

国航远洋 (833171.BJ)

2024年07月08日

国内干散货航运主要企业之一，“10+10”造船计划快速提升运力

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/7/4
当前股价(元)	3.93
一年最高最低(元)	6.99/3.31
总市值(亿元)	21.83
流通市值(亿元)	8.63
总股本(亿股)	5.55
流通股本(亿股)	2.20
近3个月换手率(%)	533.11

● 国内干散货航运主要企业之一，首次覆盖给予“增持”评级

国航远洋主要从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，是国内干散货运输的大型航运企业。由于从事航运业务，因此其营收及净利润表现呈现周期性。2021至2024Q1，国航远洋总营收分别为14.39/11.58/8.91/2.23亿元，归母净利润分别为36,790.17万元、18,810.33万元、248.38万元、1,595.50万元。我们预计2024-2026年国航远洋实现营业收入10.68/11.67/13.73亿元，归母净利润1.55/1.75/2.06亿元，对应EPS为0.28/0.31/0.37元，当前股价对应PE PE14.0/12.5/10.6X。首次覆盖给予“增持”评级。

● 国内外并重境外业务贡献75%以上毛利，“10+10”艘新造船计划稳步推进

2023年航运收入方面境内收入占比42%，境外收入占比58%。内贸市场以国家能源集团的电煤运输为主，2023前三季度外贸市场70%运输货种为粮食。境外业务2022、2023毛利率分别为37.93%、16.53%，相较境内业务更高，毛利贡献率分别达到77%、87%。2022年12月上市以来，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。截至2024年6月2艘7.6万吨散货船已经完成建造。

● 干散货贸易量稳增航运指数2023年内快速上升，甲醇成航运业脱碳新方向

波罗的海干散货指数以及中国沿海煤炭运价指数对国航远洋的航运业务收入具有较大影响。波罗的海干散货指数在2021年快速反弹，2021/10/8达到5526点高位。随后回落至2023年达到阶段性低位538点（2023/2/17）。2023年整体呈现出上升走势，从538点低位至3192点涨幅达到493.31%。中国沿海煤炭运价指数波动幅度较小，在2023年年内经历两轮快速上涨-回落周期，2023年12月23日达到985.19点年内高点。甲醇燃料已经成为航运业脱碳的重要选择，通过使用甲醇燃料可以实现减排并降低燃油消耗成本，缩短投资回报周期。

● 风险提示：行业周期性波动风险、燃油价格上涨风险、客户集中度较高的风险。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,158	891	1,068	1,167	1,373
YOY(%)	-19.5	-23.1	19.9	9.3	17.7
归母净利润(百万元)	188	2	155	175	206
YOY(%)	-48.9	-98.7	6160.6	12.3	18.0
毛利率(%)	24.2	11.4	20.7	20.6	20.4
净利率(%)	16.2	0.3	14.6	15.0	15.0
ROE(%)	13.2	0.2	10.3	10.5	11.1
EPS(摊薄/元)	0.34	0.00	0.28	0.31	0.37
P/E(倍)	11.6	878.8	14.0	12.5	10.6
P/B(倍)	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

目 录

1、 国内外干散货航运并重，“10+10”造船计划快速提升运力	4
1.1、 程租和期租为主要业务模式，采购包含船舶光租、外租运输服务等	5
1.2、 航运业务贡献 97% 以上营收，境外业务贡献 75% 以上毛利润	6
1.3、 营收及净利润表现呈现周期性，2024Q1 归母净利润同比+203.12%	9
1.4、 募投两艘 7.6 万吨船只已完工，“10+10”艘新造船计划稳步推进	11
2、 干散货贸易稳增航运指数上升，甲醇成航运脱碳新方向	14
2.1、 全球干散货贸易市场稳步增长，国内运力整体呈波动上升	14
2.2、 BDI 及煤炭运价指数 2023 快速上涨，预计对航运定价产生积极影响	15
2.3、 甲醇燃料为航运业脱碳重要选择，国内外双燃料船建造大范围开展	16
3、 估值：2024-2026EPS0.28/0.31/0.37 元，给予“增持”评级	18
4、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 王炎平为第一大股东，持股比例为 31.72%	4
图 2： 运输过程中，国航远洋负责通过水路运输将货物运送至卸货港或客户码头	5
图 3： 2022 年全年运输劳务占据营业总收入 98%	7
图 4： 2023 航运业务占收入比重到 97%	7
图 5： 2022 全年境内收入占比为 51%	8
图 6： 2023 境内收入占比 42%	8
图 7： 2022 境外业务的毛利贡献率到 77%	8
图 8： 2023 境外业务的毛利贡献率达到 87%	8
图 9： 2024Q1 营收同比增长 16.40%	10
图 10： 2024Q1 归母净利润同比增长 203.12%	10
图 11： 盈利能力方面同样呈现周期性，2024Q1 盈利能力整体开始回升	10
图 12： 2021 至 2024Q1 的期间费用率分别为 10.88%、11.31%、13.36%、13.27%	10
图 13： 2012 至 2021 年，全球干散货海运贸易量由 40.99 亿吨增长至 53.65 亿吨	14
图 14： 全球干散货贸易中铁矿石、煤炭、粮食是货运量最大的三种（亿吨）	14
图 15： 2012 年至 2021 年，全球干散货运力稳步增长	15
图 16： BDI 指数在 2020-2021 及 2023 年内经历快速上涨周期，2024 年内截至 6 月 28 日平均值达到 1867.28 点	16
图 17： 中国沿海煤炭运价指数 2023 年 12 月 23 日达到 985.19 点年内高点	16
图 18： 相较于低硫 MGO 及 LNG 燃料，甲醇燃料具有成本优势	17
图 19： 对于长期在排放控制区内航行的船舶，甲醇燃料的投资回收期更短	17
图 20： 我国建造的第一艘采用甲醇双燃料动力化学品船首制船已经在广州交付	18
表 1： 国航远洋目前共有 7 名高级管理人员	4
表 2： 国航远洋业务包括航运业务与其他相关业务，其中航运业务为主营业务	7
表 3： 2021-2023 年前五名客户占国航远洋营收 50% 以上	9
表 4： 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	11
表 5： 国航远洋自营的 18 艘船舶，其中 6 条自有船只	11

表 6: 2 条自营船只采取售后回租方式	11
表 7: 10 条船只采取光船租赁模式	12
表 8: 干散货船舶购置项目拟投入募集资金达到 4.96 亿元	12
表 9: 截至 2023 年年末, 募投项目中“干散货船舶购置项目”募集资金投入进入已经达到 48.86%	13
表 10: 截至 2021 年, 国航远洋的运力与海通发展、宁波海运处于同等水平 (万吨)	19
表 11: 预计 2024-2026 年国航远洋归母净利润 1.55/1.75/2.06 亿元, 对应 EPS 为 0.28/0.31/0.37 元	19

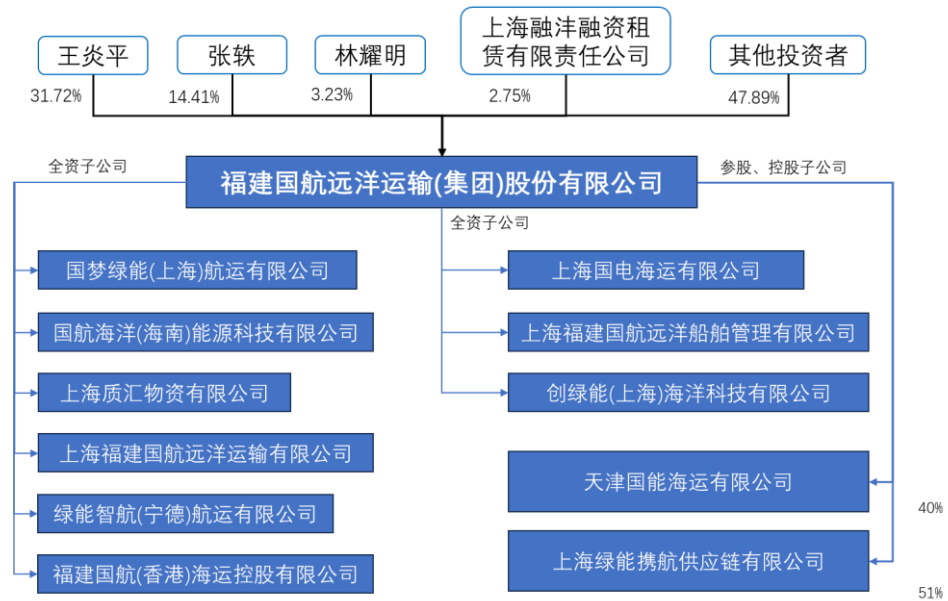
1、国内外干散货航运并重，“10+10”造船计划快速提升运力

国航远洋主要从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，是国内干散货运输的大型航运企业之一，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。目前拥有多种巴拿马型和灵便型干散货船舶，客户涵盖煤炭、钢铁、矿石、粮油等多个领域，与国家能源集团、BHP（必和必拓）、RIOTINTO（力拓）、大唐、华电、嘉吉、鞍钢、宝钢、中粮、华能、中远海、广东能源集团等客户建立了较为稳定的合作关系。

在国内沿江及沿海运输业务上，国航远洋以电煤运输为主；在国际远洋运输业务上，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 2024Q1，王炎平为第一大股东，持股比例为 31.72%。张轶持股 14.41%。

图1：王炎平为第一大股东，持股比例为 31.72%



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2024Q1）

国航远洋目前共有 7 名高级管理人员，均在行业内有多多年从业经验。

表1：国航远洋目前共有 7 名高级管理人员

姓名	职务	任职日期	经历简介
王炎平	总经理	2013-04-28	男，1962 年 10 月出生，高级经济师，高级工商管理硕士。1993 年至 2001 年就职于福州广宇船务有限公司，任总经理，党支部书记；2001 年 4 月至今就职于福建国航远洋运输(集团)股份有限公司，任董事长，总裁；2002 年 11 月至今就职于上海福建国航远洋运输有限公司，任执行董事；2004 年 9 月至今就职于上海国电海运有限公司，历任副董事长，总经理，现任董事长；2007 年 9 月至今就职于福建国航远洋投资实业有限公司，任董事长；2008 年 5 月至今就职于天津国电海运有限公司，任副董事长；2010 年 12 月至今就职于平潭综合保税物流有限责任公司，任董事长。
徐倪伟	副总裁	2018-11-02	男，1978 年 1 月出生，硕士学历。2002 年 7 月至 2004 年 12 月任东莞华润水泥厂有限公司经理助理，华润东莞水泥厂控股有限公司船务经理；2005 年 4 月至 2007 年 3 月任星航运代理有限公司集装箱管理；2007 年 12 月至今任福建国航总经理助理，法律商务部经理，监事会主席。
韩青	副总经理	2013-04-28	男，1958 年 1 月出生，硕士学历。1975 年 8 月至 1985 年 11 月在天津远洋公司任职机工，轮机员；

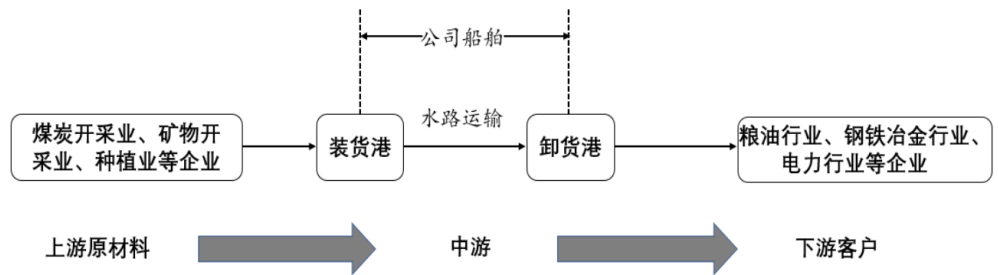
姓名	职务	任职日期	经历简介
			1985年11月至1990年3月在天津远洋公司任轮机长;1992年12月至1999年11月在中远中国香港航运公司任机务部总经理;2000年1月至2000年9月在中远散运公司任船技处副处长;2000年9月至2001年12月在中远集团总公司任船技处处长;2002年1月至2005年4月在中国香港鹏利航运公司任机务部经理;2005年4月至2009年2月在帮建(新加坡)航运公司任执行副总裁;2009年2月至2012年8月在大新华物流集团任副总裁;2012年8月至今在任公司副总裁。
薛勇	副总经理, 财务总监	2013-04-28	男, 1969年7月出生, 硕士学历。1991年1月至1994年, 任福建格燕电子实业公司财务科长, 物资财务部经理; 1997年至2000年任中国免税品公司福州公司总经理助理; 2001年5月至今任福建国航副总经理, 财务总监, 董事会秘书。
张轶	副总经理	2013-04-28	女, 1977年3月出生, 硕士学历。1997年7月至2004年9月就职于中国国际航空公司天津分公司; 2004年9月至2005年9月就职于挪威罗伦盛船舶经纪公司新造船部; 2006年11月至2008年4月任北欧银行新加坡分行船舶融资部副经理; 2008年5月至今任福建国航董事, 副总经理。
周金平	副总经理	2013-04-28	男, 1961年6月出生, 本科学历。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月至今任福建国航董事, 副总经理; 2009年9月至今任天津国电总经理。
何志强	董事会秘书	2021-12-03	男, 1975年6月出生, 法学本科, 工商管理硕士学位。已获得深交所董秘资格证, 上交所董秘资格证。曾任发码行有限公司总裁助理, 董事会秘书, 皓天财经集团控股有限公司华东区负责人, 上海首席代表。2021年11月入职国航远洋。

资料来源: Wind、开源证券研究所

1.1、程租和期租为主要业务模式，采购包含船舶光租、外租运输服务等

在干散货运输过程中，客户一般通过铁路、公路等陆上交通运输方式将货物输送到装货港并装货至国航远洋船舶，国航远洋通过水路运输将货物运送至卸货港或客户码头，再由客户负责将货物输送至终端企业。

图2：运输过程中，国航远洋负责通过水路运输将货物运送至卸货港或客户码头



资料来源: 国航远洋招股说明书

从客户与国航远洋签订的运输服务协议来看，其航运业务可分为程租和期租两种模式。

1) 程租模式

程租又称航次租船，是指船舶出租人向承租人提供船舶或者船舶的部分舱位，在指定的港口间装运约定的货物，由承租人支付运费的租船运输。航次租船主要系大宗货物的整船运输，是租船市场上最为活跃的一种租船方式。

(2) 期租模式

期租也称定期租船，是指船舶出租人向承租人提供约定的由出租人配备船员的船舶，承租人在约定的期间内按照约定的用途使用，并支付租金的租船运输。即国航远洋将配备船员的船舶租给客户使用一定的期限，承租期内船舶按照合同约定执行客户指令，无论是否营运，均按双方协议约定的期间向客户收取租赁费。

在该模式下，发生的船员工资、维修费用等固定费用一般由船东公司自行承担，燃油费和港杂费一般由承租人承担，合同另行约定的除外。对于货主方，期租模式能够保证运输需求得到及时满足；对于船东公司，期租可以锁定船舶收益，避免船舶闲置的风险。

而国航远洋的采购则主要包括船舶光租租赁、外租船舶运输服务、燃油、备件物料和修船等。

(1) 船舶光租租赁

在租赁期内，船舶使用权归国航远洋所有，自行配备人员，并承担船舶管理、船员工资及相关经营费用。国航远洋取得船舶使用权后，与客户签订货物运输合同，结合公司船舶调度情况，主导并安排光租船舶向客户提供运输服务。

(2) 外租船舶运输服务采购

外租船舶运输服务采购为受运力规模限制时，通过向市场上具备服务能力的承运商采购运输服务以满足客户需求。外租船舶可提高公司面对航运市场变化的反应能力，降低航运高峰和低谷期运力错配带来的风险。国航远洋外租船舶主要按单航次的形式进行租入，根据客户拟委托航线、货品种类、载重吨数和托运价格等因素选择合适的实际承运人，并与其签订运输合同。

(3) 燃油采购

根据燃油价格市场行情、船舶燃油需求以及船舶营运航线等因素，统筹考虑燃油采购事项。国航远洋和燃油供应商一般采用“预付款+尾款”的方式进行结算。

(4) 备件物料采购

公司的物料备件采购系船舶在日常营运和检修过程中更换老旧或损坏的部件，以保持其安全运营及营运效率。公司的船舶备件主要包括船舶主副动力装置备件、辅助机械设备备件、电器设备备件、航行设备、通信导航设备备件、应急设备备件和救生消防装置备件等。

1.2、 航运业务贡献 97%以上营收，境外业务贡献 75%以上毛利润

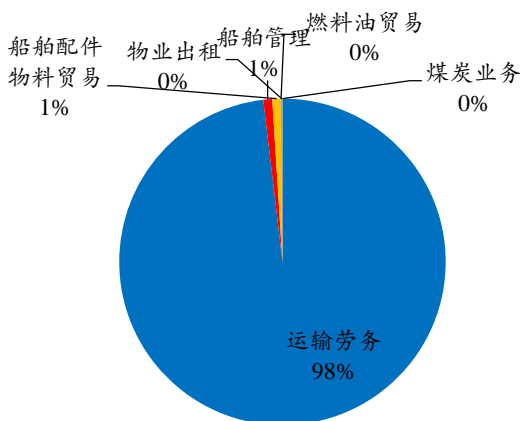
国航远洋业务包括航运业务与其他相关业务，其中航运业务为主营业务。根据运输航线区域的不同，航运业务可分为内贸运输业务和外贸运输业务；根据运输船舶属性不同，航运业务可分为自营船舶（包括自有船舶与光租船舶）运输业务和外租船舶运输业务。

表2：国航远洋业务包括航运业务与其他相关业务，其中航运业务为主营业务

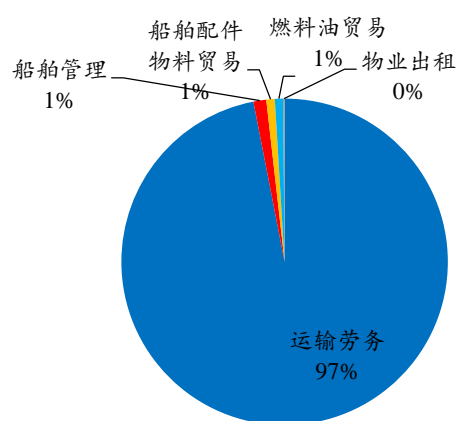
业务类型	细分种类	业务介绍
按航线区域不同划分	内贸运输	内贸运输是指水上货物运输的出发地和目的地均在境内的干散货运输。公司开展的内贸运输业务涵盖国内主要内贸航线，运输网络包括华北、华东、华南主要港口。
	外贸运输	外贸运输是指水上货物运输的出发地或目的地至少有一个在境外的干散货运输。公司开展的外贸运输业务涵盖远东、东南亚、澳洲、美洲、欧洲等地区间的运输航线。
航运业务	自营船舶运输	公司自营船舶包括自有船舶和光租船舶。自有船舶运输是指对船舶所有权属于公司及售后回租的船舶开展的运输业务；光租船舶是指船舶所有人将没有配置船员的船舶在约定期间内出租给公司占有、使用和经营。公司利用租入船舶开展运输业务，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。
	外租船舶运输	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、中国香港船管等为船东提供船舶管理、船舶安全、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。

资料来源：国航远洋招股说明书、开源证券研究所

从营收结构来看，国航远洋的主要收入来源为航运业务。2022 年全年运输劳务占据营业总收入 98%，2023 则占到 97%。而从毛利构成来看，航运业务的毛利润贡献在 2022 年为 97.75%，2023 为 94.13%。毛利率则分别为 24.13%、11.02%。

图3：2022 年全年运输劳务占据营业总收入 98%


数据来源：Wind、开源证券研究所

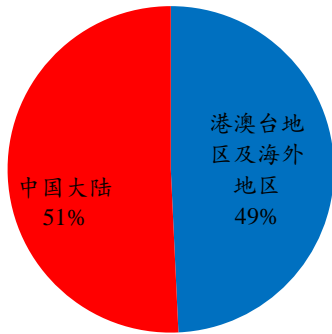
图4：2023 航运业务占收入比重到 97%


数据来源：Wind、开源证券研究所

而分地区情况来看，2022 年全年境内收入占比为 51%，境外收入占比 49%；2023

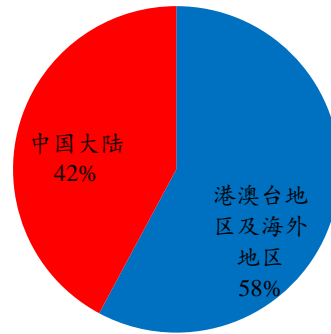
境内收入占比 42%，境外收入占比 58%，境外收入占比进一步提升。内贸市场以国家能源集团的电煤运输为主，主导北煤南运，承担电煤保供的任务；外贸市场以粮食（大豆、玉米等）、煤炭、铁矿石为主，航线主要为南美、北美、欧洲、东亚等国际贸易航线。2023 前三季度，外贸市场 70% 运输货种为粮食。

图5：2022 全年境内收入占比为 51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

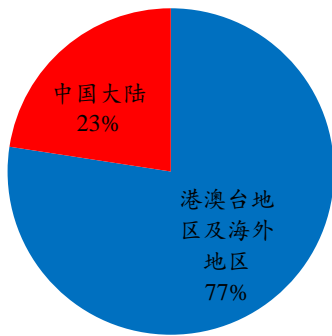
图6：2023 境内收入占比 42%



数据来源：Wind、开源证券研究所

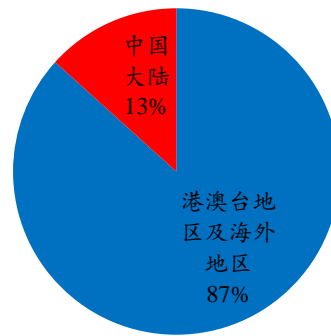
但凭借较高的毛利率，境外业务的毛利贡献率要高于境内业务。境外业务 2022、2023 毛利率分别为 37.93%、16.53%，相较境内 10.73%、3.48% 的毛利率更高，因此 2022 及 2023 境外业务的毛利贡献率分别达到 77%、87%。

图7：2022 境外业务的毛利贡献率到 77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 境外业务的毛利贡献率达到 87%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从历年前五名客户情况来看，2021-2023 年前五名客户占国航远洋营收 50% 以上，其中，2021 及 2022 年国家能源投资集团有限责任公司下属公司为第一大客户。

天津国能海运有限公司为国航远洋的联营公司。国家能源投资集团有限责任公司的全资子公司国家能源集团航运有限公司占股 60%，而国航远洋则通过全资子公司上海福建国航远洋运输有限公司占股 40%。从前五名客户销售额来看，国家能源投资集团始终为国航远洋的重要客户之一。

表3：2021-2023 年前五名客户占国航远洋营收 50%以上

年度	单位名称	销售金额(万元)	销售占比(%)
2023 年报	客户一	29,353.25	32.95
	客户二	5,925.85	6.65
	客户三	3,763.90	4.23
	REACHYINTERNATIONAL(HK)CO.,LIMITED	3,567.32	4.00
	客户五	3,380.30	3.79
	合计	45,990.62	51.62
2022 年报	天津国能海运有限公司	44,598.52	38.5
	REFINED SUCCESS LTD	10,387.56	8.97
	ADMINTERMARE	4,230.53	3.65
	COFCO INTERNATIONAL FREIGHT SA	3,860.32	3.33
	OLAM GLOBAL AGRI PTE LTD	3,857.33	3.33
	合计	66,934.25	57.78
2021 年报	天津国能海运有限公司,国能远海航运有限公司, 天津远华海运有限公司,国家能源集团江苏燃料 有限公司	73,283.46	51.94
	BGSHIPPINGCO.,LIMITED	5,709.73	4.05
	REFINEDSUCCESSLIMITED,广州振华航科有 限公司,COSCO-DATANGSHIPPINGCO.,LTD	4,608.60	3.27
	ASIAPACIFICENERGYLIMITED	4,563.10	3.23
	华电环球(北京)贸易发展有限公司	3,990.74	2.83
	合计	92,155.63	65.32

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 营收及净利润表现呈现周期性，2024Q1 归母净利润同比+203.12%

由于国航远洋主要从事航运业务，因此其营收及净利润表现呈现周期性。2021 至 2024Q1，国航远洋总营收分别为 14.39/11.58/8.91/2.23 亿元，归母净利润分别为 36,790.17/18,810.33/248.38/1,595.50 万元。

2021 年受到国际航运市场复苏的影响，营收同比上涨 106.87%，其中内贸方面投入新购建船舶“国远 86”轮、“国远 88”轮部分运力进行内贸运输；此外将原有调配至外贸运输业务的部分船舶运力重新调整至内贸运输业务，致使 2021 年自营船舶承运的内贸货运量较 2020 年有大幅的提升；而定价方面内贸运输业务定价主要参考中国沿海煤炭运价指数确定，2021 年，中国沿海煤炭运价指数全年平均值为 1,145.62 点，较 2020 年上升 67.83%。外贸方面自营船舶开展外贸程租业务承运的货运量较 2020 年增加 44.93 万吨，主要是因为干散货航运市场复苏，干散货运输需求旺盛，与客户的交易量上升所致。自营船舶外贸程租业务的平均运输价格变动整体受到波罗的海干散货指数变动的的影响。2021 年，波罗的海干散货指数全年均值为 2,943.38 点，较 2020 年的 1,066.17 点增长 176.07%。

而进入 2024Q1，营收及归母净利润均同比恢复增长，受益于国际运价指数大幅上涨，营收同比增长 16.40%，归母净利润同比增长 203.12%。

图9: 2024Q1 营收同比增长 16.40%

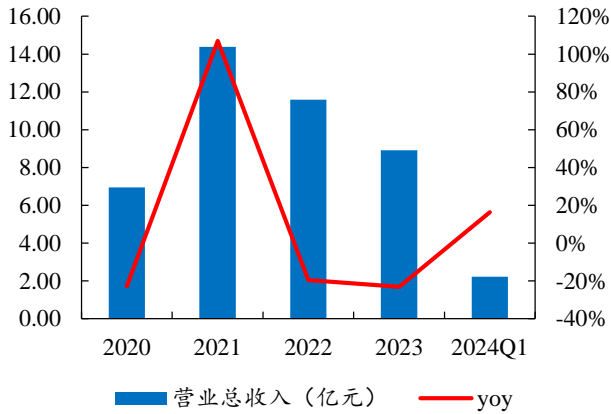
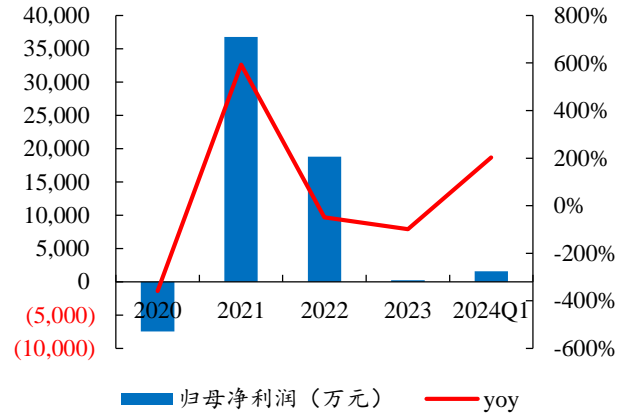


图10: 2024Q1 归母净利润同比增长 203.12%

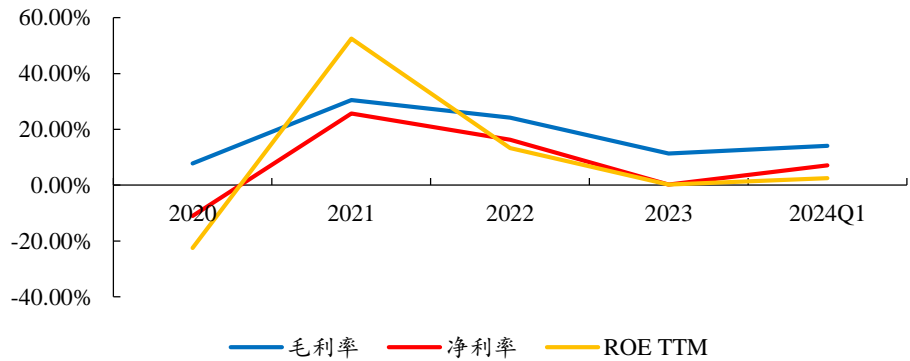


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力方面同样呈现周期性,2021年为近三年最高值,整体毛利率达到30.54%,净利率25.62%,ROE TTM达到52.51%。2024 盈利能力整体开始回升,Q1 毛利率14.14%、净利率7.11%、ROE TTM为2.49%

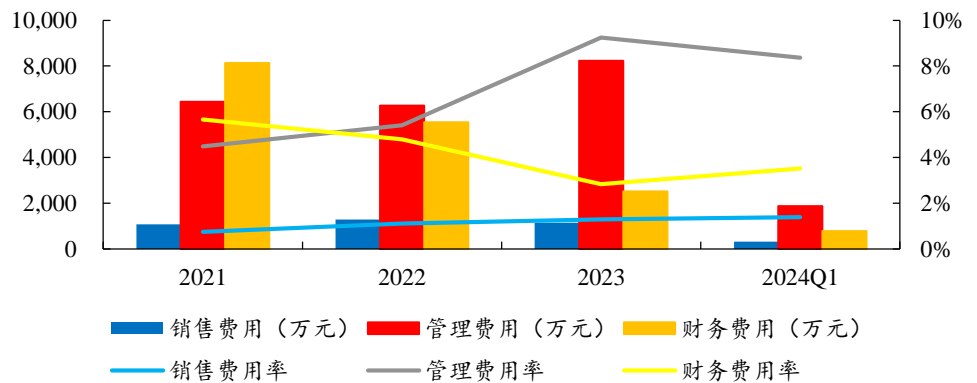
图11: 盈利能力方面同样呈现周期性, 2024Q1 盈利能力整体开始回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

费用方面国航远洋基本保持稳定,2021至2024Q1的期间费用率分别为10.88%、11.31%、13.36%、13.27%。国航远洋2021至今无研发费用。

图12: 2021至2024Q1的期间费用率分别为10.88%、11.31%、13.36%、13.27%



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、募投两艘 7.6 万吨船只已完工，“10+10”艘新造船计划稳步推进

干散货运输需通过干散货船进行，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。

表4：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

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	约 25 万±		
	Newcastlemax	约 20-21 万		
	Standard Capesize	12-20 万		
	Mini-Cape	10-12 万		
巴拿马型	Post-panamax	9-10 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
	Kamsarmax	8-9 万		
	现代巴拿马型	7-8 万		
	小型巴拿马型	6.5-7 万		
灵便型	Ultramax	6-6.5 万	载重小，吃水浅，方便灵活	铝矿、磷岩、木材、谷物等
	Supramax	5.2-5.8 万		
	Handymax	4-6.5 万		
	Handysize	1-4 万		

资料来源：国航远洋招股说明书、开源证券研究所

截至 2022 年底国航远洋自营的 18 艘船舶，其中 6 条自有船只，2 条售后回租，10 条光租模式，均为五星红旗船，根据内外贸客户需求和船舶的具体情况，运营内贸航线的有 5 艘船舶，其余运力均分布在外贸航线上。

表5：国航远洋自营的 18 艘船舶，其中 6 条自有船只

序号	船名	船籍港	船舶种类	取得所有权日期	总吨	他项权利	所有权人
1	国电 36	平潭	散货船	2019/1/16	30,928	抵押	国鸿船务
2	国远 6	福州	散货船	2010/5/17	28,073	抵押	国航远洋
3	国远 7	上海	散货船	2021/6/17	28,076	抵押	上海国航
4	国远 82	福州	散货船	2020/6/26	47,366	抵押	国航远洋
5	国远 86	福州	散货船	2021/4/8	47,370	抵押	国航远洋
6	国远 88	福州	散货船	2021/4/8	47,370	抵押	国航远洋

资料来源：国航远洋招股说明书、开源证券研究所（注：数据截至 2022 年 12 月 1 日）

表6：2 条自营船只采取售后回租方式

序号	船名	船籍港	船舶种类	船舶识别号	总吨	起租日	租期	出租/所有权人	承租人
1	国远 9	上海	散货船	CN19947872476	29,031	2018/6/15	5 年	民生租赁	上海国电
2	国电 7	上海	散货船	CN20071458407	19,983	2021/6/15	2 年	民生租赁	上海国航

资料来源：国航远洋招股说明书、开源证券研究所（注：数据截至 2022 年 12 月 1 日）

表7：10 条船只采取光船租赁模式

序号	船名	船籍港	船舶种类	船舶识别号	总吨	起租日	租期	出租人/所有权人	承租人
1	国远 8	天津	散货船	CN20109258190	41,830	2019/2/15	5 年	民生租赁	国航远洋
2	国远 10	天津	散货船	CN20101364748	41,830	2019/2/15	5 年	民生租赁	国航远洋
3	国远 12	天津	散货船	CN20104706017	41,830	2019/2/15	5 年	民生租赁	国航远洋
4	国远 16	天津	散货船	CN20103727704	41,830	2019/2/15	5 年	民生租赁	国航远洋
5	国远 18	天津	散货船	CN20104421609	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	上海国电
6	国远 20	天津	散货船	CN20109473004	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	上海国电
7	国远 22	天津	散货船	CN20112379103	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	上海国电
8	国远 26	天津	散货船	CN20113920213	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	上海国电
9	国远 28	天津	散货船	CN20111434745	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	国航远洋
10	国远 32	天津	散货船	CN20119682966	41,830	2019/5/15	5 年	民生租赁	国航远洋

资料来源：国航远洋招股说明书、开源证券研究所（注：数据截至 2022 年 12 月 1 日）

国航远洋此轮上市募投项目为“干散货船舶购置项目”以及流动资金补充，其中船舶购置在经过 2023 年 2 月调整后，拟投入募集资金达到 4.96 亿元。

表8：干散货船舶购置项目拟投入募集资金达到 4.96 亿元

序号	项目名称	投资总额/万元	拟投入募集资金/万元
1	干散货船舶购置项目	140,940.00	49,610.00
2	补充流动资金	4,300.00	3,918.02
	合计	145,240.00	53,528.02

数据来源：国航远洋公告、开源证券研究所

“干散货船舶购置项目”预计购置 6 艘 6-8 万吨级新造干散货运输船舶，项目预计建设周期为 2 年。目前 2 艘 73800 载重吨级散货船以及 4 艘 89000 载重吨级双燃料新能源散货船已经签订建造合同。

国航远洋目前运力结构以自营船舶为主、以外租船舶为补充。2019 年至 2022 年 6 月 30 日，自有船舶数量虽有所提升，但存在较大空间以便应对市场需求的变化。随着全球经济逐渐复苏，铁矿石、煤炭等大宗原材料进口需求回升，船舶租赁需求随之增大。扩大自有运力规模是实现市场地位稳步提升的重要举措。购置 6 艘 6-8 万吨级干散货运输船舶，可提升运力水平、增强船舶运营效率，还将进一步增强公司在船舶调度上的灵活性和便利性。

船舶运营成本是衡量航运企业盈利能力的重要指标。航运企业的运输成本主要包括船舶正常运营过程中产生的油料、物料、船舶折旧等。根据 2018 年 06 月交通部发布的《进口船舶管理公告》，我国大幅提高了进口二手船、内外贸兼营船的船龄要求以及环保准入门槛，这使得散货二手船进口速度放缓；从公司成本核算角度来看，二手散货船的折旧费用、燃油消耗、船舶修理维护等运营成本要远高于新造船，并且购买价格和新造船价格相比并无太大优势。因此，相比于购置二手船，新造船是航运企业降低船舶运营成本优先选择。新造船不仅能够提升货物运载效率，而且能有效降低运营成本、节省能耗。

我国目前已全面进入工业化后期，交通运输行业将成为达成“碳达峰/碳中和”目标的关键领域，而水上运输作为交通运输行业的重要组成部分，朝着绿色低碳发展方向转型。新造船贴合当今社会环保理念，推进船舶向低碳环保和科技化发展。

此外，国际海事组织（IMO）碳排放新规于 2023 年 1 月 1 日生效，势必会加快部分老旧船舶拆解速度，运力将会存在缺口。

从国航远洋整体的造船计划来看，2022 年 12 月上市以来，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。按照合同商定，2024 年 3 月份将交付第一艘绿色节能新船，后续每隔 2-3 月陆续交付一艘新船。根据协议约定，2024 年新增运力近 30 万载重吨。

已签订建造协议的 8.9 万吨级散货船为新能源双燃料散货船舶，相较现有船舶具有多项优势。（1）经济指标优秀：通过将 89000 载重吨散货船与目前市场上的 82000 和 85000 载重吨船的经济数据进行比较，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。（2）预留甲醇双燃料动力系统：欧盟于 2024 年 1 月 1 日起征碳税，船舶能效和二氧化碳排放直接关系到是否满足公约要求，也关系到船东与承租人低碳税的经济性，为降低二氧化碳的排放量，减少碳税，提高船舶市场竞争力，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。（3）智能船舶应用：为提高船舶安全可靠，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。（4）货舱舱容大可选择性灵活：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。

（5）智能绿色/装备配置高：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；能耗控制系统主要针对大功率的海水冷却水泵、风机，可根据环境温度的变化实现变频调节，从而实现节能。另外，该船还配备了消涡鳍、螺旋桨前置预导流、抱轴式轴带发电机等设备。

截至 2023 年年末，募投项目中“干散货船舶购置项目”募集资金投入进入已经达到 48.86%。第一艘新造 7.6 万吨的散货船（“国远 701”）的实施主体为全资子公司国梦绿能（上海）航运有限公司，截至 2024 年 5 月 8 日已经完工并取得上海海事局颁发的《船舶所有权登记证书》。第二艘新造 7.6 万吨的散货船（“国远 702”）截至 2024 年 6 月 13 日已经完工并取得上海海事局颁发的《船舶所有权登记证书》。

表9：截至 2023 年年末，募投项目中“干散货船舶购置项目”募集资金投入进入已经达到 48.86%

募集资金用途	调整后投资总额/元	2023 年投入金额/元	截至 2023 年末累计投入金额/元	截至 2023 年末投入进度 (%)
干散货船舶购置项目	496,100,000.00	242,400,000.00	242,400,000.00	48.86%
补充流动资金	39,180,197.63	39,845,264.77	39,845,264.77	101.70%
合计	535,280,197.63	282,245,264.77	282,245,264.77	-

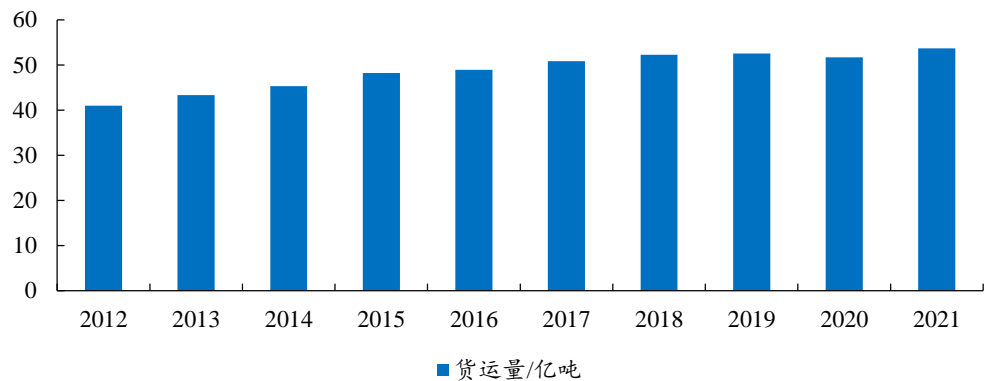
数据来源：国航远洋公告、开源证券研究所

2、干散货贸易稳增航运指数上升，甲醇成航运脱碳新方向

2.1、全球干散货贸易市场稳步增长，国内运力整体呈波动上升

近十年，全球干散货贸易市场处于稳步增长期，除 2020 年受公共卫生事件影响首次出现负增长之外，干散货物货运量总体保持平稳增长。根据 Clarksons 统计，2012 年至 2021 年，全球干散货海运贸易量由 40.99 亿吨增长至 53.65 亿吨，年均复合增长率为 3.04%。

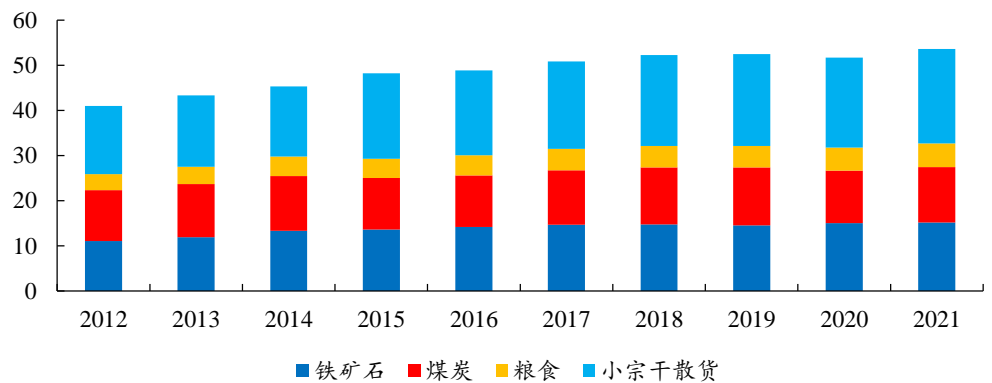
图13：2012 至 2021 年，全球干散货海运贸易量由 40.99 亿吨增长至 53.65 亿吨



数据来源：Clarksons、国航远洋一轮问询函回复、开源证券研究所

全球干散货贸易中铁矿石、煤炭、粮食是货运量最大的三种，2021 年，铁矿石海运贸易量 15.17 亿吨，同比增长 1.00%；煤炭海运贸易量 12.31 亿吨，同比增长 5.67%；粮食海运贸易量 5.23 亿吨，同比增长 2.15%；小宗干散货海运贸易量 20.94 亿吨，同比增长 5.23%。铁矿石、煤炭、粮食等大宗商品供需格局的地域分布，构成了全球干散货运输的市场基础。

图14：全球干散货贸易中铁矿石、煤炭、粮食是货运量最大的三种（亿吨）

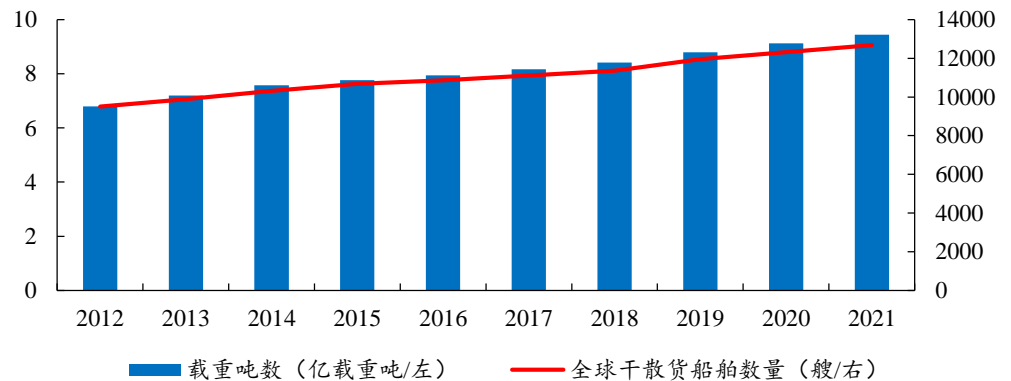


数据来源：Clarksons、国航远洋一轮问询函回复、开源证券研究所

运力规模方面，根据 Clarksons 统计，2012 年至 2021 年，全球干散货运力稳步增长，其中干散货船舶数量从 9,503 艘增长至 12,685 艘，复合增长率 3.26%，干散货船舶运力规模从 6.80 亿载重吨增长至 9.45 亿载重吨，复合增长率 3.71%。即使出现

公共卫生事件的影响，2020年、2021年全球干散货运力仍保持持续稳定增长。运力增速方面，近年来干散货运力供给增速整体呈现下降趋势。根据 VesselsValue 数据显示，2018年散货船舶新造船订单为302艘，2019年为257艘，2020年为179艘。根据 Clarksons 数据，全球干散货船2020年末的运力为9.12亿载重吨，同比增速3.8%；2021年末的运力预计为9.45亿载重吨，同比增速3.60%。运力供给增速的下降在应对市场突发需求时凸显运力不足。

图15：2012年至2021年，全球干散货运力稳步增长



数据来源：Clarksons、国航远洋一轮问询函回复、开源证券研究所

近年来，我国干散货运输行业繁荣发展，煤炭、铁矿石作为主要干散货品种，其市场需求是干散货市场发展的重要推动力。煤炭需求量与我国经济形势密切相关，我国主要港口的历年煤炭吞吐量波动较大。2016年以来推行的供给侧改革，极大改善了煤炭供需失衡的局面，主要港口煤炭吞吐量逐年上升。2020年，受疫情影响，主要港口煤炭吞吐量16.46亿吨，同比下降0.92%。2021年，我国经济实现复苏，电力需求出现恢复性反弹，煤炭的需求量出现大幅上涨，全年北方港口合计完成煤炭吞吐量8.15亿吨，创历史新高，同比增幅9.25%。

根据交通运输部统计，2014~2019年我国金属矿石吞吐量呈现小幅增长趋势。2020年，主要用钢行业生产较为稳定，中国钢铁产量创新高，铁矿石需求表现强劲。2021年7月，在“碳达峰、碳中和”的政策指导下，压减粗钢产量工作进入实施阶段，粗钢产量迅速下降，铁矿石进口量连续5个月同比下滑，沿海金属矿石运输需求趋弱。2021年全国港口完成货物吞吐量155.45亿吨，比2020年同期增长6.80%，比2019年同期增长11.43%，增速已恢复到疫情前水平。

根据国家交通运输部统计数据，2012年至2021年，我国干散货运力整体呈波动上升的态势，沿海省际万吨以上干散货运输船数量由1,618艘上升至2,235艘，万吨以上干散货船运力由4,940万载重吨增长至7,494万载重吨，年复合增长率分别达到3.65%、4.74%，增长速度均超过同期全球干散货船舶的增长速度。

2.2、BDI及煤炭运价指数2023快速上涨，预计对航运定价产生积极影响

参考国航远洋的定价方式，波罗的海干散货指数（BDI）以及中国沿海煤炭运价指数对国航远洋的航运业务收入具有较大影响。

波罗的海干散货指数在经历2020年低潮（2020/5/15达到407点低位）后，在

2021年快速反弹，2021/10/8达到5526点高位。随后快速下降，回落至2023年达到阶段性低位538点(2023/2/17)。2023年内波罗的海干散货指数整体呈现出上升走势，从538点低位至3192点涨幅达到493.31%，整体走过一轮上涨区间。2024年内截至6月28日波罗的海干散货指数平均值达到1867.28点。

图16: BDI指数在2020-2021及2023年内经历快速上涨周期，2024年内截至6月28日平均值达到1867.28点



数据来源: Wind、开源证券研究所

中国沿海煤炭运价指数相较波罗的海干散货指数的波动幅度较小，2020年3月14日达到463.51点低点，2021年11月27日达到1776.84点高点，经历与BDI指数相似的上升周期。而在2023年年内，煤炭运价指数则经历两轮快速上涨-回落周期，2023年12月23日达到985.19点年内高点。

图17: 中国沿海煤炭运价指数2023年12月23日达到985.19点年内高点



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、甲醇燃料为航运业脱碳重要选择，国内外双燃料船建造大范围开展

在国家一系列利好政策的支持下，我国清洁船舶燃料特别是绿色甲醇燃料发展受到市场重视，并在供应链建设、规范标准以及需求规模方面取得突破。根据全球甲醇行业协会同国际可再生能源署(IRENA)2021年发布的《可再生甲醇: 创新展望》报告，2050年全球甲醇市场将达到5亿吨，绿色和蓝色甲醇预计成为主流供应。目前，中远海运、马士基、地中海、达飞等国际主要航运公司均提出了甲醇动力船舶

建造计划，甲醇燃料已经成为航运业脱碳的重要选择。

甲醇燃料不含硫，颗粒物少，使用甲醇作为远洋船舶推进的主燃料，甲醇与常规燃油相比，减排效果可达到碳氧化物排放减少 20%，硫氧化物排放减少 99%，氮氧化物排放减少 60%，颗粒物排放减少 95%。

从成本角度来看，相比 LNG 燃料技术，甲醇燃料通过较小的改动即可应用于传统的二冲程低速内燃机，只需要在原主机缸头部分加装喷油器和燃料共轨系统即可，降低了发动机的改装成本；甲醇在常温常压下为液体燃料，不需要低温存储和绝热处理，甲醇舱按常规油舱的设计即可，降低了甲醇燃料储舱的建造成本；甲醇燃料基本无蒸发气 (BOG) 产生，无 BOG 管理难题，对船员的技术水平和操作能力要求较低，降低船舶管理的人力成本；甲醇单位能量的价格要低于低硫燃油，降低了船舶运营的油料成本。

图18：相较于低硫 MGO 及 LNG 燃料，甲醇燃料具有成本优势

硫排放控制区航行时间占比		10%	30%	50%	75%	100%
低硫 MGO 燃料	MGO 消耗量 (吨)	649.66	1948.99	3248.32	4872.47	6496.6
	燃料费用(万美元)	58.47	175.41	292.35	438.52	584.70
甲醇燃料	甲醇消耗量 (吨)	1290	3871	6451	9677	12903
	引燃油消耗量 (吨)	51.40	154.21	257.02	385.53	514.04
	燃料费用(万美元)	51.08	153.23	255.39	383.08	510.77
LNG 燃料	LNG 消耗量 (吨)	542.96	1628.88	2714.80	4072.19	5429.5
	引燃油消耗量 (吨)	65.74	197.21	328.68	493.03	657.37
	燃料费用(万美元)	88.45	265.34	442.23	663.35	884.46

注：1.燃料价格基于 2022 年 2 月 28 日 MGO900 美元/吨、甲醇 360 美元/吨、LNG1520 美元/吨；
2.基于广船国际最新 MR 船型、功率及油耗参数，全年运营时长为 300 天。

数据来源：李腾飞等《甲醇燃料船舶发展及前景分析》

对船东而言，燃料经济性的直接体现就是投资回收期，取决于选择的替代燃料所产生的附加初始投资和潜在的营运燃料成本节省。甲醇燃料船舶初始投资低，燃料价格稳定，甲醇燃料价格基本维持在低硫 MGO 价格的 40% 以下。

图19：对于长期在排放控制区内航行的船舶，甲醇燃料的投资回收期更短

硫排放控制区航行时间		10%	30%	50%	75%	100%
甲醇燃料价格 (美元/吨)	甲醇占 MGO 价格百分比 (%)	甲醇投资回报年限 (与 MGO 比较)				
135	15	6.11	2.04	1.22	0.81	0.61
180	20	7.27	2.42	1.45	0.97	0.73
225	25	8.97	2.99	1.79	1.20	0.90
270	30	11.71	3.90	2.34	1.56	1.17
315	35	16.86	5.62	3.37	2.25	1.69
360	40	30.11	10.04	6.02	4.01	3.01
405	45	140.32	46.77	28.06	18.71	14.03
450	50	-52.75	-17.58	-10.55	-7.03	-5.27

注：2022 年 2 月价格为甲醇 360 美元/吨，MGO 为 900 美元/吨。

数据来源：李腾飞等《甲醇燃料船舶发展及前景分析》

根据央视网 2022 年 6 月 20 日报道，我国建造的第一艘采用甲醇双燃料动力的绿色船舶，由中国船舶集团广船国际建造的 4.99 万吨甲醇双燃料化学品船首制船在广州交付，该船采用了甲醇双燃料驱动系统，可采用燃油、燃油水合物、甲醇、甲

醇水合物 4 种燃料模式驱动，有效提高推进效率，节约能源消耗，降低船舶运营成本。经过试航验证，可以减少 75% 的碳排放、15% 的氮排放和 99% 的硫及颗粒物排放。

图20：我国建造的第一艘采用甲醇双燃料动力化学品船首制船已经在广州交付



资料来源：央视网

国际上，甲醇双燃料动力船的建造工作已经大范围开展。

2021 年 7 月，马士基正式敲定了首艘甲醇双燃料集装箱船订单，建成后将成为世界第一艘不用于甲醇货物运输的甲醇动力船；2021 年 8 月，马士基与韩国现代重工签署协议，订造 8+4 艘 16000TEU 大型碳中和甲醇双燃料集装箱船；2021 年 9 月，中集来福士与荷兰 Van Oord 公司通过“云签约”签订 1+1 条大型风电安装船 EPC 总包建造合同，该船配备大容量甲醇储舱和甲醇双燃料主机；2021 年 10 月，Waterfront Shipping 从韩国现代尾浦造船接收了“Mari Innovator”号双燃料甲醇动力油轮；2021 年 11 月，新加坡航运公司 X-Press Feeders 在新大洋造船和宁波新乐造船分别订造了 8 艘 1170TEU 甲醇双燃料集装箱船；2022 年 8 月，法国达飞轮船已与大船集团达成协议，订造 6 艘 15000TEU 甲醇双燃料集装箱船，新船将在 2025 年下半年交付。此外，一些设计单位和船厂也陆续推出了新的甲醇动力船舶设计。

