

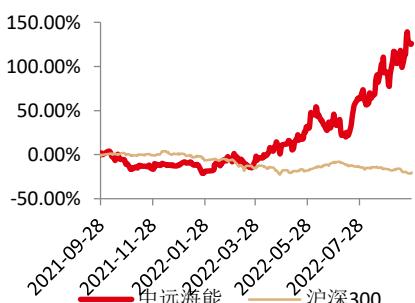
个股投资评级

推荐 | 维持

公司基本情况

52周内高	20.5700
52周内低	4.8500
总市值(百万元)	73125.1897
流通市值(百万元)	53754.9002
总股本(百万股)	4770.7764
A股(百万股)	3474.7764
一已流通(百万股)	2873.0572
一限售股(百万股)	601.7192

股价趋势图



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

研究所

分析师：魏大朋

SAC 登记编号：S1340521070001

Email: weidapeng@cnpsec.com

研究助理：段利强

SAC 登记编号：S1340122070041

Email: duanliqiang@cnpsec.com

中远海能 (600026.SH):

行业反转景气上行，全球能源海运龙头笃行致远

核心观点：

油运上行周期确立。 行业延续供需双旺的格局。需求端，关注补库拐点和黑市船队缩减。中印对原油需求坚挺以及在欧盟 12 月 5 日起暂停从俄罗斯购买大部分原油之前，欧洲买家正在替代更多数量的俄罗斯原油。EIA 预测全年石油消费为 9940 万桶/天、全球石油供应为 9980 万桶/天，石油需求逐步改善的预期以及 OPEC+ 减产政策的结束，有望推动海运石油贸易量同步回升。需求端基本面短期仍得到支撑。供给端，行业处于运力缓慢增长阶段。VLCC 的订单量历来较小，保证了极低的运力增长率，2023 年和 2024 年的交付量已经基本确定。根据 BRS 的数据，2023 年只有 15 艘 VLCC 下水，2024 年只有 3 艘。目前还没有 2025 年或之后交付的 VLCC 订单。同时，2023 年开始执行新的环保约束 EEXI 和 CII，环保政策趋严下，老旧船只的性价比进一步下滑。回顾历史，需求侧早期出现过加速上涨，但持续性较弱，历史级别的大行情取决于供给端。

整体而言，短期展望上，随着近期 VLCC 运价的上涨，国际油运市场的景气度已经全面回升。中期来看，供给端的优化仍将是市场步入新一轮上行周期的主要驱动因素。但需要关注的是，燃油价格高企、高级油轮船员短缺等，这些生产要素变化一定程度上对船东最终收益带来影响。

后期行情的催化剂主要有： 1) 中国成品油出口配额增加；2) 冬季旺季需求的提前，对石油供给的担忧，欧洲国家加紧进口俄油囤货；3) 吨海里的增加，欧洲原油进口运距增加，运距拉长的乘数效应落地，将作用于增量需求。

盈利预测与投资建议

我们认为油运行业景气向好的逻辑不变，运价预计将持续高位运行。中远海能拥有全球规模第一的油轮船队，其良好的船队规模与内外贸兼具的船队结构有望持续从油运的高度景气中受益。公司油轮运力 161 艘，2365 万载重吨，油轮船队运力规模世界第一，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 运输船队规模稳步增长，参与投资的 LNG 船舶艘数已经达到 49 艘。根据船队盈利弹性测算，公司 VLCC 船队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 10.65 亿元人民币；Suezmax 型船队在盈亏平衡点以上每波动 1 万美元，公司毛利额增长约 1.02 亿元人民币；Aframax 型船队在盈亏平衡点以上每波动 1 万美元，公司毛利额增长约 3.48 亿元人民币，盈利弹性极强。

我们上调 2022~2024 年归母净利润预测为 13.95/35.26/42.31 亿元，同比+128%/153%/20%，当前股价对应公司的 PB 估值为 3.0、2.6、2.3X，给予公司 3.10X 的 PB 估值，对应 2023 年目标价 22.35 元/股，维持“推荐”评级。

● 风险提示

全球经济复苏不及预期；安全事故风险；燃油价格波动风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	16,385	12,699	14,896	20,497	23,188
增长率（%）	18%	-22%	17%	38%	13%
归母净利润（百万元）	2,373	-4,975	1,473	4,262	4,833
增长率（%）	450%	-310%	-130%	189%	13%
EPS（元）	0.50	-1.04	0.31	0.89	1.01
P/E	37.6	-17.9	60.5	20.9	18.4
毛利率（%）	29.0%	7.3%	17.2%	26.9%	25.7%
净利率（%）	14.5%	-39.2%	9.9%	20.8%	20.8%
ROE	6.9%	-17.4%	4.9%	12.4%	12.3%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 28 日收盘价

目录

1 世界顶级油运公司、国内 LNG 运输领航者	5
1.1 历史沿革及股权结构	5
1.2 公司经营情况	6
2 油运周期向上，行业再繁荣	8
2.1 行业介绍	8
2.2 复盘历次行业周期	10
2.3 全球供应链重构加速行业再次繁荣	14
2.3.1 供给端：供给相对缓慢，预计未来两年运价仍将维持高弹性	14
2.3.2 需求端：关注补库拐点和传统旺季需求	14
3 外贸油运贡献弹性，内贸及 LNG 运输构筑“安全垫”	15
3.1 外贸油运：充分受益于景气周期回升	15
3.2 内贸油运：国内行业龙头，收益稳健	19
3.3 LNG 运输：贸易前景依旧乐观	20
4 盈利预测及投资建议	21
5 风险提示	22

图表目录

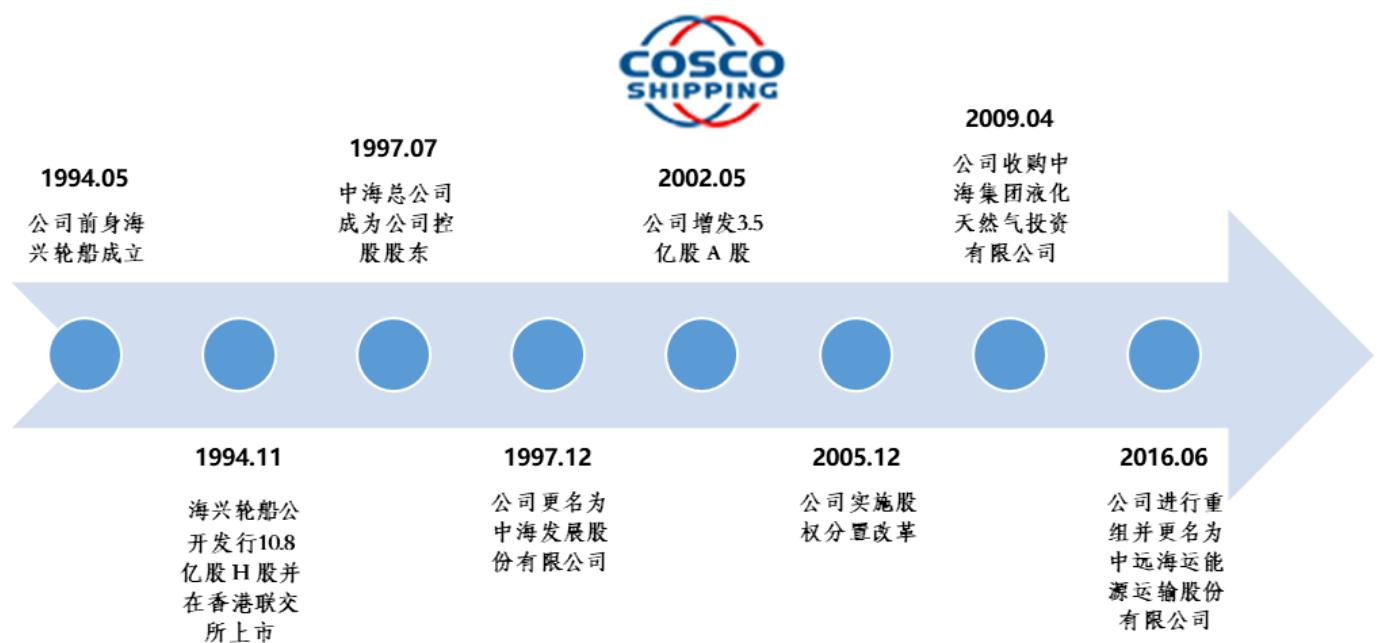
图表 1: 中远海能发展历程	5
图表 2: 中远海能股权架构	6
图表 3: 中远海能船队结构（截止 2022 年 6 月 30 日）	7
图表 4: 22H1 公司主营业务收入占比	7
图表 5: 公司营业收入拆分（单位：亿元）	7
图表 6: 中远海能营业收入及同比情况（单位：百万元）	8
图表 7: 扣非归母净利润及同比（单位：百万元）	8
图表 8: 公司分产品营收（单位：百万元）	8
图表 9: 中远海能国内外营收占比（单位：百万元）	8
图表 10: 油轮船型分类	9
图表 11: 原油海运的主要贸易航线	11
图表 12: 库存周期与 VLCC 运价基本呈现正相关	12
图表 13: 油运分析框架	13
图表 14: 外贸油运板块收入及同比情况（百万元）	16
图表 15: 外贸油运毛利率（单位：%）	16
图表 16: 中远海能 VLCC 船队弹性测算	16
图表 17: 按最新期租租金测算 VLCC 船队利润	17
图表 18: 中远海能 Suezmax 船队弹性测算	17
图表 19: 中远海能 Aframax 船队弹性测算	18
图表 20: 按最新期租租金测算 Suezmax 船队利润	18
图表 21: 按最新期租租金测算 Aframax 船队利润	18
图表 22: 内贸油运收入及同比情况（单位：百万元）	19
图表 23: 内贸油运板块毛利率（单位：%）	19
图表 24: LNG 运输板块收入及同比情况（单位：百万元）	20
图表 25: LNG 运输毛利率（单位：%）	20
图表 26: 中远海能 PE	22

1 世界顶级油运公司、国内 LNG 运输领航者

1.1 历史沿革及股权结构

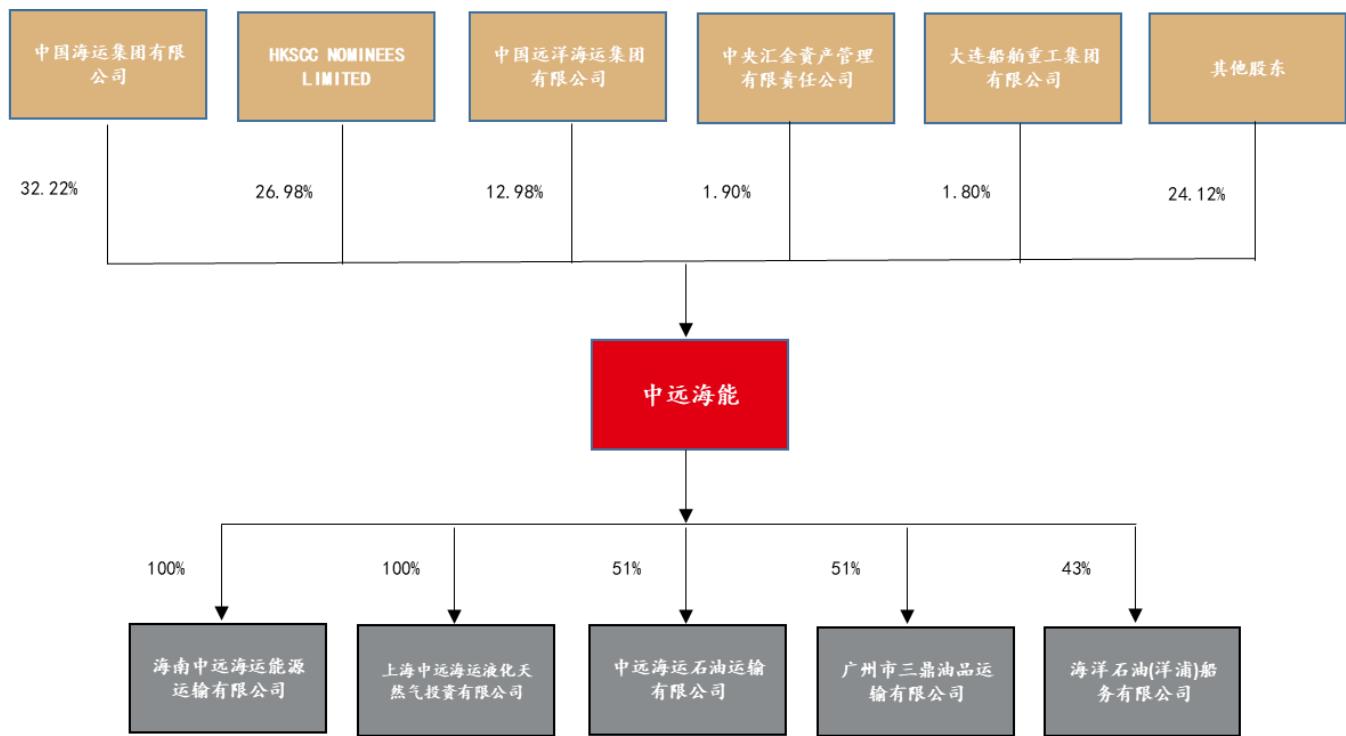
历史沿革：中远海运能源运输股份有限公司是中国远洋海运集团有限公司旗下从事油品、液化天然气等能源运输及化学品运输的专业化公司。公司前身上海海兴轮船股份有限公司成立于1994年5月4日，是华东地区最大的煤炭、原油水路运输商，是由上海海运独家发起设立并由国务院证券委员会确定的第二批境外上市试点企业，成立时总股本为14亿股。1994年11月，海兴轮船公开发行10.8亿股H股并在中国香港联交所正式上市。1997年7月18日，中海总公司通过协议转让方式，从上海海运接收了海兴轮船14亿国有法人股的股权，成为海兴轮船的控股股东。同年12月，公司更名为中海发展股份有限公司。2002年5月，公司增发社会公众股(A股)3.5亿股。2016年上半年公司实施重大资产重组，将主营业务变更为油品运输业务及LNG运输业务，并将公司名称变更为中远海运能源运输股份有限公司。

图表 1：中远海能发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

股权架构：截至2022年中报，公司总股本47.71亿股，前十大股东共计持股37.79亿股，占总股本的79.21%。公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会，主要控股股东及持股比例为中国海运集团有限公司（持股比例32.22%）、香港中央结算有限公司（持股比例26.98%）和中国远洋海运集团有限公司（持股比例12.98%）。

图表 2：中远海能股权架构


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

1.2 公司经营情况

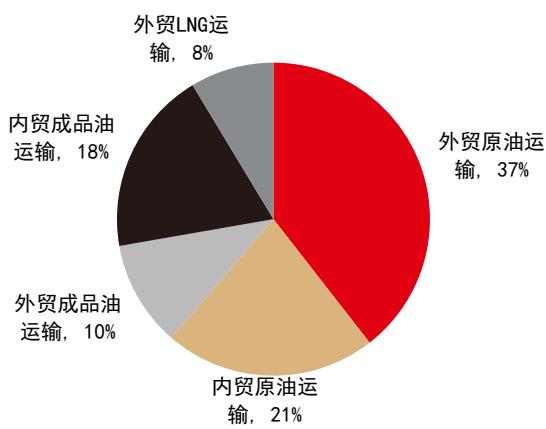
中远海能主要业务包括国际和中国沿海原油及成品油运输，以及国际液化天然气运输。依托中国巨大的油气进口需求、丰富的国内外大型客户资源以及控股股东完善的产业链资源优势，凭借着自身优异的管理水平和领先的运力规模，中远海能在国际油气进口运输中始终保持在领先地位。集团油轮船队运力规模世界第一，覆盖了全球主流的油轮船型，是全球船型最齐全的油轮船队。截至 2022 年 6 月 30 日，集团共有油轮运力 161 艘，2365 万载重吨。公司所属合营及联营公司共有油轮运力 14 艘，83 万载重吨。此外，中远海能是中国 LNG 运输业务的引领者，也是世界 LNG 运输市场的重要参与者。集团所属全资的上海 LNG 和持有 50% 股权的 CLNG，是国内领先的大型 LNG 运输公司。截至 2022 年 6 月 30 日，集团共参与投资 49 艘 LNG 船舶，均为项目船，收益较为稳定。其中，已投入运营的 LNG 船舶 38 艘，642 万立方米；在建 LNG 船舶 11 艘，191 万立方米。

图表 3：中远海能船队结构（截止 2022 年 6 月 30 日）

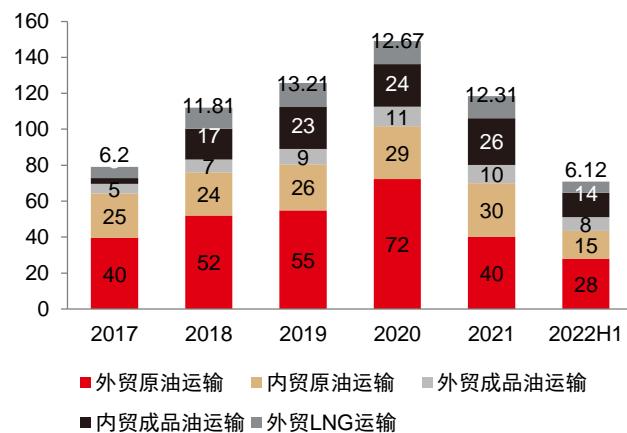
	运营船舶			在建船舶	
	艘数	万载重吨/万立方米	平均船龄	艘数	万载重吨/万立方米
海能控股及子公司					
油轮	155	2206	10.7		
VLCC	54				
阿芙拉	14				
巴拿马	34				
苏伊士	5				
灵便型及以下	48				
LNG 轮	6	105	4.9	8	139
小计	161	2206/105	10.5	8	139
合营及联营公司					
油轮	14	93	10.1	3	31
LNG 轮	32	637	5.6	3	31/52
小计	46	83/537	7	6	31/52
合计	213	2448/642	9.7	14	31/191

资料来源：公司财报，中邮证券研究所

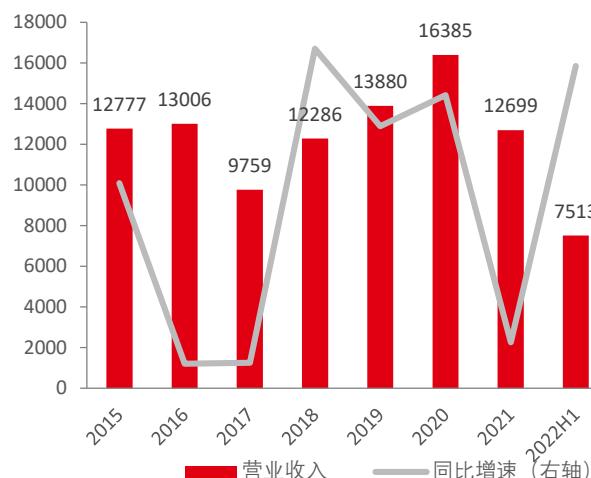
主营业务方面，公司的主要业务由外贸油运、内贸油运和外贸 LNG 运输三部分构成。其中，外贸油运是公司营收的核心（占比约为 47%），但国际油运市场具备较强的周期性，市场需求与全球的经济周期高度相关，因此公司外贸油运的营收存在一定的波动性。内贸油运为公司提供了稳定的盈利来源，近年来公司内贸油运业务的营收较为稳定，且毛利率维持在 30% 左右的水平；公司外贸 LNG 业务近年来需求强劲，业务收入增长迅速，有望成为公司新的业绩增长点。

图表 4：22H1 公司主营业务收入占比


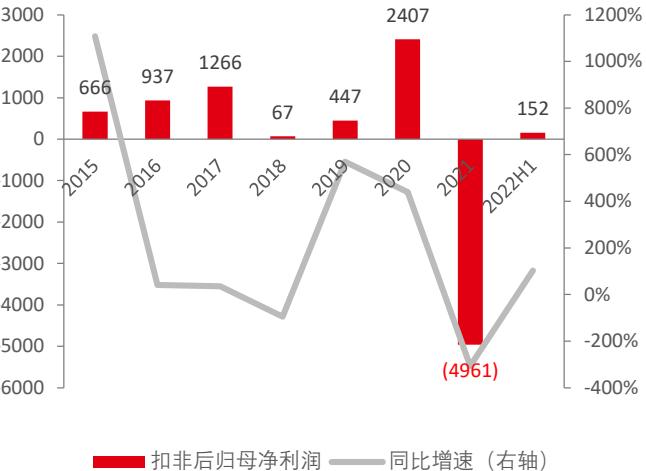
资料来源：公司财报，中邮证券研究所

图表 5：公司营业收入拆分（单位：亿元）


资料来源：公司财报，中邮证券研究所

图表 6：中远海能营业收入及同比情况（单位：百万元）


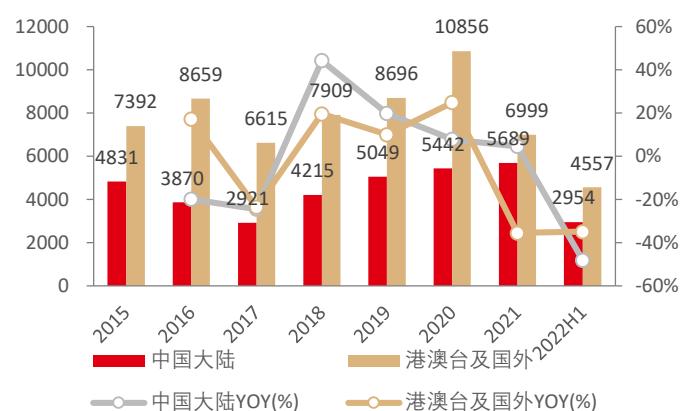
资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 7：扣非归母净利润及同比（单位：百万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 8：公司分产品营收（单位：百万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 9：中远海能国内外营收占比（单位：百万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

2 油运周期向上，行业再繁荣

2.1 行业介绍

中远海能所属行业为原油和成品油、液化天然气、化学品水上运输业。作为传统能源，石油和天然气在全球的能源结构和消费中占有举足轻重的地位，是支撑国民经济和社会发展的重要战略物资。由于全球石油和天然气等能源资源的分布与消费区域之间的不平衡，石油和天然气贸易和运输在国际经济的发展中扮演着重要的角色。

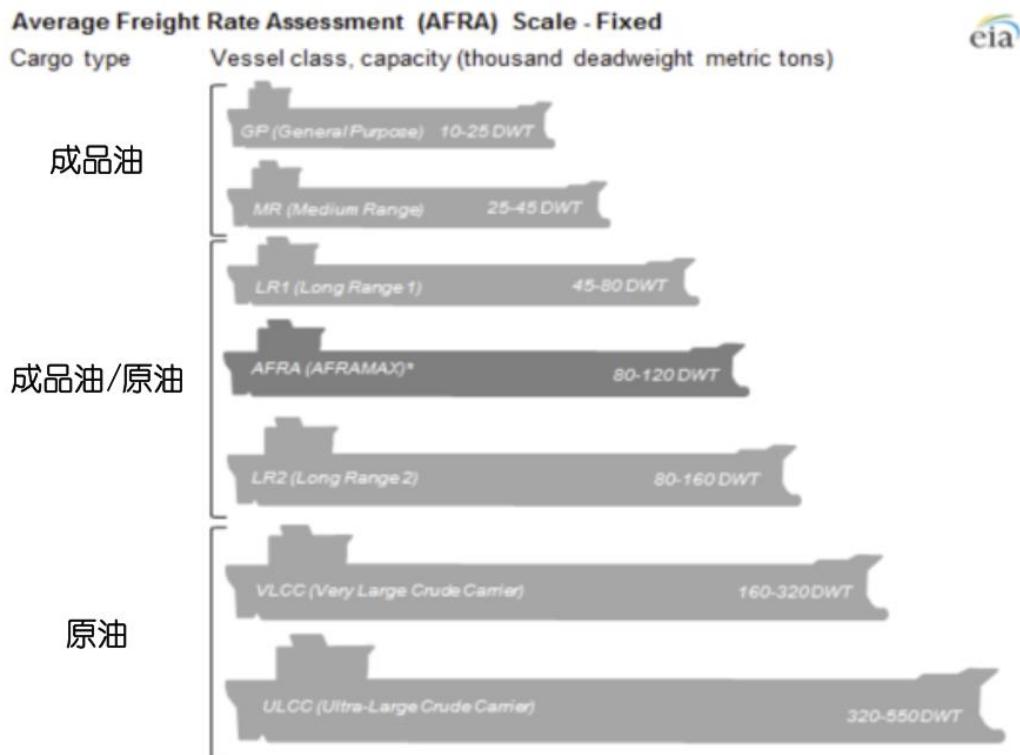
海运是全球石油贸易最重要的运输方式之一。目前全球主要原油进口国为中国、美国、欧洲、日本和印度；原油出口主要集中在中东、俄罗斯、西非、北美和中南美洲。当前全球原油

海运的主要流向为诸如中东、西非等上述出口区运至中国、欧美等进口区。其中来自中东波斯湾的原油，经由霍尔木兹海峡至阿拉伯海，向东运至印度或过马六甲海峡运往中日韩；向西经由曼德海峡过苏伊士运河，或绕好望角运往欧洲或美东海岸是世界原油海运最主要的航线之一。与原油不同，成品油的品种十分丰富，主要可以分为车用汽油和航空汽油为主的轻质馏分油；柴油、航空煤油和取暖煤油为主的中间馏分油；包括船用燃料和渣油在内的重质燃料油；以及乙烷、润滑油等其他石化产品。而成品油海运主要负责将炼厂精炼产品运输至消费国家，主要出口国是俄罗斯、美国、中东等地区；主要进口国是美国、新加坡、荷兰以及澳大利亚等国家。

油轮是重要的海洋运输工具。相较于管道运输等其他运输方式，尽管油轮运输行业安全要求高、经营管理专业性强、投资回收期长，但因其运输能力强、运量大、运费低、可以跨洲过洋等优势，是国际间石油运输的首选。目前全球约 80% 的石油通过油轮运输。相比于原油油轮，成品油轮涂层化学结构致密，能抵御各类装载油品的溶解、渗透和腐蚀，因此成品油油轮可以运输原油，但原油油轮则不能运输成品油。目前全球油轮主要可以分为以下几类：

1. 通用型 (GP) 和中型 (MR) 油轮；此类油轮船型小，一般用于距离较短的成品油运输；
2. 大型油轮 (LR)：可同时运输原油和成品油，按照载重吨位不同可以分为 LR1 (55K-85K DWT) 和 LR2 (85K-125K DWT)，阿芙拉型船 (Aframax) 则是载重吨位处于 LR1 与 LR2 之间的油轮。
3. 巨型油轮 (VLCC) 和超级油轮 (ULCC)：是远距离原油运输的主力船型，其运费相对较低。另外还有专为通过巴拿马运河设计的巴拿马型船 (Panamax)，及为苏伊士运河设计的苏伊士型船 (Suezmax)。

图表 10：油轮船型分类



资料来源：EIA，中邮证券研究所

此外，随着液化天然气（LNG）船舶技术和管理水平的日益成熟，近十年来，天然气已呈现出管道运输下降、LNG 运输上升的明显趋势，LNG 运输业已进入快速发展期和稳定收益期。

LNG 船舶是国际公认高技术、高难度、高附加值的“三高”产品。目前全球的 LNG 船队中，大部分船舶均与特定 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。

2.2 复盘历次行业周期

由于中远海能原油运输业务占比最高，我们主要对原油运输行业进行分析。从 21 世纪至今的油运历史周期，可以发现油运行业供需的高度错配是导致每次运价大涨的主因。历次周期中往往是经济基本面改变或者局部事件刺激导致需求率先大幅增长，由于油运行业的供给具有滞后性，继而导致供需出现错配推动运价上升，而随着油轮订单交付，供给逐渐提升进而达到供需平衡乃至供过于求。

第一次运价上升周期为 21 世纪初至 2008 年，此次的特点为中国经济快速增长导致需求大幅增加，进而导致运价的不断攀升。自互联网泡沫后全球经济持续复苏刺激原油需求，而中国加入 WTO 后经济快速增长进一步提振了需求；此外环保公约的限制加速了老旧船舶退出，同时此阶段油轮船龄较长，多数油轮处于老龄化周期。供给端的偏紧支撑了运价高位运行。2004 年底，VLCC 运价更是达到了破纪录的 204361 美元/天。此次运价上行周期平均 VLCC-TCE 为 60000 美元/天左右。

第二次运价上行周期为 2014 年至 2015 年，金融危机爆发后各国经济普遍陷入衰退，原油需求下降，同时由于全球宽松政策到最后国际油价持续上升，原油进入去库存阶段。2014 年美国受益于页岩油开采技术跃升为世界第一原油出口国。OPEC 为维护自身市场份额宣布增产，布伦特原油从 110 美元的高位快速下滑至 38 美元左右。而低油价触发了补库需求，油运运价短期快速上行，2015 年平均 VLCC-TCE 达到 64653 美元/天。

近年疫情扰动叠加地缘政治的影响导致运价剧烈波动。2020 年初，疫情爆发导致全球原油需求大幅下降，同时 OPEC+减产协议谈判失败，俄罗斯与沙特进行价格战，原油价格一度下跌至负数进而触发大量的补库需求，由于原油陆地库存基本饱和，VLCC 浮舱囤油成为常态更是大幅推高了运价，2020 年 3 月 VLCC-TCE 约为 160000 美元/天左右，4 月更是冲高至 170000 美元/天左右。而 2021 年三季度时，OPEC+达成减产协议，原油价格逐步复苏，储油套利需求减少，同时疫情导致原油需求低迷，原油面临去库存压力，运价持续维持低位运行。

2022 年以来，俄乌战争及欧美制裁俄罗斯导致的石油运距拉长改变了原油贸易格局，以 MR 为首的中型油轮运价自 3 月起大幅上涨并维持高位运行。VLCC-TCE 则持续低迷，长期均为负运价。而 7 月后中国疫情趋缓需求回升，运价迅速上涨，近期 VLCC-TCE 已突破 70000 美元/天。

油运行业的周期演变——行业供需分析：国际油运行业具有较强的周期性。长期看，经济上行刺激原油需求将会提升油运行业的景气度。而从年内来看，一、四季度为欧美等国采暖需求的旺季；二、三季度为淡季，全球炼厂也在这一时段中进行密集检修。具体来说，我们认为

油运行业的周期性主要可以从以下方面考虑：

从需求端来看，长期来看，油运需求受全球宏观周期影响，与世界经济发展密切相关；中短期来看，油运需求会受原油库存周期影响，原油库存周期不仅与原油价格密切相关，同时需求还受地缘政治的影响，因此运价的短期波动性也相对较大。综合来看，我们可以将均衡下的原油产量理解为消费需求和库存需求之和。

消费需求：油运行业的上下游较为集中，上游往往为能源开采公司及大型贸易商，而下游主要为体量较大的炼厂、大型贸易商以及国家的战略储备，油运行业虽然是重资本行业，具备一定的行业壁垒，但是各船东在运输服务环节往往难以体现出较竞争对手更强的核心竞争力，长期以来供过于求的格局造成油轮船东对于上下游的议价能力相对有限，更多时期船东是处于价格接受者的地位。但是当全球经济出现上行之时，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并推升运价，同时消费需求的改善通常具有一定的持续性，因此行业景气周期的持续性也相对较高。

从现有航线来看，全球原油海运贸易航线仅有 19 条，主要的贸易流向有：中东-远东、中东-美湾/欧洲、西非-远东、美湾-远东。印度和中国有望成为主要进口国家，全球原油贸易格局逐步调整。

图表 11：原油海运的主要贸易航线

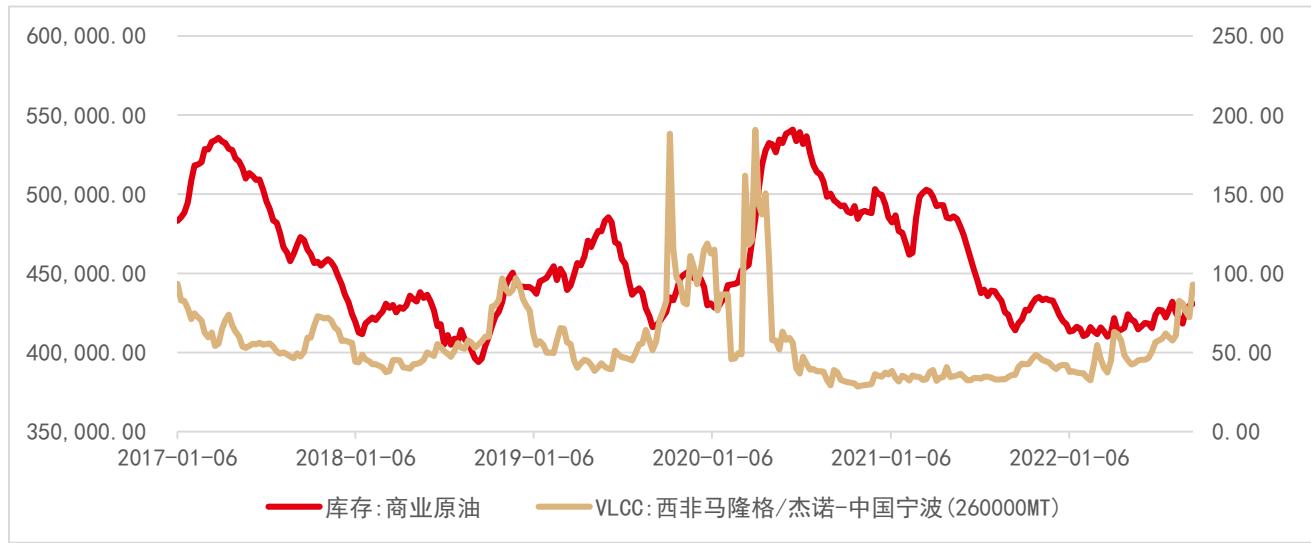


资料来源：波罗的海交易所，中邮证券研究所

补库需求：当原油价格大幅下跌时，国家战略储备及炼厂具有补库存的需求，这会在一定程度上支撑油运的总需求。假设油价跌至非理性的低位，补库需求将出现大幅增加，此时总需求可能出现不减反涨的现象。此外，战略储备需求的提出是自 19 世纪 70 年代全球石油危机发生后，原油消费国为保证能源安全，避免再次出现因原油短缺、油价暴涨导致的供给侧冲

击，原油消费国纷纷开始进行原油战略储备。而在经济过热及滞涨阶段，全球原油普遍短缺，原油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。

图表 12：库存周期与 VLCC 运价基本呈现正相关



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

综上所述，油运行业景气度的主要驱动因素仍为原油的消费需求，但是在此基础上还应考虑库存端的需求。而在供需均衡条件下，我们可以认为全球原油产量看做消费需求与库存需求的总和，因此可通过原油产量观测油运景气度。

从供给端来看，油轮新船订单的交付周期通常为两到三年，因此油运行业的供给相对于需求往往具有滞后性，行业将会出现较长时间的供需错配，这也是导致运价周期性波动的最主要原因之一。

有效运力——决定运价波动的主要因素。虽然原油的供给是影响油运行业景气度的重要因素，但是仅判断方向远远不够，运价上升的幅度以及运价维持高位的时间亦会对行业的盈利产生较大影响。有效运力对需求的承接能力是影响行情空间与持续性的主要因素之一。在经济上行时，原油消费需求旺盛，此时有效运力一旦下降，则运价将会大幅走高，如 21 世纪初期由于环保限制单壳油轮退出市场，运价一度达到 24 万美元左右的历史高位；经济下行时期，原油补库需求占据主导，此时需求提升的持续性较短，但此时有效运力的收缩亦会导致较为可观的运价高峰。此外，由于油轮行业对安全性要求较高，老旧船舶对主流租家的吸引力便会大幅下降，参照克拉克森数据，在 34 艘 20 年以上老船中只有 7 艘仍旧服役，且多为货主旗下自有的不活跃船舶，其余船舶均已从有效运力的行列中退出。此外 VLCC 的仓储功能导致有效运力与行业运力具备一定差距。

运距——影响行业供给的重要因素。虽然在短期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，但是当原油出口国以及主流的航线发生改变时改变，运距则会出现显著变动进而影响供给。例如 19 世纪六七十年代苏伊士运河关闭，中东-欧美的油轮需要绕行好望

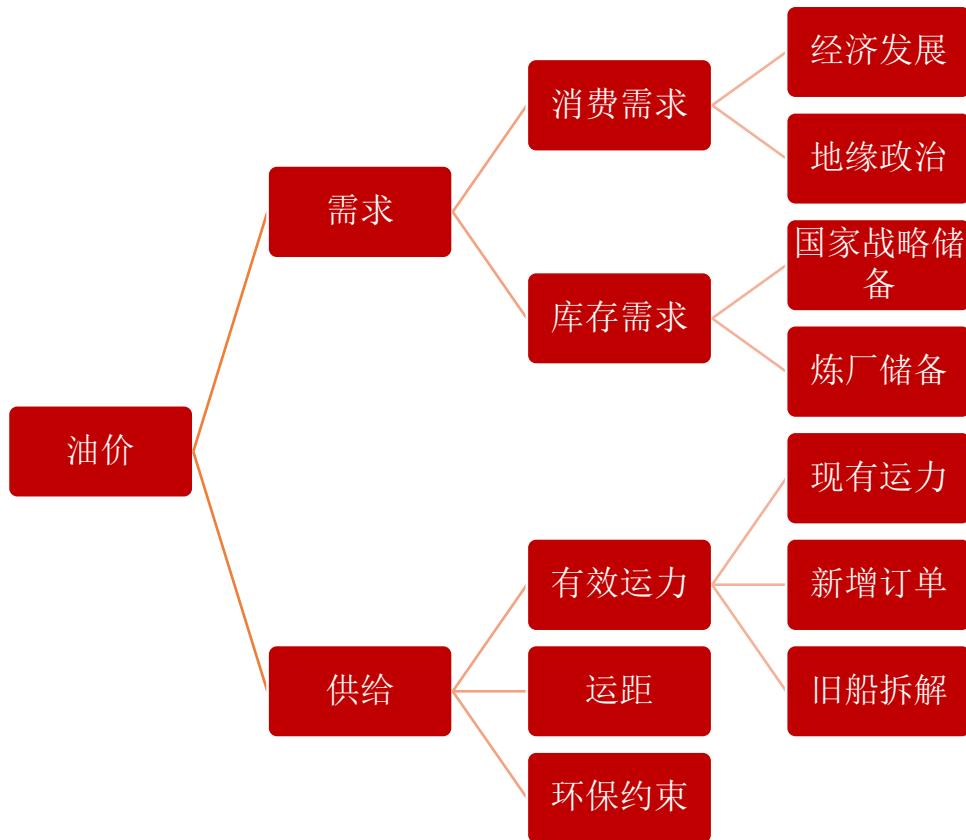
角，这造成了油运远距的大幅拉升。此外，2009 年美国页岩油技术的突破使得美国出口原油数量大幅增长，美国石油替代了部分远东地区对于中东石油的需求。根据中远海能披露的数据，美湾-远东的运距为中东-远东运距 2.4 倍以上。

地缘政治因素——影响油运周期波动的重要变量。首先地缘政治因素会对石油价格产生重要影响，这会进一步传导至油运，使运价产生剧烈波动。其次，地缘政治可能会直接影响有效运力。此外，运价弹性可以作为地缘政治事件发生后行业景气度的测试机制，如果运价上涨幅度明显高于历史均值，或表明当前行业的有效运力已经偏紧，行业高景气的持续性较强。因此，在投资中地缘政治对行业的影响可以从以下两点来把握：一是若产油国局势一旦趋于紧张，势必影响油运行业的供给，此时投资油运行业或将超额受益；二是观察事件发生后运价的弹性，若运价弹性较高，则说明运价高位运行的持续性更强。

浮舱囤油——油运行业景气度的放大器

每艘 VLCC 大约可以装载 200 万桶石油，而 VLCC 除了作为油运工具外，还具备仓储的功能，而石油具备商品及金融的双重属性，因此 VLCC 也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放大器。当原油需求大幅提升时，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，行业景气度也可能因此延长；而当原油需求回落时，浮舱囤油会使库存消化时间更长，油轮行业低迷周期也会变得更长。

图表 13：油运分析框架



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

2.3 全球供应链重构加速行业再次繁荣

尽管全球经济面临通胀压力导致复苏乏力，但欧洲与俄罗斯石油脱钩预计重塑全球石油贸易格局，有利于推动海运石油贸易周转量提升。EIA 预测全年石油消费为 9940 万桶/天、全球石油供应为 9980 万桶/天，石油需求逐步改善的预期以及 OPEC+减产政策的结束，有望推动海运石油贸易量同步回升。运力供需方面，根据 Clarksons 预测，2022 年原油轮需求增幅 6.2%，供给增幅 4.6%，其中 VLCC 需求增幅 5.9%，供给增幅 5.8%；成品油轮需求增幅 7.2%，供给增幅 1.8%。

2.3.1 供给端：供给相对缓慢，预计未来两年运价仍将维持高弹性

船舶集中步入老龄化，环保因素制约新船订单增长叠加老旧油轮拆解退出，即期市场有效运力有望维持低增长，保证行业运价弹性。自沙特及俄罗斯增产以来，行业的运价上行至超过 20 万美元/天的水平，展现出其高弹性，也证明了当前行业的有效运力规模已经较为紧张。运力供给方面，预计全年油轮运力增长率为 3.7%。其中，VLCC 下半年将交付 22 艘，全年运力增速保持在 5.8% 的相对高位。但自 2023 年起，新船交付量预计保持低位。同时，在航运业低碳发展以及行业环保政策驱动下，叠加环保型清洁燃料船舶投入使用，老旧船舶退出市场仍是大势所趋。

2.3.2 需求端：关注补库拐点和传统旺季需求

运量及运距变化，在消耗量较为稳定的背景下，库存变化是引起需求变化的主要因素。原油轮运力需求的驱动因素仍将是欧洲与俄罗斯能源脱钩所带来的石油贸易重构。近期，大西洋市场的活跃吸引了更多的 VLCC 船位，使 VLCC 的整体布局较以往更为均衡，伴随着船东的强烈信心，成交价格显著抬升。预计下半年，大西洋市场仍将为 VLCC 船舶需求持续注入活力。第四季度作为油运市场的传统旺季，也有望带来更多的油品运输需求。成品油轮运力需求在柴油供应短缺、运距拉长等积极因素推动下，有望维持高位表现。库存周期与 VLCC TCE 呈正相关，油价明显回调将激发补库存动力。

整体而言，短期展望上，随着近期 VLCC 运价的上涨，国际油运市场的景气度已经全面提升。中期来看，供给端的优化仍将是市场步入新一轮上行周期的主要驱动因素。但需要关注的是，燃油价格高企、高级油轮船员短缺等，这些生产要素变化一定程度上对船东最终收益带来影响。

后期行情的催化剂主要有：1) 中国成品油出口配额增加；2) 冬季旺季需求的提前，对石油供给的担忧，欧洲国家加紧进口俄油囤货；3) 吨海里的增加，欧洲原油进口运距增加，

远距拉长的乘数效应落地，将作用于增量需求。

3 外贸油运贡献弹性，内贸及 LNG 运输构筑“安全垫”

3.1 外贸油运：充分受益于景气周期回升

中远海能作为国际最大油运船东，VLCC 规模处于全球前列，受益于景气周期回升，在不利条件下同比扭亏。按运力规模统计，公司为全球第一大船东，截至 2022 年 6 月 30 日，共拥有和控制油轮运力 161 艘，2365 万载重吨，其中，自有运力 155 艘，2206 万载重吨；租入运力 6 艘，159 万载重吨。从 VLCC 运力来看，公司拥有自由运力 49 艘，并租入了 5 艘 VLCC，实际可控 VLCC 达到 54 艘。

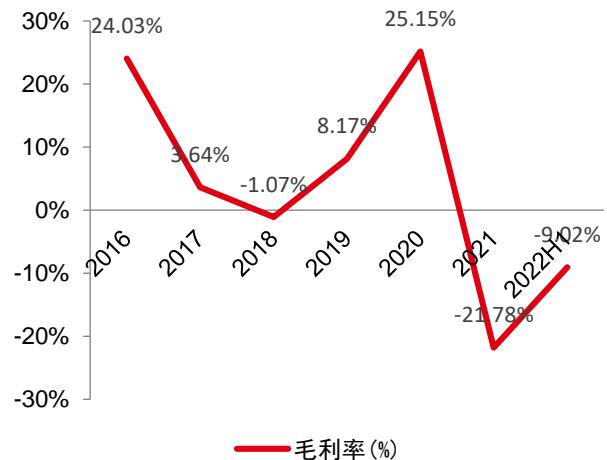
公司外贸油运业务近年随市场呈现出周期性的起伏。2018 年前三季度 VLCC 市场极度低迷，四季度开始回暖。2018 年外贸油运业务毛利率明显下滑，完成外贸油运运输量 8660 万吨，同比增加 32.9%；运输收入 66.1 亿元，同比增长 12.6%；毛利率 -0.4%，同比降低 12.6 个百分点。2019 年油运市场景气攀升，全年 VLCC-TCE 运价均价约 4.2 万美元，同比上涨 172%。公司外贸油运业务收入 73.2 亿元，同比增长 10.82%，毛利 6.15 亿元，同比增加 6.4 亿，实现扭亏，毛利率为 8.4%。2020 年上半年国际油运市场景气度跌宕起伏。OPEC+3 月份大幅增产推高油运需求，运价此后高达 18 万美元/天，5 月份 OPEC+协议减产，油价复苏，运价回归正常水平。下半年亚洲石油需求逐渐恢复，但海外恢复缓慢，整体油运需求减少。2020 年全年外贸油运收入 95.74 亿元，同比增加 30.79%。2021 年油运市场再度低迷，拖累中远海能的国际油运业务。2021 年公司国际油运业务收入 58 亿元，同比下降 40%；亏损 12 亿元。

2022 年上半年，公司外贸油轮船队完成外贸油运运输收入人民币 39.45 亿元，同比增加 45.0%；运输毛利为人民币 -4.31 亿元，同比减少 1.02 亿元；毛利率 -10.9%，同比增加 1.2 个百分点。在上半年市场整体低迷的情况下，公司减少了在传统市场的运力投放力度，根据对不同区域市场机会的预判，VLCC 船队把握了市场的阶段性机遇，大西洋区域货载营运天占比同比增加 4.9 个百分点。同时，11 艘自营 LR1 船舶形成一定规模优势，不断加大高收益航线运力投入；新签 COA 合同锁定货源，并全力承揽东北亚回程货载，为 LR 船队构建中国-新加坡-中东-远东大三角航线；澳洲航线常态化，西进东非、欧洲，航线结构与客户群体呈现多元化。

图表 14：外贸油运板块收入及同比情况（百万元）



图表 15：外贸油运毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

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 54 艘，其中自营的 49 艘，租出的 5 艘，但是租出的船舶由于是入池运营，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 52 艘 VLCC 的运价水平跟随市场波动。据克拉克森统计，2022 年 8 月 VLCC 油轮新船的单船造价为 1.09 亿美元，若每艘船加装 LNG 燃料系统约需额外花费 1000 万美元，总造价达 1.19 亿美元，假设运营天数为 350 天，耗油按 50 吨/天计算，燃料按高硫油价格 357 美元/吨，单船使用年限为 25 年，船舶融资贷款比例为 70%，船舶融资贷款利率为 7%。则新造船对应的单船盈亏平衡点为 35275 美元/天。此外，我们假设美元兑人民币的汇率为 6.5，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，按公司享受行业运价波动幅度 90% 的弹性，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 10.65 亿元人民币，弹性极强。

图表 16：中远海能 VLCC 船队弹性测算

弹性测算

船队规模（艘）	52
人民币兑美元汇率	6.5
TCE 均值（美元/天）	15275 25275 35275 45275 55275 65275
VLCC 船队毛利（亿人民币）	-21.29 -10.65 0.00 10.65 21.29 31.94

资料来源: Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

按最新期租租金 43597 美元/天来算, 公司 VLCC 船队每年预计能贡献 8.86 亿人民币的利润。

图表 17: 按最新期租租金测算 VLCC 船队利润

主要假设及结果测算			
折旧年限	25	船舶融资贷款比例	70%
新船造价 (万美元)	11,900	船舶融资贷款利率	7%
利息 (美元/天)	15,975.34	享受行业波动波动幅度	90%
成本 (美元) (高硫油)	357	人民币兑美元汇率	6.5
油耗 (吨/天)	50	船队规模	52
运营成本 (美元/天)	17,850	期租租金 (美元/天)	43,597
成本合计 (美元/天)	33,825	总船队毛利 (亿人民币)	8.86

资料来源: Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

同理, 公司现有 5 艘 Suezmax 型船, 17 艘 Aframax 型船, 公司二者船队的弹性和船队利润测算如下:

图表 18: 中远海能 Suezmax 船队弹性测算

弹性测算						
船队规模 (艘)						5
人民币兑美元汇率						6.5
TCE 均值 (美元/天)	4275.1	14275.1	24275.1	34275.1	44275.1	54275.1
Suezmax 船队毛利 (亿人民币)	-2.05	-1.02	0.00	1.02	2.05	3.07

资料来源: Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

图表 19：中远海能 Aframax 船队弹性测算

弹性测算							
船队规模 (艘)	17						
人民币兑美元汇率	6.5						
TCE 均值 (美元/天)	545.9	10545.9	20545.9	30545.9	40545.9	50545.9	
Aframax 船队毛利 (亿人民币)	-6.9615	-3.48075	0.00	3.48075	6.9615	10.44225	

资料来源：Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

图表 20：按最新期租租金测算 Suezmax 船队利润

主要假设及结果测算			
折旧年限	25	船舶融资贷款比例	70%
新船造价 (万美元)	7,500	船舶融资贷款利率	7%
利息 (美元/天)	10068.5	享受行业波动波动幅度	90%
成本 (美元) (高硫油)	357	人民币兑美元汇率	6.5
油耗 (吨/天)	37	船队规模	5
运营成本 (美元/天)	13,209	期租租金 (美元/天)	58,248
成本合计 (美元/天)	23,277	总船队毛利 (亿人民币)	3.48

资料来源：Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

图表 21：按最新期租租金测算 Aframax 船队利润

主要假设及结果测算			
折旧年限	25	船舶融资贷款比例	70%
新船造价 (万美元)	5,900	船舶融资贷款利率	7%
利息 (美元/天)	7,920.55	享受行业波动波动幅度	90%
成本 (美元) (高硫油)	357	人民币兑美元汇率	6.5
油耗 (吨/天)	33	船队规模	17
运营成本 (美元/天)	11,781	期租租金 (美元/天)	43,691
成本合计 (美元/天)	19,702	总船队毛利 (亿人民币)	8.06

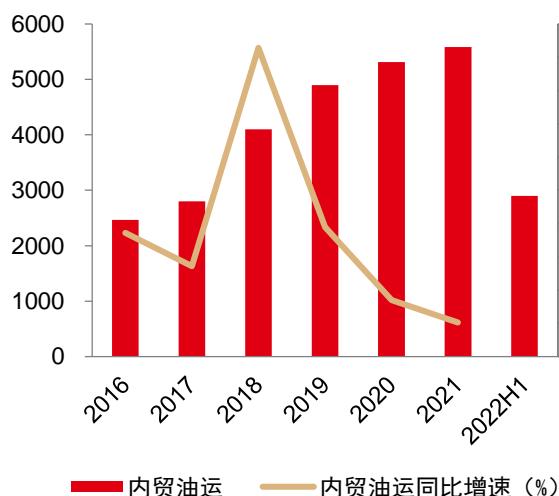
资料来源：Clarksons, iFind, 中邮证券研究所

3.2 内贸油运：国内行业龙头，收益稳健

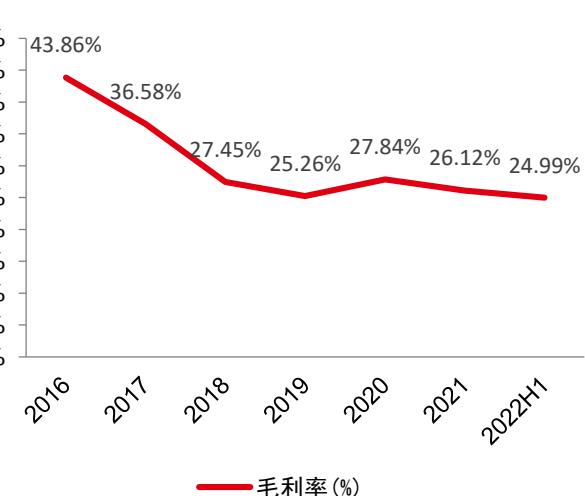
内贸油运方面，公司稳居行业龙头，COA 货源 90% 以上，收益较为稳定。不同于国际油运，交通部对国内水路运输市场健康发展实施了较为有力的调控，自 2011 年以来先后出台了沿海省际化学品船、液化气船、原油船、成品油船运输市场的一系列宏观调控政策，暂停了新增经营主体，对不同领域的新增船舶运力实施了不同程度的调控，且由于炼厂的需求相对刚性，船东与炼厂往往具备较为长期的合作关系，因此我国内贸油运的竞争格局相对稍好。公司是沿海原油和成品油运输领域的龙头企业，内贸油运历年来发展稳健。2018 年内贸原油业务运量 5121 万吨，同比增长 0.5%；2018 年 3 月公司完成收购中石油成品油船队，2018 年公司内贸成品油业务运量 1670 万吨，同比增长 413.4%；收入 17 亿元，同比增长 417.1%。2019 年内贸油运收入 50.05 亿元，同比增加 18.99%；毛利 12.52 亿，同比增加 9.26%。为防控疫情，2020Q1 国内成品油消费低迷，被迫进入外贸油运淡季，但 Q2、Q3 国内疫情得以控制，经济回暖，内贸原油运输延续复苏态势。2021 年公司内贸油运业务收入 57 亿元，同比增长 5%；毛利润 15 亿元，同比下降 1%。利润小幅下滑主因中国原油进口减少，影响国内石油转运需求。

2022 年上半年，内贸油运市场总体维持稳定，完成内贸油运运输收入人民币 29.54 亿元，同比增加 6.6%；运输毛利人民币 7.2 亿元，同比减少 1.73 亿元；毛利率 24.2%，同比减少 7.8 个百分点。公司通过与多家核心客户签订 COA 合同，锁定 90% 以上基础货源；巩固市场份额，内贸原油运输市场占有率达到 57% 左右。相比国际油运市场，内贸油运市场的运力供需相对平衡，市场总量相对稳定，运价稳定性更高。在公司整体的业务结构中，沿海（内贸）油运业务的收益水平整体稳定，受地缘政治风险影响较小，是公司经营业绩的“安全垫”。

图表 22：内贸油运收入及同比情况（单位：百万元）



图表 23：内贸油运板块毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

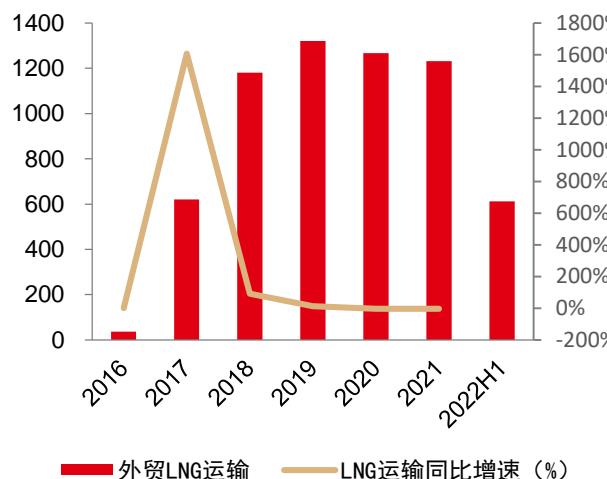
资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

3.3 LNG 运输：贸易前景依旧乐观

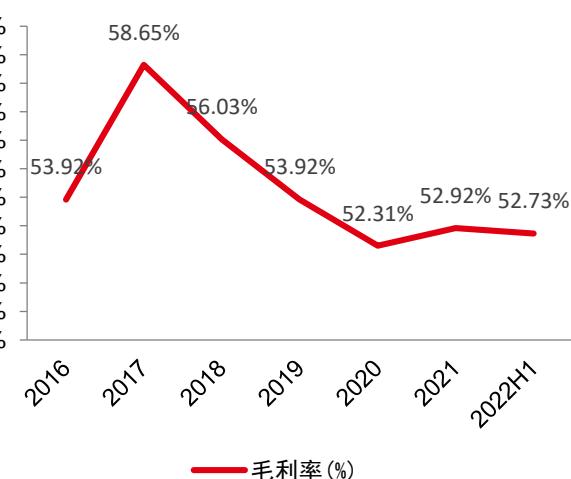
中远海能是中国 LNG 运输业务的引领者，是世界 LNG 运输市场的重要参与者。LNG 是液化天然气 (Liquefied Natural Gas) 的缩写，是天然气在超低温 (-163°C) 条件下液化形成的，其体积是同质量天然气的 1/625。天然气液化后可以大大节约储运空间。在运输环节，目前海上 LNG 运量占世界 LNG 运量的 80%以上。中远海能全资子公司上海中远海运液化天然气投资有限公司，(上海 LNG) 和持有 50% 股权的中国液化天然气运输(控股)有限公司 (CLNG) 是中国目前仅有的两家大型 LNG 运输公司。目前来看，LNG 运输资金、技术壁垒较高，因此行业集中度较高，龙头公司护城河较深。

公司 LNG 业务近年来稳步发展。2018 年公司 LNG 运输业务规模继续快速扩大，年内共有参与投资的 10 艘、173 万立方米 LNG 船舶上线运营。截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有参与投资的 26 艘、435 万立方米 LNG 船舶投入运营，LNG 板块贡献税前利润人民币 4.1 亿元，同比增长 72.9%。2019 年随着 LNG 船队逐步交付，带来税前利润大幅度提升。LNG 板块实现收入 13.21 亿元，同比增长 11.9%，实现税前利润 6.03 亿元，同比增长 47.6%。2020 年，LNG 运输业务加快步入收获期，随着各国对脱碳目标的进一步落实，电力和工业领域对 LNG 需求将保持强劲，公司抓住机遇，将 LNG 和新能源运输作为优先战略任务。截至 2020 年底参与投资 LNG 船舶有 41 艘，全部与特定 LNG 项目绑定。2021 年公司 LNG 运输业务贡献净利润 6.6 亿元，同比增长 4%，收益稳健。2022 年上半年，公司 LNG 运输板块贡献归母净利润人民币 3.83 亿元，同比增加 0.41 亿元。LNG 运输船队规模稳步增长，参与投资的 LNG 船舶艘数已达到 49 艘。

图表 24：LNG 运输板块收入及同比情况（单位：百万元）



图表 25：LNG 运输毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

预计 2022 年全球 LNG 贸易量将达到 3.92 亿吨，同比增长 5.4%。短期内 LNG 价格持续走高，在一定程度上影响了亚洲 LNG 采购需求，部分发电需求已被煤炭等传统燃料替代。

但欧洲 LNG 需求旺盛，加上美国自由港 LNG 终端停摆，以及其他区域 LNG 供应中断，将使得 2022 年下半年 LNG 供给整体趋紧。

中长期来看，LNG 贸易前景依旧乐观。当前全球液化天然气产能约为 4.62 亿吨/年，预计 2027 年将达到近 7.47 亿吨/年，年均复合增长率接近 10%。2022 年上半年，全球达成约 25 项 LNG 供销协议，其中 22 项与美国 LNG 出口项目签订、总计约 2,900 万吨/年，预期下半年还将增加。同时，较多在 2020-2021 年延期审批的 LNG 出口项目有望在 2022 年下半年达成最终投资决定。长距离 LNG 贸易项目增加也将利好 LNG 运输市场，推动贸易方提前锁定运力。

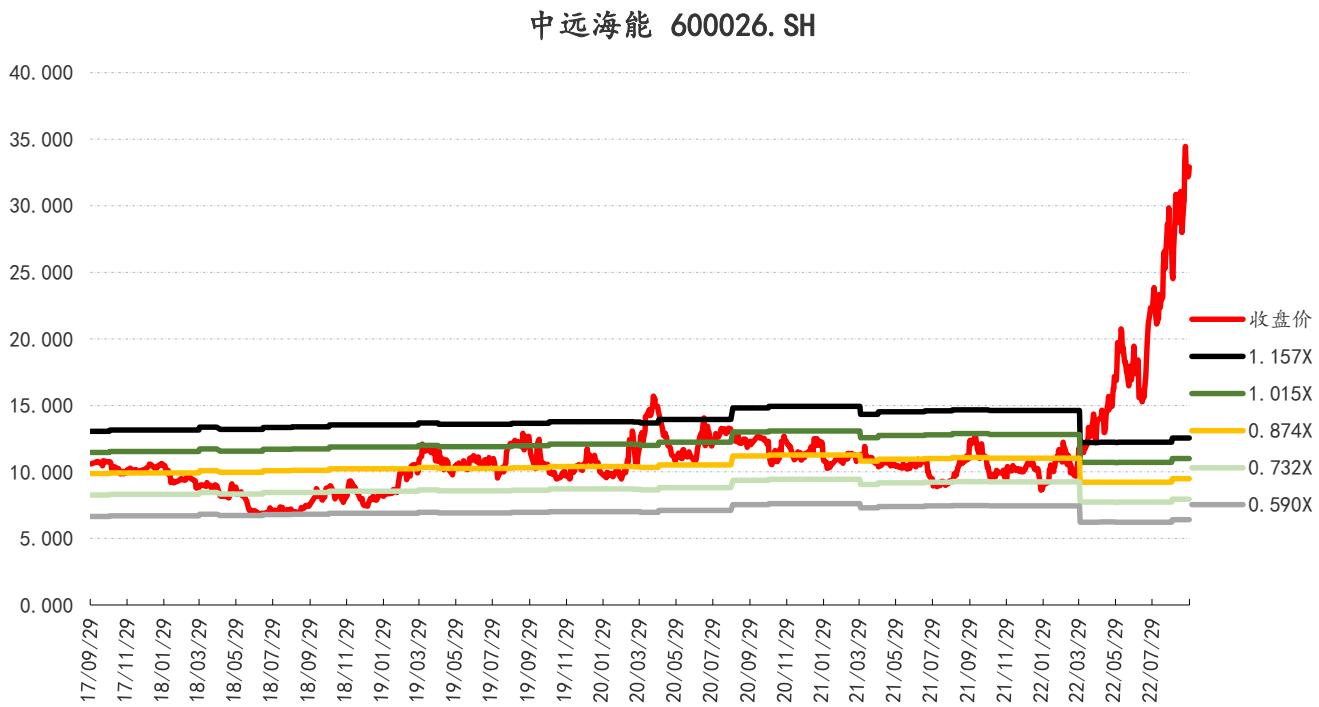
4 盈利预测及投资建议

核心假设：

- 1) 外贸油运：受新船订单及造船意愿的影响，我们假定未来 3 年行业 VLCC 订单维持缓慢增长，公司船队规模保持不变。假设 2022 年末开启补库存，2023 年行业加速拆船和老旧运力的退出，2024 年基本完成补库存需求的节奏，预计 22-24 年公司外贸油运业务有望贡献 61.34/102.54/114.84 亿元的营收。
- 2) 内贸油运：内贸油运业务长期保持稳定盈利，预计 22-24 年贡献运营收入 63.54/72.31/81.77 亿元。
- 3) LNG 业务：公司目前在运营项目船 38 艘，在手订单 9 艘，按 22-24 年分别交付 1 艘、5 艘、2 艘计，预计 2022-2024 年营收分别为 14.16/17.56/21.07 亿元。

我们认为油运行业景气向好的逻辑不变，运价预计将持续高位运行。中远海能拥有全球规模第一的油轮船队，其良好的船队规模与内外贸兼具的船队结构有望持续从油运的高度景气中受益。公司油轮运力 161 艘，2365 万载重吨，油轮船队运力规模世界第一，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 运输船队规模稳步增长，参与投资的 LNG 船舶艘数已达到 49 艘。根据船队盈利弹性测算，公司 VLCC 船队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 10.65 亿元人民币；Suezmax 型船队在盈亏平衡点以上每波动 1 万美元，公司毛利额增长约 1.02 亿元人民币；Aframax 型船队在盈亏平衡点以上每波动 1 万美元，公司毛利额增长约 3.48 亿元人民币，盈利弹性极强。

我们上调 2022~2024 年归母净利润预测为 13.95/35.26/42.31 亿元，同比+128%/153%/20%，当前股价对应公司的 PB 估值为 3.0、2.6、2.3X，给予公司 3.10X 的 PB 估值，对应 2023 年目标价 22.35 元/股，维持“推荐”评级。

图表 26：中远海能 PB


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

5 风险提示

(1) 宏观经济波动的风险

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。当宏观经济处于高涨时期，对大宗资源品的需求将会迅速增加，从而加大对这类产品的航运需求；但当宏观经济处于萧条时期，对上述货物的航运需求将不可避免地受到影响。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。

(2) 国际政治经济风险

当前全球政治经济形势中不确定因素增加，如地缘政治冲突以及主要经济体之间的贸易摩擦等，都会给全球经济带来不确定因素，也会对全球能源运输市场的供需和运价带来影响。局部冲突等地缘政治事件矛盾突出时，还会影响到公司船队的安全运营。

(3) 运费价格波动的风险

运费价格是决定公司盈利水平的核心因素之一，公司已通过采用与大型石油企业签署 COA 合同，提升内贸油运比例或设立合资公司的方式来增强运费价格的稳定性，能在一定程度上规避航运市场运费波动带来的风险。然而，运价波动仍可能对经营活动产生较大影响。

(4) 燃油价格波动风险

公司主营业务成本中燃油费占比最大。近年来，国际市场原油价格波动较大，船用燃料油的价格波动也比较大，并且随着国内、国际对船舶排放方面的新要求不断更新、提高，会对燃油采购价格产生较大影响。

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,879	6,486	4,479	5,757	10,511	经营活动现金流	7,070	3,395	4,512	6,972	7,900
现金	4,871	3,525	1,188	1,461	5,617	净利润	2,373	(4,975)	1,473	4,262	4,833
应收账款	669	369	424	583	660	折旧摊销	2,453	2,553	2,408	2,290	2,213
其它应收款	156	265	311	428	485	财务费用	1,222	801	968	1,291	1,414
预付账款	320	364	382	464	534	投资损失	(915)	(988)	0	0	0
存货	859	1,013	1,061	1,289	1,484	营运资金变动	1,696	5,669	(245)	(603)	(254)
其他	1,004	949	1,113	1,532	1,733	其它	242	335	(93)	(269)	(307)
非流动资产	58,080	52,903	50,947	49,710	49,054	投资活动现金流	(4,905)	(2,642)	(453)	(1,053)	(1,557)
长期投资	6,059	6,872	6,872	6,872	6,872	资本支出	(5,506)	(2,926)	(456)	(1,053)	(1,557)
固定资产	47,243	42,187	40,150	38,830	37,885	其他	601	284	3	0	0
无形资产	48	43	28	12	1	筹资活动现金流	(1,043)	(2,084)	(6,396)	(5,646)	(2,188)
其他	4,732	3,801	3,896	3,996	4,296	短期借款	(860)	1,030	(172)	(4,354)	(773)
资产总计	65,960	59,389	55,426	55,467	59,565	长期借款	(3,516)	(1,142)	0	0	0
流动负债	9,893	13,338	7,996	4,047	3,621	其他	3,334	(1,972)	(6,224)	(1,291)	(1,414)
短期借款	4,270	5,300	5,128	773	0	现金净增加额	1,122	(1,332)	(2,337)	273	4,155
应付账款	1,577	1,734	1,817	2,206	2,540	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	4,046	6,304	1,052	1,068	1,081	成长能力					
非流动负债	20,465	16,129	16,129	16,129	16,129	营业收入	18.0%	-22.5%	17.3%	37.6%	13.1%
长期借款	13,809	12,667	12,667	12,667	12,667	营业利润	168.4%	-255.2%	129.7%	189.8%	13.4%
其他	6,656	3,462	3,462	3,462	3,462	归属母公司净利润	449.7%	-309.7%	129.6%	189.3%	13.4%
负债合计	30,358	29,467	24,125	20,176	19,750	获利能力					
少数股东权益	981	1,331	1,237	964	655	毛利率	29.0%	7.3%	17.2%	26.9%	25.7%
归属母公司股东权益	34,622	28,591	30,064	34,327	39,160	净利率	14.5%	-39.2%	9.9%	20.8%	20.8%
负债和股东权益	65,960	59,389	55,426	55,467	59,565	ROE	6.9%	-17.4%	4.9%	12.4%	12.3%
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC	6.3%	-7.1%	4.8%	10.9%	11.4%
营业收入	16,385	12,699	14,896	20,497	23,188	偿债能力					
营业成本	11,628	11,770	12,330	14,974	17,238	资产负债率	46.0%	49.6%	43.5%	36.4%	33.2%
营业税金及附加	54	55	65	89	101	净负债比率	31.6%	39.1%	32.1%	24.2%	21.3%
营业费用	56	50	57	72	74	流动比率	0.80	0.49	0.56	1.42	2.90
管理费用	794	888	819	1,086	1,159	速动比率	0.71	0.41	0.43	1.10	2.49
财务费用	1,062	811	968	1,291	1,414	营运能力					
资产减值损失	(842)	(4,958)	(500)	(350)	(100)	总资产周转率	0.25	0.21	0.27	0.37	0.39
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0	应收账款周转率					
投资净收益	915	988	1,038	1,090	1,144	应付账款周转率	7.21	7.11	6.94	7.44	7.26
营业利润	2,888	(4,482)	1,333	3,864	4,382	每股收益	0.50	-1.04	0.31	0.89	1.01
营业外收入	14	4	12	13	14	每股经营现金	1.48	0.71	0.95	1.46	1.66
营业外支出	7	39	8	8	8	每股净资产	7.27	6.00	6.31	7.21	8.22
利润总额	2,895	(4,517)	1,338	3,870	4,388	估值比率					
所得税	273	140	(41)	(120)	(136)	P/E	37.6	-17.9	60.5	20.9	18.4
净利润	2,623	(4,657)	1,379	3,989	4,524	P/B	2.6	3.1	3.0	2.6	2.3
少数股东损益	250	318	(94)	(273)	(309)	EV/EBITDA	36.1	-205.2	49.0	31.0	28.8
归属母公司净利润	2,373	(4,975)	1,473	4,262	4,833						
EPS	0.50	-1.04	0.31	0.89	1.01						

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
强于大市 中性 弱于大市	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
推荐 谨慎推荐 中性 回避	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。