保持在俄罗斯市场价格的 5% 以下。在“限价令”影响下，未来俄罗斯石油运往欧美以外的地区，只有以不超过 60 美元/桶的价格出售石油，才能获得欧盟的保险和经纪服务。

俄罗斯或组建“影子船队”应对“限价令”。尽管 G7 以及欧盟提出的 60 美元价格上限接近最近俄罗斯乌拉尔原油出口价格，但俄罗斯明确表示不会向任何实施上限的国家出售产品，未来俄罗斯或将组建“影子船队”规避西方保险服务限制，原油运输市场上有效运力或将进一步降低。

我国原油消费量变化是全球油运市场的重要影响因素。我国作为世界第二大经济体，21 年石油消费占比达 16.9%，而石油资源储备相较“贫瘠”，长期需要进口其他国家的原油，主要通过海运以及管道运输，21 年我国海运原油进口 461 百万吨，占世界海上运输原油比为 24.8%，是原油海上运输市场的重要推动力量。

图 25：中国海运原油进口情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

我国不断优化落实疫情防控措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展。22 年 12 月，国家卫健委发布公告，综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。

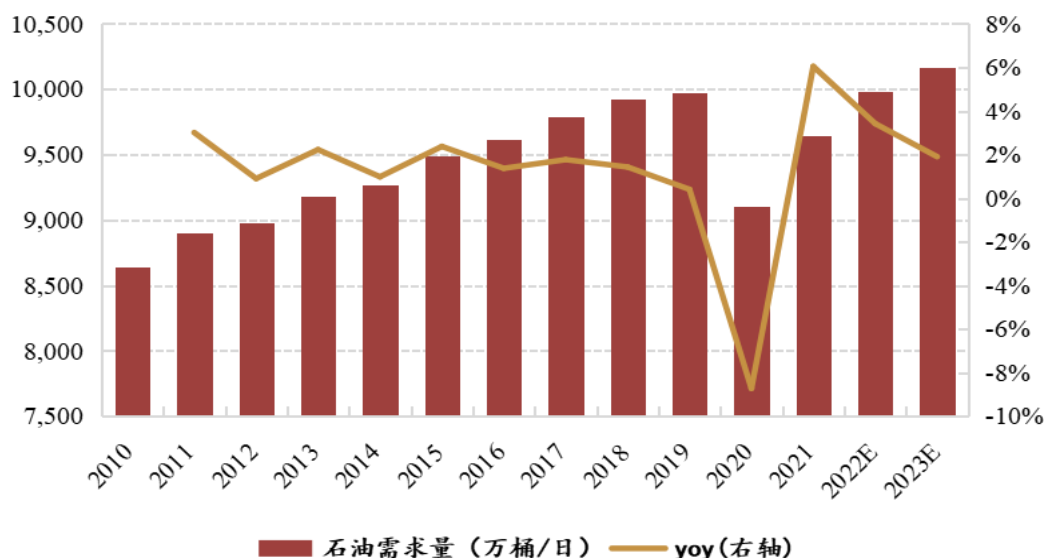
表 6：我国疫情防控政策

时间	会议/政策	内容
2022.06	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	优化调整风险人员的隔离管理期限和方式。将密切接触者入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，密接的密接管控措施从“7 天集中隔离医学观察”调整为“7 天居家隔离医学观察”等
2022.06	国务院联防联控机制新闻发布会（“九不准”要求）	不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；不准随意延长中、高风险地区管控时间等九项要求
2022.11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控工作措施科学精准做好防控工作的通知》（二十条）	对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”；取消入境航班熔断机制等
2022.12	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）	优化调整隔离方式。感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治等
2022.12	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”

数据来源：国务院，西南证券整理

对标海外疫情管控逐步放松下，石油消费需求复苏，我国原油消费需求恢复将进一步推动海上原油运输。IEA 最新石油市场月度报告预计 2023 年世界石油需求量将增加 190 万桶/日为 10170 万桶/日，而新增需求的一半来自于中国石油消费需求。

图 26：世界石油需求量



数据来源：IEA，西南证券整理

俄乌冲突下世界原油运输格局重构，运距拉长推动运输需求不断上涨，同时中国消费需求为原油运输市场带来积极影响。运力供给确定性放缓将进一步推动运价中枢上移，原油运输市场景气上行。

关键假设：

假设 1：2022 年 12 月欧盟对俄罗斯海上原油禁令生效，而后随着中国经济恢复对原油的消费需求回升，伴随炼厂东移趋势下，原油长途运输需求上涨，我们预计这将使得 2023、2024 年海上原油运输需求同比+5%、+5%；

假设 2：预计 2023、2024 年海上原油运输供给增速分别为 4.4%、1.9%，需求供给增速差分别为 0.7%、3.1%。我们认为原油运输市场上的供给和需求的变化将直接作用于市场运价，根据全球原油油轮供给增速以及原油运输需求增速差与运价变动之间的关系构建运价模型。

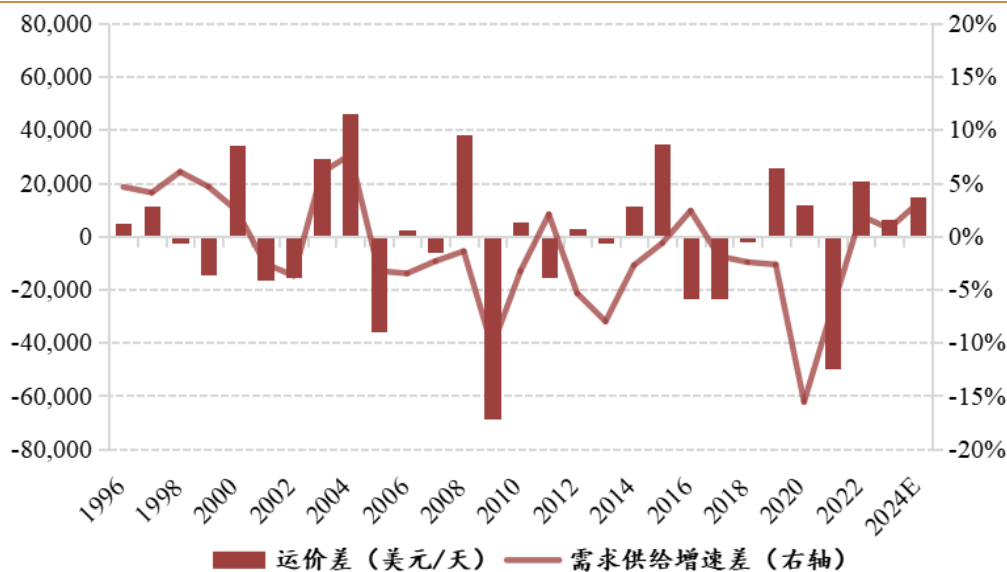
据此我们预计 2023、2024 年市场 VLCC 的运价分别为 30000、45000 美元/天。

表 7: VLCC 运价预测

	运输需求变化	运力供给变化	需求供给增速差	运价 (美元/天)
2013	-2.1%	6.0%	-8.0%	18621
2014	-1.2%	1.6%	-2.7%	30015
2015	1.5%	2.1%	-0.7%	64846
2016	5.2%	2.8%	2.4%	41488
2017	5.3%	7.2%	-1.9%	17794
2018	2.7%	5.2%	-2.5%	15561
2019	-1.6%	1.0%	-2.7%	41364
2020	-7.0%	8.6%	-15.6%	53145
2021	-3.2%	3.6%	-6.8%	3218
2022	4.1%	2.2%	1.9%	23885
2023E	5.0%	4.4%	0.7%	30000
2024E	5.0%	1.9%	3.1%	45000

数据来源: Clarksons, 西南证券

图 27: 油运需求供给增速差与运价差对比

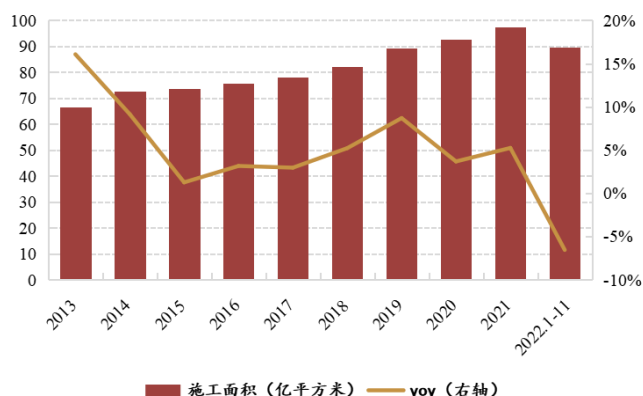


数据来源: Clarksons, 西南证券整理

2.3 基建发力地产企稳，有望带动铁矿石海上贸易

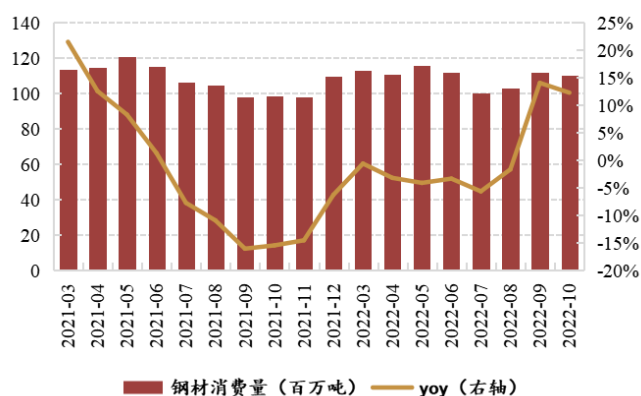
我国钢材消费需求持续低迷，最近略有反弹。受疫情以及房地产行业“去杠杆”等因素影响，2022 年我国房屋施工累计面积增速放缓，截至 22 年 11 月累计施工面积为 89.7 亿平方米，同比减少 6.5%。房屋建筑需求降低抑制了钢铁需求，我国钢铁消费需求自 21 年下半年以来持续下降，2022 年 3-8 月我国钢材累计消费量为 6.5 亿吨，较去年同期下降 3.1%，9、10 月消费量略有反弹，同比分别增长 14%、12.3%。

