

招商轮船 (601872.SH)

综合航运服务商，油散双核蓄势待发

买入

核心观点

招商轮船是以油气和干散货为双核心，集装箱、汽车滚装运输为有机补充的综合货物运输航运龙头。公司是全球最大 VLCC（超大型原油轮）、VLCC（超大型矿砂船）船东，油运和散货运输是公司的双核主业，2017-2020 期间营业收入占比超过 80%，21 年新收购集运船队后，油散的收入占比有所下降，但是总收入体量实现大幅增长，17-21 期间营收 CAGR 达 41.5%，正处高速拓展、成长阶段。

招商轮船拥有全球最大的 VLCC 船队，有望尽享中国复苏带来的 β 。VLCC 船主要面向中东-远东及美湾/远东市场，中国作为全球最大的原油单一进口国，占全球原油总进口量的 19%，但是受疫情因素影响，2021-2022 期间中国原油进口量同比均出现下滑，23 年随着疫情影响消除，VLCC 的运输需求有望较快回升。供给方面，21H2 以来油运船东新造 VLCC 意愿偏弱，叠加全球 VLCC 步入老龄化，预计 2023-2024 期间即期市场有效运力同比将下降 1.5%/8.0%，供需格局的改善有望带来运价中枢抬升。截至 1 月 5 日，公司拥有营运中的自有 VLCC52 艘，期租租入 VLCC1 艘，VLCC 船队规模位列全球第一，有望尽享行业红利，年内 TCE 均值每波动 10000 美元/天，公司自有 VLCC 船队有望创造 13.15 亿元的增量业绩。

招商轮船散货船队稳定性和弹性兼具。Cape 船型运价是散运景气度最核心的指标，主导了波罗的海散货运价指数，受港口条件、贸易体量影响，Cape 船型主要运输南美/澳洲发往中国的铁矿石，类似于原油，21-22 期间我国铁矿石进口量均出现了同比下滑的情况，23 年全球经济格局尚存不确定性，在内循环的政策基础下，基建项目开工有望回升，带动铁矿石进口需求提升。截至 2 月末，Cape 船型在手订单规模 23.0 百万载重吨，占现有运力规模的比例已下降至 2.4%，接近 1996 年以来最低水平，看好 Cape 运价带动 BDI 较快回升。公司的散货船队由 VLCC 及其他中小船型组成，其中 VLCC 为公司的稳定收益来源，近年全部以完全锁价形势运营，有望为公司带来每年 6 亿元的净利润。其余中小型船舶具备较大弹性，年内 TCE 均值每波动 10000 美元/天，有望为公司带来 15.92 亿元增量利润。

股权激励彰显公司信心。3 月 8 日，招商轮船发布股权激励草案，条件较为苛刻，超出市场预期：其一，行权价格较公告日收盘价折价偏小；其二，EOP 考核指标达 30%，超过公司过去十年最高水平；其三，股权激励对营收 CAGR 进行考核，彰显公司对行业景气度提升及对自身抗周期能力的信心。

盈利预测与估值：受益于中国需求的复苏，公司有望迎油散双核共振，预计 2022-24 年归母净利润 49/71/84 亿元（+35%/45%/18%），通过与其他航运龙头的横向比较，我们认为公司合理的 PB 估值区间在 2.13-2.24X 之间，对应公司合理估值 9.09-9.60 元/股，相对 3 月 14 日收盘价有 21.6-28.3%溢价，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：中国需求复苏不及预期、疫情超预期反复、安全事故、燃油港口等成本超预期上涨、中国汽车出口不及预期等。

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：姜明

021-60933128

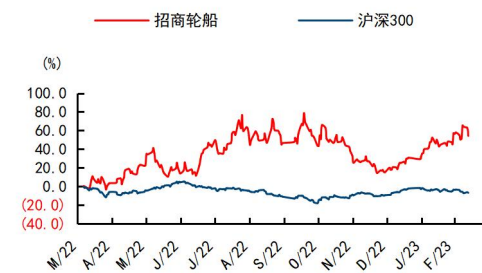
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	9.09 - 9.60 元
收盘价	7.48 元
总市值/流通市值	60784/60784 百万元
52 周最高价/最低价	8.76/3.70 元
近 3 个月日均成交额	392.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,073	24,412	27,389	31,102	33,073
(+/-%)	24.2%	35.1%	12.2%	13.6%	6.3%
净利润(百万元)	2777	3609	4869	7077	8372
(+/-%)	72.2%	29.9%	34.9%	45.4%	18.3%
每股收益(元)	0.41	0.45	0.60	0.87	1.03
EBIT Margin	20.8%	14.8%	21.0%	26.7%	29.5%
净资产收益率(ROE)	10.9%	13.7%	16.3%	20.4%	20.6%
市盈率(PE)	18.2	16.8	12.5	8.6	7.3
EV/EBITDA	14.1	16.8	11.8	8.7	7.5
市净率(PB)	1.97	2.30	2.04	1.75	1.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

招商轮船：以油散为核心的综合航运龙头	6
公司沿革及经营概况	6
公司历史财务数据	7
中国需求或引油散共振	8
中国需求改善有望拉动超大型原油轮（VLCC）景气度	8
VLCC 有效运力或已达峰，为 2-3 年的高景气打下坚实基础	10
中期运价中枢有望随供需改善持续抬升，旺季弹性或更值得期待	11
中国需求的边际变化对散运景气度具有较大影响	13
Cape 船后续供给压力有限，看好散货运价回升	15
招商轮船攻守兼备，弹性与稳定性兼具	17
油运及中小型散货船为矛，共振向上弹性可期	17
LNG、VLCC 船队为盾，有望每年为招商轮船贡献 13 亿元利润	19
集装箱、滚装为公司“2+N”战略的推进	19
股权激励彰显信心，超市场预期	21
盈利预测	22
油轮板块盈利预测	22
干散货板块盈利预测	24
滚装船板块盈利预测	24
集装箱板块盈利预测	25
核心板块盈利预测小结	26
估值与投资建议	26
估值	26
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图 1: 招商轮船股权结构及主要子公司/参股公司	7
图 2: 2017 年以来招商轮船收入快速增长	7
图 3: 2018 年以来招商轮船归母净利均实现正增长	7
图 4: 招商轮船油轮及干散货业务的波动性较大	8
图 5: 招商轮船收入分部情况	8
图 6: 干散和油轮的周期错配带来公司整体毛利率稳定	8
图 7: 招商轮船与中远海能、太平洋航运的净利率比较	8
图 8: 中国原油进口量占全球原油进口比重较高且持续提升	9
图 9: VLCC 在手订单占运力比降至 30 年低位	9
图 10: 21-22 年我国原油进口量均同比下滑	9
图 11: 2022Q4 起我国原油进口累计同比降幅收窄	9
图 12: 历史上运力增速与运价反方向波动	10
图 13: 21H2 以来 VLCC 新订单量骤减	11
图 14: VLCC 在手订单占运力比降至 30 年低位	11
图 15: VLCC 老龄化速度大于运力新增速度	11
图 16: 15 岁以下 VLCC 运力已于 22 年达峰	11
图 17: 23 年小旺季运气高企, Q4 弹性或更可期	13
图 18: 全球散运主要货种的周转量分布 (2021 年数据)	14
图 19: 各国铁矿石周转量占比 (进口国口径、2021 年数据)	14
图 20: Cape 船型运价波动率更高	14
图 21: 21-22 年我国原油进口量均同比下滑	15
图 22: 我国铁矿石进口已从 2022 年开始改善	15
图 23: 21-22 年螺纹钢产量承压	15
图 24: 二手房回暖有望带动散运需求回升	15
图 25: 散货船队今年规模扩张趋缓	16
图 26: 散货船队在手订单占运力比已降至 7.2%	16
图 27: Cape 船型供给格局较散运整体更优	16
图 28: Cape 船队在手订单占运力比处于历史低位	16
图 29: Cape 船型运价波动率更高	17
图 30: 公司集装箱船队主要航线	20
图 31: 亚洲航线运价波动率小于洲际航线	20
图 32: 公司 2022 年开始切入外贸滚装市场	21
图 33: 2021-2022 中国汽车出口量超预期增长	21
图 34: 招商轮船的 PB 估值与油运 TCE 高度相关	27

表1: 公司船队资产 (截至 2022. 9. 30)	6
表2: 1990 年以来各季度 TD3C 航线 TCE	12
表3: 脱硫塔对 VLCC 燃油成本影响较大	18
表4: 招商轮船油轮船队弹性测试	18
表5: 招商轮船干散货船队 (除 VLCC 船型) 弹性测试	19
表6: 招商轮船股权激励行权条件超预期	22
表7: 油运板块盈利预测	23
表8: 散货板块盈利预测	24
表9: 滚装板块盈利预测	25
表10: 集装箱板块盈利预测	25
表11: 招商轮船核心板块盈利预测小结	26
表12: 招商轮船与可比公司的估值比较	27

招商轮船：以油散为核心的综合航运龙头

公司沿革及经营概况

招商轮船以油气和散货为双核心，多元化布局的综合航运龙头。公司成立于 2004 年，是一家以油气、干散货海运为双核心，集装箱、汽车滚装运输为有机补充的综合货物运输航运龙头。截至 2022Q3，公司合计拥有自有船舶 221 艘（3763.4 万载重吨），租入船舶 69 艘（285.5 万载重吨），代管船舶 3 艘（16.31 万载重吨）。按船舶分类，公司拥有全球规模最大的 VLCC 船队（52 艘）和 VLOC 船队（34 艘），在油气、大宗商品运输中始终保持领先地位；除油气运输、干散货两项核心主业外，公司还拥有滚装船队（22 艘）、集装箱船队（26 艘）及活畜船队（2 艘）。

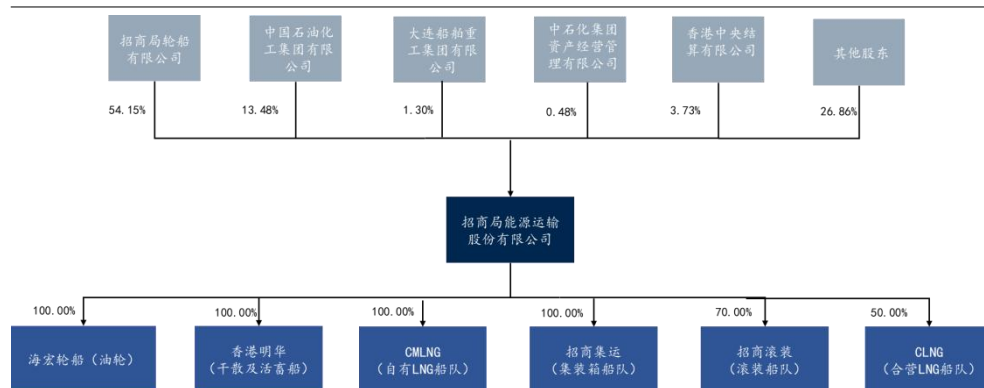
表1：公司船队资产（截至 2022.9.30）

船舶类型	所属公司	控制方式	船型	艘数	载重吨（万 DWT）	平均船龄	订单艘数	订单载重吨（万 DWT）	
油轮	海宏轮船	自有（100%权益）	VLCC	51	1580.42	7.5	1	30.7	
			AFRAMAX	5	53.58	14	3	34.5	
			油轮小计	56	1634	8	4	65.2	
		自有	VLOC-400k	28	1118.19	5.5	（其中 14 艘 100%权益，14 艘 30%权益）		
			VLOC-325k	6	194.96	2	（30%权益）		
			CAPE SIZE	16	286.88	11.8			
散货船	香港明华	自有	PANAMAX	8	64.43	10.1			
			ULTRAMAX	20	125.72	6.3			
			SUPRAMAX	10	57.95	10.7			
		长期及短期租入船	HANDYMAX	4	18.45	10.3			
			HANDY SIZE	8	29.7	6.1			
			超灵便通用型多用途船	4	24.65	0.4			
		散货船小计	代管 VLOC	3	120.71				
			自有船	104	1920.95	7.5			
			租入船	59	266.98				
			代管船	3	120.71				
LNG	CMLNG	自有	LNG				14	113.72	
	CLNG 及直接持有部分股权	合资	LNG	21	165.56	6.3	7	56.66	
滚装船	招商滚装	自有	滚装船	22	8.55	9.5	（广汽集团持有 30%权益）		
集装箱船	招商集运	自有	支线船	16	33.33	11.7	4	7000T/9.62	
		租入	支线船	10	18.52	17.9			
活畜船	香港明华	合资	活畜船	2	0.98	17.6	持 41.5%权益		
合计		自有		221	3763.39	8.1	29	245.2	
		租入		69	285.5				
		代管		3	120.71				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

招商轮船的第一大股东为招商局轮船有限公司持股 54.15%（截至 22.9.30），实际控制人为招商局集团有限公司，各版块由不同子公司分业经营。其中：油轮船队由 100%控股子公司海宏轮船作为经营实体；散货船及活畜船由 100%控股的香港明华作为经营实体；LNG 船由公司独资的 CMLNG 及与中远海能分别持股 50%的 CLNG 作为经营实体；滚装船由控制 70%（广汽集团参股 30%）的招商滚装作为经营实体；集装箱船由招商集运作为经营实体。

图1: 招商轮船股权结构及主要子公司/参股公司



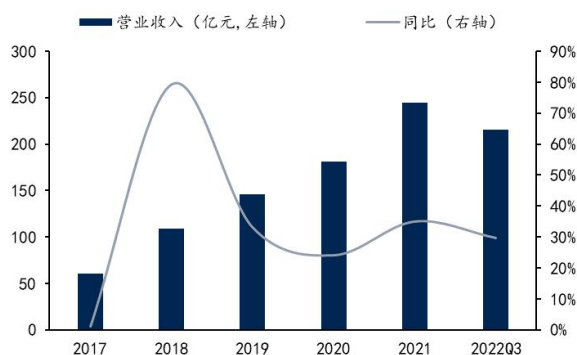
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司历史财务数据

招商轮船收入增长较快，油轮和干散是公司核心收入来源。2017-2021 期间，招商轮船的营业收入 CAGR 达到 41.5%，实现了快速增长。分业务来看，油轮和干散货是公司的核心业务，2017-2020 期间营业收入占比超过 80%，21 年新收购集运船队后，收入体量再次大幅增长。

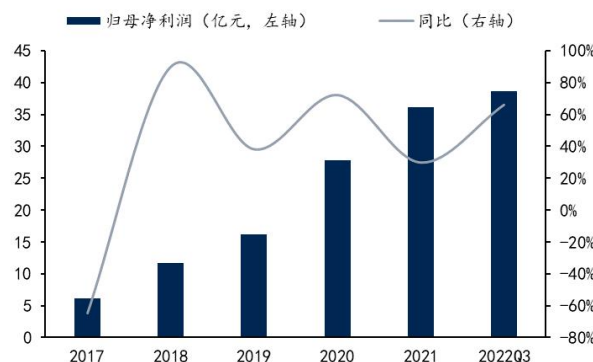
多元化布局一定程度平抑单赛道波动性，业绩弹性较大。招商轮船主营的油运和干散货均为强周期性行业，运价和利润率的波动性较大，但是油运和干散货航运的周期性略有不同，如 2020 年干散货表现低迷时，油运上半年表现强劲以及 2021 年油运表现低迷但干散货表现相对较好，双主业的布局使得过去两年公司业绩较专注油运的中远海能、散货的太平洋航运波动性更小；但行业属性仍使得公司较其他板块具备更大弹性。

图2: 2017 年以来招商轮船收入快速增长



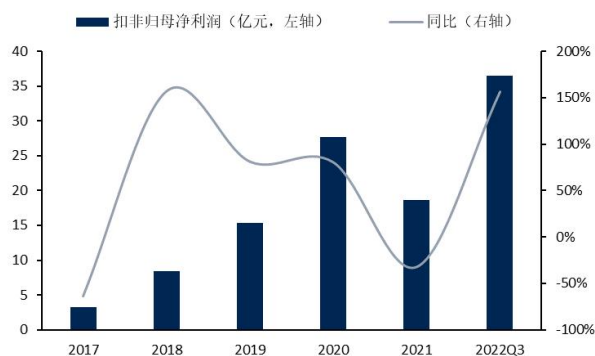
资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图3: 2018 年以来招商轮船归母净利润均实现正增长



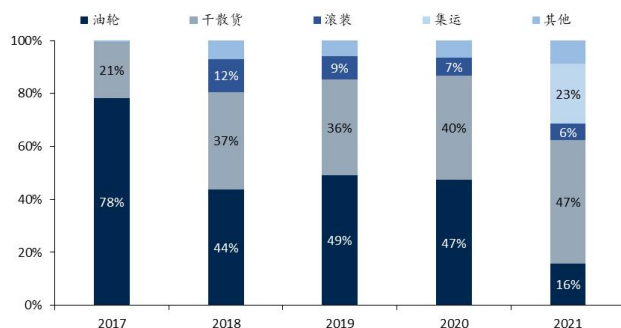
资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图4: 招商轮船油轮及干散货业务的波动性较大



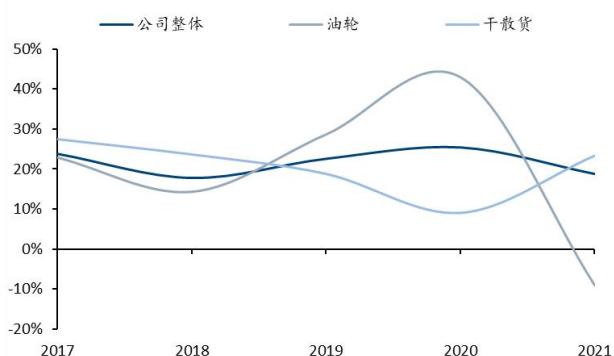
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图5: 招商轮船收入分部情况



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图6: 干散和油轮的周期错配带来公司整体毛利率稳定



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图7: 招商轮船与中远海能、太平洋航运的净利率比较



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

中国需求或引油散共振

中国需求改善有望拉动超大型原油轮（VLCC）景气度

中国的原油进口量约占21年全球进口量的19%，对油运行业整体景气度的影响较大。随着我国经济高速发展，中国进口原油占全球原油的比重不断提升，从2010年约10.6%的水平提升至2019年约17.0%的水平，2020-2021年，因我国经济受疫情影响较小，占比更是达到了约19.9%、19.0%的水平，对全球原油贸易的影响举足轻重。

如仅考虑VLCC的需求，由于港口因素的限制，中国需求的地位更加凸显。从2021

年全球原油的贸易格局来看，主要进口国为欧洲（20.2%）、中国（19.0%）、美国（12.7%）、印度（8.0%）、日本（5.0%）等，但是欧洲的港口多无法靠泊 VLCC 且俄乌冲突前大量欧洲原油来自于俄罗斯管道，因此欧洲原油进口需求对 VLCC 船型的影响有限。相较于行业整体而言，VLCC 船型的景气度与中国需求相关度明显更高。

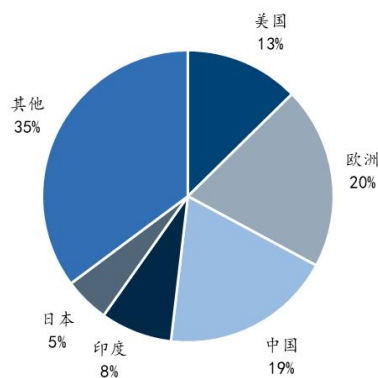
2020-2022 中国原油进口量下滑，但是 22Q4 起中国需求已经开始发力，2023 大概率继续向好。2020 及 2021 年，中国原油的进口量分别为 513.0/508.3 百万吨，同比分别-5.4%/-0.9%，较 2011-2015 年平均 7.0%、2016-2019 年平均 10.8% 的增速明显下滑，主要来自于疫情压抑了人员流动、工业活动的影响。但是 22Q4 以来，随着疫情管控的逐步放松，中国原油的进口量已经开始较快恢复。23 年为我国对新冠疫情实行乙类乙管的元年，国内经济活动活跃程度有望大幅改善，带动原油的消费量及进口量重回增长趋势，IEA 预计中国原油需求将增加 13.8 万桶/天（+4.1%），VLCC 运输需求有望随之回升。

图8：中国原油进口量占全球原油进口比重较高且持续提升



资料来源：BP 能源，国信证券经济研究所整理

图9：VLCC 在手订单占运力比降至 30 年低位



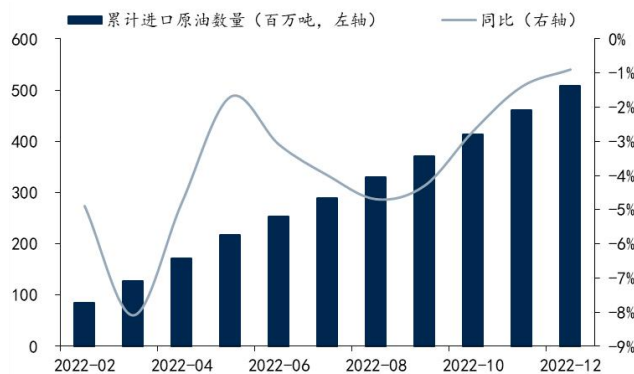
资料来源：BP 能源，国信证券经济研究所整理

图10：21-22 年我国原油进口量均同比下滑



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图11：2022Q4 起我国原油进口累计同比降幅收窄

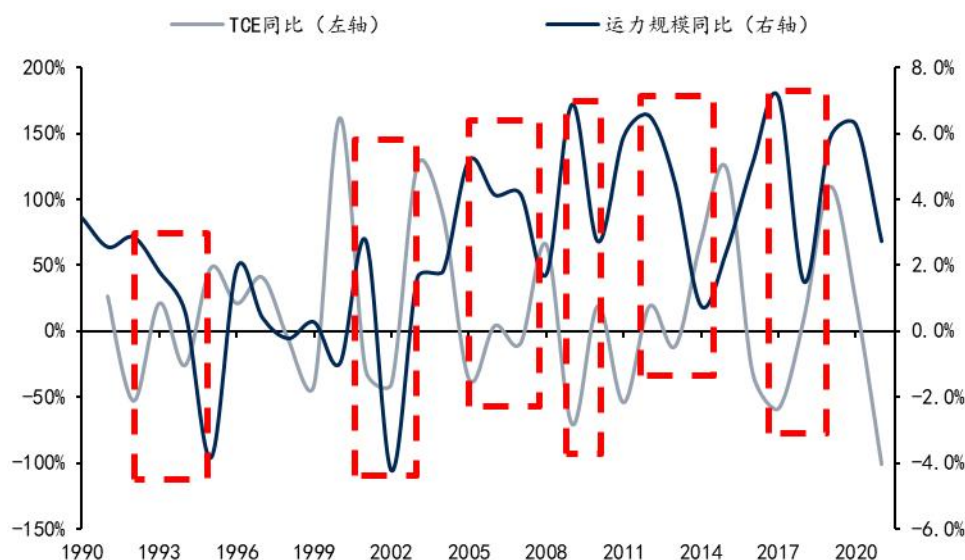


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

VLCC 有效运力或已达峰，为 2-3 年的高景气打下坚实基础

历史上来看，油运运价与运力规模增速呈现反向波动。其背后的原因有二：其一，原油是最主要的能源，其消耗量的增长较为稳定，运力扩张增速的趋缓意味着供需格局的改善；其二，原油具备较强的金融属性，油运作为石油贸易的主要载体，预期对基本面的影响较大，运力扩张的趋缓给予了船东更强的议价权。

图12: 历史上运力增速与运价反方向波动

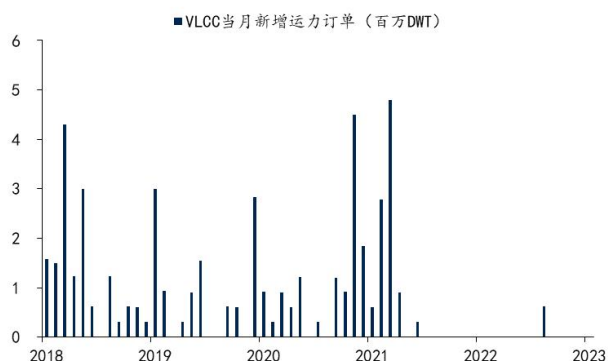


资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

21H2 以来 VLCC 船型新订单仅 2 艘（62 万载重吨），当前在手订单占运力比已降至 2.1%，短期运力规模增速下滑较为确定。受新冠疫情影响石油消费量、环保要求趋严对未来船用燃料技术路线不明确、大型船台已被集装箱船舶占据、船舶造假高等多因素共同影响，船东普遍对 VLCC 运力扩张的意愿较低，在过去的 19 个月中，仅 22 年 8 月出现了 2 艘 VLCC 订单，其余月份均无船东下订单新造 VLCC，截至 2 月末，在手订单占运力比已下降至 2.1% 的低位，处于过去 30 年最低水平。且由于目前造船厂大型船舶的产能紧张，即便立即出现大量 VLCC 订单，新订单的交付大概率需延期至 2026 年，23-25 年运力增长将较为有限。

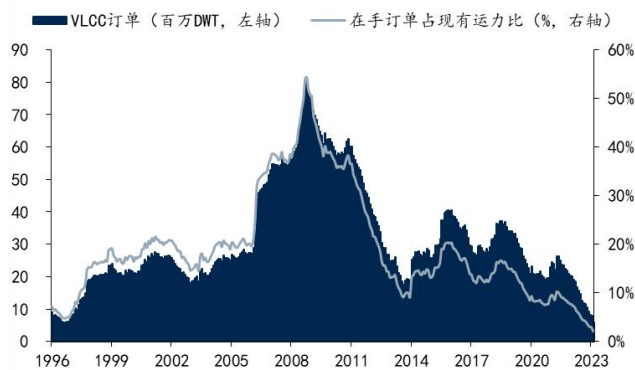
15 岁以下 VLCC 是即期市场的主力，“老龄化”或带来即期市场运力规模下降更甚于整体。由于油轮行业对安全性要求较高，主流租家往往优先选择 15 岁以下的船舶来进行运输，15 岁以上的船舶活跃程度便开始大幅下降，鲜有 20 岁以上的船舶参与现货市场。拆解当前 VLCC 船型的运力结构，截至 22 年末，15 岁以下的 VLCC 运力规模仅为 2.03 亿载重吨，已不足 22 年末运力规模的 75%，在 23-24 年新增运力有限的客观情况下，VLCC 老龄化的程度将会加剧，预计 23/24 年末 15 岁以下 VLCC 的运力规模将下降至 2.00/1.84 亿载重吨，同比-1.5%/-8.0%。

图13: 21H2 以来 VLCC 新订单量骤减



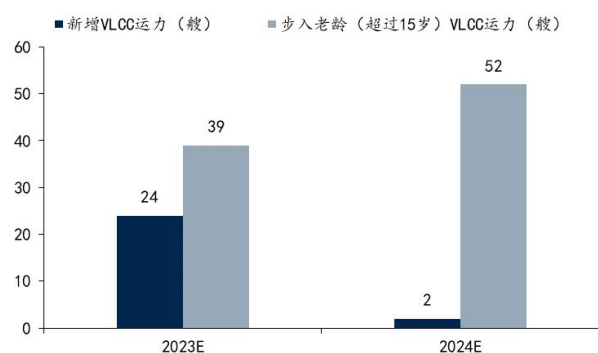
资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图14: VLCC 在手订单占运力比降至 30 年低位



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图15: VLCC 老龄化速度大于运力新增速度



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图16: 15 岁以下 VLCC 运力已于 22 年达峰



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

中期运价中枢有望随供需改善持续抬升，旺季弹性或更值得期待

需求恢复叠加供给制约运价中枢大概率持续抬升。需求侧来看，2023年起中国需求在从疫情管控走出来后，大概率较2022年有所改善，原油进口量有望恢复正增长；美国能源署亦预计美国石油产量将于2023年增加56万桶/日至1244万桶/日，需求侧有望较2022年继续改善。供给侧来看，克拉克森预计，23/24年交付的VLCC数量仅为24/2艘，但是同期步入15岁以上老龄船的VLCC为39/52艘，活跃运力已经开始下降，供需格局的明显改善有望带来运价中枢持续抬升。

环保公约限制有效运力弹性，旺季的弹性或更值得期待。2023年1月1日起，EEXI

和 CII 环保公约正式开始生效，其中 EEXI 对于船舶的排放管理要求较高，业内船东多数使用限制发动机功率的方式来满足 EEXI 要求，这将导致旺季运价提升时，船舶无法通过提速来提升有效供给，进而加大旺季运价的向上弹性。

截至 3 月 9 日，中东-远东（TD3C）运价已超 7 万美元/天，Q4 运价弹性有望大超预期。历史上来看，由于欧美等主要原油消费国的采暖需求集中于 Q1 和 Q4，且 Q2、Q3 为炼厂集中检修的时间点，因此 Q1、Q4 为行业传统旺季，Q2、Q3 为传统淡季。其中 Q1 虽亦为旺季，但是运价表现不如 Q4，1990 年以来，行业代表性的中东-远东（TD3C）航线在各个季度的平均运价分别为 Q4（44099 美元/天）、Q1（38067 美元/天）、Q2（32961 美元/天）、Q3（29886 美元/天）。

表2：1990 年以来各季度 TD3C 航线 TCE

年份	第一季(美金/天)	第二季(美金/天)	第三季(美金/天)	第四季(美金/天)
1990 年	31932	27238	26610	29515
1991 年	46671	39127	31482	28240
1992 年	16571	13776	15522	22453
1993 年	22274	18971	23113	18424
1994 年	12937	11898	16755	19157
1995 年	20184	18158	27131	24778
1996 年	28917	25638	29551	24974
1997 年	32135	33617	42440	45148
1998 年	36547	40384	36750	29624
1999 年	30641	19967	17100	17412
2000 年	25932	46763	65587	83476
2001 年	62797	36035	32977	23505
2002 年	17438	14766	13072	47896
2003 年	70433	43632	30881	64866
2004 年	84322	68076	76620	159564
2005 年	68956	41591	43168	98501
2006 年	73320	55256	81252	49826
2007 年	61732	51778	31098	90570
2008 年	92464	130671	95955	69517
2009 年	45134	20955	16850	30799
2010 年	48964	48078	19065	20132
2011 年	24681	14793	7567	16119
2012 年	26194	27441	4860	14942
2013 年	7115	11209	11674	34870
2014 年	29398	13824	22090	43906
2015 年	53646	56306	51862	81373
2016 年	58367	42590	19651	46639
2017 年	22409	18117	9889	19665
2018 年	8147	9107	13909	44795
2019 年	27948	12523	26103	92221
2020 年	75293	89891	18323	10313
2021 年	62	-3041	1750	-9327
2022 年	-7348	-11419	25576	61364
历史平均	38067	32961	29886	44099

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

图17: 23 年小旺季运气高企, Q4 弹性或更可期



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

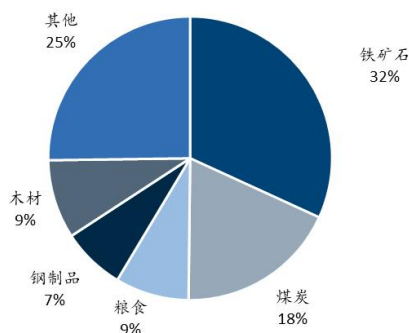
中国需求的边际变化对散运景气度具有较大影响

铁矿石和煤炭是散运最重要的运输品种。干散货航运的主要运输货种有铁矿石、煤炭、钢制品、木材及其他件杂货, 其中铁矿石占据了全球散运货物周转量约 29%, 为第一大货种, 另外占比约 7% 的钢制品为铁矿石的下游, 因此约 36% 的散运需求与铁矿石的贸易高度相关; 煤炭为第二大货种, 占全球散运货物周转量约 17%。

中国是散货进口第一大国, 约占全球散运周转量四分之一, 因此中国需求的边际变化对散运行业景气度具有较大影响。根据克拉克森数据, 中国占铁矿石进口周转量的比例约 75.5%, 占据全球主导地位; 中国占煤炭进口周转量的比例约为 15%, 仅次于印度, 亦具有较大影响力。仅以铁矿石和煤炭作为基数, 中国散运周转量占全球的比重已达 24.5%, 考虑到我国亦为粮食进口大国, 对散运整体需求的占比可能更高。

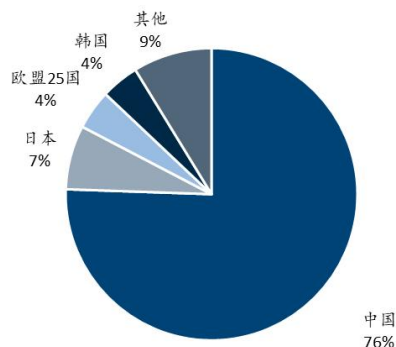
中国铁矿石需求的边际变化对散货航运价格的主导作用更为显著。根据波交所官网, 波罗的海散货运价指数的计算公式为 $BDI = (40\% * \text{CapesizeTCavg} + 30\% * \text{PanamaxTCavg} + 30\% * \text{SupramaxTCavg}) * 0.1$ (参数), 在指数编制上, 海峡船型 (Cape) 的租金对 BDI 指数的影响最大占 40%, 且考虑到 Cape 船型租金的波动率历史上较巴拿马型 (Panamax)、超灵便型 (Supramax) 更大, 因此 Cape 租金的变化是 BDI 指数的主导因素。Cape 船型受货运量较大、港口条件限制等因素影响, 其承接的货物主要为澳洲、南美、南非至中国的铁矿石, 因此中国铁矿石需求的变化是 BDI 指数的核心指标。

图18: 全球散运主要货种的周转量分布 (2021 年数据)



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图19: 各国铁矿石周转量占比 (进口国口径、2021 年数据)



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图20: Cape 船型运价波动率更高



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

类似于原油，21-22 年中国铁矿石进口量下降，但是 22 年已经开始改善。2021 和 2022 年，中国进口铁矿石的数量分别达到 11.24/11.07 亿吨，同比分别下降 3.89%、1.53%，类似于原油进口的表现，2022 年内中国进口铁矿石量的降幅开始收窄，23 年 1-2 月进口量达 1.94 亿吨，同比增长 7.24%。

中国铁矿石进口量的下滑主要来自于螺纹钢产量下降，至暗时刻或已过去。2021-2022 年期间，由于国内疫情管控、跨省流动不便、居民储蓄率提升等影响，国内地产景气度偏弱，进而导致开发商信心不足，新项目较少，螺纹钢亦因此承压。随着 23 年我国经济逐步放开以及各类保交楼、置换降税等政策的推出，国内

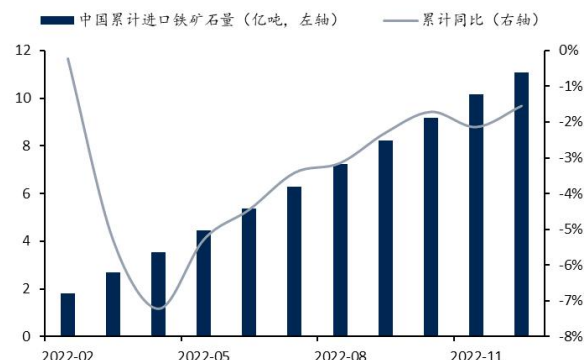
二手房挂牌量已经出现了较为明显的回升。

图21: 21-22 年我国原油进口量均同比下滑



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图22: 我国铁矿石进口已从 2022 年开始改善



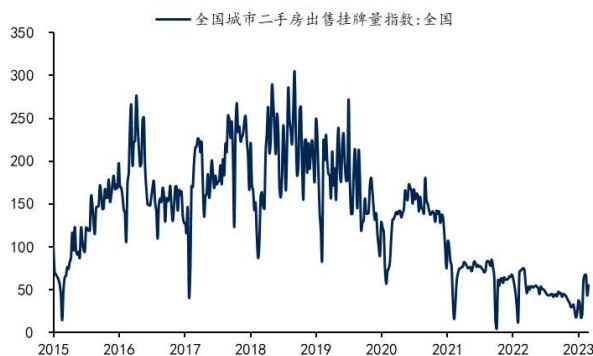
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图23: 21-22 年螺纹钢产量承压



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图24: 二手房回暖有望带动散运需求回升



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

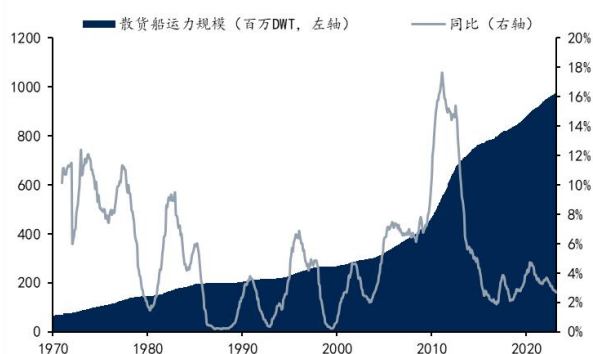
Cape 船后续供给压力有限，看好散货运价回升

散货船近年扩张速度较为缓慢。截至 2 月末，全球共计拥有散货船 9.76 亿载重吨，其中 Cape 船型 3.86 亿载重吨，约占 40%，2010 年后，随着中国对大宗货物需求增速放缓，散运行业始终处于消化过剩产能的过程当中，运力的增长相对较为有限，2016 年以来，行业运力规模的增速约为 2-5%。

造船意愿偏弱，行业供给格局有望加速改善，Cape 船型的供给格局优于行业整体。20 年起散货船东的新造船意愿已经显著下降，Cape 订单规模自 19 年末便已开始下降。截至 2 月末，散货船的手订单量仅为 70.7 百万 DWT，占现有运力规模的

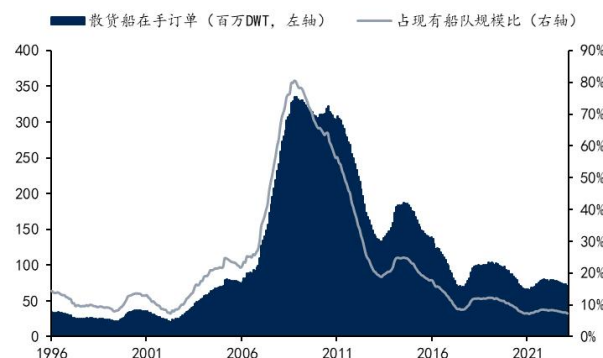
比例已从 08 年高点近 80% 的高位下降至 7.2%，供给格局改善的趋势较为明显；Capesize 的在手订单规模 23.0 百万载重吨，占现有运力规模的比例已下降至 2.4%，接近 1996 年以来最低水平。此外，考虑到船舶替换周期影响（上一轮大规模散货船下水在 2003-2010 期间），即便行业在手订单规模占运力比后续有所抬升，对行业整体有效运力规模的影响亦较为有限。

图25: 散货船队今年规模扩张趋缓



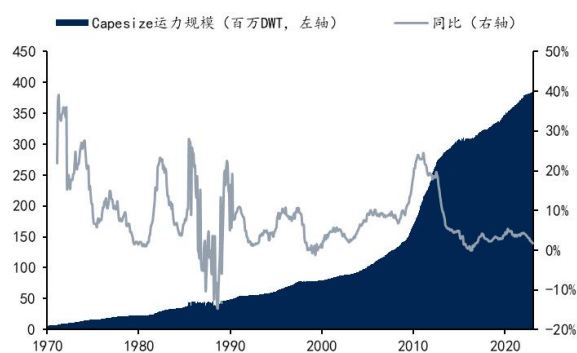
资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

图26: 散货船队在手订单占运力比已降至 7.2%



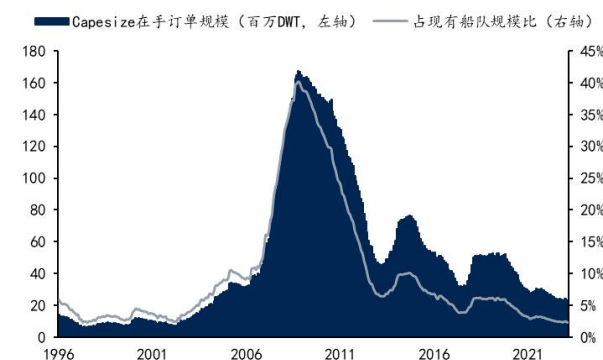
资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

图27: Cape 船型供给格局较散运整体更优



资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

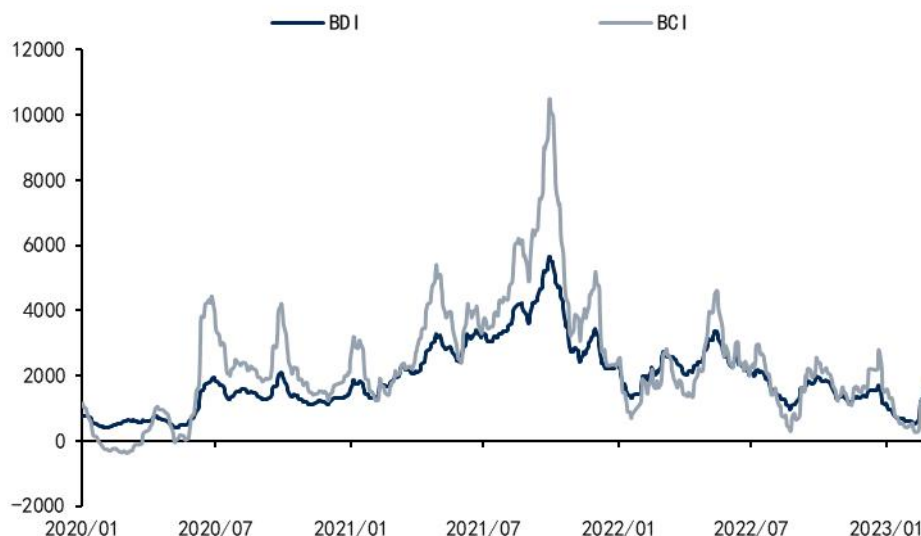
图28: Cape 船队在手订单占运力比处于历史低位



资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

行业供需格局的改善有望带来行业整体运价中枢修复，Cape 作为影响最大的船型，近期已经开始拉动 BDI 指数超预期回升。当前中国需求已经开始逐步恢复，中国铁矿石需求的边际改善有望带动 Cape 船型需求较快恢复，而行业在手订单的规模决定了未来 1-2 年中行业供给格局将继续向好，我们认为行业运价有望修复，其中 Cape 船型受益于更优的供给格局、船型需求亦与中国需求相关度更高，运价修复或较其他船型更大更快。

图29: Cape 船型运价波动率更高



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

招商轮船攻守兼备，弹性与稳定性兼具

从资产布局和营收比重来看，油气、干散货运输是招轮核心业务，此外还包括集运、滚装船；因运营方式的差异，弹性较大的板块包括油轮、集装箱、干散船队中除 VLCC 外的船型以及正在切入的外贸滚装市场；其他如干散货 VLCC、LNG、内贸滚装船波动率相对较低。

油运及中小型散货船为矛，共振向上弹性可期

油轮船队方面：

油运行业本身具有强周期、强 β 的特点，各公司在行情较好时理应差距不明显，但是招商轮船的盈亏平衡点明显低于同行，具备成本端的 α ：

1. 高低硫油价差较大情况下，脱硫塔为公司降低燃油成本：根据 3 月 9 日 Ship&Bunker 发布的全球 20 港平均燃油价计算，安装脱硫塔的 VLCC 具备较为明显的成本优势，ECO 型 VLCC（以日耗 50 吨燃油计算）安装脱硫塔后可以节约每天约 7950 美元的燃油费用，老旧船型由于耗油量更高，约 70 吨每天，节约的燃油费用更多，约为 11139 美元/天。截至 22Q3，招商轮船自有的 32 艘节能型 VLCC 已经全部完成脱硫塔安装，并持有一艘带脱硫塔的节能型 VLCC，盈亏平衡点相对更低。虽然在期租市场燃油成本多由租家负责，但是环保型船舶往往对租家具有更强吸引力，在议价过程中可以取得部分超额收益。
2. 公司资产减值充分，折旧成本较同行更低：不同于其他船东，招商轮船经营较

为稳健审慎，2014 年以来，除 18 年和 21 年效益较差外，其余年份公司均对自身船舶资产进行了减值，摊薄了后续的经营成本。

表3: 脱硫塔对 VLCC 燃油成本影响较大

假设	
非节能型 VLCC 油耗 (吨/天)	70
节能型 VLCC 油耗 (吨/天)	50
低硫油 VLSFO 全球 20 港均价 (美元/天)	636.5
380 高硫油全球 20 港均价 (美元/天)	477.5
结果	
船型	单日燃油费用 (美元/天)
非节能型 VLCC	44555
节能型 VLCC	31825
安装脱硫塔的非节能型 VLCC	33425
安装脱硫塔的节能型 VLCC	23875

资料来源: Ship&Bunker, 国信证券经济研究所整理及测算

年度 TCE 均值在招商轮船的盈亏平衡点上方每提升 10000 美元/天，招商轮船的油轮船队可以贡献约 13.15 亿元的增量业绩。招商轮船的油轮船队主要由 VLCC 和 Aframax 构成，在进行弹性测试时，我们将招商轮船的 Aframax 以 3:1 的换算关系折算为 VLCC 运力，并假设每年进坞检修时间为 10 天，美元汇率维持当前 6.9 的水平不变，则运价均值达到 5 万美元/天时，公司油轮船队可以取得 36.8 亿元的利润，如提升至 8/10 万美元/天，油轮船队可以贡献 76.2/102.5 亿元净利润。

表4: 招商轮船油轮船队弹性测试

基本假设					
VLCC 数量（艘）	52				
Aframax 数量（艘）	5				
等效总 VLCC 数量（艘）	53.67				
运营天数（天/年）	355				
美元兑人民币汇率	6.9				
招商轮船 VLCC 盈亏平衡点（美元/天）	22000				
测试结果					
年度 TCE 均值(美元/天)	20000	30000	50000	80000	100000
对应招商轮船油轮业绩（亿人民币）	-2.63	10.52	36.81	76.24	102.54

资料来源: 东财 Choice, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

招商轮船除 VLCC 外的干散货船队:

散货中小型船队的弹性不可忽视，年均 TCE 每波动 10000 美元/天，将为公司带来 15.92 亿元增量利润。招商轮船的干散货船队使用两种运营模式，其中 VLCC 为 100% 锁定，为干散货船队整体利润提供了保障，但是公司旗下拥有 70 艘其他散货船，为公司干散货船队提供较大弹性，同样假设 6.9 的美元汇率及 355 天的运营天数，年度 TCE 均值每波动 10000 美元/天（对应 BDI 指数波动 1000 点），散货船队可以贡献 15.92 亿元净利润，根据我们的测算，在年均 TCE 为 30000/50000 美元/天时（对应 BDI 年均 3000/5000 点），招商轮船的中小型散货

船队将为公司带来 23.9/55.7 亿元利润。

表5: 招商轮船干散货船队（除 VL0C 船型）弹性测试

基本假设					
除 VL0C 外的等效 Cape 数量（艘）		65			
运营天数（天/年）		355			
美元兑人民币汇率		6. 9			
招商轮船除 VL0C 外等效 Cape 船盈亏平衡点（美元/天）		15000			
测试结果					
年度 TCE 均值(美元/天)	10000	30000	50000	80000	100000
对应 BDI 指数全年均值	1000	3000	5000	8000	10000
对应招商轮船油轮业绩（亿人民币）	-7. 96	23. 88	55. 73	103. 49	135. 33

资料来源：东财 Choice，公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

LNG、VL0C 船队为盾，有望每年为招商轮船贡献 13 亿元利润

公司拥有和控制的 VL0C 船队规模位列世界第一，以锁定运价形式进行运营，盈利波动较小。公司自有 40 万吨级 VL0C14 艘，参股了（30%权益）14 艘 40 万吨级、6 艘 32.5 万吨级 VL0C，并代管了 3 艘 VL0C，经营、管理的 VL0C 船舶数量达到 37 艘，VL0C 船队全部已安装脱硫塔，规模稳居世界第一。2020-2022 期间，招商轮船干散货船队中的 VL0C 全部采用锁定运价的形式进行运营，且锁定运价水平平均高于当年 VL0C 一年期期租租金，为干散货业务提供了较为稳定的利润安全垫，每年均可以为招商轮船带来约 6 亿元的净利润。

公司 LNG 业务贡献稳定投资收益，预计 22-24 年每年为公司贡献约 7 亿元投资收益。公司目前已在运营的 LNG 业务包括与中远海能合营（各占 50%）的 CLNG 及公司通过全资子公司持有 25.5%股权的马亚尔项目，所有 LNG 船舶均与项目绑定，利润稳定。2021 年，CLNG 实现净利润 10.58 亿元，亚马尔项目实现净利润 6.32 亿元，为招商轮船带来了约 6.9 亿元的投资收益，考虑到亚马尔项目现已全部投产且 23 年 CLNG 无新船下水，24 年运力投放尚具备不确定性，保守预计 LNG 业务将为公司带来每年约 7 亿元的投资收益。

LNG 业务有望在 2025 年起快速放量。22 年，公司成立了 CMLNG，为自营 LNG 船舶进行准备，截至 22Q3，公司已签订 14 艘 LNG 船舶造船订单，其中 12 艘为项目船，2 艘为自营即期船舶，但是由于船台紧张，运力的投放大概率将集中于 25-26 年。

集装箱、滚装为公司“2+N”战略的推进

招商轮船集装箱船队：专注亚洲区域内，盈利波动相对较小

2021 年招商轮船以现金方式收购中国经贸船务有限公司持有的中外运集装箱运输有限公司 100%股权，标志着公司正式进军集装箱领域。公司集装箱船队全部为中小型支线集装箱船，其中自有 16 艘（23740TEU）、租入 13 艘（约 16000TEU），

另有 4 艘（7146TEU）在建。航线布局上，公司深耕日本和中国台湾航线多年，在巩固东北亚的同时，积极拓展东南亚市场，业务网络覆盖中国（包括中国香港、中国台湾）至日本、澳洲、韩国、菲律宾、越南等国家和地区的多条航线。

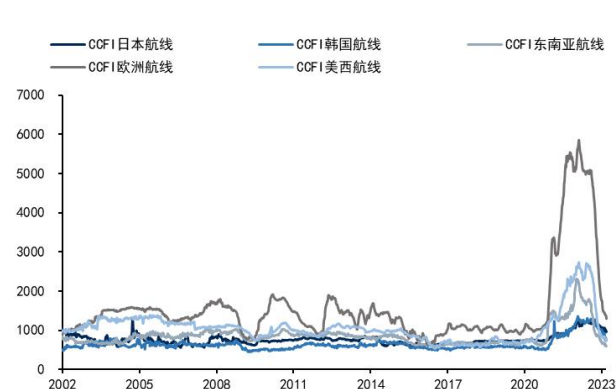
外贸集运景气度回落，但是亚洲区域内航线整体表现相对平稳。2020H2 以来，集运行业受供应链紊乱影响，大量船舶被困于欧美港口，有效运力大幅下滑，最终带来了集运行业运价大幅提升，随着 22 年供应链问题逐步缓解、欧美消费力放缓后，外贸集运运价开始大幅回落，现已基本回落至疫情前的水平。

图30：公司集装箱船队主要航线



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：亚洲航线运价波动率小于洲际航线



资料来源：东方财富 Choice，国信证券经济研究所整理

滚装船队：由内转外，或随中国汽车出口快速成长

2017 年招商向经贸船务购买深圳滚装股权之后正式进入内贸滚装船运输市场，截至 2022Q3，招商滚装共运营汽车滚装船 22 艘，其中 2000-5000 车级汽车滚装船等可用于沿海/远洋的大型汽车滚装船 10 艘。

中国 22 年汽车出口量价齐升，引发国际滚装船队供需失衡。2022 年，我国汽车出口达到 311.1 万辆，在 2021 年同比翻倍的基础上进一步快速增长 54.4%，中国汽车出口的崛起打破了国际滚装船运输市场的平衡，2020 年下半年以来，滚装船运价持续上涨，到 2022 年 3 月，运价突破 2008 年的高点，并屡创新高，4000-5000 车位滚装船 5 年期租金突破 3.5 万美元/天，6000 车位以上滚装船 5 年期租金超过 5.5 万美元/天，甚至创出 1 年期 10 万美元/天的历史新高。

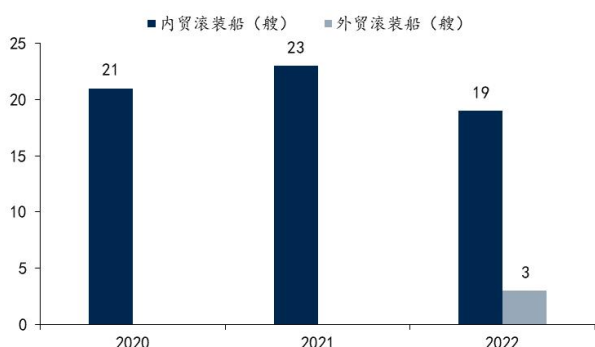
新能源车出口尚未放量。值得注意的是，2022 年我国新能源汽车出口量为 67.9 万辆，同比增长 1.2 倍，但是占总出口量的比例仅为 21.8%，可见当前出口的需求仍集中于传统汽车。随着我国新能源汽车巨头的产能扩张，我国汽车出口量有望继续高速增长。

全球滚装船队较为老旧，环保新政叠加更新周期，运价持续繁荣可期。Clarksons

预计 2022-2024 年汽车海运量增速约为 8%/5%/6%，但汽车滚装船运力增速仅为 0.5%/1.3%/6.1%，且 EEXI 将对老旧的滚装船队航速形成限制，运价持续繁荣可期。

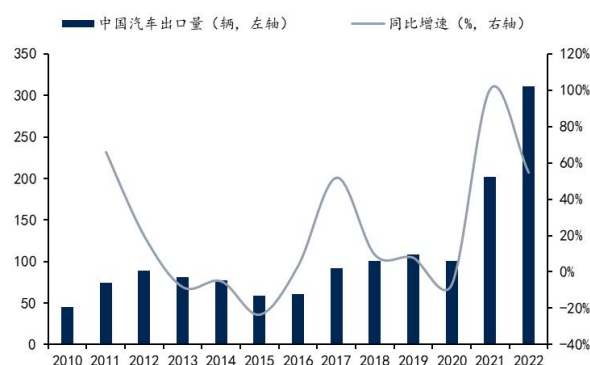
招商轮船紧跟历史机遇，外贸滚装有望放量。招商轮船参与外贸滚装的方式有二，其一为内贸滚装船升级改造后投放于外贸市场，目前已有 3 艘滚装船完成了升级改造；其二为新订造船，22 年 12 月，招商轮船与招商工业签署 2+4 艘 9000 车位滚装船（PCTC，可用于运输轿车及卡车）建造合作意向书，进一步扩充外贸滚装船队，预计 2025 年内交付 2 艘，4 艘选择船最迟在 2026 年交付。

图32：公司 2022 年开始切入外贸滚装市场



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：2021-2022 中国汽车出口量超预期增长



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

股权激励彰显信心，超市场预期

23 年 3 月 9 日，招商轮船发布股权激励计划（草案），拟向高管、核心骨干共 323 人授予 1.85 亿股，约占公司股本总额的 2.28%，行权价格为 7.31 元/股。

股权激励的授予条件为：

1. 最近一个会计年度，加权平均净资产现金回报率（E0E）不低于 18.5%，且不低于对标公司 50 分位或行业均值；
2. 最近一个会计年度，相较基准年度 2018 年的营业收入复合增长率不低于标杆公司 50 分位或行业均值；
3. 最近一个会计年度，经济增加值（EVA）达成国资委下达给集团并分解到本公司的目标。

股权激励的行权条件为：

股权激励行权条件为：

1. 2023-2025 每一年度加权平均净资产现金回报率（E0E）不低于 30%，且不低于

对标公司 75 分位或行业均值；

2. 2023-2025 每一年度相较于 2021 年的营收 CAGR 分别不低于 11.5%/8.5%/8.5%，且不低于对标公司 75 分位或行业均值；

3. 2023-2025 每一年度经济增加值达到国资委下达目标，且 $\Delta EVA > 0$ 。

股权激励条件较为苛刻，超出预期：

- 行权价格高：**行权价格为 7.31 元/股，较 3 月 8 日收盘价 7.33 元/股折价较少
- E0E 不低于 30%要求较高：**2020/2021 年公司 E0E 分别为 24%/25%，且过去 10 年中均未达到 30%的水平，考核条件彰显公司对行业及自身经营的信心
- 营收 CAGR 分别不低于 11.5%/8.5%/8.5%：**公司主营业务中油运及干散货运输均为强周期板块，且 21 年收购了集运船队，集装箱运输市场目前景气度正在下滑。对营收稳定增长进行考核一方面展现了公司对行业景气度提升的判断，另一方面也体现出公司对 2+N 战略推进后周期性得到平抑的信心。

表6: 招商轮船股权激励行权条件超预期

业绩指标	第一个行权期（生效前一年度，即 2023 年）	第二个行权期（生效前一年度，即 2024 年）	第三个行权期（生效前一年度，即 2025 年）
加权平均净资产收益率（E0E）	不低于 30.0%，且不低于对标企业 75 分位值	不低于 30.0%，且不低于对标企业 75 分位值	不低于 30.0%，且不低于对标企业 75 分位值
营业收入复合增长率	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 11.5%，且不低于对标企业 75 分位值	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 8.5%，且不低于对标企业 75 分位值	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 8.5%，且不低于对标企业 75 分位值
生效前一年度经济增加值（EVA）	完成国资委下达给集团并分解到本公司的目标，且 $\Delta EVA > 0$		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

由于公司业务较为复杂，我们将对各版块进行分部预测，主要分为 3 部分：1. 对于以 TCE 计价的板块（油运、干散货、滚装船）我们将先用 TCE 计算出公司的净利润规模，再假设成本项的变动，并最终得到公司该板块的收入；2. 对于集装箱，我们使用较为常规的单箱收入及单箱成本测算，并最终得到收入与利润；3. 对于 LNG 业务，公司对 LNG 业务并未并表，但是利润以投资收益的形式呈现。

油轮板块盈利预测

1) 油轮板块运力：公司截至 22 年末共计拥有 VLCC52 艘、Aframax5 艘，在手订单包含 Aframax 一艘，预计将于 2023 年交付，因此公司 22-24 年等效 VLCC 运力为 53.7/53.9/54.0 艘。

2) 油运运价：油运行业运价波动较大，但是当前运价展现出较为强劲的态势，我们对全年业绩及 Q4 旺季高度保持乐观，且随着有效供给下降，24 年运价中枢将进一步上移，我们预计 2022-2024 年期间，TCE 运价均值为 28000/48000/60000 美元/天。

3) 成本假设：海运成本的项目较多，主要可以分为燃油成本、港口费成本、人工成本、维修成本、折旧及其他成本。

燃油成本：油价高度相关，2022 年油价高企，业务量较 21 年回升，但是尚未回归至常规水平，随着 23 年业务景气度提升、油价开始回落，我们假设 22-24 年招轮油运的燃油成本分别为 2056/1953/2051 百万元 (+40%/-5%/+5%)；

港口成本：由于景气度回升，挂港频次数大概率呈现回升态势，预计 22-24 年港口费用分别为 340/420/450 百万元 (+8%/+24%/+7%)；

人工成本：近年受集装箱船舶大周期影响，人工成本快速提升，预计 22-24 年船员费用分别为 683/785/824 百万元 (+8%/+15%/+5%)；

维修维护成本：22 年为应对 23 年生效的 EEXI，大量船舶进坞限制发动机功率，导致 22 年维修成本较高，23 年将略有回落，24 年回归合理，预计 22-24 年维修成本为 387/368/379 (+20%/-5%/+3%)；

