

中远海能 (600026.SH)

全球能源海运龙头，有望受益于周期反转

增持

核心观点

公司是全球运力规模最大的油运船东、国内 LNG 运输业务的引领者。油运方面，公司旗下拥有和控制油轮总数共 168 艘，运力覆盖了全球主流的油轮船型，是全球船型最齐全的油轮船队。LNG 方面，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 CLNG 是中国目前仅有的两家大型 LNG 运输公司。

油运行业研究框架：油运行业是典型的强周期、高弹性行业，运价的波动是行业内公司业绩的主要决定因素之一，多数情况下行业的 β 比公司的 α 更为重要。为此，我们将运价波动的影响因素分解为原油供给、有效运力、运距乘数、地缘政治及浮舱囤油五项，其中前三项为行业基本面的基础性决定因素，分别对应运价的长期方向及持续性、运价短期弹性及持续能力和需求的乘数效应；地缘政治虽然无法预测，但是每当发生，可以作为提前布局行业的信号及行业短期供需的测试机制；浮舱囤油则为行业景气度的扩大器，对当前行情的高度及长度形成正反馈。

行业或已渐入右侧，周期反转可期。根据我们的运价分析框架，行业已在底部逐步边际改善。需求层面，当前全球逐步走出疫情影响，原油的消费量已经开始回升，库存端主要经济体的石油库存亦已处于较低水平，补库存或一触即发，且 OPEC 和美国的原油仍有超 750 万桶/天的扩产空间。有效运力层面，23 年起行业的运力交付增速大概率走弱，环保标准的执行或将加速老旧运力拆解并限制现有运力的航速。运距层面，当前俄乌的冲突可能带动全球油运格局发生变化，平均运距大概率有所拉长，且美油出口的增长亦将拉长平均运距。种种迹象皆表明，虽然周期反转的节奏难以确定，但是大概率行业已经渐入右侧，改善可期。

保守测算，TCE 在盈亏平衡点上方每波动 1 万美元/天，公司外贸油运业务可以取得约 10 亿元增量利润。根据我们的计算，公司 VLCC 船队的 TCE 保本点约为 2.4 万美元/天，结合公司自营 48 艘、租出 12 艘的 VLCC 规模，理论上每 1 万美元的运价波动公司可以取得 12.4 亿元的增量业绩，但是考虑到公司与客户的长期合作，公司的承运运价的波动性可能较行业运价略小，我们以 80% 弹性测算，1 万美元仍对应公司约 10 亿元的业绩弹性。

内贸油运及 LNG 运输为公司业绩压舱石，静待 LNG 运力投放。历史上来看，内贸和 LNG 业务均较为稳定，18 年以来内贸油运的毛利率维持在 25%-27% 之间，LNG 业务的毛利率则在 52%-56% 之间波动，两者共同为公司稳定贡献约 21 亿元的毛利。此外，公司目前在运营 LNG 船舶 38 艘，在建 LNG 船舶 9 艘，待运力充分投放，LNG 业务仍有较大增长空间，或成为公司的第二增长极。

投资建议：油运行业基本面已经逐步步入右侧，行业有望迎来周期反转的上行区间，海能作为全球最大油运船东，盈利弹性有望充分释放，中性假设下，我们预计公司 22-24 年实现净利润 11.19、38.78、25.86 亿元（由于运价的弹性较大，盈利预测可能存在较大偏差），当前股价对应公司 A 股的 PB 估值为 2.02、1.85、1.75X，给予公司 2022 年末 2.19-2.30X 的合理 PB 估值，对应目标价 13.52-14.16 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。此外，Q2 以来公司 AH 溢价率持续走阔，我们认为随着公司业绩的兑现，溢价率有望逐步恢复，建议同步关注估值更低的中远海能（H）的投资机会。

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

证券分析师：姜明

021-60933128

gaosheng2@guosen.com.cn

jiangming2@guosen.com.cn

S0980522070001

S0980521010004

基础数据

投资评级	增持（首次覆盖）
合理估值	13.52 - 14.16 元
收盘价	12.46 元
总市值/流通市值	59447/59447 百万元
52 周最高价/最低价	13.06/4.85 元
近 3 个月日均成交额	653.78 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

风险提示：估值体系风险、盈利预测风险、全球原油需求不及预期风险、运力增速下降不及预期风险、环保政策风险、燃油等成本超预期风险等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,385	12,699	15,085	18,236	16,991
(+/-%)	18.0%	-22.5%	18.8%	20.9%	-6.8%
净利润(百万元)	2373	-4975	1119	3878	2586
(+/-%)	449.7%	-309.7%	扭亏	246.7%	-33.3%
每股收益(元)	0.50	-1.04	0.23	0.81	0.54
EBIT Margin	23.4%	-0.6%	7.8%	21.5%	15.1%
净资产收益率(ROE)	6.9%	-17.4%	3.8%	12.1%	7.6%
市盈率(PE)	25.0	-11.9	53.1	15.3	22.9
EV/EBITDA	14.3	36.0	25.1	14.0	17.4
市净率(PB)	1.71	2.08	2.02	1.85	1.75

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

内容目录

公司概况	6
公司沿革及经营概况	6
公司的竞争优势	7
行业简析：高弹性的强周期性行业	8
油运具备周期性和高弹性，运价是核心因素	8
运价分析框架：五重因素拾级而上	11
运距的乘数效应	15
地缘政治事件对油运投资具备指导意义	16
浮舱囤油——油运行业独有的景气放大器	17
油运行业是否已经逐步进入反转的右侧？	18
业务分析：外贸油运贡献弹性，内贸及 LNG 稳定收益	21
外贸油运的弹性测试	22
内贸油运与 LNG 业务为公司的安全垫	23
财务分析	24
盈利预测	26
前提假设	26
盈利预测的敏感性测试	28
估值与投资建议	29
估值方法：参考 2013Q4 的行业平均 PB	29
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33
免责声明	34

图表目录

图1: 中远海能历史沿革	6
图2: 中远海能股权结构	7
图3: 行业运价分析框架	11
图4: 全球经济高增时消费需求拉动油运需求	12
图5: 全球油价较低时, 库存端的需求带动行业景气提升	12
图6: 原油供需出现极端情况时对油运企业的影响	13
图7: 历史上原油产量与油运 TCE 在大趋势上保持一致	13
图8: 油轮运力增速放缓有助于运价提升	15
图9: 70 年代苏伊士运河关闭导致运距大幅提升	16
图10: 页岩油革命以来美油出口大幅增加	16
图11: 美油出口至远东的量增长会拉长油运运距(千桶/天)	16
图12: 21 年全球原油消费量已经略有回升	18
图13: OECD 石油库存已达 2010 年以来最低位	18
图14: 截至 6 月 OPEC 仍有 470 万桶/天的扩产空间	19
图15: 截至 4 月美国仍有 130 万桶/天的扩产空间	19
图16: 当前在手订单占运力比持续下行	19
图17: 未来三年将有 91 条船进入老旧船行列	19
图18: 欧盟制裁俄油潜在可能拉长全球油运运距	20
图19: EIA 预计 2025 年前美油出口量持续增加	21
图20: 公司历史分业务收入占比	21
图21: 公司历史分业务毛利占比	21
图22: 公司内贸油运及 LNG 运输业务收入及毛利率	24
图23: 公司内贸与 LNG 业务为业绩的压舱石	24
图24: 公司收入及同比增长率	24
图25: 公司扣非归母净利润及增长率	24
图26: 公司经营性现金流较为健康	25
图27: 公司 FCFF 具备较大波动性	25
图28: 可比公司在 2013H2 的 PB 倍数变化	29
图29: 中远海能 AH 溢价率 Q2 以来持续走阔	30

表1：行业运价在年内往往也具有数倍的差值	9
表2：Q1、Q4 因欧美采暖需求为行业的旺季	10
表3：运费占货值比例低造就运价高弹性	10
表4：90 年以来部分地缘政治事件对油运影响	17
表5：中远海能 VLCC 盈亏平衡点测算	22
表6：中远海能 VLCC 船队弹性测算	23
表7：公司减值测试具体情况（万元）	25
表8：乐观情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 3.5、5.0、4.5 万美元/天)	27
表9：中性情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 2.5、4.5、3.5 万美元/天)	27
表10：悲观情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 2.0、3.0、3.3 万美元/天)	28
表11：公司在不同运价假设下的敏感性测试	28

公司概况

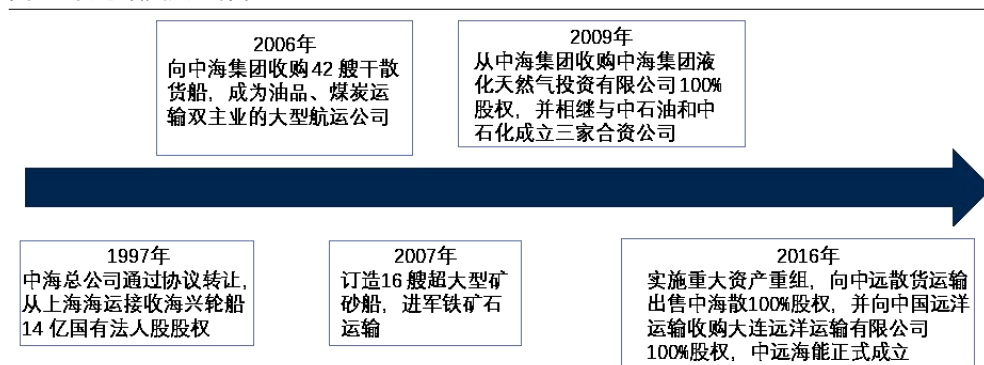
公司沿革及经营概况

公司 2016 年脱胎于中海发展股份有限公司，在中远、中海集团的重大资产重组过程中向中远散货运输（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”。

截至 21 年末，**公司是全球最大油运船东**，旗下拥有和控制油轮总数共 168 艘，运力规模达 2561 万载重吨，其中自有 156 艘，租入 12 艘。并且公司运力覆盖了全球主流的油轮船型，是全球船型最齐全的油轮船队。

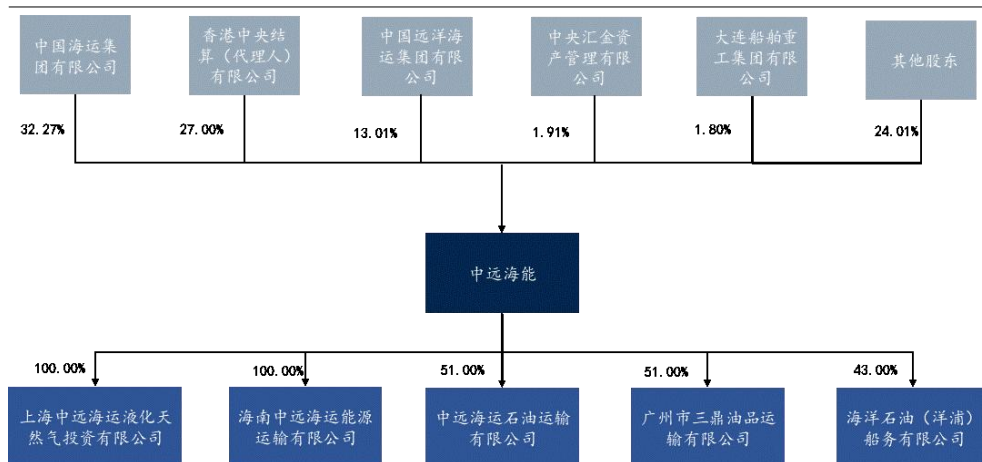
公司是中国 LNG 运输业务的引领者，是世界 LNG 运输市场的重要参与者。公司所属全资的上海中远海运液化天然气投资有限公司，和持有 50% 股权的中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）是中国目前仅有的两家大型 LNG 运输公司，主要服务于中国从澳大利亚、巴布亚新几内亚和俄罗斯进口 LNG 的项目，已经成为影响世界 LNG 运输市场的重要力量。

图1：中远海能历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：中远海能股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司的竞争优势

优势一：专业性与船队优势

公司聚焦油轮运输和 LNG 运输两大核心主业，并在这两个领域已形成了规模优势。通过科学地制定运力发展规划，合理地选择新建船舶类型、数量与建造时机，公司船队的船型、船龄结构不断优化，船队竞争力持续增强、市场份额不断提升，可以实现“内外贸联动”、“大小船联动”和“黑白油联动”。通过发挥船型和航线优势，公司能够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解决方案，帮助客户降低物流成本，实现合作共赢。

优势二：业务结构优势

国际油运是典型的强周期性行业，运费及收益的波动较为剧烈，这也造成了国际油运为主业的公司利润波动较为明显。中远海能的内贸运输业务和 LNG 运输业务收益稳定，在 21 年国际油轮业表现低迷的情况下，为公司贡献了 21.1 亿元毛利，显著增加了公司抗周期波动性。

优势三：品牌优势及客户资源优势

公司在油品运输方面拥有多年丰富的经验以及较高的品牌知名度、专业的航运经营管理团队，在业界树立了良好的公司形象，并培育了包括众多国内外大型企业集团在内的稳定客户群，主要客户均为全球知名石油公司。

行业简析：高弹性的强周期性行业

油运具备周期性和高弹性，运价是核心因素

周期性方面，国际油运市场需求与全球的经济周期息息相关，年内的波动性也非常明显。从长周期来看，原油的消耗量与全球宏观经济增长具备较强相关性，在经济上行期间原油消耗量会有所增加，油运行业的景气度也会随之提升。从年内来看，一四季度为传统旺季，主要来自于欧美等主要消费国的冬季采暖需求；二、三季度的消费量较低，全球炼厂也在这一时段中密集检修，因而油运市场的活跃度相对较低。

石油的金融属性较强、运费相对货值占比较低两大特点造就上下游对运费敏感度偏低，行业运价弹性较大。一艘 VLCC 往往可以运载 200 万桶以上的原油，以 100 美元/桶的价格计算，则货值超过 2 亿美金。而运费方面，由于行业普遍使用的 TCE 指标为扣除燃油成本的运价指标，我们按照燃油成本及油运公司收益两部分分开计算：对于租家来说，燃油成本部分相对固定，以 380 燃油价格为 500 美元/吨、VLCC 单日油耗以 100 吨的水平计算，则中东-远东一次折返的燃油成本约为 200 万美元，占货值比例约为 1%；在油运公司收益部分当中，以较高的 40000 美元/天计算，将产生费用约 200 万美元，占货值比例亦为约 1%，在大多数时间下，由于运费相对于货值较低的比例使得上下游对运价的敏感度较低，当油运需求旺盛时，船东议价权提升，运价的弹性非常明显。此外，全球原油的价格受地缘政治的影响较大，波动性较高，因而国际油运行业的运输货值具备较高的波动性，受其传导，运费的波动受地缘政治的影响也非常明显。

对于油运企业而言，由于成本端的波动较小，收益率主要取决于运价水平。行业中较为常见的租船方式为期租，因此对于船东而言，其需要负担的成本主要为船舶折旧、船员薪资、船员生活费（伙食等）、船舶相关的融资成本、维修维护等运营成本，不难看出这些成本多为固定成本，因此油运行业船东在成本端所承受的波动相对较小。因此行业的收益率主要取决于收入端，而主流航线的路线以及船舶的运营天数往往较为固定，最终可以发现运价对于船东业绩具有主导作用。

收入端的剧烈变化及成本端的类固定造就了盈利的高弹性。由于船舶的成本较为固定，可以几乎视作固定成本，而人员相关的运营成本占成本的比例不高，因此每一艘油轮往往具备一个 TCE 运价为基础的保本点，当行业运价超出盈亏平衡点，高出部分的运价与租期的乘积则可以视作毛利。

表1：行业运价在年内往往也具有数倍的差值

年份	TCE 年内最大值(美金/天)	TCE 年内最小值(美金/天)	年内 MAX/MIN
1990 年	44001	18454	2.4
1991 年	65291	17927	3.6
1992 年	29143	10573	2.8
1993 年	30475	15042	2.0
1994 年	20534	10146	2.0
1995 年	29849	13740	2.2
1996 年	35986	18005	2.0
1997 年	56628	27166	2.1
1998 年	46048	23597	2.0
1999 年	36046	14157	2.5
2000 年	94119	19885	4.7
2001 年	81089	17659	4.6
2002 年	77082	8785	8.8
2003 年	98161	16454	6.0
2004 年	225377	47133	4.8
2005 年	134892	25542	5.3
2006 年	116965	33063	3.5
2007 年	229484	20940	11.0
2008 年	196996	31141	6.3
2009 年	67743	9784	6.9
2010 年	76455	10486	7.3
2011 年	36132	4560	7.9
2012 年	40260	1917	21.0
2013 年	47366	1497	31.6
2014 年	66395	7724	8.6
2015 年	105379	25546	4.1
2016 年	100667	14254	7.1
2017 年	42986	3990	10.8
2018 年	58030	3859	15.0
2019 年	300391	6167	48.7
2020 年	250354	5603	44.7
2021 年	14966	-6779	-2.2
平均	89228	14938	9.1

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

表2: Q1、Q4 因欧美采暖需求为行业的旺季

年份	第一季(美金/天)	第二季(美金/天)	第三季(美金/天)	第四季(美金/天)
1990 年	31932	27238	26610	29515
1991 年	46671	39127	31482	28240
1992 年	16571	13776	15522	22453
1993 年	22274	18971	23113	18424
1994 年	12937	11898	16755	19157
1995 年	20184	18158	27131	24778
1996 年	28917	25638	29551	24974
1997 年	32135	33617	42440	45148
1998 年	36547	40384	36750	29624
1999 年	30641	19967	17100	17412
2000 年	25932	46763	65587	83476
2001 年	62797	36035	32977	23505
2002 年	17438	14766	13072	47896
2003 年	70433	43632	30881	64866
2004 年	84322	68076	76620	159564
2005 年	68956	41591	43168	98501
2006 年	73320	55256	81252	49826
2007 年	61732	51778	31098	90570
2008 年	92464	130671	95955	69517
2009 年	45134	20955	16850	30799
2010 年	48964	48078	19065	20132
2011 年	24681	14793	7567	16119
2012 年	26194	27441	4860	14942
2013 年	7115	11209	11674	34870
2014 年	29398	13824	22090	43906
2015 年	53646	56306	51862	81373
2016 年	58367	42590	19651	46639
2017 年	22409	18117	9889	19665
2018 年	8147	9107	13909	44795
2019 年	27948	12523	26103	92221
2020 年	75293	89891	18323	10313
2021 年	62	-3041	1750	-9327
历史平均	39486	34348	30021	43559
较均值差额	2633	-2505	-6833	6706

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

表3: 运费占货值比例低造就运价高弹性

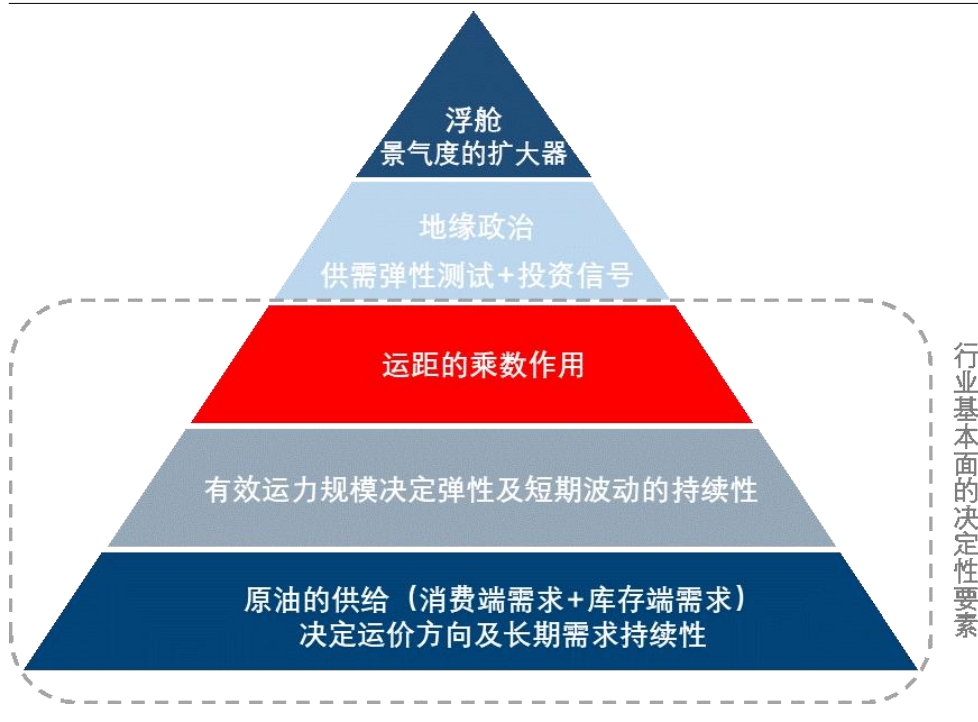
指标	数据		
TD3C 航线单程时间(天)	20		
历史平均 TCE (万美元/天)	3.69		
运费总值(万美元)	73.7		
油价(美元/桶)	50	80	100
货值(万美元)	10000	16000	20000
运费占货值比例	0.7%	0.5%	0.4%

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

运价分析框架：五重因素拾级而上

价格水平究其根本取决于供需，考虑到原油的金融及战略属性，我们将油运的运价水平拆解为原油的消费及库存需求、油运的平均运距、油轮的供给、地缘政治、浮舱囤油五个维度。

图3：行业运价分析框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

全球原油的产量或为行业总需求量的有效指标

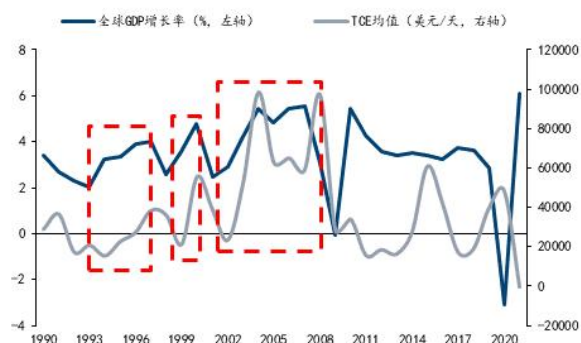
行业有效需求指标为运输周转量（吨海里），即海运贸易量与平均运距的乘积，因此运量、运距均为行业需求的决定性因素，运量可以进一步拆解为全球原油的消费量和全球原油库存量。

当全球经济出现较为明显的提升，原油的消费需求会有所改善，带动消费国采购意愿加强，国际油价进入上行通道，此时船东有望迅速取得主动权，推升行业运价，由于需求的改善具备一定持续性，行业景气周期的持续性也相对较高。回顾过去30年油运的运价，我们发现当全球对原油的需求量大幅上升，行业的运价均会给予正向反馈，其背后的逻辑在于当需求量有所提升，买卖双方的关注点将更偏重于原油能否按时按量到港，对运价的容忍度更高，而油运行业运费相对于货值占比较小的特点使得运价的弹性可以充分释放。典型的代表时期为中国自2001年加入WTO后，为全球经济的增长注入了新动能，期间全球经济实际增速从2.5%提升至5.7%，油运行业的TCE从1.2万USD/天提升至高点突破20万USD/天。

此外，当原油消费需求失速下滑，价格出现较大幅下跌时，国家战略储备及炼厂具有补库存需求，对油运需求形成一定支撑，假设油价跌至不可持续的低位，如原油开采公司的成本之下，着眼长期的库存端需求或将更为激进，此时油运需求可能出现不降反升。自 1973 年全球石油危机后，原油消费国对能源安全的重视程度有所提升，为避免再次出现因缺少原油造成的经济停摆，西方工业国使用能源战略储备的方式来抵御类似冲击。一般情况下，全球原油的短缺往往出现在经济过热及滞涨阶段，原油的消费量及国际油价都处在较高水平，此时各国会消耗自身的战略储备以维持本国经济的正常运转。当美林时钟转向衰退，全球对原油的消费量会随着商业活动规模缩减而下滑，但是供需格局改善后的原油亦会迎来跌价，有能力的国家会借机重建战略库存，对油运行业的景气度形成一定支撑。如果油价下跌至一个不可长期持续的位置，各国会加大战略储备的力度，炼厂为巩固自身盈利能力，亦将增加自有库存以摊低成本，形成库存端需求对消费端需求的替代，油运行业的景气度可能不降反升。

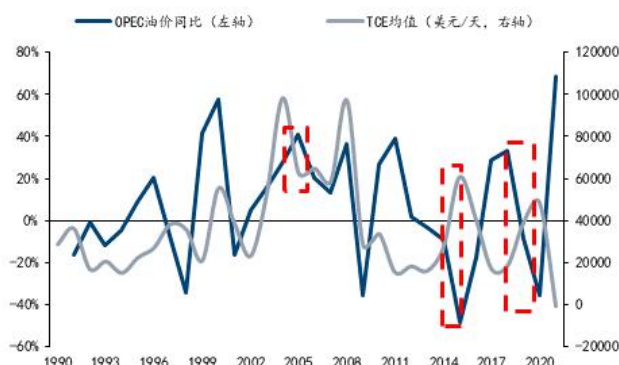
综上所述，油运行业景气度的主要驱动因素仍为原油的需求，但是在原油的消费需求的基础上，还应考虑库存端的需求。在实际研究的过程中，由于即时的消费需求难以量化、库存数据难以追踪，在供需维持基本平衡的基础假设下，我们可以认为全球原油的供给（产量）是消费量需求及库存增长需求的总和，换言之，全球原油的产量是观测油运景气度相对有效的指标之一。

图4：全球经济高增时消费需求拉动油运需求



资料来源：Wind，克拉克森，国信证券经济研究所整理

图5：全球油价较低时，库存端的需求带动行业景气提升



资料来源：Wind，克拉克森，国信证券经济研究所整理

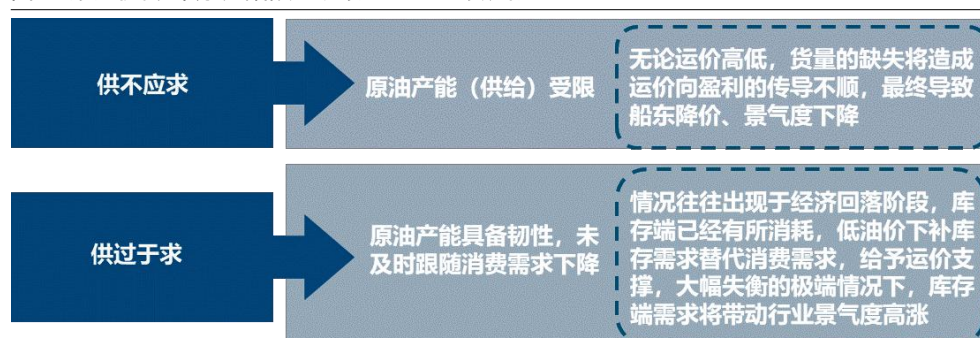
但是由于一些特殊事件和特殊阶段的存在，原油的供需格局亦可能出现非常规的状况，供需大幅失衡的情况无非两种，即供过于求和供不应求，我们对两种情况进行分别讨论。

极度供不应求：由于大多产油国的经济高度依赖于原油的出口，因此除非产油国以提升销售价格为目的共同实行协议减产，单一国家减少产量对自身经济可能造成实质性损害，主动减产的意愿相对较弱；而当经济和原油需求复苏，产油国又将迅速提升产量以增加市占率和经济收入。因而我们推断，供不应求的状况或只会出现于地缘政治因素造成的原油产能受限或有效供给受限。历史上，80年代两

伊战争导致的霍尔木兹海峡关闭、1973 年第一次石油危机便是主要代表，我们认为一旦出现类似情况，有效供给的缺失或将造成全球的原油贸易量出现大幅下滑，届时油运企业的盈利能力均将受限。

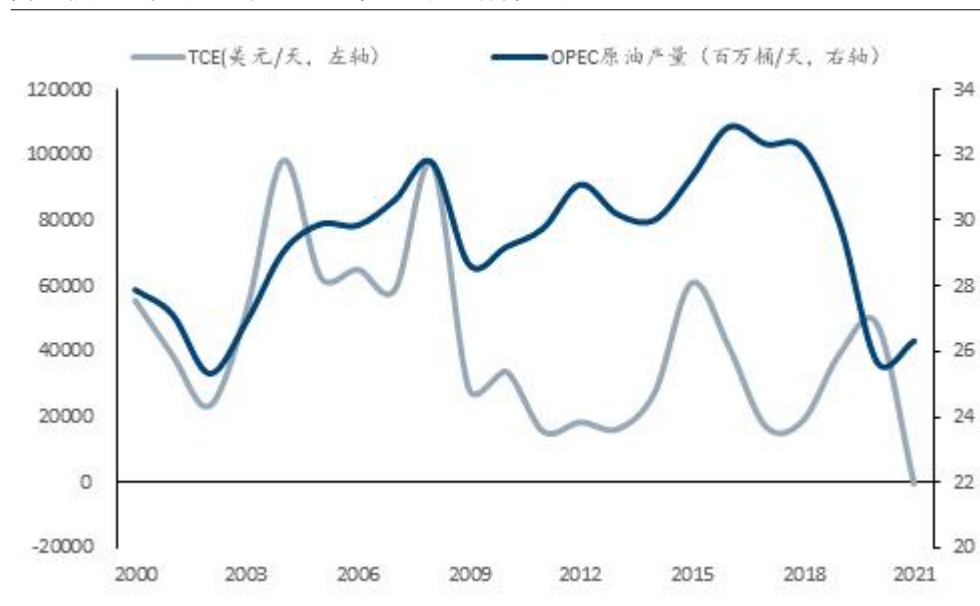
极度供过于求：当原油的产量大幅超过了原油的需求，油价的下行会使得全球的原油库存会迎来大幅的提升，当陆地仓储设施面临胀库，买方无力继续抢油，买卖双方均可能主动/被动使用 VLCC 进行浮舱囤油，直至原油的供给缩减、消费量的提升，且此时油价往往处于较低位置，套利机会的存在会对运价形成托底效应，因此供给量仍能在一定程度上反映油运行业的景气度。

图 6: 原油供需出现极端情况时对油运企业的影响



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 7: 历史上原油产量与油运 TCE 在大趋势上保持一致



资料来源：Wind，克拉克森，国信证券经济研究所整理

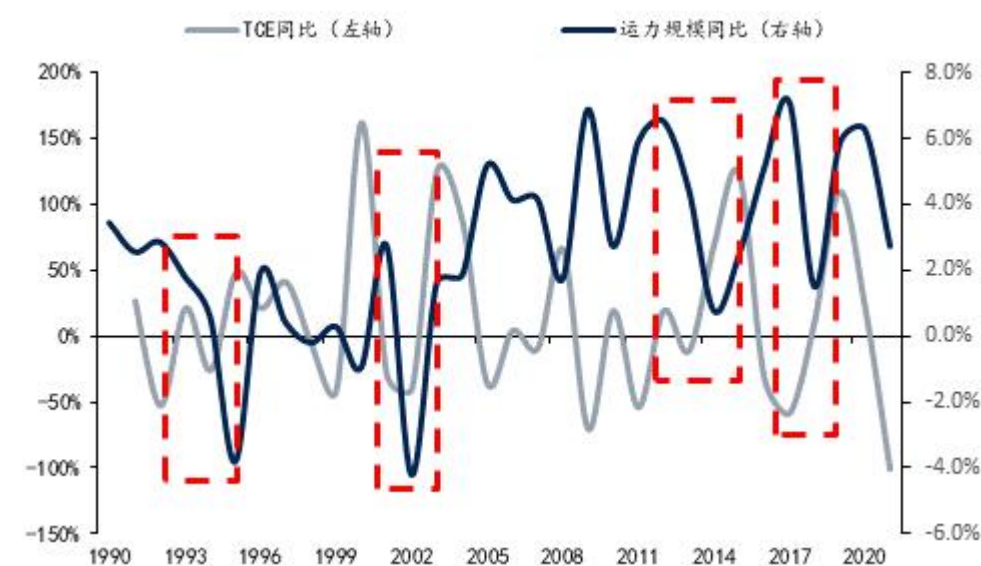
有效运力决定运价的弹性及短期波动持续性

虽然原油的供给量决定了油运行业景气的走向，但是油运行业具备高弹性，且行业曾出现过需求仍较为强劲而运价未能大幅上涨的情况，仅判断需求方向无法对投资形成完好的指导意义，运价抬升的高度、及行情持续的时长对于最终行业的盈利有着较为直接的影响。由于价格本质上由供需决定，**我们认为有效运力对需求的承接能力是行情抬升高度及持续性的主导性因素之一**。顺周期时，需求会随着经济增长而不断增长，此时运价的景气区间往往更长，如出现有效运力退出，则运价的弹性将会完全体现，如 02-04 年期间单壳油轮开始退出市场后 TCE 突破 20 万美元，07-08 年经济增长开始乏力但是运力的退出再度拉动运价突破 20 万美元；逆周期时，需求主要体现在库存端，全球主要经济体共同补库存带来的需求提升虽持续性可能稍弱，但是在有效供给缩减的催化下仍将出现较为可观的运价高峰。

由于油轮行业对安全性要求较高，船舶一旦进入老旧船行列，对主流租家的吸引力便会逐步下降，而 VLCC 的仓储功能导致有效运力与行业运力具备一定差距。从历史的船对数据来看，20 岁以上的老旧船舶大多不会继续 in service，且多为货主旗下自有运力，整体看并不活跃，其余船舶均处于闲置、储油或被制裁状态，无法参与租船市场，即已从有效运力的行列中退出。

除老旧船外，受到国际制裁的船舶亦无法作为有效运力。2018 年底以来，美国不止一次因地缘政治原因对油运船东进行制裁，直接导致船东旗下船舶无法正常航行和挂靠，而被制裁的运力将会暂时甚至永久性退出租船市场。2022 年，俄乌冲突以来，欧盟亦对俄罗斯船公司及运载俄油的油轮做出了一定限制，虽目前的影响较为有限，但是后续仍可能会有所发酵，造成有效运力的下降。此外，如行业内出现违反国际海事组织（IMO）规定的情况，船舶可能无法通过船级社的船级证书，此时船旗国及港口国将会就此进行法律执行与监管，造成船舶无法航行及靠泊，亦将导致有效运力的退出。

图8：油轮运力增速放缓有助于运价提升



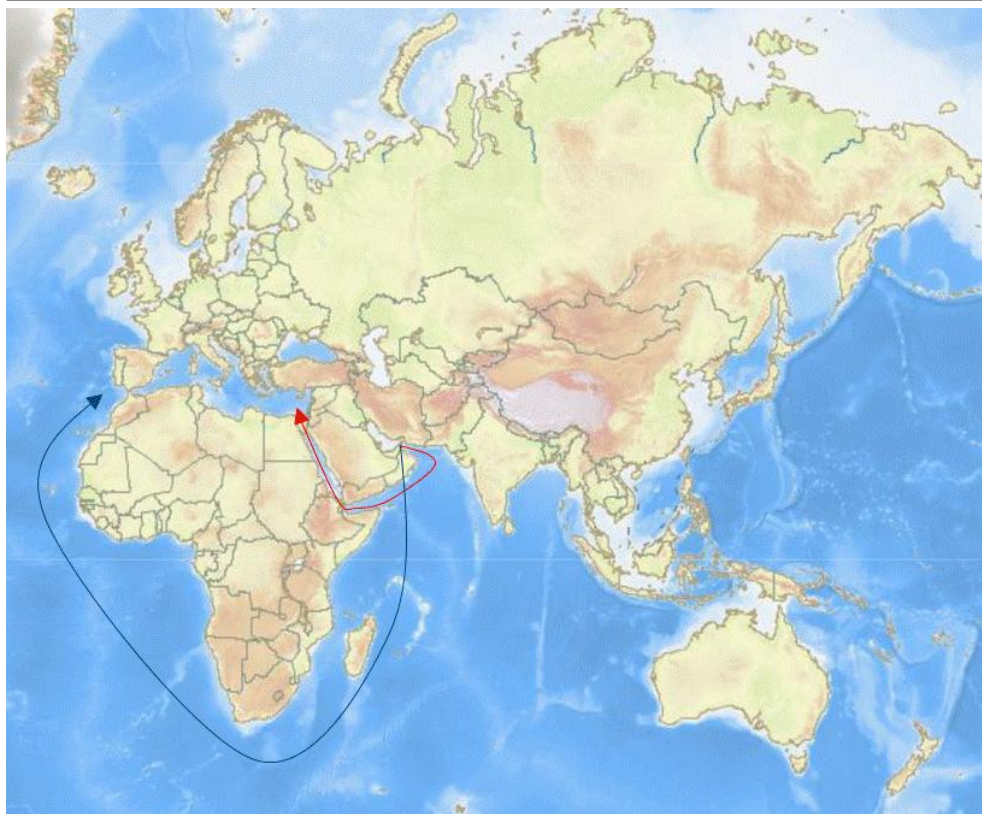
资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

运距的乘数效应

运距是海运周转量当中两大参数之一，虽然一般状况下，由于产油国的产能较为刚性，运距的作用很少出现明显的变化，但是当全球产油国格局发生变化、主流航线改变，对有效运力的需求可能出现较为明显的变化。

回顾历史，共有两个阶段出现了运距提升带来的行业需求增长，第一次为1967-1976年苏伊士运河关闭，中东-欧美的运输线路出现了明显的改变，油轮需要绕行好望角，造成运距大幅拉升，直接导致了全球油运的平均航程拉长。其次便为2009年起美国页岩油革命成功，原油产量大幅增长，近年美国出口石油数量大幅增长，美油替代了部分远东地区对于中东石油的需求，根据公司披露的数据，美湾-远东的运距为中东-远东运距2.4倍以上，也就是说同样的贸易量下，美油出口创造的原油周转量为主流TD3C航线的2.4倍以上。

图9：70年代苏伊士运河关闭导致运距大幅提升



资料来源：船讯网，国信证券经济研究所整理

注 1：红色为原路线，蓝色为绕行路线；注 2：海图来自于船讯网

图10：页岩油革命以来美油出口大幅增加



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：美油出口至远东的量增长会拉长油运运距（千桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

地缘政治事件对油运投资具备指导意义

产油国地缘政治问题对行业影响的传导机制较为复杂，初阶段恐慌抢油情绪下运价或迎改善，但是随后走势可能出现分歧，我们认为临界点在于事件是否真的影

响到原油的供给。回顾过去 30 年，每当地缘政治事件发生，出于对潜在原油短缺的恐慌情绪，消费国可能加大原油的采购量，而恶化的运输条件则会给予船东较以往更强的议价权，激发运价的上行动能。但是事后拉长来看，我们看到历次事件最终对行业景气度的影响有明显的分化，其中 1991 年的海湾战争、2003 年的伊拉克战争、2018 年 5 月美国退出伊核协议（制裁伊朗及委内瑞拉）、2019 年下半年油轮遇袭均带来了运价的上升，但是 2002 年委内瑞拉石油罢工、2013 年的伊朗制裁则带来了行业运价的疲软，究其根本，我们发现一旦地缘政治对原油供给形成大幅冲击，地缘政治的利好效应可能出现反转，其背后的核心成因在于地缘政治本身可能增加原油的需求，但是一旦影响到原油供给，行业面临缺货的窘境，便会转为利空。

地缘政治事件具备不可预测性，对于投资而言，我们认为事件可以作为运价弹性的测试机制。地缘政治事件的不可预测性体现在两方面，其一，我们无法预测地缘政治何时会发生，其二，我们无法预测地缘政治事件的持续性及影响会如何，而这两个因素恰恰对于我们的投资至关重要。我们从**地缘政治的共性出发，由于仓储端需求在地缘政治事件发生后可能有类似的表现，因此对当前行业内有效运力承接需求的能力是一个较为有效的测试机制**，如果运价的表现明显高于历史均值，或表明当前行业的有效运力已经偏紧，换言之行业在当前的运力水平下具备高弹性，持续性亦有望超预期。投资上，我们认为虽然无法预测，但是地缘政治仍然对投资具有参考意义，主要体现在：

1. 产油国国际局势趋于紧张，地缘政治一触即发，此时油轮行业将具备潜在的超额收益；
2. 地缘政治事件发生后，如运价的弹性明显高于历史水平，则在运价高度和持续性上可能双双超预期，具备参与价值。

表 4：90 年以来部分地缘政治事件对油运影响

时间	事件	具体情况	影响
1991 年 1 月起	海湾战争	导致 Dortyol 管道的关闭，恐慌下短期全球补库存，增加了油轮需求	利好
2002 年 3 月	委内瑞拉石油罢工	委内瑞拉的出口在几个月内几乎减少为零，美国寻求长运距供应商	利空
2003 年起	伊拉克战争	影响伊拉克原油的生产活动，中东石油出口受阻，恐慌情绪下，油运需求增加	利好
2013 年起	伊朗制裁，伊核协议达成	原油产量下降，但是后续船队退出为 14-16 行业牛市的推手	利空
2018 年 5 月起	美国退出伊核协议，制裁委内瑞拉	伊朗、委内瑞拉船队受限，中远海能运力受影响退出，推动 19 年旺季运价超预期	利好

资料来源：国防部官网、人民网等，Clarksons，国信证券经济研究所整理

浮舱囤油——油运行业独有的景气放大器

由于单艘 VLCC 可以装载 200 万桶石油，因此 VLCC 除了作为交通工具，还具备移动仓库的功能，而石油具备商品及金融的双重属性，所以 VLCC 亦可能成为一种套利工具。浮舱囤油现象是油运行业景气度的扩大器，当原油的需求大幅提升时，浮舱囤油会造成油轮有效供给的缩减，景气度会得到进一步的提升，景气区间也

可能因此延长；当原油需求回落，炼厂、战略储备则需要更长的时间消化库存，油轮市场也可能因此更为低迷。

浮舱套利：原油期货一旦出现升水（Contango 结构）只要现货与期货价格之间月间差足够宽，足以覆盖仓储、损耗与资金成本，交易者便可以进行无风险套利，因此租用 VLCC 油轮储存原油现货为常见的方式。以 100 美元/桶、资金成本 2%、损耗率 0.5% 为基础假设进行测算，则资金成本为 400 万美元，假设三个月升水 5 美元，只要租金水平维持在 4.13 万 USD/天以下就仍有套利空间。

被动储油：虽然陆地上的仓储具备成本优势，但是由于储油设施的建设需要一定时间，当陆地储油的空间不足，原油买家或卖家将不得不租用 VLCC 进行储油或支付超期费，此时船东在议价过程中将具备明显的主动权，我们倾向于认为其价格不会明显低于浮舱套利的运价水平，对油运行业的景气高度、持续长度进行托底。此外，如果占用到年龄较轻的（以往积极参与租船市场）的有效运力，则将加剧运力偏紧的情况，为高运价的弹性/持续性添砖加瓦。

油运行业是否已经逐步进入反转的右侧？

根据我们对于运价的分析框架，油运行业的基本面或已在底部。

需求量：全球目前正逐步从疫情的影响当中走出来，工业生产及航空运输的恢复均有望提升原油的消费量，而受制于此此前疫情影响的预期，全球原油的库存水平亦已经回到了相对较低的位置，后续的补库存需求或一触即发。回归至全球原油的产量，21 年 OPEC 的日均产量为 2630.0 万桶/天，较高点仍有近 650 万桶/天的扩产空间，美国 21 年的日均产量为 1110.2 万桶/天，较高点亦有 120 万桶/天的扩产空间，我们认为当前的高油价水平表明了原油需求已经较为旺盛，随着后续产油国产能的逐步释放，原油的需求量亦有望逐步回升。

图 12：21 年全球原油消费量已经略有回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：OECD 石油库存已达 2010 年以来最低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 截至6月 OPEC 仍有 470 万桶/天的扩产空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 截至4月美国仍有 130 万桶/天的扩产空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运力供给：行业在19年末-20年初期间经历了高景气周期，受益于此的船东加大了自身运力订单力度，也同时造成了因疫情导致需求不振的情况下，供给持续大幅扩充，供需不平衡的局面进一步加剧。往后看，22年（部分可能推迟至23年）仍有较多运力需要交付，但是23年起，供给增速大概率将开始走弱。且近1年来，业内均未有VLCC的新订单，24-25年交付的运力大概率将处于低位运行。

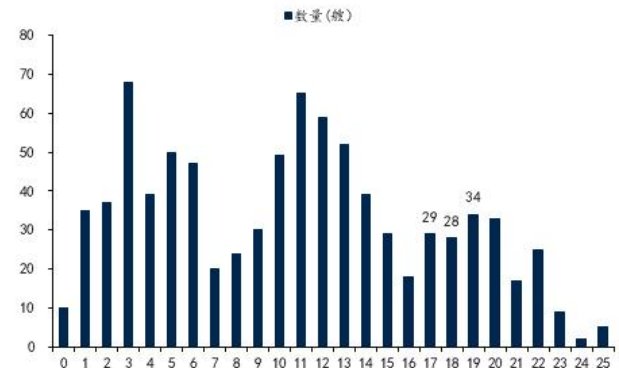
即将执行的环保标准或倒逼部分运力退出或降速。21年6月，IMO发布温室气体减排战略路线图短期措施，引入现有船能效指数EEXI和碳排放强度指数CII，将减排措施从新造船扩散至了既有船舶，EEXI要求所有400总吨及以上的现有国际航行船舶（限于适用EEDI的12类船舶），于2023年1月1日起开始执行。部分船舶或需要通过限制发动机功率的方式来达到要求，因此即便油运行业运价出现大涨，行业的平均航速或仍无法达到过往高景气期间的水平，为下一轮周期景气的弹性及持续性打下基础。

图16: 当前在手订单占运力比持续下行



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图17: 未来三年将有 91 条船进入老旧船行列



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

运距：欧、美两大因素均可能带来运距的进一步拉长。当前时点，俄罗斯石油可能会带来历史上第三次运距端的重大变化。2021 年，俄罗斯的原油出口量为 451.1 万桶/天，受制于港口条件限制及管道的容量限制，大量的俄罗斯原油仍以海运的形式运往全球各地，其中欧盟是主要目的地之一。而俄乌冲突以来，欧盟欲在今年年底前将俄罗斯的石油进口减少 90%以上，这便意味着俄罗斯需要寻找新的买家，欧盟需要寻找新的卖家。如此一来，俄罗斯石油的流向可能切换至运距更长的远东，欧盟亦需要舍近求远，从中东或北美进口石油。此外，美国原油仍有较大扩产空间，而美油的出口的增加有望拉长全球油运的平均运距。

图 18：欧盟制裁俄油潜在可能拉长全球油运运距



资料来源：船讯网，国信证券经济研究所整理

注 1：红色为原路线，蓝色为绕行路线；注 2：海图来自于船讯网

图19: EIA 预计 2025 年前美油出口量持续增加

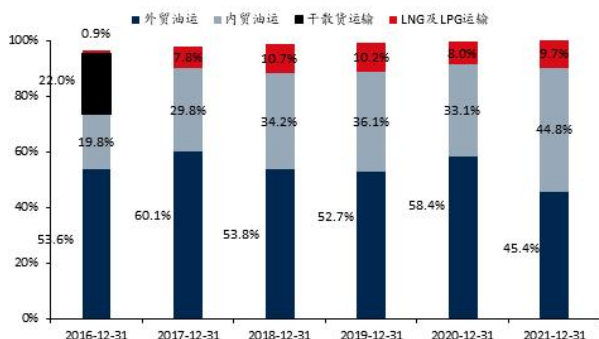


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业务分析：外贸油运贡献弹性，内贸及 LNG 稳定收益

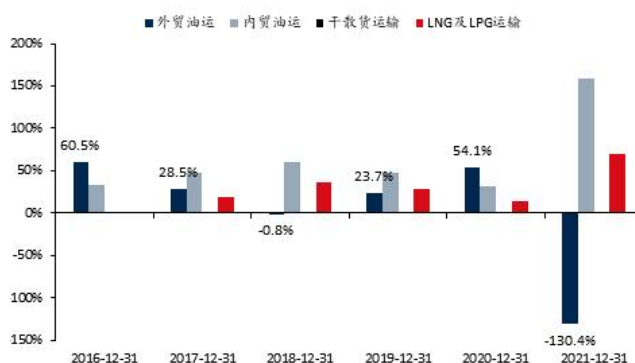
从公司的收入结构来看，油品运输业务占比常年在 90%左右，是公司的绝对主业，其余为 LNG 运输与 LPG 运输。但是从毛利来看，油品运输中的内贸部分及 LNG、LPG 业务表现较为稳定，而外贸油运业务的波动则较为明显，是业绩波动的主要来源。

图20: 公司历史分业务收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历史分业务毛利占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

外贸油运的弹性测试

油轮成本主要包括折旧、利息费用、操作运营成本和航次成本等，但是常用的 TCE 运价指标为不包括航次成本的运价。为计算公司的盈利弹性，我们率先对 TCE 口径的 VLCC 保本点进行测算，我们进行以下假设：

- (1) 参考 VLCC 造船价格，假设 VLCC 采购均价为 9600 万美元/艘，折旧年限为 22 年；
- (2) 根据 Wind 资讯，取废钢价为 371 美元/轻吨
- (3) 假设公司旗下船舶债务融资比例为 70%，融资年利率为 4%；
- (4) 运营成本为折旧成本的 65%

表5：中远海能 VLCC 盈亏平衡点测算

成本项	金额
订船价格（万美元）	9600
废钢价格（美元/吨）	371
废钢量（万吨）	4
折旧年限	22
折旧成本（万美元/天）	1.01
融资比例	70.0%
融资利率	4.0%
财务成本（万美元/天）	0.7
运营成本	0.7
成本总计（万美元/天）	2.5

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

在此基础之上，我们对公司外贸油轮业务的毛利进行弹性测试。公司目前拥有 VLCC 共 60 艘，其中自营的 48 艘，租出的 12 艘，但是租出的船舶由于是入 POOL 运营，租金水平与即期运价亦具备较高相关性，我们假设租出的船舶享受自营船舶三分之二的弹性，则可以近似看作公司共 56 艘 VLCC 的运价水平跟随市场波动。此外，我们假设美元兑人民币的汇率为 6.6；为应对后续的环保公约，船舶需要相对于往年更长的进坞维护时间，年均运营天数为 335 天。则理论上，运价水平在公司盈亏平衡点以上每波动 1 万美元，公司毛利额增长约 12.4 亿元人民币。

但是实际操作中，大型油运公司往往会与原油生产商及贸易商预先签订 COA 合同以保证基础收益，因此当行业运价明显高于盈亏平衡点时，船东往往无法取得其全部涨幅。保守起见，我们假设公司船队收益享受行业运价波动的 80%，则行业年均运价在盈亏平衡点上每波动 10000 美元/天，公司将取得 9.9 亿元的业绩增量。

表6: 中远海能 VLCC 船队弹性测算

公司船队规模	56				
美元兑人民币汇率	6.6				
运营天	335				
全年 TCE 均值 (美元/天)	20000	30000	50000	80000	100000
理论毛利额 (亿人民币)	-5.63	6.75	31.52	68.66	93.43
80%弹性下毛利额 (亿人民币)	-4.50	5.40	25.21	54.93	74.74

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

通过同样的计算方式可得, 公司苏伊士、阿弗拉船型的盈亏平衡点分别为 1.9、1.7 万美元/天, 结合公司拥有 6 艘苏伊士、17 艘阿弗拉, 可得苏伊士船型、阿弗拉船型的运价在公司盈亏平衡点上方每波动 1 万美元, 公司理论上可以获得 1.33、3.76 亿元的增量业绩。

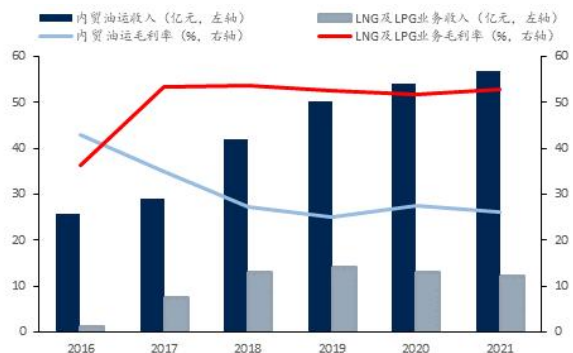
内贸油运与 LNG 业务为公司的安全垫

内贸油运方面, 公司稳居行业龙头, COA 货源 90%以上, 收益较为稳定。不同于国际油运, 交通部对国内水路运输市场健康发展实施了较为有力的调控, 自 2011 年以来先后出台了沿海省际化学品船、液化气船、原油船、成品油船运输市场的一系列宏观调控政策, 暂停了新增经营主体, 对不同领域的新增船舶运力实施了不同程度的调控, 且由于炼厂的需求相对刚性, 船东与炼厂往往具备较为长期的合作关系, 因此我国内贸油运的竞争格局相对稍好。公司是沿海原油和成品油运输领域的龙头企业, 在沿海原油运输领域一直保持着行业龙头地位和 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, 已跃升为沿海成品油运输市场的龙头企业。

LNG 运输方面, 公司是中国 LNG 运输业务的引领者。公司所属全资的上海 LNG 和持有 50%股权的 CLNG, 是中国目前仅有的两家大型 LNG 运输公司。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司共参与投资 47 艘 LNG 船舶, 均为项目船, 收益稳定。其中, 已投入运营的 LNG 船舶 38 艘, 共计 642 万立方米; 在建 LNG 船舶 9 艘, 共计 156 万立方米。近年来, 随着公司参与投资建造的 LNG 船舶陆续上线运营, LNG 运输业务已步入稳定收获期。

两大业务过往收入及毛利率较为稳定, 是公司业绩的压舱石。2018 年以来, 公司两大业务均已步入正轨, 18-21 年期间, 虽然收入及毛利率均有所波动, 但是整体的波动范围较小, 内贸油运的毛利率维持在 25%-27%之间, LNG 业务的毛利率则在 52-56%之间波动。两者共同为公司稳定贡献约 21 亿元的毛利。

图22：公司内贸油运及LNG运输业务收入及毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：公司内贸与LNG业务为业绩的压舱石

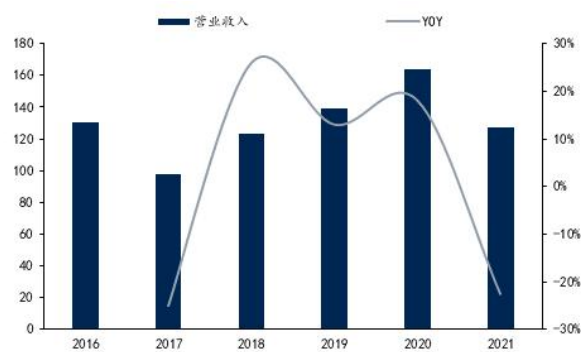


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析

公司收入利润波动性较为明显。由于外贸油运的高弹性及强周期性，公司的业绩表现亦具备较大的弹性与周期性，历年增速表现具备较大差异，不具备明显的规律。

图24：公司收入及同比增长率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：公司扣非归母净利润及增长率

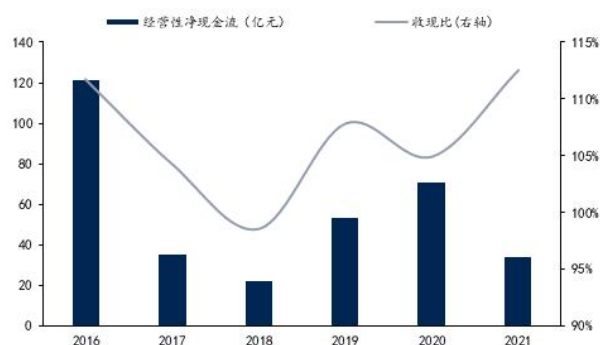


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：21年大额亏损为资产减值影响

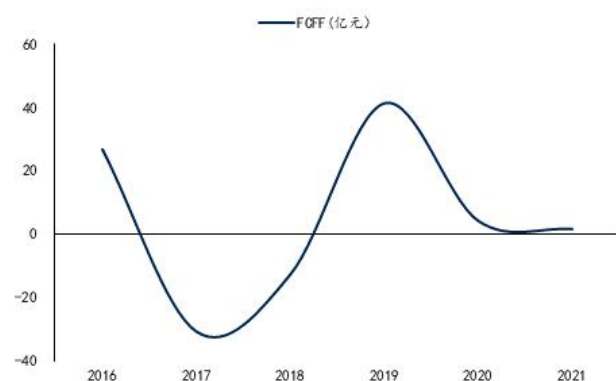
公司经营性现金流较为健康，但是受制于运力更新、改造需求，自由现金流波动较大。2016年以来，公司的收现比始终维持在1及以上，经营性现金流亦保持在相对健康的水平上。但是海运业作为重资产的行业，当运力需要扩大规模或更新时，需要付出高额的现金，因此企业的自由现金流波动较为明显。

图26: 公司经营性现金流较为健康



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司 FCFF 具备较大波动性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

减值较为充分，资产质量明显改善。22年1月，公司公告就旗下94艘船舶资产计提减值准备，合计约人民币49.6亿元，其中，外贸老龄船舶资产组计提减值1372.06万元，非外贸老龄船舶资产组计提减值49.38亿元，浮仓计提减值986.86万元，减值的覆盖范围非常广泛。在此之前，虽然公司旗下外贸油轮亦出现过适于减值的时间点，但是由于公司内贸油运业务可以贡献稳定收益，18年公司并未对资产进行减值。本次公司依据Drewry对2022-2026年TCE的预测就船舶进行了充分减值，而我们认为Drewry对于后续的运价已经较为悲观，因此本次的减值已经较为充分，公司后续的折旧成本亦将随之下降。

表7: 公司减值测试具体情况 (万元)

典型航线	货种	船舶数量	减值船舶数量	账面价值	公允价值减去处置费用后的净额	未来现金流量的现值	可收回金额
内贸	原油	39	15	686,940	367,868	884,716	884,716
内贸	成品油	18	7	361,645	261,281	399,311	399,311
VLCC 中东-中国	原油	45	44	1,944,889	1,554,048	1,513,578	1,554,048
苏伊士 黑海-地中海	原油	3	3	105,621	103,132	86,886	103,132
阿美拉 科威特-新加坡	原油	2	1	48,811	35,170	43,249	43,249
LR2 中东到日本	成品油	8	6	215,104	158,812	179,390	179,390
LR1 中东到日本	成品油	4	4	106,942	42,472	76,408	76,408
MR 西印度到日本	成品油	8	7	143,346	94,611	(64,026)	94,611
总计		127	87	3,613,298	2,617,394	3,119,512	3,119,512

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

前提假设

内贸油运：目前我国经济正在从新冠疫情的影响中逐步走出来，且较高的油价及较低的库存有望拉动后续的内贸需求，预计 2022-2024 公司业务收入分别增长 2.0%、5.0%、4.0%。

LNG 业务：公司目前在运营项目船 38 艘，另有在手订单 9 艘，根据船舶信息，我们假设 22-24 年分别交付 1/5/2 艘，并开始贡献相对稳定的收益，2022-2024 年营收分别增长 2%、5%、3%。

油运租船业务：公司租船业务分为内贸租船及外贸租船，其中内贸租船业务因竞争格局稳定而较为平稳，而外贸租船业务的租金与油轮市场行情具有一定相关性，考虑到 2021 年行业 TCE 表现较差，22 年起该部分收入有望随行业 TCE 回暖而回升，假设 2022-2024 公司外贸油运租船收入的增速为外贸原油海运增速的 90%。

外贸成品油运输：当前因俄乌冲突导致小船运价已经出现了明显改善，4 月以来 MR 船型的运价已达到近 4.5 万美元/天的水平，目前看由于欧洲炼厂产能的不足，以及俄罗斯港口限制导致原油运输对小船的需求大增，我们预计行业运价有望继续维持在较高水平，并据此假设 2022-2024 年行业 TCE 均维持在 3.5 万的水平。

外贸原油海运：4 月苏伊士型的运价突破 7 万美元/天，阿弗拉型的运价突破 9 万美元/天，VLCC 的运价亦逐步改善由负转正，根据我们的运价判断框架，当前行业的运价已经处于底部，后续大概率逐步迎来边际改善。但是考虑到行业为边际定价的行业，运价何时开始改变、向上的弹性多大均难以预测，因此我们作出了乐观/中性/悲观 3 种假设，对行业运价进行分析。

1. **乐观假设：**2022H2 行业加速拆船，行业供需出现明显改善，叠加补库存消费需求双升，VLCC 运价开始进入高景气区间 2022 年平均 TCE 达到 3.5 万美元/天；2023 年受环保政策影响，行业拆船持续，2023 年平均 TCE 达到 5.0 万美元/天；2024 年受益于运力低交付，但补库存需求或已完成，TCE 均值较 2023 年略有回落至 4.5 万美元/天。

2. **中性假设：**2022H2 起全球原油开启补库存，但是运力的高增速导致 2022 年运价弹性不足，全年 VLCC 的 TCE 均值维持于 2.5 万美元/天的水平；2023 年考虑到运力交付增速回落且受制于环保要求较多老旧运力拆解，行业运价充分体现，全年 TCE 均值达到 4.5 万美元/天的水平；2024 年补库存基本完成，但运力仍较为紧张，TCE 均值较 2023 年略有回落至 3.5 万美元/天的水平。

3. **悲观假设：**2022 年受制于运力高增速及需求持续不振，全球 VLCC 的 TCE 均值仍维持在盈亏平衡点以下，假设为 2 万美元/天；2023 年运力交付趋缓，但是受需求反转预期影响，拆船进度缓慢，行业运力限制运价弹性，全年 TCE 均值为 3.0 万美元/天；2024 年补库存基本完成，行业加速拆船，运价较 2023 年略微改善至

3.3 万美元/天的水平。

表8：乐观情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 3.5、5.0、4.5 万美元/天)

乐观中远海能收入预测 (亿元)	2020-12-31	2021-12-31	2022E	2023E	2024E
营业总收入	162.98	126.88	165.29	189.56	184.28
YOY	18.6%	-22.1%	30.2%	14.7%	-2.8%
油品运输	149.91	114.57	152.73	176.18	170.49
YOY	21.6%	-23.6%	33.3%	15.4%	-3.2%
外贸油运	95.74	57.68	94.70	115.25	107.13
YOY	30.8%	-39.8%	64.2%	21.7%	-7.1%
外贸原油	72.31	40.18	68.10	86.67	80.48
YOY	31.7%	-44.4%	69.5%	27.3%	-7.1%
外贸成品油	10.91	10.10	14.59	13.62	12.65
YOY	27.0%	-7.4%	44.5%	-6.7%	-7.1%
外贸油品船舶租赁	12.52	7.39	12.01	14.96	14.00
YOY	28.9%	-41.0%	62.5%	24.5%	-6.4%
内贸油运	54.17	56.89	58.03	60.93	63.37
YOY	8.2%	5.0%	2.0%	5.0%	4.0%
内贸原油	29.33	29.87	30.47	31.84	32.95
YOY	14.5%	1.8%	2.0%	4.5%	3.5%
内贸成品油	23.78	25.96	26.48	27.99	29.30
YOY	1.9%	9.2%	2.0%	5.7%	4.7%
内贸油品船舶租赁	1.06	1.06	1.08	1.10	1.11
YOY	-3.6%	0.0%	2.0%	2.0%	1.0%
LNG 及 LPG 运输	13.07	12.31	12.56	13.38	13.79
YOY	-7.9%	-5.8%	2.0%	6.6%	3.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表9：中性情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 2.5、4.5、3.5 万美元/天)

中性中远海能收入预测 (亿元)	2020-12-31	2021-12-31	2022E	2023E	2024E
营业总收入	162.98	126.88	150.86	182.36	169.91
YOY	18.6%	-22.1%	18.8%	20.9%	-6.8%
油品运输	149.91	114.57	138.30	168.98	156.13
YOY	21.6%	-23.6%	20.7%	22.2%	-7.6%
外贸油运	95.74	57.68	80.27	108.05	92.76
YOY	30.8%	-39.8%	39.2%	34.6%	-14.1%
外贸原油	72.31	40.18	55.72	80.48	68.10
YOY	31.7%	-44.4%	38.7%	44.4%	-15.4%
外贸成品油	10.91	10.10	14.59	13.62	12.65
YOY	27.0%	-7.4%	44.5%	-6.7%	-7.1%
外贸油品船舶租赁	12.52	7.39	9.96	13.95	12.02
YOY	28.9%	-41.0%	34.8%	40.0%	-13.8%
内贸油运	54.17	56.89	58.03	60.93	63.37
YOY	8.2%	5.0%	2.0%	5.0%	4.0%
内贸原油	29.33	29.87	30.47	31.84	32.95
YOY	14.5%	1.8%	2.0%	4.5%	3.5%
内贸成品油	23.78	25.96	26.48	27.99	29.30
YOY	1.9%	9.2%	2.0%	5.7%	4.7%
内贸油品船舶租赁	1.06	1.06	1.08	1.10	1.11
YOY	-3.6%	0.0%	2.0%	2.0%	1.0%
LNG 及 LPG 运输	13.07	12.31	12.56	13.38	13.79
YOY	-7.9%	-5.8%	2.0%	6.6%	3.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表10: 悲观情形下公司收入预测的详细拆分(22-24TCE 为 2.0、3.0、3.3 万美元/天)

悲观中远海能收入预测 (亿元)	2020-12-31	2021-12-31	2022E	2023E	2024E
营业总收入	162.98	126.88	143.64	160.79	166.96
YOY	18.6%	-22.1%	13.1%	11.9%	3.8%
油品运输	149.91	114.57	131.08	147.40	153.17
YOY	21.6%	-23.6%	14.4%	12.5%	3.9%
外贸油运	95.74	57.68	73.06	86.48	89.81
YOY	30.8%	-39.8%	26.7%	18.4%	3.9%
外贸原油	72.31	40.18	49.53	61.91	65.62
YOY	31.7%	-44.4%	23.3%	25.0%	6.0%
外贸成品油	10.91	10.10	14.59	13.62	12.65
YOY	27.0%	-7.4%	44.5%	-6.7%	-7.1%
外贸油品船舶租赁	12.52	7.39	8.94	10.95	11.54
YOY	28.9%	-41.0%	20.9%	22.5%	5.4%
内贸油运	54.17	56.89	58.03	60.93	63.37
YOY	8.2%	5.0%	2.0%	5.0%	4.0%
内贸原油	29.33	29.87	30.47	31.84	32.95
YOY	14.5%	1.8%	2.0%	4.5%	3.5%
内贸成品油	23.78	25.96	26.48	27.99	29.30
YOY	1.9%	9.2%	2.0%	5.7%	4.7%
内贸油品船舶租赁	1.06	1.06	1.08	1.10	1.11
YOY	-3.6%	0.0%	2.0%	2.0%	1.0%
LNG 及 LPG 运输	13.07	12.31	12.56	13.38	13.79
YOY	-7.9%	-5.8%	2.0%	6.6%	3.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

盈利预测的敏感性测试

由于油运行业具备高弹性, 在不同运价下虽然收入的差异可能不明显, 但是利润的弹性很大, 为此, 我们就不同运价假设下的公司利润做出了敏感性分析。

表11: 公司在不同运价假设下的敏感性测试

中远海能 敏感性测试	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测(22-24TCE 为 3.5、5.0、4.5 万美元/天)					
主营收入(亿元)	162.98	126.88	165.29	189.56	184.28
(+/-%)	18.58%	-22.15%	30.2%	14.7%	-2.8%
净利润(亿元)	23.73	-49.75	24.61	51.67	44.74
(+/-%)	449.69%	-309.71%	14.55%	26.30%	23.50%
中性预测(22-24TCE 为 2.5、4.5、3.5 万美元/天)					
主营收入(亿元)	162.98	126.88	150.86	182.36	169.91
(+/-%)	18.58%	-22.15%	18.79%	20.88%	-6.83%
净利润(百万元)	23.73	-49.75	10.85	44.39	30.50
(+/-%)	449.69%	-309.71%	7.08%	23.55%	17.50%
悲观的预测(22-24TCE 为 2.0、3.0、3.3 万美元/天)					
主营收入(亿元)	162.98	126.88	2,611	3,342	4,177
(+/-%)	18.58%	-22.15%	33.00%	28.00%	25.00%
净利润(百万元)	23.73	-49.75	4.04	23.27	27.19
(+/-%)	449.69%	-309.71%	2.78%	14.15%	15.87%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 表内营业收入为主营业务收入, 不包含其他收入

估值与投资建议

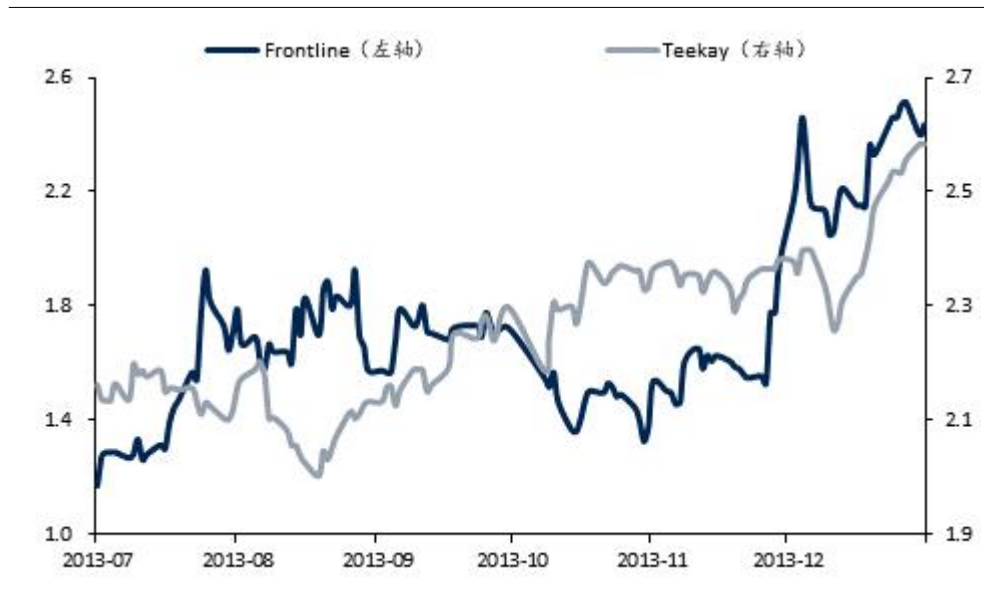
估值方法：参考 2013Q4 的行业平均 PB

由于油运行业的强波动性和高弹性，绝对估值和 PE 估值的方式对于业内公司或并不适用，因此我们从公司的资产出发，用 PB 的方式对公司进行估值。

通过历史比较，我们认为当前时间点行业所处的位置与 2013 年 Q4 相对较为类似，同期公司仍为中海发展，历史估值无法充分体现当前公司的估值表现，而国内唯一具有类似业务的招商轮船因其散货运输的占比仍较大，估值体系亦较难以比较。因此我们选取在美股具有较长历史的 FRO、Teekay 作为公司的可比公司，13Q4 期间，FRO 的平均 PB（MRQ）估值为 1.81X、Teekay 的平均估值为 2.37X，两者均值为 2.09X。

考虑到海能年内已完成了较为充分的资产减值，资产质量较好，给予公司 5%-10% 的溢价率，对应 PB 的合理估值为 2.19-2.30X。

图 28：可比公司在 2013H2 的 PB 倍数变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

A 股方面：油运行业基本面已经逐步步入右侧，行业有望迎来周期反转的上行区间，海能作为全球最大油运船东，盈利弹性有望充分释放，中性假设下，我们预计公司 22-24 年实现净利润 22-24 年实现净利润 11.19、38.78、25.86 亿元（由于运价的弹性较大，盈利预测可能存在较大偏差），当前股价对应公司的 PB 估值为 2.02、1.85、1.75X，给予公司 2.19-2.30X 的合理 PB 估值，对应目标价 13.52-14.16 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

H 股方面：公司 H 股股价表现短期较 A 股偏弱，截至 7 月 26 日收盘，中远海能（H）的 PB（MRQ）估值仅为 0.78X，AH 溢价率已达 156.7%，我们认为其背后的原因在于海外投资者更为关注公司已实现的业绩，我们认为随着行业基本面改善，公司业绩随之兑现，AH 溢价率有望迎来修复，建议关注估值相对更多的 H 股投资机会，及基于 AH 价差的套利机会。

图29：中远海能 AH 溢价率 Q2 以来持续走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值风险

我们在进行公司估值时因条件局限，仅可使用美股公司作为参照，而中外的估值体系可能有较大区别，进而导致我们的目标估值可能不合理。

盈利预测的风险

- ◆ 油运行业是强周期、高弹性的行业，我们的敏感性测试充分体现了不同运价下业绩可能出现较为明显的波动，全年运价均值假设的小幅变化可能造成业绩的大幅波动。
- ◆ 本报告中的盈利预测是对运价趋势的判断，无法准确预测行业运价变化的真实情况，作为边际定价行业，短期运价的冲高幅度及持续时间均会对全年运价均值造成较大影响，进而导致我们的盈利预测与公司实际业绩出现较大偏差的情况。

行业需求恢复不及预期的风险

- ◆ 消费需求：一方面来说，2020-2021 年期间，因新冠疫情影响，全球的国际航班数量出现大幅下降，且人员的隔离亦导致了公路运输需求的减少，进而影响了石油的消费需求；另一方面来说，全球的高通胀亦抑制了经济活动，制造业的景气度亦受到一定影响，导致了原油的消费需求被抑制。我们预计随着疫苗和特效药的逐步推进，消费需求有望迎来回补，但是近年来新能源快速推进，消费需求可能存在较以往大幅下降的可能性
- ◆ 库存需求：当前全球原油的库存量均已处在较低位置，但是如各国持续不修复自身对原油的库存量，则库存端的需求可能不及预期。

行业拆船不及预期的风险

当前行业老旧运力占比较高，且新的环保公约将于 2023 年起生效，我们预计行业有望迎来老旧船的拆解大潮，但是如船东预期运价大幅好转，拆船的行为可能被延后，导致行业有效运力的下降不及预期。

环保政策风险

IMO 的环保政策近年多次升级，对于行业运力的影响较为明显，虽然海能的油轮船队相对较为年轻，受环保政策的影响较行业略小，但是如果环保政策持续升级，未来亦可能对海能的有效运力造成更大的影响，进而影响公司业绩。

燃油、港口等成本超预期的风险

虽然公司通过推广利用船舶节能技术和采用经济航速等多种方式降低燃油消耗，同时加强燃油采购供应管理、丰富采购手段以应对燃油成本的波动，但是这些措施仅可以抵消部分燃油价格波动带来的影响，但仍不能完全覆盖燃油价格波动风险。港口费层面，当前全球通胀较高，欧美地区的人力等成本亦出现较为明显的提升，不排除港口费用后续大幅提升的可能性。

公共卫生事件的风险

虽然油运属于货运行业，公共卫生事件不会直接影响行业的需求，但是由于原油的下游当中，航空、汽车等交通运输领域均占据了较大比例，如人员的流动减少，则会带来行业需求表现不佳。此外，当公共卫生事件对全球造成冲击，制造业的需求亦会有所下降，削弱油运行业的需求。

国际关系的风险

2019 年，公司旗下 COSCO Dalian 曾受到美国制裁导致有效运力大幅下降，如未来再度发生类似事件导致公司有效运力无法充分释放，则公司可能面临业绩不及预期的风险。

地缘政治及战争影响的风险

虽然历史上大部分情况下地缘政治及战争影响对于油运行业的运价具有提振作用，但是如战争影响到了全球原油的产能，则会导致行业货量的下降，进而影响行业需求。此外，2022 年以来俄乌的冲突导致了欧盟制止俄油，带动全球油运的运距提升，如后续事件出现反转，当前的利好因素可能逐渐被削弱。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4871	3525	3000	3000	3000	营业收入	16385	12699	15085	18236	16991
应收款项	819	635	756	904	847	营业成本	11628	11770	12724	12968	13161
存货净额	859	1013	999	1022	1030	营业税金及附加	54	55	60	91	76
其他流动资产	1292	1285	1358	1641	1529	销售费用	56	50	45	46	44
流动资产合计	7879	6486	6141	6595	6433	管理费用	794	888	1058	1187	1123
固定资产	48483	43270	44121	44993	45831	研发费用	18	17	18	22	21
无形资产及其他	48	43	42	41	41	财务费用	1062	811	1056	1042	1026
投资性房地产	3491	2718	2718	2718	2718	投资收益	915	988	1014	1101	1126
长期股权投资	6059	6872	7472	8172	8972	资产减值及公允价值变动	839	4958	15	15	0
资产总计	65960	59389	60494	62519	63995	其他收入	(1657)	(9554)	(18)	(22)	(21)
短期借款及交易性金融负债	7052	10555	10447	9886	9749	营业利润	2888	(4482)	1153	3996	2665
应付款项	1610	1781	2141	2131	2059	营业外净收支	7	(35)	0	0	0
其他流动负债	1231	1002	1385	1429	1430	利润总额	2895	(4517)	1153	3996	2665
流动负债合计	9893	13338	13973	13446	13238	所得税费用	273	140	115	400	266
长期借款及应付债券	16305	12667	12437	12437	12437	少数股东损益	250	318	(81)	(282)	(188)
其他长期负债	4160	3462	3411	3360	3309	归属于母公司净利润	2373	(4975)	1119	3878	2586
长期负债合计	20465	16129	15848	15797	15746	现金流量表（百万元）					
负债合计	30358	29467	29821	29243	28984	净利润	2373	(4975)	1119	3878	2586
少数股东权益	981	1331	1299	1187	1112	资产减值准备	818	4116	(201)	(59)	161
股东权益	34622	28591	29374	32089	33899	折旧摊销	2450	2550	2366	2404	2502
负债和股东权益总计	65960	59389	60494	62519	63995	公允价值变动损失	(839)	(4958)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	1062	811	1056	1042	1026
每股收益	0.50	(1.04)	0.23	0.81	0.54	营运资本变动	818	4170	312	(530)	201
每股红利	0.29	0.40	0.07	0.24	0.16	其它	(712)	(3675)	169	(53)	(236)
每股净资产	7.27	6.00	6.17	6.74	7.12	经营活动现金流	4908	(2773)	3750	5626	5215
ROIC	4.77%	-1.85%	0%	6%	3%	资本开支	0	(6408)	(3001)	(3201)	(3501)
ROE	6.85%	-17.40%	4%	12%	8%	其它投资现金流	(11)	11	0	0	0
毛利率	29%	7%	16%	29%	23%	投资活动现金流	(527)	(7212)	(3601)	(3901)	(4301)
EBIT Margin	23%	-1%	8%	22%	15%	权益性融资	(172)	74	0	0	0
EBITDA Margin	38%	19%	24%	35%	30%	负债净变化	(3516)	(1142)	(230)	0	0
收入增长	18%	-22%	19%	21%	-7%	支付股利、利息	(1365)	(1919)	(336)	(1163)	(776)
净利润增长率	450%	-310%	扭亏	247%	-33%	其它融资现金流	6503	14686	(108)	(561)	(138)
资产负债率	48%	52%	51%	49%	47%	融资活动现金流	(3430)	8638	(673)	(1725)	(914)
股息率	2.3%	3.2%	0.6%	2.0%	1.3%	现金净变动	950	(1346)	(525)	0	0
P/E	25.0	(11.9)	53.1	15.3	22.9	货币资金的期初余额	3920	4871	3525	3000	3000
P/B	1.7	2.1	2.0	1.8	1.8	货币资金的期末余额	4871	3525	3000	3000	3000
EV/EBITDA	14.3	36.0	25.1	14.0	17.4	企业自由现金流	0	228	739	2203	1511
						权益自由现金流	0	13771	(549)	704	450

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