

# 国航远洋（833171）

## 干散货运领先企业，优化运力结构助力业绩高增

增持（首次）

2024年01月30日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

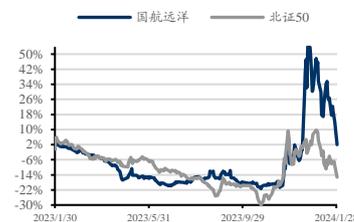
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,158	1,057	1,189	1,257
同比	-19%	-9%	12%	6%
归属母公司净利润（百万元）	188	17	128	177
同比	-49%	-91%	673%	39%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.34	0.03	0.23	0.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.14	161.21	20.86	15.00

关键词：#成本下降

### 投资要点

- **干散货航运领先企业，新造船扩增运力：**公司深耕航运领域二十余载，立足内贸逐步拓展外贸业务，形成内贸外兼顾并进发展态势，2023年受全球经济增长放缓叠加地缘政治影响，运价下跌业绩有所下滑，2023Q1~3实现营收6.7亿元，同比-23%，实现归母净利润0.08亿元，同比-96%。截至2023年底，公司拥有自营船舶18艘，运力约130万吨，2024年预计新增4艘高效船舶优化船队结构，助力业绩提升。
- **国内市场运力充沛，需求稳增，运价平稳：**需求端：2023年火电发电需求提升带动煤炭需求上行，2023年1-10月我国内贸货物吞吐量达98.34亿吨，同增7.9%。随经济逐步稳定复苏，国内干散货运输市场将稳步增长；供给端：截至2023H1，我国共有沿海省际干散货运输船2511艘，同增8%，载重为8278.6万吨，同增8.8%，运力增长较为充沛，沿海散货运价保持平稳。
- **国际市场老龄化船只占比提升，新规要求下供给放缓，红海事件扰动，行业有望向上：**需求端：2024年，受中国恢复关税影响煤炭进口量或有所减少，但印度市场需求持续保持旺盛，预计2024年全球煤炭需求持续保持增长；供给端：2023年IMO新规实施，全球15年船龄以上船舶运力占比达24%，老龄化占比高，环保趋严下老旧船舶运力将受限；同时2023年全球干散货船舶新增订单运力占比仅8.4%，处历史地位水平，同时红海事件扰动有望支撑干散货市场向上。
- **内外贸兼顾，维护大客户资源优势，新建低能耗船舶增加盈利能力：**1) 内外贸兼顾下外贸占比逐步提升：公司主要以巴拿马型及灵便型货船为主，内外贸兼修，外贸相比内贸盈利更强，2023H1外贸营收占比约50%，利润占比超60%，外贸占比提升有望助力公司盈利改善；2) 坚持大客户为主战略，充分维护客户资源。公司多年发展，客户资源积累丰富，主要包括国企央企、行业巨头等，为公司重要优势资源。3) 存量船舶充分满足新规要求，新造低耗高效船舶增强盈利能力。公司存量船舶中无D级或E级船舶，充分满足环保新规要求。同时已启动“10+10”艘新造船计划，2024年预计交付4艘，新船油耗更低充分推动盈利提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为0.17/1.28/1.77亿元，同比-91%/+673%/+39%，对应PE为161/21/15倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，油价上涨带动成本上行。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.29
一年最低/最高价	3.31/6.99
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	942.73
总市值(百万元)	2,382.70

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.46
资产负债率(%，LF)	40.25
总股本(百万股)	555.41
流通 A 股(百万股)	219.75

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 干散货航运领先企业，新造船舶扩增运力</b> .....	<b>4</b>
1.1. 运输领域耕耘已久，水运运力全国前列 .....	4
1.2. 业务以航运为主，自有结合光租更稳定 .....	6
1.3. 业绩盈利周期性强，投资新船资本性支出扩大 .....	7
<b>2. 国内市场：需求稳增，运力充沛，运价维持平稳</b> .....	<b>11</b>
2.1. 需求端：干散货市场需求稳步提升 .....	11
2.2. 供给及价格端：运力充沛满足需求增长，运价较为稳定 .....	12
<b>3. 国际市场：老龄化船只占比提升，环保新规要求下供给放缓，行业有望向上</b> .....	<b>13</b>
3.1. 需求端：需求有望维持平稳增长 .....	13
3.1.1. 干散货市场与全球经济相关，以大宗商品运输为主 .....	13
3.1.2. 中印为煤炭、铁矿石主要进口需求国，2024 年有望保持增长 .....	14
3.2. 供给端：老龄化船只占比高，环保新规约束下运力供给受限，新船订单运力占比低 .....	14
3.2.1. 现存船舶中老龄化船舶占比高，环保新规实施后老旧船舶运力有所受限 .....	14
3.2.2. 干散货新增订单运力占比处历史低位水平，红海事件扰动有望推动行业向上 .....	15
<b>4. 内外贸兼顾，新建低能耗船舶增加盈利能力</b> .....	<b>16</b>
4.1. 主营中型船舶，内外贸兼顾下外贸占比逐步提升 .....	16
4.2. 坚持大客户战略，维护客户资源优势 .....	17
4.3. 存量船舶均符合新规要求，新造低耗高效船舶增强公司盈利能力 .....	17
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

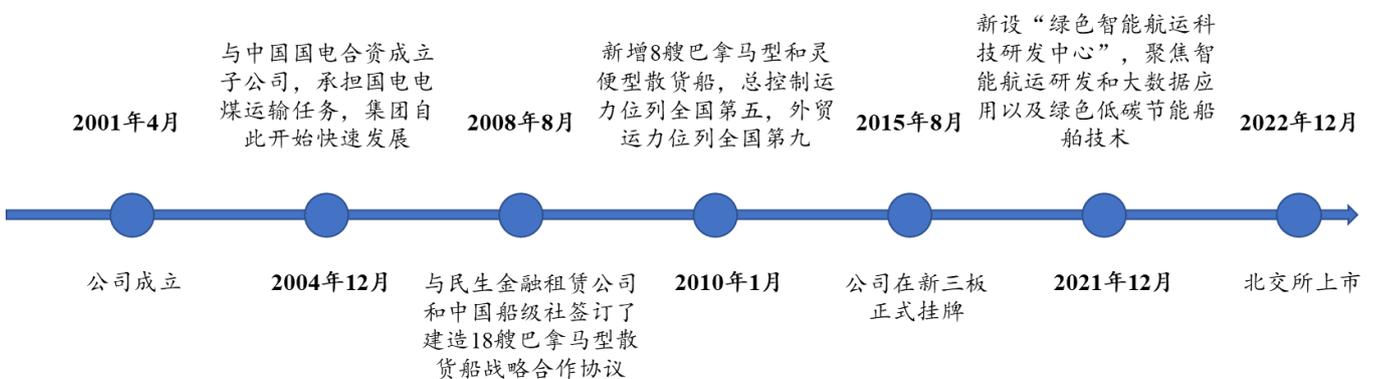
图 1:	国航远洋发展历程.....	4
图 2:	国航远洋股权架构 (截至 2023 年 9 月 30 日) .....	5
图 3:	国航远洋营业收入情况.....	8
图 4:	国航远洋归母净利润情况.....	8
图 5:	国航远洋营业收入结构.....	8
图 6:	国航远洋盈利能力.....	8
图 7:	国航远洋营业成本.....	9
图 8:	国航远洋自营船舶成本结构.....	9
图 9:	国航远洋各项费用率 (单位: %) .....	9
图 10:	国航远洋净现金流.....	10
图 11:	国航远洋资本性支出 .....	10
图 12:	沿海内贸货物吞吐量.....	11
图 13:	全国港口煤炭及金属矿石吞吐量稳步增长.....	11
图 14:	中国火电月度发电量 (亿千瓦时) .....	11
图 15:	沿海省际干散货船数量.....	12
图 16:	沿海省际干散货船载重情况.....	12
图 17:	中国沿海散货运价指数:综合指数 .....	12
图 18:	中国沿海散货运价指数.....	12
图 19:	全球海运贸易以干散货为主.....	13
图 20:	全球干散货贸易量与全球经济紧密相关.....	13
图 21:	2022 年全球干散货货物运输结构.....	13
图 22:	2022 年铁矿石进口地区占比情况.....	14
图 23:	2022 年煤炭进口地区占比情况.....	14
图 24:	干散货船舶船龄结构 (截至 2023 年 12 月) .....	15
图 25:	全球干散货船舶载重量 (亿吨) .....	15
图 26:	全球干散货船舶新增订单运力占比.....	15
图 27:	干散货船分类型介绍.....	16
图 28:	公司外贸占比不断提升.....	16
图 29:	2024 年 1 月公司内外贸运行船舶数.....	16
图 30:	2022 年公司前五大客户 .....	17
图 31:	天津国能营收占比较为稳定.....	17
图 32:	公司“10+10”艘船舶新建计划.....	17
图 33:	公司新造船舶重视节能低耗.....	18
图 34:	国航远洋收入拆分.....	19
图 35:	可比公司估值 (截至 2024 年 1 月 26 日) .....	20
表 1:	国航远洋部分管理层.....	6
表 2:	国航远洋业务分类.....	7

