

中远海能 (600026.SH)

强烈推荐 (维持)

22年业绩同比大幅提升,油轮市场高景气维持

中远海能发布2022年度业绩公告,业绩同比实现大幅增长。公司2022年实现营收186.58亿元,同比增长46.93%;实现归母净利润14.57亿元,同比增长129.29%。其中Q4实现营收62.60亿元,同比增长83.58%;实现归母净利润8.17亿元,同比增长115.08%。

- 外贸油运方面:下半年VLCC市场持续反弹,俄乌冲突引发全球能源贸易格局改变,油运市场进入上行周期。2022年上半年原油运输整体呈现低迷态势,但进入下半年,随着欧洲对中东、西非、巴西和美湾原油加大进口,西部市场带动东部市场供需反转。VLCCTD3C运价开始加速上行。Q4美国追加释放SPR,东、西部市场船舶供给全面转入平衡偏紧状态,TD3C在11月提升至约10万美元/天。进入2023年,随中国经济复苏,原油进口量同比增长,2023年3月平均收益提升至7.8万美元/天。在VLCC运价反弹并维持高位时,公司船位在高点市场前集中回归。在市场进入高景气阶段后,加快船舶营运周转,2022年公司外贸油轮船队实现收入113.95亿元,同比增加97.6%;运输毛利为14.58亿元;同比增加34.2pcts。其中外贸原油实现毛利10.1亿元,成品油实现毛利4.49亿元。
- 内贸油运及LNG业务整体业绩较为稳定。海洋油、管道油及中转油运输全年相对较为稳定,内贸油运实现收入59.14亿元,同比增加3.9%;运输毛利12.87亿元。LNG业务方面,欧洲地区对LNG需求激增,支撑了贸易整体增长。截至2022年公司参与投资的LNG船舶艘数已达到62艘,LNG运输板块贡献归母净利润6.67亿元,同比增加0.5%。
- 能源供应链重构提振油运需求,中长期供给侧优化支撑景气周期。展望2023年,随中国经济复苏及交运出行需求增长,中国原油进口量将有明显提升(预计23年中国原油需求同比增加约60万桶/天)。预计23年原油油轮需求同比增长7.4%。成品油方面,中长期来看,全球炼化产能东移以及地缘政治等因素将使得成品油航线流向转变程度更为剧烈。预计23年成品油油轮需求同比增长9.4%。我们重申供给端的长期制约是本轮油运周期的核心因素,预计2023年原油油轮供给同比2.4%,成品油供给1.8%。
- 投资建议:国内经济复苏以及全球油运贸易运距拉长使得原油油轮市场需求弹性较强,叠加长期供给限制,未来三年油运行业景气程度或超预期。公司作为国内油运龙头,各种油轮船型全覆盖,盈利弹性较大。预计未来两年公司盈利情况将得到全面改善。基于行业周期上行预期,我们预计23-24年公司实现归母净利润57.6/75.1/77.9亿元,维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示:美国、中东原油出口不及预期,新冠疫情扩散超预期,业绩测算风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12699	18658	26657	29893	31389
同比增长	-22%	47%	43%	12%	5%
营业利润(百万元)	(4465)	2758	7590	9893	10259
同比增长	-254%	-162%	175%	30%	4%
归母净利润(百万元)	(4958)	1457	5761	7512	7790
同比增长	-307%	-129%	295%	30%	4%
每股收益(元)	-1.04	0.31	1.21	1.57	1.63
PE	-13.2	44.8	11.3	8.7	8.4
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源:公司数据、招商证券

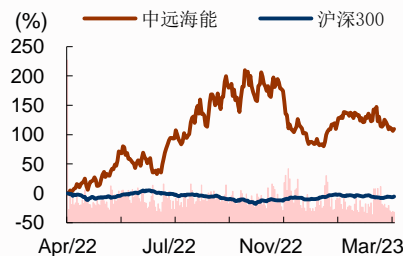
周期/交通运输  
目标估值: NA  
当前股价: 13.7 元

基础数据

总股本(万股)	477078
已上市流通股(万股)	347478
总市值(亿元)	654
流通市值(亿元)	476
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	4.6
资产负债率	50.8%
主要股东	中国海运集团有限公司
主要股东持股比例	32.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-21	104
相对表现	-4	-27	110



