

中远海能 (600026.SH)

Q1 业绩同比明显改善，行业景气度提升得以验证

买入

核心观点

中远海能发布 2023 年一季报，数据表现亮眼。2023 年一季度实现营收 56.3 亿元，同比+61.9%，环比-10.06%；归母净利润 11.0 亿元，同比+4272.6%，环比+34.1%；扣非归母净利润 8.8 亿元，同比+3243.2%，环比+17.9%。

Q1 业绩验证外贸油运行业已步入景气周期。Q1 海能油轮板块数据明显改善，实现营业收入人民币 52 亿元，同比增长 64.2%；营业成本人民币 37 亿元，同比增长 18.1%；毛利率 28.9%，同比增加 27.7 个百分点，数据改善主要来自于外贸油运业务的拉动，外贸油运 Q1 实现毛利 12.2 亿元，同比增长 428%。但是内贸油运因成本上升，毛利额下滑约 31%。

VLCC 增量有限，行业供给进入“存量”状态。2023 年 1-3 月，全球 VLCC 共交付 11 艘，虽仍未出现存量船舶拆解，但是亦未出现新造船订单，截至 2023 年一季度末，全球共有 895 艘 VLCC，新船订单仅 17 艘，新造船占现有运力比已下降至 1.7%的历史最低水平。这将导致船舶老龄化的情况加剧，根据我们测算，23-24 年，15 岁以下 VLCC 运力将同比下降 1.5%/8.0%，有效运力或已于 2022 年达峰。

供给紧缺叠加需求回升，运价或向下有支撑，向上弹性加大。中国是全球 VLCC 最主要的目的地之一，随着 22 年末我国逐步走出疫情影响，国内石油消费需求已经开始明显回升，一季度我国共进口原油 1.36 亿吨，同比增长 6.7%，我国需求的复苏将对 VLCC 运量形成支撑。油运为边际定价行业，且运价占货值比例较低，租家对运费敏感度较低，当油轮进入供不应求状态，运价有望非线性上涨，我们预计 23 年运价的顶部及底部均将较 22 年明显提升。

OPEC+减产影响料将有限。4 月 2 日，OPEC+多国宣布减产，共计减产约 166 万桶/天，但是考虑到目前全球经济正处疫后复苏状态，原油消费需求稳步提升，预计减产计划不会充分执行，短期运价的下滑或主要来自于全球炼厂集中检修造成的行业传统淡季，H2 运价改善可期。

风险提示：宏观经济复苏明显不及预期、安全事故、OPEC 减产超预期等。

投资建议：上调盈利预测，上调评级至“买入”。

外贸油运行业渐入景气周期右侧，中远海能作为全球最大油运船东有望充分受益，上调 23-24 年盈利预测至 51.2/60.8 亿元(原预测为 38.8/25.9 亿元)，并引入 2025 年盈利预测 70.6 亿元，当前股价对应 PE=12.2/10.3/8.9x。上调投资评级为“买入”。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,699	18,658	22,781	25,310	27,788
(+/-%)	-22.5%	46.9%	22.1%	11.1%	9.8%
净利润(百万元)	-4975	1457	5124	6081	7058
(+/-%)	-309.7%	-129.3%	251.6%	18.7%	16.1%
每股收益(元)	-1.04	0.31	1.07	1.27	1.48
EBIT Margin	-0.6%	12.8%	41.0%	42.1%	43.2%
净资产收益率 (ROE)	-17.4%	4.6%	14.6%	15.4%	15.9%
市盈率 (PE)	-12.5	42.9	12.2	10.3	8.9
EV/EBITDA	37.2	19.5	6.5	5.7	5.2
市净率 (PB)	2.18	1.98	1.78	1.59	1.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	13.12 元
总市值/流通市值	62593/62593 百万元
52 周最高价/最低价	21.04/7.06 元
近 3 个月日均成交额	671.45 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

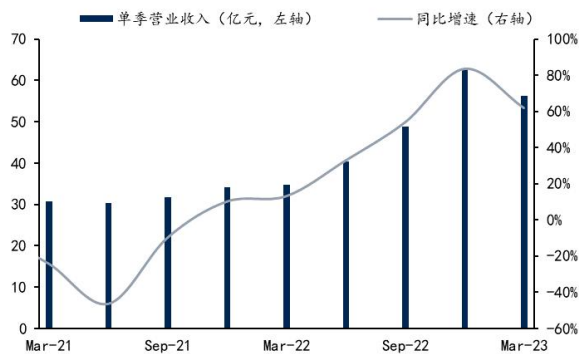
相关研究报告

《中远海能 (600026.SH) - 淡季不淡实现扭亏，Q4 旺季更值得期待》——2022-10-31

《中远海能 (600026.SH) - 全球能源海运龙头，有望受益于周期反转》——2022-07-27

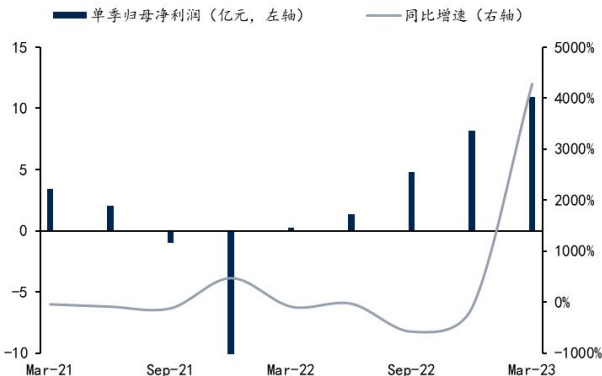
中远海能发布 2023 年一季报，数据表现亮眼。2023 年一季度实现营收 56.3 亿元，同比+61.9%，环比-10.06%；归母净利润 11.0 亿元，同比+4272.6%，环比+34.1%；扣非归母净利润 8.8 亿元，同比+3243.2%，环比+17.9%。

图1：中远海能单季度营业收入及增速



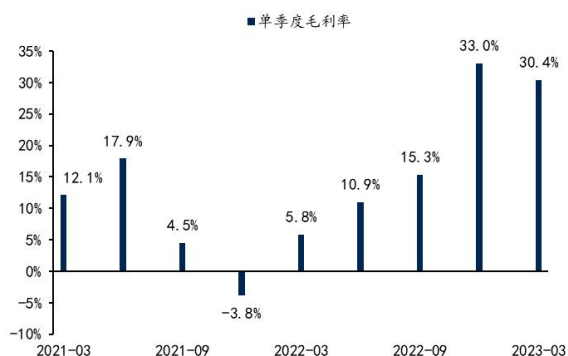
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中远海能单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中远海能毛利率数据表现强劲



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：BDTI 运价指数较强



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

Q1 业绩验证外贸油运行业已步入景气周期。Q1 海能油轮板块数据明显改善，实现营业收入人民币 52 亿元，同比增长 64.2%；营业成本人民币 37 亿元，同比增长 18.1%；毛利率 28.9%，同比增加 27.7 个百分点，数据改善主要来自于外贸油运业务的拉动，外贸油运 Q1 实现毛利 12.2 亿元，同比增长 428%。但是内贸油运因成本上升，毛利额下滑约 31%。

VLCC 增量有限，行业供给进入“存量”状态。2023 年 1-3 月，全球 VLCC 共交付 11 艘，虽仍未出现存量船舶拆解，但是亦未出现新造船订单，截至 2023 年一季度末，全球共有 895 艘 VLCC，新船订单仅 17 艘，新造船占现有运力比已下降至 1.7%的历史最低水平。这将导致船舶老龄化的情况加剧，根据我们测算，23-24 年，15 岁以下 VLCC 运力将同比下降 1.5%/8.0%，有效运力或已于 2022 年

达峰。

供给紧缺叠加需求回升，运价或向下有支撑，向上弹性加大。中国是全球 VLCC 最主要的目的地之一，随着 22 年末我国逐步走出疫情影响，国内石油消费需求已经开始明显回升，一季度我国共进口原油 1.36 亿吨，同比增长 6.7%，我国需求的复苏将对 VLCC 运量形成支撑。油运为边际定价行业，且运价占货值比例较低，租家对运费敏感度较低，当油轮进入供不应求状态，运价有望非线性上涨，我们预计 23 年运价的顶部及底部均将较 22 年明显提升。

OPEC+减产影响料将有限。4 月 2 日，OPEC+多国宣布减产，共计减产约 166 万桶/天，但是考虑到目前全球经济正处疫后复苏状态，原油消费需求稳步提升，预计减产计划不会充分执行，短期运价的下滑或主要来自于全球炼厂集中检修造成的行业传统淡季，H2 运价改善可期。

风险提示：宏观经济复苏明显不及预期、安全事故、OPEC 减产超预期等。

投资建议：上调盈利预测，上调评级至“买入”

外贸油运行业渐入景气周期右侧，中远海能作为全球最大油运船东有望充分受益，上调 23-24 年盈利预测至 51.2/60.8 亿元（原预测为 38.8/25.9 亿元），并引入 2025 年盈利预测 70.6 亿元，当前股价对应 PE=12.2/10.3/8.9x。上调投资评级为“买入”。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3525	4240	3000	7295	15777	营业收入	12699	18658	22781	25310	27788
应收款项	635	845	1061	1179	1294	营业成本	11770	15196	12302	13414	14450
存货净额	1013	1278	776	868	962	营业税金及附加	55	73	68	76	83
其他流动资产	1285	2001	2278	2531	2779	销售费用	50	57	68	76	83
流动资产合计	6486	8383	7134	11892	20831	管理费用	888	924	982	1065	1141
固定资产	43270	47153	45454	42543	38496	研发费用	17	24	28	33	36
无形资产及其他	43	53	51	49	46	财务费用	811	908	1229	1024	810
投资性房地产	2718	2892	2892	2892	2892	投资收益	988	1063	3	3	3
长期股权投资	6872	9770	10770	11770	12770	资产减值及公允价值变动	(4958)	(3)	15	15	0
资产总计	59389	68250	66301	69146	75036	其他收入	363	197	(28)	(33)	(36)
短期借款及交易性金融负债	10555	7437	2613	300	200	营业利润	(4482)	2758	8121	9639	11187
应付款项	1781	1939	1049	1126	1221	营业外净收支	(35)	(9)	0	0	0
其他流动负债	1002	1214	1046	1166	1287	利润总额	(4517)	2749	8121	9639	11187
流动负债合计	13338	10591	4708	2592	2708	所得税费用	140	964	2030	2410	2797
长期借款及应付债券	12667	20747	20517	20517	20517	少数股东损益	318	327	967	1148	1333
其他长期负债	3462	3342	3242	3142	3042	归属于母公司净利润	(4975)	1457	5124	6081	7058
长期负债合计	16129	24089	23759	23659	23559	现金流量表（百万元）					
负债合计	29467	34680	28467	26252	26268	净利润	(4975)	1457	5124	6081	7058
少数股东权益	1331	2000	2677	3481	4414	资产减值准备	4116	(4956)	(0)	(0)	(0)
股东权益	28591	31570	35157	39414	44354	折旧摊销	2550	2597	4716	4928	5049
负债和股东权益总计	59389	68250	66301	69146	75036	公允价值变动损失	4958	3	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	811	908	1229	1024	810
每股收益	(1.04)	0.31	1.07	1.27	1.48	营运资本变动	4170	(6069)	(1150)	(365)	(341)
每股红利	0.40	0.20	0.32	0.38	0.44	其它	(3675)	5070	677	804	933
每股净资产	6.00	6.62	7.37	8.26	9.30	经营活动现金流	7144	(1897)	9352	11432	12699
ROIC	-1.85%	1.96%	12%	15%	18%	资本开支	0	(1515)	(3000)	(2000)	(1000)
ROE	-17.40%	4.62%	15%	15%	16%	其它投资现金流	11	9	0	0	0
毛利率	7%	19%	46%	47%	48%	投资活动现金流	(803)	(4404)	(4000)	(3000)	(2000)
EBIT Margin	-1%	13%	41%	42%	43%	权益性融资	(16)	179	0	0	0
EBITDA Margin	19%	27%	62%	62%	61%	负债净变化	(1142)	8080	(230)	0	0
收入增长	-22%	47%	22%	11%	10%	支付股利、利息	(1919)	(950)	(1537)	(1824)	(2117)
净利润增长率	-310%	-129%	252%	19%	16%	其它融资现金流	(1549)	(7421)	(4825)	(2313)	(100)
资产负债率	52%	54%	47%	43%	41%	融资活动现金流	(7687)	7017	(6592)	(4137)	(2217)
股息率	3.1%	1.5%	2.5%	2.9%	3.4%	现金净变动	(1346)	715	(1240)	4295	8482
P/E	(12.5)	42.9	12.2	10.3	8.9	货币资金的期初余额	4871	3525	4240	3000	7295
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	3525	4240	3000	7295	15777
EV/EBITDA	37.2	19.5	6.5	5.7	5.2	企业自由现金流	0	(3439)	7565	10547	12704
						权益自由现金流	0	(2780)	1589	7466	11996

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032