



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

全球油运龙头，供需向好资产价值低估

—中远海能(600026)公司深度报告

2024年12月24日

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号 S1500524110001

邮箱 huangan@cindasc.com

证券研究报告

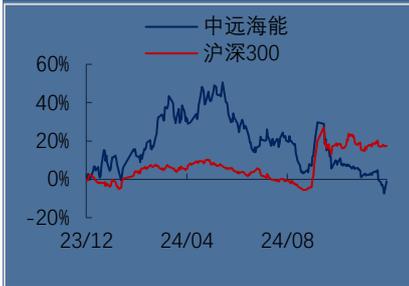
公司研究

公司深度报告

中远海能 (600026)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 12.09 |
| 52 周内股价波动区间 (元) | 11.60-18.40 |
| 最近一月涨跌幅 (%) | -0.49 |
| 总股本 (亿股) | 47.71 |
| 流通 A 股比例 (%) | 72.83 |
| 总市值 (亿元) | 576.79 |

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦

B 座

邮编：100031

中远海能 (600026.SH) 深度报告：全球油运龙头，供需向好资产价值低估

2024 年 12 月 24 日

本期内容提要：

- > 中远海能主营国际和内贸油轮航运以及外贸 LNG 运输业务，油轮船队运力规模世界第一，LNG 船舶规模全国领先，其中外贸油运业绩周期波动性强。考虑到行业供给持续紧张，需求端存在扩张机会，我们认为公司当前资产价值被低估。
- > 全球头部油轮船东，全国领先的油气进口运输企业。中远海运能源运输股份有限公司（中远海能 600026.SH / 1138.HK）于 2016 年完成重大资产重组后主营国际和中国的沿海原油及成品油运输，以及国际液化天然气（LNG）运输，油轮船队运力规模世界第一，LNG 船舶规模全国领先。截至 2024 年三季度末，公司拥有油轮运力 156 艘，合计运力 2302 万载重吨。分业务看，公司外贸油运业绩周期弹性强，内贸油运、外贸 LNG 运输业务整体稳健。
- > 外贸油运：公司业绩核心变量，行业周期波动属性强。公司外贸油运业务服务全球的原油、成品油航运市场，行业需求端变动剧烈，而考虑到造船从下单到交付的流程长达约 2 年，供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动，导致行业均价具备较强的周期性。
 - 国际原油航运需求：以中东→中国为核心，跨大西洋路线有望拉长平均运距。原油的航运需求主要来自原油产销的区域不均。原油生产、消费水平决定各国的原油进出口贸易量，叠加地理位置、运输条件等因素，决定国际原油航运的路线结构。分航线看，中东→亚太路线持续贡献全球原油外贸量 30%~35% 的份额，其中，中东→中国路线在原油外贸量的占比超 12%，建议关注对应航线 TD3C；美国→欧洲、美国→亚太路线具备长期成长性，其中美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的 1.7、2.2 倍，我们预计随着美国对亚太的原油出口增加而缓慢拉长运距，建议关注对应航线 TD22。
 - 国际成品油航运需求：运量结构分散，中东→亚太、北美洲→中南美洲份额领先。成品油产地、消费地的多元导致其运输需求结构分散，在进出口结构上，美国成品油出口稳居首位，欧洲成品油进口稳居首位。分航线看，在对航运存在刚性需求的路线中，中东→亚太、北美洲→中南美洲路线的运量分别持续贡献全球成品油外贸量 11%、7% 左右的份额。
 - 全球油轮供给现状：造船意愿有所回升，运力增量仍受限。我们认

为，油轮板块供给能力的变化由船队规模主导，同时船速也是重要影响因素。现阶段，行业造船意愿有所回升，但环保监管限制船速等因素或导致供给端维持紧张。

- **其他业务：周期性偏弱，业务结构趋于多元化。**其他业务方面，内贸油运、外贸 LNG 运输业务业绩稳健，在此基础上，公司计划**整合控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链**，从以油、气运输两大业务为支撑的二结构转变为油、气、化及仓储的多元化业务结构。
 - **内贸油运：COA 货源占比 95%以上，支撑整体业绩。**公司内贸油运主营海洋原油一程、进口原油国内中转、沿海成品油运输，相关需求稳健。2023 年，公司内贸油运业务实现毛利润 14.88 亿元，2020~2023 年 CAGR 为 0.27%。
 - **外贸 LNG 运输：截至 2024 年三季度末，船队均已绑定项目，业绩确定性强。**公司外贸 LNG 运输业务主要通过全资子公司上海 LNG 以及合营公司 CLNG 运营，2023 年实现扣非归母净利润 7.90 亿元，占公司扣非归母净利润 19.11%。
 - **统筹集团 LPG、化学品运输业务，完善业务结构。**2024 年 10 月，公司公告计划新设全资子公司 LPG 公司，并以合计对价 12.61 亿元向大连投资、上海中远海运收购相关资产，本次交易完成后，公司将实现对控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链整合，引入拥有 14 艘 LPG 船（含 2 艘在建）和 10 艘化学品船（含 3 艘期租）的危化品专业船队。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024~2026 年实现营业收入 225.87、241.72、254.12 亿元，同比增长 2.25%、7.02%、5.13%，实现归母净利润 43.25、54.36、64.48 亿元，同比增长 29.08%、25.70%、18.60%，对应 EPS 为 0.91、1.14、1.35 元，2024 年 12 月 23 日收盘价对应 PE 为 13.34 倍、10.61 倍、8.95 倍。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。
- **股价催化剂：**运价超预期；船价超预期。
- **风险提示：**OPEC+原油减产超预期；船队规模扩张超预期；环保监管执行力度不及预期；地缘政治风险

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 18,658 | 22,091 | 22,587 | 24,172 | 25,412 |
| 增长率 YoY % | 46.9% | 18.4% | 2.2% | 7.0% | 5.1% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,457 | 3,351 | 4,325 | 5,436 | 6,448 |
| 增长率 YoY% | 129.3% | 130.0% | 29.1% | 25.7% | 18.6% |
| 毛利率% | 18.6% | 29.9% | 28.5% | 33.0% | 36.2% |
| 净资产收益率ROE% | 4.6% | 9.7% | 11.5% | 13.1% | 13.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.31 | 0.70 | 0.91 | 1.14 | 1.35 |
| 市盈率 P/E(倍) | 39.59 | 17.21 | 13.34 | 10.61 | 8.95 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.83 | 1.68 | 1.54 | 1.39 | 1.24 |

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 12 月 23 日收盘价

目录

| | |
|--|----|
| 投资聚焦..... | 7 |
| 一、全球头部油轮船东，全国领先的油气进口运输企业..... | 8 |
| 1.1 经营：油轮船队规模全球领先，运量整体稳健..... | 9 |
| 1.2 财务：外贸油运贡献业绩弹性，内贸油运及外贸 LNG 业务贡献安全垫..... | 12 |
| 二、外贸油运：公司业绩核心变量，行业周期波动属性强..... | 15 |
| 2.1 外贸油运行业：供需变动不匹配导致周期性强烈..... | 15 |
| 2.1.1 国际原油航运需求：以中东→中国为核心，跨大西洋路线有望拉长平均运距..... | 16 |
| 2.1.2 国际成品油航运需求：运量结构分散，中东→亚太、北美洲→中南美洲份额领先..... | 21 |
| 2.1.3 全球油轮供给现状：造船意愿有所回升，运力增量仍受限..... | 24 |
| 2.2 公司外贸油运业绩：与运价高度相关..... | 27 |
| 三、其他业务：周期性偏弱，业务结构趋于多元化..... | 29 |
| 3.1 内贸油运：COA 货源占比 95%以上，支撑整体业绩..... | 29 |
| 3.2 外贸 LNG 运输：船队均已绑定项目，业绩确定性强..... | 32 |
| 3.3 统筹集团 LPG、化学品运输业务，完善业务结构..... | 34 |
| 四、盈利预测与估值..... | 36 |
| 4.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润实现 43.46 亿元..... | 36 |
| 4.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级..... | 37 |
| 五、风险提示..... | 38 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1：中远海能主营业务..... | 8 |
| 表 2：中远海能主要经营模式的描述及特点..... | 9 |
| 表 3：中远海能油轮船队各船型参数及艘数（截至 2024 年三季度末）..... | 10 |
| 表 4：全球主要地区原油产量相关数据..... | 17 |
| 表 5：全球主要地区炼厂加工量相关数据..... | 18 |
| 表 6：BDTI 原油航运主要航线相关信息..... | 20 |
| 表 7：全球主要地区炼化产能相关数据..... | 21 |
| 表 8：BCTI 成品油航运主要航线相关信息..... | 24 |
| 表 9：中远海能外贸 LNG 业务船舶与项目绑定情况（截至 2024 年三季度末）..... | 33 |
| 表 10：中远海能拟从大连投资、上海中远海运收购的标的..... | 34 |
| 表 11：中远海能盈利预测简表..... | 36 |
| 表 12：各船型对应各船龄的二手交易价格（截至 2024 年 11 月末）..... | 37 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1：中远海能股权结构（截至 2024 年 11 月 25 日）..... | 8 |
| 图 2：中远海能经营模式..... | 9 |
| 图 3：中远海能油轮运力结构..... | 10 |
| 图 4：中远海能 LNG 船舶运力结构..... | 10 |
| 图 5：中远海能运输量..... | 11 |
| 图 6：中远海能运输周转量..... | 11 |
| 图 7：中远海能油运业务成本结构..... | 11 |
| 图 8：中远海能外贸 LNG 运输业务成本结构..... | 11 |
| 图 9：中远海能营业收入..... | 12 |

| | |
|--|----|
| 图 10: 中远海能归母净利润 | 12 |
| 图 11: 中远海能净利润结构 | 13 |
| 图 12: 中远海能分部 ROE | 13 |
| 图 13: 中远海能营业收入结构 | 14 |
| 图 14: 中远海能主营业务毛利润结构 | 14 |
| 图 15: 中远海能分业务毛利率 | 14 |
| 图 16: 油运生意模式 | 16 |
| 图 17: 全球原油产量结构-分地区 | 17 |
| 图 18: 美国、巴西等地区原油产量增速领先全球 | 17 |
| 图 19: 全球炼厂加工量结构-分地区 | 18 |
| 图 20: 中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球 | 18 |
| 图 21: 全球原油外贸量结构-按地区分路线 | 19 |
| 图 22: 中东→亚太路线原油外贸量结构-按进口地分国家 | 19 |
| 图 23: 北美洲→欧洲路线原油外贸量结构-按出口地分国家 | 20 |
| 图 24: 北美洲→亚太路线原油外贸量结构-按出口地分国家 | 20 |
| 图 25: 全球炼化产能结构-分地区 | 21 |
| 图 26: 亚太地区炼化产能增速领先全球 | 21 |
| 图 27: 全球成品油消费量结构 | 22 |
| 图 28: 全球成品油进口量结构 | 22 |
| 图 29: 全球成品油外贸量结构-按地区分路线 | 22 |
| 图 30: 中东→亚太路线成品油外贸量结构-按进口地分国家 | 23 |
| 图 31: 北美洲→中南美洲路线成品油外贸量结构-按出口地分国家 | 23 |
| 图 32: 中东→非洲路线成品油外贸量 | 23 |
| 图 33: 油轮行业新签订单运力相关数据复盘 | 25 |
| 图 34: 原油油轮平均船速 | 26 |
| 图 35: 成品油油轮平均船速 | 26 |
| 图 36: 中远海能外贸油运业务营业收入结构 | 27 |
| 图 37: 中远海能外贸油运业务毛利润结构 | 27 |
| 图 38: 中远海能外贸油运分业务毛利率 | 28 |
| 图 39: 中远海能外贸油运毛利润与偏移 50 日后的 BDTI TD3C 航线等效期租租金走势一致 | 28 |
| 图 40: 中国海洋原油产量 | 29 |
| 图 41: 中国原油进口量 | 29 |
| 图 42: 中国沿海省际原油运输量 | 30 |
| 图 43: 中国成品油产量 | 30 |
| 图 44: 中国沿海成品油运输量 | 30 |
| 图 45: 中远海能内贸油运业务营业收入结构 | 31 |
| 图 46: 中远海能内贸油运业务毛利润结构 | 31 |
| 图 47: 中远海能内贸油运分业务毛利率 | 31 |
| 图 48: 全球 LNG 外贸量 | 32 |
| 图 49: 全球 LNG 海运量 | 32 |
| 图 50: 全球 LNG 海运周转量 | 32 |
| 图 51: 中远海能外贸 LNG 运输分部净利润结构 | 33 |
| 图 52: 中远海能外贸 LNG 运输归母净利润 | 33 |

投资聚焦

中远海能主营国际和内贸油轮航运以及外贸 LNG 运输业务，油轮船队运力规模世界第一，LNG 船舶规模全国领先，其中外贸油运业绩周期波动性强。考虑到行业供给持续紧张，需求端存在扩张机会，我们认为公司当前资产价值被低估。

全球运力规模最大油轮船东，全国领先的油气进口运输企业。中远海运能源运输股份有限公司（中远海能 600026.SH / 1138.HK）于 2016 年完成重大资产重组后**主营国际和中国的沿海原油及成品油运输，以及国际液化天然气（LNG）运输，油轮船队运力规模世界第一，LNG 船舶规模全国领先。**截至 2024 年三季度末，公司拥有油轮运力 156 艘，合计运力 2302 万载重吨。分业务看，公司外贸油运业绩周期弹性强，内贸油运、外贸 LNG 运输业务整体稳健。

公司外贸油运业务服务全球的原油、成品油航运市场，行业需求端变动剧烈，而考虑到造船从下单到交付的流程长达约 2 年，**供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动，导致行业均价具备较强的周期性。**

其他业务方面，内贸油运、外贸 LNG 运输业务业绩稳健，在此基础上，公司计划**整合控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链，从以油、气运输两大业务为支撑的二结构转变为油、气、化及仓储的多元化业务结构。**

一、全球头部油轮船东，全国领先的油气进口运输企业

中远海运能源运输股份有限公司（中远海能 600026.SH / 1138.HK）的前身为中海发展（中海发展股份有限公司）。集团于 2016 年完成重大资产重组，向中国远洋收购大连远洋 100% 股权，向中远散货出售中海散货 100% 股权，重组完成后主营国际和中国的沿海原油及成品油运输，以及国际液化天然气（LNG）运输。

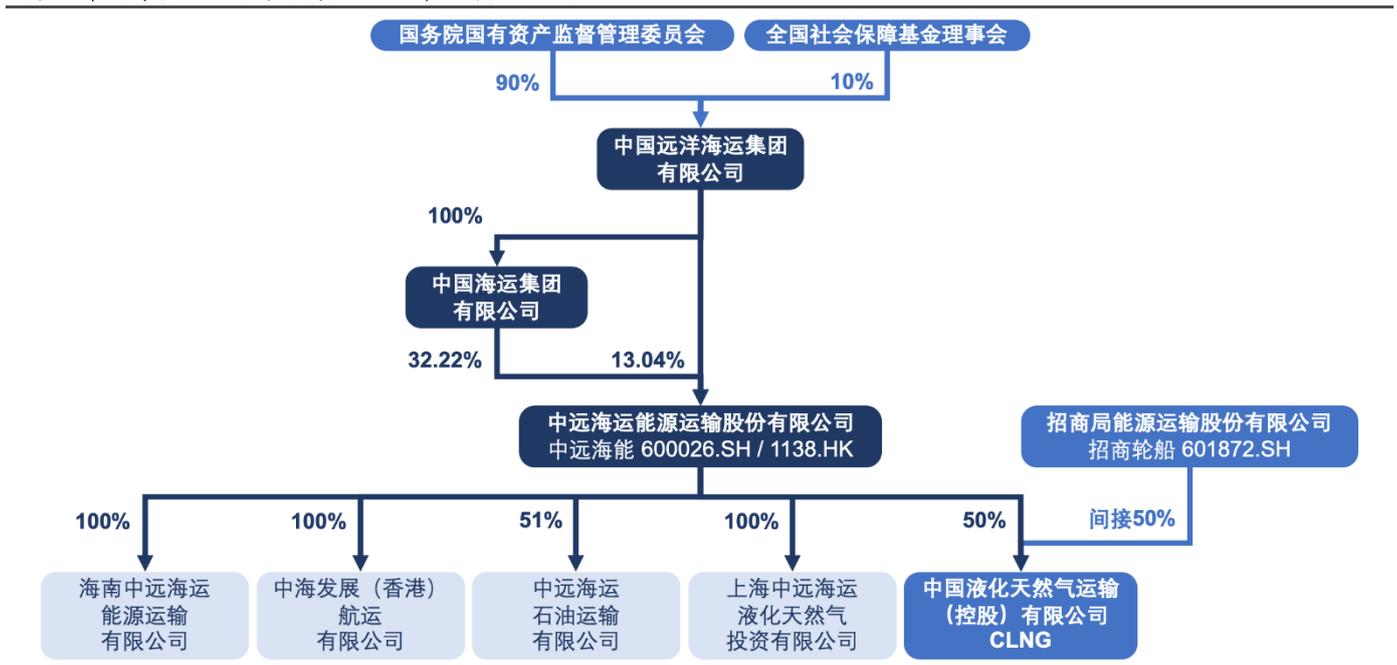
表1：中远海能主营业务

| 业务名称 | 业务简介 |
|-----------|--|
| 油品运输 | 公司的油轮船队运力规模世界第一，且船型最齐全，航线遍布东西半球的主要港口，通过内外贸联动、大小船联动、黑白油联动，充分发挥船型和航线优势，为客户提供外贸来料进口、内贸中转过驳、成品油转运和出口等全程物流解决方案，为客户保障物流效率，实现合作共赢。 |
| 外贸油运 | 外贸油轮运输行业伴随着石油主要产地和消费地地理分布不同所形成的石油贸易而产生，行业具备三个特点： 1. 货物流向相对单一，航线布局比较固定； 2. 安全及油污风险更大，有特殊的大石油公司检查机制； 3. 运价受到国际政治经济因素影响更大，波动更为剧烈。 |
| 内贸油运 | 与外贸油运市场相比，沿海油运市场的运力供需相对平衡，市场总量相对稳定。公司主营海洋原油一程、进口原油国内中转和沿海成品油运输，航线覆盖国内沿海港口。公司拥有一批内外贸兼营运力，可以根据市场情况灵活切换国内、国际两大市场。 |
| 外贸 LNG 运输 | 公司是中国 LNG 运输业的引领者，是世界 LNG 运输市场的重要参与者，通过全资子公司上海 LNG（上海中远海运液化天然气投资有限公司）以及与招商局各持股 50% 的合营公司 CLNG（中国液化天然气运输控股有限公司）两大平台参与投资国际 LNG 运输项目。行业具备两大特点： 1. LNG 船舶是高技术、高难度、高附加值的产品，造价昂贵，LNG 运输对船舶管理要求更高，因而 LNG 海运行业集中度较高； 2. 受 LNG 产业链特点的影响，目前全球 LNG 船队中，大部分船舶与特定 LNG 项目绑定（简称“项目船”），与项目方签署长期租约合同。 |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权结构：控股股东中海集团持股 32.22%，最终控制方中远海运累计持股 45.26%。

图1：中远海能股权结构（截至 2024 年 11 月 25 日）



资料来源：中远海能、招商轮船公司公告，iFinD，信达证券研发中心

1.1 经营：油轮船队规模全球领先，运量整体稳健

公司经营模式：以船舶租赁的形式为主，包括程租、期租、包运合同 COA、参与联营体 POOL 运营等。其中，采用程租、包运合同 COA 及联营体 POOL 经营模式确认的收入为运输收入，采用期租经营模式确认的收入为船舶租赁收入。

图2：中远海能经营模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

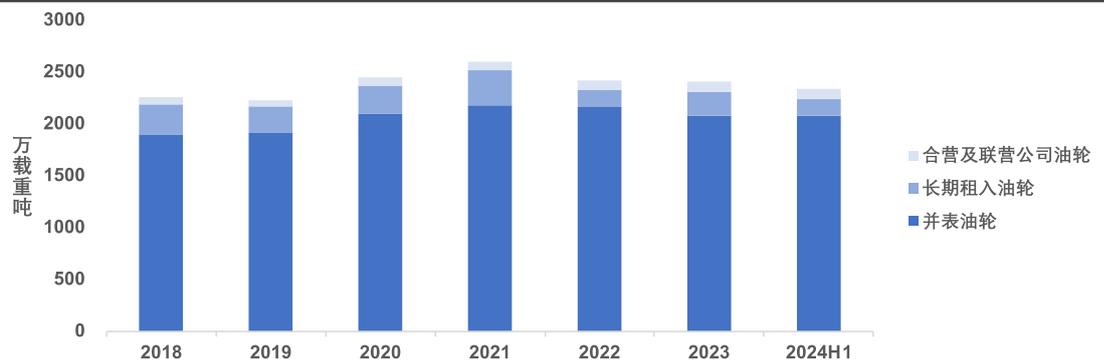
表2：中远海能主要经营模式的描述及特点

| 经营模式 | 描述 | 特点 | 确认收入性质 |
|--|--|--|--------|
| 程租 即期市场租船 Voyage Charter (V/C) | 常用的船舶租赁形式，出租人（船东）向承租人提供船舶全部或部分舱位，在约定的港口间装运约定的货物，由承租人支付约定运费。 | 主要基于单次航程的运距、运量确定运费，出租人（船东）承担船舶的燃油费、港口使费等费用。 | 运输收入 |
| 期租 Time Charter (T/C) | 常用的船舶租赁形式，依据出租人（船东）和承租人之间的租约，出租人向承租人提供配备船员的船舶，由承租人租用并向出租人支付按日计算租金。 | 主要基于租赁的时间确定租金，承租人承担船舶的燃油费、港口使费等费用。 | 船舶租赁收入 |
| 包运合同 COA Contract of Affreightment | 承运人（船舶的运营方）在约定期间内分批将约定数量货物从约定装货港运至约定目的港的海上货物运输合同。 | 主要基于运量确定运费。 | 运输收入 |
| 联营体 POOL | 有别于传统的航运经营模式，采用船队规模化经营、公司专业化运作的商业模式，依托专业化经营管理团队，通过聚集国际国内类似船型的船舶进行统一经营、统筹配置，实现入 POOL 船舶经营的规模效益和商业价值最大化。 | 多个船队合并运营，提升船舶利用效率。按照入 POOL 船舶性能、效用等状况进行综合评分确定收益分配基准，各利益相关方共享 POOL 经营管理创造的价值增值。 | 运输收入 |

资料来源：招商轮船公司公告，中远海能公司官网，信达证券研发中心

公司船队规模：油轮船队运力规模世界第一，LNG 船舶规模全国领先。得益于中国庞大的油气进口需求、丰富的国内外客户资源、完善的产业链资源优势，以及公司优异的管理水平、领先的运力规模，公司在中国油气进口运输市场中持续领先。分业务看：

- **油品运输：**公司油轮船队运力规模世界第一，且全球船型最齐全。截至 2024 年三季度末，公司拥有油轮运力 156 艘，合计运力 2302 万载重吨。分船型看，公司 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型自有船舶数分别为 45、3、9、19 艘。

图3：中远海能油轮运力结构


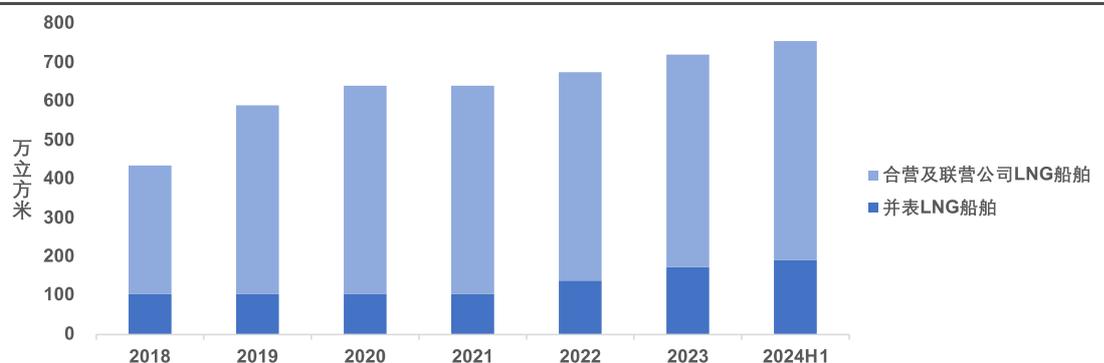
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表3：中远海能油轮船队各船型参数及艘数（截至2024年三季度末）

| 船型 | 船型运力 | | | 公司船队艘数 |
|-----------------------------------|--------------|---------------|----------------|------------------------------|
| | 重量口径 万载重吨 | 原油体积口径 百万桶 | 成品油体积口径 百万桶 | |
| VLCC | 20~32 | 1.47~2.35 | | 自有45艘，租入8艘 |
| 苏伊士型 Suezmax | 12.5~20 | 0.92~1.47 | 1.01~1.61 | 自有3艘 |
| 阿芙拉型 Aframax / Long Range 2 (LR2) | 8.5~12.5 | 0.62~0.92 | 0.68~1.01 | 阿芙拉型：自有9艘 LR2：自有8艘 |
| 巴拿马型 Panamax / Long Range 1 (LR1) | 5.5~8.5 | 0.40~0.62 | 0.44~0.68 | 巴拿马型：自有19艘，租入1艘 LR1：自有14艘 |
| 灵便型 Handysize | <5.5 | <0.40 | <0.44 | 灵便型（黑）：自有22艘 灵便型（白）：自有21艘 |
| 通用型 Coastal | <2 | 约0.14 | 约0.14 | 通用型（白）：自有6艘 |

资料来源：公司官网，联合国贸易和发展会议UNCTAD，英国石油公司BP，美国交通局，信达证券研发中心

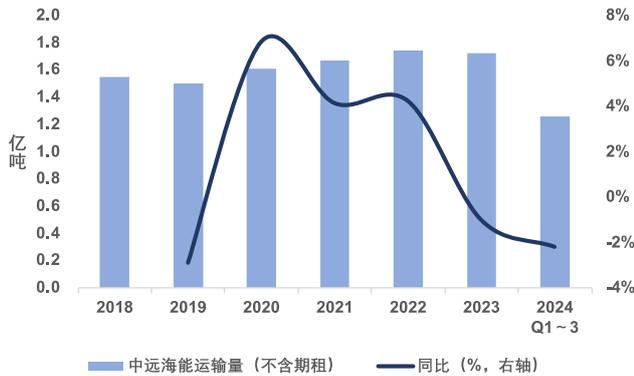
- **LNG 运输**：公司全资子公司上海 LNG 和参股 50% 的 CLNG 均为国内领先大型 LNG 运输公司。截至 2024 年三季度末，公司共参与投资 87 艘 LNG 船舶，均为签署长期期租合同的项目船，其中已投运 48 艘，合计运力 807 万立方米。

图4：中远海能 LNG 船舶运力结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

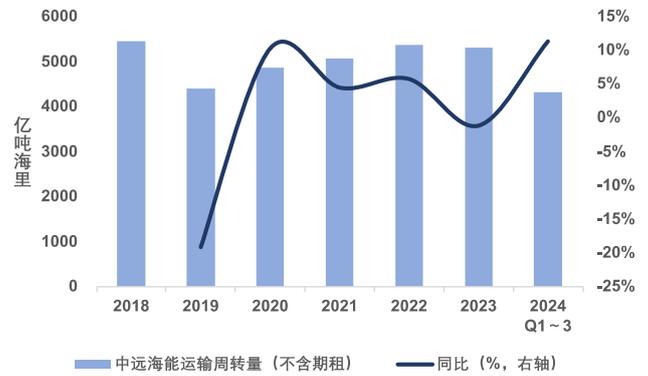
运输量与运输周转量整体稳健。2023年，公司实现运输量（不含期租）1.73亿吨，同比下滑1.02%，2020~2023年CAGR为2.42%；实现运输周转量（不含期租）5304.9亿吨海里，同比下滑1.17%，2020~2023年CAGR为2.96%。2024年前三季度，公司实现运输量（不含期租）1.26亿吨，同比下滑2.2%；实现运输周转量（不含期租）4325亿吨海里，同比增长11.3%。

图5：中远海能运输量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：中远海能运输周转量

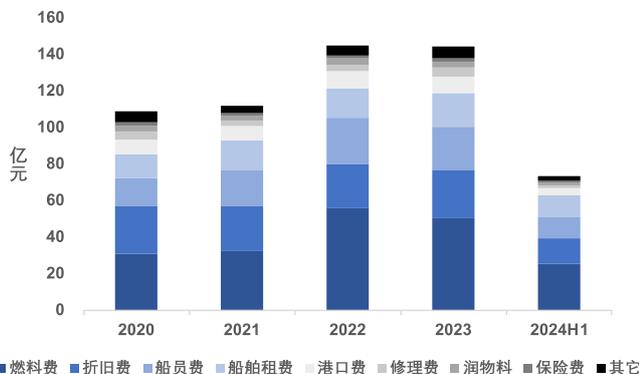


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成本结构：油运业务以燃料费、折旧费、船员费、船舶租费为主，外贸LNG运输业务以折旧费、船员费、修理费为主。

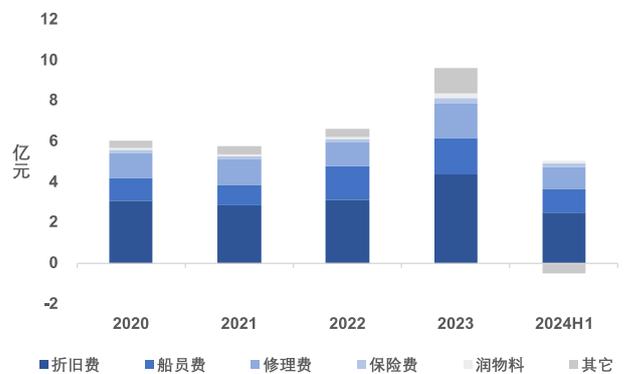
- **油运业务营业成本结构：燃料费、折旧费、船员费、船舶租费合计占比稳定在80%以上，在2023年的占比分别为34.82%、18.34%、16.22%、13.11%，合计占比82.49%；在2024年上半年的占比分别为34.42%、19.36%、15.33%、16.45%，合计占比85.57%。**
- **外贸LNG运输业务营业成本结构：折旧费、船员费、修理费合计占比稳定在80%以上，在2023年的占比分别为45.56%、18.76%、17.77%，合计占比82.09%；在2024年上半年的占比分别为54.72%、25.32%、23.08%，合计占比103.11%。**

图7：中远海能油运业务成本结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图8：中远海能外贸LNG运输业务成本结构

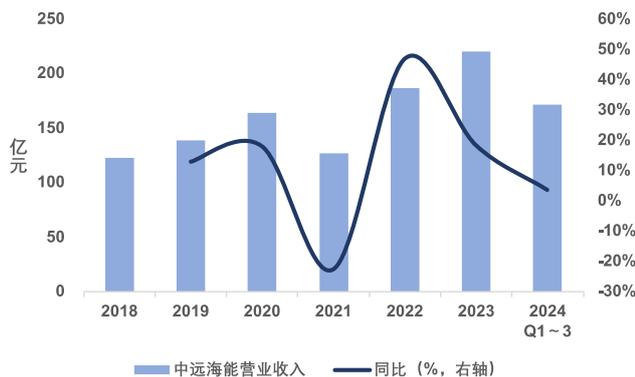


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务：外贸油运贡献业绩弹性，内贸油运及外贸 LNG 业务贡献安全垫

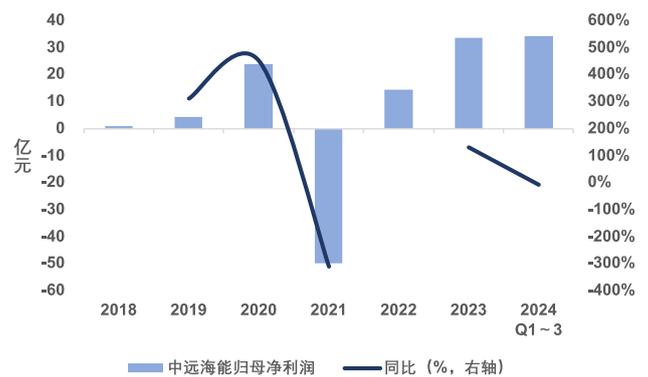
财务表现整体呈现周期性波动。2023 年，公司实现营收 220.91 亿元，同比增长 18.40%，2020~2023 年 CAGR 为 10.47%；实现归母净利润 33.51 亿元，同比增长 129.91%，2020~2023 年 CAGR 为 12.19%。2024 年前三季度，公司实现营收 171.44 亿元，同比增长 3.68%；实现归母净利润 34.15 亿元，同比下滑 8.05%。

图9：中远海能营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10：中远海能归母净利润



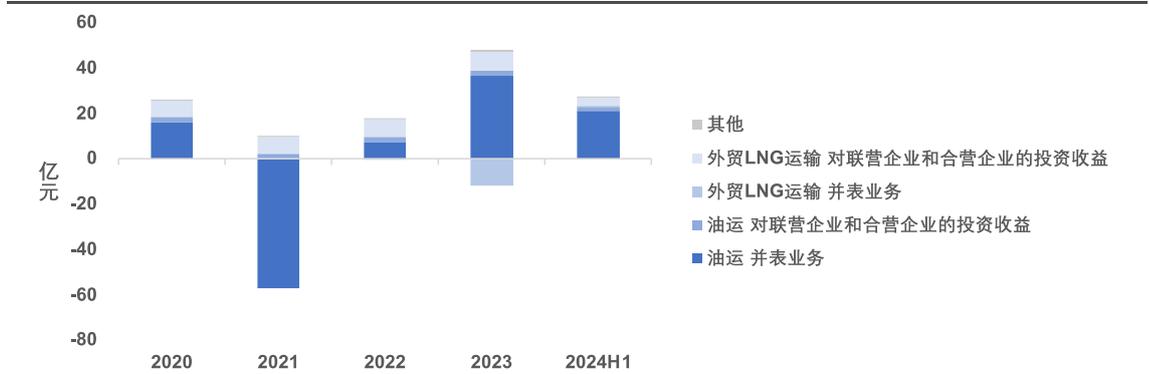
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

净利润拆分：油运业绩主要来自并表业务，外贸 LNG 运输业绩主要来自投资收益。2023 年，公司实现净利润 36.60 亿元，同比增长 105.05%，2020~2023 年 CAGR 为 11.75%；2024 年上半年，公司实现净利润 27.70 亿元，同比下滑 7.69%。分业务看：

- **油运：并表业务贡献 90%以上业绩但呈周期性波动，投资收益维持稳增。**公司油运业务净利润在 2023 年实现净利润 39.19 亿元，同比增长 105.05%，占公司净利润 **107.09%**；在 2024 年上半年实现 22.97 亿元，同比下滑 8.32%，占公司净利润 **82.92%**。
 - **油运并表业务净利润：**在 2023 年实现 36.62 亿元，同比增长 380.69%，2020~2023 年 CAGR 为 31.62%，占油运业务净利润 **93.42%**；在 2024 年上半年实现 21.33 亿元，同比下滑 10.53%，占油运业务净利润 **92.87%**。
 - **油运对联营企业和合营企业的投资收益：**在 2023 年实现 2.58 亿元，同比增长 17.54%，2020~2023 年 CAGR 为 4.83%；在 2024 年上半年实现 1.64 亿元，同比增长 35.26%。
- **外贸 LNG 运输：投资收益贡献主要业绩，整体业绩稳健。**公司外贸 LNG 运输业务在 2023 年实现净利润-3.63 亿元，同比下滑 148.05%，占公司净利润-9.91%；在 2024 年上半年实现 4.29 亿元，同比下滑 4.44%，占公司净利润 **15.49%**。
 - **外贸 LNG 运输并表业务净利润：**在 2023 年实现-11.64 亿元，主要系产生资产减值损失 9.84 亿元、信用减值损失 2.03 亿元；在 2024 年上半年实现 0.37 亿元，同比下滑 38.36%。

- **外贸 LNG 运输对联营企业和合营企业的投资收益**：在 2023 年实现 8.01 亿元，同比增长 3.72%，2020~2023 年 CAGR 为 6.57%；在 2024 年上半年实现 3.92 亿元，同比增长 0.79%。

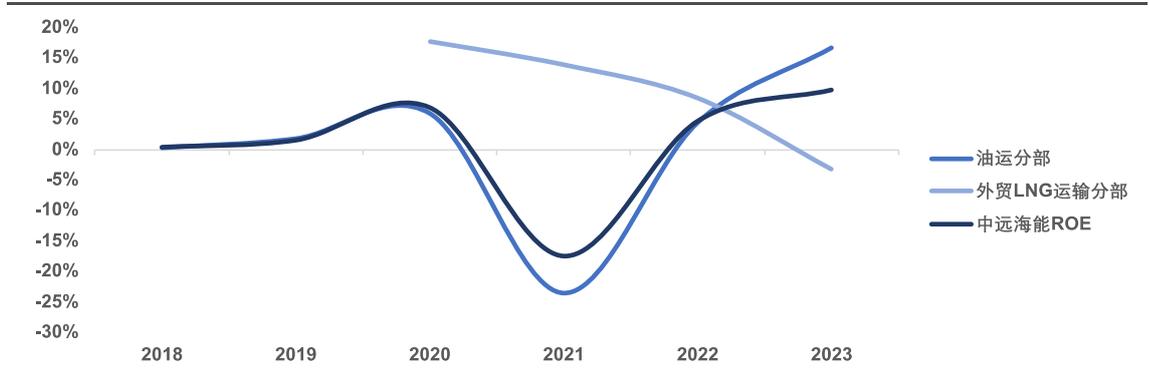
图11：中远海能净利润结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分业务 ROE 对比：油运分部 ROE 表现出较强的波动性。公司 ROE 在 2023 年实现 9.74%，历史波动主要来自油运分部。分业务看，油运分部 ROE 在-25~20%的范围内波动，2023 年实现 16.76%；外贸 LNG 运输分部 ROE 在 2020~2021 年于 15%附近波动，2023 年受资产减值与信用减值影响落至-3.29%。

图12：中远海能分部 ROE

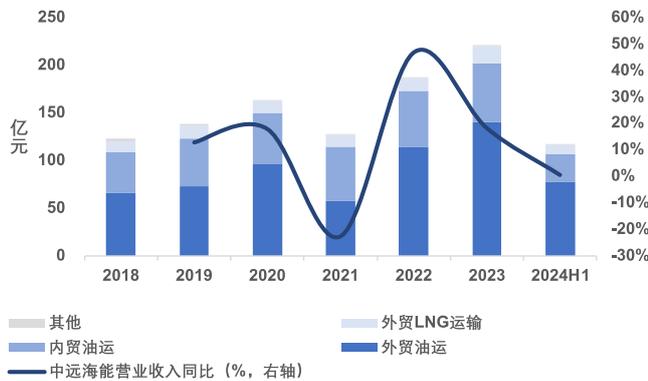


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

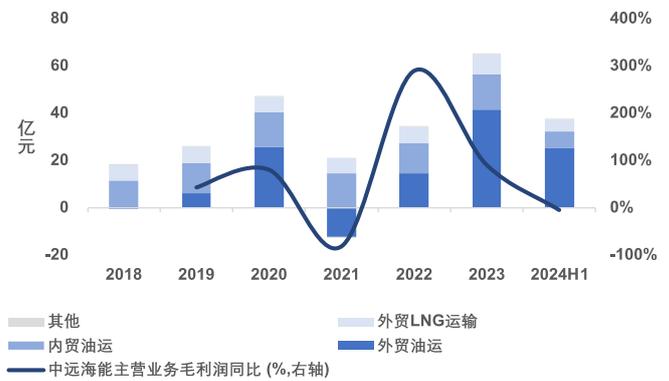
并表业务结构：外贸油运业绩周期弹性强，内贸油运、外贸 LNG 运输业务整体稳健。从公司营收及主营业务水上运输业毛利润结构上看：

- **外贸油运**：营收及毛利润具备周期性波动性质。2023 年营收实现 140.05 亿元，占公司营收 63.40%；毛利润实现 41.48 亿元，占公司主营业务毛利润 63.82%。2024 年上半年营收实现 77.53 亿元，占公司营收 66.55%；毛利润实现 25.35 亿元，占公司主营业务毛利润 67.69%。
- **内贸油运**：毛利润整体平稳。2023 年营收实现 62.04 亿元，占公司营收 28.09%，2020~2023 年 CAGR 为 4.63%；实现毛利润 14.88 亿元，占公司主营业务毛利润 22.90%，2020~2023 年 CAGR 为 0.27%。2024 年上半年营收实现 29.17 亿元，占公司营收 25.04%，实现毛利润 7.10 亿元，占公司主营业务毛利润 18.95%。

- **外贸 LNG 运输：营收及毛利润稳步增长。**2023 年营收实现 18.21 亿元，占公司营收 8.24%，2020~2023 年 CAGR 为 12.87%；实现毛利润 8.59 亿元，占公司主营业务毛利润 13.22%，2020~2023 年 CAGR 为 9.03%。2024 年上半年营收实现 9.59 亿元，占公司营收 8.23%，实现毛利润 4.99 亿元，占公司主营业务毛利润 13.32%。

图13：中远海能营业收入结构


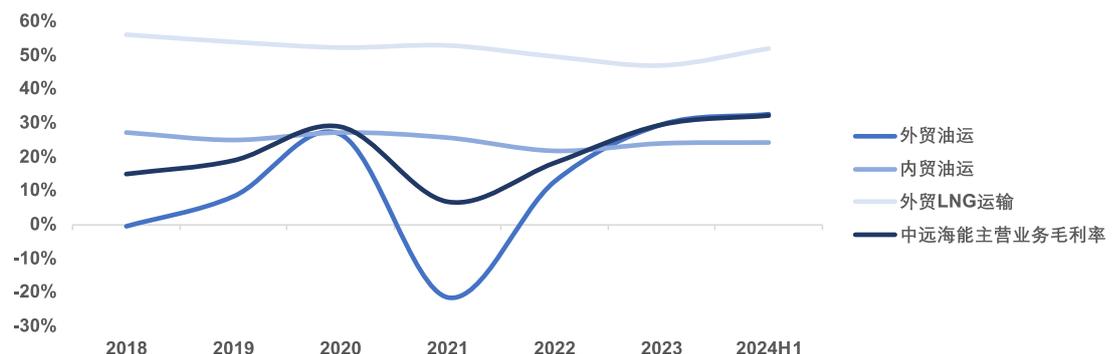
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图14：中远海能主营业务毛利润结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

并表业务盈利能力：外贸油运业务的周期性引起公司盈利能力波动。公司主营业务水上运输业毛利率整体上维持在 5%~35% 区间内波动，2023 年实现 29.50%，2024 年上半年实现 32.20%。波动主要由外贸油运业务引起，分业务看：

- **外贸油运毛利率：**整体波动性大，2023 年实现 29.62%，2024 年上半年实现 32.70%；
- **内贸油运毛利率：**整体维持在 25% 附近。
- **外贸 LNG 运输毛利率：**整体维持在 50% 附近。

图15：中远海能分业务毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、外贸油运：公司业绩核心变量，行业周期波动属性强

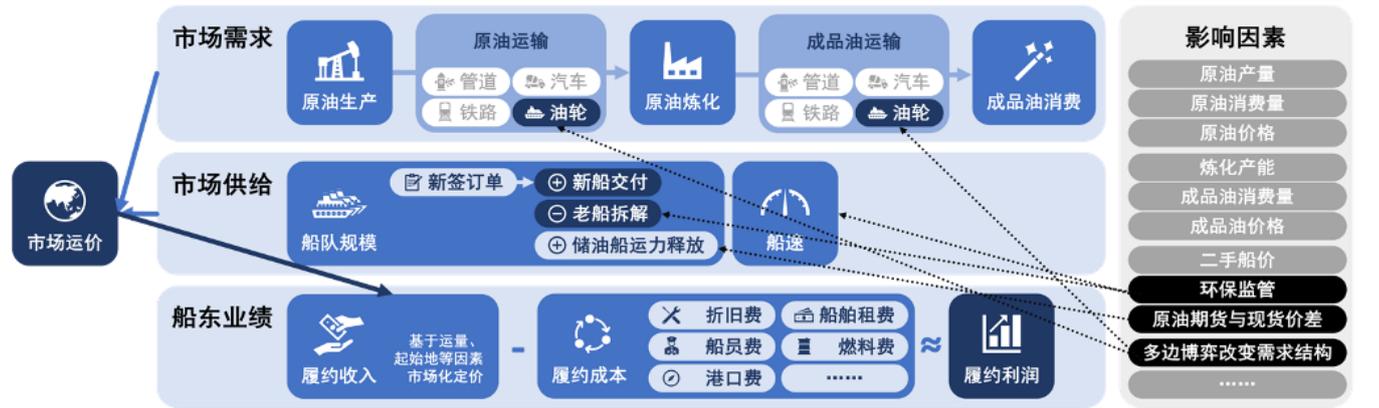
公司外贸油运业务服务全球的原油、成品油航运市场，行业需求端变动剧烈，而考虑到造船从下单到交付的流程长达约 2 年，供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动，导致行业均价具备较强的周期性。

- **国际原油航运需求：**以中东→中国为核心，跨大西洋路线有望拉长平均运距。原油的航运需求主要来自原油产销的区域不均。原油生产、消费水平决定各国的原油进出口贸易量，叠加地理位置、运输条件等因素，决定国际原油航运的路线结构。分航线看，中东→亚太路线持续贡献全球原油外贸量 30%~35% 的份额，其中，中东→中国路线在原油外贸量的占比超 12%，建议关注对应航线 TD3C；美国→欧洲、美国→亚太路线具备长期成长性，其中美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的 1.7、2.2 倍，我们预计随着美国对亚太的原油出口增加而缓慢拉长运距，建议关注对应航线 TD22。
- **国际成品油航运需求：**运量结构分散，中东→亚太、北美洲→中南美洲份额领先。成品油产地、消费地的多元导致其运输需求结构分散，在进出口结构上，美国成品油出口稳居首位，欧洲成品油进口稳居首位。分航线看，在对航运存在刚性需求的路线中，中东→亚太、北美洲→中南美洲路线的运量分别持续贡献全球成品油外贸量 11%、7% 左右的份额。
- **全球油轮供给现状：**造船意愿有所回升，运力增量仍受限。我们认为，油轮板块供给能力的变化由船队规模主导，同时船速也是重要影响因素。现阶段，行业造船意愿有所回升，但环保监管限制船速等因素或导致供给端维持紧张。

2.1 外贸油运行业：供需变动不匹配导致周期性强烈

外贸油运行业商业模式：供需结构受多因素影响，导致利润波动。油运行业主要服务于各地对散装原油、成品油的航运需求，收入基于市场化定价，成本主要包括折旧费、船舶租费、燃料费等，业绩主要由运价决定，而行业运价主要由供需结构决定。

- **需求端：**指标主要包括运量、运距。其中，运量主要受到原油、成品油的产量、消费量、价格等因素影响；运距主要取决于各地区原油、成品油供需结构，受多边政治、经济博弈高度影响。
 - **原油航运：**美国、巴西等地区的原油产量扩张趋势叠加中国、印度的原油消费量扩张趋势，有望拉长平均运距。
 - **成品油航运：**亚太地区的成品油产量扩张趋势叠加欧洲的成品油进口刚性需求，有望拉长平均运距。
- **供给端：**指标主要包括船队规模、船速。其中，新船交付、储油船运力释放均可扩大行业船队规模，而老船拆解将导致行业船队规模收缩。目前行业造船意愿偏弱、环保监管限制船速等因素导致供给端或将持续趋紧。

图16：油运生意模式


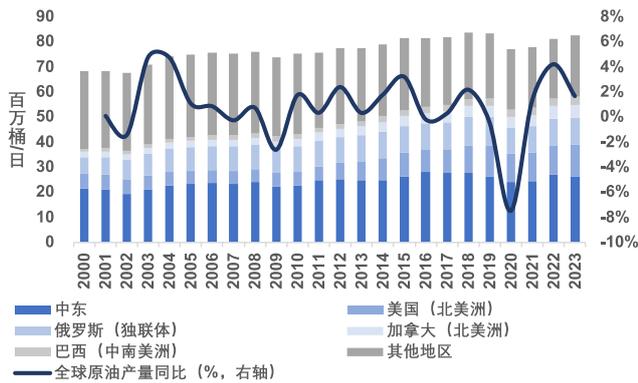
资料来源：信达证券研发中心

2.1.1 国际原油航运需求：以中东→中国为核心，跨大西洋路线有望拉长平均运距

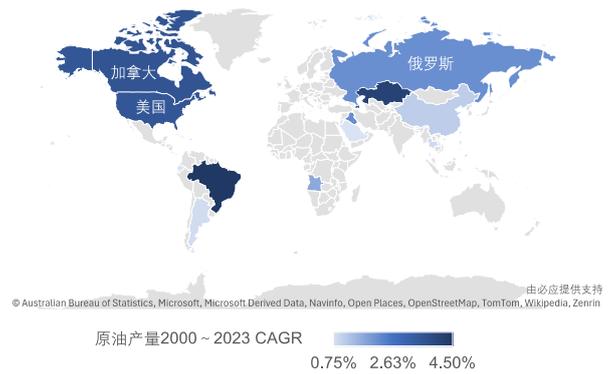
原油的航运需求主要来自原油产销的区域不均。原油生产、消费水平决定各国的原油进出口贸易量，叠加地理位置、运输条件等因素，决定国际原油航运的路线结构。分航线看，中东→亚太路线持续贡献全球原油外贸量 30%~35% 的份额，其中，中东→中国路线在原油外贸量的占比超 12%，建议关注对应航线 TD3C；美国→欧洲、美国→亚太路线具备长期成长性，其中美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的 1.7、2.2 倍，我们预计随着美国对亚太的原油出口增加而缓慢拉长运距，建议关注对应航线 TD22。

原油产量：中东维持主要份额，美国、巴西产量逐步扩张。2023 年，全球原油产量实现 82.76 百万桶/日，同比增长 1.69%，2000~2023 年 CAGR 为 0.83%。

- **中东维持产油地区中的核心地位：**中东地区 2023 年原油产量实现 26.27 百万桶/日，占全球原油产量 31.75%，占比自 2000 年起维持在 30% 附近，稳居全球各地区首位。为避免石油供需失衡、维护油价以及相关经济利益，沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋等 OPEC 中东主要产油国倾向于在油价偏低时限产。2000~2023 年，中东地区原油产量 CAGR 为 0.85%，仅高于全球水平 0.02 个百分点。
- **美国产量积极扩张，现稳居全球各国首位：**得益于 2010 年起页岩油革命带动榨油技术发展，美国的油页岩采油成本大幅缩减，原油产量高速扩张。2023 年，美国原油产量实现 12.93 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 8.50% 提升至 2023 年的 15.62%，自 2019 年起稳居各国首位。在页岩油革命发展较快的 2010~2015 年，美国原油产量 CAGR 高达 11.47%。
- **巴西产量增速突出，2000~2023 年 CAGR 居全球各国首位。**得益于油田的持续开发，巴西的原油产量高速扩张。2023 年，巴西原油产量实现 3.40 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 1.80% 提升至 2023 年的 4.11%，CAGR 以 4.50% 居全球各国首位，超出全球水平 3.68 个百分点。

图17：全球原油产量结构-分地区


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

图18：美国、巴西等地区原油产量增速领先全球


资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

注：在能源协会EI口径的主要地区中，选取原油产量2000~2023 CAGR领先全球水平的地区。

表4：全球主要地区原油产量相关数据

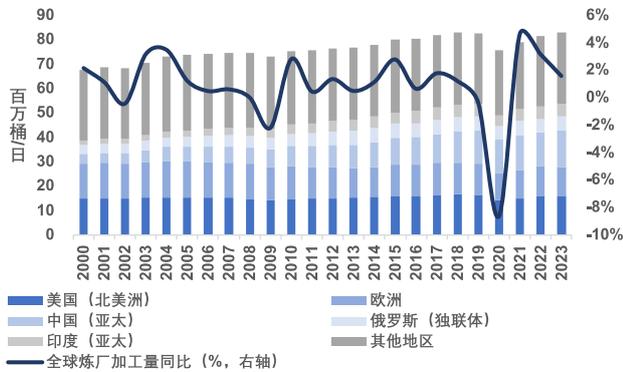
| 地区/国家 | 原油产量 百万桶/日 | | | | 原油产量占全球份额 | | |
|-------|------------|-------|----------------|-------------------|-----------|--------|-------------------|
| | 2000 | 2023 | 2000~2023 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2023 | 变动幅度 |
| 中东 | 21.64 | 26.27 | 0.85% | +0.02 个百分点 | 31.61% | 31.75% | +0.14 个百分点 |
| 北美洲 | 11.03 | 19.74 | 2.56% | +1.73 个百分点 | 16.11% | 23.85% | +7.74 个百分点 |
| 美国 | 5.82 | 12.93 | 3.53% | +2.70 个百分点 | 8.50% | 15.62% | +7.12 个百分点 |
| 加拿大 | 2.20 | 4.93 | 3.58% | +2.76 个百分点 | 3.21% | 5.96% | +2.76 个百分点 |
| 独联体 | 7.84 | 13.32 | 2.33% | +1.5 个百分点 | 11.45% | 16.09% | +4.64 个百分点 |
| 俄罗斯 | 6.47 | 10.55 | 2.15% | +1.32 个百分点 | 9.46% | 12.75% | +3.3 个百分点 |
| 亚太 | 7.52 | 6.74 | -0.48% | -1.30 个百分点 | 10.99% | 8.14% | -2.84 个百分点 |
| 非洲 | 7.38 | 6.72 | -0.41% | -1.23 个百分点 | 10.78% | 8.12% | -2.66 个百分点 |
| 中南美洲 | 6.36 | 7.03 | 0.43% | -0.4 个百分点 | 9.30% | 8.49% | -0.80 个百分点 |
| 巴西 | 1.24 | 3.40 | 4.50% | +3.68 个百分点 | 1.80% | 4.11% | +2.31 个百分点 |
| 欧洲 | 6.69 | 2.94 | -3.51% | -4.34 个百分点 | 9.78% | 3.56% | -6.22 个百分点 |
| 全球 | 68.46 | 82.76 | 0.83% | | | | |

资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

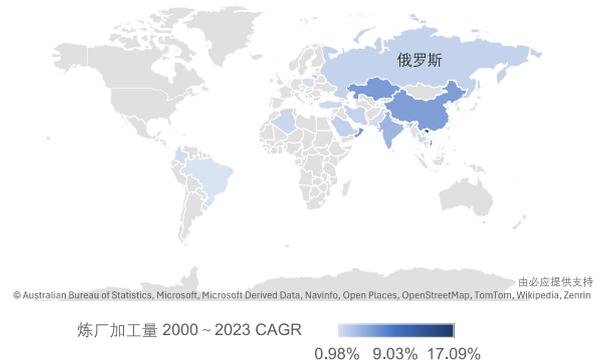
原油消费量：全球重心逐步从欧美向中国、印度、亚太转移。2023年，全球炼厂加工量实现82.99百万桶/日，同比增长1.60%，2000~2023年CAGR为0.88%。

- **原油炼化的重心逐步向亚太、中东转移：**在2000年，北美洲、亚太、欧洲为全球原油需求核心地区，三者分别贡献全球炼厂加工量26.59%、26.26%、21.03%的比重。随着经济全球化加深，亚太、中东地区国家的经济高增带动原油需求增速领先全球，2000~2023年，亚太炼厂加工量占全球比重增长11.04个百分点至37.30%，中东炼厂加工量占全球比重增长2.63个百分点至11.27%。

- **中国、印度份额提升显著**: 分国家看, 2000~2023年, 中国炼厂加工量占全球比重从 5.99% 提至 18.20%, 世界排名从第 3 提至第 2, 与排名第 1 的美国在占比上的差距从 16.21 个百分点缩至 1.04 个百分点; 印度炼厂加工量占全球比重从 3.01% 提至 6.33%, 世界排名从第 7 提至第 4。

图19: 全球炼厂加工量结构-分地区


资料来源: 能源协会 EI, 信达证券研发中心

图20: 中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球


资料来源: 能源协会 EI, 信达证券研发中心

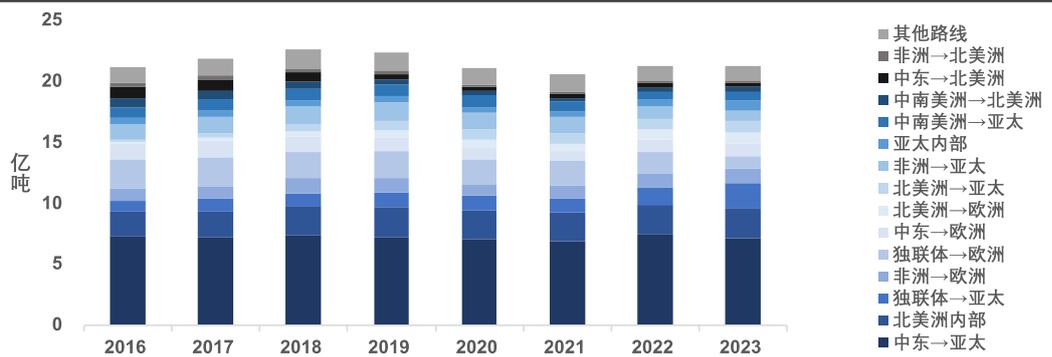
注: 在能源协会 EI 口径的主要地区中, 选取炼厂加工量 2000~2023 CAGR 领先全球水平的地区。

表5: 全球主要地区炼厂加工量相关数据

| 地区/国家 | 炼厂加工量 百万桶/日 | | | | 炼厂加工量占全球份额 | | |
|-------|-------------|-------|----------------|-------------------|------------|--------|--------------------|
| | 2000 | 2023 | 2000~2023 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2023 | 变动幅度 |
| 亚太 | 17.82 | 30.96 | 2.43% | +1.55 个百分点 | 26.26% | 37.30% | +11.04 个百分点 |
| 中国 | 4.07 | 15.10 | 5.87% | +4.99 个百分点 | 5.99% | 18.20% | +12.20 个百分点 |
| 印度 | 2.04 | 5.25 | 4.20% | +3.32 个百分点 | 3.01% | 6.33% | +3.32 个百分点 |
| 北美洲 | 18.04 | 18.47 | 0.10% | -0.78 个百分点 | 26.59% | 22.26% | -4.33 个百分点 |
| 美国 | 15.07 | 15.96 | 0.25% | -0.63 个百分点 | 22.21% | 19.24% | -2.97 个百分点 |
| 欧洲 | 14.27 | 11.88 | -0.79% | -1.67 个百分点 | 21.03% | 14.31% | -6.72 个百分点 |
| 中东 | 5.86 | 9.35 | 2.05% | +1.17 个百分点 | 8.64% | 11.27% | +2.63 个百分点 |
| 独联体 | 4.30 | 6.76 | 1.99% | +1.11 个百分点 | 6.33% | 8.14% | +1.81 个百分点 |
| 中南美洲 | 5.38 | 3.77 | -1.54% | -2.42 个百分点 | 7.93% | 4.54% | -3.39 个百分点 |
| 非洲 | 2.18 | 1.81 | -0.82% | -1.70 个百分点 | 3.21% | 2.18% | -1.04 个百分点 |
| 全球 | 67.85 | 82.99 | 0.88% | | | | |

资料来源: 能源协会 EI, 信达证券研发中心

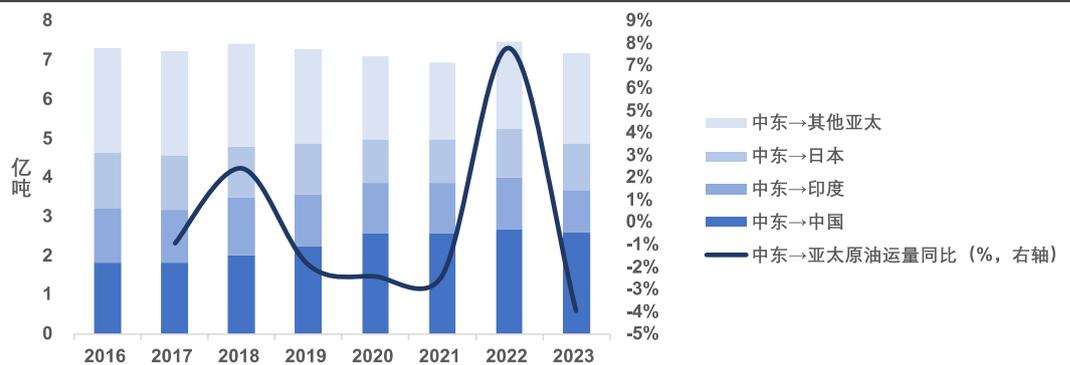
原油航运路线集中: 以中东→中国为核心, 美国→亚太有望拉长平均运距。考虑到同地区内或接壤地区之间可以采用管道或铁路、汽车运输油品, 我们认为跨地区且地区间非接壤的运输路线对航运存在刚性需求。分地区看, 全球原油航运的重点路线主要为: 中东→亚太、北美洲→欧洲、北美洲→亚太三条。其中, 中东→亚太路线持续贡献原油外贸量 30%~35% 的份额; 北美洲→欧洲、北美洲→亚太路线的份额快速增长, 占原油外贸量的比重分别从 2016 年的 0.90%、0.82% 提升至 2023 年的 4.47%、4.43%。考虑到美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的 1.7、2.2 倍, 运距有望随着美国对亚太的原油出口增加而缓慢拉长。

图21: 全球原油外贸量结构-按地区分路线


资料来源: 英国石油公司BP, 能源协会EI, 信达证券研发中心

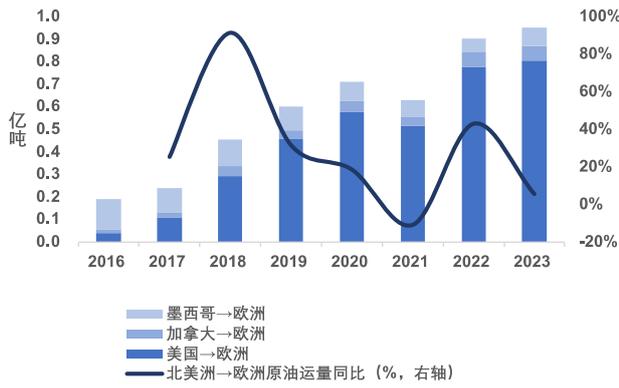
注: 我们基于英国石油公司BP、能源协会EI的口径及数据, 将原油进出口地区划分为北美洲、中南美洲、欧洲、独联体、中东、非洲、亚太7个地区, 梳理各地区之间的原油运量, 并总结出主要运输路线。

- **中东→亚太路线: 中国为核心进口地。**按进口地分国家看, 中东→亚太路线中, 中东→中国路线2023年实现原油外贸量2.61亿吨, 2016~2023年CAGR为5.12%, 超中东→亚太路线水平5.39个百分点, 超全球水平5.06个百分点, 占中东→亚太路线原油外贸量的比重从2016年的25.17%提升至2023年的36.37%, 占全球原油外贸量的比重从2016年的8.69%提升至2023年的12.28%。

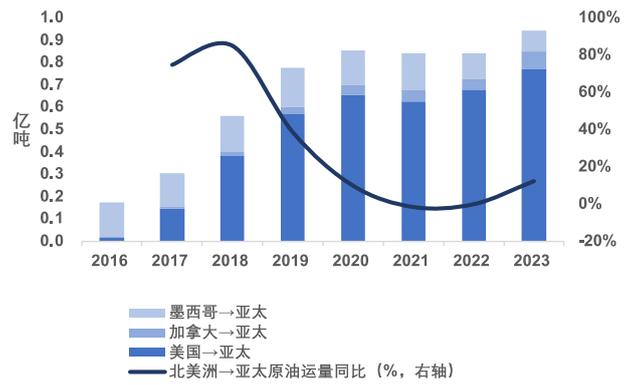
图22: 中东→亚太路线原油外贸量结构-按进口地分国家


资料来源: 英国石油公司BP, 能源协会EI, 信达证券研发中心

- **北美洲→欧洲、亚太路线: 美国为核心出口地。**按出口地分国家看:
 - **北美洲→欧洲路线中, 美国出口路线2023年实现原油外贸量0.80亿吨, 2016~2023年CAGR高达53.51%, 超北美洲→欧洲路线水平27.74个百分点, 超出全球水平53.45个百分点, 占北美洲→欧洲路线原油外贸量的比重从2016年的20.94%提升至2023年的84.51%, 占全球原油外贸量的比重从2016年的0.19%提升至2023年的3.78%。**
 - **北美洲→亚太路线中, 美国出口路线2023年实现原油外贸量0.77亿吨, 2016~2023年CAGR高达74.05%, 超北美洲→亚太路线水平46.76个百分点, 超出全球水平73.99个百分点, 占北美洲→亚太路线原油外贸量的比重从2016年的9.20%提升至2023年的82.16%, 占全球原油外贸量的比重从2016年的0.08%提升至2023年的3.64%。考虑到运距因素, 我们预计美国→亚太路线对全球原油航运需求的带动作用较强。**

图23：北美洲→欧洲路线原油外贸量结构-按出口地分国家


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

图24：北美洲→亚太路线原油外贸量结构-按出口地分国家


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

- **对应原油航运航线：关注 TD3C、TD25、TD22 航线。**波罗的海原油运输指数BDTI成份中，中东→中国路线主要对应 TD3C 航线，美国→欧洲路线主要对应 TD25 航线，美国→亚太路线主要对应 TD22 航线。

表6：BDTI 原油航运主要航线相关信息

| 重点路线 | 中东→亚太 | 北美洲→欧洲 | 北美洲→亚太 |
|--------------------|---|--|---|
| 2023 原油运量及占全球贸易量比重 | 7.18 亿吨，占比 33.76% | 0.95 亿吨，占比 4.47% | 0.94 亿吨，占比 4.43% |
| BDTI 代表航线 | TD3C | TD25 | TD22 |
| 代表航线起点 | 沙特阿拉伯 拉斯坦努拉 | 美国 休斯顿 | 美国 休斯顿 |
| 代表航线终点 | 中国 宁波 | 荷兰 鹿特丹 | 中国 宁波 |
| 主要船型 | VLCC | 巴拿马型 Panamax | VLCC |
| 载重运距 | 约 6700 海里 | 约 5100 海里 | 约 11100 海里 |
| 参考单航次时间 | 约 50 天 | 约 40 天 | 约 74 天 |
| 示意图 |  |  |  |

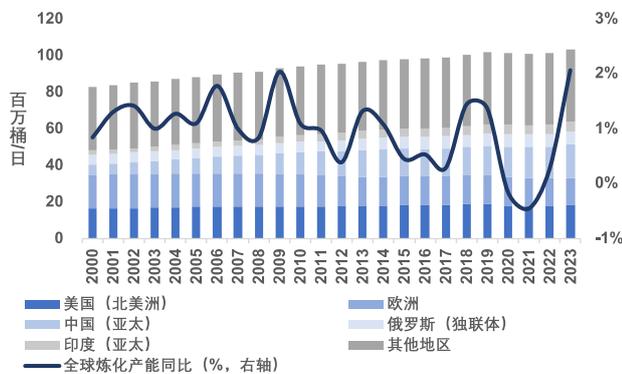
资料来源：波罗的海交易所官网，Clarksons，能源协会EI，信达证券研发中心

2.1.2 国际成品油航运需求：运量结构分散，中东→亚太、北美洲→中南美洲份额领先

成品油生产：基于油品炼化产能，全球炼化产能趋于向亚太地区集中。2023年，全球炼化产能达103.50百万桶/日，同比增长2.07%，2000~2023年CAGR为0.97%。

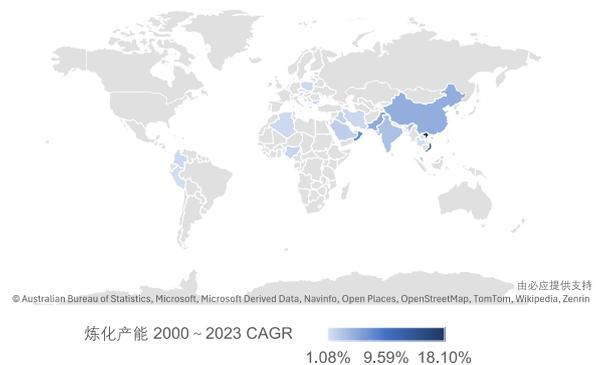
- **亚太地区油品炼化产能突出且持续扩张：**分地区看，2000年以来，全球油品炼化产能趋于向亚太地区集中。2000~2023年，亚太地区的炼化产能CAGR为2.40%，超出全球水平1.43个百分点，占全球比重从26.20%提升至36.20%。
- **中国炼化产能规模2023年居世界第一：**分国家看，中、印的炼化产能增长较为突出。2000~2023年，中国炼化产能占全球比重从7.13%提至17.86%，世界排名在2023年超越美国提升至第一；印度炼化产能占全球比重从2.68%提至4.91%，世界排名从第8提至第4。

图25：全球炼化产能结构-分地区



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

图26：亚太地区炼化产能增速领先全球



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

注：在能源协会EI口径的主要地区中，选取炼化产能2000~2022 CAGR领先全球水平的地区。

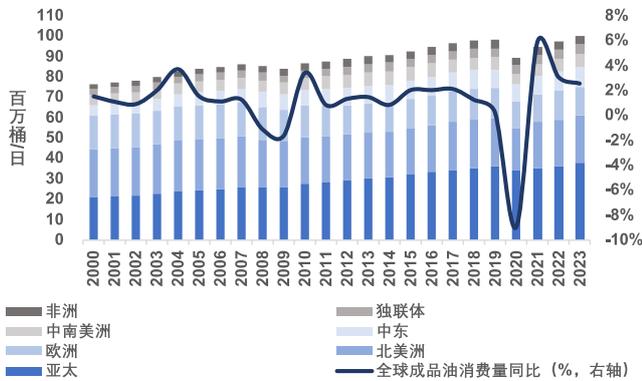
表7：全球主要地区炼化产能相关数据

| 地区/国家 | 炼厂产能 百万桶/日 | | | | 炼厂产能占全球份额 | | |
|-------|------------|-------|----------------|-----------|-----------|--------|------------|
| | 2000 | 2023 | 2000~2023 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2023 | 变动幅度 |
| 亚太 | 21.71 | 37.46 | 2.40% | +1.43个百分点 | 26.20% | 36.20% | +10个百分点 |
| 中国 | 5.91 | 18.48 | 5.08% | +4.11个百分点 | 7.13% | 17.86% | +10.73个百分点 |
| 印度 | 2.22 | 5.09 | 3.67% | +2.7个百分点 | 2.68% | 4.91% | +2.24个百分点 |
| 北美洲 | 19.91 | 21.94 | 0.42% | -0.55个百分点 | 24.03% | 21.20% | -2.83个百分点 |
| 美国 | 16.57 | 18.43 | 0.46% | -0.51个百分点 | 19.99% | 17.81% | -2.19个百分点 |
| 欧洲 | 18.00 | 14.88 | -0.82% | -1.8个百分点 | 21.72% | 14.37% | -7.35个百分点 |
| 中东 | 6.74 | 11.60 | 2.39% | +1.42个百分点 | 8.14% | 11.21% | +3.07个百分点 |
| 独联体 | 7.25 | 8.42 | 0.65% | -0.32个百分点 | 8.75% | 8.14% | -0.61个百分点 |
| 中南美洲 | 6.31 | 6.24 | -0.05% | -1.02个百分点 | 7.62% | 6.03% | -1.59个百分点 |
| 非洲 | 2.94 | 2.96 | 0.02% | -0.95个百分点 | 3.55% | 2.86% | -0.69个百分点 |
| 全球 | 67.85 | 82.99 | 0.88% | | | | |

资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

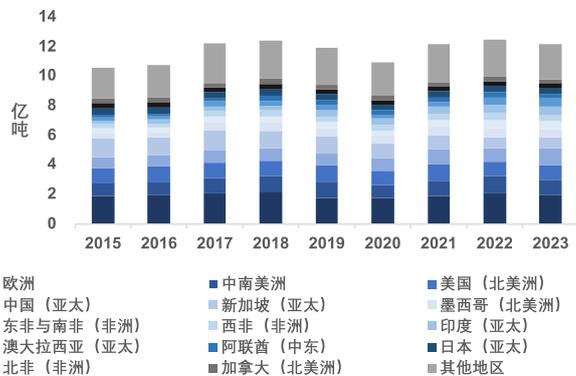
成品油消费：欧洲地区对成品油的进口需求刚性不减。2023年，全球成品油消费量达100.22百万桶/日，同比增长2.60%，2000~2023年CAGR为1.17%。考虑到各地的炼化产能情况有别，全球成品油主要消费地的进口量不一。其中，**欧洲的成品油进口量最大，占全球成品油进口量比重稳定在16%附近。**

图27：全球成品油消费量结构



资料来源：能源协会EI，信达证券研发中心

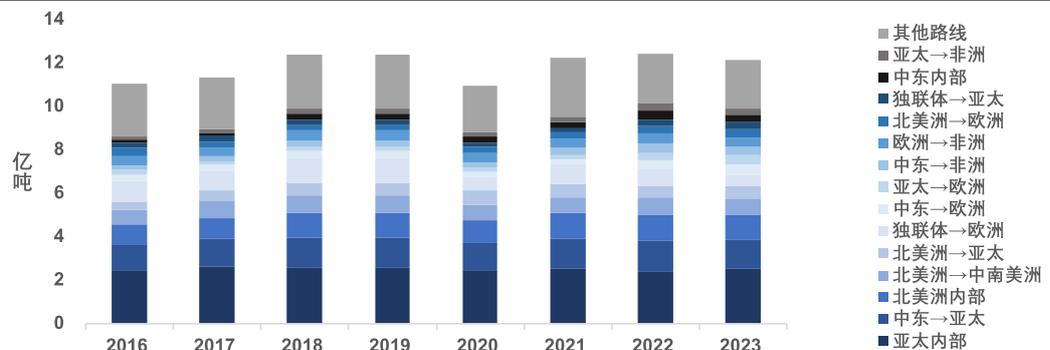
图28：全球成品油进口量结构



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

成品油航运路线相对分散：中东→亚太、北美洲→中南美洲路线份额持续领先，中东→非洲路线增速突出。考虑到同地区内或接壤地区之间可以采用管道或铁路、汽车运输油品，我们认为跨地区且地区间非接壤的运输路线对航运存在刚性需求。分地区看，在对航运存在刚性需求的路线中，中东→亚太、北美洲→中南美洲路线的运量份额最高，二者分别持续贡献全球成品油外贸量11%、7%左右的份额；中东→非洲路线的运量增速最快，2016~2022年CAGR为13.42%，超全球水平11.40pct。

图29：全球成品油外贸量结构-按地区分路线



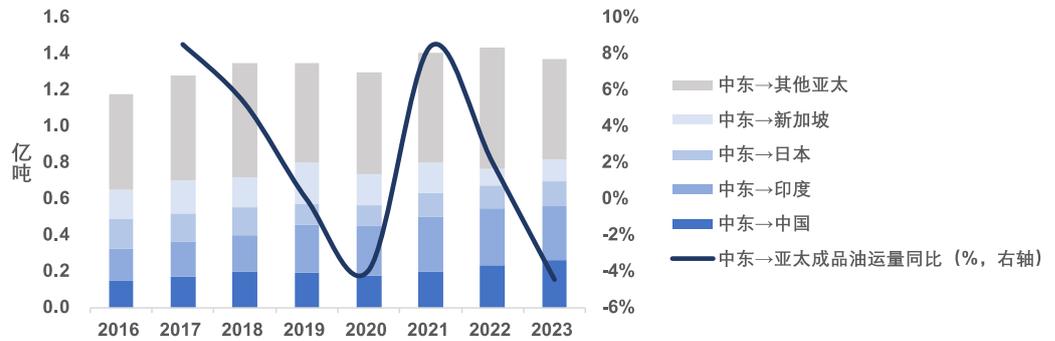
资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

注：我们基于英国石油公司BP、能源协会EI的口径以及数据，将成品油进出口地区划分为北美洲、中南美洲、欧洲、独联体、中东、非洲、亚太7个地区，梳理各地区之间的成品油运量，并总结出主要运输路线。

- **中东→亚太路线：进口国格局分散，中国、印度进口稳步扩张。**按进口地分国家看，中东→亚太路线中，中国、印度、日本、新加坡成品油进口量合计份额稳定在55%~60%，其中，中国、印度进口量稳步扩张。
- **中东→中国路线：2023年实现成品油外贸量0.26亿吨，2016~2023年CAGR为8.30%，超中东→亚太路线水平6.14个百分点，超全球成品油外贸量水平6.93个百分点，占中东→亚太路线成品油外贸量的比重从2016年的12.70%提升至2023年的19.11%，占全球成品油外贸量的比重从2016年的1.36%提升至2023年的2.16%。**

- 中东→印度路线：**2023 年实现成品油外贸量 0.30 亿吨，2016~2023 年 CAGR 为 7.82%，超中东→亚太路线水平 5.66 个百分点，超全球成品油外贸量水平 6.46 个百分点，占中东→亚太路线成品油外贸量的比重从 2016 年的 15.07% 提升至 2023 年的 21.99%，占全球成品油外贸量的比重从 2016 年的 1.61% 提升至 2023 年的 2.48%。

图30：中东→亚太路线成品油外贸量结构-按进口地分国家



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

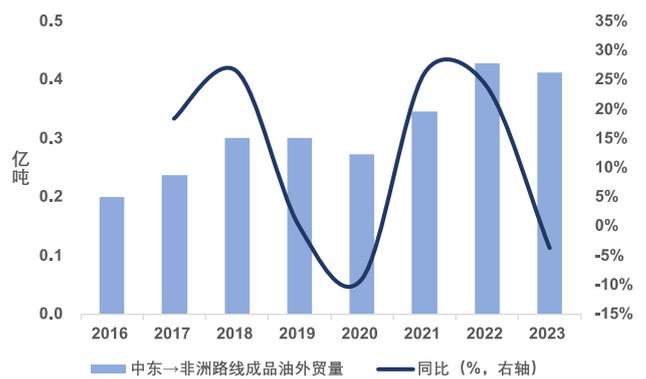
- 北美洲→中南美洲路线：美国支撑出口量。**按出口地分国家看，北美洲→中南美洲路线中，美国出口路线 2023 年实现成品油贸易量 0.74 亿吨，2016~2023 年 CAGR 为 1.42%，占北美洲→中南美洲路线成品油外贸量的比重稳定在 97% 附近，占全球成品油外贸量的比重稳定在 6% 附近。
- 中东→非洲路线：增速突出。**中东→非洲路线 2023 年实现成品油外贸量 0.41 亿吨，2016~2023 年 CAGR 为 10.81%，超全球水平 9.44 个百分点，占全球成品油外贸量的比重从 2016 年的 1.82% 提至 2023 年的 3.39%。

图31：北美洲→中南美洲路线成品油外贸量结构-按出口地分国家



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

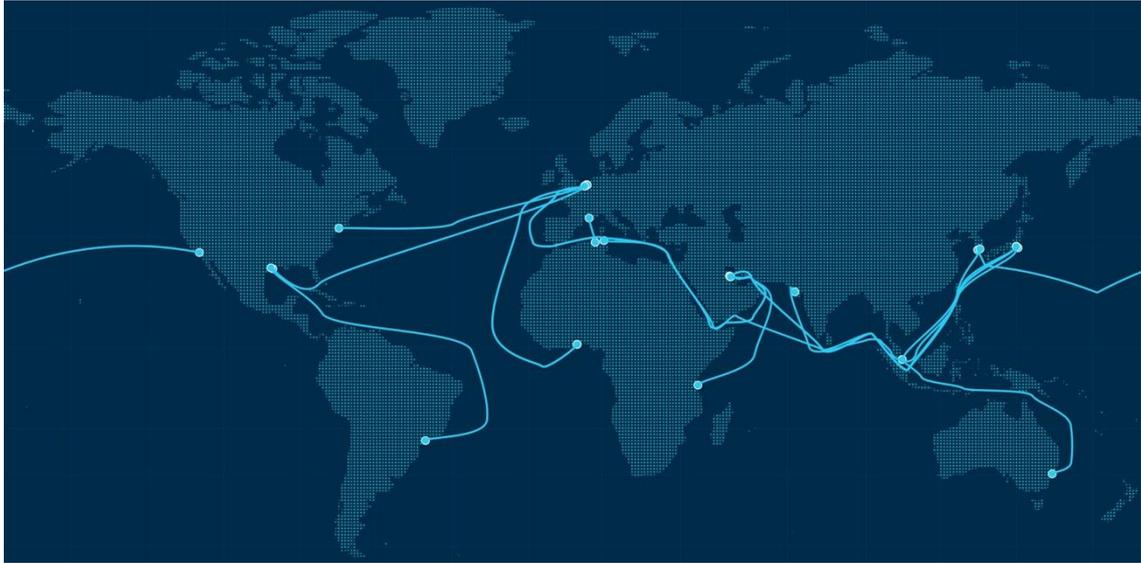
图32：中东→非洲路线成品油外贸量



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

- 对应成品油航运航线：关注 TC1、TC5、TC18、TC17 航线。**从波罗的海成品油运输指数 BCTI 成份来看，中东→亚太路线主要对应 TC1、TC5 航线，北美洲→中南美洲主要对应 TC18 航线，中东→非洲路线主要对应 TC17 航线。

表8: BCTI 成品油航运主要航线相关信息

| | | | |
|------------------------------------|---|--|---|
| BCTI 主要航线示意图 |  | | |
| 重点路线 2023 成品油运量及占全球贸易量比重 | 中东→亚太 1.37 亿吨, 占比 11.28% | 北美洲→中南美洲 0.75 亿吨, 占比 6.20% | 中东→非洲 0.41 亿吨, 占比 3.39% |
| BCTI 代表航线 | TC1、TC5 | TC18 | TC17 |
| 代表航线起点 | 沙特阿拉伯 拉斯坦努拉 | 美国 休斯顿 | 沙特阿拉伯 朱拜勒 |
| 代表航线终点 | 日本 横滨 | 巴西 桑托斯 | 坦桑尼亚 达累斯萨拉姆 |
| 主要船型 | 巴拿马型 Panamax / Long Range 1 (LR1) | 灵便型 Handy / Short Range (SR) | 灵便型 Handy / Short Range (SR) |
| 载重运距 | 约 6700 海里 | 约 5300 海里 | 约 2800 海里 |
| 参考单航次时间 | 约 50 天 | 约 40 天 | 约 24 天 |
| 示意图 |  |  |  |

资料来源: 波罗的海交易所官网, Clarksons, 信达证券研发中心

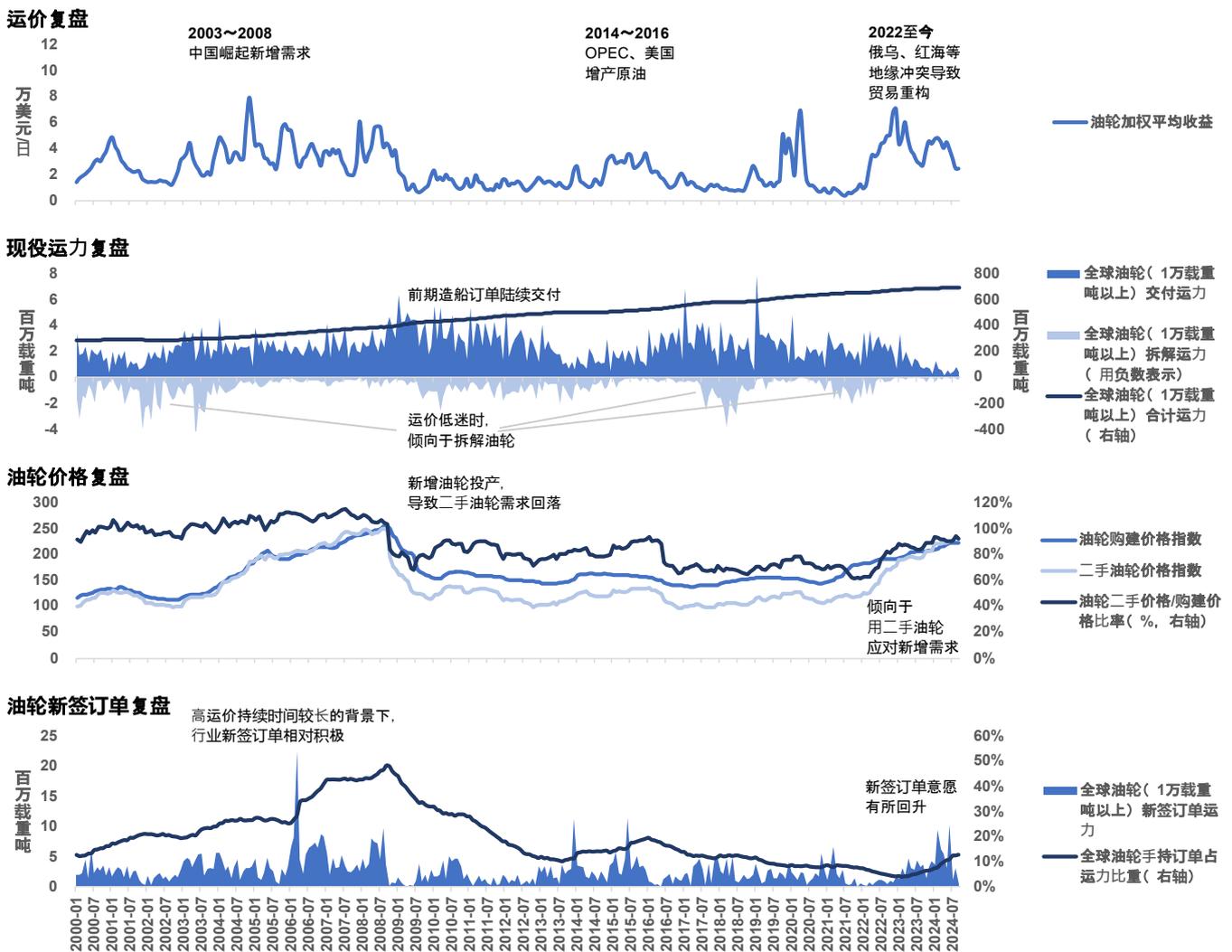
2.1.3 全球油轮供给现状: 造船意愿有所回升, 运力增量仍受限

航运业的供给能力基于船队规模以及各船舶的运输频率。其中, 船队结构及规模是各船东业务范围、业务规模及盈利能力的基础; 各船舶的运输频率决定行业的实际运输能力。我们认为, 油轮板块供给能力的变化由船队规模主导, 同时船速也是重要影响因素。现阶段, 行业造船意愿有所回升, 但环保监管限制船速等因素或导致供给端维持紧张。

2022年以来交付运力有限，但行业造船意愿有所回升。考虑到造船从下单到交付的流程长达约2年，油运供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动。油轮船队规模的扩张主要取决于净增运力的预期经营价值是否高于其所需资本投入，船东在新船的长期盈利能力较强时倾向于新签订单，在老船的剩余经营价值较低时倾向于拆解老船。复盘2000年以来表现：

- **高运价主要由供给端短期难以适应的增量需求推动：**2003~2008年，中国经济高增带动油品贸易需求；2014~2016年，OPEC、美国持续增产原油带动全球油品贸易需求；2022年起，俄乌冲突引起的贸易重构带动全球油品贸易需求。
- **新签订单意愿基于高运价的持续性，现阶段行业造船意愿回升：**在高运价持续的2003~2008年，行业新签订单较积极；而在高运价持续时间较短的阶段，船东倾向于使用二手油轮应对需求，推动二手油轮价格上行。俄乌、红海等地缘冲突的影响下，本轮高运价的持续性已带动行业造船意愿回升，油轮行业在手订单占运力比重已从2022年1月的7.50%提升至2024年9月的12.93%。
- **运价低迷促进老旧船舶拆解：**老旧船舶的检修成本、经营成本、经营风险均更高，盈利能力较弱。故运价低迷时，行业继续经营老旧船舶的意愿更低。

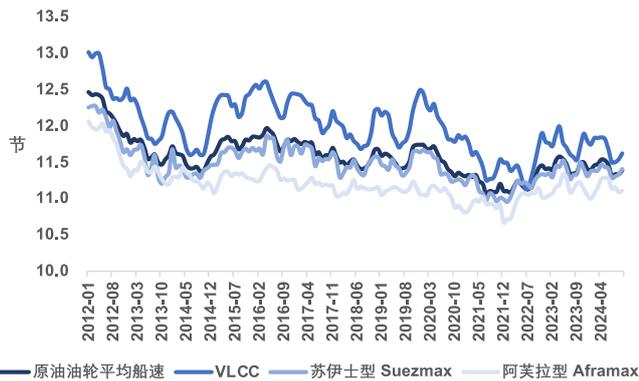
图33：油轮行业新签订单运力相关数据复盘



资料来源：Clarksons, Martin Stopford 《Maritime Economics》，纽约客杂志 The New Yorker, Euronav、Scorpio Tankers 公司官网，信达证券研发中心

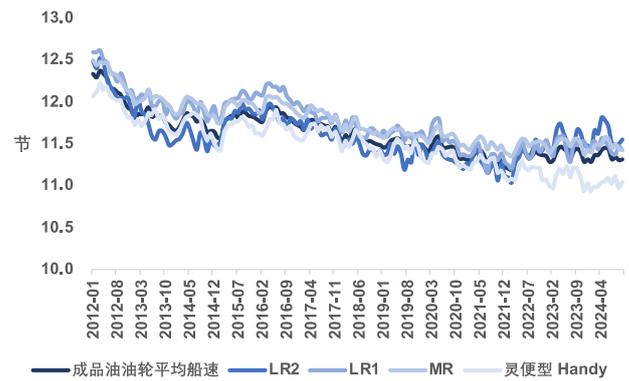
重要因素：环保监管趋严导致船速受限。2020年起，国际海事组织 IMO 对温室气体排放的相关政策出台趋于频繁，在 2021 年发布船舶技术能效指数 EEXI、船舶碳排放强度指标 CII，并于 2023 年起正式实施。其中，EEXI 对船舶的温室气体排放水平提出限制，且限制随着时间逐步收紧；CII 对船舶的碳排放强度进行评级，并要求船舶碳排放水平持续改善。根据 IMO 建议，限制动力降低船速对现有船舶而言可直接实现减排目标。2020 年~2024 年 10 月，原油油轮平均船速下滑 3%，其中 VLCC 平均船速下滑 7%，成品油轮平均船速下滑 1%。

图34：原油油轮平均船速



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图35：成品油油轮平均船速



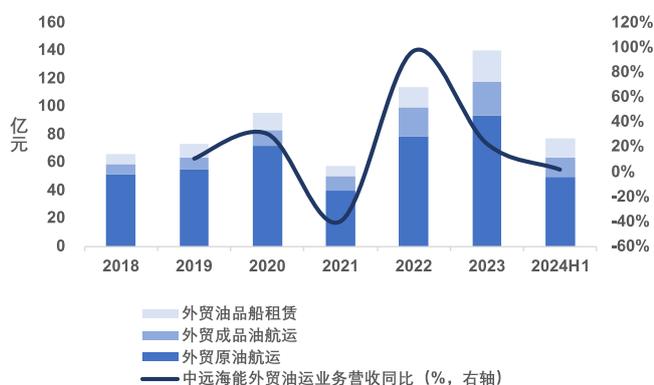
资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

2.2 公司外贸油运业绩：与运价高度相关

公司外贸油运业务以外贸原油航运为核心。公司外贸油运业务主要分为外贸原油航运、外贸成品油航运、外贸油品船租赁三部分，其中，外贸原油航运在公司外贸油运业务营收、毛利润中持续贡献最大比重，外贸油品船租赁在公司外贸油运业务中的毛利率维持最高。分业务看：

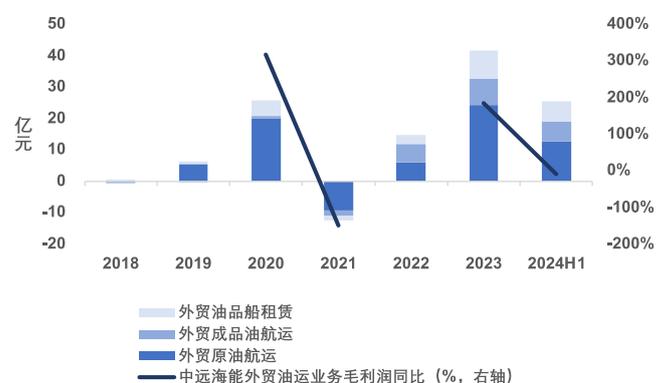
- **外贸原油航运：2023年**，实现营收93.87亿元，同比增长19.74%，占公司外贸油运业务营收**67.03%**；实现毛利润24.15亿元，同比增长305.35%，占公司外贸油运业务毛利润**58.23%**；实现毛利率**25.73%**。**2024年上半年**，实现营收49.49亿元，同比下滑2.34%，占公司外贸油运业务营收**63.83%**；实现毛利润12.55亿元，同比下滑25.15%，占公司外贸油运业务毛利润**49.53%**，实现毛利率**25.4%**。
- **外贸成品油航运：2023年**，实现营收24.24亿元，同比增长12.69%，占公司外贸油运业务营收17.31%；实现毛利润8.37亿元，同比增长43.01%，占公司外贸油运业务毛利润20.18%；实现毛利率**34.52%**。**2024年上半年**，实现营收14.38亿元，同比增长11.12%，占公司外贸油运业务营收**18.55%**；实现毛利润6.44亿元，同比增长26.92%，占公司外贸油运业务毛利润**25.40%**，实现毛利率**44.8%**。
- **外贸油品船租赁：2023年**，实现营收21.93亿元，同比增长56.18%，占公司外贸油运业务营收15.66%；实现毛利润8.96亿元，同比增长223.87%，占公司外贸油运业务毛利润21.60%；实现毛利率**40.85%**。**2024年上半年**，实现营收13.67亿元，同比增长10.09%，占公司外贸油运业务营收**17.63%**；实现毛利润6.35亿元，同比增长7.51%，占公司外贸油运业务毛利润**25.07%**，实现毛利率**46.5%**。

图36：中远海能外贸油运业务营业收入结构

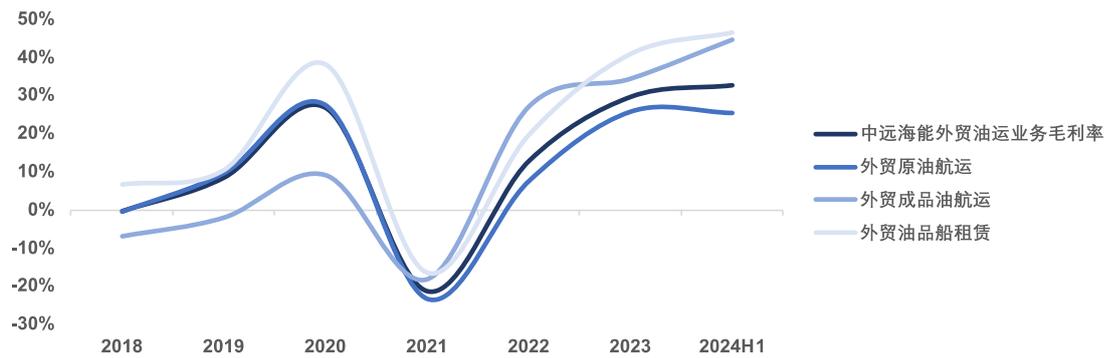


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图37：中远海能外贸油运业务毛利润结构

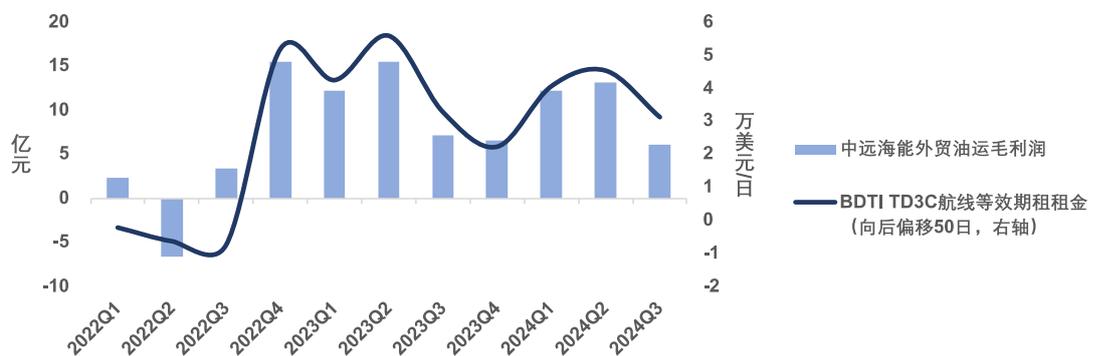


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图38：中远海能外贸油运分业务毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司外贸油运业务毛利润高度挂钩 TD3C 航线运价水平。截至 2024 年三季度末，公司运营油轮 156 艘，其中 VLCC 达 45 艘，为公司油轮船队最主流的船型。考虑到中东→亚太路线的原油航运量在全球原油外贸量的比重稳定在 30%~35% 区间，其对应航线 TD3C 为 VLCC 主流航线。考虑到程租模式在货物运输完成后确认收入，而 TD3C 单航次时间约 50 天，我们将 TD3C 运价向后偏移 50 日后，对比公司外贸油运业务毛利润水平，二者整体走势一致。

图39：中远海能外贸油运毛利润与偏移 50 日后的 BDTI TD3C 航线等效期租租金走势一致


资料来源：公司公告，Clarksons，信达证券研发中心

三、其他业务：周期性偏弱，业务结构趋于多元化

其他业务方面，内贸油运、外贸 LNG 运输业务业绩稳健，在此基础上，公司计划整合控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链，从以油、气运输两大业务为支撑的二结构转变为油、气、化及仓储的多元化业务结构。

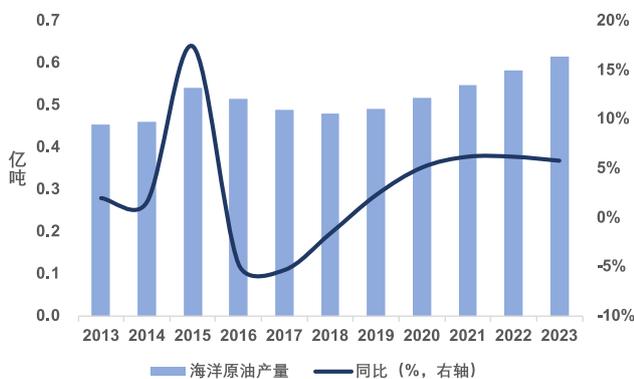
- **内贸油运：COA 货源占比 95%以上，支撑整体业绩。**公司内贸油运主营海洋原油一程、进口原油国内中转、沿海成品油运输，相关需求稳健。2023 年，公司内贸油运业务实现毛利润 14.88 亿元，2020~2023 年 CAGR 为 0.27%。
- **外贸 LNG 运输：截至 2024 年三季度末，船队均已绑定项目，业绩确定性强。**公司外贸 LNG 运输业务主要通过全资子公司上海 LNG 以及合营公司 CLNG 运营，2023 年实现扣非归母净利润 7.90 亿元，占公司扣非归母净利润 19.11%。
- **统筹集团 LPG、化学品运输业务，完善业务结构。**2024 年 10 月，公司公告计划新设全资子公司 LPG 公司，并以合计对价 12.61 亿元向大连投资、上海中远海运收购相关资产，本次交易完成后，公司将实现对控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链整合，引入拥有 14 艘 LPG 船（含 2 艘在建）和 10 艘化学品船（含 3 艘期租）的危化品专业船队。

3.1 内贸油运：COA 货源占比 95%以上，支撑整体业绩

内贸油运需求稳健。

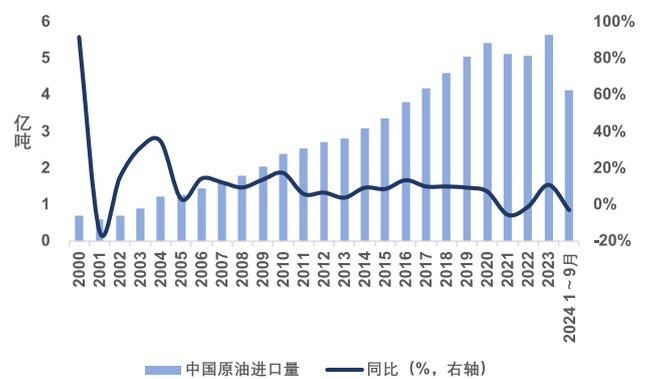
- **内贸原油航运需求：公司内贸原油航运主营海洋原油一程、进口原油国内中转，需求主要基于海洋原油产量以及原油进口量，二者整体维持稳健。**2023 年，全国海洋原油产量实现 0.62 亿吨，同比增长 5.8%，2020~2023 年 CAGR 为 6.07%；全国原油进口量实现 5.64 亿吨，同比增长 11%，2020~2023 年 CAGR 为 1.31%。需求稳健支撑下，全国沿海省际原油运输量实现 0.95 亿吨，同比增长 4.4%，2020~2023 年 CAGR 为 5.57%。

图40：中国海洋原油产量

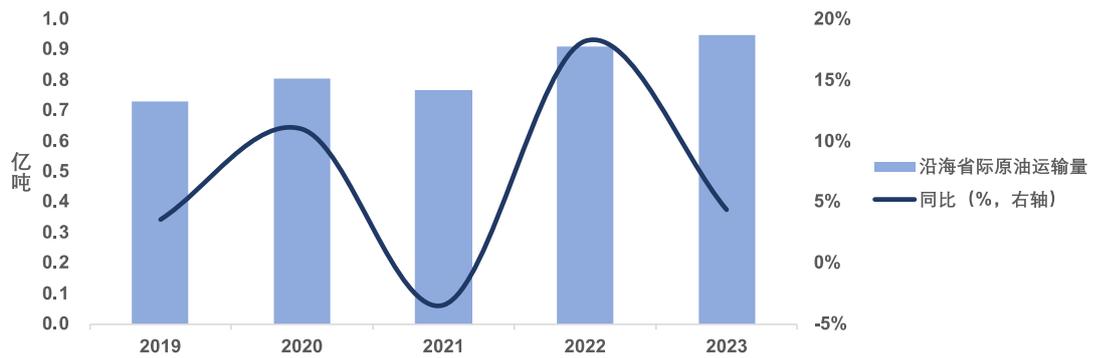


资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

图41：中国原油进口量

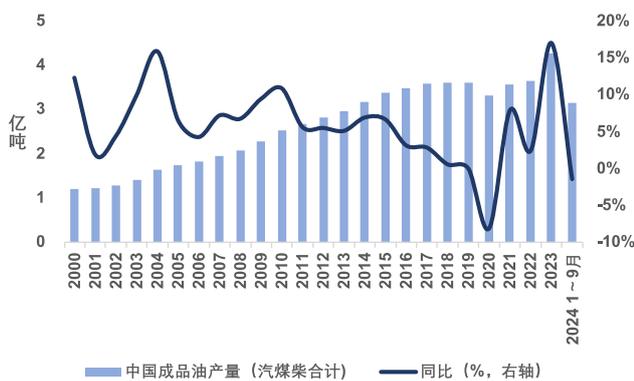


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

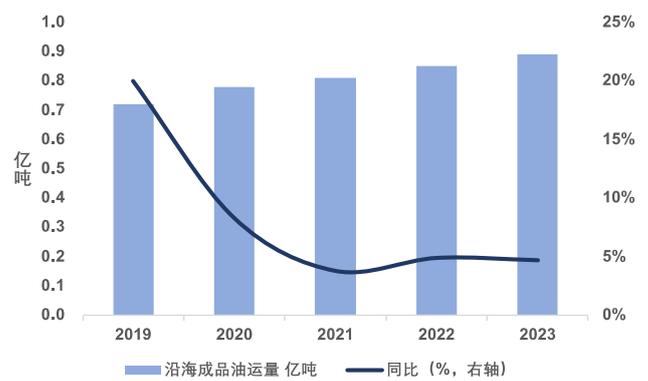
图42：中国沿海省际原油运输量


资料来源：公司公告，交通运输部，信达证券研发中心

- **内贸成品油油航运需求：**公司内贸成品油油航运主营沿海成品油运输，需求主要基于成品油产量。2023年，全国成品油产量实现4.28亿吨，同比增长17%，2020~2023年CAGR为8.95%。需求稳健支撑下，全国沿海成品油运输量实现0.89亿吨，同比增长4.7%，2020~2023年CAGR为4.50%。

图43：中国成品油产量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

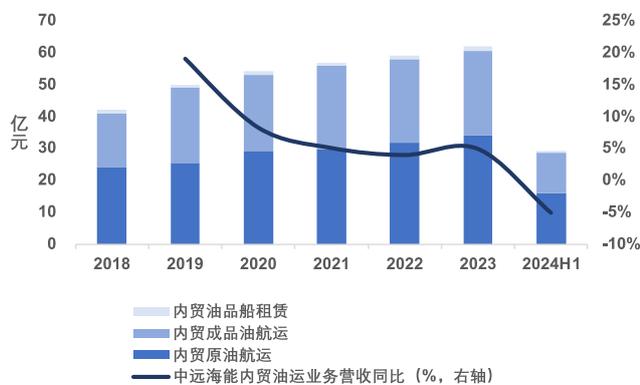
图44：中国沿海成品油运输量


资料来源：公司公告，交通运输部，信达证券研发中心

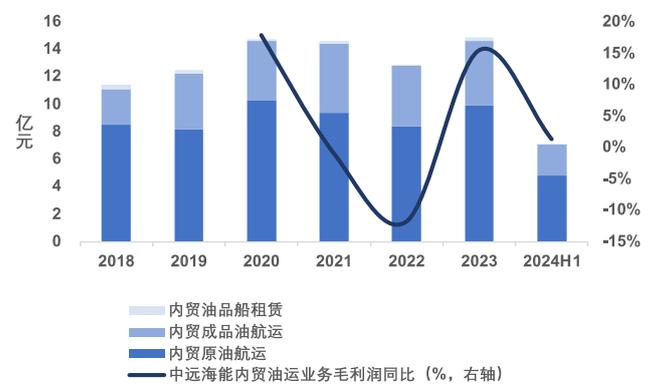
公司内贸油运业务 COA 货源占比 95%以上，整体业绩稳健。公司内贸油运业务主要分为内贸原油航运、内贸成品油航运、内贸油品船租赁三部分，其中，内贸原油航运在公司内贸油运业务营收、毛利润中持续贡献最大比重，且毛利率维持最高。分业务看：

- **内贸原油航运：**2023年，实现营收34.05亿元，同比增长6.53%，占公司内贸油运业务营收54.88%；实现毛利润9.94亿元，同比增长18.69%，占公司内贸油运业务毛利润66.77%；实现毛利率29.19%。2024年上半年，实现营收16.05亿元，同比下滑7.42%，占公司内贸油运业务营收55.01%；实现毛利润4.83亿元，同比增长10.06%，占公司内贸油运业务毛利润68.00%，实现毛利率30.1%。

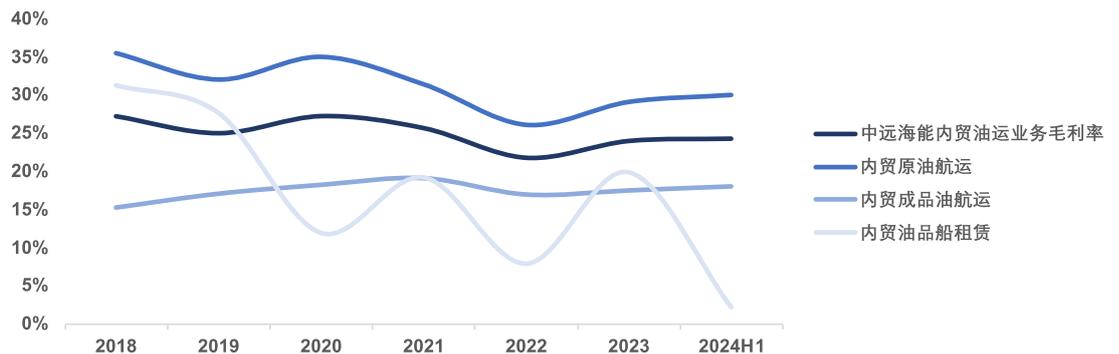
- **内贸成品油航运**：2023年，实现营收26.57亿元，同比增长1.86%，占公司内贸油运业务营收42.82%；实现毛利润4.66亿元，同比增长5.12%，占公司内贸油运业务毛利润31.31%；实现毛利率17.54%。2024年上半年，实现营收12.49亿元，同比下滑2.43%，占公司内贸油运业务营收42.80%；实现毛利润2.26亿元，同比下滑12.28%，占公司内贸油运业务毛利润31.79%，实现毛利率18.1%。
- **内贸油品船租赁**：2023年，实现营收1.43亿元，同比增长30.27%，占公司内贸油运业务营收2.30%；实现毛利润0.29亿元，同比增长225.27%，占公司内贸油运业务毛利润1.92%；实现毛利率19.98%。2024年上半年，实现营收0.64亿元，同比增长6.33%，占公司内贸油运业务营收2.19%；实现毛利润0.01亿元，同比下滑69.36%，占公司内贸油运业务毛利润0.21%，实现毛利率2.3%。

图45：中远海能内贸油运业务营业收入结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图46：中远海能内贸油运业务毛利润结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

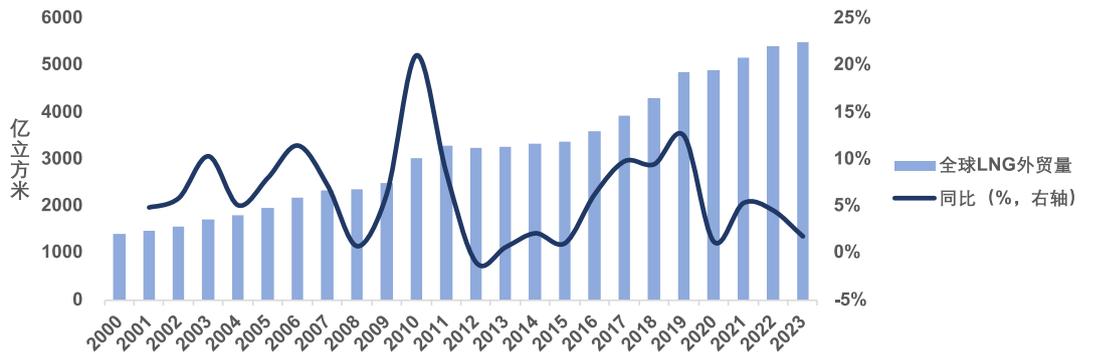
图47：中远海能内贸油运分业务毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 外贸 LNG 运输：船队均已绑定项目，业绩确定性强

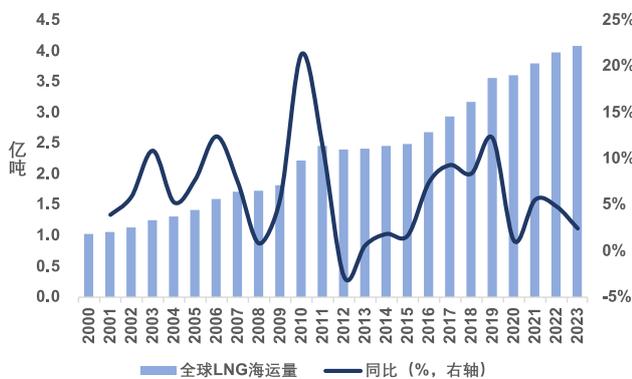
外贸 LNG 市场需求稳增。全球 LNG 外贸量在 2023 年实现 5487.07 亿立方米，同比增长 1.75%，2000~2023 年 CAGR 为 6.10%。LNG 外贸量稳增的背景下，2023 年，全球 LNG 海运量实现 4.08 亿吨，同比增长 2.43%，2000~2023 年 CAGR 为 6.19%；全球 LNG 海运周转量实现 17506.09 亿吨海里，同比增长 3.71%，2000~2023 年 CAGR 为 7.65%。

图48：全球 LNG 外贸量



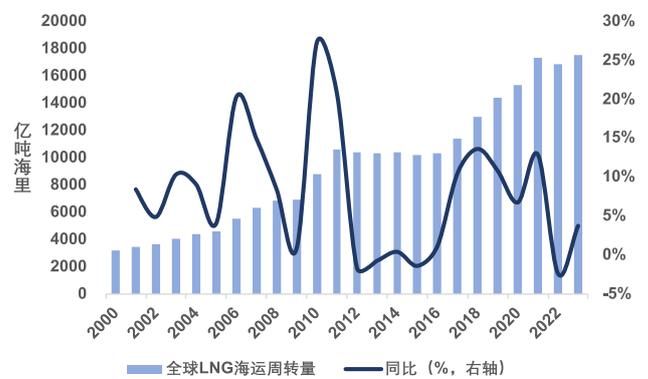
资料来源：能源协会 EI，信达证券研发中心

图49：全球 LNG 海运量



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图50：全球 LNG 海运周转量



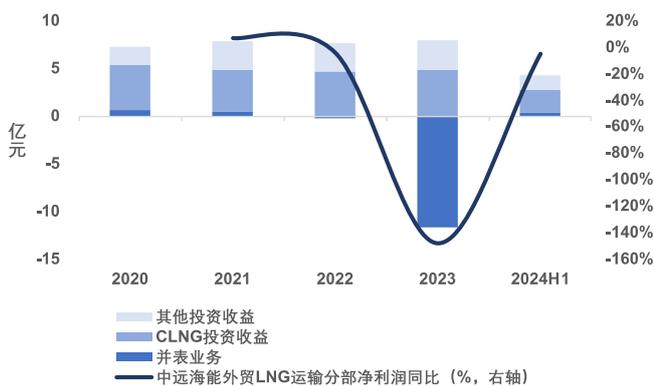
资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

截至 2024 年三季度末，公司旗下 LNG 船舶已投运 48 艘，合计运力 807 万立方米，均已绑定项目，持续贡献业绩。业绩层面，公司外贸 LNG 运输分部净利润主要由投资收益贡献，其中 CLNG 投资收益在 2020~2022 年贡献公司外贸 LNG 运输分部净利润约 60% 的比重。基于稳定的项目绑定关系，公司外贸 LNG 运输业务在 2023 年实现扣非归母净利润 7.90 亿元，同比增长 18.4%，占公司扣非归母净利润 19.11%；在 2024 年前三季度实现归母净利润 6.8 亿元，同比增长 10.5%，占公司归母净利润 19.91%。

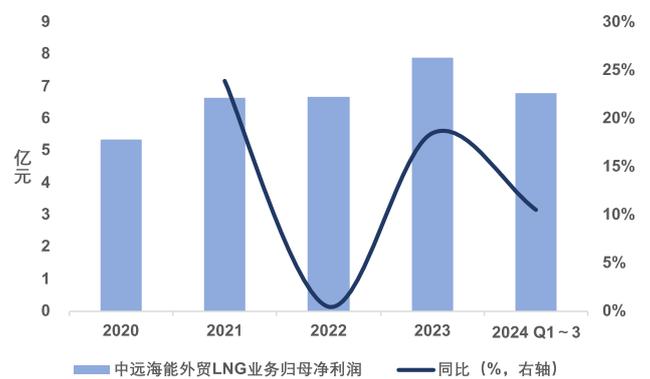
表9：中远海能外贸 LNG 业务船舶与项目绑定情况（截至 2024 年三季度末）

| 项目名称 | 已运营船舶 | | 订单船舶 | | | 股比情况 | |
|------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|--------|-----------------------|
| | 数量 艘 | 运力 万立方米 | 数量 艘 | 运力 万立方米 | 交船时间 | 持股方 | 持股比例 |
| 中石油国事项目 | 6 | 105 | 2 | 35 | 2025~2026 | 中远海能 | 70.71% 含上海 LNG 60% |
| 美孚项目 | 4 | 69 | | | | | 21%~27% |
| APLNG 项目 | 6 | 104 | | | | | 40.80% |
| 冰区船项目 | 3 | 52 | | | | | 50% |
| 常规船项目 | 4 | 70 | | | | | 50% |
| 中海油气电 LNG 运输项目 | 1 | 17 | 5 | 87 | 2025~2026 | | 25% |
| 卡塔尔能源公司 LNG 运输项目 | 2 | 35 | 5 | 87 | 2025~2027 | 上海 LNG | 50% |
| LNG 二号 LNG 项目 | | | 3 | 52 | 待定 | | 50% |
| 中化石油 LNG 运输项目 | | | 2 | 35 | 2025~2026 | | 100% |
| 中石化 LNG 运输项目 | | | 3 | 53 | 2027~2028 | | 51% |
| 新奥 LNG 运输项目 | | | 3 | 52 | 2027~2028 | | 49% |
| 2 艘新建 LNG 船 | | | 2 | 35 | 2027 | | 100% |
| 中国进口 LNG 项目 | 6 | 88 | | | | | 54%~65% |
| PU 项目 | 4 | 70 | | | | | 20% |
| DSC 项目 | 5 | 86 | | | | | 25.50% |
| TC 项目 | 6 | 103 | | | | CLNG | 50% |
| 深圳燃气项目 | 1 | 8 | | | | | 49% |
| 卡塔尔能源公司 LNG 运输项目 | | | 14 | 263 | 2025~2028 | | 25~100% |
| 合计 | 48 | 807 | 39 | 698 | | | |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图51：中远海能外贸 LNG 运输分部净利润结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图52：中远海能外贸 LNG 运输归母净利润

 资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2023 年数据为扣非归母净利润

3.3 统筹集团 LPG、化学品运输业务，完善业务结构

2024 年 10 月，公司公告计划新设全资子公司大连中远海运能源供应链有限公司（LPG 公司），并以合计对价 12.61 亿元收购以下标的：

- **向中远海运大连投资有限公司（大连投资）收购：**深圳龙鹏 70% 股权、海南招港 87% 股权、西中岛港口 15% 股权、LPG 船舶“金桂源”与“牡丹源”。
- **向中远海运上海有限公司（上海中远海运）收购：**中海化运 100% 股权、香港化运 100% 股权。

同时，考虑到公司新设 LPG 公司尚需申请外贸运营资质，暂无法收购大连投资下属的上海中远海运液化气运输有限公司（其持有 1 艘液化石油气运输船，需要外贸运营资质），为避免同业竞争，公司将大连投资进行托管，在托管期限 3 年到期前收购上海中远海运液化气运输有限公司 100% 股权，实现将中远海运集团内化学品和 LPG 航运业务的股权和资产全部注入上市公司。

表 10：中远海运拟从大连投资、上海中远海运收购的标的

| 收购标的 | 来自大连投资 | | | | | 来自上海中远海运 | | 合计 |
|---------|--|----------------------------|---|--|--|-------------------------------------|----------------------------|-------|
| | 深圳龙鹏 | 海南招港 | 西中岛港口 | “牡丹源” LPG 船舶 | “金桂源” LPG 船舶 | 中海化运 | 香港化运 | |
| 业务情况 | 主营国内沿海及东南亚液化气航运，有内外贸兼营、台海经营资质。现运营液化气船舶 6 艘，在建船舶 2 艘。 | 主营国内沿海液化气航运，现有 LPG 船舶 3 艘。 | 大连西中岛化工及新能源综合物流一体化项目港口运营主体，主营液体散货装卸服务及港区配套服务。 | 2023 年 4 月起由大连投资期租予 Linker Energy (Singapore) PTE. LTD.。 | 2023 年 6 月起由大连投资光租予深圳龙鹏，租期 20 年；2023 年 7 月起由深圳龙鹏期租予浙江浩丰船舶运输有限公司。 | 主营内贸散装化学品航运，现有不锈钢化学品船 4 艘，在建船舶 1 艘。 | 主营外贸散装化学品航运，现有不锈钢化学品船 2 艘。 | |
| 拟收购股权 | 70% | 87% | 15% | N/A | | 100% | 100% | |
| 交易对价 亿元 | 2.77 | 1.53 | 0.00 | 2.11 | | 5.07 | 1.13 | 12.61 |

2023 年财务数据及估值指标

| | | | | | | | | |
|--------|--------|-------|-----|------|------|--------|--------|------|
| 净资产 亿元 | 2.09 | 1.36 | | 0.95 | 0.96 | 4.11 | 0.48 | 9.15 |
| 营收 亿元 | 1.90 | 0.63 | | N/A | | 2.02 | 2.11 | |
| 净利润 亿元 | 0.24 | 0.13 | | N/A | | 0.01 | 0.06 | |
| ROE | 11.47% | 9.45% | | N/A | | 0.21% | 12.23% | |
| PE 倍 | 16.51 | 13.68 | N/A | N/A | | 586.68 | 19.22 | |
| PB 倍 | 1.89 | 1.29 | N/A | 1.10 | | 1.23 | 2.35 | 1.38 |

2024 年上半年财务数据及估值指标

| | | | | | | | | |
|--------|------|------|---------|------|------|------|------|-------|
| 净资产 亿元 | 3.52 | 1.20 | 0.02 | 0.93 | 0.94 | 4.21 | 0.61 | 10.21 |
| 营收 亿元 | 0.82 | 0.29 | | N/A | | 1.02 | 2.11 | |
| 净利润 亿元 | 0.11 | 0.04 | -0.0006 | N/A | | 0.10 | 0.06 | |
| PB 倍 | 1.13 | 1.46 | N/A | 1.12 | | 1.05 | 0.09 | 1.24 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：用于计算 ROE 的净资产数据为当年值

本次交易完成后，公司将实现对控股股东中远海运集团内部能源化工品物流供应链整合，引入拥有 14 艘 LPG 船（含 2 艘在建）和 10 艘化学品船（含 3 艘期租）的危化品专业船队，并将从以油、气运输两大业务为支撑的二结构转变为油、气、化及仓储的多元化业务结构。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润实现 43.25 亿元

暂不考虑新设 LPG 公司及向大连投资、上海中远海运收购资产的影响，我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

1. 油品运输板块

- a) 外贸油运：受制于国内原油需求不足，2024 年上半年公司外贸油运营增速有限，我们认为 2025 年起国内原油需求有望回暖，预计 2024~2026 年公司外贸油运营收同比增速分别为 3%、9%、6%。
- b) 内贸油运：受制于国内原油需求不足，2024 年上半年公司内贸油运营承压，我们认为 2025 年起国内原油需求有望回暖，预计 2024~2026 年公司内贸油运营收同比增速分别为 1%、3%、3%。

2. 外贸 LNG 运输板块：随着公司 LNG 运输业务稳步扩张，我们认为板块投资收益有望稳步增长，预计 2024~2026 年公司外贸 LNG 运输对联营和合营企业的投资收益分别实现 9、10、11 亿元。

表11：中远海能盈利预测简表

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 基础假设数据 | | | | | |
| 外贸油运营营业收入 亿元 | 113.95 | 140.05 | 144.25 | 157.23 | 166.66 |
| 同比 | 97.57% | 22.90% | 3.00% | 9.00% | 6.00% |
| 内贸油运营营业收入 亿元 | 59.14 | 62.04 | 62.66 | 64.54 | 66.48 |
| 同比 | 3.94% | 4.91% | -2.00% | 3.00% | 3.00% |
| 外贸 LNG 运输对联营及合营企业的投资收益 亿元 | 7.72 | 8.01 | 9.00 | 10.00 | 11.00 |
| 同比 | 5.16% | 3.72% | 12.36% | 11.11% | 10.00% |
| 公司整体财务数据 | | | | | |
| 营业收入 亿元 | 186.58 | 220.91 | 225.87 | 241.72 | 254.12 |
| 同比 | 46.93% | 18.40% | 2.25% | 7.02% | 5.13% |
| 归母净利润 亿元 | 14.57 | 33.51 | 43.25 | 54.36 | 64.48 |
| 同比 | -129.29% | 129.91% | 29.08% | 25.70% | 18.60% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级

公司业务主要分为油轮运输、外贸 LNG 运输两大板块，考虑到油轮运输板块周期性较强，而外贸 LNG 运输板块盈利稳健，我们采用分部估值：

1. 油轮运输板块：采用重置成本法估值，我们测算板块价值为 463.68 亿元。

基于 Clarksons 各船型在 5 年、10 年、15 年船龄的二手交易价格以及拆解价格，假设各船龄区间内的交易价格与船龄线性相关，我们测算出各船型对应各船龄的二手交易价格。基于公司 2024 年三季度末的自有油轮船队，我们测算公司油轮市场价值为 77.55 亿美元，约 563.99 亿元人民币，基于公司 2024 年三季度报财务数据，我们测算公司油轮板块价值为 463.68 亿元。

表12：各船型对应各船龄的二手交易价格（截至 2024 年 11 月末）

| 船型 | 二手交易价格 百万美元 | | | | | 拆解 |
|-----------|-------------|-------|------|------|------|------|
| | 0 | 5 | 10 | 15 | 20 | |
| VLCC | 146.0 | 116.0 | 86.0 | 55.0 | 24.0 | 19.7 |
| 苏伊士 | 94.0 | 78.0 | 62.0 | 42.0 | 22.0 | 11.0 |
| 阿芙拉 / LR2 | 83.0 | 68.0 | 53.0 | 36.0 | 19.0 | 8.2 |
| 巴拿马 / LR1 | 66.0 | 56.0 | 46.0 | 32.0 | 18.0 | 6.6 |
| 灵便型 | 55.0 | 45.0 | 35.0 | 23.0 | 11.0 | 4.8 |
| 灵便型（小型） | 49.0 | 40.0 | 31.0 | 22.0 | 13.0 | 3.8 |
| 通用型 | 23.8 | 19.5 | 15.3 | 11.0 | 6.8 | 0.0 |

资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

2. 外贸 LNG 运输板块：采用 PE 法估值，我们测算板块价值为 152.20 亿元。

公司外贸 LNG 运输板块归母净利润主要来自投资收益，基于我们的盈利预测，公司外贸 LNG 运输板块 2024~2026 年归母净利润约分别为 9、10、11 亿元。基于 2024 年 12 月 23 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 18.90 倍，考虑到公司 LNG 运输业务在业内的龙头地位，假设板块对应 PE 与公司 PE 相同，我们测算公司外贸 LNG 运输板块价值为 170.10 亿元。

公司当前市值对比分部估值测算市值偏低：基于我们对油轮运输板块、外贸 LNG 运输板块的分部估值，我们测算公司市值为 633.78 亿元。基于 2024 年 12 月 23 日收盘价，公司市值为 576.79 亿元，低于分部估值测算市值。

我们对中远海能的投资评级：考虑到公司龙头地位及业绩弹性，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

- **OPEC+原油减产超预期:** OPEC+原油产量对全球原油航运需求具备决定性的影响力，若 OPEC+原油减产超预期，全球原油航运需求或不及预期。
- **船队规模扩张超预期:** 油运运价弹性的释放基于船队规模扩张缓慢，若船队扩张超预期，全球油运运价的弹性或不及预期。
- **环保监管执行力度不及预期:** 环保监管对油运供给能力形成一定限制，若监管执行力度不及预期，供给受限不足或导致全球油运运价的弹性不及预期。
- **地缘政治风险:** 国际油轮航运业务涉及多国贸易关系，地缘政治风险或引起业绩波动。

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 8,383 | 9,469 | 12,917 | 20,979 | 29,162 | 营业总收入 | 18,658 | 22,091 | 22,587 | 24,172 | 25,412 |
| 货币资金 | 4,240 | 5,628 | 7,361 | 13,125 | 20,294 | 营业成本 | 15,196 | 15,476 | 16,149 | 16,183 | 16,218 |
| 应收票据 | 6 | 38 | 16 | 57 | 96 | 营业税金及附加 | 73 | 137 | 109 | 120 | 135 |
| 应收账款 | 539 | 545 | 1,821 | 1,949 | 2,049 | 销售费用 | 57 | 77 | 79 | 81 | 88 |
| 预付账款 | 356 | 224 | 371 | 405 | 515 | 管理费用 | 924 | 961 | 903 | 967 | 1,016 |
| 存货 | 1,278 | 1,150 | 1,256 | 1,304 | 1,306 | 研发费用 | 24 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| 其他 | 1,963 | 1,885 | 2,093 | 4,139 | 4,901 | 财务费用 | 908 | 1,175 | 1,126 | 1,112 | 943 |
| 非流动资产 | 59,868 | 62,614 | 63,651 | 63,824 | 63,621 | 减值损失合计 | -3 | -991 | -10 | -10 | -10 |
| 长期股权投资 | 9,770 | 10,082 | 10,082 | 10,082 | 10,082 | 投资净收益 | 1,063 | 1,207 | 1,370 | 1,522 | 1,624 |
| 固定资产(合计) | 45,783 | 46,672 | 47,219 | 47,391 | 47,189 | 其他 | 221 | 288 | 557 | 490 | 517 |
| 无形资产 | 53 | 46 | 46 | 46 | 46 | 营业利润 | 2,758 | 4,754 | 6,121 | 7,694 | 9,126 |
| 其他 | 4,262 | 5,815 | 6,305 | 6,305 | 6,305 | 营业外收支 | -9 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 68,250 | 72,084 | 76,568 | 84,802 | 92,783 | 利润总额 | 2,749 | 4,742 | 6,121 | 7,694 | 9,126 |
| 流动负债 | 10,591 | 8,726 | 7,719 | 11,135 | 13,437 | 所得税 | 965 | 1,082 | 1,397 | 1,756 | 2,083 |
| 短期借款 | 5,416 | 2,954 | 2,254 | 2,054 | 1,854 | 净利润 | 1,784 | 3,660 | 4,724 | 5,938 | 7,043 |
| 应付票据 | 115 | 0 | 62 | 41 | 0 | 少数股东损益 | 327 | 309 | 399 | 502 | 595 |
| 应付账款 | 1,824 | 1,708 | 2,033 | 3,840 | 4,381 | 归属母公司净利润 | 1,457 | 3,351 | 4,325 | 5,436 | 6,448 |
| 其他 | 3,236 | 4,065 | 3,370 | 5,200 | 7,202 | EBITDA | 5,342 | 8,456 | 10,635 | 12,568 | 14,205 |
| 非流动负债 | 24,089 | 26,254 | 28,246 | 28,446 | 28,646 | EPS(当年)(元) | 0.31 | 0.70 | 0.91 | 1.14 | 1.35 |
| 长期借款 | 20,747 | 22,917 | 24,917 | 25,117 | 25,317 | | | | | | |
| 其他 | 3,342 | 3,337 | 3,329 | 3,329 | 3,329 | | | | | | |
| 负债合计 | 34,680 | 34,980 | 35,965 | 39,580 | 42,083 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,000 | 2,712 | 3,111 | 3,612 | 4,207 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 31,571 | 34,392 | 37,493 | 41,610 | 46,493 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 68,250 | 72,084 | 76,568 | 84,802 | 92,783 | | | | | | |

| 重要财务指标 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 18,658 | 22,091 | 22,587 | 24,172 | 25,412 | 经营活动现金流 | 4,211 | 8,822 | 6,372 | 10,549 | 12,085 |
| 同比(%) | 46.9% | 18.4% | 2.2% | 7.0% | 5.1% | 净利润 | 1,784 | 3,660 | 4,724 | 5,938 | 7,043 |
| 归属母公司净利润 | 1,457 | 3,351 | 4,325 | 5,436 | 6,448 | 折旧摊销 | 2,811 | 3,158 | 3,388 | 3,762 | 4,137 |
| 同比(%) | 129.3% | 130.0% | 29.1% | 25.7% | 18.6% | 财务费用 | 895 | 1,476 | 1,295 | 1,332 | 1,336 |
| 毛利率(%) | 18.6% | 29.9% | 28.5% | 33.0% | 36.2% | 投资损失 | -594 | -1,063 | -1,207 | -1,370 | -1,522 |
| ROE% | 4.6% | 9.7% | 11.5% | 13.1% | 13.9% | 营运资金变动 | -828 | 566 | -1,635 | 1,319 | 1,488 |
| EPS(摊薄)(元) | 0.31 | 0.70 | 0.91 | 1.14 | 1.35 | 其它 | 611 | 1,170 | -29 | -280 | -295 |
| P/E | 39.59 | 17.21 | 13.34 | 10.61 | 8.95 | 投资活动现金流 | -5,191 | -4,812 | -2,796 | -2,132 | -2,016 |
| P/B | 1.83 | 1.68 | 1.54 | 1.39 | 1.24 | 资本支出 | -4,088 | -4,757 | -3,674 | -3,655 | -3,640 |
| EV/EBITDA | 15.45 | 9.65 | 7.50 | 5.89 | 4.71 | 长期投资 | -1,730 | -542 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 其他 | 627 | 487 | 878 | 1,522 | 1,624 |
| | | | | | | 筹资活动现金流 | 1,518 | -2,677 | -1,852 | -2,652 | -2,901 |
| | | | | | | 吸收投资 | 179 | 586 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 借款 | 8,195 | -291 | 1,300 | 0 | 0 |
| | | | | | | 支付利息或股息 | -950 | -2,320 | -2,345 | -2,652 | -2,901 |
| | | | | | | 现金流净增加额 | 716 | 1,385 | 1,733 | 5,765 | 7,168 |

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。