公司研究 | 点评报告 | 中远海能（600026.SH）

高基数拖累油运业绩，运力扩张带动 LNG 业务成长

报告要点

公司 2025Q1 实现营业收入 57.5 亿元，同比-4.0%，归属净利润 7.1 亿元，同比-43.3%。外贸油运运力增加带动外贸营收，但运价下行及租船费用拖累盈利；内贸油运受内贸成品油运输量下滑导致营收下降，但毛利率仍有韧性；LNG 运输业务受益于项目制稳定收益及新船交付贡献，毛利保持快速增长。受俄乌冲突结束停战以及美国对等关税影响，市场对于油运较悲观。当前运价中枢较高，若 OPEC+进一步增产以及油价持续走低加快原油补库节奏，油运景气将修复上行；此外 LNG 船将在 2025-2028 年陆续交付，夯实业绩安全垫，维持“买入”评级。

分析师及联系人

韩轶超

SAC：S0490512020001

SFC：BQK468

| 证券研究报告 |

2025-05-07

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

中远海能（600026.SH）

高基数拖累油运业绩，运力扩张带动 LNG 业务成长

事件描述

公司 2025Q1 实现营业收入 57.5 亿元，同比-4.0%，归属净利润 7.1 亿元，同比-43.3%。公司 2025Q1 油品运输量（不含期租）4,791 万吨，同比+13.8%；运输周转量（不含期租）1,747 亿吨海里，同比+16.2%。

事件评论

- **运力增加带动外贸营收，运价下行及租船费用拖累盈利。**（1）行业层面，24Q1 地缘政治冲突导致航运效率降低带动运价上行，高基数效应明显。①一季度 VLCC 运价均同比下滑，中东-中国航线 TCE 为 3.2 万美元/天、克拉克森 VLCC 平均 TCE 为 3.6 万美元/天，分别同比-22.3%和-4.2%；②原油中小船受拖累更加明显。Suezmax 和 Aframax TCE 一季度均值分别为 3.2 万美元/天和 2.9 万美元/天，分别同比-36.8%和-41.6%；③成品油板块，LR1、LR2 和 MR 一季度均值分别为 1.6、2.4 和 1.2 万美元/天，分别同比-59.5%、-53.1%和-62.4%。（2）公司层面，公司租入船数量同比增加，2025Q1 公司运营 VLCC 共 54 艘（较 2024Q1 多 3 艘）、外贸原油 Aframax 共 8 艘（较 2024Q1 多 2 艘）。因此，公司外贸油运营业收入为 35.8 亿元，同比-6.0%；不过受租船成本增加以及同期运价高基数，外贸油运毛利为 5.4 亿元，同比-55.9%；毛利率 15.0%，同比减少 16.9 pct。
- **内贸油运与 LNG 业务韧性延续。**（1）内贸油运营收为 13.9 亿元，同比-4.7%，主要受成品油运输量下滑所致（2025Q1 成品油运量同比-9.1%）；实现毛利 3.3 亿元，同比-9.3%；毛利率 24.0%，仍有韧性。（2）LNG 板块，主要受益于项目制稳定收益及新船交付贡献。一季度，公司合计运营 LNG 船 51 艘，同比增加 8 艘，环比新增一艘卡塔尔能源公司 LNG 运输项目船。公司 LNG 业务实现营收 6.2 亿元，同比+10.6%；实现毛利 3.0 亿元，同比+19.2%；毛利率 49.4%，同比增加 3.6 pct。
- **悲观预期释放，景气修复上行。**前期受俄乌冲突结束预期升温，以及 4 月美国对等关税影响，市场对于油运较悲观。当前，VLCC TCE 运价中枢保持高景气，且受关税实质影响较小，4 月受益于中东增产，即期运价站上 5 万美元/天。油运运价波动大，不过 2025-2026 年供给受限局面仍未改变，若中美贸易摩擦缓解对于原油需求扰动减小，OPEC+进一步增产，以及油价持续走低加快原油补库节奏，将进一步提振油运需求，油运景气或淡季不淡。根据公司数据，实际 VLCC TCE 运价每上涨 1 万美金/天，年化利润增加约 9.7 亿。此外，公司 LNG 船在手订单共 36 艘，将于 2025-2028 年陆续交付，LNG 项目船加速交付将进一步夯实业绩安全垫。预计 2025-2027 年公司业绩分别为 53、59、63 亿，对应 PE 为 9.2、8.3、7.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、OPCE+增产不及预期；

2、行业新订单大幅度增加。

公司基础数据

当前股价(元)	10.29
总股本(万股)	477,078
流通A股/B股(万股)	347,478/0
每股净资产(元)	7.66
近12月最高/最低价(元)	18.63/9.74

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

- 《LNG 业务成亮点，能源化工业务并表》2025-04-03
- 《地缘重构破局油运，油轮巨头筑基扬帆》2025-03-16

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、**OPCE+增产不及预期：**原油产量的增加将直接利好原油运输需求，尤其是中东区域作为远距离航线的主要起点，将明显利好 VLCC 运量。若 OPEC+增产不及预期，油运需求将受影响。

2、**行业新订单大幅度增加：**行业新订单大幅度增加将影响行业远期盈利预期。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**23244**	**24430**	**25317**	**26135**
营业成本	16913	15661	16004	16379
毛利	**6331**	**8769**	**9313**	**9756**
%营业收入	27%	36%	37%	37%
营业税金及附加	113	125	131	133
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	84	84	88	91
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	1075	1119	1153	1195
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	52	40	43	46
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	1076	1288	1271	1239
%营业收入	5%	5%	5%	5%
加：资产减值损失	5	-66	-33	-38
信用减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-12	0	0	0
投资收益	1193	1354	1354	1458
营业利润	**5364**	**7622**	**8165**	**8693**
%营业收入	23%	31%	32%	33%
营业外收支	-122	-9	-9	-9
利润总额	**5242**	**7613**	**8156**	**8684**
%营业收入	23%	31%	32%	33%
所得税费用	857	1646	1636	1734
净利润	4385	5967	6520	6951
归属于母公司所有者的净利润	**4037**	**5323**	**5931**	**6316**
少数股东损益	348	590	589	635
EPS（元）	**0.85**	**1.12**	**1.24**	**1.32**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**8625**	**8849**	**9718**	**10952**
取得投资收益收回现金	824	1354	1354	1458
长期股权投资	-2474	-1824	-1788	-1914
资本性支出	-7650	-5482	-4980	-6866
其他	542	0	0	0
投资活动现金流净额	**-8759**	**-5952**	**-5415**	**-7322**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	131	0	0	0
银行贷款增加（减少）	3463	0	0	0
筹资成本	-4392	-1351	-1351	-1351
其他	695	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-102**	**-1351**	**-1351**	**-1351**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-236**	**1546**	**2952**	**2279**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5663	7209	10161	12440
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	538	645	580	683
存货	1334	1009	1381	1062
预付账款	232	243	235	242
其他流动资产	1770	1838	2292	1837
流动资产合计	**9536**	**10944**	**14648**	**16263**
长期股权投资	12556	14380	16168	18082
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产合计	49269	50070	50083	51696
无形资产	49	49	47	45
商誉	86	90	94	98
递延所得税资产	34	34	34	34
其他非流动资产	9511	10860	12401	13889
资产总计	**81042**	**86427**	**93476**	**100109**
短期贷款	2450	2450	2450	2450
应付款项	1977	1519	2035	1603
预收账款	0	3	2	2
应付职工薪酬	548	549	555	564
应交税费	376	364	390	401
其他流动负债	4870	4755	4737	4831
流动负债合计	**10220**	**9639**	**10168**	**9851**
长期借款	27039	27039	27039	27039
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1627	1627	1627	1627
其他非流动负债	3170	3170	3170	3170
负债合计	**42057**	**41476**	**42005**	**41687**
归属于母公司所有者权益	35867	41190	47121	53436
少数股东权益	3118	3762	4351	4986
股东权益	**38985**	**44952**	**51471**	**58422**
负债及股东权益	**81042**	**86427**	**93476**	**100109**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.85	1.12	1.24	1.32
每股经营现金流	1.81	1.85	2.04	2.30
市盈率	13.71	9.22	8.28	7.77
市净率	1.54	1.19	1.04	0.92
EV/EBITDA	9.64	6.97	6.34	5.77
总资产收益率	5.0%	6.2%	6.3%	6.3%
净资产收益率	11.3%	12.9%	12.6%	11.8%
净利率	17.4%	21.8%	23.4%	24.2%
资产负债率	51.9%	48.0%	44.9%	41.6%
总资产周转率	0.30	0.29	0.28	0.27

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	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
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%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%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。