

交通运输

2025 年 10 月 20 日

中远海能

(01138)

——油运龙头标的，基本面迎中长期改善

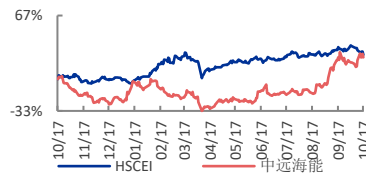
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 10 月 17 日

收盘价（港币）	9.35
恒生中国企业指数	9011.97
52 周最高/最低（港币）	9.86/5.00
H 股市值（亿港元）	446.07
流通 H 股（百万股）	1,296.00
汇率（港币/人民币）	0.9130

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《油轮淡季逆势走强，或迎中长期基本面改善——2025 年油轮市场基本面跟踪》 2025/09/30

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

张慧 A0230524100001
zhanghui@swsresearch.com

联系人

张慧 A0230524100001
zhanghui@swsresearch.com

- **中远海能是全球最大的油轮船东。**其不仅规模第一，船型结构丰富，使得公司油轮船队能抓住市场周期中的每一轮机会。中远海能自有 VLCC 船队 44 艘为公司带来接近 10 亿元的净利润弹性，而公司整体船队的净利润弹性接近 20 亿元。公司手持订单交付后也将为公司贡献 4 亿元的额外利润弹性。
- **需求端，OPEC+增产中期原油供应增加提振运输需求；**中长 OPEC+增产空间预计仍有 214-411 万桶/天。**低油价下，长期被抑制的补库需求终得到释放。**现阶段 OPEC+的增产政策有利于维持低油价区间，全球原油总库存较近 5 年高点仍有 4.6 亿桶空间，日韩、欧美等国家仍具备较大的补库存空间。基本面改善的背景下，叠加中美港口收费事件、欧美制裁力度加大等事件，将有利于运价弹性的进一步释放。
- **供给约束确定性较强。**VLCC 船队已接近 20 年未出现过运力的集中拆解。考虑到船队老龄化带来的效率损失，2026-2027 年按目前交付量计算的实际运力增速分别为 3.3%和 5.1%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.3%和 1.8%。在每年交付 30 艘船舶的假设下，实际船队增速分别为 3.0%、2.9%和 2.9%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.5%、-1.0%和-1.2%。结合 2025-2027 年需求增速预计将分别为 2.3%、1.4%和 1%左右，供需增速差分别为-6.4%、-1.7%和 0.8%。**随着供需增速差的存在，预计 2025-2026 年运价中枢有望抬升。**
- **盈利预测：**根据对行业基本面的分析，我们预计 VLCC 运价中枢将分别为 50000 美元/天、60000 美元/天、58000 美元/天。预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 244.85 亿元、267.25 亿元、272.33 亿元，同比分别增长 5.8%、9.1%、1.9%。公司 2025-2027 年毛利分别为 66.60、83.36、81.68 亿元，毛利率分别为 27.2%、31.2%、30.0%。**2025-2027 年公司归母净利润分别为 44.62、58.03 和 57.57 亿元，分别同比+10.5%、+30.1%和-0.8%。**
- **从重置成本估值角度，公司重置成本为 554.3 亿元。**中远海能（H）目前的市值比重置成本比值为 0.73，低于招商南油的 1.16 倍，中远海能（A）的 1.04 倍以及招商南油的 1.15 倍。**若对标招商轮船 1.16 倍 P/NAV，则公司目前上涨空间为 58%。**预计公司年底的重置成本预估将接近 580 亿元；假设船价上涨 10%，则公司重置成本将增厚至 605 亿元；若假设船价上涨 86%，则公司重置成本将增厚至 1052 亿元。**在 25 年底、船价上涨 10%、船价上涨 86%三种假设下公司的上涨空间分别为 65%、72%和 200%。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**全球宏观经济衰退；地缘冲突影响；OPEC 等产油国政策变化；新造船订单大量释放

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,553	23,133	24,485	26,725	27,233
同比增长率 (%)	21.47	2.57	5.84	9.14	1.90
归属普通股股东净利润	3,379	4,038	4,462	5,803	5,757
同比增长率 (%)	131.32	19.50	10.51	30.05	-0.80
每股收益 (元/股)	0.71	0.85	0.94	1.22	1.21
ROE (%)	9.61	11.26	9.64	11.64	10.92
市盈率	12.1	10.1	9.1	7.0	7.1
市净率	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

投资案件

投资评级与估值

盈利预测：预计 2025 年-2027 年营业收入可达到 244.85 亿元、267.25 亿元、272.33 亿元，同比分别增长 5.8%、9.1%、1.9%。公司 2025-2027 年毛利分别为 66.60、83.36、81.68 亿元，毛利率分别为 27.2%、31.2%、30.0%。**2025-2027 年公司归母净利润分别为 44.62、58.03 和 57.57 亿元，分别同比+10.5%、+30.1%和-0.8%。**

估值：从重置成本估值角度，公司重置成本为 554.3 亿元。中远海能（H）目前的市值比重置成本比值为 0.73，低于招商南油的 1.16 倍，中远海能（A）的 1.04 倍以及招商南油的 1.15 倍。**若对标招商轮船 1.16 倍 P/NAV，则公司目前上涨空间为 58%。**预计公司年底的重置成本预估将接近 580 亿元；假设船价上涨 10%，则公司重置成本将增厚至 605 亿元；若假设船价上涨 86%，则公司重置成本将增厚至 1052 亿元。**在 25 年底、船价上涨 10%、船价上涨 86%三种假设下公司的上涨空间分别为 65%、72%和 200%。首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

运价：根据对行业基本面的分析，**我们假设 VLCC 运价中枢将分别为 50000 美元/天、60000 美元/天、58000 美元/天。**

有别于大众的认识

市场认为，2026-2027 年新增供给增加，市场供给约束失效。

我们认为，**船舶老龄化将面临有效运力损失，2030 年之前不需要担心供给问题。**按统计的各船龄段效率：0-4 岁为 95%；5-9 岁为 90%；10-14 岁为 85%；15-19 岁为 60%；20-24 岁为 20%；25 岁以上为 2%，进行折算有效运力。2026-2027 年按目前交付量计算的运力增速分别为 3.3%和 5.1%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.3%和 1.8%。2028-2030 年在每年交付 50 艘船舶的假设下，实际船队增速分别为 5.0%、4.8%和 4.6%，按船队船龄效率折算后的增速分别为 2.5%、1.9%和 1.8%。**在每年交付 30 艘船舶的假设下，实际船队增速分别为 3.0%、2.9%和 2.9%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.5%、-1.0%和-1.2%。**

股价表现的催化剂

(1) 8 月淡季运价逆势走强，持续性超预期；(2) 9-12 月旺季即将来临，运价若强表现则有望提振信心；(3) 港口收费等事件催化；(4) 2026-2027 年黑市监管和环保趋严，能否推动老船退出。

核心假设风险

全球宏观经济衰退；地缘冲突；OPEC 等产油国政策变化；新造船订单大量释放

目录

1. 全球最大的油轮船东.....	6
1.1 船队规模全球领先，弹性与稳性兼具	6
1.1.1 公司现存船队规模	6
1.1.2 公司现有船队弹性测算	8
1.1.3 公司手持订单	8
1.1.4 公司手持订单船队弹性测算	9
1.2 国有企业高分红，注重市值管理	10
2. 油运需求受 OPEC 增产提振	11
2.1 周期复盘表明，油运周期与石油供需强相关	11
2.1.1 OPEC+增产：中期原油供应增加提振运输需求	12
2.1.2 低油价下，长期被抑制的补库需求终得到释放	14
2.2 供给约束确定性较强	16
3. 盈利预测与估值	19
3.1 主营业务介绍	19
3.1.1 公司弹性收益部分——外贸油轮	20
3.1.2 公司稳定收益部分——内贸油运	20
3.1.3 公司稳定收益部分——LNG 船	21
3.1.4 成本	22
3.1.5 营收核算的核心变量	23
3.2 盈利预测	24
3.3 公司估值	26
3.3.1 重置成本法定公司合理价值，低于同行存在补涨空间	26
4. 风险提示	28

图表目录

图 1： 全球油轮船东集团排名（艘）	7
图 2： 中远海能船队船型分布（按艘计算，%）	7
图 3： 中远海能船队船型分布（按载重吨计算，%）	7
图 4： 中远海能油轮利润敏感性测试	8
图 5： 中远海能公司股权结构（截止到 2025 年 6 月底）	10
图 6： 中远海能 H 历年分红情况	10
图 7： 中远海能 H 股息率 TTM（%）	10
图 8： 油运市场周期历史复盘	11
图 9： 1980-2009 年 OPEC 增减产直接影响油运运价，呈现明显协同	12
图 10： 2009-2020 年运价与原油产量趋势分化	12
图 11： 2009-2020 年运价与产量、出口增速仍有协同	12
图 12： 2021-2024 年运价与原油产量趋势分化	13
图 13： 2020-2024 年运价与产量、出口增速仍有协同	13
图 14： OPEC+ 受配额管控国家的产量（百万桶/天）	14
图 15： OPEC+ 与非 OPEC+ 原油产量（百万桶/天）	14
图 16： 中国原油总库存（百万桶）	15
图 17： 中国原油总库存库容率（%）	15
图 18： 中国原油总库存 vs 原油价格	15
图 19： 全球原油总库存（百万桶）	16
图 20： 美国原油总库存（商业&战略库存，百万桶）	16
图 21： 欧洲原油总库存（百万桶）	16
图 22： 日韩原油总库存（百万桶）	16
图 23： VLCC 历年拆解、交付以及手持订单占比（艘/%，数据截至 2025 年 10 月初）	16
图 24： VLCC 运价 vs 船价	17
图 25： 船厂手持订单覆盖率（年）	17
图 26： VLCC 平均船龄&拆船船龄（年）	18
图 27： 2017-2023 年 VLCC 各船龄单船年吨海里（百万吨海里）	18
图： VLCC 船队船龄分布（艘，数据截至 年 月初）	

图 29: 假设逐年交付 50 艘情境下的船队增速对比	19
图 30: 假设逐年交付 30 艘情境下的船队增速对比	19
图 31: 中远海能历年营收, 按业务划分 (百万元)	20
图 32: 中远海能历年毛利, 按业务划分 (百万元)	20
图 33: 中远海能历年毛利率, 按业务划分 (%)	20
图 34: VLCC 日租金 (美元/天) vs 公司净利润 (百万元)	20
图 35: 内贸油运营业收入 (百万元)	21
图 36: 内贸油运毛利率 (%)	21
图 37: 中远海能 LNG 船队 (截至到 2025 年 4 月)	21
图 38: 中远海能 LNG 船队盈利情况	21
图 39: 中远海能营业成本按业务划分 (百万元)	22
图 40: 中远海能油运营业成本分布 (%)	22
图 41: VLCC 即期运价、期租租金以及二手船价格	27
图 42: VLCC 10 年船龄二手船价格 (百万美元)	27
表 1: 中远海能船队明细	6
表 2: 中远海能手持订单及交付计划	8
表 3: 外贸油轮船队利润敏感性测试	9
表 4: 全球原油产量预测 (百万桶/天)	14
表 5: 中远海能营业收入预测	24
表 6: 中远海能营业收入预测	25
表 7: 中远海能净利润预测	25
表 8: 中远海能重置成本	26
表 9: 油轮标的船队及重置成本 (亿元)	27

1. 全球最大的油轮船东

1.1 船队规模全球领先，弹性与稳性兼具

1.1.1 公司现存船队规模

中远海能, 包括其子公司, 控制并经营的船型包括油轮、LNG 船、化学品船和 LPG 船。

公司的油轮船队是公司业绩的主要来源也是贡献公司业绩弹性最大的部分。公司控制并经营的油轮船东共计 158 艘, 其中 145 艘自有船舶, 13 艘租入船舶; 外贸运力占比以载重吨计约 85%, 内贸运力约占 15%。公司控制经营 VLCC 船队 54 艘 (44 艘自有)。

公司在营 LNG 船 51 艘, 在建 36 艘, 预计在 2025-2028 年间陆续交付。按目前公司手持订单及股权比例计算, 截至 2028 年公司加权 LNG 运力将达到 33 艘, 为中国最大的 LNG 运输公司, 同时跻身全球前十大 LNG 船东。LNG 船因主要签订长期租船协议, 因此每年贡献相对稳定的净利润, 利润水平会随着更多的运力交付而逐步抬升。

化学品船和 LPG 船为公司 2024 年收购的新业务, 为了实现集团内能源运输船舶的统一管理和规划运营。公司目前经营 8 艘化学品船以及 12 艘 LPG 船, 同时持有 1 艘化学品船和 2 艘 LPG 船手持订单。该部分主要为内贸经营, 按 2024 年分部业绩测算, 化学品船和 LPG 船的毛利率水平与内贸成品油轮接近。

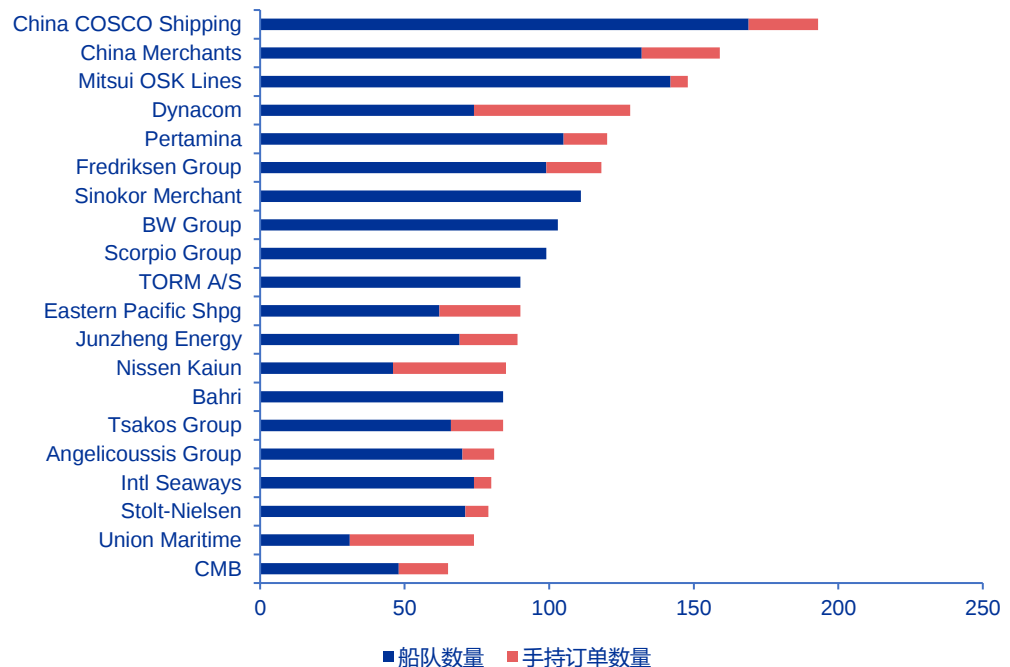
表 1: 中远海能船队明细

油轮船队	自有船舶 (艘)	租入船舶 (艘)	万载重吨	平均船龄 (年)	内贸	外贸
黑油运输	97	13	2066	11.4	12%	88%
VLCC	44	10	1652	10.8	-	100%
苏伊士	3		48	4.4	-	100%
阿芙拉	9	2	123	12.2	27%	73%
巴拿马	19	1	144	15.1	95%	5%
MR	22		99	18.0	68%	32%
白油运输	48		283	11.4	19%	81%
LR2	8		88	9.4	-	100%
LR1	13		97	11.5	-	100%
MR	21		91	12.7	52%	48%
Handy	6		7	16.6	100%	-
LNG 船队	自有船舶 (艘)	舱容 (万立方米)	手持订单 (艘)	舱容 (万立方米)	计划交付时间	持股比例
LNG 船	51	859	36	646	2025-2028	12.5%-100%
化学品船及 LPG 船	自有船舶 (艘)	载重量	平均船龄 (年)	手持订单 (艘)	计划交付时间	
化学品船	8	7.29 万载重吨	4.6	1	2025	
LPG 船	12	12.57 万立方米	13.8	2	2025	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

中远海能目前控制的油轮运力全球排名第一，其控制的 VLCC 运力（54 艘）亦为全球最大的船队。第二为招商局集团旗下的招商轮船，全球仅 3 家 VLCC 运力达到 50 艘以上，中国船东占据两席。

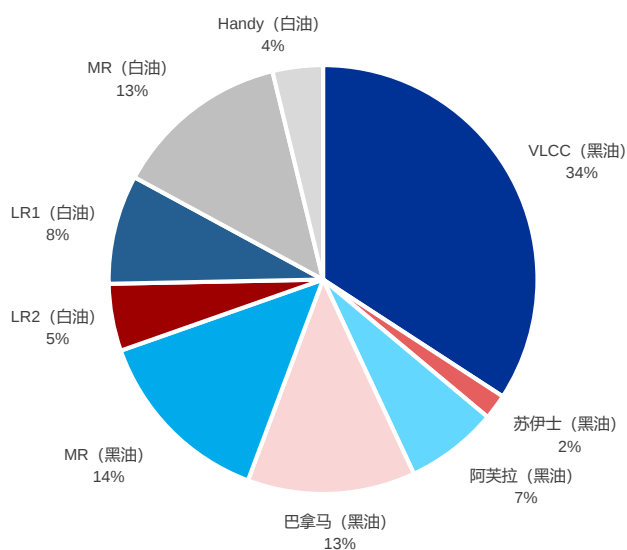
图 1：全球油轮船东集团排名（艘）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

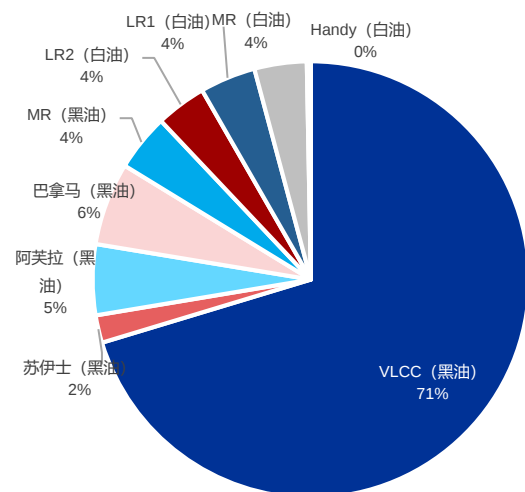
公司油轮船队不仅规模领先，同时船型齐全。公司船队形成了以 VLCC 为核心（以载重吨计占比 71%），其他船型为辅（占比 1%-6%不等）的格局。不同船型在船队经营调度上提供更多组合可能性，加强运力调度效率。

图 2：中远海能船队船型分布（按艘计算，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：中远海能船队船型分布（按载重吨计算，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1.2 公司现有船队弹性测算

中远海能自有 VLCC 船队 44 艘，若 TCE 运价涨 1 万美元/天，则公司 VLCC 船队的税前净利润弹性约 11.2 亿元，扣税（假设 15%税率）后的净利润接近 10 亿元。而公司整体船队各个船型运价均涨 1 万美元/天，则油轮船队的税前利润弹性接近 23.3 亿元，税后净利润弹性接近 20 亿元。

图 4：中远海能油轮利润敏感性测试

船舶	运营数量 (艘)	1万运价对应 税前利润波动 (亿)	盈亏平衡线 (\$/day)	2020年平均 运价 (\$/day)	2021年平均 运价 (\$/day)	2022年平均 运价 (\$/day)	2023年平均 运价 (\$/day)	假设运价 (\$/day)	预测利润贡 献(亿元)
外贸									
VLCC 自营	44	11.2	30,000	53,145	3,218	23,885	49,376	50,000	22
出租/Pool									
Suezmax 自营	1	0.3	22,000	30,240	7,338	44,324	55,847	45,000	0
出租/Pool	2	0.5	22,000						1
Aframax 自营	6	1.5	20,000	22,161	8,242	55,967	56,827	45,000	3
出租/Pool									
Panamax 自营	2	0.5	19,000	12,950	4,781	28,066	35,659	25,000	0
出租/Pool									
LR2 自营	8	2.0	21,000	28,582	7,727	37,514	34,702	35,000	2
出租/Pool									
LR1 自营	12	3.1	19,000	19,858	7,052	33,338	28,155	35,000	4
出租/Pool	1	0.3	19,000						0
MR(黑) 自营	6	1.5	17,000	15,089	8,149	35,755	31,893	25,000	1
出租/Pool									
MR (白) 自营	9	2.3	18,000	15,251	6,740	31,775	26,948	25,000	1
出租/Pool									
汇总 自营	88								
出租/Pool	3								
合计	91	23.3							31
内贸									
Aframax 自营	3								
Panamax 自营	17								
出租/Pool									
LR1 自营	1								
MR(黑) 自营	16								
出租/Pool									
MR (白) 自营	12								
通用性 自营	6								
汇总 自营	55								
出租/Pool	0								
合计	55								6
固定收益									
LNG	43								8
合计	189								45

资料来源：Wind，Clarksons，申万宏源研究

1.1.3 公司手持订单

公司同时也在积极开展船舶运力更新，公司目前持有 VLCC 油轮手持订单 6 艘，Aframax 原油轮 5 艘，LR2 成品油轮 2 艘，Panamax 原油轮 4 艘，MR 成品油轮 1 艘。

表 2：中远海能手持订单及交付计划

船型	载重吨	贸易性质	建造年份	船厂	双燃料	有无脱硫塔	是否节能型
VLCC Crude Tanker	307,000	外贸	2027	Dalian Shipbuilding	LNG/Methanol Ready	Y	Y
VLCC Crude Tanker	307,000	外贸	2027	Dalian Shipbuilding	LNG/Methanol Ready	Y	Y
VLCC Crude Tanker	307,000	外贸	2028	Dalian Shipbuilding	LNG/Methanol Ready	Y	Y
VLCC Crude Tanker	,	外贸		Dalian Shipbuilding	LNG/Methanol Ready	Y	Y

VLCC Crude Tanker	307,000	外贸	2028	CSSC (Tianjin)	LNG/Methanol Ready	Y	Y
VLCC Crude Tanker	307,000	外贸	2028	CSSC (Tianjin)	LNG/Methanol Ready	Y	Y
Aframax Crude Tanker	114,200	外贸	2028	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		Y
Aframax Crude Tanker	114,200	外贸	2028	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		Y
Aframax Crude Tanker	114,200	内贸	2026	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		Y
Aframax Crude Tanker	114,200	内贸	2027	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		Y
Aframax Crude Tanker	114,200	内贸	2027	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		Y
LR2 Product Tanker	109,900	外贸	2028	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		
LR2 Product Tanker	109,900	外贸	2028	COSCO HI (Yangzhou)	Methanol		
Panamax Crude Tanker	74,000	内贸	2027	COSCO HI (Dalian)	Methanol Ready		
Panamax Crude Tanker	74,000	内贸	2027	COSCO HI (Dalian)	Methanol Ready		
Panamax Crude Tanker	64,900	内贸	2026	COSCO HI (Dalian)	Methanol Ready		Y
Panamax Crude Tanker	64,900	内贸	2026	COSCO HI (Dalian)	Methanol Ready		Y
MR Product Tanker	49,900	内贸	2026	COSCO HI (Dalian)	Methanol Ready		Y

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

1.1.4 公司手持订单船队弹性测算

这些船舶交付后，预计将增厚公司利润。按每 1 万美元/天运价的变动进行测算，目前现有外贸油轮船队的整体利润敏感性变化为 20 亿元，手持订单交付后将带来额外接近 4 亿元的利润弹性。

表 3：外贸油轮船队利润敏感性测试

	自有船队规模（艘）		1 万美元/天 TCE 的利润变化（亿元）	
	现有运力	手持订单	现有运力	手持订单
原油运输				
VLCC	44	6	9.56	1.30
Suezmax	3		0.65	
Aframax	6	5	1.30	1.09
Panamax	1	4	0.22	0.87
Handy	7		1.52	
成品油运输				
LR2	8	2	1.74	0.43
LR1	13		2.82	
Handy	10	1	2.17	0.22
总计	92	18	19.99	3.91

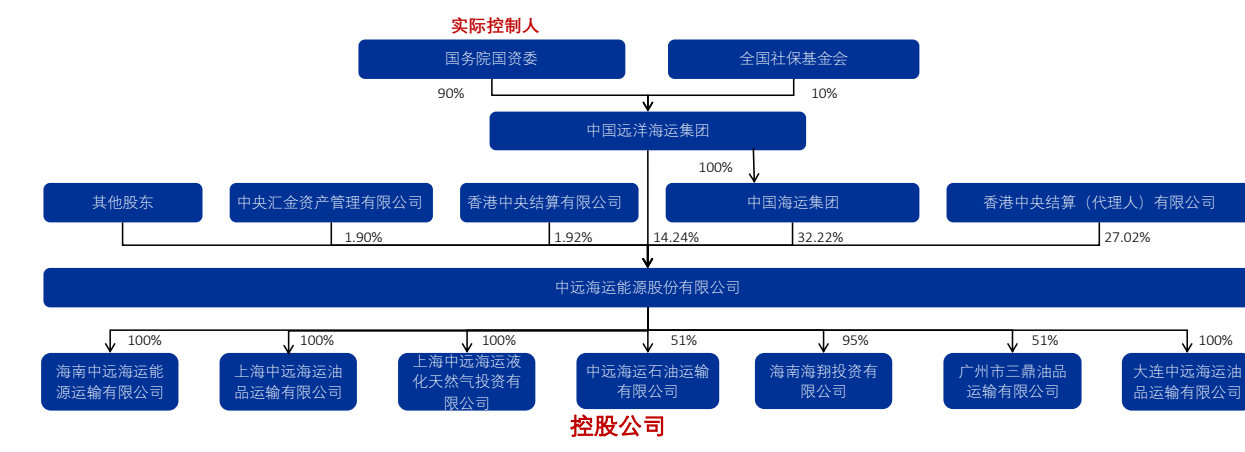
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：假设一年运营天数 355 天；美元兑人民币汇率为 7.2；平均所得税税率 15%

1.2 国有企业高分红，注重市值管理

公司控股股东为中国远洋海运集团有限公司（直接持股 12.98%，间接持股 32.22%），实际控制人国务院国资委，公司主要控股股东及持股比例包括香港中央结算（代理人）有限公司（27.02%），香港中央结算有限公司（2.10%）、中央汇金资产管理有限公司（1.90%）。

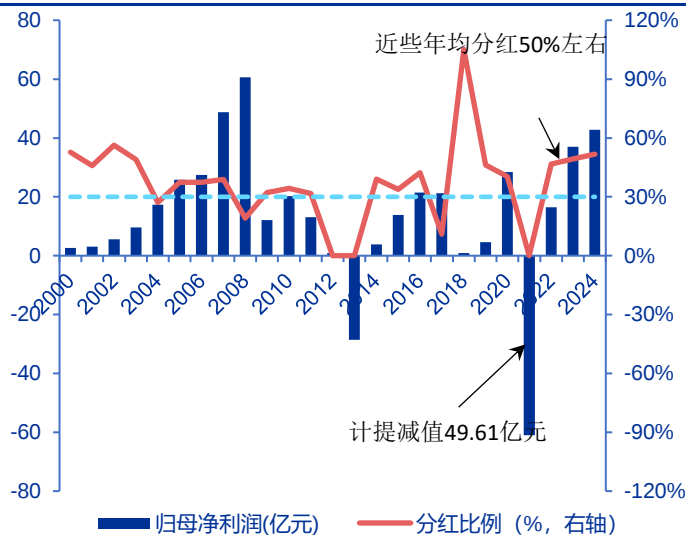
图 5：中远海能公司股权结构（截止到 2025 年 6 月底）



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司历年来分红整体较为稳定，2022 年以来分红比例在 50% 附近，积极回报股东。中远海能 H 的估值偏低，股息率处于高位水平，接近 7% 左右。

图 6：中远海能 H 历年分红情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：中远海能 H 股息率 TTM (%)



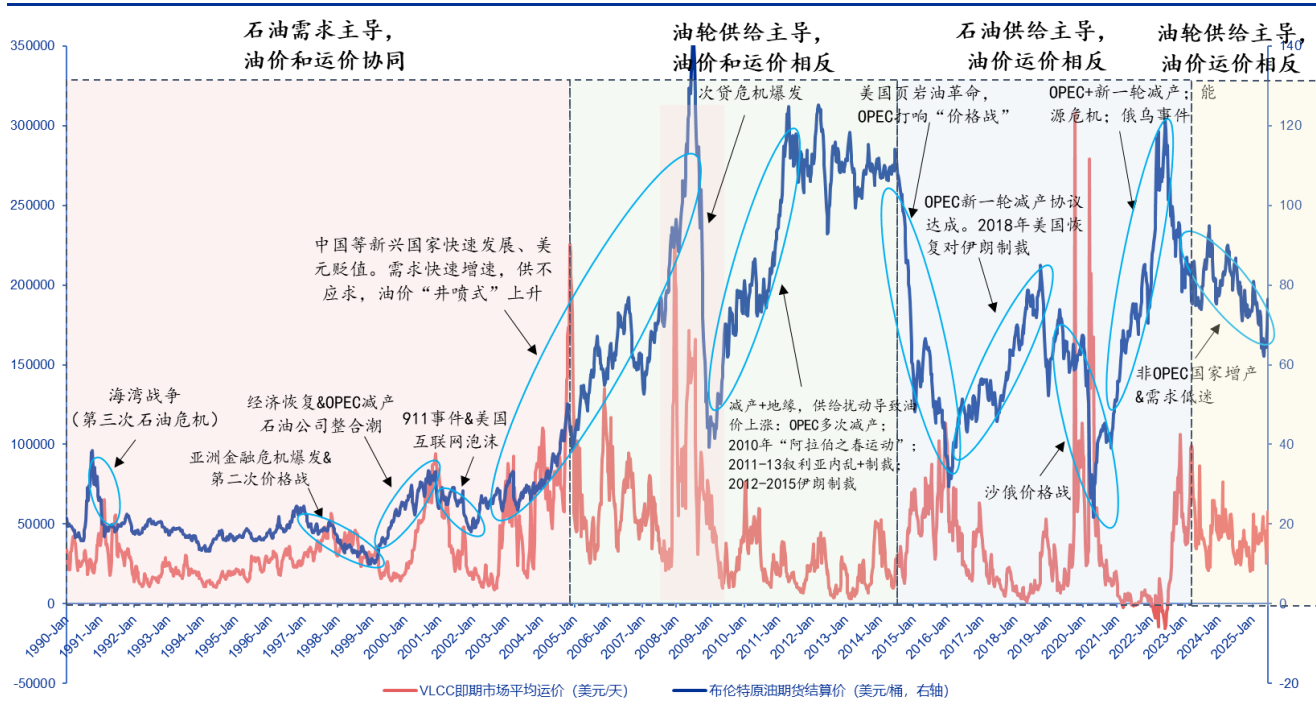
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 油运需求受 OPEC 增产提振

2.1 周期复盘表明，油运周期与石油供需强相关

通过油轮运价与原油价格的周期复盘，可以将周期分为四个阶段：**1、1990-2005 年期间，石油需求主导市场，油轮运价与油价的走势协同。**这一阶段，运价供给端因单壳油轮换双壳油轮，船队拆解集中，船队供给紧平衡情况下，运价跟随需求端变化。原油基本面看，该期间发生诸多重大事件，包括海外战争、亚洲金融危机、美国互联网泡沫等，原油供给和需求变化互相反馈，原油的定价尚能反映市场需求的变化。**2、2005-2015 年间，油轮供给过剩主导运价表现。**运价供给端，单双壳切换带来的拆解潮结束，退出减少而新船运力增加，供给压力主导了该时期的运价表现。因此，该期间 2005-2008 年因中国等新兴国家需求增加、2009-2011 年因减产和地缘带来两波油价大幅上涨，均未看见运价的跟随。**3、2015-2023 年，石油的供给端主导市场，运价的表现与油价分化。**该期间的油价波动对产油国增产减产政策尤为敏感，产油国减产推动的油价上涨对运输端是负反馈，运价与油价分化明显。与此同时，油轮供给端对运价的压制仍在，因此该期间曾创下历史最低的即期运价。**4、2020 年之后，运力供给改善，运价跟随油运需求变化，取决于产油国供给以及消费国需求表现，同时，黑天鹅扰动增加。**船队老龄化带来的退出压力以及新增运力受限导致油轮供给端基本面改善，对运价的压制减少，运价将更多跟随需求端变化。若产油国政策不变，消费国的需求表现则为关键因素；若消费国需求边际变化较小，则原油产油国的政策更为关键。

图 8：油运市场周期历史复盘



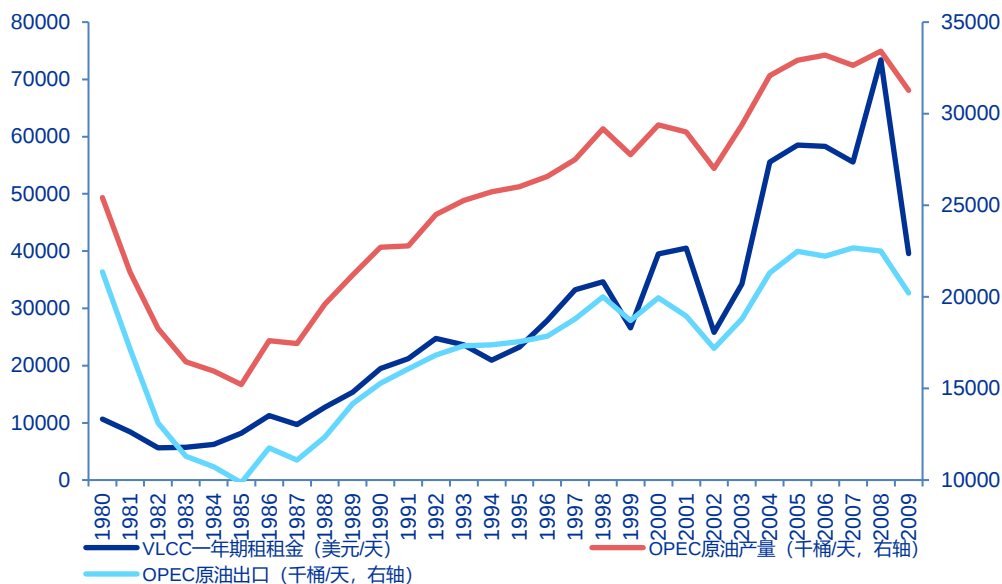
资料来源：Clarksons，申万宏源研究

2.1.1 OPEC+增产：中期原油供应增加提振运输需求

2025 年，油轮运价的表现的关键因素是产油国的产量政策。因此，我们也进行了历史上 OPEC 增产与油轮运价趋势的复盘。

1980-2009 年期间，可以明显看出 VLCC 运价与 OPEC 产量之间的协同性，增产带来的出口需求的增长，直接推动运输需求端的改善，运价随之上涨。

图 9：1980-2009 年 OPEC 增减产直接影响油运运价，呈现明显协同

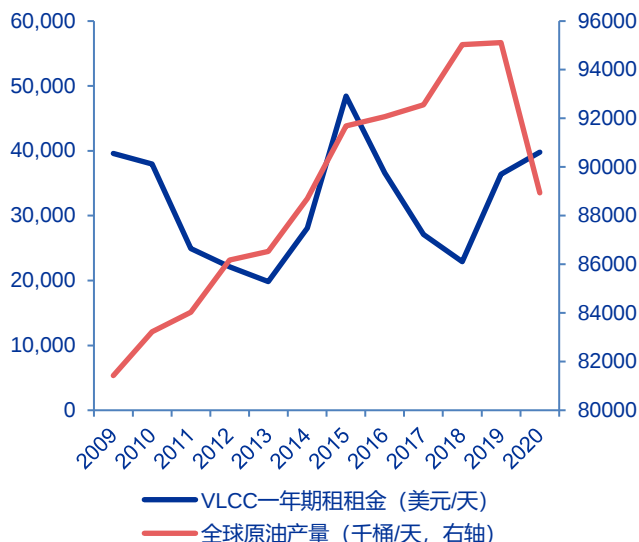


资料来源：Clarksons, Wind, BP, 申万宏源研究

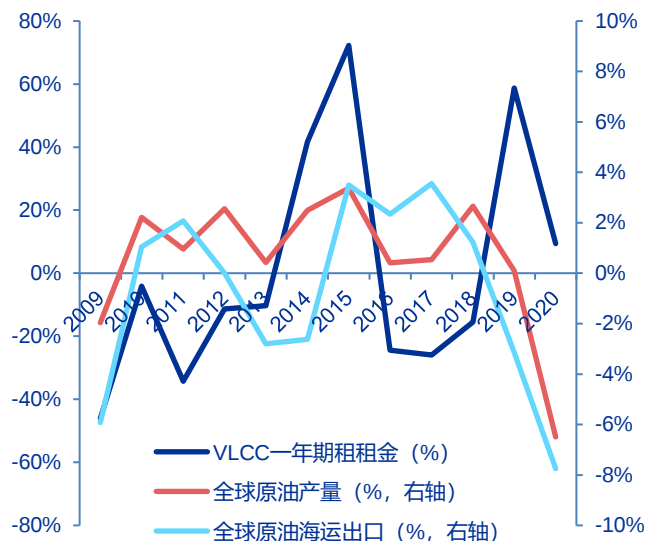
2009-2020 年期间，运价和产量的趋势开始出现分化（考虑到美国页岩油以及南美石油产量的提升，将 OPEC 产量升级到全球产量与运价进行比较）。其背后的原因：该期间原油轮供给过剩，对运价的影响更为强势。但从增速上看，2013-2020 年，增速上呈现一定程度上协同的趋势。

图 10：2009-2020 年运价与原油产量趋势分化

图 11：2009-2020 年运价与产量、出口增速仍有协同



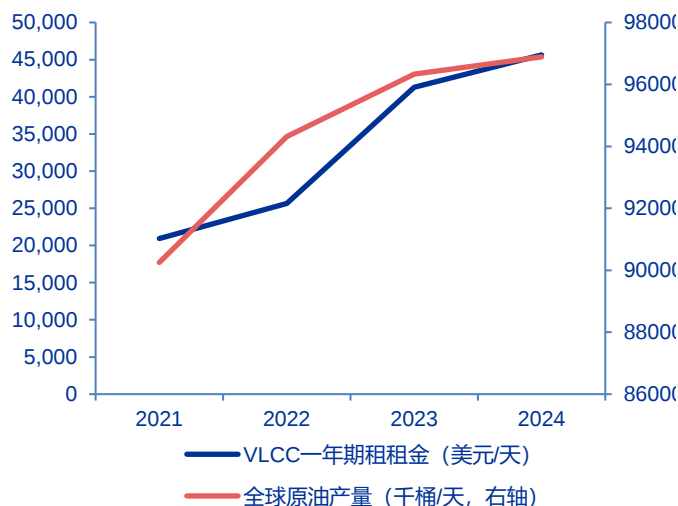
资料来源: Clarksons, Wind, BP, 申万宏源研究



资料来源: Clarksons, Wind, BP, 申万宏源研究

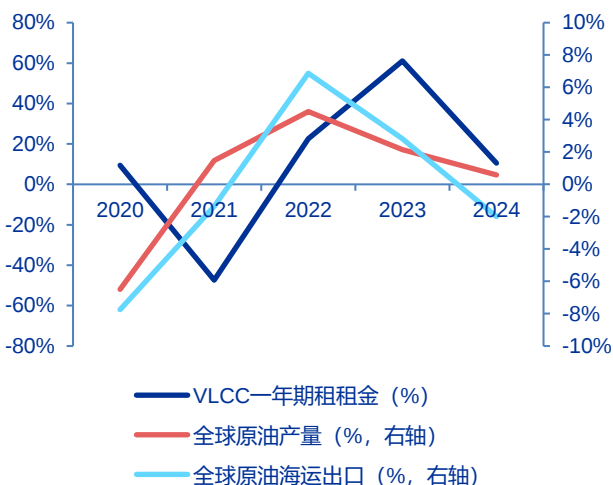
2021 年-2024 年，随着船舶供给压力逐步消化后，油轮运价再次出现与原油产量相对协同的趋势。2022-2024 年虽 OPEC+ 国家在推进减产，一定程度上压制了 VLCC 的需求，但非 OPEC 国家，比如美国、巴西等，原油产量增加继续推动全球原油产量提升。2025 年，OPEC+ 国家与非 OPEC+ 国家共同开始增产，有望进一步提升原油产量和出口需求的释放。

图 12: 2021-2024 年运价与原油产量趋势分化



资料来源: Clarksons, Wind, BP, 申万宏源研究

图 13: 2020-2024 年运价与产量、出口增速仍有协同

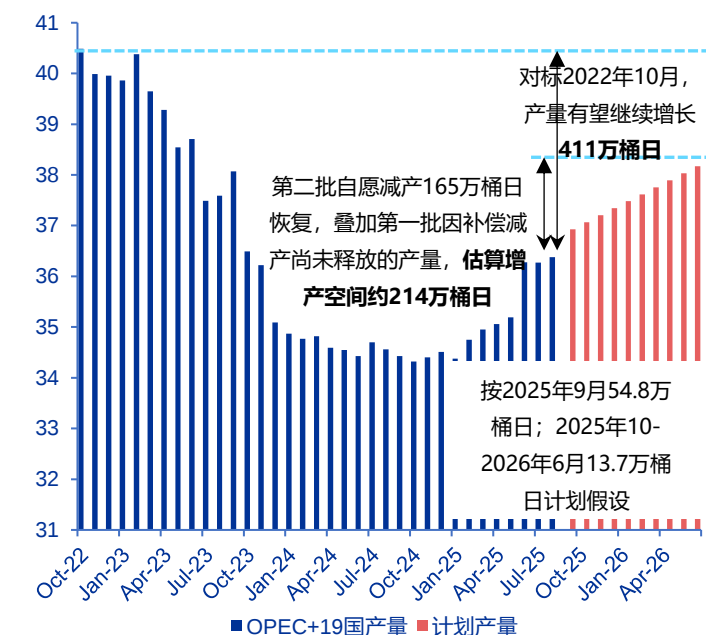


资料来源: Clarksons, Wind, BP, 申万宏源研究

中期 OPEC+ 增产仍有较大空间，与非 OPEC+ 市场份额的争抢将奠定此次增产的持续性。2022 年底以来，OPEC+ 共实施过 3 次减产：200 万桶/天强制减产；第一批 165 万桶/天自愿减产；第二批 220 万桶/天自愿减产。2025 年 4 月开始恢复第二批的 220 万桶/天，截至 2025 年 9 月已完成；10 月开始恢复第一批 165 万桶/天，计划 2026 年 6 月完成。截至 2025 年 8 月受 OPEC+ 配额管控的国家产量 3638 万桶/天，中期若考虑第二批自愿减产

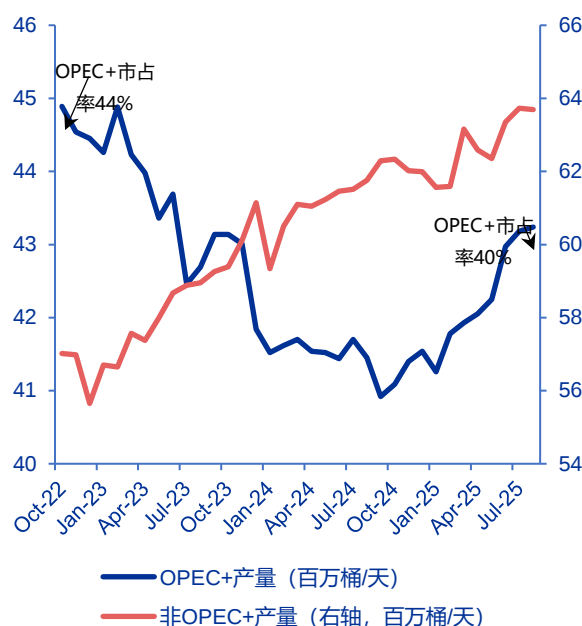
165 万桶/日恢复，叠加第一批因补偿减产尚未释放的产量，估算增产空间约 214 万桶/日；长期若对标 2022 年 10 月（最近一波减产的起点）的产量，则增产空间仍有 411 万桶/天。

图 14：OPEC+受配额管控国家的产量（百万桶/天）



资料来源：IEA（国际能源署），申万宏源研究

图 15：OPEC+与非 OPEC+原油产量（百万桶/天）



资料来源：IEA（国际能源署），申万宏源研究

根据全球石油 EIA、IEA 和 OPEC 三大机构的预测，其 8 月的预测显示，2025-2026 年全球原油产量整体增速在 2.2%-2.4%和 0.9%-1.8%之间。

表 4：全球原油产量预测（百万桶/天）

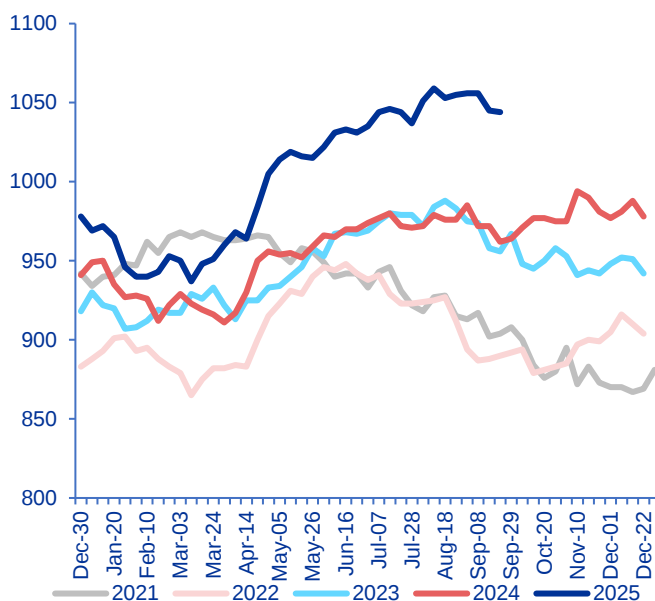
	2022	2023	2024	2025f	2026f
OPEC 预测	100.3	102.3	102.6		
增速 (%)		2.0%	0.3%		
IEA 预测	100	102.2	103	105.5	107.4
增速 (%)		2.2%	0.8%	2.4%	1.8%
EIA 预测	99.99	101.62	103.08	105.36	106.35
增速 (%)		1.6%	1.4%	2.2%	0.9%

资料来源：OPEC、EIA、IEA 申万宏源研究

2.1.2 低油价下，长期被抑制的补库需求终得到释放

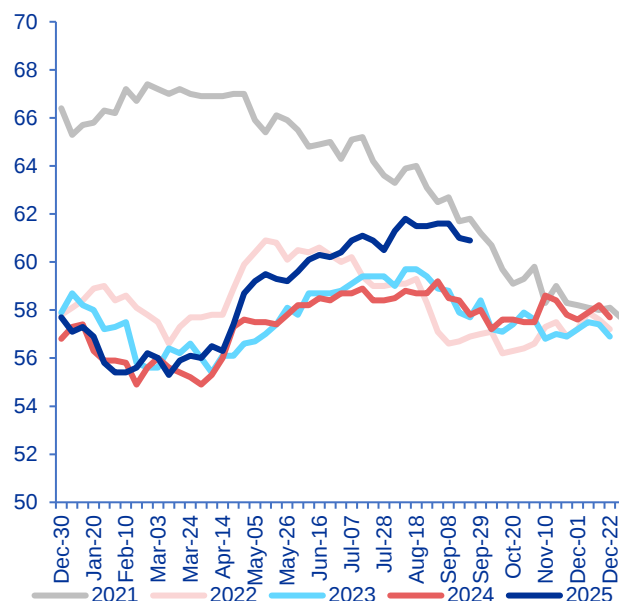
油价中枢回落后，2024 年中国已开启补库存节奏，2025 年补库存加速。仍存较大补库空间。根据 Kpler 数据统计，2024 年中国原油总库存增加 7400 万桶，或 8.2%。2025 年截至 9 月 26 日，中国总原油库存为 10.44 亿桶，较年初增加 6600 万桶。但从库容率统计看，2024 年底库容率为 57.7%，较年初增长 0.5pct；2025 年最新的库容率水平为 61%，较年初已提升 3.2pct，从库容率角度看，2025 年累库有加速的趋势。较历史最高的库容率水平看（2020 年 9 月 25 日的 69.7%），目前仍存在接近 8.8%的库容率补充空间，接近 1 亿桶。

图 16: 中国原油总库存 (百万桶)



资料来源: Kpler, 申万宏源研究

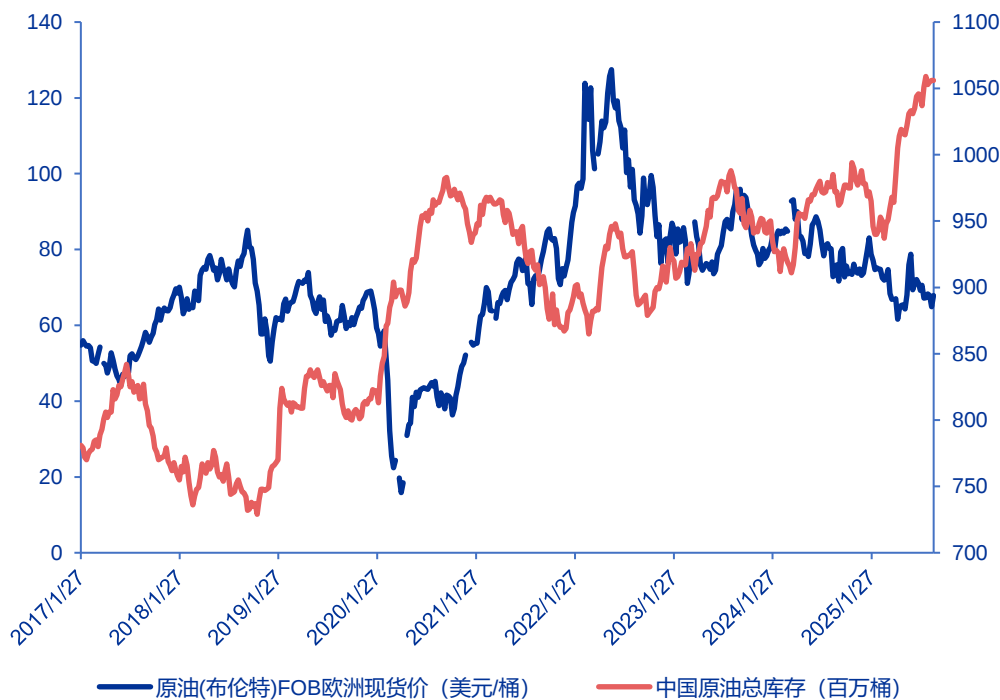
图 17: 中国原油总库存库容率 (%)



资料来源: Kpler, 申万宏源研究

从油价和库存数据的对比, 明显的累库趋势往往发生在油价下行阶段或者低油价时期。现阶段 OPEC+ 的增产政策有利于维持低油价区间, 支持持续补库需求的释放。

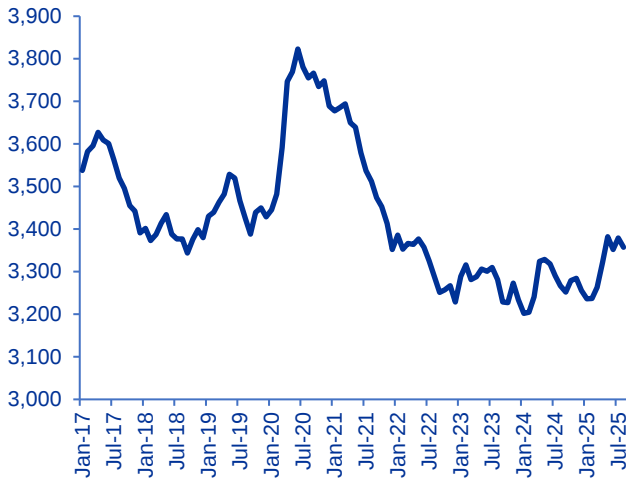
图 18: 中国原油总库存 vs 原油价格



资料来源: Kpler, Wind, 申万宏源研究

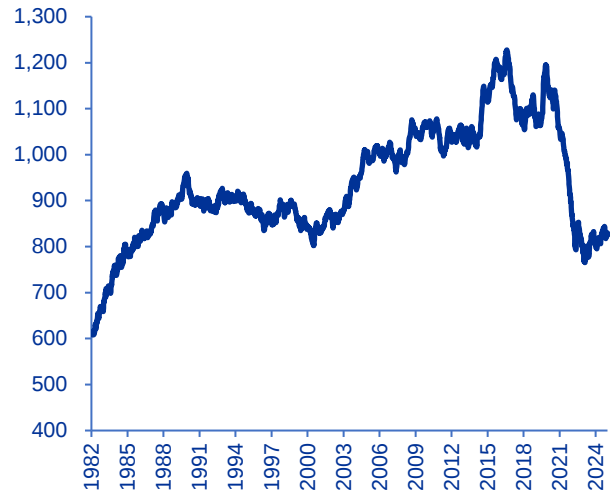
全球原油总库存仍处于低位, 日韩、欧美等国家仍具备较大的补库存空间。**全球原油总库存较近年高点仍有 . 亿桶空间。**

图 19: 全球原油总库存 (百万桶)



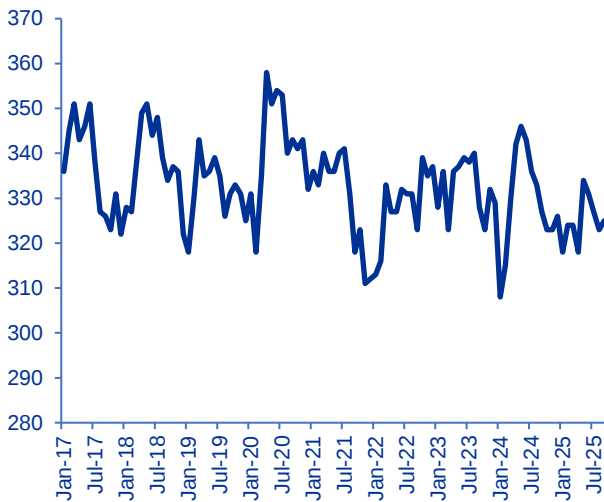
资料来源: Kpler, 申万宏源研究

图 20: 美国原油总库存 (商业&战略库存, 百万桶)



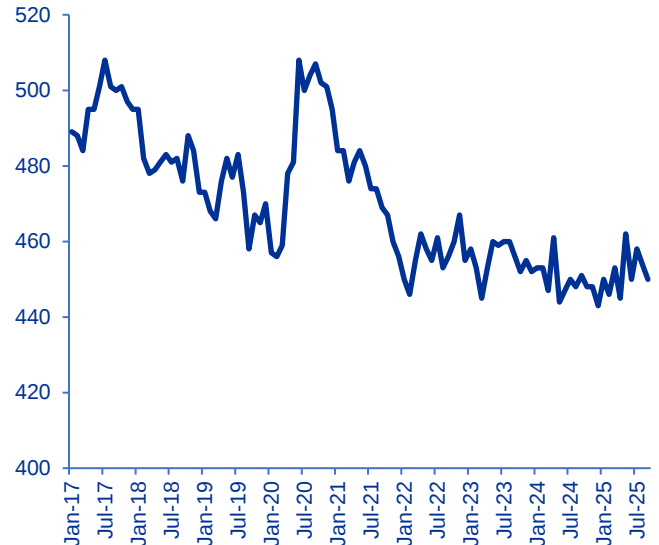
资料来源: EIA (美国能源署), 申万宏源研究

图 21: 欧洲原油总库存 (百万桶)



资料来源: Kpler, 申万宏源研究

图 22: 日韩原油总库存 (百万桶)

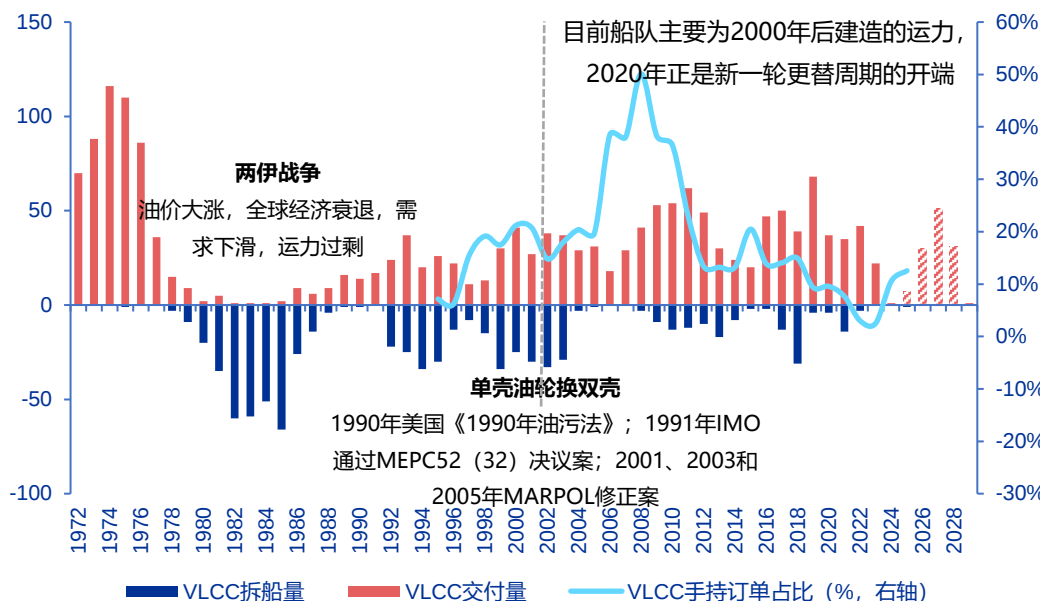


资料来源: Kpler, 申万宏源研究

2.2 供给约束确定性较强

截至 2025 年 10 月初, VLCC 手持订单占比约 12.55%, 处于历史 31%分位点, 历史较低位置。但历史上油轮经历过 1980-1988 年 (因两伊战争导致油价大涨, 全球经济衰退) 以及 1990-2005 年 (单壳油轮淘汰) 两次运力集中出清后, 历时 15 年尚未出现明显的运力退出。目前运力主要集中在 2000 年后建造的船舶, 2020 年后正是新一轮运力更替周期。

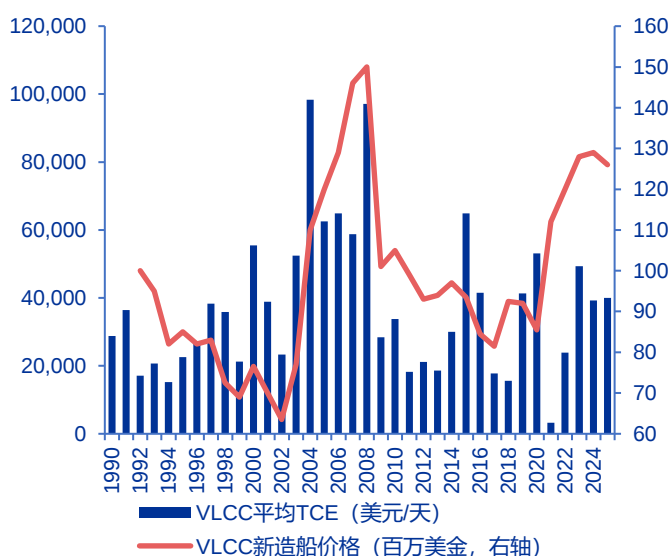
图 23: VLCC 历年拆解、交付以及手持订单占比 (艘/%, 数据截至 2025 年 10 月初)



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

但是从新造船角度看，一方面受到船厂产能受限的约束，目前全球船厂的手持订单覆盖率仍维持在 3.9 年左右，仅次于 2006-2009 年上一轮造船高峰时期，并在这一水平维持了接近 3 年左右。另一方面，新造船价格与运价趋势的分化，导致新造船投资回报率降低，船东面对高造价、绿色科技路线的不明确等因素，造船意愿偏谨慎。目前手持订单占比仍低于老龄船占比，体现了目前的订单仍以更替需求为主。

图 24: VLCC 运价 vs 船价



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

图 25: 船厂手持订单覆盖率 (年)

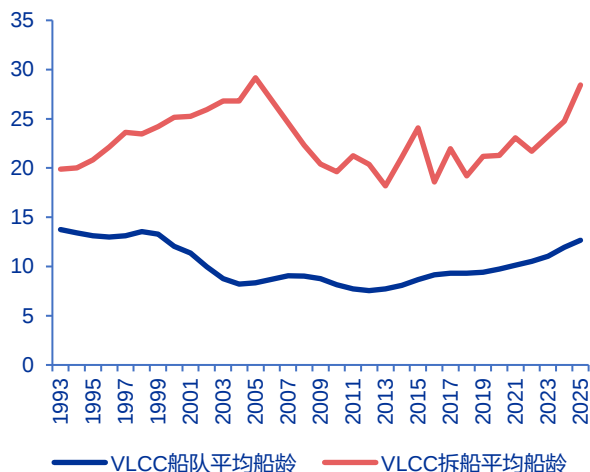


资料来源：Clarksons，申万宏源研究

25 年以上船龄有效运力低下。根据 2017-2023 年 VLCC 油轮各个船龄的平均单船年度吨海里完成量，会随着船龄增加而下降。按历年完成吨海里最高的船龄船队为 100%效率进行这算，- 年船龄的船队效率最高接近 %左右，而 年以上船龄的船队效率仅为

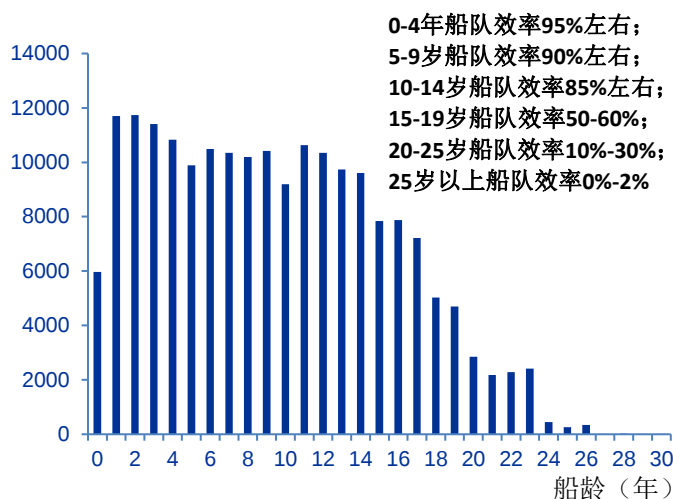
0%-2%。这意味着 25 年以上船龄的船队的有效经营效率接近于 0，即使没有拆解，也几乎无法提供有效运输。

图 26: VLCC 平均船龄&拆船船龄 (年)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

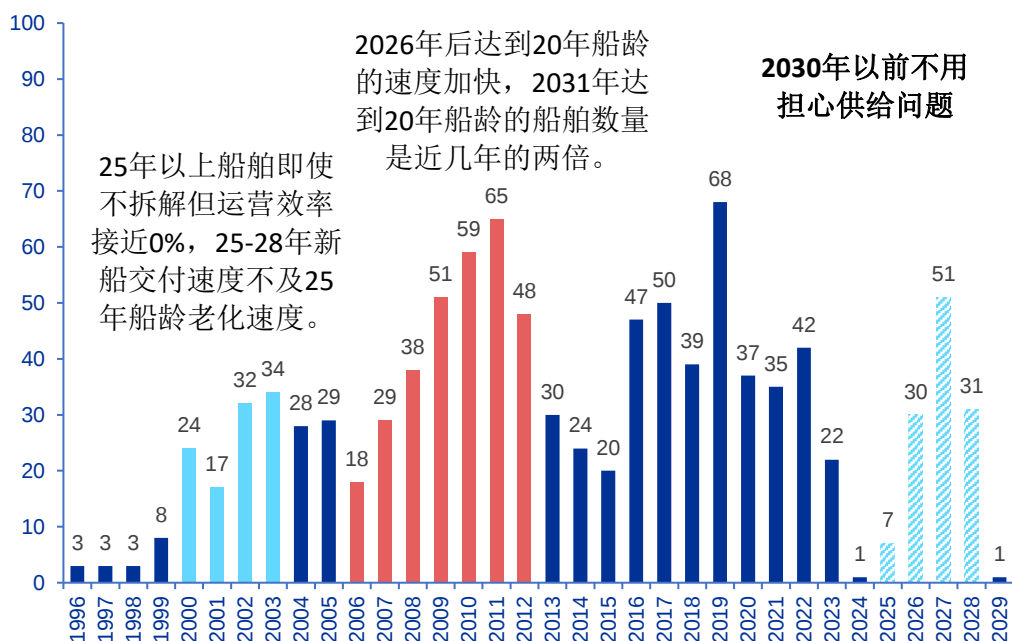
图 27: 2017-2023 年 VLCC 各船龄单船年吨海里 (百万吨海里)



资料来源: Clarksons, Kpler, 申万宏源研究

2030 年以前不用担心供给问题。考虑到老龄船运营效率在 15 年后明显加速下滑，25 年以上即使不拆解，其有效运力贡献有限。同时，自 2026 年开始的 7 年左右，步入 20 年船龄的船舶数量是空前的，最高点（2031 年）将超过 2025 年数量的两倍。老龄化的加速，导致市场有效运力将持续偏紧，2030 年前供给端约束确定性较高。

图 28: VLCC 船队船龄分布 (艘, 数据截至 2025 年 10 月初)



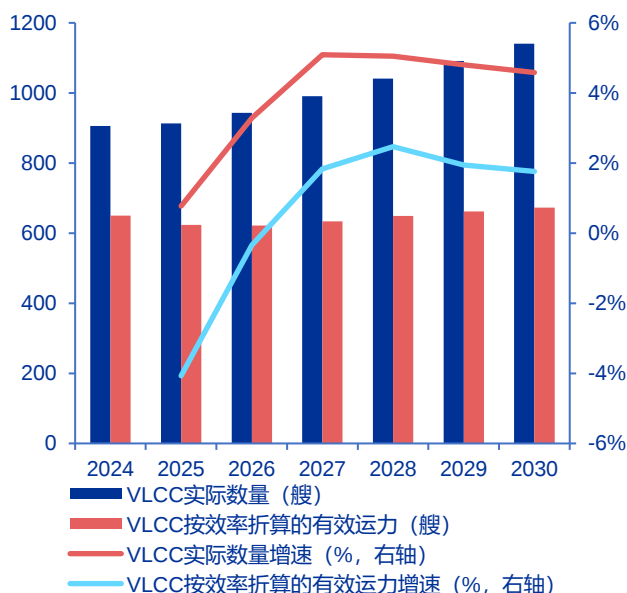
资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

假设按前文统计的不同船龄的船舶效率进行折算，可以推演 2025-2030 年有效运力供给。核心假设：①不考虑船舶退出；②各船龄段的效率假设为：0-4 岁为 95%；5-9 岁为 90%；10-14 岁为 85%；15-19 岁为 60%；20-24 岁为 20%；25 岁以上为 2%。

目前 2026-2027 年逐年交付的订单相对确定，分别为 30 和 48 艘，2028-2030 年的新交付运力做两种假设：①悲观情境假设：每年交付 50 艘（按目前船厂产能计算的最大交付量）；②中性情境假设：每年交付 30 艘（2028 年目前的交付量）。

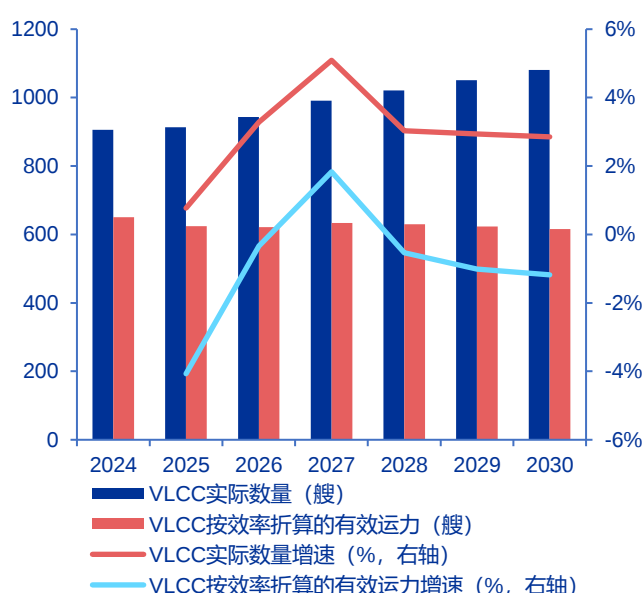
从测算结果显示，2026-2027 年按目前交付量计算的实际运力增速分别为 3.3%和 5.1%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.3%和 1.8%。2028-2030 年在每年交付 50 艘船舶的假设下，实际船队增速分别为 5.0%、4.8%和 4.6%，按船队船龄效率折算后的增速分别为 2.5%、1.9%和 1.8%。在每年交付 30 艘船舶的假设下，实际船队增速分别为 3.0%、2.9%和 2.9%，按船队船龄效率折算后的增速分别为-0.5%、-1.0%和-1.2%。

图 29：假设逐年交付 50 艘情境下的船队增速对比



资料来源：Clarksons, Kpler, 申万宏源研究

图 30：假设逐年交付 30 艘情境下的船队增速对比



资料来源：Clarksons, Kpler, 申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

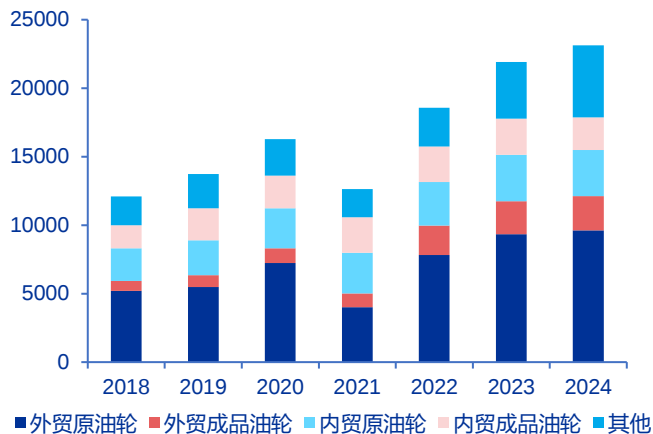
3.1 主营业务介绍

从公司主营业务类型看，主要包含外贸业务、内贸业务及其他业务（LNG 船业务、船舶租赁业务、化学品及 LPG 业务）。

外贸业务提供利润弹性。外贸油轮业务顺航运周期波动，例如 2015 及 2020 年，原油轮 TCE 超过 4 万美元/天水平，公司外贸油轮船队的毛利贡献率分别为 52%和 44%，2021 年市场 TCE 跌为负值，外贸业务毛利亦跌为负值。

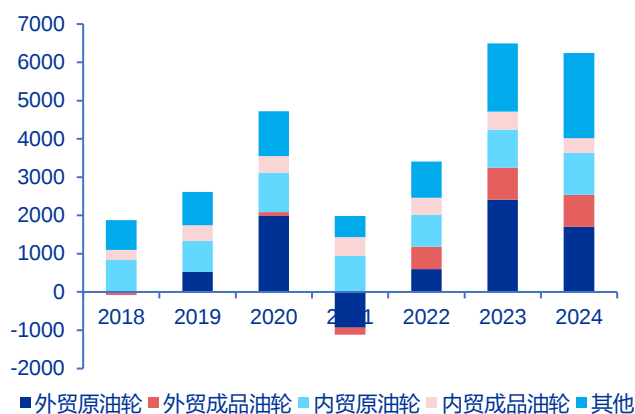
内贸和 LNG 船业务提供利润稳性。自公司 2019 年以来，内贸业务（内贸原油油轮以及内贸成品油轮）稳定贡献 50-60 亿元营收，12-15 亿元的毛利。LNG 船通过锁定长协，每年也贡献相对稳定利润。

图 31：中远海能历年营收，按业务划分（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 32：中远海能历年毛利，按业务划分（百万元）

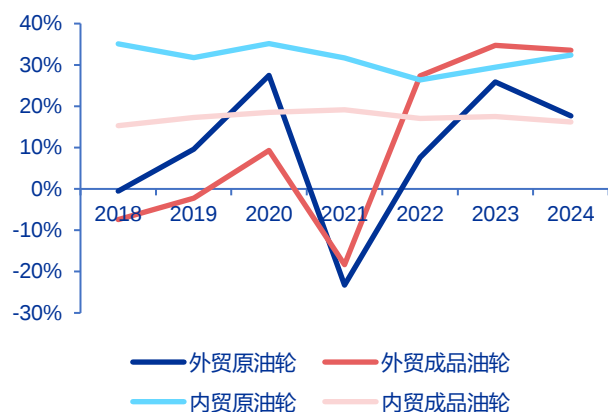


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.1.1 公司弹性收益部分——外贸油轮

外贸油轮船队的利润随市场日租金波动而波动。外贸业务毛利率随周期波动，核心变量为即期运价。从公司税前利润的计算出发，公司税前利润=（即期日租金-单日运营成本）*运营天数。由于单日运营成本相对稳定，公司利润随着即期日租金的波动而波动。即期日租金超过单日运营成本后均为公司利润，因而顺周期时日租金上涨易带来超额利润。

图 33：中远海能历年毛利率，按业务划分（%）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 34：VLCC 日租金（美元/天）vs 公司净利润（百万元）

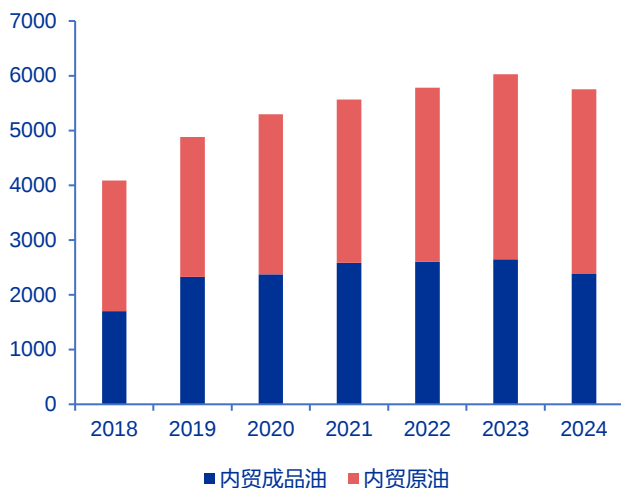


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.1.2 公司稳定收益部分——内贸油运

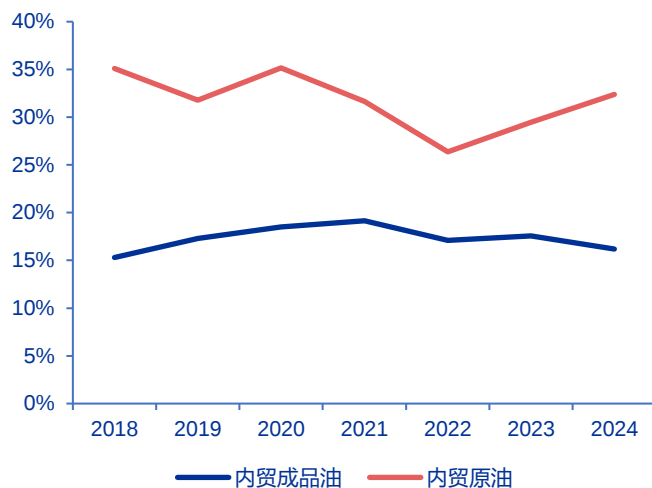
内贸业务毛利率表现稳定。内贸原油轮业务毛利率近些年维持在 25%-30%，内贸成品油轮业务毛利率稳定在 % 左右。

图 35：内贸油运营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 36：内贸油运毛利率（%）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.1.3 公司稳定收益部分——LNG 船

LNG 船的经营多以 10-15 年长协为主，长协期间锁定租约价格，为公司每年贡献稳定收益。2024 年公司 LNG 船贡献归母净利润 8.11 亿元，根据公司 LNG 船的股权比重进行加权，估算约 16 艘 LNG 船，则单船每年贡献约 5000 万元利润。

图 37：中远海能 LNG 船队（截至到 2025 年 4 月）

LNG 运输船队¹

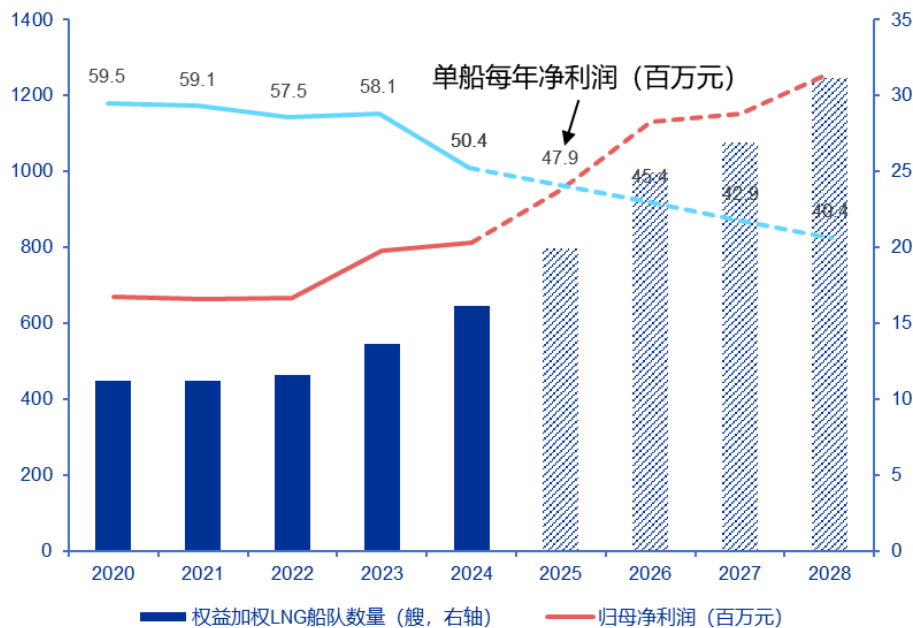
截至 2025 年 4 月初

所属平台	项目名称	运营中		待交付			持股比例
		艘数	舱容 (万立方米)	艘数	预计交付时间	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	2	35	4	2025-2026	70	上海 LNG 25%
	卡塔尔能源公司 LNG 运输项目	4	70	3	2027	52	上海 LNG 50%
	LNG 二号项目			3	待定	52	上海 LNG 50%
	中石化油 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%
CLNG	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%
	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		51	859	36		646	

资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

截至 2025 年 4 月，公司在营 LNG 船 51 艘，在建 36 艘，预计在 2025-2028 年间陆续交付。根据预计交付时间和股权比重，到 2028 年公司股权加权后的船队规模将达到 31 艘，较现在的规模接近翻倍。假设考虑到高油价带来单船净利润逐年下滑，但船队的快速增长仍有望为公司带来净利润持续攀升。

图：中远海能 LNG 船队盈利情况



资料来源：公司公告，Clarksons，申万宏源研究

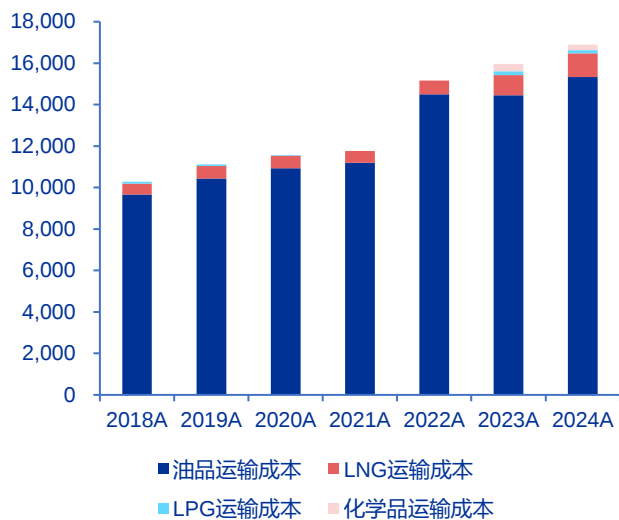
3.1.4 成本

成本端，按业务划分看，油运运输成本占大部分，历年来占比达到 90%-95%；其次为 LNG 运输成本，占比在 5%-7%之间，近年来随着并表船舶的增加而略有抬升；2024 年并表的 LPG 船和化学品船的成本占比在 3%左右。

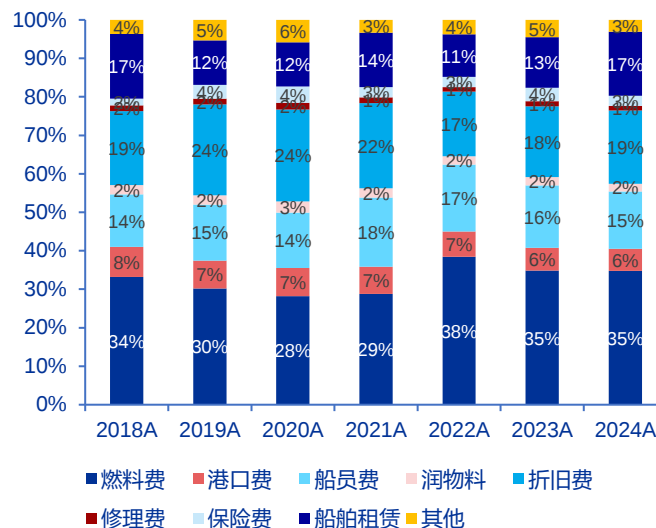
油运的成本主要包含三部分：①变动成本，燃油及港口使费，该部分燃油成本占总成本的比重 30%-35%左右，会随着油价的波动而波动。②日常运营成本，包含船员薪资、物料备件、保险费、维修费等。该部分成本较为稳定，其中船员薪资，因船舶的配员固定，船员年薪可以借鉴中国 CPI 增速；物料备件、保险费的单船成本相对稳定，总成本挂钩船队数量；维修费，主要与船舶特检时间有关，按每 5 年/2.5 年需要特检的船舶数量进行计算。③船舶折旧成本，与船队数量以及船舶购入时的价格有关，波动较小。④船舶租赁成本及其他。日常运营成本和船舶折旧成本整体相对稳定，且为相对固定的成本（并不会因船舶闲置或处于非运营状态而消失）。

图 39：中远海能营业成本按业务划分（百万元）

图 40：中远海能油运营业成本分布（%）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.1.5 营收核算的核心变量

根据收入成本的拆分，我们可总结：

收入=外贸油运+内贸油运+LNG 船+其他。

其中内贸油运和 LNG 船的单船收入较为平稳，计算方法为：

内贸油运=单船收益 × 船舶数量；

LNG 船运输 = 单船收益 × 船舶数量

外贸油运为主要收益波动成分，也是营收计算的主要部分，其计算方式：

营业收入= 单吨运费 × 单航次载货量 × 一年完成航次数量 × 船舶数量

成本端，内贸油运和 LNG 运输，按稳定的毛利率进行倒算，外贸油运成本的计算：

营业成本=燃油港口成本+日常运营成本+船舶折旧+其他

因此，内贸油运和 LNG 船可通过收入和假设毛利率的方式进行计算，外贸油运的利润的计算：

营业收入=单吨运费 × 单航次载货量 × 一年完成航次数量 × 船舶数量；

营业成本=燃油港口成本+日常运营成本+船舶折旧+其他

毛利=营业收入-营业成本

在总收入成本计算中，核心的测算变量为**单吨运费、单船年航次数量、燃油价格**等。其中单吨运费可以与 **TCE 日租金**进行换算。

3.2 盈利预测

核心假设-营收

运价：

① 从油运基本面角度, 2025-2027 年有效运力供给增速分别为-4.1%、-0.3%、+1.8%; 2025-2028 年油运需求跟随全球原油产量增速, 我们预计分别为 2.3%、1.4%和 1% 左右, 供需增速差分别为-6.4%、-1.7%和 0.8%, 在此前提结论下, 我们预计 VLCC 运价中枢将分别为 50000 美元/天、60000 美元/天、58000 美元/天。

② LNG 船根据权益船队数量和单船收入进行计算。

预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 244.85 亿元、267.25 亿元、272.33 亿元, 同比分别增长 5.8%、9.1%、1.9%。

表 5：中远海能营业收入预测

百万元	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VLCC 行业供给增速 (%)					-4.1%	-0.3%	1.8%
VLCC 行业需求增速 (%)					2.3%	1.4%	1.0%
控制 VLCC 运力 (艘)	49	47	46	45	44	44	45
y-o-y (%)		-4.1%	-2.1%	-2.2%	-2.2%	0.0%	2.3%
VLCC-TCE (美元/天)	7,021	32,687	49,376	39,239	50,000	60,000	58,000
y-o-y (%)		365.6%	51.1%	-20.5%	27.4%	20.0%	-3.3%
外贸 LNG 运输	1231	1319	1821	2229	2488	2939	3037
外贸油品船舶租赁	734	1394	2171	2396	2876	3451	4141
外贸成品油	1005	2144	2409	2494	2171	2060	2045
外贸原油	4004	7816	9344	9617	10578	11757	11491
内贸油品船舶租赁	105	108	140	125	100	100	101
内贸成品油	2587	2601	2649	2380	2380	2524	2524
内贸原油	2978	3183	3379	3372	3373	3373	3373
其他业务	0	0	0	520	520	520	520
营业收入 (百万元)	12645	18567	21912	23133	24485	26725	27233
y-o-y (%)		46.83%	18.02%	5.57%	5.84%	9.14%	1.90%

资料来源：Wind, Clarksons, 申万宏源研究

核心假设-成本

① 船舶燃油成本, 与航油量以及油价有关, 假设燃料油价格 2025-2027 年分别-2%, -2%和-2%; 耗油量根据船舶数量、单船每年完成航次数量以及各船型单日油耗计算得到。

② 折旧成本参考历史折旧率进行计算;

③ 船舶维修费用, 公司船队历年达到特检年份的船舶数量以及单船维修成本计算;

④ 船员薪资, 考虑到船舶配员数量固定, 其计算与单人年薪以及船舶数量有关;

⑤ 船舶租赁成本，通过公司租入船舶以及租船租金进行计算；

⑥ 港口使费、保险费、物料备件成本参考历史水平，维持稳定；

预计公司 2024 年-2026 年营业成本可达到 178.25 亿元、183.88 亿元、190.64 亿元，同比分别+5.5%、+3.2%、+3.7%。

表 6：中远海能营业收入预测

百万元	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
外贸 LNG 运输	580	663	962	1154	1296	1525	1690
外贸油品船舶租赁	856	1117	1275	1349	2604	3061	3218
外贸成品油	1189	1558	1572	1657	1934	1974	2035
外贸原油	4936	7220	6929	7916	7091	6806	6970
内贸油品船舶租赁	85	100	112	125	97	99	102
内贸成品油	2091	2157	2184	1995	1995	1995	1995
内贸原油	2035	2344	2384	2280	2394	2514	2640
其他业务	0	0	0	415	415	415	415
营业成本 (百万元)	11773	15158	15417	16890	17825	18388	19064
y-o-y (%)		28.76%	1.71%	9.55%	5.54%	3.16%	3.68%

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们预测公司 2025-2027 年毛利分别为 66.60、83.36、81.68 亿元，毛利率分别为 27.2%、31.2%、30.0%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 44.62、58.03 和 57.57 亿元，分别同比+10.5%、+30.1%和-0.8%。

表 7：中远海能净利润预测

百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
外贸 LNG 运输	652	656	859	1076	1192	1414	1347
外贸油品船舶租赁	-122	278	896	1047	272	390	923
外贸成品油	-184	586	837	837	238	86	10
外贸原油	-932	596	2415	1701	3487	4951	4521
内贸油品船舶租赁	20	9	28	0	3	1	-1
内贸成品油	495	444	465	385	385	530	530
内贸原油	943	839	995	1092	979	859	734
其他业务	0	0	0	105	105	105	105
毛利	872	3409	6495	6243	6660	8336	8168
毛利率 (%)	6.9%	18.4%	29.6%	27.0%	27.2%	31.2%	30.0%
归母净利润	-4985	1461	3379	4038	4462	5803	5757
y-o-y (%)			131.3%	19.5%	10.5%	30.1%	-0.8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 公司估值

3.3.1 重置成本法定公司合理价值，低于同行存在补涨空间

油轮船东公司作为重资产公司，最核心的资产便是船舶。而船舶的二手船交易市场灵活且呈现较为明显的周期性，因此在周期波动中我们可以根据市场实时的二手船价格将公司的船队价值进行重估，从而得到公司在当下周期位置的重置净资产价值。

另外，重置成本法还可以反映船队结构和质量、航运公司经营业务的差异、公司负债情况以及期租船队比例等情况，相较于同一个市场的标的套用同一个 PB 位置来的更加合理。

对船东公司的重置成本估算主要包含以下步骤：

1、船舶价值估算

由于油轮的二手船交易较为活跃，市场存在第三方机构披露的高频二手船价格跟踪，主要分为各个船型的 5 年船龄、10 年船龄、15 年船龄等。因此，我们将各个船型当下的二手船价格进行统计，根据船舶的船龄落在的区间进行线性处理。示例：

中远海能的“Coshonour Lake”号 VLCC 油轮，为 2017 年 9 月建造，目前已 8.08 年船龄，落在 5-10 年区间中。而最新的 VLCC 油轮 5 年船龄二手船价为 1.18 亿美元，10 年船龄的二手船价格为 8800 万美元。这意味着 5 年的折价为 3000 万美元。而“Coshonour Lake”号油轮 8.08 年船龄则在 5 年船龄基础上折价 3.08 年，即 1848 万美元。则当下“Coshonour Lake”号油轮的船舶价值估算为 9952 万美元。

2、重估公司船队资产价值

将公司船队所有船舶逐一进行价值重估，得到公司整个船队重估后的资产价值。

通过计算，我们得到中远海能所有并表船队（部分 LNG 船不并表则不计入公司固定资产价值，另外租入船舶也不计入）的总价值为 93.32 亿美元，按 7.2 美元兑人民币汇率进行折算，则价值 671.89 亿人民币。

3、计算公司重置成本

根据公司 2025 年中报显示，公司船舶固定资产价值为 465.63 亿元，对比我们计算得到的当下船舶资产价值 671.89 亿元，船队的资产溢价为 206.26 亿元。

综合考虑公司的资产和负债情况，公司 2025 年中期的所有者权益为 398.04 亿元，加上船队资产溢价并扣除少数股东权益后，得到公司重置成本为 554.30 亿元。

表 8：中远海能重置成本

项目	金额，亿元	备注
固定资产（船）	465.63	2025 年中报
船舶资产重估	671.89	2025 年 10 月核算
船舶资产溢价	.	
所有者权益	398.04	2025 年中报

少数股东船舶资产	83.74
少数股东权益	31.09
所有者权益重置成本	554.30

资料来源：Wind，申万宏源研究

5、同类型公司重置成本估值比较

从行业角度，选取中远海能（A 股）、招商轮船、招商南油进行同业可比。中远海能（H）目前的市值比重置成本比值为 0.73，低于招商南油的 1.16 倍，中远海能（A）的 1.04 倍以及招商南油的 1.15 倍。对标可比公司，中远海能均具备较大的补涨空间。另外，随着运价的改善，船价有望进一步提升，公司重置成本仍有上升空间。

表 9：油轮标的船队及重置成本（亿元）

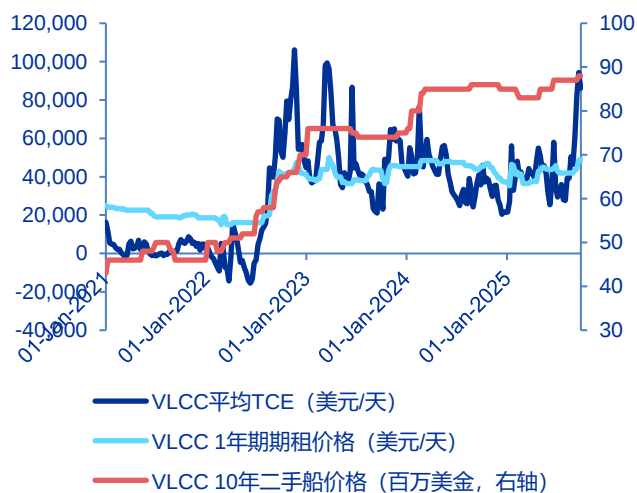
	船队数量 (艘)	船队结构	二手船总市值	公司重置成本	公司市值	市值/NAV
中远海能（H 股）	157	Crude+Product	672	554	407	0.73
中远海能（A 股）					578	1.04
招商轮船	59	VLCC+Afra	585	607	702	1.16
招商南油	63	MR	79	132	152	1.15

资料来源：Wind，公司官网，Clarksons，申万宏源研究

美元兑人民币汇率：7.2，船价数据为克拉克森研究 10 月 10 日数据，公司市值数据截止至 2025 年 10 月 17 日

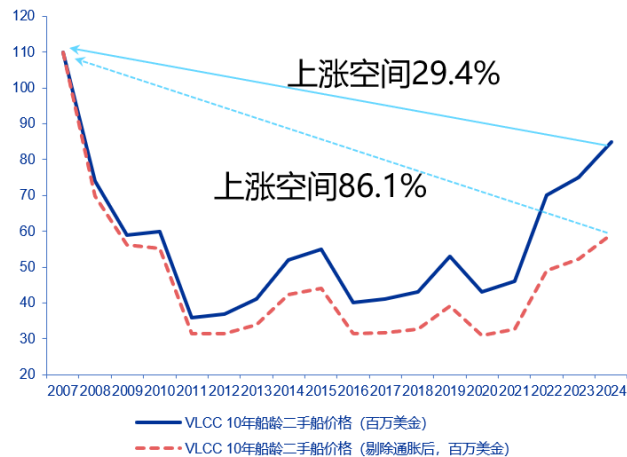
中长期定价看重置成本的抬升，核心变量是船价和期租租金价格。今年 8-10 月即期运价的超预期表现尚未明显反馈到船舶期租价格和二手船价格的上涨中，若即期运价持续超预期，市场信心进一步得到提升将推动期租价格和二手船船舶价格。则将看到公司船舶资产价值也将得到同步抬升。未来公司重置成本的抬升弹性将来自：①即期运价走强后增厚公司业绩，公司权益抬升；②二手船价格抬升带来船舶资产价值抬升。从二手船价格看，本轮船价上涨若是对标历史高点，则仍有接近 30% 上升空间；若是剔除通胀后的船舶价格，则仍有 85% 以上的提升空间。

图 41：VLCC 即期运价、期租租金以及二手船价格



资料来源：Clarksons，Wind，申万宏源研究

图 42：VLCC 10 年船龄二手船价格（百万美元）



资料来源：Clarksons，Wind，申万宏源研究

公司截至年中的权益数据计算得到的重置成本为 554 亿元，按我们预计的 2025 年公司归母净利润 44.62 亿元，则公司下半年盈利预计 25.7 亿元，则公司年底的重置成本预估将接近 580 亿元；假设船价上涨 10%，则公司重置成本将增厚至 605 亿元；若假设船价上涨 86%，则公司重置成本将增厚至 1052 亿元。

若对标招商轮船 1.16 倍 P/NAV，则公司目前上涨空间为 58%；在 25 年底、船价上涨 10%、船价上涨 86% 三种假设下公司的上涨空间分别为 65%、72% 和 200%。首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

全球宏观经济衰退：全球经济衰退拖累贸易运输，导致运价下行。

地缘冲突：俄乌停火若欧洲重新买俄油，则有利于 VLCC 市场需求，但不利于中小型油轮需求；红海恢复航行。

OPEC 等产油国政策变化：若出现超预期减产，则有可能导致原油供应减少，运输需求下滑。

新造船订单大量释放：新造船超预期下订单，手持订单占比过高引发市场对供给的担忧

合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,553	23,133	24,485	26,725	27,233
主营收入	22,553	23,133	24,485	26,725	27,233
营业成本	-15,966	-16,890	-17,825	-18,388	-19,064
销售和管理费用	-1,080	-1,211	-1,266	-1,356	-1,405
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	887	610	646	705	718
财务费用	-1,470	-1,408	4,609	3,500	4,000
投资收益	1,188	1,173	1,244	1,435	1,647
资产减值损失	-1,211	4	0	0	0
其他非经常性损益	-111	-168	-107	-129	-135
除税前利润	4,791	5,243	5,662	7,325	7,184
所得税	-1,094	-857	-849	-1,172	-1,078
净利润	3,697	4,387	4,812	6,153	6,107
少数股东损益及其他	318	348	350	350	350
归属普通股股东净利润	3,379	4,038	4,462	5,803	5,757

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,716	9,536	17,840	21,263	23,270
现金及等价物	5,750	5,662	13,977	17,357	19,324
应收款项	1,229	1,635	1,702	1,750	1,761
存货净额	1,161	1,334	1,255	1,251	1,279
其他流动资产	1,577	905	905	905	905
非流动资产	63,714	71,507	76,556	80,748	87,096
长期投资	10,466	13,170	15,170	17,170	19,170
固定资产	51,047	54,512	57,562	59,753	64,101
投资物业	2	2	0	0	0
无形资产及商誉	827	1,020	935	935	935
其他非流动资产	1,371	2,802	2,802	2,802	2,802
资产总计	73,430	81,042	94,396	102,011	110,366
流动负债	8,969	10,220	8,004	8,003	9,001
短期借款	4,941	5,718	3,500	3,500	4,500
应付款项	3,610	3,918	3,919	3,918	3,917
其他流动负债	419	585	585	585	585
非流动负债	26,500	31,837	36,628	40,322	44,473
负债合计	35,468	42,057	44,632	48,325	53,474
股本	4,771	4,771	5,465	5,465	5,465
总储备	30,393	31,096	40,831	44,403	47,258
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	2,798	3,118	3,468	3,818	4,168
权益总额	37,962	38,985	49,765	53,687	56,892
负债和股东权益合计	73,430	81,042	94,396	102,011	110,366

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,697	4,387	4,812	6,153	6,107
加：折旧摊销减值			3,030	3,304	3,707
利息净支出			-4,609	-3,500	-4,000
投资损失			-1,244	-1,435	-1,647
营运资本变动			13	-45	-42
其他经营现金流			107	129	135
经营活动现金流	8,932	8,625	2,109	4,607	4,260
资本开支			-6,079	-5,496	-8,055
其它投资现金流			-	-	-

投资活动现金流	-4,806	-8,759	-6,942	-6,190	-8,543
支付股利和利息			2,590	1,269	1,098
其它融资现金流			10,559	3,694	5,151
融资活动现金流	-2,726	-102	13,149	4,963	6,249
净现金流	1,399	-236	8,316	3,380	1,967

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。