

买入（首次）

业绩弹性大，受益油运高景气

中远海能（600026）深度报告

2024年12月25日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

■ 全球规模最大的油轮船队，中国原油及石油制品内外贸运输主要承运人。公司主要从事内贸、外贸原油、成品油、液化天然气等能源运输及化学品运输，通过四十余年的发展和重组构建了全球规模最大的油轮船队。截至2024年9月30日，公司共有油轮运力156艘，达2,302万载重吨，另有6艘油轮及2艘化学品船待交付，整体油轮运力规模排名全球第一。公司LNG船运力规模在中国领先，截至2024年9月30日，公司共参与投资87艘LNG船舶，运力达1505万立方米。公司内贸油运及LNG业务客户稳定，通过长期租约换取稳定收益，成为公司业绩的压舱石，外贸油运依靠庞大的VLCC运力分享全球油运上行周期带来的可观利润。

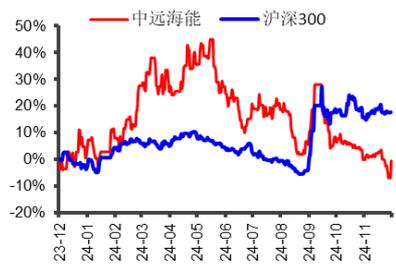
主要数据 2024年12月24日

收盘价(元)	12.17
总市值(亿元)	580.60
总股本(亿股)	47.71
流通股本(亿股)	34.75
ROE(TTM)	8.48%
12月最高价(元)	17.64
12月最低价(元)	11.27

■ 行业机会：全球原油及成品油运输格局重构，油运处于上行周期。(1)从供给端来看，油轮行业整体船龄偏大，23年来在手订单快速增长，但截至2024年9月末20年以上面临拆解的老船运力约占整体运力的16%，是在手订单运力的1.1倍。未来三年内大量船舶老化的同时行业还面临着降速等环保法规限制，预计供给保持缓慢增长，主要为替换老旧船舶。

(2)需求方面，短期内OPEC+逐步取消减产与美国等国进入补库存周期将刺激油运需求反弹，中期维度上OPEC预测2024年全球原油需求将同比增加1.6百万桶每日，2025年全球原油需求将同比增长1.4百万桶每日，油运需求将稳步增长。(3)俄油制裁与红海危机导致全球油运格局重塑，绕行好望角也将导致运距增长、实际运力下降。据BIMCO预测，俄乌战争及相应的制裁所导致的油运格局重塑推动2023年全球原油油轮和成品油轮的航行距离分别增加了3%和2.3%，巴拿马运河低水位和红海危机将进一步推动2024年原油轮的平均航距提升7%、成品油轮平均航距提升4%。

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ 投资建议：公司是国际油运龙头，内贸油运与LNG业务稳步扩张构筑业绩压舱石，外贸油运船队以VLCC为主，高弹性下有望充分受益于油运上行周期。当前全球油运格局仍处于重塑阶段，炼厂东移有望进一步拉长全球油运航线，油轮供给增长有限，特朗普表示上台后将鼓励传统能源发展且中国2025年有望实施一揽子政策扩大内需，原油需求可能受到提振，长期来看行业供需将逐渐平衡。预计公司2024-2025年每股收益分别为0.96元和1.28元，对应估值分别为12.61倍和9.54倍，给予公司“买入”评级。

相关报告

■ 风险提示。行业竞争加剧、环保法规趋严、地区战争风险、自然灾害等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 全球油运龙头，聚焦内外贸油气运输	4
2. 供需有望保持平衡	6
2.1 油轮供给增长受限	7
2.2 短期内行业需求有望迎来反弹，中期油运需求稳步增长	11
2.3 油运格局重塑	13
3. 油轮运力规模全球领先，LNG 船队持续扩容	16
3.1 公司油轮运力规模全球领先	16
3.2 内贸油运构筑营收压舱石，外贸油运提供利润波动	18
3.3 LNG 船队高速发展，项目制下收益稳定增长	19
4. 投资策略	20
5. 风险提示	21

插图目录

图 1：公司发展历史	4
图 2：公司近十年营收及增速	5
图 3：公司近十年规模净利润及增速	5
图 4：BDTI 变化趋势	5
图 5：BCTI 变化趋势	5
图 6：公司分业务收入（亿元）	5
图 7：公司分业务毛利率（%）	5
图 8：公司各业务收入占比情况	6
图 9：2016 年后全球油轮交付数量下降	7
图 10：2023 年来油轮新订单数量回升	7
图 11：原油轮在手订单占比较低	7
图 12：VLCC 新造船价格接近近二十年高点	8
图 13：全球油轮新造船价格（万美元）	8
图 14：油轮船队老旧船舶占比高	9
图 15：IMO 减排措施可能要求船舶做出限制发动机功率等行为来满足要求	9
图 16：克拉克森 2021 年评估约 40%运力需采取多种办法满足 EEXI	11
图 17：美国战略石油储备库存量	11
图 18：美国原油和石油产品库存量（不包括 SPR）	11
图 19：布油现货价格变化	12
图 20：WTI 原油价格变化	12
图 21：全球原油产量（mb/d）	12
图 22：按组织划分全球原油产量（mb/d）	12
图 23：全球石油海运贸易量预测（百万吨）	13
图 24：原油轮需求预测	13
图 25：2021 年俄罗斯占欧洲 20%-40%的能源供给	13
图 26：绕行好望角导致运距增加	13
图 27：2017 年全球海路油运要道及日均运量示意图	14
图 28：全球炼化产能	14
图 29：清洁成品油轮航线	15
图 30：2019 年来成品油轮吨海里需求上涨	15

图 31：中远海能 2024 年前三季度运距增长.....	15
图 32：油品船分类及载重量示意图	16
图 33：外贸油轮经营弹性最高	18
图 34：中远海能近十年业务收入毛利率（%）	18

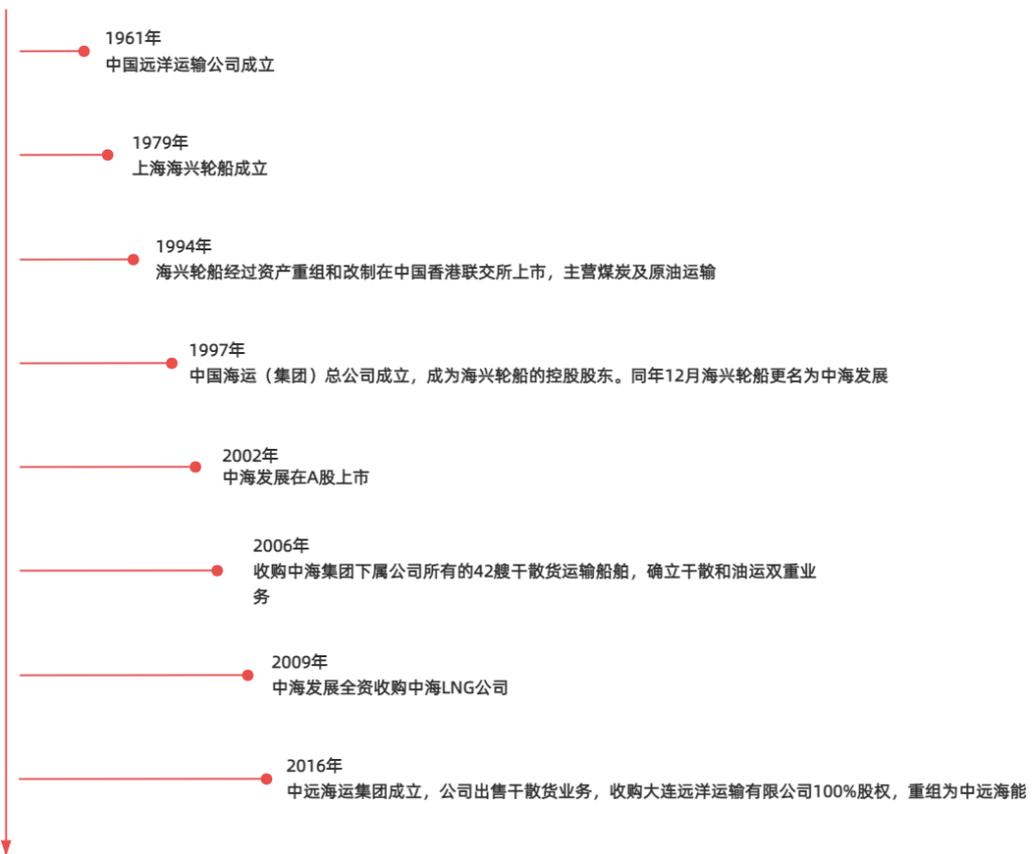
表格目录

表 1：公司自有及租赁油轮运力	17
表 2：公司参投 LNG 运输船项目	19
表 3：公司盈利预测简表（2024/12/24）	20

1. 全球油运龙头，聚焦内外贸油气运输

四十余载浮沉，重组后聚焦油气运输业务。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内贸、外贸原油、成品油、液化天然气等能源运输及化学品运输的专业化公司。公司前身最早可追溯至 1979 年成立的上海海兴轮船。1997 年中国海运集团成立，通过协议转让方式，从上海海运接收了海兴轮船股权，成为海兴轮船的控股股东并将公司更名为中海发展，此时主要从事油品、LNG 及干散货运输业务。2016 年控股股东中海集团与中远集团实施重组后，公司通过重大资产重组出售持有的中海散运 100% 股权，同时购买了中远集团持有的大连远洋 100% 股权，通过重组出售干散货运输公司资产，聚焦油气水上运输业务，加强规模优势。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，Wind，东莞证券研究所

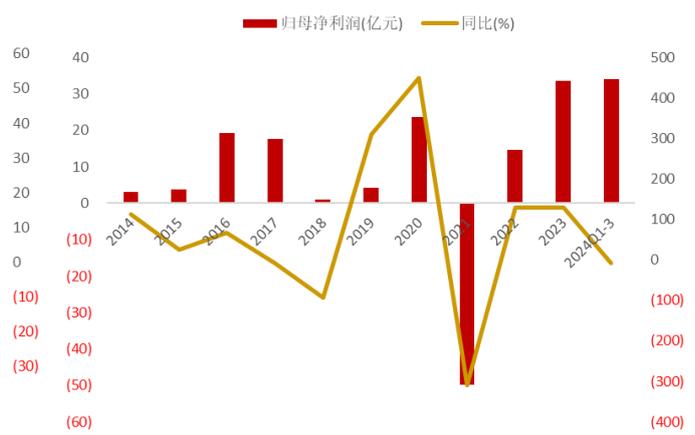
业绩受油运周期影响波动较大。2002 年上市以来，公司以油品运输及干散货运输为主要业务，双业务叠加影响下公司 2016 年前营收相对较为稳定，归母净利润波动相对较小。2016 年重组后公司剔除干散货业务以油品运输为主，公司净利润变化与 BDTI 指数变化的关联度较高。受油运运价周期性波动影响，公司业绩波动较大。2024 年前三季度，公司实现营业总收入 171.44 亿元，同比增长 3.68%，实现归母净利润 34.15 亿元，同比减少 8.05%。

图 2：公司近十年营收及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：公司近十年规模净利润及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：BDTI 变化趋势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：BCTI 变化趋势

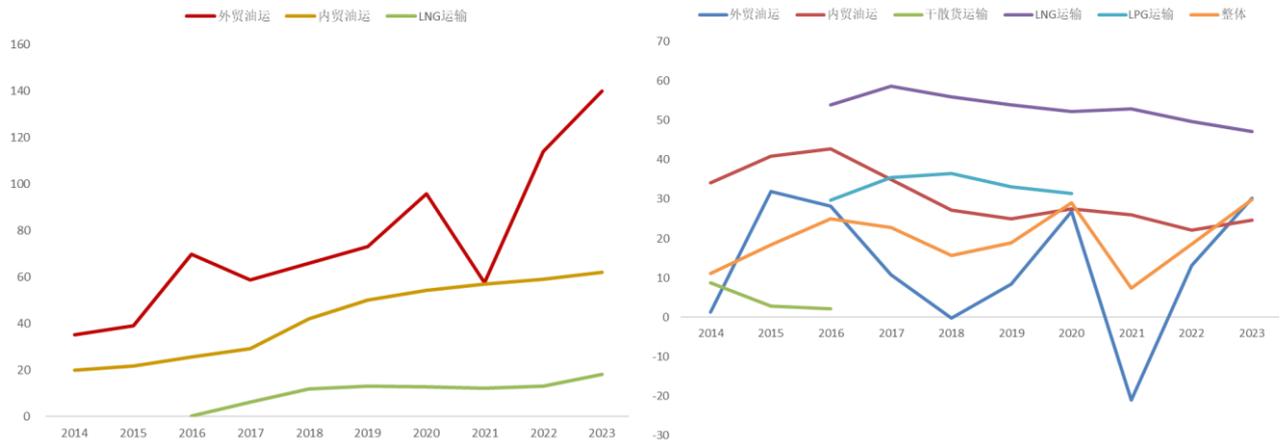


资料来源：Wind，东莞证券研究所

外贸油运波动性较高，内贸油运与 LNG 业务稳步增长。分业务来看，2016 年前公司干散货运输与油品运输并重，重组完成后油品运输占比均在 80%以上，对业绩影响较大。其中，内贸油运业务收入稳步增长，毛利率波动相对较小，主要系公司内贸油运积累了众多国内外大型客户，公司与各大石油公司以及国内独立炼厂建立了良好的战略伙伴关系，内贸油运运价波动小；外贸油运受国际运价影响较大，贡献利润弹性。此外，公司近年来快速扩大 LNG 运力规模，全资拥有的上海 LNG 和持股 50%的 CLNG 已成为国内领先的大型 LNG 运输公司，LNG 运输业务收入逐步提升。

图 6：公司分业务收入（亿元）

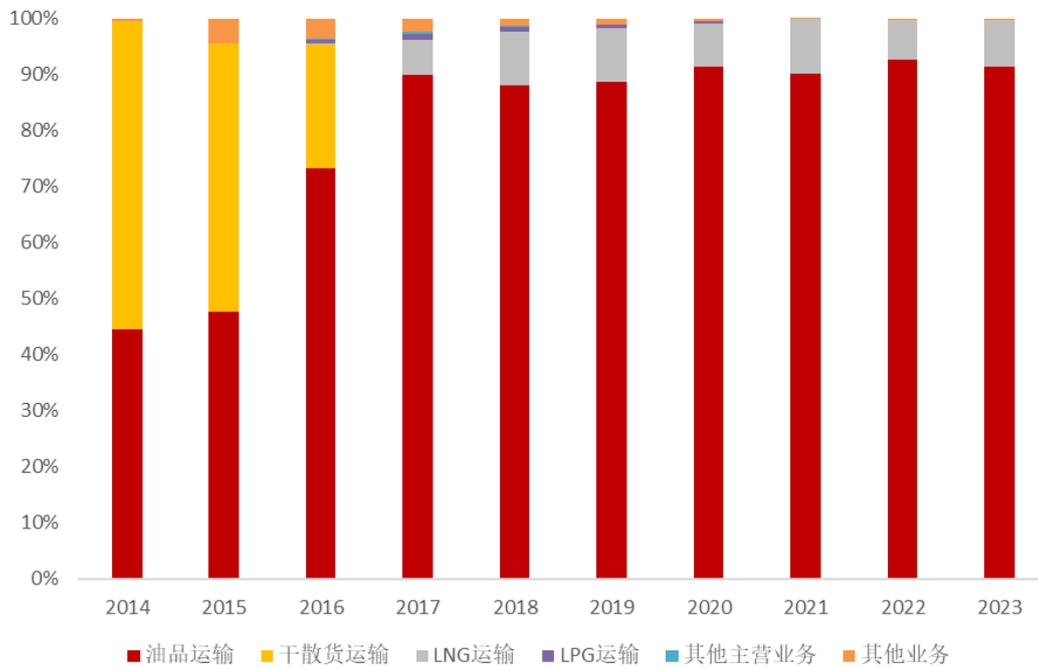
图 7：公司分业务毛利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：公司各业务收入占比情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 供需有望保持平衡

2024 年全球经济增速放缓，原油及石油产品需求有所回落，且成品油轮运价回落后部分原油轮可能重新切换回到原油轮市场，短期来看当前油轮行业供给相对富余，但我们认为这是 2022 年以来油运运价上涨及拆船报价下行所造成的暂时性运力更替放缓，长期来看油运供需将趋于平衡。

2.1 油轮供给增长受限

短期内新增油轮供给低。2008年后油运运价低迷，船队造船意愿不高，2016年后全球油轮交付数量再次下降。从新订单来看，2023年及2023年按载重吨数计算的油轮新订单数量回升，其中成品油轮订单增长最快，2024年初成品油轮在手订单占船队运力比重达13.6%，截至2024年8月已提升至19.6%；原油轮方面，尽管订单同样增长较快，但截至2024年10月整体在手订单占船队运力比重仍较低。然而新造船订单并不能如过往一样迅速变成实际运力。由于2021年来集装箱船和LNG船迎来历史性的周期，造船厂的大型船舶泊位已被集装箱船和LNG船订单基本占据，MB Shipbrokers预计原油油轮吨位的交付时间将从2016-2022年期间的平均两年增加到2024年的三年，意味着2023年至2024年期间的新造船订单运力将于2026-2027年间释放，短期内油轮运力保持较低增长。

图 9：2016 年后全球油轮交付数量下降

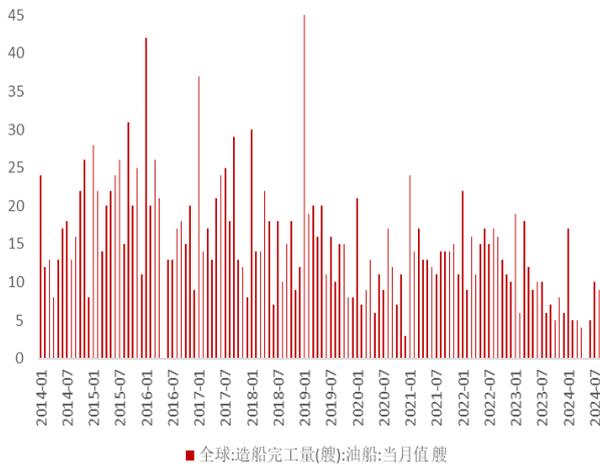
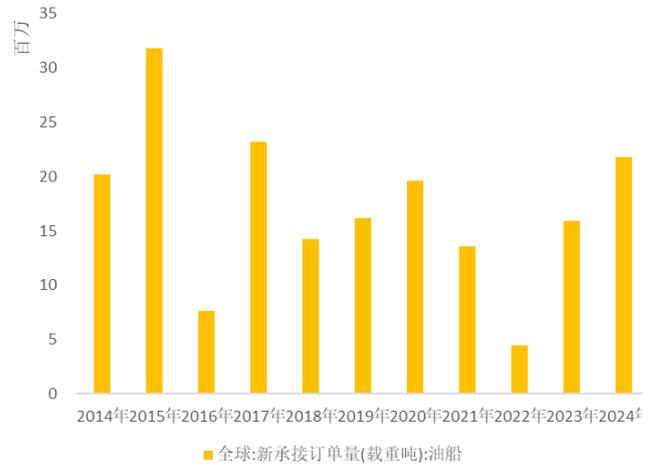


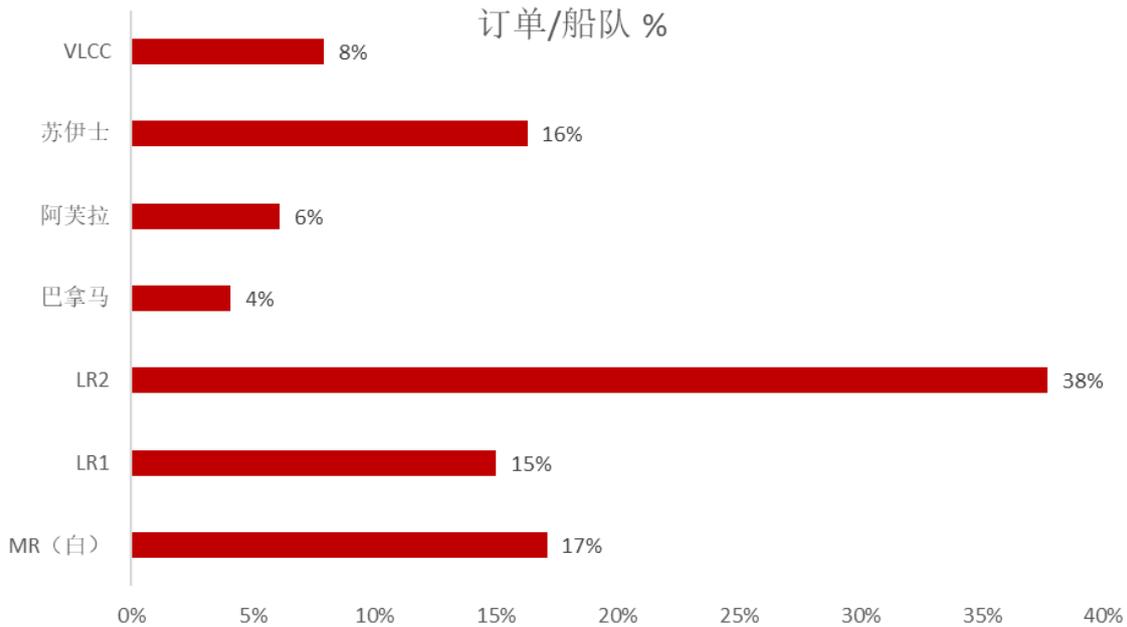
图 10：2023 年来油轮新订单数量回升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

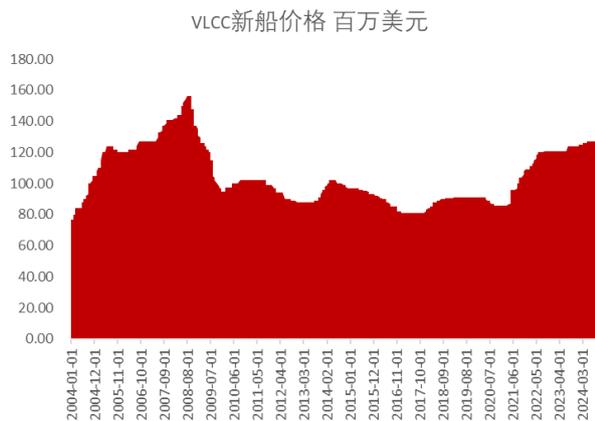
图 11：原油轮在手订单占比较低



资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，克拉克森，东莞证券研究所

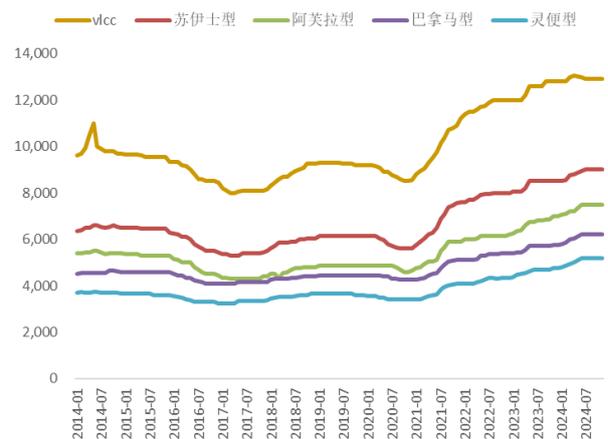
新造船价格高企，环保要求及绿色能源路线未定，船东缺乏大量新造船动力。由于 2021 年来海运行业各领域均迎来上行周期，船东普遍选择更新运力导致船台紧张，各类型船舶新造船价格大幅上涨。油轮新造船价格中又以 VLCC 的价格涨幅最高，截至 2024 年 12 月 18 日 Fearnleys VLCC 新造船价格达 1.27 亿美元，逼近近二十年来造船价格的高点。面对逐渐回落的油轮运价，高企的造船价格或抑制船东下单新船的动力。此外，近年来国际海运领域环保监管趋严，要求新造船逐步切换使用绿色能源以满足环保标准，而当前全球对于绿色能源的发展路径尚未统一，过早更新船队可能导致公司在未来面对动力改装的高昂成本，当前船东可能缺乏继续大量下订单新造油轮的动力。

图 12: VLCC 新造船价格接近近二十年高点



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 13: 全球油轮新造船价格（万美元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

存量油轮船队老化，平均船龄大。根据交通部颁布的《老旧运输船舶管理规定》，船龄在 12 年以上的油船（包括沥青船）、散装化学品船、液化气船，为三类老旧海船。在海运市场中，由于安全监管和环保审查等因素，通常老旧的船舶会面临更多的监管和安全

审查，同时环保等要求会限制老旧船舶的正常运营，因此大部分老旧船舶不会等到 30 年强制报废而选择提前拆解，20 年以上的老船为潜在的拆解对象。目前全球的油轮市场平均船龄较大，15 岁以上船舶占目前船队的 44%，20 岁以上老船占目前船队的 16%。根据 MBShipbrokers，截至 2024 年 8 月，船龄 0 至 5 年的现代 VLCC 占船队的 18%，船龄 15 至 20 年的老式船舶占另外 18%，预测到 2027 年 12 月年轻 VLCC 的比例将下降至 9%，而老旧船舶将分别增加至 28%和 8%。船舶供应的增长很大一部分将被平均船龄老化所抵消，预计整体供给维持紧张。

图 14：油轮船队老旧船舶占比高



资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，克拉克森，东莞证券研究所

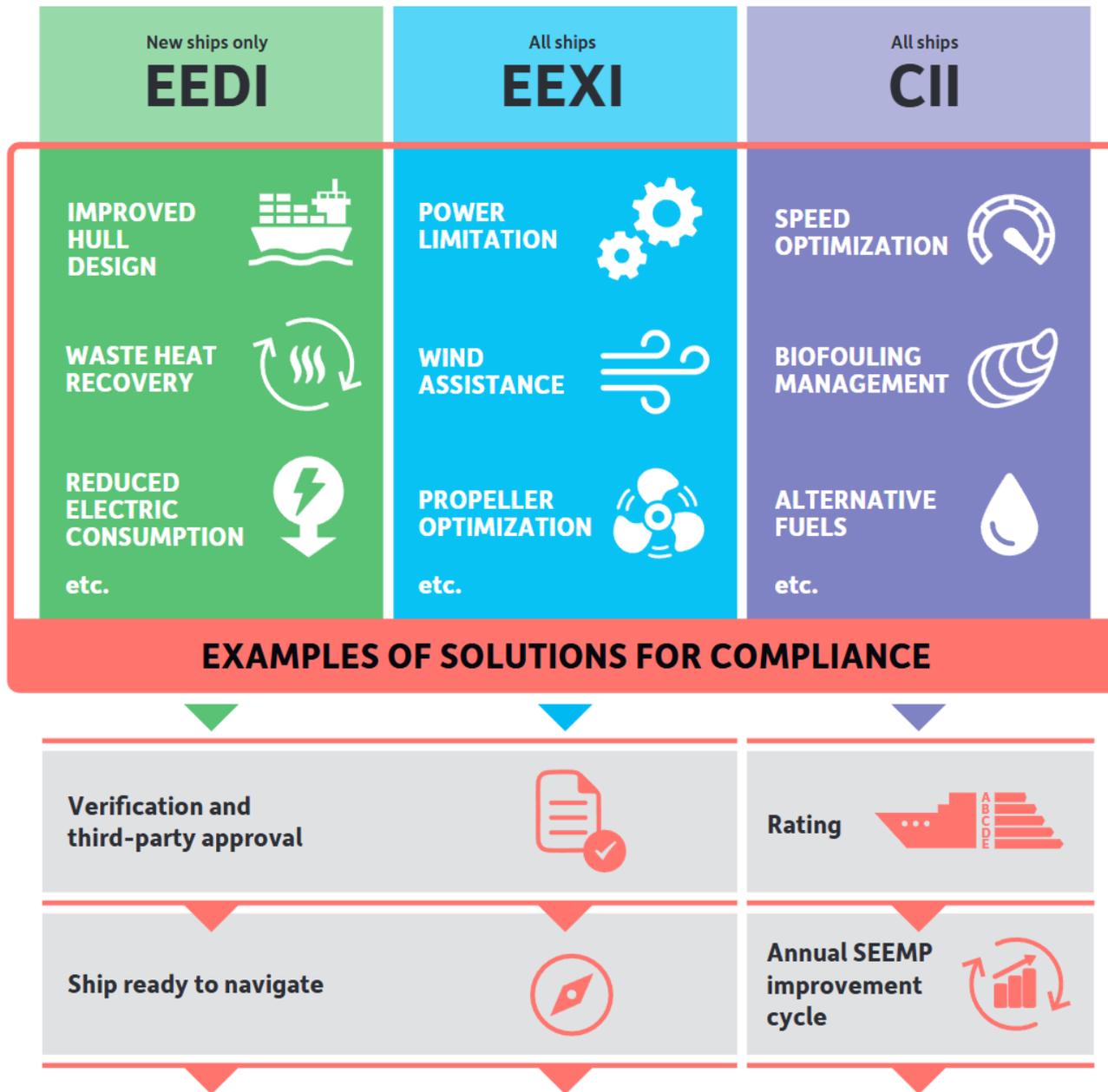
IMO 环保法规限制下老船将被迫降速或拆解。IMO 在 2018 年制定了减少船舶温室气体排放初始战略的框架，后续引入了 2023 年起生效的短期减排措施 EEXI 和 CII。

EEXI：指现有船舶能效指数，用于确定船舶的能源效率，船舶达到的 EEXI 表示其与基线相比的能源效率。然后，将根据适用的折减系数，将达到的 EEXI 与所需的现有船舶能效指数进行比较，该系数以相对于能效设计指数（EEDI）基线的百分比表示。

CII：指年度运营碳强度指标，要求在 2023 日历年结束后和随后的每个日历年结束后，每艘总吨位为 5,000 及以上的船舶应计算上一个日历年从 1 月 1 日至 12 月 31 日的 12 个月期间达到的年度运营 CII，并据此在 A-E 区间内给出评级。连续三年被评为 D 级或连续一年被评为 E 级的船舶必须提交一份纠正行动计划，以说明如何达到所需的 C 或以上指数。

EEXI 为一次性审查，而 CII 为年度审查且要求将每年提高，预计现有的大龄船舶面对 CII 将被迫逐渐降速以满足环保法规，从而导致实际运力下降。

图 15：IMO 减排措施可能要求船舶做出限制发动机功率等行为来满足要求



资料来源：IMO，东莞证券研究所

MEPC 计划在 2026 年再次对减排措施（EEXI，EEDI，CII）进行审查并提出于 2027 年生效的改进办法。短期来看将促使更多老船减速或拆解，且 2023 年国际海事组织（IMO）海上环境保护委员会第 80 届会议（MEPC 80）通过了《2023 年 IMO 船舶温室气体（GHG）减排战略》，该强制性文件指示要求到 2030 年，国际海运温室气体年度排放总量比 2008 年至少降低 20%，并力争降低 30%；到 2040 年，国际海运温室气体年度排放总量比 2008 年至少降低 70%，并力争降低 80%。根据克拉克森在 2021 年的评估，约 60%的现有油轮及散货船队运力能够满足 EEXI，其中部分需要通过减速来实现，而近 40%的船舶需要采取多种措施来达标，否则可能被迫退出运营。2021 年来疫情及俄乌冲突导致油轮运价高涨，大量老船采取多种手段来满足环保评级以延长运营时间获取高收益。近期油轮 TCE 下降，且欧美对影子船队制裁加剧，或促使更多老船进行拆解、出清运力。因此，尽管目前新造船约占现役油轮船队总数的 11.8%，我们预计新建油轮订单主要为覆盖老船降

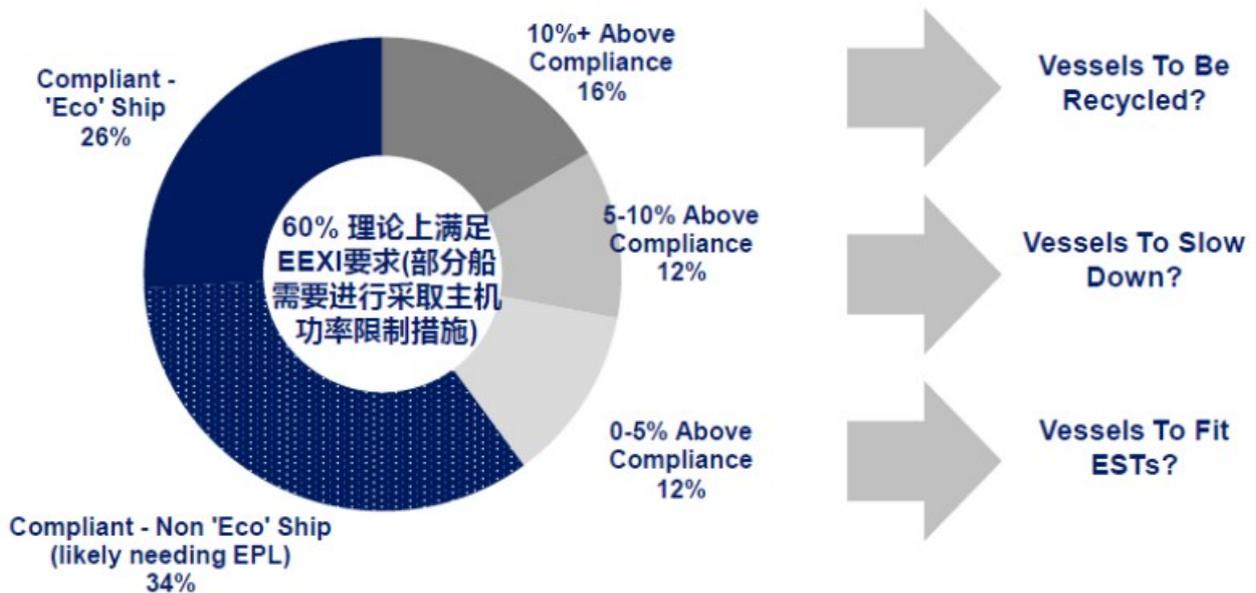
速及拆解所损失的运力，未来较长时间内油轮整体运力都将保持在低增长状态。

图 16：克拉克森 2021 年评估约 40%运力需采取多种办法满足 EEXI

EEXI对现有船队影响评估

油轮及散货船船队[^] (25,000+ dwt) –
预计不满足EEXI要求的船舶比例 (以2000年左右建造船型为参考基准)

各船舶能效采用其船型及尺寸范围内的基准船型能效值，以2000年左右建造的不同船型及尺寸的基准船型的能效作为参考基线，将各船舶所估计得到的能效值与参考基线对比得出各船与基准船型相比能效提升比例。



2023年油轮及散货船执行EEDI 2阶段标准，与EEDI参考基线值相比船舶需要提高20%的效率；以2000年左右建造的基准船型的能效作为EEDI参考基线值，与基准船型相比能效提升不足20%的则认为不满足EEXI要求。EPL: 主机功率限制；[^]散货船队仅统计至200,000载重吨。

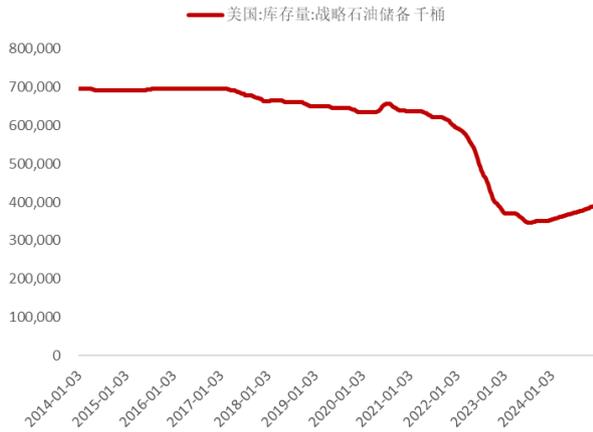
资料来源：信德海事，克拉克森，东莞证券研究所

2.2 短期内行业需求有望迎来反弹，中期油运需求稳步增长

短期内油价下行将迎来补库周期。2021年来全球油价高企，各国进入去库存周期抑制油价上涨。进入2024年，全球需求增速放缓叠加OPEC+逐步取消减产，原油价格逐渐回落，但美国等国家石油库存储备仍处于低位，预计将逐渐进入补库周期，油运需求有望得到提升。

图 17：美国战略石油储备库存量

图 18：美国原油和石油产品库存量 (不包括 SPR)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 19: 布油现货价格变化



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 20: WTI 原油价格变化



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

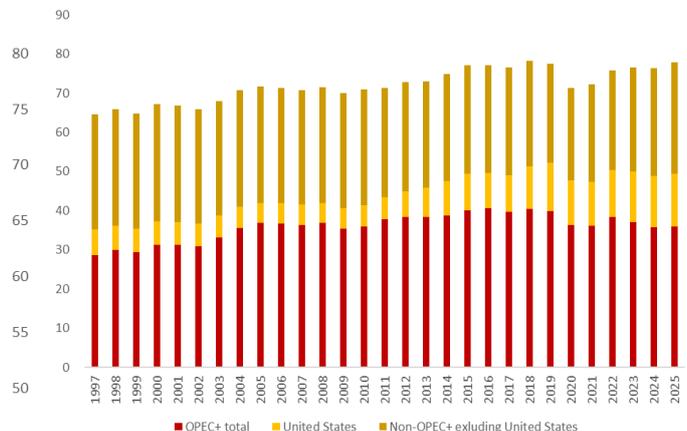
原油产量有望保持增长。疫情后全球原油产量快速恢复增长，截至 2023 年全球原油产量为 76.57 百万桶每天，预计到 2025 年将达到 77.81 百万桶每天。根据 OPEC 预测，2024 年全球原油需求将同比增加 1.6 百万桶每日，2025 年全球原油需求将同比增长 1.4 百万桶每日。

图 21: 全球原油产量 (mb/d)



资料来源: EIA, 东莞证券研究所

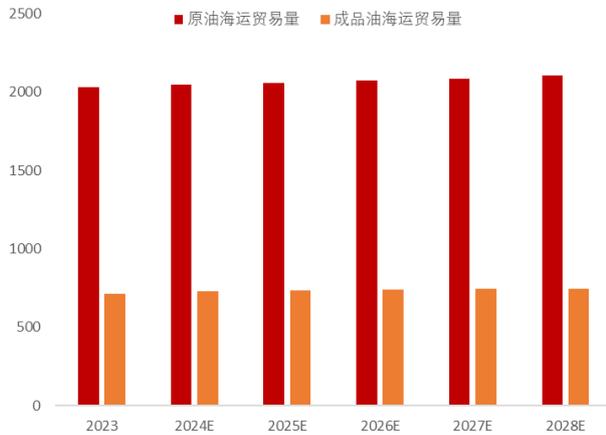
图 22: 按组织划分全球原油产量 (mb/d)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

全球石油海运需求有望保持增长。短期来看原油轮需求保持较快增长。克拉克森预测 2025 年全球原油轮需求将达到 359.8 百万载重吨，同比增长 3.2%，其中 VLCC 的需求增长最大，将达到 3.7%。而中期角度上，德鲁里预测到 2028 年全球原油海运贸易量将达到 2104 百万吨，全球成品油海运贸易量将达到 748.5 百万吨，维持稳定增长。

图 23：全球石油海运贸易量预测（百万吨）



资料来源：世界海运，德鲁里，东莞证券研究所

图 24：原油轮需求预测

	运力/百万载重吨		需求增长率/%	
	2024	2025	2024	2025
VLCC	201.8	209.2	4.6	3.7
苏伊士	85.1	87.9	2.7	3.3
阿芙拉	61.6	62.7	1.5	1.8
合计	348.5	359.8	3.5	3.2

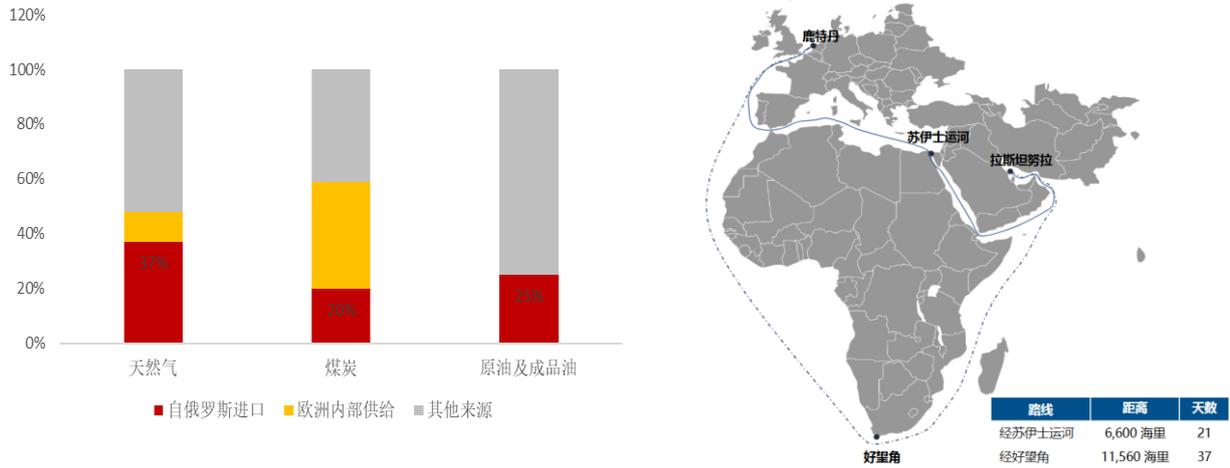
资料来源：世界海运，克拉克森，东莞证券研究所

2.3 油运格局重塑

俄乌战争与红海危机导致传统能源供需格局变化。在俄乌战争前，全球能源供需主要由市场决定。2017 年的全球海路油运要道及日均运量图显示全球原油进口国主要向就近的输出国进口。在战争爆发前的 2021 年，欧洲对俄罗斯的能源保持了较高的依赖，约四分之一的原油进口自俄罗斯，20%的煤炭与 37%的天然气从俄罗斯进口。俄乌战争爆发后，欧美对俄实行了包括石油限价在内的一系列制裁，导致全球石油及其产品供需格局变化。此后欧洲能源进口逐渐转向美国与中东，而俄罗斯原油出口则转向了亚洲国家。由于交易对方的变化，俄罗斯与欧洲之间原本通过陆路及管道运输的能源转向海路运输，在增加了海运原油货量的同时也将大幅增加运距。2023 年 11 月红海危机爆发，导致原先通过苏伊士运河运输的中东原油被迫绕道好望角，进一步拉长海运距离。根据克拉克森测算，从中东拉斯塔努拉出发到荷兰鹿特丹的航线，经苏伊士运河需航行 6600 海里约 21 天，而绕行好望角需航行 11560 海里约 37 天。

图 25：2021 年俄罗斯占欧洲 20%-40%的能源供给

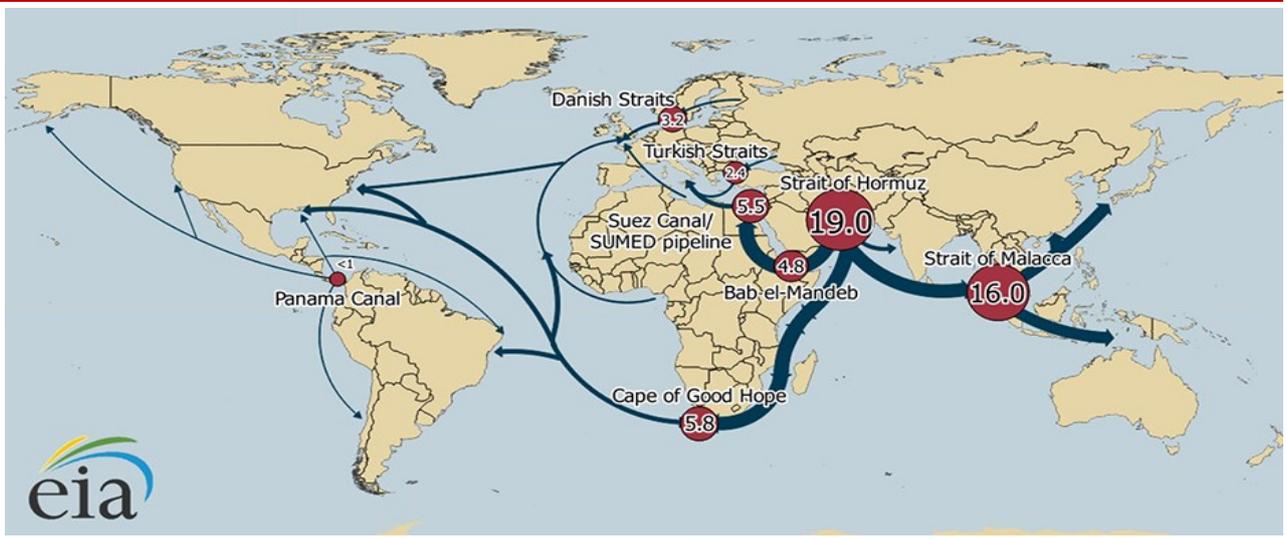
图 26：绕行好望角导致运距增加



资料来源: BP, 东莞证券研究所

资料来源: 中远海能 2023 推介材料, 东莞证券研究所

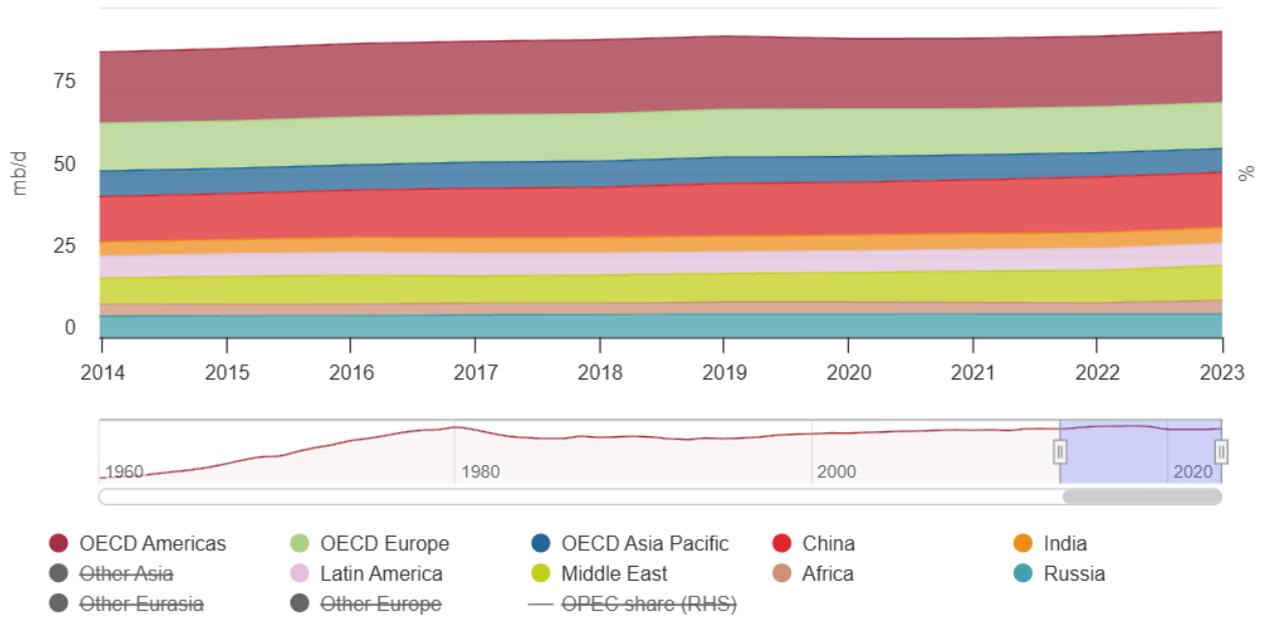
图 27: 2017 年全球海路油运要道及日均运量示意图



资料来源: EIA, 东莞证券研究所

炼厂产能不匹配，成品油运距同样拉长。全球原油供需格局变化的同时，炼厂产能也在发生变化。受到制裁后，俄罗斯原油主要销往印度、中国等亚洲国家，但增长的供应超出了当地需求的增加，主要系炼化后重新出口，刺激成品油需求增长。从炼厂产能的角度看，2020 年来经合组织炼厂产能呈现下降趋势，取而代之的是中国、印度、中东、非洲等国家和地区的炼厂产能快速增长。

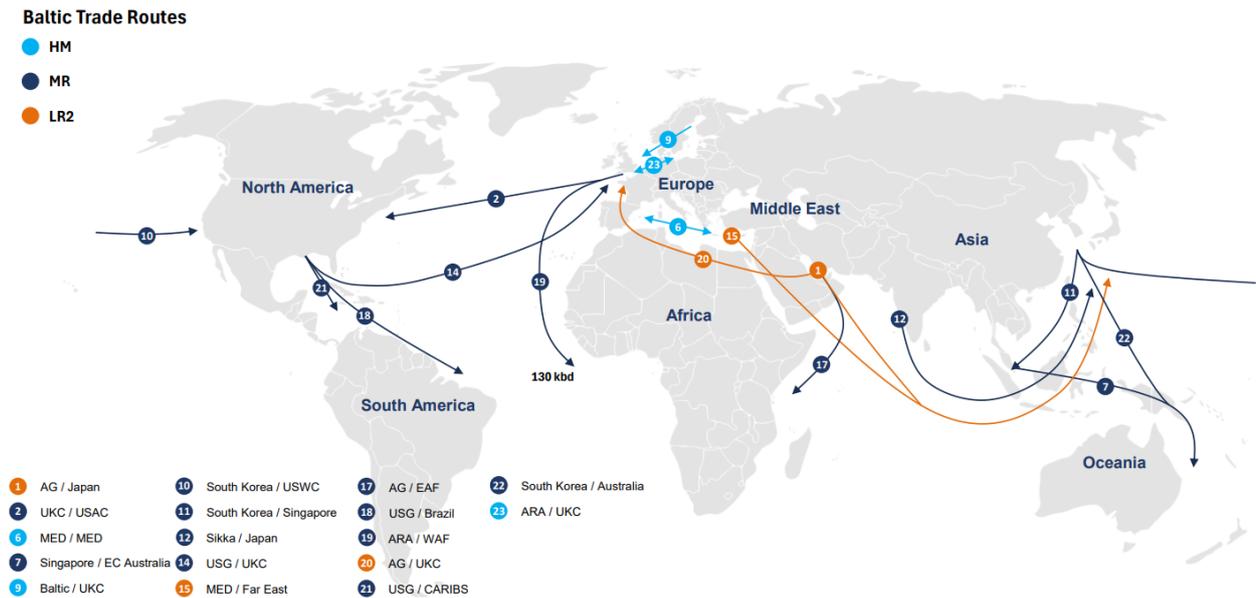
图 28: 全球炼化产能



资料来源：OPEC，东莞证券研究所

图 29：清洁成品油轮航线

CPP Product Tanker Trade Routes



资料来源：SCORPIOTANKERS24Q3 业绩报告材料，东莞证券研究所

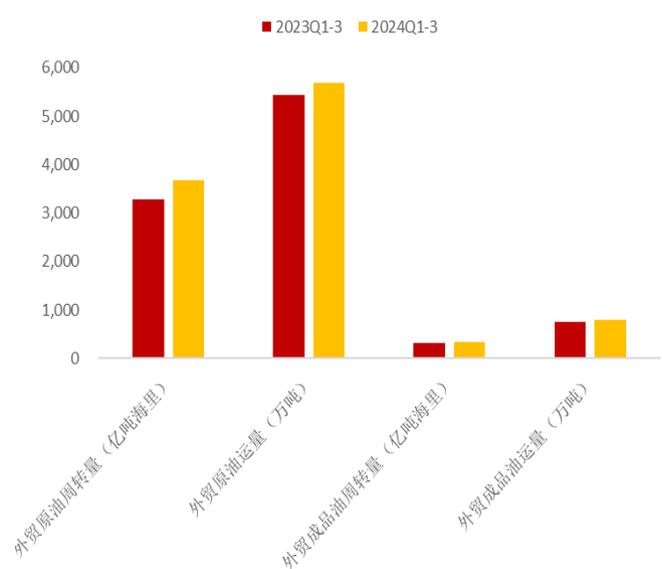
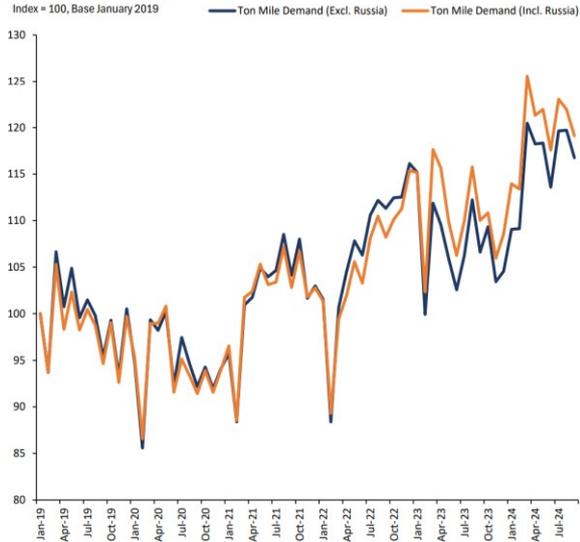
油运格局重塑，运距增长。据 BIMCO 预测，俄乌战争及相应的制裁所导致的油运格局重塑推动 2023 年全球原油油轮和成品油轮的航行距离分别增加了 3%和 2.3%，巴拿马运河低水位和红海危机将进一步推动 2024 年原油轮的平均航距提升 7%、成品油轮平均航距提升 4%。

图 30：2019 年来成品油轮吨海里需求上涨

图 31：中远海能 2024 年前三季度运距增长

Ton Mile Demand Since 2019⁽¹⁾

Index = 100, Base January 2019



资料来源：SCORPIOTANKERS24Q3 业绩报告材料，东莞证券 资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，东莞证券研究所 研究所

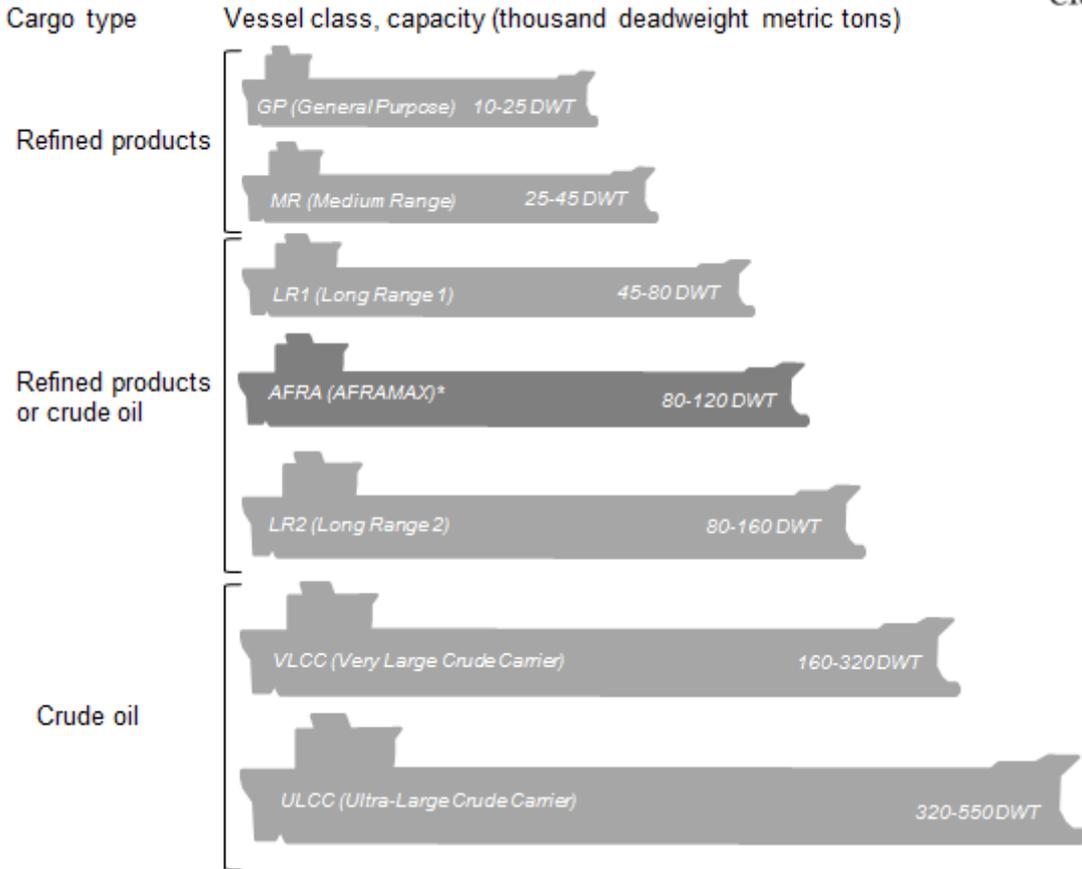
3. 油轮运力规模全球领先，LNG 船队持续扩容

3.1 公司油轮运力规模全球领先

油轮通常按照载重吨数进行分级，又按照主要运载货物的不同区分为原油轮和成品油轮。原油轮从低到高主要包含巴拿马型船、阿芙拉型船、苏伊士型船、VLCC 和 ULCC，成品油轮则主要包含灵便型船、MR 型船、LR1 型船和 LR2 型船。由于产油国和消费国分布的不均衡，原油轮通常投入到中东、非洲、美洲等产油区至亚洲、欧洲等洲际航线，而成品油轮主要用于内贸和区域性市场。

图 32：油品船分类及载重量示意图

Average Freight Rate Assessment (AFRA) Scale - Fixed



资料来源：EIA，东莞证券研究所

油轮运力全球最大，中国原油内外贸运输主要承运人。公司油轮船型齐全，以即期市场租船、期租租船、与货主签署包运合同 COA、参与联营体 POOL 运营等多种方式经营旗下船舶，并通过内外贸联动、大小船联动、黑白油联动充分发挥公司多船型、多航线的优势，实现供外贸来料进口、内贸中转过驳、成品油转运和出口、下游化工品运输的全链路物流解决方案。依托中国经济腾飞产生的庞大油气需求及控股股东完善的产业链，目前中远海能已发展成为全球油轮运力规模最大、LNG 国内领先的船队。截至 2024 年 9 月 30 日，公司共有油轮运力 156 艘，达 2,302 万载重吨，另有 6 艘油轮及 2 艘化学品船待交付，整体油轮运力规模排名全球第一。公司 LNG 船运力规模在中国领先，截至 2024 年 9 月 30 日，公司共参与投资 87 艘 LNG 船舶，运力达 1505 万立方米。

表 1：公司自有及租赁油轮运力

类型	市场	板块	船型	艘数	万载重吨	平均船龄（年）	在建订单
自有	外贸	黑油	超大型油轮	45	1,381	10.7	
			苏伊士	3	48	3.9	
			阿芙拉	6	67	9.2	
			巴拿马	1	7	19.3	
			灵便型（黑）	6	27	16	

	白油	LR2	8	88	8.8		
		LR1	13	97	11		
		灵便型（白）	10	48	10.2		
	内贸	黑油	阿芙拉	3	33	20.1	3
			巴拿马	18	130	14.1	2
			灵便型（黑）	16	73	18	
		白油	LR1	1	6	30.6	
			灵便型（白）	11	43	14	1
			通用性（白）	6	7	16	
化学品	1-9999 载重吨				2		
租入	外贸	黑油	超大型油轮	8	242	9.2	
	内贸	黑油	巴拿马	1	7	19.1	
总计				156	2,302	12.5	8

资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，东莞证券研究所

公司积极向可持续发展转型，持续推动旗下油轮船队减排优化。截至 2024 年 9 月 30 日，公司持有的 8 艘新船订单中，3 艘为绿色甲醇双燃料阿芙拉型、2 艘为甲醇 ready 巴拿马型、1 艘为甲醇 ready 型 MR 船。此外，公司已有 13 艘自有 VLCC 及 1 艘自有 LR2 安装了脱硫塔，5 艘租入的 VLCC 也配备了脱硫塔，并计划在 7 艘 VLCC 和 1 艘阿芙拉型上加装脱硫塔。公司油轮船队主动推进绿色能源转型，长期来看不会受到环保法规影响。

3.2 内贸油运构筑营收压舱石，外贸油运提供利润波动

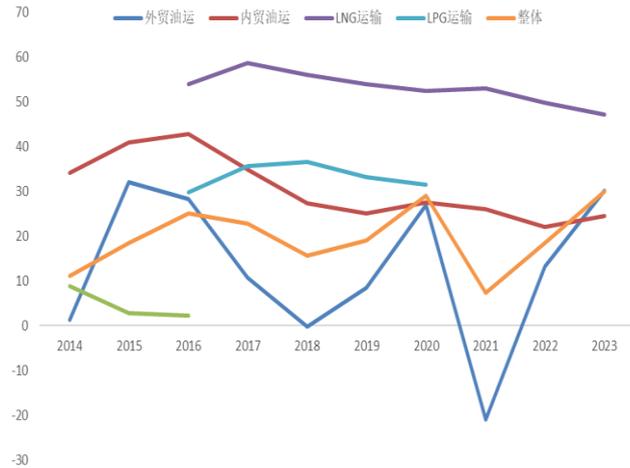
外贸收入波动较大，内贸油运成为公司利润压舱石。从业绩弹性来看，公司旗下超大型油轮的 TCE 每增加 1 万美元/天将为公司增加 9.89 亿人民币的边际收益，而 LR1 等成品油轮 TCE 每增加 1 万美元/天为公司增加 3.05 亿人民币的边际收益，VLCC 业绩弹性远超其他船型。公司船队中 VLCC 运力占船队整体运力的近 60%，成为公司利润波动的主要来源。

从毛利率来看，内贸油运毛利率明显高于外贸油运且波动性相对较小。公司内贸油运主要与大客户合作，2024 年通过与多家核心客户签订 COA 合同，锁定 90% 以上基础货源，内贸油运整体稳定。公司持续推广内贸短航线航次期租模式，有效提升船队平均 TCE 加强新客户开发和长航线揽取，持续丰富客户资源和航线结构。

图 33：外贸油轮经营弹性最高

图 34：中远海能近十年业务收入毛利率（%）

市场板块	船型	每1万美元/天的TCE变化所带来的边际收益 (人民币百万元)
原油运输	超大型油轮	989
	苏伊士	78
	阿芙拉	125
	巴拿马	25
	灵便型	159
成品油运输	LR2	141
	LR1	305
	灵便型	153



资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 LNG 船队高速发展，项目制下收益稳定增长

2024 年上半年公司全资子公司上海中远海运 LNG 完成卡塔尔能源 7 艘 LNG 运输船项目、新奥 3 艘 LNG 运输船项目的股权交割，合资公司 CLNG 与卡塔尔能源就 2 艘 QCMAX 型超大 LNG 运输船长期租船项目完成签约，LNG 船队持续扩张。截至 2024 年 9 月末，公司参投的 LNG 船达 48 艘，舱容共计 807 万立方米，另有 39 艘在建 LNG 船，舱容共计 698 万立方米，预计将于 2025 年至 2028 年陆续交付。公司 LNG 船为项目制，与特定项目签订长期租约，收益稳定。随着未来数年内在建的项目船交付，公司 LNG 业务有望持续扩张。

表 2：公司参投 LNG 运输船项目

平台	项目名称	运营中		待交付			持股比例
		艘数	舱容 (万立方米)	艘数	交付时间 (年)	舱容 (万立方米)	
上海 LNG	美孚项目	4	69				上海 LNG 21%-27%
	APLNG 项目	6	104				上海 LNG 40.8%
	冰区船项目	3	52				上海 LNG 50%
	常规船项目	4	70				上海 LNG 50%
	中石油国事项目	6	105	2	2025-2026	35	中远海能 70.71% (含上海 LNG 60%)
	中海油气电 LNG 运输项目	1	17	5	2025-2026	87	上海 LNG 25%
	卡塔尔能源公司 LNG 运输项目	2	35	5	2025-2027	87	上海 LNG 50%
	LNG 二号项目			3	待定	52	上海 LNG 50%
	中化石油 LNG 运输项目			2	2025-2026	35	上海 LNG 100%
	中石化 LNG 运输项目			3	2027-2028	53	上海 LNG 51%

	新奥 LNG 运输项目			3	2027-2028	52	上海 LNG 49%
	2 艘新建 LNG 船			2	2027	35	上海 LNG 100%
CLNG	中国进口 LNG 项目	6	88				CLNG 54%-65%
	PU 项目	4	70				CLNG 20%
	DSC 项目	5	86				CLNG 25.5%
	TC 项目	6	103				CLNG 50%
	深圳燃气项目	1	8				CLNG 49%
	卡塔尔能源公司 LNG 运输项目			14	2025-2028	263	CLNG 25%-100%
	合计	48	807	39		698	

资料来源：中远海能 2024Q3 推介材料，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。公司是国际油运龙头，内贸油运与 LNG 业务稳步扩张构筑业绩压舱石，外贸油运船队以 VLCC 为主，高弹性下有望充分受益于油运上行周期。当前全球油运格局仍处于重塑阶段，炼厂东移有望进一步拉长全球油运航线，油轮供给增长有限，特朗普表示上台后将鼓励传统能源发展且中国 2025 年有望实施一揽子政策扩大内需，原油需求可能受到提振，长期来看行业供需将逐渐平衡。预计公司 2024-2025 年每股收益分别为 0.96 元和 1.28 元，对应估值分别为 12.61 倍和 9.54 倍，给予公司“买入”评级。

表 3：公司盈利预测简表（2024/12/24）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22091	22782	25712	27667
营业总成本	17841	17943	20434	22328
营业成本	15476	15487	17886	19938
营业税金及附加	137	137	129	91
销售费用	77	80	90	97
管理费用	961	973	1028	1079
财务费用	1175	1253	1286	1107
研发费用	15	14	15	17
公允价值变动净收益	12	0	0	0
资产减值损失	(991)	0	0	0
营业利润	4754	6257	7277	7257
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	12	2	2	2
利润总额	4742	6255	7275	7255
减：所得税	1082	1251	800	435

净利润	3660	5004	6475	6819
减：少数股东损益	309	400	389	409
归母公司所有者的净利润	3351	4604	6087	6410
摊薄每股收益(元)	0.70	0.96	1.28	1.34
PE（倍）	17.33	12.61	9.54	9.06

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

- （1）行业竞争加剧。**2023 年来油轮行业新造船订单数量持续增长，若未来新船供给超预期增加可能导致行业供给过剩、竞争加剧。
- （2）环保法规趋严。**各国对环保的重视程度日渐提升，IMO 及欧盟环保要求趋严，可能会对老旧船舶运营产生影响。
- （3）地区战争风险。**中东、俄乌等战争结束时间难以判定且存在外扩趋势，可能对全球油运造成较大影响。
- （4）自然灾害风险。**异常气候或自然灾害可能影响船队通行。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn