



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

全球油散龙头，静待各板块共振

——招商轮船(601872)公司深度报告

2025 年 2 月 13 日

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号 S1500524110001

邮箱 huangan@cindasc.com

证券研究报告

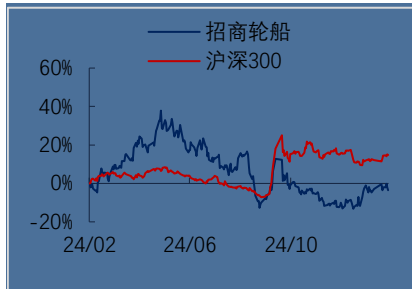
公司研究

公司深度报告

招商轮船 (601872)

投资评级 增持

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	6.88
52 周内股价波动区间 (元)	9.83-6.19
最近一月涨跌幅 (%)	7.50
总股本 (亿股)	81.44
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	560.29

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

招商轮船 (601872.SH) 深度报告: 全球油散龙头, 静待各板块共振

2025 年 2 月 13 日

本期内容提要:

- 招商轮船以油气运输、干散货运输为双核心主业, 业务布局航运全业态, 截至 2024 年上半年末, VLCC、VLOC 船队规模世界第一。其中, 油轮运输周期波动性强, 散货船运输得益于租约锁定, 周期波动有限。考虑到行业供给持续紧张, 需求端存在扩张机会, 我们认为公司当前资产价值被低估。
- 全球领先的 VLCC、VLOC 船东, 业务布局全业态。招商局能源运输股份有限公司 (招商轮船 601872.SH) 以油气运输、干散货运输为双核心主业, 集装箱运输、汽车滚装运输、特种运输等其他船队作为有机补充, 主营业务涵盖油品运输、气体运输、干散货运输、滚装运输和集装箱运输, 截至 2024 年上半年末, 公司 VLCC、VLOC 船队规模世界第一。公司自有船运力结构上, 油轮、散货船分别贡献约 44%、50% 的运力; 公司货运量结构上, 油轮船队、干散杂货船队分别贡献约 40%、45% 的货运量。
- 油轮运输: 业绩高度挂钩 TD3C 航线运价, 周期波动性强。截至 2024 年三季度末, 公司自有油轮 59 艘, 合计运力 1687.65 万载重吨, 其中 VLCC 数量为 52 艘, 运力占比稳定在 95% 以上。公司油轮船队从事国际原油运输业务, 行业运量需求受原油的产量、消费量、价格等因素影响, 运距需求受多边政治、经济博弈等因素影响, 同时供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动, 导致行业运价具备较强的周期性。分航线看, 中东→亚太路线的原油航运量在全球原油外贸量的比重稳定在 30%~35% 区间, 其对应航线 TD3C 为 VLCC 主流航线, 而程租模式在货物运输完成后确认收入, TD3C 单航次时间约 50 天, 我们将 TD3C 运价向后偏移 50 日后, 对比公司油轮运输业务营收、净利润水平, 整体走势一致。
- 散货船运输: 铁矿石进口支撑需求, COA 限制周期波动性。截至 2024 年三季度末, 公司自有散货船 93 艘, 合计运力 1855.95 万载重吨, 其中 VLOC 数量为 34 艘, 运力占比稳定在 70% 附近。公司散货船船队业务可能侧重铁矿石运输, 我国粗钢产量全球领先, 原材料铁矿石进口依赖度约 82%, 且进口高度依赖航运, 支撑铁矿石航运需求。截至 2024 年上半年末, 公司散货船队在 VLOC 船队 100% 长期 COA 锁定的基础上, 好望角型 Capesize 等各船队保持适当短期租锁定, 我们认为租约锁定支撑公司散货船运输业务营收、净利润周期波动性有限。

➤ **其他业务：LNG 运输利润稳定，集运、滚装计划分拆上市。**

■ **LNG 运输：CLNG 船队均已绑定项目，贡献稳定利润。**公司 LNG 运输业务主要包括全资子公司招商气运 CMLNG 以及合营公司 CLNG。其中，截至 2024 年三季度末，CLNG 旗下 22 艘 LNG 船均已绑定项目，持续贡献业绩。财务表现上，公司 LNG 运输季度净利润维持在 1.6 亿元附近，整体业绩稳健。

■ **集装箱运输、滚装运输：计划分拆上市，公司将进一步聚焦双核心主业。**公司集装箱运输、滚装运输业务分别由全资子公司中外运集运、持股 70%的控股子公司招商滚装运营。2024 年 6 月，公司公告安通控股拟发行股份购买中外运集运 100%股权、招商滚装 70%股权，交易完成后，招商轮船预计控股安通控股，实现中外运集运、招商滚装分拆重组上市，公司业务将进一步聚焦于油气运输、干散货运输双核心主业。

➤ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑出售中外运集运 100%股权和招商滚装 70%股权的影响，我们预计公司 2024~2026 年实现营业收入 260.01、276.84、292.09 亿元，同比增长 0.47%、6.47%、5.51%，实现归母净利润 43.02、51.74、59.81 亿元，同比增速分别为-11.07%、20.28%、15.60%，对应 EPS 为 0.53、0.64、0.73 元，2025 年 2 月 13 日收盘价对应 PE 为 13.03 倍、10.83 倍、9.37 倍。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **股价催化剂：**运价超预期；船价超预期。

➤ **风险提示：**OPEC+原油减产超预期；船队规模扩张超预期；环保监管执行力度不及预期；地缘政治风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	29,708	25,881	26,001	27,684	29,209
增长率 YoY %	21.7%	-12.9%	0.5%	6.5%	5.5%
归属母公司净利润(百万元)	5,087	4,837	4,302	5,174	5,980
增长率 YoY%	41.0%	-4.9%	-11.1%	20.3%	15.6%
毛利率%	21.9%	25.9%	23.4%	25.9%	27.7%
净资产收益率ROE%	15.4%	13.1%	11.0%	12.3%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.59	0.53	0.64	0.73
市盈率 P/E(倍)	11.01	11.58	13.03	10.83	9.37
市净率 P/B(倍)	1.70	1.52	1.43	1.33	1.23

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 2 月 13 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
一、全球领先的 VLCC、VLOC 船东，业务布局全业态	7
二、油轮运输：业绩高度挂钩 TD3C 航线运价，周期波动性强	10
2.1 国际原油航运行业：供需变动不匹配导致周期性强烈	10
2.2 公司油轮运输业务：运营世界第一 VLCC 船队，财务表现高度挂钩运价	16
三、散货船运输：铁矿石进口支撑需求，COA 限制周期波动性	18
四、其他业务：LNG 运输利润稳定，集运、滚装计划分拆上市	21
4.1 LNG 运输：CLNG 船队均已绑定项目，贡献稳定利润	21
4.2 集装箱运输、滚装运输：计划分拆上市，公司将进一步聚焦双核心主业	22
五、盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润实现 43.02 亿元	24
5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级	25
六、风险提示	27

表 目 录

表 1：招商轮船运输业务结构	7
表 2：全球主要地区原油产量相关数据	11
表 3：全球主要地区炼厂加工量相关数据	12
表 4：BDTI 原油航运主要航线相关信息	14
表 5：招商轮船油轮船队各船型参数及艘数（截至 2024 年三季度末）	16
表 6：招商轮船散货船船队各船型参数及艘数（截至 2024 年三季度末）	18
表 7：CLNG 业务船舶与项目绑定情况（截至 2024 年三季度末）	22
表 8：招商轮船盈利预测简表	24
表 9：各船型对应各船龄的二手交易价格（截至 2025 年 1 月末）	25

图 目 录

图 1：招商轮船股权结构（截至 2024 年三季度末）	7
图 2：招商轮船自有船运力结构	8
图 3：招商轮船货运量（不含集装箱）结构	8
图 4：招商轮船营收	8
图 5：招商轮船归母净利润	8
图 6：招商轮船营收结构	9
图 7：招商轮船利润总额结构	9
图 8：招商轮船分业务 ROE	9
图 9：油运生意模式	10
图 10：全球原油产量结构-分地区	11
图 11：美国、巴西等地区原油产量增速领先全球	11
图 12：全球炼厂加工量结构-分地区	12
图 13：中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球	12
图 14：全球原油外贸量结构-按地区分路线	13
图 15：中东→亚太路线原油外贸量结构-按进口地分国家	13
图 16：北美洲→欧洲路线原油外贸量结构-按出口地分国家	14
图 17：北美洲→亚太路线原油外贸量结构-按出口地分国家	14

图 18: 招商轮船油轮运力结构	16
图 19: 招商轮船油轮运输成本结构	17
图 20: 招商轮船油轮运输净利润与偏移 50 日后的 BDTI TD3C 航线等效期租租金走势一致	17
图 21: 招商轮船散货船运力结构	18
图 22: 世界粗钢产量结构	19
图 23: 美国地质调查局测算 2024 年全球铁矿石储量结构	19
图 24: 美国地质调查局测算 2024 年全球铁矿石储量品位	19
图 25: 全球铁矿石进口量结构以及中国铁矿石进口依赖度	20
图 26: 中国铁矿石进口量地区结构	20
图 27: 招商轮船散货船运输成本结构	20
图 28: 招商轮船散货船运输营业收入、净利润	20
图 29: 全球 LNG 外贸量	21
图 30: 全球 LNG 海运量	21
图 31: 全球 LNG 海运周转量	21
图 32: 招商轮船 LNG 运输净利润	22
图 33: 招商轮船集装箱运输、滚装运输占营收比重较低	23
图 34: 招商轮船集装箱运输、滚装运输占净利润比重较低	23

投资聚焦

招商轮船以油气运输、干散货运输为双核心主业，业务布局航运全业态，截至 2024 年上半年末，VLCC、VLOC 船队规模世界第一。其中，油轮运输周期波动性强，散货船运输得益于租约锁定，周期波动有限。公司自有船运力结构上，油轮、散货船分别贡献约 44%、50% 的运力；公司货运量结构上，油轮船队、干散杂货船队分别贡献约 40%、45% 的货运量。考虑到行业供给持续紧张，需求端存在扩张机会，我们认为公司当前资产价值被低估。

- **油轮运输：**中东→亚太路线的原油航运量在全球原油外贸量的比重稳定在 30%~35% 区间，其对应航线 TD3C 为 VLCC 主流航线，考虑到程租模式在货物运输完成后确认收入，TD3C 单航次时间约 50 天，我们将 TD3C 运价向后偏移 50 日后，对比公司油轮运输业务营收、净利润水平，整体走势一致。
- **散货船运输：**截至 2024 年上半年末，公司散货船队在 VLOC 船队 100% 长期 COA 锁定的基础上，好望角型 Capesize 等各船队保持适当短期租锁定，我们认为租约锁定支撑公司散货船运输业务营收、净利润周期波动性有限。
- **LNG 运输：**截至 2024 年三季度末，CLNG 旗下 22 艘 LNG 船均已绑定项目，持续贡献业绩。财务表现上，公司 LNG 运输季度净利润维持在 1.6 亿元附近，整体业绩稳健。
- **集装箱运输、滚装运输：**2024 年 6 月，公司公告安通控股拟发行股份购买中外运集运 100% 股权、招商滚装 70% 股权，交易完成后，招商轮船预计控股安通控股，实现中外运集运、招商滚装分拆重组上市，公司业务将进一步聚焦于油气运输、干散货运输双核心主业。

一、全球领先的 VLCC、VLOC 船东，业务布局全业态

招商局能源运输股份有限公司（招商轮船 601872.SH）以油气运输、干散货运输为双核心主业，集装箱运输、汽车滚装运输、特种运输等其他船队作为有机补充，主营业务涵盖油品运输、气体运输、干散货运输、滚装运输和集装箱运输。分业务看：

- **油品运输：**公司 **VLCC** 船队规模世界第一。截至 2024 年三季度末，公司自有油轮 59 艘，合计运力 1687.65 万载重吨，其中 VLCC 共 52 艘，合计运力 1611.07 万载重吨。
- **散货运输：**公司 **VLOC** 船队规模世界第一。截至 2024 年三季度末，公司经营管理散货船 120 艘，合计运力 2128.75 万载重吨。其中 VLOC 自有 34 艘、代管 3 艘，合计运力 1433.87 万载重吨。

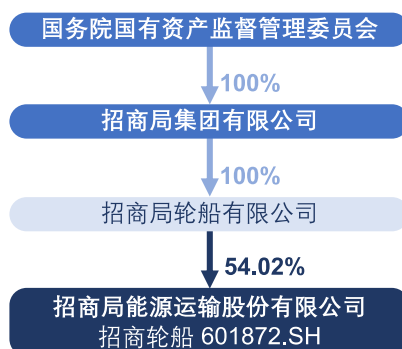
表1：招商轮船运输业务结构

业务名称	经营主体	经营主体与公司的关系	行业地位	船队规模 截至 2024 年三季度末
油品运输	海宏轮船（香港）有限公司（海宏香港 AMCL）	全资子公司	VLCC 船队权益艘数世界第一。	自有油轮 59 艘，其中 VLCC 52 艘、阿芙拉型 Aframax 7 艘。
散货运输	香港明华船务有限公司（香港明华 HKMW）	全资子公司	VLOC 船队规模世界第一，干散货船队世界领先。	散货船 120 艘，其中，自有 93 艘、租入 24 艘、代管 3 艘。VLOC 自有 34 艘、代管 3 艘。
气体运输	招商轮船液化天然气运输有限公司（招商气运 CMLNG）	全资子公司	与国内外主要大型能源公司、知名 LNG 船东公司、主要 LNG 船舶制造企业广泛建立互利合作关系。	已确定投资的运输项目共涉及 28 艘新造 LNG 运输船。
	中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）	合营企业（招商轮船、中远海能各持股 50%）	中国首家从事包括液化天然气海上运输项目研究、LNG 船舶投资、监造和管理的 LNG 海运专业化公司。	自有 LNG 船 22 艘。
滚装运输	广州招商滚装运输有限公司（招商滚装）	控股子公司（招商轮船、广汽商贸分别持股 70%、30%）	在船队规模、物流网络、市场占有率、服务客户数量等方面居行业领先地位。	自有滚装船 22 艘。
集装箱运输	中外运集装箱运输有限公司（中外运集运）	全资子公司	亚太区域一流集运业务服务商。	集装箱船 32 艘，其中自有 19 艘、租入 13 艘。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权结构：控股股东招商局轮船持股 54.02%，最终控制方为招商局集团。

图1：招商轮船股权结构（截至 2024 年三季度末）

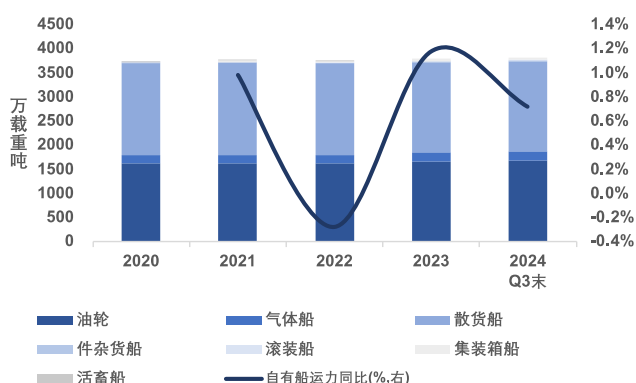


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

经营：油运、散运业务的核心地位突出。

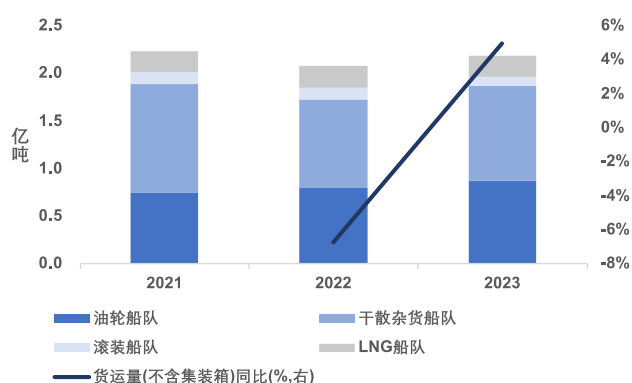
- **从公司自有船队运力结构上看：**2023 年，公司自有船队运力合计 3788.76 万载重吨，同比增长 1.18%，2020~2023 年 CAGR 为 0.63%；截至 2024 年三季度末，公司自有船队合计运力 3811.76 万载重吨，同比增长 0.72%。其中，**油轮持续贡献约 44% 的运力，散货船持续贡献约 49% 的运力。**
- **从公司货运量结构上看：**2023 年，公司不含集装箱的货运量实现 2.18 亿吨，同比增长 4.96%。其中，油轮船队贡献约 40% 的货运量，干散杂货船队贡献约 45% 的货运量。

图2：招商轮船自有船运力结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

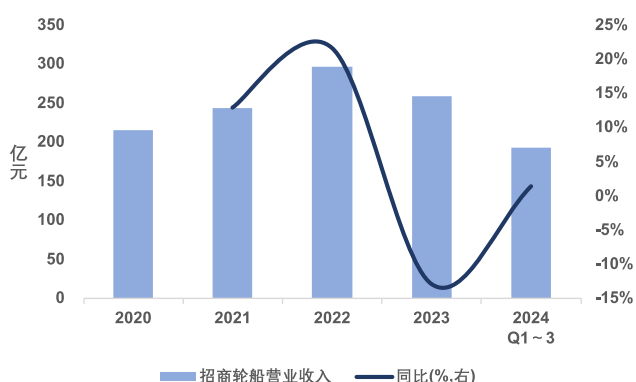
图3：招商轮船货运量（不含集装箱）结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

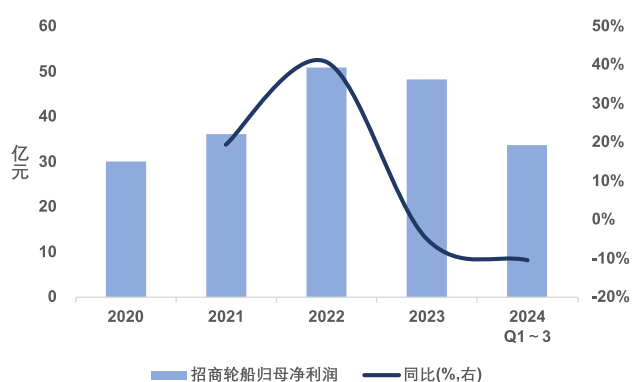
财务：油运、散运业务周期波动性强。公司逐步完善业务结构，2018 年收购深圳滚装并表滚装船运输业务，2021 年收购中外运集运并表集装箱运输业务。2023 年，公司实现营收 258.81 亿元，同比下滑 12.88%，实现归母净利润 48.37 亿元，同比下滑 4.89%；2024 年前三季度，公司实现营收 192.96 亿元，同比增长 1.44%，实现归母净利润 33.69 亿元，同比下滑 10.35%。

图4：招商轮船营收



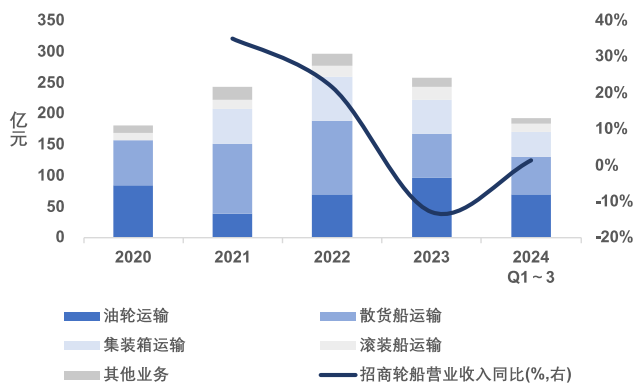
资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整后数据。

图5：招商轮船归母净利润

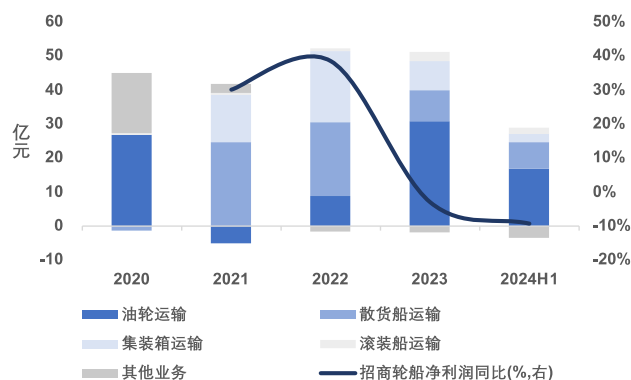


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整后数据。

- **营收结构：**2023 年，公司油轮运输、散货船运输、集装箱运输、滚装船运输分别贡献营收 37.37%、27.47%、21.40%、7.58%的比重。
- **利润总额结构：**2023 年，公司油轮运输、散货船运输、集装箱运输、滚装船运输、LNG 运输分别贡献利润总额 56.93%、16.61%、19.06%、6.72%、12.61%的比重。

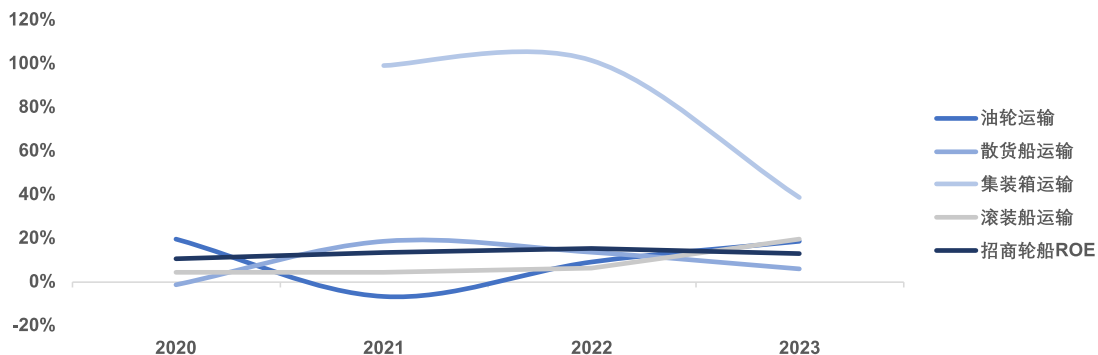
图6：招商轮船营收结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整前数据。

图7：招商轮船利润总额结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整前数据。

- **ROE：**2023 年，公司 ROE 实现 13.11%，其中油轮运输、散货船运输、集装箱运输、滚装船运输分别实现 18.84%、5.98%、38.93%、19.88%。

图8：招商轮船分业务 ROE


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整前数据。

二、油轮运输：业绩高度挂钩 TD3C 航线运价，周期波动性强

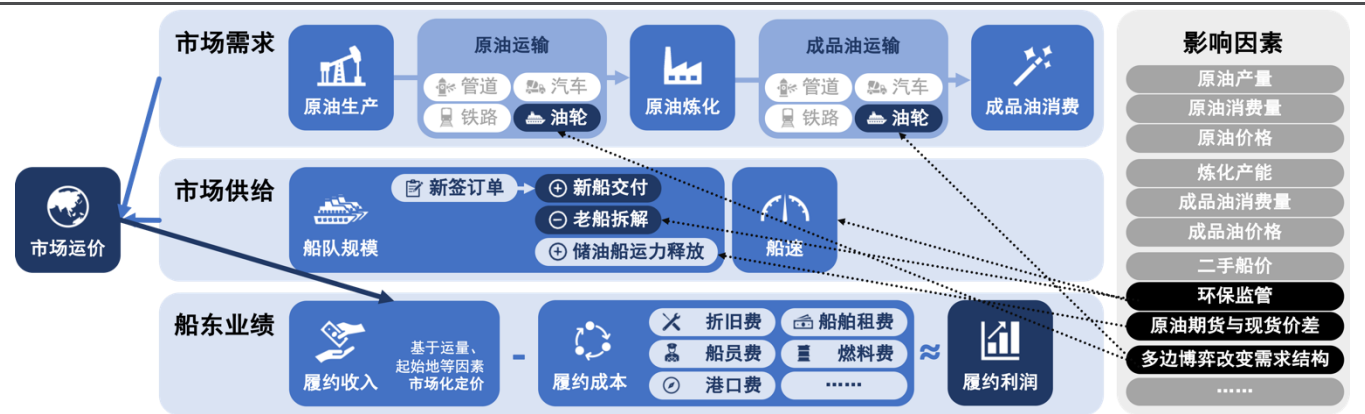
截至 2024 年三季度末，公司自有油轮 59 艘，合计运力 1687.65 万载重吨，其中 **VLCC 数量为 52 艘，运力占比稳定在 95% 以上**。公司油轮船队从事国际原油运输业务，行业运量需求受原油的产量、消费量、价格等因素影响，运距需求受多边政治、经济博弈等因素影响，同时供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动，导致行业运价具备较强的周期性。分航线看，中东→亚太路线的原油航运量在全球原油外贸量的比重稳定在 30%~35% 区间，其对应航线 TD3C 为 VLCC 主流航线，而程租模式在货物运输完成后确认收入，TD3C 单航次时间约 50 天，我们将 TD3C 运价向后偏移 50 日后，对比公司油轮运输业务营收、净利润水平，整体走势一致。

2.1 国际原油航运行业：供需变动不匹配导致周期性强烈

国际原油航运行业商业模式：供需结构受多因素影响，利润周期波动性强。原油的航运需求主要来自**原油产销的区域不均**。原油生产、消费水平决定各国的原油进出口贸易量，叠加地理位置、运输条件等因素，**决定国际原油航运的路线结构**。行业收入基于市场化定价，成本主要包括折旧费、船舶租费、燃料费等，业绩主要由运价决定，而行业运价主要由供需结构决定。

- **需求端：**指标主要包括**运量、运距**。其中，**运量**主要受到**原油的产量、消费量、价格**等因素影响；**运距**主要取决于各地区原油供需结构，受**多边政治、经济博弈**高度影响。美国、巴西等地区的原油产量扩张趋势叠加中国、印度的原油消费量扩张趋势，有望拉长平均运距。
- **供给端：**指标主要包括**船队规模、船速**。其中，**新船交付、储油船运力释放**均可扩大行业船队规模，而**老船拆解**将导致行业船队规模收缩。

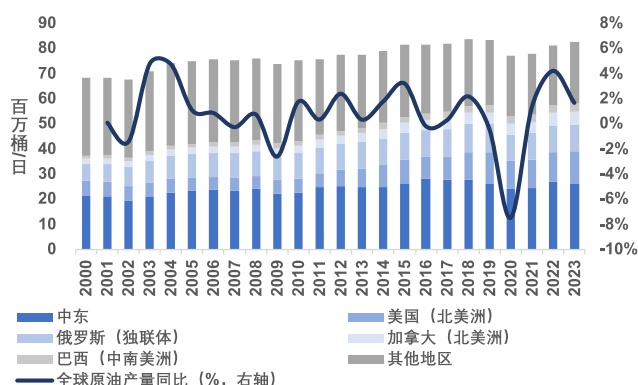
图9：油运生意模式



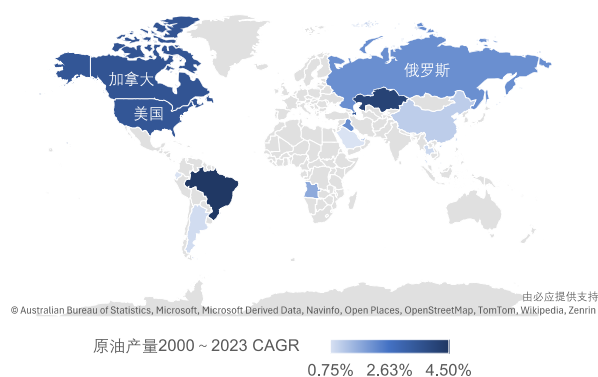
资料来源：信达证券研发中心

原油产量：中东维持主要份额，美国、巴西产量逐步扩张。2023 年，全球原油产量实现 82.76 百万桶/日，同比增长 1.69%，2000~2023 年 CAGR 为 0.83%。

- **中东维持产油地区中的核心地位：**中东地区 2023 年原油产量实现 26.27 百万桶/日，占全球原油产量 31.75%，占比自 2000 年起维持在 30% 附近，**稳居全球各地区首位**。为避免石油供需失衡、维护油价以及相关经济利益，沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋等 OPEC 中东主要产油国倾向于在油价偏低时限产。2000~2023 年，中东地区原油产量 CAGR 为 0.85%，仅高于全球水平 0.02 个百分点。
- **美国产量积极扩张，现稳居全球各国首位：**得益于 2010 年起页岩油革命带动榨油技术发展，美国的油页岩采油成本大幅缩减，原油产量高速扩张。2023 年，美国原油产量实现 12.93 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 8.50% 提升至 2023 年的 15.62%，自 2019 年起稳居各国首位。
- **巴西产量增速突出，2000~2023 年 CAGR 居全球各国首位。**得益于油田的持续开发，巴西的原油产量高速扩张。2023 年，巴西原油产量实现 3.40 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 1.80% 提升至 2023 年的 4.11%，CAGR 以 4.50% 居全球各国首位，**超出全球水平 3.68 个百分点**。

图10：全球原油产量结构-分地区


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

图11：美国、巴西等地区原油产量增速领先全球


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

注：在能源协会EI口径的主要地区中，选取原油产量2000~2023 CAGR 领先全球水平的地区。

表2：全球主要地区原油产量相关数据

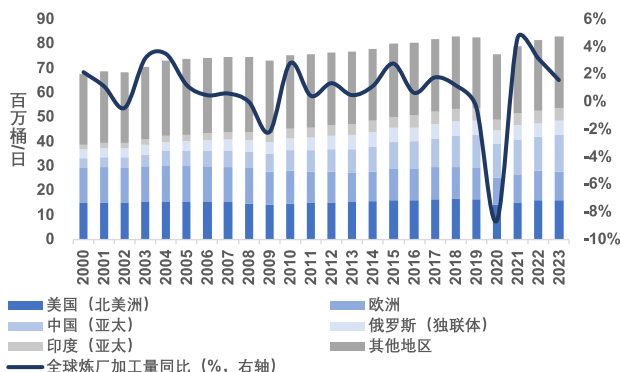
地区/国家	原油产量 百万桶/日				原油产量占全球份额		
	2000	2023	2000~2023 CAGR	对比全球 CAGR	2000	2023	变动幅度
中东	21.64	26.27	0.85%	+0.02 个百分点	31.61%	31.75%	+0.14 个百分点
北美洲	11.03	19.74	2.56%	+1.73 个百分点	16.11%	23.85%	+7.74 个百分点
美国	5.82	12.93	3.53%	+2.70 个百分点	8.50%	15.62%	+7.12 个百分点
独联体	7.84	13.32	2.33%	+1.5 个百分点	11.45%	16.09%	+4.64 个百分点
亚太	7.52	6.74	-0.48%	-1.30 个百分点	10.99%	8.14%	-2.84 个百分点
非洲	7.38	6.72	-0.41%	-1.23 个百分点	10.78%	8.12%	-2.66 个百分点
中南美洲	6.36	7.03	0.43%	-0.4 个百分点	9.30%	8.49%	-0.80 个百分点
巴西	1.24	3.40	4.50%	+3.68 个百分点	1.80%	4.11%	+2.31 个百分点
欧洲	6.69	2.94	-3.51%	-4.34 个百分点	9.78%	3.56%	-6.22 个百分点
全球	68.46	82.76	0.83%				

资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

原油消费量：全球重心逐步从欧美向中国、印度、亚太转移。2023 年，全球炼厂加工量实现 82.99 百万桶/日，同比增长 1.60%，2000~2023 年 CAGR 为 0.88%。

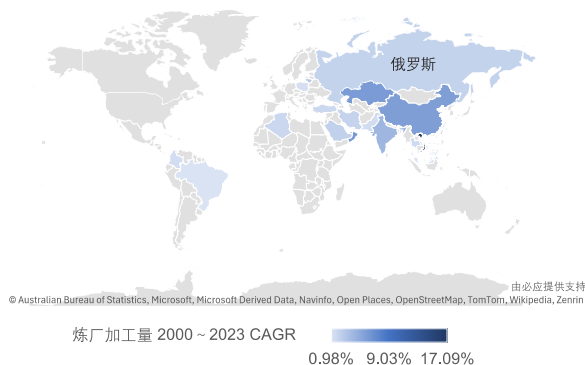
- **原油炼化的重心逐步向亚太、中东转移：**在 2000 年，北美洲、亚太、欧洲为全球原油需求核心地区，三者分别贡献全球炼厂加工量 26.59%、26.26%、21.03% 的比重。随着经济全球化加深，亚太、中东地区国家的经济高增带动原油需求增速领先全球，2000~2023 年，亚太炼厂加工量占全球比重增长 11.04 个百分点至 37.30%，中东炼厂加工量占全球比重增长 2.63 个百分点至 11.27%。
- **中国、印度份额提升显著：**分国家看，2000~2023 年，中国炼厂加工量占全球比重从 5.99% 提至 18.20%，世界排名从第 3 提至第 2，与排名第 1 的美国在占比上的差距从 16.21 个百分点缩至 1.04 个百分点；印度炼厂加工量占全球比重从 3.01% 提至 6.33%，世界排名从第 7 提至第 4。