图 28：我国房屋建筑施工面积



数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

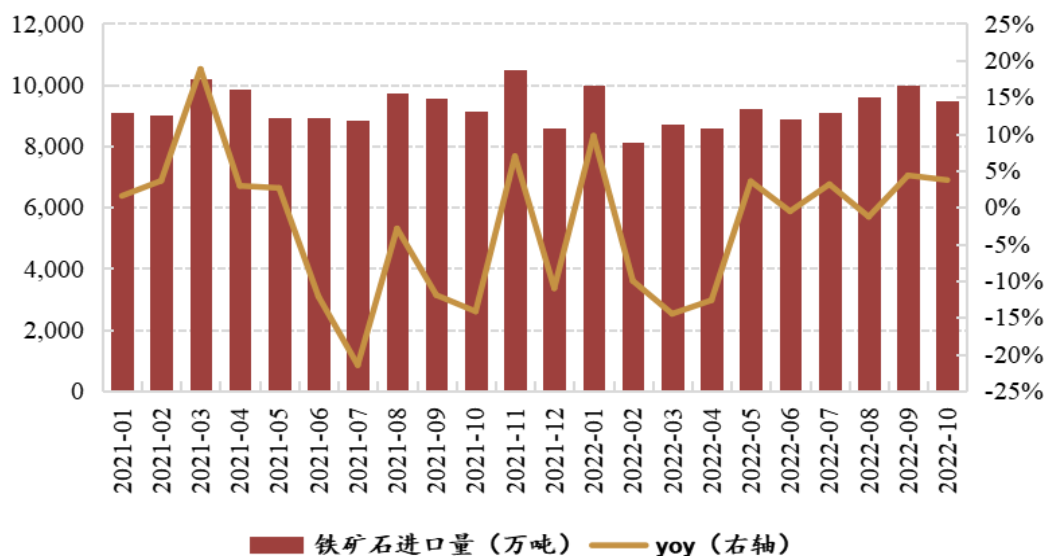
图 29：我国钢材消费量



数据来源：Wind，西南证券整理

铁矿石作为炼钢原材料，进口需求进一步萎缩。截至 22 年 10 月，我国铁矿石累计进口量同比下降 1.7% 为 9.2 亿吨。随着支持基建的稳增长政策、近期宣布的多个房地产利好政策落地，以及新冠疫情管控措施进一步优化，我国疲软的钢铁消费需求或将得到改善，利好铁矿石进口。

图 30：我国铁矿石进口量



数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

疫情冲击下，各国推出基建计划。2021 年 11 月，拜登政府签署 1.2 万亿美金的基础设施建设法案，英国政府提出 30 亿英镑的“清洁绿色倡议”，同年 12 月，欧盟提出“全球门户”全球基建计划，将投资于数字和交通基础设施、能源生产和运输等基础设施。我国同样强调基建对稳增长的重要性。2022 年以来多个会议提出适度超前展开基建投资，多个利好政策出台鼓励和支持基础设施建设。

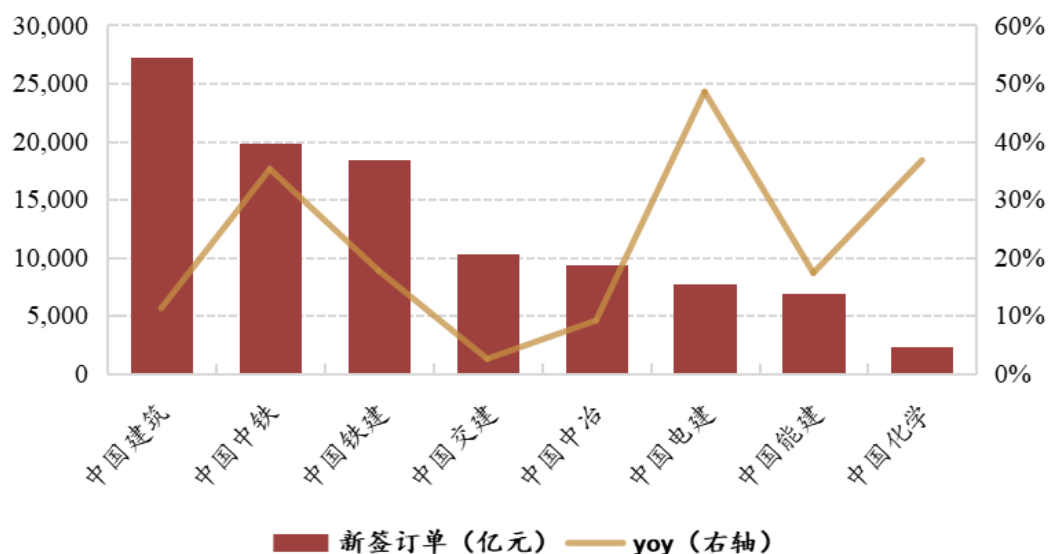
表 8：基建相关支持政策

时间	会议/政策	内容
2022.03	政府工作报告	围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网等，中央预算内投资安排 6400 亿元。
2022.04	中央财经委员会第十一次会议	全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。
2022.04	国家发改委就积极扩大有效投资有关工作情况召开新闻发布会	按照适度超前开展基础设施投资的要求，推进水利、交通、能源等基础设施建设。
2022.05	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造等。
2022.05	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	加快推动交通基础设施投资，加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度。扎实开展基础设施高质量发展试点，有力有序推进“十四五”规划 102 项重大工程实施，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目。

数据来源：国务院，西南证券整理

利好政策下，建筑央企新签订单快速增长。随着我国各项利好基建政策落地，截至 22Q3，我国 8 大建筑央企新签订单合计为 10.2 万亿元，平均增速达 22.3%，未来新签订单落实需要消费大量的钢材，能够较好的修复原材料铁矿石消费需求，有望提振世界干散货运输需求。

图 31：8 大建筑央企 22Q3 新签订单情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

“三箭”齐发，助力房地产行业平稳发展。22 年 11 月以来，多个利好房地产信号释放，8 日中国银行间市场交易商协会推进并扩大“第二支箭”（债券），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，23 日，国有大行同优质房企签署战略合作协议，涵盖贷款等融资服务，28 日证监会提出恢复涉房上市公司并购重组及配套融资等措施，三箭齐发助力房地产健康发展，或进一步推动铁矿石进口。

表 9：2022 年 11 月以来房地产行业相关政策

时间	部门/组织	内容
11.08	中国银行间市场交易商协会	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
11.22	国务院	国务院常务会议提出推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展。
11.23	央行、银保监会	发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，就房地产融资、“保交楼”、受困房企风险处置等多方面推出 16 条金融举措。
11.23	工商银行等 6 家国有大行	与多家房地产企业签署战略合作协议，包括万科、中海、保利、华润、碧桂园、龙湖、金地、大华、美的置业等。涵盖房地产开发贷款、并购贷款、债券投资等多元化融资服务。
11.23	中债增进公司	在民企债券融资支持工具政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
11.28	证监会	五条措施：（1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；（2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资；（3）调整完善房地产企业境外市场上市政策；（4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；（5）积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：中国银行间市场交易商协会，国务院，证监会，央行，西南证券整理

我们认为随着支持基建的稳增长政策、近期宣布的多个房地产利好政策落地，以及我国新冠疫情管控放开，我国疲软的钢铁消费需求或将得到改善，利好铁矿石海上运输。同时运力供给放缓，干散货运输市场景气上行。

关键假设：

假设 1：中国疫情政策放开，有望支撑干散货运输需求，我们预计这将使得 2023、2024 年干散货运输需求同比+3%、+2%；

假设 2：预计 2023、2024 年干散货运输供给增速分别为 2.8%、1.7%，使得需求供给增速差分别为 0.2%、0.3%，我们认为干散货运输市场上的供给和需求的变化将直接作用于市场运价，根据全球干散货船供给增速以及干散货运输需求增速差与运价变动之间的关系构建运价模型。

据此我们预计 2023、2024 年市场干散货船平均运价分别为 24000、27000 美元/天。

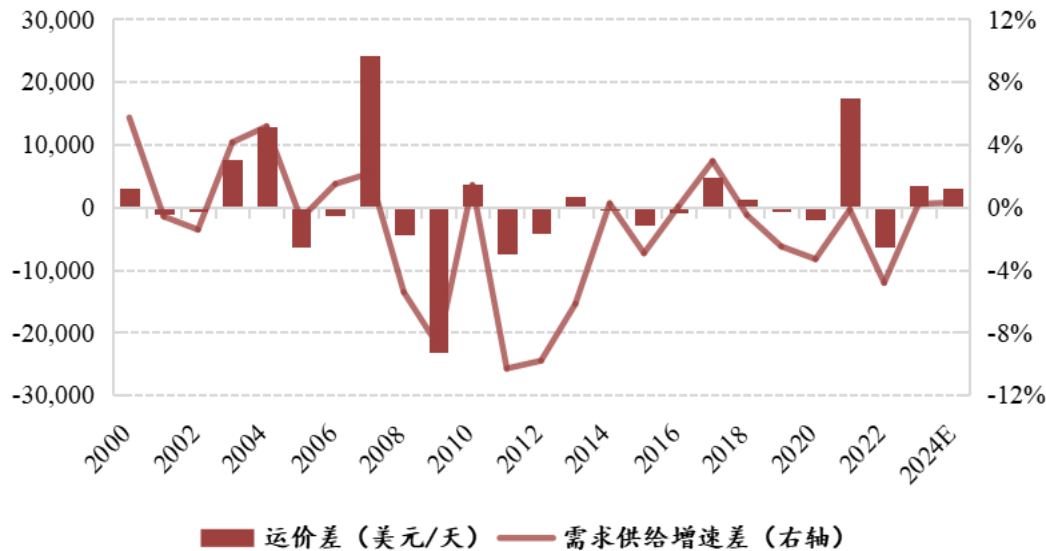
表 10：干散货船运价预测

	运输需求变化	运力供给变化	需求供给差	运价（美元/天）
2013	4.4%	10.6%	-6.2%	10348
2014	5.9%	5.7%	0.2%	9881
2015	1.4%	4.3%	-3.0%	7092
2016	2.4%	2.3%	0.0%	6218
2017	5.1%	2.2%	2.9%	10986
2018	2.4%	2.9%	-0.5%	12249
2019	0.4%	2.9%	-2.5%	11480
2020	0.6%	4.0%	-3.3%	9431
2021	3.6%	3.8%	-0.2%	26887

	运输需求变化	运力供给变化	需求供给差	运价 (美元/天)
2022	-1.3%	3.6%	-4.8%	20478
2023E	3.0%	2.8%	0.2%	24000
2024E	2.0%	1.7%	0.3%	27000

数据来源: Clarksons, 西南证券

图 32: 干散货运输需求供给增速差与运价差对比

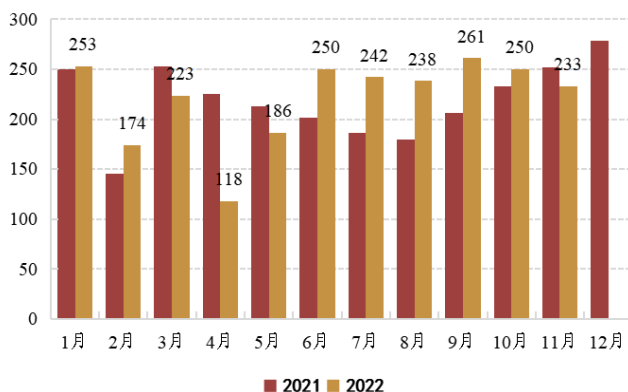


数据来源: Clarksons, 西南证券整理

2.4 新能源汽车出口量大幅上涨, “国车国运”需求迫切

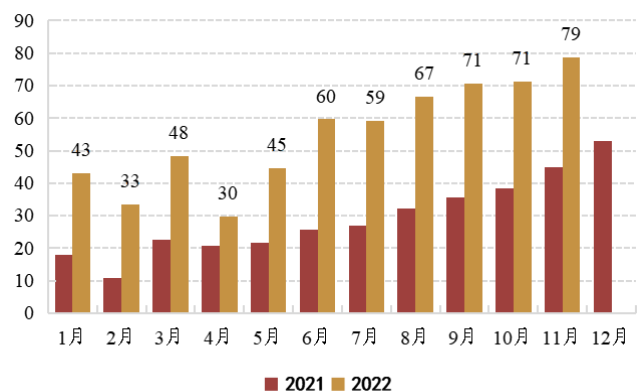
新能源汽车消费连创历史新高。据中汽协数据显示, 经济下行等多因素对汽车消费市场影响较大, 22 年 11 月汽车销量为 232.8 万辆, 环比下降 7.1%, 汽车消费终端市场表现疲软。而新能源汽车消费市场保持较高的活力, 11 月单月销量同比增长 72.3% 为 78.6 万辆, 累计销量达 606.7 万辆, 市场占有率为 25%, 创历史新高。

图 33: 中国汽车月度销量 (万辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

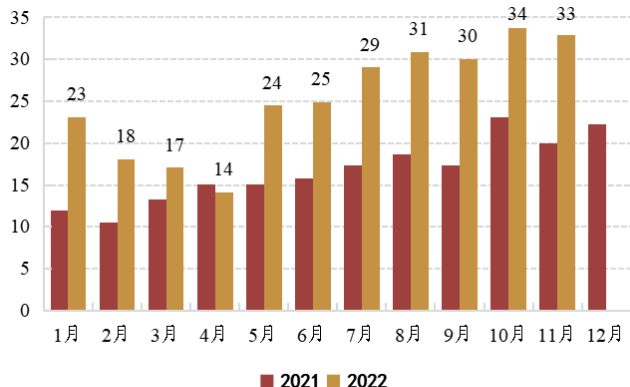
图 34: 中国新能源汽车月度销量 (万辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

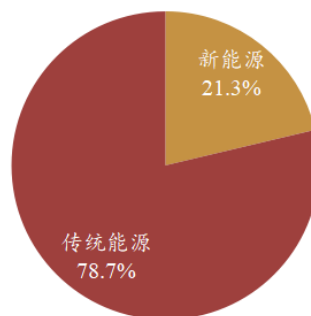
世界汽车行业“绿色转型”下，我国新能源汽车出口呈爆发式增长。随着我国科技快速发展，新能源汽车研发技术不断提高，同时国家出台多项政策支持新能源汽车发展以及出口，2022年9月国务院政策例行吹风会上，商务部表示我国新能源汽车出口大幅增长，成为外贸一大亮点，未来将继续研究拓宽新能源汽车出口运输渠道。据中汽协数据显示，22年11月我国汽车出口为32.9万辆，其中新能源汽车出口9.5万辆，同比增长1.5倍，占汽车总出口的28.9%，累计出口59.3万辆占比达21.3%。

图 35：我国汽车出口情况（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

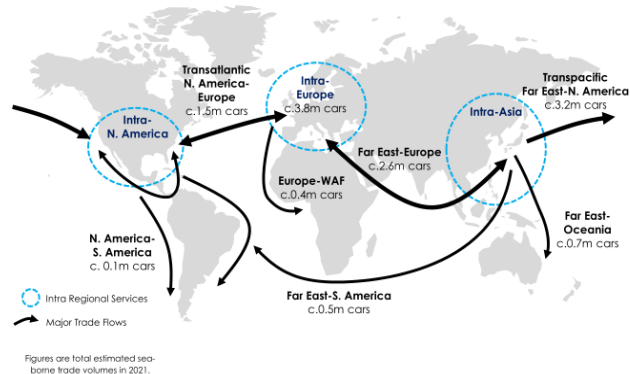
图 36：新能源汽车出口占比（2022.01-11）



数据来源：中汽协，西南证券整理

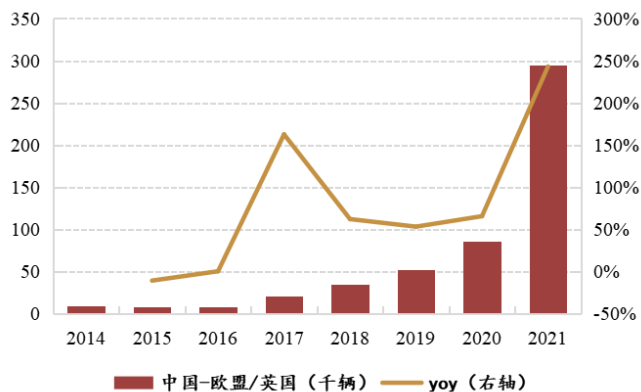
我国新能源汽车在欧洲市场畅销，长距离运输是汽车海运市场的积极驱动因素。据Clarksons数据统计，近年来我国出口欧洲的汽车数量激增，21年出口29.5万辆，同比增长243%，未来随着我国新能源汽车出口进一步上升，中国到欧洲的长途运输将推动全球汽车海运需求，Clarksons预计2022年海运汽车贸易将增长14%（平均运距增长6%）。

图 37：世界汽车贸易情况（2021）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

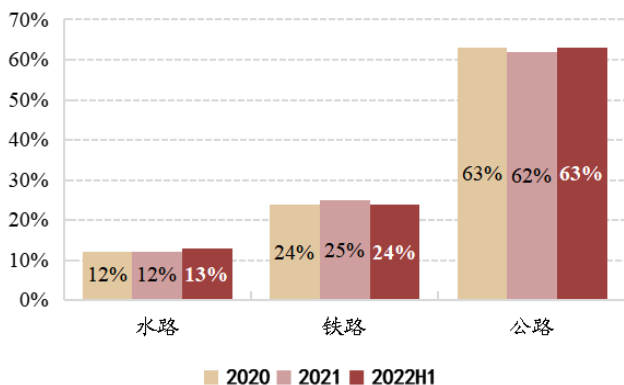
图 38：中国汽车出口欧盟/英国情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

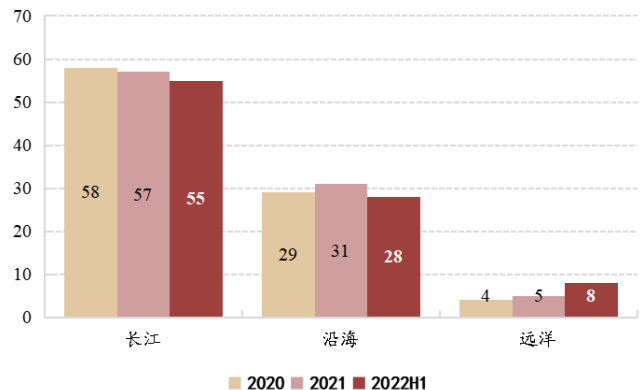
国际滚装市场“一舱难求”，中国汽车企业出现“出口难”“订舱难”等问题，“国车国运”需求迫切。我国滚装船运力主要集中在国内长江、沿海地区。我国内贸汽车运输主要通过公路运输，水路运输占比较低，截至22H1水路运输占比为13%，较21年略上升1pp。我国的滚装船运力主要集中于国内运输市场，截至22H1国内长江运力减少2艘，为55艘，沿海运力为28艘，较上期减少3艘，远洋运力接收来自沿海3艘滚装船为8艘。

图 39：我国汽车主要运输方式



数据来源：招商滚装，西南证券整理

图 40：我国滚装船运力分布

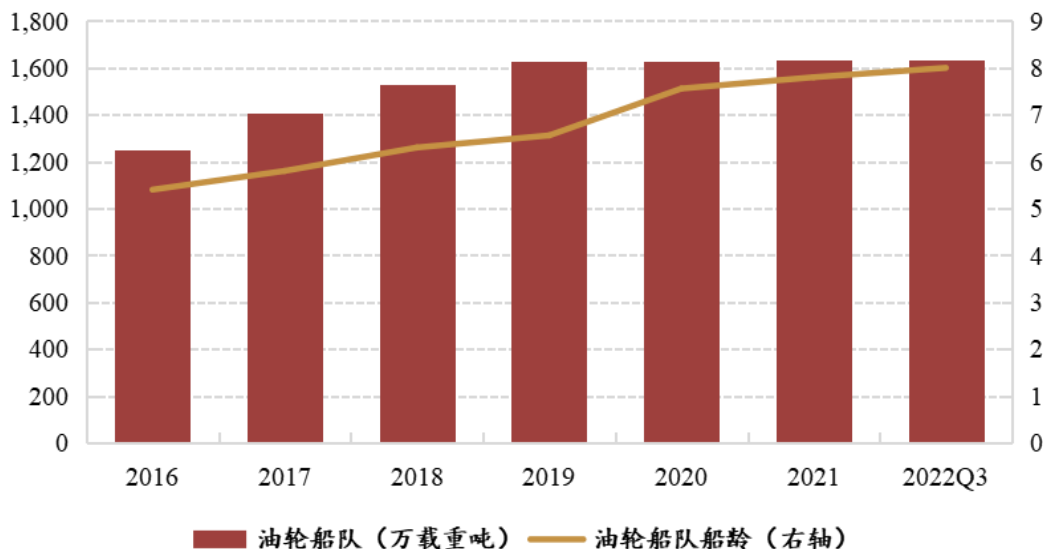


数据来源：招商滚装，西南证券整理

3 良好船队结构享高业绩弹性，稳健经营策略防下行风险

招商轮船拥有世界最大的自有 VLCC 船队，更具向上业绩弹性。截至 22 年三季度，公司油轮船队由 56 艘，平均船龄为 8 年的油轮组成，船队结构优于市场和大部分同行。公司旗下从事油品运输的专业油轮管理公司，管理大型油轮的经验可追溯到上世纪 70 年代，取得了几乎所有国际国内大油公司的最高资质认证，承接过所有著名国际大油公司的期租业务，核心竞争力较强，随着 VLCC 进入景气上行周期，公司凭借良好的船队结构以及丰富的管理经验有望享受更显著的向上业绩弹性。

图 41：公司油轮运力及船龄情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

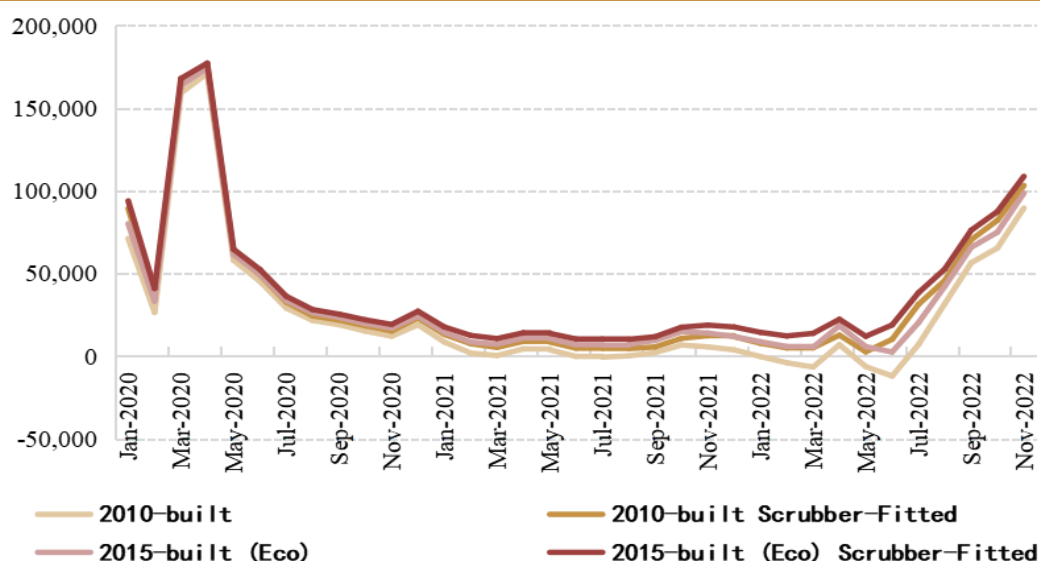
表 11: 世界前十 VLCC 油轮船东 (2022.09)

排名	VLCC 油轮船东	数量	运力 (百万载重吨)	占比
1	China Merchants	51	15.8	5.9%
2	China COSCO Shipping	49	15.0	5.6%
3	Euronav NV	42	13.0	4.8%
4	Bahri	41	12.8	4.8%
5	Nat Iranian Tanker	38	11.8	4.4%
6	Angelicooussis Group	37	11.8	4.4%
7	SK Shipping	24	7.5	2.8%
9	DHT Holdings	24	7.5	2.8%
8	Mitsui OSK Lines	24	7.4	2.8%
10	Nippon Yusen Kaisha	24	7.4	2.8%

数据来源: Clarksons, 西南证券整理

公司 32 艘节能环保型 VLCC 中 10 艘已经加装脱硫塔, 或将享受更高收益。受到高、低硫燃料油价格差影响, 安装脱硫塔的船舶相较于未安装的船舶收益更高, 公司通过处置非节能环保型 VLCC, 安装脱硫器等措施积极遵循相关环保公约, 进一步调整船队结构, 实现更高收益。

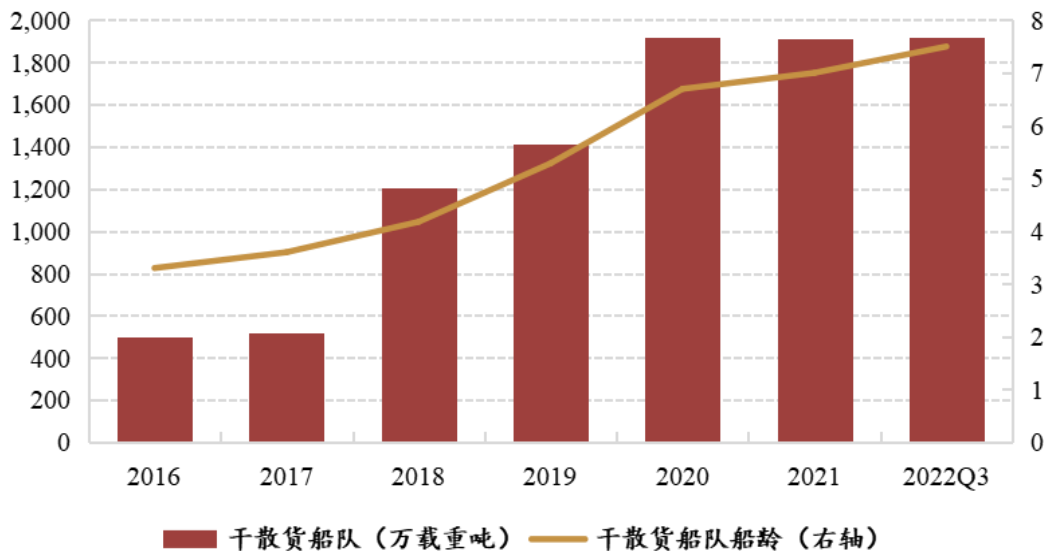
图 42: 安装脱硫塔的油轮收益情况 (美元/天)



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

干散货船队整合基本完成, 已经稳步踏入世界第一梯队。公司干散货船队成立于 1980 年初, 不断发展壮大, 2018 年公司收购了中外运长航集团旗下的干散货船队, 市场影响力和经营能力已经跃上新台阶, 其中 VLOC 船队运力为世界排名第一。截至 2022Q3 公司拥有和控制干散货船 104 艘, 总运力达 1921 万载重吨。我们看好中国建筑业消费需求恢复带动铁矿石进口量下, 对全球干散货运输市场的积极影响, 同时运力放缓有望推升运价上涨, 公司凭借世界一流散货船队能够获取高收益。

图 43：公司干散货船运力及船龄情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

公司通过包括但不限于买造、合作等多种方式灵活调整汽车滚装船运力。截至 22Q3 公司拥有 22 艘汽车滚装船（广汽集团持有 30% 权益），运力为 8.6 万载重吨，主要集中在内贸汽车运输市场，为全力保障中国汽车出口供应链安全，进一步提升中国汽车产品的出口竞争力，公司通过对现有滚装船舶进行升级改造，以适应远洋运输的相关要求，此外通过向招商工业签署订造 2+4 艘 9000CEU 甲醇双燃料汽车滚装船意向书，进一步拓展公司汽车滚装船队国际滚装运输业务。

公司根据集装箱船景气程度调整租入船舶数量，船队经营稳定且不失弹性。截至 22Q3 公司在营集装箱船 26 艘，其中，自有船舶 16 艘，运力 23740 TEU；市场租赁船舶 10 艘。同时公司有 4 艘在建船舶订单，运力共计 7146 TEU，预计将于 2023 年交付运营。

公司自有 LNG 船业务平台开始实体化运作，合资 CLNG 不断扩大船队结构。报告期内，公司成立 CMLNG，开展 LNG 自主经营和管理平台建设，截至 22Q3 公司 CMLNG 持有 14 艘，合计 113.7 万载重吨的 LNG 订单。合资 CLNG 目前拥有 21 艘 LNG 船舶，以及 6 艘船舶订单，未来运力将持续扩大。

公司结合市场情况持续调整船舶锁定比例和价格，对冲风险经营稳健。公司凭借长期建立的市场信誉和良好经营能力，通过锁定部分中短期期租，既能在高位为后续经营做好布局，同时也能够在运价低位过多时保证经营效益。公司不同的船型具体的锁定战略不同，但通过灵活滚动等锁定操作，避免过长时间锁定期租，能够较好保持船队持续盈利能力的高弹性。

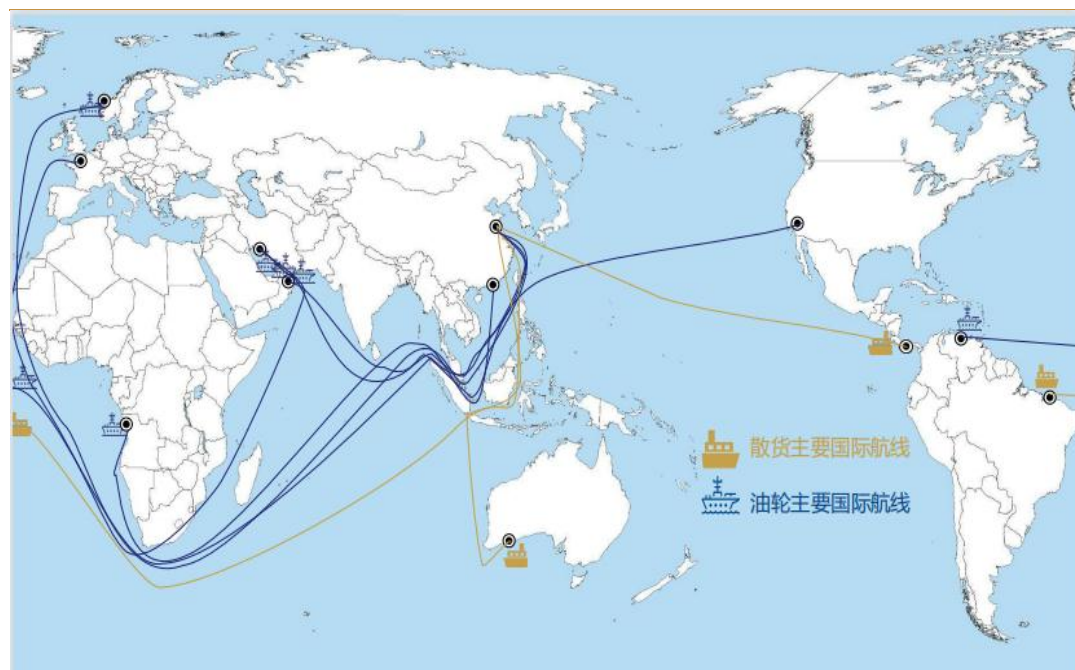
表 12：公司重大租船合同（2022）

船型	年初锁定率	年初平均锁定日租金（美元/天）	年中锁定率	年中平均锁定日租金（美元/天）
VLCC	37%	19453	57%	21300
AFRAMAX	55.5%	17211		
VLOC-第一代	100%	37964	58.7%-67.3%	19818-25188
VLOC-第二代	100%	30865		
好望角型	10.5%	22773		
巴拿马型	50.5%	19156		
超灵便/大灵便型	31.4%	24497		
小灵便型	10.5%	27619		

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司根据市场贸易和流向变化调整航线，并通过开拓新航线拓展市场。VLCC 船队进一步稳固全球大三角航线经营，继续发挥大船队优势，把握市场节奏，灵活调整航线布局；干散货船队通过打造精品航线，争取高于同期市场的超额收益；集装箱船队持续精耕东南亚。

图 44：公司油轮和散货主要国际航线

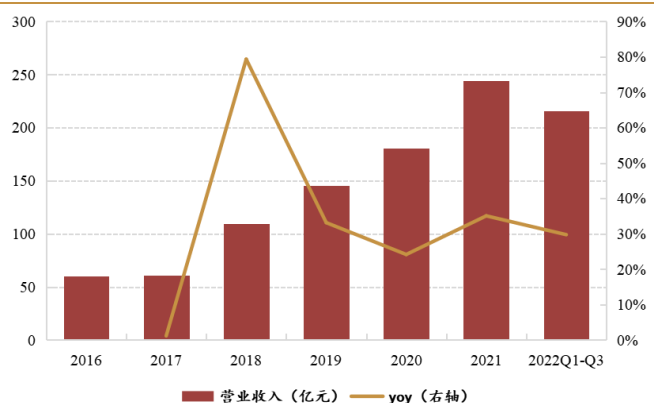


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 全业态的“2+N”业务格局，发展稳健而不失弹性

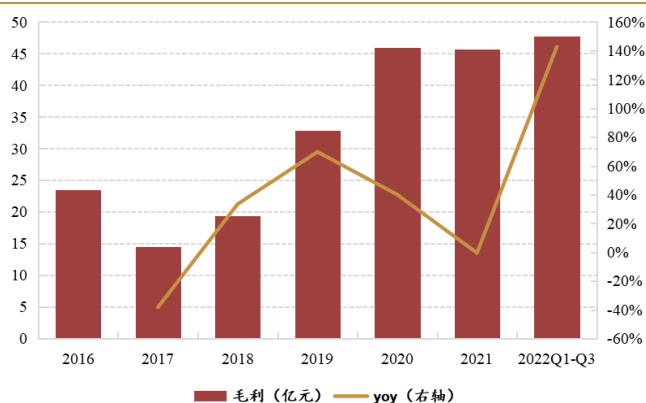
公司形成了全业态的“2+N”业务格局，发展稳健而不失弹性。经过多年的业务布局，公司形成了以油气运输和干散货运输为双核心的“2+N”多元业务格局，经营稳健同时拥有较好的弹性，多年来公司营收持续增长，2022 前三季度公司实现营收 215.8 亿元，同比增长 29.8%。同时全船型船队的布局使得各船队能够共享新造船投资能力与经验、燃油物料备件集中采购、船员服务、船舶技术管理服务等，为公司落实低成本策略提供了更好基础，2022 前三季度公司实现毛利 47.7 亿元，同比增长 142.7%，毛利率为 22.1%。

图 45：公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

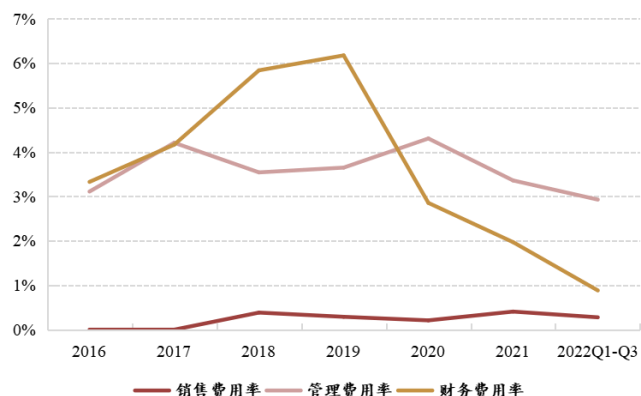
图 46：公司毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

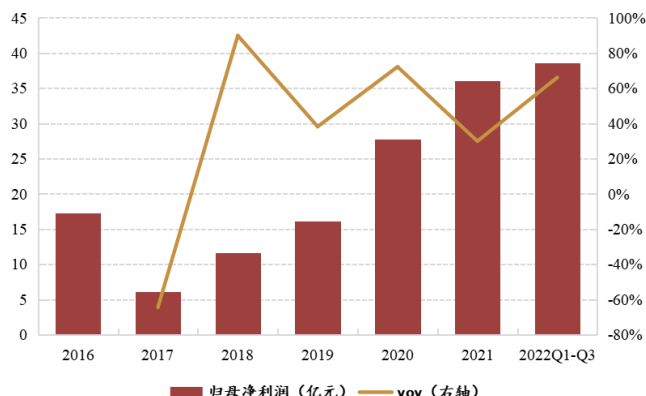
财务费用下降明显，归母净利润逐步提升。从各费用率来看，2022 前三季度公司销售费用率小幅下降为 0.3%，管理费用率为 2.9%，此外财务费用率在利息收入影响下较 21 年底下降 1.1pp 为 0.9%，综合来看，公司三费率合计为 4.1%。公司归母净利润逐步提升，前三季度实现归母净利润 38.7 亿元，同比增长 66.1%，归母净利率为 17.9%。

图 47：公司三费率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

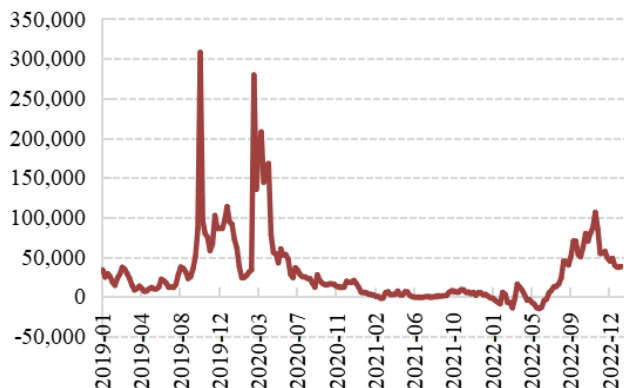
图 48：公司净利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

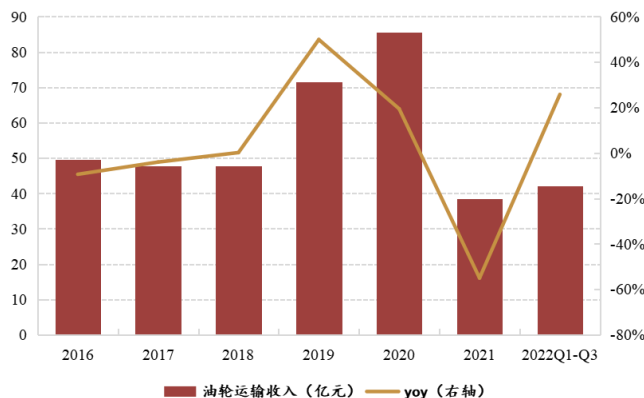
公司油轮凭借良好经营能力在市场低迷期减少亏损,同时能够抓住高点创造收益。2021年全球原油市场供需持续失衡,疫情影响叠加 OPEC 减产,VLCC 总货量同比下降 5%,而参与海上贸易的 VLCC 运力供给增长 5.9%,供需失衡下 VLCC 运价一度走低,公司 21 年原油运输实现收入 38.5 亿元,同比下降 55%,实现毛利-3.5 亿元;而 2022 年受俄乌冲突影响,VLCC 景气向上,公司油轮业务三季度实现单季度扭亏为盈,为全年业绩大幅扭亏奠定坚实基础。

图 49: VLCC 历史运价 (美元/天)



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

图 50: 原油运输业务收入情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

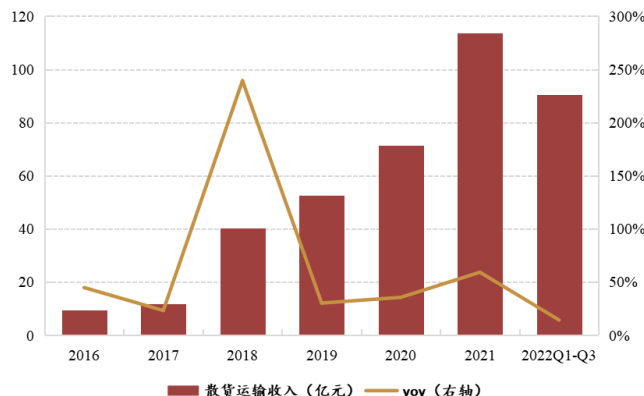
公司干散货持续经营能力稳步提升。公司干散货运输业务作为除油运外的核心业务,通过灵活锁定价格、打造精品航线等经营策略,发展稳健。2021 年海外疫情对经济影响转弱,大宗原材料海运需求释放,运价“水涨船高”,公司凭借多年市场经验能够在市场景气上行期,把握运价高点,获取高收益,21 年实现营收 113.7 亿元,同比增长 59.3%,22 年以来干散货运输市场从高位回落,截至 22Q3 公司实现营收 90.4 亿元,同比增长 14.4%,利润贡献首次突破 20 亿元,尽现经营韧性。

图 51: 干散货历史运价情况 (美元/天)



数据来源: Clarksons, 西南证券整理

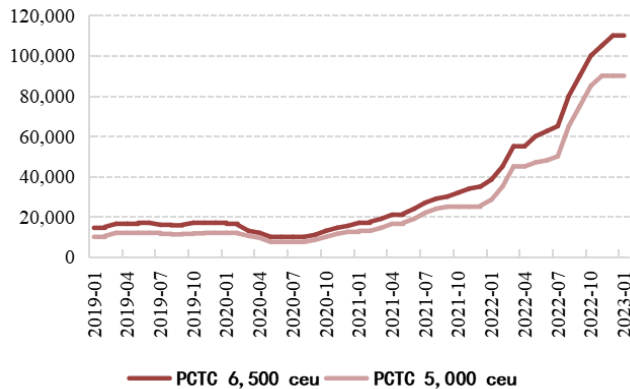
图 52: 干散货运输业务收入情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

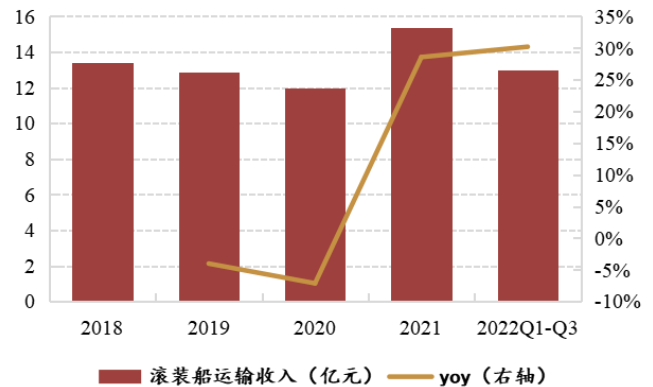
多元业务虽景气度不同，但共同作用下能够为公司提供稳定的收益。公司汽车滚装船业务主要集中在内贸市场，21年实现营收15.4亿元，同比增长21.4%，22年前三季度实现营收13亿元，同比增长30.2%，其中外贸代理业务业绩快速上升，前三季度实现收入近3.9亿元，同比上涨约100%。

图 53：汽车滚装船历史运价情况（美元/天）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

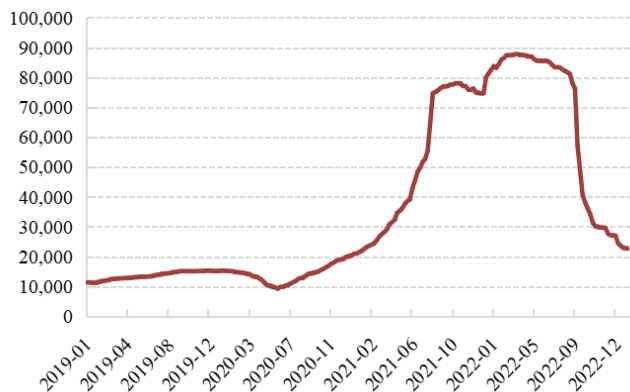
图 54：汽车滚装船运输业务收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

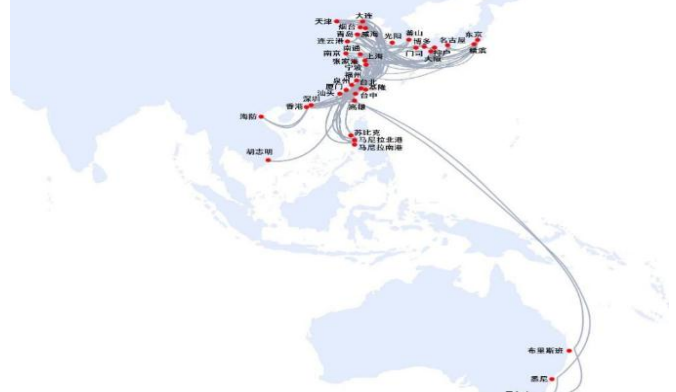
受益于集装箱船历史级别高运价，公司集运业绩创新高。2021年，公司完成收购中外运集运有限公司100%股份，公司集装箱船队实现营收55.1亿元，毛利17.9亿元，尽管22年三季度，市场运价高位回落，但公司核心东北亚航线运价表现稳定，截至22Q3实现营收52.9亿元，同比增长48.2%。

图 55：集装箱船历史运价情况（美元/天）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

图 56：公司集装箱船主要运输航线



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1: 公司收入主要来源于海上运输业务，因此船队结构变化将会影响公司收入，我们根据公司现有船舶情况（自有以及租入），考虑到船舶船龄以及环保问题，假设新投资建造的船舶仅对老旧船以及环保不达标船进行替换，预计公司 2022/23/24 年主要的船力结构不发生重大变化。

假设 2: 根据原油运输运价模型，同时考虑到公司环保船数量较多能够享受更高的运价，我们预测 2022/23/24 年公司 VLCC-TCE 分别为 25000、35000、50000 美元/天，Aframax-TCE 分别为 28000、50000、60000 美元/天。

假设 3: 公司 VLOC 船队 100% 锁定率，我们根据历史锁定价格以及考虑到未来的铁矿石海上运输需求进一步修复，预计 2022/23/24 年公司 VLOC 锁定价格分别为 36000、35000、36000 美元/天；同时根据干散货运输运价模型，预测公司其他散货船平均运价分别为 22000、24000、25000 美元/天；假设公司船舶运营天数为 350 天，2022/23/24 年原油运输预计能够为公司带来 TCE 收入 34、48、68 亿元；干散货船合计能够为公司带来 TCE 收入 89、93、96 亿元。

表 13：原油运输业务预测

	2022E	2023E	2024E
运营天数	350	350	350
汇率	6.9	6.8	6.8
VLCC 船数	51	51	51
VLCC-TCE (美元/天)	25000	35000	50000
Aframax 船数	5	5	5
Aframax-TCE (美元/天)	28000	50000	60000
原油运输 TCE 收入 (亿元)	34	48	68
VLOC 船数	23	23	23
VLOC 锁定价格 (美元/天)	36000	35000	36000
其他干散货船数	129	129	129
其他干散货船平均运价 (美元/天)	22000	24000	25000
干散货运 TCE 收入 (亿元)	89	93	96

数据来源：公司公告，西南证券

假设 4: 汽车滚装船通过改装等进入远洋航线，预计 2022/23/24 年外贸汽车滚装船分别为 1、4、7 条，考虑到外贸汽车滚装船运价目前已达历史级别高位，我们预测公司 2022/23/24 年外贸船运价相较于内贸分别上涨 30000、50000、10000 美元/天。

假设 5: 全球集装箱海运需求减弱，压港情况缓解，22 年 9 月运价逐步进入下行，预计 2022/23/24 年公司集装箱船业务收入同比+16%、-15%、-10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
油轮运输	收入	3845.3	5855.1	7524.9	9506.0
	增速	-55.0%	52.3%	28.5%	26.3%
	成本	4190.8	5028.9	5355.8	5623.6
	毛利率	-9.0%	14.1%	28.8%	40.8%
干散货运输	收入	11371.2	11518.1	12215.6	13310.1
	增速	59.3%	1.3%	6.1%	9.0%
	成本	8721.8	8983.5	9432.6	10375.9
	毛利率	23.3%	22.0%	22.8%	22.0%
滚装运输	收入	1539.1	1589.8	1932.8	2533.1
	增速	28.6%	3.3%	21.6%	31.1%
	成本	1366.0	1502.6	1622.8	1817.5
	毛利率	11.3%	5.5%	16.0%	28.2%
集装箱运输	收入	5513.4	6395.6	5436.2	4892.6
	增速	-	16.0%	-15.0%	-10.0%
	成本	3725.4	4097.9	3606.1	3407.8
	毛利率	32.4%	35.9%	33.7%	30.3%
合计	收入	24412.2	27716.0	29679.2	33017.0
	增速	35.1%	13.5%	7.1%	11.2%
	成本	19835.8	21640.2	22227.2	23611.5
	毛利率	18.7%	21.9%	25.1%	28.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 277.2、296.8、330.2 亿元，归母净利润分别为 51.4、62.5 和 76.7 亿元。

5.2 绝对估值

关键假设：

- 1) 无风险利率选取国债 5 年期到期收益率 2.64%；
- 2) 无杠杆系数为 1.16；
- 3) 税率：保持 15%税率。

表 15：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10%
永续期增长率	0.5%
无风险利率 R_f	2.64%
市场组合报酬率 R_m	10.00%
有效税率 T_x	15%
β 系数	1.16
债务资本成本 K_d	1.16%
债务资本比重 W_d	24.5%
股权资本成本 K_e	13.68%
WACC	10.57%

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值（亿元）	83492.39
净债务价值（亿元）	8886.07
股票价值（亿元）	74606.32
每股价值（元）	9.18

数据来源：西南证券

表 17：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	9.07%	9.57%	10.07%	10.57%	11.07%	11.57%	12.07%
-1.0%	10.07	9.43	8.86	8.33	7.85	7.41	7.01
-0.5%	10.45	9.76	9.15	8.59	8.08	7.62	7.19
0.0%	10.86	10.13	9.47	8.87	8.33	7.84	7.39
0.5%	11.33	10.53	9.82	9.18	8.60	8.08	7.60
1.0%	11.86	10.99	10.21	9.52	8.90	8.35	7.84
1.5%	12.45	11.49	10.65	9.90	9.24	8.64	8.10
2.0%	13.13	12.07	11.14	10.33	9.60	8.96	8.38

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 9.18 元。该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来。同时公司处于周期性较强的航运板块，受行业景气度影响较大，采用相对估值法更适合，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

基于公司两大主营业务，油运以及干散货运，我们采用分部估值法对公司价值进行衡量。

俄乌冲突影响下全球原油运输格局重构，运输效率降低，同时进一步放缓的运力供给为原油运输市场带来积极影响，公司拥有世界最大的自有 VLCC 船队，同时公司 32 艘节能环保型 VLCC 中 10 艘已经加装脱硫塔，更具向上业绩弹性。我们选取中远海能作为招商轮船油运板块的可比公司，给予 2023 年公司油运板块 17 倍 PE，对应油运板块市值为 330.8 亿元。

表 18：油运板块可比公司估值（截止至 2.9 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	PE (TTM)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600026.SH	中远海能	15.43	-	-1.04	0.31	0.93	1.15	-	50	17	13
平均值								-	50	17	13

