

增持 (维持)

01138.HK 中远海能

港股通(沪、深)

目标价: 12.5 港元

旺季到来, 布局良机

现价: 8.17 港元

预期升幅: 53%

2023年10月19日

市场数据

日期	2023.10.18
收盘价(港元)	8.17
总股本(亿股)	47.71
总市值(亿港元)	637
归母净资产(亿元)	343
总资产(亿元)	713
每股归母净资产(元)	7.2

数据来源: Wind

相关报告

《全球油运大周期之三大逻辑、两大机遇》20221202
《中国需求提振 VLCC 运价, 低估值凸显布局良机》20230210

海外消费研究

分析师:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

联系人:

陈雅雯

chenyawen@xyzq.com.cn

投资要点

- **2023H1 VLCC 运价景气度整体较好支撑业绩:** 2023H1 公司收入 114.83 亿元人民币, 同比增长 54%, 其中内贸油运/外贸油运/外贸 LNG 运输收入分别为 30.53/75.60/8.70 亿元人民币, 分别同比变动+3.8%/+92.8%/+42.1%。公司录得毛利率 35.0%, 同比增加 26.6 个百分点。录得归母净利润 28.95 亿元人民币, 同比增长 1531%。外贸油运方面, 公司的 VLCC 油轮业务受益于 2023H1 市场景气度整体较好, 同时公司重视航线货源多元化, 开发新客户和新航线; 中小船队主要受益于加强与大型国际石油商合作、优化三角航线运力等。
- **旺季需求支撑行情, 美国增产应对中东减产:** 展望 2023H2, 在石油供给端, OPEC+ 的产量或将减少, 预计被其他非 OPEC 国家(例如美国等)的产量增长所覆盖。根据 IEA 预测, 2023 年全球石油供给将达到 1.015 亿桶/天水平, 同比增加 160 万桶/天。在需求端, 全球石油需求将持续增长, 中国预计将贡献 70% 的需求增量。
- **需求出现地域分化, 中国、印度和巴西将支撑 2023Q4 石油需求:** 据 IEA 于 2023 年 10 月最新报告中预测, 中国、印度和巴西将保持较快石油需求增速, 支撑今年全球石油需求同比增长约 2.3mb/d, 其中中国的石油需求占 77%。而美国石油需求较低, 9 月份数据显示, 美国汽油消费量跌至二十年最低点, 同时由于补贴取消等因素, 新兴市场石油需求也将受到影响。
- **油运旺季来临, 公司多元化船队受益:** 油运旺季到来, 原油运价指数(BDTI)近期快速攀升, 截至 2023 年 10 月 13 日环比增长 31.9%。公司船队具备较大经营弹性, 例如 TCE 每增加 1 万美元/天, VLCC 船队将多创收 10.57 亿元人民币, 将帮助公司受益于新一轮旺季行情。
- **维持“增持”评级, 目标价 12.5 港元:** 油运行业整体逻辑未发生变化, 长期景气度仍在。油轮在手订单占船队比例低(例如 VLCC 为 2%), 同时船队老龄化将加速船队出清, 油轮供给偏紧; 下半年需求有望稳中有升, 公司公告数据显示, 2023 年原油吨海里需求预计增长 6.6%。同时公司 LNG 业务版图不断扩大, 提供收入保障。我们预计中远海能 2023-2025 年收入分别为 237.87 亿元/276.10 亿元/301.92 亿元, 同比增长 28.1%/16.1%/9.3%。2023-2025 年归母净利润分别为 64.35 亿元/82.32 亿元/98.01 亿元, 同比增长 340.4%/27.9%/19.1%。
- **风险提示:** 1) 制裁政策变动风险; 2) 油轮事故; 3) OPEC 减产超预期。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,567	23,787	27,610	30,192
同比增长(%)	46.8	28.1	16.1	9.3
归母净利润(百万元)	1,461	6,435	8,232	9,801
同比增长(%)	-129.3	340.4	27.9	19.1
毛利率(%)	18.4	40.9	44.7	48.4
ROE(%)	4.9	20.0	24.4	27.6
摊薄每股收益(元)	0.31	1.35	1.72	2.05
市盈率(收盘价)	29.6	6.7	5.3	4.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

- **2023H1 VLCC 运价景气度整体较好支撑业绩:** 2023H1 公司收入 114.83 亿元人民币, 同比增长 54%, 其中内贸油运/外贸油运/外贸 LNG 运输收入分别为 30.53/75.60/8.70 亿元人民币, 分别同比变动+3.8%/+92.8%/+42.1%。公司录得毛利率 35.0%, 同比增加 26.6 个百分点, 其中内贸油运/外贸油运/外贸 LNG 运输毛利率分别为 23.9%/37.5%/52.4%, 分别同比变动-0.7/+48.3/-0.3 个百分点。录得归母净利润 28.95 亿元人民币, 同比增长 1531%。外贸油运方面, 公司的 VLCC 油轮业务受益于 2023H1 市场景气度整体较好, 同时公司重视航线货源多元化, 开发新客户和新航线; 中小船队主要受益于加强与大型国际石油商合作、优化三角航线运力等。截止 2023 年 7 月末, 公司运营油轮船只 155 艘, 其中 VLCC 52 艘; 运营 LNG 船只 42 艘, 2026 年前将新交付 28 艘。
- **旺季需求支撑行情, 美国增产应对中东减产:** 展望 2023H2, 在石油供给端, OPEC+ 的产量或将减少, 预计被其他非 OPEC 国家(例如美国等)的产量增长所覆盖。根据 IEA 预测, 2023 年全球石油供给将达到 1.015 亿桶/天水平, 同比增加 160 万桶/天。在需求端, 全球石油需求将持续增长, 中国预计将贡献 70% 的需求增量。
- **需求出现地域分化, 中国、印度和巴西将支撑 2023Q4 石油需求:** 据 IEA 于 2023 年 10 月最新报告中预测, 中国、印度和巴西将保持较快石油需求增速, 支撑今年全球石油需求同比增长约 2.3mb/d, 其中中国的石油需求占 77%。而美国石油需求较低, 9 月份数据显示, 美国汽油消费量跌至二十年最低点, 同时由于补贴取消等因素, 新兴市场石油需求也将受到影响。
- **油运旺季来临, 公司多元化船队受益:** 油运传统旺季到来, 原油运价指数 (BDTI) 近期快速攀升, 截至 2023 年 10 月 13 日环比增长 31.9%。公司船队具备较大经营弹性, 例如 TCE 每增加 1 万美元/天, VLCC 船队将多创收 10.57 亿元人民币, 将帮助公司受益于新一轮旺季行情。
- **维持“增持”评级, 目标价 12.5 港元:** 油运行业整体逻辑未发生变化, 长期景气度仍在。油轮在手订单占船队比例低(例如 VLCC 为 2%), 同时船队老龄化将加速船队出清, 油轮供给偏紧; 下半年需求有望稳中有升, 公司公告数据显示, 2023 年原油吨海里需求预计增长 6.6%。同时公司 LNG 业务版图不断扩大, 提供收入保障。我们预计中远海能 2023-2025 年收入分别为 237.87 亿元/276.10 亿元/301.92 亿元, 同比增长 28.1%/16.1%/9.3%。2023-2025 年归母净利润分别为 64.35 亿元/82.32 亿元/98.01 亿元, 同比增长 340.4%/27.9%/19.1%。
- **风险提示:** 1) 制裁政策变动风险: 可能影响本文对于欧盟对俄制裁落地后出现新格局的基本假设。2) 油轮事故: 可能影响出事故的油运公司承运订单。3) OPEC 减产超预期: 可能影响 2023 年原油运量假设。

海外公司跟踪报告(评级)
附表
资产负债表

单位: 人民币百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,383	12,807	16,883	21,926
存货	1,278	879	954	973
合同资产	1,632	1,632	1,632	1,632
应收账款及应收票据	545	951	1,104	1,208
预付账款、按金及其他应收款	668	668	668	668
现金及现金等价物	4,239	8,656	12,504	17,425
非流动资产	59,867	58,244	56,780	55,459
物业、厂房及设备	47,179	45,556	44,092	42,771
使用权资产	835	835	835	835
于联营公司之投资	4,393	4,393	4,393	4,393
于合营公司之投资	5,377	5,377	5,377	5,377
应收借款	1,294	1,294	1,294	1,294
以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产	387	387	387	387
资产合计	68,250	71,051	73,663	77,385
流动负债	10,591	11,389	11,440	12,114
应付账款及应付票据	1,939	1,758	1,908	1,947
其他应付款及应计负债	1,000	1,172	1,272	1,298
银行及其他计息贷款即期部分	7,018	6,403	6,101	6,589
应付债券即期部分	0	1,423	1,525	1,647
非流动负债	24,089	24,089	24,089	24,089
衍生金融工具	0	0	0	0
银行及其他计息贷款	20,747	20,747	20,747	20,747
其他借款	945	945	945	945
应付雇员福利	160	160	160	160
租赁负债	1,087	1,087	1,087	1,087
递延税项负债	1,132	1,132	1,132	1,132
负债合计	34,680	35,479	35,530	36,203
母公司拥有人应占权益	31,570	32,857	34,504	36,464
股本	4,771	4,771	4,771	4,771
储备	26,800	28,087	29,733	31,693
非控股权益	2,000	2,715	3,630	4,719
股东权益合计	33,570	35,572	38,133	41,183
负债及权益合计	68,250	71,051	73,663	77,385

现金流量表

单位: 人民币百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动产生现金流量	4,130	11,757	13,633	15,152
投资活动产生现金流量	-5,157	-3,000	-3,000	-3,000
融资活动产生现金流量	1,564	-4,340	-6,785	-7,231
现金净变动	537	4,417	3,848	4,921
现金的期初余额	3,524	4,239	8,656	12,504
现金的期末余额	4,239	8,656	12,504	17,425

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表

单位: 人民币百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,567	23,787	27,610	30,192
营业成本	15,158	14,066	15,268	15,573
毛利润	3,409	9,721	12,343	14,619
其他收益与利得, 净额	348	244	282	331
销售费用	57	78	87	91
管理费用	948	1,272	1,751	1,914
经营利润	2,704	8,465	10,728	12,881
财务费用	994	996	908	834
除税前利润	2,753	8,512	10,863	13,089
所得税费用	964	1,362	1,716	2,199
本年度溢利(净利润)	1,789	7,150	9,146	10,890
本公司股东(归母净利润)	1,461	6,435	8,232	9,801
摊薄每股收益(人民币元)	0.31	1.35	1.72	2.05

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性(%)				
营业收入增长率	46.8	28.1	16.1	9.3
营业利润增长率	-157.9	213.1	26.7	20.1
归母净利润增长率	-129.3	340.4	27.9	19.1
盈利能力(%)				
净利率	9.6	30.1	33.1	36.1
ROE	4.9	20.0	24.4	27.6
毛利率	18.4	40.9	44.7	48.4
偿债能力				
资产负债率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
流动比率	0.8	1.1	1.5	1.8
速动比率	0.6	1.0	1.3	1.7
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	34.1	25.0	25.0	25.0
每股资料(人民币元)				
基本每股收益	0.31	1.35	1.73	2.06
摊薄每股收益	0.31	1.35	1.72	2.05
每股股息	0.00	1.08	1.38	1.64
估值比率(倍)				
PE(收盘价)	29.6	6.7	5.3	4.4
PB(收盘价)	1.4	1.3	1.3	1.2

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co., Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中国光大银行、光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk