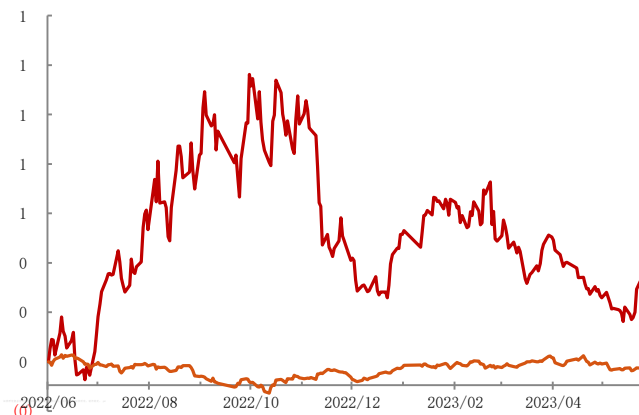


中远海能（600026.SH）： 全球领先的能源运输龙头

— 中远海能 — 上证指数



评级：

评级： 增持

上次评级： 首次覆盖

最新收盘价： 13.44

股票代码： 600026.SH

52 周最高价/最低价： 21.04/8.58

总市值(亿) 641.1

自由流通市值(亿) 467.0

自由流通股数(亿) 47.7

分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告核心结论

- **全球领先的能源运输龙头：**公司主要经营油轮和LNG船运输，深耕能源运输板块。公司控制和运营的油轮共计151艘，无论以船队数量还是船队吨位，均位列全球第一。此外，公司参与投资经营及建造的LNG船队共62艘，中国LNG运输业务的引领者。公司外贸油轮业务顺应航运周期，贡献公司利润弹性；内贸油轮及LNG船业务则贡献公司稳定收入。
- **外贸原油轮市场的新一轮景气周期：**2023-2025年VLCC运输市场需求端受到四方面因素支撑：①中国石油需求健康增长；②贸易重构背景下非常规航线VLCC需求增加；③美洲贡献主要石油产量增量，运输需求从短运距的中东地区向长运距的美洲市场转移；④潜在补库支撑长期贸易需求。供给端受新船下单困难、新增运力减少、老船退出压力增加等因素限制。假设2023/2024/2025年运价中枢6.5/7/8万美元/天，预计外贸原油轮业务毛利将分别为62/67/74亿元。
- **外贸成品油市场运价中枢显著上移：**外贸成品油轮市场经历了去年的俄乌冲突以及今年的贸易重构后，MR成品油轮运价中枢从以往的1万美元/天上下水平，显著提高至3万美元/天水平附近。在中长期炼厂东移背景下，东油西运同时提振运输吨需求和运距。假设2023/2024/2025年MR运价中枢4.0/4.5/5.0万美元/天，预计外贸成品油轮业务毛利将分别为11/12/13亿元。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计中远海能2023-2025年营收为230.39亿元、243.45亿元和256.92亿元，归母净利润为65.03亿元、73.06亿元和81.77亿元；EPS分为1.36元、1.53元和1.71元，对应2023年6月16日收盘价13.44元PE分别为9.86倍、8.78倍和7.84倍。考虑到公司外贸油轮景气周期开启，内贸和LNG船贡献稳定收入，公司业绩有望持续增长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**中国经济复苏不及预期、海外经济衰退、新船订单超预期、船舶提速超预期、油价大幅上涨、极端天气及地缘政治事件。

目录

contents

- 01 公司介绍：全球领先的能源运输龙头
- 02 外贸油轮市场：开启新一轮景气周期
- 03 外贸成品油轮市场：运价中枢显著上移
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示



01 公司介绍：全球领先的能源运输龙头

1.1 公司船队：打造全球最大的油轮船东

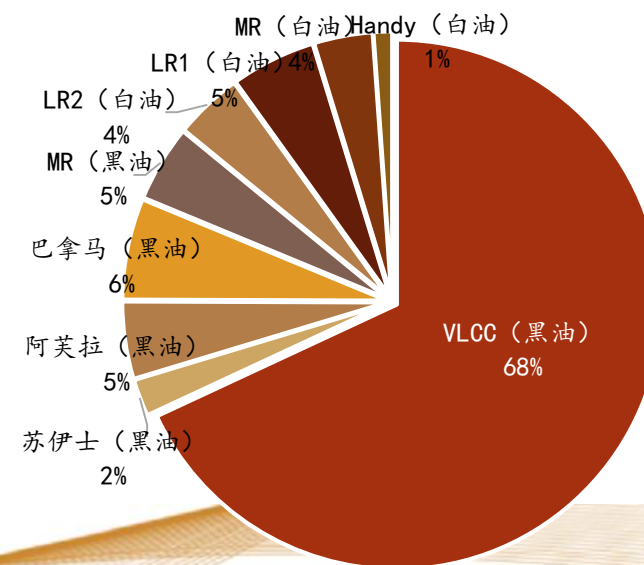
- 中远海能，包括其子公司，共拥有油轮船舶151艘。其中从事黑油运输的船舶99艘（原油以及燃料油等），白油运输船舶52艘；其中外贸运力占比以载重吨计约85%，内贸运力约占15%。
- 公司船队不仅规模领先，同时船型齐全。其油轮船队形成了以VLCC为核心（占比68%），其他船型为辅（占比1%-6%不等）的格局。公司控制和拥有的VLCC油轮47艘，节能型船舶25艘，今年1季度新增1艘安装脱硫装置的船舶；此外公司还租入5艘VLCC。

图表：中远海能油轮船队构成

中远海能油轮船队	数量	万载重吨	平均船龄	环保型船舶	内贸	外贸
黑油 (Dirty Product) 运输	99	1818	11.7	52%	13%	87%
VLCC	47	1441	9.7	54%	-	100%
苏伊士	3	48	2.4	100%	-	100%
阿芙拉	9	100	11.6	67%	33%	67%
巴拿马	18	131	13.5	20%	95%	5%
MR	22	99	15.9	21%	82%	18%
白油 (Clean Product) 运输	52	297	10.7	56%	23%	77%
LR2	8	88	7.1	100%	-	100%
LR1	15	110	10.4	39%	12%	88%
MR	16	76	10.7	45%	43%	57%
Handy	13	24	13.4	-	100%	-

资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

图表：中远海能油轮船队构成

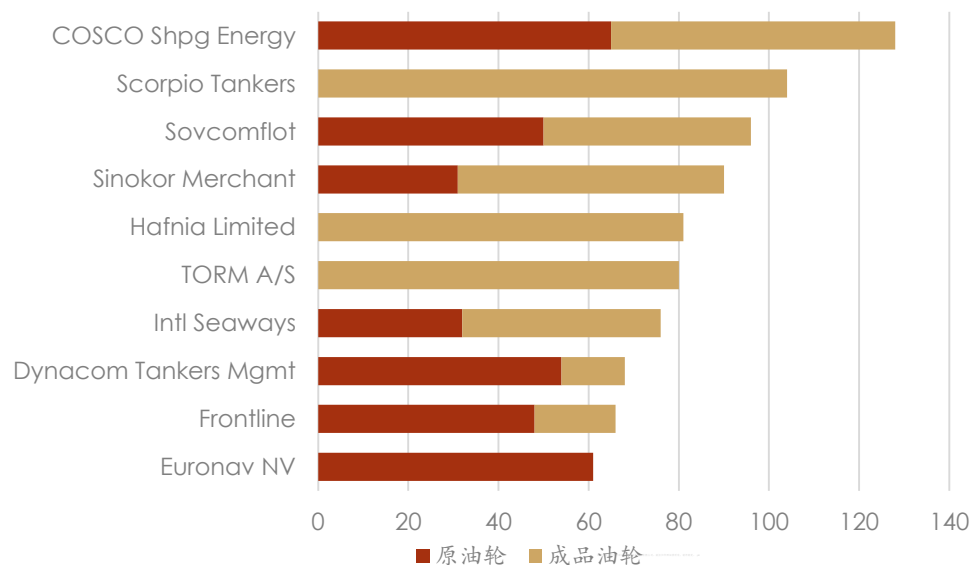


资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

1.1 公司船队：打造全球最大的油轮船东

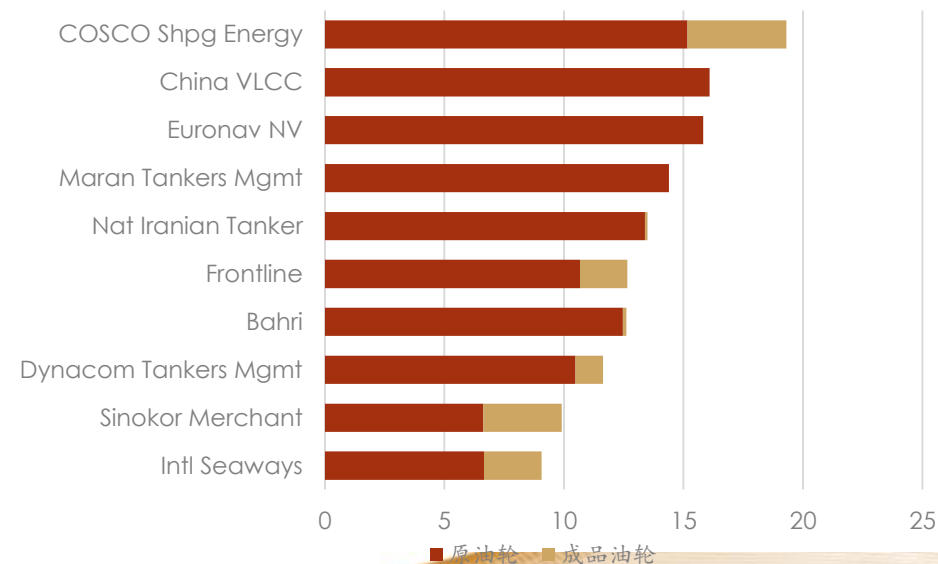
- 以数量计，为全球最大的油轮船东。据克拉克森数据显示，中远海能（未包含其子公司船队）全球船队数量128艘，原油和成品油轮数量相当，综合实力遥遥领先于其他油轮船东公司，稳居全球第一。
- 以载重吨计，亦为全球最大的油轮船东。中远海能（未包含其子公司船队）油轮船队合计1930万载重吨，位居全球第一。

图表：全球前十大油轮船东的船队数量（艘）



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：全球前十大油轮船东的船队吨位（百万载重吨）

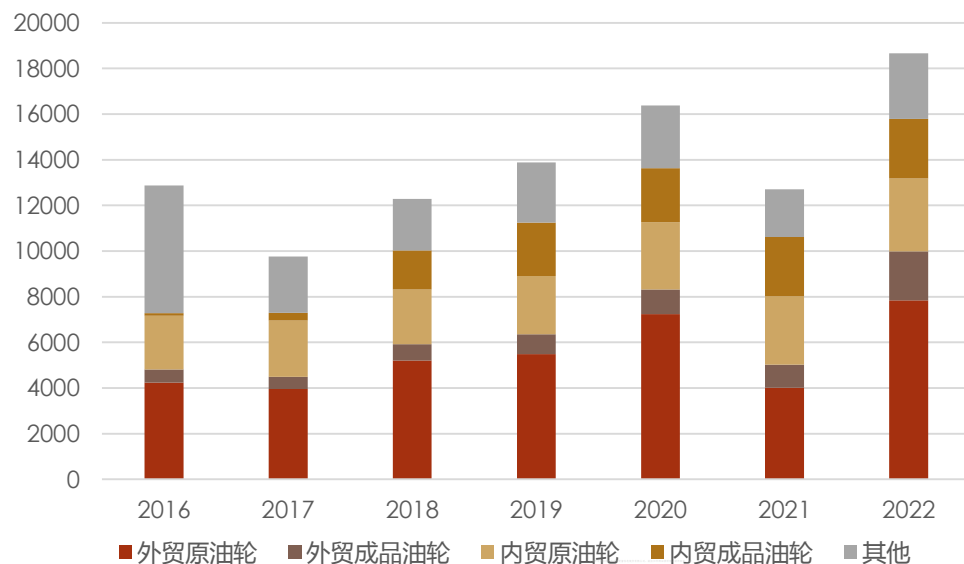


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

1.2 公司船队：油轮业务兼具弹性与稳性

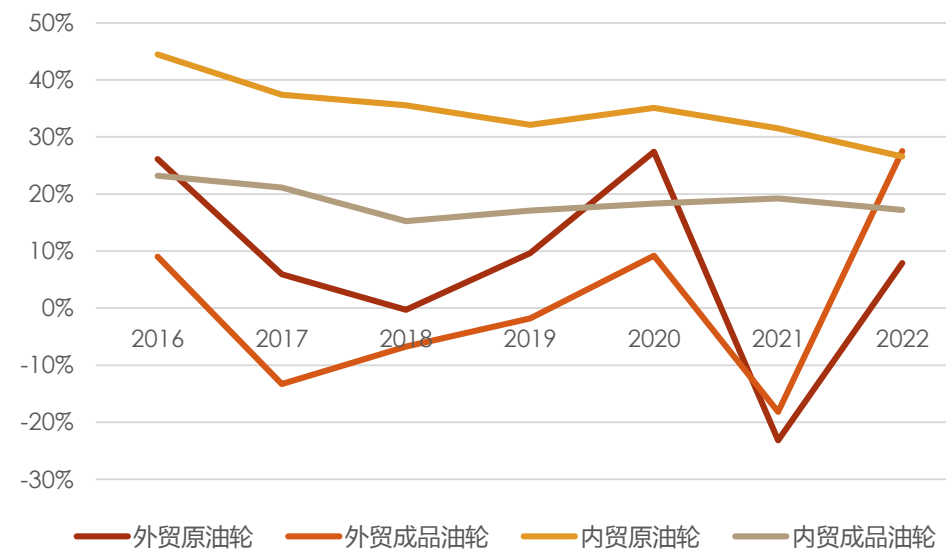
- 从油轮业务类型看，主要包含外贸业务、内贸业务以及小部分船舶租赁业务。
- **外贸业务提供利润弹性。**外贸油轮业务顺航运周期波动，例如2015及2020年，原油轮TCE超过4万美元/天水平，公司外贸油轮船队的毛利贡献率分别为59%和44%，2021年市场TCE跌为负值，外贸业务毛利亦跌为负值。
- **内贸业务提供利润稳性。**自公司2019年以来，内贸业务（内贸原油油轮以及内贸成品油轮）稳定贡献50-60亿元营收，12-15亿元的毛利。

图表：中远海能历年营收，按业务划分（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图表：中远海能历年毛利率，按业务划分（百万元）

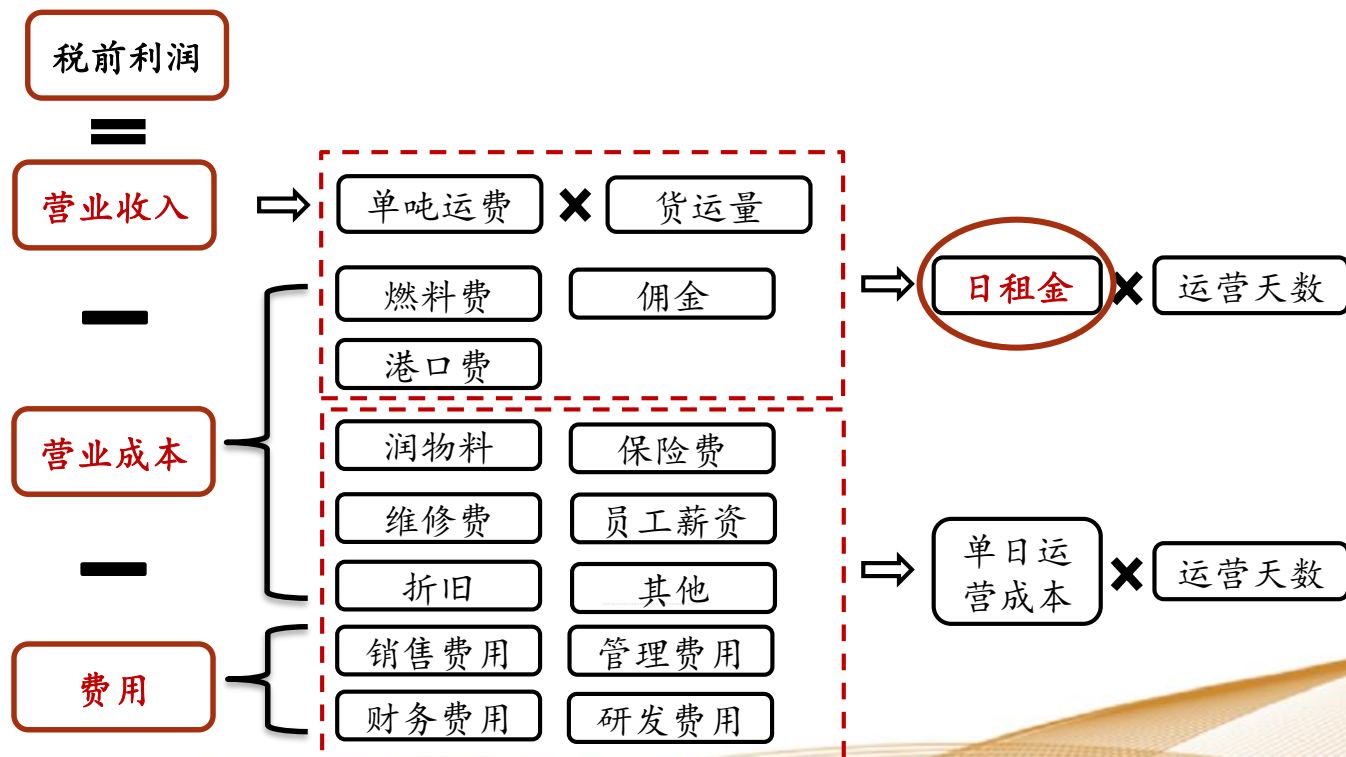


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3 外贸油轮业务：波动大，弹性大

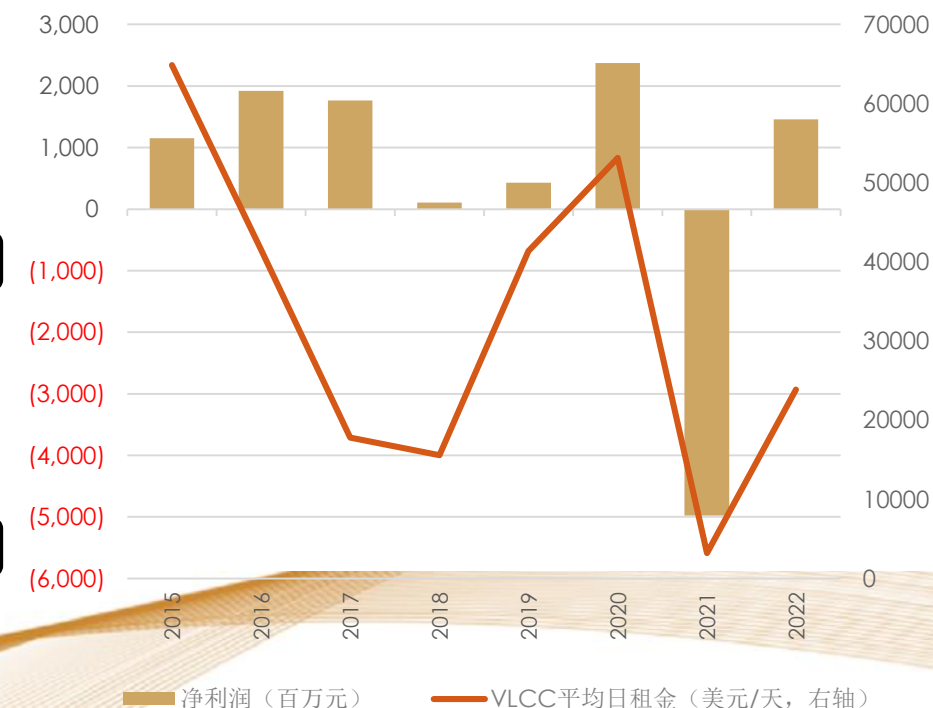
- 外贸油轮船队的利润随市场日租金波动而波动。从公司税前利润的计算出发，公司税前利润=（日租金-单日运营成本）*运营天数。由于单日运营成本相对稳定，公司利润随着日租金的波动而波动。
- 日租金超过单日运营成本后均为公司利润，因而顺周期时日租金上涨易带来超额利润。市场VLCC日租金每提高1万美元/天，单船每年将增加约2500万元的税前利润（假设全年运营350天，美元对人民币汇率6.7）。

图表：油轮船队的税前利润核算模式



资料来源：华西证券研究所

图表：VLCC日租金（美元/天） vs 中远海能净利润（百万元）

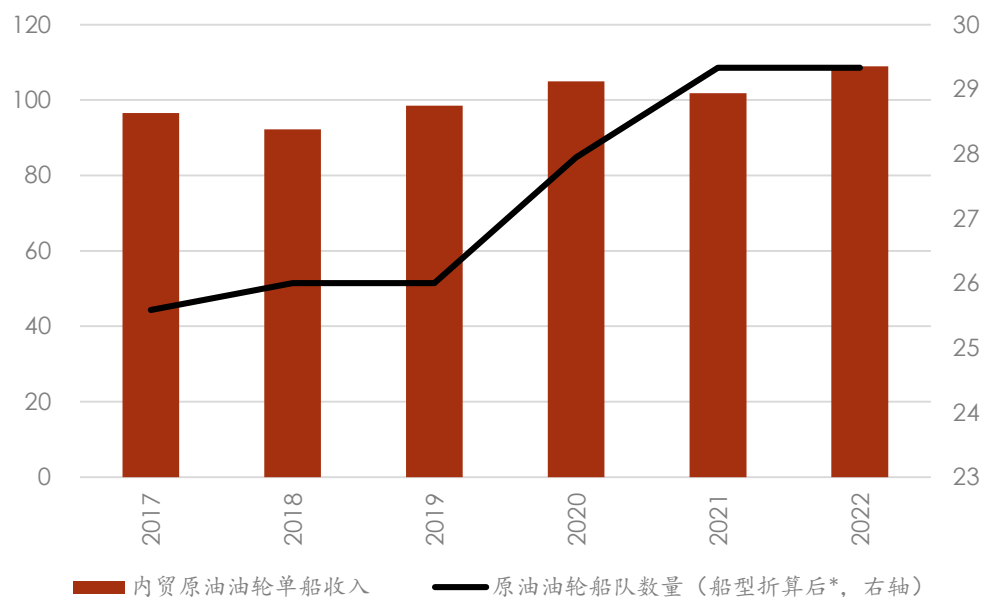


资料来源：Baltic Exchange, Wind, 华西证券研究所

1.4 内贸油轮业务：波动小，稳定性强

- 公司内贸业务在船队形成一定船队规模后，单船利润逐步趋于稳定。
- 内贸原油油轮的单船每年营收已稳定在1亿元左右，成品油轮的每年单船营收接近6000万元。

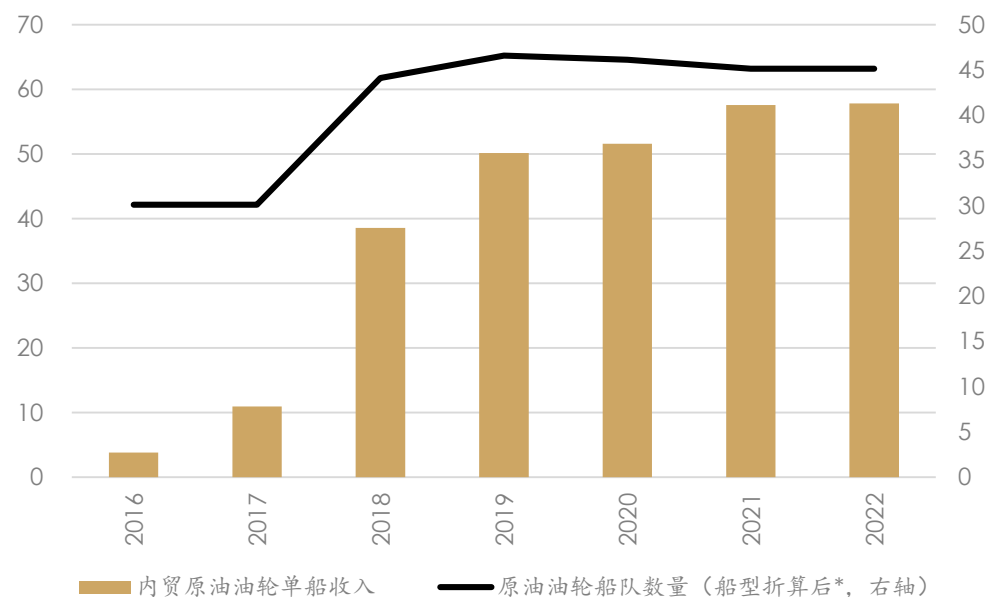
图表：内贸原油油轮船队（艘）及单船营收（百万元）



资料来源：公司公告， 华西证券研究所

注：船队数量为，以载重吨标准化为MR油轮船型后的数量，为避免船型大小不一带来的利润差异

图表：内贸成品油油轮船队（艘）及单船营收（百万元）



资料来源：公司公告， 华西证券研究所

注：船队数量为，以载重吨标准化为MR油轮船型后的数量，为避免船型大小不一带来的利润差异

1.5 LNG船队业务：顺应能源发展趋势，布局未来

- 中远海能，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。截止2023年4月底，公司共参与投资62艘LNG船，均为项目船，将为公司贡献稳定收益。其中已投入运营42艘，合计702万立方米；仍有20艘LNG船在建。

图表：中远海能LNG船队构成

中远海能LNG船队	数量（艘）	万立方米	在手订单（艘）	交船时间	股比情况
美孚项目	4	69			上海LNG 21%-27%
APLNG	6	104			上海LNG 41%
YAMAL冰区船项目	3	52			上海LNG 50%
YAMAL常规船项目	4	70			上海LNG 50%
中石油国事项目	3	52	3	2024-2025	中远海能 70.71%
北极LNG二号项目			3	2024-2025	上海LNG 50%
中化石油LNG运输项目			2	2025-2026	上海LNG 100%
中国进口项目	6	88			CLNG 54%-65%
QC项目	4	70			CLNG 20%
YAMAL DSC项目	5	86			CLNG 25.5%
YAMAL TC项目	6	103			CLNG 50%
深圳燃气项目	1	8			CLNG 49%
卡塔尔能源公司LNG运输项目			12	2025-2026	CLNG 25%
合计	42	702	20		

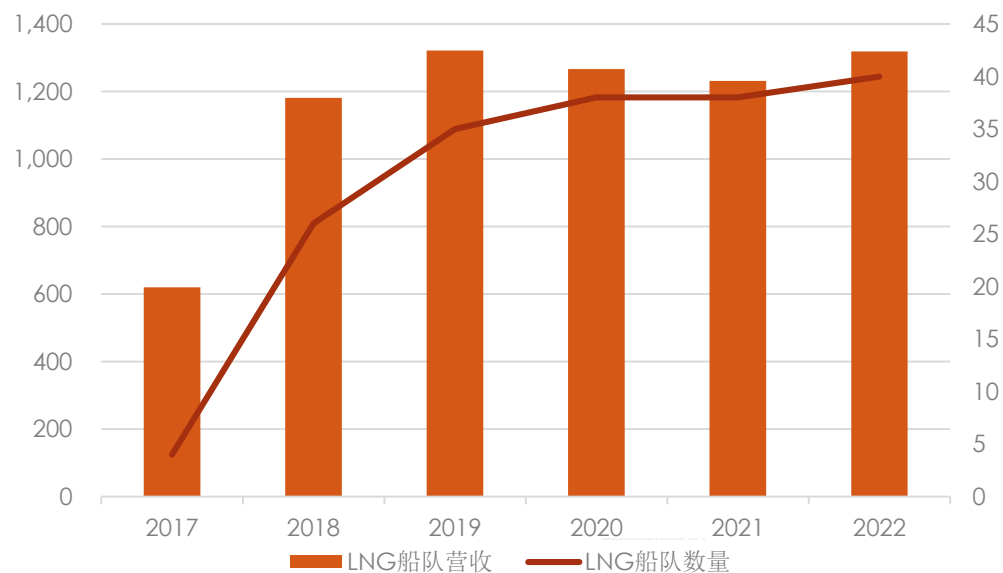
资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：上海LNG，为中远海能全资子公司；CLNG，中远海能持股50%；数据截止2023年4月末

1.5 LNG船队业务：步入稳定收获期

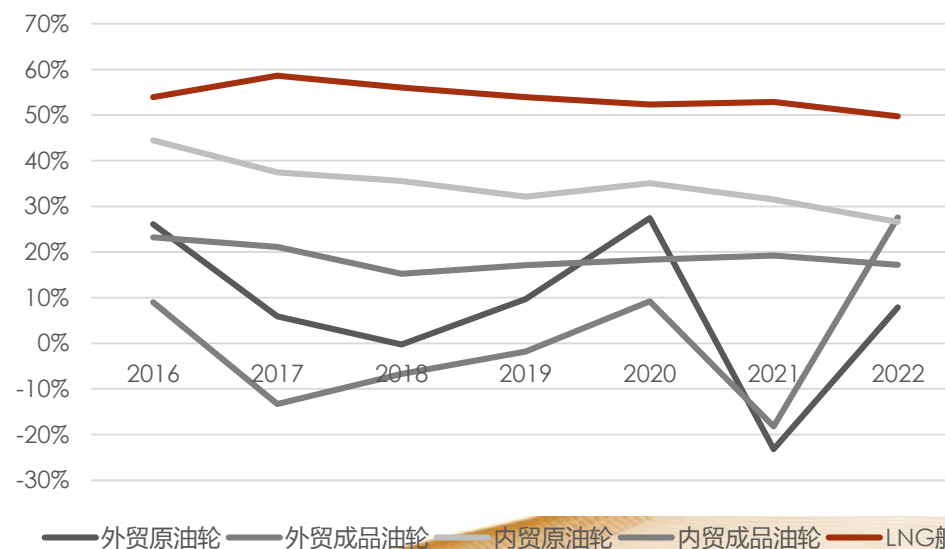
- 随着LNG船队逐步扩张，营业收入稳步增长。近3年，公司投资的LNG船在40艘左右，均为项目船，保证了收入的持续稳定。近些年公司LNG船业务营收稳定在12-14亿元左右，毛利率稳定在50%以上。公司投资在建的20艘LNG船中，其中8艘（中石油、中化以及北极LNG二号项目）的股比均超过50%，预计将推动LNG业务板块利润进一步提升。
- LNG船业务毛利率最高。从公司各项业务毛利率分布看，LNG船业务贡献的毛利率最高，且稳定在50%以上。

图表：LNG船营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图表：公司各业务毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

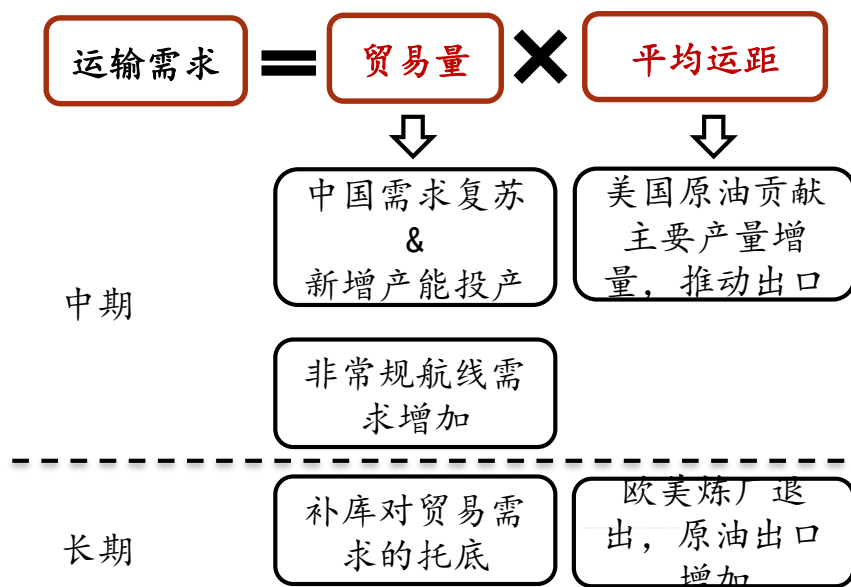


02 外贸原油油轮市场：开启新一轮景气周期

2.1 VLCC油轮市场研究框架

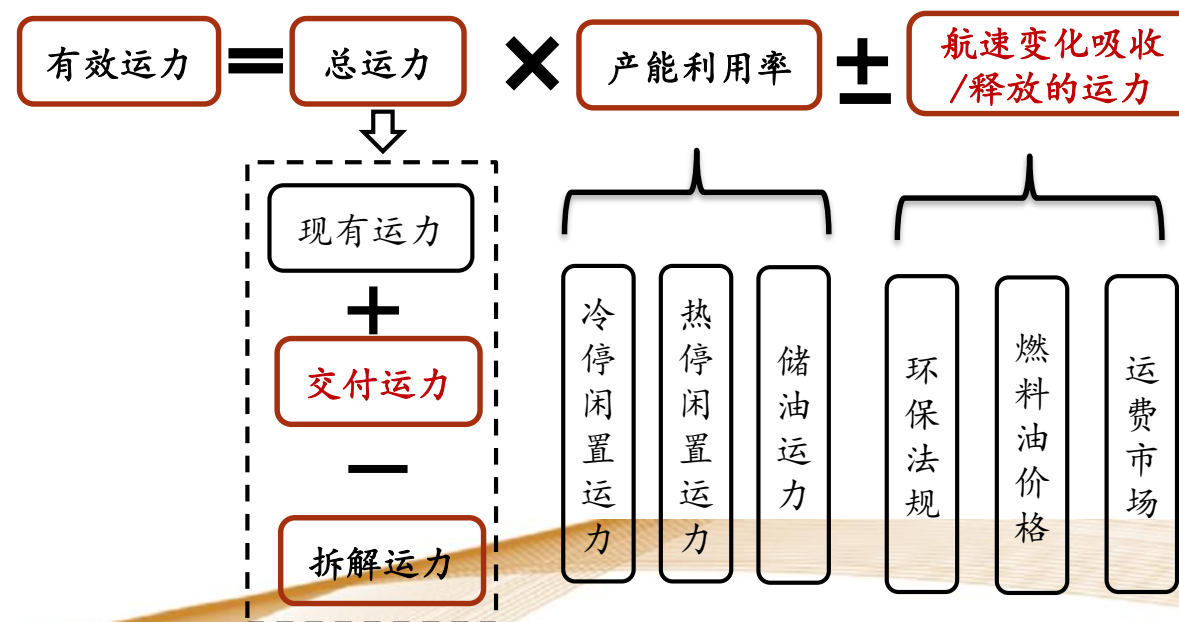
- 油轮日租金由供给端的船舶运力和需求端的吨海里贸易共同决定。
- 需求端：**油运市场的需求端取决于贸易量和平均运距。从贸易量看，VLCC市场重点关注中国进口需求以及非常规航线（欧洲进口航线）上VLCC的需求增量；从运距看，美洲、西非地区的原油出口对拉长VLCC运距有重要贡献。
- 供给端：**需关注市场有效运力的变化。考虑到拆船运力和产能利用率变化较小，今年供给端重点是交付运力和航速变化。未来2-3年的交付计划已相对确定，航速将成为影响有效运力变化的重要因素。

图表：油轮市场需求端研究框架



资料来源：华西证券研究所

图表：油轮船队供给端研究框架

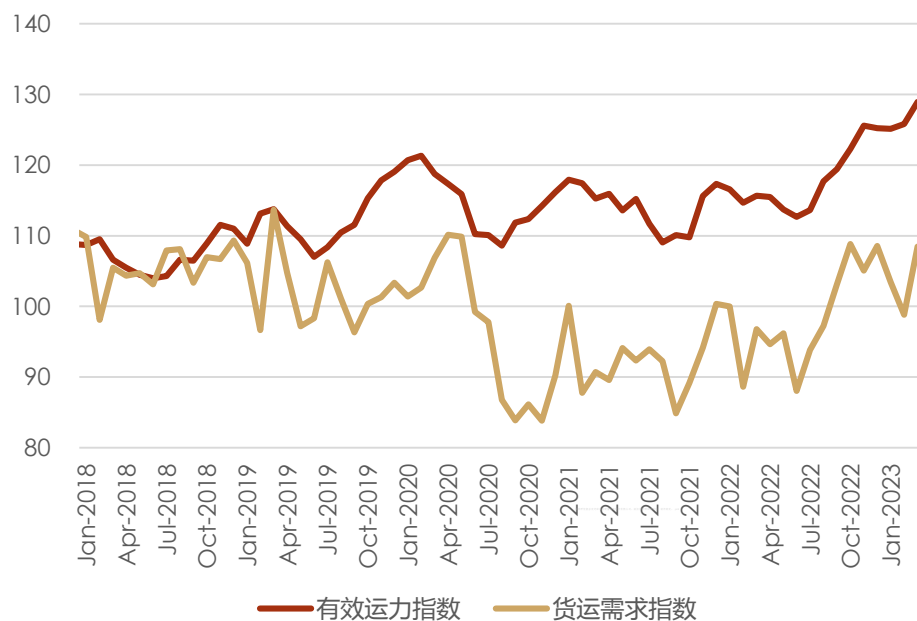


资料来源：华西证券研究所

2.1 VLCC油轮市场研究框架 - 船货供需与运价

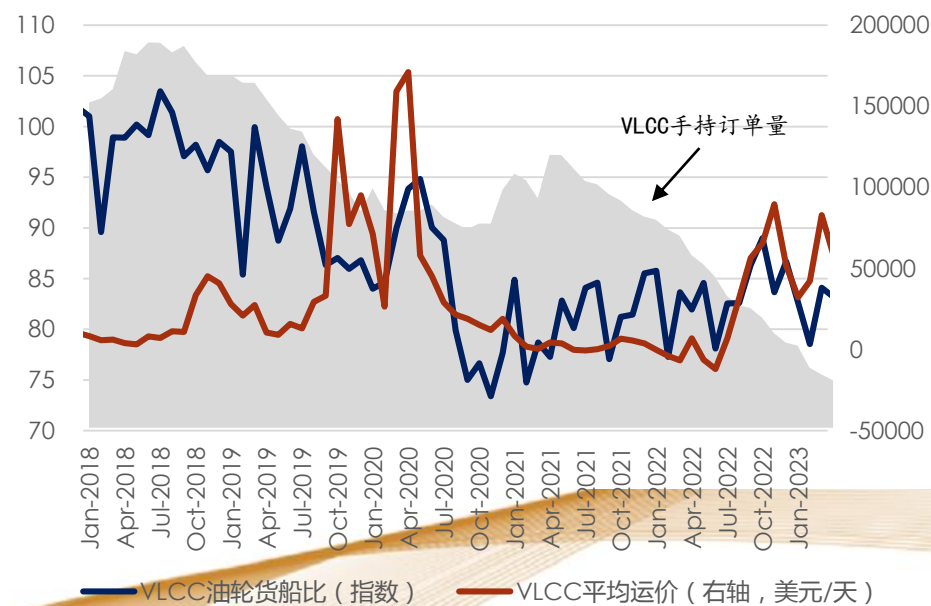
- 有效运力指数 = (全球船队-浮舱-闲置) * (1-航速变化*8%)，2016年1月=100；
- 货运需求指数 = VLCC吨海里运输量，2016年1月=100；
- 货船指标比 = 货运需求指数/有效运力指数*100。指数化的货运需求和有效运力体现油运市场的供需变化趋势，两者比值体现货运需求相对于有效运力的变化速度。货船指标比越高，市场船货平衡越偏紧，运价越高。此外，市场手持订单持续下滑，放大了船东方对供给端持续偏紧的情绪乘数效应，未来运价的弹性或超过货船比的变化幅度。

图表：VLCC油轮市场有效运力与货运需求指标



资料来源：Clarksons, Kpler, 华西证券研究所

图表：VLCC货船比 vs 运价

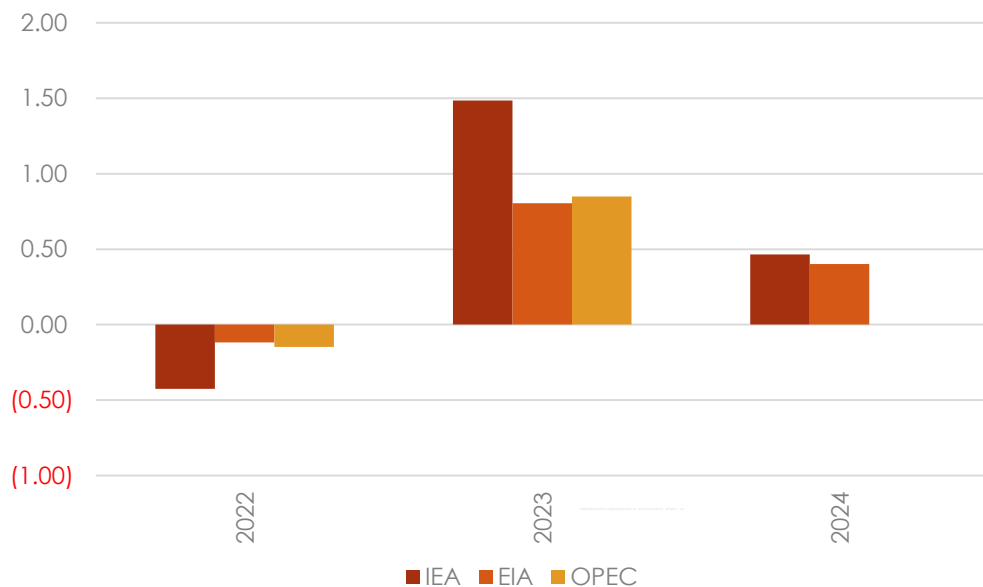


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.2 需求端：①中国需求健康增长

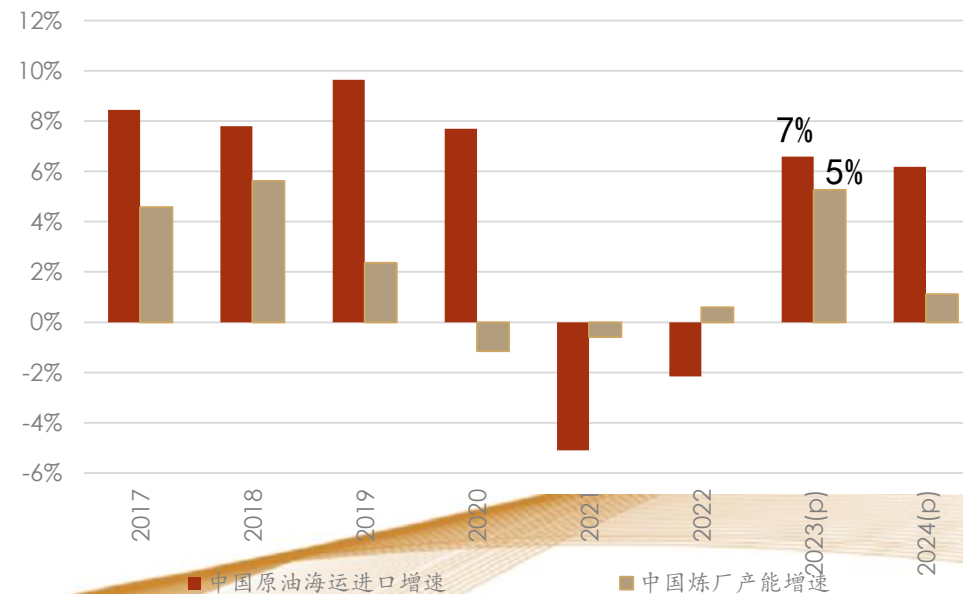
- 2023年中国石油消费增长80-150万桶日，增速5%-10%，2024年预计增长40-50万桶日。依据IEA、EIA和OPEC的预测，2023年中国石油需求较2022年有明显反弹，且是全球石油需求增量的主要助力（40%-60%）。2024年中国石油消费增速预计放缓，但仍有约40-50万桶日的增量。
- 产能扩张共同助力中国原油进口：今年炼厂产能预计增长5%（约2500万吨），进一步支撑中国原油进口需求的增长。据克拉克森预测，2023年中国原油海运进口预计增长7%，2024年预计增长6%。

图表：IEA、EIA以及OPEC对中国石油消费变化量预测（百万桶/天）



资料来源：IEA, EIA, OPEC, 华西证券研究所

图表：中国原油海运进口与炼厂产能增速

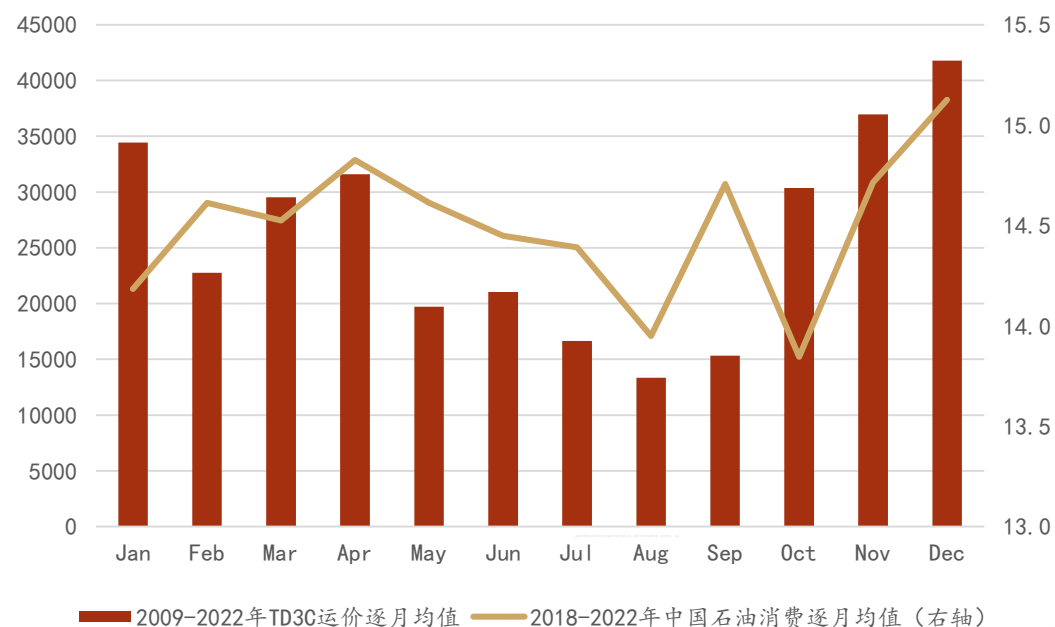


资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.2 需求端：运价季节性分析

- **VLCC运价具有鲜明的季节性趋势**，运价的季节性表现为每年10月-次年4月运价相对处于高位；5-9月处于相对低位。航速的季节性变化也验证了运价的季节性，航速往往于每年年底至下一年年初提速，释放运力达到峰值；每年年中降速，并吸收运力。
- **VLCC运价的季节性与中国石油消费季节性吻合**。依据EIA发布的中国石油消费月度数据，每年中国石油消费于4月开始下滑，8月降至最低（10月有国庆假期的干扰），于9月开始反弹，与运价节奏一致。

图表：运价及消费季节性趋势（美元/天，百万桶/天）



资料来源：Baltic Exchange, EIA, 华西证券研究所

图表：航速的运力影响及运价（百万载重吨；千美元/天）



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

2.2 需求端：运价季节性分析

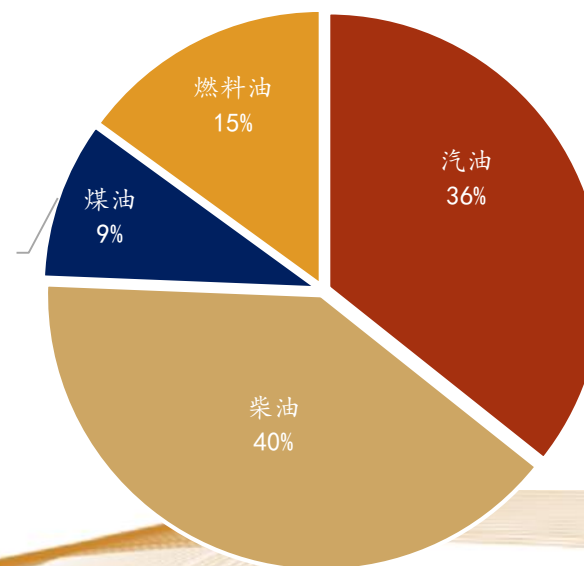
- 从石油消费结构看，中国石油消费与工业生产（柴油，占比40%）和出行（汽油和航煤，45%）密切相关。近些年，中国的柴油消费强于汽油消费（柴油商业去库斜率大于汽油去库斜率），7-8月高温天气导致柴油需求下滑的边际影响大于出行，导致7-8月石油需求走弱。
- 今年7-8月未必出现运价低谷。今年的石油消费格局有所变化，汽油消费强劲，而柴油消费相对疲软。7-8月暑期出行高峰&9月亚运会的推动下，7-8月石油需求或出现逆季节性好转，从而改变油轮运价的季节性趋势。

图表：中国汽油及柴油商业库存（万吨）



资料来源：彭博，华西证券研究所

图表：中国成品油消费结构（2020年数据）

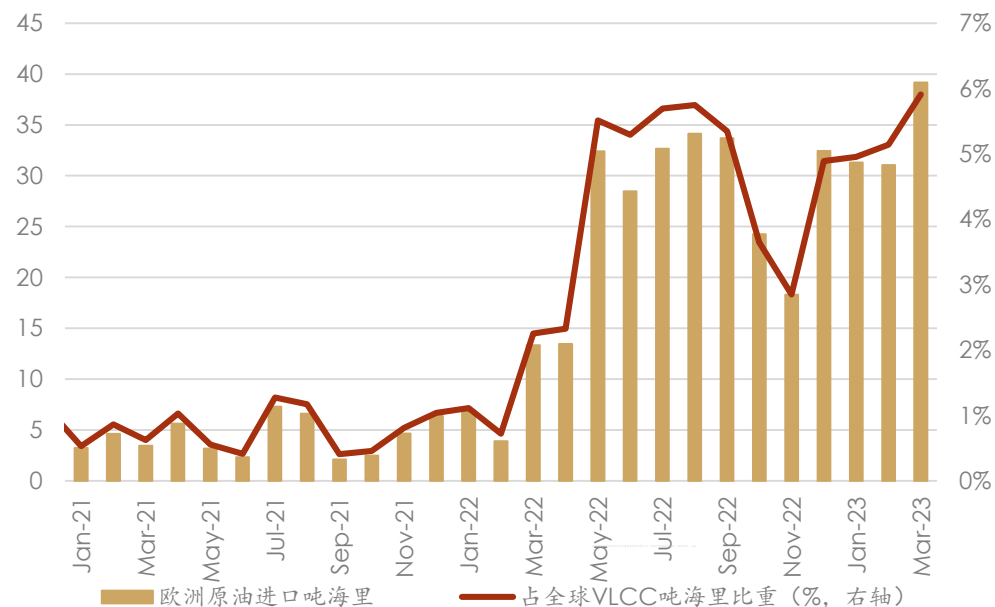


资料来源：中国国家统计局，华西证券研究所

2.2 需求端：②贸易重构重塑全球VLCC部署

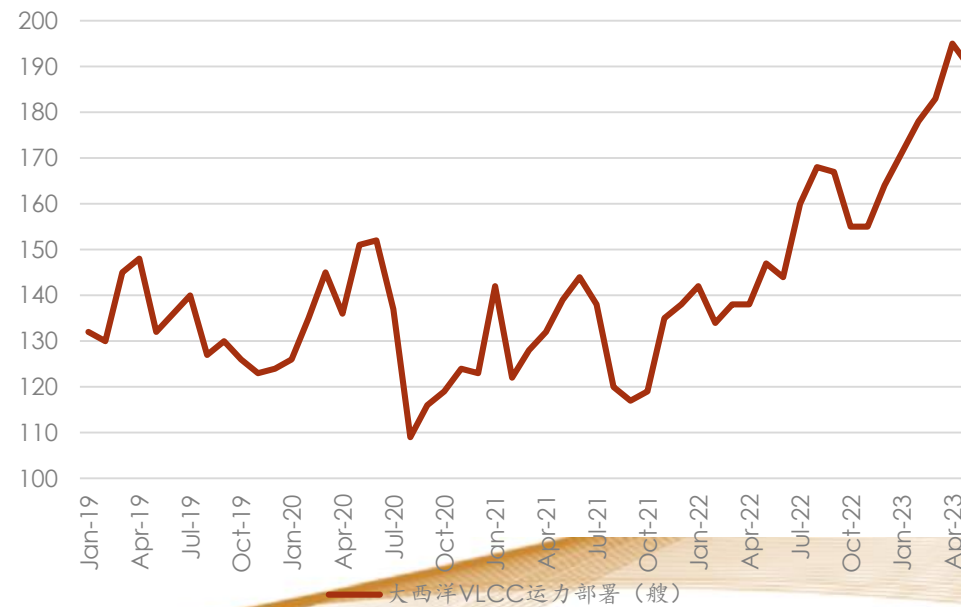
- 非常规航线的VLCC需求提升，以欧洲进口最为明显。2022年俄-欧原油贸易中断，欧洲加大从其他地区采购原油，VLCC需求显著增加，在VLCC总需求中占比从2022年年初的1%左右提升至2023年3月的6%。2022年以欧洲进口为主的VLCC非常规航线上VLCC吨海里需求增长了288%，贡献了约3794亿吨海里的VLCC需求增量。
- 欧洲贸易对VLCC的需求持续吸引船舶向大西洋转移，可间接改善太平洋市场的船货平衡。去年下半年以来，大西洋市场VLCC运力较之前的130艘左右，平均增加了约40艘，峰值增加了近60艘。

图表：欧洲原油进口VLCC吨海里及占比（十亿吨海里）



资料来源：Kpler，华西证券研究所

图表：大西洋VLCC运力部署（艘）

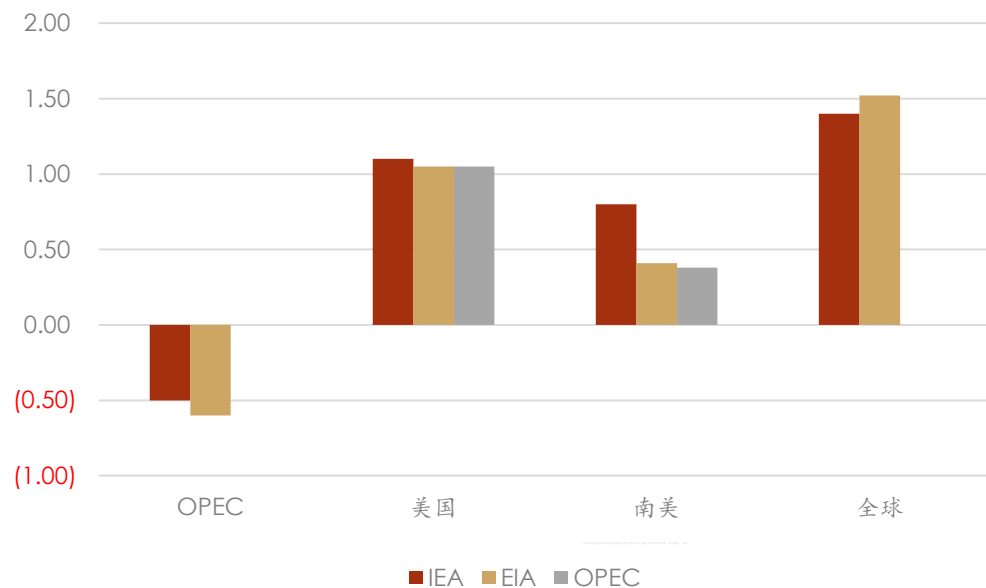


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.2 需求端：③区域供给差异加大价差波动，增加跨区套利

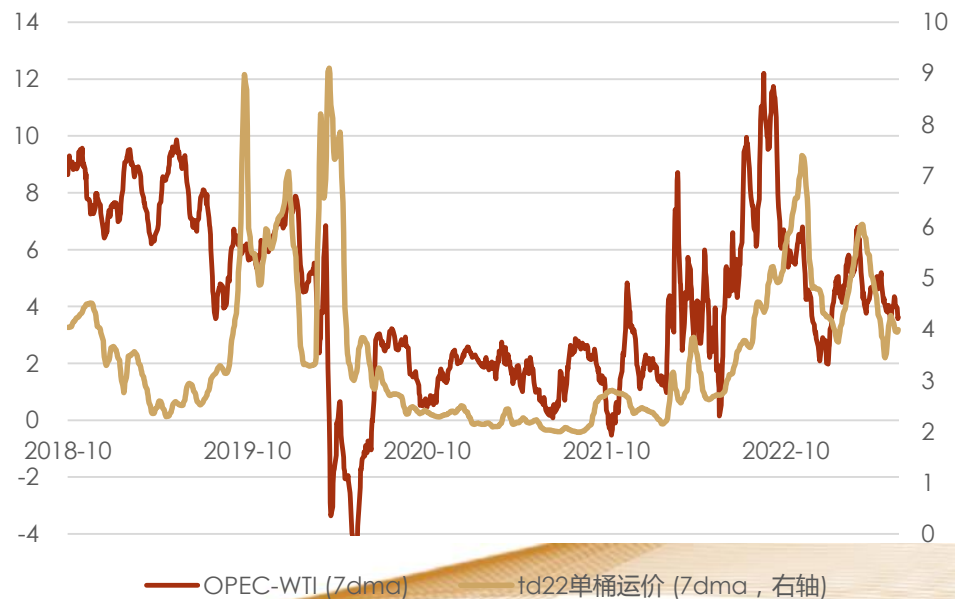
- 美洲贡献今年原油产量的主要增量，长运距运输增加提振VLCC需求。今年OPEC国家减产，以北美和南美为代表的非OPEC国家增产，将远东市场需求从短运距的中东市场推向长运距的美湾市场，运距拉长提振VLCC运输需求。
- 区域供应差异带来跨区套利机会。美国WTI原油价格对OPEC一揽子油价的价差，反映美湾-中东原油的价格经济性，影响跨区现货贸易活跃度。价差走阔，美湾现货贸易增加，长运距贸易提振吨海里需求，运价上行；反之亦然。今年前5个月美湾已发生两次现货贸易异常活跃，对市场运价产生显著向上支撑。

图表：2023年全球石油供给变化量（百万桶/日）



资料来源：IEA, EIA, OPEC, 华西证券研究所

图表：美湾-中东原油价差 & TD22运价（美元/桶）

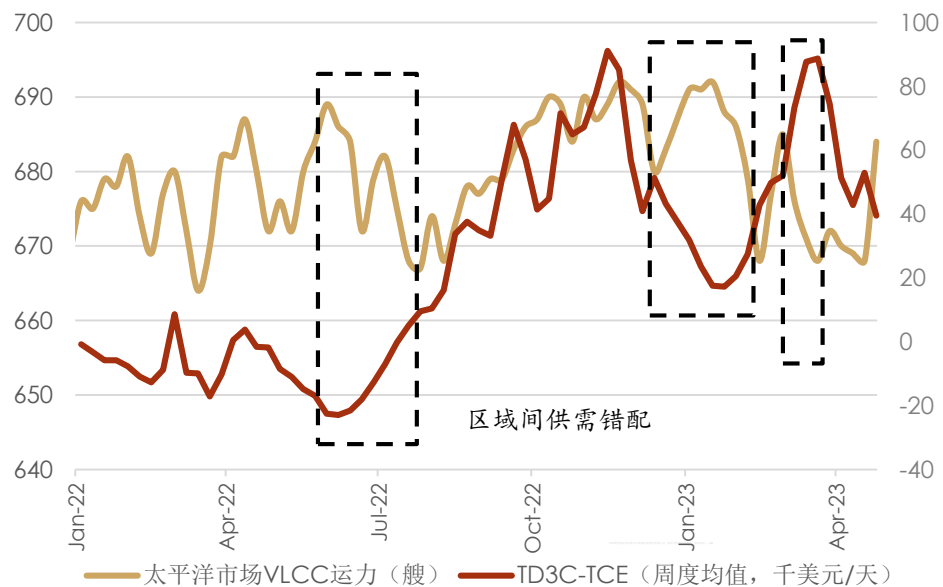


资料来源：Wind, Baltic Exchange, 华西证券研究所

2.2 需求端：③区域供给差异加大价差波动，增加跨区套利

- 跨区贸易增加，区域间运力不平衡机会增加，放大运价波动。比如，美湾及西非现货贸易增加的同时，推涨大西洋运价上行，吸引运力向大西洋市场转移，太平洋市场运价会因运力减少而受到支撑；反之，大西洋市场发货减少，运力从大西洋市场回流太平洋市场，导致太平洋运力增加，对太平洋市场运价形成额外压力。在供需错配情况下，太平洋运价上涨或下跌进一步放大，加剧市场波动。

图表：全球VLCC运力部署 vs 运价走势

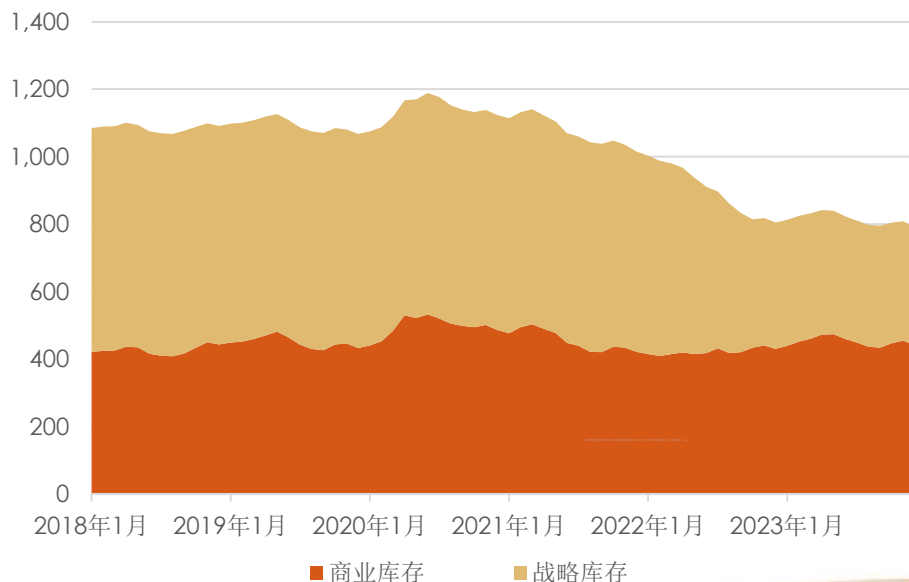


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.2 需求端：④能源安全背景下补库需求长期存在

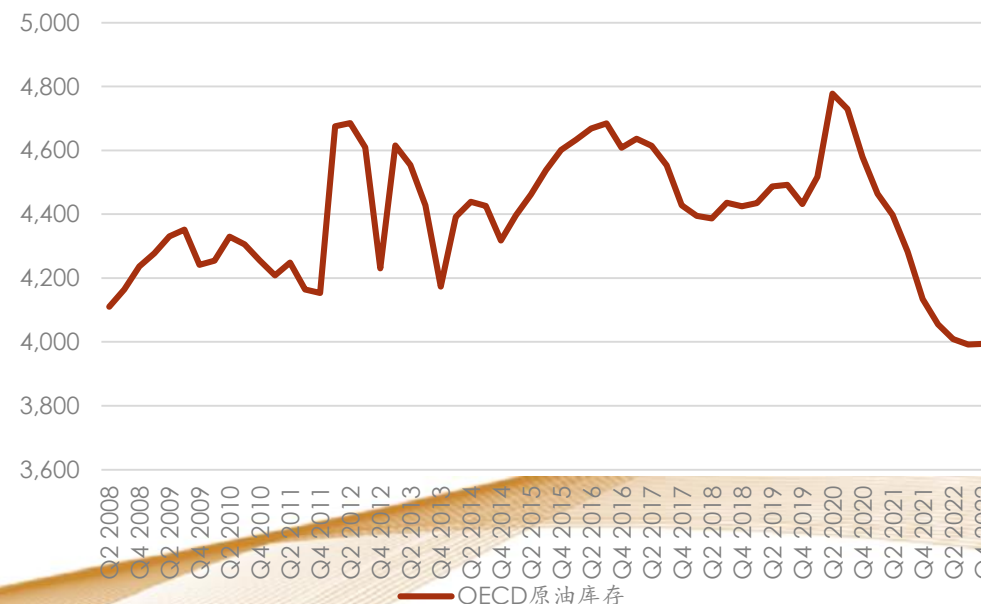
- 多地区的补库需求，为长期全球原油贸易形成支撑。美国2022年释放了2.2亿桶战略库存，目前战储已降至历史低位，政府计划补充战略库存。从量上看，1) 据国家发展和改革委员会价格成本调查中心表示，根据EPCA对总统出售SPR的限制，要求战略库存不得低于5亿桶，则需要补库约1.5亿桶；2) 根据彭博新闻报道，4月美国能源部长表示将补充战略储备库存至俄乌冲突前水平，则约2.4亿桶。从时间看，补库的前提条件是价格，美国曾表示将在油价降至67-72美元/桶时开启补库。从来源上看，美国补库的原油分轻质原油和中/重质原油（主要），轻质原油可通过国内页岩油生产进行补充，中质原油主要依赖进口，来源地包括加拿大、墨西哥湾和中东等地区。如若从中东增加采购则会从贸易量和运距的双重利好油轮运输。
- 除了美国，OECD的原油库存同样位于历史低位，欧洲等地区也有原油补库需求。

图表：美国原油库存（百万桶）



资料来源：EIA，华西证券研究所

图表：OECD原油库存（百万桶）

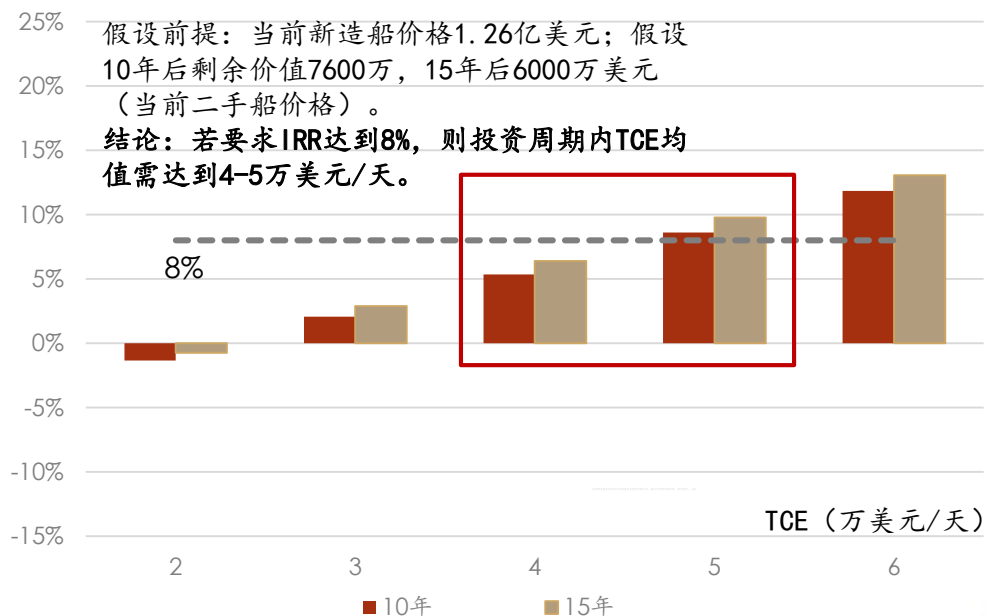


资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

2.3 供给端：①新订单释放难，运力趋紧确定性强

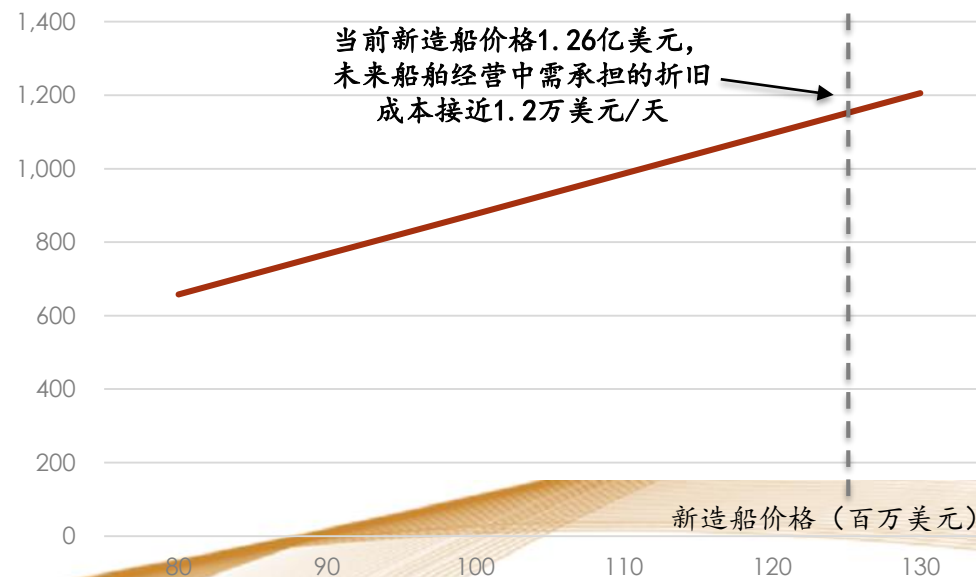
- 当前新船价格高企，船东投资新船的运营压力大，抑制VLCC新船订单的释放。
- 从投资角度看，投资回报难度加大。在融资租赁的情况下，10年和15年投资周期的VLCC新船订单，若IRR要求达到8%，则对应市场平均TCE需在投资周期内维持4-5万美元/天水平（以往要求TCE为3-4万美元/天）。碳中和以及能源转型背景下，船东对更长期原油轮市场仍有担忧。
- 经营角度看，高船价造船，加大船舶经营难度。假设船舶运营25年（折旧期），以500美元/轻吨的拆船价格保留残值，则当前船价带来的单日折旧成本约1.2万美元/天，较当前水平提升20%-30%。

图表：不同市场TCE情境下，10年和15年的新船投资IRR分布（%）



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：新造船价格对应船舶理论折旧成本（百美元）

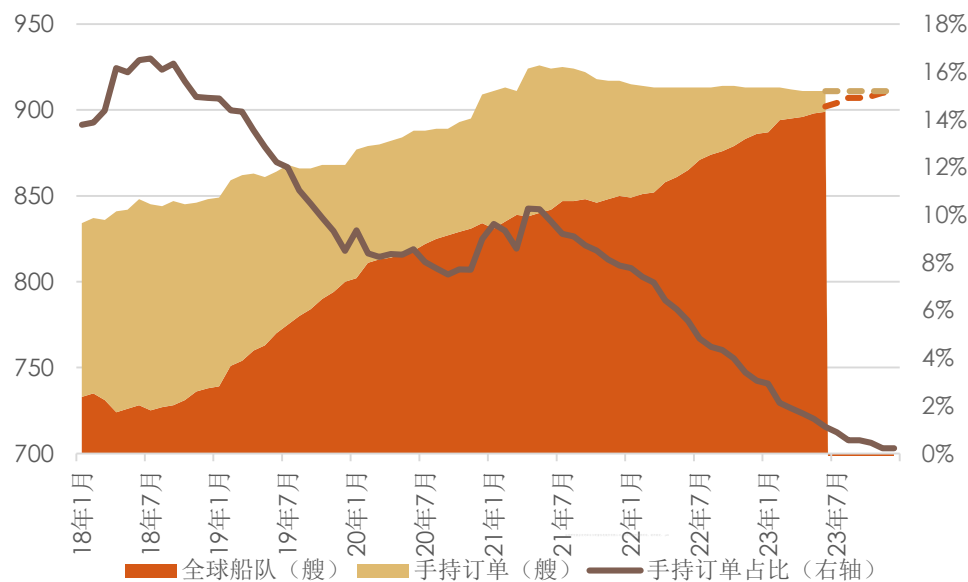


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.3 供给端：②新船进入减少，老船退出压力增大

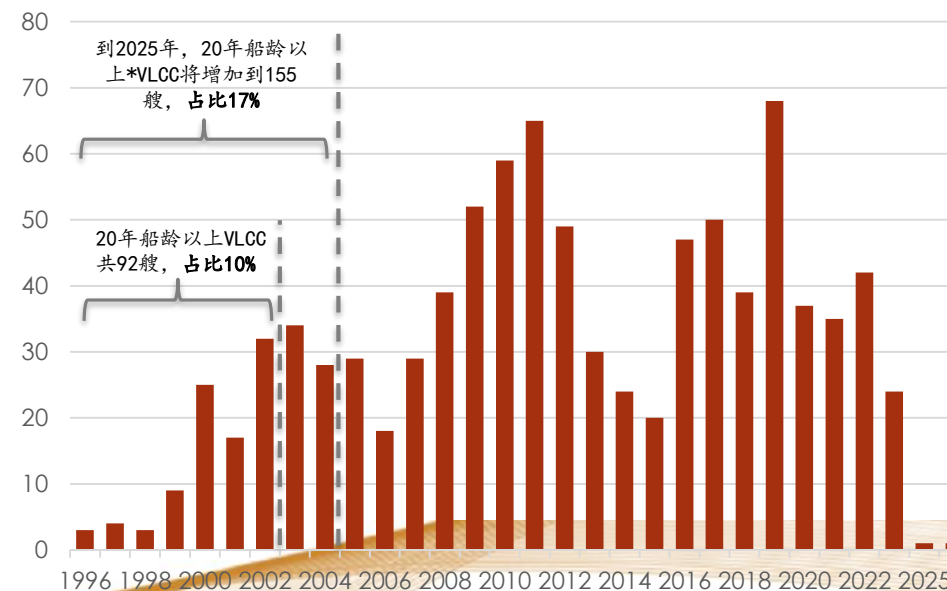
- **VLCC有史以来首现零交付。**截止6月17日，全球仅10艘VLCC手持订单，手持订单占比降至历史低位，以载重吨计仅1.1%。2023年继续交付8艘后，2024年将首现全年零交付纪录。
- **老龄船拆解压力增大。**目前全球20年船龄以上的VLCC共计约92艘，占全球船队比重为10.4%；到2025年，在不考虑拆船情况下，20年以上船龄VLCC将达到超过150艘，占比达到17%。虽然市场景气周期里船东拆解意愿低，但船队老龄化仍将影响船队运营效率，拆解压力不断加大。

图表：全球VLCC船队&手持订单（艘）



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：VLCC船队的交付年份分布（艘）



资料来源：Clarkson, 华西证券研究所

注：20年以上船龄*未考虑未来拆解情况

2.4 VLCC油轮运价：供需差持续走低，运价中枢上行

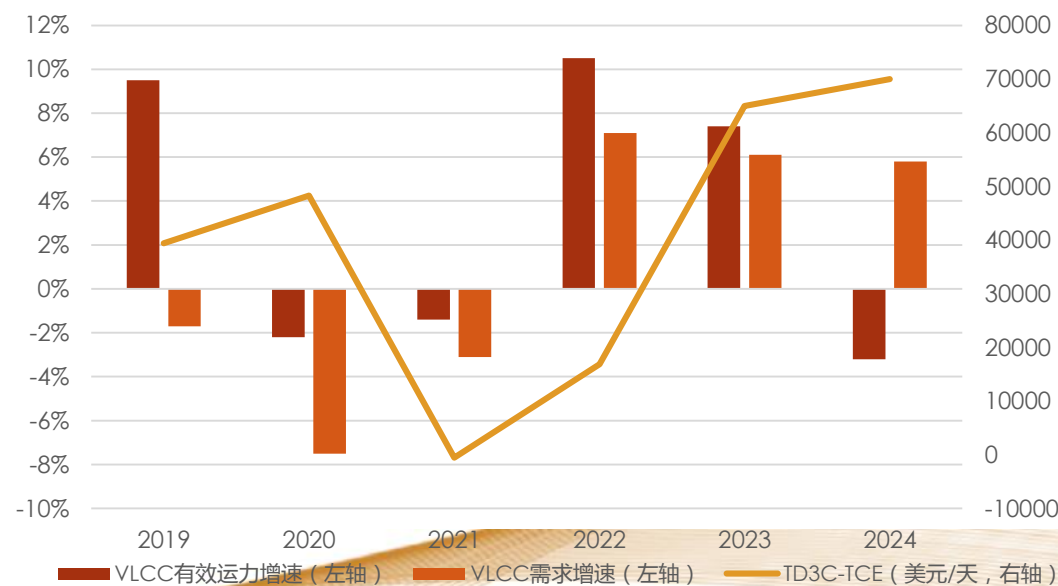
- **2023年需求增速反超供给增速，提升运价中枢。**2023年VLCC的供需基本面将得到改善，我们预计VLCC有效运力增长7%左右，VLCC运输需求增速将提升至7.8%，供需差从去年的近4%收窄到1%，预计运价中枢有望提升至**6.5万美元/天左右**（2022年4季度均值为6.1万美元/天；2023年初至今均值为4.3万美元/天）。
- **2023年供给负增长，加大运价弹性。**根据模型测算，我们预计2024年VLCC油轮有效运力实现负增长（-3%），运价的支撑端从需求端转移至供给端，供给端的紧缩有望给市场运价带来更大的弹性。**2024年运价中枢有望达到7万美元/天水平。**

图表：VLCC油轮供需表

	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)
有效运力 (艘)	709	783	841	814
增速 (%)	-1%	11%	7%	-3%
海运贸易量 (百万吨)	1854	1980	2018	2113
增速 (%)	0.1%	6.8%	1.9%	4.7%
海运周转量 (十亿吨海里)	9288	9944	10545	11155
增速 (%)	-3.1%	7.1%	6.1%	5.8%
平均运距 (海里)	5010	5021	5226	5280
增速 (%)	-3.1%	0.2%	4.1%	1.0%

资料来源：Clarksons，华西证券研究所

图表：VLCC供需增速 (%) 及TD3C日租金 (美元/天)



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.5 公司外贸原油油轮船队

- 中远海能，包括其子公司，共控制和运营油轮船舶151艘。其中原油油轮74艘，从事外贸业务的自有原油油轮54艘，以VLCC为核心，共计47艘（另租入5艘），以载重吨计占比达到了94%。从船队航行轨迹看，以中东-远东以及西非-远东航线为主。
- 公司经营的52艘VLCC对公司净利润的贡献率占外贸原油油轮船队的90%左右。市场TCE运价每提高1万美元/天带来的利润弹性约8.6亿元。

图表：中远海能外贸原油油轮船队构成

		数量 (艘)	万载 重吨	平均船龄 (年)	安装脱 硫塔 (艘)	节能型 (艘)	2023 YTD 运价 (美元/天)	1w运价的利润 弹性 (亿人民币)
中远海 能	总船队	59	1682	9.0	-	33		
	VLCC	52	1593	9.6	1	27		
	自有	47	1441	9.7	1	25	42914	8.6
	租入	5	152	8.5	-	2		
	苏伊士	3	48	2.4	-	3	49946	0.6
	阿芙拉	3	34	3.0	-	3	55853	0.6
	巴拿马	1	7	18.3	-	-	63626	0.2

资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

注：YTD运价截止至2023年6月16日

图表：近1年中远海能VLCC油轮航迹



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

2.6 外贸原油轮业务盈利预测

- 考虑到市场供需差进一步收窄，假设2023/2024/2025年VLCC运价中枢分别6.5万美元/天、7万美元/天和8万美元/天。
- 2023/2024/2025年公司的外贸原油轮营业收入分别为121.02亿元、127.12亿元和134.09亿元；毛利分别为62.08亿元、66.71亿元和74.02亿元。

图表：2023-2025年中远海能外贸原油轮业务核心假设&盈利预测

	2020	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
VLCC运输需求增速 (%)	-7.5%	-3.1%	7.1%	6.1%	5.8%	6.0%
VLCC有效运力增速 (%)	-2.2%	-1.4%	10.5%	7.4%	-3.2%	-1.2%
VLCC船舶数量 (期末, 艘)	46	48	49	47	47	47
VLCC TD3C-TCE (美元/天)	48,296	-518	16,885	65,000	70,000	80,000
外贸原油轮业务营收 (百万元)	7,231	4,018	7,840	12,102	12,712	13,409
外贸原油轮业务营收增速 (%)	31.7%	-44.4%	95.1%	89.9%	5.0%	5.5%
外贸原油轮业务毛利 (百万元)	1,990	(916)	618	6,208	6,671	7,402
外贸原油轮业务毛利率	27.4%	-23.2%	7.9%	51.3%	52.5%	55.2%

资料来源：Wind, Clarksons, Baltic Exchange, 华西证券研究所

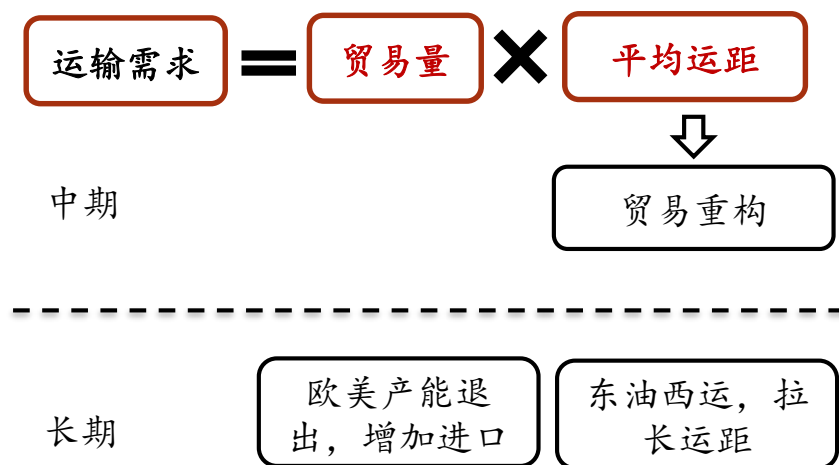


03 外贸成品油轮市场：运价中枢显著上移

3.1 成品油轮市场研究框架

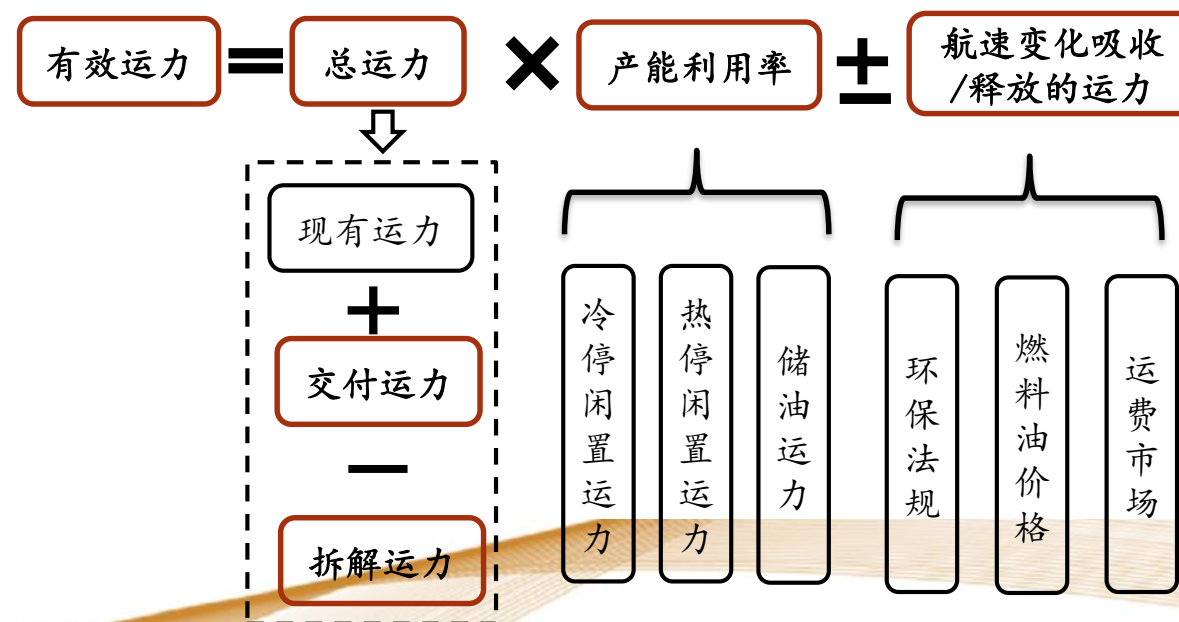
- 成品油轮的供给端研究框架与原油轮相似。供给端短期重要因素包括运力调和和航速变化，中期新交付运力短期受限（长期关注新签订单的释放）、长期受环保法规和船队老龄化限制。细节数据参考《航运系列深度研究II：成品油轮行业研究框架》。
- 需求端较原油轮略有不同，核心逻辑包括中期的贸易重构和长期的炼厂东移。

图表：油轮市场需求端研究框架



资料来源：华西证券研究所

图表：油轮船队供给端研究框架

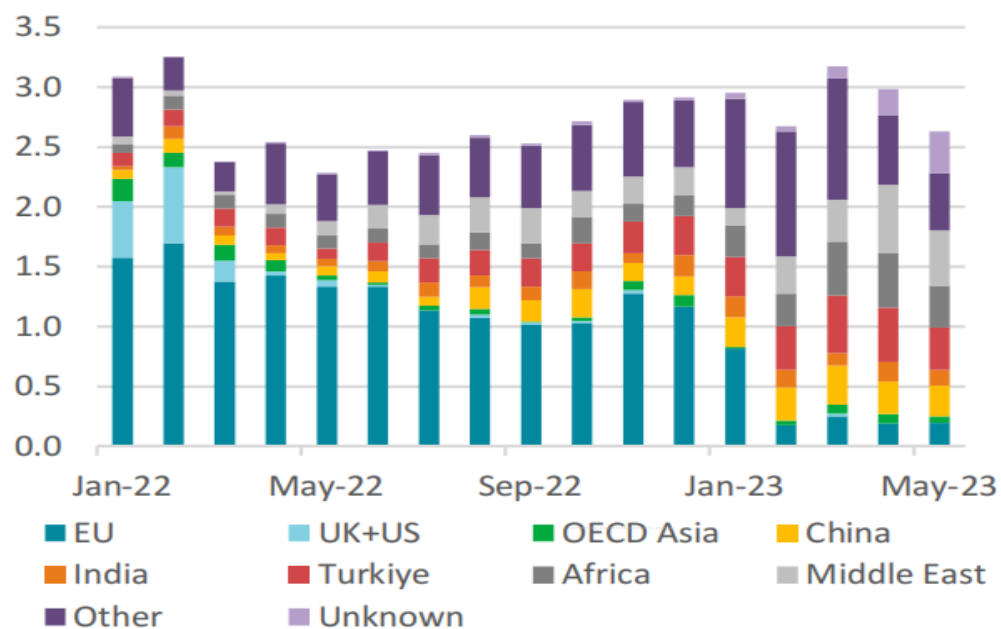


资料来源：华西证券研究所

3.2 全球贸易重构，运价中枢上移

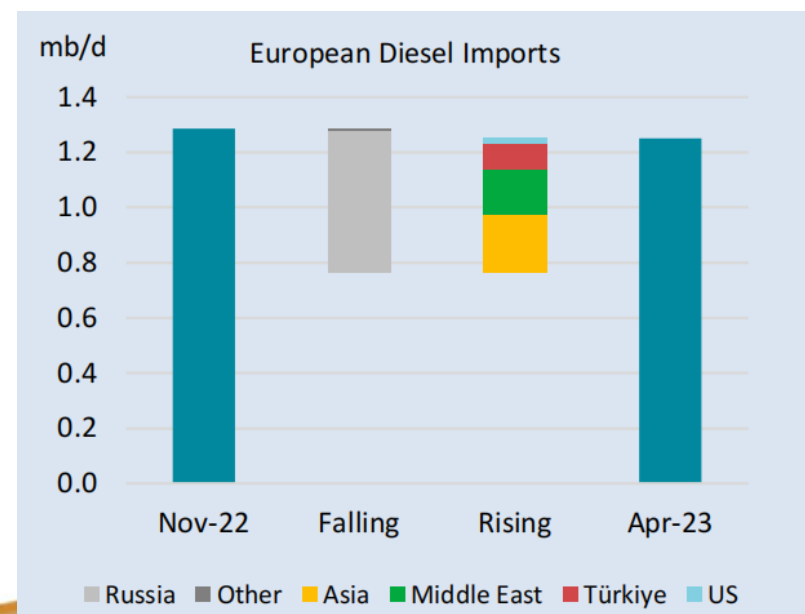
- 2月5日欧盟对俄罗斯成品油进口禁令生效，成品油贸易重构开启。
- 依据IEA报告显示，目前俄罗斯成品油出口已转向中印、土耳其、非洲、中东及其他地区。且于今年4月欧盟也完成了其柴油进口的转移（此前俄罗斯-欧盟成品油主要为柴油），自俄罗斯进口的减量，从亚洲、中东、土耳其以及美国得到补充。
- 俄罗斯-欧盟间成品油贸易重构有利于提振吨海里需求。据Kpler数据显示，今年1-5月欧盟清洁成品油进口同比下滑1%，但吨海里进口增长42%；同期俄罗斯清洁成品油出口同比增长10%，吨海里出口增长103%。

图表：俄罗斯成品油出口，按目的地划分（百万桶/天）



资料来源：IEA，华西证券研究所

图表：欧洲柴油进口来源，2023年4月 vs 2022年11月（百万桶/天）

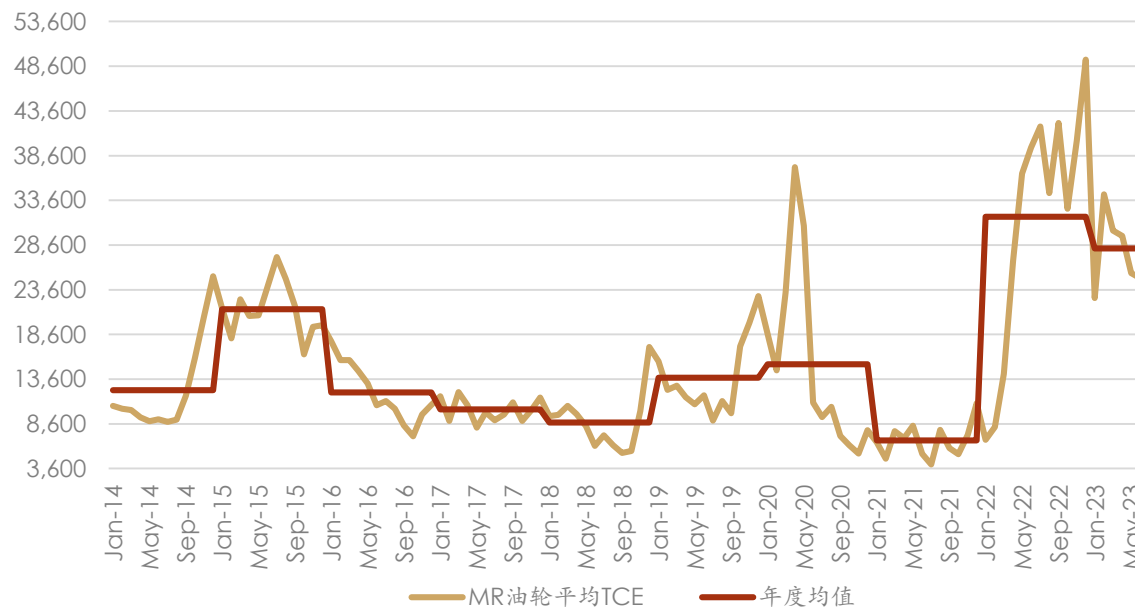


资料来源：IEA，华西证券研究所

3.2 全球贸易重构，运价中枢上移

- 成品油轮运价中枢整体上调。经历了去年爆发的俄乌冲突以及今年的贸易重构后，MR成品油轮的运价中枢显著上移，从以往的1万美元/天上下水平，提高至3万美元/天水平附近。

图表：MR油轮平均TCE（美元/天）

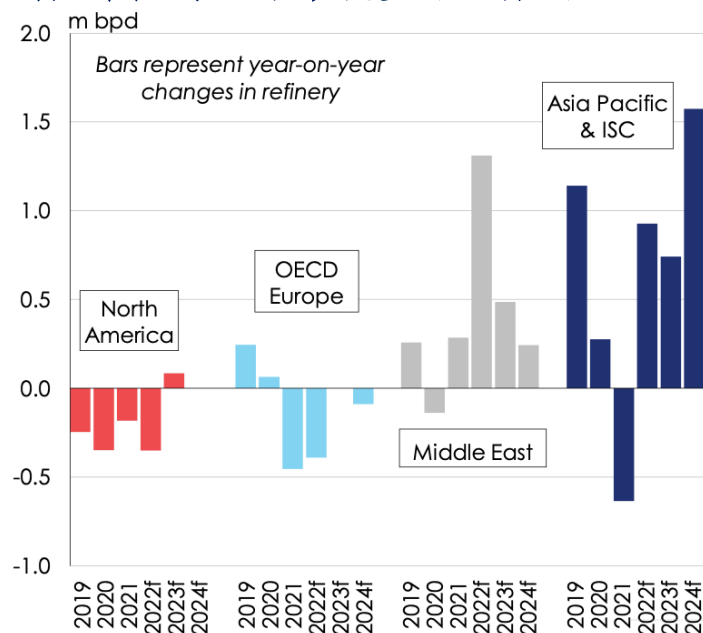


资料来源：Clarksons，华西证券研究所

3.3 炼厂产能转移助力中长期成品油贸易

- 据克拉克森数据显示，2022-2024年仍是中东、亚太和印度次大陆地区炼油产能的快速扩张时期。
- 据IEA数据显示，2026年前全球炼化产能的增量有90%来自苏伊士运河以东地区。供需格局的转变将增加长运距的东油西运的现象出现。

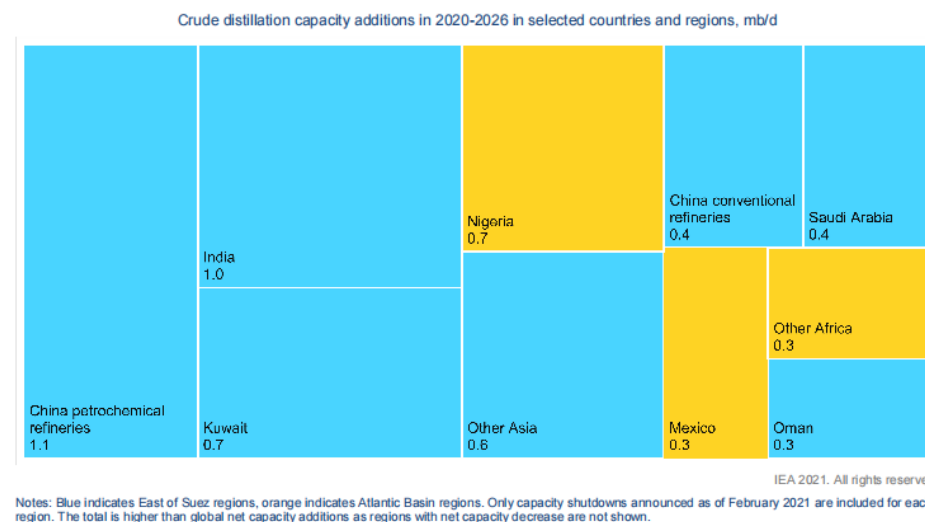
图表：未来主要地区炼油产能变化（百万桶/天）



资料来源：Clarksons, 华西证券研究所

图表：2020-2026年间全球炼厂产能增量（百万桶/天）

East of Suez accounts for 90% of net capacity additions by 2026



资料来源：IEA, 华西证券研究所

3.4 外贸成品油轮船队

- 中远海能，包括其子公司，共控制和运营成品油轮77艘；其中39艘从事外贸运输，38艘从事内贸运输。39艘外贸成品油轮中，LR2油轮11艘；13艘LR1油轮；MR成品油轮13艘。
- 中远海能运营的外贸成品油轮中LR2、LR1和MR油轮数量相当。但公司更擅长运营LR型油轮，MR油轮由招商南油共同运营。从航行轨迹看，主要为太平洋航线：中东-东亚、东亚-东南亚、东南亚-澳洲等。

图表：中远海能外贸成品油轮船队构成

		数量 (艘)	万载重 吨	平均船龄 (年)	节能型 船舶 (艘)	2023 YTD 运价 (美元/天)	1w运价的税前 利润弹性 (亿人民币)
中远海能	自有船队	37	289	9.7	24		
	LR2	11	121	8.8	11	38,211	1.7
	LR1	13	97	9.5	5	32,844	2.1
	MR	13	61	10.8	6	29,347	2.1
	租出	1	8	11.4	1		
	LR1	1	8	11.4	1		

资料来源：公司公告，Clarksons，华西证券研究所

图表：近1年中远海能成品油轮航迹



资料来源：Clarksons，华西证券研究所

3.5 外贸成品油轮业务盈利预测

- 考虑到市场供需差进一步收窄，假设2023/2024/2025年LR2-TC1运价中枢分别4.5、5.0、5.0万美元/天；LR1-TC5运价中枢分别为4.0、4.5、5.0万美元/天；MR-TC7运价中枢分别为4.0、4.5、5.0万美元/天。
- 2023/2024/2025年公司的外贸成品油轮营业收入分别为26.16亿元、28.20亿元和29.56亿元；毛利分别为10.97亿元、12.42亿元和13.30亿元。

图表：2023-2025年中远海能外贸成品油轮业务核心假设&盈利预测

	2020	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
LR2 TC1-TCE (美元/天)	27,383	5,923	33,819	45000	50000	50000
LR1 TC5-TCE (美元/天)	19,441	6,218	31,203	40000	45000	50000
MR TC7-TCE (美元/天)	14,244	7,617	34,102	40000	45000	50000
外贸成品油轮业务营收 (百万元)	1,091	1,010	2,151	2,616	2,820	2,956
外贸成品油轮业务营收增速 (%)	27.1%	-7.4%	113.0%	38.2%	7.8%	4.8%
外贸成品油轮业务毛利 (百万元)	103	(179)	593	1,097	1,242	1,330
外贸成品油轮业务毛利率	9.2%	-18.2%	27.5%	41.9%	44.0%	45.0%

资料来源：Baltic Exchange, Wind, 华西证券研究所



04 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- **营业收入核心假设：**①VLCC油轮：2023-2025年全球VLCC运输需求增速分别为5.6%、5.7%、6.0%，全球VLCC有效运力增长7.4%、-3.2%、-1.2%，带来6.5万、7万和8万美元/天运价中枢；②内贸原油轮单船年营收随外贸市场运价提升而有所上涨，分别为1.15、1.20、1.25亿元；内贸成品油轮单船年营收分别增长0%，2%，5%，至6043、6164和6472万元。
- **营业成本核心假设：**①船舶燃料油价格：2023-2025年增速分别为-6%、0%、0%；②美元兑人民币汇率分别为6.7、6.7、6.7；船员薪资等维持每年5%的增长。

图表：2022-2025年中远海能盈利预测核心假设

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (f)	2024 (f)	2025 (f)
VLCC运输需求增速 (%)	2.7%	-1.7%	-7.5%	-3.0%	6.9%	5.6%	5.7%	6.0%
VLCC贸易运力增速 (%)	0.4%	9.5%	-2.2%	-1.4%	10.5%	7.4%	-3.2%	-1.2%
VLCC TD3C-TCE (美元/天)	18,802	39,387	48,296	-518	16,885	65,000	70,000	80,000
Suezmax TD20-TCE (美元/天)	11,027	25,027	26,580	3,452	29,021	50,000	55,000	55,000
Aframax TD8-TCE (美元/天)	6,249	18,511	16,785	1,445	25,841	60,000	60,000	60,000
Panamax TD21-TCE (美元/天)	10,459	15,844	17,620	8,367	39,044	65,000	60,000	60,000
LR2 TC1-TCE (美元/天)	9,023	18,786	27,383	5,923	33,819	45,000	50,000	50,000
LR1 TC5-TCE (美元/天)	7,982	14,116	19,441	6,218	31,203	40,000	45,000	50,000
MR TC7-TCE (美元/天)	10,934	15,742	14,244	7,617	34,102	40,000	45,000	50,000
内贸原油轮单船营收 (百万元/艘.年)	92.18	98.53	104.94	101.84	108.96	115.00	120.00	125.00
内贸成品油轮单船营收 (百万元/艘.年)	38.55	50.12	51.58	57.55	57.82	60.43	61.64	64.72
LNG船单船营收 (百万元/艘.年)	45.41	37.75	33.34	32.40	32.97	33.00	33.50	34.00

资料来源：Clarksons, Wind, 华西证券研究所

4.2 投资建议

- 基于2023-2025年各船型市场运价预测以及内贸和LNG船单船收益预测（见第34页），得到公司各业务未来营收。我们预计中远海能2023-2025年营收为230.39亿元、243.45亿元和256.92亿元，归母净利润为65.03亿元、73.06亿元和81.77亿元；EPS分为1.36元、1.53元和1.71元，对应2023年6月16日收盘价13.44元PE分别为9.86倍、8.78倍和7.84倍。
- 我们认为公司运营外贸油轮业务中，原油轮市场已开启新一轮景气周期，需求增长叠加供给端持续强约束将持续带来运价市场的卓越表现，并为公司带来超额利润；成品油轮市场在俄乌冲突及贸易重构背景下，运价中枢得到显著提升。考虑到公司外贸油轮景气周期开启，内贸和LNG船贡献稳定收入，公司业绩有望持续增长，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

图表：盈利预测与估值

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,699	18,658	23,039	24,345	25,692
YoY (%)	-22.5%	46.9%	23.5%	5.7%	5.5%
归母净利润（百万元）	-4,975	1,457	6,503	7,306	8,177
YoY (%)	-309.7%	129.3%	346.2%	12.3%	11.9%
毛利率 (%)	7.3%	18.6%	41.9%	42.8%	44.2%
每股收益（元）	-1.04	0.31	1.36	1.53	1.71
ROE	-17.4%	4.6%	17.2%	16.3%	15.4%
市盈率	-12.86	43.96	9.86	8.78	7.84

资料来源：Wind，华西证券研究所

图表：可比公司估值表（中远海能盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自Wind一致预期）

重点公司											
股票	股票	收盘		EPS(元)				P/E			
代码	名称	价	PB (LF)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600026.											
SH	中远海能	13.44	1.96	0.31	1.36	1.53	1.71	43.96	9.86	8.78	7.84
601872.											
SH	招商轮船	6.19	1.49	0.63	0.81	1.01	1.11	8.93	7.62	6.11	5.59
601975.											
SH	招商南油	3.16	1.97	0.30	0.47	0.57	0.54	13.34	6.7	5.54	5.8

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：收盘价采用2023年6月16日收盘价



05 风险提示

5 风险提示

- **中国经济恢复不及预期：**VLCC船队等原油轮从事的运输业务对中国需求依赖性强，若中国经济恢复不及预期，可能导致中国原油贸易增长不及预期，运价上行缺乏动力。
- **海外经济衰退：**公司外贸成品油轮业务依赖欧美需求以及成品油跨区套利贸易，海外经济衰退不利于成品油贸易活跃度，从而导致成品油轮市场运价重新下行。
- **新船订单超预期：**警惕市场新船订单出现跟随效应，新下单量超出预期。
- **船舶航速提速超预期：**市场高运费的吸引下，船东若超预期提速，则将释放更多有效运力，从而对运价带来压力。
- **油价大幅上涨：**全球政局的不稳定性导致原油供给风险仍存，若石油供应导致油价大幅上涨，可能抑制能源产品贸易需求，也增加公司运营成本支出。
- **极端天气：**极端天气对全球的能源需求产生影响，从而使得需求预期落空。
- **地缘政治事件：**近些年地缘政治事件频发，对航运市场产生了复杂深远的影响。

6 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头
8	2022年11月1日	投资策略报告	2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流
9	2022年11月15日	航运行业深度	航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架
10	2022年12月4日	公司深度	顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？
11	2023年4月25日	公司深度	南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇
12	2023年5月9日	公司深度	北部湾港（000582.SZ）：产业转移推动公司持续高增长
13	2023年5月26日	公司深度	招商局港口（00144.HK）：深耕“一带一路”布局，打造世界一流港口综合服务商
14	2023年6月12日	公司深度	招商轮船（601872.SH）：油散双驱的综合性航运龙头

资料来源：华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,658	23,039	24,345	25,692	净利润	1,785	7,226	8,118	9,085
YoY (%)	46.9%	23.5%	5.7%	5.5%	折旧和摊销	2,811	3,839	3,362	3,318
营业成本	15,196	13,382	13,916	14,325	营运资金变动	-828	137	-10	-80
营业税金及附加	73	92	97	103	经营活动现金流	4,211	10,713	11,104	11,986
销售费用	57	76	85	90	资本开支	-4,088	-1,561	-754	-1,231
管理费用	924	1,267	1,339	1,541	投资	-1,730	-450	-595	-575
财务费用	908	1,130	987	805	投资活动现金流	-5,191	-747	115	-134
研发费用	24	35	37	39	股权募资	179	0	0	0
资产减值损失	-3	-100	-200	-200	债务募资	2,782	-1,542	100	-1,800
投资收益	1,063	1,267	1,461	1,670	筹资活动现金流	1,518	-2,996	-1,329	-2,972
营业利润	2,758	8,521	9,570	10,709	现金净流量	716	6,970	9,890	8,880
营业外收支	-9	-20	-20	-20	主要财务指标				
利润总额	2,749	8,501	9,550	10,689	成长能力 (%)				
所得税	964	1,275	1,433	1,603	营业收入增长率	46.9%	23.5%	5.7%	5.5%
净利润	1,785	7,226	8,118	9,085	净利润增长率	129.3%	346.2%	12.3%	11.9%
归属于母公司净利润	1,457	6,503	7,306	8,177	盈利能力 (%)				
YoY (%)	129.3%	346.2%	12.3%	11.9%	毛利率	18.6%	41.9%	42.8%	44.2%
每股收益	0.31	1.36	1.53	1.71	净利率	7.8%	28.2%	30.0%	31.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	2.1%	8.9%	9.0%	9.3%
货币资金	4,240	11,211	21,101	29,980	净资产收益率ROE	4.6%	17.2%	16.3%	15.4%
预付款项	356	268	250	229	偿债能力 (%)				
存货	1,278	580	1,352	637	流动比率	0.79	1.44	2.49	3.73
其他流动资产	2,508	2,730	2,454	2,761	速动比率	0.48	1.21	2.20	3.48
流动资产合计	8,383	14,789	25,158	33,608	现金比率	0.40	1.09	2.09	3.33
长期股权投资	9,770	10,070	10,570	11,070	资产负债率	50.8%	44.4%	40.4%	34.6%
固定资产	45,783	44,453	42,187	40,358	经营效率 (%)				
无形资产	53	33	33	38	总资产周转率	0.29	0.33	0.32	0.30
非流动资产合计	59,867	57,986	55,811	54,139	每股指标 (元)				
资产合计	68,250	72,775	80,969	87,747	每股收益	0.31	1.36	1.53	1.71
短期借款	5,416	5,516	5,416	5,316	每股净资产	6.62	7.91	9.38	11.10
应付账款及票据	1,939	1,518	2,070	1,607	每股经营现金流	0.88	2.25	2.33	2.51
其他流动负债	3,236	3,208	2,627	2,081	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	10,591	10,241	10,112	9,004	估值分析				
长期借款	20,747	18,747	19,747	18,747	PE	43.96	9.86	8.78	7.84
其他长期负债	3,342	3,340	2,840	2,590	PB	1.82	1.64	1.39	1.17
非流动负债合计	24,089	22,087	22,587	21,337					
负债合计	34,680	32,328	32,699	30,340					
股本	4,771	4,771	4,771	4,771					
少数股东权益	2,000	2,722	3,534	4,443					
股东权益合计	33,570	40,447	48,270	57,407					
负债和股东权益合计	68,250	72,775	80,969	87,747					

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空机场、免税、化工物流、供应链等领域。

张慧：曾就职于克拉克森，5年航运研究经验。2022年9月加入华西证券研究所，重点覆盖油轮、集运、造船、港口等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！