

# 外贸油运业务盈利好转

——中远海能深度报告（600026）



## 核心观点

❖ 原油期现价差拉大，外贸油运和贸易商囤油双增长，带动租金上涨。

全球现货原油价格大幅下跌，中国、印度等原油净进口国进口量持续增长；并且，近期原油期现价差拉大，贸易商囤油套利开启，运输原油的 VLCC 等船舶也被用来储存原油套利，两个因素共同推送运费增长。

❖ 公司外贸油运业务营收占比最大、利润弹性最强，也是近期最为受益的板块。公司在国内的油运业务规模最大，占公司营收的比例最大；从历史来看外贸油运的利润弹性最强，公司利润受此影响也最大，短期公司业绩最为受益。

❖ 外贸油运业务有望维持两年景气高点。

OPEC+达成减产协议，减产时间将维持两年，并且疫情导致的原油需求下降有望于未来两年逐步恢复正常，供给的下降及需求的增长将导致远期油价大于现货价格，外贸油运有望在景气高点维持两年。

❖ 公司 LNG 业务长期向好，内贸油运维持平稳

历史上看，公司沿海（内贸）油运业务和 LNG 运输业务的收益水平总体稳定，为本集团经营业绩提供“安全垫”，并且随着炼化一体化投产，沿海原油中转运输和沿海成品油运输量将得到一定的支撑。我国 LNG 进口增长空间广阔，沿海 LNG 接收站大量建设，有利于该业务长期增长，并且公司 LNG 船舶与项目方签署长期期租合同，高毛利率有望持续。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

受原油期现价差提升的利好，外贸油运业务的运费有望维持较高水平，并且公司 LNG 运输业务提供安全垫。预计 2020-2022 年营业收入分别为 176、182、186 亿元，实现 EPS 分别为 0.37、0.37、0.38 元/股，对应 PE 分别为 24、24、23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：国内进口原油量大幅下滑、外贸原油运费大幅回落、国外政策和法律风险。

## 盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022
营业收入(百万)	13880.08	17600.00	18200.00	18600.00
+/-%	12.97%	26.80%	3.41%	2.20%
归属母公司净利润(百万)	411.45	1804.20	1893.90	1954.49
+/-	444.60%	338.50%	4.97%	3.20%
EPS(元/股)	0.086	0.379	0.398	0.410
PE	101.98	23.26	22.15	21.47

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于 2020 年 4 月 28 日

## 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 石油化工

报告时间 | 2020/4/29

前收盘价 | 8.81 元

公司评级 | 增持评级

## 分析师

白竣天

证书编号：S1100116070002

010-66495962

baijuntian@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、公司概况	4
1.公司简介	4
2.业务简介	5
2.1 油运业务	7
2.2LNG 运输业务	9
二、财务情况	10
1.经营情况	10
2.财务情况	13
三、投资机会	16
1.原油期现套利空间出现	16
2.低硫燃料油对运输成本的影响变小	19
3.新船采购成本低	19
4.中国油气运输增长空间大	20
5.大连油运制裁被解除	22
三、估值评级	23

## 图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	5
图 2:	分业务收入结构.....	6
图 3:	分业务毛利结构.....	7
图 4:	外贸油运业务营收及毛利率.....	8
图 5:	内贸油运业务营收及毛利率.....	8
图 6:	LNG 运输业务营收及毛利率.....	9
图 7:	LNG 运输业务营收及毛利率.....	10
图 8:	营业收入与净利润的增速.....	10
图 9:	营业收入与毛利率.....	11
图 10:	2019 年营业收入构成.....	11
图 11:	毛利率变化情况.....	11
图 12:	公司各业务毛利率.....	12
图 13:	2019 年公司分业务毛利构成.....	12
图 14:	2019 年公司成本构成.....	13
图 15:	三费占营业总收入的比重.....	13
图 16:	资产负债率.....	14
图 17:	应收账款周转率和存货周转率.....	14
图 18:	经营活动现金流量净额.....	15
图 19:	非经常性损益.....	15
图 20:	美国商业原油库存.....	16
图 21:	布伦特油价期货和现货价差.....	17
图 22:	海上丝绸之路进口原油运价指数.....	17
图 23:	中东到宁波的运价指数.....	17
图 24:	高、低硫燃料油价差大幅收窄.....	19
图 25:	公司新购船舶价格.....	19
图 26:	VLCC 新造船价格.....	20
图 27:	原油进口量快速增长.....	20
图 28:	进口液化天然气.....	21
图 29:	伊朗原油产量及出口量.....	22
表格 1:	公司发展历程.....	4
表格 2:	公司船队结构.....	6
表格 3:	公司船舶数量.....	7
表格 4:	油轮储油成本测算.....	18
表格 5:	中远海能可比公司.....	23

## 一、公司概况

### 1. 公司简介

中远海运能源运输股份有限公司（简称“中远海能”，以下简称“公司”）是中国远洋海运集团有限公司旗下从事油品、液化天然气等能源运输及化学品运输的专业化公司，由原中国远洋、中国海运两大集团能源运输板块重组而成，2016年6月6日成立于上海，重组完成后，公司主营业务由“油品运输，煤炭、铁矿石等干散货运输和液化天然气运输等”变更为“油品运输和LNG运输”，其中以油品运输为主，公司主业更加集中和专业化。

表格1：公司发展历程

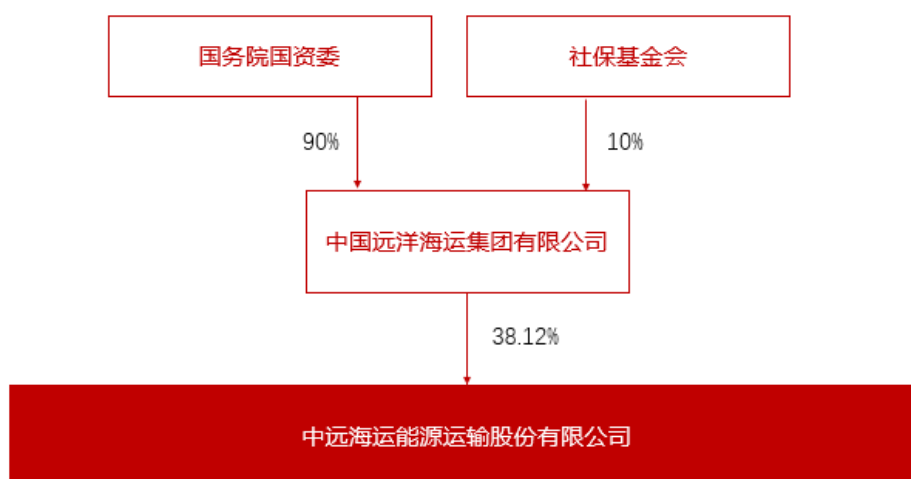
时间	历程事件
1994年	公司前身——上海海兴轮船股份有限公司于1994年5月4日成立，海兴轮船是华东地区最大的煤炭、原油水路运输商，是国务院证券委员会确定的第二批境外上市试点企业。
1997年	中海总公司通过协议转让方式，从上海海运接收了上海海兴轮船股份有限公司（简称“海兴轮船”）14亿国有法人股的股权，成为海兴轮船的控股股东。1997年12月，上海海兴轮船股份有限公司更名为中海发展股份有限公司。
1998年	公司按照“集中经营、分级管理”的原则，于1998年上半年先后组建了货轮分公司和油轮分公司。从大连海运及广州海运收购了19艘油轮。
2002年	公司增发社会公众股(A股)新股3.5亿股，增发后本公司总股本33.26亿股。
2005年	公司实施股权分置改革，控股股东中海总公司向A股市场流通股股东支付101,500,000股后，其所持有的本公司股份获得上市流通权。
2006年	公司成功向中海集团收购了42艘干散货船。经过上述一系列资产结构和经营结构调整，本公司已由地区性航运公司，成长为以油品运输和煤炭运输为核心业务的远东地区最大航运公司之一。
2007年	公司下订单建造16艘超大型矿砂船，标志着本公司进入我国进口铁矿石运输市场。
2008年	在A股市场公开发行人人民币20亿元可转换公司债券。
2009年	公司从中海集团收购中海集团液化天然气投资有限公司100%股权，并相继与中石油和中石化成立三家合资公司。
2011年	公司发行人民币39.5亿元A股可转换公司债券，并于2011年8月12日在上海证券交易所挂牌交易。
2012年	公司全资子公司“中海散货运输有限公司”在广州成立，并将从事散货运输的9家全资、合营、参股公司股权转入该公司。中海散货运输有限公司作为本公司下属唯一专业化干散货业务经营管理平台。
2013年	公司全资子公司“中海油轮运输有限公司”在上海成立。
2016年	2016年6月6日，中远海运能源运输股份有限公司揭牌，总部设在上海。2016年上半年，中海发展股份有限公司实施重大资产重组，向中远散货运输（集团）有限公

	司出售中海散货运输有限公司100%股权，并向中国远洋运输（集团）总公司收购大连远洋运输有限公司100%股权。在本次重组完成后，本公司主营业务将变更为油品运输业务及LNG运输业务，并将公司名称由“中海发展股份有限公司”变更为“中远海运能源运输股份有限公司”。
2019年	按照中远海运集团总体部署，公司顺利完成船舶管理体制改革，并配套完成经营模式和总部机构改革，统一了船队经营和船舶管理，实现了资源的集中优化配置。新架构、新体系、新团队2月1日起正式运行。
2020年	完成非公开发行A股730,659,024股，募集资金总额51亿元，顺利完成逆周期、低成本订造16条油轮的配套融资。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，间接控股股东为中国远洋海运集团有限公司，持有公司 38.12%股份。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 2. 业务简介

公司主营业务为从事国际和中国沿海原油及成品油运输、国际液化天然气 (LNG) 运输以及国际化学品运输。

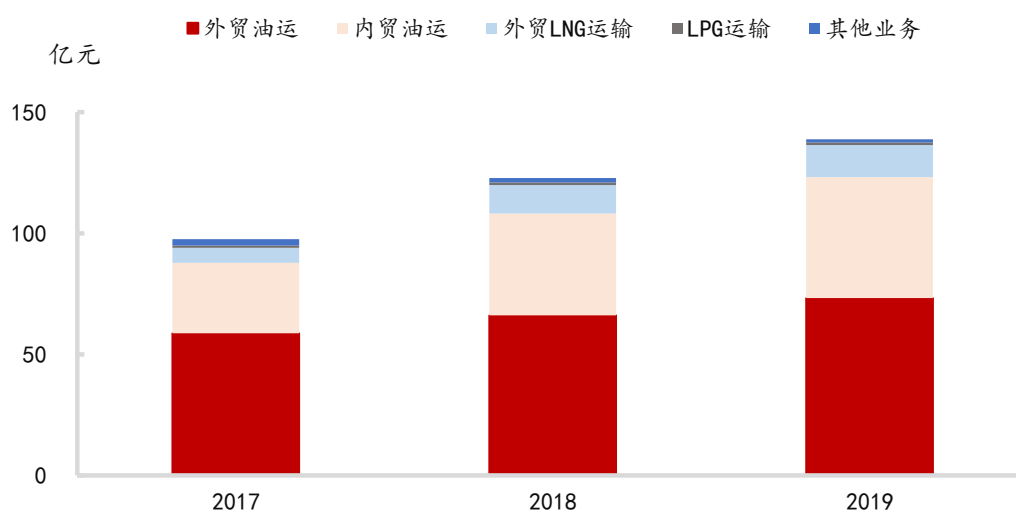
表格2：公司船队结构

运营船舶				在建船舶	
	艘数	万载重吨/万立方米	平均船龄	艘数	万载重吨/万立方米
本集团控股子公司					
油轮	142	1925	9.6	17	304.4
LPG轮	5	1	12.8		
LNG轮	6	105	2.4		
长期租入					
油轮	9	246	10.4		
合营及联营公司					
油轮	10	62	10.9	3	19.5
LNG轮	29	485	3.5	3	52.2
合计	201	2234/590	8.7	23	323.9/52.2

资料来源：公司公告、川财证券研究所

按运力规模统计，公司是全球第一大油轮船东。截至2019年12月31日，公司共拥有和控制油轮运力151艘、2171万载重吨。其中，自有运力142艘，1925万载重吨，租入运力9艘，246万载重吨。另有订单运力17艘，304.4万载重吨。公司也是中国沿海原油和成品油运输领域的领先企业。在沿海原油运输领域，公司拥有55%以上的市场份额。2018年3月公司完成收购中石油成品油船队后，领先优势得到进一步强化。

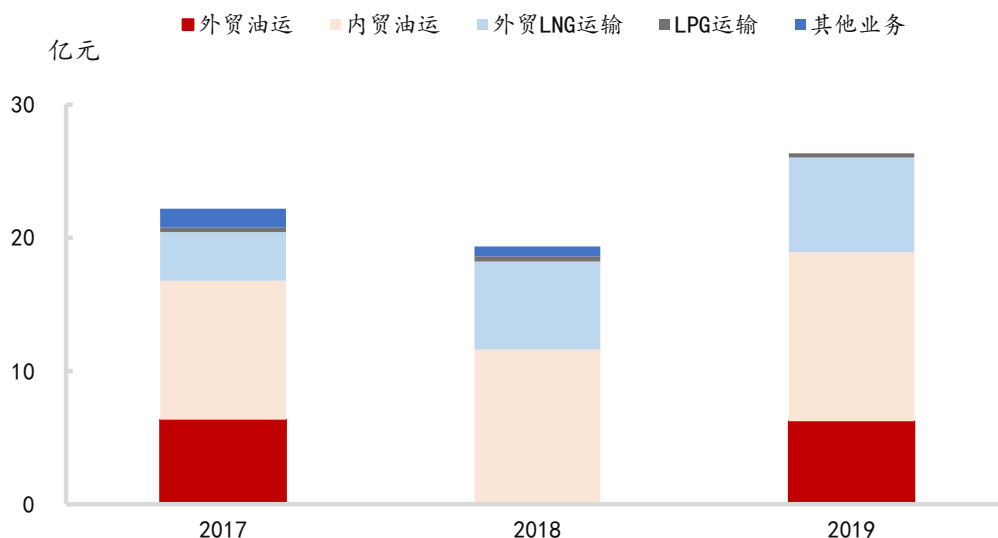
图2：分业务收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

油运业务是公司最主要的业务板块。从营收和毛利占比上看，外贸油运和内贸油运占大部分。

图 3：分业务毛利结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.1 油运业务

公司从事油品运输业务的主要经营模式为，利用自有及控制经营的船舶开展即期市场租船、期租租船、与货主签署 COA 合同、参与联营体(POOL)运营等多种方式开展生产经营活动。公司是船型齐全的油轮船东，通过内外贸联动、大小船联动、黑白油联动，能够充分发挥船型和航线优势，为客户提供外贸来料进口、内贸中转过驳、成品油转运和出口、下游化工品运输等全程物流服务。

表格3：公司船舶数量

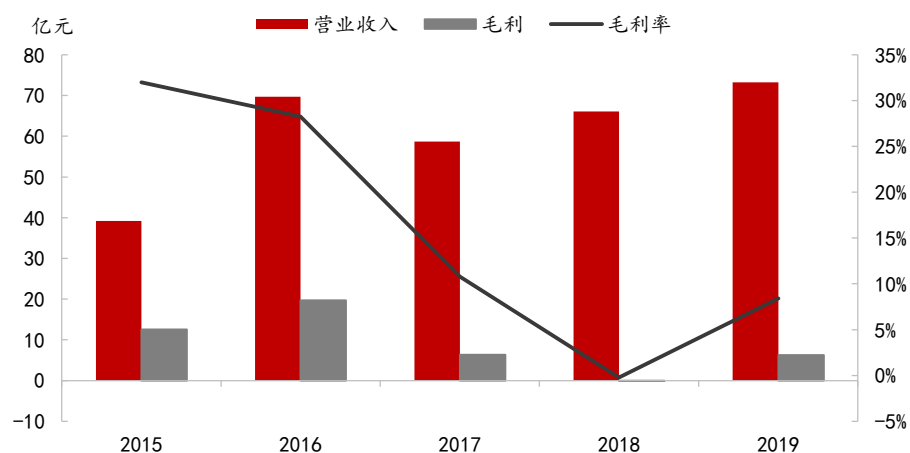
船舶型号	船舶数量 (艘)	载重吨 (万吨)
VLCC	52	1578
苏伊士	3	48
阿芙拉	12	132
巴拿马	33	240
灵便型及其他船型	51	190

船舶型号	船舶型号	船舶数量 (艘)	原油/成品油
合计		151	2188
(1) 4艘VLCC油轮		31.9	原油
(2) 3艘苏伊士型油轮		15.9	原油
(3) 3艘阿芙拉型原油轮		11.38	原油
2艘阿芙拉型成品油轮		11.38	成品油
(4) 2艘巴拿马型油轮 (6.5万吨级)		6.49	原油
购付2艘巴拿马型油轮 (7.2万吨级)		7.2	成品油

资料来源：公司公告、川财证券研究所

2019 年，公司抓住国际油运市场回暖的机遇，实现外贸油运运输收入 73.20 亿元，同比增加 10.82%；运输毛利 6.15 亿元，同比增加 6.40 亿元；毛利率 8.40%，同比增加 8.79 个百分点。

图 4：外贸油运业务营收及毛利率

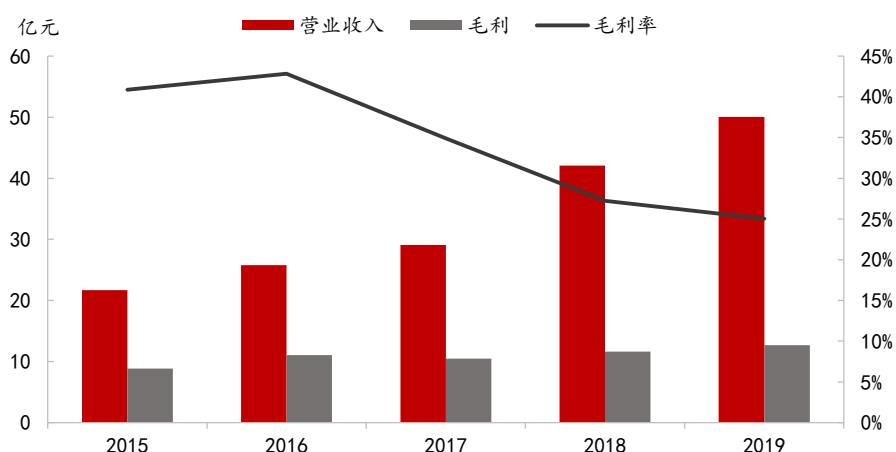


资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年，公司完成内贸油运运输收入 50.05 亿元，同比增加 18.99%；运输毛利 12.52 亿元，同比增加 9.26%；毛利率 25.02%，同比减少 2.23 个百分点。

图 5：内贸油运业务营收及毛利率



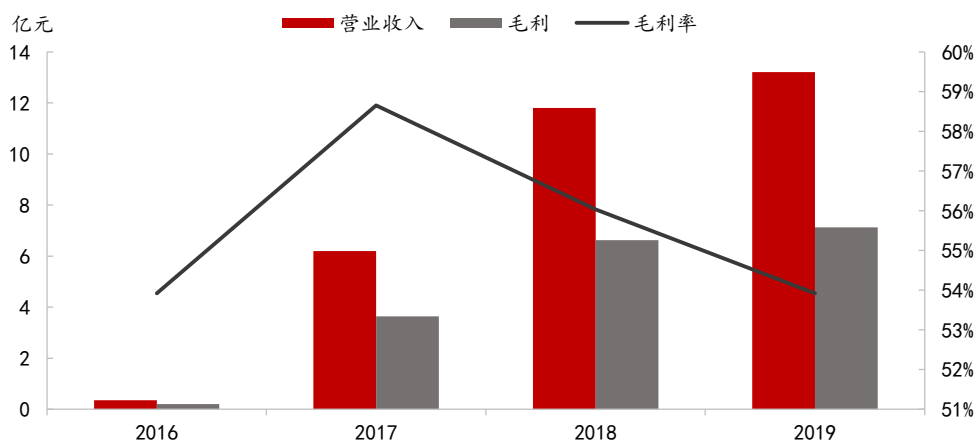


资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 2.2 LNG 运输业务

公司是中国 LNG 运输业务的引领者,是世界 LNG 运输市场的重要参与者。公司所属全资的上海中远海运液化天然气投资有限公司,和持有 50%股权的中国液化天然气运输(控股)有限公司(CLNG)是中国目前仅有的两家大型 LNG 运输公司。截至 2019 年 12 月 31 日,公司共参与投资 38 艘 LNG 船舶。其中,投入运营的 LNG 船舶 35 艘,在建 LNG 船舶 3 艘。

图 6: LNG 运输业务营收及毛利率



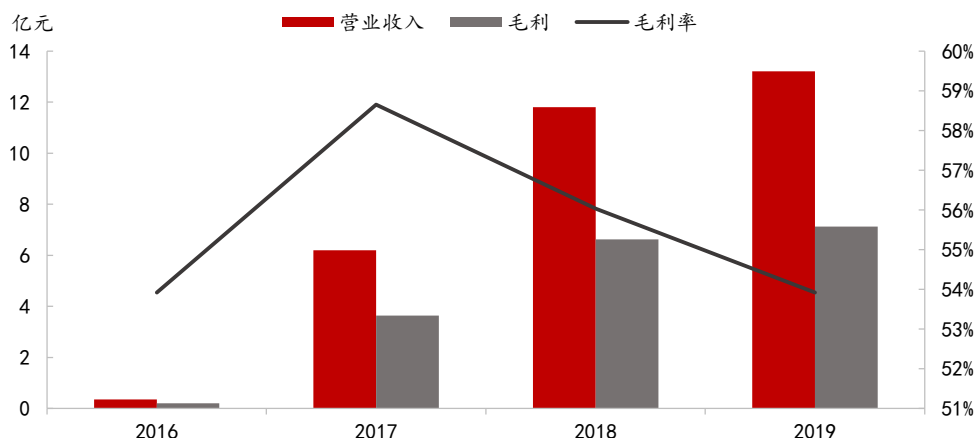
资料来源: Wind, 川财证券研究所

2019 年,公司完成 LNG 运输收入 13.21 亿元,同比增加 11.91%;运输毛利 7.13 亿元,同比增加 7.70%;毛利率 53.92%,同比减少 2.11 个百分点,实

现 LNG 运输板块投资收益 4.48 亿元，同比增长 82.23%，实现税前利润 6.03 亿元，同比增长 47.61%。

公司 LNG 运输业务规模稳步扩大，2019 年共有参与投资的 9 艘、155.2 万立方米 LNG 船舶上线运营。截至 2019 年末，公司共有参与投资的 35 艘、590 万立方米 LNG 船舶投入运营。

图 7：LNG 运输业务营收及毛利率



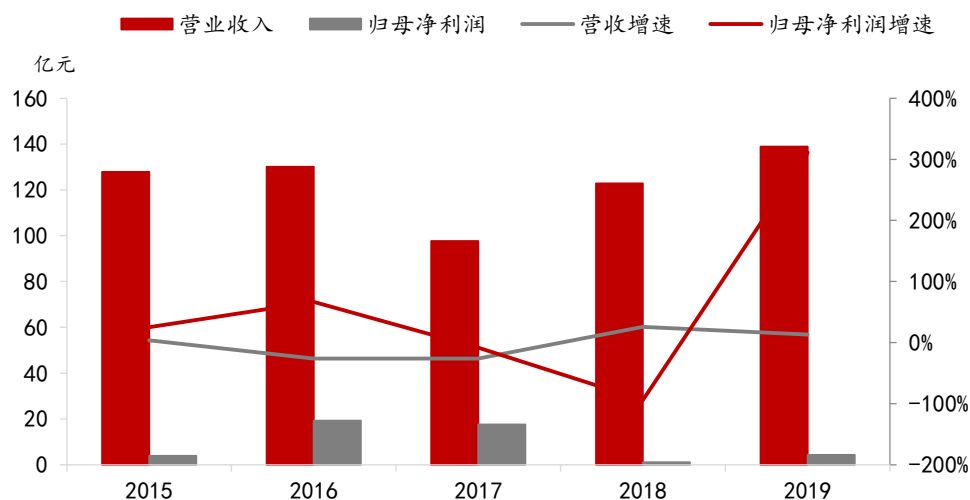
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 二、财务情况

### 1. 经营情况

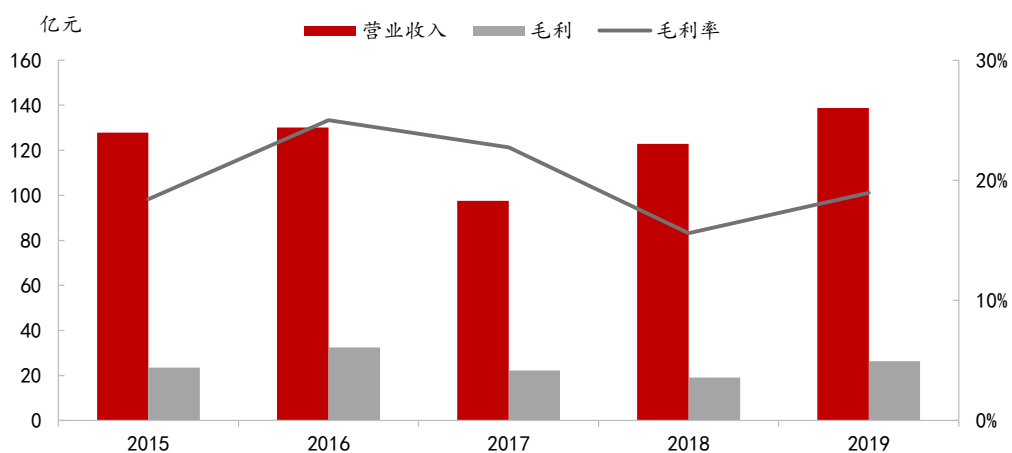
2019 年，公司实现主营业务收入 138.8 亿元，同比增加 12.97%；主营业务成本 111.09 亿元，同比增加 8.10%；毛利率同比提高 3.97 个百分点。实现归属于上市公司股东净利润 4.32 亿元，同比增加 310.54%

图 8：营业收入与净利润的增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：营业收入与毛利润

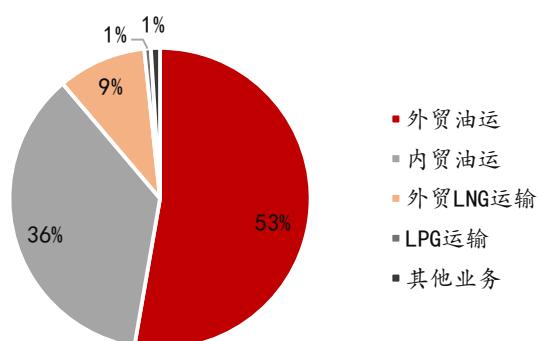


资料来源：Wind，川财证券研究所

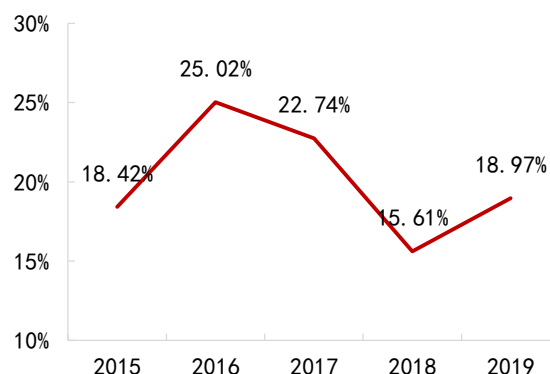
从公司营业收入构成来看，2019年，油运业务在公司营业收入中占比最高，外贸油运和内贸油运业务占比达到了89%，分别占比为53%和36%，其次为LNG运输业务，营收占比为9%。

图 10：2019 年营业收入构成

图 11：毛利率变化情况



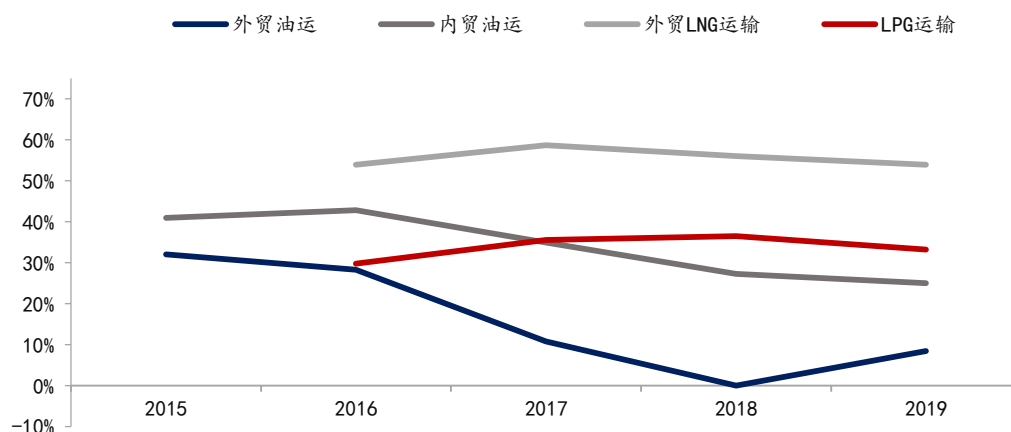
资料来源: Wind, 川财证券研究所



资料来源: Wind, 川财证券研究所

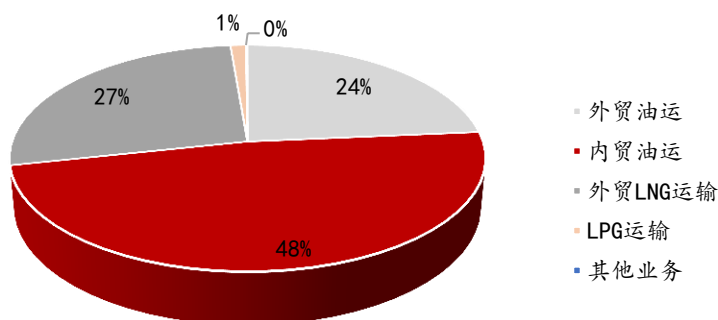
公司外贸 LNG 运输业务的毛利率最高，外贸油运业务的毛利率波动较大。2019 年公司外贸 LNG 业务毛利率为 53.92%，内贸油运毛利率 25.02%，外贸油运毛利率 8.4%。虽然外贸油运在营业收入中贡献占比最高，但受毛利率影响，2019 年外贸油运业务贡献了公司 27% 的毛利，而内贸油运业务贡献了公司 48% 的毛利，LNG 运输业务毛利占比达到 24%。

图 12: 公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

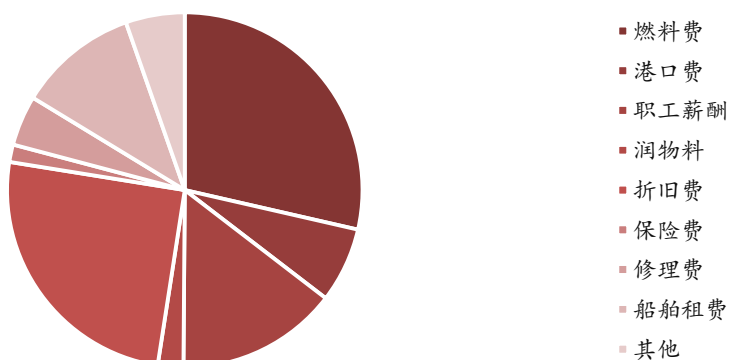
图 13: 2019 年公司分业务毛利构成



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2019 年在公司成本项目中, 燃料费占 29%, 排在第一位, 折旧费占 25%、职工薪酬占 15%、船舶租赁费占 11%、港口费占 7%。

图 14: 2019 年公司成本构成

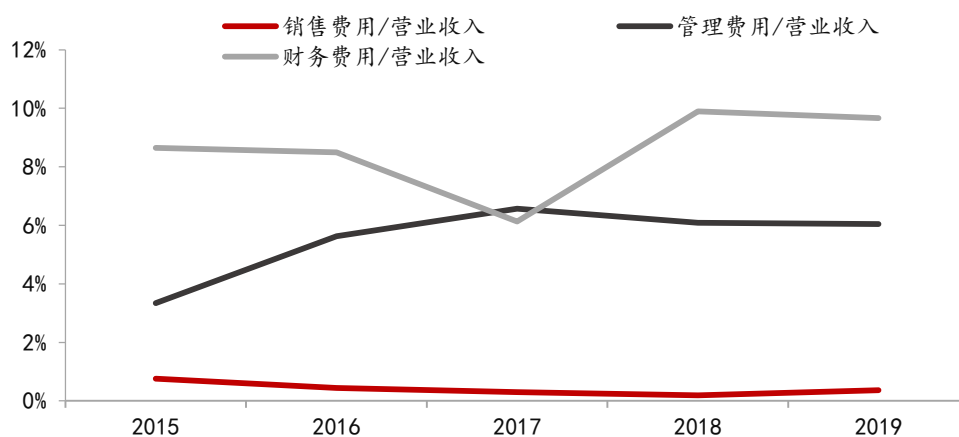


资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 2. 财务情况

2019 年, 公司销售费用为 0.49 亿元, 管理费用为 8.38 亿元, 财务费用为 13.42 亿元。公司三费占营业收入的比例相对比较稳定。

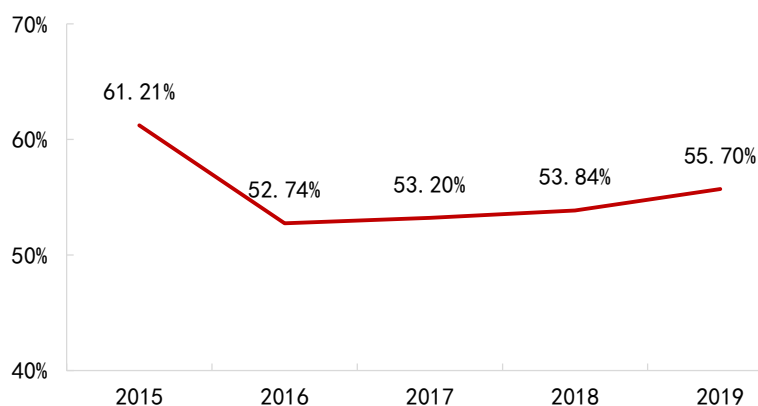
图 15: 三费占营业总收入的比重



资料来源: Wind, 川财证券研究所

截至 2019 年末, 公司的资产负债率为 55.7%。

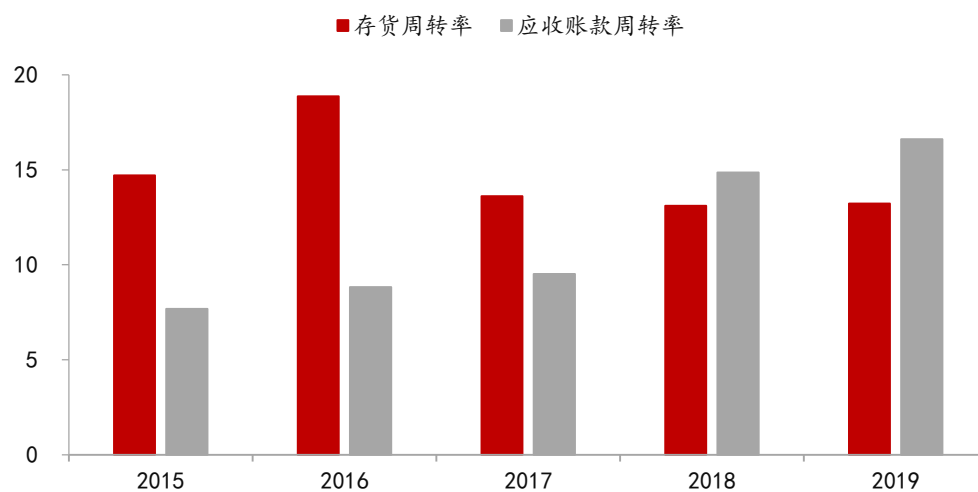
图 16: 资产负债率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司拥有优秀的应收账款和存货管理能力, 近年来, 公司应收账款周转率和存货周转率始终维持在较高水平, 应收账款周转率持续增长。

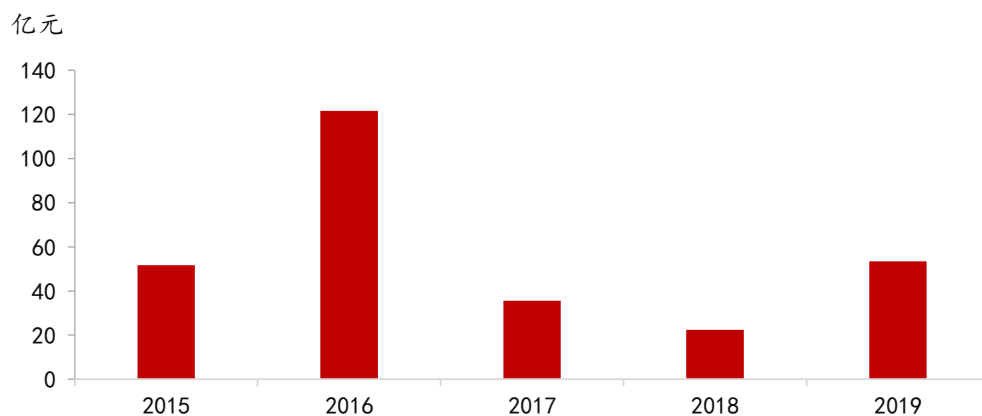
图 17: 应收账款周转率和存货周转率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

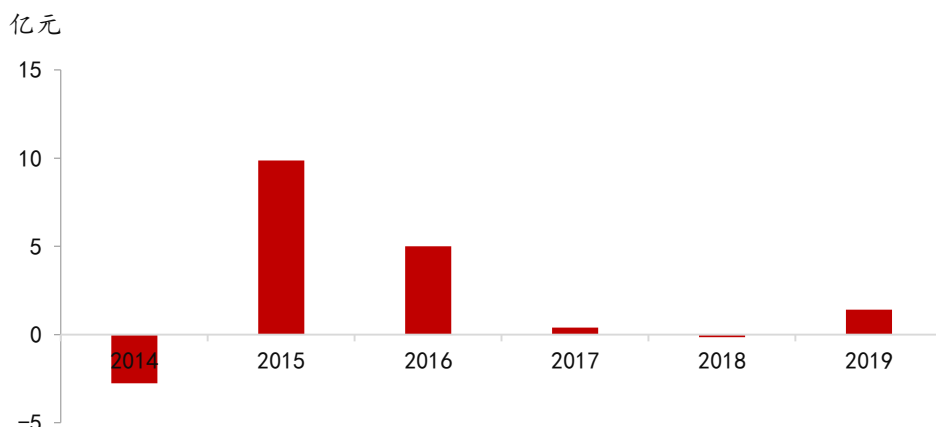
2019 年公司经营活动现金流量净额为 53.47 亿元, 2019 年公司净利润为 6.89 亿元, 公司当期净利润中现金收益的保障程度很高。

图 18: 经营活动现金流量净额



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 非经常性损益



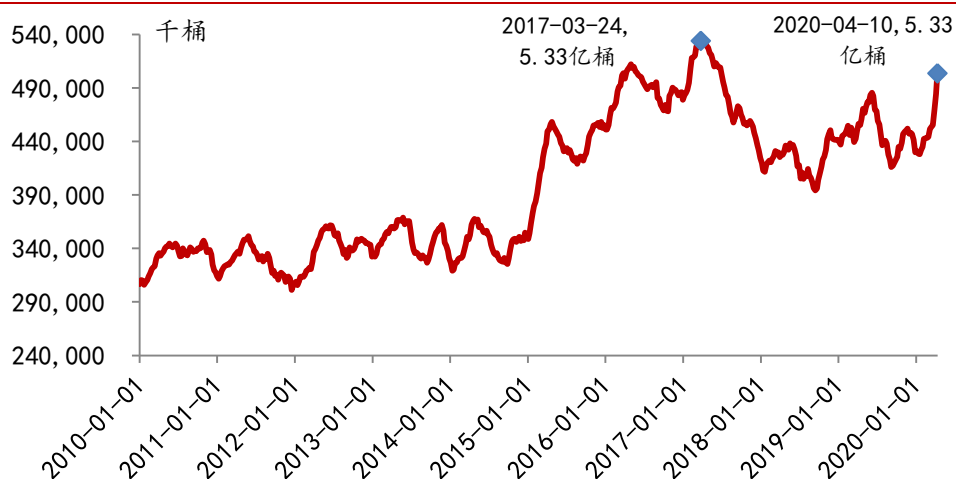
资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 三、投资机会

#### 1. 原油期现套利空间出现

石油库存正在由成品油库存饱和向原油库存饱和方向转移。随着全球原油需求的下降,未来可以在部分地区见到成品油或原油库存饱和的情况,导致当地石油现货价格大幅折价,或面临负值。

图 20: 美国商业原油库存



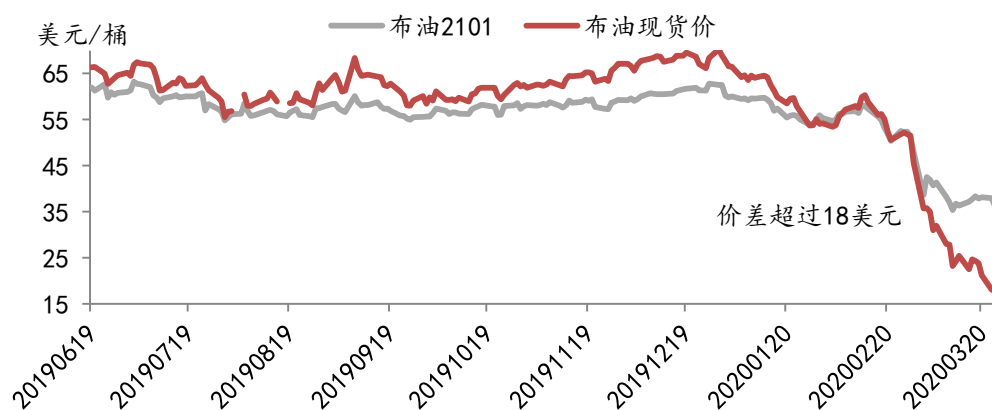
资料来源: Wind, 川财证券研究所

在国际原油价格远期升水的结构下,原油远期价差超过 VLCC 储油的成本,



贸易商存在储油套利的空间，就会有更多的大型油轮用于储存原油。最近布伦特期货和现货价差已经拉大到超过 18 美元/桶，超过我们根据 TCE 运费模型计算的储油成本，可以实现套利。

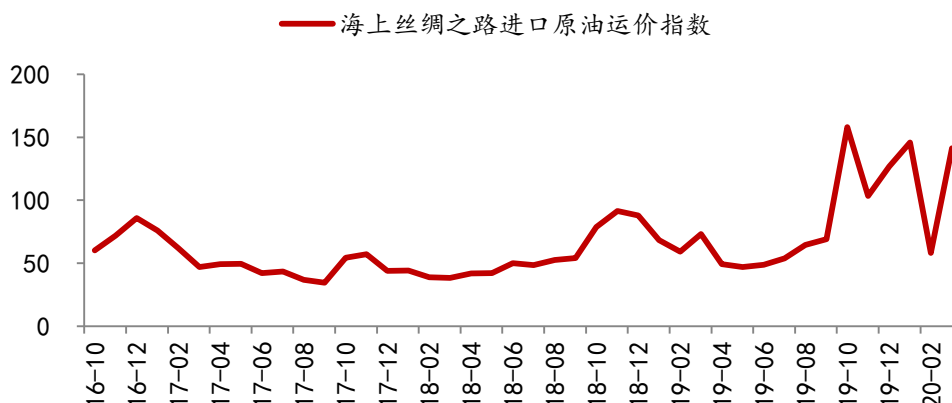
图 21：布伦特油价期货和现货价差



资料来源：Wind，川财证券研究所

在国际原油价格远期升水的结构下，原油远期价差超过 VLCC 储油的成本，贸易商存在储油套利的空间，就会有更多的大型油轮用于储存原油，并且和陆上储罐相比，VLCC 移动方便，便于实现全球交割。2008 年的时候，国际原油价格升水，全球 VLCC 可用运力的 10% 用于储油。

图 22：海上丝绸之路进口原油运价指数

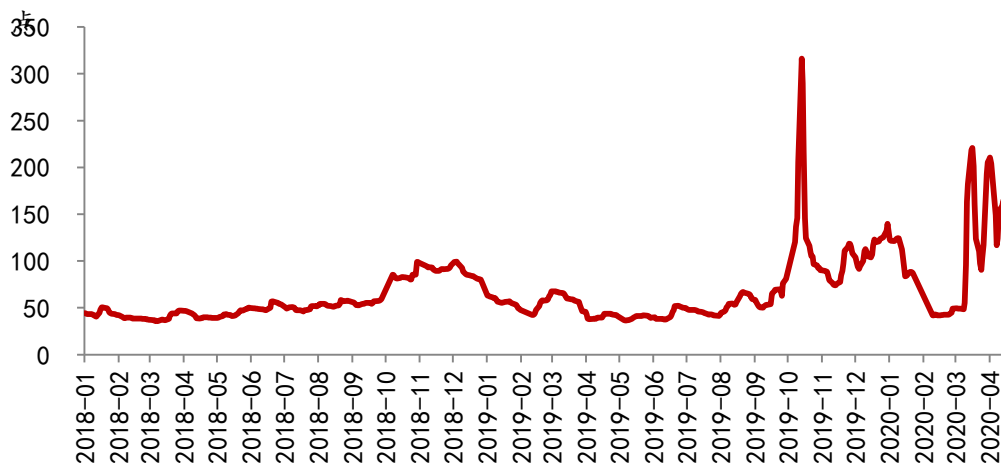


资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：中东到宁波的运价指数

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

CTFI: 中东湾拉斯坦努拉-宁波



资料来源: Wind, 川财证券研究所

当前即期运费水平冲高，期租租金也跟随上涨，在油价 26 美元/桶、租金 10 万美元/天、储油 270 天的假设下，布伦特原油期货和现货价差超过 14 美元/桶时就存在储油套利的空间，而最近的期现价差已经超过 18 美元/桶。

表格4：油轮储油成本测算

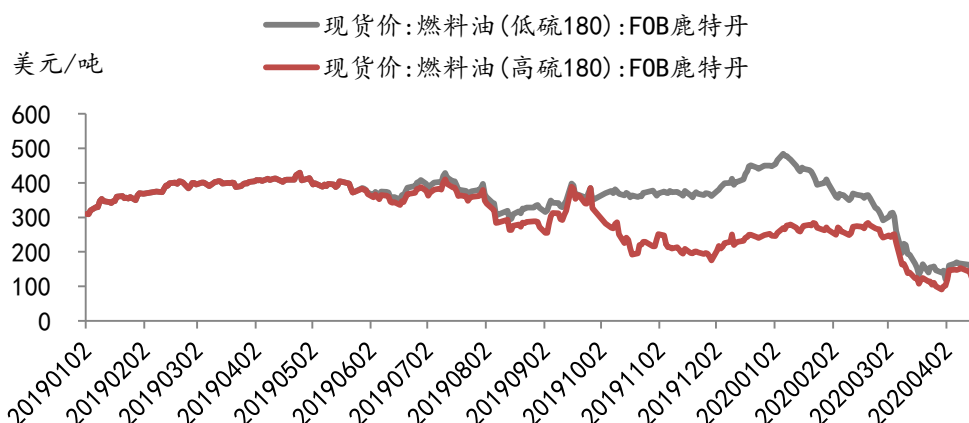
	情景1	情景2	情景3	情景4
原油价格 (美元/桶)	26	26	26	26
单艘油轮装载量 (万桶)	200	200	200	200
单艘油轮货值 (万美元)	5200	5200	5200	5200
TCE (万美元/天)	4	6	8	10
存储时间 (天)	270	270	270	270
存储成本 (万美元)	1080	1620	2160	2700
年化利率	0.0200	0.0200	0.0200	0.0200
资金成本 (万美元)	76.93151	76.93151	76.93151	76.93151
损耗率	0.0050	0.0050	0.0050	0.0050
损耗 (万美元)	19.23288	19.23288	19.23288	19.23288
储油的总成本 (万美元)	1176.164	1716.164	2256.164	2796.164
单桶成本 (美元/桶)	5.880822	8.580822	11.28082	13.98082

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 2. 低硫燃料油对运输成本的影响变小

因国际油价下降，成品油价格也大幅下降，船用燃料油的成本也大幅下降。同时带来高、低硫燃料油的价差在收窄，低硫燃料油对公司成本的影响在变小。

图 24：高、低硫燃料油价差大幅收窄



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 3. 新船采购成本低

公司新船采购的较早，船舶采购费用相对较低。2015-2018 年是船舶采购费用的低点，公司抓住时机采购船舶 18 艘，累计采购金额超过 60 亿元。采购费用的相对降低将减少未来折旧的压力，改善后期利润空间。

图 25：公司新购船舶价格

单位：人民币百万元

船型	2020	2021	2020年至2021年小计
4艘31.9万吨VLCC	1,323.65	916.32	2,239.97
2艘30.8万吨VLCC	503.55	344.53	848.08
3艘15.8万吨油轮	860.75	266.42	1,127.17
3艘11.4万吨油轮	723.24	-	723.24
2艘10.99万吨油轮	593.06	-	593.06
2艘6.49万吨油轮	385.68	-	385.68
2艘4.99万吨油轮	108.06	405.23	513.29
合计	4,497.99	1,932.50	6,430.49

资料来源：公司推介材料，川财证券研究所

图 26：VLCC 新造船价格

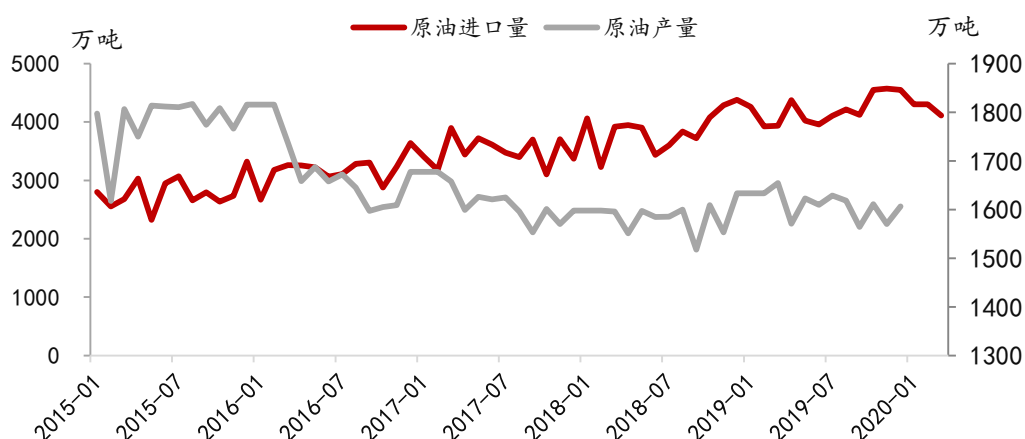


资料来源：公司推介材料，川财证券研究所

#### 4. 中国油气运输增长空间大

我国自有油轮运力只能达到进口量的3成，且我国自产原油增速不及进口增速，若未来以“国油国运”为目标，即使现在仍有近两倍的发展空间。

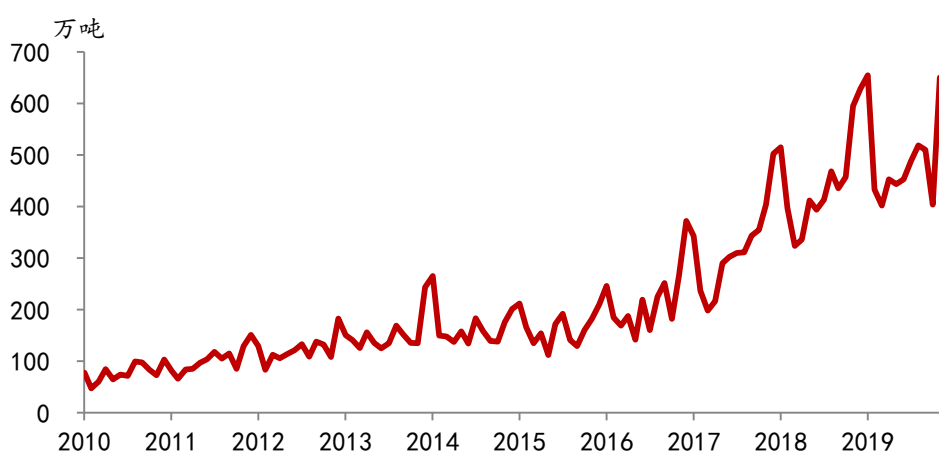
图 27：原油进口量快速增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

我国 LNG 进口量也保持较快增速, 尤其是自 2017 年煤改气政策实施以来, 进口增速超过 10%, 并一度达到 20%。最近几年, 我国进口 LNG 的主要瓶颈在 LNG 接收站的接受能力不足, 且分别位置难以满足周边市场的需求。据我们统计在建及未来规划的 LNG 接收站数量较大, 若全部建设将足以满足市场需求, 同时也为 LNG 船舶的未来增长打开空间。

图 28: 进口液化天然气



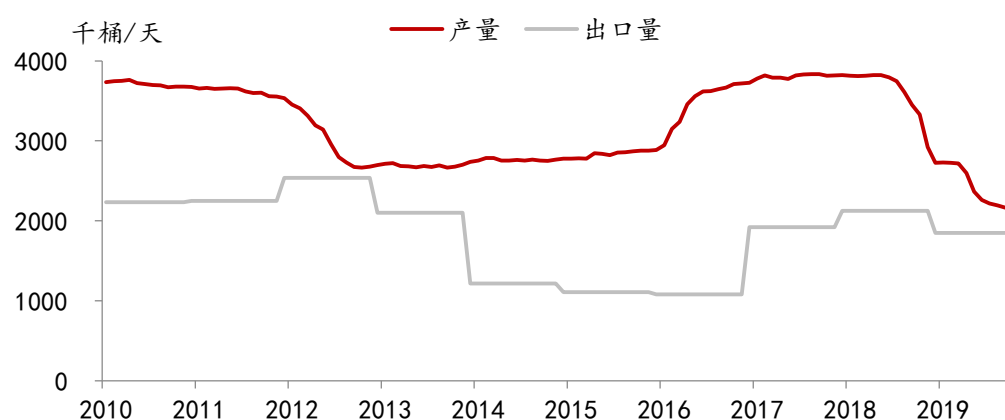
资料来源: Wind, 川财证券研究所

我国自有 LNG 运力仍在不断增长的过程中, 但造船时间普遍在 4 年左右, 而我国 LNG 进口增速过去几年非常快, 从而导致运输保障能力减弱。因 LNG 运输多为长协, 未来海外新增进口产能将利好公司 LNG 业务。

## 5. 大连油运制裁被解除

今年一月美国已经解除对公司的子公司大连中远海运油运的制裁。伊朗因受到美国的制裁，其原油出口量已经大幅减少，未来对公司外贸油运的业务量影响较小。

图 29：伊朗原油产量及出口量



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019年9月25日，美国财政部对公司子公司大连中远海运油运等6家中国公司实施制裁。2019年10月24日，美国财政部发布了一项两个月的临时制裁豁免许可，允许“维持或终止”与大连中远海运油运的交易往来，豁免有效期至2019年12月20日。2020年1月31日，美国财政部官方网站显示，解除对大连中远海运油运的制裁。

### 三、估值评级

受原油期现价差影响，外贸油运业务的运费有望维持较高水平，并且公司 LNG 运输业务提供安全垫。预计 2020-2022 年营业收入分别为 176、182、186 亿元，实现 EPS 分别为 0.37、0.37、0.38 元/股，对应 PE 分别为 24、24、23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格5：中远海能可比公司

代码	简称	收盘价 20200426 (人民币：元)	总市值 20200426 (人民币：亿元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20200426 (TTM) (倍)
600026.SH	中远海能	8.87	367.5	1.5	97.9
601872.SH	招商轮船	7.20	485.3	3.5	30.0
600428.SH	中远海特	3.17	68.0	1.5	65.5
601919.SH	中远海控	3.70	406.7	23.2	6.7

资料来源：Wind，川财证券研究所

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
利润表 (人民币, 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12286.00	13880.08	17600.00	18200.00	18600.00	经营性现金净流量	2234.23	5318.79	8323.62	11781.62	8195.42
减:营业成本	10368.27	11247.01	12100.00	12700.00	13100.00	投资性现金净流量	-2429.89	-792.34	140.78	140.78	140.78
营业税金及附加	54.05	62.33	75.40	77.97	79.69	筹资性现金净流量	-1408.35	-4168.98	-8338.85	-3070.97	-2978.18
营业费用	22.80	49.30	49.28	50.96	52.08	现金流量净额	-1546.77	422.91	125.56	8851.44	5358.02
管理费用	748.09	838.09	1097.09	1134.49	1159.43						
财务费用	1214.54	1341.90	1117.57	877.18	715.19						
资产减值损失	0.00	-23.78	-11.57	-11.57	-11.57	财务分析和估值指标					
加:投资收益	520.26	719.57	500.00	500.00	500.00	盈利能力					
公允价值变动损益	1.29	-0.12	0.00	0.00	0.00	毛利率	15.61%	18.97%	31.25%	30.22%	29.57%
其他经营损益	-22.25	-65.89	-29.38	-29.38	-29.38	销售净利率	2.40%	4.82%	17.03%	17.29%	17.46%
营业利润	377.56	1018.79	3642.85	3841.59	3975.81	ROE	0.27%	1.46%	6.46%	6.83%	7.10%
加:其他非经营损益	1.71	-56.33	168.03	168.03	168.03	ROA	2.58%	3.79%	8.82%	8.50%	8.37%
利润总额	379.27	962.46	3810.88	4009.62	4143.84	ROIC	2.49%	3.32%	7.36%	7.96%	9.48%
减:所得税	84.99	293.27	812.96	862.64	896.20	成长能力					
净利润	294.28	669.19	2997.92	3146.97	3247.64	销售收入增长率	25.89%	12.97%	26.80%	3.41%	2.20%
减:少数股东损益	218.73	257.75	1193.72	1253.07	1293.15	净利润增长率	-83.61%	127.40%	347.99%	4.97%	3.20%
归属母公司股东净利润	75.55	411.45	1804.20	1893.90	1954.49						
资产负债表 (人民币, 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本结构					
货币资金	2588.60	2886.01	3011.57	11863.00	17221.02	资产负债率	53.94%	53.94%	48.51%	48.16%	46.86%
应收和预付款项	1356.50	1548.74	2668.49	1704.76	2772.50	流动比率	0.49	0.46	1.14	2.19	3.43
存货	926.85	774.26	1043.57	864.40	1103.66	速动比率	0.39	0.38	0.93	2.03	3.23
其他流动资产	120.42	184.47	184.47	184.47	184.47	经营效率					
长期股权投资	5208.24	5542.01	6042.01	6542.01	7042.01	总资产周转率	0.20	0.23	0.31	0.31	0.31
投资性房地产	21.29	50.71	50.71	50.71	50.71	存货周转率	11.19	14.53	11.59	14.69	11.87
固定资产和在建工程	49311.44	49146.98	42600.33	36053.68	29507.03	业绩和估值					
无形资产和开发支出	149.70	147.00	133.67	120.34	107.01	EPS	0.016	0.086	0.379	0.398	0.410
其他非流动资产	1465.10	1243.63	1237.28	1230.93	1230.93	BPS	5.919	5.905	5.865	5.822	5.778
资产总计	61148.14	61523.82	56972.10	58614.30	59219.34	PE	555.38	101.98	23.26	22.15	21.47
短期借款	4256.27	5130.00	0.00	0.00	0.00	PB	1.49	1.49	1.50	1.51	1.52
应付和预收款项	1642.99	2453.25	2031.03	2622.99	2144.20						
长期借款	21277.63	19819.00	19819.00	19819.00	19819.00						
其他负债	5808.20	5785.50	5785.50	5785.50	5785.50						
负债合计	32985.08	33187.76	27635.54	28227.50	27748.70						
股本	4032.03	4032.03	4032.03	4032.03	4032.03						
资本公积	7559.34	7571.80	7571.80	7571.80	7571.80						
留存收益	16600.25	16520.90	16327.68	16124.86	15915.54						
归属母公司股东权益	28191.62	28124.74	27931.51	27728.69	27519.37						
少数股东权益	1080.58	1042.87	2236.59	3489.66	4782.81						
股东权益合计	29272.20	29167.61	30168.10	31218.35	32302.19						
负债和股东权益合计	62257.28	62355.37	57803.64	59445.85	60050.89						



## 风险提示

### 国内进口原油量大幅下滑

国内原油进口量下降将影响公司未来运量前景。

### 外贸原油运费大幅回落

外贸原油运费大幅回落将影响公司外贸油运业务的利润。

### 国外政策和法律风险

国外政策和法律风险变化将影响公司外贸油运和 LNG 运输的业绩。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004