数据来源：Wind，西南证券整理

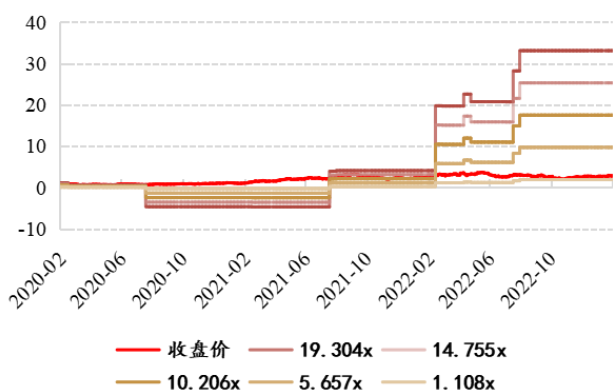
我们认为中国建筑业以及房地产行业对钢材消费需求逐步恢复下，铁矿石海上运输需求修复，同时运力放缓有望推升运价上涨，我们选取太平洋航运、中远海特作为招商轮船干散货运板块的可比公司，太平洋航运、中远海特目前的 PE 均远低于近三年中值水平，2023 年平均 PE 为 6 倍，我们认为公司凭借世界一流散货船队能够获取高收益，享受一定的估值溢价，给予 2023 年公司干散货运板块 10 倍 PE，对应干散货运板块市值为 239 亿元。

表 19：干散货运板块可比公司估值（截止至 2.9 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元/港元)	PE (TTM)	EPS (元/港元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2343.HK	太平洋航运	2.88	2	1.23	1.06	0.83	0.52	2	3	3	6
600428.SH	中远海特	7.11	23	0.14	0.47	0.91	1.04	36	15	8	7
平均值								20	9	6	6

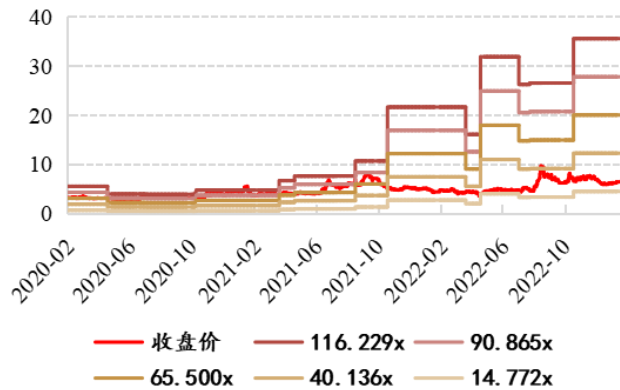
数据来源：Wind，西南证券整理

图 57：太平洋航运近三年 PEband



数据来源：Wind，西南证券整理

图 58：中远海特近三年 PEband



数据来源：Wind，西南证券整理

强劲的汽车海运需求将推动运价持续上涨，公司通过对船舶升级改造等加速布局汽车滚装船远洋运输，外贸业务发展值得期待，我们选取盛航股份、中谷物流作为招商轮船其他板块的可比公司，给予 2023 年 13 倍 PE，对应市值为 248.7 亿元，综合来看，我们预测公司 2023 年市值为 818.4 亿元，对应股价为 10.07 元/股，维持“买入”评级。

表 20：其他运板块可比公司估值（截止至 2.9 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	PE (TTM)	EPS (元/港元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
001205.SZ	盛航股份	28.24	29	1.08	1.10	1.56	2.07	22	26	18	14
603565.SH	中谷物流	16.56	8	2.51	2.05	2.04	2.11	11	8	8	8
平均值								17	17	13	11

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 宏观经济波动风险。国际宏观环境复杂，全球经济复苏动能趋弱，主要经济体通胀压力严重，石油是航空、航运及工业的主要燃料，经济的不景气可能导致石油需求的萎缩，进而影响航运市场的景气度，从而对公司经营造成影响。

2) 地缘政治风险。俄乌冲突引发全球能源价格震荡和地缘政治角力升级，可能影响公司部分地区及航线的业务开展，对公司整体战略和经营效益造成一定的影响。

3) 燃油价格波动风险。航运成本中的船用燃料油成本占比较大，燃油价格大幅上涨带来燃油成本上升，将导致公司船队运营成本上升，对公司的盈利能力产生影响。

4) 运价上涨不及预期风险。运价受市场供求关系影响，若需求下降、供给增加，航运细分市场景气下行，运价上涨不及预期可能影响公司部分业务或航线的效益，进而影响公司经营目标的实现。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24412.23	27716.03	29679.19	33017.00	净利润	3658.57	5209.87	6333.76	7774.44
营业成本	19835.84	21640.24	22227.21	23611.45	折旧与摊销	2462.46	1940.17	2024.35	2118.38
营业税金及附加	33.29	32.35	35.12	227.82	财务费用	481.06	89.42	101.98	113.67
销售费用	99.32	74.83	80.13	92.45	资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	820.37	803.76	860.70	974.00	经营营运资本变动	2394.84	-1753.89	189.05	-294.28
财务费用	481.06	89.42	101.98	113.67	其他	-2488.56	-731.61	-777.32	-814.17
资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6508.51	4753.96	7871.82	8898.04
投资收益	705.00	740.25	777.27	816.13	资本支出	1129.21	-4000.00	-3500.00	-3000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-743.92	741.24	777.27	816.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	385.29	-3258.76	-2722.73	-2183.87
营业利润	4389.66	5815.68	7151.31	8813.75	短期借款	46.70	-3518.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-46.77	-30.65	-33.82	-34.43	长期借款	-4364.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	4342.89	5785.03	7117.49	8779.31	股权融资	-1582.73	0.00	0.00	0.00
所得税	684.32	575.15	783.73	1004.87	支付股利	-835.77	-721.81	-1027.88	-1249.61
净利润	3658.57	5209.87	6333.76	7774.44	其他	-52.07	-3879.55	-101.98	-113.67
少数股东损益	49.50	70.49	85.70	105.19	筹资活动现金流净额	-6788.26	-8119.46	-1129.86	-1363.28
归属母公司股东净利润	3609.07	5139.38	6248.06	7669.25	现金流量净额	-80.67	-6624.26	4019.23	5350.89
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10669.09	4044.83	8064.06	13414.95	成长能力				
应收和预付款项	3598.66	5636.94	5549.92	6091.27	销售收入增长率	35.08%	13.53%	7.08%	11.25%
存货	1344.15	1466.10	1504.22	1598.90	营业利润增长率	47.16%	32.49%	22.97%	23.25%
其他流动资产	1117.78	150.15	160.78	178.86	净利润增长率	30.11%	42.40%	21.57%	22.75%
长期股权投资	3074.63	3074.63	3074.63	3074.63	EBITDA 增长率	22.63%	6.98%	18.26%	19.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	38348.58	40465.16	41997.55	42935.92	毛利率	18.75%	21.92%	25.11%	28.49%
无形资产和开发支出	478.44	468.36	458.28	448.19	三费率	5.74%	3.49%	3.51%	3.57%
其他非流动资产	1504.21	1457.55	1410.89	1364.23	净利率	14.99%	18.80%	21.34%	23.55%
资产总计	60135.54	56763.70	62220.32	69106.95	ROE	13.61%	15.58%	16.34%	17.17%
短期借款	3518.10	0.00	0.00	0.00	ROA	6.08%	9.18%	10.18%	11.25%
应付和预收款项	3596.28	3693.46	3820.61	4126.79	ROIC	9.44%	12.06%	13.74%	16.30%
长期借款	18094.44	18094.44	18094.44	18094.44	EBITDA/销售收入	30.04%	28.31%	31.26%	33.45%
其他负债	8043.37	1527.44	1551.03	1606.65	营运能力				
负债合计	33252.18	23315.34	23466.08	23827.87	总资产周转率	0.41	0.47	0.50	0.50
股本	8107.84	8126.25	8126.25	8126.25	固定资产周转率	0.64	0.74	0.78	0.85
资本公积	12209.31	12190.90	12190.90	12190.90	应收账款周转率	20.51	16.74	14.50	15.90
留存收益	8162.87	12580.44	17800.62	24220.26	存货周转率	16.26	15.40	14.95	15.20
归属母公司股东权益	26403.07	32897.58	38117.77	44537.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.32%	—	—	—
少数股东权益	480.29	550.78	636.47	741.66	资本结构				
股东权益合计	26883.35	33448.36	38754.24	45279.07	资产负债率	55.30%	41.07%	37.71%	34.48%
负债和股东权益合计	60135.54	56763.70	62220.32	69106.95	带息债务/总负债	65.00%	77.61%	77.11%	75.94%
					流动比率	1.15	2.48	3.24	4.19
					速动比率	1.06	2.15	2.92	3.88
					股利支付率	23.16%	14.04%	16.45%	16.29%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.63	0.77	0.94
					每股净资产	3.25	4.05	4.69	5.48
					每股经营现金	0.80	0.59	0.97	1.09
					每股股利	0.10	0.09	0.13	0.15
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	7333.19	7845.27	9277.64	11045.79					
PE	16.17	11.35	9.34	7.61					
PB	2.21	1.77	1.53	1.31					
PS	2.39	2.11	1.97	1.77					
EV/EBITDA	10.09	9.10	7.26	5.61					
股息率	1.43%	1.24%	1.76%	2.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn