

岳鑫 国泰海通交运首席：

大家好，欢迎大家来参加我们今天晚上的招商轮船的深度的研究汇报。那我是国泰海通交运行业首席分析师岳鑫，今天的会议由我和我的同事刘国强来跟大家一起进行汇报。那今天的会议也是我们交通运输十八讲的第五讲。那在上周的三讲中，我们跟大家系统的汇报了航空的研究宽，及我们的中长期逻辑下的两家重点公司中国航、吉祥航空的。那么本周，我们连续四晚系列的活动，我们聚焦在近期交运行业大家关注度非常高的，也是在过去一个月股价表现非常靓丽的油运板块的一个系列的一个分享。

那在周一晚上我们跟大家，解邀请到油运的专家进行了线上的深度的交流，那专家的很多的观点跟我们的。对行业的理解和推荐逻辑也是非常的一致。那么昨天晚上，我们跟大家分享了我们航运行业的研究框架，这个也是非常适用于油运行业的。同时针对于过去二十年也航运行业已经出现了两次超级牛市，和油运过去五年已经成型并已经进入的超级牛市进行了一个深度的复盘。那同时对未来的展望的时候，我们也强调我们推荐油运并不是基于在地缘冲突下的短期的脉冲的一些，或者说短期的一些因素所主导的运价的一些峰值的表现，而是跟大家从更中期的角度来去推荐一些可以值得把握的基本面成就的一些大级别的一些投资机会。

那在过去的。2022 年开始的行情中，我们应该说很好的把握了 2022 年下半年启动的油运的第一波景气上升的行情。当时我们的油运的相关的中远海能、招商轮船都有非常靓丽的这个三倍的一个股价的表现。那么它在之后，在 25 年的上半年，我们也是非常坚定的跟大家推荐，整个板块，从股息都已经有了非常支撑，有好的支撑力。那么在下半年，随着原油增产效应的利好的体现，以及这个后面的继续的供需改善，特别强调产能利用率已经在阈值附近，后续的，哪怕比较小的边际变化都会促成行业景气很显著的上升，而且后面的跨年度的持续性会好于市场的预期。

那我们应该说去年也是在很坚定的底部推荐了去年下半年启动的那一波行情，当然后面的演绎应该说是超出我们当时基于那个逻辑的一个推荐的预期。那么到了 2026 年，我们看到整个随着二月底的中东的冲突的爆发，整个行业它的演绎的逻辑发生了很大的一个变化。从之前由供需主导的研究框架，景推动景气上升，从产能利用率达到阈值再到突破阈值的这种相对更符合我们的研究框架的这么一种基本面演绎的路径，它进入到了一个地缘冲突所主导的需求端受到海峡的通行受阻显著影响的一个状态。

那么在这个阶段中，我们会发现整个行业它的运价的波动会更为的剧烈，但整体的中枢也是有进一步的抬升。那我们觉得一方面从短期来说是有战争风险溢价。抢能源抢运，还有区域的供需紊乱，以及船东的挺价等一系列的因素主导运价的波动。但同时我们也强调，从一年期期租的水平也有，也是有看到有一个明显的上升，甚至是更为坚挺的维持在十二万美金以上的一个水平。这个从中期的角度也反映了我们所说的，后续的地缘冲突结束之后，油运行业仍然将面对持续的供给的紧张，供需趋紧的这么一个状态。

那这个状态中间可能阶段性的被地缘打破，但是后续随着地缘冲突的这个结束和海峡的恢复通行，那么后续我们会回，后续会回到冲突前的状态。而冲突前行业已经经历了两个阶段的供需的改善，进入到了一个供需趋紧，景气高企的这么一个状态。所以后续。这个状态得在未来两年，它的持续的确定性是比较高的。一方面是供需海海峡恢复之后的供需一个比较高的冲突前的位置，另外的话我们也提示，补库也还是可期的，那么随着后



价期这个期限的升水的结构恢复，会加速这个补库的需求的一个后面的体现。

应该说在未来一连一到两年中还是值得期待对于我们的需求端有一个阶段性的增量，那同时更重要的，我们也提示大家其实油运还有可能出现，应该说很罕见的在过去的这个航运的超级牛市中会很罕见的出再一次的出现需求意外，我们说超级牛市是需要需求意外加供给瓶颈的。那么之前的干散和集运都是出现了一波需求意外，可能持续性会有差异，但是都是出现了一个逻辑下的需求意外。但是油运很有可能在这个五年的时间内它就会迎来两次的需求意外。

第一次因为俄乌冲突全球油运贸易重构带来的航距拉长，这个效应在持续的体现。那么另外一次就是有可能在这一次冲突后续可能带来的伊朗解禁，如果发生的话会再一次的带来由于灰色市场转为合规需求带来的需求的合规市场增长的这种需求意外。为什么说它也是需求意外？因为这种变化在目前的船东基于未来的运力布局或者说替代或者说满足需求的这种这个策略下，是没有看到匹配的运力进行提前的进行布局下单的。所以我们说它会成为一个行业再一次有可能油运会在很罕见的处于高。

产能利用率之后会再次叠加一个需求意外出现，所以它后续带来的景气进一步上行的期权，我们觉得是值得大家关注的。而在目前的我们的 A+H 股的相应的油运标的估值中，我们觉得它的体现是并不充分的，所以往后看我们对于。后续的海峡恢复，我们是觉得是要有这样的信仰的，同时对于恢复之后非脉冲式的合规市场的需求增量，它所带来的这个景气上升的效应，我们觉得是要给予更多的关注的。所以从这个角度，我们是在继续的从中长期的逻辑去推荐我们的两家龙头标的，招商轮船和中远海能。

所以今天晚上和明天晚上我们会进一步的跟大家来去系列的去深度汇报这两家龙头公司。那在昨天的分享中，我们跟大家分享说油运行业包括很多航运行业，我们会发现它其实是以行业贝塔为主的，就是行业作为它所在的这么一个大的周期背景，其实行业的周期趋势是投资这些标的的最核心的首要的逻辑。那么公司的阿尔法或者说它的一些特征，对于投资的角度来说，它的影响会相对的弱化一些。但是在具体在我们投资中，我们会发现从 2022 年到 2026 年的投资中，两家公司都是有很显著的绝对收益。

但是它们的幅度还是有一定的差异，那这背后确实是可以透过它们的本身的这个业务板块的差异，经营能力的差异，资本市场的投资偏好等方向可以进行理解的。所以今天我们也希望通过我们的深度汇报，跟大家就这两家公司的本身的业务结构模式。他所在的行业的景气的趋势来去进行一个详细的汇报。那在昨天的第四章中，我们跟大家分享，在针对于集运、油运、干散货三个最重要的航运三大子板块，它们的周期是相对异步的，供需是相对独立的三个市场。

所以对于我们去选择标的时候，其实最重要的一个指标，并不是说去观察这个公司的经营能力的差异，而是首先去关注这个公司的它的船队资产结构的配置比例，然后来去结合我们对于行这个子板这个周所三大行业它的一个分别的景气趋势，来去研判它在这个过程中的充分受益的程度和它的盈利趋势，来去进行相应的一个投资把握。那么我们说昨天说了有两类类型，一种是一个集团下可能它分别针对不同的行业子板块，它有不同的上市的主体平台。

那么每一个上市的公司它所运营的会分分别非常专业的聚焦于它所在的这个子板块。那么像

中远海集团旗下的公司普遍就是采取这样的一个模式，所以它上市的几家公司我们可以非常清晰的看到分属于不同的航运的子板块中。那其中远海能是非常明确的专业化的聚焦于能源运输板块。那么另外一种全球比较流行的航运集团，它的业务布局就是，进行一个整体的一个大的航运平台的一个运营。那么这个平台上面可能会有不同的专业的运营的团队，但是他们整体都是在同一个上市平台主体中。

那么不同的专业的团队运营不同的这个子板块的船队的运营，但是整体合在一起去观察整体这家上市公司而言，由于它的这种配置，会使得它在整体的航运不同子板块周期不同步的运行下，往往能够在可能更长的维度中，比如十到二十年的维度中，我们会看到它会更好的抬升它的盈利底盘，穿越周期，有更加稳健的从实业角度而言会更为稳健的一个航运业的一个综合的一个这个整体的一个经营的表现。那么可能相对于资本市场，资本市场会更偏好于弹性贝塔的显现，所以这时候可能跟实业界他们的有一些企业的追求的这种经营策略会是有一些差异的。

所以基于这些差异，我们会看到我们在上市的油运板块中的中。国泰海通和招商轮船两家公司，它从资产结构的配置角度，首先就有非常明显的差异。我觉得这是最核心的。其次，再是说在相似的业务板块中，他们相对于的一个经营的策略的一些差异，这些差异我们觉得是有一些，但是这些影响我觉得不足以说大到有非常大的差异的这种程度，因为我们的几家公司应该在市场上在过去几年中都还是能够持续的跑赢行业指数的一个表现。那包括今年的一些季度间的一些分化，也更多的是因为一些营运天的损失的一些阶段性的影响为主，整体都还是说经营水平都还是在行业上有处于一个比较领先的一个位置。

那么回到今天我们跟大家希望深度汇报的招商轮船的这个视角来说，招商轮船就是我们刚才说的其中的一种模式，也就是在招商局集团旗下，招商轮船是作为最大的航运的运营平台。为什么是最大而不是唯一的？因为还有一个招商南油，但它是非常专注于成品油运的一个运输。那么除了成品油运的这一个运营的一个板块以外，其他的航运的包括集运、油运、干散的，包括还有 LNG 的这些业务，全部都是在招商局旗下最大的航运的综合性的运输平台中，招商轮船的这个上市平台中来去进行专业的运营。

那么所以从招商轮船它的船队结构我们就可以看到它的业务板块包括有油轮船队进行专业的能源运输，然后还有这个干散货船队，那么进行干散货海运运输，那么也是我们 A 股非常稀缺的干散货的运营的这么一个标的。那么第三块还有集装箱运输，那么相较于中远海控这种欧美大干线的这种。这个应该说全球网络布局的这种大型的经营公司，那它的集运会相对聚焦在亚太市场的一些区域性的一个经营的一个市场范围内。那它基本上是这样子的一个大的一个资产结构，所以这就会使得它在业绩表现中，我们会特别是在二季度会体现很明显。

除了充分的享受油运行业的景气高企的一个受益以外，同时它也充分的受益于二季度应该说表现非常超预期的干散货的一个运价的一个上升。那这个情况我们觉得三季度我们看到干散货的运价中枢仍然是维持在比较高的一个水平，我觉得它是会继续的受益。那同时集装箱运输行业可能受到整体行业的一些趋势影响，是会有一些波动，但它的这个板块占比会相对的小一些，而且相对于欧美干线角度来说，我们觉得从一个中期的维度来。来讲，这个亚太市场它受到船舶大型化升级的这个未来压力，包括未来有可能的这种。

红海的绕行复航的一些风险也都会相应的会小一些,所以我们觉得这块它的集运的这个盈利过去几年非常不错的一个增长,那么之后它的中枢稳定在一定持续盈利的一个状态还是比较乐观可期的。所以整体来说,从它的运营角度来说,从过去的长维度来说,过去的十多年中,受益于多板块的运营,我们认为它其实是相当于一个,更像是一个航运行业的指数基金。只是它这里面因为油运,确实它的规模能力非常强,那么在这几年的油运的景气上行的过程中,它是得到充分受益,所以我们一直称招商轮船叫做油运增强型的航运指数基金,类似于这样的一个,我们可能更容易去理解它的一个在行业中的一个表现。

那么中远海能,可能更针对于油运,所以它可能是一个油运行业的一个 E T F,更为的专注在这个领域,所以它的贝塔可能单单对单,对于这一个板块而言会更充分,也会更单一的受到这个行业的一个景气的变化影响。所以从招商轮船它的资产配置来说,我们说它的长期盈利的底盘是相对比较高的。第二,在多板块、多多航运子板块的周期波动中,它也能更好的能够对冲,能够看到更平稳的穿越周期的一个中长期的盈利的一个趋势。那在今年以来,应该说在过去,从2022年开始到2025年的油运板块的景气的这个逐步跨年度的上升的过程中,首先它也是能够非常充分的受益,因为它的这个运力规模达到五十艘的 VLCC,也是在全球居前的一个原油轮的一个运输规模体量,它是非常充分的受益,盈利弹性也是很大。

那同时在今年也是充分的享受到了应该是二季度开始的干散货这一波的景气的一个高企,那这波高企我觉得受益于阶段性的需求的增长、供需的改善、运价的飙升也是非常的超预期,二季度也使得它应该说是油散双重的充分受益是非常显著。那集运前几年也是看到了有阶段性非常超预期的东南亚这个集运市场的一些盈利表现,公司也是充分的受益,形成一个新的盈利增长点。那今年以来可能受到了也行业的一些周期性的波动,这个新的供给的一些增长的影响,所以运价在一季度的时候出现一些回落,那么季业绩也有一些季度的一些趋势的一些小幅的承压,但因为基数体量比较小,所以对整个公司的业绩同比的大增影响是非常有限的。

那从未来的展望来说,我们觉得对于油运。我们刚才说了。基于行业的角度,我们是继续看好行业,不仅短期的,应该说在地缘冲突影响下,它的运价的中枢不仅在一年期期租作为一个下限支撑,同时向上还有阶段性的一些峰值的表现。那同时对于海峡,如果未来恢复之后的供需恢复到高位,叠加补库和长井控盘的锦上添花,我们觉得未来一到两年业绩维持高位,也还是有非常好的确定性。那再往未来展望,我们要重点提示,伊朗的解禁会带来非脉冲式的需求,再一次的需求意外,这是非常难得的,而且是在高产能利用率下的需求意外。

这将可能会让大家现在站在当下担心的这些新船交付压力,能够有很好的一个对冲,甚至景气能够维持在比市场预期更高的位置上,而且能跨年度的有更超市场预期的持续性。所以对于公司来说,我们觉得盈利现在我们是基于一年期期租为一个基础进行的一个假设,那么未来可能还有进一步的,随着景气上升有进一步的业绩上升的空间。同时我们想提示,基于我们昨天的研究框架讲,如果这个行业它的景气的持续性能够超市场预期,它有供给瓶颈,或者说它的有效运力未来的刚性的持续性会超市场预期,能够保证它的景气能够跨年度能够有更好的持续,那么估值角度我们觉得还会有进一步上升空间。

虽然说最近我们也跟一些投资人交流,大家都说过去几年好像一直就是十倍 PE 就是上限,但是我们说其实它在跨年度持续的角度还没有达到让大家能够比较乐观的认为它会跨年度的能够有更好的一个持续性。如果未来基于我们刚才说的未来的原油的增产。伊朗的解禁的

效应，能够去消化这些供给端的大家可以看到的一些压力，近期能够跨年度持续的话，我相信估值还会有进一步的上升空间，所以我们说还有业绩估值的双重空间，值得大家去关注，还有需求意外的投资期权在估值中目前我们觉得是没有充分的体现的，所以我们还是继续的重点推荐招商轮船的一个投资机会。

那接下来的时间，交给我的同事刘国强，由他来跟各位来去汇报，更详细的来去展开汇报招商轮船它的资产结构，它的三个板块的运营模式，以及过去一段时间的经营的一些趋势和未来我们基于短期三季度的展望，以及未来数年的一个盈利趋势的展望和我们的一个投资观点。

刘国强 国泰海通交运分析师：

好的，那个谢谢叶老师。大家好，我是那个国泰海通交运分析师刘国强，接下来我将给各位就是分享一下招商轮船各个板块的一个详细的一个情况。那么首先从这个整体来看，其实刚才我们岳总其实也提到就是招商轮船本身在 A 股航运板块当中是作为一家这个油运、散运，还有就是 LNG 包括滚装汽车、集装箱集运全业态布局的这样一家综合的航运平台。那么当前公司也是处于现在整个油运行业的一个超高景气，还有就是整个干散货景气也是上行的这样一个双击的一个共振的一个窗口。

那么结合我们这个公司七月最新发布的这个中报业绩，也能看到公司上半年的这个归母净利润是实现了超过两倍的一个同比的一个增长。那么 Q 二的单季，应该是这个环比也是实现了接近 50% 的一个增长，是整个是比较超市场预期，也超越了整个行业的一个平均水平。那么从公司的一个船队的一个资产结构而言，我们也可以看到其实现在目前公司的这个主要的这个核心的资产就是 VLCC 船队，原油的这个原油轮的船队，还有包括这个 GASA 或者船队，这两个船队资产都是位于整个全球的第一梯队的。

那么截至今年的这个截至去年年底，我们看到公司的这个自有船舶是有这个 235 艘，那么其中 VLCC 是有这个五十一艘，那么 VLCC 是有三十四艘，那么主要的这个油轮和这个 GASA 的船队规模是在位居整个这个全球的一个前列的。同时我们看从这个船队的平均船龄来看。招商轮船的这个船队平均船龄是大概在十年左右，也是在行业而言都是整整个船龄都是偏比较年轻的。那么从公司的这个发展的这个历程角度来讲，其实在一七年以前，其实公司的这个油运收入占比是长期在这个 80% 左右，主要是油运业务占主导。

那么后续随着公司这个整个的一个发展，经历过这个资本化，经历过对这个对相关的一些标的收购，包括对中外运集运，还有包括我们最近看到的对安通控股安通控股的一个并表，那么是逐步的形成为这样一个综合性的这样一个二加 N 的这样一个航运大平台。那么从整个的一个各主要的板块来看，我们首先来关注油运板块，油运是公司的一个目前来讲是公司。的这个利润的核心的一个引擎和核心的这个贡献，那从整个这个行业逻辑来看，我们是。我们是认为这一轮是整个这个航运的油运油运市场的这样一个，数十年从历史上来看，这一轮的这个超级牛市，我们认为是有有一个非常大的一个两个大的成因的。

第一个是整个的一个需求意外，第二个是整个的供给的一个瓶颈。那么从过去的四年看，我们看其实油运市场是出现了两个阶段的一样的一个超级牛市。那么第一阶段是二二年的这个俄乌冲突，地缘冲突驱动了整个原油贸易的重构，那么产能利用率是到了一个非常高的一个阈值，所以景气也是显著的上升。那么到去从去年下半年开始，这个整个的这个原油运就进入进入原油增产驱动了第二阶段这样一个超级牛市，整个的一个油运的产能利用率又重新

这个越过了阈值，甚至于高位，进入一个非常超高景气的一个状态。

那么从今年这个年初来看，其实在这个整个这个美伊冲突前，其实油运市场就已经进入了一个超级牛市，我们认为就是说即使没有这个地缘冲突，其实我们认为其实油运市场也是一个非常超高景气的一个状态。那从冲突以来，我们也看到其实这个整个油运市场是经历了三个阶段的一个变化。那么从二月底到六月中旬，我们看到整个霍尔木兹海峡是通行受阻，中东出口也是这缩减过半，但是受益于像这个延布港还有巴，盐布港的这样一个这个中东那边的替代出口，还有包括美湾以及南美区域的这样一个增产，因此就是对中东那块的这个出口区出口缩减是有一定对冲。

但是即即便如此，我们也是估算其实从这个二月底到六月中旬，整个全球海运的一个出口量的，从吨的角度来讲，同比仍然是有缩减，超。我一查。那么虽然说航距是有一定的拉长，但是这个还是没有改变整个油运市场增海与需求有一定缩减的这样一个情况。但是我们能看到，由于这个地缘风险溢价，还有包括整个我们的能源恐慌抢运，还有区域供需的这样一些不均衡因素，也是主导了这个我们看到运价的一个飙升。所以从这个也是这个冲突以来，第一阶段其实大家也是能观察到的，整个油运市场出现了这个地缘变化之后，阶段性是有一个景气的波动。

那么从第二阶段开始，就是我们观察到就是在这个六月下开始到七月上旬，其实整个海峡，这个美伊是暂时达成了这样先签署谅解备忘录，暂时达成了和平协议。那么海峡也是短暂的恢复了通行，而且伊朗也是暂时解禁。这段期间我们也看到其实海运的一个出口量虽然说环比有这个回升，但从同比来讲仍然是有一个明显的缩减。同时我们看到，因为这个整个的一个通行恢复时间是相对是有限的，因此我们看到其实整个，补库的一个需求，还有包括，伊朗的这样一个制裁解禁的这样一个影响，是暂未体现的。

因此到了这个从这个六月，下旬开始，到七月上旬，七月初，整个运价出现了一个回落。然后，就是进入了这个冲突以来第三阶段，就是霍尔木兹海峡再次的一个被伊朗封锁，同时在七月下旬，胡塞也宣布了对沙特的海上封锁，所以中东的原油出口，我们看到是再次受到了一个显著的影响，而且影响的程度，是有一个进一步扩大。那么我们也看到，其实这个八月初以来，就是原油的海运量是有同比是有相对明显的这个降幅的。虽然说油运的一个需求是出现一定的缩减，但是我们也观察到相关的一些船东，像这个长景，还包括这个整个全球的一些船东，他们这个挺价态度是非常坚决。

因此在主要的这个 VLCC 主要航线 TCE，还是保持在这个接近一年期新租水平，这十二万美元的一个高位。当然上周我们也是看到大西洋市场的这个货盘释放，叠加整个中东这块的暗航的货量的释放，也是看到这个大西洋市场美线、美湾还有西非市场的运价出现一个跳涨，那么中东航线运价也是有一个明显的上。那么展望后后面来看，从中期来看，我们是觉得这个海峡的一个恢复通行应该是一个中期的趋势，虽然说短期是有一定的这个不确定性，但最近我们也观察到应该是边际上有一些这个缓和，包括这个伊朗和阿曼最新达成了一些这个关于共同治理整个霍尔木兹海峡，共同管理霍尔木兹海峡的一些协议。

整体来看，我们觉得可能就是虽然说中途会有一些这个波折，但是从这个中期角度来讲，海峡恢复仍然是一个趋势。因此，我们看到其实后续对这对于现在这个补库而言，它应该也是相对是一个确定的，但是我们提示补库它不应把它看作一个短期的一个抢运的一个行为，还

要就是要结合整个这个油价的一个变化，还有包括油价的一个期限的一个结构。那从这个中期维度来讲，补库应该是有对那个由于。需求是有一定的一个支撑的，也是能够对这个油运价的这个中枢抬升，是有一定的这个作用的。

那从更长期维度来讲，我们是觉得这个伊朗的这个制裁解除之后的这个灰色市场变化，应该是整个油运市场上我们觉得是更核心的一个长逻辑，这也是我们主要是想给大家展现的，就是目前其实整个这个伊朗的原油占整个这个海运的这个量大概在 4%。那么它的在在合规需，对于合规原油市场而言，它一旦说它的这个原油进入合规需求市场之后，是能够带来整个海运合规需求 5%左右这样一个增量的。同时我们也看到其实伊朗的这个原油它由于 VLCC 的承运比例比较高，那么从 VLCC 的合规需求市场来看，我们觉得它的这个带来的这个增幅可能是更多一些，能够接近一成。

所以一旦就是说这个后续海峡的一个通行恢复，然后伊朗的这个制裁解除之后，我们觉得就是整个油运从需求端的角度来讲，是能够形成一个长期的是非脉冲性的这样一个需求的一个增加。那从供给端来看，首先这个虽然说我们也看到最近确实这个从今年年初以来吧，整个这个油轮是出现了其实有一些明显的下单 VLCC，最新的这个 VLCC 的这个较新占比是上升到 30%多。但是从整个船龄结构来看，目前来讲就是整个油轮二十四岁以上的船舶占比应该在 20%以上，那么十五岁以上的船舶占比应该是在将近一半左右，因此再过五年，等于现在目前 50%以上的这个 VLCC 基本上都是在这个二十岁以上的，这样一些这个船龄比较。

老的一些这个船，我们是，我们也和这些职业的一些船东交流，因为现在大型的大油公司对船队的要求是非常苛刻的，因此在二十岁以上的这些船就很难进入一些这个比较主流的一些这个合规市场了，因此从船龄角度来讲，是能够。对冲掉部分现在这个 VLCC 的一个订单交付。那么从这个整个的一个灰色市场变化来看，我们觉得后续如果说这个伊朗制裁解除之后，其实整个的一个灰色市场的运营的空间收缩之后，这样一些这个灰色船队是会面临一些这个退出的。

因为现在当前整个灰色船队的这个船龄大部分都是这个二十岁以上的这样一个老船，而且也不在主流的一个保险和金融体系里面，这样一些船可能就是未来在在没有不存在灰色市场之后，可能这些船就会有面临整个的一个淘汰，这个也会对整个这个整个油运的有效运力是形成一个比较好的一个支撑。那么从供给端来看，因此我们觉得就是虽然说整个这个 VLCC 现在的一个订单占比是在一个偏高的位置，但是后续。从这个船员结构，还有包括这个灰色市场变化之后的这个会引致船队的一个退出来讲，是会对整个油运运力形成一个刚性的一个支撑。

这个是油运行业的一个公司所处的油运板块的一个情况以及后续的展望。那么从这个干散来情况来看，我们看其实公司在这个整个 25 年底，其实干散散货船队是将近一百艘，其中结构上看应该是它这个 VLCC 是有三四艘，是应该来讲是超大型的矿沙船是在全球第一的，而且它的一些船，这些船是基本上大部分是锁定了长期的一个 CV 合同。也是给公司提供了一个穿越周期的一个稳定盈利。那么从弹性的角度而言，公司还有包括这个十六艘的好望角型船，它的这个运价是和 BCI 是高度相关的。

另外公司也有这个像 KAMSA MAX 和 HANSA HANSA 这样一些中小船的一个梯队，也覆盖了像粮食、煤炭这样一些小中散货的一个运输。这样这个 YOC 的这个压舱石，再加上 CAP 船，

还包括一些中小船的一个弹性结构,也使得公司的这个散货业务在下行这个行业下行年份是能够实现一个不会出现明显亏损。那么在上行的这个行业上行的时候,是能够实现一个明显的这个盈利的一个增加。那从今年 Q 二 的角度来看,公司这个散运盈利是这环比实现了百分之一百七。

以上的一个增长,也是看到了他公司散货这块。弹性端的一个表现,那么从散货中后期的这个中后期的这个需求来看,我们觉得可能这个未来五年其实这个整个的散货的一个核心的一个变量在西芒杜,西芒杜本身是位于几内亚,本身的这个矿石的品位也比较高,在去年这个四季度开始正式的一个投产运营,今年的这个一月份应该是有一部分矿石是已经运抵中国了,那么我们从这个公开的这个数据也能看到,西芒杜的这个年产量是就是能够达到就是说一一点二亿吨,它是相当于整个这个全球铁矿海运量的 8%左右的这样一个一个量,然后也是相当于中国的这个年进口量的将近 10%。

因此,它应该是从这个进口角度来讲,西芒杜应该是除了这个澳大利亚、澳洲,还有包括巴西之外的中国这个铁矿石进口的第三大的一个地方。那么对这个干散的这个意义而言,我们觉得可能西芒杜这一块它的这个有一部分可能会对澳矿形成一部分替代,但是我们看到其实这个整个几内亚到中国,它是需要绕好望角,它的周转时间是会比这个澳中航线的这个往返是要多的。因此从这个吨海里的角度来讲,西芒杜的这个产能释放之后,应该是会对整个干散的全球海运吨海里需求是有拉动的。

那么对于公司而言,公司整个这个我们看公司也公告了,公司的这个香港的这个香港子公司香港明华也是成为了这个西芒杜项。项目的这个,关键的一个远洋运输的重要的一个参与方。然后也是和这个和相关的国内的一些矿产资源的供应链的公司签署了一定签署了一些这个长期的,我看运输的 CV 合同。从这个角度来讲,我们认为就是公司是在后,在从中后期角度讲,它是有望受益于这个整个干散,整个这个西芒杜这个产能爬坡之后的一个景气的一个上行的。

那么短期来看,这个确实从今年二季度来看,整个这个干散的这个景气度是比较高。一方面是我们看澳矿出货也是非常积极,巴西那块雨季的影响也是相对去年是相对弱一些。同时今年这个还有一个值得关注的点是整个油价的一个暴涨,也是刺激了这个亚洲煤炭的运输需求,是去刺激了整个煤炭对它这个原油的一个能源替代需求。所以像这个,整个东北亚,像日韩这块,包括印度这块,他们的这个煤炭的一个需求都是比较好。那么从后看,其实,我们觉得从这个,三四季度来看,一方面是这个我们觉得这个季节性的这个,今年这个厄尔尼诺现象导致全球的这个,异常的高温,像这个我们的这个,整个用电需求应该是在一个非常高的一个位置的,因此对这个动力煤一端的需求应该还是比较不错的。

同时这个确实当前原油还是整个全球原油的这个进口,应该还是受到一定限制的,尤其主要是中东那边的这个,钻石海峡还没有恢复,因此,原油这块,煤炭这块对原油的能源替代需求应该来讲还是不错的。从这个从这个从这个角度来讲,应该是能够对这个干散的,尤其是中小船型的这个运价。是有能形成一个支撑的,那么从这个铁矿石保大船看船以上的情况来看。今年这个我们看整个这个 Q3、Q4,应该来讲这个雨季的影响这个过过后之后影响之后,应该来讲整个铁矿的一个发运应该会有一个阶段性的能够逐步有个恢复,虽然说短期可能是有一些这个变化。

那从季节性来讲，应该 Q 三 Q 四都是相对是传统的一个旺季，再加上今年这个从供给侧角度来讲有一些比较特殊的影响是，整个巴拿马运河当前的这个水位下降之后，是严重的影响了运河的一个通行能力，因此也使得这个干散货的这个有效运力供给是有一定的这个下降，下降也是对其我们整个干散的一个运价形成了一个支撑。那从这个短期和中长期来看，我们觉得可能整个散运的一个市场，它的这个运价的一个中枢是有望能够逐步抬升的。那么公司作为这个也是在全球排名前列的这样一个散货船队的一个这个资产的配置情况下，也是能够有望能够受益整个散货市场的一个逐步的景气的一个上行。

这是公司散货船队相关的情况以及后续的一个展望。那么第三个就是公司的这个集装箱，集装箱的一个，还包括滚装的一个情，滚装和 LNG 的情况。那么公司的集运，主要是由这个中外运集运来运营，核心的定位是在整个亚洲区域，是要主要是做亚洲区域的一个精品航线，也，也，不是和那个欧美这块干线来做一个竞争。那么根据这个阿尔法纳的一个统计，公司的这个集装箱运力应该全球是在这个第二十九位，也是控制了超过这个四十艘的这样一个一个运力。

同时我们也看到公司在这个集运的亚洲亚洲区域也是新开了一些这个航线。整体来讲行业虽然说在 Q 一有一定的这个运价有一定承压，但是这个整个的一个因为盈利的占比相对是低一些，所以其实对于公司的这个大的一些基本盘影响是相对有限的。这是公司这个集装箱的这个情情况，后面我们看其实公司也这个签约了一些这个新造了一些新船，合计有差不多六万 T 也是相当于现在控制运力的百分之八十以上，所以其实公司的这个集集运集装箱运输的从船队结构来讲，还是有一个逐步的一个扩张的，这也是会为公司。

的这个，这个整个的船队规模提升，还有包括未来盈利能力的提升，是打下了一个比较好的一个基础。这是公司起运板块。那么从滚装来讲，这个滚装也是公司的一个板块之一，所以说它的这个目前来讲可能收入结构利润占比相对是比较也不没有那么高。但是从现在的行业的一个这个景气度角度来讲，现在中国的这个汽车出口应该是非常景气的，那么今年上半年应该是出口是超过了五百万，那么全年是有望超过一千万。在这样一个这个汽车出口的一个规模情况下，但是我们能看国内的这个汽车船是非常紧缺的，目前的主要的这个汽车船都是有这个海外的一些这个船东控制，但国内的话除了中远海特之外的话，像这个招商轮的招商滚装本身就是。

那个它的船队规模就已经是靠前的了。目前他们目前那个招商轮船是拥有这个各类滚装船有差不多十九艘，那么连运输能力是一是能够这个一年是能超过一百万辆的。我们是觉得这个从滚装现在的一个景气度角度来讲，目前整个还是处于一个运力比较紧缺，然后这个运价也是处于一个比较高的一个状态。那么今年年初的时候我们看汽车船运价还是在还在这个四万美元左右，那么到这个七月份的时候，我们看其实滚装运价都已经到八到九万了。同时我们看其实，除了这个现有运力之外，公司也在对这个加大对这个滚装船的一个这个规模的扩张。

后面从后续的这个角度来看，后面公司还有这个四艘大的一个 9000 车位的一个远洋滚装船订订单是将陆续交付。我们觉得就是滚装这块，应该是目前来讲虽然说这个业务体量不大，但是成长的这个确定性还是不错的，同时也是这个当前值得就是我们国内的这个适配整个国内这样一个高端制造出海的这样一个长逻辑的，这是我们觉得可能也是会有这个比较好的一个成长性的板块之一。那么最后就是 LNG 的运输，我们觉得是公司可能当前是容易被市场忽视的，这个我们觉得是公司其实一个核心稳稳定的一个盈利基本盘，它是和这个海南是

在 CLNG 平台上做的一个合作，历史上也参与了一些像这个亚马尔、卡塔尔能源这样一些很重大的一个项目。

目前这个截至这个去年年底公司是投资了这个六十四艘 LNG 船，其中的这个百分之九十以上的船是都是锁定了一个长长约。那么我们觉得就是 LNG 运输，对于其实公司角度来讲，它应该是一个稳定的一个贡献盈利的一个基本盘。像卡塔尔能源项目，应该也是能给公司带来一个比较这个长，提供一个长周期的一个收益。这个我们觉得可能是市场也是能够给忽略它一个点吧。这也是招商轮船为这过去十多年来整个其实虽然说整个航运市场的波动很大，但是它一直以来保持一个相对比较稳健的一个经营水平和盈利的一个水平。

那么最后我想再说一下就是为什么招商轮船能够长期的一个跑赢行业，长期的能够保持一个稳健的一个这个经营水平和盈利的水平。那么第一，我们是觉得公司有一个从资产配置结构上面来讲，是有一个天然天然的一个优势，它相当是相对于这个多元化的一个布局，对油运、散运、集运、滚装还包括 LNG 都进行了一个布局，所以也是这个分散了这个单单一行业的一个波动，对它公司业绩的一个影响，这是第一。第二，我们觉得其实从这个船队的投资角度来讲，我们觉得公司的这个逆周期的投资也是给公司带来的成本上的一个相对是护城河，像在这个 2013—2015 年的时候，公司在整个航运市场相对比较低谷情况下，整个这个 VLCC 造价也很便宜的情况下，是集中订造了大量的 VLCC，也在 2017 年整个其实低位的时候并购了像中澳运长航的一些油轮资产，因此因此其实公司的这整个的一个船队。

资产是，成本是偏低的，因此它的这个从折旧的角度来讲。折旧的一个这个对公司成本的影响是会比较小，所以整个 Y O C C 的盈亏平衡点也是比较低的。这样也使得它在同样的一个运价水平下，运价水平上它能够跑赢其他公司，能够有超额的这样一个收益，这是我们觉得第二点很重要的一个点。那么第三点，从这个是船龄和规和船队资产规模来讲，确实公司的目前的这个船队的一个船龄是比较年轻的，规模 Y O C C 还有包括 Y O C 都是全球领先的。

在一个这个船队规模比较有优势，还有包括船龄也是有优势情况下，也是使得公司能够在增强自己在这个现货市场的揽货能力，还有就是提升自己的整个 T C E 的一个运营的一个水平。最后一点我们觉得是公司应该是和一些大客。部门有一些长期的一个合作和长期的一个签签约。也使得公司的这个盈利是有一些这个基本盘，一一些这个稳定的一个贡献，所以使得公司在这个下行的周期，整个的一个经营和盈利也不会出现大面积的一大幅的一个亏损。那么以上，我是我们觉得就是招轮的一个各个对各个业务板块的一个介绍，还有包括对这个各个业务板块后面的一个展望，以及是我们对招轮对长期跑赢同行的一个观点。

我们也是这个觉得就是油运行业未来的一个弹性，还有包括干散现在景气逐步上行，是能够给公司带来一个盈利的弹性的。同时我们觉得公司这个稳定的这个盈利，也是能够。稳定的这个高盈利也是能够对能够提升公司当前的一个估值，因为市场现在对这个招轮的一个定价可能还是把这个招轮的相对是定偏周期周期的一样去做定价。但是我们觉得它从过去从过去这个五年十年的角度来讲，它其实也证明了自己是能够通过自身的一个运营，通过自身的一个船队资产的结构是能够穿越这样一个周期的。

我们也是积极的对这个公司在做一个推荐。那么以上就是我的一个分享，也欢迎各位和我们这个国泰海通交运团队做一个深度的一个沟通和交流。那明天我们将对这个中远海能再做一

个深度的一个剖析，也欢迎各位投资者是莅临来参会。以上就是我的一个汇报，谢谢各位。

岳鑫 国泰海通交运首席：

感谢大家参加本次会议，会议到此结束。