

# 中远海能 (600026.SH)

优于大市

24 年外贸油运需求疲软导致业绩承压，继续看好刚性供给下运价弹性

## 核心观点

**中远海能发布 2024 年年报，业绩表现偏弱。**中远海能 2024 年实现营业收入 232.44 亿元，同比+5.22%；归母净利润约 40.37 亿元，同比+20.47%；扣非归母净利润 39.79 亿元，同比-3.77%。

**2024 年海能外贸油运业务量增价减，景气度较低。**中远海能 2024 年外贸油运周转量同比增长 14.4%，但是实现毛利为 35.9 亿元，同比下滑 13.5%，其中，原油/成品油/船舶期租毛利 17.0 亿/8.4 亿/10.7 亿元，同比分别 -29.6%/+0.1%/+16.0%。不难发现，原油运输是主要的拖累项，其背后的原因一方面是全球经济表现疲软导致 OPEC+减产，原油运输需求下降；另一方面是 2024H2 俄油、伊朗油等低成本黑市油更受青睐，挤压了合规油的运输需求，结构化问题显著。

**内贸及 LNG 稳健增长提供安全垫，收购 LPG 及石油气运输业务拓宽新领域。**公司内贸油（原油+成品油）运输周转量同比增长 4.2%；毛利 14.8 亿元，同比下滑 0.9%，亦是受到了需求侧的抑制。LNG 业务贡献归母净利润 8.1 亿元，同比增长 2.7%，表现较为稳健。此外，海能 2024 年完成对中远海运集团 LPG 和化学品海运业务的收购，进一步拓宽业务领域，完善能源物流环节，LPG 和化学品分别为公司贡献毛利 5229/5301 万元。

**展望 2025 年，供需格局有望改善，看好运价向上弹性。**需求侧，一方面 4 月起 OPEC+有望开始增产，全球原油海运需求有望随之回升，另一方面，年初以来，美国加强对伊朗油的制裁，此前的黑市需求有望回归至合规市场需求。供给侧来看，在不考虑拆解的情况下，2025 年原油轮供给增长率不足 1%，且随着全球对黑市油的制裁逐步推进，黑市船或逐步开始退出市场，有望带来供需结构改善。当前全球油运船东具备较强信心，且经过新增供给断层期后，供给侧相对紧张，我们继续看好运价的潜在向上弹性。

**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：

考虑到 2025 年全球 VLCC 的供应偏紧，且随着 OPEC+及美国增产，原油海运需求有望提升，我们预计行业运价中枢有望上移，且旺季的向上弹性有望提升，考虑到目前尚不明确中东及美国的增产幅度，将 2025-2026 年盈利预测由 53.3/58.6 亿元下调至 47.6/49.4 亿元，并引入 2027 年盈利预测 50.6 亿元，对应 PE 估值为 11.4/11.0/10.8 倍，维持“优于大市”评级。

## 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 11.41 元  
 总市值/流通市值 54435/54435 百万元  
 52 周最高价/最低价 18.63/11.09 元  
 近 3 个月日均成交额 528.40 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) - 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》——2024-10-31
- 《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

## 盈利预测和财务指标

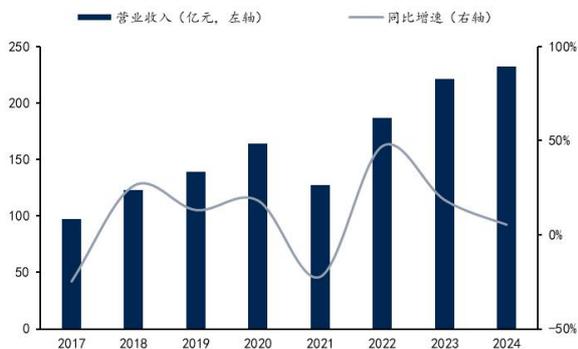
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,091	23,244	24,429	25,455	26,397
(+/-%)	18.4%	5.2%	5.1%	4.2%	3.7%
净利润(百万元)	3351	4037	4763	4944	5061
(+/-%)	129.9%	20.5%	18.0%	3.8%	2.4%
每股收益(元)	0.70	0.85	1.00	1.04	1.06
EBIT Margin	24.6%	21.5%	27.8%	27.6%	27.3%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	11.3%	12.5%	12.1%	11.7%
市盈率 (PE)	16.2	13.5	11.4	11.0	10.8
EV/EBITDA	10.7	11.7	10.2	9.7	9.4
市净率 (PB)	1.58	1.52	1.42	1.34	1.26

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

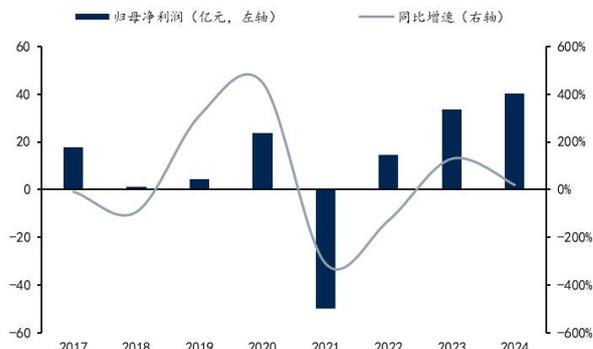
**中远海能发布 2024 年年报，业绩表现偏弱。**中远海能 2024 年实现营业收入 232.44 亿元，同比+5.22%；归母净利润约 40.37 亿元，同比+20.47%；扣非归母净利润 39.79 亿元，同比-3.77%。

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、%）



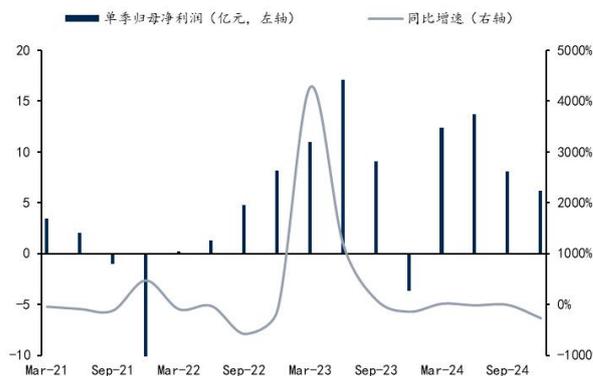
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**2024 年海能外贸油运业务量增价减，景气度较低。**中远海能 2024 年外贸油运周转量同比增长 14.4%，但是实现毛利为 35.9 亿元，同比下滑 13.5%，其中，原油/成品油/船舶期租毛利 17.0 亿/8.4 亿/10.7 亿元，同比分别-29.6%/+0.1%/+16.0%。不难发现，原油运输是主要的拖累项，其背后的原因一方面是全球经济表现疲软导致 OPEC+ 减产，原油运输需求下降；另一方面是 2024H2 俄油、伊朗油等低成本黑市油更受青睐，挤压了合规油的运输需求，结构化问题显著。

**内贸及 LNG 稳健增长提供安全垫，收购 LPG 及石油气运输业务拓宽新领域。**公司内贸油(原油+成品油)运输周转量同比增长 4.2%；毛利 14.8 亿元，同比下滑 0.9%，亦是受到了需求侧的抑制。LNG 业务贡献归母净利润 8.1 亿元，同比增长 2.7%，表现较为稳健。此外，海能 2024 年完成对中远海运集团 LPG 和化学品海运业务的

收购，进一步拓宽业务领域，完善能源物流环节，LPG 和化学品分别为公司贡献毛利 5229/5301 万元。

**展望 2025 年，供需格局有望改善，看好运价向上弹性。**需求侧，一方面 4 月起 OPEC+ 有望开始增产，全球原油海运需求有望随之回升，另一方面，年初以来，美国加强对伊朗油的制裁，此前的黑市需求有望回归至合规市场需求。供给侧来看，在不考虑拆解的情况下，2025 年原油轮供给增长率不足 1%，且随着全球对黑市油的制裁逐步推进，黑市船或逐步开始退出市场，有望带来供需结构改善。当前全球油运船东具备较强信心，且经过新增供给断层期后，供给侧相对紧张，我们继续看好运价的潜在向上弹性。

**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：**

考虑到 2025 年全球 VLCC 的供应偏紧，且随着 OPEC+ 及美国增产，原油海运需求有望提升，我们预计行业运价中枢有望上移，且旺季的向上弹性有望提升，考虑到目前尚不明确中东及美国的增产幅度，将 2025-2026 年盈利预测由 53.3/58.6 亿元下调至 47.6/49.4 亿元，并引入 2027 年盈利预测 50.6 亿元，对应 PE 估值为 11.4/11.0/10.8 倍，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5628	5663	4055	4715	5127	营业收入	22091	23244	24429	25455	26397
应收款项	813	1140	1004	1046	1085	营业成本	15476	16913	16416	17157	17897
存货净额	1150	1334	1413	1473	1532	营业税金及附加	137	113	73	76	79
其他流动资产	1860	1379	2443	2546	2640	销售费用	77	84	73	76	79
<b>流动资产合计</b>	<b>9469</b>	<b>9536</b>	<b>8935</b>	<b>9800</b>	<b>10404</b>	管理费用	961	1075	1052	1071	1084
固定资产	50031	54487	55063	55975	57209	研发费用	15	52	34	37	45
无形资产及其他	46	49	47	46	44	财务费用	1175	1076	826	819	809
投资性房地产	2455	4415	4415	4415	4415	投资收益	1207	1193	1000	1000	1000
长期股权投资	10082	12556	13556	14556	15556	资产减值及公允价值变动	(979)	(7)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>72084</b>	<b>81042</b>	<b>82016</b>	<b>84791</b>	<b>87627</b>	其他收入	261	195	(34)	(37)	(45)
短期借款及交易性金融负债	5152	6283	5000	5000	5000	营业利润	4754	5364	6969	7234	7404
应付款项	1708	1977	2101	2189	2277	营业外净收支	(12)	(122)	0	0	0
其他流动负债	1866	1961	1811	1884	1956	<b>利润总额</b>	<b>4742</b>	<b>5242</b>	<b>6969</b>	<b>7234</b>	<b>7404</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8726</b>	<b>10220</b>	<b>8911</b>	<b>9073</b>	<b>9233</b>	所得税费用	1082	857	1742	1808	1851
长期借款及应付债券	22917	27039	26809	26809	26809	少数股东损益	309	348	463	481	492
其他长期负债	3337	4798	4698	4598	4498	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3351</b>	<b>4037</b>	<b>4763</b>	<b>4944</b>	<b>5061</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>26254</b>	<b>31837</b>	<b>31507</b>	<b>31407</b>	<b>31307</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>34980</b>	<b>42057</b>	<b>40418</b>	<b>40480</b>	<b>40540</b>	净利润	3351	4037	4763	4944	5061
少数股东权益	2712	3118	3350	3590	3836	资产减值准备	988	(996)	5	0	0
股东权益	34392	35867	38248	40721	43251	折旧摊销	2933	3259	2550	2706	2865
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>72084</b>	<b>81042</b>	<b>82016</b>	<b>84791</b>	<b>87627</b>	公允价值变动损失	979	7	(15)	(15)	0
						财务费用	1175	1076	826	819	809
						营运资本变动	2141	(1161)	(1129)	(143)	(132)
						其它	(893)	965	227	240	246
						<b>经营活动现金流</b>	<b>9498</b>	<b>6111</b>	<b>6400</b>	<b>7733</b>	<b>8040</b>
						资本开支	0	(6703)	(3114)	(3601)	(4098)
						其它投资现金流	0	(2)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(312)</b>	<b>(9178)</b>	<b>(4114)</b>	<b>(4601)</b>	<b>(5098)</b>
						权益性融资	51	131	0	0	0
						负债净变化	2170	4122	(230)	0	0
						支付股利、利息	(2320)	(4392)	(2382)	(2472)	(2530)
						其它融资现金流	(7551)	3510	(1283)	0	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(7799)</b>	<b>3101</b>	<b>(3894)</b>	<b>(2472)</b>	<b>(2530)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>1388</b>	<b>35</b>	<b>(1608)</b>	<b>661</b>	<b>412</b>
						货币资金的期初余额	4240	5628	5663	4055	4715
						货币资金的期末余额	5628	5663	4055	4715	5127
						企业自由现金流	0	(416)	3391	4241	4045
						权益自由现金流	0	7216	1259	3627	3438

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±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±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提及的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