折旧及其他件杂成本：其中折旧成本因新船投放较为有限，因此变化不大，其他件杂成本如物料费、保险费等随景气度提升而回升，预计 22-24 年折旧及其他件杂成本为 1383/1590/1797 百万元 (+4%/+15%/+13%)

表7：油运板块盈利预测

基本假设	2022E	2023E	2024E
VLCC 数量 (艘)	51	53	53
Aframax 数量 (艘)	5	5.7	6
等效总 VLCC 数量 (艘)	52.67	54.90	55.00
运营天数 (天/年)		355	
美元兑人民币汇率		6.9	
招商轮船 VLCC 盈亏平衡点 (美元/天)		22000	
年度 TCE 均值	24000	48000	60000
测试结果			
对应招商轮船油轮业绩 (百万人民币)	2242.95	4676.81	5856.83
油轮营业成本 (百万人民币)	4979.43	5261.96	5658.35
燃料费	2056.10	1953.30	2050.96
Yoy	39.6%	-5.0%	5.0%
港口费	338.42	420	450
Yoy	8.0%	24.1%	7.1%
船员费用	682.55	784.93	824.18
Yoy	8.0%	15.0%	5.0%
维修维护成本	386.86	367.52	378.54
Yoy	20.0%	-5.0%	3.0%
折旧及其他成本	1383.46	1590.98	1797.81
Yoy	4.0%	15.0%	13.0%
其他杂项	132.04	145.24	156.86
Yoy	10.0%	10.0%	8.0%
油轮营业收入 (百万人民币)	7222.38	9938.77	11515.18

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

干散货板块盈利预测

- 1) 干散货船运力：公司干散货板块分为类固收的 VL0C 板块及其他板块，且拥有较多租入船，招商轮船会依据散运运价进行租入或者退租，考虑到目前公司并无 VL0C 运力交付计划，但散货船运价预计随中国需求恢复，预计 22-24 年 VL0C 数量维持 37 艘不变，Cape 船型（包含其他运力通过载重吨折算）的运力规模为 65/70/75 艘。
- 2) 干散货船运价：VL0C 运价方面，公司近年以 100%锁定的形式进行运营，参考过往盈利数据，预计 22-24 年维持过去约 6 亿元的利润体量；Cape 运价方面，虽然 22H2 以来受疫情影响 BDI 指数较为疲软，但随着中国需求回暖，Cape 船型运价有望较快回升，我们预计 2022-2024 年期间，TCE 运价均值为 27000/30000/31000 美元/天；
- 3) 成本假设：参考油轮板块成本假设，可得 22-24 年散运成本为 9488/9604/9832 百万元。

表8：散货板块盈利预测

基本假设	2022E	2023E	2024E
固定收益部分			
VL0C 数量（艘）	37	37	37
VL0C 利润（百万元）	600	600	600
弹性部分			
除 VL0C 外的等效 Cape 数量（艘）	65	70	75
运营天数（天/年）		355	
美元兑人民币汇率		6.9	
招商轮船 Cape 船盈亏平衡点（美元/天）		15000	
年度 TCE 均值（美元/天）	27000	32000	33000
测试结果			
对应 BDI 指数全年均值	2700	3200	3300
对应招商轮船油轮业绩（百万元人民币）	1910.61	2831.62	3086.37
干散货船整体成本（百万元人民币）	9487.96	9603.82	9832.33
干散货船收入（百万元人民币）	11998.57	13035.44	13518.70

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

滚装船板块盈利预测

- 1) 滚装船运力：公司自 2022 年末开始将内贸滚装运力抽调至外贸，23 年预计再抽调 2 艘内贸船至外贸，24 年维持不变。
- 2) 滚装船运价：内贸滚装船盈利能力较为稳定，综合考虑部分运力被抽调至外贸，并参考过往盈利数据，预计 22-24 年实现 61/51/48 百万元的利润体量；外贸船方面，考虑到当前市场呈现供不应求的态势，随着中国汽车出口继续提升，我们预计 2022-2024 年期间，TCE 运价均值为 35000/40000/50000 美元/天；
- 3) 成本假设：考虑到外贸业务在人员成本、保险费用等成本上较内贸可能更高，假设 22-24 年成本为 1600/1850/2100 百万元。

表9: 滚装板块盈利预测

基本假设	2022E	2023E	2024E
固定收益部分			
内贸数量 (艘)	21.5	18	17
内贸利润 (百万元)	60.52	50.67	47.85
弹性部分			
外贸数量 (艘)	0.50	4	5
运营天数 (天/年)		355	
美元兑人民币汇率		6.9	
外贸滚装盈亏平衡点 (美元/天)		18000	
年度 TCE 均值	35000	40000	50000
测试结果			
对应招商轮船油轮业绩 (百万人民币)	20.82	215.56	391.92
滚装船整体成本 (百万人民币)	1600	1850	2100
滚装船收入 (百万人民币)	1681.34	2116.22	2539.77

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

集装箱板块盈利预测

- 1) 集装箱船运力: 截至 2022 年中报, 公司旗下控制运力约 40500TEU, Q3 进行退租后, 于 2023 年初再度租入船, 运力维持约 40000TEU 水平。虽然公司有 7000TEU 运力将于 2023 年交付, 但考虑到外贸集运目前景气度正在下降, 可能公司会在保障现有业务服务能力的前提下进行退租以节约成本, 假设 2022-2024 期间公司运力始终维持在 40000TEU 的水平。
- 2) 计费箱量: 招商集运 2020-2021 期间计费箱量分别约为 81/93 万 TEU, 考虑到 2022 年景气度下滑导致供应链问题缓解, 预计 22 年箱量较 21 年有所提升, 23 年开始逐步回归到疫情前水平, 预计 2022-2024 公司计费箱量分别为 95/93/90 万 TEU。
- 3) 单箱收入: 东北亚运价较为稳定, 但是仍有较大波动性, 预计 22 年单箱收入较 21 年小幅下滑, 23 年起逐步回归至疫情前水平, 预计 22-24 年公司单箱收入为 5800/5300/4800 元;
- 4) 毛利率: 集运对运价具备高弹性, 预计 22-24 年公司集装箱运输毛利率为 30%/15%/13%。

表10: 集装箱板块盈利预测

基本假设	2022E	2023E	2024E
运力规模 (TEU)	40000	40000	40000
计费箱量 (万 TEU)	95	92.5	90
单箱收入 (元/TEU)	5800	5300.00	4800.00
收入 (百万元)	5510	4902.5	4320
毛利率 (%)	30%	15%	13%
毛利额 (百万元)	1653.00	735.38	561.60
营业成本 (百万元)	3857.00	4167.13	3758.40

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

核心板块盈利预测小结

预计 2022-2024 期间，油运（不含 LNG）、干散、滚装、集运四大核心板块有望为公司贡献 264/300/319 亿元营收及 66/91/105 亿元毛利，由于 LNG 业务以投资收益的形式体现，不并入公司报表，且招商轮船旗下仍拥有一些特种船舶，因此表 11 中的数据与最终的盈利预测存在一定偏差。

表11: 招商轮船核心板块盈利预测小结

指标（百万元）	2022E	2023E	2024E
营业收入	26412.30	29992.94	31893.65
油运	7222.38	9938.77	11515.18
干散	11998.57	13035.442	13518.7
滚装船	1681.34	2116.22	2539.77
集装箱	5510.00	4902.50	4320.00
营业成本	19814.19	20882.91	21349.08
油运	4979.43	5261.96	5658.35
干散	9487.96	9603.82	9832.33
滚装船	1600.00	1850.00	2100.00
集装箱	3746.80	4167.13	3758.40
毛利	6598.11	9110.03	10544.57
油运	2242.95	4676.81	5856.83
干散	2510.61	3431.62	3686.37
滚装船	81.34	266.22	439.77
集装箱	1763.20	735.38	561.60
毛利率	24.98%	30.37%	33.06%
油运	31.06%	47.06%	50.86%
干散	20.92%	26.33%	27.27%
滚装船	4.84%	12.58%	17.32%
集装箱	32.00%	15.00%	13.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

估值

由于油运、散运行业的强波动性和高弹性，绝对估值和 PE 估值的方式对于业内公司或并不适用，因此我们从公司的资产出发，用 PB 的方式对公司进行估值。考虑到招商轮船油气、散货运输龙头双主业及综合货物航运龙头的地位，我们选择外贸油运龙头中远海能、外贸成品油运龙头招商南油、内贸液体危化散货航运龙头兴通股份、内贸液体危化散货航运龙二盛航股份作为公司的可比标的。

可比标的对应 23 年的 PB 估值均值为 2.36X（截至 3 月 14 日），但是考虑到兴通和盛航所从事的内贸液体危化散货航运具有更高的进入壁垒，在估值上或存一定溢价，审慎起见我们对平均估值水平进行 5-10% 的折价，即 2.13-2.24X 作为招商轮船的合理 PB 估值，最终得到招商轮船的目标价区间为 9.09-9.60 元/股，较 3 月 14 日收盘价具有 21.9-28.6% 上涨空间。

