

船舶涂料量价齐升，业绩新高维持 100%派息

投资要点

- 事件：**公司披露 2024 年中期业绩，2024 年上半年公司实现营收 17.5 亿港元，同比增长 8%，实现毛利 4 亿港元，同比增长 17%，毛利率为 22.9%。财务收益净额为 1.4 亿港元，投资收益为 1.6 亿港元，实现所得税前收益为 4.4 亿港元。公司归母净利持续表现良好，上半年达到了 3.9 亿港元，同比增加 15.5%，公司将于 2024 年 9 月 25 日派发中期股息每股 0.265 港元。
- 航运市场的活跃度决定了公司航运服务业务的发展。**2024 年上半年公司实现船舶贸易代理服务税前收益 0.37 亿港元，同比上升 41%。保险顾问服务方面，随着完成收购海宁保险经纪，2024 年保险业务体量增加，与现有业务整合之后竞争力有所提升，2024 年上半年实现税前收益 0.76 亿港元，同比上升 31%。船舶设备及备件供应方面，数字化建设和绿色环保备件业务将继续成为业务增长动力，2024 年上半年实现税前收益 0.57 亿港元。
- 中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障。**2024 年船舶涂料业务继续受惠于新船需求，2024 年上半年公司船舶涂料销售量为 78795 吨，实现税前收益 1.4 亿港元（公司在 2024 年上半年的投资收益为 1.6 亿港元，其中来自中远佐敦的投资收益为 1.4 亿港元，占比为 87.6%），同时子公司中远佐敦进一步拓展产能匹配市场需求，未来竞争力将进一步增强。涂料业务整体税前收益 1.7 亿港元。
- 加快船用可再生燃料布局与推动航运业向绿色能源转型。**2023 年 12 月，公司与吉林电力股份有限公司及上港集团能源（上海）有限公司就成立合营企业上海吉远绿色能源签订合作协议。根据合作协议的条款，公司出资人民币 3.5 亿元，占注册资本的 35%。航运业的绿色转型使得船东在船舶更新换代时考虑绿色燃料，未来相应的船舶交付之后，全市场对绿色燃料需求将有所提升。
- 盈利预测与评级。**随着航运需求的稳步增长，公司航运服务业将保持稳中有进。同时中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障。我们预计公司 2024-2026 年营收为 36.5、36.6、37.3 亿港元，归母净利为 7.7、7.7、7.5 亿港元。考虑公司从事业务的多元，未来的发展方向，以及自身的高分红属性，给予中远海运国际 25 年 10 倍 PE，对应目标价 5.2 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险、销售价格波动风险等。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	3962.54	3341.73	3652.11	3658.98	3727.46
增长率	-12.60%	-15.67%	9.29%	0.19%	1.87%
归属母公司净利润(百万港元)	347.06	593.67	769.63	768.50	751.40
增长率	20.37%	71.06%	29.64%	-0.15%	-2.22%
每股收益 EPS(港元)	0.24	0.40	0.52	0.52	0.51
净资产收益率	4.45%	7.57%	9.82%	9.80%	9.58%
PE	16.85	9.85	7.60	7.61	7.78

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光怿
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	2.77-4.13
3 个月平均成交量(百万)	1.17
流通股数(亿)	14.66
市值(亿)	53.65

相关研究

目 录

1 中远海运国际：世界顶尖的综合船运服务公司	1
2 绿色低碳航运转型加速，公司在变动中抓住新机会	3
2.1 航运贸易复苏，推动全球造船新订单.....	3
2.2 绿色低碳转型加速，公司紧跟市场趋势.....	7
2.3 航运造船市场活跃度决定公司业务发展.....	10
3 投资收益增长，归母净利持续攀升	12
4 盈利预测及估值	14
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 2024 年上半年公司收入构成.....	2
图 2: 2024 年上半年公司税前利润构成.....	2
图 3: 中远集团航运板块相关业务.....	2
图 4: 公司股权结构.....	3
图 5: 全球 GDP 实际同比增长 (%).....	3
图 6: 不同货物类型的需求量 (吨海里占比).....	4
图 7: 不同航运指数走势.....	4
图 8: 全球新承接订单 (艘).....	4
图 9: 全球手持订单 (艘).....	5
图 10: 全球新船交付情况.....	5
图 11: 船舶涂料销量.....	6
图 12: 中远佐敦发展历程.....	6
图 13: 中远佐敦涂料销售情况以及各种涂料销售占比.....	6
图 14: IMO 的减排措施时间线.....	7
图 15: 不同减排措施及效果.....	8
图 16: 甲醇燃料库、储存和储存+燃料加注设施.....	9
图 17: 绿色甲醇生产途径.....	9
图 18: 中国部分绿色甲醇项目分布情况.....	9
图 19: 公司保险顾问税前收益.....	11
图 20: 公司船舶设备及备件税前收益.....	11
图 21: 公司涂料税前收益.....	11
图 22: 原油期货结算价 (美元/桶).....	12
图 23: 金属铜价格 (美元/吨).....	12
图 24: 公司营业收入情况.....	12
图 25: 公司毛利情况.....	12
图 26: 公司销售、行政及一般费用情况.....	13
图 27: 公司财务收入情况.....	13
图 28: 公司投资收益情况.....	13
图 29: 公司归母净利情况.....	13
图 30: 公司现金分红情况-每股股利 (港元).....	14

表 目 录

表 1：公司主要业务板块.....	1
表 2：2023 年世界造船三大指标市场份额.....	5
表 3：双燃料以及双燃料预留船情况（除 LNG 船）.....	8
表 4：吉远绿色能源股权结构.....	10
表 5：公司分业务收入.....	15
表 6：可比公司估值.....	15
附：财务报表.....	17

1 中远海运国际：世界顶尖的综合船运服务公司

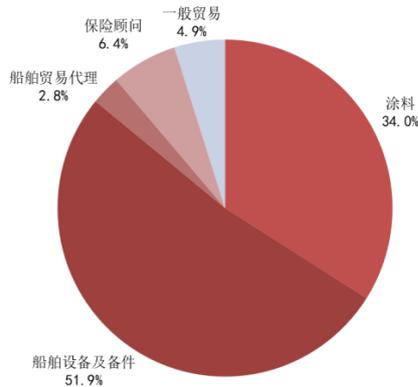
中远海运国际是国际前列的综合船运服务公司。公司为联交所主板上市公司，是中远海运的全资附属公司香港中远海运的附属公司。中远海运国际旨在为全球客户提供船舶全生命周期服务，并顺应航运业绿色低碳智能发展趋势，全力打造数字化智能船舶服务平台，投资设立绿色数智船舶服务平台和船用绿色新能源平台，为航运企业、修船企业以及集装箱制造商等客户提供多元化及专业化的航运相关服务和产品，业务网络遍及中国内地、香港、新加坡、日本、德国及美国等地。

目前，公司已构建包括船舶贸易代理、保险顾问、船舶设备及备件供应、涂料生产和销售及航运服务科技等综合服务的航运服务平台。从收入端来看，2024 年上半年，公司船舶设备供应营收为 9.1 亿港元，占总营业收入的 51.9%；涂料业务为 6 亿港元，占比 34%，二者构成了中远国际的主要收入来源，其他业务如保险顾问收入占比 6.4%，船舶贸易代理占比 2.8%，一般贸易占比 4.9%。从税前利润贡献来看，2024 年上半年涂料业务税前利润 1.7 亿港元，占比 49.3%，船舶设备及备件税前利润为 0.57 亿港元，占比 16.5%，保险顾问税前利润占比 22%。

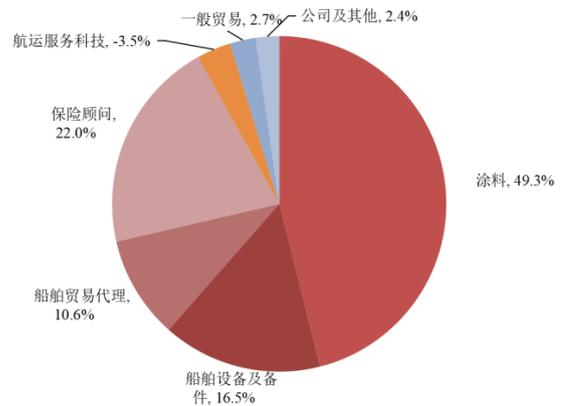
表 1：公司主要业务板块

业务板块		业务内容
船运服务业务	船舶设备及备件供应	公司的船舶设备及备件供应业务主要是从事现有船舶及新造船舶的设备、备件及可供海上、离岸、岸站及陆地使用架无线通信系统、卫星通信及导航系统设备架的销售和安装、船舶物料供应以及船舶航修业务。业务网络覆盖香港、上海和北京等城市，以及日本、新加坡、德国和美国等国家。
	涂料生产和销售	公司的涂料业务主要包括集装箱涂料、工业用重防腐涂料和船舶涂料的生产和销售。中远关西（天津）、中远关西（珠海）、中远关西涂料（上海）及中远关西（上海）均为公司的非全资附属公司。持有工厂的中远关西（天津），中远关西（珠海）及中远关西涂料（上海）主要从事涂料架的生产和销售，中远关西（上海）主要从事涂料销售。 公司与跨国涂料供应商挪威佐敦集团各持有 50% 股权的合营企业中远佐敦，主要从事船舶涂料架的生产和销售。 公司持有 33% 股权的常熟耐素主要从事研发、生产及销售生物材料应用产品，包括表面活性剂、涂料原材料及添加剂，以及树脂改性剂等
	保险顾问	公司的保险顾问服务业务主要经营水险及非水险的保险及再保险中介业务，包括为国内外客户提供风险评估与分析、拟保险及再保险计划、商讨承保、审核保单、案件理算、理赔等专业保险咨询服务，并收取服务佣金。
	船舶贸易代理	公司的船舶贸易代理服务主要从事为航运企业提供船舶建造、买卖和租赁的代理服务
一般贸易		公司的一般贸易业务主要从事沥青的贸易、仓储、加工、供应及其他综合性贸易。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：2024 年上半年公司收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2024 年上半年公司税前利润构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是中远海运集团下属公司，与集团内其他公司协同，实现稳定发展。香港中远海运是公司直接控股公司，持有公司 71.7% 的股份，中远海运为最终控股公司。中国远洋海运集团完善的全球化服务筑就了网络服务优势与品牌优势。集团在全球投资码头 57 个，集装箱码头 50 个，集装箱码头年吞吐能力 1.33 亿 TEU，居世界第一。全球船舶燃料销量超过 2999 万吨，居世界第一。集装箱制造年产能超过 140 万 TEU，居世界第二。集装箱租赁业务保有量规模达 380 万 TEU，居世界第三。海洋工程装备制造接单规模以及船舶代理业务也稳居世界前列，航运、码头、物流、航运金融、修造船等上下游产业链形成了较为完整的产业结构体系。

图 3：中远集团航运板块相关业务

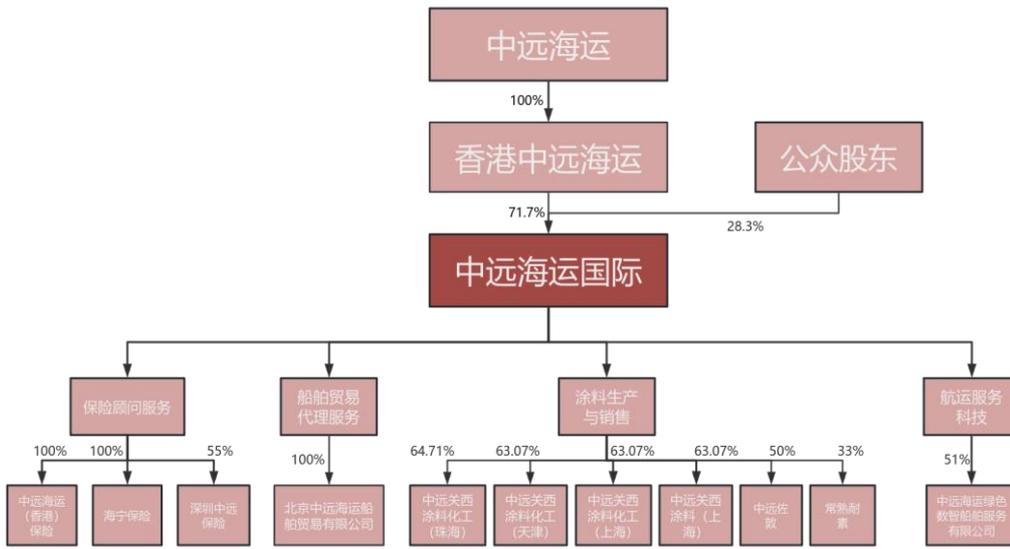
业务实力

中远海运服务全球贸易，经营全球网络，以航运、港口、物流等为基础和核心产业，以数字化创新、产融结合、装备制造和增值服务为赋能产业，聚焦数智赋能、绿色低碳，全力构建“航运+港口+物流”一体化服务体系，打造全球绿色数智化综合物流供应链服务生态，创建世界一流航运科技企业。

航运产业集群 包括集装箱运输、干散货运输、油气运输、特种船运输以及客轮运输等业务，致力于巩固和发展全球第一大综合航运企业的地位，保障全球海上运输生命线高效畅通，实现从“全球承运”到“承运全球”历史飞跃。	港口产业集群 致力打造以客户为本、全球领先的综合港口运营商，努力实现“从全球经营者到全球领先者、从码头投资运营商到综合港口运营商、从外延式增长到跨越式增长”转变。	物流产业集群 致力于打造特色优势鲜明、业务覆盖全面、市场地位领先的第三方物流服务，与集团的航运产业集群和港口产业集群深度协同，提供端到端物流和供应链产品服务。	
产融结合产业集群 以“提供拥有领先市场的产品与竞争力的产业金融类业务”为愿景，打造集团的重要“现金流贡献单元”及平抑主业周期性的“效益稳定器”。	装备制造产业集群 主要从事船舶制造、船舶修理、海工及模块制造和船舶配套、集装箱等物流装备制造等相关业务，服务内外部客户，打造中国领先的造船、造箱和维修企业。	增值服务产业集群 集团产业协同的关键力量，也是集团新业务发展的重要载体。	数字化创新产业集群 聚焦于数字化产业以及企业创投平台的发展。通过培育、孵化创新业务，把控未来技术主线，推动内部创新机制落地，打造内外结合的新产业生态，努力成为集团新的收入来源和新业务的孵化平台。

数据来源：中远海运官网，西南证券整理

图 4：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 绿色低碳航运转型加速，公司在变动中抓住新机会

2.1 航运贸易复苏，推动全球造船新订单

尽管全球经济格局持续调整，贸易流向调整带来的运输需求上涨不可忽视。2023 年，地缘政治形势严峻，区域冲突频繁，通货膨胀问题持续，全球金融市场风险不断积累，全年经济环境低迷，国际货币基金组织（IMF）数据显示 2023 年全球经济增速为 3.2%，贸易量与全球经济增速保持一致，据克拉克森统计，2023 年全球航运贸易量同比增加 3% 至 124 亿吨，预计 2024 年将达到 126 亿吨，而受益于船东的绕行，以吨海里计全球航运需求保持较好的增长，全球吨海里贸易量同比增长 5%，并且在远距离贸易的持续推动下，预计 2024 年全球吨海里贸易将增长 5.1%。

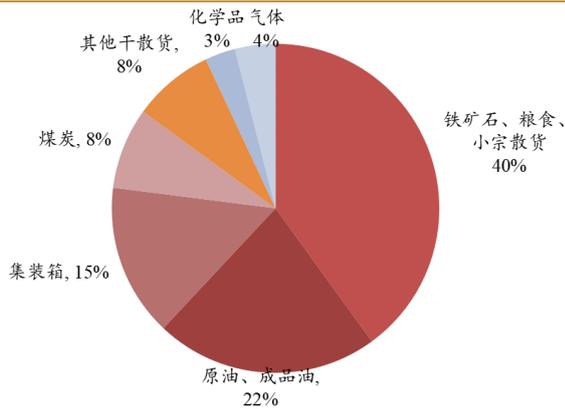
图 5：全球 GDP 实际同比增长 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

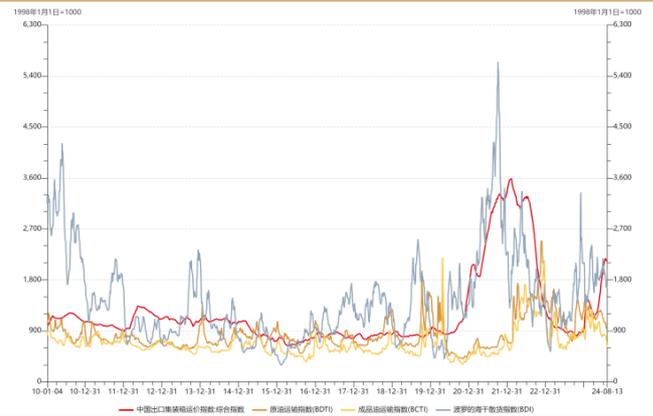
航运细分板块景气轮动。以 2022 年的航运需求数据来看，铁矿石、煤炭等干散货运占市场航运需求 56%，原油及成品油运输需求占比 22%，集运需求占比 15%。从 2020 年 7 月到 2022 年 7 月，新冠疫情带来的集运繁荣大约持续了两年，期间为避免集装箱运输货物的高昂成本，租家选择租用散货船，支撑了干散货运。2022 年 2 月，俄乌冲突爆发，引发的原油贸易流向迅速改变，导致阿芙拉型和苏伊士型油轮运价大幅上涨，紧随其后的是成品油轮，9 月 VLCC 市场即期运价逐渐向其他细分市场靠拢。2023 年四季度，巴西、几内亚到中国长航线运输带来干散货运市场再次活跃。

图 6：不同货物类型的需求量（吨海里占比）



数据来源：BRS，西南证券整理

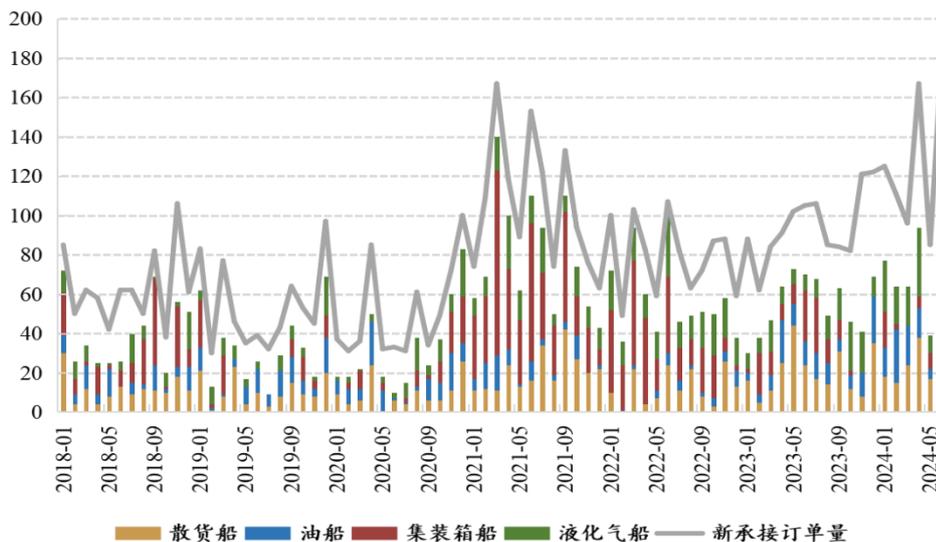
图 7：不同航运指数走势



数据来源：Wind，西南证券整理

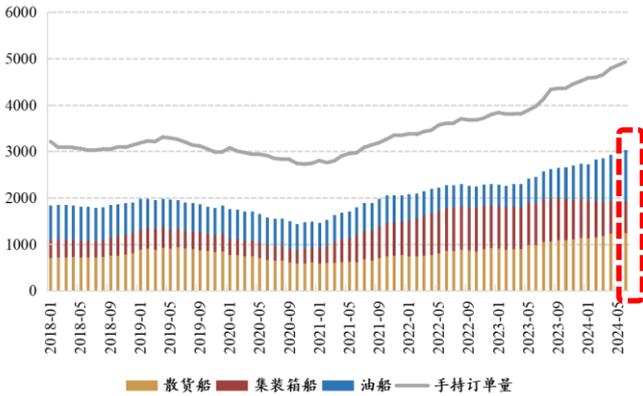
随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，**新造船意愿增加**。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此 2021 年爆发大量的集装箱船订单。2022 年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时 LNG 船舶订单增加。2023 年油轮订单加速释放，2024 年受红海绕行影响，集运再次爆发，随之而来的是集装箱船新一轮订单。航运不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。

图 8：全球新承接订单（艘）



数据来源：Wind，西南证券整理

船厂在手订单趋于饱和，新造船市场火热。随着不同船型新船订单接力，船厂在手订单持续累积，截至 2024 年 6 月，全球船厂手持订单 4925 艘船，合计 13335.4 万修正总吨，船厂订单趋于饱和，在船厂有限的产能下，船东新下的订单需要等待空余产能，2023 年全球新船完工量为 3485 万修正总吨，当前的在手订单/完工量为 3.8 年，在手订单的交付时间相较于之前变长，造船周期长度可期。

图 9：全球手持订单（艘）


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：全球新船交付情况


数据来源：Wind, 中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

中国船厂保持接单优势，市场份额的提升。2023 年，我国造船大国地位进一步巩固，市场份额已连续 14 年居世界第一。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 50.2%、66.6% 和 55.0%，市场份额首次全部超过 50%，较 2022 年分别增长 2.9、11.4 和 6.0 个百分点。三大指标市场份额以修正总吨计分别占 47.6%、60.2% 和 47.6%。骨干船企国际竞争力不断增强，分别有 5 家、7 家和 6 家企业位居世界造船完工量、新接订单量和手持订单量前 10 强。

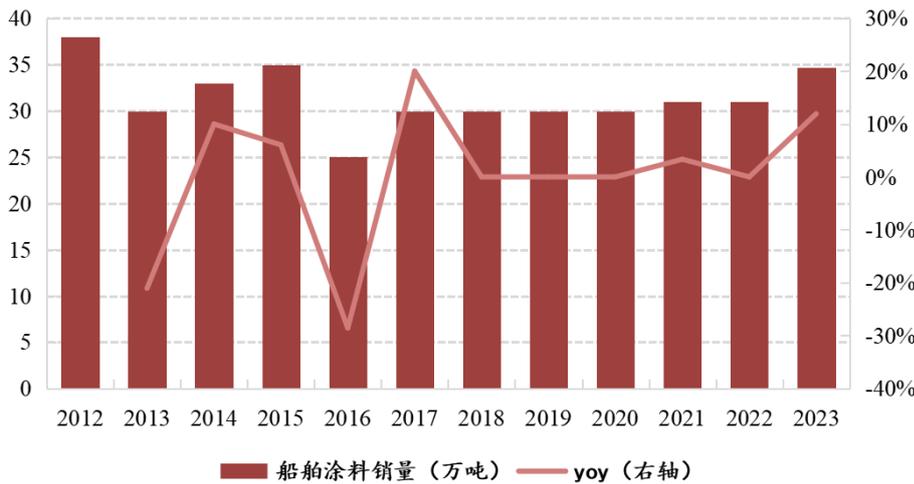
表 2：2023 年世界造船三大指标市场份额

指标/国家		世界	韩国	日本	中国
造船完工量	万载重吨/占比	8425	2292	1550	4232
		100.0%	27.2%	18.4%	50.2%
	万修正总吨/占比	3485	920	506	1659
		100.0%	26.4%	14.5%	47.6%
新接订单量	万载重吨/占比	10691	1978	1277	7120
		100.0%	18.5%	11.9%	66.6%
	万修正总吨/占比	4301	1008	448	2589
		100.0%	23.4%	10.4%	60.2%
手持订单量	万载重吨/占比	25362	6658	3523	13939
		100.0%	26.3%	13.9%	55.0%
	万修正总吨/占比	12186	3922	1203	5796
		100.0%	32.2%	9.9%	47.6%

数据来源：中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

在修船市场订单的增长下，船舶涂料需求有望进一步释放。除了新造船市场交付订单持续增长外，修船市场同样表现较好，2023 年中国全年修船完工 7013 艘次，占全球的一半以上。造修市场回升，推动船舶涂料市场发展，2023 年船舶涂料销量为 25700 万 L (约合 34.7 万吨)，较 2022 年上涨 12%。船舶涂料市场目前以外资品牌为主，Jotun、Hempel、CMP、IP、PPG、Nippon 几家企业的销量可以占到约 90% 的市场份额。

图 11：船舶涂料销量



数据来源：《2023 年中国船舶涂料市场状况和 2024 年展望》，《船舶涂料十年发展历程》，西南证券整理

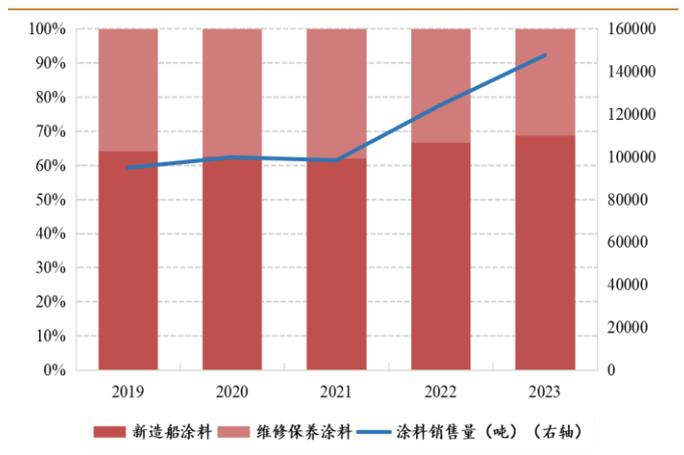
中远佐敦由公司和挪威佐敦集团合资，于 2009 年落户山东省青岛高新区。落户十年间，中远佐敦在中国船舶涂料领域市场占有率排名居首，平均每年交付新船 300 余艘，修船超过 1500 艘。2023 年中远佐敦新造船涂料销售量为 7503 万升，同比增加 22%；维修保养涂料销售量为 3424.7 万升，同比上升 12%。船舶涂料销售量总共相等于 14.8 万吨，同比增加 19%。

图 12：中远佐敦发展历程



数据来源：中国远洋海运，西南证券整理

图 13：中远佐敦涂料销售情况以及各种涂料销售占比

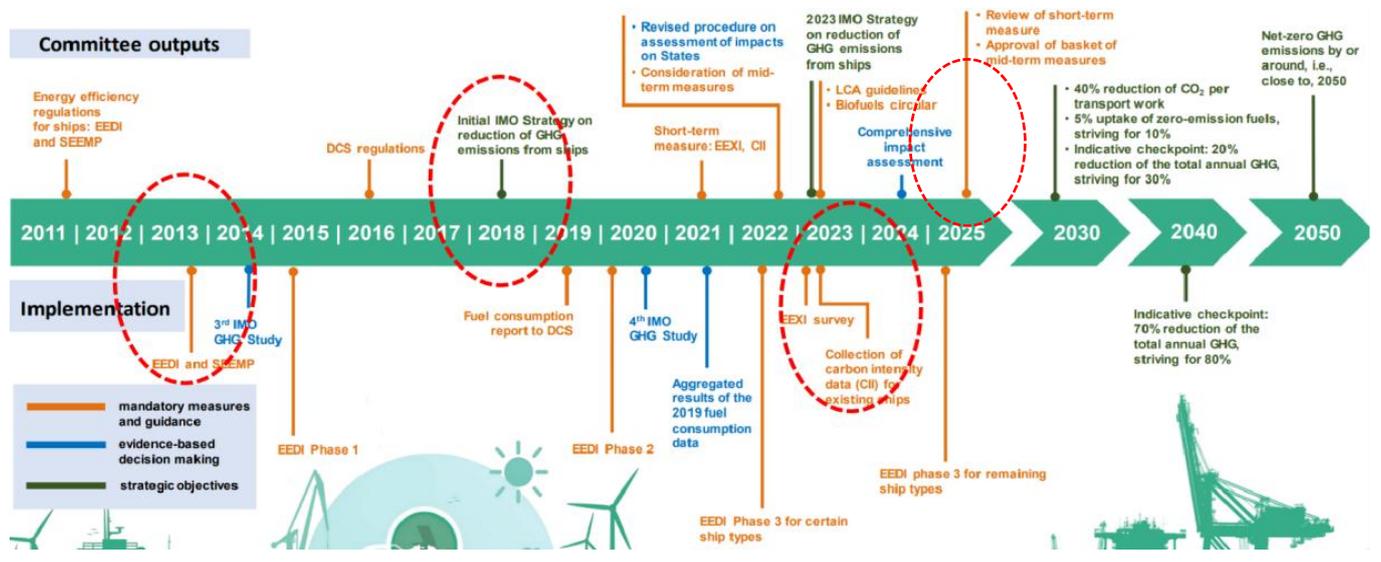


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 绿色低碳转型加速，公司紧跟市场趋势

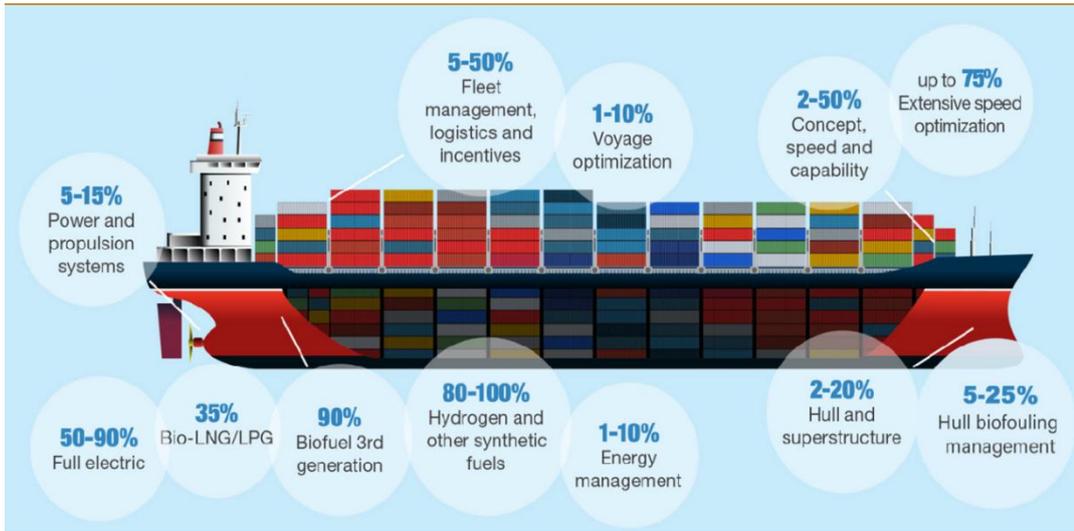
绿色低碳航运转型加速。根据 IMO 最新温室气体研究（IMO 第四次温室气体研究）的计算，2018 年航运业排放了 10.8 亿吨二氧化碳，经合组织估计 2022 年的二氧化碳排放量达到约 8.6 亿吨，占全球排放量的 2.5%。2023 年 7 月，国际海事组织（IMO）在海洋环境保护委员会第 80 届（MEPC 80）会议上通过了《2023 年船舶温室气体减排战略》。战略提出到 2030 年，使用零或近零温室气体排放技术、燃料和（或）能源使用占比，至少达到国际海运用能总量的 5%，并力争达到 10% 的量化目标。设置了两个指示性校核点，即到 2030 年，国际海运温室气体年度排放总量比 2008 年至少降低 20%，并力争降低 30%；到 2040 年至少降低 70%，并力争降低 80%。

图 14：IMO 的减排措施时间线



数据来源：IMO，西南证券整理

为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。使用新能源等替代燃料、采用减少船舶阻力和燃料消耗的船舶设计措施、减少主机动力需求的动力辅助措施、提高发动机/容器效率的发动机技术、碳捕获，减少废气排放二氧化碳、航次优化措施，减少燃料消耗等均可在一定程度上降低碳排放，但是从全生命周期的碳排放来看，采用替代燃料对于温室气体减排效果最佳。

图 15：不同减排措施及效果


数据来源：IMO，西南证券整理

对于全球航运而言，实现真正的温室气体零排放，改变船舶使用燃料是必须。氨、氢、甲醇、天然气等燃料是当前航运市场关注较多的绿色燃料。对于船东而言，改变船舶燃料有两个选择，一是船舶整个燃料动力系统改造，另一个就是新造船。从船舶在手订单来看，截至 2023 年底，非 LNG 船舶中双燃料订单占比 30.5%，在这其中 lng 占比最大为 49.4%，甲醇占比为 29.6%，待这些双燃料船舶交付后，全球预计将有 2028 条双燃料船，在整个船队中占比为 4.4%（不考虑期间拆船）。

表 3：双燃料以及双燃料预留船情况（除 LNG 船）

双燃料类型	现有船舶	在手订单	合计
LNG	590	601	1191
LPG	107	110	217
甲醇	34	360	394
乙烷	23	17	40
电池	60	121	181
风力辅助	29	11	40
氢	1	10	11
氨	33	162	195
双燃料合计	812	1216	2028
船队合计	42077	3986	46063
比例	1.9%	30.5%	4.4%

数据来源：BRS，西南证券整理

各种考虑下，绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择。首先甲醇动力发动机已商业化，甲醇被广泛生产，并且已经在全球范围内运输和使用 100 多年。同时甲醇常温下为液态，容易储存和运输，目前超过 100 个港口供应甲醇，其中 47 个港口的储存设施超过 5 万吨。环保安全性较高，泄漏对环境危害也比传统燃料低。此外作为航运绿色燃料而言，国际海事组织已通过甲醇临时安全导则。目前的甲醇双燃料船主要是以集装箱船型为主，因为集装箱船的航线固定，运营稳定，且来往港口均为发达国家，具备较好的绿色甲醇生产能力。

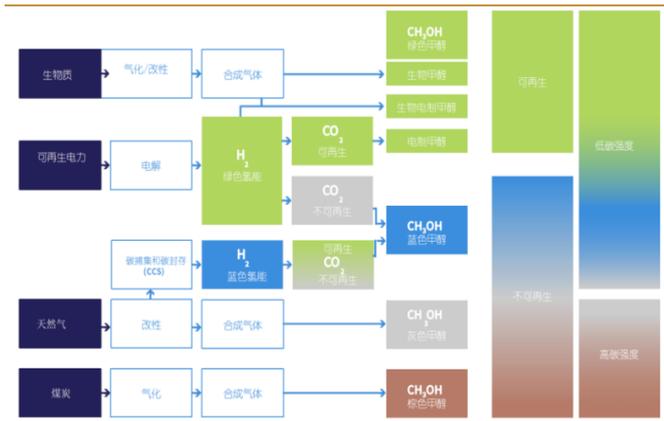
图 16: 甲醇燃料库、储存和储存+燃料加注设施



数据来源: Methanol Institute, 西南证券整理

生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式。生物甲醇（绿色甲醇）采用生物质原料进行生产（林业和农业废弃物及副产品，如纸浆和造纸业的黑液、废弃物填埋场的沼气、污水及市政固体废弃物），同时过程中可能需要补充氢气，一般来源于电解水制氢。电制甲醇通过将捕集的 CO₂ 与来自于可再生电力的氢气相结合获得。CO₂ 可以来自于工业碳捕集，包括生物质能碳捕集与封存（BECCS）和直接空气捕集（DAC）。目前我国绿色甲醇项目主要分布在接近风光电以及废弃农作物的地区。

图 17: 绿色甲醇生产途径



数据来源: Methanol Institute, 西南证券整理

图 18: 中国部分绿色甲醇项目分布情况



数据来源: Methanol Institute, 西南证券整理

上海吉远绿色能源将作为一家专注于包括绿色甲醇在内的可再生燃料的投资平台，加快船用可再生燃料布局与推动航运业向绿色能源转型。2023 年 12 月，公司与吉林电力股份有限公司及上港集团能源（上海）有限公司就成立合营企业上海吉远绿色能源签订合作协议。根据合作协议的条款，上海吉远绿色能源的注册资本为人民币 10 亿元，其中吉电股份、公司以及上港能源将分别出资人民币 5.5 亿元、人民币 3.5 亿元及人民币 1 亿元，分别占注册资本的 55%、35% 及 10%。

表 4：吉远绿色能源股权结构

股东名称	认缴出资情况			首期实缴出资额		
	出资金额	股权比例	出资方式	出资金额	出资时间	出资方式
吉电股份	55000 万元	55%	货币	5500 万元	合资公司成立后 3 个月内完成缴纳	货币
中远海运国际香港	35000 万元	35%	货币	3500 万元		货币
上港能源	10000 万元	10%	货币	1000 万元		货币
合计	100000 万元	100%		10000 万元		

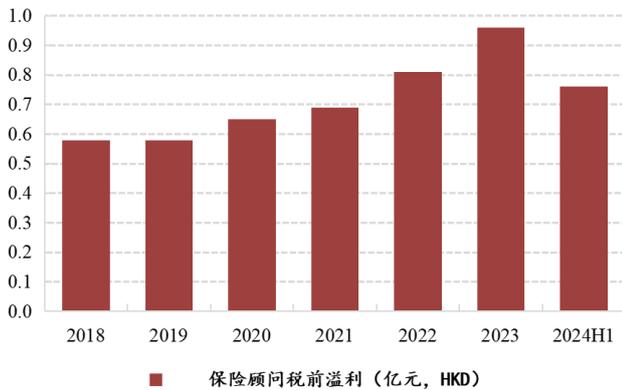
数据来源：吉电股份公告，西南证券整理

上海吉远绿色能源已于 2024 年 2 月成立。2024 年 5 月，上海吉远绿色能源有限公司梨树风光制绿氢生物质耦合绿色甲醇项目（化工部分）获备案。上海吉远绿色能源有限公司拟投资 25.6 亿元，在吉林省四平梨树县，建设一套 20 万吨级生物质气化制取甲醇装置，安装 40 台 1000Nm³/h 碱液制氢+16 台 200Nm³/h PEM 制氢设备，合计制氢能力 43200Nm³/h。项目计划 2024 年 11 月开工。

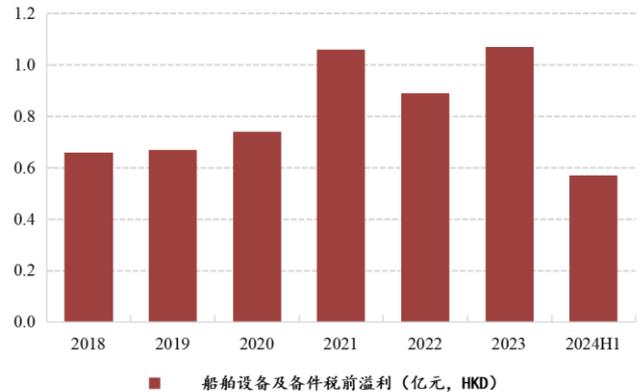
2.3 航运造船市场活跃度决定公司业务发展

总的来看，近几年地缘政治形势严峻，区域冲突频繁，全球贸易格局不断变化，航线重构使得远距离运输需求增多，对整个航运需求而言有积极影响，同时重构中的运输效率损失以及环保政策对老旧船舶的限制，使得市场供给收紧，推升了运价，船东现金流量大幅改善，造新船意愿强烈。航运业的绿色转型使得船东在船舶更新换代时考虑绿色燃料，未来相应的船舶交付之后，全市场对绿色燃料需求将有所提升。

航运市场的活跃度决定了公司航运服务业务的发展。随着航运需求的稳步增长，公司航运服务业将保持稳中有进。其中船舶贸易代理服务方面，面对脱碳压力和绿色航运潮流，预期航运企业将继续新建环保船舶，这将会继续成为新造船订单的动力。2024 年上半年公司实现船舶代理服务税前收益 0.37 亿港元，同比上升 41%。保险顾问服务方面，随着完成收购海宁保险经纪，2024 年保险业务体量增加，与现有业务整合之后竞争力有所提升，2024 年上半年实现税前收益 0.76 亿港元，同比上升 31%。船舶设备及备件供应方面，数字化建设和绿色环保备件业务将继续成为业务增长动力，2024 年上半年实现税前收益 0.57 亿港元。

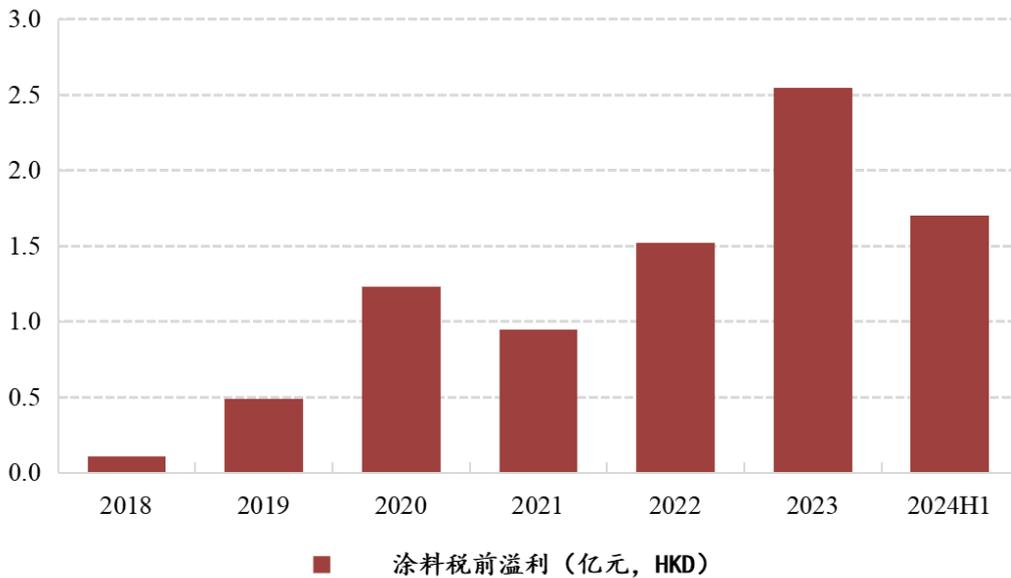
图 19: 公司保险顾问税前收益


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 公司船舶设备及备件税前收益


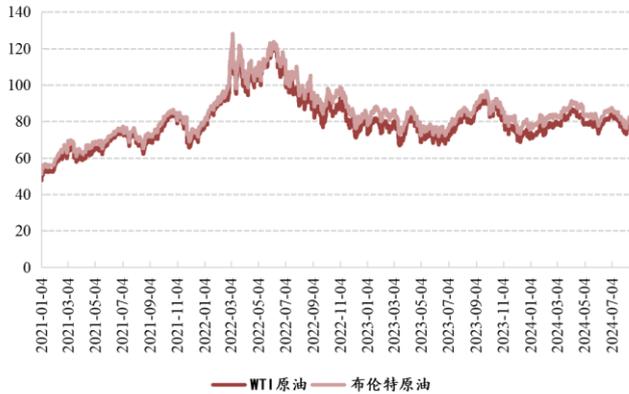
数据来源: Wind, 西南证券整理

中国新造船市场持续火热, 船舶涂料需求有保障。2024 年船舶涂料业务继续受惠于新船需求, 2024 年上半年公司船舶涂料销售量为 78795 吨, 实现税前收益 1.41 亿港元 (集团应占中远佐敦溢利, 集团船舶涂料主要依靠中远佐敦销售), 同时子公司中远佐敦进一步拓展产能匹配市场需求, 未来竞争力将进一步增强。涂料业务整体税前收益 1.7 亿港元。

图 21: 公司涂料税前收益


数据来源: wind, 西南证券整理

船舶涂料利润率取决于原材料价格的波动。船舶原料主要是石油产品如环氧树脂、溶剂等, 因此公司船舶涂料制造成本受油价影响, 2024 年上半年的石油价格开始上行, 4 月冲高回落, 截至 8 月 16 日 WTI 原油期货结算价为 76.65 美元/桶, 同比下降 3.4%, Brent 原油期货结算价为 79.68 美元/桶, 同比下降 4.5%。此外铜作为防污涂料的主要原料之一, 需求的温和复苏, 而全球铜原料供应收紧, 铜价二季度开始上涨, 近几月震荡下跌调整, 总体价格中枢较去年同期上移。

图 22: 原油期货结算价 (美元/桶)


数据来源: wind, 西南证券整理

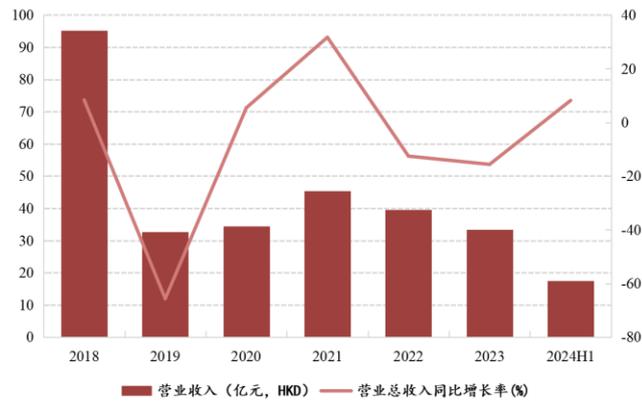
图 23: 金属铜价格 (美元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

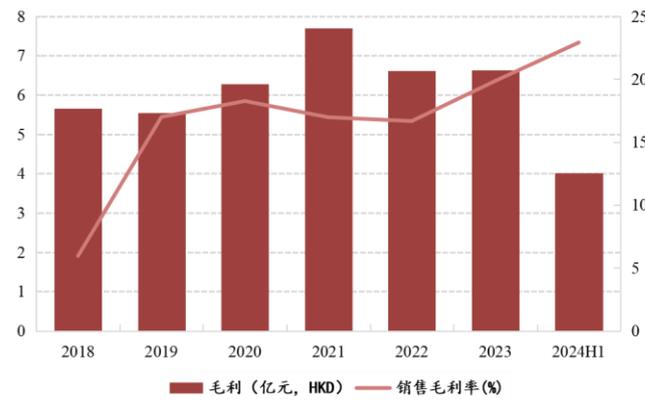
3 投资收益增长, 归母净利持续攀升

营收处于波动态势。2018 年以来公司收入处于波动期, 2019 年受国际政治与贸易格局影响, 公司考虑到风险因素, 主动收缩了船舶燃料贸易业务, 导致航运服务业务量大幅缩水, 总营收下滑 65.7%。2020 年和 2021 年营收水平得到一定回升, 2022 年和 2023 年受制于国际市场的表现, 公司营收水平再次滑落。2023 年涂料业务收入下滑, 公司实现营业收入 33.4 亿港元, 较上年同期下滑 15.7%。低毛利率的船舶燃料业务大幅减少后, 公司的总体毛利水平较为平稳, 2023 年实现毛利 6.6 亿港元, 毛利率为 19.9%, 较 2022 年上涨 3.2pp。

2024 上半年, 公司营业收入 17.5 亿港元, 同比上涨 8%, 主要得益于涂料及保险顾问的分部收入上升; 毛利达到了 4.0 亿港元, 同比上升 17%, 主要由于涂料分部毛利上升及保险顾问的分部收入上升, 较高毛利率分部的收入贡献增加也使得销售毛利率上升到 22.9%, 为近年新高。

图 24: 公司营业收入情况


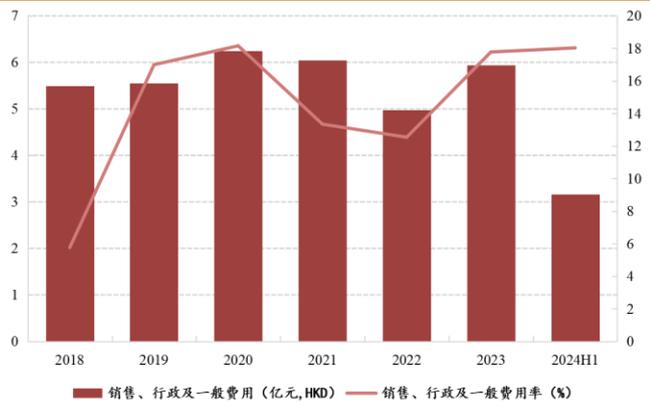
数据来源: wind, 西南证券整理

图 25: 公司毛利情况


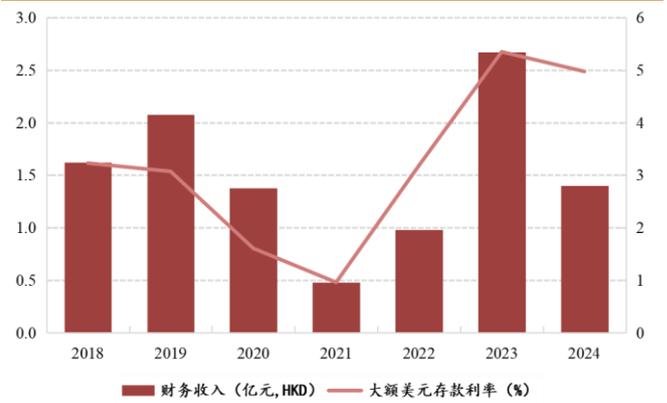
数据来源: wind, 西南证券整理

由于存款利率上升, 公司财务收益可观。公司的销售、行政及一般费用较为平稳, 公司现金流充沛, 主要以短期银行存款为主 (美元), 公司每年可以获得可观的存款利息收入, 2023 年美元存款利率有所上涨, 公司的财务收入为 2.7 亿港元。

2024 年上半年，公司的销售、行政及一般费用为 3.16 亿港元，由于收购海宁保险经纪及新成立中远海运绿色数智船舶服务有限公司导致雇员福利费用增加，同比上涨了 15%，销售、行政及一般费用占比相比于 2023 年趋于平稳。财务收入得益于存款利率上升，同比增加 16%，达到了 1.4 亿港元。

图 26：公司销售、行政及一般费用情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 27：公司财务收入情况


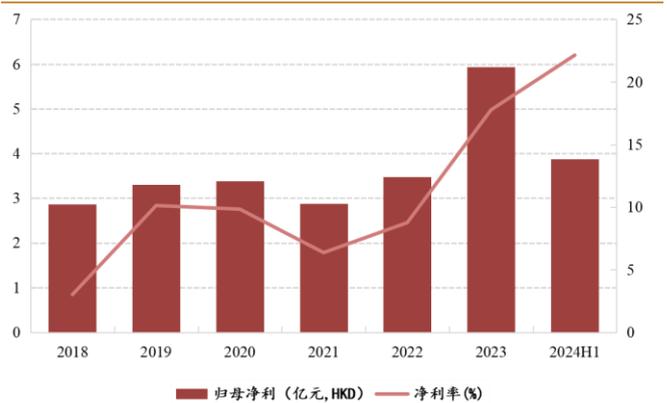
数据来源：wind，西南证券整理

公司投资收益增长，归母净利持续攀升。受益于公司早期针对中远佐敦、常熟耐素、连悦公司等企业的投资，2019 年之后，公司的投资活动现金流基本呈现上升趋势，2023 年公司投资收益为 2.5 亿港元，同比上涨 98.4%，其中来自于船舶涂料子公司中远佐敦的投资收益为 2.3 亿港元，占比为 92.1%。公司的归母净利也表现良好，在 19 年之后基本处于上升趋势，在 2023 年实现了 71.1% 的同比涨幅，达到了 5.9 亿港元。

公司在 2024 年上半年的投资收益为 1.6 亿港元，其中中远佐敦的投资收益为 1.4 亿港元，占比为 87.6%。公司归母净利持续表现良好，上半年达到了 3.9 亿港元，同比增加 15.5%。

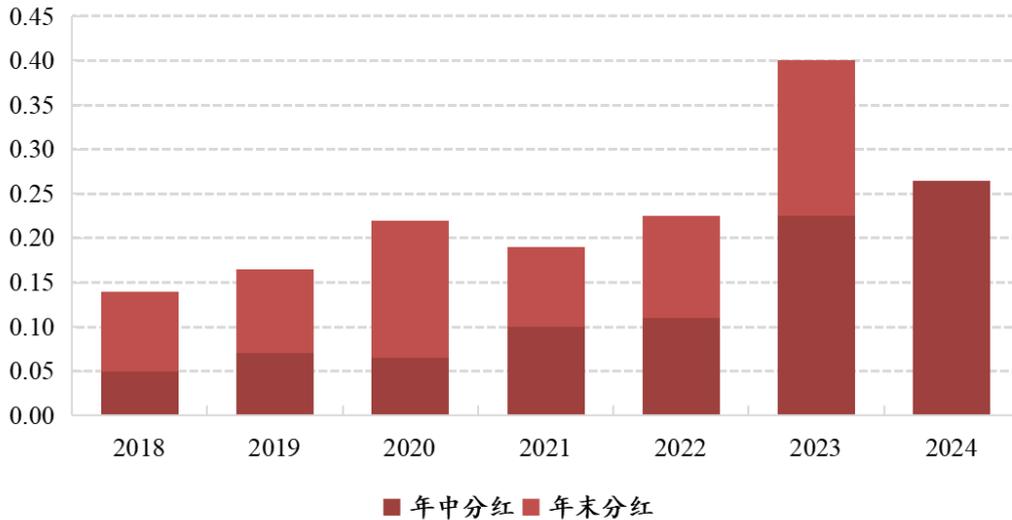
图 28：公司投资收益情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 29：公司归母净利情况


数据来源：wind，西南证券整理

高度重视现金分红，持续回报投资者。2023 年公司的分红总额达到了 5.9 亿港元，同比上涨了 73.3%，公司积极回报股东，维持近 100% 派息，2024 年公司业绩保持良好增长，公司将于 2024 年 9 月 25 日每股分红 0.265 港元，分红总额为 3.9 亿港元，同比增长 17.8%。

图 30：公司现金分红情况-每股股利（港元）


数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 2024 年受益于红海绕行带来的集运市场火热，集装箱新造市场再次火爆，公司涂料业务有所增长，后续随着市场回归正常，集装箱制造需求或逐渐回归常态，我们预计 2024-2026 年公司涂料业务同比+35%、-10%、-5%；

2) 2024 年公司完成收购海宁保险经济，使得保险顾问业务有较大的增长，我们预计 2024-2026 年公司保险顾问业务同比+75%、+5%、+5%；

3) 船舶设备及备件业务保持稳定增长，我们预计公司相关业务 2024-2026 年同比+10%、+5%、+5%；

4) 受益于新造船市场的火热，公司船舶贸易代理业务保持较好的增长，我们预计公司相关业务 2024-2026 年同比+30%、+10%、+5%；

5) 公司主动缩减沥青销售业务，我们预计公司一般贸易业务 2024-2026 年同比-50%、+0%、+0%；

6) 公司生产经营成本同业务量变动，我们预计公司成本 2024-2026 年同比+5%、+0%、+1.5%。

表 5：公司分业务收入

(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
船舶设备及备件				
收入	1725.0	1897.5	1992.4	2092.0
yoy	3.3%	10.0%	5.0%	5.0%
涂料				
收入	826.0	1115.1	1003.6	953.4
yoy	-22.6%	35.0%	-10.0%	-5.0%
保险顾问				
收入	139.7	244.5	256.7	269.5
yoy	21.9%	75.0%	5.0%	5.0%
船舶贸易代理				
收入	86.8	112.8	124.1	130.3
yoy	1.6%	30.0%	10.0%	5.0%
一般贸易				
收入	564.1	282.1	282.1	282.1
yoy	-45.0%	-50.0%	0.0%	0.0%
营业总收入	3341.6	3652.0	3658.8	3727.3
yoy	-15.7%	9.3%	0.2%	1.9%
营业成本	2678.1	2812.0	2812.0	2854.2
毛利	663.5	840.0	846.8	873.1

数据来源：wind, 西南证券

我们看好全球贸易格局不断变化，航线重构使得远距离运输需求增多，对整个航运需求而言有积极影响。随着航运需求的稳步增长，公司航运服务业将保持稳中有进。同时中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障。我们预计公司 2024-2026 年营收为 36.5、36.6、37.3 亿港元，归母净利为 7.7、7.7、7.5 亿港元。

表 6：可比公司估值

公司	代码	股价 (元/港元)	每股净收益 (元/港元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
招商港口	001872.SZ	21.44	1.43	1.55	1.67	1.78	15	14	13	12
麦加芯彩	603062.SH	27.80	1.55	2.25	2.9	3.59	18	12	10	8
中谷物流	603565.SH	8.30	0.82	0.82	0.89	0.93	10	10	9	9
中远海控	601919.SH	12.37	1.48	2.28	1.27	1.38	8	5	10	9
可比公司估值							13	10	10	9
中远海运国际	0517.HK	3.99	0.40	0.52	0.52	0.51	10	8	8	8

数据来源：wind, 西南证券整理

考虑公司从事业务的多元，未来的发展方向，以及自身的高分红属性，故选取以上公司进行对标，涵盖航运港口（中远海控、中谷物流、招商港口）、涂料（麦加芯彩）、稳定分红（中谷物流），同行可比公司 2025 年 PE 估值 10 倍。给予中远海运国际 25 年 10 倍 PE，对应目标价 5.2 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

汇率风险：公司主要在香港、中国及海外营运，须承担多种外币产生的外汇风险，主要与人民币及美元有关。外汇风险来自商业交易、已确认的资产及负债，以及海外业务投资净额。公司通过将营运成本及借贷与贸易应收款互相配对，以管理其外汇风险。然而，公司仍然须承受人民币及美元汇价波动的相关外汇风险，公司的利润可能相应地受到影响。

原材料价格波动风险：原材料供应价格上涨，生产成本上升，供应链中成本分摊难度增加，影响各业务单元的整体盈利水平。

宏观经济环境风险：由于国内外的政治、经济及社会环境出现重大变动，加上公司业务对宏观经济依存度高，未来经营发展及战略实施的不确定性因素增加，可能对公司的业绩及财务状况产生影响。

销售价格波动风险：市场的不确定性引发价格浮动，且需求增速放缓，主要竞争对手可能降低价格而达到促销目的，从而引起行业恶性价格竞争，影响整体盈利水平。

附：财务报表

资产负债表 (百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1629.45	1503.42	1267.54	933.17	营业额	3341.73	3652.11	3658.98	3727.46
应收账款	711.67	777.76	779.23	793.81	销售成本	2678.10	2812.11	2812.11	2854.30
预付款项、按金及其他应收款项	494.31	499.05	499.99	509.35	销售费用	148.30	149.70	149.98	152.79
其他应收款	0.00	0.39	0.39	0.39	管理费用	363.12	396.85	397.59	405.03
存货	298.33	301.39	301.39	305.91	财务费用	-264.88	-266.29	-235.53	-187.06
其他流动资产	4635.73	4504.69	4513.17	4597.64	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	7769.48	7586.71	7361.70	7140.28	投资收益	252.01	300.00	320.00	330.00
长期股权投资	828.41	1128.41	1448.41	1778.41	公允价值变动损益	-5.36	0.00	1.00	2.00
固定资产	208.36	175.72	143.08	110.43	营业利润	663.75	859.74	855.82	834.41
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	-0.99	6.59	6.59	6.59
无形资产	55.03	45.86	36.97	28.43	税前利润	662.76	866.33	862.42	841.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	54.16	62.16	59.42	55.87
其他非流动资产	343.95	324.56	306.13	288.58	税后利润	608.61	804.18	802.99	785.13
非流动资产合计	1435.75	1674.55	1935.74	2208.69	归属于非控制股东利润	14.93	34.55	34.50	33.73
资产总计	9205.23	9261.26	9297.45	9348.97	归属于母公司股东利润	593.67	769.63	768.50	751.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	425.31	661.24	688.69	716.99
应付账款	357.62	357.72	357.72	363.09	NOPLAT	371.71	561.24	586.55	610.95
其他流动负债	580.98	602.36	603.06	613.48	EPS(港元)	0.40	0.52	0.52	0.51
流动负债合计	938.60	960.08	960.78	976.57					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	79.23	79.23	79.23	79.23	成长能力				
非流动负债合计	79.23	79.23	79.23	79.23	营收额增长率	-15.67%	9.29%	0.19%	1.87%
负债合计	1017.83	1039.31	1040.01	1055.80	EBIT 增长率	20.93%	50.81%	4.47%	4.32%
股本	146.60	146.60	146.60	146.60	EBITDA 增长率	18.55%	55.47%	4.15%	4.11%
留存收益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	65.88%	32.13%	-0.15%	-2.22%
归属于母公司股东权益	7839.46	7839.46	7840.46	7842.46	盈利能力				
归属于非控制股东权益	347.94	382.49	416.99	450.71	毛利率	19.86%	23.00%	23.14%	23.43%
权益合计	8187.40	8221.95	8257.44	8293.17	净利率	18.21%	22.02%	21.95%	21.06%
负债和权益合计	9205.23	9261.26	9297.45	9348.97	ROE	7.57%	9.82%	9.80%	9.58%
					ROA	6.45%	8.31%	8.27%	8.04%
					ROIC	4.71%	7.77%	7.87%	7.91%
现金流量表 (百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E	估值倍数				
税后经营利润	383.02	498.31	476.12	447.26	P/E	9.85	7.60	7.61	7.78
折旧与摊销	27.43	61.20	61.80	63.05	P/S	1.75	1.60	1.60	1.57
财务费用	-264.88	-266.29	-235.53	-187.06	P/B	0.75	0.75	0.75	0.75
其他经营资金	377.55	78.22	-10.18	-97.15	股息率	7.88%	11.96%	11.94%	11.68%
经营性现金净流量	523.12	371.44	292.21	226.11	EV/EBIT	-0.07	0.32	0.74	1.30
投资性现金净流量	941.73	5.87	4.87	3.87	EV/EBITDA	-0.07	0.29	0.68	1.18
筹资性现金净流量	-535.14	-503.33	-532.97	-564.34	EV/NOPLAT	-0.08	0.35	0.79	1.39
现金流量净额	929.71	-126.03	-235.88	-334.37					

数据来源：公司公告，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知情范围内，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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