图12：全球炼厂加工量结构-分地区



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

图13：中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

注：在能源协会EI口径的主要地区中，选取炼厂加工量2000~2023 CAGR 领先全球水平的地区。

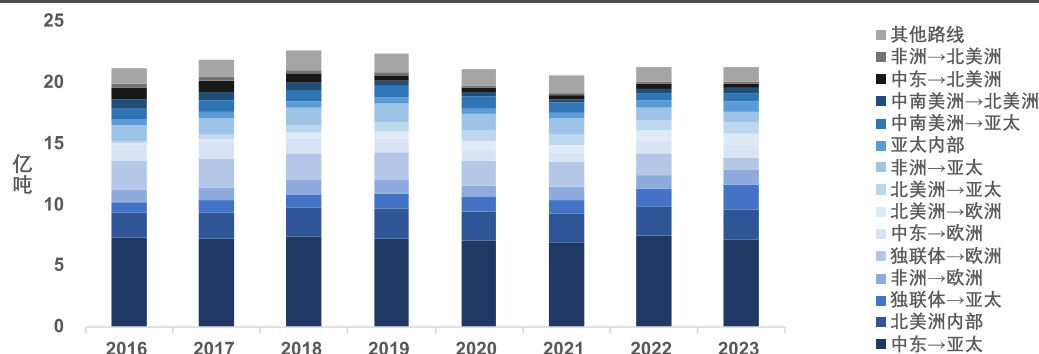
表3：全球主要地区炼厂加工量相关数据

地区/国家	炼厂加工量 百万桶/日				炼厂加工量占全球份额		
	2000	2023	2000~2023 CAGR	对比全球 CAGR	2000	2023	变动幅度
亚太	17.82	30.96	2.43%	+1.55 个百分点	26.26%	37.30%	+11.04 个百分点
中国	4.07	15.10	5.87%	+4.99 个百分点	5.99%	18.20%	+12.20 个百分点
印度	2.04	5.25	4.20%	+3.32 个百分点	3.01%	6.33%	+3.32 个百分点
北美洲	18.04	18.47	0.10%	-0.78 个百分点	26.59%	22.26%	-4.33 个百分点
美国	15.07	15.96	0.25%	-0.63 个百分点	22.21%	19.24%	-2.97 个百分点
欧洲	14.27	11.88	-0.79%	-1.67 个百分点	21.03%	14.31%	-6.72 个百分点
中东	5.86	9.35	2.05%	+1.17 个百分点	8.64%	11.27%	+2.63 个百分点
独联体	4.30	6.76	1.99%	+1.11 个百分点	6.33%	8.14%	+1.81 个百分点
中南美洲	5.38	3.77	-1.54%	-2.42 个百分点	7.93%	4.54%	-3.39 个百分点
非洲	2.18	1.81	-0.82%	-1.70 个百分点	3.21%	2.18%	-1.04 个百分点
全球	67.85	82.99	0.88%				

资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

原油航运路线集中：以中东→中国为核心，美国→亚太有望拉长平均运距。考虑到同地区内或接壤地区之间可以采用管道或铁路、汽车运输油品，我们认为跨地区且地区间非接壤的运输路线对航运存在刚性需求。分地区看，全球原油航运的重点路线主要为：中东→亚太、北美洲→欧洲、北美洲→亚太三条。其中，中东→亚太路线持续贡献原油外贸量 30%~35% 的份额；北美洲→欧洲、北美洲→亚太路线的份额快速增长，占原油外贸量的比重分别从 2016 年的 0.90%、0.82% 提升至 2023 年的 4.47%、4.43%。考虑到美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的 1.7、2.2 倍，运距有望随着美国对亚太的原油出口增加而缓慢拉长。

图14：全球原油外贸量结构-按地区分路线

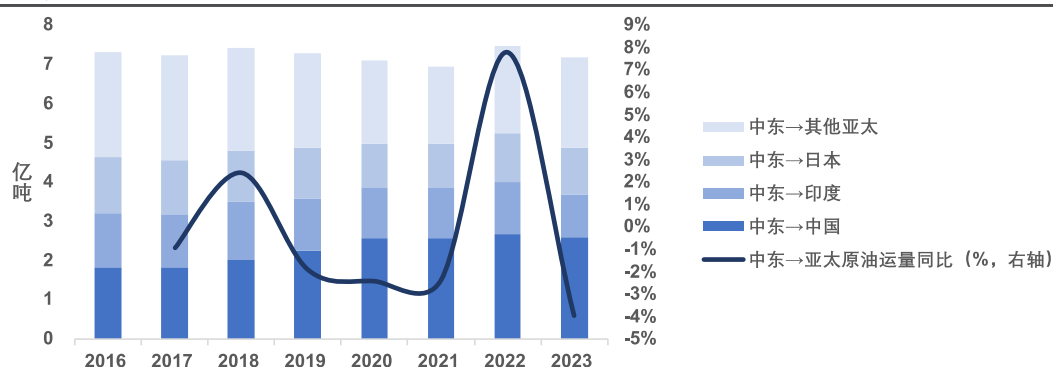


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

注：我们基于英国石油公司BP、能源协会EI的口径及数据，将原油进出口地区划分为北美洲、中南美洲、欧洲、独联体、中东、非洲、亚太7个地区，梳理各地区之间的原油运量，并总结出主要运输路线。

- **中东→亚太路线：中国为核心进口地。**按进口地分国家看，中东→亚太路线中，中东→中国路线 2023 年实现原油外贸量 2.61 亿吨，2016~2023 年 CAGR 为 5.12%，超中东→亚太路线水平 5.39 个百分点，超全球水平 5.06 个百分点，占中东→亚太路线原油外贸量的比重从 2016 年的 25.17% 提升至 2023 年的 36.37%，占全球原油外贸量的比重从 2016 年的 8.69% 提升至 2023 年的 12.28%。

图15：中东→亚太路线原油外贸量结构-按进口地分国家



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

- **北美洲→欧洲、亚太路线：美国为核心出口地。**其中，美国→亚太路线 2023 年实现原油外贸量 0.77 亿吨，2016~2023 年 CAGR 高达 74.05%，超出全球水平 73.99 个百分点，占全球原油外贸量的比重从 2016 年的 0.08% 提升至 2023 年的 3.64%。考虑到运距因素，我们预计美国→亚太路线对全球原油航运需求的带动作用较强。

图16：北美洲→欧洲路线原油外贸量结构-按出口地分国家

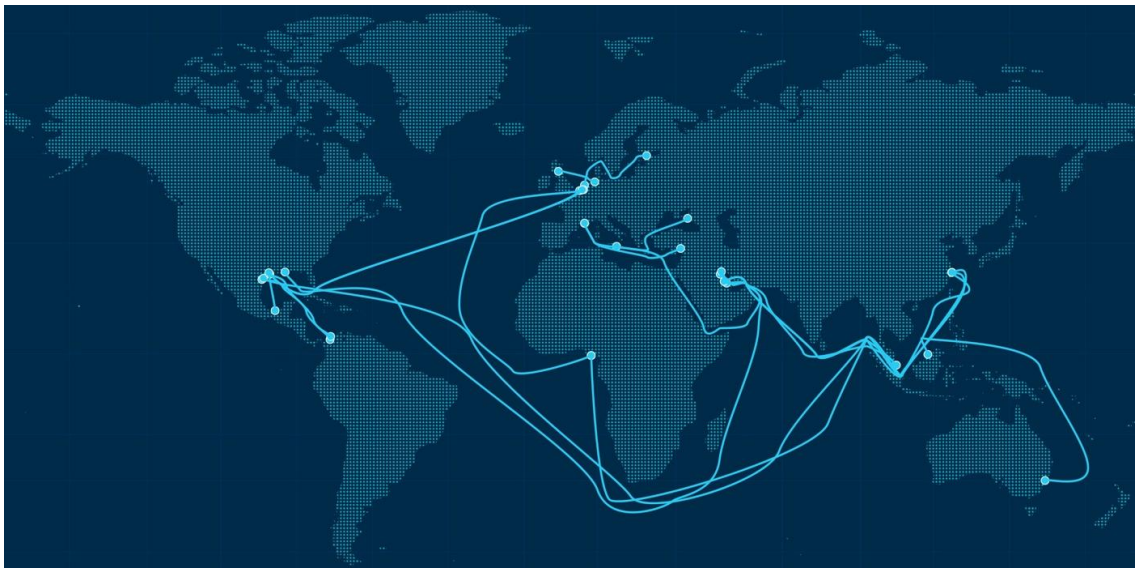

资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

图17：北美洲→亚太路线原油外贸量结构-按出口地分国家


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

- **对应原油航运航线：关注 TD3C、TD25、TD22 航线。**波罗的海原油运输指数BDTI成份中，中东→中国路线主要对应 TD3C 航线，美国→欧洲路线主要对应 TD25 航线，美国→亚太路线主要对应 TD22 航线。

表4：BDTI 原油航运主要航线相关信息

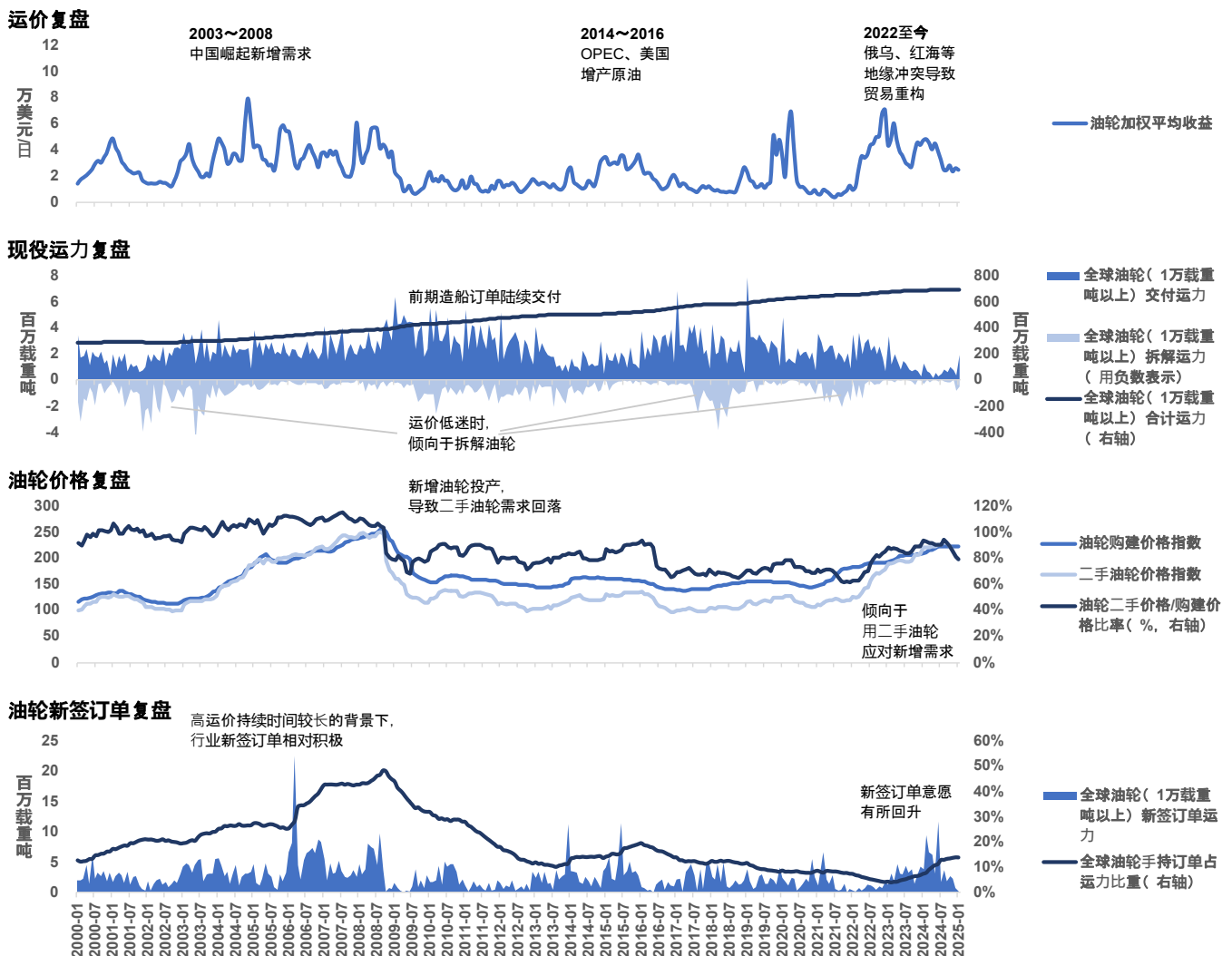
BDTI 主要航线示意图			
重点路线 2023 原油运量及占全球贸易量比重	中东→亚太 7.18 亿吨，占比 33.76%	北美洲→欧洲 0.95 亿吨，占比 4.47%	北美洲→亚太 0.94 亿吨，占比 4.43%
BDTI 代表航线	TD3C	TD25	TD22
代表航线起点	沙特阿拉伯 拉斯坦努拉	美国 休斯顿	美国 休斯顿
代表航线终点	中国 宁波	荷兰 鹿特丹	中国 宁波
主要船型	VLCC	巴拿马型 Panamax	VLCC
载重运距	约 6700 海里	约 5100 海里	约 11100 海里
参考单航次时间	约 50 天	约 40 天	约 74 天
示意图			

资料来源：波罗的海交易所官网，Clarksons，能源协会EI，信达证券研发中心

全球油轮供给：2022 年以来交付运力有限，但行业造船意愿有所回升。考虑到造船从下单到交付的流程长达约 2 年，油运供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动。油轮船队规模的扩张主要取决于净增运力的预期经营价值是否高于其所需资本投入，船东在新船的长期盈利能力较强时倾向于新签订单，在老船的剩余经营价值较低时倾向于拆解老船。复盘 2000 年以来表现：

- **高运价主要由供给端短期难以适应的增量需求推动：**2003~2008 年，中国经济高增带动油品贸易需求；2014~2016 年，OPEC、美国持续增产原油带动全球油品贸易需求；2022 年起，俄乌冲突引起的贸易重构带动全球油品贸易需求。
- **新签订单意愿基于高运价的持续性，现阶段行业造船意愿回升：**在高运价持续的 2003~2008 年，行业新签订单较积极；而在高运价持续时间较短的阶段，船东倾向于使用二手油轮应对需求，推动二手油轮价格上行。俄乌、红海等地缘冲突的影响下，本轮高运价的持续性已带动行业造船意愿回升，油轮行业在手订单占运力比重已从 2022 年 1 月的 7.50% 提升至 2025 年 1 月的 14.00%。
- **运价低迷促进老旧船舶拆解：**老旧船舶的检修成本、经营成本、经营风险均更高，盈利能力较弱。故运价低迷时，行业继续经营老旧船舶的意愿更低。

图18：油轮行业新签订单运力相关数据复盘

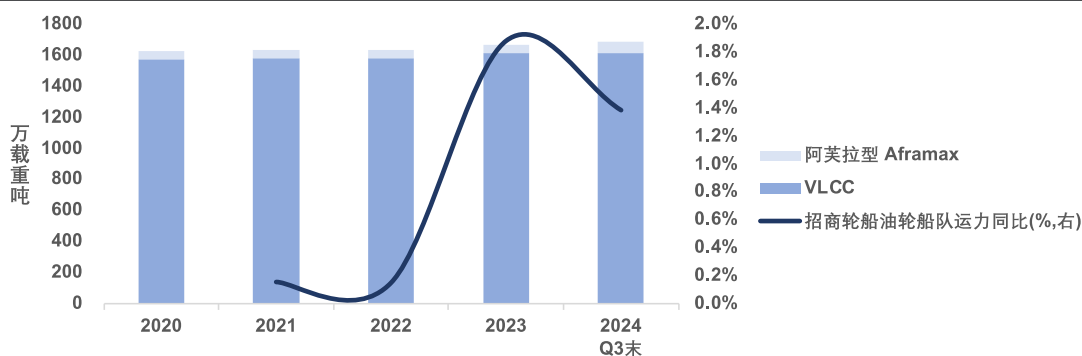


资料来源：Clarksons, Martin Stopford 《Maritime Economics》，纽约客杂志 The New Yorker, Euronav、Scorpio Tankers 公司官网，信达证券研发中心

2.2 公司油轮运输业务：运营世界第一 VLCC 船队，财务表现高度挂钩运价

公司油轮船队：VLCC 船队运力规模世界第一。截至 2024 年三季度末，公司自有油轮 59 艘，合计运力 1687.65 万载重吨，其中 **VLCC 数量为 52 艘，运力占比稳定在 95% 以上。**

图19：招商轮船油轮运力结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

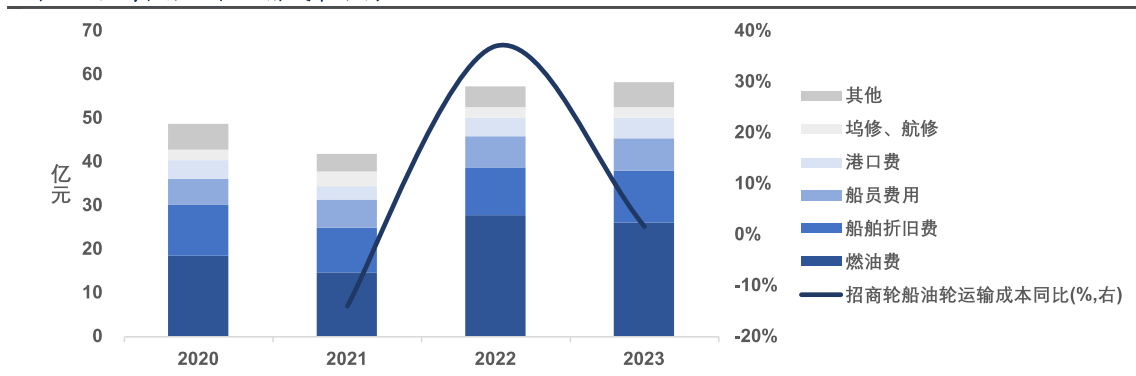
表5：招商轮船油轮船队各船型参数及艘数（截至 2024 年三季度末）

船型	船型运力			公司船队艘数
	重量口径 万载重吨	原油体积口径 百万桶	成品油体积口径 百万桶	
VLCC	20~32	1.47~2.35		自有 52 艘
苏伊士型 Suezmax	12.5~20	0.92~1.47	1.01~1.61	N/A
阿芙拉型 Aframax / Long Range 2 (LR2)	8.5~12.5	0.62~0.92	0.68~1.01	阿芙拉型：自有 7 艘
巴拿马型 Panamax / Long Range 1 (LR1)	5.5~8.5	0.40~0.62	0.44~0.68	N/A
灵便型 Handysize	<5.5	<0.40	<0.44	N/A
通用型 Coastal	<2	约 0.14	约 0.14	N/A

资料来源：公司公告，联合国贸易和发展会议 UNCTAD，英国石油公司 BP，美国交通局，信达证券研发中心

公司油轮运输成本结构：燃油费、船舶折旧费、船员费用合计占比稳定在 75%~80%。2023 年，公司油轮运输成本为 58.35 亿元，同比增长 1.62%，其中燃油费、船舶折旧费、船员费用占比分别为 44.74%、20.50%、12.87%。

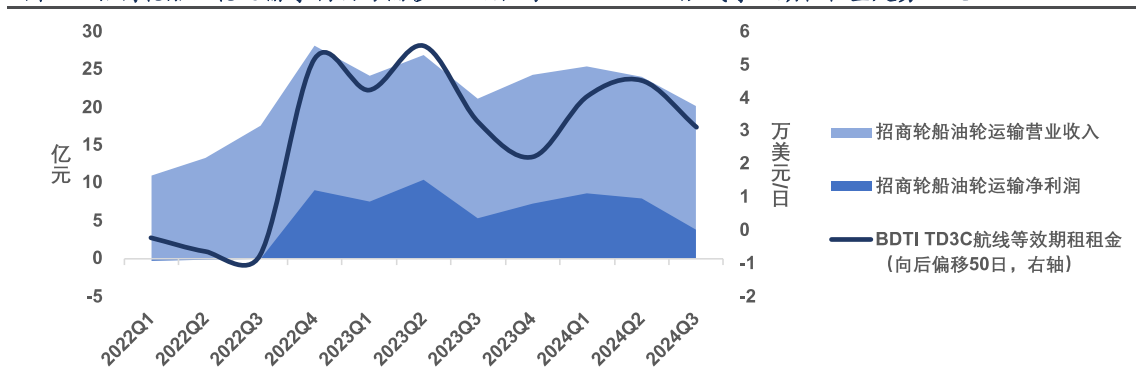
图20：招商轮船油轮运输成本结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司油轮运输营收、净利润高度挂钩 TD3C 航线运价水平。公司油轮船队以 VLCC 为主，截至 2024 年上半年末，公司油轮船队 VLCC 主要投放在现货及短期租市场，阿芙拉型 Aframax 船队期租市场和 Pool/现货各半。考虑到中东→亚太路线的原油航运量在全球原油外贸量的比重稳定在 30%~35% 区间，其对应航线 TD3C 为 VLCC 主流航线，而程租模式在货物运输完成后确认收入，TD3C 单航次时间约 50 天，我们将 TD3C 运价向后偏移 50 日后，对比公司油轮运输业务营收、净利润水平，整体走势一致。

图21：招商轮船油轮运输净利润与偏移 50 日后的 BDTI TD3C 航线等效期租租金走势一致



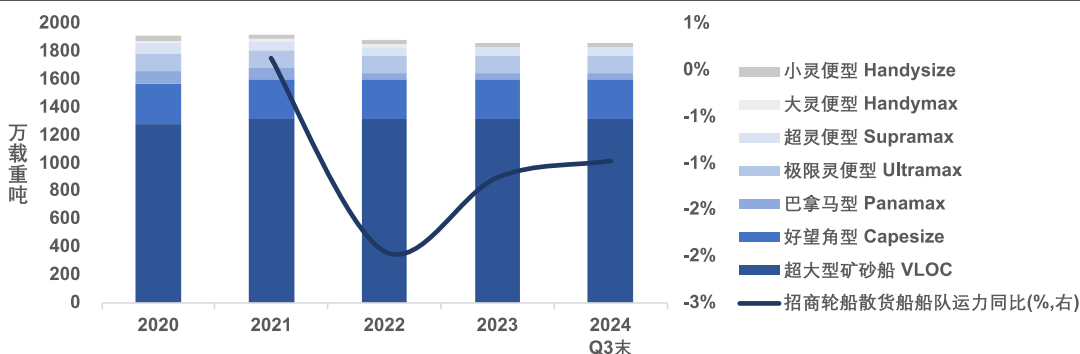
资料来源：公司公告，Clarksons，信达证券研发中心

三、散货船运输：铁矿石进口支撑需求，COA 限制周期波动性

截至 2024 年三季度末，公司自有散货船 93 艘，合计运力 1855.95 万载重吨，其中 VLOC 数量为 34 艘，运力占比稳定在 70%附近。公司散货船船队业务侧重铁矿石运输，我国粗钢产量全球领先，原材料铁矿石进口依赖度约 82%，且进口高度依赖航运，支撑铁矿石航运需求。截至 2024 年上半年末，公司散货船队在 VLOC 船队 100%长期 COA 锁定的基础上，好望角型 Capesize 等各船队保持适当短期租锁定，我们认为租约锁定支撑公司散货船运输业务营收、净利润周期波动性有限。

公司散货船船队：VLOC 船队运力规模世界第一，业务侧重铁矿石运输。截至 2024 年三季度末，公司自有散货船 93 艘，合计运力 1855.95 万载重吨，其中 VLOC 数量为 34 艘，运力占比稳定在 70%附近。同时，公司代管 3 艘 VLOC，合计运营 VLOC 船队 37 艘。考虑到 VLOC 为公司主流船型，我们认为公司散货船船队业务可能侧重铁矿石运输。

图22：招商轮船散货船运力结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表6：招商轮船散货船船队各船型参数及艘数（截至 2024 年三季度末）

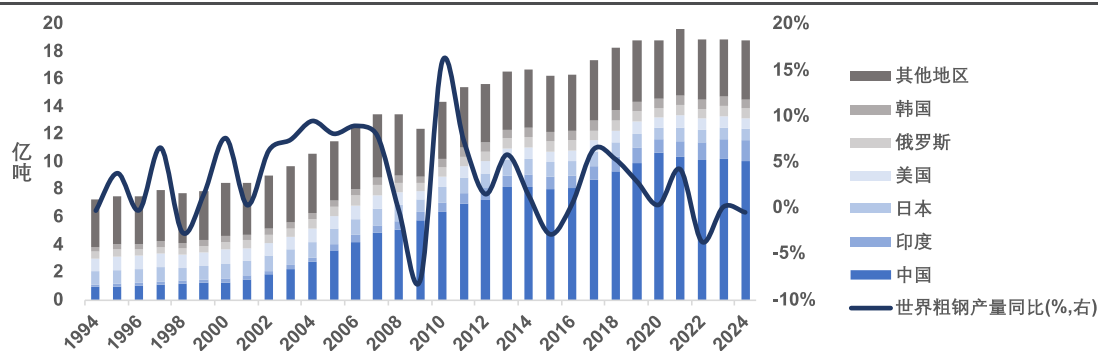
船型	船型运力 万载重吨	公司船队艘数
超大型矿砂船 VLOC	22~40	自有 34 艘
好望角型 Capesize	12~20	自有 16 艘，租入 1 艘
卡姆萨型 Kamsarmax / 巴拿马型 Panamax	6.5~8.25	卡姆萨型：租入 5 艘 巴拿马型：自有 6 艘，租入 1 艘
极限灵便型 Ultramax / 超灵便型 Supramax	5~6.6	极限灵便型：自有 20 艘，租入 5 艘 超灵便型：自有 10 艘，租入 4 艘
大灵便型 Handymax	3.6~4.9	N/A
小灵便型 Handysize	2~3.5	自有 7 艘，租入 8 艘

资料来源：公司公告，波罗的海交易所，信达证券研发中心

铁矿石航运需求庞大：我国粗钢产量全球领先，原材料铁矿石进口依赖度约 82%，且进口高度依赖航运。

- **中国粗钢产量占全球比重稳定在 50%以上。**2024 年，全球粗钢产量实现 18.81 亿吨，其中，中国粗钢产量实现 10.05 亿吨，2004~2024 年 CAGR 达 6.74%，超出全球水平 3.84 个百分点。**中国粗钢产量 1996 年起稳居世界首位，占全球比重从 1993 年的 12.31%提升至 2024 年的 53.42%。**

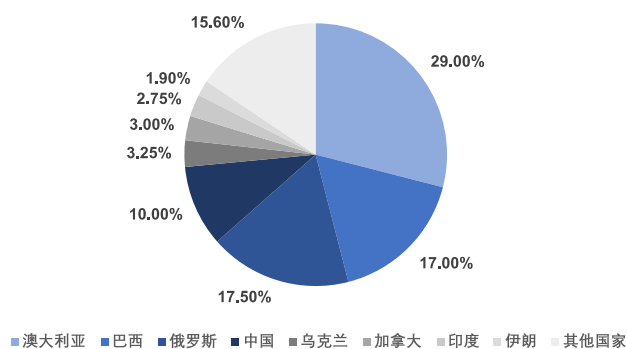
图23：世界粗钢产量结构



资料来源：iFinD，世界钢铁协会，信达证券研发中心

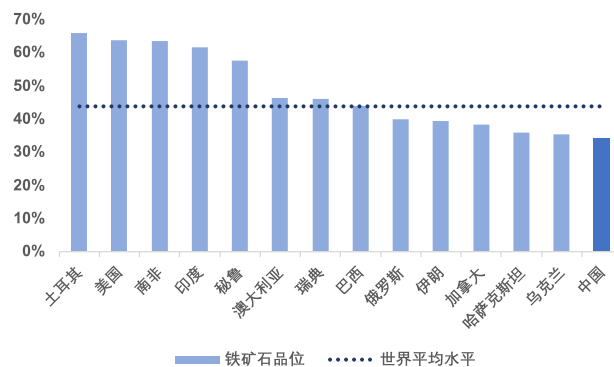
- **我国铁矿石资源偏弱：粗钢以铁矿石为主要原材料。**据美国地质调查局测算，2024 年我国铁矿石储量占全球约 10%，但铁矿石品位仅 34.50%，低于世界平均水平 9.5 个百分点。

图24：美国地质调查局测算 2024 年全球铁矿石储量结构



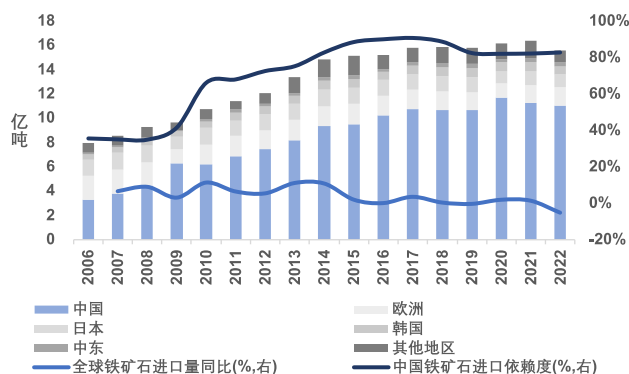
资料来源：美国地质调查局，信达证券研发中心

图25：美国地质调查局测算 2024 年全球铁矿石储量品位

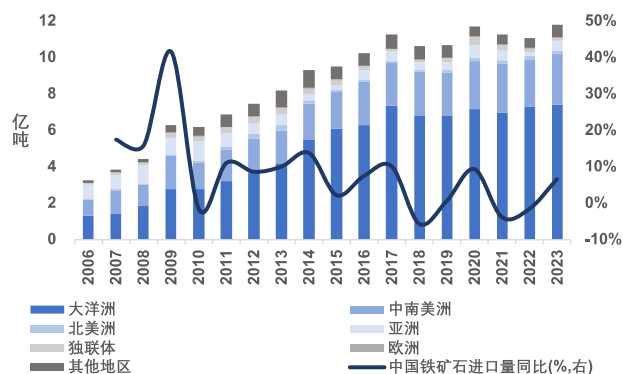


资料来源：美国地质调查局，信达证券研发中心

- **我国铁矿石进口量庞大：2022 年，中国铁矿石进口量实现 11.08 亿吨，得益于钢铁工业的发展，2007~2022 年 CAGR 为 7.34%，超出全球铁矿石贸易量水平 3.23 个百分点，占全球铁矿石贸易量比重从 2006 年的 40.76%提升至 2022 年的 70.98%。**由于资源偏弱，中国铁矿石进口依赖度在 2014 年起维持在 82%以上。
- **我国铁矿石进口高度依赖航运：**分地区看，我国进口铁矿石主要来自大洋洲、中南美洲，二者合计占比从 2006 年的 67.51%提升至 2023 年的 86.54%，**运距及运输效率**等因素决定我国铁矿石进口高度依赖航运。

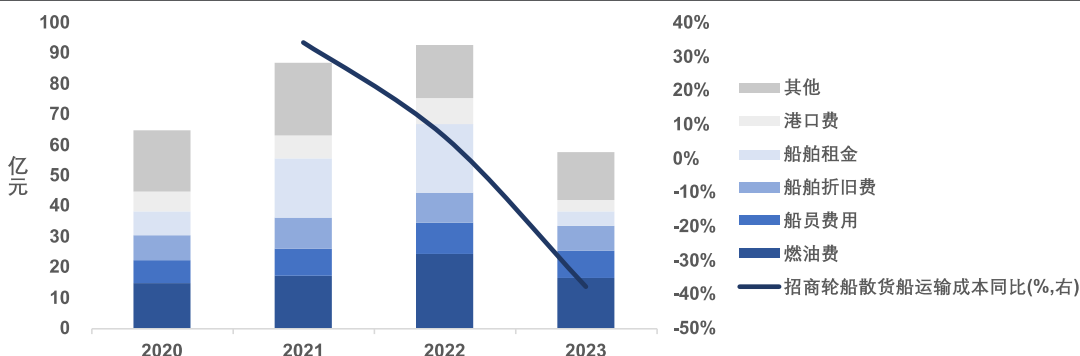
图26：全球铁矿石进口量结构以及中国铁矿石进口依赖度


资料来源：世界钢铁协会，信达证券研发中心

图27：中国铁矿石进口量地区结构


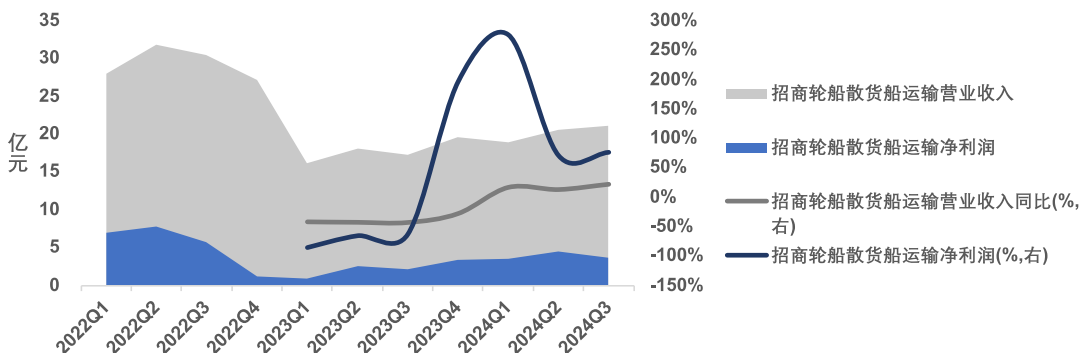
资料来源：世界钢铁协会，信达证券研发中心

公司散货船运输成本结构：燃油费、船舶折旧费、船员费用合计占比在 40%~60% 区间内。2023 年，公司油轮运输成本为 57.94 亿元，同比下滑 37.65%，其中燃油费、船舶折旧费、船员费用占比分别为 28.78%、15.03%、14.52%。

图28：招商轮船散货船运输成本结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司散货船运输营收、净利润周期波动性有限。公司散货船队以 VLOC 为主，截至 2024 年上半年末，公司散货船队在 VLOC 船队 100%长期 COA 锁定的基础上，好望角型 Capesize 等各船队保持适当短期租锁定，我们认为租约锁定支撑公司散货船运输业务营收、净利润周期波动性有限。

图29：招商轮船散货船运输营业收入、净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、其他业务：LNG 运输利润稳定，集运、滚装计划分拆上市

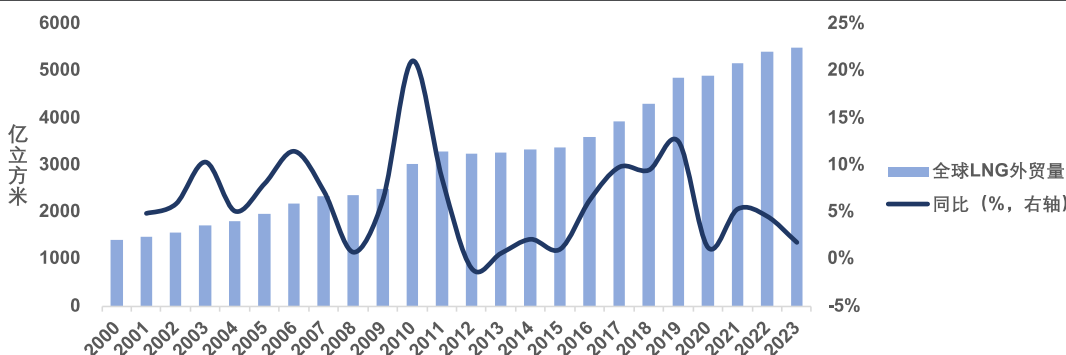
公司 LNG 运输业务主要包括全资子公司招商气运 CMLNG 以及合营公司 CLNG。其中，截至 2024 年三季度末，CLNG 旗下 22 艘 LNG 船均已绑定项目，持续贡献业绩。财务表现上，公司 LNG 运输季度净利润维持在 1.6 亿元附近，整体业绩稳健。

公司集装箱运输、滚装运输业务分别由全资子公司中外运集运、持股 70% 的控股子公司招商滚装运营。2024 年 6 月，公司公告安通控股拟发行股份购买中外运集运 100% 股权、招商滚装 70% 股权，交易完成后，招商轮船预计控股安通控股，实现中外运集运、招商滚装分拆重组上市，公司业务将进一步聚焦于油气运输、干散货运输双核心主业。

4.1 LNG 运输：CLNG 船队均已绑定项目，贡献稳定利润

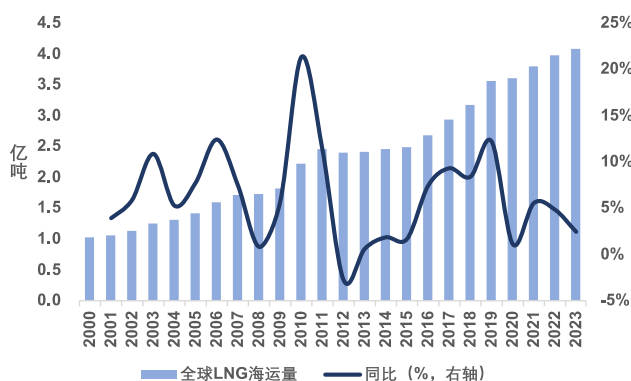
外贸 LNG 市场需求稳增。全球 LNG 外贸量在 2023 年实现 5487.07 亿立方米，同比增长 1.75%，2000~2023 年 CAGR 为 6.10%。LNG 外贸量稳增的背景下，2023 年，全球 LNG 海运量实现 4.08 亿吨，同比增长 2.43%，2000~2023 年 CAGR 为 6.19%；全球 LNG 海运周转量实现 17506.09 亿吨海里，同比增长 3.71%，2000~2023 年 CAGR 为 7.65%。

图30：全球 LNG 外贸量



资料来源：能源协会 EI，信达证券研发中心

图31：全球 LNG 海运量



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图32：全球 LNG 海运用转量



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

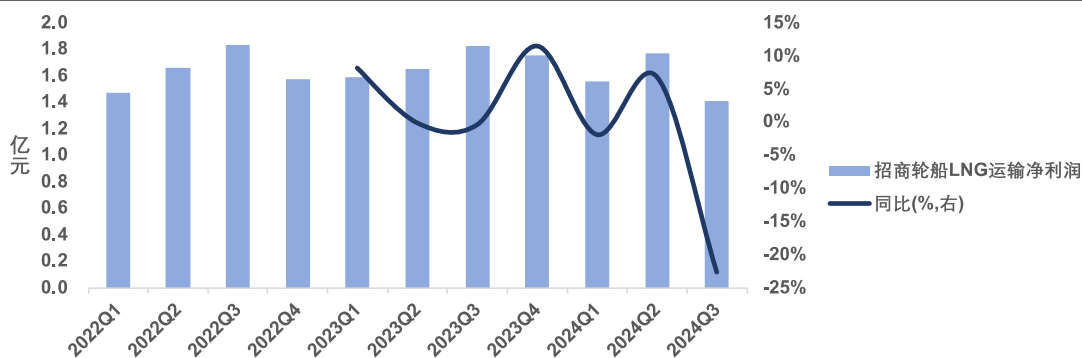
公司 LNG 运输业务主要包括全资子公司招商气运 CMLNG 以及合营公司 CLNG。其中，截至 2024 年 6 月底，CMLNG 已确定投资的运输项目共涉及 28 艘新造 LNG 运输船；CLNG 由招商轮船、中远海能各持股 50%，截至 2024 年三季度末，CLNG 旗下 22 艘 LNG 船均已绑定项目，持续贡献业绩。财务表现上，公司 LNG 运输季度净利润维持在 1.6 亿元附近，整体业绩稳健。

表7: CLNG 业务船舶与项目绑定情况 (截至 2024 年三季度末)

项目名称	已运营船舶		订单船舶			股比情况	
	数量 艘	运力 万立方米	数量 艘	运力 万立方米	交船时间	持股方	持股比例
中国进口 LNG 项目	6	88				CLNG	54%~65%
PU 项目	4	70					20%
DSC 项目	5	86					25.50%
TC 项目	6	103					50%
深圳燃气项目	1	8					49%
卡塔尔能源公司 LNG 运输项目			14	263	2025~2028		25~100%
合计	22	355	14	263			

资料来源：中远海能官网，信达证券研发中心

图33: 招商轮船 LNG 运输净利润



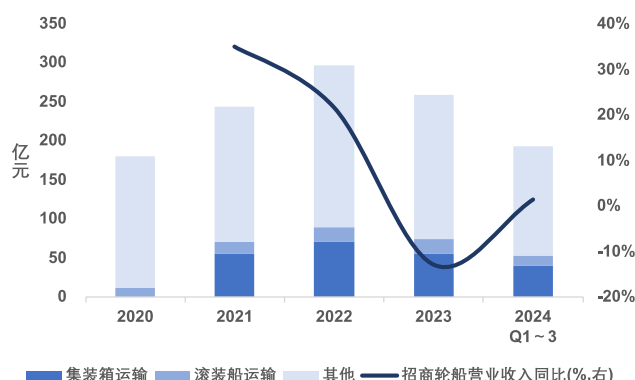
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 集装箱运输、滚装运输：计划分拆上市，公司将进一步聚焦双核心主业

公司集装箱运输、滚装运输业务分别由全资子公司中外运集运、控股子公司招商滚装运营，其中招商滚装由招商轮船、广汽商贸分别持股 70%、30%。2024 年 6 月，招商轮船发布《关于分拆所属子公司公司中外运集装箱运输有限公司、广州招商滚装运输有限公司重组上市的预案》，安通控股拟向招商轮船发行股份购买其持有的中外运集运 100% 股权和招商滚装 70% 股权。交易完成后，招商轮船预计成为安通控股的控股股东，中外运集运、招商滚装实现分拆重组上市。

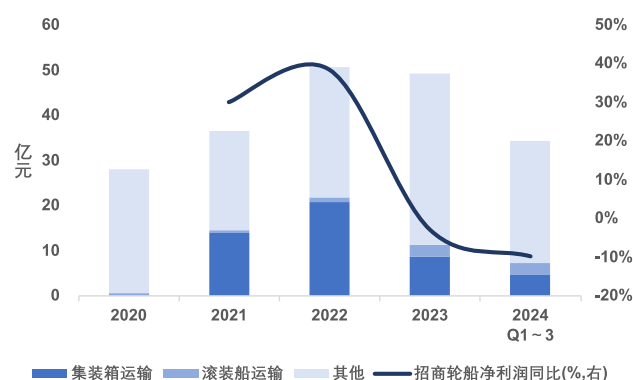
- **招商轮船将进一步聚焦于双核心主业：**招商轮船以油气运输、干散货运输为双核心主业，中外运集运与招商滚装所从事的集装箱运输业务、汽车滚装业务，与招商轮船油散气核心主业在商业模式、行业周期、客户资源方面存在差异。本次分拆后，招商轮船与分拆子公司的主业结构更加清晰，招商轮船可以进一步针对油气运输、干散货运输的特点加强战略管理、集中资源。
- **中外运集运、招商滚装与安通控股业务协同度高：**安通控股以集装箱航运物流为核心，通过整合水路、公路、铁路等运输资源，提供集装箱全程物流解决方案。收购中外运集运将显著提升安通控股的集装箱航运业务规模，同时招商滚装与安通控股的汽配与散车集运业务具有协同效应。
- **本次分拆对招商轮船原有集装箱运输、滚装运输利润影响有限：**本次分拆完成后，中外运集运、招商滚装将成为安通控股的子公司，招商轮船预计仍将间接控股两家标的公司，中外运集运、招商滚装的财务状况和盈利仍将反映在招商轮船的合并报表中，招商轮船原享有中外运集运、招商滚装业务利润预计会被阶段性摊薄。从营收结构上看，2023 年集装箱运输、滚装运输合计占公司营收 27.46%；从净利润结构上看，2023 年集装箱运输、滚装运输合计占公司净利润 16.08%。

图34：招商轮船集装箱运输、滚装运输占营收比重较低



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整前数据。

图35：招商轮船集装箱运输、滚装运输占净利润比重较低



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2020 年采用调整前数据。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润为 43.02 亿元

暂不考虑出售中外运集运 100%股权和招商滚装 70%股权的影响，我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

- 油轮运输：**受制于国内原油需求不足，2024 年前三季度公司油轮运输营收同比下滑 3.59%，我们认为 2025 年起国内原油需求有望回暖，预计 2024~2026 年公司油轮运输营收同比增速分别为-4%、8%、6%。
- 散货船运输：**得益于灵活调配运力，2024 年前三季度公司散货船运输营收同比增长 17.86%，我们认为 2025 年起国内铁矿石需求有望维持稳健，预计 2024~2026 年公司散货船运输营收同比增速分别为 15%、9%、8%。
- 滚装运输：**2024 年前三季度公司滚装运输营收同比下滑 3.71%，我们认为 2025 年起市场需求有望维持稳健，预计 2024~2026 年公司集装箱运输营收同比增速分别为-4%、2%、2%。
- 集装箱运输：**2024 年前三季度公司集装箱运输营收同比增长 0.17%，我们认为 2025 年起市场需求有望维持稳健，预计 2024~2026 年公司集装箱运输营收同比增速分别为 0%、2%、2%。
- LNG 运输：**2024 年前三季度公司 LNG 运输净利润同比下滑 6.51%，考虑到公司 LNG 运输业务净利润以投资收益为主，且船队已绑定项目，我们认为 2025 年起业绩有望维持稳健，预计 2024~2026 年公司 LNG 运输投资收益分别实现 6.5、7、7.5 亿元。

表8：招商轮船盈利预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
基础假设数据					
油轮运输营业收入 亿元	70.29	96.72	92.85	100.28	106.30
同比	82.80%	37.59%	-4.00%	8.00%	6.00%
油轮运输毛利率	18.31%	39.67%	34.64%	37.67%	39.43%
散货船运输营业收入 亿元	117.58	71.08	81.75	89.10	96.23
同比	3.40%	-39.55%	15.00%	9.00%	8.00%
散货船运输毛利率	20.97%	18.49%	17.07%	20.11%	22.33%
滚装运输营业收入 亿元	18.55	19.61	18.82	19.20	19.58
同比	20.55%	5.66%	-4.00%	2.00%	2.00%
滚装运输毛利率	10.98%	27.35%	25.08%	25.81%	26.54%
集装箱运输营业收入 亿元	71.16	55.39	55.39	56.49	57.62
同比	29.06%	-22.16%	0.00%	2.00%	2.00%
集装箱运输毛利率	35.68%	17.64%	17.64%	18.45%	19.25%
LNG 运输投资收益 亿元	6.54	6.83	6.50	7.00	7.50
同比	7.26%	4.45%	-4.82%	7.69%	7.14%

公司整体财务数据

营业收入 亿元	297.08	258.81	260.01	276.84	292.09
同比	21.69%	-12.88%	0.47%	6.47%	5.51%
归母净利润 亿元	50.86	48.37	43.02	51.74	59.81
同比	40.92%	-4.89%	-11.07%	20.28%	15.60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级

公司业务主要分为油轮运输、散货船运输、LNG 运输、滚装运输、集装箱运输五大板块，考虑到各板块周期性表现不一，我们采用分部估值：

1. 油轮运输板块：采用重置成本法估值，我们测算板块价值为 377.48 亿元。

我们假设交易价格与船龄线性相关，基于 2025 年 1 月末 Clarksons 各船型在 5、10、15、20 年船龄的二手交易价格及拆解价格，以及公司 2025 年 1 月末的自有油轮船队，测算公司油轮船队的二手交易市场价值为 48.31 亿美元，约 353.09 亿元人民币，基于公司 2024 年上半年财务数据，我们测算公司油轮板块价值为 377.48 亿元。

表9：各船型对应各船龄的二手交易价格（截至 2025 年 1 月末）

船型	二手交易价格 百万美元					
	船龄					
	0	5	10	15	20	拆解
VLCC	148.0	114.0	85.0	54.0	23.0	19.5
阿芙拉型 Aframax	79.0	64.0	51.5	36.0	20.5	8.1

资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

2. 散货船运输板块：采用 PB 法估值，我们测算板块价值为 326.08 亿元。

截至 2024 年上半年末，公司散货船队在 VLOC 船队 100%长期 COA 锁定的基础上，好望角型 Capesize 等各船队保持适当短期租锁定，我们认为租约锁定支撑公司散货船运输业务业绩周期波动性有限，采用 PB 法估值。公司散杂货运输由全资子公司香港明华运营，截至 2024 年上半年末，公司散货船运输板块归母净资产为 159.03 亿元。假设板块 PB 与国内干散货航运上市公司海通发展 PB 相同，基于 2025 年 2 月 13 日收盘价，海通发展 PB（LY）为 2.05 倍，我们测算公司散货船运输板块价值为 326.08 亿元。

3. LNG 运输板块：采用 PE 法估值，我们测算板块价值为 125.39 亿元。

考虑到公司 LNG 运输利润主要来自与中远海能分别持股 50%的 CLNG，船舶均已绑定项目，周期性较弱，我们采用 PE 法估值。基于我们的盈利预测，公司 LNG 运输板块 2024~2026 年归母净利润约分别为 6.5、7、7.5 亿元。假设板块对应 PE 与中远海能

PE 相同，基于 2025 年 2 月 13 日收盘价，中远海能 PE (TTM) 为 19.29 倍，我们测算公司 LNG 运输板块市值为 125.39 亿元。

4. 集装箱运输板块：采用 PB 法估值，我们测算板块价值为 40.95 亿元。

公司集装箱运输板块由全资子公司中外运集运运营，主营亚洲区域内精品航线，并计划向安通控股出售，截至 2024 年上半年末，公司集装箱运输板块归母净资产为 24.85 亿元。假设公司集装箱运输板块 PB 与同样主营亚洲区域集装箱航运业务的锦江航运、宁波远洋市值加权平均 PB 相同，基于 2025 年 2 月 13 日收盘价，锦江航运、宁波远洋市值加权平均 PB 为 1.65 倍，我们测算公司集装箱运输板块价值为 40.95 亿元。

5. 滚装运输板块：采用 PB 法估值，我们测算板块价值为 10.58 亿元。

公司滚装运输板块由持股 70% 的控股子公司招商滚装运营，并计划向安通控股出售，截至 2024 年上半年末，公司滚装板块归母净资产为 10.58 亿元。因暂无合适的可比上市公司，我们假设滚装运输板块 PB 为 1 倍，对应价值为 10.58 亿元。

公司当前市值对比分部估值测算结果：基于我们对油轮运输板块、散货船运输板块、LNG 运输板块、滚装运输板块和集装箱运输板块的分部估值，我们测算公司市值为 880.47 亿元。基于 2025 年 2 月 13 日收盘价，公司市值为 560.29 亿元。

我们对招商轮船的投资评级：公司业务板块众多，针对各板块进行分部估值时产生的易产生偏差，分部估值结果可能与实际市值之间存在一定折价。考虑到公司龙头地位及业绩弹性，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险提示

- **OPEC+原油减产超预期:** OPEC+原油产量对全球原油航运需求具备决定性的影响力, 若 OPEC+原油减产超预期, 全球原油航运需求或不及预期。
- **船队规模扩张超预期:** 油运运价弹性的释放基于船队规模扩张缓慢, 若船队扩张超预期, 全球油运运价的弹性或不及预期。
- **环保监管执行力度不及预期:** 环保监管对油运供给能力形成一定限制, 若监管执行力度不及预期, 供给受限不足或导致全球油运运价的弹性不及预期。
- **地缘政治风险:** 国际油轮航运业务涉及多国贸易关系, 地缘政治风险或引起业绩波动。

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,916	11,082	13,821	17,297	21,510	营业总收入	29,708	25,881	26,001	27,684	29,209
货币资金	11,229	4,953	6,465	9,550	13,400	营业成本	23,195	19,177	19,912	20,504	21,119
应收票据	11	0	1	1	1	营业税金及附加	35	17	28	30	31
应收账款	1,181	1,157	1,685	1,794	1,893	销售费用	90	94	95	101	106
预付账款	229	322	527	543	559	管理费用	888	963	968	1,030	1,087
存货	1,424	1,313	1,737	1,788	1,842	研发费用	1	4	4	4	4
其他	3,842	3,337	3,407	3,621	3,815	财务费用	416	1,049	615	680	642
非流动资产	47,558	51,312	57,170	57,667	57,893	减值损失合计	-26	-53	0	0	0
长期股权投资	4,458	5,219	5,219	5,219	5,219	投资净收益	646	655	624	672	720
固定资产（合计）	40,371	40,447	40,732	40,773	40,565	其他	286	93	74	79	83
无形资产	475	1,130	1,130	1,130	1,130	营业利润	5,988	5,272	5,078	6,086	7,022
其他	2,253	4,516	10,089	10,545	10,979	营业外收支	-54	142	-39	-25	-15
资产总计	65,474	62,395	70,991	74,964	79,403	利润总额	5,934	5,415	5,040	6,062	7,007
流动负债	8,968	12,527	19,221	20,516	21,812	所得税	865	493	663	797	921
短期借款	2,024	4,990	9,490	10,535	11,580	净利润	5,068	4,922	4,377	5,265	6,086
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	-19	85	75	91	105
应付账款	2,354	2,789	3,531	3,636	3,745	归属母公司净利润	5,087	4,837	4,302	5,174	5,981
其他	4,591	4,749	6,200	6,345	6,487	EBITDA	8,349	8,501	8,178	9,534	10,713
非流动负债	23,002	12,528	12,125	11,645	11,094	EPS（当年）（元）	0.61	0.60	0.53	0.64	0.73
长期借款	22,230	12,140	11,721	11,249	10,699	现金流量表					
其他	772	388	404	395	396	单位：百万元					
负债合计	31,970	25,056	31,346	32,161	32,906	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	453	448	523	614	719	经营活动现金流	6,995	8,917	8,336	8,025	9,108
归属母公司股东权益	33,051	36,891	39,122	42,190	45,778	净利润	5,068	4,922	4,377	5,265	6,086
负债和股东权益	65,474	62,395	70,991	74,964	79,403	折旧摊销	2,838	2,833	2,524	2,793	3,064
重要财务指标						财务费用	797	1,269	714	809	833
单位：百万元						投资损失	-594	-646	-655	-624	-672
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营运资金变动	-851	594	1,290	-141	-113
营业总收入	29,708	25,881	26,001	27,684	29,209	其它	-212	-44	55	-29	-42
同比（%）	21.7%	-12.9%	0.5%	6.5%	5.5%	投资活动现金流	-1,821	-4,716	-7,743	-2,588	-2,528
归属母公司净利润	5,087	4,837	4,302	5,174	5,980	资本支出	-1,689	-4,294	-8,370	-3,260	-3,248
同比（%）	41.0%	-4.9%	-11.1%	20.3%	15.6%	长期投资	-472	-759	0	0	0
毛利率（%）	21.9%	25.9%	23.4%	25.9%	27.7%	其他	340	336	627	672	720
ROE%	15.4%	13.1%	11.0%	12.3%	13.1%	筹资活动现金流	-5,257	-10,376	914	-2,351	-2,730
EPS（摊薄）（元）	0.62	0.59	0.53	0.64	0.73	吸收投资	54	47	0	0	0
P/E	11.01	11.58	13.03	10.83	9.37	借款	2,641	-7,124	4,081	573	495
P/B	1.70	1.52	1.43	1.33	1.23	支付利息或股息	-1,694	-2,832	-2,434	-2,879	-3,225
EV/EBITDA	7.39	7.43	9.00	7.46	6.33	现金流净增加额	522	-6,138	1,512	3,085	3,850



研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。