

中远海能（600026.SH）

优于大市

外贸油运需求疲软导致 Q3 业绩承压，继续看好刚性供给下运价弹性

核心观点

中远海能发布 2024 年三季报，业绩表现偏弱。中远海能 2024 年前 3 季度实现收入 171.44 亿元，同比+3.68%；归母净利润 34.15 亿元，同比-8.05%；扣非归母净利润 33.49 亿元，同比+0.77%。其中，第三季度，海能实现营业收入 54.93 亿元，同比增长 10.80%；归母净利润 8.08 亿元，同比下滑 10.93%；扣非归母净利润 7.32 亿元，同比下滑 19.00%。此外，公司三季度处置一艘 19 年船龄的 VLCC “新金洋” 轮，贡献 0.76 亿元非经常损益。

6-8 月外贸油运景气度较低。中远海能 24Q3 实现单季度外贸油运业务收入 33.67 亿元，同比+14%，毛利 6.13 亿元，同比-14%，毛利率 18%，同比下降 3.8 pct。主要来自于原油运价的拖累。据克拉克森运价显示，2024 年 6 月-8 月 VLCC 平均运价为 30317 美元/天，环比 2 季度业绩期 3-5 月的平均运价 48769 美元/天下滑 38%，主要受到 OPEC+自愿减产，以及中国进口需求疲软导致的供需双弱。成品油轮方面，由于 VLCC 和苏伊士船型的参与，LR 和 MR 船型的溢价有所减弱，6-8 月期间，LR1/LR2/MR 运价均值分别为 29858/37400/28010 美元/天，环比 3-5 月均值下滑 12490/18679/9295 美元/天，下滑比例达到 29.5%/33.3%/24.9%。

内贸及 LNG 稳健增长，安全垫作用凸显。24Q3 内贸油运业务收入 14.6 亿元。同比下降 3%，毛利贡献 4.24 亿元，同比增加 2%。截至 24Q3，公司有 48 艘 LNG 运输船已投入运营，同比增加 3 艘，24Q3 贡献归母净利润 2.8 亿，前三季度合计归母净利润 6.8 亿元，同比增加 10.5%。

展望四季度，原油需求当前仍偏弱，关注美大选后全球原油产量变化。截至 10 月末，VLCC 的运价仍处低位，仅略高于船东的盈亏平衡点，整体的反弹力度以及时间进程均低于预期。但是考虑到行业的供给侧在 2024-2025 年期间增长有限，且美大选后中东对油价的态度或存潜在转变可能性，我们仍看好 Q4 旺季及 2025 年油运行业的业绩弹性。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议：

当前 VLCC 的供给断档导致油轮资产价值持续攀升，但是需求侧的疲软导致即期市场运价表现较弱，出于行业的边际定价属性，我们认为重置价值以下的油运企业具备配置价值。基于年初至今运价，将 2024-2026 年盈利预测由 58.7/68.3/72.5 亿元下调至 43.3/53.3/58.6 亿元，对应 PE 估值为 14.4/11.7/10.7 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,658	22,091	24,984	27,008	28,302
(+/-%)	46.9%	18.4%	13.1%	8.1%	4.8%
净利润(百万元)	1457	3351	4328	5325	5857
(+/-%)	-129.3%	129.9%	29.2%	23.0%	10.0%
每股收益(元)	0.31	0.70	0.91	1.12	1.23
EBIT Margin	12.8%	24.6%	24.1%	27.7%	29.2%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	9.7%	11.8%	13.6%	13.9%
市盈率 (PE)	42.9	18.6	14.4	11.7	10.7
EV/EBITDA	19.5	11.7	11.5	9.8	8.9
市净率 (PB)	1.98	1.82	1.71	1.59	1.48

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

公司研究·财报点评

交通运输·航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

13.09 元

总市值/流通市值

62449/62449 百万元

52 周最高价/最低价

18.63/11.49 元

近 3 个月日均成交额

342.92 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

《中远海能（600026.SH）-上半年成品油表现强劲，旺季原油值得期待》——2024-08-31

《中远海能（600026.SH）-Q1 扣非业绩提升，全年高景气可期》——2024-04-28

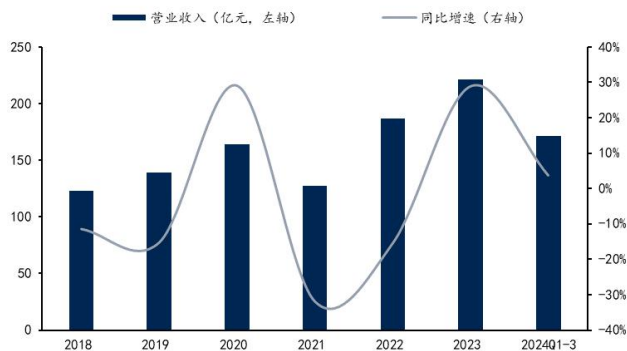
《中远海能（600026.SH）-外贸油运业绩大幅增长，看好 2024 年油运景气度》——2024-04-02

《中远海能（600026.SH）-Q3 业绩高速增长，股权激励彰显长期信心》——2023-10-27

《中远海能（600026.SH）-中报验证油运进入景气周期，看好运价中枢抬升》——2023-08-31

中远海能发布 2024 年三季报，业绩表现偏弱。中远海能 2024 年前 3 季度实现收入 171.44 亿元，同比+3.68%；归母净利润 34.15 亿元，同比-8.05%；扣非归母净利润 33.49 亿元，同比+0.77%。其中，第三季度，海能实现营业收入 54.93 亿元，同比增长 10.80%；归母净利润 8.08 亿元，同比下滑 10.93%；扣非归母净利润 7.32 亿元，同比下滑 19.00%。此外，公司三季度处置一艘 19 年船龄的 VLCC “新金洋” 轮，贡献 0.76 亿元非经常损益。

图1：中远海能营业收入及增速（单位：亿元、%）



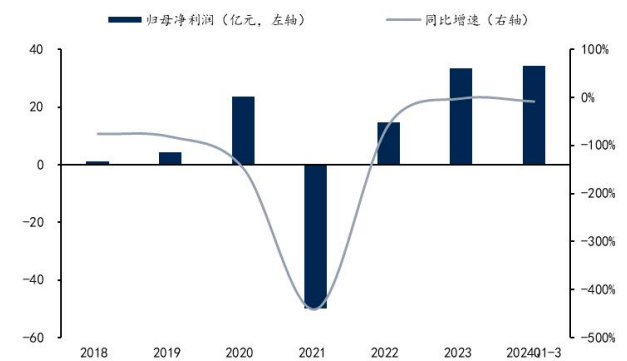
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中远海能单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



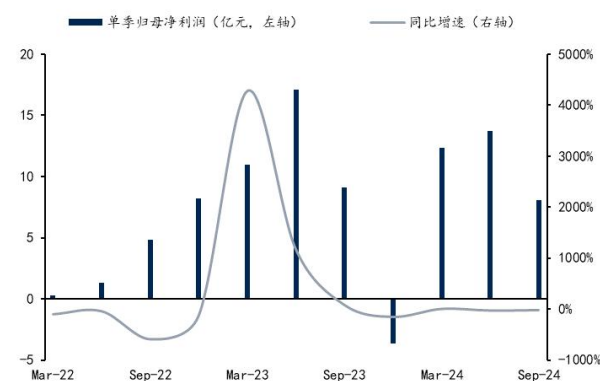
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中远海能归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中远海能单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

6-8 月外贸油运景气度较低。中远海能 24Q3 实现单季度外贸油运业务收入 33.67 亿元，同比+14%，毛利 6.13 亿元，同比-14%，毛利率 18%，同比下降 3.8 pct。主要来自于原油运价的拖累。据克拉克森运价显示，2024 年 6 月-8 月 VLCC 平均运价为 30317 美元/天，环比 2 季度业绩期 3-5 月的平均运价 48769 美元/天下滑 38%，主要受到 OPEC+ 自愿减产，以及中国进口需求疲软导致的供需双弱。成品油轮方面，由于 VLCC 和苏伊士船型的参与，LR 和 MR 船型的溢价有所减弱，6-8 月期间，LR1/LR2/MR 运价均值分别为 29858/37400/28010 美元/天，环比 3-5 月均值下滑 12490/18679/9295 美元/天，下滑比例达到 29.5%/33.3%/24.9%。

内贸及 LNG 稳健增长，安全垫作用凸显。24Q3 内贸油运业务收入 14.6 亿元。同比下降 3%，毛利贡献 4.24 亿元，同比增加 2%。截至 24Q3，公司有 48 艘 LNG 运输船已投入运营，同比增加 3 艘，24Q3 贡献归母净利润 2.8 亿，前三季度合计归母净利润 6.8 亿元，同比增加 10.5%。

展望四季度，原油需求当前仍偏弱，关注美大选后全球原油产量变化。截至 10 月末，VLCC 的运价仍处低位，仅略高于船东的盈亏平衡点，整体的反弹力度以及时间进程均低于预期。但是考虑到行业的供给侧在 2024-2025 年期间增长有限，且美大选后中东对油价的态度或存潜在转变可能性，我们仍看好 Q4 旺季及 2025 年油运行业的业绩弹性。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议：

当前 VLCC 的供给断档导致油轮资产价值持续攀升，但是需求侧的疲软导致即期市场运价表现较弱，出于行业的边际定价属性，我们认为重置价值以下的油运企业具备配置价值。基于年初至今运价，将 2024-2026 年盈利预测由 58.7/68.3/72.5 亿元下调至 43.3/53.3/58.6 亿元，对应 PE 估值为 14.4/11.7/10.7 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4240	5628	4351	6000	6000	营业收入	18658	22091	24984	27008	28302
应收款项	845	813	1027	1110	1163	营业成本	15196	15476	17714	18195	18681
存货净额	1278	1150	1554	1590	1625	营业税金及附加	73	137	75	81	85
其他流动资产	2001	1860	2498	2701	2830	销售费用	57	77	75	81	85
流动资产合计	8383	9469	9450	11420	11637	管理费用	924	961	1076	1136	1162
固定资产	47153	50031	51658	52654	53997	研发费用	24	15	28	28	27
无形资产及其他	53	46	44	42	40	财务费用	908	1175	712	726	709
投资性房地产	2892	2455	2455	2455	2455	投资收益	1063	1207	1000	1000	1000
长期股权投资	9770	10082	11082	12082	13082	资产减值及公允价值变动	(3)	(979)	15	15	0
资产总计	68250	72084	74689	78653	81212	其他收入	197	261	(28)	(28)	(27)
短期借款及交易性金融负债	7437	5152	5000	6046	5400	营业利润	2758	4754	6320	7775	8553
应付款项	1939	1708	2311	2363	2415	营业外净收支	(9)	(12)	0	0	0
其他流动负债	1214	1866	1981	2031	2076	利润总额	2749	4742	6320	7775	8553
流动负债合计	10591	8726	9291	10440	9892	所得税费用	964	1082	1580	1944	2138
长期借款及应付债券	20747	22917	22687	22687	22687	少数股东损益	327	309	412	507	558
其他长期负债	3342	3337	3237	3137	3037	归属于母公司净利润	1457	3351	4328	5325	5857
长期负债合计	24089	26254	25924	25824	25724	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	34680	34980	35215	36264	35616	净利润	1457	3351	4328	5325	5857
少数股东权益	2000	2712	2918	3171	3450	资产减值准备	(4956)	988	(991)	0	0
股东权益	31570	34392	36555	39218	42146	折旧摊销	2597	2933	2457	2594	2738
负债和股东权益总计	68250	72084	74689	78653	81212	公允价值变动损失	3	979	(15)	(15)	0
						财务费用	908	1175	712	726	709
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(6069)	2141	(1631)	(318)	(220)
每股收益	0.31	0.70	0.91	1.12	1.23	其它	5070	(893)	1197	253	279
每股红利	0.20	0.49	0.45	0.56	0.61	经营活动现金流	(1897)	9498	5345	7839	8653
每股净资产	6.62	7.21	7.66	8.22	8.83	资本开支	0	(5813)	(3076)	(3573)	(4079)
ROIC	1.96%	6.14%	7%	9%	9%	其它投资现金流	9	0	0	0	0
ROE	4.62%	9.74%	12%	14%	14%	投资活动现金流	(2889)	(6125)	(4076)	(4573)	(5079)
毛利率	19%	30%	29%	33%	34%	权益性融资	179	586	0	0	0
EBIT Margin	13%	25%	24%	28%	29%	负债净变化	8080	2170	(230)	0	0
EBITDA Margin	27%	38%	34%	37%	39%	支付股利、利息	(950)	(2320)	(2164)	(2662)	(2929)
收入增长	47%	18%	13%	8%	5%	其它融资现金流	(8936)	(2272)	(152)	1046	(646)
净利润增长率	-129%	130%	29%	23%	10%	融资活动现金流	5502	(1986)	(2546)	(1616)	(3574)
资产负债率	54%	52%	51%	50%	48%	现金净变动	715	1388	(1277)	1649	0
股息率	1.5%	3.7%	3.5%	4.3%	4.7%	货币资金的期初余额	3525	4240	5628	4351	6000
P/E	42.9	18.6	14.4	11.7	10.7	货币资金的期末余额	4240	5628	4351	6000	6000
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	3448	2263	4317	4635
EV/EBITDA	19.5	11.7	11.5	9.8	8.9	权益自由现金流	0	3346	1347	4819	3457

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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