

2024年11月01日

证券研究报告·2024年三季度点评

国航远洋 (833171) 交通运输

当前价: 6.60元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

积极布局外贸航线，享受高运价弹性

投资要点

- 事件:** 公司前三季度实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 1.47%，实现毛利 1.38 亿元，毛利率为 20.3%，较 2023 年同期上涨 10.1pp。前三季度期间费用率合计为 16.6%，综合影响下，公司前三季度实现归母净利润 0.82 亿元，同比大幅上涨 954.45%。
- 全国规模领先的干散货船东。** 2023 年公司自营船舶运量逾 2000 万吨，根据交通运输部公布的《中国航运发展报告》，公司经营船队规模自 2019 年至 2023 年连续 5 年在国内排名行业第四，国际航运船队规模连续 5 年在国内排名行业前十。同时根据公司披露的新造船情况，上市至今已签署 14 艘新建船协议，同时根据合同约定公司拥有后续 6 艘 8.9 万吨散货船的建造选择权。今年上半年已交付 2 艘新船投入经营，今年下半年将交付 4 艘新造船，其他新建船舶预计将在 2026 年前陆续交付，未来公司船队规模将进一步增长。
- 积极布局外贸航线，享受外贸市场弹性。** 公司将一些在国内缺乏竞争力但在海外更有优势的船型通过技术改造转移到外贸航线，随着 2024 年外贸干散货运输市场迎来上升周期，公司 2024 年前三季度业绩在内贸干散货运输市场低迷的背景下仍然取得增长。2024 年前三季度中国沿海煤炭运价指数均值为 586.9 点，较去年同期下降 2.9%，波罗的海干散货指数均值为 1847.5 点，同比增长 57.6%。
- 盈利预测与投资建议:** 国际运价指数上行，公司调整经营策略，将内外贸兼营船舶调整为经营外贸航线，同时新造船订单将在未来几年逐步交付，我们认为公司积极布局外贸航线，运力规模进一步扩大，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元、2.5 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.32 元、0.44 元。我们选取干散货运输行业中的招商轮船、海通发展作为可比公司，2025 年平均 PE 为 11 倍，公司 2025 年 PE 为 24 倍，考虑到经济复苏，公司主动转型布局外贸航线有望在未来市场上行中享受更高收益，首次覆盖，建议投资者持续关注。
- 风险提示:** 运价上涨不及预期风险、燃油价格上涨风险、经济复苏不及预期风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	890.80	1019.32	1239.20	1471.88
增长率	-23.10%	14.43%	21.57%	18.78%
归属母公司净利润(百万元)	2.48	111.58	175.36	245.17
增长率	-98.68%	4392.34%	57.16%	39.81%
每股收益 EPS(元)	0.00	0.20	0.32	0.44
净资产收益率 ROE	0.17%	7.48%	10.85%	13.82%
PE	1675	37	24	17
PB	3.09	2.80	2.58	2.35

数据来源: Wind, 西南证券

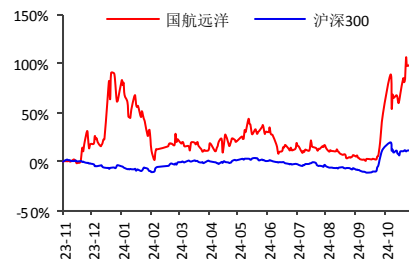
西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.55
流通 A 股(亿股)	2.87
52 周内股价区间(元)	3.32-7.82
总市值(亿元)	36.63
总资产(亿元)	36.07
每股净资产(元)	2.57

相关研究

1 规模领先的干散货船东，布局外贸市场享受运价弹性

国航远洋是全国规模领先的干散货船东。公司成立于 2001 年 4 月，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，是我国大型干散货航运企业之一。经过二十余年的发展，2022 年 12 月 15 日在北京证券交易所成功上市，成为北交所“航运第一股”。2023 年公司自营船舶运量逾 2000 万吨，根据交通运输部公布的《中国航运发展报告》，公司经营船队规模自 2019 年至 2023 年连续 5 年在国内排名行业第四，国际航运船队规模连续 5 年在国内排名行业前十。同时根据公司披露的新造船情况，上市至今已签署 14 艘新建船协议，同时根据合同约定公司拥有后续 6 艘 8.9 万吨散货船的建造选择权。今年上半年已交付 2 艘新船投入经营，今年下半年将交付 4 艘新造船，其他新建船舶预计将会在 2026 年前陆续交付，未来公司船队规模将进一步增长。