## 1. 干散货航运领先企业，新造船舶扩增运力

### 1.1. 运输领域耕耘已久，水运运力全国前列

公司深耕航运二十余载，业务能力全国前列。公司主要经营干散货运输业务，包括国际远洋干散货运输、国内沿海以及内河干散货运输，形成了以航运业务为主，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅的业务布局。公司成立于2001年，于2004年承担中国国电运输任务后开始快速发展，同年集团运力规模跻身国内前十，2008年签订18艘巴拿马型散货船战略合作协议，为集团进一步的发展开辟了稳定的融资渠道和船舶检验渠道，2015年在新三板挂牌，2022年正式上市北交所并与12家企业达成战略合作。

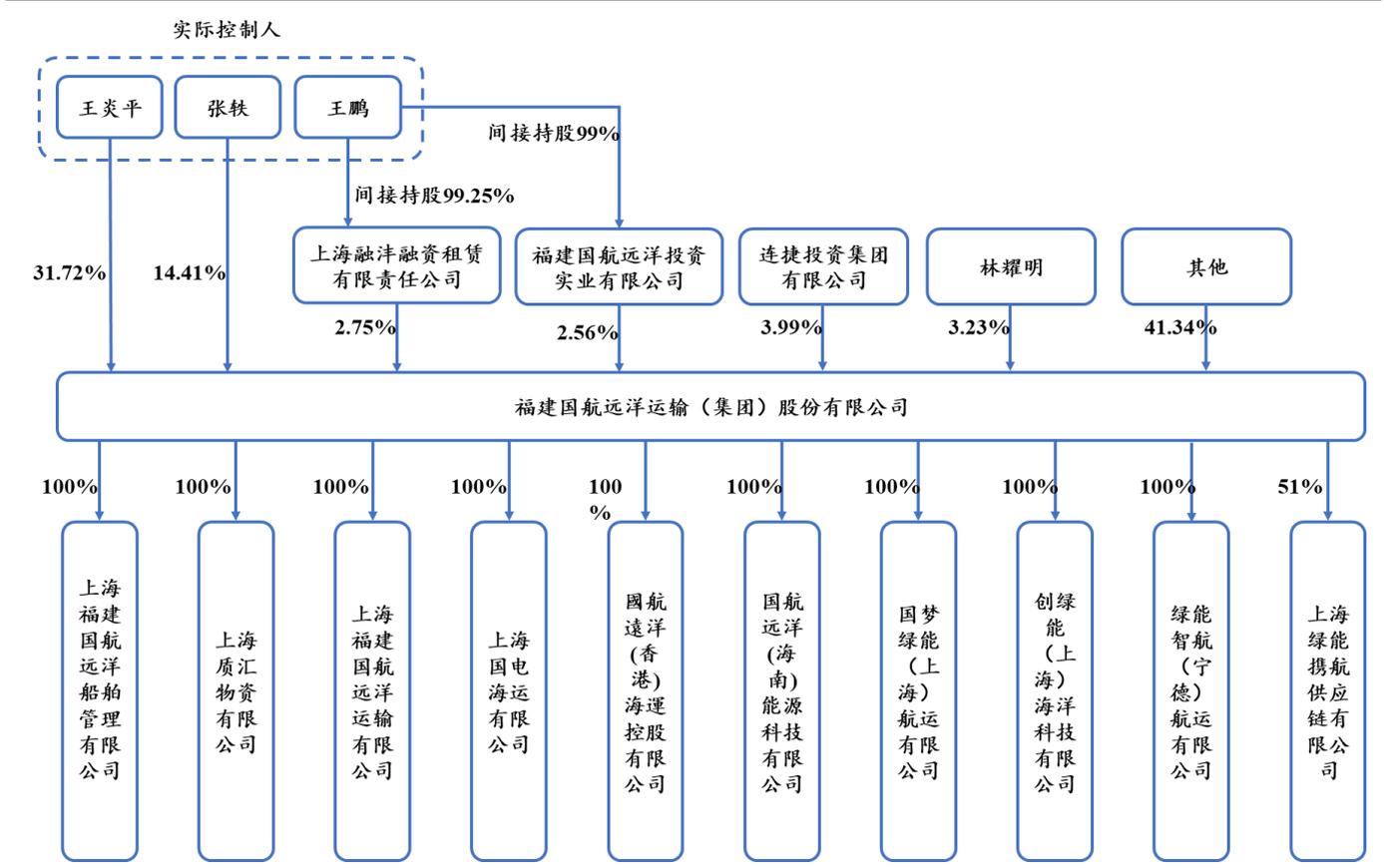
图1：国航远洋发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构清晰，实际控制人为夫妻、亲子关系。截至2023年9月30日，公司第一大股东为王炎平，直接持有股份31.72%，同时担任公司董事长。实际控制人张轶为王炎平妻子，直接持股14.41%；实际控制人王鹏为大股东王炎平之子，通过上海融津融资租赁有限责任公司、福建国航远洋投资实业有限公司间接持有股份5.26%。

图2: 国航远洋股权架构 (截至 2023 年 9 月 30 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**实控人及高管行业经验丰富。**实控人王炎平任公司董事长兼总裁, 公司董事长先后在福州广宇船务、国航远洋、上海国电、天津国能任职, 在航运领域深耕二十余载, 行业经验丰富, 其他重要管理层如副总裁周金平同样在航运领域工作多年, 经验丰富。

表1: 国航远洋部分管理层

姓名	职务	任职起始 日	性别	学历	
王炎平	董事长、总裁	2013-04-28	男	硕士	1984年1月至1993年1月，任福建省福州市平潭县东庠乡孝北村村委团支书、村长；1993年1月至20013月，任福州广宇船务有限公司总经理、党支部书记；2001年4月至今，任公司董事长、总裁；2002年11月至今，任上海国航远洋执行董事；2004年9月至今，历任上海国电副董事长、总经理，现任执行董事；2008年5月至今，任天津国能（原天津国电海运有限公司）副董事长。
王鹏	副董事长	2021-05-26	男	本科	2020年3月至今，任中仓（南通）保税物流中心有限公司董事长；2020年9月至今，任上海蓝梦董事长兼总经理；2020年11月至今，任乐嘉乐董事长兼总经理；2021年1月至2021年5月，任公司董事长助理，2021年5月至今，任公司副董事长。除以上外，目前任多家公司高管。
周金平	副总裁	2013-04-28	男	本科	1983年8月至1988年8月任上海海运学院水运管理系教师；1988年8月至1992年8月任民生轮船公司业务部副主任；1992年8月至1998年6月任千金一船务有限公司总经理；1998年6月至2002年11月任上海茂丰轮船有限公司总经理；2002年11月至今历任国航远洋董事会秘书、总裁助理、副总裁、董事，现任副总裁、董事；2008年5月至今担任天津国能海运有限公司董事；2009年9月至2021年6月担任天津国能海运有限公司总经理。
张轶	副总裁	2013-04-28	女	硕士	2001年4月至2005年9月，任福建国航远洋运输股份有限公司董事长助理；2005年10月至2006年9月就读于英国伦敦城市大学 CASS 商学院，获得船舶贸易与融资硕士；2006年11月至2008年12月任北欧银行新加坡分行客户经理；2009年3月至今，任公司副总裁；2010年5月至2022年3月任公司董事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 业务以航运为主，自有结合光租更稳定

公司业务以航运业务为主，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅。其客户涵盖煤炭、钢铁、矿石、粮油等多个领域。国内沿海及内河运输方面，公司主要以电煤运输为主，同时积极拓展干散货运输市场；国际远洋运输方面，公司坚持远洋运输的战略思路，积极开辟远洋运输市场，为客户提供煤炭、粮食、矿石等大宗商品的国际海上运输服务，航线遍及大洋洲、欧洲、非洲、南美、北美、东南亚、东北亚等地区，截至2023年底，公司拥有自营船舶18艘，运力约130万吨。

表2: 国航远洋业务分类

业务类型	细分种类	业务介绍
按航线区域不同划分	内贸运输	内贸运输是指水上货物运输的出发地和目的地均在境内的干散货运输。公司开展的内贸运输业务涵盖国内主要内贸航线, 运输网络包括华北、华东、华南主要港口。
	外贸运输	外贸运输是指水上货物运输的出发地或目的地至少有一个在境外的干散货运输。公司开展的外贸运输业务涵盖远东、东南亚、澳洲、美洲、欧洲等地区间的运输航线。
航运业务	自营船舶运输	公司自营船舶包括自有船舶和光租船舶。自有船舶运输是指对船舶所有权属于公司及售后回租的船舶开展的运输业务; 光租船舶是指船舶所有人将没有配置船员的船舶在约定期间内出租给公司占有、使用和经营, 公司利用租入船舶开展运输业务, 船舶营运费用由公司负担, 公司定期与船舶出租人结算租金。自有船舶与光租船舶相结合的模式, 一方面可以快速增加公司的运力规模, 有效满足公司业务增长的需求, 减少造船周期及融资渠道等因素对公司业务快速扩张的限制; 另一方面可以有效地整合和利用市场资源, 采用更加灵活的运营方式, 降低市场经营风险。
	按船舶属性不同划分	外租船舶业务是指公司租入已经配备船员的船舶并对外开展业务的模式, 其中发行人以程租模式租入并以程租模式租出的业务为外租程租业务, 以期租模式租入并以程租或期租模式租出的业务为外租期租业务。 开展外租船舶业务是兼具扩大市场份额和控制经营风险的经营举措: 航运业是较典型的周期性行业, 当市场下行时就会出现运力过剩, 公司可灵活选择减少外租运力而达到控制自有船运力过剩的经营风险; 当市场出现上行周期, 公司亦通过增加外租船运力, 达到实现迅速扩大占领市场份额的目标。
其他相关业务	船舶管理业务	由公司子公司上海船管、上海船管平潭分公司、香港船管等为船东提供船舶管理、污染防治和体系管理等服务。
	商品贸易业务	利用公司的客户资源优势, 开展燃油、船舶备件物料、煤炭等商品的贸易业务。

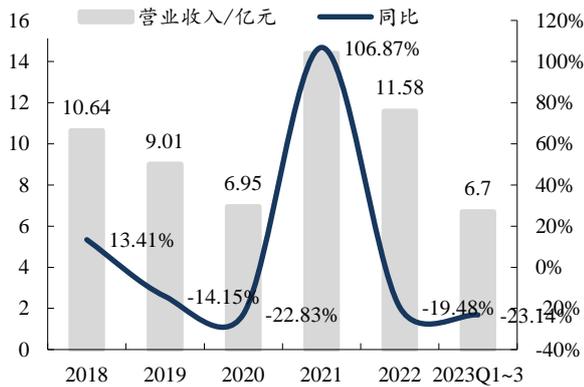
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.3. 业绩盈利周期性强, 投资新船资本性支出扩大

业绩受周期影响, 波动性较大。受运价下降、燃油成本波动影响, 2018-2020 年公司营业收入、归母净利润呈下降趋势, 2020 年受疫情影响, 上游运输需求下降带动运价下跌, 公司出现亏损, 2018/2020 年营业收入为 10.64/6.95 亿元, 2018/2020 年归母净利润为 1.62/-0.75 亿元。2021 年全球经济有所复苏, 全球供应链重塑带来国际干散货航运行情走高, 国内疫情影响减弱, 煤电需求回升, 运价上涨, 叠加公司运力新增, 业绩创

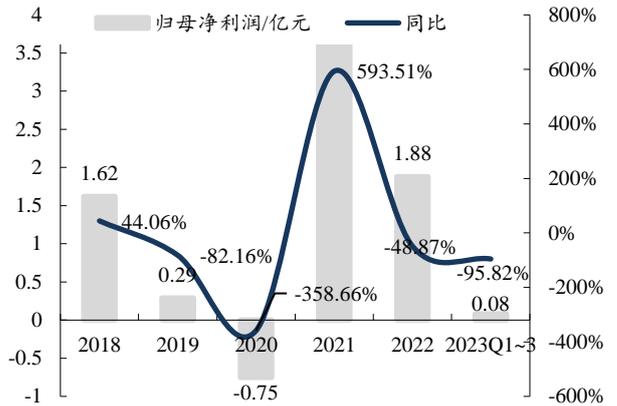
新高，2021 年营业收入/归母净利润为 14.39/3.68 亿元，同增 107%/594%。2022 起贸易需求回落，运价有所下降，2023 年上半年全球经济增长放缓叠加地缘政治影响，业绩有所下滑，2022/2023Q1~3 实现营收 11.58/6.7 亿元，同比-19%/-23%，实现归母净利润 1.88/0.08 亿元，同比-49%/-96%。

图3：国航远洋营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

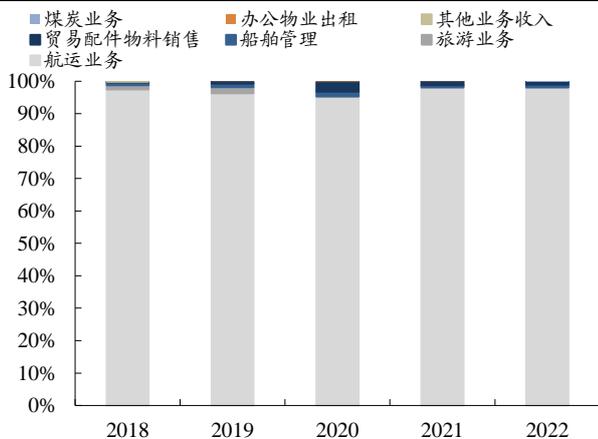
图4：国航远洋归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

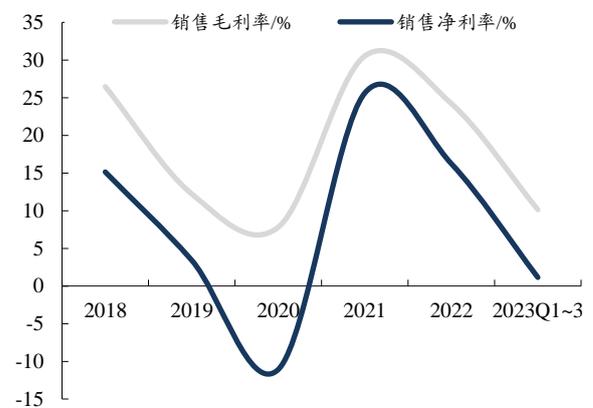
收入以航运业务为主，盈利能力波动较大。公司收入来源以航运业务为主，占比公司总收入保持 95%以上。受宏观周期影响，运费变化较大，盈利能力波动大，2022/2023Q1~3 公司销售毛利率为 24.22%/10.14%，2022/2023Q1~3 销售净利率为 16.24%/1.15%。

图5：国航远洋营业收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

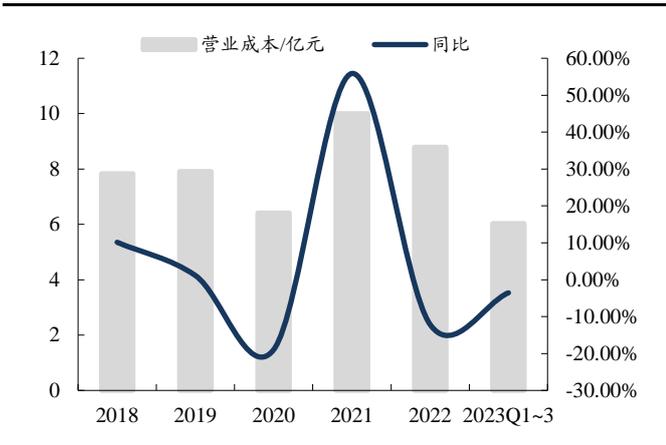
图6：国航远洋盈利能力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

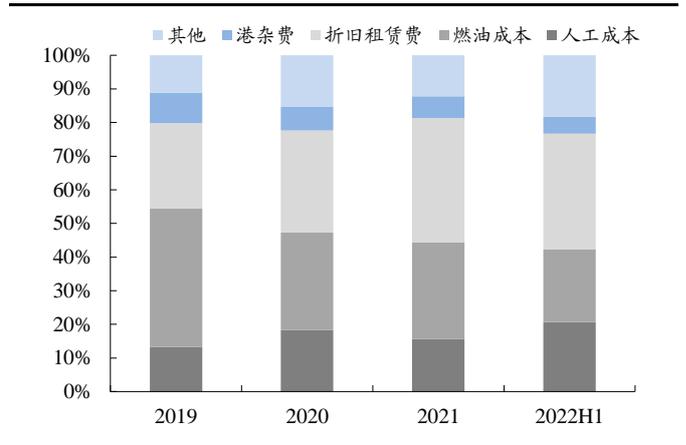
营业成本整体平稳，主要受燃油费、人工成本、折旧租赁影响。营业成本总体平稳，2021年由于公司新增船舶+业绩好分成租金上涨，营业成本上升较高，同增56%，后续恢复至正常水平。公司主营业务成本中，自营(自有+光租)船舶成本为主要成分，2022H1占主营业务成本92.97%。燃油成本、人工成本、折旧与租赁费是主要经营成本。燃油方面受宏观经济、地缘政治等影响波动较大，2021年燃油费占公司营业成本24.25%；折旧与租赁费方面，折旧费较为固定，租赁船舶采取“保底+分成”的定价模式，租赁费用会随着收入的增长而增加。

图7：国航远洋营业成本



数据来源：Wind，东吴证券研究所

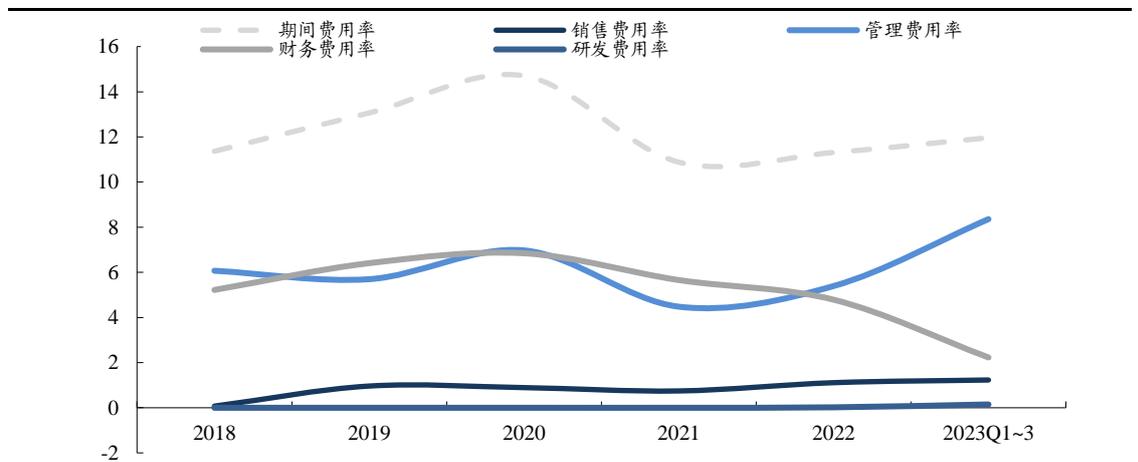
图8：国航远洋自营船舶成本结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

费用主要为管理费用、财务费用。公司费用主要来自管理费用、财务费用。由于公司2022年正常经营受上海疫情影响，管理费用较低，2023年恢复正常水平，费用率上升较高，2023Q1~3管理费用率为8.36%。2022-2023年有息负债减少，美元升值带来汇兑收益对冲费用，财务费用率有所下降，2023Q1~3财务费用率降至2.23%。

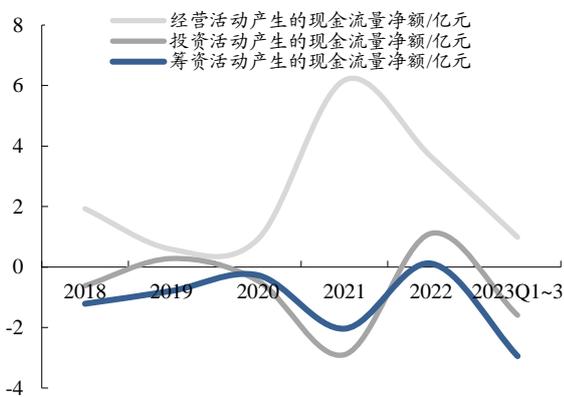
图9：国航远洋各项费用率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

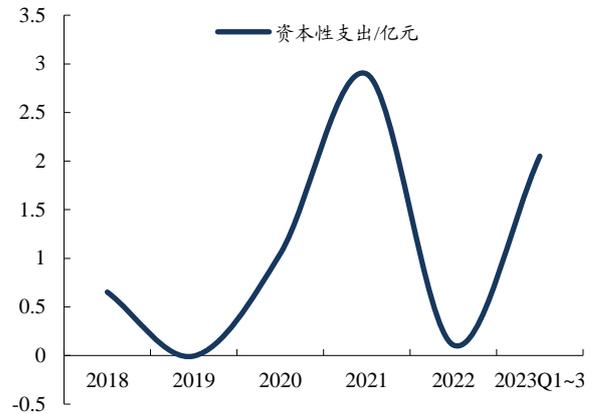
现金流受运费影响大，投资新船资本性支出增高。受运价大幅上涨影响，2021年经营性净现金流大幅上涨至6.18亿元，2022年起受运价下降影响，经营性净现金流有所下滑；受银行融资及相关还款影响，筹资性净现金流有所波动；2021年支付国远86、国远88船舶建造款，2023Q1~3公司计划投资建造10艘7~8万吨级干散货绿色节能船舶，2024年预计新增4艘船舶，对应期间投资性净现金流流出较多，资本性支出较高，2023Q1~3投资性净现金流流出/资本性支出为1.59/2.05亿元。

图10: 国航远洋净现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 国航远洋资本性支出



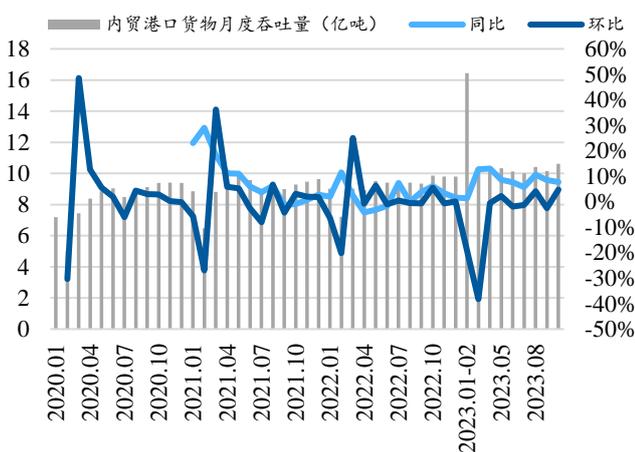
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 国内市场：需求稳增，运力充沛，运价维持平稳

### 2.1. 需求端：干散货市场需求稳步提升

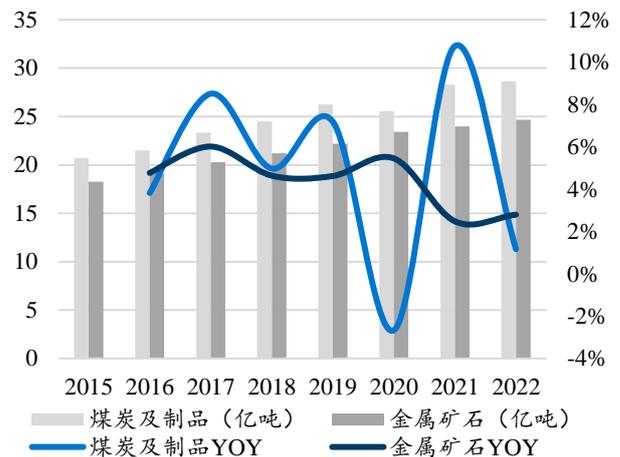
经济复苏下用电需求增长+新能源装机高增下维持电网稳定推动火电需求旺盛，干散货市场需求稳步增长。国内干散货市场主要需求货种为煤炭及金属矿石，其终端用户主要为国有电厂和钢厂，集中于东南沿海与长江中下游，而煤炭供给主要位于北方，因此形成“北煤南运”的运输格局。近年来我国内贸货物吞吐量逐年提升，2022年煤炭及金属矿石吞吐量分别达28.64亿吨、24.66亿吨，同增1.2%及2.8%，2023年受火电发电需求提升带动煤炭需求上行，钢铁出口量高增带动金属矿石需求增长，2023年1-10月我国内贸货物吞吐量达98.34亿吨，同增7.9%，同时随经济逐步稳定复苏，国内干散货运输市场将稳步增长。

图12: 沿海内贸货物吞吐量



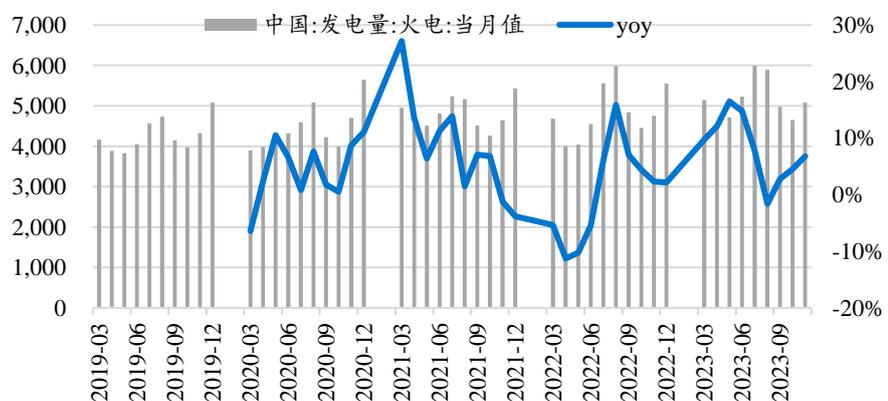
数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图13: 全国港口煤炭及金属矿石吞吐量稳步增长



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图14: 中国火电月度发电量（亿千瓦时）

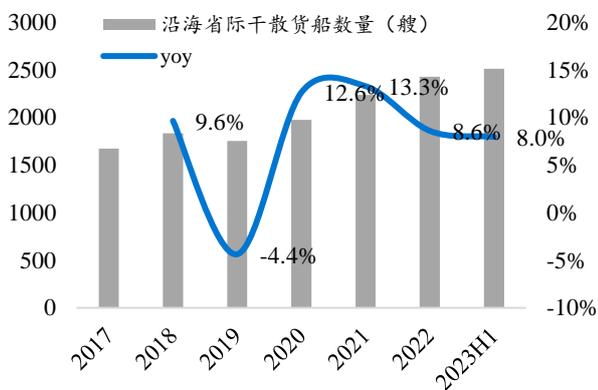


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 供给及价格端：运力充沛满足需求增长，运价较为稳定

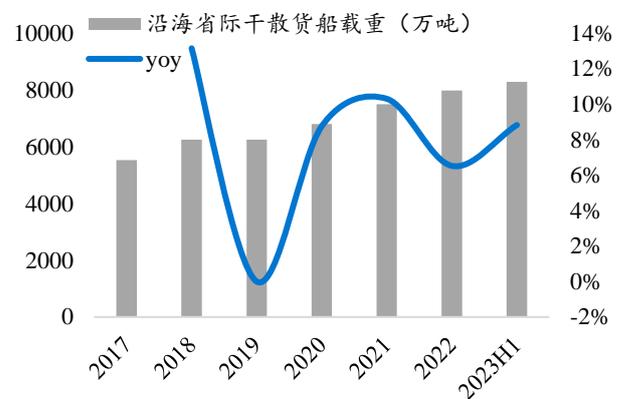
2023H1 载重达 8278.6 万吨，同增 8.8%，运力增长充沛，沿海散货运价 2023 年略有下行后维持平稳。我国沿海省际干散货船数量及载重逐年稳步增长，平均船龄稳定在 10 年左右，截至 2023H1，我国共有沿海省际干散货运输船 2511 艘，同增 8%，载重为 8278.6 万吨，同增 8.8%，运力增长幅度可覆盖需求端增长。2023 年我国沿海散货运价指数也显示运价情况基本处于波动下行，12 月受寒潮影响运价短暂回升，1 月回暖后，运价有所回落，整体运价保持平稳。

图15：沿海省际干散货船数量



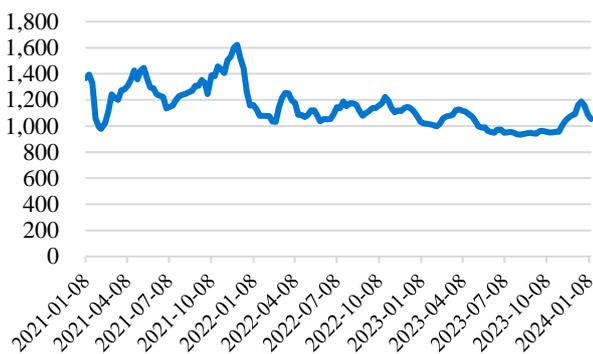
数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图16：沿海省际干散货船载重情况



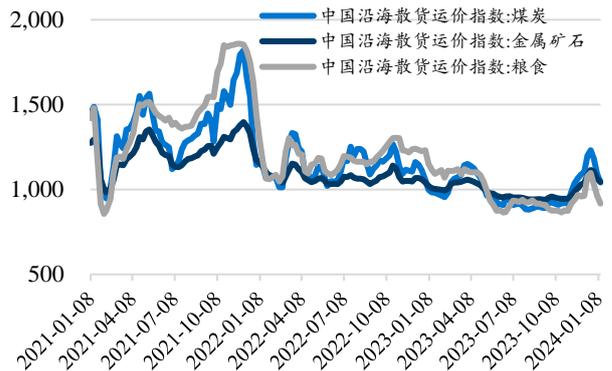
数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

图17：中国沿海散货运价指数:综合指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：中国沿海散货运价指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

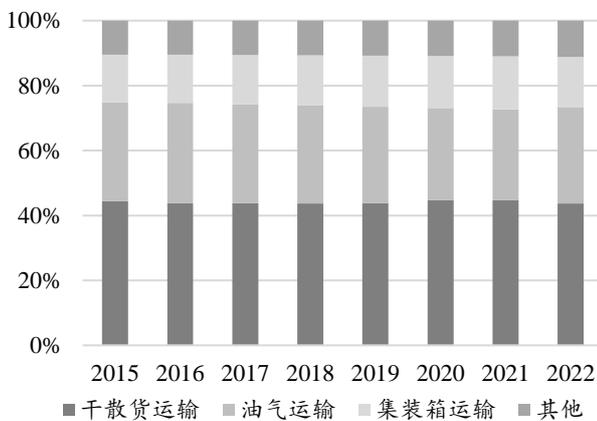
### 3. 国际市场：老龄化船只占比提升，环保新规要求下供给放缓，行业有望向上

#### 3.1. 需求端：需求有望维持平稳增长

##### 3.1.1. 干散货市场与全球经济相关，以大宗商品运输为主

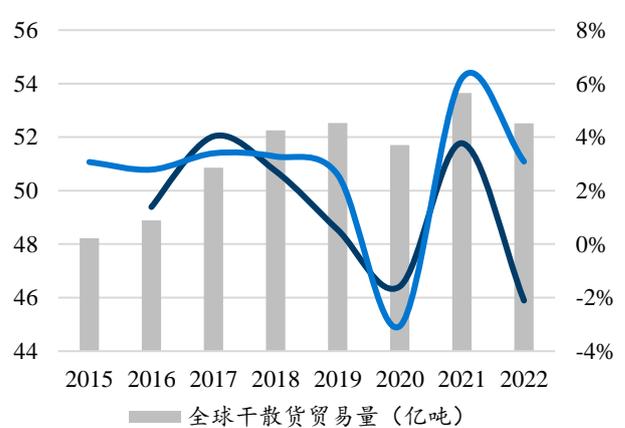
干散货运输贸易量与全球经济紧密相关。全球海运贸易与全球 GDP 增长情况联系紧密，主要系全球海运贸易中以干散货为主，干散货运输占比超 40%，而其通常为制造生产需要的原材料，如煤炭、粮食、金属矿石等，广泛应用于钢铁、建筑、电力行业，因此干散货运输行业的景气度与全球经济发展紧密相关。

图19：全球海运贸易以干散货为主



数据来源：Clarksons, 东吴证券研究所

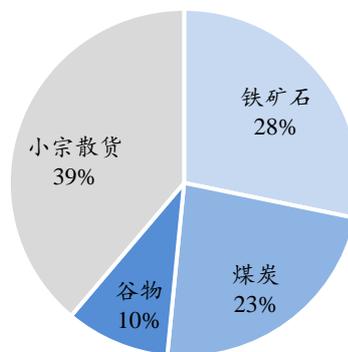
图20：全球干散货贸易量与全球经济紧密相关



数据来源：Clarksons, 世界银行, 东吴证券研究所

干散货运输以铁矿石、煤炭、谷物等大宗商品为主，占比超 60%。2022 年全球干散货贸易量约 52.5 亿吨，同比略降，大宗商品占比约 61%，其中铁矿石占比 28%、煤炭占比 23%、谷物占比 10%，小宗散货占比约 39%。

