

2023年05月03日
招商轮船(601872.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

航运

百年航运龙头，奋楫长风破浪

招商轮船以油气运输和干散货运输为双核心，布局油、散、气、车、集全业态发展。公司前身为1872年成立的轮船招商局，经过多年发展，公司已形成以油气运输和干散货运输为双核心的油、散、气、车、集全船型船队布局，兼具成长性和穿越周期能力。截至2022年12月31日，公司自有各类船舶共219艘，合计达3744.69万载重吨。其中油运、散货船队规模稳居世界前五，自有VLCC及VLCC数量均为世界第一。LNG船队服务于重大LNG项目，拥有丰富的国际LNG海上运输运作经验。集装箱船队聚焦亚洲区域内市场，小而美壁垒深厚。滚装船队以内贸为主，逐步推进外贸经营。

公司VLCC船队全球领先，景气到来油运业务弹性可观。1) 需求端疫后复苏叠加补库存周期到来，看好原油运量恢复增长。根据克拉克森数据预测，2023-2024年全球原油运量增速分别为2.69%和3.13%，2024年总运量恢复至2019年水平。2) 俄油制裁带来贸易格局重构，原油运距显著拉长。假设各地区原油进出口量不变，仅贸易路线变化，则带来运输需求增量占2022年周转量的4.39%。3) 供给端行业新增运力有限。目前行业在手订单占现有运力比处于1997年以来历史最低位，且考虑受造船价格较高、船舶技术路线不确定等因素影响，船东造船意愿仍不明确，预计未来新造船订单数量将维持低位。4) 原油船舶老龄化特征凸显，20岁以上船舶占比达到17%。随着环保新规出台，老旧船经营压力将持续增加，行业运力供给增速将持续下降。因此，需求端全球经济复苏叠加贸易格局变化运距拉长，供给端新增运力极少且老旧船退出压力提升，看好运价中枢持续向上。截至2023年1月，公司自有油轮船船数量总计57艘，1艘租赁VLCC船只。其中自有VLCC船只52艘，数量位列世界第一，自有阿芙拉船只共5艘。测算假设2023-2025年VLCC年均运价分别为6.3/7/7.5万美元/天，阿芙拉年均运价保持7.1万美元/天，则公司油运业务毛利分别为57.79/67.09/73.4亿元。

干散货运输业务随经济复苏向上，集运深耕亚洲航线壁垒深厚。1) 干散货运输需求与全球经济周期紧密联系，经济疫后复苏有望带动全球铁矿、煤炭、粮食及小宗散货运量复苏。供给端受运价低迷影响，散货船在手订单占现有运力比处在历史低位，且行业老旧船占比高。干散货运输为公司核心双主业之一，船队规模稳居世界前列且船型多样，长协现货结合经营稳健。展望未来，2023年在美元高利率背景下，预计干散运价触底回升，全年稳定盈利，

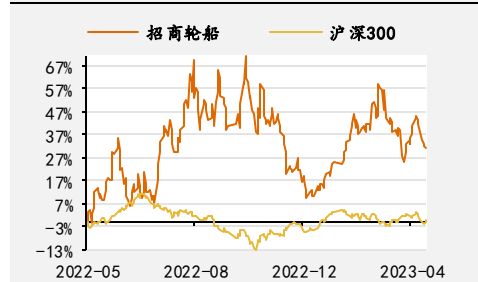
投资评级 **买入-A**
首次评级

12个月目标价 **9.02元**
股价(2023-04-28) **6.63元**

交易数据

总市值(百万元)	53,877.04
流通市值(百万元)	53,877.04
总股本(百万股)	8,126.25
流通股本(百万股)	8,126.25
12个月价格区间	5.04/8.66元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-5.6	8.2	28.8
绝对收益	-4.9	4.6	31.5

孙延 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040004

sunyan1@essence.com.cn

宋尚杰 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522050001

songsj@essence.com.cn

相关报告

2024-2025 年行业逐步走向景气周期。2) 公司于 2021 年收购中外运集运，进军集运市场。目前集运综合运力在全球排名第 32 位，运输网络主要覆盖东北亚，其中在日本及中国台湾航线深耕多年，经营壁垒深厚。由于目前集运干线及各支线运价均有所下滑，且行业在手造船订单较多，预计 2023-2025 年公司集运业务收入及净利润将较 2021-2022 年有所下滑，但仍将贡献稳定利润。

目 滚装业务乘汽车出口东风，LNG 运输长期前景广阔。1) 2022 年中国汽车出口量跃居世界第二，预计未来汽车出口量将持续攀升，且随着中国向欧美地区出口增加，滚装运距拉长，带动需求上涨。目前滚装船期租及二手船价均持续向上，且行业在手订单量较低，供给端向好。截至 2022 年底，公司拥有 2000-5000 车级汽车滚装船等可用于沿海/远洋的大型汽车滚装船 10 艘，全部运力 22 艘。公司积极拓展国际市场，持续推进内转外，已有三艘船舶投入国际航线运营。随着中国汽车出口增长趋势持续，行业环保新规趋严，外贸滚装供需或越发紧张，看好 2023-2025 年公司滚装船队利润持续增长。此外公司于 2023 年 3 月底新订造 6 艘 9000 以上车位滚装船，将于 2025-2026 年交付，远期运力得到保障，助力公司持续发展滚装船业务。2) 全球海运 LNG 需求稳步增长，根据克拉克森预测，2030 年预计贸易量达到 2022 年的 158.4%。公司旗下 LNG 运营平台包括 CLNG 及 CMES LNG，其中持股 50% 的 CLNG 已投资运营 22 艘船舶，在手 12 艘 LNG 船订单；自有主控的 CMES LNG 平台无已运营船舶，在手 16 艘 LNG 船订单。近三年 CLNG 投资收益稳定，考虑到在手订单交付高峰在 2025-2026 年间，预计 2023-2025 年公司 LNG 收益整体保持稳定。

目 投资建议：

油轮贡献核心业绩弹性，干散集运收益稳定，滚装 LNG 成长性可期。1) 当前时点看，油运三年以上景气周期确定性高，公司原油轮船队将贡献核心业绩弹性。2) 干散运输 2023 年预计维持稳定收益，2024 年后随美元降息周期开始，干散运输有望迎来景气拐点。3) 集运亚洲区域内经营壁垒深厚，考虑到行业整体造船订单较多，预计保持稳定收益。4) 滚装及 LNG 业务前景广阔，公司滚装推动内转外，LNG 持续有新船交付，且持续下订滚装及 LNG 造船订单，未来成长可期。综合公司各业务发展，看好业绩持续稳健增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 60.3/73.3/80.2 亿元，对应现股价 PE 为 8.9/7.4/6.7 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。按 2024 年业绩 10 倍估值，给予 9.02 元目标价。

目 风险提示：

海外经济衰退，油轮运输需求恢复不及预期；俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长；运价、成本等假设不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	24,412.2	29,708.4	32,277.4	34,708.7	36,425.2
净利润	3,609.1	5,085.9	6,025.1	7,329.8	8,023.4
每股收益(元)	0.44	0.63	0.74	0.90	0.99
每股净资产(元)	3.25	4.07	4.63	5.41	6.29
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	14.9	10.6	8.9	7.4	6.7
市净率(倍)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
净利润率	14.8%	17.1%	18.7%	21.1%	22.0%
净资产收益率	13.7%	15.4%	16.0%	16.7%	15.7%
股息收益率	1.7%	0.0%	2.0%	1.9%	1.6%
ROIC	9.1%	13.0%	13.3%	15.6%	19.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 招商轮船：综合航运龙头踏浪前行.....	7
2. VLCC 船队全球领先，景气到来油运业务弹性可观.....	10
2.1. 疫后复苏叠加运距拉长，油运需求向好.....	10
2.2. 新增运力处历史低位，老旧船占比高，供给端确定性极强.....	15
2.3. 公司油轮船队以 VLCC 为主，看好运价上行带来业绩弹性.....	18
3. 干散货运输随经济复苏向上，集运深耕亚洲航线壁垒深厚.....	20
3.1. 干散货运输与全球经济周期息息相关，受益疫后制造业复苏.....	20
3.2. 公司干散货船队船型多样，长协现货结合经营稳健.....	24
3.3. 集运扎根亚洲航线，经营壁垒深厚.....	25
4. 滚装业务乘汽车出口东风，LNG 运输长期前景广阔.....	27
4.1. 助力中国汽车出口，外贸滚装蓬勃待发.....	27
4.2. LNG 长期前景广阔，长约创造稳定收益.....	30
5. 盈利预测.....	33
6. 风险提示.....	33

目 录

图 1. 招商轮船业务布局.....	7
图 2. 2018-2022 年营业收入及同比增速.....	9
图 3. 2018-2022 年归母净利润及同比增速.....	9
图 4. 2017-2022 年各子版块营业收入（亿元）.....	9
图 5. 2017-2022 年各子版块毛利（亿元）.....	9
图 6. 原油运输主要船型.....	10
图 7. 原油运输主要路线.....	10
图 8. 原油主要航线运量.....	11
图 9. 美国交通出行石油消费量（千桶/天）.....	11
图 10. 美国工业石油消费量（千桶/天）.....	11
图 11. 中国石油表观消费量及同比增速.....	12
图 12. 经合组织国家商业原油储备（百万桶）.....	12
图 13. 美国战略原油储备（亿桶）.....	12
图 14. 全球原油运输需求（百万桶/天）.....	13
图 15. 俄乌冲突前后俄油运输格局.....	14
图 16. 原油运输在手订单及现有运力占比.....	15
图 17. VLCC 新造船订单数量（条）.....	15
图 18. VLCC 交付数量（条）.....	16
图 19. 原油船船龄结构（截至 2023.4.16）.....	16
图 20. 原油船 20 岁以上老龄船分布（条）.....	16
图 21. VLCC 历年拆船情况（条）.....	17
图 22. 各主要拆船市场拆船价（美元/轻吨）.....	17
图 23. 原油油轮平均航速（节）.....	18
图 24. 原油运输运价（美元/天）.....	19
图 25. 2022 年干散货运量（百万吨）及占比.....	20
图 26. 全球制造业 GDP 及全球干散货运量增速.....	21
图 27. 干散货运输船型及对应载重吨.....	21

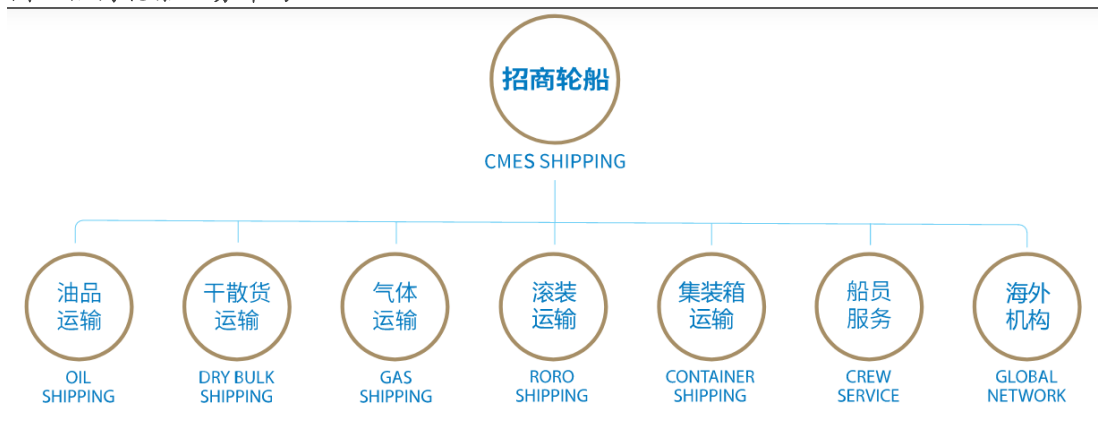
图 28. 干散货各船型运价指数变化.....	22
图 29. 全球铁矿运量（百万吨）及同比增速.....	22
图 30. 全球煤炭运量（百万吨）及同比增速.....	22
图 31. 全球粮食运量（百万吨）及同比增速.....	23
图 32. 全球小宗散货运量（百万吨）及同比增速.....	23
图 33. 散货船在手订单及总运力占比.....	23
图 34. 散货船订单预计交付节奏.....	23
图 35. 现有运力的船龄占比（艘）.....	23
图 36. 干散货船队历史运力及预测.....	23
图 37. 干散货船运输收入及增长率.....	25
图 38. 干散货运输毛利及毛利率.....	25
图 39. 公司集运航线网络布局.....	26
图 40. 世界集装箱运价指数（WCI）.....	26
图 41. 日本航线 CCFI 指数.....	26
图 42. 2021、2022 单季营业收入（亿元）及增速.....	27
图 43. 2021、2022 净利润（亿元）.....	27
图 44. 中国汽车出口量.....	27
图 45. 中日德汽车出口量.....	27
图 46. 中国对不同国家地区汽车出口量.....	28
图 47. 汽车船期租价（欧元/天）.....	28
图 48. 滚装船二手船价（百万美元）.....	28
图 49. 2300-2700 车位滚装船新造船价（百万美元）.....	29
图 50. 滚装船现有订单预计交付年份.....	29
图 51. 滚装船订单及总运力占比.....	29
图 52. 公司滚装船业务营业收入及增速.....	30
图 53. 公司滚装船净利润.....	30
图 54. 全球海运 LNG 贸易.....	30
图 55. 160K LNG 船一年期租（美元/天）.....	31
图 56. CLNG 投资收益及同比增速.....	32
表 1: 招商轮船发展历程.....	7
表 2: 招商轮船船队结构（截至 2022. 12. 31）.....	8
表 3: 公司股权结构（截止 2023 年 3 月 31 日）.....	8
表 4: 第二期股票期权激励计划内容.....	9
表 5: 第二期股票期权激励计划业绩指标.....	10
表 6: 欧美制裁俄罗斯时间线.....	13
表 7: 俄乌冲突前原油航线组合.....	14
表 8: 俄乌冲突后原油航线组合.....	14
表 9: 环保新规详解.....	17
表 10: 公司油轮船队（截至 2023 年 1 月 4 日）.....	18
表 11: 招商轮船 VLCC 船队规模.....	18
表 12: 行业 VLCC 盈亏平衡点测算.....	19
表 13: 招商轮船 2023-2025 油轮运输收入毛利预算.....	20
表 14: 招商轮船散货船结构表（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	24

表 15: 香港明华与淡水河谷长期运输协议.....	24
表 16: Alphaliner 全球运力排名 (截至 2022 年 12 月 31 日).....	25
表 17: 全国两会汽车相关提案.....	28
表 18: 公司滚装新造船订单.....	30
表 19: 公司合营子公司 CLNG 项目船舶信息.....	31
表 20: 招商轮船收入成本及投资收益盈利预测.....	33

1. 招商轮船：综合航运龙头踏浪前行

百年航运龙头，以油气运输和干散货运输为双核心，布局油、散、气、车、集全业态发展。公司前身为 1872 年成立的轮船招商局，始终以保障国家能源运输安全、促进中国航运事业发展为己任。经过多年发展，公司已形成以油气运输和干散货运输为双核心的油、散、气、车、集全船型船队布局，兼具成长性和穿越周期能力。

图1. 招商轮船业务布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

成立至今船队不断发展，“2+3”业务布局不断深化。公司成立后不断更新升级船舶资产并扩大船队规模，油轮及干散货船队稳健发展，并陆续增加了 LNG、滚装、集运业务。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已自有各类船舶共 219 艘，合计达 3744.69 万载重吨。其中油运、散货船队规模稳居世界前五，自有 VLCC 52 艘（包括在手订单 1 艘），自有 VLOC 34 艘，均为世界第一。LNG 船队服务于重大 LNG 项目，拥有丰富的国际 LNG 海上运输运作经验。集装箱船队聚焦亚洲区域内市场，具有“小而美”的特点。滚装船队以内贸为主，逐步推进外贸经营。

表1：招商轮船发展历程

时间	事件
2004	招商局集团引入中石化集团、中化集团、中海油等战略投资者，发起设立招商局能源运输股份有限公司
2006	公司 A 股上市
2007	订造 5 艘 VLCC 油轮，2 艘阿芙拉油轮，7 艘好望角散货船
2010	最后一艘单壳油轮改造完成，油轮船队迈进全双壳船行列
2012	完成非公开发行股票，共募集 28.93 亿元，用于购建 VLCC 油轮
2014	合资公司 CVLCC 在香港成立，公司占股 51%，中外运长航占股 49%；公司与巴西淡水河谷签订战略合作框架协议
2015	非公开发行股票完成，募集资金 19.99 亿元，用于购建“4+1”艘节能环保型 VLCC 油轮和 6 艘节能环保型散货船
2016	公司披露参与租赁 14 艘 VLOC 船舶项目，占股 30%，公司经营管理中的 VLOC 达到 28 艘
2018	发行股份购买资产，全资持有 CVLCC、扩大干散货船队规模及船队种类、进入内贸滚装船运输市场
2019	非公开发行募集 36.1 亿元，用于购建 VLCC、VLOC、滚装船，加装 VLCC 脱硫塔及偿还债务
2020	收购中外运航运等部分子公司 100% 股权，解决干散同业竞争问题
2021	现金收购中外运集装箱运输有限公司 100% 股权，开展集装箱船运输业务
2022	油轮散货稳健经营，成立 LNG 独立运营管理平台 CMES LNG，汽车滚装业务推进内贸转外贸

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表2：招商轮船船队结构（截至 2022.12.31）

船舶类型	所属公司	控制方式	船型	艘数	载重吨 (万 DWT)	平均船龄	订单艘数	订单载重吨 (万 DWT)
油轮	海宏轮船	自有	VLCC	51	1580.37	7.7	1	30.70
			AFRAMAX	5	53.58	14.2	3	34.50
		油轮小计		56	1633.95	8.3	4	65.20
散货	香港明华	自有	VLOC-40 万 DWT	28	1118.19	5.8	(其中 14 艘 100%权益, 14 艘 30%权益)	
			VLOC-32.5 万 DWT	6	194.96	2.5	(30%权益)	
			CAPESIZE	16	286.88	112.1		
			PANAMAX	6	45.78	9.9		
			ULTRAMAX	20	125.72	6.6		
			SUPRAMAX	10	57.95	11		
		长期及短期租入船	HANDYMAX	4	18.45	10.5		
			HANDSIZE	8	29.7	6.4		
			超灵便通用型多用途船	4	24.65	0.6		
		散货船小计	自有船	102	1902.30	7.9		
			租入船	42	201.09			
			代管船	3	120.71			
		LNG	CMES LNG	自有	LNG			
CLNG 及直接持有部分股权	自有		LNG	21	165.56	6.8	7	56.66
滚装船	招商滚装	自有	滚装船	22	8.55	9.8	(广汽集团持有 30%权益)	
集装箱船	招商集运	自有	支线船	16	33.3	12.0	4	7000TEU/9.62
		租入	支线船	11	19.59	16.8		
活畜船	香港明华	合资	活畜船	2	0.98	17.8		
合计		自有		219	3744.69	8.3	31	261.43
		租入		53	220.68			
		代管		3	120.71			

注：2023 年 1 月 4 日，公司接收一艘 VLCC 新船，自有 VLCC 达到 52 艘，并拥有 1 艘期租租入 VLCC；2 月 16 日，公司旗下合营公司 CLNG 接收 1 艘 8 万立方 LNG 船（深圳燃气项目）；2022 年 11 月 2 日，公司旗下合营公司 CLNG 与日本邮船（NYK）、川崎汽船以及马来西亚航运集团（MISC）共同组建的合资公司与沪东中华签署了 5 艘 17.4 万方薄膜型 LNG 运输船建造合同。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股权结构稳定，实际控制人为招商局集团。截至 2023 年 3 月 31 日，公司实际控制人为招商局集团有限公司；控股股东为招商局轮船股份有限公司，持有公司 54.14% 股份。中国石油化工集团为公司第二大股东，持有 13.48% 股份。

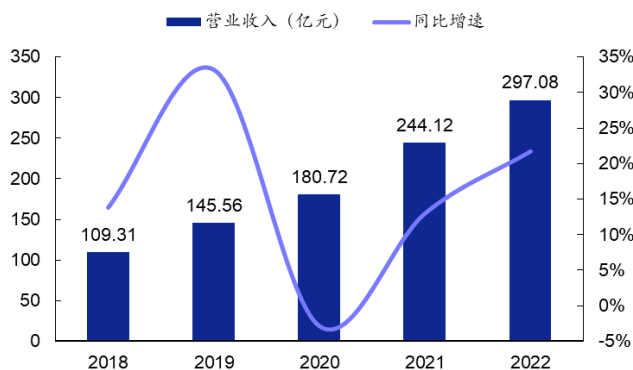
表3：公司股权结构（截止 2023 年 3 月 31 日）

股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例
招商局轮船有限公司	43.99	54.14%
中国石油化工集团有限公司	10.95	13.48%
香港中央结算有限公司	4.01	4.93%
全国社保基金四一四组合	0.91	1.12%
大连船舶重工集团有限公司	0.84	1.03%
中国石化集团资产管理有限公司	0.39	0.48%
太平人寿保险有限公司-传统-普通保险产品	0.38	0.47%
中国工商银行股份有限公司-华夏核心制造混合型证券投资基金	0.37	0.46%
中国农业银行股份有限公司-鹏华可转债债券型证券投资基金	0.37	0.46%
中国农业银行股份有限公司-大成景阳领先混合型证券	0.31	0.38%
合计	63.19	76.95%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

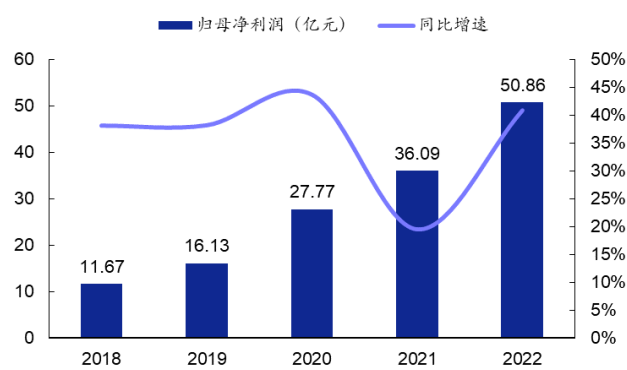
经营能力优异，多元业务跨越周期。受益于公司航运多子板块布局，近年来油运、干散、集运景气上行均有所受益，营业收入及归母净利润保持稳健增长。2022年市场形势复杂，干散、集运向下，原油运输8月后快速向上，公司实现营业收入297.08亿元，同比+21.69%，实现归母净利润50.86亿元，同比+40.93%，首次站上50亿元台阶。

图2. 2018-2022年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：同比增速经过回溯调整

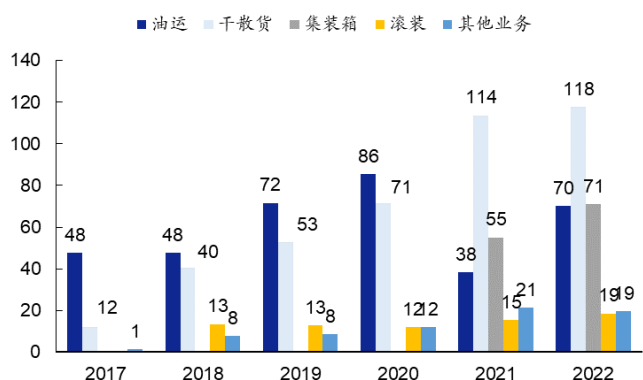
图3. 2018-2022年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：同比增速经过回溯调整

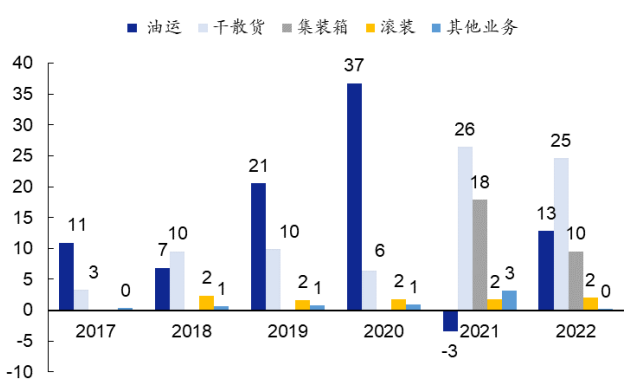
收入与毛利构成中以油、散业务为主，2021年加入集运业务，滚装稳健发展。公司散货运输业务整体保持对营业收入的稳定贡献，收入占比稳定在30%-40%，2022年贡献毛利24.64亿元；油运业务由于近年来受到石油价格战、疫情、俄乌冲突等因素扰动，收入及盈利波动较大，2022年贡献毛利12.87亿元；集运营营业收入占比近两年稳定在23%-24%，2022年贡献毛利9.53亿元；滚装业务保持稳健发展，2022年贡献毛利2.04亿元。此外公司LNG业务不贡献营收及毛利，体现在公司投资收益中。

图4. 2017-2022年各子版块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图5. 2017-2022年各子版块毛利（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

第二期期权激励计划推出，力度大覆盖范围广，激励效果强。2023年3月公司发布第二期股票期权激励计划，期权对应1.85亿股，占公司总股本的2.28%，行权价7.31元/股，与前一次期权激励对比，2019年激励对象共113人，2023年激励人数增加至323人，占公司总人数的7.06%，为公司高层管理人员、董事、核心管理人员和业务骨干，激励效果强。

表4：第二期股票期权激励计划内容

时间	2023年3月8日
期权对应股份数	1.85亿股

行权价格	7.31 元/股
激励人数	323 人
激励对象	公司高层管理人员、董事、核心管理人员和业务骨干

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

业绩条件包括 EOE 及收入增速，凸显公司对未来三年景气判断。本次期权激励业绩指标分位三部分：1) EOE 不低于 30%，且不低于对标全球航运公司 75 分位值。2) 营收复合增速保持在 8.5% 以上，同样不低于对标企业 75 分位值。3) 经济增加值大于 0。绝对数值结合对标同行的业绩条件充分凸显公司对未来三年行业景气度及公司经营信心。

表5：第二期股票期权激励计划业绩指标

业绩指标	2023 年	2024 年	2025 年
加权平均净资产现金回报率 (EOE)	不低于 30.0%，且不低于对标企业同期 75 分位值	不低于 30.0%，且不低于对标企业同期 75 分位值	不低于 30.0%，且不低于对标企业同期 75 分位值
营业收入复合增长率	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 11.5%，且不低于对标企业同期 75 分位值	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位值	营业收入复合增长率较 2021 年不低于 8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位值
生效前一年度经济增加 (EVA)	完成国资委下达给集团并分解到本公司的目标,且 Δ EVA>0		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. VLCC 船队全球领先，景气到来油运业务弹性可观

2.1. 疫后复苏叠加运距拉长，油运需求向好

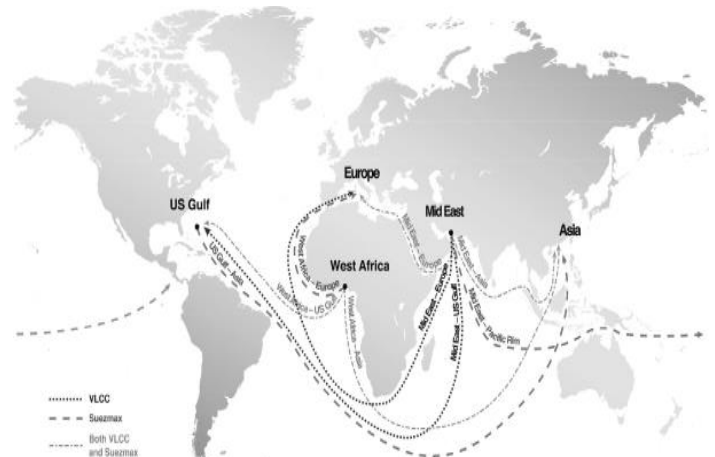
原油运输主要船型有 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型及巴拿马型。其中特大型油轮 VLCC 是原油远距离运输的主力船型，平均载重约 30 万吨；苏伊士型指满载情况下可以通过苏伊士运河吃水限制的最大油轮，平均载重约 15 万吨；阿芙拉船型载重在 12 万吨以下，8 万吨以上，主要在港口设施有限或缺乏大型油轮停靠的区域航行；巴拿马型载重小于 8 万吨，主要负责区域内航行。

图6. 原油运输主要船型



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

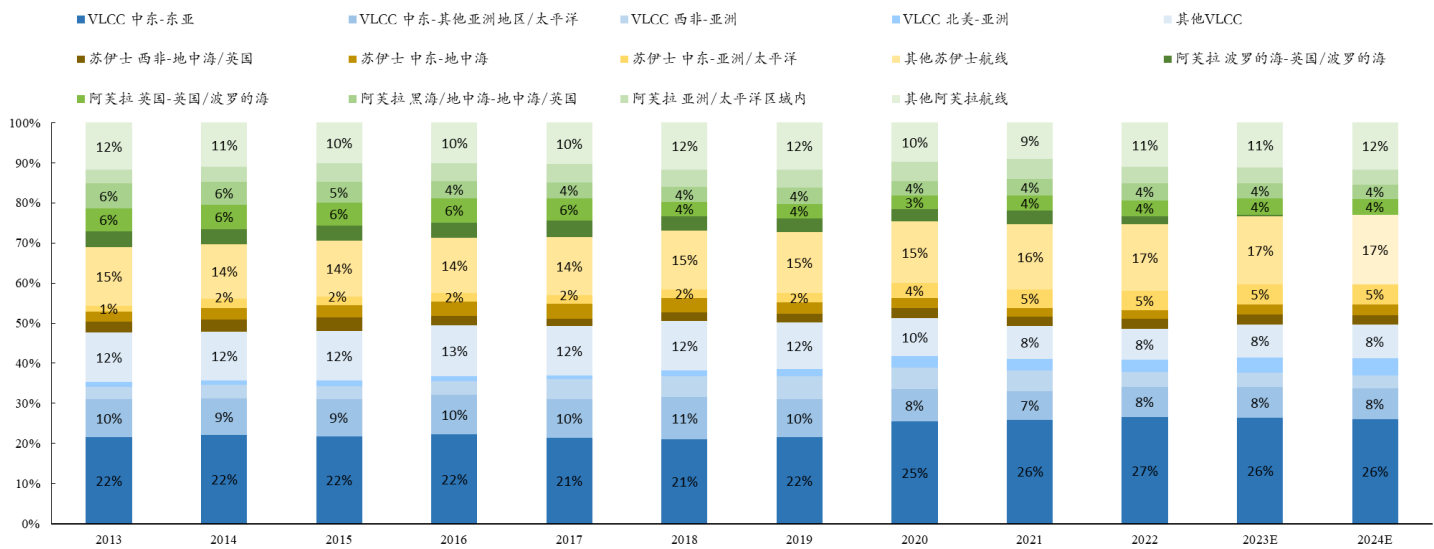
图7. 原油运输主要路线



资料来源：BP，安信证券研究中心

原油运输主要以跨洋运输为主：根据克拉克森数据，VLCC 航线以跨洋航线为主，运量占主力船型的 50%左右；苏伊士船型航线既有中距离航线，也有区域内航线，运量占比 25%左右；阿芙拉船型以区域内航线为主，运量占比为 27%左右。

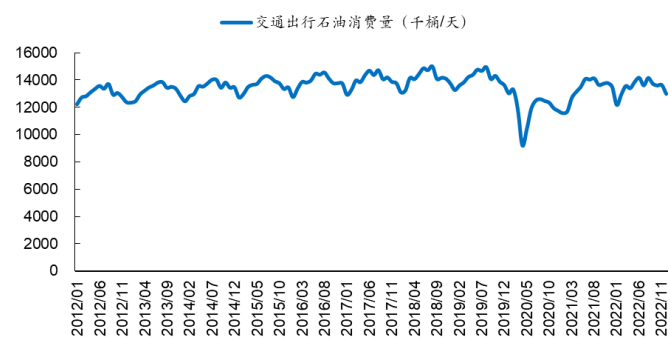
图8. 原油主要航线运量



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

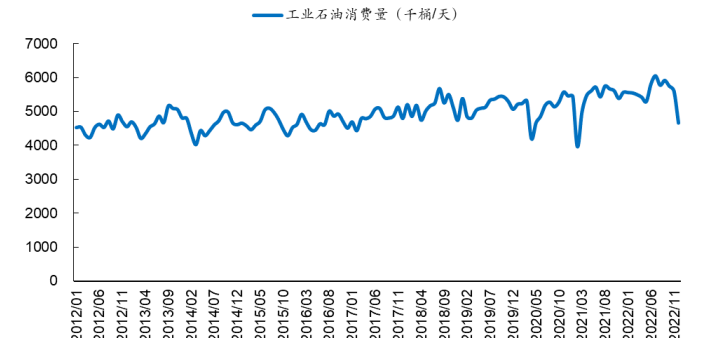
展望未来运量，美国交通出行、工业石油消费已恢复至疫情前，中国疫后出行和经济复苏有望带动石油需求进一步上升。2012-2019 年美国交通出行石油消费量在疫情前基本保持稳健增长，受奥密戎疫情影响，2022 年 1 月创下低点后持续回升，5 月后消费量较 2019 年降幅已收窄至 5%以内，全年消费量为 2019 年的 91.90%，基本恢复至疫情前水平。工业石油消费方面，2022 年 9 月已较 2019 年同期增长 7.84%，全年较 2019 年增长 7.47%，超过疫情前水平。中国石油表观消费量疫情前稳定增长，2021 年增速显著下滑，同比+2.99%，2022 年同比-4.29%，为近年来首次同比下滑。展望疫后复苏，中国经济增长有望提振石油需求。

图9. 美国交通出行石油消费量 (千桶/天)



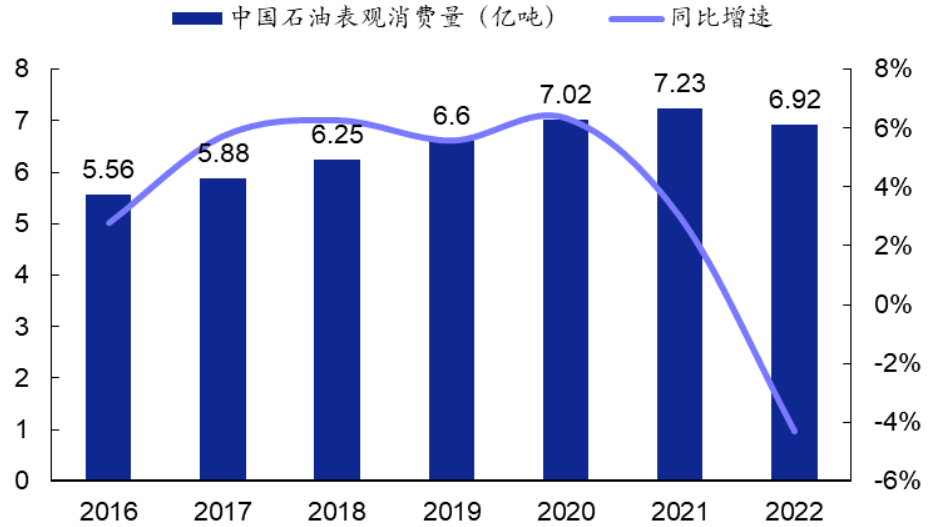
资料来源：EIA，安信证券研究中心

图10. 美国工业石油消费量 (千桶/天)



资料来源：EIA，安信证券研究中心

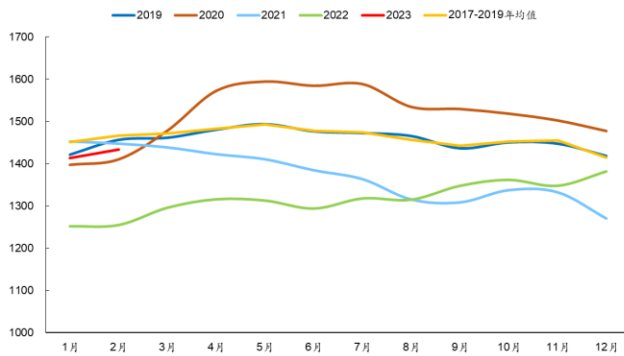
图11. 中国石油表观消费量及同比增速



资料来源：国内外油气行业发展报告，安信证券研究中心

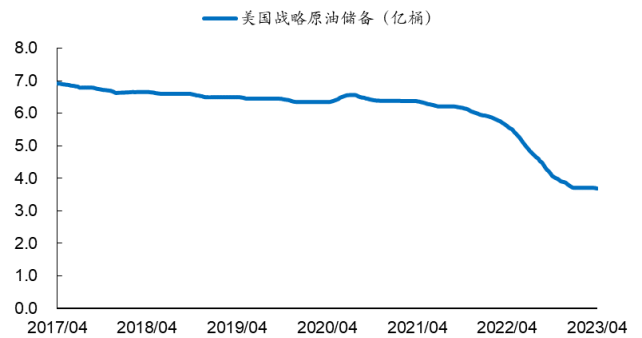
除消费需求回升外，当前全球主要经济体原油库存处于低位，美国已表达补库意愿，或将迎来补库存周期。截至2023年2月，经合组织国家商业原油储备14.34亿桶，低于疫情前水平。截至2023年4月7日，美国战略原油储备（SPR）3.7亿桶，储存进一步下降，且仍有一批此前确定的2600万桶将于4-6月释放，释放完后SPR达到3.45亿桶，若补至俄乌冲突前需要补充2.5亿桶。2023年4月12日，美国能源部长称，美国希望将战略石油储备（SPR）恢复到俄乌冲突前的水平。美国SPR补库以重质原油为主，将同样提振原油运输需求。

图12. 经合组织国家商业原油储备（百万桶）



资料来源：欧佩克，安信证券研究中心

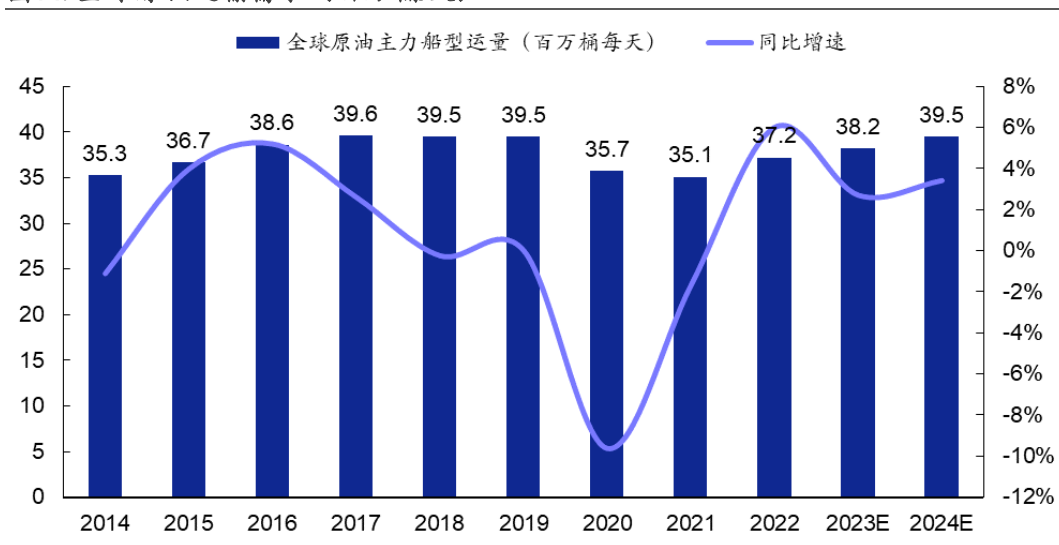
图13. 美国战略原油储备（亿桶）



资料来源：EIA，安信证券研究中心

随着全球经济复苏，看好原油运量恢复增长。疫情期间全球经济受到冲击，原油运输需求显著下滑，由2019年39.5百万桶/天下降至2020年35.7百万桶/天。展望未来，随着全球经济尤其中国经济的复苏，预计原油运输需求将恢复增长。根据克拉克森数据，2023-2024年全球原油运量增速分别为2.69%和3.13%，2024年总运量恢复至2019年水平。

图14. 全球原油运输需求 (百万桶/天)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

运距方面, 俄乌冲突引发制裁, 中长期俄油运输格局产生变化。俄乌冲突爆发后, 欧美国家陆续对俄罗斯实行一系列制裁措施。2022年12月5日起开始制裁原油海运, 2023年2月5日开始制裁成品油海运。制裁生效后, 1) 美国、英国、欧盟成员国停止进口俄罗斯石油。2) 第三方国家若进口俄罗斯石油需接受限价, 否则无法使用欧美提供的保险、经纪、金融服务。

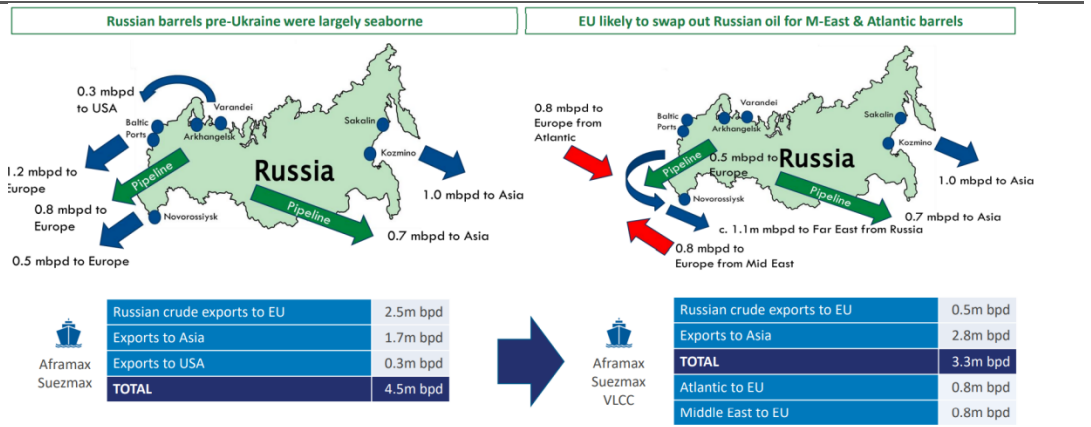
表6: 欧美制裁俄罗斯时间线

时间	事件
2月24日	俄罗斯对乌克兰进行特别军事行动
3月8日	英美两国宣布全面禁运俄罗斯石油
5月31日	欧盟禁止俄罗斯原油海运出口至成员国
6月3日	确定制裁时间点为原油12月5日, 成品油2023年2月5日
10月3日	确定对俄罗斯向第三方国出口设置价格上限, 如果超过上限就不能提供技术、经济、金融服务

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

制裁后贸易格局重构, 原油运距显著拉长。根据 Braemar 数据, 俄乌冲突前俄罗斯每日出口原油约 450 万桶/天, 其中 150 万桶/天通过管道运输西向欧洲和东向亚洲输送, 不受制裁影响; 100 万桶/天通过西向海运至亚洲, 运距保持不变。实际受制裁导致运距拉长部分为西向欧洲和美湾的 200 万桶/天。制裁以前, 俄罗斯通过黑海及波罗的海, 达到欧洲平均航距在 1000 海里。制裁后俄罗斯原油出口转向亚洲, 欧洲进口转向美湾、中东, 普遍航距在 6000-7000 海里, 是冲突制裁之前的 6-7 倍。

图15. 俄乌冲突前后俄油运输格局



资料来源: Braemar, Euronav, 安信证券研究中心

假设各地区原油进出口量不变, 仅贸易路线变化, 则俄乌冲突带来原油运输需求增量占 2022 年周转量的 4.39%。制裁后, 俄罗斯出口转向亚洲, 原美湾、欧洲的进口由中东、美湾提供。冲突后俄罗斯-欧洲原油涉及航线组合的平均运距由 4150 海里上升到 6213 海里, 运距上升约 50%。根据克拉克森数据及各航线运距测算, 2022 年原油主力船型运量及平均运距分别为 37.2 百万桶/天及 5052 海里, 测算得俄乌冲突带来原油运输需求增量占 2022 年周转量的 4.39%。

表7: 俄乌冲突前原油航线组合

	运量 (百万桶/天)	平均运距 (海里)
俄罗斯-欧洲	1.7	1000
俄罗斯-美湾	0.3	5000
美湾-亚洲	0.2	13000
中东-亚洲	1.8	6000
合计	4	4150

资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心测算

表8: 俄乌冲突后原油航线组合

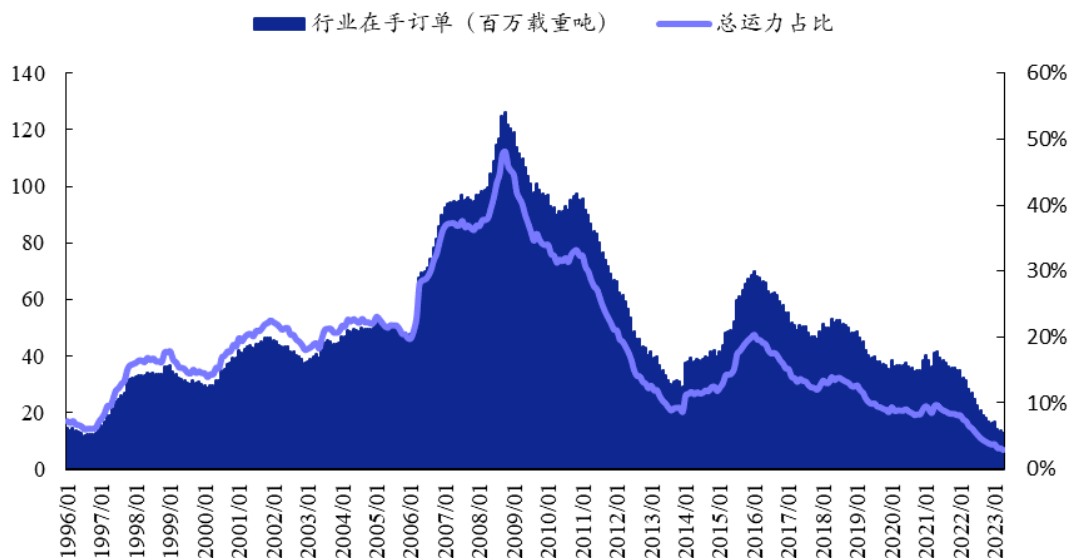
	运量 (百万桶/天)	平均运距 (海里)
俄罗斯-亚洲	2	7000
美湾-欧洲	0.2	4000
中东-美湾	0.3	11000
中东-欧洲	1.5	4500
合计	4	6213

资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心测算

2.2. 新增运力处历史低位，老旧船占比高，供给端确定性极强

原油新造船订单和在手订单均处低位，原油运输行业供给增量有限。行业供给增量取决于新造船订单，当前行业在手订单占现有运力比为 2.78%，处于 1997 年以来历史最低位。同时考虑到当前全球船台排期较满，造船价格处于高位，且满足环保新规的下一代船舶技术路线仍不确定，若考虑船舶全生命周期，造船性价比仍存在不确定性，因此预计未来新造船订单仍将维持低位。

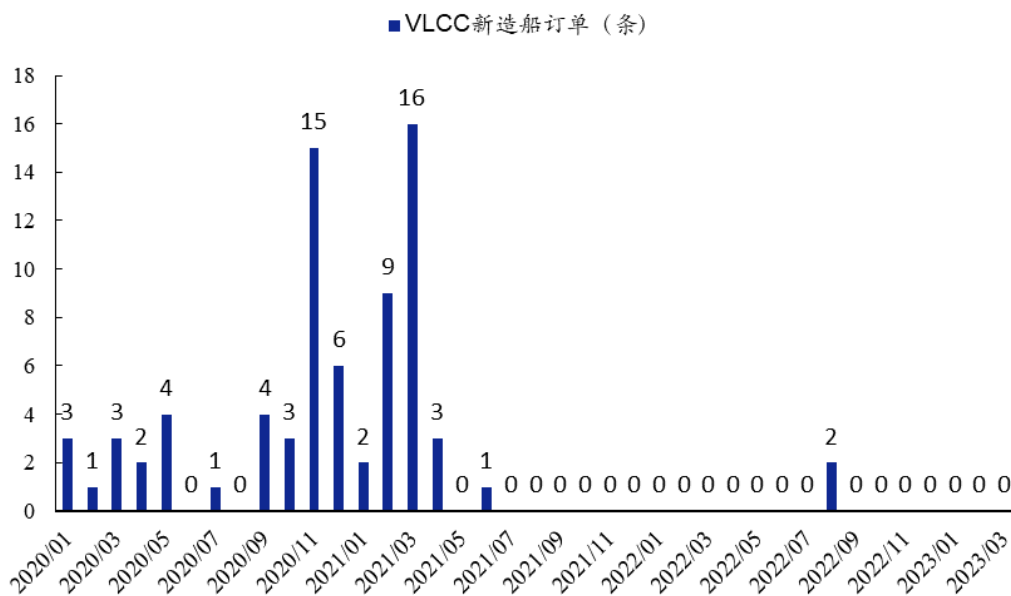
图16. 原油运输在手订单及现有运力占比



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

2021 年 5 月以来，VLCC 新增订单仅 3 艘。2021 年 7 月至 2022 年 7 月连续 12 个月 VLCC 无新增订单，2022 年 8 月运价略有好转后新增 2 条 VLCC 订单，将于 2025-2026 年交付，随后直至目前 VLCC 仍无新增订单。考虑到船厂排期、造船价格，船东造船意愿仍较低。

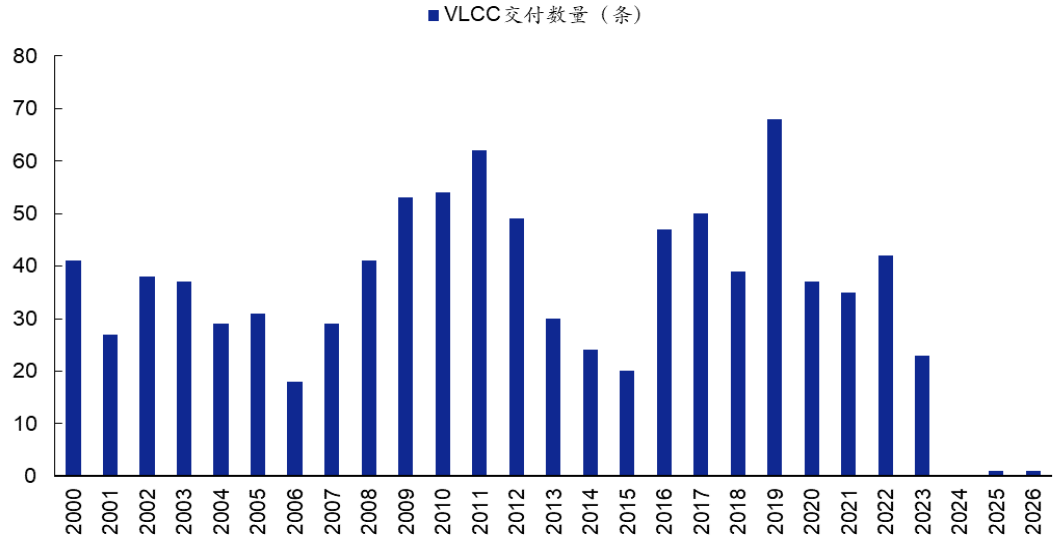
图17. VLCC 新造船订单数量 (条)



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

VLCC 2023 上半年仍有一定交付，2023 下半年开始交付数量骤减，2024 年零交付。VLCC 近年交付数量呈现下滑趋势，自 2019 年集中下水 69 艘以后，2020、2021、2023 年交付数量分别回落至 37、35、42 艘。2023 年上半年预计交付 20 艘，下半年预计交付 4 艘。2024 年预计零交付，2025 和 2026 年预计每年交付 1 艘。未来近 4 年 VLCC 将进入新增运力绝对低增长阶段。

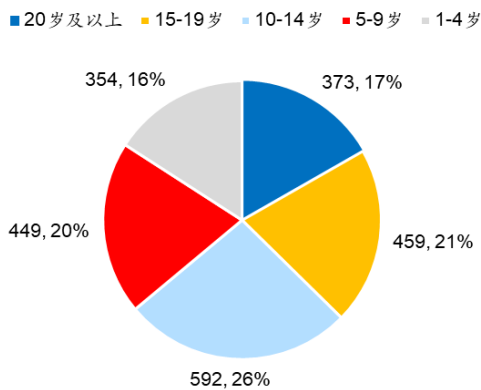
图18. VLCC 交付数量（条）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

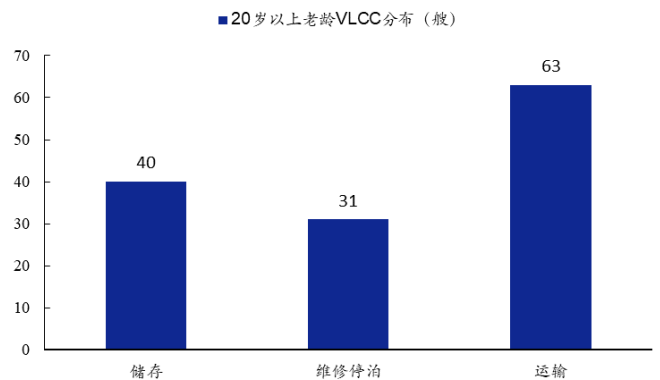
原油老旧船比例高，存量运力淘汰压力不断增大。在运力增量有限的情况下，油运绝对运力变化取决于存量拆解趋势。截至 2023 年 4 月，行业 20 岁及以上船舶占比高达 17%，老龄化特征凸显。受老旧船舶运营效率制约，行业平均拆船年龄在 20 年左右，且随着各项环保规定日益严苛，拆船年限有持续下降趋势。当前行业内手订单及新造船订单有限，且潜在拆船数量较大，运力供给增速将进入下行通道。

图19. 原油船船龄结构（截至 2023.4.16）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

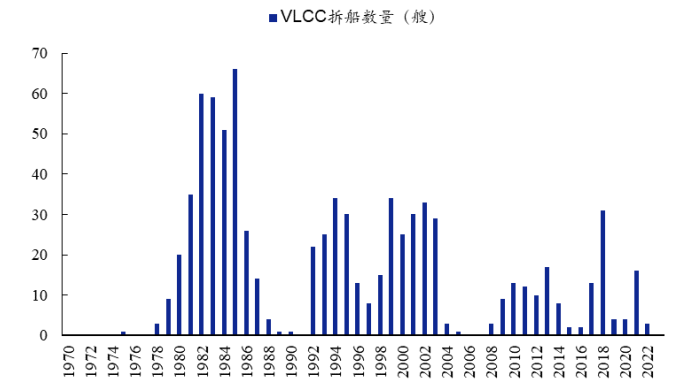
图20. 原油船 20 岁以上老龄船分布（条）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

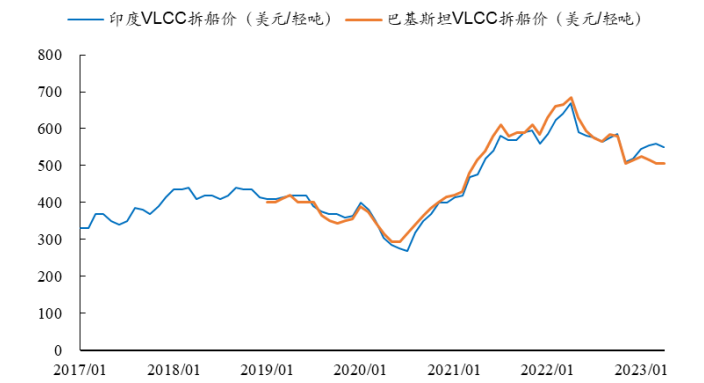
受地缘政治影响原油船拆船进程暂缓，不改长期老旧船拆解确定性。受到钢价高企影响，疫情后各主要拆船市场 VLCC 拆船价格持续上涨，当前保持在 500 美元/轻吨左右的高位震荡。高昂的价格提高船东拆船意愿，2021 年 VLCC 拆船达 16 条，2019、2020 年均均为 4 条。根据克拉克森拆船数据观察，2022 年受俄乌冲突影响，俄油黑市预期增强，部分老旧船选择观望，全年仅拆除 3 条，短期扰动不改长期拆船确定性。

图21. VLCC 历年拆船情况 (条)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

图22. 各主要拆船市场拆船价 (美元/轻吨)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

环保新规已开始生效, EEXI、CII 主要限制碳排放。国际海事组织(IMO)于2018年4月通过了全球首份航运业温室气体减排初步战略,并在2020年11月MEPC75次会议上通过了IMO短期减排措施,即引入现有船舶能效指数EEXI及碳排放强度指数CII。1)要求现有船舶在2023年的年度检验前一次性满足所要求EEXI值,并获得国际能效证书。2)从2023年开始,5,000总吨以上的船舶将需要每年度评估其碳排放度指数(CII),每艘船根据所达到的CII值与目标规定进行比较,船舶将会被给予A-E评级,评级为D和E的船舶将需要提交能效改进措施。其中EEXI将于今年开始发挥作用,CII将于今年开始采集数据,明年开始将有实质性处罚或整改措施。

表9: 环保新规详解

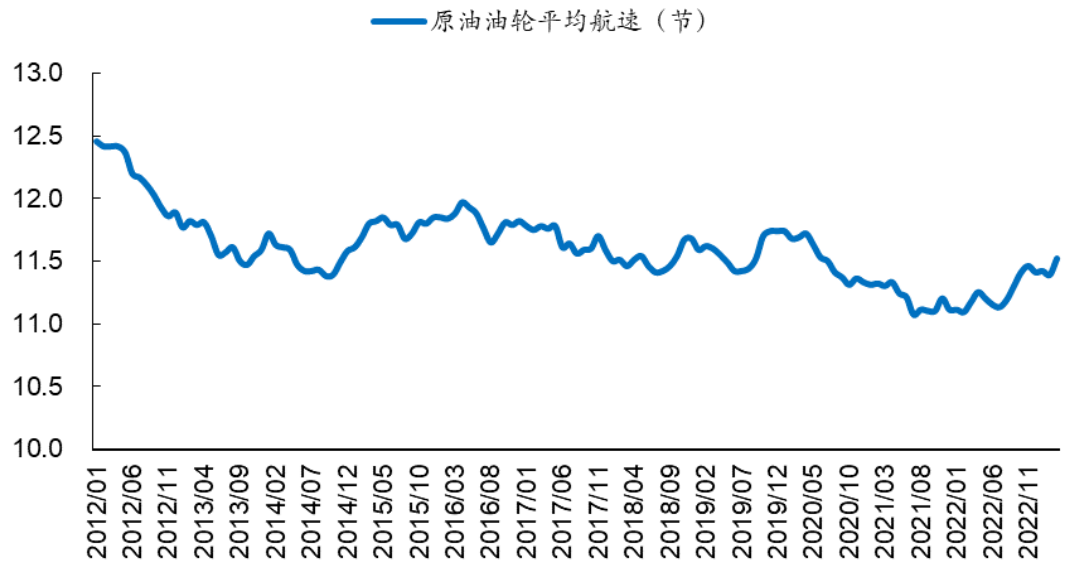
	具体内容	生效时间
EEXI	针对船舶能源使用效率,其技术效能指标不超过对应标准。	2023年1月1日
CII	针对船舶碳排放强度,评级为E(最差等级)或者连续三年评级为D船舶需要制定整改计划。	2023年1月1日

资料来源: 航运界, 安信证券研究中心

限制发动机功率将降低船舶最大航速, 运力弹性受到制约。不满足EEXI的船舶主要通过加装功率限制器来减少碳排放,限制发动机最大功率将减少船舶可以行驶的速度范围,直接影响船舶的实际运行速度。据Xchange测算,船速下降10%时,燃料消耗可以降低近30%,减少碳排放约20%;船舶碳排放量高于标准10%时,航速仅需限制2%-3%即可合规。综合来看,环保新规对运力供给的影响更多体现在限制运力的上行弹性,制约效果主要显现在船舶运行速度较大的景气周期。2022年四季度以来,随着行业景气上行,原油轮平均航速持续提升,在环保新规约束下,未来进一步提升空间有限。

长期视角下, 环保新规将加速老旧船舶拆解。对于行业内一些高龄或超高龄船舶,加装节能装置成本过高而限制发动机最大功率难以将其改造至合规状态,环保新规生效后即将丧失国际能效证书而不得不进入拆船市场或黑市。此外,CII对船舶碳排放量的规定以每年2%的速度折减,日益严苛的环保标准将不断挤压不合规船舶的盈利空间,船东或将出于经济考虑提前老旧船舶的拆船年限,加速行业内存量拆解。

图23. 原油油轮平均航速（节）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

2.3. 公司油轮船队以 VLCC 为主，看好运价上行带来业绩弹性

公司聚焦油轮运输，自有 VLCC 数量世界第一。公司油轮船队主要从事国际原油运输业务，致力于打造世界一流的 VLCC 船队，同时发展阿芙拉船队，与 VLCC 船队起到协同配合的作用。截至 2023 年 1 月，公司油轮船队有 VLCC 和阿芙拉两种船型，自有船舶数量总计 57 艘，1 艘租赁 VLCC 船只。其中自有 VLCC 船只 52 艘，总计 1610 万载重吨，数量位列世界第一，自有阿芙拉船只共 5 艘。

表10：公司油轮船队（截至 2023 年 1 月 4 日）

船型	控制方式	数量
VLCC	自有	52
VLCC	租入	1
阿芙拉	自有	5

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表11：招商轮船 VLCC 船队规模

排名	船东	船队总数量	总载重吨（百万吨）
1	China Merchants	52	16.1
2	China COSCO Shipping	47	14.4
2	Euronav NV	43	13.1
4	Bahri	40	12.5
5	Angelicooussis Group	39	12.4

资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

测算 VLCC 行业平均盈亏平衡点为 2.59 万美元/天。根据船舶造价、折旧年限、融资比、及融资利率、运营成本等假设，测算行业 VLCC 盈亏平衡点为 2.59 万美元/天。考虑到公司 VLCC 船队平均船龄仅 7.7 岁，节能环保比例远超行业平均，假设公司 VLCC 盈亏平衡点为 2.3 万美元/天。

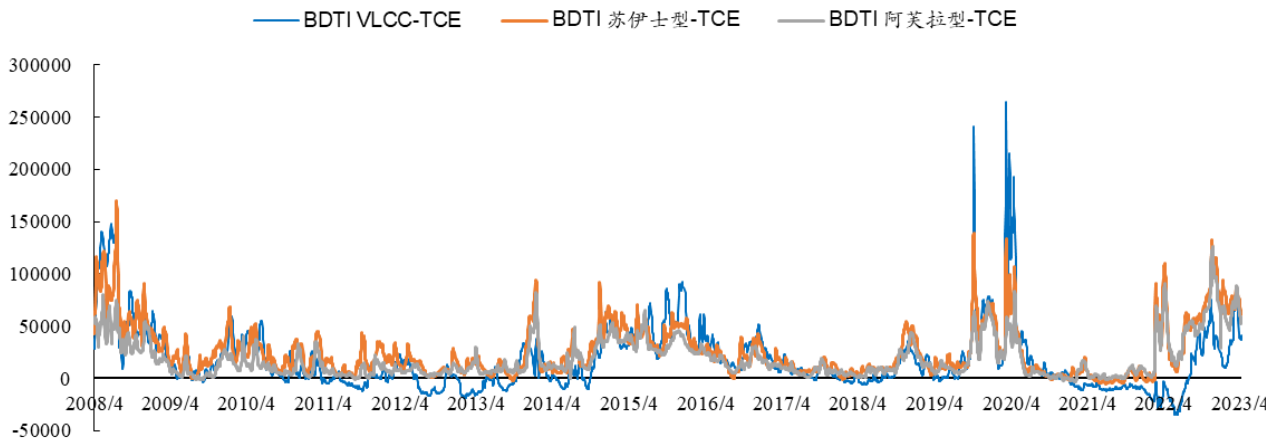
表12: 行业 VLCC 盈亏平衡点测算

项目	数值
主流 VLCC 造船均价 (万美元)	10000
折旧年限 (年)	25
融资比例	50%
融资利率	4%
日折旧费用 (万美元)	1.10
日利息费用 (万美元)	0.55
日运营成本 (万美元)	0.95
合计 (万美元)	2.59

资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

原油运价周期波动明显, 2023-2025 年看好景气周期运价持续上行。2022 年受俄乌冲突影响, 苏伊士及阿芙拉型等小船运价领先向上, 8 月后在中国需求复苏、美湾加大出口下, VLCC 运价同样迎来拐点。11 月中旬运价到达峰值, 随后由于中国疫情导致贸易商原油进口缩减, 圣诞季、春节带来传统油运淡季, 运价有所回落。2023 年 2 月后, 受中国需求旺盛, 美湾出货强劲影响, VLCC 运价再次上行, 3 月峰值接近 10 万美元/天。2023-2025 年, 需求端全球经济复苏叠加贸易格局变化运距拉长, 供给端新增运力极少且老旧船退出压力提升, 看好运价中枢持续向上。考虑 2023-2025 年需求持续回升, 新增运力交付显著减少, 并且参考历史景气周期 2004 及 2008 年行业年均运价均超过 9 万美元/天, 假设 2023-2025 年 VLCC 年均运价分别为 6.3/7/7.5 万美元/天 (2023 年 TD3C 航线一季度运价测算为 34371 美元/天, 假设二三四季度分别为 6/7/9 万美元/天, 全年平均 6.3 万美元/天)。考虑俄油制裁后阿芙拉船型景气度延续, 假设 2023-2025 年阿芙拉年均运价均为 7.1 万美元/天。

图24. 原油运输运价 (美元/天)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

公司油轮数量可观, 未来三年外贸原油运输业务贡献业绩弹性。2023 年假设 VLCC 年均 TCE 为 6.3 万美元/天, 阿芙拉年均 TCE 为 7.1 万美元/天, 测算 2023 年公司油运业务收入共计 124.42 亿元, 毛利 57.79 亿元; 2024 年预计 VLCC 年均 TCE 为 7 万美元/天, 阿芙拉年均 TCE 为 7.1 万美元/天, 测算公司油运业务收入共计 133.52 亿元, 毛利 67.09 亿元; 2025 年 VLCC 年均 TCE 为 7.5 万美元/天, 阿芙拉年均 TCE 为 7.1 万美元/天, 测算 2025 年公司油运业务收入共计 139.83 亿元, 毛利 73.40 亿元。

表13: 招商轮船 2023-2025 油轮运输收入毛利预算

项目	2023E	2024E	2025E
VLCC TCE 运价 (万美元/天)	6.3	7	7.5
VLCC 燃油、码头、佣金 (万美元/天)	2.6	2.6	2.6
阿芙拉 TCE 运价 (万美元/天)	7.1	7.1	7.1
阿芙拉燃油、码头、佣金 (万美元/天)	1.6	1.6	1.6
年运营天数	350	350	350
汇率	6.90	6.80	6.80
自有 VLCC 数量	52	52	52
自有 VLCC 盈亏平衡运价 (万美元/天)	2.3	2.3	2.3
自有 VLCC 年收入	111.77	118.81	125.00
自有 VLCC 年毛利	50.23	58.17	64.36
租入 VLCC 数量	1	1	1
租入 VLCC 盈亏平衡运价 (万美元/天)	2.5	2.5	2.5
租入 VLCC 年收入	2.15	2.28	2.40
租入 VLCC 年毛利	0.92	1.07	1.19
自有阿芙拉数量	5	6	6
自有阿芙拉盈亏平衡运价 (万美元/天)	1.6	1.6	1.6
自有阿芙拉年收入	10.51	12.42	12.42
自有阿芙拉年毛利	6.64	7.85	7.85
油轮收入合计	124.42	133.52	139.83
油轮毛利合计	57.79	67.09	73.40

资料来源: 安信证券研究中心测算

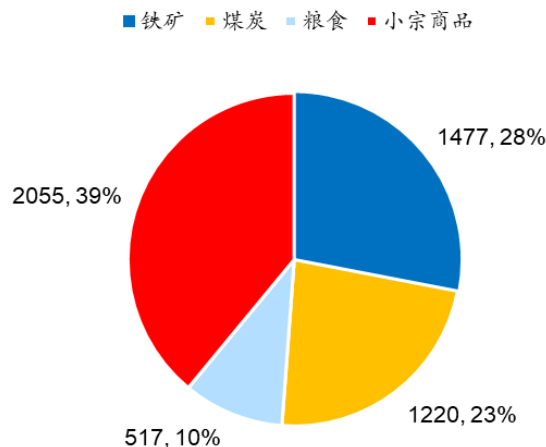
注: VLCC 按照每日耗油 50 吨、低硫油 550 美元/吨计算, 一天耗油 27500 美元。码头、佣金假设金额合计 1000 美元/天。阿芙拉型耗油量及码头、佣金假设在 VLCC 基础上减少

3. 干散货运输随经济复苏向上, 集运深耕亚洲航线壁垒深厚

3.1. 干散货运输与全球经济周期息息相关, 受益疫后制造业复苏

干散货运输货种分为铁矿、煤炭、粮食及各类小宗商品。2022 年全球干散货运输共计 5269 百万吨, 其中大宗商品运输 3214 百万吨, 占比 61%, 包括铁矿、煤炭、粮食, 占比分别为 28%、23%、10%; 小宗商品 2055 百万吨, 占比 39%, 其中包括钢材、木材、肥料、农产品散货、白糖、铝土矿等。

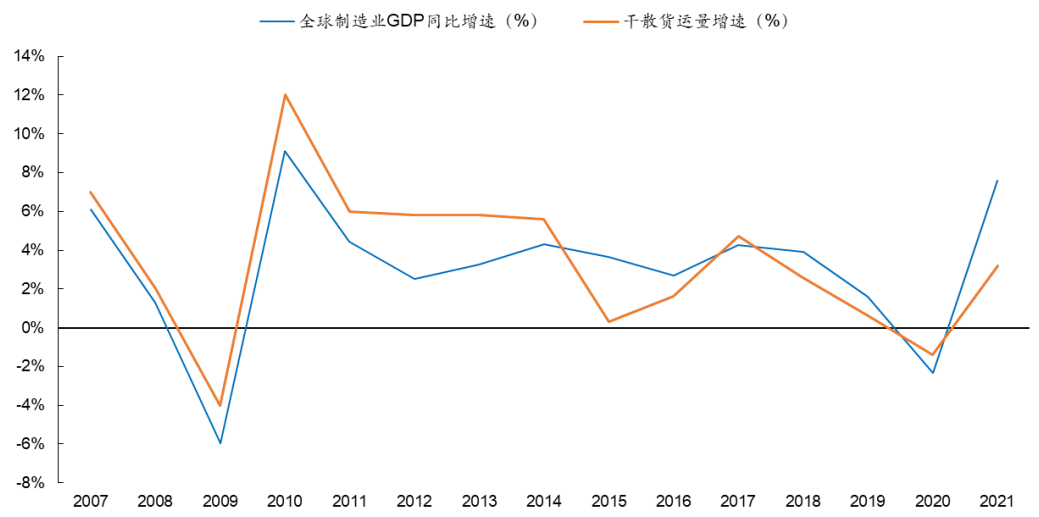
图25. 2022 年干散货运量 (百万吨) 及占比



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

干散货运量与制造业息息相关，疫后逐步回暖。干散货运量受到宏观经济环境影响，与制造业发展情况联系紧密。2008-2009 年全球经济危机下，制造业 GDP 及干散货运量增速持续下滑。2010 年受中国大规模增加基建投资影响，全球制造业 GDP 增速达到 9.11%，带动干散货运量增速达到 12%。2010-2019 年全球制造业 GDP 及干散货运量均维持正增速，2020 年受到疫情冲击，二者均出现负增速。2021 年疫情缓和后，全球制造业 GDP 增速达到 7.59%，干散货运量增速达到 3.20%。

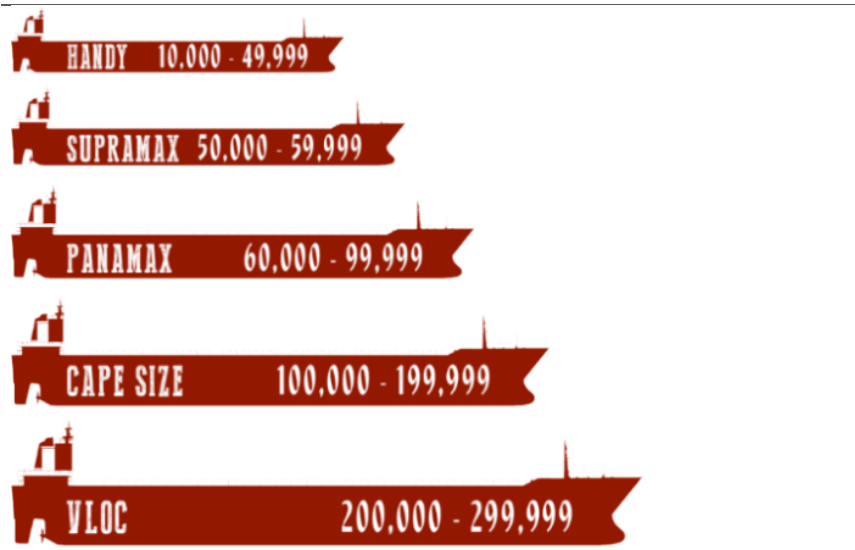
图26. 全球制造业 GDP 及全球干散货运量增速



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

干散货船大小分类多样，主流船型按载重吨分共五种。超大型矿砂船 VLCC (Very Large Ore Carrier) 载重吨在 20-30 万吨之间，负责煤炭铁矿的长距离运输。好望角型散货船 CAPESIZE 载重吨在 10-20 万吨之间，以运输矿石为主。巴拿马型船 PANAMAX 载重吨在 6-10 万吨之间，是指在满载情况下可以通过巴拿马运河的最大型散货船。大灵便型 SUPERMAX 和灵便型 HANDY 运输方便灵活，载重吨分别在 5-6 万吨及 1-5 万吨。

图27. 干散货运输船型及对应载重吨

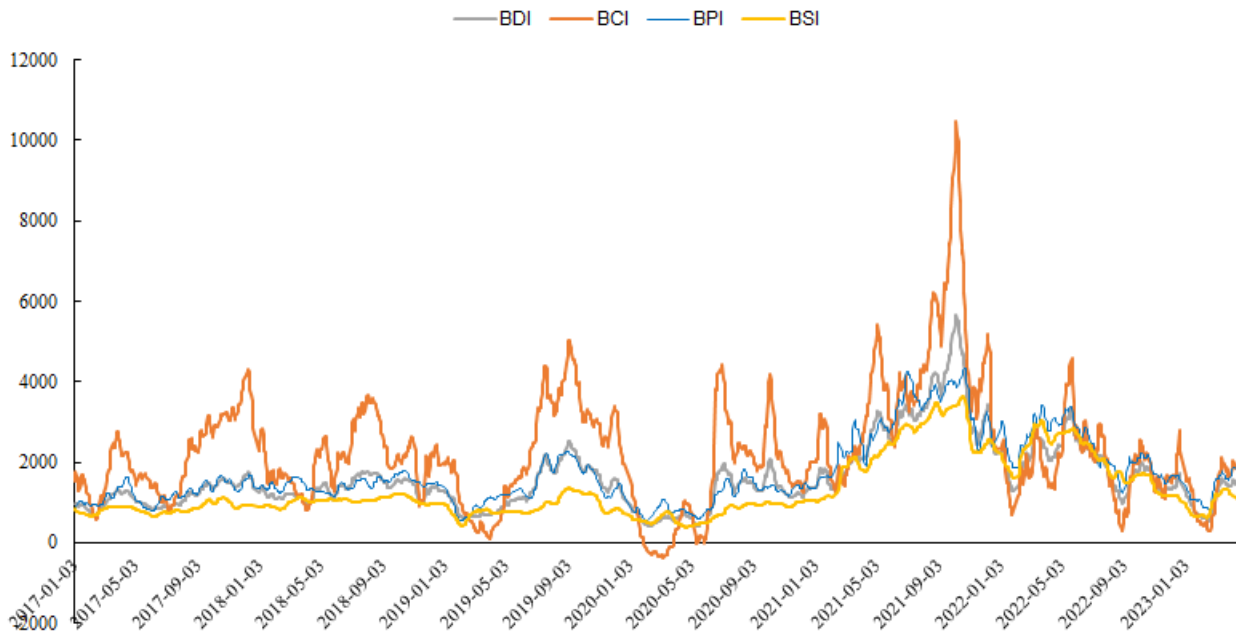


资料来源：shippingandfreightresource，安信证券研究中心

复盘干散运价，2021 年受港口拥堵影响运价上行，随后至今逐步回落。复盘过去 5 年运价，2017-2018 年得益于全球经济增速超预期叠加运力增速放缓，国际干散货市场总体稳步复苏，

运费总体上行。2019 年受巴西溃坝，贸易战等多个国际事态影响，BDI 指数大幅震荡，整体呈现先抑后扬态势。2020 年受疫情影响，全球干散货海运量负增长，运价大幅下降。2021 年全球干散货需求好转叠加极端天气、疫情等原因，压港情况有所加重，进一步压缩了干散货船队的有效运力，BDI 指数显著上升。2022 年-2023 年 3 月，受美元利率上行及中国疫情影响，运价波动下行。展望未来，全球经济复苏，干散运价有望触底回升。

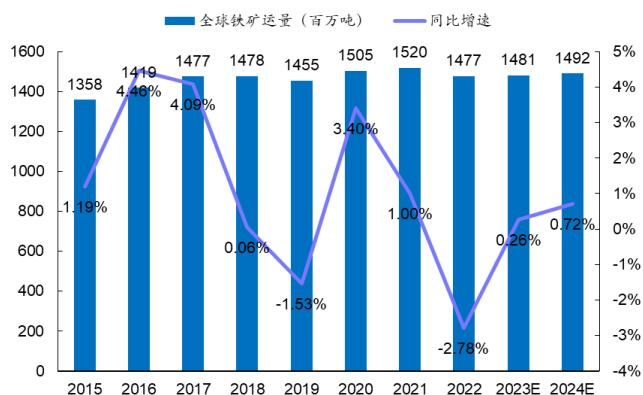
图28. 干散货各船型运价指数变化



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

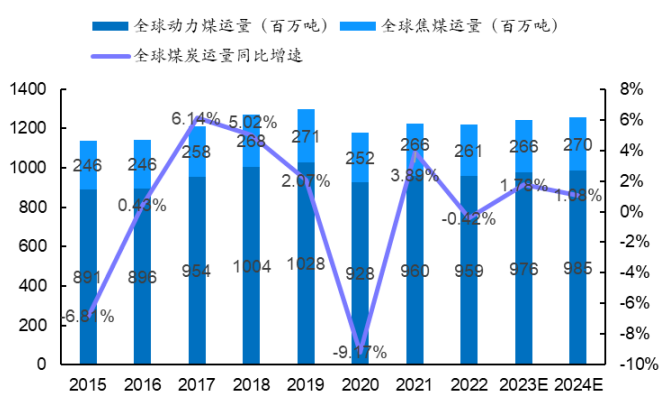
展望未来，全球铁矿及煤炭运量有望逐步恢复，铁矿运量超过疫情前，煤炭运量受新能源影响预计仍低于疫情前。2022 年受疫情扰动，全球主流矿山劳动力紧缺，叠加澳巴雨水天气较多，全球铁矿运量同比-2.78%，其中淡水河谷披露铁矿产量同比-2%。展望未来，随着全球制造业复苏，用工趋于稳定，看好铁矿运量稳步回升。煤炭方面，看好疫情后焦煤运量稳步回升，2024 年恢复至疫情前水平；动力煤在新能源影响下，预计 2024 年运量较疫情前仍有差距。

图29. 全球铁矿运量（百万吨）及同比增速



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

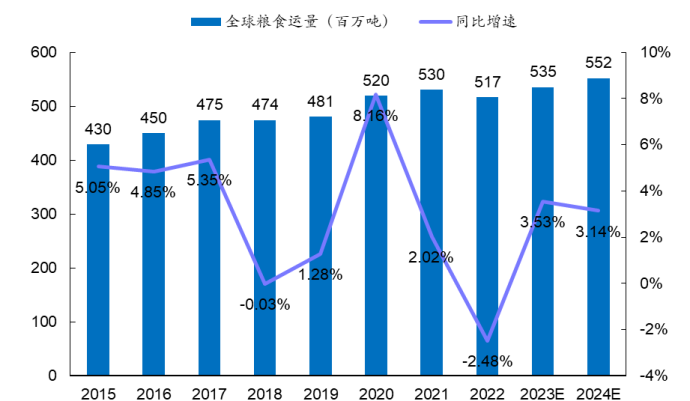
图30. 全球煤炭运量（百万吨）及同比增速



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

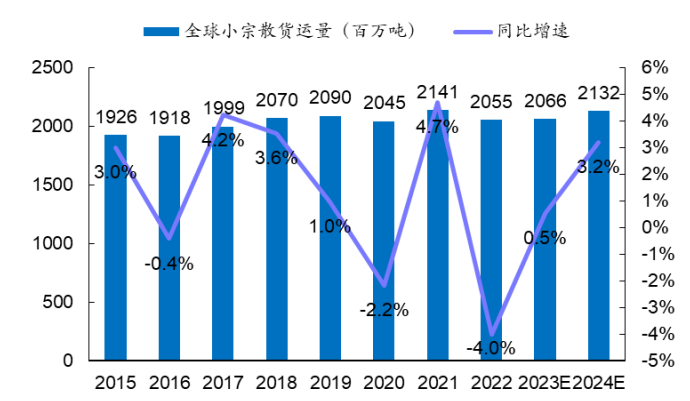
经济复苏下，预计粮食及小宗散货未来两年运量保持稳健增长。2022 年在疫情冲击、地缘政治冲突、加息经济周期多重因素影响下，全球粮食及小宗散货运量分别同比-2.48%、-4%，同比下滑明显。预计随全球经济复苏，粮食及小宗散货运输需求将重回增长。

图31. 全球粮食运量（百万吨）及同比增速



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

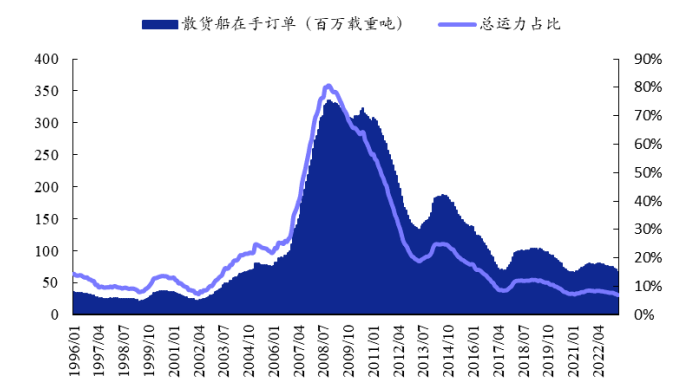
图32. 全球小宗散货运量（百万吨）及同比增速



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

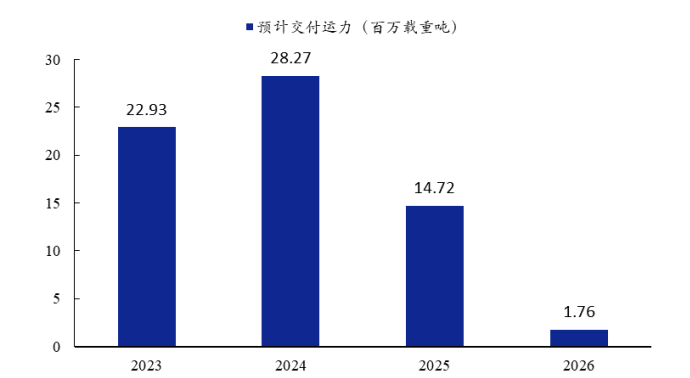
供给端，受运价低迷影响，干散货运输在手造船订单处在低位。截至2023年4月，行业散货船在手订单占现有运力比为6.87%，处在历史低位且已连续下降11个月。考虑当前干散运价仍处低位，全球船台排期较满，造船厂更加青睐订造LNG、集装箱、滚装船等船型，预计未来散货船供给端增量有限。

图33. 散货船在手订单及总运力占比



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

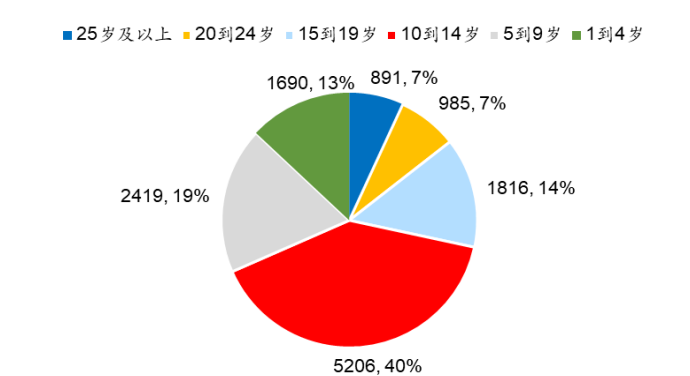
图34. 散货船订单预计交付节奏



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

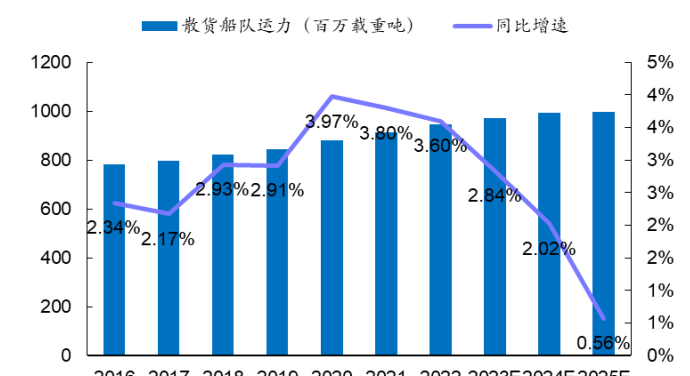
老旧船占比高，预计散货船队运力增速持续下滑。目前船龄超过20岁的船运力占总运力的14%，老旧船占比高，拆除老旧船的数量预计将逐步增加。根据克拉克森数据，预计2023-2025年干散货船队运力同比分别+2.84%、+2.02%、+0.56%，供给增速持续下滑。

图35. 现有运力的船龄占比（艘）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

图36. 干散货船队历史运力及预测



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

3.2. 公司干散货船队船型多样，长协现货结合经营稳健

干散货运输为公司核心双主业之一，船队规模稳居世界前列。公司经过多年发展，持续扩大干散货船队规模。截至 2022 年底，公司（自有、租赁、代管）干散货船舶共计 147 艘、2224.1 万载重吨，其中自有船舶 102 艘、1902.3 万载重吨。公司经营、管理的 VLCC 船舶数量达到 37 艘，船队规模稳居世界第一。

表14：招商轮船散货船结构表（截至 2022 年 12 月 31 日）

	所属公司	控制方式	船型	艘数	载重吨 (万 DWT)	平均船龄	
散货船	香港明华	自有	VLOC-400k	28	1118.19	5.8	其中 14 艘 100%权益，14 艘 30%权益
			VLOC-325k	6	194.96	2.5	30%权益
			CAPE SIZE	16	286.88	12.1	
			PANAMAX	8	45.78	9.9	
			ULTRAMAX	20	125.73	6.6	
			SUPREMAX	10	57.95	11.0	
			HANDYMAX	4	18.45	10.5	
			HANDYSIZE	8	29.70	6.4	
	超灵便通用型多用途船	4	24.65	0.6			
			长期及短期租入船	42	201.09		
		代管 VLCC	3	120.71			
	散货船小计		自有船	102	1902.30	7.9	
		租入船	42	201.09			
		代管船	3	120.71			

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

自有 VLCC 100%锁定，长协保障稳定收益，其他自有船型平均 12 个月滚动锁定率约 20%。公司自有 34 艘 VLCC 均已与淡水河谷签订长期运输协议，其中公司全资子公司香港明华于 2015、2016 年与淡水河谷签订的协议均超过 20 年，保障长期稳定收益。此外，截至 2022 年底，公司自有好望角/巴拿马/超灵便及大灵便/小灵便 12 个月滚动锁定率分别为 19.6%/22.4%/22.2%/12.7%，整体锁定率约 20%。

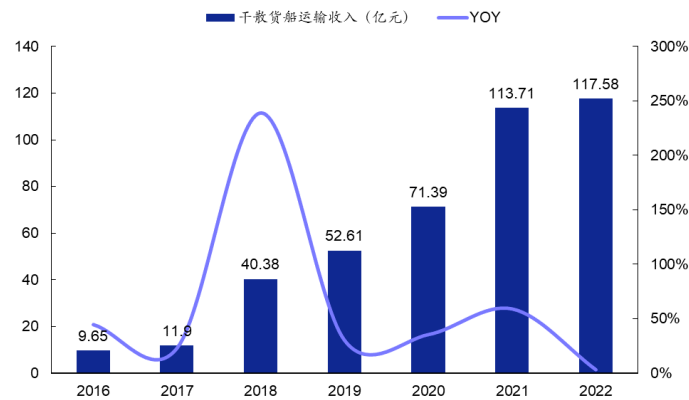
表15：香港明华与淡水河谷长期运输协议

时间	合约期	货种	单航次货量	年货运量
2015 年 9 月 25 日	20+5 年 (20 年后，淡水河谷有权选择续期 5 年)	铁矿石、锰矿	39 万吨	600 万吨
2016 年 3 月 21 日	27 年 (2018 年上半年开始)	铁矿石、锰矿	39 万吨	1600 万吨

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

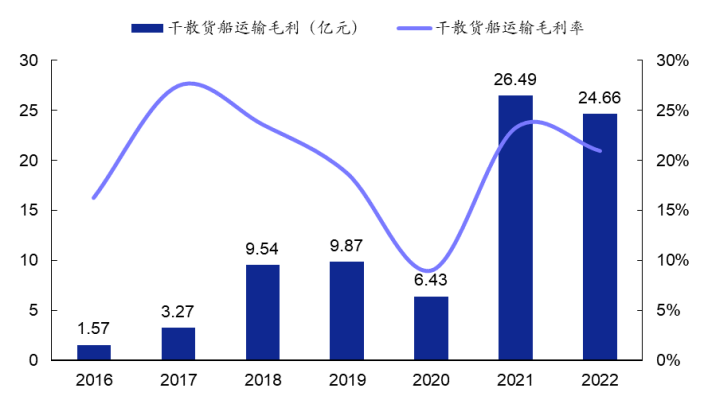
干散货船队经营稳健，2023 年预计稳定盈利，2024-2025 年持续增长。2021 年受益于市场景气及公司散货船队增长，公司干散货运输营业收入同比+59.28%，达到 113.71 亿元，毛利由 6.43 亿元大幅增长至 26.49 亿元。2022 年在景气度有所持续、锁定率较高背景下，公司实现干散货运输收入 117.58 亿元，同比+3.41%，实现毛利 24.66 亿元，毛利率 20.97%维持高位。展望未来，2023 年在美元高利率背景下，预计运价触底回升，全年稳定盈利，2024-2025 年行业逐步走向景气周期。

图37. 干散货船运输收入及增长率



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

图38. 干散货运输毛利及毛利率



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

3.3. 集运扎根亚洲航线，经营壁垒深厚

2021 年公司收购中外运集运，进军集运业务。2021 年 10 月，公司与中外运集装箱运输有限公司（即中外运集运）签署协议，以约 20.22 亿元现金支付的方式收购中外运集运 100% 股权，于 2021 年 12 月 31 日完成股权交割。根据 Alphaliner 数据，公司集运综合运力在全球排名第 32 位，总运力达 45455 TEU，其中自有集装箱船舶 16 艘，租入船舶 15 艘。此外根据公司公告，公司具有新造船订单 4 艘，预计 2023 年交付。

表16: Alphaliner 全球运力排名（截至 2022 年 12 月 31 日）

排名	公司	合计		自有		租赁			订单		
		TEU	船	TEU	船	TEU	船	占比	TEU	船	占比
1	地中海航运公司	4,851,069	745	2,260,412	452	2,590,657	293	53.4%	1,698,854	127	35%
2	马士基集团	4,166,785	691	2,545,375	343	1,621,410	348	38.9%	370,200	29	8.9%
3	达飞海运集团	3,346,781	588	1,551,584	221	1,795,197	367	53.6%	684,235	79	20.4%
4	中远集团	2,893,901	465	1,593,008	178	1,300,893	287	45%	928,740	49	32.1%
5	赫伯罗特	1,798,866	246	1,111,479	120	687,387	126	38.2%	351,234	18	19.5%
6	长荣海运	1,669,694	213	951,667	128	718,027	85	43%	473,442	49	28.4%
7	海洋网联	1,523,430	204	787,587	90	735,843	114	48.3%	571,610	41	37.5%
8	现代商船	809,565	74	549,066	36	260,499	38	32.2%	265,027	26	32.7%
9	阳明海运	705,614	93	216,346	51	489,268	42	69.3%			
10	以星航运	571,193	139	28,681	8	542,512	131	95%	351,184	41	61.0%
32	中外运航运	45,455	31	23,970	16	21,485	15	47.3%	7,000	4	15.4%

资料来源：Alphaliner，安信证券研究中心

航线网络覆盖东北亚，主打精品航线，经营壁垒深厚。公司集运业务的运输网络主要覆盖多条亚洲集装箱班轮航线，包括中国大陆至日本、澳洲、韩国、菲律宾、越南、中国台湾、中国香港等国家和地区的航线。其中公司深耕日本航线和中国台湾航线多年，经营壁垒深厚。

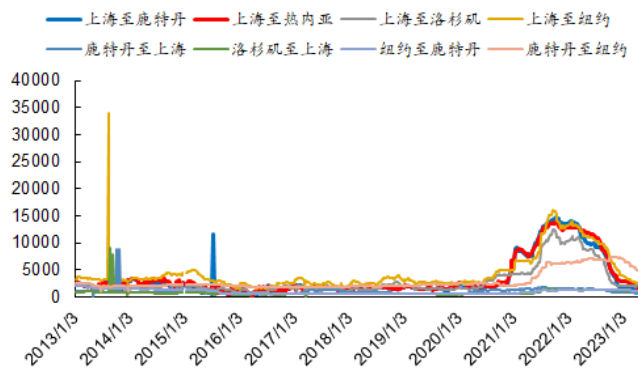
图39. 公司集运航线网络布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

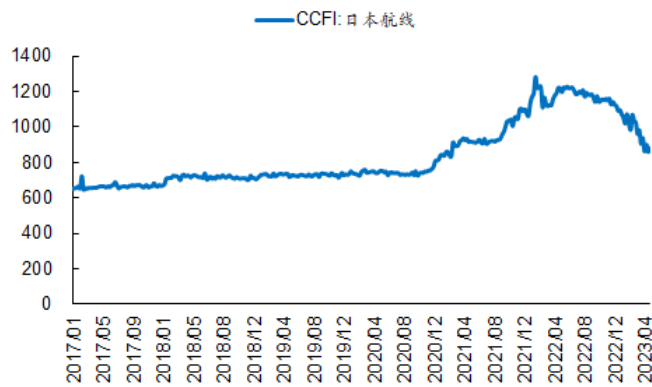
与欧美干线相比，亚洲区域内航线供需更加平衡，市场份额与运价更加稳定。根据 WCI 指数，中国至欧美干线波动较大，尤其是自 2021 年初，上海至美东、美西、西欧、南欧航线运价指数大幅上升，2021 年四季度达到历史高位，而后在 2022-2023 年逐渐回落至疫情前水平。对比 CCFI 上海至日本航线，运价指数涨幅及回落幅度均小于欧美干线，而目前仍高于疫情前水平。

图40. 世界集装箱运价指数 (WCI)



资料来源：WCI，安信证券研究中心

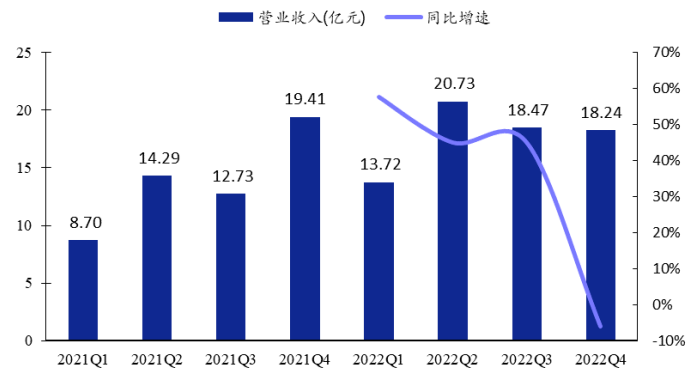
图41. 日本航线 CCFI 指数



资料来源：wind，安信证券研究中心

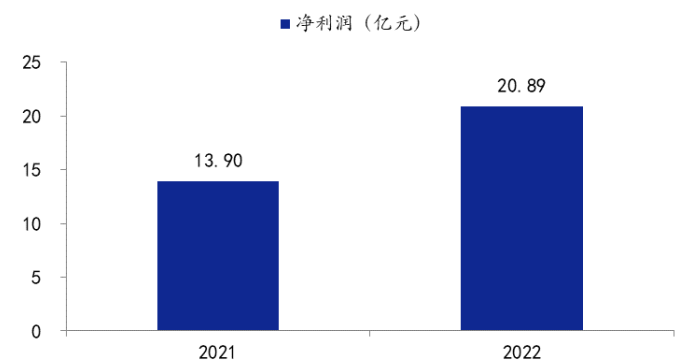
集运船队经营业绩亮眼，近两年盈利稳步上升，展望未来预计仍将稳定贡献利润。2021 年公司集运业务实现营收 55.13 亿，同比+55.86%，净利润约为 13.9 亿，占公司船队总利润 38%。2022 年全年实现营收 71.16 亿，同比+29.00%；净利润为 20.89 亿，同比+50.27%，占公司船队总利润的 35%。由于目前干线及各支线运价均有所下滑，且行业在手造船订单较多，预计 2023-2025 年公司集运业务收入及净利润将较 2021-2022 年有所下滑，但仍将贡献稳定利润。

图42. 2021、2022 单季营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图43. 2021、2022 净利润（亿元）



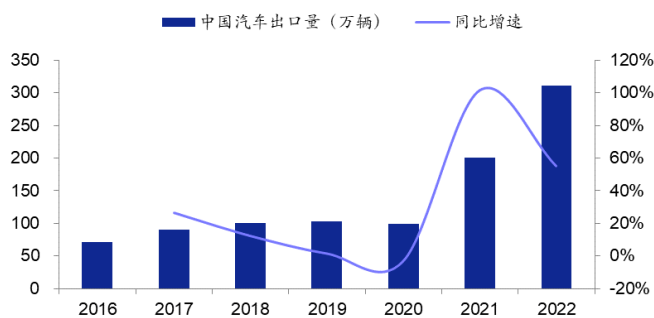
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 滚装业务乘汽车出口东风，LNG 运输长期前景广阔

4.1. 助力中国汽车出口，外贸滚装蓬勃待发

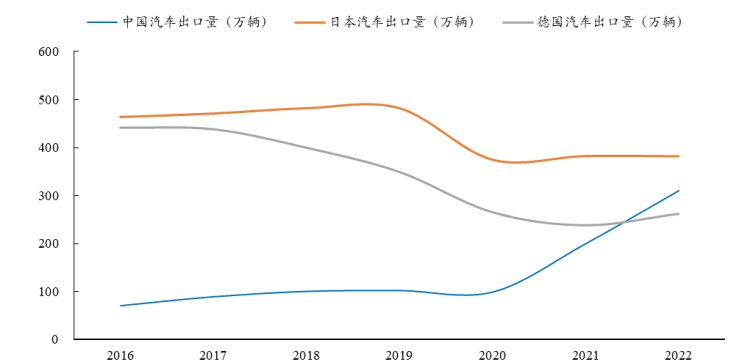
2022 年中国汽车出口量创新高，跃居世界第二。2021 年以来，中国汽车出口量显著增长。2021 年中国汽车出口量为 200.28 万辆，同比+101.39%；根据中国汽车工业协会的消息，由于近年海外各地区的汽车产量与销量有所下降，致使海外供给不足，中国车企出口竞争力的大幅增强，2022 年出口量为 310.70 万辆，同比+55.13%。2022 年中国超越德国世界第二大汽车出口国。

图44. 中国汽车出口量



资料来源：Wind，安信证券研究中心

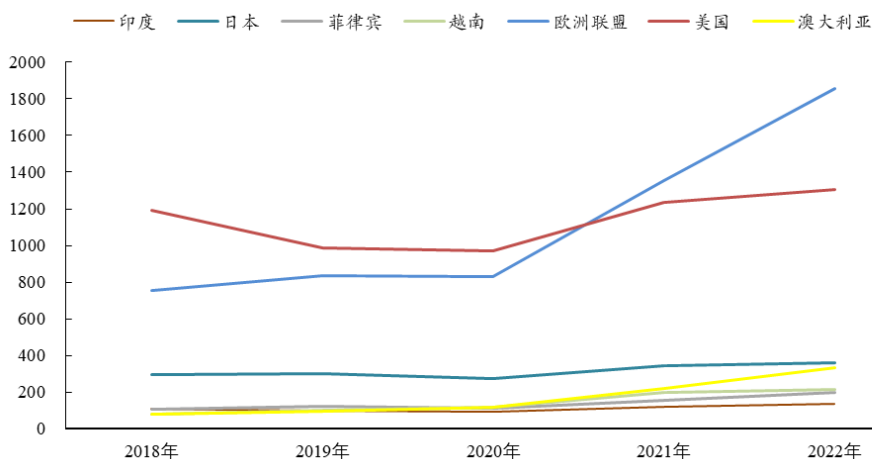
图45. 中日德汽车出口量



资料来源：Wind，CAAM 中国汽车工业协会、JAMA 日本汽车工业协会、VDA 德国汽车工业协会、安信证券研究中心

中国对欧美汽车出口增加，拉长平均运距。具体各出口地来看，“欧洲 2035 年起禁售燃油车”计划实施，根据中国海关总署数据，中国对欧盟汽车及其零附件（除铁道车辆）出口金额由 2020 年的 829.39 亿元上升至 2022 年 1853.65 亿元，增长 123.50%。欧美汽车本土化产销受阻，对美国的出口由 2020 年的 969.96 亿元上升至 2022 年的 1307.22 亿元，增长 34.77%；对加拿大的出口由 2020 年 117.52 亿元上升至 2022 年的 335.93 亿元，增长 185.85%。相反，对传统的汽车出口去向地例如印度、日本、越南等增幅较小，整体呈现运距拉长趋势。

图46. 中国对不同国家地区汽车出口量



资料来源: 中国海关总署, 安信证券研究中心

全国两会多项提案助力汽车出口持续发展。2023年3月4日在京召开的全国政协十四届一次会议和十四届全国人大一次会议中, 来自汽车行业的代表就汽车贸易关税和进出口、中国新能源汽车出口面临的出口认证难、出口物流难等问题展开深入讨论, 提出多条建议, 国内汽车出口有望保持旺盛趋势。

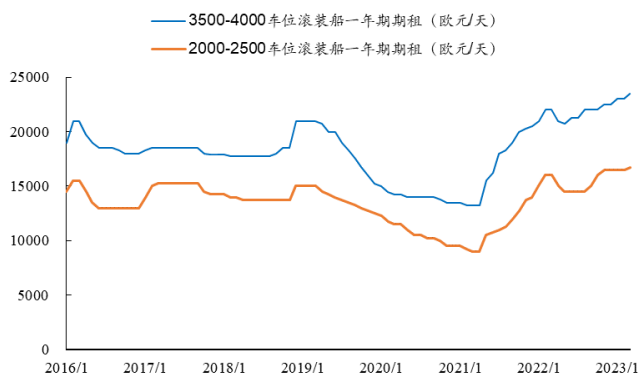
表17: 全国两会汽车相关提案

关注方向	提出人	内容
汽车关税和进出口	全国人大代表、奇瑞控股集团党委书记、董事长尹同跃	目前中国进口整车基本都是高端小众车型, 建议国家税务总局、海关总署等单位研究进一步降低整车进口关税, 以便争取更加互惠的贸易政策, 降低关税壁垒。商务部等部委应加速与中国汽车出口主要市场所在国和地区签订贸易协定或关税联盟, 制定与汽车有关的关税政策, 特别是拉丁美洲南方共同市场(南共体)、墨西哥、南非、欧洲国家。同时推进与已签订自贸协定国家的第二阶段谈判, 将汽车纳入协定目录, 加快汽车产品关税互减的进程。
新能源汽车出口	全国政协委员、全国工商联副主席、赛力斯集团董事长张兴海	(1)给予政策技术性指导, 助力车企开拓海外市场; (2)协调解决出口运输运费高、运力不足等突出问题。

资料来源: 中国经济网, 中国工业新闻网, 安信证券研究中心

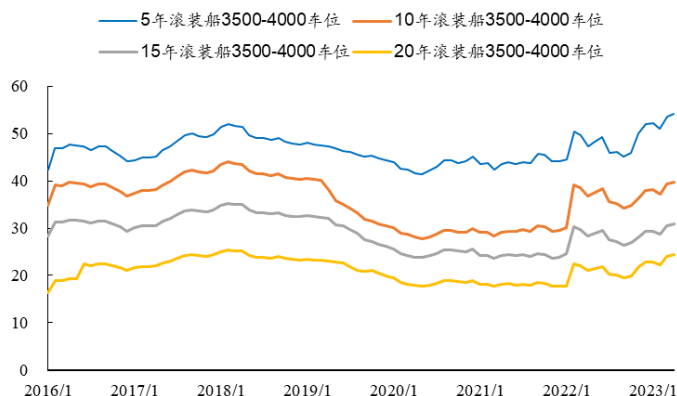
滚装市场供不应求, 期租及二手船价持续向上。从2021年上半年以来, 滚装船一年期期租价格呈现上升趋势, 2023年3月3500-4000车位滚装船一年期期租为23500欧元/天, 2000-2500车位滚装船一年期期租为16750欧元/天。同时, 汽车船二手船价也呈现上升趋势, 2023年4月5年3500-4000车位的滚装船二手船价连续7月保持增长, 4月达到54.16百万美元, 环比上月+1.25%。期租价格和二手船价体现滚装市场旺盛需求。

图47. 汽车船期租价 (欧元/天)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

图48. 滚装船二手船价 (百万美元)



资料来源: 克拉克森, 安信证券研究中心

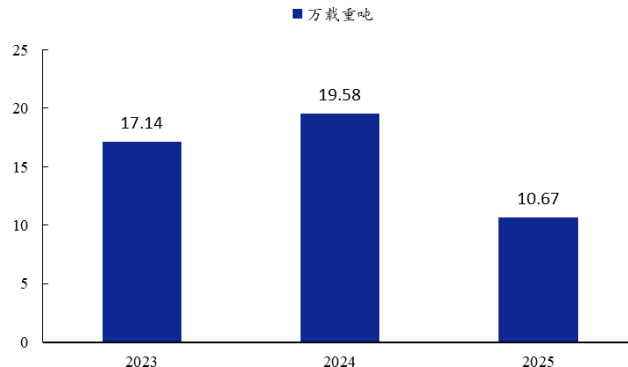
行业在手订单处于低位，未来运力交付有限。目前滚装船在手订单占比维持低位，2023年4月在手订单与总运力占比为6.36%，根据现有订单的交付时间，2023年还有9艘船待交付，2024年交付运力为19.58万载重吨，2025年交付运力为10.67万载重吨，2026年暂无订单交付。未来3年供给增速有限。

图49. 2300-2700 车位滚装船新造船价（百万美元）



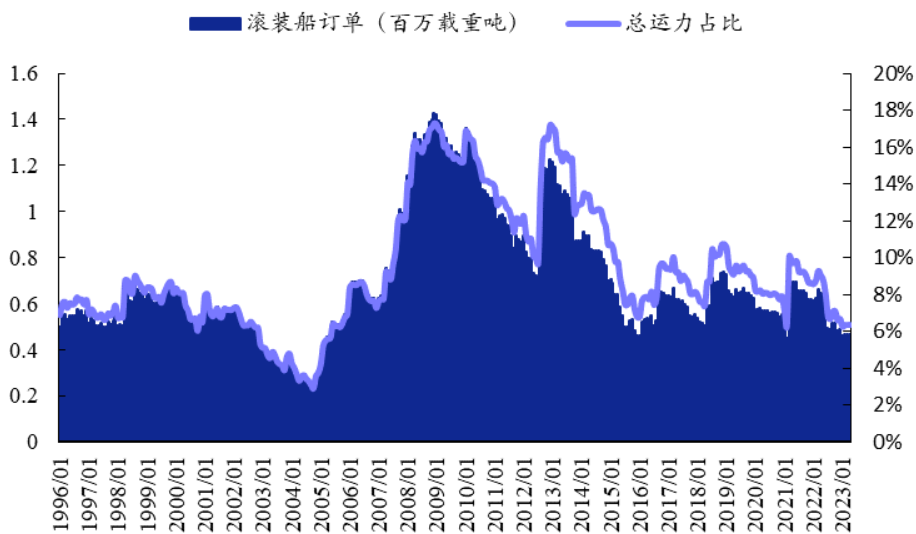
资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

图50. 滚装船现有订单预计交付年份



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

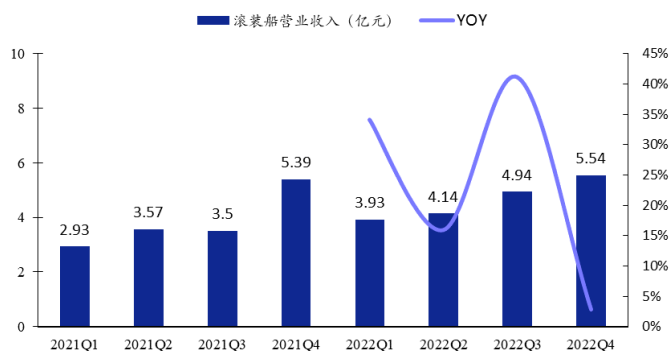
图51. 滚装船订单及总运力占比



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

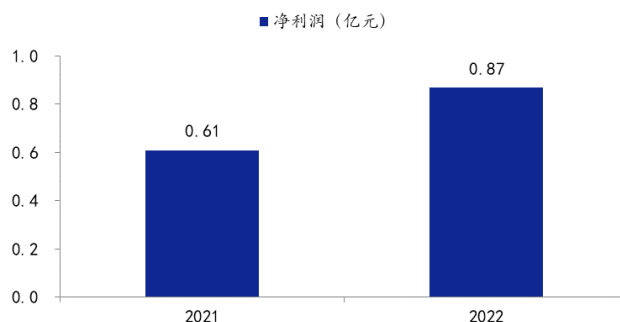
公司滚装船队推进内转外，2022年净利润涨幅超四成，看好2023-2025年滚装收益持续增长。截至2022年底，公司拥有2000-5000车位级汽车滚装船等可用于沿海/远洋的大型汽车滚装船10艘，全部运力22艘。公司积极拓展国际市场，持续推进内转外，已有三艘船舶投入国际航线运营。2022年滚装船营业收入为18.55亿元，同比增长20.55%，2022年滚装船净利润为0.87亿元，同比增长42.61%。随着中国汽车出口增长趋势持续，行业环保新规趋严，外贸滚装供需或越发紧张，看好2023-2025年公司滚装船队利润持续增长。

图52. 公司滚装船业务营业收入及增速



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

图53. 公司滚装船净利润



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

国内汽车出口景气上行，公司新订购6艘滚装船。2023年3月29日招商轮船与招商工业签署《船舶订造协议》，向招商工业订购2艘9300车位甲醇新能源双燃料滚装船，造船款预计约为1.92亿美元，船只将于2025年下半年或2026年上半年正式交付。此外，招商轮船与招商工业还签署了4艘9000车位级甲醇新能源双燃料滚装船买方选择权协议，单船船价将不高于0.96亿美元，预计交船时间为2026年。随着国际滚装船市场一舱难求，新造滚装船的加入将助力公司持续发展滚装船业务。

表18: 公司滚装新造船订单

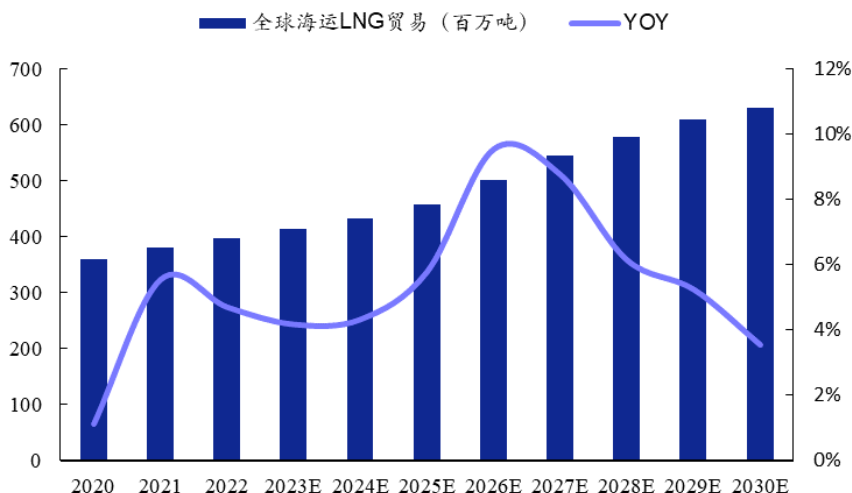
时间	签署文件	内容	单船船价	总造船款	预计交付时间
2023年3月29日	《船舶订造协议》	订购2艘9,300车位甲醇新能源双燃料滚装船		1.92亿美元	2025年下半年或2026年上半年
	《选择权协议》	签署4艘9,000车位级甲醇新能源双燃料滚装船的买方选择权协议	0.96亿美元	3.84亿美元	2026年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. LNG 长期前景广阔，长约创造稳定收益

全球海运LNG需求稳步增长，2030年预计贸易量达到2022年的158.4%。2022年，全球海运LNG贸易为398.1百万吨，同比+4.7%。根据克拉克森的预测，2030年全球海运LNG贸易为630.6百万吨，达到2022年的158.4%。

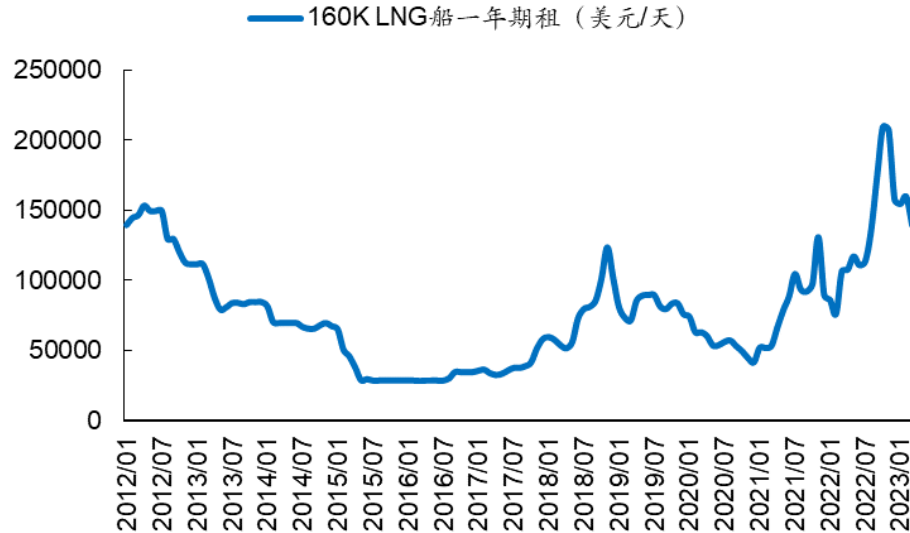
图54. 全球海运LNG贸易



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

欧洲能源危机后目前期租仍高于去年同期，需求保持稳定。LNG 船技术难度造就高造价，期租价反映市场旺盛程度。2023年3月160K LNG 船一年期租14万美元/天，较去年同期+31.15%。欧洲能源危机有所缓解，但目前期租水平仍处历史高位，充分凸显 LNG 需求刚性。

图55. 160K LNG 船一年期租（美元/天）



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

公司通过持股 50%的 CLNG 和自有主控的 CMES LNG 两个平台进行 LNG 业务运营。招商轮船通过持有 50%股权的下属合营公司中国液化天然气运输(控股)有限公司 (CLNG)，以及持有 100% 股权的招商轮船液化天然气船务有限公司 (CMES LNG，或 CMLNG) 参与液化天然气专用船运输业务。

CLNG 总投资 LNG 船舶 34 艘，在手订单共 12 艘，船队规模将持续扩大。中国液化天然气运输(控股)有限公司 (CLNG) 成立于 2004 年，由招商轮船与大连中远海运油品运输有限公司合资成立，分别持股 50%。中国液化天然气运输公司专注于从事 LNG 海上运输业务，截至 2023 年 3 月公司总投资 34 艘 LNG 船舶，其中 22 艘已投入包括广东项目、福建项目等共七个项目的营运。22 艘现有船只中仅有 6 艘船龄在 5-15 年，其余 16 艘 LNG 船舶船龄均小于 5 年，船队整体年轻。此外，CLNG 目前 LNG 船舶在手订单共 12 艘，分别为 2022 年 8 月与现代船厂订购的 174000 总舱容共计 7 艘 LNG 船，预计完成交付时间为 2026 年 12 月；2022 年 11 月与日本邮船、川崎汽船以及马来西亚航运集团成立的合资公司向沪东中华订购的 5 艘 17.4 万方薄膜型 LNG 运输船，预计将于 2025 年至 2026 年 7 月间完成交付。

表19：公司合营子公司 CLNG 项目船舶信息

项目	船名	舱容	造船厂	交付期	租船人
广东项目	大鹏昊	147,236 M3	沪东中华	2008/4/3	广东大鹏
	大鹏月			2008/7/10	
	大鹏星			2009/12/10	
福建项目	闽榕	147,236 M3	沪东中华	2009/2/24	中海福建
	闽鹭			2009/8/13	
上海项目	申海	147,236 M3	沪东中华	2012/9/20	上海 LNG
PU 项目	泛亚	174,000 M3	沪东中华	2017/10/13	Shell
	泛美			2018/1/31	
	泛欧			2018/6/29	
	泛非			2019/1/8	
Yamal DSC 项目	Boris Vilkitsky	172,610 M3	韩国大宇船厂	2017/12/26	Yamal Trade
	Fedor Litke			2018/1/8	

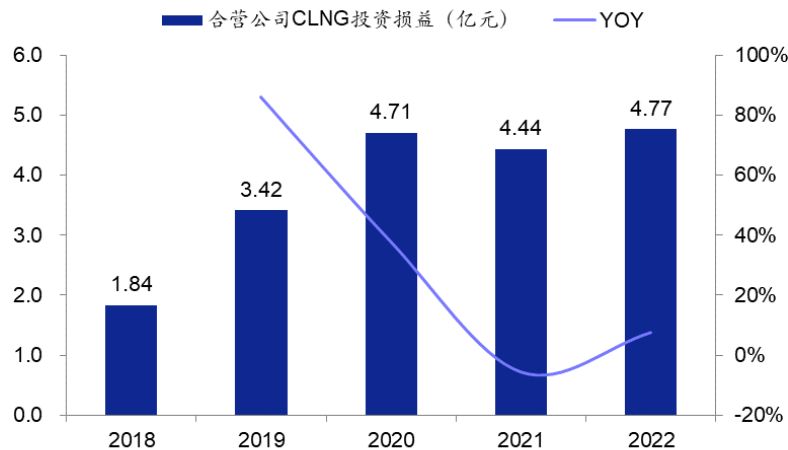
(Arc7)	Georgiy Brusilov			2018/12/10	
	Boris Davidov			2019/1/18	
	Nikolay Zubov			2019/2/22	
Yamal TC 项目 (Arc7)	Eduard Toll			2018/1/12	
	Rudolph Samoylovich			2018/9/6	
	Nikolay Yevgenov			2019/6/3	
	Vladimir Voronin			2019/8/9	
	Georgiy Ushakov			2019/11/6	
	Yakov Gakkel			2019/12/4	
深燃项目	大鹏公主	79,916 M3	沪东中华	2022/2/18	深圳燃气
卡气沪东项目	TBD	174,000 M3	沪东中华	预计 2026-07-31 前	Qatargas
卡气现代项目	TBD	174,000 M3	韩国现代	预计 2026-12-16 前	Qatargas
总计	34	5,646,042 M3			

资料来源：中国液化天然气运输有限公司，安信证券研究中心

CMES LNG 暂无已运营船舶，现有在手 16 艘 LNG 订单。招商轮船液化天然气运输有限公司为招商轮船于 2022 年成立的从事 LNG 运输业务的经营管理公司。根据公司公告，截至 2022 年底，CMES LNG 共持有 16 艘 LNG 运输船订单，包括向大连重工订造的 6+2 艘 17.5 万立方 LNG 船；与中海油气电集团、NYK 等共同中标的中海油二期 LNG 项目共计 6 艘 17.4 万立方 LNG 船；与 KLine、招商租赁联合中标的马石油 LNG 项目共 4 艘 17.4 万立方 LNG 船。

CLNG 投资收益逐年上升，近三年保持稳定。考虑未来船舶交付节奏，看好 2023-2025 年 LNG 收益保持稳定。公司近三年 CLNG 投资收益稳定在 4 亿元以上，其中 2022 年 CLNG 的投资收益为 4.77 亿元，同比增长 7.46%。考虑到在手订单交付高峰在 2025-2026 年间，预计 2023-2025 年公司 LNG 收益整体保持稳定。

图56. CLNG 投资收益及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 盈利预测

油轮贡献核心业绩弹性，干散集运收益稳定，滚装 LNG 成长性可期。1) 当前时点看，油运三年以上景气周期确定性强，公司原油轮船队将贡献核心业绩弹性。2) 干散运输 2023 年预计维持稳定收益，2024 年后随美元降息周期开始，干散运输有望迎来景气拐点。3) 集运亚洲区域内经营壁垒深厚，考虑到行业整体造船订单较多，预计保持稳定收益。4) 滚装及 LNG 业务前景广阔，公司滚装推动内转外，LNG 持续有新船交付，且持续下订滚装及 LNG 造船订单，未来成长可期。综合公司各业务发展，看好业绩持续稳健增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 60.3/73.3/80.2 亿元，对应现股价 PE 为 8.9/7.4/6.7 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。考虑公司经营壁垒深厚且船队规模持续增长，业务覆盖航运多个子版块，具备跨越周期的确定性及成长性，且考虑公司期权激励业绩条件包括连续三年 EOE>30%，审慎按照 2024 年业绩 10 倍估值，给予 9.02 元目标价。

表20：招商轮船收入成本及投资收益盈利预测

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入合计	145.56	180.72	244.12	297.08	322.77	347.09	364.25
YOY	33.16%	24.15%	35.08%	21.70%	8.65%	7.53%	4.95%
毛利	32.86	45.99	45.76	65.13	79.45	95.18	103.14
毛利率	22.57%	25.45%	18.74%	21.92%	24.62%	27.42%	28.31%
1、油轮运输收入	71.61	85.52	38.45	70.29	124.42	133.52	139.83
YOY	49.91%	19.42%	-55.04%	82.82%	77.00%	7.31%	4.72%
油轮运输毛利	20.55	36.78	-3.46	12.87	57.79	67.09	73.40
油轮运输毛利率	28.70%	43.01%	-9.00%	18.31%	46.45%	50.25%	52.49%
2、散货船运输收入	52.61	71.39	113.71	117.58	107.14	115.56	121.34
YOY	30.29%	35.70%	59.28%	3.41%	-8.88%	7.86%	5.00%
散货船运输毛利	9.87	6.43	26.49	24.66	11.69	15.34	16.11
散货船运输毛利率	18.76%	9.01%	23.30%	20.97%	10.91%	13.27%	13.27%
3、集装箱运输收入	-	-	55.13	71.16	51.03	55.43	58.20
YOY				29.07%	-28.28%	8.62%	5.00%
集装箱运输毛利			17.88	25.39	6.16	7.39	7.76
集装箱运输毛利率			32.43%	35.68%	12.07%	13.33%	13.33%
4、滚装船运输收入	12.88	11.97	15.39	18.55	20.69	23.08	25.38
YOY	-4.02%	-7.07%	28.57%	20.56%	11.48%	11.56%	10.00%
滚装船运输毛利	1.69	1.84	1.73	2.04	3.62	5.16	5.67
滚装船运输毛利率	13.12%	15.37%	11.24%	10.98%	17.50%	22.35%	22.35%
5、其他业务收入	8.46	11.84	21.44	19.50	19.50	19.50	19.50
YOY	9.30%	39.95%	81.08%	-9.06%	0%	0%	0%
其他业务毛利	0.75	0.94	3.12	0.18	0.19	0.19	0.19
其他业务毛利率	8.87%	7.94%	14.55%	0.93%	1%	1%	1%
投资收益	3.83	6.95	7.05	6.46	7.00	7.00	7.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

- 1) 全球经济衰退，制造业、交通运输等下游需求较差，使得油轮、干散等运输需求恢复不及预期；
- 2) 俄乌冲突地缘政治等不确定因素发生变化，导致运距拉长取消；
- 3) 行业新增大量造船订单，且船台加速交付，供给端运力超预期增长；
- 4) 油价上涨、租船成本上涨等因素带动成本超预期上行；
- 5) 运价、成本、盈亏平衡点等假设不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,412.2	29,708.4	32,277.4	34,708.7	36,425.2	成长性					
减:营业成本	19,835.8	23,195.2	24,332.1	25,191.0	26,111.5	营业收入增长率	35.1%	21.7%	8.6%	7.5%	4.9%
营业税费	33.3	35.2	36.8	42.7	43.2	营业利润增长率	47.2%	36.4%	19.5%	21.4%	9.1%
销售费用	99.3	90.4	99.0	104.1	110.6	净利润增长率	29.9%	40.9%	18.5%	21.7%	9.5%
管理费用	820.4	888.0	968.3	1,041.3	1,092.8	EBITDA 增长率	-17.1%	30.8%	15.8%	15.6%	6.7%
研发费用	0.2	1.3	1.6	1.1	1.5	EBIT 增长率	-20.8%	42.5%	22.2%	19.7%	8.2%
财务费用	481.1	416.3	387.3	347.1	291.4	NOPLAT 增长率	23.1%	33.3%	17.7%	19.7%	8.2%
资产减值损失	0.1	-25.6	-	-	-	投资资本增长率	-6.3%	14.3%	2.4%	-14.0%	8.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.4%	24.6%	13.9%	16.6%	16.1%
投资和汇兑收益	705.0	645.5	700.0	700.0	700.0						
营业利润	4,389.7	5,987.5	7,152.2	8,681.4	9,474.1	利润率					
加:营业外净收支	-46.8	-53.6	-43.9	-48.1	-48.5	毛利率	18.7%	21.9%	24.6%	27.4%	28.3%
利润总额	4,342.9	5,934.0	7,108.3	8,633.3	9,425.6	营业利润率	18.0%	20.2%	22.2%	25.0%	26.0%
减:所得税	684.3	867.0	1,038.6	1,261.4	1,377.2	净利润率	14.8%	17.1%	18.7%	21.1%	22.0%
净利润	3,609.1	5,085.9	6,025.1	7,329.8	8,023.4	EBITDA/营业收入	25.8%	27.7%	29.5%	31.7%	32.3%
						EBIT/营业收入	17.7%	20.8%	23.4%	26.0%	26.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	561	472	439	388	350
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	31	21	46	33	34
货币资金	10,669.1	11,229.0	2,582.2	5,468.6	8,795.7	流动资产周转天数	238	210	177	126	154
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	49	37	55	47	46
应收帐款	3,037.2	3,021.1	6,831.0	2,210.8	7,134.2	存货周转天数	18	17	18	16	16
应收票据	9.1	11.4	37.3	17.2	21.5	总资产周转天数	876	761	693	584	571
预付帐款	552.3	229.0	1,132.4	70.4	1,125.4	投资资本周转天数	643	548	544	477	437
存货	1,344.1	1,423.7	1,838.1	1,321.8	1,975.4						
其他流动资产	1,117.8	2,002.0	1,366.8	1,495.5	1,621.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	15.4%	16.0%	16.7%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	7.7%	10.3%	13.7%	13.0%
长期股权投资	3,074.6	4,458.4	4,458.4	4,458.4	4,458.4	ROIC	9.1%	13.0%	13.3%	15.6%	19.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	37,570.5	40,371.3	38,395.6	36,420.0	34,444.4	销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	778.1	1,072.9	1,072.9	1,072.9	1,072.9	管理费用率	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	439.8	488.7	475.8	462.8	449.9	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,542.8	1,162.5	649.8	747.4	636.6	财务费用率	2.0%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
资产总额	60,135.5	65,470.0	58,840.4	53,746.0	61,735.9	四费/营业收入	5.7%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%
短期债务	3,518.1	2,023.8	2,751.0	-	-	偿债能力					
应付帐款	3,387.6	2,803.2	4,010.1	2,861.4	4,273.0	资产负债率	55.3%	48.8%	35.2%	17.2%	16.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	123.7%	95.4%	54.2%	20.8%	19.5%
其他流动负债	7,594.1	4,141.5	5,450.4	5,698.7	5,082.9	流动比率	1.15	2.00	1.13	1.24	2.21
长期借款	18,094.4	22,229.9	7,773.8	-	-	速动比率	1.06	1.84	0.98	1.08	2.00
其他非流动负债	657.9	771.6	701.3	710.3	727.7	利息保障倍数	9.00	14.82	19.47	26.01	33.51
负债总额	33,252.2	31,969.9	20,686.6	9,270.4	10,083.6	分红指标					
少数股东权益	480.3	452.9	497.5	539.6	564.6	DPS(元)	0.11	-	0.14	0.13	0.11
股本	8,107.8	8,126.3	8,126.3	8,126.3	8,126.3	分红比率	24.7%	0.0%	18.3%	14.3%	10.9%
留存收益	20,372.2	24,605.6	29,530.1	35,809.7	42,961.4	股息收益率	1.7%	0.0%	2.0%	1.9%	1.6%
股东权益	26,883.4	33,500.0	38,153.8	44,475.6	51,652.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	3,658.6	5,067.0	6,025.1	7,329.8	8,023.4
						加:折旧和摊销	2,462.5	2,509.9	1,988.6	1,988.6	1,988.6
						资产减值准备	-0.1	25.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	602.3	796.8	387.3	347.1	291.4
						投资收益	-705.0	-645.5	-700.0	-700.0	-700.0
						少数股东损益	49.5	-18.9	44.6	42.1	25.0
						营运资金的变动	23.0	-1,730.6	-2,637.4	4,807.3	-5,283.4
						经营活动产生现金流量	6,508.5	6,995.2	5,108.2	13,814.8	4,345.0
						投资活动产生现金流量	385.3	-1,821.5	701.1	699.7	699.9
						融资活动产生现金流量	-6,788.3	-5,256.7	-14,456.1	-11,628.0	-1,717.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.44	0.63	0.74	0.90	0.99
						BVPS(元)	3.25	4.07	4.63	5.41	6.29
						PE(X)	14.9	10.6	8.9	7.4	6.7
						PB(X)	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
						P/FCF	10.8	-39.8	-6.9	13.5	13.3
						P/S	2.2	1.8	1.7	1.6	1.5
						EV/EBITDA	7.8	7.4	6.9	4.8	4.1
						CAGR(%)	26.3%	16.7%	29.2%	26.3%	16.7%
						PEG	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4
						ROIC/WACC	1.0	1.4	1.5	1.7	2.2
						REP	1.1	0.9	0.9	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034