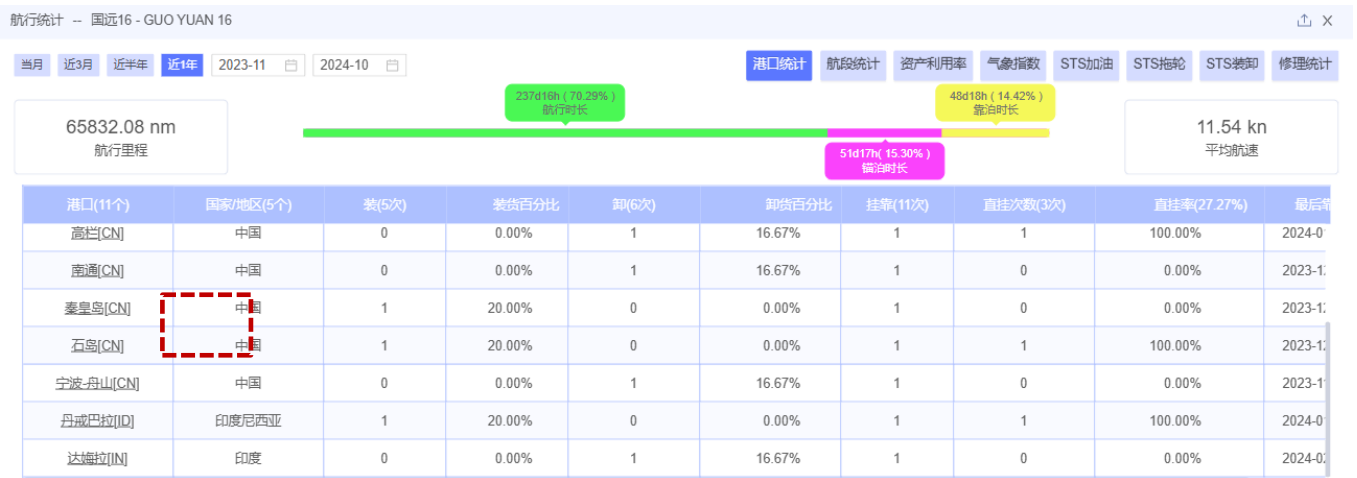
图 1：公司发展历程

2001	2004	2015	2022
公司成立，成为福建省首家民营股份制海运企业	与中国电集团公司所属电厂合资成立上海国电海运，承担了国电集团沿海沿江大型电厂的电煤运输任务	集团运力规模继续列前，并在全国中小企业股份转让系统（简称新三板）正式挂牌	北京证券交易所成功上市，成为北交所“航运第一股”

数据来源：公司官网，西南证券整理

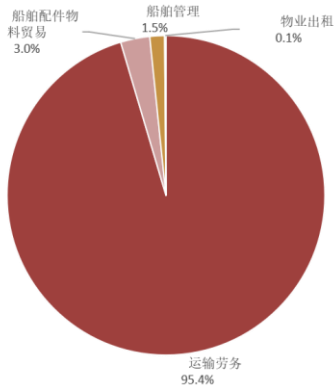
公司形成了以干散货运输业务为主，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅的业务布局。沿海散货运输以电煤为主，是中国电煤运输骨干航运公司之一，公司拥有和控制了国内最大的进江电煤运输船队，位列国内电煤运输前三甲；远洋运输积极拓展，主要提供煤炭、粮食、矿砂、化肥、钢材、木材、农产品等货物的国际海上运输服务，航线遍及多个国家和地区，公司具有内外贸运输兼营的优势，当内贸航线获利能力低于国际航线时，公司出于经营考虑，可以选择把内外兼营船舶向国际航线倾斜。

图 2：国远 16 过去一年航行统计

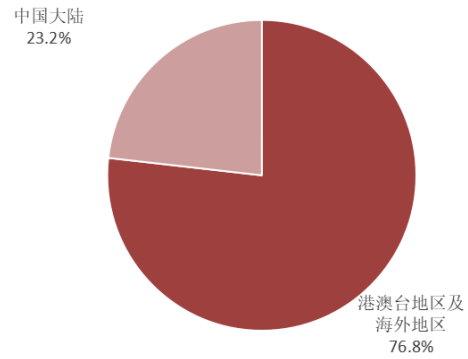


数据来源：船视宝，西南证券整理

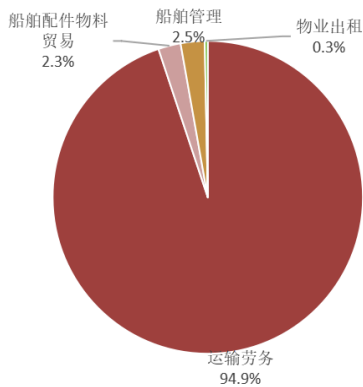
公司收入以及毛利主要来自于外贸船舶运费以及船舶租金。2024 年上半年公司实现营业收入 4.61 亿元，其中运输业务为 4.4 亿元，占比 95.4%；实现毛利 0.89 亿元，其中运输业务占比 94.9%。从经营地区来看，主要以港澳台及海外地区为主，实现营业收入 3.54 亿元，占比为 76.8%，实现毛利 1.11 亿元，内贸运输亏损 0.22 亿元。

图 3：主营业务收入-按产品（2024H1）


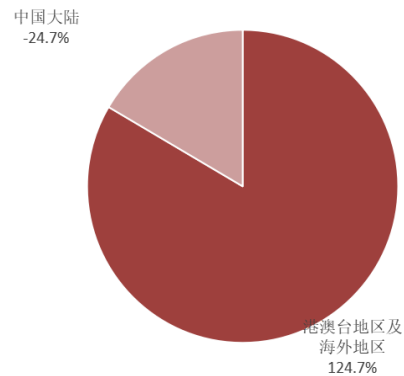
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：主营业务收入-按地区（2024H1）


数据来源：wind，西南证券整理

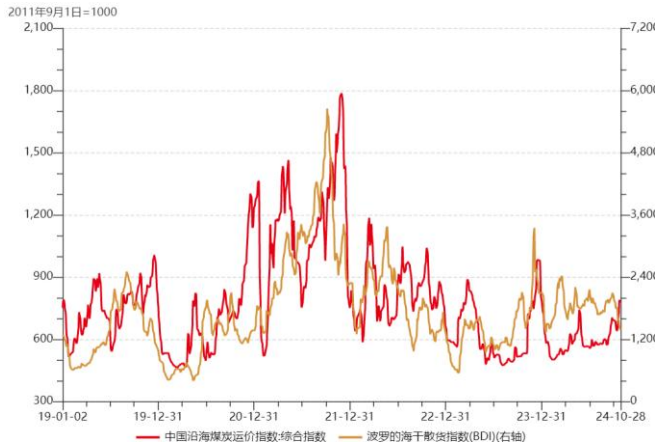
图 5：主营业务毛利-按产品（2024H1）


数据来源：wind，西南证券整理

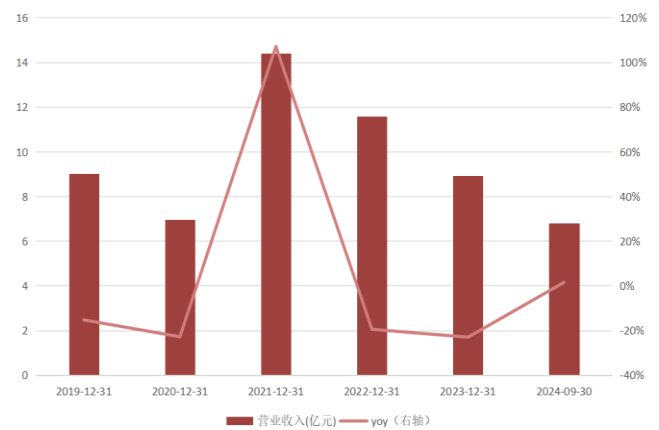
图 6：主营业务毛利-按地区（2024H1）


数据来源：wind，西南证券整理

积极布局外贸运营航线，享受外贸市场弹性，2024 年经营业绩有较好的提升。公司将一些在国内缺乏竞争力但在海外更有优势的船型通过技术改造转移到外贸航线，随着 2024 年外贸干散货运输市场迎来上升周期，公司 2024 年前三季度业绩在内贸干散货运输市场低迷的背景下仍然取得增长。2024 年前三季度中国沿海煤炭运价指数均值为 586.9 点，较去年同期下降 2.9%，波罗的海干散货指数均值为 1847.5 点，同比增长 57.6%，公司前三季度实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 1.47%。

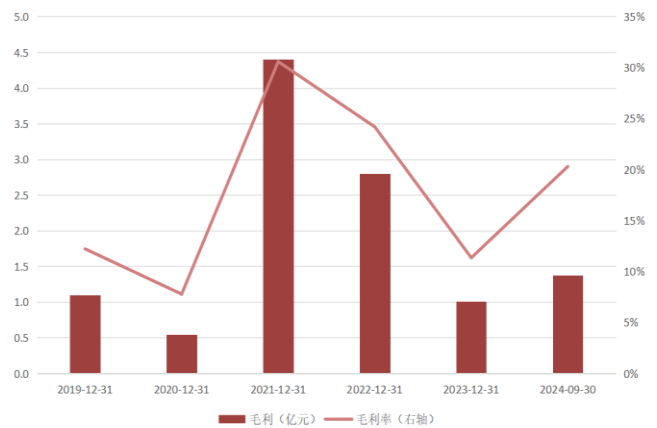
图 7：中国沿海煤炭运价指数&波罗的海干散货指数情况


数据来源: wind, 西南证券整理

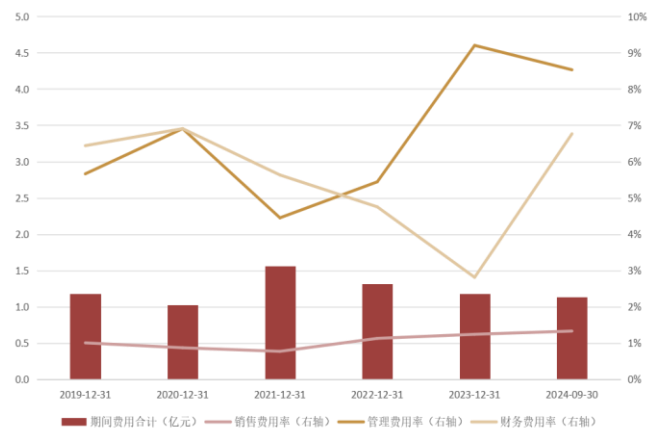
图 8：公司收入情况


数据来源: wind, 西南证券整理

运力结构升级、管理运营持续优化，降本增效效果显著。截至到 2024 年 9 月 24 日，公司已有三艘新建船舶投入营运，三艘新造船在节能减排、船舶智能化数字化方面均有优异表现，到今年年底，公司预计另有三艘新造船投入营运。通过运力结构升级调整措施并结合内部压缩营运成本和管理费用等多项举措降本增效，2024 年前三季度，公司实现毛利 1.38 亿元，毛利率为 20.3%，较 2023 年同期上涨 10.1pp。前三季度期间费用率合计为 16.6%，主要是财务费用上涨 4.5pp 为 6.7%。

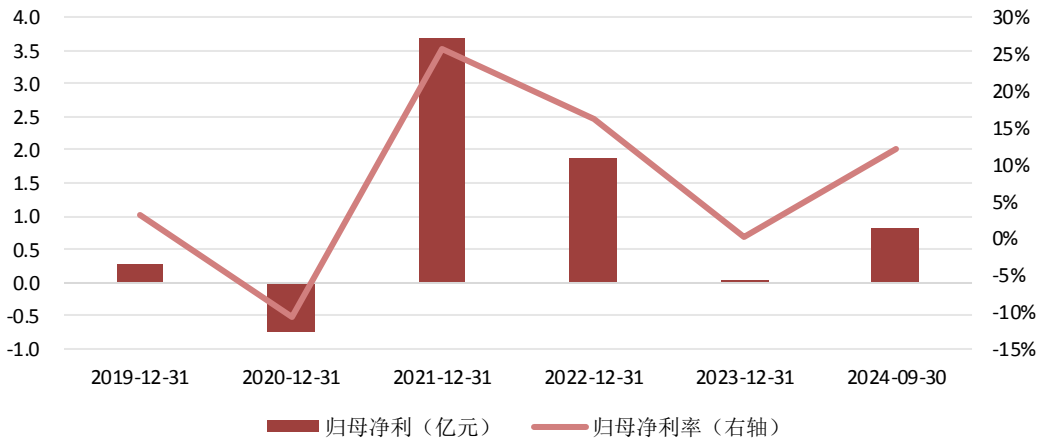
图 9：公司毛利情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 10：公司期间费用情况


数据来源: wind, 西南证券整理

主营改善明显，同时收到政府补贴，经营业绩实现大幅上涨。BDI 的上涨给外贸运价带来较好的提升和预期，公司大量自营船舶运力投入到运价更具优势的外贸航线，而同时期营业成本未有大幅波动，使得公司主业经营业绩实现增长；同时公司收到相比上期较多的政府产业扶持资金，综合影响下，公司前三季度实现归母净利润 0.82 亿元，同比大幅上涨 954.45%。

图 11：公司净利情况


数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

主营业务关键假设：

假设 1：公司内贸运输运价主要跟随 CBCFI（沿海煤炭运价指数），2024 年内贸运价低迷，未来我们认为随着国内经济逐步复苏，内贸运输市场转好，预计 2024-2026 年 CBCFI 均值分别为 598.1/646/710.6，同比-5%/+8%/+10%。

假设 2：国际运价指数上行，公司调整经营策略，将内外贸兼营船舶调整为经营外贸航线，同时新造船订单将在未来几年逐步交付，我们认为公司积极布局外贸航线，运力规模进一步扩大，按照新船交付计划，预计 2024-2026 年公司船队规模分别为 24/30/36 艘。

假设 3：随着全球经济逐步复苏，大宗商品需求回暖，同时叠加补库需求，我们认为干散货运输市场将迎来新的上行周期，预计 2024-2026 年 BPI 运价指数均值分别为 1699.5/1954.4/2149.9，同比+19%/+15%+10%。

表 1：收入和成本预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
内贸运输	收入	364.1	241.3	311.2	359.1
	增速	-36.9%	-33.7%	29.0%	15.4%
	毛利率	3.5%	-20.0%	5.0%	10.0%
外贸运输	收入	499.4	749.3	898.4	1082.4
	增速	-10.8%	50.0%	19.9%	20.5%
	毛利率	16.5%	36.9%	38.0%	39.2%
其他	收入	27.3	28.7	29.5	30.4
	增速	25.4%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	21.8%	21.7%	24.1%	22.5%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	890.8	1019.3	1239.2	1471.9
	增速	-23.1%	14.4%	21.6%	18.8%
	毛利率	11.4%	23.0%	29.4%	31.7%

数据来源：Wind, 西南证券

基于上述假设和测算：2024-2026年公司分别实现营业收入10.2亿元、12.4亿元、14.7亿元，同比分别+14.4%、+21.6%、+18.8%。预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.1亿元、1.8亿元、2.5亿元，EPS分别为0.2元、0.32元、0.44元。

2.2 相对估值

我们选取干散货运输行业中的招商轮船、海通发展作为可比公司，2025年平均PE为11倍，公司2025年PE为24倍。考虑到经济复苏，公司主动转型布局外贸航线有望在未来市场上行中享受更高收益，首次覆盖，建议投资者持续关注。

表 2：行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益(元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601872.SH	招商轮船	6.79	0.59	0.71	0.87	0.96	12	10	8	7
603162.SH	海通发展	10.18	0.30	0.53	0.77	0.93	34	19	13	11
平均							23	14	11	9

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

运价上涨不及预期风险、燃油价格上涨风险、经济复苏不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	890.80	1019.32	1239.20	1471.88	净利润	2.29	111.58	175.36	245.17
营业成本	789.66	784.59	874.79	1005.24	折旧与摊销	55.38	59.25	71.26	80.86
营业税金及附加	3.83	4.38	5.33	6.33	财务费用	25.17	45.68	56.06	62.46
销售费用	11.48	13.14	15.98	18.98	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	82.36	81.22	104.02	121.46	经营营运资本变动	-21.77	-21.29	-21.90	-28.30
财务费用	25.17	45.68	56.06	62.46	其他	100.33	-38.96	-19.14	-31.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	161.39	156.26	261.64	329.12
投资收益	2.60	38.96	21.14	30.07	资本支出	-206.85	-500.00	-400.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5.04	38.96	21.14	30.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-201.81	-461.04	-378.86	-269.93
营业利润	1.92	129.27	204.16	287.48	短期借款	-110.80	-4.40	114.68	24.73
其他非经营损益	-0.37	2.00	2.14	0.95	长期借款	80.75	170.00	70.00	50.00
利润总额	1.56	131.27	206.30	288.43	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.73	19.69	30.95	43.27	支付股利	-55.54	-0.99	-50.21	-87.68
净利润	2.29	111.58	175.36	245.17	其他	-251.20	114.93	48.72	23.56
少数股东损益	-0.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-336.79	279.54	183.18	10.61
归属母公司股东净利润	2.48	111.58	175.36	245.17	现金流量净额	-375.71	-25.23	65.96	69.80
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	331.03	305.80	371.76	441.56	成长能力				
应收和预付款项	92.28	164.70	200.10	234.97	销售收入增长率	-23.10%	14.43%	21.57%	18.78%
存货	34.45	86.30	94.23	109.58	营业利润增长率	-99.16%	6628.99%	57.93%	40.81%
其他流动资产	22.01	12.23	14.87	17.66	净利润增长率	-98.78%	4773.46%	57.16%	39.81%
长期股权投资	451.75	451.75	451.75	451.75	EBITDA 增长率	-74.79%	184.01%	41.54%	29.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	996.00	1438.49	1768.96	1989.84	毛利率	11.35%	23.03%	29.41%	31.70%
无形资产和开发支出	5.88	5.48	5.08	4.68	三费率	13.36%	13.74%	14.21%	13.78%
其他非流动资产	325.39	324.05	322.71	321.38	净利率	0.26%	10.95%	14.15%	16.66%
资产总计	2258.79	2788.80	3229.47	3571.42	ROE	0.17%	7.48%	10.85%	13.82%
短期借款	119.64	115.24	229.92	254.65	ROA	0.10%	4.00%	5.43%	6.86%
应付和预收款项	90.85	76.96	86.79	97.06	ROIC	3.72%	10.53%	12.48%	14.59%
长期借款	351.60	521.60	591.60	641.60	EBITDA/销售收入	9.26%	22.98%	26.75%	29.27%
其他负债	344.04	583.50	704.52	803.97	营运能力				
负债合计	906.13	1297.31	1612.82	1797.28	总资产周转率	0.37	0.40	0.41	0.43
股本	555.41	555.41	555.41	555.41	固定资产周转率	1.05	0.95	0.91	0.94
资本公积	509.14	509.14	509.14	509.14	应收账款周转率	11.58	12.40	12.19	12.06
留存收益	331.50	442.09	567.24	724.72	存货周转率	29.12	13.00	9.59	9.72
归属母公司股东权益	1347.55	1486.39	1611.54	1769.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.98%	—	—	—
少数股东权益	5.11	5.11	5.11	5.11	资本结构				
股东权益合计	1352.65	1491.50	1616.64	1774.13	资产负债率	40.12%	46.52%	49.94%	50.32%
负债和股东权益合计	2258.79	2788.80	3229.47	3571.42	带息债务/总负债	52.01%	49.09%	50.94%	49.87%
					流动比率	1.04	0.98	0.94	1.06
					速动比率	0.97	0.83	0.81	0.91
					股利支付率	2236.15%	0.89%	28.63%	35.76%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	82.47	234.21	331.49	430.80	每股收益	0.00	0.20	0.32	0.44
PE	1674.87	37.28	23.72	16.97	每股净资产	2.43	2.68	2.90	3.19
PB	3.09	2.80	2.58	2.35	每股经营现金	0.29	0.28	0.47	0.59
PS	4.67	4.08	3.36	2.83	每股股利	0.10	0.00	0.09	0.16
EV/EBITDA	50.97	18.90	13.73	10.54					
股息率	1.34%	0.02%	1.21%	2.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

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

重要声明

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

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	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
	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	lmtyf@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
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzs@swsc.com.cn