表12: 招商轮船与可比公司的估值比较

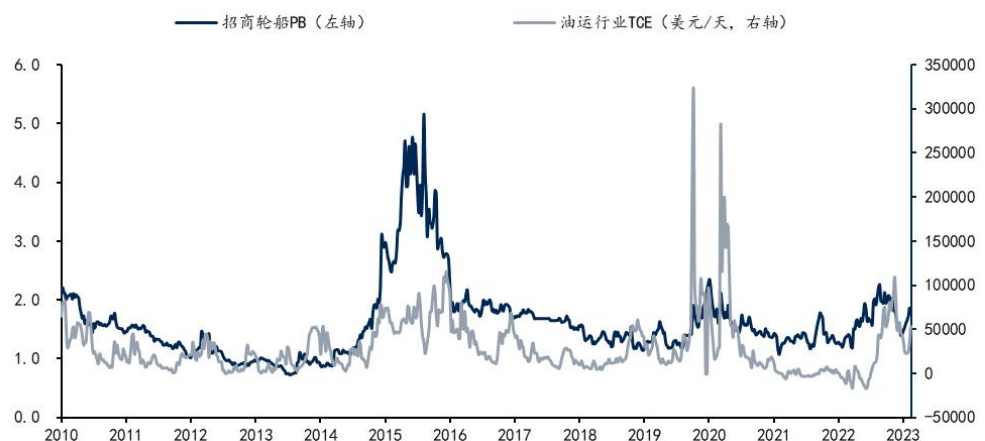
代码	简称	23. 03. 14 收盘价	BPS 预测			预测 PB		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603209. SH	兴通股份	35. 50	9. 92	11. 49	13. 55	3. 58	3. 09	2. 62
001205. SZ	盛航股份	24. 61	9. 15	10. 58	12. 48	2. 69	2. 33	1. 97
600026. SH	中远海能	14. 55	6. 37	7. 22	8. 27	2. 28	2. 01	1. 76
601975. SH	招商南油	4. 15	1. 51	2. 06	2. 68	2. 75	2. 02	1. 55
平均						2. 83	2. 36	1. 98
601872. SH	招商轮船	7. 48	3. 67	4. 29	5. 02	2. 04	1. 74	1. 49

资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 招商轮船相关数据为国信证券研究所预测数据, 可比标的的数据来自 Choice 一致预期

但以上估值体系或仅适用于油运运价较为平稳的阶段, 由于运价对公司盈利的弹性较大, 招商轮船的 PB 估值与油运 TCE 运价高度相关, 如运价出现快速大幅增长, 招商轮船的 PB 估值亦会出现较快提升的情况。

图34: 招商轮船的 PB 估值与油运 TCE 高度相关



资料来源: 克拉克森, 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

投资建议

受益于中国需求的复苏, 公司有望迎油散双核共振, 预计 2022-24 年归母净利润 49/71/84 亿元 (+35%/45%/18%), 通过与其他航运龙头的横向比较, 我们认为公司合理的 PB 估值区间在 2.13-2.24X 之间, 对应公司合理估值 9.09-9.60 元/股, 相对 3 月 14 日收盘价有 21.6-28.3%溢价, 首次覆盖给予买入评级。

风险提示

估值的风险

估值风险

我们在进行公司估值时因条件局限，仅可使用外贸油运、内贸散运的龙头公司作为参照，而招商轮船具有油散双主业及滚装、主业的不同可能导致估值体系有较大区别，进而导致我们的目标估值可能不合理。

盈利预测的风险

- ◆ 油运、散运行业是强周期、高弹性的行业，我们的敏感性测试充分体现了不同运价下业绩可能出现较为明显的波动，全年运价均值假设的小幅变化可能造成业绩的大幅波动。
- ◆ 本报告中的盈利预测是对运价趋势的判断，无法准确预测行业运价变化的真实情况，油运及散运作为边际定价行业，短期运价的冲高幅度及持续时间均会对全年运价均值造成较大影响，进而导致我们的盈利预测与公司实际业绩出现较大偏差的情况。

中国需求恢复不及预期的风险

- ◆ 原油消费需求：一方面来说，2020-2021年期间，因新冠疫情影响，全球的国际航班数量出现大幅下降，且人员的隔离亦导致了公路运输需求的减少，进而影响了石油的消费需求；另一方面来说，全球的高通胀亦抑制了经济活动，制造业的景气度亦受到一定影响，导致了原油的消费需求被抑制。我们预计随着疫苗和特效药的逐步推进，消费需求有望迎来回补，但是近年来新能源快速推进，消费需求可能存在较以往大幅下降的可能性
- ◆ 原油库存需求：当前全球原油的库存量均已处在较低位置，但是如各国持续不修复自身对原油的库存量，则库存端的需求可能不及预期。
- ◆ 铁矿石需求：中国是铁矿石主要消费国，如中国地产、基建等项目开工不及预期，则可能导致铁矿石进口需求不振

供给超预期提升的风险

当前大型船台较为紧张，已被经历超高景气周期的集装箱船舶占据，虽然发生的概率较低，但是当前集装箱市场景气度有所下滑，如集装箱船东、第三方独立船东集中毁约，且油运市场行情较好，油运船东新造船意愿加强，可能会出现油运运力超预期提升，影响行业景气度的情况。

环保政策风险

IMO的环保政策近年快速趋严，导致海运行业有效运力被收缩，如后续环保政策放松，可能船东会拆除当前的发动机功率限制器，释放有效供给；而如果环保政策超预期趋严，可能导致船东的船舶无法满足环保政策，需要支出额外改造成本，甚至部分运力被闲置。

燃油、港口等成本超预期的风险

虽然公司通过推广利用船舶节能技术和采用经济航速等多种方式降低燃油消耗，同时加强燃油采购供应管理、丰富采购手段以应对燃油成本的波动，但是这些措施仅可以抵消部分燃油价格波动带来的影响，但仍不能完全覆盖燃油价格波动风险。港口费层面，当前全球通胀较高，欧美地区的人力等成本亦出现较为明显的提升，不排除港口费用后续大幅提升的可能性。

疫情反复风险

由于原油的下游当中，航空、汽车等交通运输领域均占据了较大比例，如人员的流动减少，则会带来行业需求表现不佳。此外，当公共卫生事件对全球造成冲击，制造业的需求亦会有所下降，削弱油运行业的需求。

国际关系的风险

历史上曾多次出现油轮船东受制裁导致有效运力无法使用的状况，如未来招商轮船受到制裁，可能导致公司有效运力无法充分释放，则公司可能面临业绩不及预期的风险。

安全事故风险

油运具有货值高、危险性大的特点，租家对船东的安全管理、经验资质均具备较高要求，并会优先选择更年轻的船舶进行运输，如发生安全事故，公司的品牌价值存在大幅折价的风险。

地缘政治及战争影响的风险

虽然历史上大部分情况下地缘政治及战争影响对于油运行业的运价具有提振作用，但是如战争影响到了全球原油的产能，则会导致行业货量的下降，进而影响行业需求。此外，2022年以来俄乌的冲突导致了欧盟制止俄油，带动全球油运的运距提升，如后续事件出现反转，当前的利好因素可能逐渐被削弱。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9317	10669	9246	10938	14325	营业收入	18073	24412	27389	31102	33073
应收款项	3621	3046	3752	5113	6343	营业成本	13473	19836	20547	21655	22138
存货净额	1094	1344	1530	1609	1639	营业税金及附加	16	33	27	31	33
其他流动资产	1492	1669	1917	2177	2315	销售费用	38	99	82	93	99
流动资产合计	15524	16730	16446	19837	24623	管理费用	778	820	976	1013	1043
固定资产	39455	38349	39016	39418	39187	研发费用	2	0	3	2	2
无形资产及其他	442	435	418	401	383	财务费用	516	481	663	583	475
投资性房地产	644	1547	1547	1547	1547	投资收益	695	705	700	700	700
长期股权投资	2569	3075	3575	4075	4575	资产减值及公允价值变动	(1003)	0	15	15	0
资产总计	58635	60136	61003	65278	70315	其他收入	39	542	(3)	(2)	(2)
短期借款及交易性金融负债	6499	9385	7000	6000	5000	营业利润	2983	4390	5806	8440	9983
应付款项	1557	2597	2550	2682	2732	营业外净收支	(31)	(47)	0	0	0
其他流动负债	1442	2518	2362	2484	2531	利润总额	2951	4343	5806	8440	9983
流动负债合计	9497	14500	11912	11166	10263	所得税费用	140	684	871	1266	1497
长期借款及应付债券	22459	18094	18094	18094	18094	少数股东损益	34	50	66	96	114
其他长期负债	674	658	658	658	658	归属于母公司净利润	2777	3609	4869	7077	8372
长期负债合计	23133	18752	18752	18752	18752	现金流量表（百万元）					
负债合计	32631	33252	30665	29918	29015	净利润	2777	3609	4869	7077	8372
少数股东权益	442	480	527	594	674	资产减值准备	462	(1003)	388	6	(0)
股东权益	25563	26403	29811	34766	40626	折旧摊销	2122	1964	1976	2125	2249
负债和股东权益总计	58635	60136	61003	65278	70315	公允价值变动损失	1003	(0)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	516	481	663	583	475
每股收益	0.41	0.45	0.60	0.87	1.03	营运资本变动	663	341	(953)	(1440)	(1301)
每股红利	0.18	0.16	0.18	0.26	0.31	其它	(443)	1034	(342)	61	80
每股净资产	3.79	3.26	3.67	4.28	5.00	经营活动现金流	6585	5945	5923	7815	9399
ROIC	6.10%	5.12%	9%	14%	16%	资本开支	0	153	(3000)	(2500)	(2000)
ROE	10.87%	13.67%	16%	20%	21%	其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
毛利率	25%	19%	25%	30%	33%	投资活动现金流	(273)	(354)	(3500)	(3000)	(2500)
EBIT Margin	21%	15%	21%	27%	30%	权益性融资	(325)	60	0	0	0
EBITDA Margin	33%	23%	28%	34%	36%	负债净变化	4596	(4364)	0	0	0
收入增长	24%	35%	12%	14%	6%	支付股利、利息	(1232)	(1323)	(1461)	(2123)	(2512)
净利润增长率	72%	30%	35%	45%	18%	其它融资现金流	(9396)	7075	(2385)	(1000)	(1000)
资产负债率	56%	56%	51%	47%	42%	融资活动现金流	(2993)	(4240)	(3846)	(3123)	(3512)
股息率	2.0%	2.2%	2.4%	3.5%	4.1%	现金净变动	3319	1352	(1423)	1691	3388
P/E	18.2	16.8	12.5	8.6	7.3	货币资金的期初余额	5998	9317	10669	9246	10938
P/B	2.0	2.3	2.0	1.7	1.5	货币资金的期末余额	9317	10669	9246	10938	14325
EV/EBITDA	14.1	16.8	11.8	8.7	7.5	企业自由现金流	0	5511	2913	5246	7242
						权益自由现金流	0	8221	(35)	3751	5839

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032