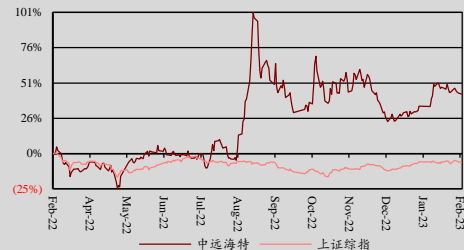


600428.SH
买入

原评级:未有评级

市场价格:人民币 6.88

板块评级:强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.3	6.5	(6.6)	46.1
相对上证综指	6.8	6.7	(11.7)	51.7

发行股数 (百万)	2,146.65
流通股 (百万)	2,146.65
总市值 (人民币 百万)	14,768.96
3个月日均交易额 (人民币 百万)	294.78
主要股东	
中国远洋运输有限公司	50.46

 资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年2月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
交通运输: 航运港口
证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

中远海特

全球特种船跨境运输领导者, “半潜+纸浆+汽车”三核驱动成长

全球特种船跨境运输龙头。财务方面, 减值压力放缓及半潜船毛利改善或将增厚公司盈利。2023年, 受益于海上风电设备出口和全球油气开发投资回暖, 公司半潜船业务有望量价齐升, 而纸浆船运力持续投产预计将为公司业绩提供明显增量。公司去年大力布局汽车海运, 未来受益于“国车国运”, 中长期汽车船业务有望进一步打开公司成长空间。首次覆盖, 给予公司买入评级。

支撑评级的要点

- **全球特种船跨境运输领导者, 资产质量和半潜船毛利率改善提升财务状况。**公司当前拥有全球规模最大的多用途船和重吊船船队, 半潜船和纸浆船的规模也位居世界前列。公司近年来由于船舶老旧及环保新规提速计提较大船舶资产减值, 对公司当前归母净利润产生较大的影响, 当前公司船舶资产质量明显提升, 后续减值压力或将有所放缓, 公司财务状况或将明显提升。半潜船 2022 年上半年由于油气市场低迷导致毛利率较低, 2023 年公司半潜船盈利能力或明显改善。
- **多用途船和重吊船: 国内风电发展和产业链领先, 风电设备出海景气度较高。**我国风电行业发展全球领先, 风电机组近年来出口强势, 2021 年出口规模大幅增加。2022 年上半年公司多用途船和重吊船出口货物中约 50% 为风电设备, 2023-2026 年全球海风装机容量 CAGR 为 37.8%, 多用途船和重吊船运价虽跟随集运运价高位有所回落, 但当前仍处较高的位置, 目前集运运价大幅回落已接近疫前水平, 后续集运外溢影响或将逐步走弱, 未来多用途船和重吊船的运价或将受益于风电设备出海仍维持在相对较高的位置。
- **半潜船和纸浆船: LNG 需求提升海上钻井市场蓬勃发展, 纸浆船运力扩张贡献业绩增量。**俄乌冲突后欧盟 LNG 需求明显提升, FPSO 等海上油气开发投资增加。2022 年 Q4 海上钻井平台需求迅速提升, 公司 2022Q4 半潜船运量同比大幅增加 254%, 我们预计从 2022 年 Q4 开始, 公司半潜船市场景气度明显上升。纸浆船运力持续扩张, 截至 2022 年底, 公司披露纸浆船运力已达到 18 艘, 较 2021 年年增加 5 艘, 其中 4 艘下半年交付使用, 展望 2023 年, 我们预计公司纸浆船运力将进一步扩张, 另一方面考虑到当前纸浆船租水平仍然较高, 未来随着国内经济复苏, 纸浆进口需求有望持续向好支撑期租水平, 预计 2023 年纸浆船新船运力投产将会使得公司纸浆船业绩明显放量。
- **汽车船: 国产汽车出口不断超预期, 汽车船运力难以匹配出口需求。**受益于新能源车崛起和汽车供应链优势, 中国汽车出口市场近两年实现较强增长, 2021 年汽车出口量实现翻倍, 2022 年同比增长超过 50%, 2022 年 8 月, 我国汽车出口单月已超日本, 未来我国或将成为世界第一大汽车出口国, 在汽车出口需求旺盛的情况下, 当前全球汽车船供不应求, 汽车船运价已较 2020 年初涨幅超过 10 倍, 同前国内汽车船运力紧缺, 公司合营企业广州远海 2022 年订造了 21 艘 7000-7800 车的汽车船, 预计从 2024 年下半年开始交付, 广州远海未来或将成为国内最大汽车船船东, 汽车船业务未来有望打开公司成长空间。

估值

- 我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 109.97/124.35/132.41 亿元, 同比增长 25.6%/13.1%/6.5%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 7.77/15.11/19.68 亿元, 同比增长 158.7%/94.4%/30.3%, 预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.36/0.70/0.92 元/股, 对应 19.0/9.8/7.5 倍 PE。首次覆盖, 给予公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 多用途及重吊船下行风险、燃油价格上涨风险、全球海上风电装机不及预期风险、国内汽车出口不及预期风险、纸浆进口需求不及预期风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入 (人民币 百万)	7,040	8,753	10,997	12,435	13,241
增长率 (%)	(14.8)	24.3	25.6	13.1	6.5
EBITDA (人民币 百万)	1,189	1,597	2,351	3,407	3,779
归母净利润 (人民币 百万)	125	300	777	1,511	1,968
增长率 (%)	24.3	139.4	158.7	94.4	30.3
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	0.06	0.14	0.36	0.70	0.92
市盈率(倍)	117.7	49.2	19.0	9.8	7.5
市净率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (倍)	18.4	14.9	12.2	8.0	6.6
每股股息 (人民币)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3
股息率 (%)	0.4	1.0	1.9	3.7	4.8

资料来源:公司公告, 中银证券预测

目录

一、公司：全球特种船跨境运输领导者，新趋势下逐步加大汽车海运布局	6
(一) 公司简介：全球特种船跨境运输领导者，新趋势下逐步加大汽车海运布局	6
(二) 主营业务：“新能源运输”与“纸浆产品运输”双链驱动	7
(三) 经营状况：纸浆船队运力扩充明显，运量相对平稳运价明显上升	9
(四) 财务概况：近年来收入和盈利快速增长，船舶资产减值对业绩影响明显	10
二、多用途船和重吊船：国内风电发展和产业链领先，风电设备出海景气度较高	13
(一) 双碳变革下全球风电装机需求旺盛，我国风电产业规模领先优势显著	14
(二) 2022-2026 五年全球风电装机量稳步增长，中国风电整机制造能力领先	15
(三) 中国拥有全球规模最大的多用途船队，多用途和重吊船运力收缩趋势明显	16
三、半潜船和纸浆船：海上钻井市场和风电设备蓬勃发展，纸浆船运力扩张贡献业绩增量	19
(一) LNG 需求提升助力海上钻井市场发展，海上风电装机持续增长设备需求向好	19
(二) 纸浆进口需求稳中向好，纸浆船运力大幅投产贡献业绩增量	21
四、汽车船：国产汽车出口不断超预期，汽车船运力难以匹配出口需求	24
(一) 新冠疫情致全球汽车产销量下降，供应链优势助力中国市场份额稳步提升	24
(二) 2021 年出口增速高达 102%，2022 年出口量位居全球第二	25
(三) 汽车滚装船运力增量有限，2021 年后汽车船运价急剧上升	28
五、盈利预测与估值	31
(一) 盈利预测	31
(二) 估值	32
六、风险提示	34

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1.中远海特历史沿革.....6

图表 2.中远海特股权穿透图（截至 2022 年三季报）.....7

图表 3. 截至 2022 年半年报公司各船型承运货种及运力规模情况.....7

图表 4. 纸浆船与滚装船运输汽车整车对比.....8

图表 5. 公司可折叠商品车专用框架.....8

图表 6. 公司多用途纸浆船改运汽车.....8

图表 7. 2022 年上半年主要货种占比（按计费吨比重）.....8

图表 8. 2017-2022H1 公司各业务营收占比.....9

图表 9. 2017-2022H1 公司营业收入构成（亿元）.....9

图表 10. 2017-2022H1 年营收分业务增速（%）.....9

图表 11. 2017-2022H1 年公司运力变化情况（艘）.....9

图表 12. 近三年公司总运量和周转量.....10

图表 13. 近三年公司船队运营指标.....10

图表 14. 公司各船型期租水平（美元/天）.....10

图表 15. 各船型 2022H1 相较于 2020 年期租水平增幅.....10

图表 16. 2017 年-2022 年 Q1-Q3 营业收入情况.....11

图表 17. 2017 年-2022 年 Q1-Q3 归母净利润情况.....11

图表 18. 2017-2022H1 年主营业务分船型毛利率对比.....11

图表 19. 2013 年-2022 年 Q1-Q3 公司主要盈利指标.....12

图表 20. 2017 年-2022 年 H1 公司总资产减值损失金额.....12

图表 21. 2018 年-2022 年 H1 资产减值对当期归母净利润的影响.....12

图表 22. 2018 年-2022 年 H1 主要资产减值损失原因.....12

图表 23. 国内工程机械出口金额.....13

图表 24. 对外承包工程业务完成金额和新签合同金额.....13

图表 25.多用途船和重吊船运价和集装箱运价走势.....13

图表 26.2001-2021 年全球风电新增装机规模.....14

图表 27. 2021 年全球风电装机地区分布.....14

图表 28. 2021 年全球海上风电装机地区分布.....14

图表 29. 2021 年全球陆上风电装机地区分布.....15

图表 30. 截至 2021 年全球风电累计装机量各国家占比.....15

图表 31. 2022-2026 年全球风电新增装机容量展望.....15

图表 32. 2017-2021 年我国风电机组出口规模.....16

图表 33. 2017 年-2022 年 10 月我国风电机组出口数量和金额.....16

图表 34. 2021 年全球十大风电整机制造商新增装机容量及占比（GW）.....16

图表 35. 全球多用途船和重吊船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）	17
图表 36. 近十年全球多用途船和重吊船运力收缩趋势明显	17
图表 37. 2012-2022 年多用途船和重吊船船队数量变化	18
图表 38. 2012-2022 年多用途船和重吊船运力规模变化	18
图表 39. 2012-2022 年多用途船和重吊船船队数量变化	18
图表 40. 2012-2022 年多用途船和重吊船运力规模变化	18
图表 41. 管道气和 LNG 海运贸易量及占比情况	19
图表 42. 美国 LNG 出口量近五年大幅增加	19
图表 43. 2021 年 1 月至 2022 年 9 月欧盟 16 国 LNG 进口量及美国对欧盟 16 国 LNG 出口量和占比	19
图表 44. 海外钻井相关公司 2022 年 Q4 股价大幅上涨	20
图表 45. 美国页岩油七大主要区域	20
图表 46. 2019-2022 年分季度半潜船运量及同比增速	20
图表 47. 2022-2026 年全球海上风电新增装机容量展望	21
图表 48. 国内大型海工装备制造企业新签合同情况	21
图表 49. 中远海特纸浆船主要运输航线	22
图表 50. 2015-2021 国内纸浆产销情况	22
图表 51. 纸浆国内产量与进口量情况	22
图表 52. 2022 年 6 月-12 月纸浆船运量及增速	22
图表 53. 全球纸浆船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）	23
图表 54. 全球半潜船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）	23
图表 55. 2014-2021 年全球汽车产销量及增速	24
图表 56. 2021 年全球汽车生产格局（分地区）	24
图表 57. 2021 年全球汽车生产格局（分国家）	24
图表 58. 2018 年至 2022 年中国汽车出口情况	25
图表 59. 2017 年至 2022 年 1-9 月中日德汽车出口量（万辆）	25
图表 60. 2018 年至 2022 年国内乘用车出口情况	25
图表 61. 2018 年至 2022 年国内新能源车出口情况	25
图表 62. 2018 年-2022 年国内汽车出口结构	26
图表 63. 2018 年至 2022 年国内乘用车出口结构	26
图表 64. 2021 年中国汽车整车累计出口量排名前十国家（万辆）	26
图表 65. 2018-2021 年中国汽车出海销量与当地市占率统计情况	27
图表 66. 2018 年至 2022 年中国汽车出口分地区销量（万辆）	27
图表 67. 《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》推动汽车出口具体内容	28
图表 68. 汽车船运价在 2021 年之后大幅上涨	28
图表 69. 近十年汽车船总运力规模（2023 年截至 2 月）	28
图表 70. 近十年汽车船当年交付量（2023 年截至 2 月）	29
图表 71. 近十年汽车船当年新增订单量（2023 年截至 2 月）	29

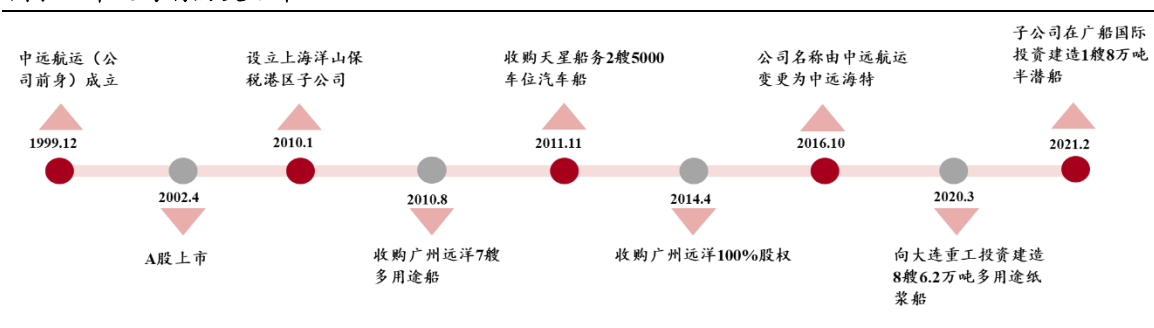
图表 72. 2019 年至 2023 年 1 月汽车船单月新增订单情况.....	29
图表 73. 2006 年至 2023 年 2 月汽车船在手订单情况.....	29
图表 74. 全球汽车船自有船舶拥有数量排名（截至 2022 年 12 月）.....	30
图表 75. 公司收入拆分及预测.....	31
图表 76. 合营企业广州远海对公司贡献的投资收益测算.....	32
图表 77. 公司近五年 PB band.....	32
图表 78. 盈利预测与估值数据.....	33
利润表(人民币 百万).....	35
现金流量表(人民币 百万).....	35
财务指标.....	35
资产负债表(人民币 百万).....	35

一、公司：全球特种船跨境运输领导者，新趋势下逐步加大汽车海运布局

（一）公司简介：全球特种船跨境运输领导者，新趋势下逐步加大汽车海运布局

中远海特是全球领先的特种船运输服务产业链经营者及整体解决方案提供者。1999年中远航运成立之初，主营特种船运输及相关业务，并致力于打造世界一流的特种船队。2002年，首次公开发行人募集于A股成功上市。为树立独有的战略目标及核心理念，2010年，公司在上海洋山保税港区设立全资子公司，在国际远洋货物运输和国内沿海货物运输业务方面进一步优化和完善公司资本运作和经营管理平台。2016年，根据深化国有企业改革的总体部署，中远集团与中海集团两大央企合并后，公司名称正式由“中远航运”变更为“中远海特”。公司于“十四五”期间聚焦于“双核双链”战略，纸浆船和半潜船是发展双核，纸浆物流和工程物流为发展双链，2020年，公司向大连重工投资建造8艘6.2万吨多用途纸浆船，2021年，子公司在广船国际投资建造1艘8万吨半潜船。

图表 1.中远海特历史沿革

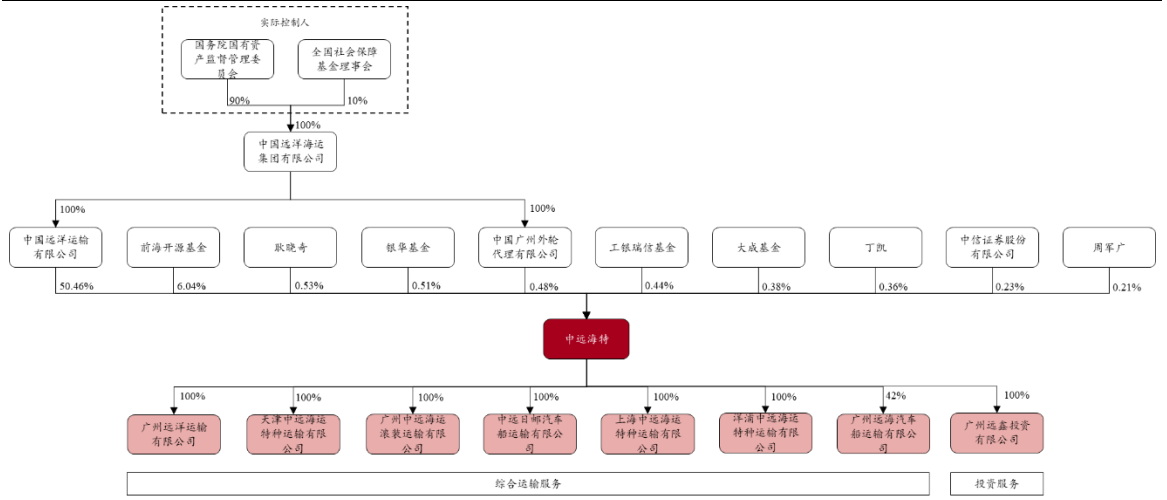


资料来源：公司公告，中银证券

国务院国资委为实际控制人，中远海运集团为控股股东。截至2022年中报，中远海运集团全资控股的中国远洋运输有限公司和广州外轮代理有限公司直接持有中远海特50.46%和0.48%的股份。国务院国资委持有中远海运集团90%的股份，为公司的实际控制人。

汽车整车出口方兴未艾，公司2022年逐步加大汽车海运布局。随着中国车企在新能源汽车领域的影响力逐步攀升，中国汽车出口也迎来热潮，2022年前八个月，我国汽车出口量已经超越德国来到世界第二，仅次于日本。2022年8月，公司联合上港物流、上汽安吉物流设立广州远海汽车船运输有限公司，公司持股42.5%，为广州远海的第一大股东。上港物流和上汽安吉物流分别持有37.5%、20%股份，为第二、三大股东。未来公司将通过广州远海立足中国汽车出口航线，辐射和深耕国际汽车运输市场。2022年11月，中远海运和中国一汽在上海签署战略合作框架协议，根据协议，双方将通过开展合资合作、拓展新兴市场、创新商业模式、实现资源共享等方式，共同打造领先的汽车产业全球供应链解决方案、数字化供应链生态圈，共同推进双方绿色低碳智能化发展。

图表 2. 中远海特股权穿透图（截至 2022 年三季度报）



资料来源：公司公告，中银证券

（二）主营业务：“新能源运输”与“纸浆产品运输”双链驱动

中远海特主营业务为全球特种船运输，经营管理半潜船、多用途船、纸浆船、重吊船、汽车船、木材船、沥青船和杂货船等各类型船舶。公司大力拓展风电设备、新能源汽车等新能源产品和纸浆产品两大产业链。2020 年起，公司将纸浆船业务从多用途船中单独分离，目前公司船队结构合理，船舶运载能力和适货性较强，可承运的货种既包括钻井平台、机车及火车车厢、风电设备、汽车、桥吊、成套设备等有特殊运载和装卸要求的货物，也包含纸浆、木材等大宗商品。

图表 3. 截至 2022 年上半年报公司各船型承运货种及运力规模情况

主要船型	承运货种	船舶数量（艘）	船舶载重量（万 dwt）
多用途船	风电设备、机车及火车车厢等 机械设备、集装箱	32	95.2
重吊船	风电设备、桥吊等机械设备、 集装箱	24	64.2
纸浆船	主要运输纸浆、也可改运汽车	13	80.6
半潜船	海上风电导管架、钻井平台等	8	36.9
汽车运输船	乘用车等商用车	5	6.9
木材船	木材或原木等	8	25.5
沥青船	沥青等	12	9.5
2022 年上半年接入	纸浆、海上风电导管架等	2（1 艘半潜船+1 艘纸浆船）	14.3
合计	—	104	333.1

资料来源：公司公告，中银证券

公司具有自主研发专利的“可折叠商品车专用框架”，助力多用途纸浆船“解锁”汽车整车海运“新技能”。可折叠商品车专用框架充分考虑商品车主流尺寸和运输质量要求高的特点，结合多用途纸浆船的货舱结构，采用 48 英尺的长度，可平铺装载 3 台整车。装货时，商品车在码头开进专用框架内，绑扎固定后，再通过岸吊或船吊把专用框架吊进船舱；卸货时，把专用框架吊至码头，商品车开出框架即可。公司 48 英尺专用框架在 62000 吨多用途纸浆船的货舱内可堆 8 层高，运载商品车 1000 多台，相当于一艘小型专业汽车船的运量。

图表 4. 纸浆船与滚装船运输汽车整车对比

主要船型	纸浆船	滚装船
货物固定方式不同	框架预设固定和绑扎点	楔形木块固定四个车轮
装卸作业方式不同	集装箱作业方式	人力驾驶汽车方式
卸货码头不同	具有专业集装箱吊具的装卸港	拥有汽车码头的港口
运输货物不同	根据客户需求定制	仅可运输汽车整车
货舱储存条件不同	干燥防潮, 配备除湿设备	内外部水密门

资料来源: 国际船舶网, 中银证券

图表 5. 公司可折叠商品车专用框架



资料来源: 公司公众号, 中银证券

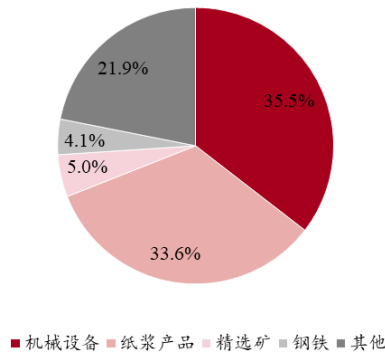
图表 6. 公司多用途纸浆船改运汽车



资料来源: 公司公众号, 中银证券

机械设备和纸浆产品运输占比近 7 成, 机械设备中风电设备占比较高。截至 2022 年中报, 公司主要运输货种为机械设备、纸浆产品、精品矿和钢铁, 分别占比 35.46%、33.56%、4.95%和 4.14%。其中, 多用途船及重吊船出口货物中约 50%为风电设备, 由于这两种船型是公司主要运输机械设备的船型, 因此风电设备和纸浆产品为公司主要运输货种。

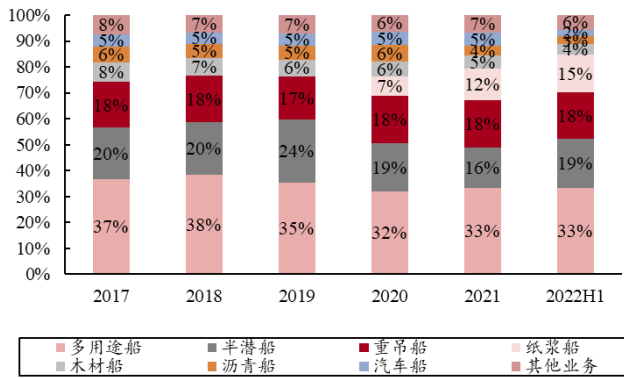
图表 7. 2022 年上半年主要货种占比 (按计费吨比重)



资料来源: 公司公告, 中银证券

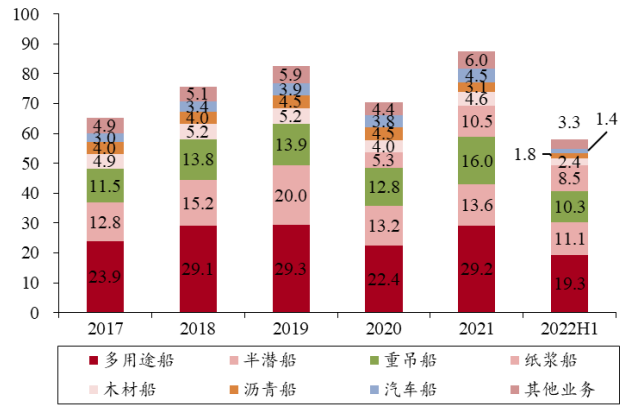
公司多用途船、半潜船、重吊船营收占比达 70%, 纸浆船收入占比近年明显提升。公司营收主要来自多用途船、半潜船和重吊船这类运输机械设备的船型, 2022 年上半年三种船型营收合计占比达到 7 成, 纸浆船在 2020 年从多用途船中分离出来后独立运营, 纸浆船业务收入占比从 2020 年的 7% 提升至 2022 年上半年的 15%, 2021 年和 2022 年 H1 纸浆船收入分别实现 10.5 亿元和 8.5 亿元, 同比增长 100.7%和 73.3%, 纸浆船收入保持高速增长一方面是由于纸浆船运力由 2020 年年末的 10 艘 62 万载重吨增至 2022 年上半年的 14 艘超过 80.6 万载重吨, 另一方面纸浆船 TCE 运价在过去两年也有明显的上涨, 从 2020 年的 13402 美元/天增长至 2022H1 的 21637 美元/天, 增幅超过一半。

图表 8. 2017-2022H1 公司各业务营收占比



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2017-2022H1 公司营业收入构成（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2017-2022H1 年营收分业务增速（%）

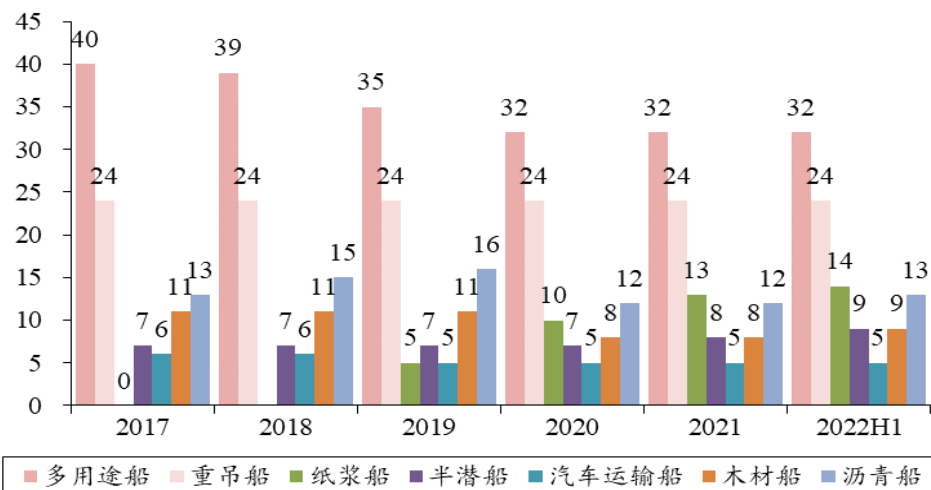
业务类别	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021H2	2021 合计	2022H1
多用途船	4.9	21.5	0.6	-23.5	-10.3	96.8	30.6	55.5
半潜船	47.6	18.8	31.2	-33.7	-59.2	159.9	2.7	185.4
重吊船	12.9	20.5	0.9	-8.2	4.7	46.4	25.0	50.7
纸浆船	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.7	73.3
木材船	-4.7	5.6	1.0	-22.7	1.1	28.1	14.1	11.3
沥青船	-2.7	-1.5	13.7	-0.7	-40.6	-15.7	-30.1	15.1
汽车船	27.8	13.5	13.7	-3.2	18.9	18.9	18.9	-29.6
其他业务	-10.9	3.0	15.8	-24.5	10.0	53.8	34.0	49.7

资料来源：万得，中银证券

（三）经营状况：纸浆船队运力扩充明显，运量相对平稳运价明显上升

近三年多用途船和重吊船运力不变，纸浆船运力扩充明显，半潜船运力亦有所增加，汽车船为公司未来发展重点方向。截至 2022 年上半年，公司多用途船和重吊船合计 56 艘，二者合计 2020-2022 近三年运力保持不变，纸浆船则从 2020 年的 10 艘明显增加至 2022 年上半年的 14 艘，半潜船也从 2020 年的 7 艘增加至 2022 年上半年的 9 艘。整体来看，公司运力扩张的方向紧紧围绕着过去公司“双核双链”战略，根据公司披露，目前公司合资汽车船公司广州远海已订造合计 21 艘 7000-8600 车位的 LNG 双燃料大型汽车船，并计划于 2024 年下半年开始交付，未来广州远海有望成为国内最大的汽车船公司。

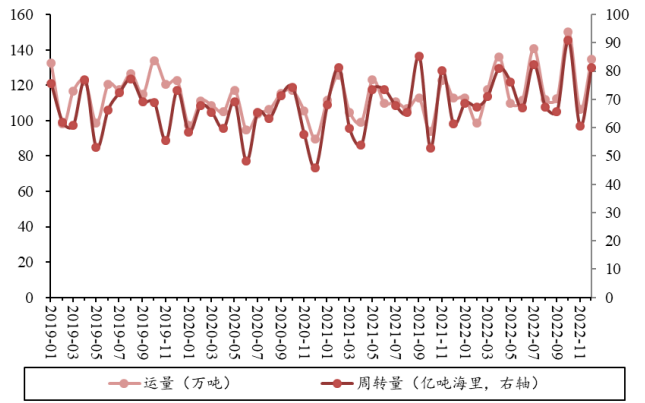
图表 11. 2017-2022H1 年公司运力变化情况（艘）



资料来源：公司公告，中银证券

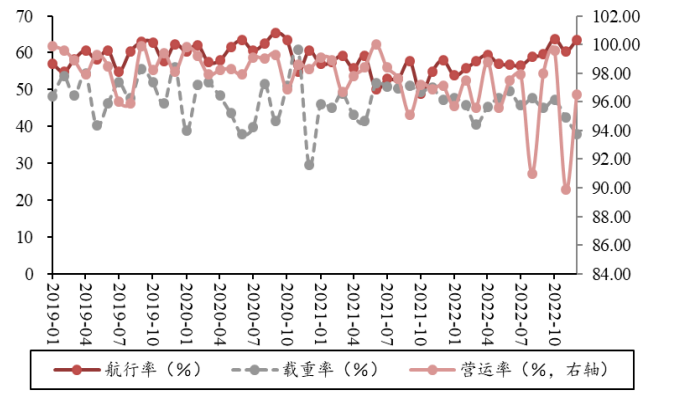
公司近三年的总运量和运输周转量较为平稳，营运率保持在90%以上。公司2020年至2022年总运量分别为1271万吨、1333万吨、1442万吨，总周转量为747亿吨海里、812亿吨海里、879亿吨海里，2020年受疫情影响，运量和周转量相对较低，整体而言，公司运量和运输周转量相对平稳。运营指标方面，营运率基本保持在90%以上，航行率则绝大部分在50%-60%之间，载重率波动相对较大，最高可超过60%，最低的则不到30%。

图表 12. 近三年公司总运量和周转量



资料来源：万得，中银证券

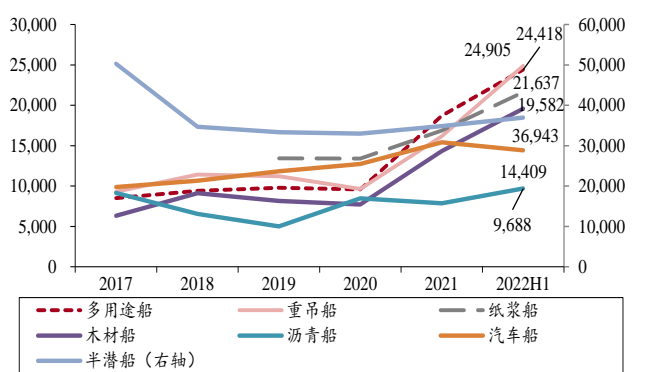
图表 13. 近三年公司船队运营指标



资料来源：万得，中银证券

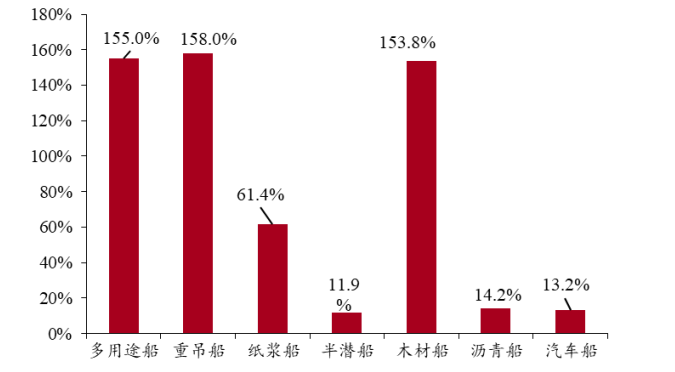
多用途船、重吊船和纸浆船近三年期租水平明显提升，半潜船期租水平相对平稳。截至2022年H1，公司多用途船、重吊船、纸浆船、木材船期租水平相较于2020年有明显提升，其中多用途船和重吊船2022年H1期租水平达到24418美元/天、24905美元/天，较2020年增长155%和158%，参考过去公司披露的多用途船和重吊船平均期租水平，纸浆船2022年H1期租水平达到21637美元/天，较2020年增长61.4%。半潜船期租水平相对平稳，但却是所有船型中期租水平最高的，2022年H1达到36943美元/天，较2020年增幅为11.9%。

图表 14. 公司各船型期租水平 (美元/天)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 各船型 2022H1 相较于 2020 年期租水平增幅

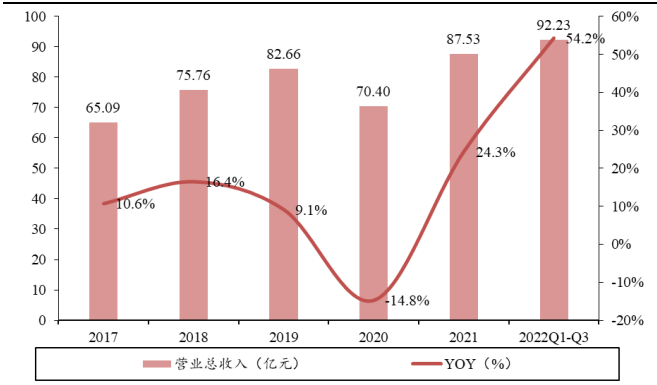


资料来源：公司公告，中银证券

(四) 财务概况：近年来收入和盈利快速增长，船舶资产减值对业绩影响明显

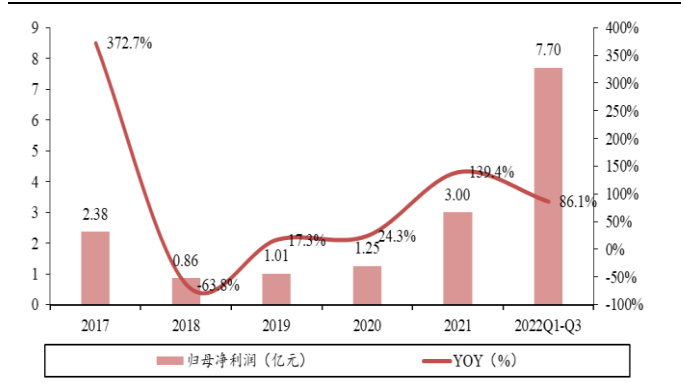
新冠疫情前公司营业收入增速整体保持平稳，2021年和2022年公司收入和盈利快速增长。公司营业收入在2020年受新冠疫情影响同比减少14.8%，在此之前的2017-2019年，公司营业收入增速相对平稳。2021年和2022年前三季度公司分别实现营业收入87.53亿元和92.23亿元，同比增长24.3%和54.2%，归母净利润分别实现3.00亿元和7.70亿元，同比增长139.4%和86.1%。近两年公司受益于主要船型期租水平的大幅上涨，营收和盈利实现快速增长。

图表 16. 2017 年-2022 年 Q1-Q3 营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

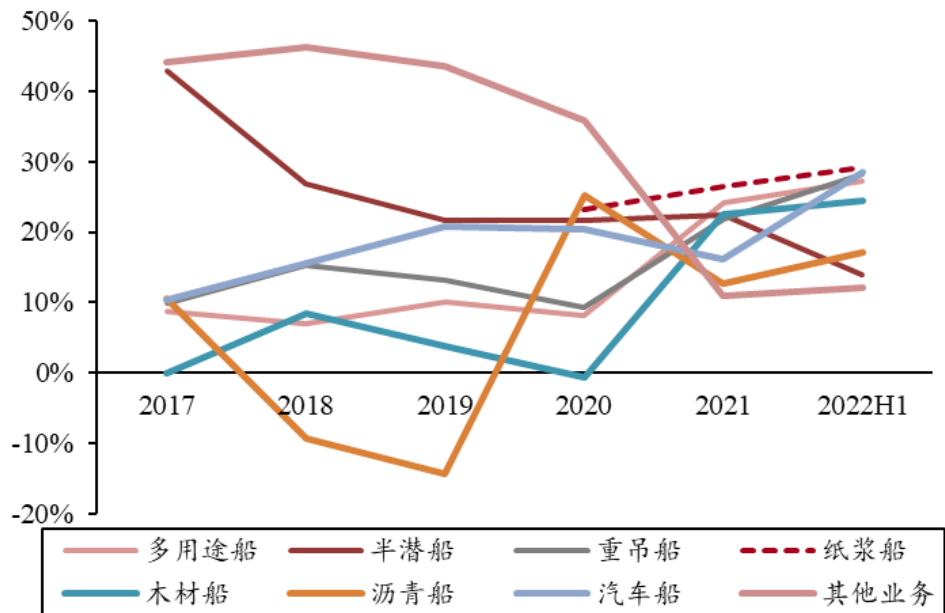
图表 17. 2017 年-2022 年 Q1-Q3 归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

多用途船和重吊船的毛利率明显提升，半潜船毛利率近年来出现明显下降。2017 年公司多用途船和重吊船的毛利率分别仅为 9% 和 10%，到 2022 年上半年这两种船型的毛利率分别提升到 27% 和 28%，毛利率提升主要原因在于这两种船型期租水平大幅提高。除此之外，纸浆船毛利率也从 2020 年的 23% 提升了 6 个百分点到 2022 年上半年的 29%。半潜船毛利率近年来出现较明显的下降，2017 年半潜船毛利率为 43%，2019-2021 年毛利率维持在 22% 的水平，2022 年上半年下降至 14%，半潜船毛利率降低一方面是由于油气市场低迷导致现货经营运价降低，现货盈利水平偏低，另一方面近三年毛利率下降主要由于执行大项目需要租入大量外租船，收入明显上升，但毛利率下降。

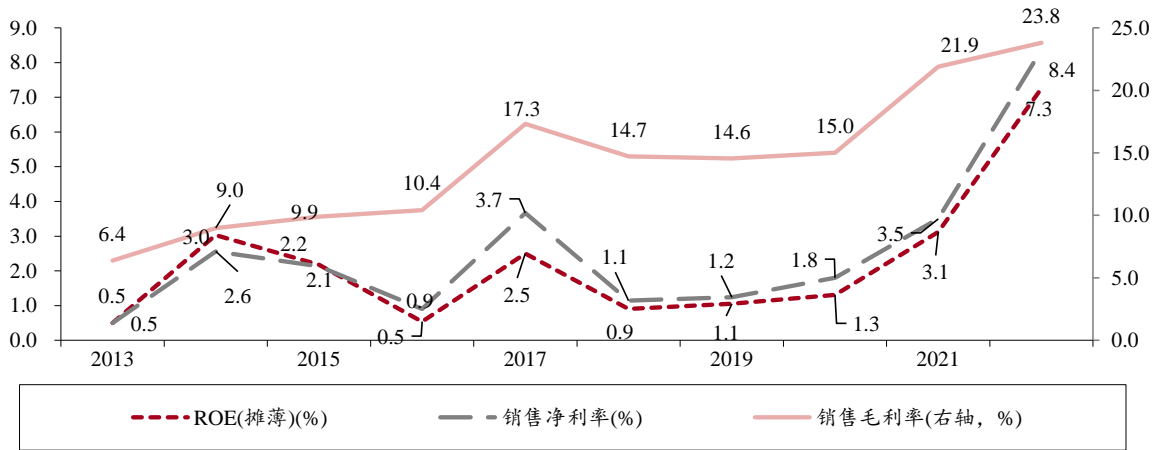
图表 18. 2017-2022H1 年主营业务分船型毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

公司整体毛利率和净利率近三年呈现上升趋势，盈利能力明显增强。2022 年前三季度公司毛利率和净利率分别达到 23.8% 和 8.4%，毛利率较 2021 年提升 1.9 个百分点，净利率提升更加明显，从 2021 年末的 3.5% 提升 4.9 个百分点。公司毛利率和净利率的提高主要受益于公司主要船型的期租水平在此期间明显提升，从公司主要盈利指标来看，近年来公司盈利能力明显增强。

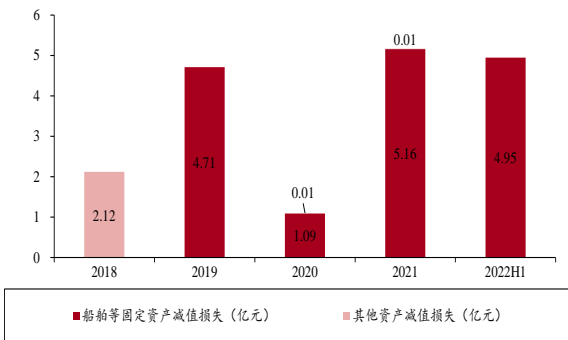
图表 19. 2013 年-2022 年 Q1-Q3 公司主要盈利指标



资料来源：公司公告，中银证券

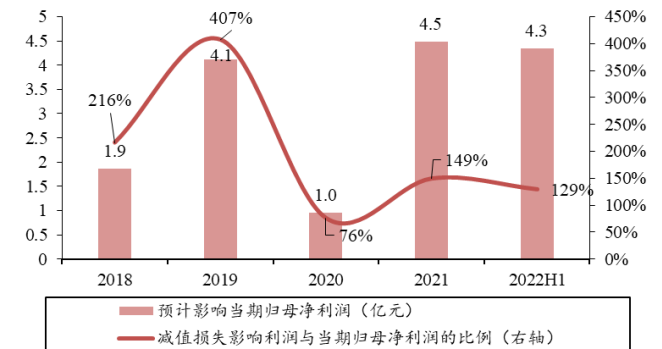
近年来由于船舶资产减值及环保新规限速出现较大资产减值损失，计提减值后船舶资产质量整体有所提升。公司在 2019 年、2021 年、2022 年 H1 分别计提了 4.71 亿元、5.16 亿元、4.95 亿元的大额资产减值，计提原因主要是船舶老旧和环保新规限速影响运营效率减值。公司近年计提的大额资产减值对公司当期归母净利产生较大影响，2019 年、2021 年、2022 年 H1 计提的减值损失影响当期归母净利分别为 4.1 亿元、4.5 亿元、4.3 亿元，占当期归母净利的 407%、149% 和 129%。我们认为过去几年公司船舶等固定资产减值后资产质量有所提升，2022 年 H1 公司资产减值主要受到 EEXI 环保新规降速影响，随着 2023 年年初 EEXI 环保新规落地后，后续公司资产减值压力或将明显放缓，有望对公司业绩产生较大正面影响。

图表 20. 2017 年-2022 年 H1 公司总资产减值损失金额



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2018 年-2022 年 H1 资产减值对当期归母净利的影响



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2018 年-2022 年 H1 主要资产减值损失原因

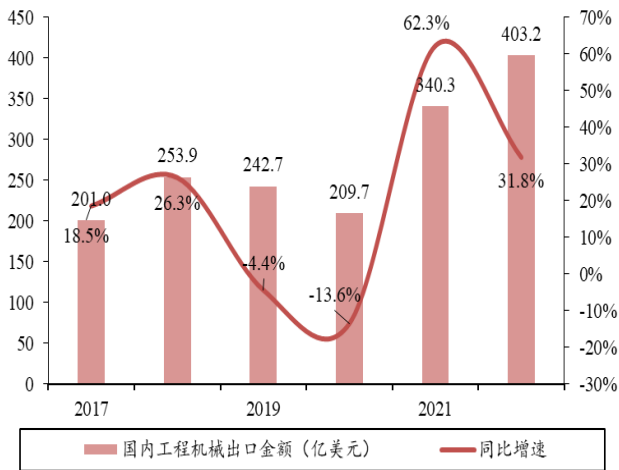
时间	主要资产减值原因
2018 年	投资的公司公允价值下降，公司持有的可出售金融资产计提资产减值损失 1.94 亿元
2019 年	纳入公司 2020 年处置计划的 10 艘老旧船舶和部分沥青船队船舶出现明显减值迹象。合计计提资产减值损失 4.71 亿元。
2020 年	船舶资产减值
2021 年	年末资产评估报告显示 18 艘船舶可收回金额低于船舶账面价值，合计计提资产减值损失 5.12 亿元
2022 年 H1	自 2023 年 1 月 1 日实施的 EEXI 将对公司部分船舶的未来运营效率产生影响。公司 35 艘需采用降功率/减速措施来满足 EEXI 限值要求。2022 年上半年合计计提资产减值准备 5.09 亿元

资料来源：公司公告，中银证券

二、多用途船和重吊船：国内风电发展和产业链领先，风电设备出海景气度较高

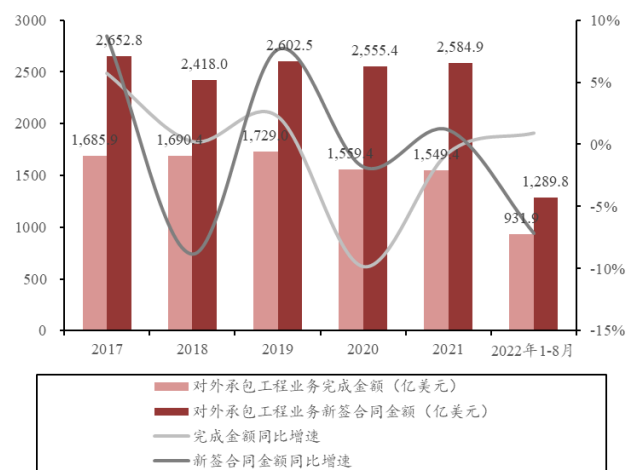
国内工程机械出口景气度较高，带动多用途船和重吊船运输需求。2021年和2022年前11个月国内工程机械出口金额分别达到340.3亿美元和403.2亿美元，同比增长62.3%和31.8%，整体来看，我国机械设备等出口景气度较高。对外承包工程方面，业务完成金额和新签合同金额相对平稳。2022年前8个月，完成金额931.9亿美元，同比微涨0.9%，新签合同金额1289.8亿美元，同比下跌7.2%。作为主要承运各种特种设备的多用途船和重吊船，工程机械出海高景气带动两种船型的运输需求。

图表 23. 国内工程机械出口金额



资料来源：万得，中银证券

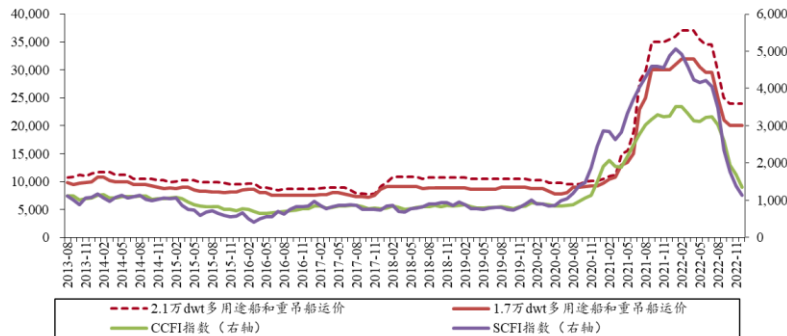
图表 24. 对外承包工程业务完成金额和新签合同金额



资料来源：万得，中银证券

多用途船和重吊船运价虽跟随集运运价高位有所回落，但当前仍处于较高的位置。从2020年底开始，多用途船和重吊船受益于集装箱需求溢出以及风电设备出口高景气度，运价一路上涨。不过从2022年下半年开始，集装箱出口需求走弱，SCFI运价指数从高点大幅回落80%，当前已回落至与疫情前相当的1000多点的水平，2.1万dwt和1.7万dwt的多用途船和重吊船运价受此影响也分别从高点的3.7万美元/天、3.2万美元/天回落至2.4万美元/天、2.0万美元/天。整体来看运价回落幅度相较集运有限，主要原因在于过去运价上涨除了集装箱外溢影响外，还有风电等机械设备出海高景气支撑。我们认为当前集运运价经过大幅回落至疫情前水平后很难继续大幅下跌，后续集运外溢影响或将逐步走弱，未来多用途船和重吊船的运价或将受益于风电设备出海维持在相对较高的位置。

图表 25. 多用途船和重吊船运价和集装箱运价走势

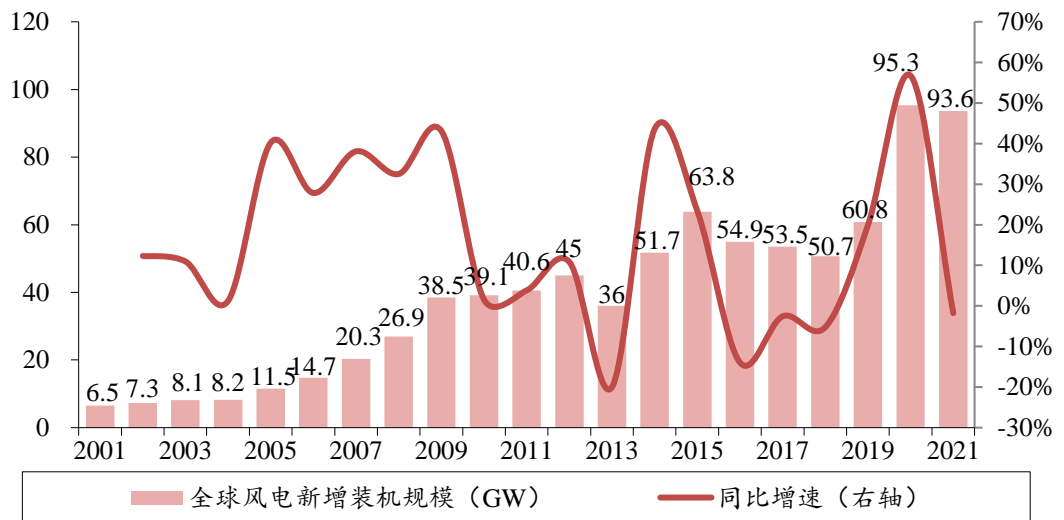


资料来源：Clarksons，万得，中银证券

（一）双碳变革下全球风电装机需求旺盛，我国风电产业规模领先优势显著

近两年全球风电新增装机规模明显增加，2021年在2020年高基数下小幅下降。据GWEC统计，2020年全球新增装机规模为95.3GW，较2019年同比增长56.7%，2020年和2021年全球风电装机规模明显增加，其中2021年在2020年较高基数的情况下同比小幅减少1.8%至93.6GW，仍处于近20年较高的新增装机规模，随着各国持续推动太阳能光伏、风能等绿色能源的发展，全球风电产业发展或仍将维持在一个较高的水平。

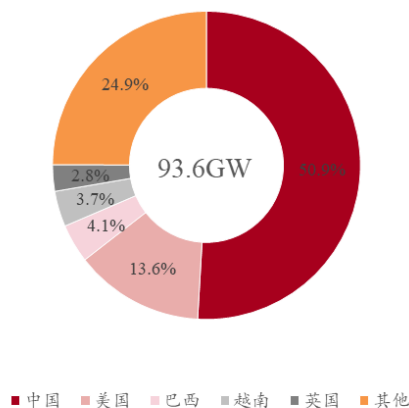
图表 26.2001-2021 年全球风电新增装机规模



资料来源：GWEC，中银证券

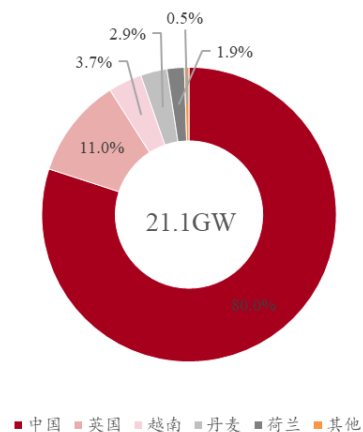
2021年我国风电新增装机量和累计装机量均位居世界第一，风电行业发展全球领先。根据世界风能协会（GWEC）数据，在2021年全球新增的93.6GW风电装机中，我国占比达到50.9%，超过一半，其中2021年全球新增的72.5GW陆上风电装机当中，我国占比为42.3%，排名第一，超过排名第2-9名的总和。在2021年全球新增的21.1GW的海上风电装机中，我国占比达到80%，是全球最大的海上风电装机国家。从累计风电新增装机来看，截至2021年，我国累计风电装机量占全球的39.3%，排名第二的美国占比为16.0%。从新增装机量和累计装机量看，我国风电行业发展在全球处于较强的领先地位。

图表 27. 2021 年全球风电装机地区分布



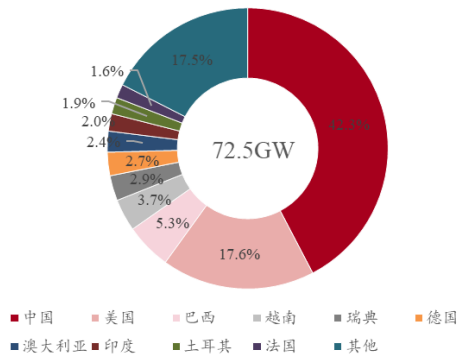
资料来源：GWEC，中银证券

图表 28. 2021 年全球海上风电装机地区分布



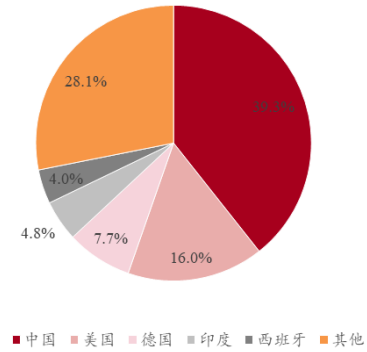
资料来源：GWEC，中银证券

图表 29. 2021 年全球陆上风电装机地区分布



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 30. 截至 2021 年全球风电累计装机量各国家占比



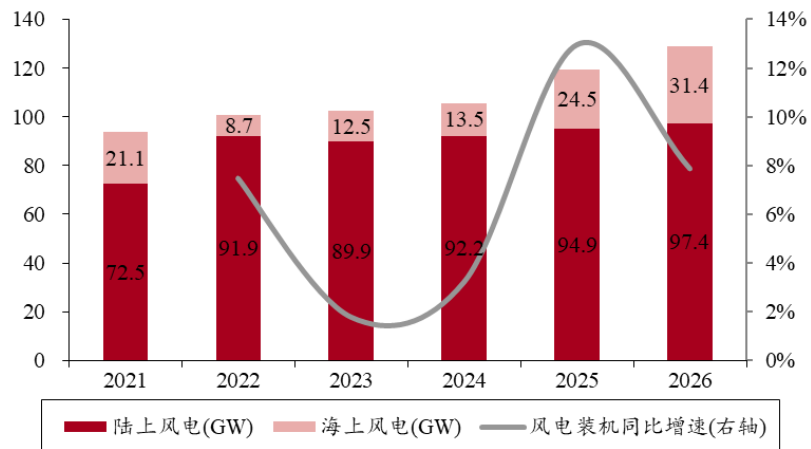
资料来源: GWEC, 中银证券

(二) 2022-2026 年全球风电装机量稳步增长，中国风电整机制造能力领先

2022-2026 年全球风电装机量或将保持稳步增长，海上风电新增装机 4 年 CAGR 有望达到 37.8%。据 GWEC 预测，2022-2026 年全球海上风电新增装机容量 CAGR 有望达到 37.8%，从陆上风电装机和海上风电装机来看，GWEC 预计海上风电装机在 2021 年 21.1GW 的高基数下，2022 年将会减少至 8.7GW，2025 年海上风电装机将会显著提速，超过 2021 年装机量达 24.5GW，陆上风电装机量整体保持平稳增长，到 2026 年全球风电装机总规模将达到 128.8GW，较 2021 年增长 37.6%，其中陆上风电装机规模达到 97.4GW，较 2021 年增长 34.3%，海上风电装机规模达到 31.4GW，较 2021 年增长 48.8%。

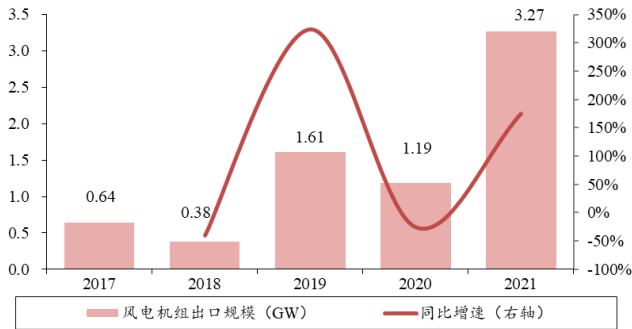
我国风电机组出口强势，2021 年出口规模大幅增加。根据 CWEA 数据，2021 年我国风电机组出口规模达到 3.27GW，同比大幅增长 174.8%。同时根据海关总署数据，2021 年我国风力发电机组出口数量为 4.4 万台，同比增长 7.2%，出口金额达到 14.4 亿美元，同比增长 29.5%，2022 年 1-10 月，风力发电机组出口数量为 6.6 万台，同比增长 88.5%，由于出口单价回落，2022 年前 10 月风力发电机组出口金额同比减少 30.9% 至 8.9 亿美元。尽管 2022 年风机出口单价出现明显回落，但风机出口数量大幅增长，总体而言，由于我国风电行业发展在全球处于领先地位，未来我国风电机组出口有望随着全球风电装机量的增加保持强势地位。

图表 31. 2022-2026 年全球风电新增装机容量展望



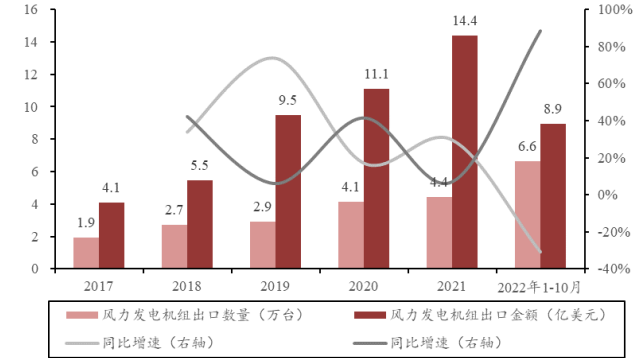
资料来源: GWEC, 中银证券

图表 32. 2017-2021 年我国风电机组出口规模



资料来源: CWEA, 中银证券

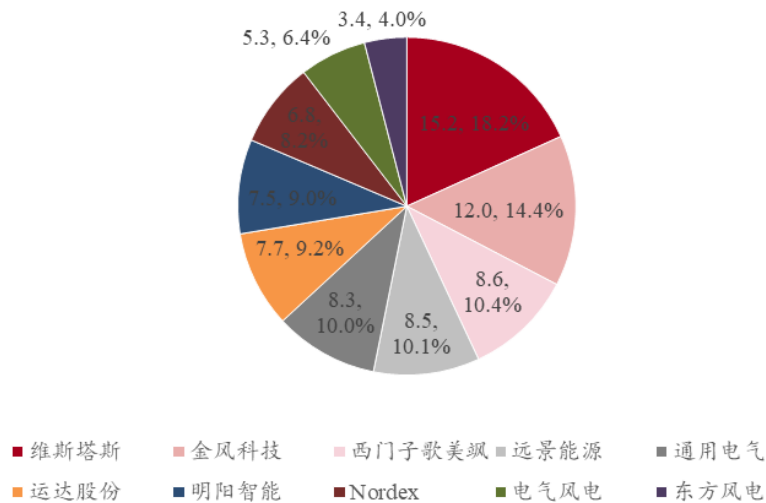
图表 33. 2017 年-2022 年 10 月我国风电机组出口数量和金额



资料来源: 海关总署, 中银证券

我国风电整机制造领先, 2021 年全球前十大整机制造商中, 中国风电整机商占半数以上席位。根据 Bloomberg NEF 发布的数据, 维斯塔斯、金风科技、西门子歌美飒位列 2021 年新增风电吊装容量的前三名, 装机量分别达到 15.2GW、12.0GW、8.6GW, 合计占前十大整机制造商装机容量的 4 成以上。远景能源和通用电气居全球第四和第五。在全球前十大整机制造商中, 半数以上是来自中国的风电整机制造商, 分别为金风科技、远景能源、运达股份、明阳智能、电气风电、东方风电, 中国风电整机商装机量合计达 44.5GW, 占前十大整机制造商装机容量的 53.3%, 风电整机制造的领先地位或将使得未来我国风电整机设备出口随着全球新增装机量的增加保持在较高的水平。

图表 34. 2021 年全球十大风电整机制造商新增装机容量及占比 (GW)



资料来源: Bloomberg NEF, 中银证券

(三) 中国拥有全球规模最大的多用途船队, 多用途和重吊船运力收缩趋势明显

中远海特是世界上规模最大的多用途船 (运输风电设备) 船东, 未来将持续受益于风电设备出海需求的持续增长。据克拉克森统计, 截至 2022 年 12 月, 全球最大的多用途船船东是来自中国的中远海特, 公司拥有合计 160.26 万载重吨的运力规模。当前中国风电行业发展全球领先, 风电整机制造规模居前, 近年来风电设备出口需求大幅增长, 未来随着全球风电装机规模的稳步增长, 我国有望凭借着行业发展优势和产业链优势继续保持风电设备出海的强势地位, 相关海运船东有望在全球风电发展浪潮中显著受益。

图表 35. 全球多用途船和重吊船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）

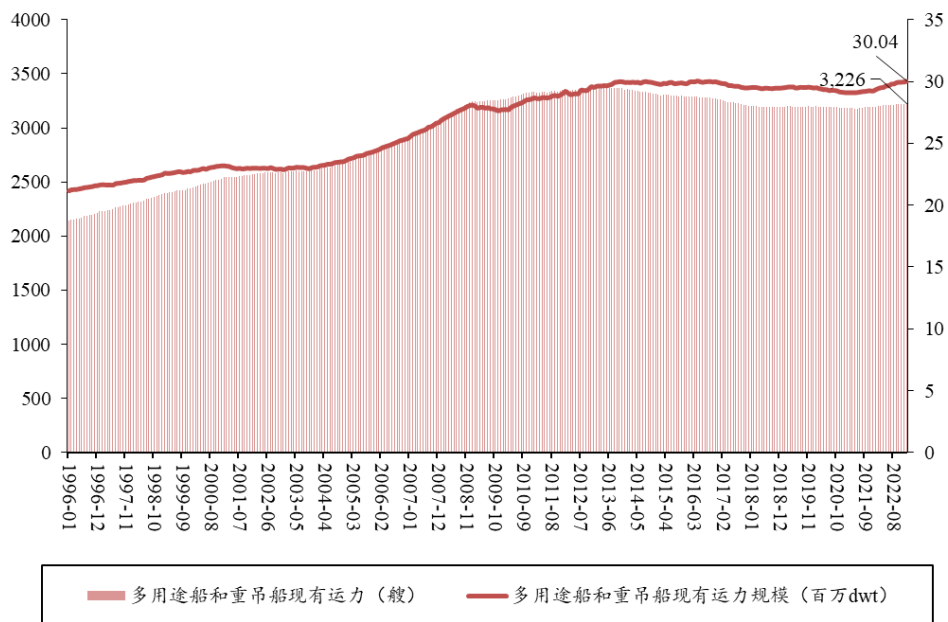
排名	公司名称	船舶拥有数量	合计运力 (万 dwt)
1	中远海特	58	160.26
2	Briese Schifffahrts	119	126.22
3	Chinese-Polish Shpg	30	105.77
4	Spliethoff	69	101.57
5	Wagenborg Shipping	95	98.65
6	BoCom	1	77.14
7	Schoeller Holdings	18	70.65
8	China Merchants	15	51.33
9	Harren & Partner	33	43.43
10	Nippon Yusen Kaisha	19	36.98

资料来源: Clarksons, 中银证券

注: 上述多用途船排名和运力规模以 Clarksons 数据为统计口径, 考虑公司租入部分船舶, 实际数据或与公司披露有所差距

多用途船和重吊船运力收缩趋势明显, 近十年供给端几乎无增长。截至 2022 年 12 月, 多用途船和重吊船运力为 3226 艘, 运力规模为 3004 万 dwt, 从船队数量来看, 2012 年 12 月, 多用途和重吊船数量为 3372 艘, 运力规模为 2954 万 dwt, 当前较十年前船队数量出现小幅的负增长, 运力规模小幅增加 50 万 dwt, 近十年船队运力规模一直在 3000 万 dwt 左右, 供给端几乎无增长。

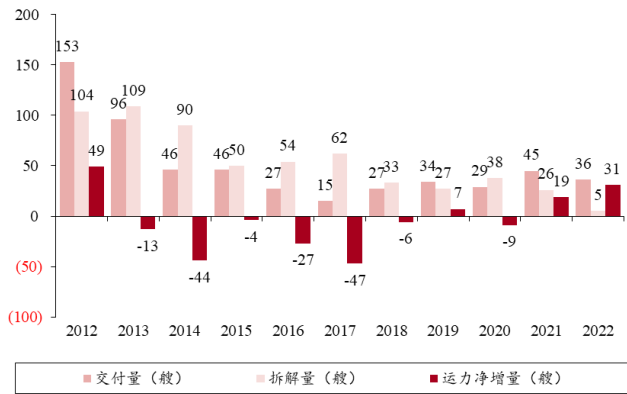
图表 36. 近十年全球多用途船和重吊船运力收缩趋势明显



资料来源: Clarksons, 中银证券

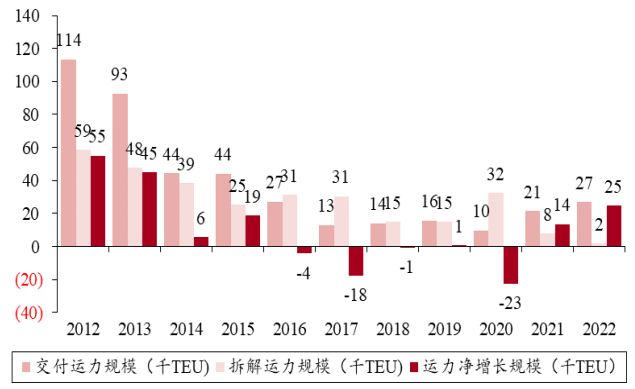
近两年运力净增量略有增加, 近十年多次出现船队数量和运力规模净增为负。2021 年和 2022 年多用途和重吊船船队数分别净增 19 艘和 31 艘, 运力规模分别净增 1.4 万 TEU 和 2.5 万 TEU, 整体略有增加, 不过 2012-2022 年十年期间由于船舶老龄化相对较严重, 多次出现拆解大于交付的情况, 以致期间船队数量和运力规模净增多次出现负增长。

图表 37. 2012-2022 年多用途船和重吊船队数量变化



资料来源: Clarksons, 中银证券

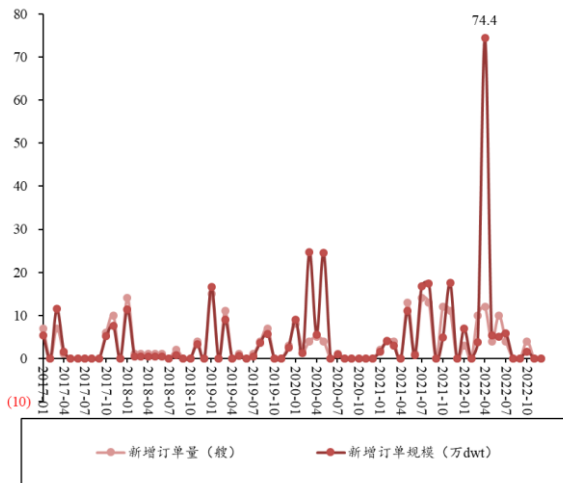
图表 38. 2012-2022 年多用途船和重吊船运力规模变化



资料来源: Clarksons, 中银证券

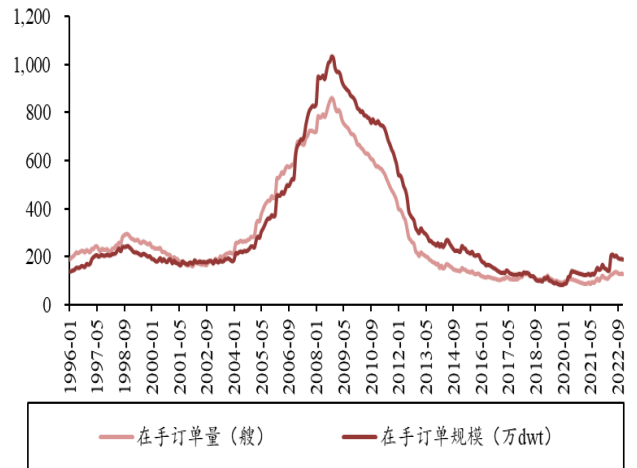
新增订单数量整体较少, 在手订单处于历史低位, 未来运力增长缓慢。近五年除了 2022 年 4 月, 新增订单规模出现一次性明显增加 74.4 万 dwt, 其余时间新增订单数量和规模整体较少。在手订单方面, 截至 2022 年 12 月, 多用途船和重吊船在手订单 128 艘, 合计 188.67 万 dwt, 从 20 多年历史在手订单量和规模来看, 当前多用途船和重吊船在手订单位置处于历史低位, 未来运力增长较为缓慢。

图表 39. 2012-2022 年多用途船和重吊船队数量变化



资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 40. 2012-2022 年多用途船和重吊船运力规模变化



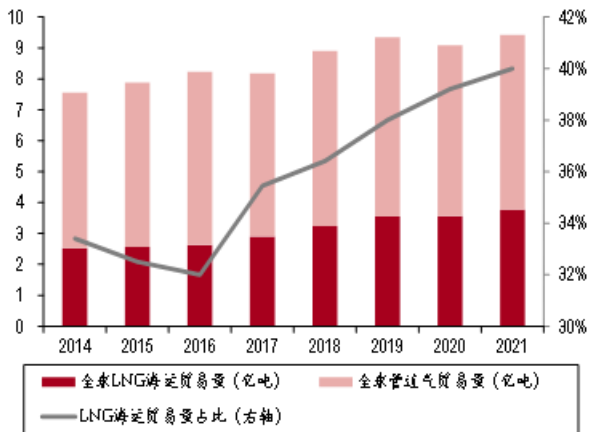
资料来源: Clarksons, 中银证券

三、半潜船和纸浆船：海上钻井市场和风电设备蓬勃发展，纸浆船运力扩张贡献业绩增量

（一）LNG 需求提升助力海上钻井市场发展，海上风电装机持续增长设备需求向好

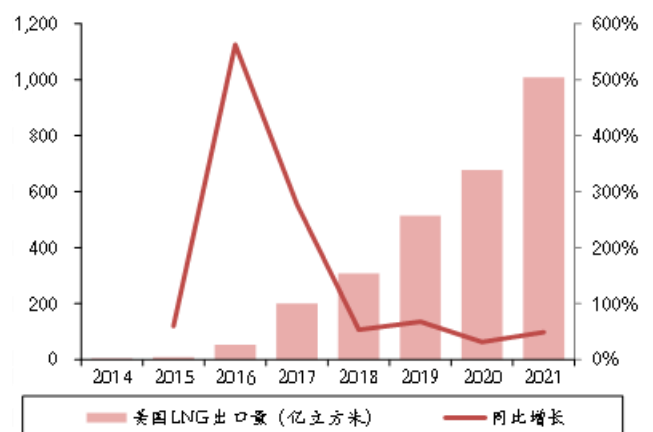
俄乌冲突下为摆脱俄罗斯管道气依赖，欧盟 LNG 需求明显提升，FPSO 海上油气项目投资逐步向好。美国的 LNG 出口自 2016 年开始快速放量，2021 年美国 LNG 出口量达到 1008 亿立方米，约为 2016 年的 20 倍，2017-2021 五年的 CAGR 达到 38.2%。在美国 LNG 出口量大幅增加的同时，全球 LNG 贸易在天然气贸易中的占比也在逐步提升，截至 2021 年，全球 LNG 贸易量达到 3.77 亿吨，在天然气贸易中占比达到 40%，较 2016 年的 32% 提升了 8 个百分点。根据 E-Gas 数据，2022 年 1-9 月，欧盟 16 国 LNG 进口量达到 8742 万吨，较 2021 年同比增长 77.5%，从美国进口的 LNG 达 3669 万吨，接近 2021 年全年的两倍。LNG 需求的提升促进了海上油气项目的投资，根据 Global Data 发布的《2022—2027 年全球 FPSO 行业展望》，预计在 2022-2027 年期间，全球约有 56 艘 FPSO 将开始运营，半潜船未来的运输需求有望提升。

图表 41. 管道气和 LNG 海运贸易量及占比情况



资料来源：IEA，中银证券

图表 42. 美国 LNG 出口量近五年大幅增加



资料来源：EIA，中银证券

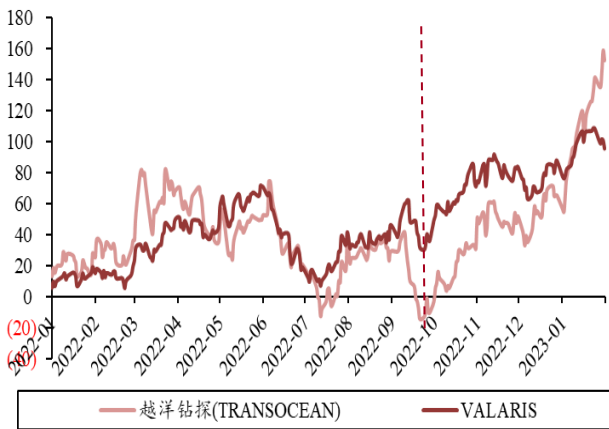
图表 43. 2021 年 1 月至 2022 年 9 月欧盟 16 国 LNG 进口量及美国对欧盟 16 国 LNG 出口量和占比



资料来源：E-Gas，中银证券

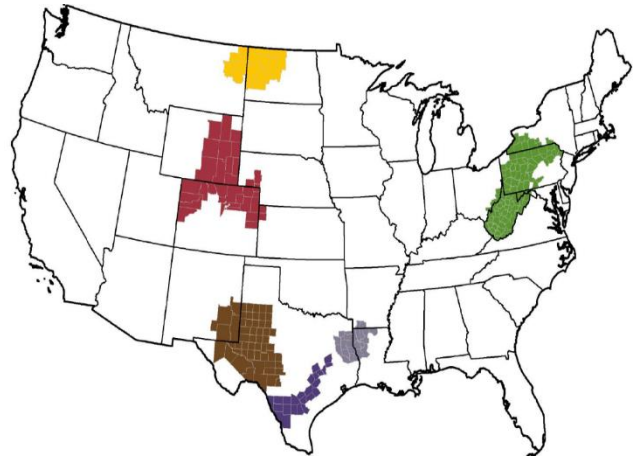
2022 年 Q4 海上钻井平台需求迅速提升，钻井日租金大幅增加，世界最大的海上钻井承包服务商越洋钻探 (Transocean) 股价大幅上涨。美国的页岩油主要区域大部分已被占用，石油公司将钻探转移到海上和海外，据 S&P 全球数据，2022 年 12 月海上钻井日租金突破 40 万美元，海上钻井平台需求的迅速提升促使全球最大的海上钻井承包服务商越洋钻探 (Transocean) 2022 年四季度股价大幅上涨。根据公司披露的半潜船运量数据可知，2022Q4 运量达到 21.15 万吨，创下近年来单季度运量新高，同比大幅增加 254%，也显示出海上钻井平台需求旺盛，公司半潜船运输需求大幅增长。2022 年 H1 公司半潜船业务受油气市场低迷现货市场走低等因素拖累毛利率，我们预计从 2022 年 Q4 开始，公司半潜船或将处于量价齐升的状态，**展望 2023 年，在海上钻井平台需求迅速提升叠加 FPSO 项目投资增加的同时，公司半潜船业务收入和毛利均有望获得明显提升。**

图表 44. 海外钻井相关公司 2022 年 Q4 股价大幅上涨



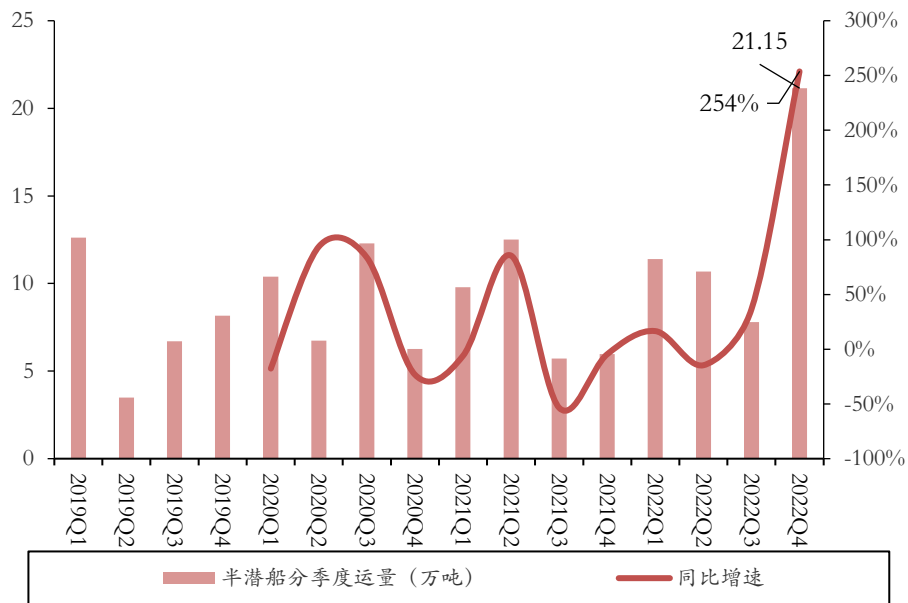
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 美国页岩油七大主要区域



资料来源：EIA，中银证券

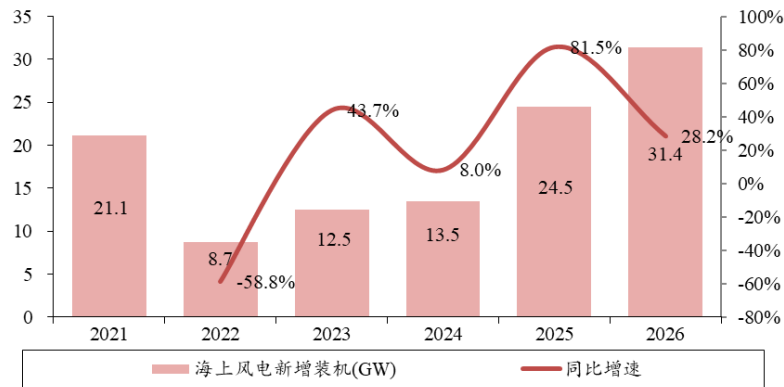
图表 46. 2019-2022 年分季度半潜船运量及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

海上风电需求旺盛，2026 年预计将达到 31.4GW。据 GWEC 数据，在经历 2021 年海风抢装的装机量高点后，2022 年全球海风装机明显有所回落，之后的一直到 2026 年海风新增装机量将持续保持增长，五年复合增速达到 29%，2026 年装机量预计将达到 31.4GW，公司半潜船重要运输货种之一为风电导管架，其需求受益于海上风电装机量的持续增长。

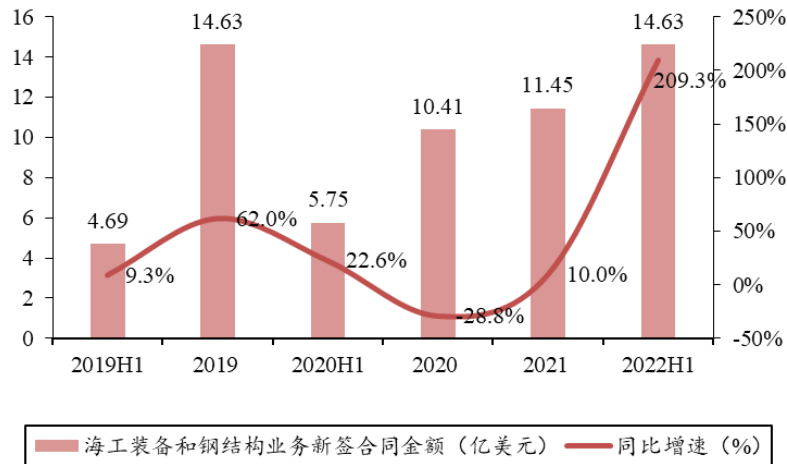
图表 47. 2022-2026 年全球海上风电新增装机容量展望



资料来源: GWEC, 中银证券

国内主要大型海工装备制造企业新签合同大幅增长, 未来或将推动半潜船运输需求增长。根据国内主要大型海工装备制造企业振华重工披露, 2022 年上半年, 公司海工装备和钢结构业务新签合同金额达到 14.63 亿美元, 同比大幅增长 209.3%, 仅去年上半年新签的合同金额已超过 2021 年全年的合同金额, 显示海工装备需求旺盛, 海工新签合同金额大幅增长未来或将部分提升半潜船的运输需求。

图表 48. 国内大型海工装备制造企业新签合同情况



资料来源: 振华重工公司公告, 中银证券

(二) 纸浆进口需求稳中向好, 纸浆船运力大幅投产贡献业绩增量

2020 年纸浆船业务从多用途船中分离, 纸浆进口以长期协议 COA 合同为主, 主要是从南美洲、欧洲、东南亚地区的回程运输。2020 年公司为进一步推进船队结构调整优化, 将纸浆船业务从多用途船业务中分离, 成立纸浆物流项目小组, 并成功启动纸浆全程物流陆海新通道, 开拓了纸浆产业链经营的新局面。公司当前的纸浆运输以 COA 长协为主, 2022 年上半年公司成功与芬兰 METSA FIBRE 等公司签订了长协, 业务规模 and 市场份额持续提升, 同时 COA 合同保证了纸浆运输货量的稳定。当前公司纸浆运输航线主要是从南美洲、欧洲、东南亚地区的回程运输。

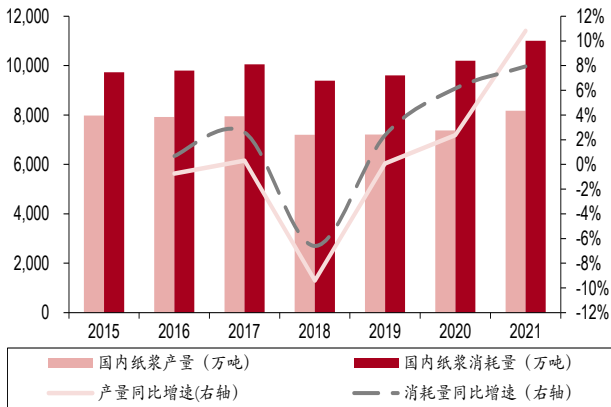
图表 49. 中远海特纸浆船主要运输航线

航线	发班频次/月	装港	卸港
南美东-远东	1-2 班	乌拉圭、巴西	中国:南沙/常熟/上海/青岛/天津 韩国
南美东-西北欧	1 班	乌拉圭、巴西	荷兰、法国、德国、英国
南美东-地中海	1-2 班	乌拉圭、巴西	西班牙、意大利、土耳其
西北欧-远东	1-2 班	芬兰	中国:南沙/常熟/上海/青岛
东南亚-中国/韩国	1-3 班	印尼、越南	中国:南沙/常熟/上海/青岛/镇江 韩国

资料来源: 公司官网, 中银证券

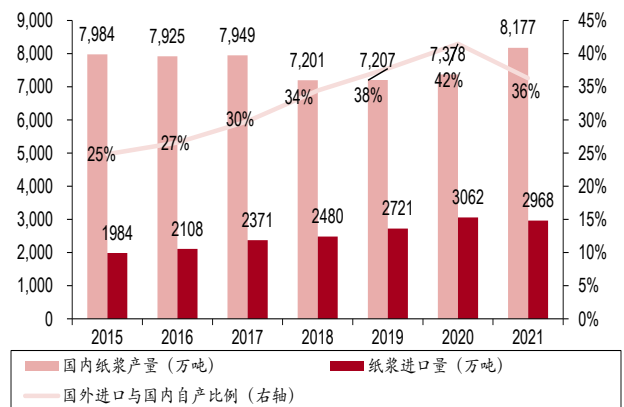
国内纸浆消耗量整体平稳缓慢增长, 国内纸浆产量波动较大, 纸浆进口占比有所提升。2021 年国内纸浆消耗量为 11010 万吨, 同比增长 8%, 2015-2021 年纸浆整体消耗量呈现平稳缓慢增长的趋势。生产一端, 国内纸浆产量波动相对较大, 2015-2021 年纸浆进口需求从 1984 万吨提升到 2021 年 2968 万吨, 与国内自产纸浆的比例也从 25% 提升到 36%, 显示纸浆进口量有扩大趋势。公司 2022 年下半年陆续下水 4 艘纸浆船, 当前纸浆船运力由 2022H1 的 14 艘提升至 18 艘。从公司披露的纸浆船单月运量数据, 2022 年下半年运量明显增长, 2022 年全年达到 399 万吨, 同比增加 58%, 随着 2023 年新增纸浆船运力投入使用, 叠加国内经济复苏纸浆需求稳中向好, 纸浆船业务或将显著为公司提供业绩增量。

图表 50. 2015-2021 国内纸浆产销情况



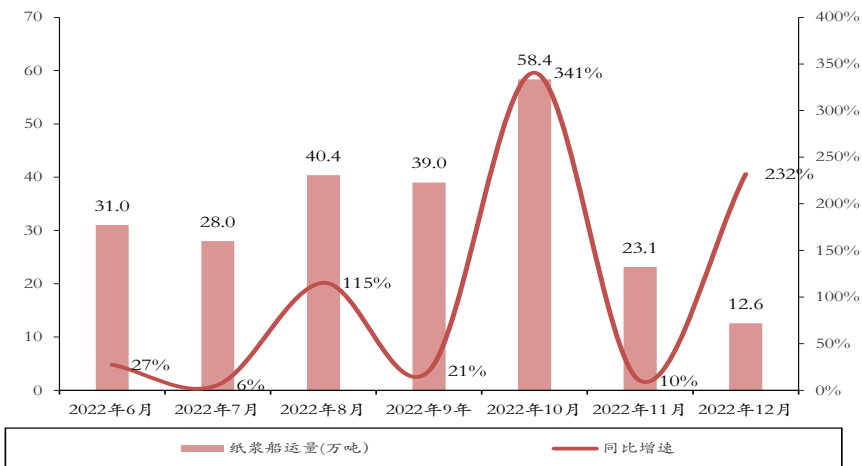
资料来源: 万得, 中银证券

图表 51. 纸浆国内产量与进口量情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 52. 2022 年 6 月-12 月纸浆船运量及增速



资料来源: 公司公告, 中银证券

公司纸浆船和半潜船现有运力规模居世界前列，纸浆船运力“十四五”期间将进一步扩张。根据克拉克森数据统计，公司纸浆船和半潜船的运力规模位居世界前列，2022年公司半年报披露纸浆船运力14艘，截至2022年底，公司披露纸浆船运力已达到18艘（与克拉克森统计有部分差异），较2021年年底13艘，增加5艘，其中4艘是下半年交付使用，展望2023年，我们认为一方面公司纸浆船运力将进一步扩张，另一方面，2022年下半年才交付使用的纸浆船运力将在2023年全年投入使用，考虑到当前纸浆船期租水平仍然较高，未来随着国内经济复苏，纸浆进口需求有望持续向好支撑期租水平，预计2023年纸浆船新船运力投产将会使得公司纸浆船业绩明显放量。

图表 53.全球纸浆船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）

排名	公司名称	船舶拥有数量	合计运力 (万 dwt)
1	Gearbulk	37	211.15
2	Nippon Yusen Kaisha	37	180.49
3	中远海特	27	168.84
4	Grieg Star	28	137.06
5	Nisshin Shipping	30	130.57
6	Westfal-Larsen Mgmt	16	81.41
7	BoCom	1	80.40
8	Taylor Maritime	21	71.49
9	SMT Shipping	15	71.35
10	China Merchants	6	61.69

资料来源：Clarksons，中银证券

注：上述多用途船排名和运力规模以 Clarksons 数据为统计口径，考虑到公司租入部分船舶，实际数据或与公司披露有所差距

图表 54.全球半潜船运力规模排名（截至 2022 年 12 月）

排名	公司名称	船舶拥有数量	合计运力 (万 dwt)
1	Shanghai Zhenhua	17	93.86
2	Boskalis	13	67.71
3	中远海特	11	53.22
4	China Rescue & Salv	10	31.66
5	Greenland Heavylift	4	25.72
6	Subsea 7	5	25.34
7	Spliethoff	10	18.25
8	ZPMC Red Box	4	16.07
9	Shanghai Zhixian	3	13.74
10	CCCC Group	3	11.29

资料来源：Clarksons，中银证券

注：上述多用途船排名和运力规模以 Clarksons 数据为统计口径，考虑到公司租入部分船舶，实际数据或与公司披露有所差距

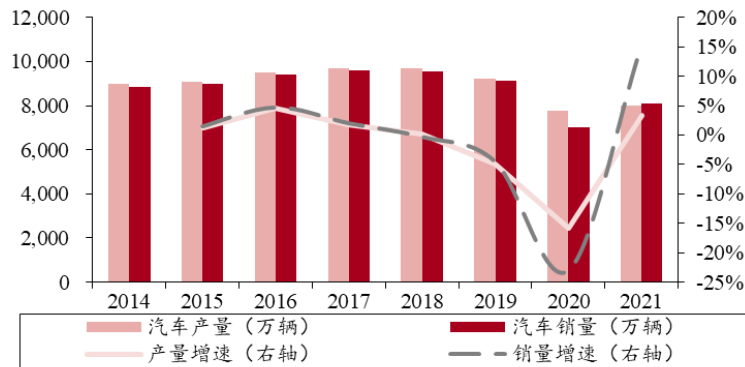
四、汽车船：国产汽车出口不断超预期，汽车船运力难以匹配出口需求

（一）新冠疫情致全球汽车产销量下降，供应链优势助力中国市场份额稳步提升

2020年新冠疫情致使全球汽车产销大幅下降，2021年全球汽车产销有所恢复。据OICA统计，2019年受市场需求影响，全球汽车产销量分别为9217.6万辆和9135.8万辆，同比下降4.8%和4.5%；2020年，在新冠疫情影响下，全球汽车产销量进一步同比下滑15.8%和23.1%，销量较产量下降幅度更大；2021年，全球汽车生产情况小幅恢复，同比增加3.1%至8014.6万辆，销量在2020年低基数情况下同比增长15.3%至8105.0万辆，主要汽车生产国中国生产汽车2608.2万辆，占全球32.5%。

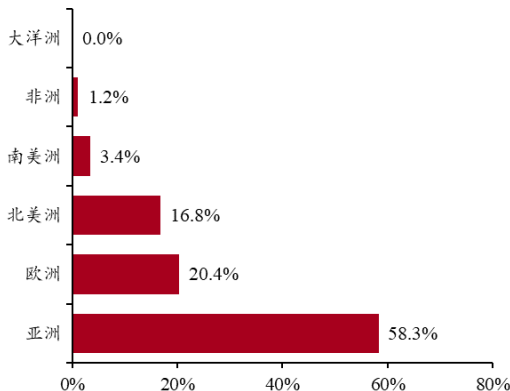
从全球汽车产量分布看，中国是最大的汽车生产国，疫情影响下中国由于供应链优势市场份额进一步集中。根据OICA的数据，2021年，全球汽车生产90%以上都集中于亚洲、欧洲及北美三大洲，其中亚洲汽车生产产量占全球58.3%，欧洲占比20.4%，北美洲占比16.8%。2020年疫情影响下，全球汽车产量大幅下降15.8%，但凭借供应链稳定的优势，我国汽车产量于当年小幅下降2.0%，占世界产量比例从2019年的27.9%上升至32.5%，2021年占比较2020年基本持平，连续13年蝉联全球第一，全球汽车生产份额进一步向中国集中。

图表 55. 2014-2021 年全球汽车产销量及增速



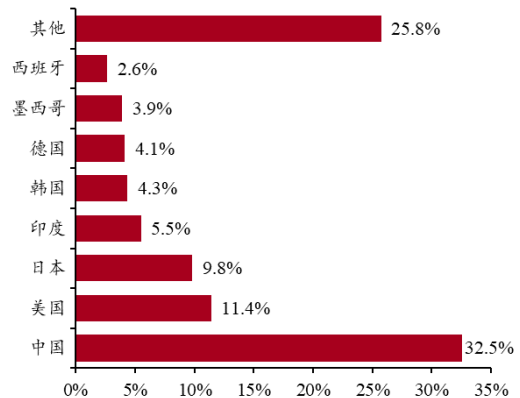
资料来源：OICA，中银证券

图表 56. 2021 年全球汽车生产格局（分地区）



资料来源：OICA，中银证券

图表 57. 2021 年全球汽车生产格局（分国家）

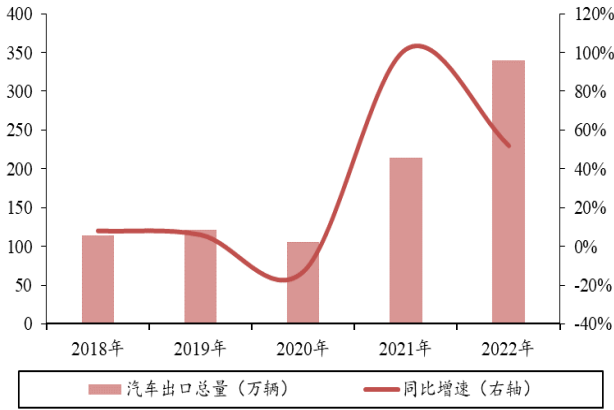


资料来源：OICA，中银证券

(二) 2021年出口增速高达102%，2022年出口量位居全球第二

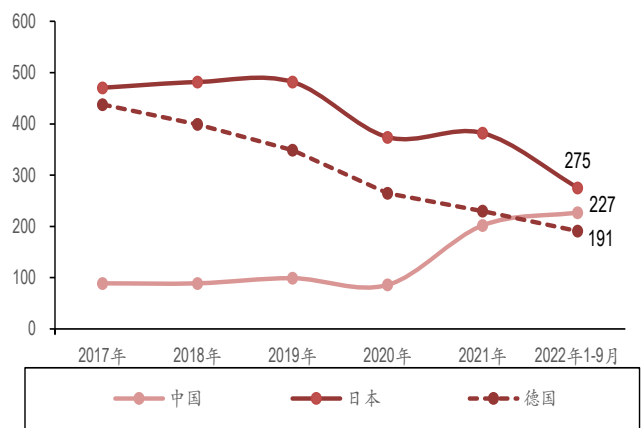
中国汽车出口市场近两年实现较强增长，2021年汽车出口量实现翻倍，2022年同比增长超过50%。2020年，随着新冠疫情的爆发，中国汽车产业链的韧性较强优势得到充分体现，中国汽车出口市场近两年表现超强增长。2021年中国汽车出口销量为213.8万台，同比增长102%，为世界汽车出口数量排名第三的国家，仅次于日本和德国，2022年，中国汽车出口量达340万辆，同比增长59.0%，2022年前八个月，我国汽车出口量首次超越德国，仅次于日本，2022年虽在4月份受上海疫情扰动，但汽车出口整体表现出较强韧性。

图表 58. 2018 年至 2022 年中国汽车出口情况



资料来源：乘联会，中银证券

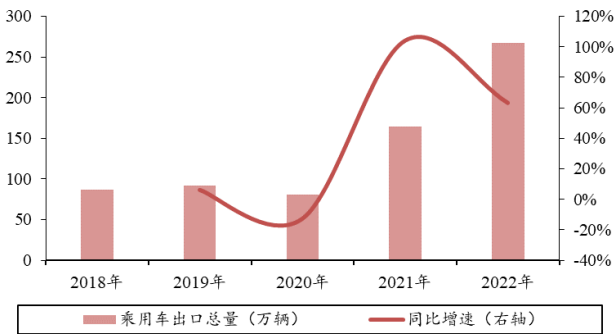
图表 59. 2017 年至 2022 年 1-9 月中日德汽车出口量 (万辆)



资料来源：乘联会，德国汽车工业协会，日本汽车工业协会，中银证券

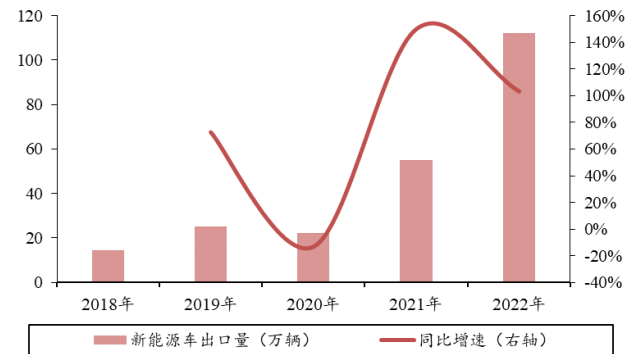
汽车出口以乘用车为主，新能源车出口异军突起。2021年乘用车出口量达到164.0万台，同比增长104%，占汽车出口的76.7%，同期新能源车出口达到55.1万台，同比增长150%，乘用车中新能源车出口占比为33.6%。2022年乘用车出口量为267.6万台，同比增长63%，占汽车出口的78.7%，相较2021年提升了2.0pct，同期新能源车出口为112.1万台，同比增长103%，乘用车中新能源车出口占比为39.5%，较2021年提升了5.9pct。总体来看，汽车出口主要以乘用车为主，同时新能源车出口保持强势增长，其出口量在乘用车出口量占比中逐步提升。我们认为未来受益于新能源车的快速渗透和放量，其出口将成为乘用车乃至汽车出口的核心推动力，汽车出口有望继续保持强势。

图表 60. 2018 年至 2022 年国内乘用车出口情况



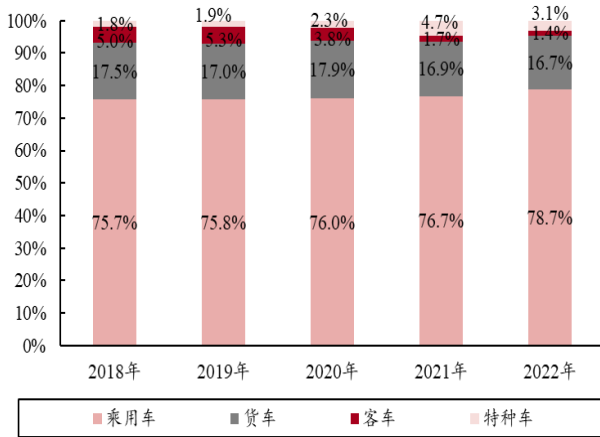
资料来源：乘联会，中银证券

图表 61. 2018 年至 2022 年国内新能源车出口情况



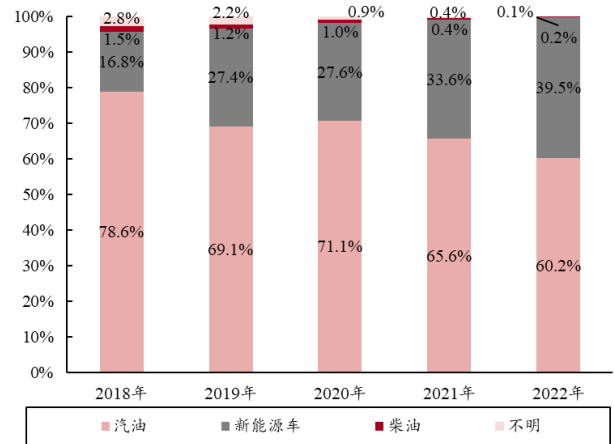
资料来源：乘联会，中银证券

图表 62. 2018 年-2022 年国内汽车出口结构



资料来源：乘联会，中银证券

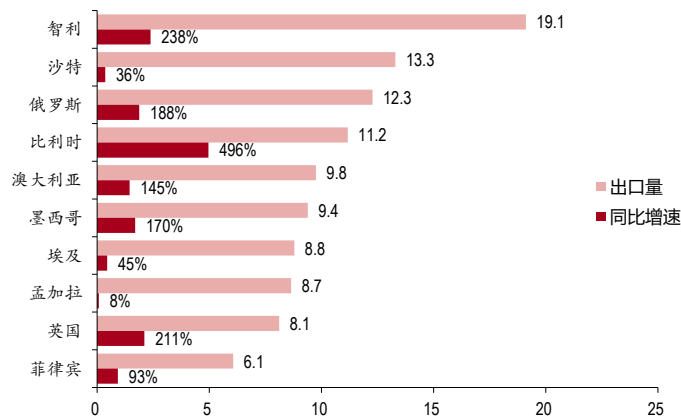
图表 63. 2018 年至 2022 年国内乘用车出口结构



资料来源：乘联会，中银证券

从出口国家来看，中国对智利的出口量最大，对比利时的出口增速最快。乘联会数据显示，2021 年，中国汽车整车累计出口排名前十位的国家依次是智利、沙特、俄罗斯、比利时、澳大利亚、墨西哥、埃及、孟加拉、英国和菲律宾。与上年相比，对智利出口量从 2020 年的第四位上升到了 2021 年的第一位，对比利时的出口增长接近 5 倍，整体来看，对拉丁美洲和欧洲的出口明显增加。

图表 64. 2021 年中国汽车整车累计出口量排名前十国家（万辆）



资料来源：乘联会，中银证券

从中国汽车出口结构来看，我国向六大洲均有出口，2022 年，亚洲是中国出口第一大市场，占整体出口量的 35.3%。国产汽车在亚洲、欧洲和北美洲的市占率普遍不高于 6%，在南美洲和大洋洲的市占率略高于 10%。市占率上来看，在非洲的市场占有率远超上述几大市场，且逐年攀升，从 2018 年到 2021 年，市占率从 13.4% 提升至 21.5%。可以看出，从 2018 年到 2021 年，在全球各个市场中国国产汽车的占比均有提升，在南美洲、大洋洲和非洲的占比提升显著，中国汽车的竞争力正在逐渐凸显。

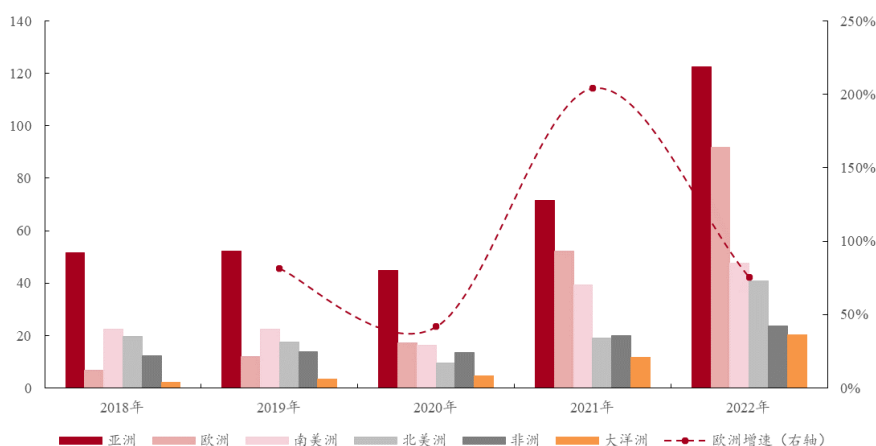
图表 65. 2018-2021 年中国汽车出海销量与当地市占率统计情况

区域	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
亚洲	3.6%	3.8%	3.9%	5.8%
欧洲	0.3%	0.6%	1.1%	3.3%
北美洲	0.9%	0.9%	0.6%	1.1%
南美洲	5.5%	5.7%	5.8%	12.9%
大洋洲	1.9%	3.2%	5.3%	11.6%
非洲	13.4%	15.8%	20.5%	21.5%

资料来源：中汽协，OICA，中银证券

欧洲是汽车出口的主要地区，近年增量贡献明显。根据乘联会数据，2020 年对欧洲的汽车出口量还只有 17.2 万辆，到 2021 年出口量同比大增 204% 至 52.3 万辆，一跃成为我国汽车出口的第二大地区，近三年国内汽车对欧洲的出口量一直保持高速增长，2019 年和 2020 年分别同比增长 82%、42%。2022 年，对欧洲的汽车出口量为 91.8 万辆，在汽车总出口当中的占比为 26.5%，这一数字较 2019 年的 10.0% 提升了 16.5 个百分点，不难看出欧洲等发达地区对国内汽车出口的增量贡献明显。

图表 66. 2018 年至 2022 年中国汽车出口分地区销量（万辆）



资料来源：乘联会，中银证券

我们分析，近几年中国汽车出口市场蓬勃发展主要原因有以下几点：

中国汽车制造成本优势和中国车企海外市场的拓展。由于生产成本及人力资源等问题，全球汽车生产开始从发达国家（地区）转向发展中国家（地区），在 2022 年欧洲能源危机下显得更加突出。随着中国等亚洲国家经济发展，亚洲汽车市场需求增大，亚洲总体经济、技术环境有利于汽车企业的生产销售，全球汽车生产中心向亚洲地区转移。而对于印度等国及东南亚各国政治、技术等限制因素，使得他们的产业承接力不足，而中国整体政策环境友好，产业链完整，下游市场潜力较大，未来依旧是全球汽车制造的中心国家。在 2018 年中国汽车销量首次下滑，中国车企开始意识到海外市场对于增长的重要性，部署出海计划，并在 2-3 年后开始兑现。

新能源车出口放量，中国具有新能源车供应链的主导地位。2022 年前 10 月中国新能源车出口已达到 2019 年全年的 3 倍多，中国新能源车制造商的核心竞争力在于电池，尤其是电池所需的原材料数量中国占据主导地位。中国的正极材料、负极材料、电解液、隔膜等四大主要新能源电池材料及零部件产量均居世界第一。据国际能源署(IEA)的报告，全球 35% 的镍、50% 的锂、60% 的钴和 90% 的稀土元素是由中国进行加工。此外，7 家阴极制造公司产量前 3 名中有 2 家来自中国；全球最大的 6 家阳极制造商都是中国企业，占全球产能的 2/3。

国内出台多项政策支持汽车出口。国务院发布《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》，鼓励通过境外设厂等方式，加快自主品牌汽车走向国际市场。同时该文件明确指出政府将通过多种方式，扶持车企走向海外市场，包括完善财税支持政策、发挥优惠贷款作用、加大金融支持力度、扩大融资资金来源、发挥人民币国际化积极作用、增加股权投资来源、加强和完善出口信用保险等等。

图表 67. 《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》推动汽车出口具体内容

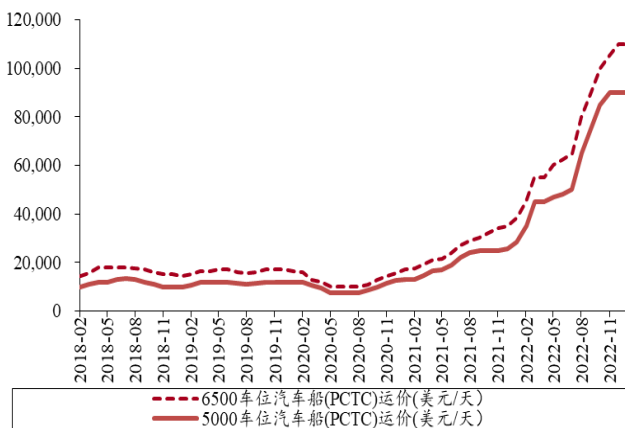
政策	具体内容
	积极开拓发展中国家汽车市场，推动国产大型客车、载重汽车、小型客车、轻型客车出口
《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》	在市场潜力大、产业配套强的国家设立汽车生产厂和组装厂，建立当地分销网络和维修维护中心，带动自主品牌汽车整车及零部件出口，提升品牌影响力
推动汽车出口具体内容	鼓励汽车企业在欧美发达国家设立汽车技术和工程研发中心，同国外技术实力强的企业开展合作，提高自主品牌汽车的研发和制造技术水平

资料来源：中汽协，中银证券

（三）汽车滚装船运力增量有限，2021年后汽车船运价急剧上升

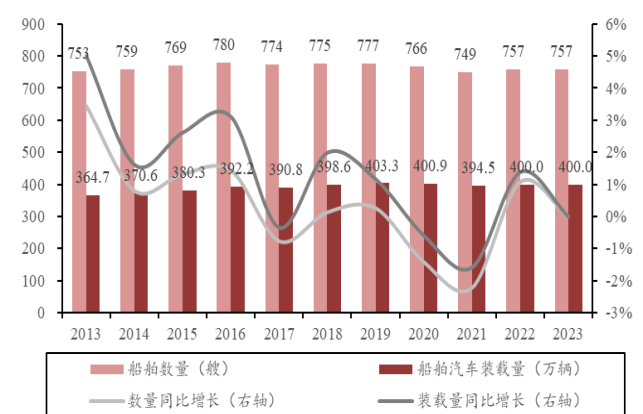
汽车船运价大幅上涨，汽车船海运明显受益。据克拉克森航运数据库，6500 车位汽车船和 5000 车位汽车船在 2023 年 1 月的运费分别达到了 110000 美元/天、90000 美元/天，而 2020 年 5 月受疫情影响两种汽车船的运费仅为 10000 美元/天、7500 美元/天，2022 年 12 月，受益于汽车出口的高景气度，PCTC 两种船型运价较年初上涨超过 100%，6500 车位和 5000 车位的汽车船运价分别是 2020 年低点运价的 11 倍和 12 倍。

图表 68. 汽车船运价在 2021 年之后大幅上涨



资料来源：Clarksons，中银证券

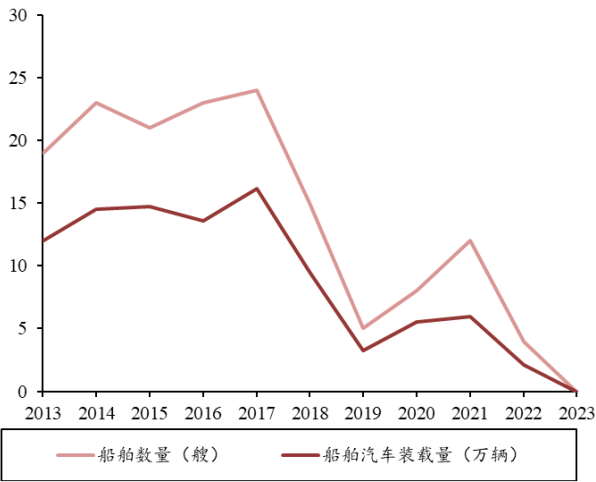
图表 69. 近十年汽车船总运力规模（2023 年截至 2 月）



资料来源：Clarksons，中银证券

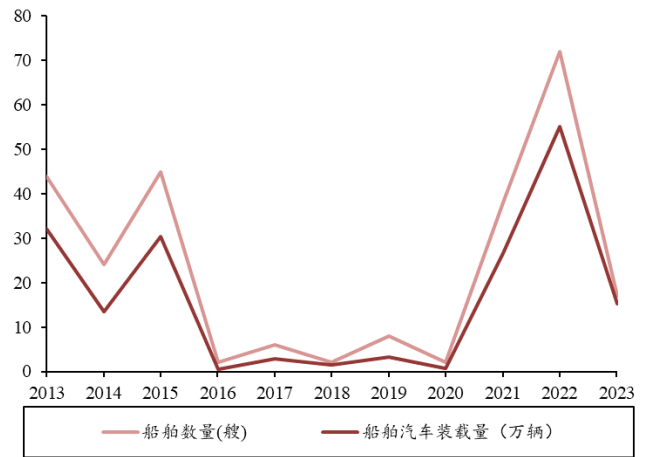
全球汽车船总运力近十年变化较小，新船交付量处于低位，汽车船供给偏紧。截至 2022 年末，汽车船数量为 757 艘，相较 2021 年末增加 8 艘，汽车船汽车装载量为 400.0 万辆，相较 2021 年末增长 5.5 万辆，总体来看，近十年汽车船的运力变化不大。新船交付数量在 2019-2022 年分别为 5 艘、8 艘、12 艘、4 艘，交付水平较低的原因在于 2016-2020 年汽车船新增订单量较少，5 年新增订单合计仅为 20 艘，截至 2023 年 2 月，汽车船在手订单 128 艘，运力规模 97.8 万车，2021 年和 2022 年新船订单有所增加，但考虑到 2 年左右的交付时间，预计汽车船整体供给在未来 1-2 年仍偏紧。

图表 70. 近十年汽车船当年交付量 (2023 年截至 2 月)



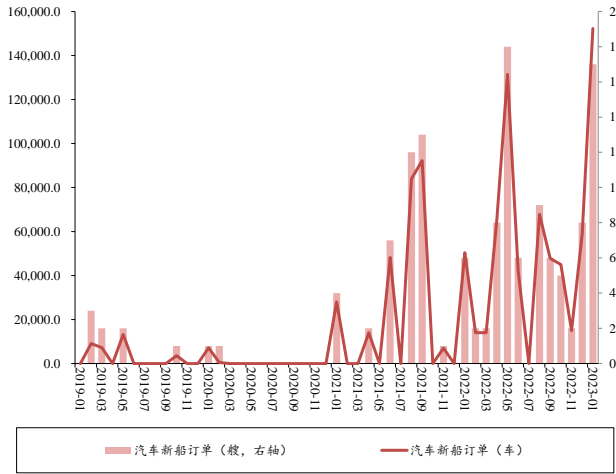
资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 71. 近十年汽车船当年新增订单量 (2023 年截至 2 月)



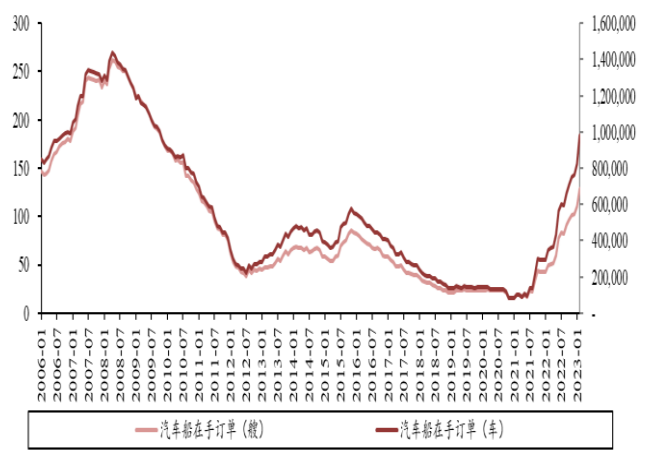
资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 72. 2019 年至 2023 年 1 月汽车船单月新增订单情况



资料来源: Clarksons, 中银证券

图表 73. 2006 年至 2023 年 2 月汽车船在手订单情况



资料来源: Clarksons, 中银证券

全球汽车船运力主要集中在欧洲和日韩, 国内汽车船运力规模较小, 汽车船运力难以匹配汽车出口需求。跟据中汽协公布的数据, 2022 年前八个月, 我国汽车出口量已经超过德国跃居世界第二, 而根据日本汽车工业协会数据, 2022 年前三季度日本汽车出口量 275 万辆, 同比下降 3.4%, 未来随着我国新能源汽车出口放量叠加我国汽车供应链整体优势, 汽车出口量有望超越日本升至世界第一, 作为汽车出口大国, 我国当前汽车船运力占比较低。根据克拉克森的统计数据, 世界第一大汽车船船东是来自挪威的华伦威尔森, 2022 年末其运力规模占总运力规模的 13%, 前十大汽车船船东没有一家来自中国, 来自日本的三家船东合计运力占比为 24%, 来自韩国的两家船东合计运力占比约 10%, 国内船东的汽车船整体运力规模合计不足 2%, 当前我国汽车船运力较难匹配我国汽车出口需求, 国内汽车船运力提升空间较大。我们认为未来随着我国汽车船供给端的产能释放叠加汽车出口需求较为旺盛, 相关公司有望受益。

图表 74. 全球汽车船自有船舶拥有数量排名（截至 2022 年 12 月）

排名	公司名称	所属国家	船舶拥有数量	合计运力 (万 dwt)	运力占比 (%)
1	Wallenius Wilhelmsen	挪威	74	176.7	13.1
2	Ray Car Carriers	以色列	61	117.1	8.7
3	Nippon Yusen Kaisha	日本	60	117.3	8.7
4	K-Line	日本	60	97.5	7.2
5	Mitsui OSK Lines	日本	60	108.9	8.1
6	Leif Hoegh & Co	丹麦	37	86.1	6.4
7	Cido Shipping	韩国	37	63.7	4.7
8	Hyundai Motor Group	韩国	32	68.2	5.1
9	Grimaldi Group	意大利	25	44.5	3.3
10	Zodiac Maritime	摩纳哥	22	38.9	2.9
18	招商轮船	中国	12	9.3	0.7
31	中远海特	中国	5	6.9	0.5
-	长久物流	中国	1	-	-

资料来源: Clarksons, 中银证券

注: 上述汽车船排名和运力规模以 Clarksons 数据为统计口径

比亚迪等整车厂商进军汽车船领域，未来车企与航运企业或积极探索新运营模式。近年来国内汽车出口量快速增长，而整车厂商却面临着汽车船运力紧张、运价高涨的挑战，为积极开拓海外市场，比亚迪于 2022 年年底宣布将造船组建自有船队。虽然整车主机厂商为加强自身出海供应链选择自造汽车船，但由于本身航运运营经验匮乏，回程面临空放等效率损失，未来车企或将与航运企业探索新的运营模式，即整车厂商或将自有汽车船交给专业的拥有滚装船相关业务的航运公司经营，对于汽车滚装船船东而言，整车厂商的绑定使得自身汽车船的运输需求获得保障，未来“国车国运”或将使现有的汽车海运格局发生显著的变化，国内滚装船船东市占率有望逐步提升，公司有望在新一轮的汽车海运变化格局中显著受益。

五、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

①**多用途船及重吊船业务**：由于集运运价大幅回落，受集运溢出效应影响多用途及重吊船运价出现回落，但当前仍处于较高位置，集运当前运价已接近疫前水平，我们预计未来集运溢出效应将逐步减弱，而未来风电设备及工程设备出口持续向好，将对多用途及重吊船运价形成支撑，基于此，我们假设 2022-2024 年多用途船业务期租水平为 23000/21000/20500 美元/天，对应 2022-2024 年多用途船业务收入为 32.27/30.85/30.50 亿元；假设 2022-2024 年重吊船业务期租水平为 23500/21500/21000 美元/天，对应 2022-2024 年重吊船业务收入为 19.87/18.81/18.54 亿元。

②**半潜船业务**：考虑风电设备出口持续向好叠加海上油气开采步入新一轮景气区间，基于此，我们假设 2022-2024 年半潜船业务期租水平为 36000/50000/55000 美元/天，对应 2022-2024 年半潜船业务收入为 20.70/24.41/27.88 亿元。

③**纸浆船业务**：我们看好公司“纸浆船改汽车船”业务的业绩弹性的同时考虑到公司船队规模仍在持续扩张，我们假设 2022-2024 年纸浆船业务期租水平为 26996/35095/38605 美元/天，对应 2022-2024 年纸浆船业务收入为 16.57/27.93/32.30 亿元。

④**汽车船业务**：自营汽车滚装船业务方面，2023 年预计 5 艘滚装船会有部分内贸转移到外贸，期租水平将会有明显提高，假设 2022-2024 年汽车船业务期租水平为 16944/25416/27957 美元/天，我们预计 2022-2024 年公司自有汽车船业务收入为 4.67/5.61/5.89 亿元。

合营企业广州远海方面，预计其汽车船船队规模将在未来几年大幅提升且受益于中国汽车出口的高景气度，而合营企业不并表的情况下，**预计 2024 年下半年随着 15 艘汽车船交付带来的效益将体现在公司投资收益里面**。合营企业权益比例为 42.5%，2024 年下半年交付的 15 艘汽车船假设全年航行率 50%，2025 年上半年预计剩余 6 艘会陆续交付，假设这六艘汽车船航行率 75%，营运天数假设为 330 天，美元兑人民币汇率假设为 6.7，2024-2025 年汽车船期租水平假设为 75000/70000 美元/天（当前 Clarksons 最新运价为 11.5 万美元/天）保本点为 30000 美元/天，**经过我们测算，2024 年和 2025 年将为公司贡献 3.17 亿元和 7.33 亿元投资收益。**

⑤**木材船及沥青船业务**：木材船及沥青船业务当前占公司主营业务比重较小，我们假设 2022-2024 年木材船业务收入增速为 22%/2%/2%，对应 2022-2024 年木材船业务收入为 5.61/5.72/5.83 亿元；假设 2022-2024 年沥青船业务收入增速为 20%/2%/2%，对应 2022-2024 年沥青船业务收入为 3.76/3.84/3.92 亿元。

⑥**其他业务**：假设 2022-2024 年公司其他业务的增速为 10%/10%/5%，对应 2022-2024 年收入为 6.52/7.18/7.53 亿元。

图表 75. 公司收入拆分及预测

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	82.66	70.40	87.53	109.97	124.35	132.41
yoy(%)	9.06	-14.83	24.33	25.63	13.08	6.48
多用途船收入	29.26	22.38	29.24	32.27	30.85	30.50
yoy(%)	0.55	-23.51	30.65	10.36	(4.39)	(1.15)
重吊船收入	13.92	12.78	15.98	19.87	18.81	18.54
yoy (%)	0.87	-8.19	25.04	24.33	(5.34)	(1.41)
半潜船收入	19.97	13.25	13.60	20.70	24.41	27.88
yoy (%)	31.12	-33.65	2.64	52.18	17.95	14.22
纸浆船收入		5.25	10.55	16.57	27.93	32.30
yoy(%)			100.95	57.02	68.61	15.64
汽车船收入	3.91	3.79	4.50	4.67	5.61	5.89
yoy(%)	13.66	-3.07	18.73	3.78	20.05	5.01
木材船收入	5.21	4.03	4.60	5.61	5.72	5.83
yoy (%)	0.97	-22.65	14.14	22.06	1.90	1.92
沥青船收入	4.52	4.49	3.13	3.76	3.84	3.92
yoy (%)	13.85	-0.66	-30.29	19.99	2.17	2.18
其他业务收入	5.87	4.43	5.93	6.52	7.18	7.53
yoy(%)	15.32	-24.53	33.86	10.00	10.00	5.00

资料来源：公司公告，中银证券

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 109.97/124.35/132.41 亿元，同比增长 25.6%/13.1%/6.5%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 7.77/15.11/19.68 亿元，同比增长 158.7%/94.4%/30.3%，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.36/0.70/0.92 元/股，对应 19.0/9.8/7.5 倍 PE。

图表 76. 合营企业广州远海对公司贡献的投资收益测算

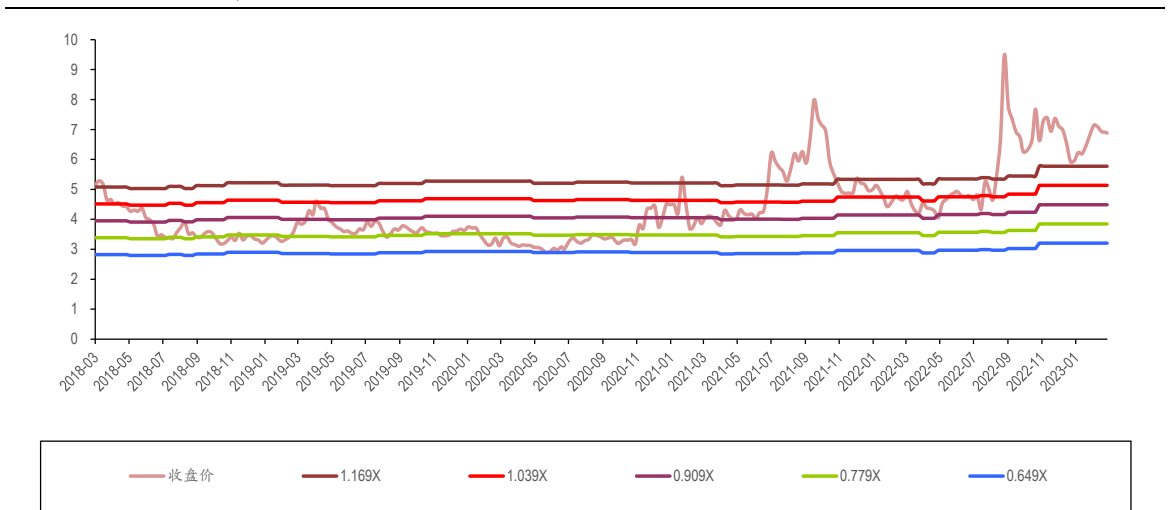
测算假设与结果	2024E	2025E
权益比例	42.5%	42.5%
美元兑人民币汇率	6.7	6.7
运营天数(天)	330	330
运力交付时间	15 艘下半年交付	6 艘预计于上半年交付
期租水平(美元/天)	75000	70000
保本点(美元/天)	30000	30000
预计增加投资收益(亿元)	$15*50%*42.5%*330*6.7*(75000-30000)/100000000=3.17$	$(15*100%+6*75%)*42.5%*330*6.7*(70000-30000)/100000000=7.33$

资料来源：公司公告，中银证券

(二) 估值

由于公司所处的航运行业波动较大，因此在对公司进行估值分析时我们选用 PB 估值方法，公司近五年 PB 估值中值水平为 0.91 倍，我们看好公司在这一轮汽车船向上周期中作为全球特种船运输龙头享受到的估值溢价，我们预计公司 2022-2024 的 PB 为 1.5 倍、1.3 倍、1.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 77. 公司近五年 PB band



资料来源：万得，中银证券
股价截至 2023 年 2 月 28 日

图表 78. 盈利预测与估值数据

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	82.66	70.40	87.53	109.97	124.35	132.41
yoy(%)	9.11	(14.8)	24.3	25.6	13.1	6.5
归母净利润	1.01	1.25	3.00	7.77	15.11	19.68
yoy(%)	17.3	24.3	139.4	158.7	94.4	30.3
每股收益(EPS)	0.05	0.06	0.14	0.36	0.70	0.92
销售毛利率 (%)	14.6	15.0	21.9	22.8	25.8	27.0
销售净利率 (%)	1.2	1.8	3.4	7.1	12.2	14.9
净资产收益率 (ROE, %)	1.05	1.31	3.12	7.67	13.61	15.92
市盈率(P/E)	146.33	117.72	49.18	19.01	9.77	7.50
市净率(P/B)	1.53	1.55	1.53	1.46	1.33	1.19

资料来源: 公司公告, 中银证券
 股价截至 2023 年 2 月 28 日

六、风险提示

- 1.多用途及重吊船景气度下行风险。**多用途船和重吊船部分受集运溢出效应影响，运价较高点明显回落，虽然当前集运运价已跌至接近疫情前水平，但若风电设备及工程设备等对多用途船和重吊船的运价支撑力度不及预期，或将对公司盈利产生不利影响。
- 2.燃油价格上涨风险。**公司主要从事的海上运输业务成本受燃油价格影响较大，燃油价格上涨将会提高公司整体的经营成本，从而影响公司的盈利状况。
- 3.全球海上风电装机量不及预期。**公司运输的机械设备中风电设备占比较高，若全球海上风电装机量不及预期将使得风电设备出口量下降，影响公司多用途船及重吊船、半潜船等船型的运输需求。
- 4.国内汽车出口不及预期。**公司合营企业广州远海 2022 年新签大量汽车船新船订单，未来若国内汽车出口不及预期将对汽车船运价和运量产生不利影响。
- 5.纸浆进口需求不及预期。**公司纸浆船业务未来有大量新船产能投入，未来若纸浆进口需求不及预期或将对纸浆船运价形成部分压力，影响公司纸浆船业务的盈利水平。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,040	8,753	10,997	12,435	13,241
营业收入	7,040	8,753	10,997	12,435	13,241
营业成本	5,984	6,836	8,486	9,228	9,669
营业税金及附加	28	28	28	31	33
销售费用	45	48	53	60	64
管理费用	551	638	692	783	834
研发费用	22	39	30	34	36
财务费用	330	259	275	283	273
其他收益	2	1	2	2	2
资产减值损失	(110)	(517)	(510)	(100)	(100)
信用减值损失	13	7	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	61	4	80	80	80
公允价值变动收益	10	3	60	60	60
投资收益	29	48	10	30	347
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	453	1,054	2,068	2,700
营业外收入	90	26	20	20	20
营业外支出	23	12	1	1	1
利润总额	151	466	1,073	2,087	2,719
所得税	25	160	272	529	689
净利润	126	307	801	1,558	2,029
少数股东损益	1	6	24	47	61
归母净利润	125	300	777	1,511	1,968
EBITDA	1,189	1,597	2,351	3,407	3,779
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.06	0.14	0.36	0.70	0.92

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,314	4,486	5,227	6,644	8,742
现金及等价物	1,514	1,914	2,405	3,565	5,619
应收帐款	312	516	524	652	600
应收票据	25	12	35	18	38
存货	345	455	538	541	589
预付账款	554	802	881	949	969
合同资产	271	516	461	601	512
其他流动资产	293	273	384	318	416
非流动资产	18,263	18,448	19,497	18,974	18,366
长期投资	2,083	2,040	2,190	2,270	2,350
固定资产	15,132	13,477	13,147	12,609	11,988
无形资产	309	102	96	98	100
其他长期资产	738	2,829	4,065	3,997	3,928
资产合计	21,577	22,934	24,725	25,618	27,109
流动负债	4,369	5,777	5,810	5,870	5,975
短期借款	1,441	1,248	1,272	1,000	1,000
应付账款	1,310	1,703	2,037	2,030	2,232
其他流动负债	1,618	2,826	2,501	2,840	2,743
非流动负债	7,644	7,504	8,738	8,554	8,614
长期借款	5,529	4,647	4,664	4,600	4,600
其他长期负债	2,116	2,858	4,074	3,954	4,014
负债合计	12,013	13,281	14,548	14,424	14,589
股本	2,147	2,147	2,147	2,147	2,147
少数股东权益	21	25	49	96	157
归属母公司股东权益	9,543	9,628	10,127	11,098	12,363
负债和股东权益合计	21,577	22,934	24,725	25,618	27,109

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	126	307	801	1,558	2,029
折旧摊销	877	942	1,173	1,228	1,295
营运资金变动	(360)	(39)	192	(141)	169
其它	661	476	888	87	(50)
经营活动现金流	1,305	1,686	3,054	2,731	3,443
资本支出	(436)	(842)	(2,606)	(713)	(713)
投资变动	(251)	(457)	(70)	(10)	(10)
其他	385	687	70	100	417
投资活动产生的现金流	(302)	(612)	(2,606)	(623)	(306)
银行借款	1,624	(1,075)	41	(336)	0
股权融资	35	(1,324)	(278)	(540)	(704)
其他	(2,006)	1,808	279	(72)	(379)
筹资活动现金流	(347)	(591)	42	(948)	(1,082)
净现金流	655	483	491	1,160	2,054

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(14.8)	24.3	25.6	13.1	6.5
营业利润增长率(%)	(72.6)	437.2	132.9	96.1	30.6
归属于母公司净利润增长率(%)	24.3	139.4	158.7	94.4	30.3
息税前利润增长(%)	7,805.9	109.6	79.9	85.0	14.0
息税折旧前利润增长(%)	29.4	34.3	47.2	44.9	10.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	24.3	139.4	158.7	94.4	30.3
获利能力					
息税前利润率(%)	4.4	7.5	10.7	17.5	18.8
营业利润率(%)	26.3	25.7	25.5	25.5	25.6
毛利率(%)	15.0	21.9	22.8	25.8	27.0
归母净利润率(%)	1.8	3.4	7.1	12.2	14.9
ROE(%)	1.3	3.1	7.7	13.6	15.9
ROIC(%)	1.2	1.9	3.7	6.9	8.2
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.7	0.7	0.7	0.5	0.3
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	11.0	21.2	21.2	21.2	21.2
应付账款周转率	4.4	5.8	5.9	6.1	6.2
费用率					
销售费用率(%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
管理费用率(%)	7.8	7.3	6.3	6.3	6.3
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	4.7	3.0	2.5	2.3	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.4	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.8	1.4	1.3	1.6
每股净资产(最新摊薄)	4.4	4.5	4.7	5.2	5.8
每股股息	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	117.7	49.2	19.0	9.8	7.5
P/B(最新摊薄)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	18.4	14.9	12.2	8.0	6.6
价格/现金流(倍)	11.3	8.8	4.8	5.4	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371