图21：2022 年全球干散货货物运输结构



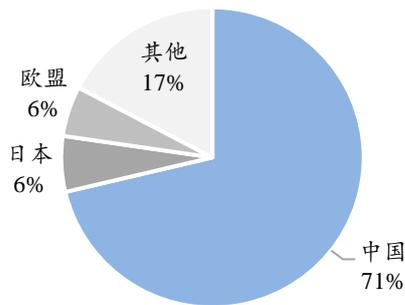
数据来源：Clarksons, 东吴证券研究所

### 3.1.2. 中印为煤炭、铁矿石主要进口需求国，2024 年有望保持增长

中国为铁矿石主要进口国，中印为最大煤炭需求国。干散货中大宗商品运输主要以铁矿石及煤炭为主。2022 年中国为铁矿石主要进口国，全球占比约 71%，占据主导需求地位，煤炭方面主要以中国及印度为主要进口国，二者合计占比超 40%。

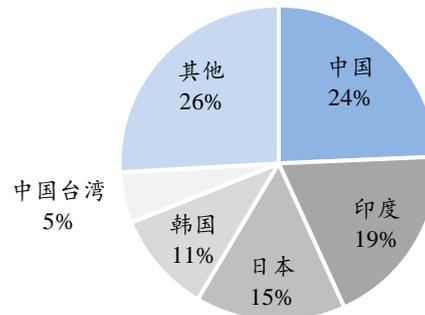
2024 年中国铁矿石需求维稳，印度煤炭需求上行补足国内需求减弱，整体需求有望保持增长。2023 年中国钢铁出口量高增带动对铁矿石进口增加，根据海关总数数据显示，2023 年我国进口铁矿石 11.79 亿吨，同增 6.6%，预计 2024 年有望维持平稳；煤炭方面受 2024 年中国恢复 20% 关税影响，2023 年煤炭进口量高增，2023 年累计进口煤炭 4.74 亿吨，同增 62%；展望 2024 年，受中国恢复煤炭进口关税影响，中国进口量或有所减少，但印度市场需求持续保持旺盛，预计 2024 年全球煤炭需求持续保持增长。

图22: 2022 年铁矿石进口地区占比情况



数据来源: Banchero Costa, 东吴证券研究所

图23: 2022 年煤炭进口地区占比情况



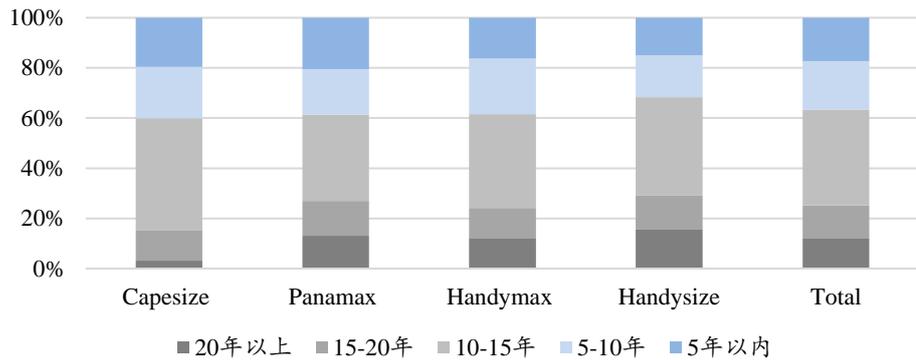
数据来源: 中国煤炭经济研究会, 东吴证券研究所

## 3.2. 供给端: 老龄化船只占比高, 环保新规约束下运力供给受限, 新船订单运力占比低

### 3.2.1. 现存船舶中老龄化船舶占比高, 环保新规实施后老旧船舶运力有所受限

15 年船龄以上船舶占比达 24%，老龄化较高。截至 2024 年 1 月，存量干散货船舶中，20 年及以上船舶运力占比达 12%，15 年以上船舶运力占比达 24%，2009-2012 年为干散货船密集交付期，预计 15 年以上船龄船舶在未来占比将快速上升，环保规定趋严下，老旧船舶运力或将受限。

图24：干散货船舶船龄结构（截至 2023 年 12 月）



数据来源：Clarksons，东吴证券研究所

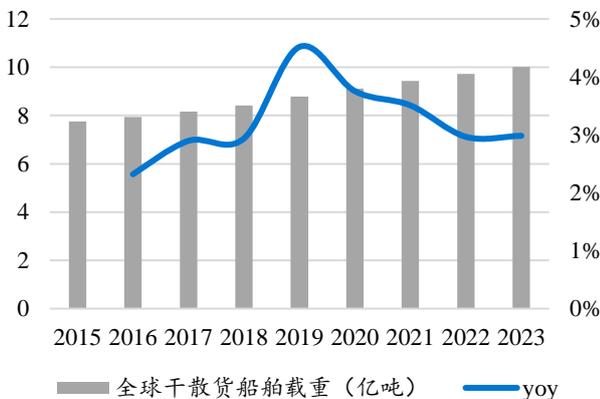
**IMO 新规实施，老旧船舶运力略有受限。**2021 年 6 月，国际海事组织（IMO）在第 76 届 MEPC 会议审议并通过 MARPOL 公约附则 VI 关于降低国际航运碳强度的修正案，并于 2023 年 1 月 1 日起正式实施。主要要求通过技术和运营两方面措施降低航运碳强度——现有船舶能效设计指数（EEXI）和碳强度指标（CII）。其中 CII 对 5000 总吨以上船舶分为 A-E 级，评级为 E 或者连续三年评级为 D 的船舶需要制定整改计划。环保规定趋严情况下，为满足新规要求部分船只将降速运行以提升评级进而影响运力。

3.2.2. 干散货新增订单运力占比处历史低位水平，红海事件扰动有望推动行业向上

**干散货运力略有增长，新增订单运力占比处于历史地位水平。**从干散货运力数据看，2023 年全球干散货船舶运力达 10.01 亿吨，同增 3.0%，2023 年全球干散货船舶新增订单运力占比约为 8.4%，占比数据处近十年历史低位水平。

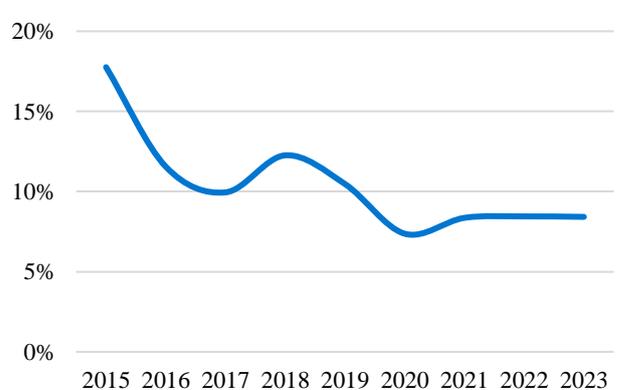
**红海事件扰动支撑干散货市场向上。**2023 年 12 月红海航线受地缘冲突影响导致航运周期加长以及航行线路距离加长，2024 年看红海事件扰动将一定程度对干散货市场向上形成一定支撑。

图25：全球干散货船舶载重量（亿吨）



数据来源：Clarksons，东吴证券研究所

图26：全球干散货船舶新增订单运力占比



数据来源：Clarksons，东吴证券研究所

## 4. 内外贸兼顾，新建低能耗船舶增加盈利能力

### 4.1. 主营中型船舶，内外贸兼顾下外贸占比逐步提升

专注中型船舶，以巴拿马型机灵便型船舶为主。干散货船按照载货能力主要划分为好望角型、巴拿马型和灵便型。公司主要以巴拿马型及灵便型货船为主，可以灵活运输绝大多数干散货物，船舶经营效率较高。

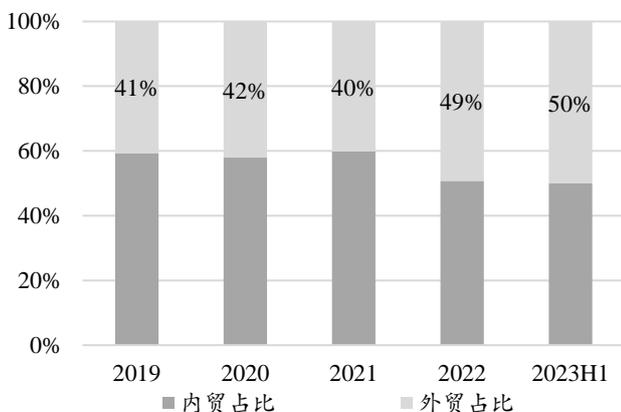
图27：干散货船分类型介绍

类别	船型	载重吨级	特点	主要运输货物
好望角型	VLOC	30万+	载重量大、规模经济，可通过好望角	铁矿石、煤炭
	WOZMAX	25万±		
	Newcastlemax	20-21万		
	Standard Capesize	12-20万		
巴拿马型	Mini-Capesize	10-12万	载重量较大、有一定规模经济，能通过巴拿马运河	铁矿石、煤炭、谷物等
	Post-panamax	9-10万		
	Kamsarmax	8-9万		
	现代巴拿马型	7-8万		
灵便型	小型巴拿马型	6.5-7万	载重小，吃水浅，方便灵活	铝矿、磷岩、木材、谷物等
	Ultramax	6-6.5万		
	Supramax	5.2-5.8万		
	Handymax	4-6.5万		
	Handysize	1-4万		

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

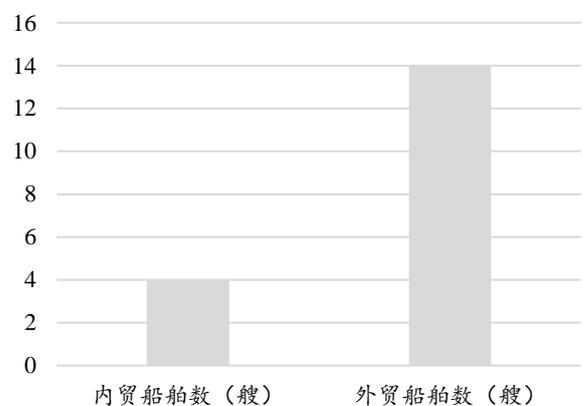
内外贸兼顾，外贸占比不断提升改善盈利水平。公司成立之初仅从事内贸干散货运输，2007-2008年开始介入外贸市场，经过十数年的发展，2023H1公司外贸运输收入占比从2006年的0%逐渐增加到50%，利润占比超60%。截至2024年1月，公司自营18艘船舶中有14艘进行外贸运输，外贸相比内贸盈利水平更高，外贸占比提升助力公司盈利改善。

图28：公司外贸占比不断提升



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图29：2024年1月公司内外贸运行船舶数

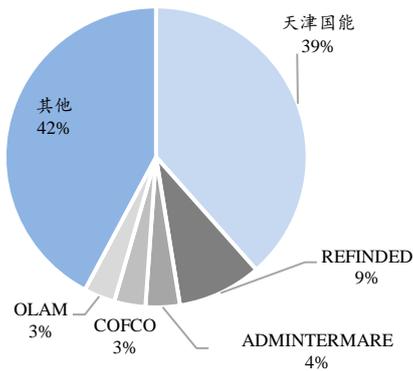


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.2. 坚持大客户战略，维护客户资源优势

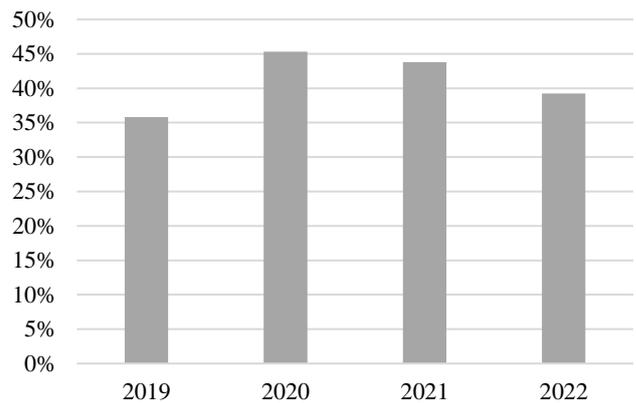
坚持大客户为主战略，充分维护客户资源。公司经过多年发展，客户资源积累丰富，公司客户涵盖煤炭、钢铁、矿石、粮食等多个领域，与国家能源集团、BHP(必和必拓)、RIOTINTO(力拓)、大唐、华电、嘉吉、鞍钢、宝钢、中粮、中天钢铁集团、华能、广东粤电、中远海等客户建立了长期合作关系。公司注重维护大客户关系，前五大客户营收占比始终超 50%，客户资源优势明显。

图30: 2022 年公司前五大客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31: 天津国能营收占比较为稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 存量船舶均符合新规要求，新造低耗高效船舶增强公司盈利能力

公司存量船舶充分满足 IMO 新规要求，新造“10+10”艘船舶推动运力提升。在绿色能源动力发展趋势下，公司始终坚持创新求进，积极探索未来双燃料散货船发展的可行之道，以提升集团核心竞争力，助力集团高质量发展，公司存量船舶中从事外贸业务有 14 艘，在 CII 效能评级中有 1 艘 A 级，11 艘 B 级，2 艘 C，无 D 级或 E 级，存量船舶充分满足环保新规要求。同时 2022 年 12 月上市以来，公司已启动“10+10”艘新造船计划：前 10 艘船舶已签订正式建造协议，包括 4 艘 7.38 万吨、2 艘 7.6 万吨、4 艘 8.9 万吨级的散货船；后 10 艘船舶为选择船，包括 4 艘 7.38 万吨、6 艘 8.9 万吨级的散货船，2024 年预计交付 4 艘。

图32: 公司“10+10”艘船舶新建计划

造船方	数量	载重(吨)	交付时间
江苏海通海洋工程装备有限公司	4艘	73800	合同生效后22、25、28、31个月
	4艘选择船	73800	
	2艘	76000	2024年3月31日、2024年7月20日
芜湖造船厂	4艘	89000	2025年9月30日、2025年12月30日、2026年3月30日、2026年6月30日
	6艘选择船	89000	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注重节能技术应用，加强能效管理，新船降油耗效果显著将推动公司盈利提升。公司新造船舶充分满足 IMO 新规，采用多项节能技术应用满足 EEDI 要求，且新船预留甲醇双燃料系统进而可以灵活调节甲醇燃料使用降低碳税，同时公司船舶油耗指标优越，8.9 万吨船舶满载情况下相比 8.2 万吨及 8.5 万吨船舶油耗低 0.54-1.39 吨/天，降油耗效果显著，新船能耗降低，载重吨数增加情况下将有效推动公司盈利提升。

图33: 公司新造船舶重视节能低耗

载重	特点
73800吨	<p><b>1、多项节能技术的应用：</b>1) 采用低阻力线型和高效率推进系统，提高推进效率，能够满足 EEDI 第三阶段要求；2) 主机采用最新型低油耗主机；3) 对机舱节能系统全面优化，采用了成熟可靠技术；4) 船体采用宽体、浅吃水、综合整体设计，船体线型采用 V 型球鼻艏，推进系统采用一体化节能设备，并根据营运工况进行优化，降低油耗从而获得良好的经济性，浅吃水的船体适港性强，仓容大的船体适货性强；5) 引入移动电源概念，通过船舶电站油电混合，实现停泊零排放。</p> <p><b>2、船舶智能化技术应用：</b>1) 采用了机器设备检测与分析系统；2) 采用智能航行安全提示系统；3) 采用智能能效系统，包括如对船舶主要耗能数据和航行参数进行自动采集、船舶智能能效评估、燃油监控及能效管理、辅助决策等其他辅助功能；4) 船岸信息集成平台，实现船队航行状态信息、船队能耗状态信息、船队设备健康状态信息、CCTV 视频监控回传船岸信息与数字船岸信息共享，具有一定程度的物联网功能，利于公司运营决策。</p>
76000吨	<p><b>1、多项节能技术的应用：</b>1) 本船由上海船舶设计院 (SDARI) 设计，最新开发线型，多工况优化，采用减风阻上建，绿色环保；2) 本船 EEDI 低于基准线 45% 以上；3) 配备消涡鳍、前置预导流 (PSV)；4) 为提高进出长江时的安全性，配备了技术成熟的襟翼舵；5) 船舶航行于中国沿海及华东长江、华南珠江流域，限制尺度下载重量大，油耗低，货舱舱容利用率高；6) 压载水排放时间小于 10 小时。</p> <p><b>2、船舶能效管理：</b>1) 采用船舶能效管理系统，包括对船舶主要耗能设备和油舱、油柜的燃油数量进行实时监测和获取；2) 船舶大功率水泵采用变频技术，结合环境温度变化自动调整水泵负荷，实现节能减排目的；3) 配置了船舶 CCTV 视频监控系统</p>
89000	<p><b>1、经济指标优秀：</b>与市场上 82000 和 85000 载重吨船比较，在多装货物 4000-7000 吨的情况下，燃油油耗预计低 0.54-1.39 吨/天</p> <p><b>2、预留甲醇双燃料动力系统：</b>欧盟将于 2024 年 1 月 1 日起征碳税，为降低二氧化碳的排放量，减少碳税，89000 载重吨散货船预留甲醇双燃料动力系统，视甲醇岸基供应能力或可满足直接使用甲醇。</p> <p><b>3、智能船舶应用先进：</b>为提高船舶可靠性，提高船舶营运与管理效率，89000 载重吨散货船应用了船舶智能系统。</p> <p><b>4、货舱舱容大，可选择性灵活：</b>89000 载重吨散货船采用双载重线，当港口对船舶装载水深有限制时，可选择浅吃水载重线；当装货港吃水水深较深时，可以选择满载装载 89000 吨，实现船舶利益最大化。</p> <p><b>5、智能绿色/装备配置高：</b>89000 载重吨散货船配置了燃油优化系统和能耗控制系统，可根据船舶在海上航行区域的风向、流向、浪高、船舶纵倾和到港时间的要求，自动规划航线、航速和油耗，从而实现节能；</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

**内贸运输业务:** 考虑公司 2024 年新造船舶陆续投运, 老旧船舶运力也将视市场行情决定是否退出, 我们预计 2024 年内贸航运运力将有所提升, 预计 2023-2025 年自营船舶运输量分别为 850/978/1075 万吨, 平均运输价格为 32/33/33 元/吨; 预计外租船舶营收分别为 214/225/236 百万元。

**外贸运输业务:** 2023 年公司业务基本为期租模式, 其中有 14 艘船舶用于外贸运输, 公司预计 2023 自营船舶期租天数约为 4550 天, 2024-2025 年预计保持 4% 左右增速, 预计期租天数分别为 4732/4921 天, 考虑红海事情有所扰动, 2024 年需求稳增, 我们预计期租平均日租金分别约为 11/12/12 万元/天; 外租船舶同样保持稳定增速, 我们预计收入分别为 48/53/55 百万元。

**其他业务:** 其他业务我们预计每年略有下滑, 整体营收占比较小, 2023-2025 年分别为 22/21/20 百万元。

我们预计 2023-2025 年整体营收达 1057/1189/1257 百万元, 同比-9%/+12%/+6%。

图34: 国航远洋收入拆分

	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
总业务收入 (百万元)	1,439	1,158	1,057	1,189	1,257
YOY	107%	-19%	-9%	12%	6%
总业务成本 (百万元)	999	878	954	941	937
YOY	56%	-12%	9%	-1%	0%
<b>内贸运输业务</b>					
内贸总收入 (百万元)	844	577	486	548	591
自营运输收入 (百万元)	747	505	272	323	355
运货量 (万吨)	1,511	1,200	850	978	1,075
YOY	15%	-21%	-29%	15%	10%
平均运输价格 (元/吨)	49	42	32	33	33
外租船舶收入 (百万元)	96	72.35	214.40	225.12	236.38
YOY	537%	-25%	196%	5%	5%
<b>外贸运输业务</b>					
外贸总收入 (百万元)	567	559	549	621	646
程租业务模式	278	85			
外贸程租自营业务收入 (百万元)	165	73			
货运量 (万吨)	141	56			
YOY	47%	-60%			
平均运输价格 (元/吨)	117	130			
外租船舶 (百万元)	113	11			
期租业务模式	290	474	549	621	646
期租自营船舶期租收入 (百万元)	264	469	501	568	591
期租天数 (天)	1,975	3125	4550	4732	4921
YOY	-8%	58%	46%	4%	4%
期租平均日租金 (万元/天)	13	15	11	12	12
外租船舶收入 (百万元)	26	5	48	53	55
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	28	23	22	21	20
YOY	-15%	-17%	-5%	-5%	-5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首次覆盖, 给予“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.17/1.28/1.77 亿元, 同比增-91%/+673%/+39%, 对应 PE 为 161/21/15 倍, 选择业务类似, 均有干散货运输业务的海通发展及招商轮船为可比公司, 2024 年可比公司平均 PE 为 12 倍, 主要系 Wind 一致预测中部分预测非反映最新情况, 部分盈利预测偏高导致 PE 偏低。首次覆盖, 考虑行业周期有望向上, 红海事件扰动带动运价上行, 环保新规要求下新造船舶降本增利增强公司核心竞争力, 给予“增持”评级。

图35: 可比公司估值(截至 2024 年 1 月 26 日)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603162.SH	海通发展	92.16	14.99	6.71	2.77	5.42	8.64	14	33	17	11
601872.SH	招商轮船	548.89	6.74	50.86	56.47	74.98	84.36	11	10	7	7
行业平均								12	21	12	9
833171.BJ	国航远洋	26.60	4.79	1.88	0.17	1.28	1.77	14	161	21	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 海通发展、招商轮船盈利来自于 Wind 一致预期, 国航远洋为东吴研究所预测

## 6. 风险提示

1) **需求不及预期:** 若国内及国际市场粮食、煤炭及铁矿石等大宗商品需求增长不及预期, 或造成运价下跌影响公司业绩增长。

2) **油价上涨带动成本上行:** 2024 年若油价上涨将带动船舶运输燃油成本上行影响公司盈利

## 国航远洋三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>844</b>	<b>544</b>	<b>325</b>	<b>191</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,158</b>	<b>1,057</b>	<b>1,189</b>	<b>1,257</b>
货币资金及交易性金融资产	707	375	170	40	营业成本(含金融类)	878	954	941	937
经营性应收款项	92	109	104	110	税金及附加	5	4	4	4
存货	20	39	39	38	销售费用	13	13	13	13
合同资产	0	0	0	0	管理费用	63	89	89	90
其他流动资产	25	20	12	3	研发费用	0	1	1	1
<b>非流动资产</b>	<b>1,736</b>	<b>1,889</b>	<b>2,247</b>	<b>2,570</b>	财务费用	55	14	21	27
长期股权投资	518	518	518	518	加:其他收益	8	19	18	13
固定资产及使用权资产	1,016	1,169	1,506	1,830	投资净收益	77	16	18	19
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3	3	3	3	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	<b>营业利润</b>	<b>228</b>	<b>17</b>	<b>155</b>	<b>216</b>
其他非流动资产	185	185	205	205	营业外净收支	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,580</b>	<b>2,432</b>	<b>2,571</b>	<b>2,762</b>	<b>利润总额</b>	<b>228</b>	<b>17</b>	<b>156</b>	<b>216</b>
<b>流动负债</b>	<b>662</b>	<b>514</b>	<b>515</b>	<b>518</b>	减:所得税	40	1	28	39
短期借款及一年内到期的非流动负债	525	375	375	375	<b>净利润</b>	<b>188</b>	<b>17</b>	<b>128</b>	<b>177</b>
经营性应付款项	99	92	90	90	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	11	11	11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>188</b>	<b>17</b>	<b>128</b>	<b>177</b>
其他流动负债	37	36	39	42	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.34	0.03	0.23	0.32
非流动负债	497	471	471	471	EBIT	200	(4)	141	212
长期借款	271	371	371	371	EBITDA	244	44	204	289
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.22	9.72	20.89	25.49
租赁负债	106	0	0	0	归母净利率(%)	16.24	1.56	10.72	14.11
其他非流动负债	120	100	100	100	收入增长率(%)	(19.48)	(8.74)	12.48	5.70
<b>负债合计</b>	<b>1,159</b>	<b>985</b>	<b>986</b>	<b>989</b>	归母净利润增长率(%)	(48.87)	(91.23)	672.74	39.10
归属母公司股东权益	1,421	1,447	1,585	1,772					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,421</b>	<b>1,448</b>	<b>1,585</b>	<b>1,773</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,580</b>	<b>2,432</b>	<b>2,571</b>	<b>2,762</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	365	36	206	260	每股净资产(元)	2.56	2.61	2.85	3.19
投资活动现金流	111	(184)	(403)	(382)	最新发行在外股份(百万股)	555	555	555	555
筹资活动现金流	12	(193)	(19)	(19)	ROIC(%)	7.46	(0.16)	5.11	7.17
现金净增加额	487	(331)	(205)	(130)	ROE-摊薄(%)	13.24	1.14	8.05	10.01
折旧和摊销	221	48	63	77	资产负债率(%)	44.91	40.48	38.35	35.81
资本开支	(11)	(200)	(420)	(400)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.14	161.21	20.86	15.00
营运资本变动	(20)	(33)	4	(6)	P/B(现价)	1.87	1.84	1.68	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>