3、估值：2024-2026EPS0.28/0.31/0.37 元，给予“增持”评级

在国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务领域，行业内主要国内企业包括中远海运、招商轮船等。

中远海运散货运输有限公司：中远海运散货运输有限公司是中国远洋海运集团旗下重要直属企业。该公司是全球规模最大的专业化散装货物运输企业，拥有各类散货船 400 多艘，4000 多万载重吨，装载铁矿石、煤炭、粮食和散杂货等全品类散装货物，航线覆盖国内沿海和世界主要港口，服务网络遍布全球。

招商轮船 (601872)：招商局能源运输股份有限公司，成立于 2004 年 12 月，主

要从事国际原油、国际与国内干散货、国内滚轮、国际与国内件杂货等海运业务。招商轮船游轮、干散货、滚装和件杂货等船队根据市场情况，通过即期市场租船、期租租船、与货主签署 COA 合同、参与市场联营体（POOL）运作、对外提供船舶技术管理和商务管理服务等多种方式开展生产经营活动。

宁波海运 (600798): 宁波海运股份有限公司，成立于 1997 年 4 月 18 日，于 1997 年 4 月 23 日在上交所上市，主要从事水路货物运输业务及收费公路运营业务。公司的水运业务主要从事国际国内的大宗散货运输以及国内沿海成品油运输，最主要的货种为煤炭。目前已建立起广泛的航线网络，主要经营从北方至沿海、长江中下游沿线各电厂的电煤运输为主的专业化散货运输经营格局。

凤凰航运 (000520): 长航凤凰股份有限公司，前身为武汉凤凰股份有限公司，成立于 1992 年 06 月 15 日，主要从事干散货航运及港航物流服务业。公司产品类别主要包括运输业和劳务派遣服务、资产出租等两大类，资产及运营集中在沿海干散货运输，沿海运输以自营运输为主，远洋运输以船货代为主，内河运输以自营运输及船货代为主。

福建海通发展股份有限公司: 福建海通发展股份有限公司成立于 2009 年 03 月，主要经营国内沿海、长江沿线及国际航线等海上大宗散货运输，是环渤海湾到长江口岸的南北进江航线中煤炭运输货运量最大的航运企业之一，国际航线遍及美国、加拿大、巴西、澳大利亚、印度、韩国、日本、东南亚、欧洲和非洲等 30 多个国家和地区的多个港口，控制总运力达 100 万吨以上。

从运力来看，国航远洋的运力与海通发展、宁波海运处于同等水平。

表10: 截至 2021 年，国航远洋的运力与海通发展、宁波海运处于同等水平 (万吨)

公司简称	2021 年度	2020 年度	2019 年度
招商轮船	1,914.93	1,920.68	1,410.67
宁波海运	153.21	156.14	163.02
凤凰航运	35.73	39.93	39.06
海通发展	123.82	95.47	77.21
国航远洋	123.94	116.88	115.49

数据来源：国航远洋问询函回复、开源证券研究所

我们预计 2024-2026 年国航远洋实现营业收入 10.68/11.67/13.73 亿元，归母净利润 1.55/1.75/2.06 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.31/0.37 元，当前股价对应 PE14.0/12.5/10.6X。考虑到国航远洋募投项目 6 艘干散货船已经开始建设，“10+10”造船计划稳步推进，同时国内及国际航运市场持续回暖，首次覆盖给予“增持”评级。

表11: 预计 2024-2026 年国航远洋归母净利润 1.55/1.75/2.06 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.31/0.37 元

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS/元			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
招商轮船	601872.SH	8.60	700.37	0.87	0.99	1.07	9.9	8.7	8.1
宁波海运	600798.SH	2.74	33.06	-	-	-	-	-	-
凤凰航运	000520.SZ	2.48	25.10	-	-	-	-	-	-

海通发展	603162.SH	9.28	84.41	0.50	0.78	0.88	18.4	11.9	10.5
	均值			0.69	0.89	0.98	14.2	10.3	9.3
国航远洋	833171.BJ	3.93	21.83	0.28	0.31	0.37	14.0	12.5	10.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，截至 2024 年 7 月 4 日）

4、风险提示

行业周期性波动风险、燃油价格上涨风险、客户集中度较高的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	844	480	311	270	293
现金	707	331	204	117	157
应收票据及应收账款	82	73	34	67	42
其他应收款	9	9	13	11	17
预付账款	3	10	5	12	8
存货	20	34	33	41	47
其他流动资产	23	22	22	22	22
非流动资产	1736	1779	1984	2078	2132
长期投资	518	452	486	530	580
固定资产	790	909	1029	1101	1145
无形资产	3	6	6	6	5
其他非流动资产	425	412	463	441	401
资产总计	2580	2259	2295	2348	2425
流动负债	662	460	379	338	307
短期借款	230	120	200	152	130
应付票据及应付账款	99	69	44	48	39
其他流动负债	332	272	135	138	138
非流动负债	497	446	409	341	261
长期借款	271	352	314	246	166
其他非流动负债	226	94	94	94	94
负债合计	1159	906	787	679	567
少数股东权益	0	5	5	5	5
股本	555	555	555	555	555
资本公积	509	509	509	509	509
留存收益	385	332	476	634	816
归属母公司股东权益	1421	1348	1503	1664	1853
负债和股东权益	2580	2259	2295	2348	2425

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	365	161	163	130	214
净利润	188	2	155	175	206
折旧摊销	44	55	53	61	68
财务费用	55	25	42	47	51
投资损失	-77	-3	-101	-111	-118
营运资金变动	-20	-27	15	-43	6
其他经营现金流	174	108	-1	1	0
投资活动现金流	111	-202	-155	-43	-4
资本支出	11	250	224	111	72
长期投资	-20	-20	-34	-44	-50
其他投资现金流	142	69	103	112	118
筹资活动现金流	12	-337	-136	-176	-168
短期借款	-194	-111	80	-48	-22
长期借款	-80	81	-38	-68	-80
普通股增加	111	0	0	0	0
资本公积增加	424	0	0	0	0
其他筹资现金流	-250	-307	-179	-60	-66
现金净增加额	487	-376	-127	-89	42

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1158	891	1068	1167	1373
营业成本	878	790	847	927	1094
营业税金及附加	5	4	4	4	5
营业费用	13	11	11	12	14
管理费用	63	82	83	82	82
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	55	25	42	47	51
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	8	21	10	12	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	77	3	101	111	118
资产处置收益	-0	0	2	1	1
营业利润	228	2	194	218	258
营业外收入	1	0	3	1	1
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	228	2	194	218	258
所得税	40	-1	39	44	52
净利润	188	2	155	175	206
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	188	2	155	175	206
EBITDA	274	70	255	290	333
EPS(元)	0.34	0.00	0.28	0.31	0.37

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-19.5	-23.1	19.9	9.3	17.7
营业利润(%)	-47.1	-99.2	9984.2	12.5	18.1
归属于母公司净利润(%)	-48.9	-98.7	6160.6	12.3	18.0
获利能力					
毛利率(%)	24.2	11.4	20.7	20.6	20.4
净利率(%)	16.2	0.3	14.6	15.0	15.0
ROE(%)	13.2	0.2	10.3	10.5	11.1
ROIC(%)	8.3	1.0	7.5	8.3	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	40.1	34.3	28.9	23.4
净负债比率(%)	12.4	31.1	30.1	25.6	15.4
流动比率	1.3	1.0	0.8	0.8	1.0
速动比率	1.2	0.9	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	17.4	11.6	20.0	23.0	25.0
应付账款周转率	9.5	9.4	15.0	20.0	25.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.00	0.28	0.31	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.29	0.29	0.23	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.43	2.71	3.00	3.34
估值比率					
P/E	11.6	878.8	14.0	12.5	10.6
P/B	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.6	37.3	10.4	9.0	7.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn