

2024年09月22日

买入 (首次覆盖)

证券分析师

孙延
S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现:



股价数据: 2024年09月20日

收盘价(元) 13.20
年内最高/最低(元) 18.40/11.56
总市值(亿元) 629.74

中远海能 (600026.SH)

——全球油气航运龙头，油运上行凸显价值

投资要点:

- **中远海能以VLCC为主的全球油轮龙头，也是世界主要LNG船东之一。**2016年重组后，公司专注油、气运输，其主营业务包括国际和中国沿海原油及成品油运输，以及国际LNG运输。公司外贸油运是其业绩弹性的主要来源，因此公司业绩和油运周期相关度极高。
- **原油运周期向上，成品油运景气依旧：原油油运需求量距双增、供给有限，市场景气度有望持续提升。**需求端：在中东出口-远东进口的原油贸易格局下，我们预计美洲持续增产以满足亚太需求增量将利好美洲-远东海运航线，该航线距离为中东-远东航线的2.6倍，对原油油轮需求量距双增；供给端：有限船厂产能被大量集装箱船订单挤占，我们预计原油油轮交付量在2024-25年非常有限，其中VLCC有限的新造船订单让船队规模青黄不接。**成品油东油西运利好需求，供给增量对冲船队更新，市场景气度仍处高位。**
- **投资建议：**中远海能是全球油、气运输龙头，拥有全球规模第一的油轮船队。在原油运周期向上，成品油运处于高位的背景下，我们预计2024-2026年油运市场景气度将持续上升，利好公司未来业绩。我们预计中远海能2024-2026年分别实现营业收入263.66、279.51与296.65亿元，实现归母净利润58.11、67.42与74.83亿元，当前股价对应的PE分别为10.84、8.92、8.04倍。考虑到市场景气度和公司业绩的持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**OPEC+减产超预期；地缘危机冲突；油轮订单超预期；政策性风险；全球经济大幅下滑；现金分红或不及预期。

盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,090.52	26,365.51	27,950.92	29,664.73
增长率(%)	18.40	19.35	6.01	6.13
归母净利润(百万元)	3,350.58	5,810.57	6,742.31	7,483.01
增长率(%)	129.95	73.42	16.04	10.99
摊薄每股收益(元)	0.70	1.22	1.41	1.57
ROE(%)	9.74	15.45	16.46	16.74
P/E	17.43	10.84	8.92	8.04
P/B	1.70	1.67	1.47	1.35
P/S	2.64	2.39	2.15	2.03

投资案件

投资评级与估值

中远海能是全球油、气运输龙头，拥有全球规模第一的油轮船队。在原油运周期向上，成品油运处于高位的背景下，我们预计 2024-2026 年油运市场景气度将持续上升，利好公司未来业绩。我们预计中远海能 2024-2026 年分别实现营业收入 263.66、279.51 与 296.65 亿元，实现归母净利润 58.11、67.42 与 74.83 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.84、8.92、8.04 倍。考虑到市场景气度和公司业绩的持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 油品运输业务：预计油品运输业务收入随着油运运价上升而稳步提升。预计 2024~2026 年油品运输业务收入分别为 244.36/260.14/274.76 亿元，同比增长 20.92%/6.46%/5.62%，归母净利润分别为 51.86/61.08/67.49 亿元，同比增长 81.37%/17.78%/10.50%。
- 2) LNG 运输业务：预计 2024~2026 年 LNG 运输业务收入分别为 18.39/18.58/21.11 亿元，同比增长 1.00%/1.00%/13.63%，归母净利润分别为 6.03/6.10/7.06 亿元，同比增长 28.18%/1.19%/15.72%。
- 3) 其他业务：预计 2024~2026 年其他业务收入分别为 0.91/0.80/0.78 亿元，同比下降 17.99%/12.24%/2.35%，归母净利润分别为 0.22/0.24/0.28 亿元，同比增长 4.68%/11.91%/13.76%。

投资逻辑要点

中远海能是全球油、气运输龙头，拥有全球规模第一的油轮船队。预计 2024-2026 年原油油运市场景气度持续向上，成品油市场仍处高位，有望推动公司业绩持续上行，享受周期上行红利。

核心风险提示

OPEC+减产超预期；地缘危机冲突；油轮订单超预期；政策性风险；全球经济大幅下滑；现金分红或不及预期。

目录

1. 全球油气航运龙头.....	6
2. 原油运周期向上，成品油运仍处高位.....	10
3. 盈利预测与投资建议.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司是以 VLCC 为主的全球油轮龙头	6
图表 2: 公司是全球主要 LNG 船东之一	6
图表 3: 2016 年以前散货+油双线发展, 规模持续加大	7
图表 4: 2016 年以前公司业务以干散货和油品运输为主	7
图表 5: 2016 年前公司业绩关联油散市场景气度	7
图表 6: 2016 年前公司业绩主要依靠干散货运输	7
图表 7: 2016 年起专注油、气运输 (单位: 万 DWT)	8
图表 8: 2016 年后公司外贸油运为业绩弹性主要来源	8
图表 9: 2016 年后公司业绩跟油运周期相关度极高	8
图表 10: 油轮 TCE 计算公式	9
图表 11: TCE 弹性大于运费	9
图表 12: 目前公司业绩弹性主要来自于主力船型 VLCC	9
图表 13: 2021 年后成本收入比有所控制	10
图表 14: 2019 年后公司财务费用率有所控制	10
图表 15: 产业链: 石油公司→油运公司→炼化厂, 公司的客户端相对集中	10
图表 16: 原油油轮船型可分为四类	11
图表 17: 原油运输主要以中东、美国为主的产油区运往东亚、美国、欧洲。	11
图表 18: 成品油轮船型可分为四类	11
图表 19: 成品油运输主要在区域市场, 亚欧各自形成相对独立市场	11
图表 20: BDTI 与 BCTI 市场周期相关性较高, 但 BDTI 波动幅度略大于 BCTI ...	12
图表 21: 预计原油油运需求量距双增、供给紧张, 市场景气度持续提升	12
图表 22: 新单有限或将导致 VLCC 船队规模持续收缩	13
图表 23: VLCC 在超过 15 年后, 运营效率将持续下降	13
图表 24: 全球原油供给逐年攀升, 供给旺季通常在 Q4	13
图表 25: 北美引领非欧佩克地区助力原油增产	13
图表 26: 全球原油需求将在 2029 年达峰	14
图表 27: 预计 2023-2030 年, 亚太将贡献全球原油需求主要增量	14

图表 28: 预计 2022-2026 年, 全球原油供给预计将持续增长	15
图表 29: 预计 2022-2026 年, 非 OPEC 预计贡献全球原油供给主要增量	15
图表 30: OPEC 历经减产及持续后, 或将于 2024Q4 开始逐渐释放自愿性减产....	15
图表 31: OPEC 自愿减产量占现阶段减产量不足四成, 远期仍有增产潜力	15
图表 32: 中东-亚洲为主的原油贸易格局预计保持, 美洲-亚太是核心增量	16
图表 33: 即期运价虽有波动, 远期供需差的持续扩大, 持续支撑期租租金处于 2017 年来高位.....	16
图表 34: 成品油东油西运利好需求, 供给增量对冲船队更新, 市场景气度仍处高位	17
图表 35: 美、欧炼厂产能逐步削减, 中东、亚洲炼厂产能增加	17
图表 36: 成品油轮船队更新缺口仍然可观	18
图表 37: 成品油轮环保压力较大, 预计被迫减速运营	18
图表 38: 中远海能估值模型核心假设	19
图表 39: 盈利预测摘要	20

1. 全球油气航运龙头

中远海能以 VLCC 为主的全球油轮龙头，也是世界主要 LNG 船东之一。公司的前身是上海海兴轮船股份有限公司，成立于 1994 年，是华东地区最大的煤炭、原油水路运输商。2016 年重组后，公司专注油、气运输，其主营业务包括国际和中国沿海原油及成品油运输，以及国际液化天然气运输，因此公司业绩和油运周期相关度极高。从公司分业务利润看，外贸油运是其业绩弹性的主要来源，内贸油运和 LNG 运输业务相对稳定。

图表 1：公司是以 VLCC 为主的全球油轮龙头

Top Oil Tanker Owners By Type

Top Oil Tanker Owners (by dwt capacity)	Oil Tanker Fleet, start Jul 2024										Total Fleet	
	VLCC		Suezmax		Aframax		Panamax		Handy			
	No.	m dwt	No.	m dwt	No.	m dwt	No.	m dwt	No.	m dwt	No.	m dwt
1 China COSCO Shipping	46	14.11	3	0.48	17	1.88	32	2.33	51	2.00	149	20.79
2 Fredriksten Group	42	12.83	30	4.72	25	2.78					97	20.13
3 China Merchants	52	16.10			6	0.65	2	0.15	47	2.05	107	18.95
4 Angelicoussis Group	38	12.09	14	2.20	1	0.11					53	14.41
5 Nat Iranian Tanker	38	11.76	7	1.13	5	0.50			3	0.11	53	13.50
6 Sinokor Merchant	25	7.65			22	2.49	4	0.30	56	2.79	107	13.23
7 Bahri	39	12.18							5	0.23	44	12.41
8 Dynacom	17	5.11	32	4.96			14	1.03	2	0.10	65	11.21
9 Petonas	13	3.97	19	2.90	24	2.67					56	9.54
10 Infi Seaways	13	3.92	13	2.06	5	0.57	7	0.52	40	2.00	78	9.04
11 Mitsui OSK Lines	23	7.08			4	0.43	5	0.38	21	0.91	53	8.80
12 Euronav NV	14	4.29	22	3.45					30	1.38	36	7.74
13 SCF Group			8	1.27	41	4.53	7	0.51	9	0.34	86	7.68
14 Tsakos Group	3	0.90	17	2.70	27	3.02	9	0.66			65	7.61
15 DHT Holdings	24	7.48									24	7.48
16 Scorpio Group					38	4.19			69	3.24	107	7.45
17 Nippon Yusen Kaisha	22	6.81							7	0.35	29	7.16
18 Thenamaris	8	2.46	8	1.27	20	2.24			11	0.54	47	6.51
19 SK Shipping	20	6.26							1	0.05	21	6.31
20 Cariff Marine	5	1.49	12	1.90	26	2.90					43	6.29
21 Minerva Marine	5	1.59	7	1.12	24	2.68			18	0.86	54	6.25
22 TOBI A/S			25	3.94	17	1.84	10	0.74	53	2.63	84	5.81
23 Teekay Corporation			9	1.42	7	0.80			14	0.64	42	5.78
24 Alpha Tankers	9	2.79	9	1.42	7	0.80					39	5.64
25 Marmaras Navigation	5	1.60	23	3.66	1	0.12					29	5.38
26 Navios Holdings	11	3.35			1	0.12	8	0.60	19	0.90	39	4.96
27 BW Group					6	0.66	24	1.80	51	2.49	81	4.95
28 Olympic Shpg & Mgmt	12	3.79	4	0.62	2	0.21					18	4.62
29 Kyklades Maritime	8	2.51	10	1.58	4	0.46					22	4.55
30 Capital Maritime	11	3.38			7	0.79			7	0.35	25	4.52
31 Kuwait Petroleum	11	3.50			3	0.33	2	0.14	8	0.38	24	4.35
32 Zodiac Maritime	6	1.89	5	0.79	12	1.37	1	0.07	4	0.19	28	4.32
33 Advantage Tankers	7	2.09	8	1.26	5	0.57	5	0.37			25	4.29
34 Asyad Shipping	12	3.73							12	0.56	24	4.29
35 Eastern Pacific Shpg			10	1.58	16	1.78			15	0.74	41	4.10
36 Shpg Corp of India	5	1.59	4	0.43	11	1.22	6	0.44	3	0.15	29	4.03
37 ADNOC	8	2.41			8	0.90	4	0.30			20	3.60
38 Knutsen NYK			16	2.46	7	0.82	2	0.12	2	0.07	27	3.47
39 HMM	11	3.30							2	0.10	13	3.40
40 Formosa Plastics					2	0.23			12	0.58	21	2.91
Others (1026)	338	103.8	355	56.7	734	80.4	312	22.7	1,954	79.1	3,695	341.6
Total	908	279.7	441	103.8	1,149	126.7	454	33.1	2,528	105.8	5,700	649.1

注：数据截至 2024 年 6 月

资料来源：克拉克森，华源证券研究

图表 2：公司是全球主要 LNG 船东之一

Table 102 Top LNG Carrier Owners

as at 1st March 2024

Owner Group	Fleet			Orderbook			Total Fleet and Orderbook	
	No.	,000 cu.m	Avg. Size (,000 cu.m)	No.	,000 cu.m	% of Fleet	No.	,000 cu.m
1 Mitsui OSK Lines	42	6,362.7	151.5	18	3,127.8	49%	60	9,490.5
2 Nakilat	43	8,987.2	209.0	2	348.0	4%	45	9,335.2
3 Nippon Yusen Kaisha	46	6,803.1	147.9	13	2,262.0	33%	59	9,065.1
4 Angelicoussis Group	41	6,842.5	166.9	12	2,088.0	31%	53	8,930.5
5 Knutsen OAS Shipping	28	4,263.5	152.3	16	2,784.0	65%	44	7,047.5
6 Seapeak	41	5,829.0	142.2	5	870.0	15%	46	6,699.0
7 QatarEnergy				32	5,568.0		32	5,568.0
8 Dynacom	20	3,425.0	171.2	9	1,800.0	53%	29	5,225.0
9 GasLog	26	4,353.8	167.5	4	696.0	16%	30	5,049.8
10 BW Group	25	4,012.7	160.5	4	696.0	17%	29	4,708.7
11 Petonas	30	3,846.2	128.2	2	348.0	9%	32	4,194.2
12 Cariff Marine	17	2,848.5	167.6	7	1,218.0	43%	24	4,066.5
13 Celsius Shipping	7	1,260.3	180.0	13	2,340.0	186%	20	3,600.3
14 Capital Maritime	12	1,978.9	164.9	9	1,566.0	79%	21	3,544.9
15 China COSCO Shipping	10	1,749.6	174.3	9	1,549.4	90%	19	3,312.0
16 H-Line Shipping	7	1,067.5	152.5	10	1,740.0	163%	17	2,807.5
17 Oceonix Services Ltd	2	348.0	174.0	14	2,436.0	700%	16	2,784.0
18 Hyundai LNG Shipping	12	1,643.4	136.9	6	1,044.0	64%	18	2,687.4
19 SK Shipping	11	1,748.3	158.9	5	870.0	50%	16	2,618.3
20 K-Line	15	2,109.6	140.6	2	348.0	17%	17	2,457.6
21 H-Line/Pan Ocean/SK				13	2,262.0		13	2,262.0
22 Eastern Pacific Shpg	11	1,812.6	164.8	2	348.0	19%	13	2,160.6
23 NYK-Line MISC CLNG				12	2,088.0		12	2,088.0
24 ADNOC	7	956.5	136.6	6	1,050.0	110%	13	2,006.5
25 Leif Hoegh & Co	12	1,935.3	161.3				12	1,935.3
26 Fredriksten Group	11	1,911.1	173.7				11	1,911.1
27 Nigeria LNG	12	1,892.8	157.7				12	1,892.8
28 MOL & CSLNG JV				10	1,740.0		10	1,740.0
29 Nakilat JC	8	1,698.0	212.2				8	1,698.0
30 Accelerate Energy	10	1,515.5	151.5	1	170.0	11%	11	1,685.5
Others (109)	254	32,673.8	128.6	95	14,965.5	46%	349	47,639.3
Grand Total	760	113,888.6	150	331	56,362.7	50%	1,091	170,231.3

Note: Data based on owner group, ranked by cum of total fleet and orderbook. Company/owner/manager intended to show the primary reference company, defined as the company with the main commercial responsibility for the ship.

注：数据截至 2024 年 3 月

资料来源：克拉克森，华源证券研究

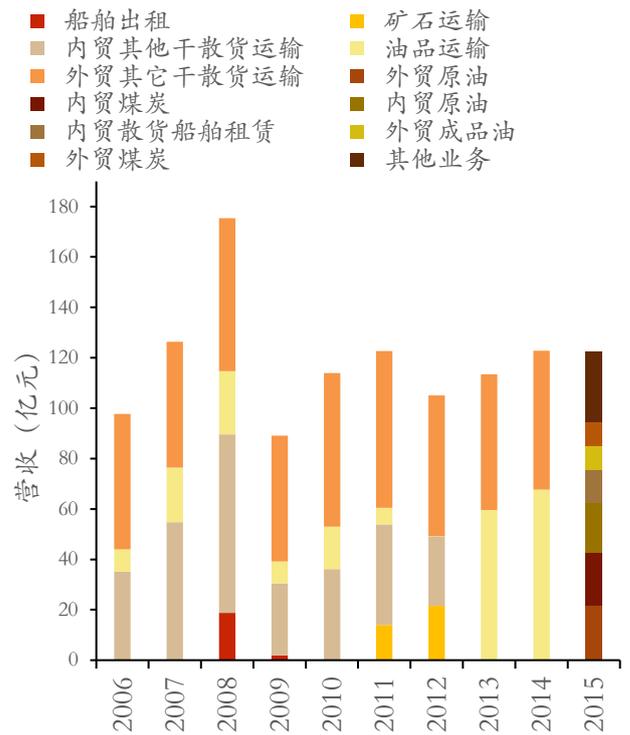
2006-2015 年，公司处于多元化扩张期，公司持续地进行老旧和小型的船只替换。且这段时间内公司的业绩受散货运和油运双重周期影响，所以自 2008 年后，公司业绩持续处于低迷状态。

图表 3: 2016 年以前散货+油双线发展, 规模持续加大

		艘数	载重吨	单船载重吨	平均船龄(年)
2006	油轮	69	340	4.93	
	散货轮	100	355	3.55	
2008	油轮	57	362.24	6.36	9.96
	散货轮	110	398.06	3.62	20.39
2009	油轮	63	509	8.08	8.9
	散货轮	101	380	3.76	19.8
2010	油轮	69	638.7	9.26	8
	散货轮	107	497.9	4.65	17.7
2011	油轮	72	685	9.51	8.5
	散货轮	117	640	5.47	15.7
2013	油轮	133	973.9	7.32	
	散货轮	74	733.7	9.91	
2014	油轮	67	746.18	11.14	
	散货轮	127	1020.01	8.03	
2015	油轮	66	744.9	11.29	7
	散货轮	100	939.8	9.40	5.1

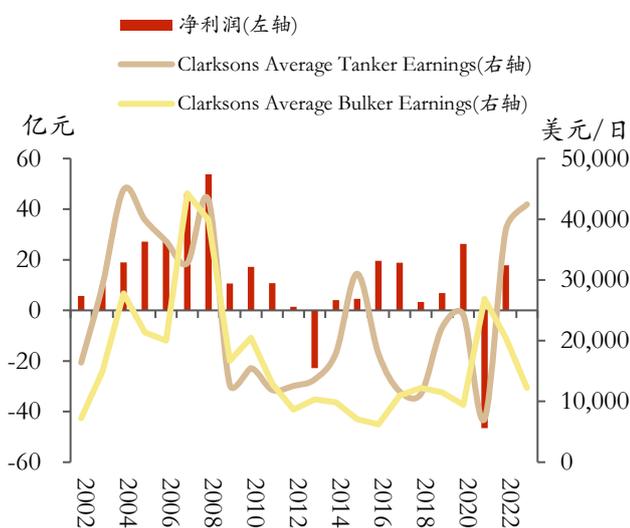
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图表 4: 2016 年以前公司业务以干散货和油品运输为主



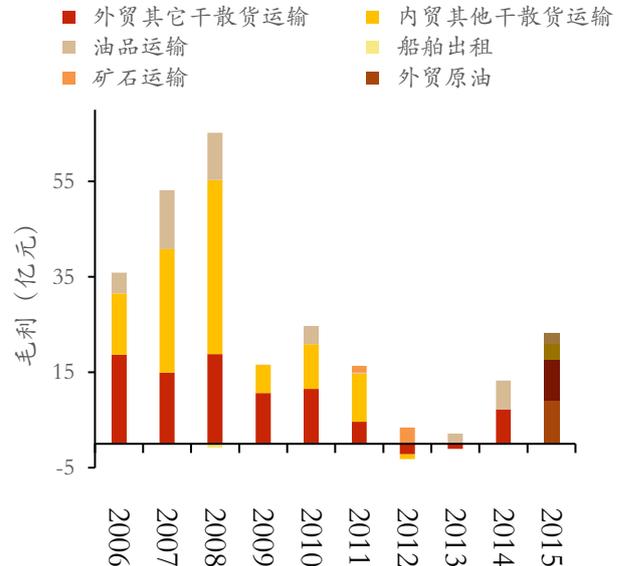
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图表 5: 2016 年前公司业绩关联油散市场景气度

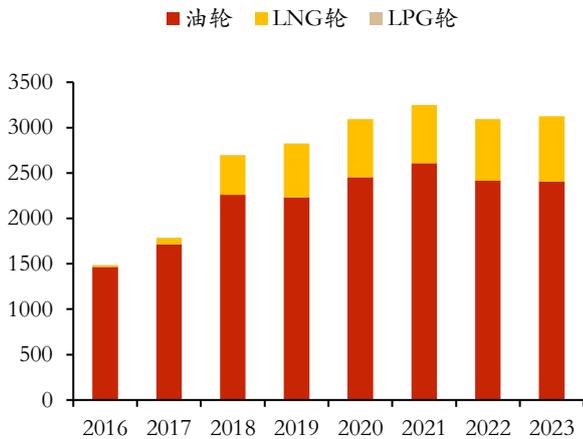


资料来源: 克拉克森, 公司公告, 华源证券研究

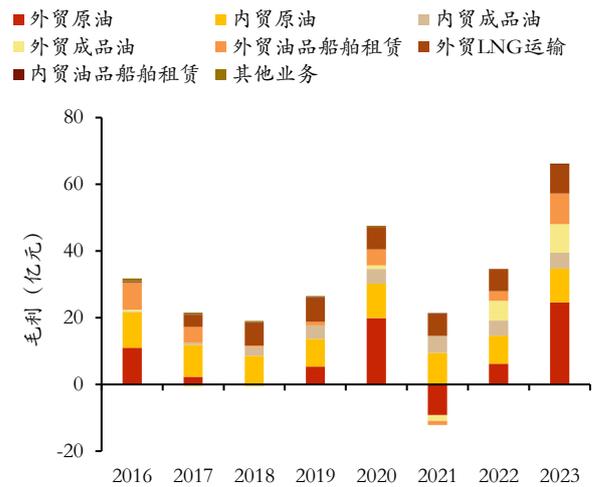
图表 6: 2016 年前公司业绩主要依靠干散货运输



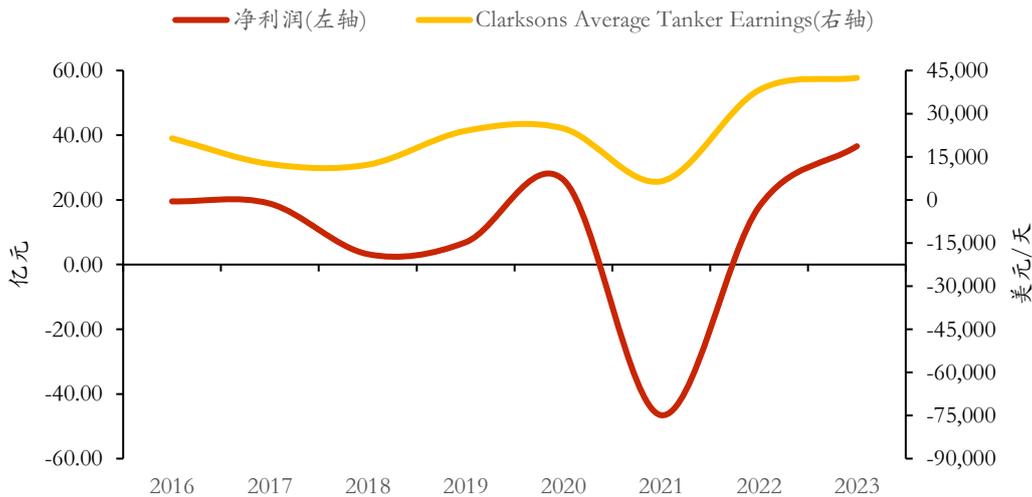
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图表 7：2016 年起专注油、气运输（单位：万 DWT）


资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 8：2016 年后公司外贸油运为业绩弹性主要来源


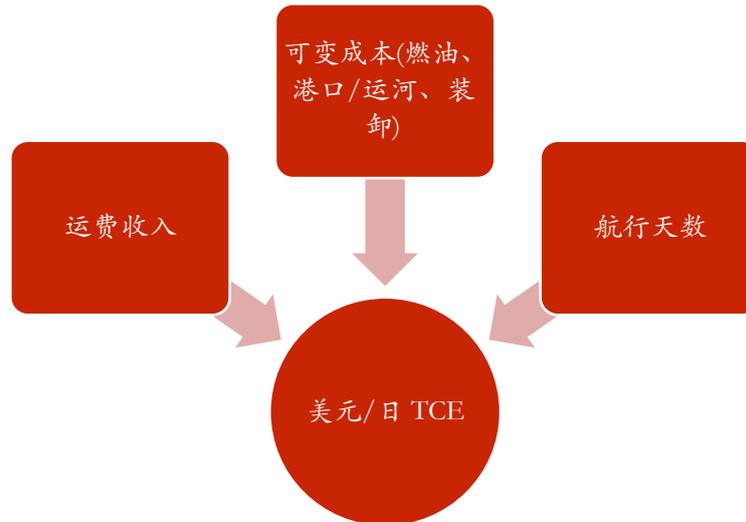
资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 9：2016 年后公司业绩跟油运周期相关度极高


资料来源：公司公告，克拉克森，华源证券研究

油轮航运公司一般使用扣除可变成本后的日均收益 TCE（等效期租租金）衡量当时市场情况。由于非可变成本 - 日常运营成本（OPEX）和船舶资产成本（CAPEX）相对固定，TCE 会放大运费波动的效果。若市场向好时，运费的上涨基本都会转化为毛利，利好航运公司业绩弹性。

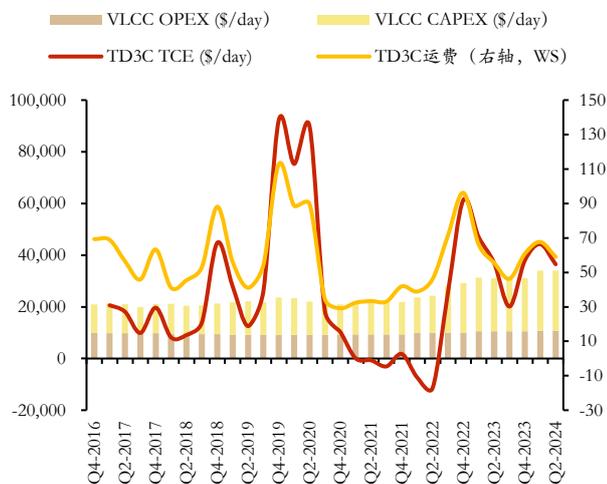
图表 10: 油轮 TCE 计算公式



资料来源: S&P Global, 华源证券研究

VLCC 是公司油轮船队的绝对主力,也是公司业绩弹性的核心来源。根据公司公告,每 1 万美元/天 TCE 变化所带来的边际收益约为 9.5 亿元人民币。

图表 11: TCE 弹性大于运费



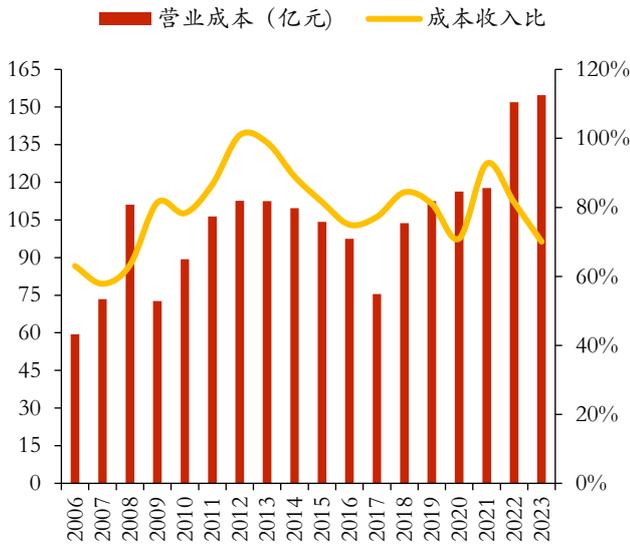
资料来源: 克拉克森, 华源证券研究

图表 12: 目前公司业绩弹性主要来自于主力船型 VLCC

市场板块	船型	每1万美元/天的TCE变化所带来的边际收益 (人民币百万元)
原油运输	超大型油轮	949.55
	阿芙拉	142.24
	巴拿马	25.48
	灵便型	101.92
成品油运输	LR2	150.71
	LR1	316.89
	灵便型	142.17

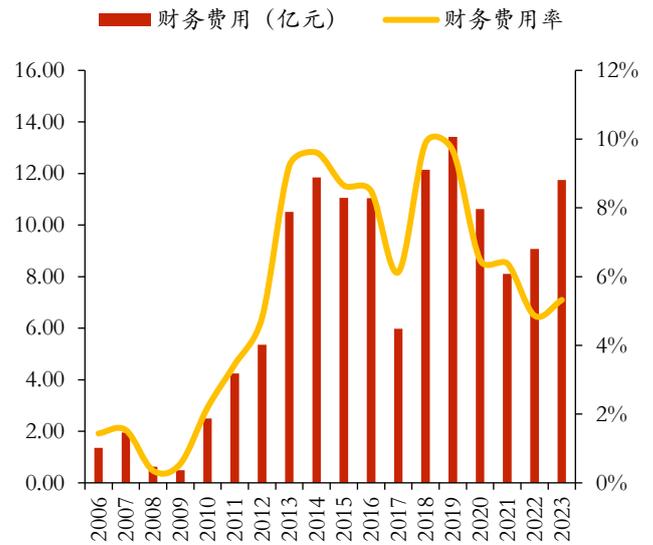
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图表 13: 2021 年后成本收入比有所控制



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图表 14: 2019 年后公司财务费用率有所控制

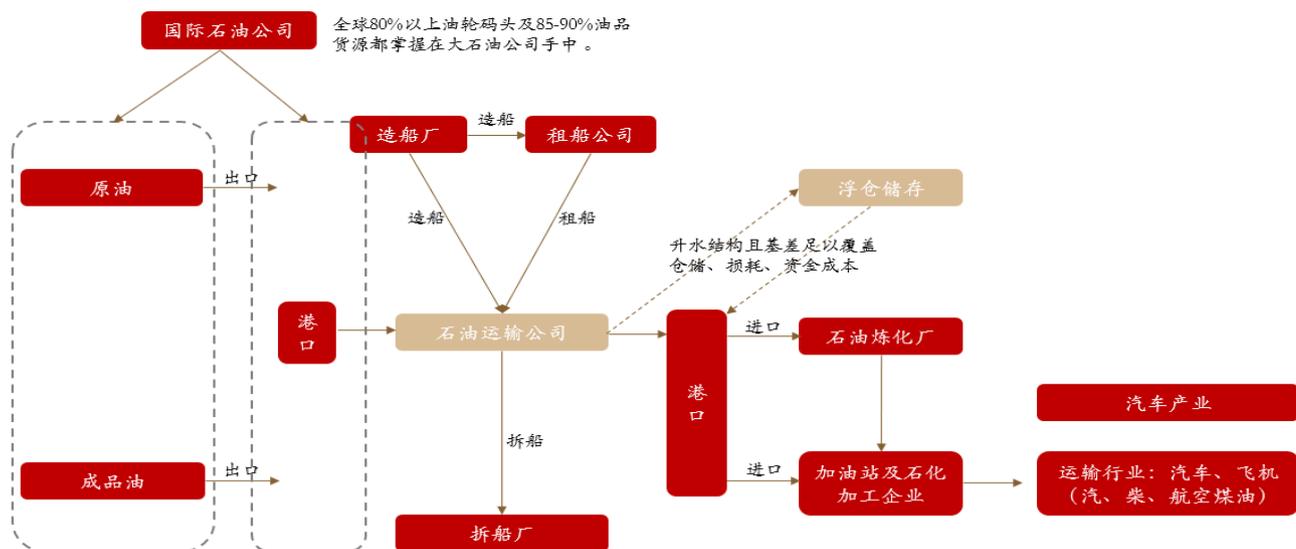


资料来源: 公司公告, 华源证券研究

2. 原油运周期向上, 成品油运仍处高位

油运产业链主要包括三个部分。上游为油田勘探与开采以及原油进口; 中游为石油炼化加工为成品油; 下游为成品油消费。

图表 15: 产业链: 石油公司→油运公司→炼化工厂, 公司的客户端相对集中



资料来源: 《Maritime Economics》Martin Stopford, 国际财经时报网, 华源证券研究

按照载重吨不同，原油油轮可分为：巴拿马型、阿芙拉型、苏伊士型和 VLCC 型。原油运输主要以中东、美国为主的产油区运往东亚、美国、欧洲。产销地集中，运输路线偏少。

图表 16：原油油轮船型可分为四类



资料来源：Clear Seas, 华源证券研究

图表 17：原油运输主要以中东、美国为主的产油区运往东亚、美国、欧洲。



资料来源：Baltic Exchange, 华源证券研究

成品油轮可分为：Handy 型、MR 型、LR1 型和 LR2 型。成品油运输品类复杂，主要在区域市场，亚欧各自形成相对独立市场。

图表 18：成品油轮船型可分为四类



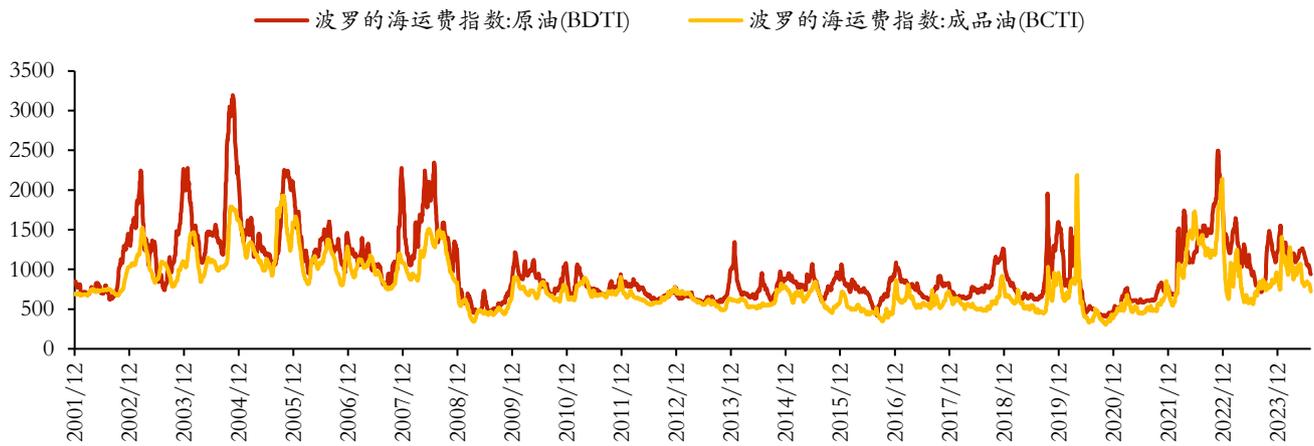
资料来源：EIA, 华源证券研究

图表 19：成品油运输主要在区域市场，亚欧各自形成相对独立市场



资料来源：Baltic Exchange, 华源证券研究

原油/成品油周期复盘：油运行业是一个 β 显著的周期性行业，市场周期特征明显。同时，原油炼化加工为成品油，因此 BDTI 和 BCTI 市场周期相关性较高。原油市场需求侧的低弹性以及供给侧的高集中度使其运价波动幅度略大于成品油运价。

图表 20: BDTI 与 BCTI 市场周期相关性较高, 但 BDTI 波动幅度略大于 BCTI


资料来源: iFind, 华源证券研究

原油油运市场展望: 供给有限、需求量距双增, 2024-2026 年前市场景气度有望持续提升。需求端: 我们预计未来全球原油产量持续增加支撑海运量增长, 同时产油国格局变化拉长运距, 有望提振油运需求; 供给端: 有限船厂产能被大量集装箱船订单挤占, 我们预计 2024-2026 原油油轮交付量非常有限, 其中 VLCC 基本面情况在三大分船型中最为乐观。

图表 21: 预计原油油运需求量距双增、供给紧张, 市场景气度持续提升

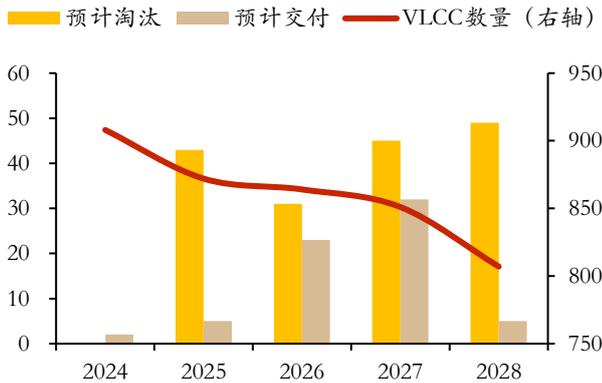
运量需求	百万 Dwt		需求预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
VLCC	172.0	178.7	186.7	191.1	201.0	2.40%	5.20%
Suezmax	68.1	75.2	78.8	80.6	80.7	2.30%	0.10%
Aframax	44.8	53.3	57.4	58.4	57.9	1.80%	-0.90%
总需求	288.5	310.5	326.1	333.3	342.3	2.20%	2.70%
yoy	-3.00%	7.60%	5.00%	2.20%	2.70%		
油运运力	百万 Dwt		供给预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
VLCC	241.5	255.8	268.3	267.5	268.4	-0.30%	0.30%
Suezmax	88.2	92.7	94.3	94.1	97.4	-0.20%	3.50%
Aframax	68.9	70.7	72.9	73.4	73.8	0.70%	0.50%
总供给	403.2	423.7	440	439.4	443.8	-0.10%	1.00%
yoy	3.90%	5.10%	3.80%	-0.10%	1.00%		

f 代表预测值, e 代表估计值

资料来源: 克拉克森, 华源证券研究

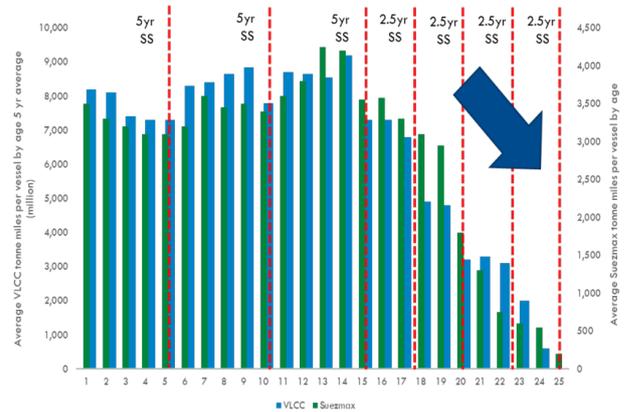
VLCC 船队老化，新单难满足更新需要。我们预计从 2024-28 年每年因老龄而淘汰的船舶数量多于新船交付量，VLCC 船队预计将从 2024 年的 908 艘缩减到 2028 年的 807 艘。同时，持续老龄化的船队亦会因法规和老化原因而降低运营效率。根据 CMB Tech，船龄大于 15 年的 VLCC，运营效率将持续下降。

图表 22: 新单有限或将导致 VLCC 船队规模持续收缩



资料来源: CMB Tech, 克拉克森, 华源证券研究

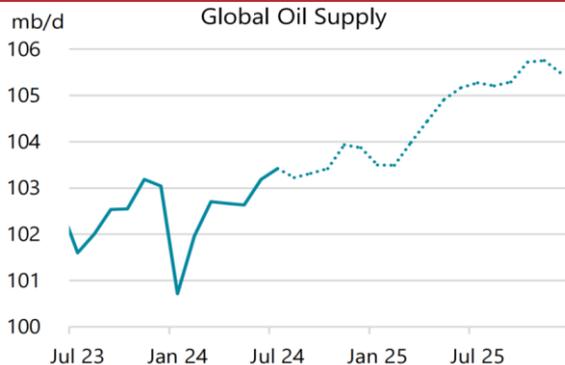
图表 23: VLCC 在超过 15 年后, 运营效率将持续下降



资料来源: CMB Tech, 华源证券研究

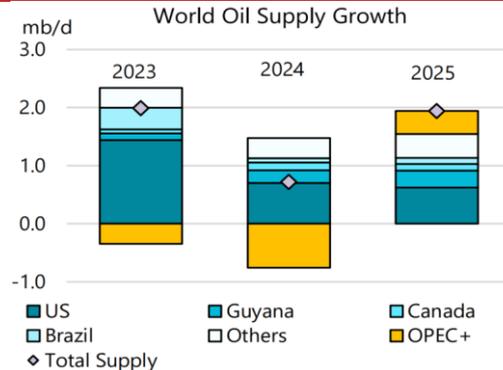
VLCC 短期市场展望: OPEC+6 月减产持续预计让 Q3 运价回归淡季, 非 OPEC 增产叠加 OPEC+ 释产利好 Q4 旺季运价表现。2024 年 6 月, OPEC+ 宣布减产持续, 并有望在 Q4 开始逐步释放自愿性减产(共计 2.2 百万桶/日), 至 2025 年 Q3 完全释放; 9 月 OPEC+ 宣布将复产从 10 月推迟到 12 月后, 我们预计其 2024 年 Q4 释产量约 0.2 百万桶/日。同时, 以美国为首的非 OPEC 地区产量预计在 Q4 季节性达峰, 预计较 Q2 产量增长 0.7 百万桶/日。综上, 总计 0.9 百万桶/日原油供给增量有望利好 VLCC 的两条核心航线, 美湾-远东与中东-远东, 边际需求增量相当于 2024 年 VLCC 运量的 4.3%。

图表 24: 全球原油供给逐年攀升, 供给旺季通常在 Q4



资料来源: IEA, 华源证券研究

图表 25: 北美引领非欧佩克地区助力原油增产

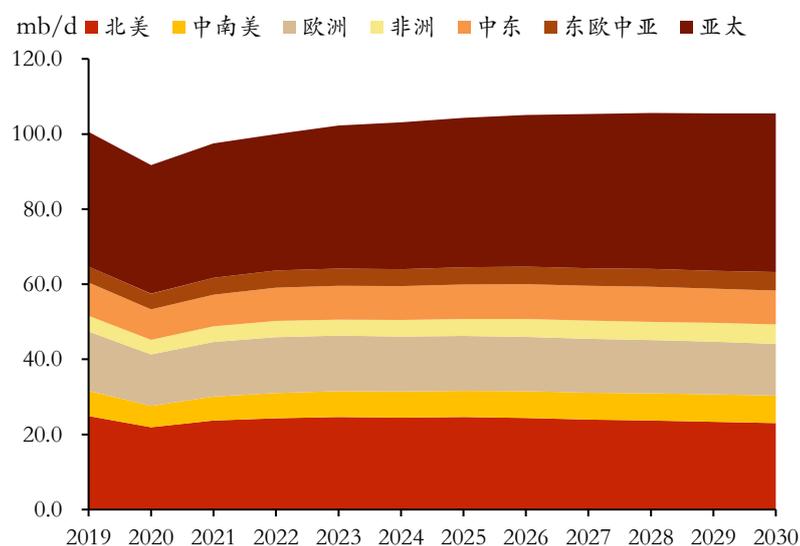


资料来源: IEA, 华源证券研究

展望中长期原油贸易格局,IEA 预计原油需求 2029 年达峰,未来贸易格局整体稳定,美洲增产满足亚太需求增量成为原油贸易主要增量。美洲-远东海运距离是传统主流贸易线路,是中东-远东海运距离的 2.6 倍,有望利好船型最大、适用于远洋航线的 VLCC。

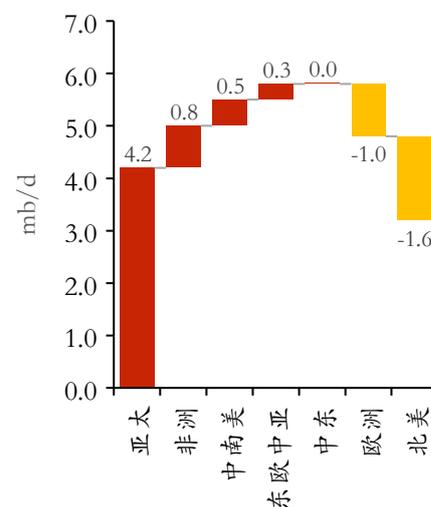
全球原油需求预计在 2029 年达峰,随后需求规模预计稳定在 1.05 亿桶/日,较 2023 年增加 320 万桶/日。预计 2023-2030 年,亚太、非洲、中南美和东欧中亚将贡献全球原油需求增量,总计 580 万桶/日,其中亚太以快速的经济发展和持续扩张的出行需求贡献其中的 72%;欧美发达地区原油需求因 EV 普及和汽车能效提升以及欧洲工业增长的乏力,预计将缩减 260 万桶/日。

图表 26: 全球原油需求将在 2029 年达峰



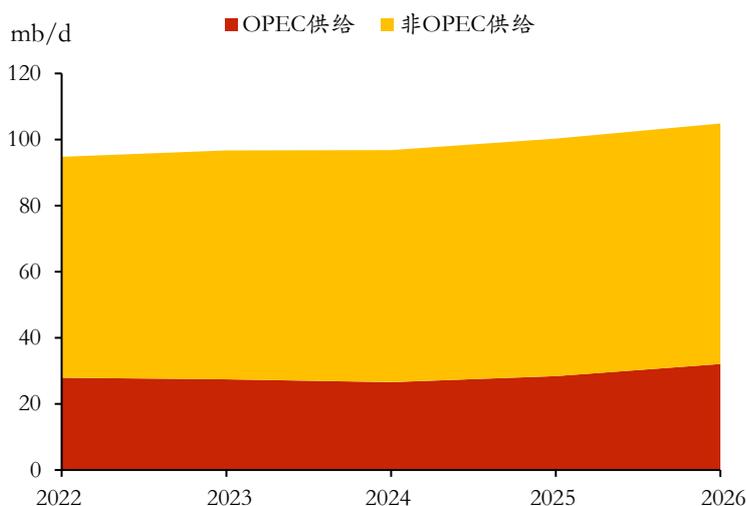
资料来源: IEA, 华源证券研究

图表 27: 预计 2023-2030 年, 亚太将贡献全球原油需求主要增量

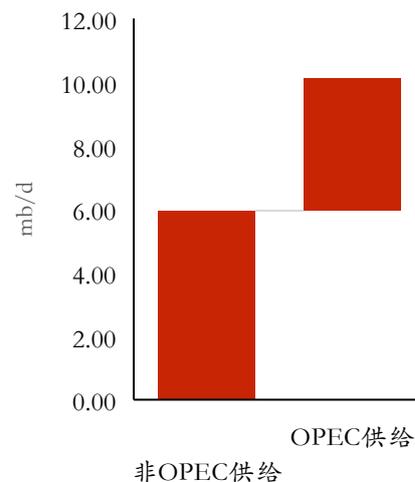


资料来源: IEA, 华源证券研究

全球原油供给将随需求同在 2022-2026 年持续增加,供给规模预计 2026 年超过 104.85 百万桶/日,较 2022 年增加 10.12 百万桶/日。预计 2022-2026 年,OPEC 和非 OPEC 均将正向贡献全球原油供给增量,总计 10.12 百万桶/日,其中非 OPEC 以美洲生产者高贡献度贡献全球原油供给增量的 59%;OPEC 以其剩余原油生产能力及总石油库存积累预计贡献全球原油供给增量额的 41%。

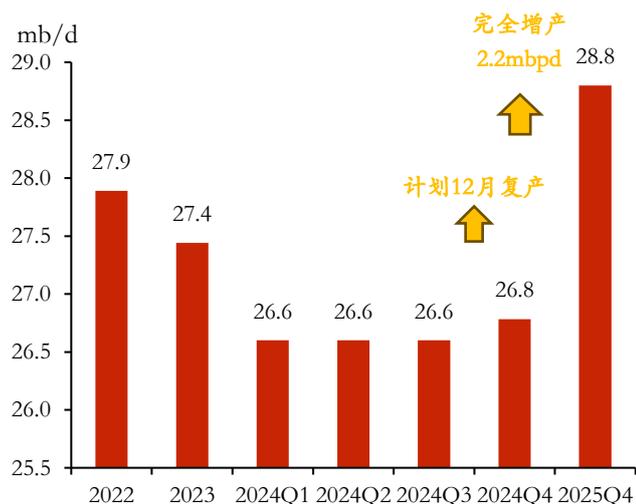
图表 28: 预计 2022-2026 年, 全球原油供给预计将持续增长


资料来源: IEA, 华源证券研究

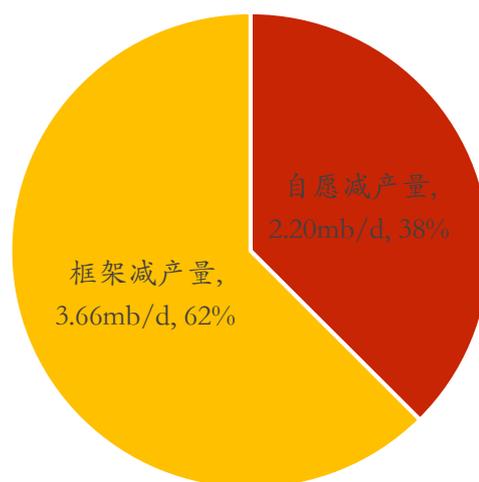
图表 29: 预计 2022-2026 年, 非 OPEC 预计贡献全球原油供给主要增量


资料来源: IEA, 华源证券研究

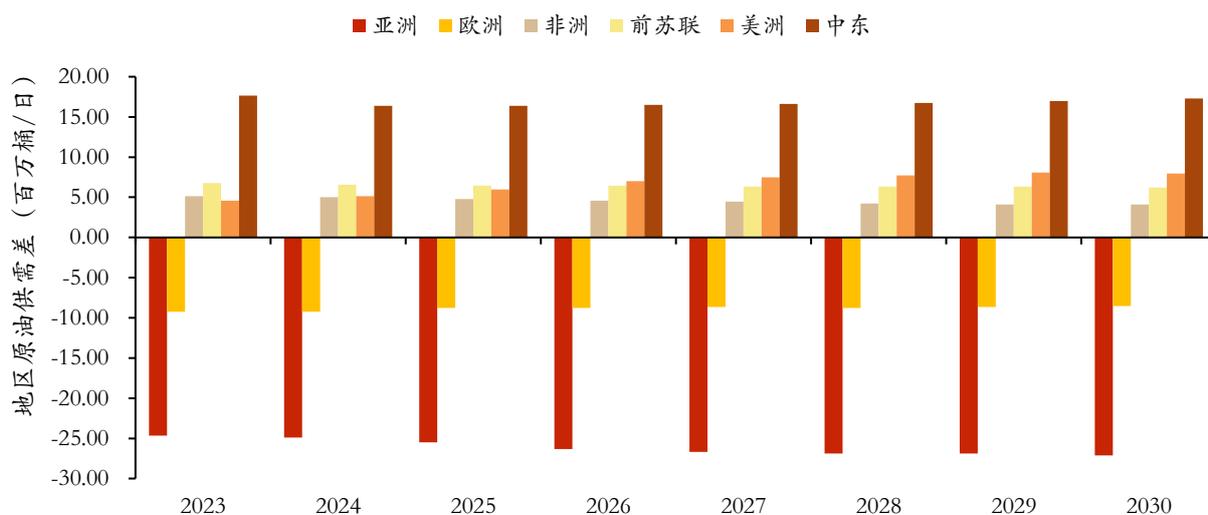
OPEC 在 2022 年经历减产, 其产量从 27.89 百万桶/日下降至 26.6 百万桶/日, 并于 2024 年前三季度保持产量稳定。自 2024 年第四季度起, OPEC 于 2024Q4 开始逐渐释放自愿性减产 (共计 2.2 百万桶/日), 预计 24Q4 将增产 0.2 百万桶/日 (根据 9 月 OPEC 公告, 计划从 12 月开始复产)。OPEC 自愿减产量占现阶段减产量不足四成, 框架性减产仍有 3.66 百万桶/日, 远期仍有增产潜力。

图表 30: OPEC 历经减产及持续后, 或将于 2024Q4 开始逐渐释放自愿性减产


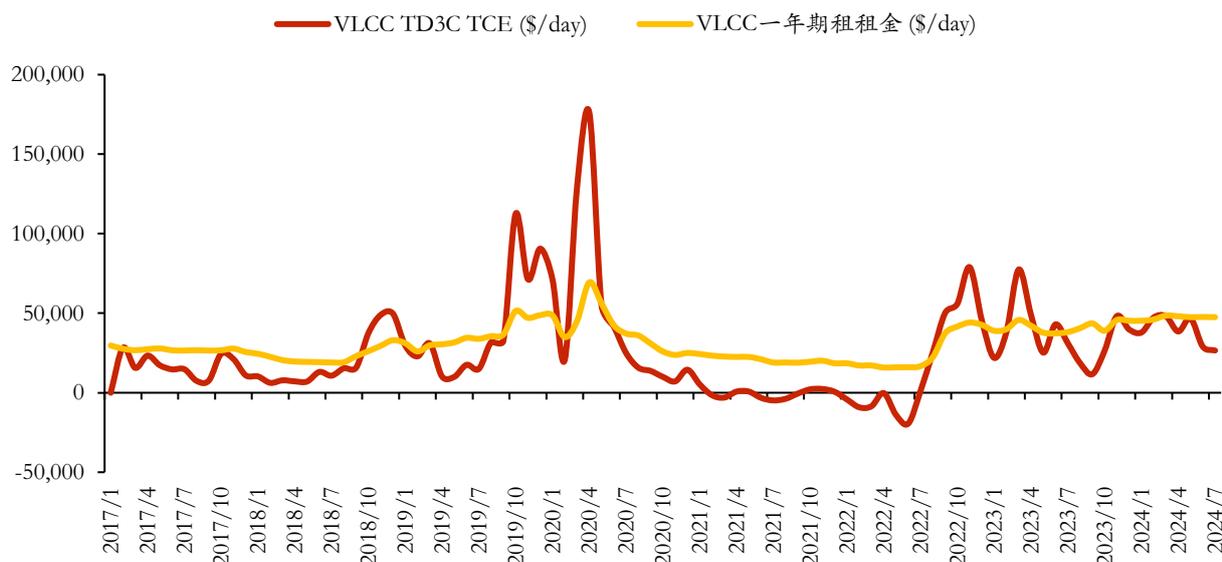
资料来源: IEA, OPEC, 华源证券研究

图表 31: OPEC 自愿减产量占现阶段减产量不足四成, 远期仍有增产潜力


资料来源: Reuters, 华源证券研究

图表 32: 中东-亚洲为主的原油贸易格局预计保持, 美洲-亚太是核心增量


资料来源: IEA, 华源证券研究

图表 33: 即期运价虽有波动, 远期供需差的持续扩大, 持续支撑期租租金处于 2017 年来高位


资料来源: 克拉克森, 华源证券研究

成品油运市场展望: 东油西运利好需求, 供给增量对冲船队更新, 市场景气度仍处高位。 需求端: 我们预测红海事件影响将持续利好成品油市场需求至 24 年 Q3, 加上石油需求和炼油能力的增加, 使得成品油运量需求自 2021 年开始连续 4 年增长趋势强劲, 而后 2025 年运量需求趋于平稳; 供给端: 我们预测 2025 年成品油运力将增长 5.10%, 大笔存量订单释放供给压力, 然而成品油轮船队老化速度快过船队更新速度, 供给增量仍较为有限。

图表 34：成品油东油西运利好需求，供给增量对冲船队更新，市场景气度仍处高位

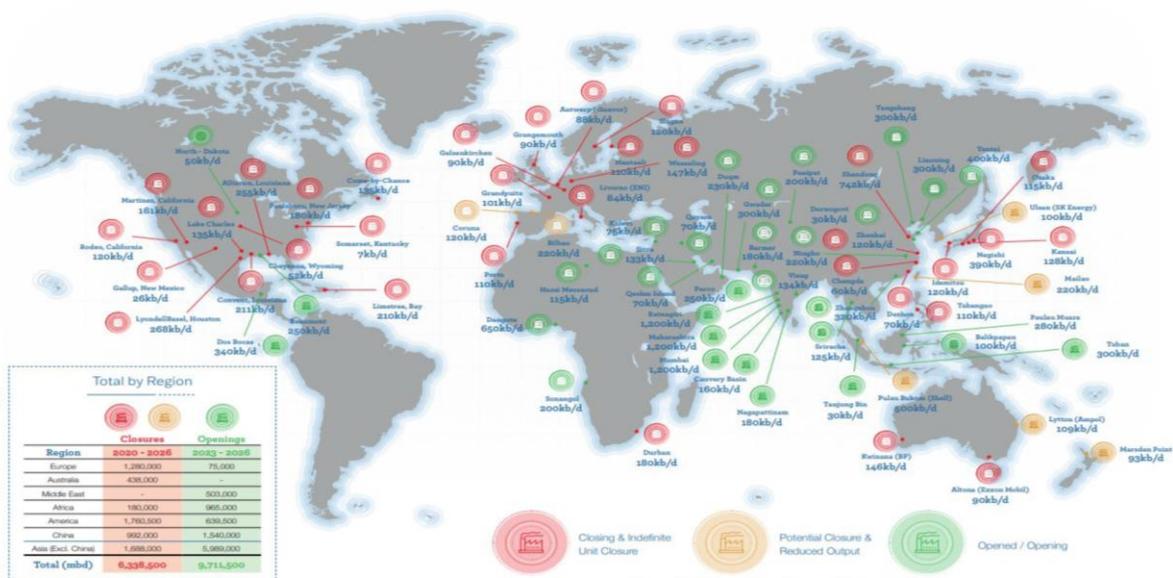
运量需求	百万 Dwt		需求预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
LR2	24.1	25.7	29	32.3	33.2	11.50%	2.70%
LR1	17.6	18.6	19.7	20.5	20.2	4.10%	-1.60%
MR/Handy/SR	58.6	59.8	61.4	63	62.3	2.70%	-1.20%
总需求	100.3	104.1	110.1	115.9	115.7	5.30%	-0.20%
yoy	5.80%	3.80%	5.70%	5.30%	-0.20%		

成品油运力	百万 Dwt		供给预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
LR2	43.3	44.9	47.9	49.8	55.4	3.90%	11.30%
LR1	27.5	27.7	27.3	27.3	28.1	0.00%	2.80%
MR/Handy/SR	99	101.6	103.1	104.4	107.3	1.30%	2.80%
总运力	169.8	174.2	178.3	181.5	190.8	1.80%	5.10%
yoy	3.00%	2.60%	2.30%	1.80%	5.10%		

f 代表预测值，e 代表估计值

资料来源：克拉克森，华源证券研究

炼厂产能分布不均，持续支撑成品油轮需求。自 2020 年开始，全球炼油厂的产能逐渐向东方（主要是亚洲）转移。这种产能分布不均的现象意味着原油和成品油需要进行更远距离的运输，从生产地区运输到消费地区。这种情况下，远洋海运需求会长期受益，因为更多的石油和石油产品需要通过海运进行长途运输。这种地理上的产能变化客观上提升了远洋海运的需求量和重要性。

图表 35：美、欧炼厂产能逐步削减，中东、亚洲炼厂产能增加


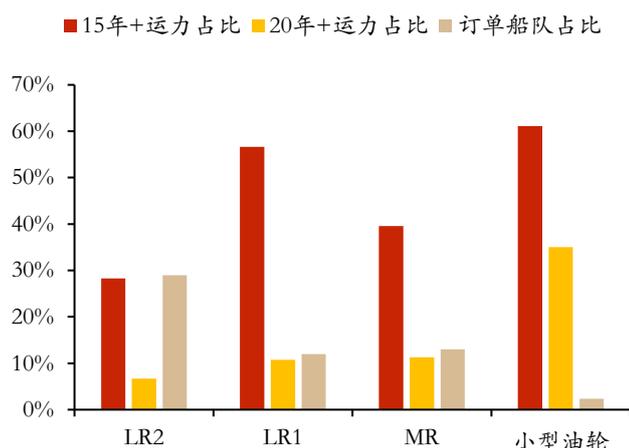
注：数据截至 2024 年 Q2

资料来源：Ardmoreshipping 公司公告，华源证券研究

船队老龄化限制供给增量。经历 2022 年市场景气度提升后，成品油轮订单有所增加，但考虑到船队老龄化情况，供给增量仍较为有限。据克拉克森数据显示，2024 年-2025 年计划交付的成品油船订单为 13.5 百万 DWT，占存量订单的 45.15%。

①增量有限：在手订单占比有限；船坞产能受限，预计未来 2-3 年难以扩张。②存量淘汰：一方面，船队老龄化程度会快速增加；另一方面，2023 年 IMO 环保法规实施后，老船船速受限，全行业的供给或将进一步失去弹性。

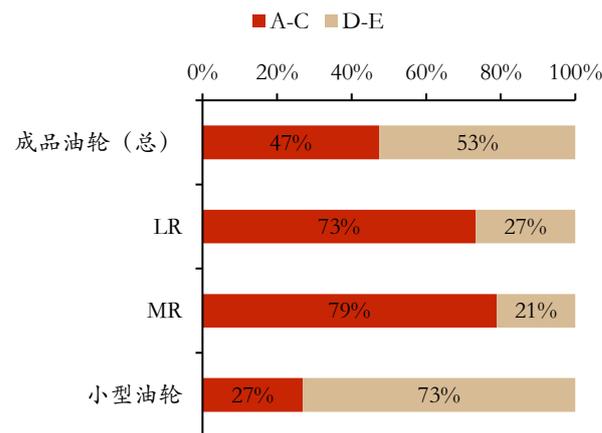
图表 36：成品油轮船队更新缺口仍然可观



注：数据截至 2024 年 6 月

资料来源：克拉克森，华源证券研究

图表 37：成品油轮环保压力较大，预计被迫减速运营



注：数据截至 2024 年 7 月

资料来源：VesselsValue，华源证券研究

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 油品运输业务：预计油品运输业务收入随着油运运价上升而稳步提升。预计 2024~2026 年油品运输业务收入分别为 244.36/260.14/274.76 亿元，同比增长 20.92%/6.46%/5.62%，归母净利润分别为 51.86/61.08/67.49 亿元，同比增长 81.37%/17.78%/10.50%。

2) LNG 运输业务：预计 2024~2026 年 LNG 运输业务收入分别为 18.39/18.58/21.11 亿元，同比增长 1.00%/1.00%/13.63%，归母净利润分别为 6.03/6.10/7.06 亿元，同比增长 28.18%/1.19%/15.72%。

3) 其他业务：预计 2024~2026 年其他业务收入分别为 0.91/0.80/0.78 亿元，同比下降 17.99%/12.24%/2.35%，归母净利润分别为 0.22/0.24/0.28 亿元，同比增长 4.68%/11.91%/13.76%。

图表 38：中远海能估值模型核心假设

(亿元)	2024E	2025E	2026E
营业收入	263.66	279.51	296.65
yoy	19.09%	6.01%	6.13%
油品运输	244.36	260.14	274.76
yoy	20.92%	6.46%	5.62%
LNG 运输	18.39	18.58	21.11
yoy	1.00%	1.00%	13.63%
其他业务	0.91	0.80	0.78
yoy	-17.99%	-12.24%	-2.35%
归母净利润	58.11	67.42	74.83
yoy	73.42%	16.04%	10.99%
油品运输	51.86	61.08	67.49
yoy	81.37%	17.78%	10.50%
LNG 运输	6.03	6.10	7.06
yoy	28.18%	1.19%	15.72%
其他业务	0.22	0.24	0.28
yoy	4.68%	11.91%	13.76%

资料来源：公司公告，华源证券研究

盈利预测与投资建议：中远海能是全球油、气运输龙头，拥有全球规模第一的油轮船队。在原油运周期向上，成品油运处于高位的背景下，我们预计 2024-2026 年油运市场景气度将持续上升，利好公司未来业绩。我们预计中远海能 2024-2026 年分别实现营业收入 263.66、279.51 与 296.65 亿元，实现归母净利润 58.11、67.42 与 74.83 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 10.84、8.92、8.04 倍。考虑到市场景气度和公司业绩的持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) **OPEC+减产超预期：**供应减少可能导致油运市场运费上涨，但长期来看可能对需求产生抑制作用。
- 2) **地缘危机冲突：**海上运输线路受阻，可能导致油运市场运力紧张和运费波动增加。
- 3) **油轮订单超预期：**新船交付增多可能导致市场供需失衡，从而压低运费和盈利水平。
- 4) **政策性风险：**环境法规收紧可能增加油轮运营成本，影响油运市场的整体盈利能力。
- 5) **全球经济大幅下滑：**石油需求减少可能导致油运市场面临运力过剩和运费下滑的风险。
- 6) **现金分红或不及预期：**公司盈利下滑可能影响股东回报，削弱市场信心。

图表 39：盈利预测摘要

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,091	26,366	27,951	29,665	货币资金	5,628	5,786	7,946	11,649
%增长率	18.4%	19.4%	6.0%	6.1%	应收票据	38	26	31	34
营业成本	15,476	17,267	17,480	18,158	应收账款	545	707	739	779
%销售收入	70.1%	65.5%	62.5%	61.2%	其他应收款	230	370	368	386
毛利	6,615	9,098	10,470	11,507	存货	1,150	1,373	1,373	1,419
%销售收入	29.9%	34.5%	37.5%	38.8%	其他流动资产	1,879	2,407	2,531	2,634
税金及附加	137	145	154	148	流动资产	9,469	10,669	12,988	16,902
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	长期股权投资	10,082	10,645	11,208	11,770
销售费用	77	79	78	71	固定资产	46,672	47,294	47,965	49,871
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	在建工程	3,360	3,360	3,360	1,600
管理费用	961	1,002	1,006	920	无形资产	46	45	44	42
%销售收入	4.3%	3.8%	3.6%	3.1%	商誉	73	73	73	73
研发费用	15	27	28	28	其他非流动资产	2,382	3,043	3,043	3,043
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	非流动资产	62,614	64,459	65,692	66,398
财务费用	1,175	1,088	1,051	996	资产总计	72,084	75,128	78,680	83,301
%销售收入	5.3%	4.1%	3.8%	3.4%	短期借款	2,954	1,954	1,454	1,454
息税前利润 (EBIT)	5,298	9,287	10,838	11,710	应付票据	0	55	50	45
%销售收入	24.0%	35.2%	38.8%	39.5%	应付账款	1,708	2,068	2,039	2,118
其他收益	92	105	112	101	其他应付款	812	720	754	803
投资收益	1,207	1,450	1,537	1,335	其他流动负债	3,253	3,101	3,160	3,226
净敞口套期收益	0	0	0	0	流动负债	8,726	7,898	7,457	7,646
公允价值变动收益	12	0	0	0	长期借款	22,917	22,917	22,917	22,917
信用减值损失	-219	0	0	0	应付债券	0	0	0	0
资产减值损失	-991	-114	-15	-65	长期应付款	1,125	1,107	1,107	1,107
资产处置收益	403	0	0	0	其他长期负债	2,212	2,357	2,357	2,357
营业利润	4,754	8,199	9,787	10,714	负债	34,980	34,279	33,838	34,027
%增长率	72.4%	72.5%	19.4%	9.5%	股本	4,771	4,771	4,771	4,771
营业外收支	-12	0	0	0	资本公积	11,969	11,976	11,976	11,976
利润总额	4,742	8,199	9,787	10,714	其他综合收益	1,048	1,240	1,240	1,240
%增长率	72.5%	72.9%	19.4%	9.5%	归母所有者权益	34,392	37,601	40,972	44,713
所得税	1,082	1,853	2,423	2,541	少数股东权益	2,712	3,248	3,870	4,560
所得税率	22.8%	22.6%	24.8%	23.7%	所有者权益合计	37,103	40,849	44,842	49,274
合并报表的净利润	3,660	6,347	7,364	8,173	负债股东权益合计	72,084	75,128	78,680	83,301
少数股东损益	309	536	622	690					
归属于母公司股东的净利润	3,351	5,811	6,742	7,483					
净利率	15.2%	22.0%	24.1%	25.2%					
现金流量表 (人民币百万元)					比率分析				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,351	5,811	6,742	7,483	盈利能力				
少数股东损益	309	536	622	690	净资产收益率	9.7%	15.5%	16.5%	16.7%
非现金支出	4,367	3,632	3,737	4,052	总资产收益率	4.6%	7.7%	8.6%	9.0%
非经营收益	229	-66	-371	-180	投入资本收益率	6.2%	10.5%	11.3%	11.7%
营运资金变动	566	-700	-100	-22	成长能力				
经营活动现金净流	8,822	9,213	10,631	12,024	营业总收入增长率	18.4%	19.4%	6.0%	6.1%
资本开支	-4,757	-4,253	-4,408	-4,196	EBIT增长率	109.3%	75.3%	16.7%	8.0%
投资	-542	-563	-563	-563	归母净利润增长率	130.0%	73.4%	16.0%	11.0%
其他	487	774	1,537	1,335	总资产增长率	5.6%	4.2%	4.7%	5.9%
投资活动现金净流	-4,812	-4,042	-3,433	-3,424	资产管理能力				
股权融资	586	7	0	0	应收账款周转天数	9	9	9	9
债权融资	-588	-2,187	-1,000	0	存货周转天数	28	26	28	28
其他	-2,675	-3,913	-4,538	-4,897	应付账款周转天数	41	39	42	41
筹资活动现金净流	-2,677	-5,093	-5,038	-4,897	总资产周转天数	1,143	1,005	991	983
现金净流量	1,385	158	2,160	3,703	偿债能力				
期初现金	4,238	5,623	5,781	7,941	资产负债率	48.5%	45.6%	43.0%	40.8%
期末现金	5,623	5,781	7,941	11,644	流动比率	1.1	1.4	1.7	2.2
					速动比率	0.7	0.9	1.2	1.7
					EBIT利息保障倍数	3.7	7.7	9.3	10.1

资料来源：Wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制或再次分发给其他人，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数