

中远海能 (600026.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

油运景气上行 业绩弹性可期

投资逻辑：

全球最大油运船东，盈利能力显著改善。公司主营原油、成品油及 LNG 运输，拥有一支包含各类船型 156 艘，合计 2244 万载重吨的庞大油运船队，油轮运力规模位居全球第一。2022 年公司外贸油运业务收入占比 61%，内贸油运业务占比 32%，LNG 业务占比 7%。2022 年油运市场高景气，公司实现营收 186.58 亿元，同比增长 46.9%，归母净利润 14.57 亿元，扭亏为盈。1Q2023 公司营收同比增长 62%、归母净利润同比增长 4273%。

外贸油运供需基本面不断优化，公司将率先受益。 外贸油运景气上行条件已具备。供给端：原油轮在手订单仅为运力的 2.48%，位于历史绝对低位；高昂造价及动力选择的不确定性均抑制船东下单意愿；20 年以上老旧油轮占比达 11.5%，考虑经济性或出现拆船潮，估算 2023-2024 年 VLCC 在营运力规模增速分别仅为 3.1%、0.6%。需求端：全球（尤其是中国）经济复苏将拉动石油消费增长，OPEC 预测 2023 年全球石油需求将超过疫情前的水平，达到 1.019 亿桶/天，同时俄乌冲突后贸易结构改变导致运距拉长，预计 2023-2024 年全球原油海运贸易周转量同比分别增长 5.6%、5.7%，VLCC 运输需求分别增长 6%、7%。供需基本面不断优化，预计 VLCC TCE 在 2023H2 将企稳回升，有望再现 10 万美元/天以上的运价水平，公司将率先受益。

内贸油运稳中向好，LNG 运输未来可期。 内贸油运及 LNG 业务盈利稳健，提供业绩“安全垫”。1、内贸油运：公司内贸油运市占率 55%，签订 COA 合同锁定内贸油运 90% 以上基础货源，预计继续贡献稳定利润。2、LNG 运输：公司投资的 LNG 船舶均与特定 LNG 项目绑定，与项目方签署长期期租合同，取得稳定的船舶租金和投资收益。截至 1Q2023，公司在手 LNG 订单 20 艘，将于 2023-2026 年陆续交付。丰富的订单有助于进一步扩大 LNG 船队规模 and 市场份额，公司 LNG 业务毛利率维持 50% 左右，将持续推动利润的增长。

盈利预测、估值和评级

外贸油运行业供需基本面不断优化，高景气将来临。预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润为 61 亿元/75 亿元/82 亿元。对标历史平均 PB 2x，给予 2023 年 2 倍 PB，对应目标价为 14.8 元，首次覆盖给予“买入”评级

风险提示

运费价格波动；宏观经济波动；燃油价格波动；人民币汇率波动；环保政策；限售股解禁。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

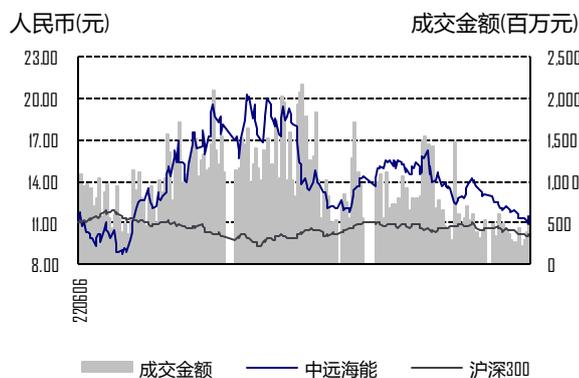
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.43 元

目标价 (人民币)：14.80 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,699	18,658	24,685	27,201	28,890
营业收入增长率	-22.50%	46.93%	32.30%	10.19%	6.21%
归母净利润(百万元)	-4,975	1,457	6,110	7,517	8,185
归母净利润增长率	-309.71	-129.29%	319.24%	23.04%	8.88%
摊薄每股收益(元)	-1.045	0.305	1.281	1.576	1.716
每股经营性现金流净额	0.71	0.88	2.13	2.18	2.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	-17.40%	4.62%	17.35%	18.92%	18.33%
P/E	N/A	39.45	8.93	7.25	6.66
P/B	0.99	1.82	1.55	1.37	1.22

来源：公司公告、国金证券研究所

内容目录

一、中远海能：全球油运龙头，盈利能力持续改善	5
1.1 深耕油运行业二十余年，油轮船队规模全球第一	5
1.2 外贸油运提供业绩弹性，内贸油运及 LNG 业务贡献高毛利	6
1.3 抓住油运历史机遇，盈利能力显著改善	8
二、外贸油运供需基本面优化，2023 年业绩将高增长	9
2.1 外贸油运属于强周期赛道，运价反映景气变化	9
2.2 供给端：在手订单比例处于历史绝对低位，环保新规下油轮有效运力或受到限制	13
2.3 需求端：经济复苏增加运输需求，贸易格局改变拉长运距	17
2.4 VLCC 供需基本面不断优化，公司外贸油运业务盈利有望持续向好	21
三、内贸油运保持领先地位，LNG 业务稳步扩张	23
3.1 内贸油运业务：国油国运提供业绩“安全垫”	23
3.2 LNG 业务：国内行业引领者，持续贡献高毛利	24
四、盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议及估值	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1：2016 年公司重组后主营业务变更为油品及 LNG 运输	5
图表 2：公司是世界上最大的油轮船东（百万 DWT）	5
图表 3：超大型油轮（VLCC）是公司的主力油运船型	5
图表 4：公司油轮船队规模庞大（截至 2023 年 4 月末）	5
图表 5：央企背景实力雄厚，国资委为实控人（截至 1Q2023）	6
图表 6：公司聚焦油轮运输和 LNG 运输两大核心主业	6
图表 7：公司外贸油运业务提供弹性	7
图表 8：公司外贸油运业务收入占比最高	7
图表 9：公司内贸油运和 LNG 业务稳定贡献毛利	7
图表 10：公司内贸油运与 LNG 运输毛利率相对稳定	7
图表 11：2021 年公司营收受国际市场冲击明显	8
图表 12：2022 年公司净利润扭亏为盈	8
图表 13：1Q2023 公司毛利率与净利率上升	8
图表 14：2022 年公司 ROE 转负为正	8

图表 15: 2017-2022 年公司油运收入位居行业第一	9
图表 16: 2022 年公司油运营收增速为 51%	9
图表 17: 2022 年公司油运毛利率回升	9
图表 18: 交通运输仍为最主要的石油消费用途	10
图表 19: 燃气/柴油以及车用汽油为主要的石油消费产品	10
图表 20: 欧洲、中国和美国是石油主要进口地区	10
图表 21: 中东、俄罗斯、美国是石油主要出口地区	10
图表 22: 2021 年石油全球贸易流向 (单位: 百万吨)	11
图表 23: 运价受供给及需求关系影响	11
图表 24: 2008-2023 年国际油运市场回顾: 强周期行业, 本质是供给与需求的博弈	12
图表 25: 2022 年小型船运价上行更为明显	13
图表 26: 2023 年 5 月原油轮在手订单占比跌至 2.48%	13
图表 27: 油轮手持订单交付运力大幅下降	13
图表 28: 2020-2021 年集运行业出现超级牛市	14
图表 29: 集运船东积极下单	14
图表 30: 油轮新船价格维持高位	14
图表 31: 20 年以上油轮占比 11.5%	15
图表 32: 20 年以上 VLCC 占比 11.3%	15
图表 33: 低硫油价格高于高硫油	15
图表 34: 预计 2023-2024 年 VLCC 运力增速明显放缓	15
图表 35: 船舶能效指数 EEXI	16
图表 36: 碳排放强度指数 CII	16
图表 37: EEXI 和 CII 主要内容及可能影响	17
图表 38: 自 2022 年 5 月起中国原油进口量持续上升	17
图表 39: 预计 2023 年中国石油需求增量较大	17
图表 40: 预计 2023 年起全球海运原油贸易量将提升	18
图表 41: 原油海运进口结构 (百万桶/天)	18
图表 42: 原油海运出口结构 (百万桶/天)	18
图表 43: 历史上曾发生过 2 次运距拉长, 目前正在经历第 3 次	19
图表 44: 从俄罗斯装载的乌拉尔油贸易流向 (百万桶): 欧洲减少俄油进口, 印度增加俄油进口	19
图表 45: 西北欧原油进口装载地区比例 (%): 西北欧积极寻求其他地区的原油作为俄油替代	19
图表 46: 预计 2023-2024 年欧洲进口美油的规模将增加	20
图表 47: 预计 2023-2024 年美油出口欧洲的规模将增加	20
图表 48: 俄油替代 (橙色改为紫色) 使运距拉长 3-4 倍	20
图表 49: 原油运输市场吨海里增速高于货量增速	21

图表 50: 预计原油轮需求增速将超过供给.....	21
图表 51: 预计 VLCC 运输需求增速将超过供给.....	21
图表 52: 更多 VLCC 被部署在大西洋市场.....	22
图表 53: 公司外贸业务船舶周转量在近三年逐渐增长.....	22
图表 54: 公司单位运价与行业指数同向变动.....	22
图表 55: 公司外贸油运毛利率对公司整体毛利率影响显著.....	22
图表 56: 2023 年中远海能外贸业绩弹性测算.....	23
图表 57: 公司内贸业务船舶周转量平稳增长.....	23
图表 58: 公司内贸业务营收收益稳定.....	23
图表 59: 公司内贸业务毛利及增速平稳.....	24
图表 60: 公司内贸业务毛利率整体在 20%以上.....	24
图表 61: 公司加快建设 LNG 船队 (截至 1Q2023)	24
图表 62: 公司 LNG 业务营收较为平稳.....	25
图表 63: 船员薪酬增长使公司 LNG 业务毛利率有所下滑.....	25
图表 64: 全球海运 LNG 贸易量将持续增长.....	25
图表 65: 公司营业收入及预测 (百万元)	26
图表 66: 公司营业成本及毛利率预测 (百万元)	26
图表 67: 公司重要费用率.....	26
图表 68: 中远海能历史 PB 为 2x.....	27
图表 69: 可比公司估值比较 (市净率法)	27

一、中远海能：全球油运龙头，盈利能力持续改善

1.1 深耕油运行业二十余年，油轮船队规模全球第一

公司深耕油运二十多年，目前为世界级油运龙头。1994年5月公司前身上海海兴轮船成立，以华东地区油运及干散货运输业务为主，同年11月公司在香港上市。2016年公司实施重大资产重组，将旗下专业从事干散货运输业务的中海散货出售给原中远集团，同时收购原中远集团旗下大连远洋100%股权，确定发展主线为油品及LNG运输，并更名为中远海能。2018年公司收购中石油成品油船队，成为内贸成品油运输龙头。公司现已成为全世界最大的油轮船东，运力覆盖全球主流油轮船型。

图表1：2016年公司重组后主营业务变更为油品及LNG运输



来源：公司官网，国金证券研究所

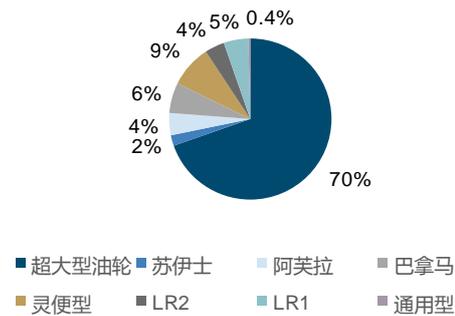
公司是全球最大的油品运输公司。截至2023年4月末，公司拥有一支包含各类船型156艘，合计2244万载重吨的庞大油运船队，其中自有运力占比为96%。按载重吨计，目前公司自有油轮运力位居全球第一。在公司的油轮船队中，超大型油轮（VLCC）占比为70%，是油运板块的主力船型。

图表2：公司是世界上最大的油轮船东（百万DWT）

图表3：超大型油轮（VLCC）是公司的主力油运船型



公司油轮运力结构（按船型，dwt）



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司油轮船队规模庞大（截至2023年4月末）

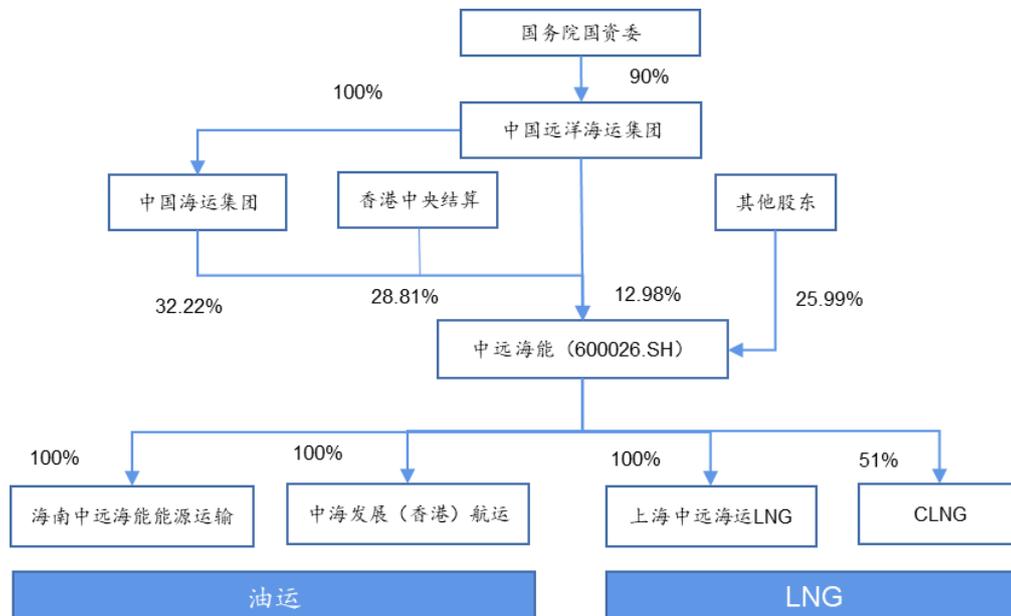
类型	市场	板块	船型	数量（艘）	万载重吨	平均船龄（年）
自有	外贸	黑油	超大型油轮	46	1411	9.5
			苏伊士	3	48	2.5
			阿芙拉	6	67	8.2
			巴拿马	1	7	17.9
			灵便型（黑）	5	22	13.9
		白油	LR2	8	88	7.1
			LR1	13	97	9.6

			灵便型（白）	9	43	8.6
			阿芙拉	3	33	18.7
	内贸	黑油	巴拿马	17	123	13.3
				灵便型（黑）	17	77
			LR1	2	13	16.0
		白油	灵便型（白）	12	48	12.4
			通用型（白）	8	9	15.0
租入	外贸	黑油	超大型油轮	5	152	8.5
	内贸	黑油	巴拿马	1	7	17.7
总计				156	2244	11.3

来源：公司官网，国金证券研究所

国务院国资委为实控人，股东背景雄厚。截至 1Q2023，公司实控人为国务院国资委，大股东为中国海运集团，持股比例为 32.22%，股权结构清晰。实控人及股东的强大背景有利于公司在集中采购、签署优惠协议、客户与航线资源等方面探索更大的发展空间。

图表5：央企背景实力雄厚，国资委为实控人（截至 1Q2023）



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 外贸油运提供业绩弹性，内贸油运及 LNG 业务贡献高毛利

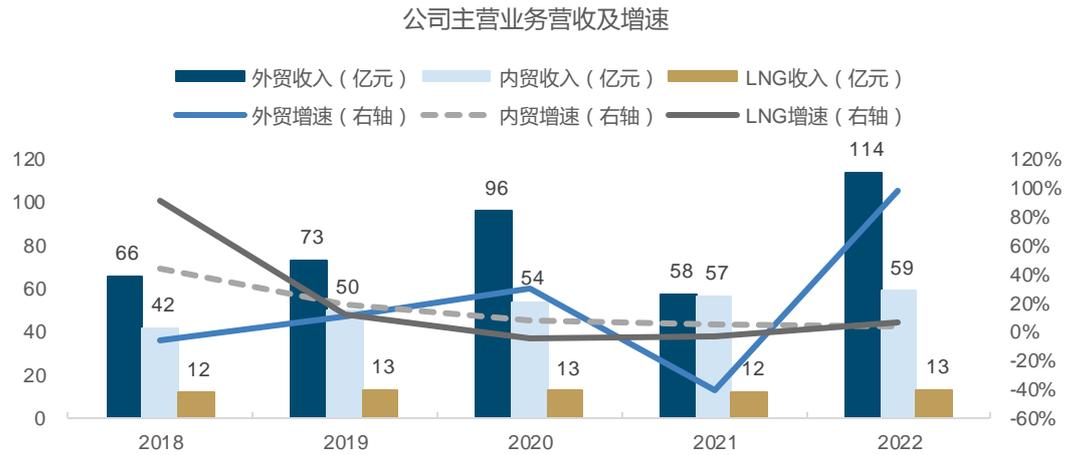
外贸油运业务是公司第一大业务。2022 年外贸油运营收占比约为 61%，在 2020 年及 2022 年公司抓住外贸油运市场高景气机会，收入实现较高增速。内贸油运为公司第二大业务板块，2022 年营收占比为 32%，且 2018 年以来收入维持较高增速。LNG 运输为公司第三大业务板块，2022 年营收占比为 7%，亦维持稳定增长。

图表6：公司聚焦油轮运输和 LNG 运输两大核心主业

板块	业务	运营艘数	运力	经营亮点	2022 年营收占比
油品运输	外贸油运	96	1935 万 DWT	公司将运力合理分配在期租业务、COA 合同、spot 市场（即期市场），整体业务结构具有较高的抗风险能力。	61%
	内贸油运	60	310 万 DWT	公司与多家客户签署 COA 合同，锁定基础货源。	32%
LNG 运输	LNG 运输	42	702 万立方米	公司船舶均与特定 LNG 项目绑定（简称“项目船”），与项目方签署长期期租合同，取得稳定的船舶租金和投资收益。	7%

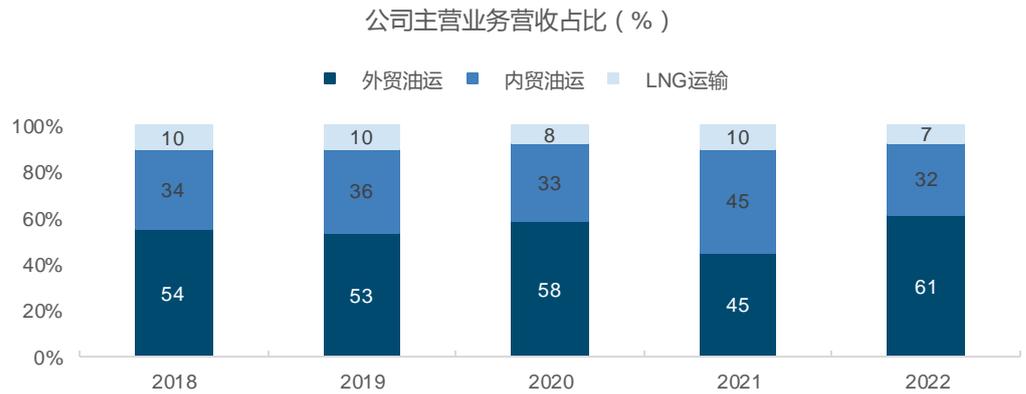
来源：公司公告，国金证券研究所

图7: 公司外贸油运业务提供弹性



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图8: 公司外贸油运业务收入占比最高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

外贸油运提供业绩弹性, 内贸油运及 LNG 运输业务持续贡献高毛利。外贸油运业务毛利波动较大, 2022 年外贸油运业务毛利为 15 亿元, 同比扭亏为盈, 提供业绩弹性。内贸油运及 LNG 业务盈利水平稳健, 为公司提供“安全垫”, 2022 年毛利额分别为 13.1 亿元、6.6 亿元。LNG 运输毛利率水平较高, 2018 年以来平均维持在 50%左右, 未来公司将积极推进 LNG 业务发展, 有望成为新的业绩增长点。

图9: 公司内贸油运和 LNG 业务稳定贡献毛利

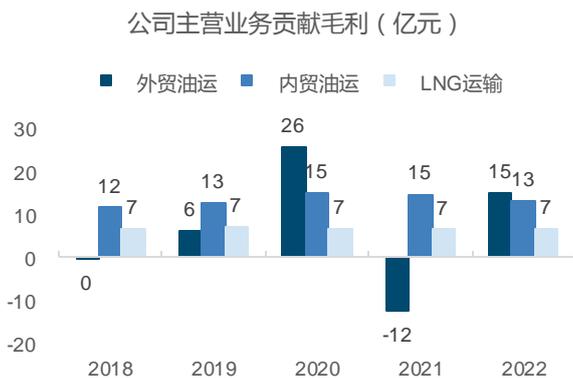
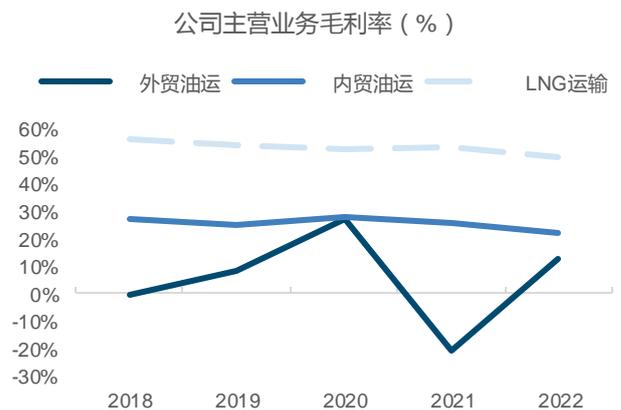


图10: 公司内贸油运与 LNG 运输毛利率相对稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 抓住油运历史机遇，盈利能力显著改善

抓住历史机遇，实现扭亏为盈。2021年主要产油国产量未见明显提升，油价较高全球普遍消化库存油满足复苏需求，削弱了海运贸易量恢复，国际油运市场经历了历史罕见的持续低迷，公司营业收入为126.99亿元，同比下降22.5%。在行业遭遇重大冲击时，公司计提资产减值准备49.61亿元，进一步优化资产结构，为下一个景气周期提前蓄力，当年录得净亏损-49.75亿元。2022年公司抓住国际油运市场机遇，合理调配船型运力，实现营业收入186.58亿元，同比增长46.9%，归母净利润14.57亿元，实现扭亏为盈。1Q2023公司实现收入56.31亿元，同比增长61.91%；实现净利润11亿元，同比增长4273%。

图表11：2021年公司营收受国际市场冲击明显

图表12：2022年公司净利润扭亏为盈



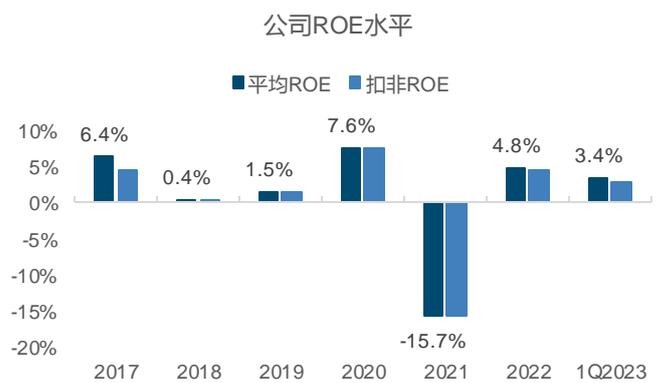
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司毛利率基本稳定在16%以上。2022年公司毛利率为19%，净利率为8%，实现扭亏为盈。过去5年除2021年外，公司整体毛利率保持在16%以上。2022年公司加权平均净资产收益率(ROE)为4.8%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率(扣非ROE)为4.6%，实现同比转正。

图表13：1Q2023公司毛利率与净利率上升

图表14：2022年公司ROE转负为正

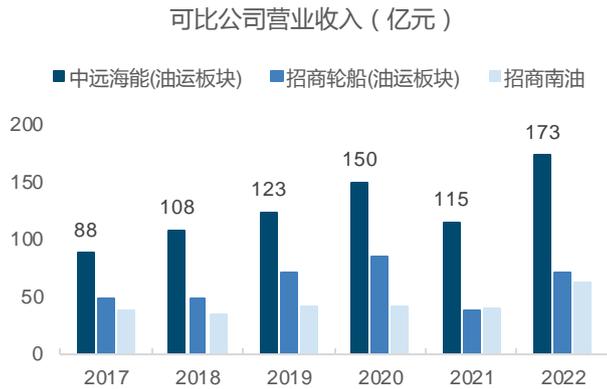


来源：公司公告，国金证券研究所

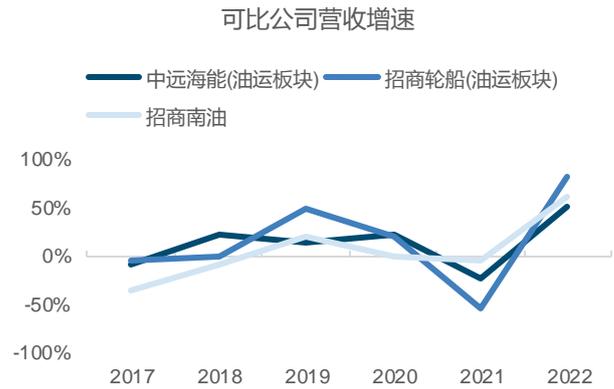
来源：公司公告，国金证券研究所

公司油运营规模位居行业第一。公司是全球最大油轮船东，受益于2022年的油运高景气，公司营收增速较快。2022年公司营业收入为186.58亿元，同比增长47%，其中油品运输收入173亿元，同比增长51%。与可比公司相比，公司油运营规模排名第一。

图表15: 2017-2022 年公司油运收入位居行业第一



图表16: 2022 年公司油运营收增速为 51%

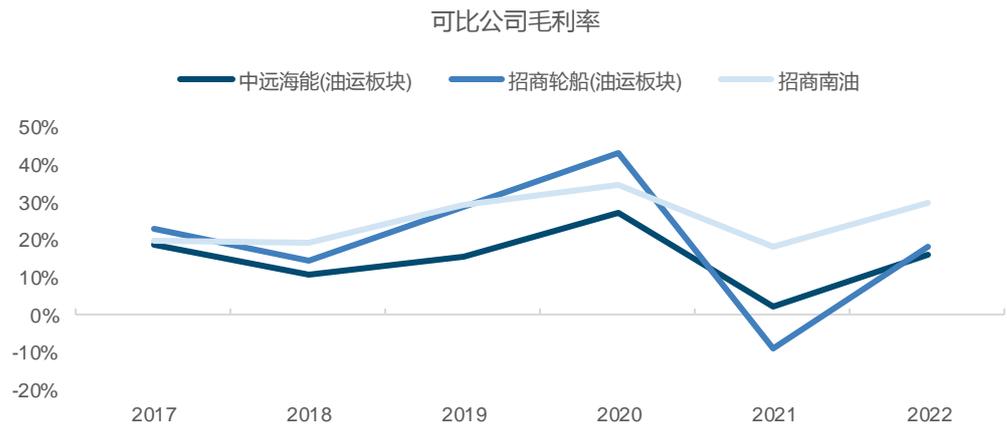


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司油运毛利率回升, 与同行基本相当。2021 年行业受疫情及国际油价波动影响, 公司与可比公司毛利率均下滑。2022 年国际油轮运输市场向好, 公司外贸油运收入大幅增加远超成本增速, 整体毛利率明显回升, 其中油运板块毛利率增长至 16%, 与以原油运输为主的招商轮船基本相当。

图表17: 2022 年公司油运毛利率回升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、外贸油运供需基本面优化, 2023 年业绩将高增长

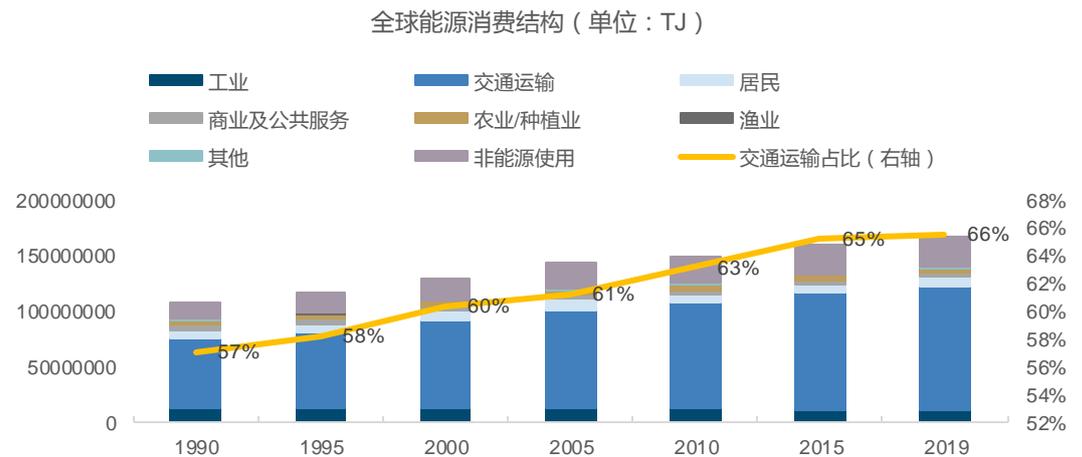
2.1 外贸油运属于强周期赛道, 运价反映景气变化

石油是全球最主要的能源消费来源。据 BP 统计, 2021 年石油在能源消费结构中占比 31%, 为最大份额, 其次为煤炭 (27%), 天然气和可再生能源分别为 24% 和 6.7%。尽管全球低碳化和绿色化的趋势不会改变, 但原油仍将在未来一段时间占据主要的能源消费。

交通运输为最主要的石油消费用途。据 IEA 统计, 2019 年交通运输仍为最主要的石油消费用途, 石油消费占比从 1990 年的 57% 提升至 2019 年的 66%, 交运是最大的石油消费用途, 伴随全球出行复苏, 石油消费也将逐渐复苏。

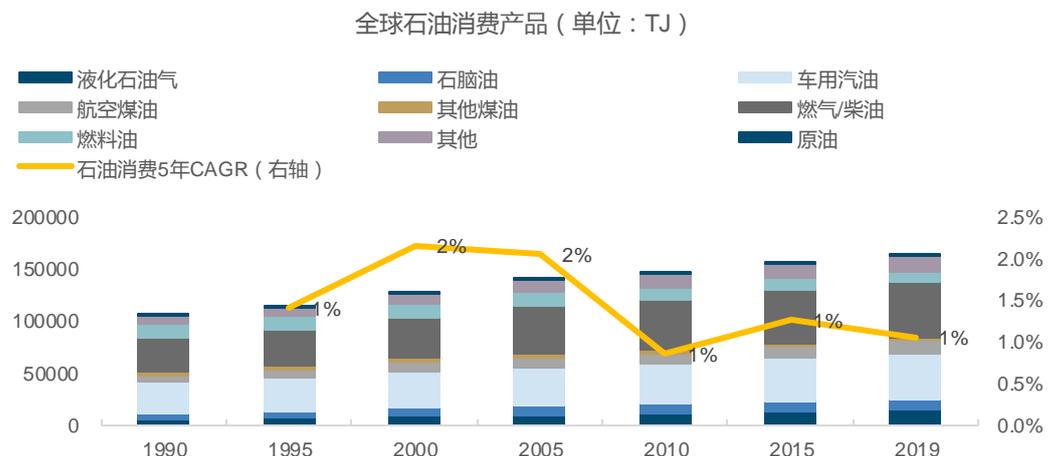
燃气/柴油以及车用汽油为主要的石油消费产品。据 IEA 统计, 2019 年全球石油消费结构中, 燃气/柴油 (Gas/Diesel) 占比 33%, 为第一大石油产品, 其次为车用汽油 (Motor gasoline), 占比 27%, 航空煤油占比 8%, 燃料油占比 6%。主要的石油消费产品为成品油, 直接以原油形式进行消费的较少。

图表18: 交通运输仍为最主要的石油消费用途



来源: IEA, 国金证券研究所

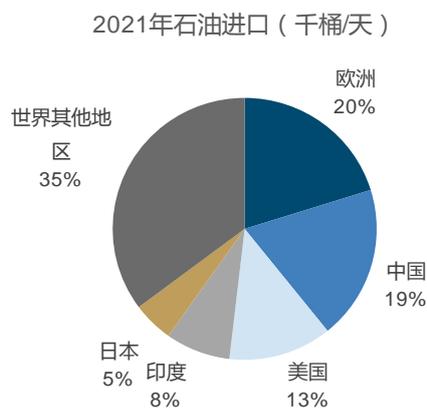
图表19: 燃气/柴油以及车用汽油为主要的石油消费产品



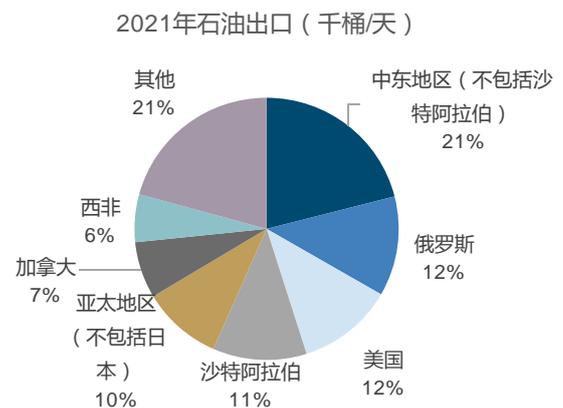
来源: IEA, 国金证券研究所

全球原油进出口分布较为集中。石油进口的国家地区主要为欧洲 (20%)、中国 (19%) 和美国 (13%)，石油出口的国家地区主要为中东 (32%)、美国 (12%)、俄罗斯 (12%)。石油出口国和石油进口国均非常集中，因此运输路线一般较为固定，运输网络呈现点对点分布。

图表20: 欧洲、中国和美国是石油主要进口地区



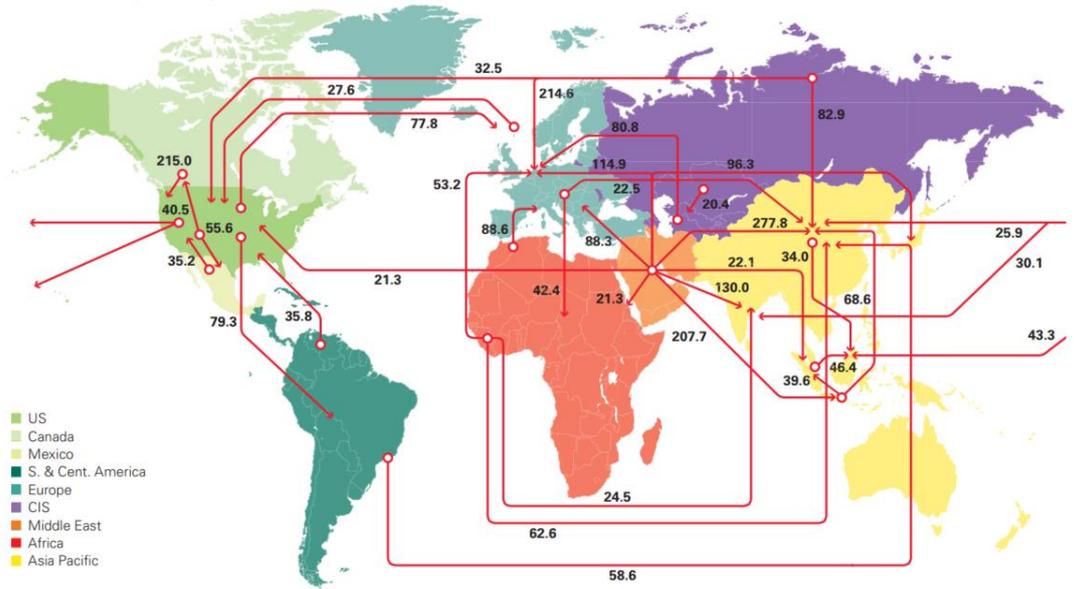
图表21: 中东、俄罗斯、美国是石油主要出口地区



来源: BP, 国金证券研究所

来源: BP, 国金证券研究所

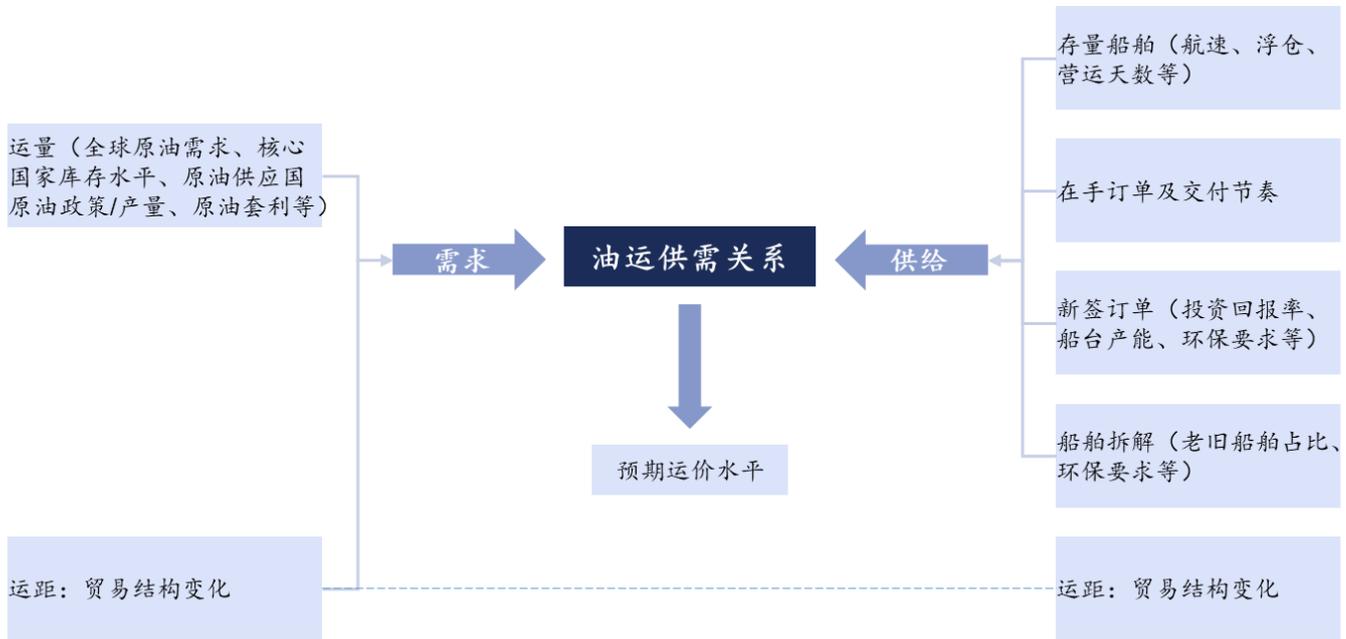
图表22: 2021年石油全球贸易流向 (单位: 百万吨)



来源: BP, 国金证券研究所

外贸油运属于强周期赛道, 供需错配是油运行业周期变换的主要原因。从供需两端的影响因素分别来看, 供给端的核心因素为船队运力, 主要为目前船队存量规模、交付、拆解以及新订单规模等; 需求端的核心因素为运量和运距, 运量方面主要看全球原油需求, 核心国家的库存水平, 原油供应国的政策等, 运距方面则主要关注供给及需求源变化所形成的贸易格局。

图表23: 运价受供给及需求关系影响



来源: 国金证券研究所

图表24：2008-2023年国际油运市场回顾：强周期行业，本质是供给与需求的博弈



来源：克拉克森，国金证券研究所

复盘油运行业历史，供需变化影响行业周期：

(1) 2008-2013年：金融危机冲击全球经济，油运需求萎缩导致运价低迷。

受到2008年金融危机的影响，全球油运需求大幅下降，但前期运力仍存在市场中，短时间无法出清，同时新船仍在交付，行业呈现明显的供不应求的局面，油运价格大幅下跌。金融危机后，世界各国采取宽松的货币政策来应对低迷的经济，这极大地推高了原油价格，高油价使得世界各国整体采取去库存的措施；同时新船订单虽然呈逐年下滑趋势，但前期运力订单的兑付使得运力供给仍然减速扩张，最终导致2008年运价急速下挫后近五年VLCC运价整体呈低位盘整态势。

(2) 2013-2015年：OPEC石油价格战引发补库需求，油运行业整体景气。

美国在页岩油开采技术的推动下于2014年超越沙特成为原油产量第一大国。为了应对美国原油产量的大幅增长，OPEC放弃限产保价政策，通过增产原油来挤兑美油市场以维护自身市场份额。低油价策略极大地刺激了全球对原油的需求，世界各国开始进入补库存阶段，油运的需求也随之水涨船高。与此同时，供给端新增运力持续放缓叠加船舶拆解数量维持高位，运力紧张支撑运价走强，行业景气上行。

(3) 2015-2018年：OPEC限产叠加运力释放，市场转入下行周期。

OPEC开始采取限产措施，油价从2016年的35美元/桶上涨至2018年超过80美元/桶，油价的快速反弹极大地抑制了全球的石油需求；同时从2015年开始，油轮新船订单运力持续释放，船东船舶拆解意愿减少。此外，2016年美国解除了对伊朗的制裁，伊朗船队的运力回归也大幅提高了供给情况。全球再一次进入去库存阶段，由此油运需求大幅减弱，油运市场转熊。

(4) 2018-2020年：石油价格超预期下跌促使套利行为盛行，供不应求推动运价冲高。

从2018年开始，国际油价呈下行趋势，从2018年高位的82.9美元/桶，一路下跌至2020年初受疫情后的22美元/桶左右。低油价的市场环境推动了油运市场的景气上行。同年油轮拆解数量创下近些年新高的201艘，显著地减少了油轮运力的供应。

2019年美国对公司的制裁导致公司运力暂时退出市场，更进一步推动了世界运力供应的紧张情况。因此，供需的紧张推动了运价的走强，油轮行业进入新一波高景气行情。

2020年年初，受全球石油需求下降，OPEC扩大减产协议失败，沙特俄罗斯开启价格战等多重因素影响，2020年3月起国际油价连续大幅下挫，另外，2020年3月-5月，原油远期呈现升水结构，储油套利行为进一步加剧行业供不应求，VLCC即期运价一度冲高至20-25万美元/天。

(5) 2020-2021年：新冠全球化导致原油需求疲软，运价迅速回落走低。

进入2020年末，受到全球疫情持续蔓延，石油需求疲软，OPEC+执行减产协议等多种因素

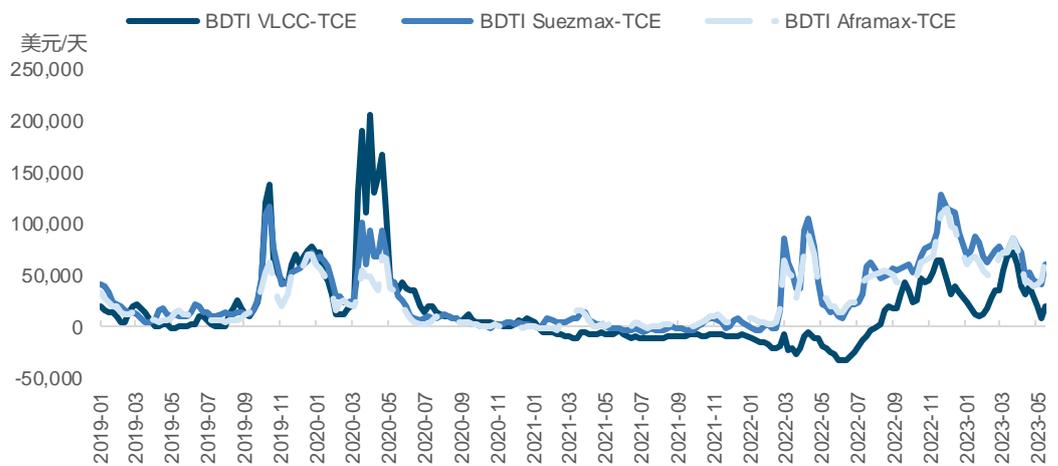
影响，原油价格逐步复苏，储油套利需求减少，同时各国原油面临去库存压力，油运处于供过于求的状态，油运运价迅速回落。2021年1月13日，VLCC-TCE报-664美元/天，此后全年VLCC一直处于负收益水平。

(6) 2022年：全年整体运价处于历史高位。长运距替代短运距推动吨海里需求增加，受益最直接的中小型船运价率先发力，运价超过2020年高点，同年美国释放战略石油储备，VLCC运价后来居上。

(7) 2023年：OPEC减产导致运价下跌。2023年4月，以沙特为首的OPEC+意外集体宣布减产，减产幅度超100万桶/日，将从5月生效并持续至2023年底。考虑需求或下降，运价回落。

展望未来，行业供给收缩确定性强，而需求正持续修复至疫情前水平，为下一轮景气周期打下基础。近期OPEC减产导致运价短期回落，预计对运价影响的持续性将小于市场预期，2023年上半年淡季运价阶段性表现亮眼，预计下半年旺季时将明显提升。

图表25：2022年小型船运价上行更为明显



来源：克拉克森，国金证券研究所

2.2 供给端：在手订单比例处于历史绝对低位，环保新规下油轮有效运力或受到限制

(1) 原油轮新订单占现有运力比例降至近20多年以来最低水平，未来新增运力有限。

截至2023年5月，原油轮订单仅相当于当前船队运力的2.48%，VLCC手持订单占比更是达到1.43%，为历史最低水平。根据手持订单交付计划，2023年集中交付大批造船订单后，新增运力将十分有限。

图表26：2023年5月原油轮在手订单占比跌至2.48%



图表27：油轮手持订单交付运力大幅下降



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

高船价及动力选择的不确定性均抑制未来订单增长。2020-2021年集运行业出现“超级牛市”，集运船东下单积极，导致目前船台产能紧张。由于船厂手持订单覆盖年限较长，各类船型的新船价格处于高位。2023年5月，1艘VLCC的造价为1.25亿美元，较2020年

低点增加44%;1艘156-158k载重吨苏伊士型油轮的造价为0.85亿美元,较低点增长50%;1艘113-115k载重吨阿芙拉型油轮的造价为0.67亿美元,较低点增长40%。从投资回报率角度,较高的船价抑制了油轮船东下单意愿。同时,考虑环保要求,船东对新造船舶的动力选择仍不确定,也影响了下单意愿。

图表28: 2020-2021年集运行业出现超级牛市

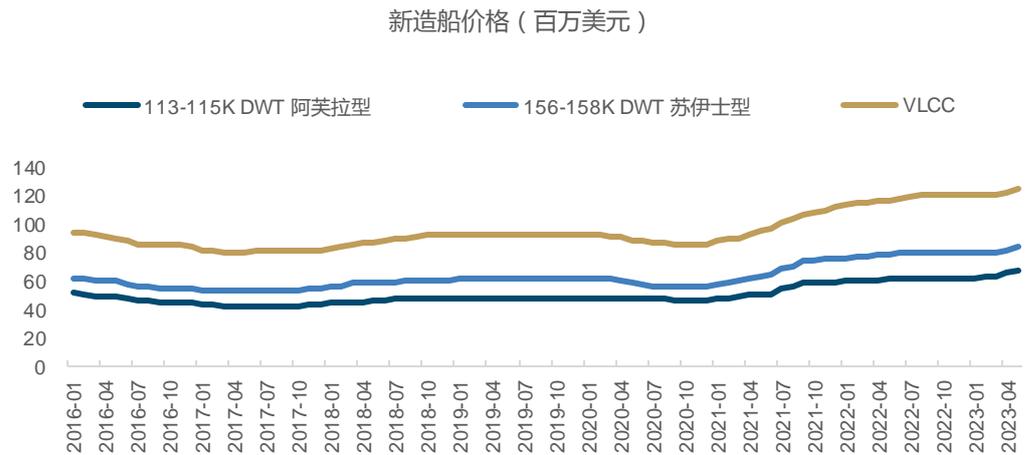
图表29: 集运船东积极下单



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

来源: 克拉克森, 国金证券研究所

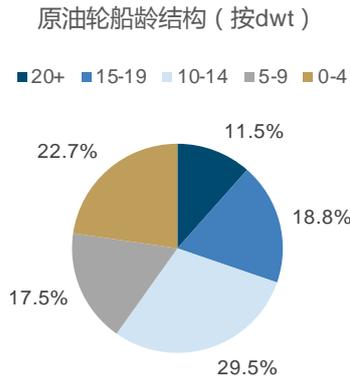
图表30: 油轮新船价格维持高位



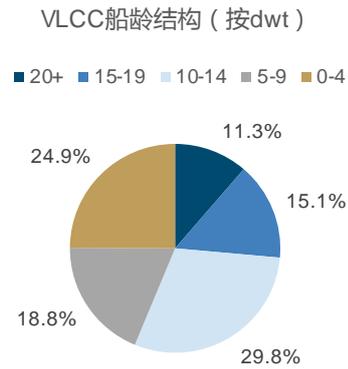
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

(2) 老旧船舶占比较高, 或进入拆解潮。目前船队结构老龄化严重, 20年以上的油轮占比达到11.5%, 20年以上的VLCC占比达11.3%。考虑老旧船舶的维修成本等因素, 预计未来几年或将出现老旧船舶拆解潮。此外, 老船大多未安装脱硫塔, 若高低硫油价差扩大, 燃烧低硫油的老船盈利能力将减弱, 或加速老旧船舶退出市场。

图表31: 20年以上油轮占比 11.5%



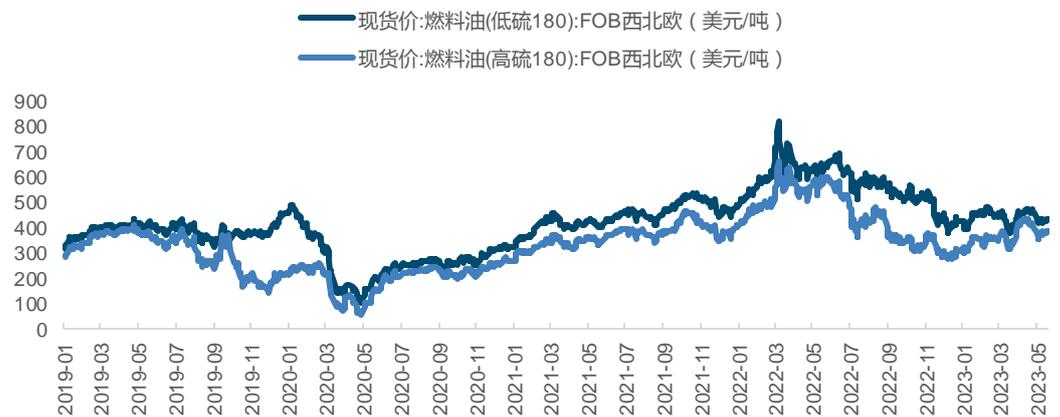
图表32: 20年以上VLCC占比 11.3%



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

来源: 克拉克森, 国金证券研究所

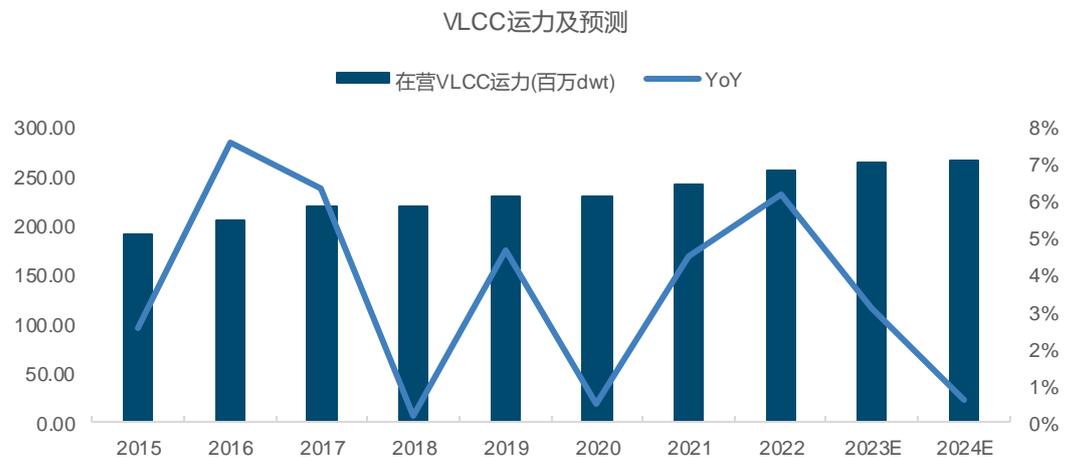
图表33: 低硫油价格高于高硫油



来源: Wind, 国金证券研究所

预计 2023-2024 年 VLCC 运力增速持续下降。考虑运力交付及退出情况, 克拉克森预计 2023-2024 年 VLCC 在营运力规模增速分别为 3.1%、0.6%。

图表34: 预计 2023-2024 年 VLCC 运力增速明显放缓



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

(3) 环保政策加速运力出清, 进一步压缩供给。国际海事组织于 2021 年 6 月 17 日同意根据《MARPOL 公约》附件 VI 制定新法规, 作为减少船舶二氧化碳排放的措施。《MARPOL 公约》附则 VI 的修正案于 2022 年 11 月 1 日生效。从 2023 年 1 月 1 日起, 所有船舶都必

须计算其现有船舶能效指数 (EEXI)，以衡量其能效，并开始收集数据以报告其年度营运碳排放强度指标 (CII) 和 CII 评级。

其中，CII 评级分为 A、B、C、D 或 E（其中 A 为最佳），连续三年被评为 D 级或一年被评为 E 级的船舶，将必须提交一份纠正措施计划，IMO 鼓励行政部门、港口当局和其他利益相关者酌情为被评为 A 或 B 的船舶提供奖励。

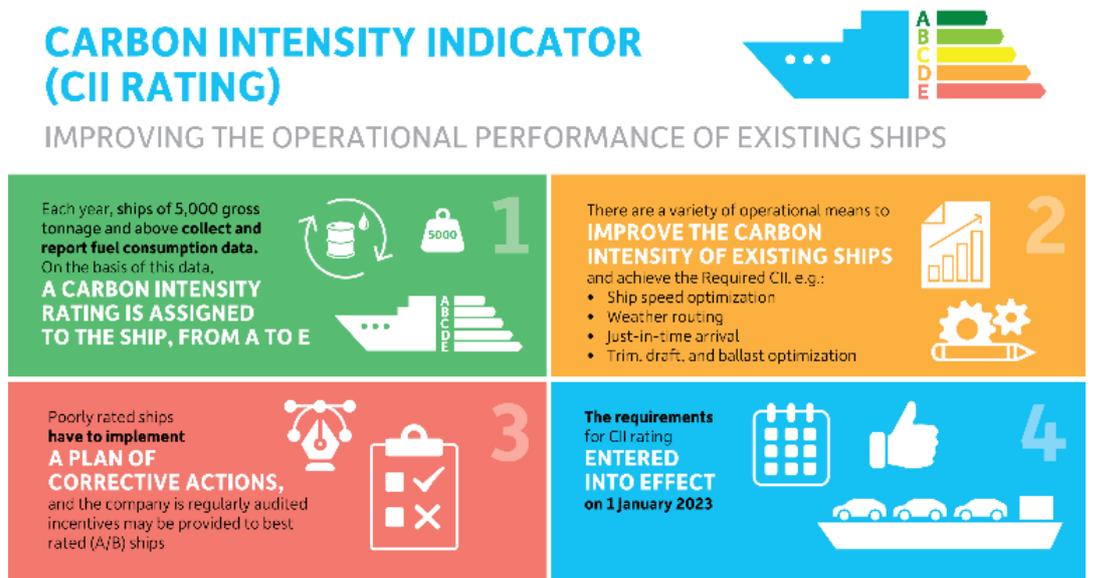
为满足环保新规，评级较低的船舶可采取如下应对措施，均将影响行业供给。1) 降低航速，将影响有效运力；2) 改造船舶设备，技术改造需要船只进坞停航，将缩减短期供给；3) 拆解老船，对于不满足环保新规的老旧船舶，技术改造可能不具备经济性，环保新规将加速老船拆解。

图表35: 船舶能效指数 EEXI



来源：IMO，国金证券研究所

图表36: 碳排放强度指数 CII



来源：IMO，国金证券研究所

图表37: EXII 和 CII 主要内容及可能影响

环保指标	主要内容	应对方式
EEXI	<ul style="list-style-type: none"> 适用于 2023 年 1 月 1 日之前交付或重大改建的 400 总吨 (GT) 及以上属于下列类型的船舶: 散货船、液货船、集装箱船、杂货船、滚装货船、气体运输船、LNG 运输船、滚装车辆运输船、客滚船、兼用船、邮轮、冷藏货船。 根据 CO2 排放量和货运能力的比值, 来表明船舶的能效。 2026 年 1 月 1 日需完成对 EEXI 要求的实施情况和效果的评估, 以便进一步加强或改进相关的措施。 	<ul style="list-style-type: none"> 对能效较低的船舶, 最简单的方法是通过调整发动机功率来限制船速。 在船舶上引进能够提升能效的技术, 比如对船舶的推进系统进行改造。
CII	<ul style="list-style-type: none"> 适用于 5000 总吨及以上下列船型的船舶 (与 EEXI 适用船型相同) 的年度营运碳强度指标 (CII) 进行评级 (A-E 五级)。 评级为 E 或连续三年为 D 的船舶需要在船舶能效管理 (SEEMP) 中制定整改计划。 	

来源: IMO, 国金证券研究所

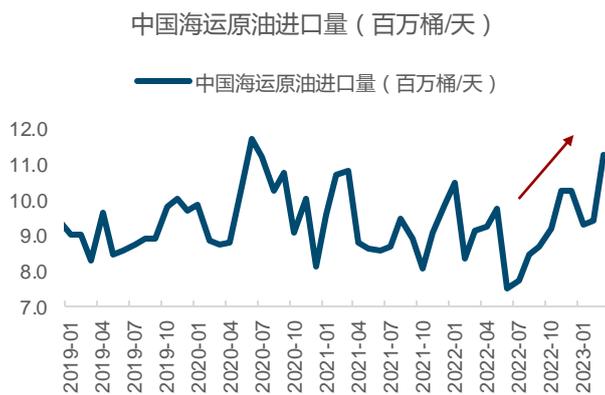
2.3 需求端: 经济复苏增加运输需求, 贸易格局改变拉长运距

(1) 经济复苏拉动石油消费增长。

中国石油进口量增长拉动油运需求。2022 年上半年中国国内消费需求受疫情影响, 海运原油进口量明显回落; 2022 年 6 月起, 随着需求复苏, 中国原油海运进口量明显提升; 2023 年 3 月, 中国海运原油进口量同比增长 23% 至 11.3 百万桶/天。

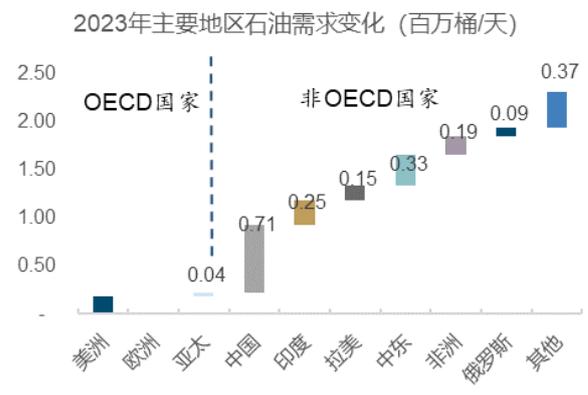
多国石油需求均将提升。根据 OPEC 的预测, 2023 年全球石油需求将超过疫情前的水平, 达到 1.019 亿桶/天。中国单日需求增长量为 0.71 百万桶/天, 印度为 0.25 百万桶/天。伴随石油需求的增长, 海运石油贸易量将持续提升, 预计 2023-2024 年, 海运石油贸易量增速分别为 1.6%、4.7%。

图表38: 自 2022 年 5 月起中国原油进口量持续上升



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表39: 预计 2023 年中国原油需求增量较大



来源: OPEC, 国金证券研究所

图表40：预计 2023 年起全球海运原油贸易量将提升



来源：克拉克森，国金证券研究所

预计原油海运贸易量继续增长。2022 年原油海运贸易量 39.8 百万桶/天，同比增长 7%，预计 2023-2024 年原油海运贸易量分别为 40.5 百万桶/天、42.4 百万桶/天，同比分别增长 2%、5%。其中，进口方面，中国将贡献主要增量；出口方面，美国将贡献主要增量。

图表41：原油海运进口结构 (百万桶/天)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
北美	4.7	3.7	2.9	2.9	3	2.8	2.7
中国	8.3	9.1	9.8	9.3	9.1	9.7	10.4
印度	4.6	4.5	4	4.2	4.7	5	5.5
亚洲其他	10.2	9.8	8.8	8.6	8.3	9.6	9.8
欧洲	10.5	10.6	9.2	9.5	10.4	10.4	10.9
其他	3.1	2.8	2.4	2.7	4.3	3	3.1
合计	41.4	40.5	37.1	37.2	39.8	40.5	42.4

来源：克拉克森，国金证券研究所

图表42：原油海运出口结构 (百万桶/天)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
中东	19	19	16.5	16.5	18.9	18.7	19.5
北海	1.9	1.9	2	2.1	1.9	2.2	2.2
拉美	4.7	4.3	4.3	3.8	4	4.1	4.4
非洲	6.4	6.2	4.8	5.3	4.7	4.6	4.4
美国	1.9	2.8	3	2.9	3.6	4.2	4.6
其他	7.5	6.3	6.5	6.6	6.7	6.7	7.3
合计	41.4	40.5	37.1	37.2	39.8	40.5	42.4

来源：克拉克森，国金证券研究所

(2) 俄乌冲突改变贸易结构，欧洲寻找替代进口市场拉长平均运距。

运距影响油运需求。近年来，全球原油贸易平均距离从 2009 年的 4500 英里增加到 2022 年的 5000 英里以上，可明显看到 2 个阶段：

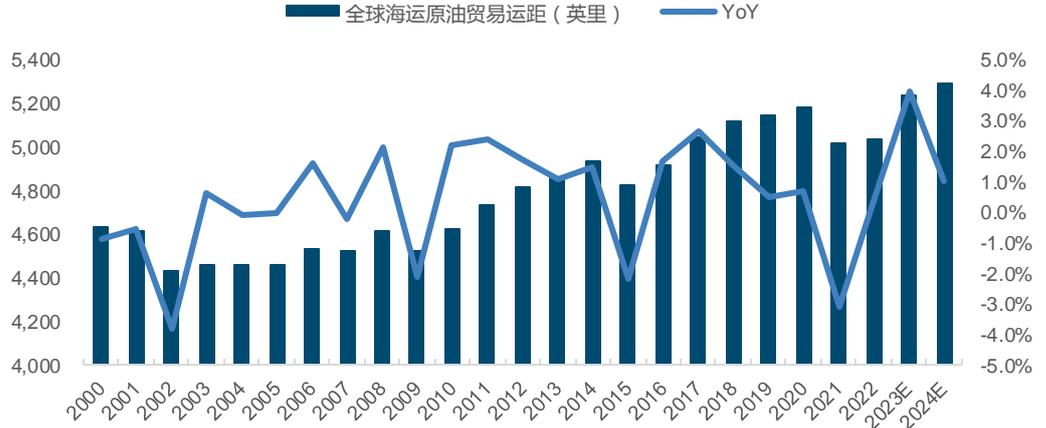
1、2009-2014 年全球油运的平均运距增长了 9%，主要源于 2009-2014 年，中国和印度的原油进口快速增长，由于两国与产油国之间的距离较远，拉长了整体运距，其中中国进口量增长 50% 达到 560 万桶/天。

2、2015-2020 年全球油运的平均运距增长了 7%，主要得益于中国进口量的进一步增长（进口量增长了 60%，达到 980 万桶/天），以及美国油运市场的变化——在此期间美国积极

开发页岩油，同时取消原油出口禁令，尽管美国从加勒比海进口的原油量减半（短距离），但逐渐成为原油出口国，到2020年美国的出口量达到300万桶/天。

受俄乌冲突和欧洲能源制裁影响，全球原油贸易平均距离的新一次增长已经开始。路透贸易流向跟踪显示，2022年俄乌冲突使得俄罗斯原油海运出口东移，欧洲则转由美国、西非和中东替代，原油贸易结构改变导致平均运距提升，预计未来该趋势仍将持续。预计2022年至2024年间，原油平均运输将距离增加5%，达到近5300英里。

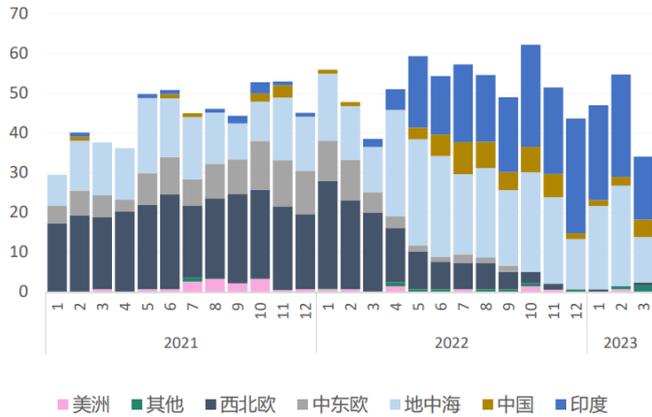
图表43：历史上曾发生过2次运距拉长，目前正在经历第3次



来源：克拉克森，国金证券研究所

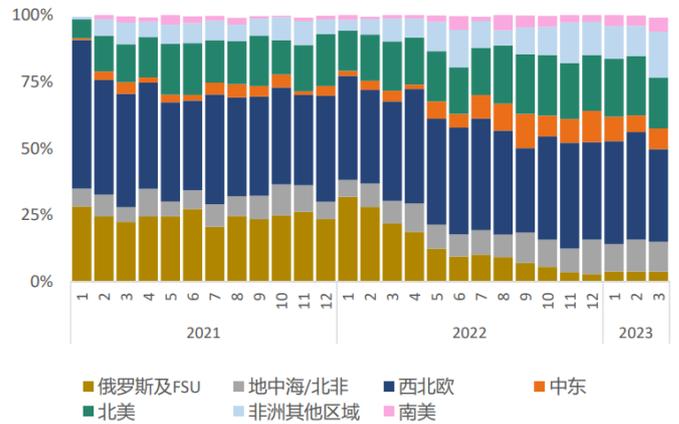
俄罗斯和欧洲之间石油贸易格局的转变增加了原油油轮的平均运距。路透贸易流向跟踪显示，印度增加了乌拉尔油的进口，而西北欧的乌拉尔油进口减少，并寻求大西洋地区的原油作为俄罗斯原油的替代。其中，俄油到印度的距离是到欧盟的3-4倍，拉长平均运距。从未来的趋势看，美国向欧洲出口原油的绝对额及占比均将增长。

图表44：从俄罗斯装载的乌拉尔油贸易流向（百万桶）：欧洲减少俄油进口，印度增加俄油进口



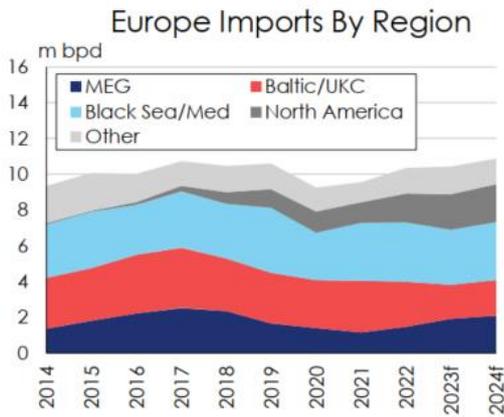
来源：路透，公司官网，国金证券研究所

图表45：西北欧原油进口装载地区比例（%）：西北欧积极寻求其他地区的原油作为俄油替代



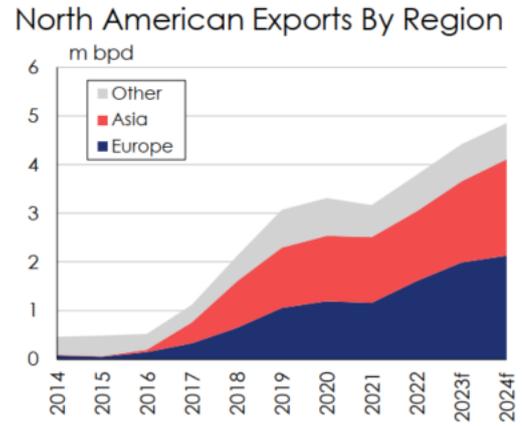
来源：路透，公司官网，国金证券研究所

图表46: 预计 2023-2024 年欧洲进口美油的规模将增加



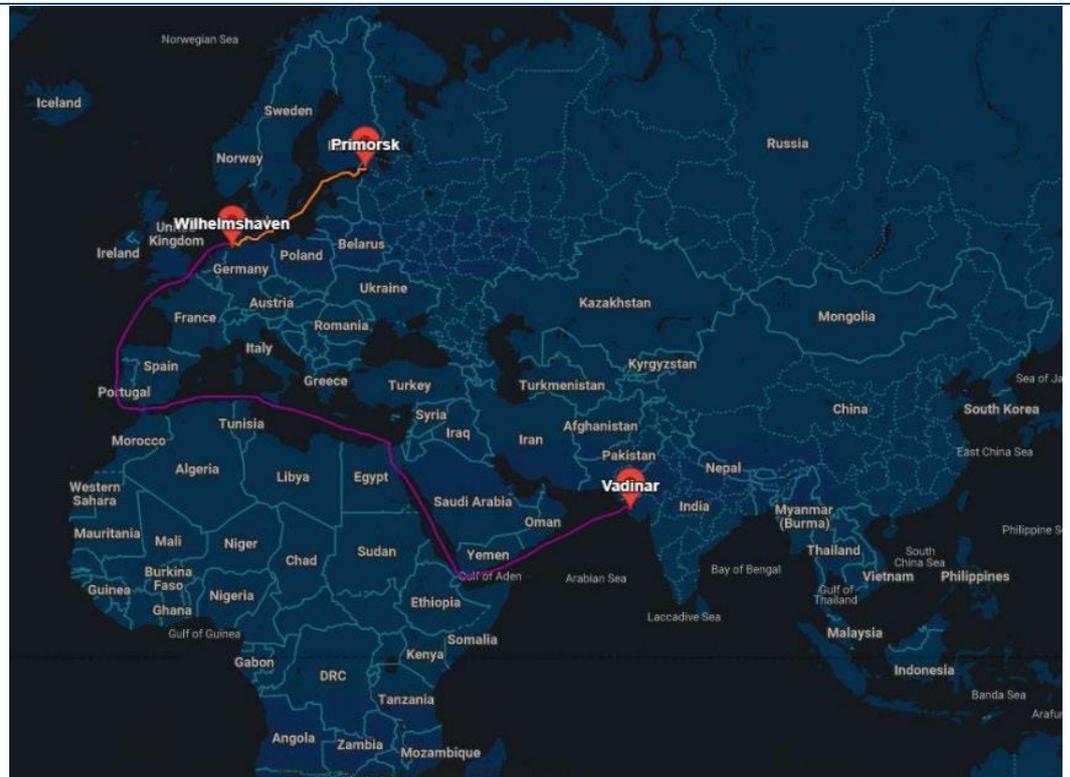
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表47: 预计 2023-2024 年美油出口欧洲的规模将增加



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表48: 俄油替代 (橙色改为紫色) 使运距拉长 3-4 倍



来源: Euronav, 国金证券研究所

考虑运距影响, 预计 2023-2024 年吨海里需求增速高于货量增速。由于贸易结构引发运距拉长, 预计 2023-2024 年全球原油海运贸易周转量同比分别增长 5.6%、5.7%, 高于货量增速。

图表49：原油运输市场吨海里增速高于货量增速

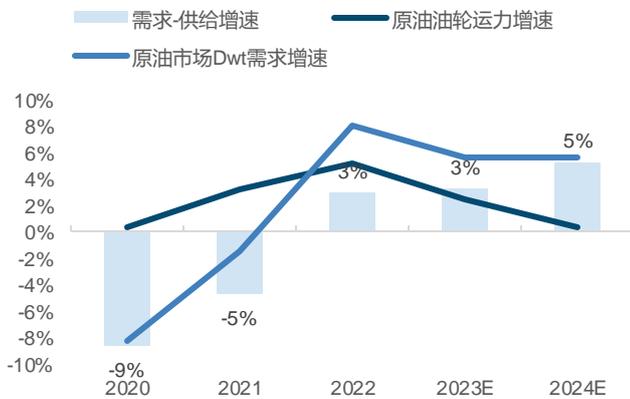


来源：克拉克森，国金证券研究所

2.4 VLCC 供需基本面不断优化，公司外贸油运业务盈利有望持续向好

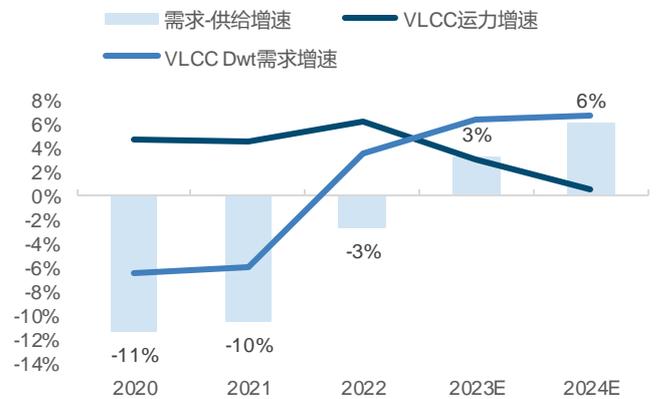
油运市场供需基本面不断优化。国际石油贸易结构性变化，以及全球经济复苏均刺激了运输需求；同时，油运市场运力增速确定性下降，行业供需差将来临，预计 2023-2024 年，原油运输市场的供需差（需求增速-供给增速）分别为 3%、5%，VLCC 油运市场的供需差分别为 3%、6%，预计 VLCC 运价在 2023 年下半年开始企稳回升，有望再现 10 万美元/天以上的高点。其中，由于大西洋市场产生新增运输需求，更多 VLCC 被部署在大西洋市场，造成其他市场局部运力减少，预计将进一步推高整体运价。

图表50：预计原油轮需求增速将超过供给



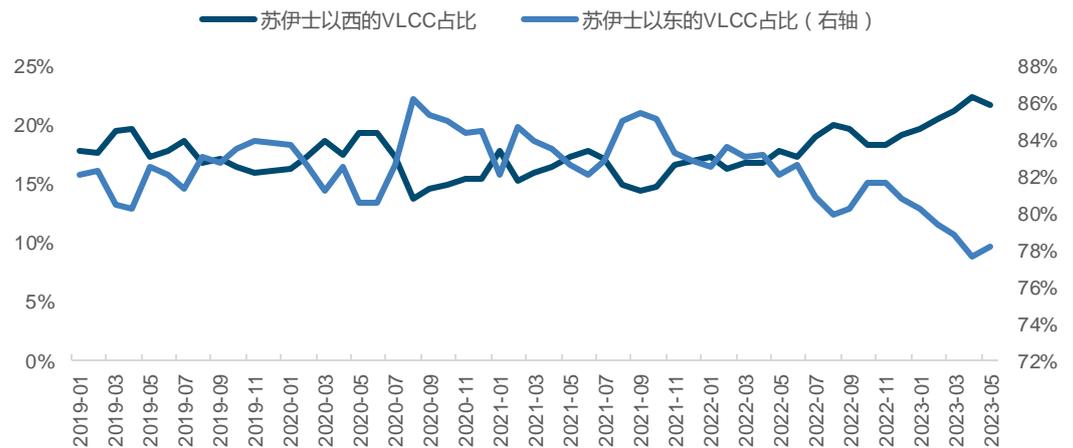
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表51：预计 VLCC 运输需求增速将超过供给



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表52: 更多 VLCC 被部署在大西洋市场



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

公司外贸油运业务受运价影响较大。从运量看, 过去数年公司外贸船舶周转量保持稳定增长, 2022 年同比增长 6%。从运价看, 行业运价对外贸油运业务利润影响较大, 呈现较强的相关性。同时, 公司内贸业务及 LNG 业务毛利率相对稳定, 而公司外贸油运毛利率变动也明显影响公司整体毛利率水平, 故外贸油运业务贡献主要的业绩弹性。

图表53: 公司外贸业务船舶周转量在近年稳定增长

图表54: 公司单位运价与行业指数同向变动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 克拉克森, 公司公告, 国金证券研究所

图表55: 公司外贸油运毛利率对公司整体毛利率影响显著



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司外贸业绩弹性测算：假设基于自有及租入的外贸油轮，营运天数为 330 天，其中 VLCC 船舶利用率为 90%，平均美元兑人民币汇率为 6.8，当 TCE 每上涨 10000 美元/天，VLCC/阿芙拉型/巴拿马型/LR1/LR2/灵便型分别贡献的边际收益是 9.5 亿元、1.2 亿元、0.3 亿元、3.1 亿元、1.4 亿元、1.2 亿元。

图表56：2023年中远海能外贸业绩弹性测算

船型	自营	租入	合计	每 1 万美元/天 TCE 变化所带来的边际收益 (亿人民币)
VLCC	46	5	51	9.5
Aframax	6		6	1.2
Panamax	1		1	0.3
LR1	13		13	3.1
LR2	8		8	1.4
灵便型 (黑+白)	14		14	1.2

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

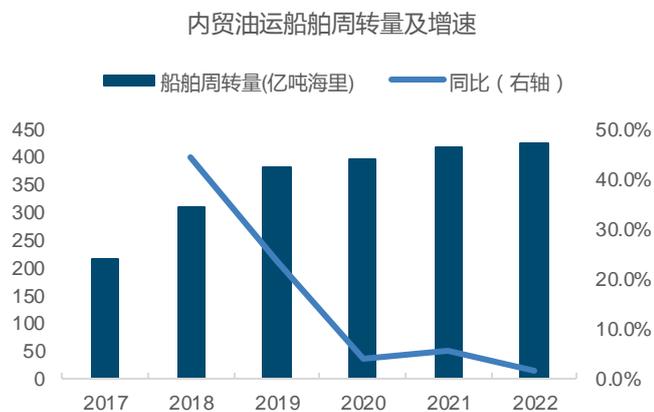
三、内贸油运保持领先地位，LNG 业务稳步扩张

3.1 内贸油运业务：国油国运提供业绩“安全垫”

内贸油运业务收益稳定，为公司贡献“安全垫”业绩。内贸油运市场主要由国资背景的中远集团和招商局集团主导。截至 2022 年末，公司内贸原油市场运力市占率高达 55% 以上，公司通过签订 COA 合同锁定内贸油运 90% 以上基础货源。

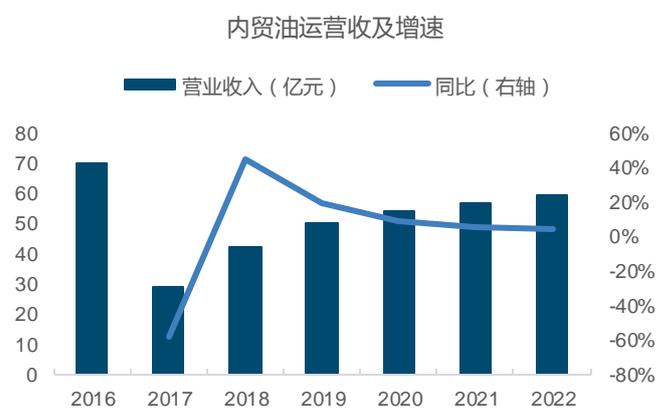
预计未来内贸油运需求保持平稳。自 2016 年重组后，公司内贸油运营收平稳增长，整体毛利率保持在 20% 以上，毛利润超过 10 亿元。预计 2023 年国内原油运输市场总体运输需求预计稳中向好，而国内成品油运输市场从短期看，中国经济活动的复苏有望提振国内成品油消费，利好运输需求，预计该项业务将维持稳定。

图表57：公司内贸业务船舶周转量平稳增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表58：公司内贸业务营收收益稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表59：公司内贸业务毛利及增速平稳



图表60：公司内贸业务毛利率整体在20%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 LNG 业务：国内行业引领者，持续贡献高毛利

公司是中国 LNG 运输业务的引领者，也是世界 LNG 运输市场的重要参与者。公司通过全资所有的上海中远海运液化天然气投资有限公司（上海 LNG）以及持股 51% 的中国液化天然气运输（控股）有限公司（英文缩写“CLNG”）两大平台参与投资国际 LNG 运输项目。

截至目前，公司共参与投资 62 艘 LNG 船舶，均为项目船，即与特定 LNG 项目绑定，同时与项目方签署长期期租合同，取得稳定的船舶租金和投资收益，因此公司 LNG 项目一直保持较为稳定的收益和较高的毛利率。其中，已投入运营的 LNG 船舶 42 艘，702 万立方米；在建 LNG 船舶 20 艘，348 万立方米，将于 2023-2026 年陆续交付。丰富的订单有助于进一步扩大公司 LNG 船队规模 and 市场份额，增强盈利能力以及抗周期能力，符合公司发展 LNG 运输业务的战略要求。

图表61：公司加快建设 LNG 船队（截至 1Q2023）

项目名称	已运营 (艘)	已运营 (万立方米)	订单艘数	交船时间	订单 (万立方米)	股比情况
美孚项目	4	69				上海 LNG 21%-27%
APLNG 项目	6	104				上海 LNG41%
YAMAL 冰区船项目	3	52				上海 LNG50%
YAMAL 常规船项目	4	70				上海 LNG50%
中石油国事项目	3	35	3	2023-2025	52	中远海能 70.71% (含上海 LNG60%)
北极二号 LNG 项目			3	2024-2025	52	上海 LNG50%
中化石油 LNG 运输项目			2	2025-2026	35	上海 LNG100%
中国进口 LNG 项目	6	88				CLNG54%-65%
QC 项目	4	70				CLNG20%
YamaIDSC 项目	5	86				CLNG25.5%
YamaITC 项目	6	103				CLNG50%
深圳燃气项目	1	8				CLNG49%
卡塔尔能源公司 LNG 运输项目			12	2025-2026	209	CLNG25%
总计	42	702	20		348	

来源：公司公告，国金证券研究所

LNG 业务收入相对稳定, 毛利率小幅回落。近年来公司 LNG 业务营收稳定在 12 亿元以上, 毛利率在 50% 左右。截至 2022 年末, 公司 LNG 运输板块贡献归母净利润 6.67 亿元, 同比增加 0.05%。预计伴随着 LNG 的持续投放, 净利润贡献将增加。

图表62: 公司 LNG 业务营收较为平稳

图表63: 船员薪酬增长使公司 LNG 业务毛利率有所下滑



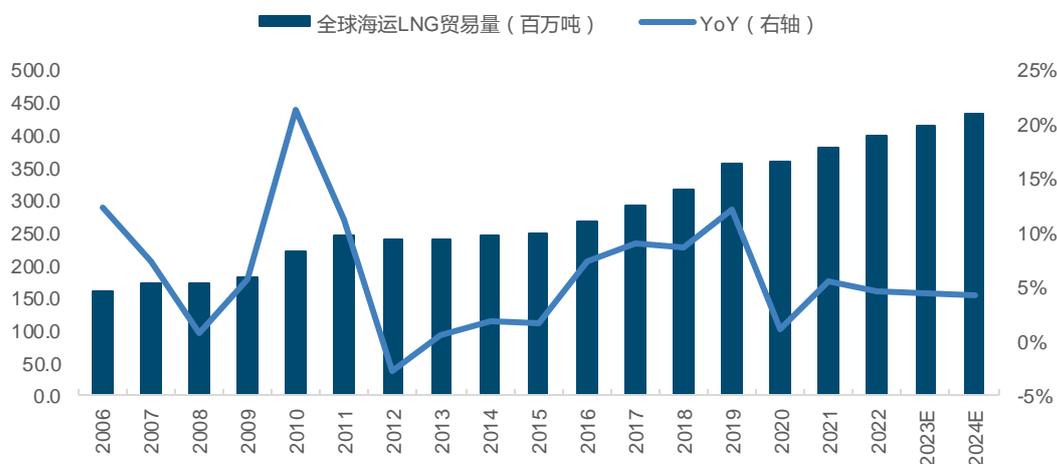
来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

需求增长稳定, 运力投放确定, LNG 业务将保持增长。根据 BP, 2021 年亚太地区占全球天然气进口量的比例为 72%, 其中中国占全球的 21%。2022 年全球 LNG 海运贸易量约 4 亿吨, 较 2021 年增长约 5%, 预计 2022-2025 年的 CAGR 增速为 5%, 将维持稳步增长。公司的 LNG 船舶与特定项目绑定长期租约, 给公司带来稳定的收益。随着更多项目加速落地, 公司 LNG 运输船队规模将在未来几年保持增长态势, 公司收入及利润也将保持增长。

图表64: 全球海运 LNG 贸易量将持续增长



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 247 亿元、272 亿元、289 亿元, 同比分别+32%、+10%、+6%。

其中, 预计 2023-2025 年外贸油运业务收入同比分别+51%, +12%, +5%, 基于的假设为: 考虑行业供需基本面优化, 2023 年下半年运价将显著提升。公司外贸油运船队规模稳定, 中性假设下, 预计 2023 年公司 VLCC 年均 TCE 运价为 5.5 万美元/天, 盈亏平衡点为 2.8 万美元/天, 预计 2024-2025 年 VLCC 运价分别为 7 万美元/天、7.35 万美元/天。

预计 2023-2025 年内贸油运业务收入同比分别-2%, +5%, +5%, 2023 年依据 Q1 趋势, 2024-2025 年延续往年增速。结合 2023 年 Q1 表现及 LNG 船投产节奏, 预计 2023-2025 年 LNG 运输业务收入同比分别+22%、+11%、+23%。

图表65: 公司营业收入及预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,699	18,658	24,685	27,201	28,890
YoY	-22%	47%	32%	10%	6%
外贸油运合计	5,768	11,395	17,223	19,275	20,239
YoY	-40%	98%	51%	12%	5%
内贸油运	5,689	5,914	5,818	6,109	6,415
YoY	5%	4%	-2%	5%	5%
LNG 运输	1,231	1,319	1,613	1,784	2,202
YoY	-3%	7%	22%	11%	23%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

预计 2023-2025 年营业成本分别为 149 亿元、156 亿元、166 亿元, 同比分别-2%、+5%、+6%, 其中预计燃料费成本分别为 47.4 亿元、48.3 亿元、50.7 亿元, 变动趋势参中国原油海运进口量及 EIA 油价预测。预计 2023-2025 年公司毛利率分别 40%、43%、43%。

图表66: 公司营业成本及毛利率预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业成本	11,770	15,196	14,906	15,605	16,574
主营业务成本	11,769	15,166	14,874	15,572	16,539
燃料费	3,218	5,573	4,737	4,832	5,074
港口费	792	954	1,002	1,052	1,104
船员费	2,106	2,690	2,847	3,012	3,211
润物料	279	325	358	393	433
折旧费	2,768	2,744	2,764	2,799	2,885
保险费	177	188	207	228	251
修理费	433	497	547	602	662
船舶租费	1,577	1,605	1,766	1,943	2,137
其它	418	588	647	712	783
其他业务成本	1	30	31	33	34
油品运输成本	11,189	14,503	14,143	14,752	15,551
LNG 运输成本	580	663	731	820	988
毛利率	7%	19%	40%	43%	43%
油品运输毛利率	2%	16%	39%	42%	42%
LNG 运输毛利率	53%	50%	55%	54%	55%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

费用率预测: 预计 2023-2025 年公司销售费用率均为 0.3%, 管理费用率均为 5%, 研发费用率均为 0.1%。预计 2023-2025 年公司净利率为 24.8%、27.6%、28.3%, 对应归母净利润分别为 61 亿元、75 亿元、82 亿元。

图表67: 公司重要费用率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

目前给公司的 PB (LF) 在 1.6x 左右，历史平均 PB 倍数为 2x。公司内贸与 LNG 业务贡献稳定利润，外贸油运业绩具备较大弹性空间，考虑行业供需基本面不断优化，预计油运景气周期将来临。对标历史平均 PB 估值 2x，给予公司 2023 年 2 倍 PB，对应目标价为 14.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表68：中远海能历史 PB 为 2x



来源：Wind，国金证券研究所

图表69：可比公司估值比较（市净率法）

代码	简称	股价(元)	每股净资产(元)					PB				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
601872.SH	招商轮船	6.01	3.26	4.07	4.73	5.57	6.44	1.2	1.4	1.3	1.1	0.9
601975.SH	招商南油	3.03	1.19	1.52	2.00	2.58	3.06	1.7	2.6	1.5	1.2	1.0
平均值								1.5	2.0	1.4	1.1	1.0
600026.SH	中远海能	11.43	6.00	6.62	7.38	8.33	9.36	1.0	1.8	1.5	1.4	1.2

来源：Wind，国金证券研究所 注：股价日为 2023 年 6 月 2 日。2021-2022 年 PB 依据当年年末收盘价计算，2023 年及以后按最新收盘价计算。

五、风险提示

运费价格波动风险。运价受市场供求关系影响，若需求下降或供给增加，油运市场景气下行，运价上涨不及预期可能影响公司部分业务或航线的效益，进而使公司营收不及预期。

宏观经济波动风险。公司所从事的油品、液化天然气等大宗资源品的航运受宏观经济波动影响较大。此外，地缘政治、自然灾害、意外事件等都有可能使航运业产生波动。若不能有效应对，或将影响公司业务经营规模。

燃油价格波动风险。公司的主营业务成本主要包括燃油费、港口费、折旧费和船员费用等，其中燃油费占比最大。因此，未来燃油价格的波动将对公司的主营业务成本和盈利水平产生较大影响。

人民币汇率波动风险。公司境外销售主要采用美元结算，若未来人民币兑美元汇率发生较大波动，则会对公司业绩产生影响。

环保政策风险。2023 年 1 月 1 日起 EEXI 和 CII 环保公约正式开始生效，对于船舶的排放管理要求较高，可能会使公司成本增加或影响有效运力。

限售股解禁风险。公司于 2023 年 3 月 20 日有 6.02 亿股限售股份解禁上市，为公司定向增发机构配售股份，占公司总股本 12.61%，该解禁事项可能对公司股价表现产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	16,385	12,699	18,658	24,685	27,201	28,890
增长率		-22.5%	46.9%	32.3%	10.2%	6.2%
主营业务成本	-11,628	-11,770	-15,196	-14,906	-15,605	-16,574
%销售收入	71.0%	92.7%	81.4%	60.4%	57.4%	57.4%
毛利	4,757	929	3,462	9,779	11,596	12,316
%销售收入	29.0%	7.3%	18.6%	39.6%	42.6%	42.6%
营业税金及附加	-54	-55	-73	-96	-106	-112
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-56	-50	-57	-76	-83	-89
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-794	-888	-924	-1,222	-1,347	-1,430
%销售收入	4.8%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-18	-17	-24	-32	-35	-37
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	3,836	-82	2,384	8,354	10,025	10,648
%销售收入	23.4%	n.a	12.8%	33.8%	36.9%	36.9%
财务费用	-1,062	-811	-908	-1,028	-930	-842
%销售收入	6.5%	6.4%	4.9%	4.2%	3.4%	2.9%
资产减值损失	-835	-4,928	-4	-29	1	1
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	0
投资收益	915	988	1,063	1,113	1,231	1,520
%税前利润	31.6%	-21.9%	38.7%	12.9%	11.7%	13.2%
营业利润	2,888	-4,482	2,758	8,610	10,537	11,547
营业利润率	17.6%	n.a	14.8%	34.9%	38.7%	40.0%
营业外收支	7	-35	-9	0	0	0
税前利润	2,895	-4,517	2,749	8,610	10,537	11,547
利润率	17.7%	n.a	14.7%	34.9%	38.7%	40.0%
所得税	-273	-140	-964	-2,153	-2,634	-2,887
所得税率	9.4%	n.a	35.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,623	-4,657	1,785	6,458	7,902	8,660
少数股东损益	250	318	327	348	385	475
归属于母公司的净利润	2,373	-4,975	1,457	6,110	7,517	8,185
净利率	14.5%	n.a	7.8%	24.8%	27.6%	28.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,623	-4,657	1,785	6,458	7,902	8,660
少数股东损益	250	318	327	348	385	475
非现金支出	3,840	7,759	2,815	2,851	3,009	3,202
非经营收益	323	-190	439	120	-233	-586
营运资金变动	285	483	-828	713	-273	-164
经营活动现金净流	7,070	3,395	4,211	10,143	10,406	11,112
资本开支	-5,210	-2,834	-4,088	-2,940	-3,990	-3,229
投资	-292	-529	-1,730	-1,000	-1,100	-1,210
其他	597	721	627	1,113	1,231	1,520
投资活动现金净流	-4,905	-2,642	-5,191	-2,827	-3,859	-2,919
股权募资	5,175	74	179	0	0	0
债权募资	-4,074	235	2,782	-3,293	-1,999	-1,014
其他	-2,144	-2,393	-1,443	-3,551	-4,006	-4,208
筹资活动现金净流	-1,043	-2,084	1,518	-6,844	-6,005	-5,222
现金净流量	950	-1,347	716	472	542	2,971

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,871	3,525	4,240	4,396	4,715	7,527
应收款项	825	635	845	1,764	1,757	1,668
存货	859	1,013	1,278	1,401	1,362	1,335
其他流动资产	1,324	1,313	2,020	1,929	2,106	2,236
流动资产	7,879	6,486	8,383	9,489	9,939	12,767
%总资产	11.9%	10.9%	12.3%	13.5%	13.6%	16.6%
长期投资	7,776	8,587	11,453	12,453	13,553	14,763
固定资产	48,483	43,270	47,153	47,328	48,259	48,240
%总资产	73.5%	72.9%	69.1%	67.1%	66.1%	62.6%
无形资产	131	122	131	223	311	392
非流动资产	58,080	52,903	59,867	61,003	63,083	64,320
%总资产	88.1%	89.1%	87.7%	86.5%	86.4%	83.4%
资产总计	65,960	59,389	68,250	70,493	73,022	77,086
短期借款	7,052	10,555	7,437	5,089	3,090	2,076
应付款项	2,314	2,195	2,378	4,018	3,781	3,561
其他流动负债	526	588	775	848	942	1,012
流动负债	9,893	13,338	10,591	9,955	7,813	6,649
长期贷款	13,809	12,667	20,747	20,747	20,747	20,747
其他长期负债	6,656	3,462	3,342	2,221	1,997	1,839
负债	30,358	29,467	34,680	32,922	30,557	29,235
普通股股东权益	34,622	28,591	31,570	35,222	39,733	44,643
其中：股本	4,763	4,763	4,771	4,771	4,771	4,771
未分配利润	15,555	9,620	11,077	14,743	19,253	24,164
少数股东权益	981	1,331	2,000	2,348	2,733	3,209
负债股东权益合计	65,960	59,389	68,250	70,493	73,022	77,086

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.498	-1.045	0.305	1.281	1.576	1.716
每股净资产	7.269	6.003	6.617	7.383	8.328	9.358
每股经营现金净流	1.484	0.713	0.883	2.126	2.181	2.329
每股股利	0.200	0.000	0.150	0.512	0.630	0.686
回报率						
净资产收益率	6.85%	-17.40%	4.62%	17.35%	18.92%	18.33%
总资产收益率	3.60%	-8.38%	2.14%	8.67%	10.29%	10.62%
投入资本收益率	5.85%	-0.16%	2.46%	9.69%	11.13%	11.10%
增长率						
主营业务收入增长率	18.05%	-22.50%	46.93%	32.30%	10.19%	6.21%
EBIT增长率	129.93%	-102.13%	-3015.11%	250.34%	20.00%	6.21%
净利润增长率	449.69%	-309.71%	-129.29%	319.24%	23.04%	8.88%
总资产增长率	0.18%	-9.96%	14.92%	3.29%	3.59%	5.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.7	14.7	8.9	20.0	17.5	15.0
存货周转天数	25.6	29.0	27.5	35.0	32.5	30.0
应付账款周转天数	50.6	51.3	42.7	85.0	75.0	65.0
固定资产周转天数	1,052.4	1,212.6	895.6	675.1	621.1	580.8
偿债能力						
净负债/股东权益	51.92%	65.83%	71.33%	57.06%	45.03%	31.96%
EBIT利息保障倍数	3.6	-0.1	2.6	8.1	10.8	12.6
资产负债率	46.02%	49.62%	50.81%	46.70%	41.85%	37.92%

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806