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 《中远海能(600026)—Q4外贸油运贡献可观盈利,经济复苏将驱动油运市场反弹》2023-02-01
- 《中远海能(600026)—Q3外贸油运业绩反转,持续看好VLCC市场较大弹性》2022-10-30
- 《中远海能(600026)—上半年中小油轮景气先行,持续看好VLCC市场较大弹性》2022-08-31

苏宝亮 S1090519010004  
 subaoliang@cmschina.com.cn  
 肖欣晨 S1090522010001  
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
 魏芸 S1090522010002  
 weiyun@cmschina.com.cn

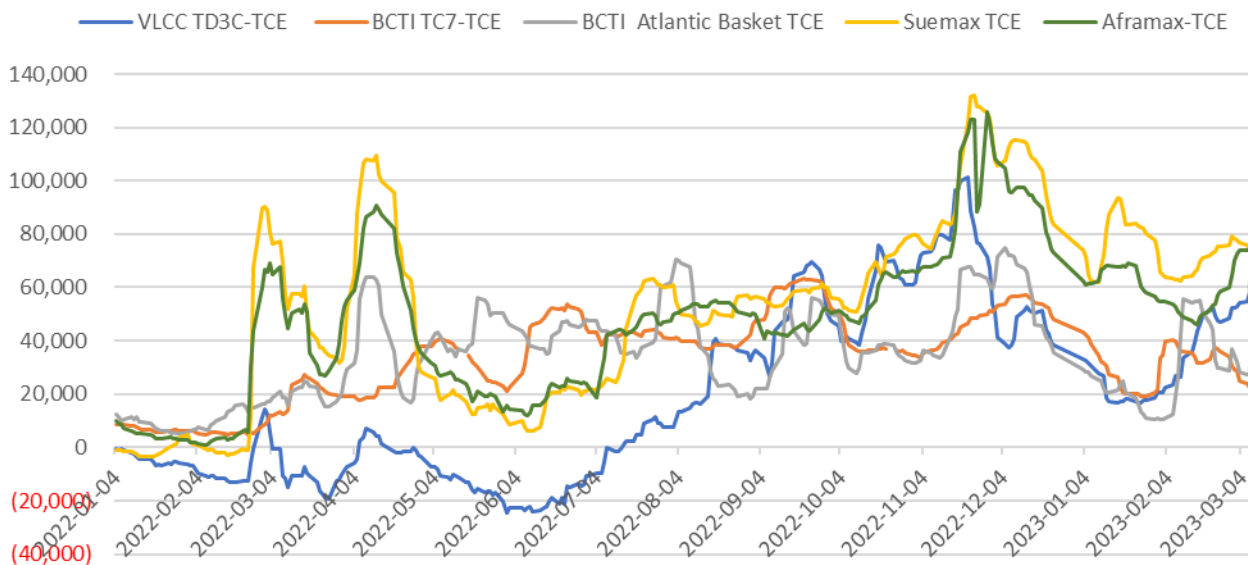
## 1、事件

中远海能发布 2022 年度业绩公告，业绩同比实现大幅增长。公司 2022 年实现营收 186.58 亿元，同比增长 46.93%；实现归母净利润 14.57 亿元，同比增长 129.29%；实现扣非归母净利润 13.91 亿元，同比增长 128.03%。其中 Q4 实现营收 62.60 亿元，同比增长 83.58%；实现归母净利润 8.17 亿元，同比增长 115.08%，实现扣非归母净利润 7.49 亿元，同比增长 113.83%。

## 2、点评

外贸油运方面：下半年 VLCC 市场持续反弹，俄乌冲突引发全球能源贸易格局改变，油运市场进入上行周期。2022 年上半年原油运输整体呈现低迷态势，但进入下半年，随着欧洲对中东、西非、巴西和美湾原油加大进口，西部市场带动东部市场供需反转。VLCCTD3C 运价开始加速上行。Q4 美国追加释放 SPR，东、西部市场船舶供给全面转入平衡偏紧状态，TD3C 在 11 月提升至约 10 万美元/天。随着美国 SPR 原定额度释放完毕，OPEC+新一轮 200 万桶/日减产政策实施，市场触顶回调。进入 2023 年，随中国经济复苏，原油进口量同比增长，2023 年 3 月平均收益提升至 7.8 万美元/天。在 VLCC 运价反弹并维持高位时，公司船位在高点市场前集中回归。在市场进入高景气阶段后，加快船舶营运周转，9-11 月中东装期 VLCC 船位达到月均 22 条以上水平，为船队效益的大幅改善奠定了重要基础；2022 年，公司外贸油轮船队实现收入 113.95 亿元，同比增加 97.6%；运输毛利为人民币 14.58 亿元；毛利率 12.8%，同比增加 34.2pcts。其中外贸原油实现毛利 10.1 亿元，成品油实现毛利 4.49 亿元。

图 1：外贸油运行业各船型运价走势



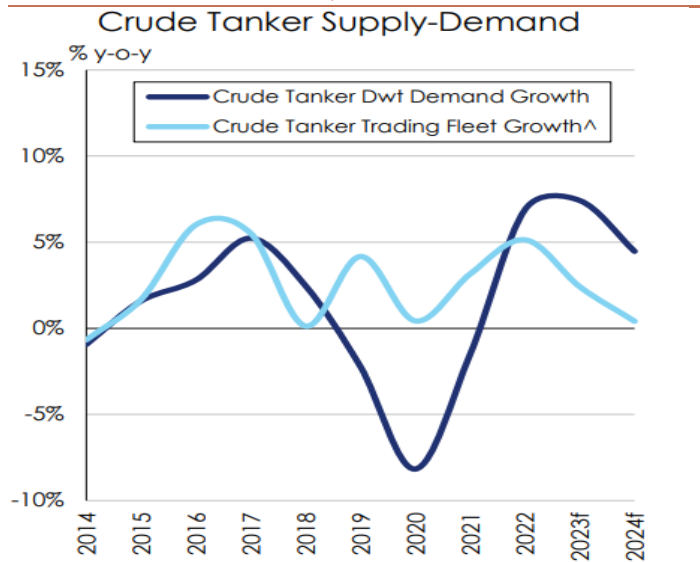
资料来源：Wind、Clarksons、招商证券

内贸油运方面：2022 年海洋油运输需求同比提升，管道油运输量总体保持稳定，中转油运输先抑后扬；受成品油消费税监管较强、经济活动不活跃等因素综合影响，2022 年国内成品油消费不旺，运输市场承压。2022 年，公司内贸油运实现收入 59.14 亿元，同比增加 3.9%；运输毛利人民币 12.87 亿元，同比减少 11.8%；毛利率 21.8%，同比减少 3.9 pcts。

LNG 业务方面：2022 年，全球 LNG 贸易量同比增长约 7.8%。除满足北半球冬季供暖需求之外，因地缘政治冲突激化，欧洲地区对 LNG 需求激增，支撑了 LNG 贸易整体增长，2022 全球签署 46 份 LNG 供应和采购协议（SPA）。截至 2022，本集团参与投资的 LNG 船舶艘数已达到 62 艘，LNG 运输板块贡献归母净利润 6.67 亿元，同比增加 0.5%。

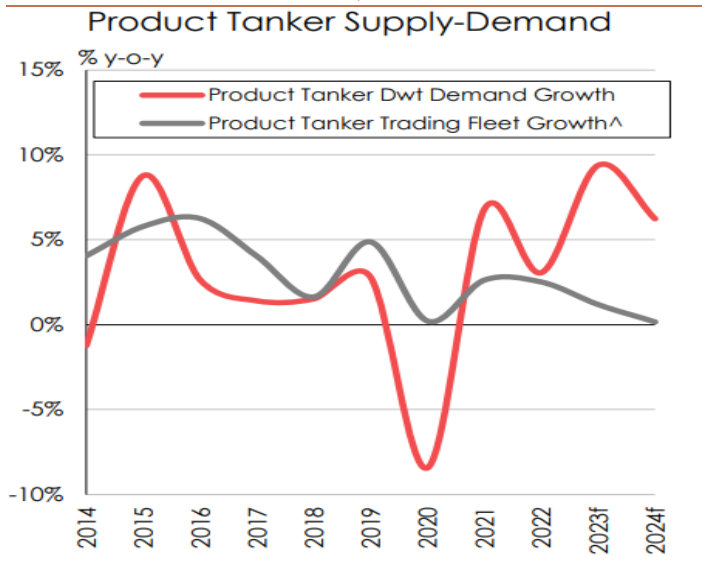
展望未来：能源供应链重构提振油运需求，中长期供给侧优化支撑景气周期。展望 2023 年，随中国经济复苏及交运出行需求增长，中国原油进口量将有明显提升（预计 23 年中国原油需求同比增加约 60 万桶/天）。预计 23 年原油油轮需求同比增长 7.4%。成品油方面，中长期来看，全球炼化产能东移以及地缘政治等因素将使得成品油航线流向转变程度更为剧烈。预计 23 年成品油油轮需求同比增长 9.4%。我们重申供给端的长期制约是本轮油运周期的核心因素，预计 2023 年原油油轮供给同比 2.4%，成品油供给 1.8%。

图 2：原油油轮行业供需情况



资料来源：Clarksons、招商证券

图 3：成品油油轮行业供需情况



资料来源：Clarksons、招商证券

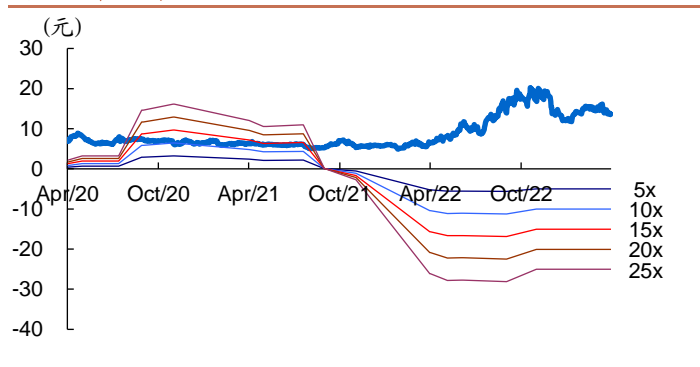
### 3、投资建议

国内经济复苏以及全球油运贸易运距拉长使得原油油轮市场需求弹性较强，叠加长期供给限制，未来三年油运行业景气程度或超预期。公司作为国内油运龙头，各种油轮船型全覆盖，盈利弹性较大。预计未来两年公司盈利情况将得到全面改善。基于行业周期上行预期，我们预计 23-24 年公司实现归母净利润 57.6/75.1/77.9 亿元，维持“强烈推荐”评级。

### 4、风险提示

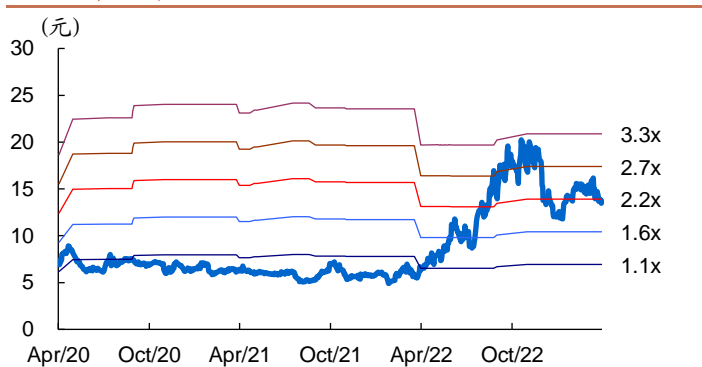
美国、中东原油出口不及预期、新冠疫情扩散超预期、业绩测算风险

图 4：中远海能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 5：中远海能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中远海能（600026）—Q4 外贸油运贡献可观盈利，经济复苏将驱动油运市场反弹》2023-02-01
- 2、《中远海能（600026）—Q3 外贸油运业绩反转，持续看好 VLCC 市场较大弹性》2022-10-30
- 3、《中远海能（600026）—上半年中小油轮景气先行，持续看好 VLCC 市场较大弹性》2022-08-31



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6486	8383	12848	19768	25780
现金	3525	4240	7371	13761	19473
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	6	8	9	10
应收款项	368	539	743	833	875
其它应收款	265	300	428	480	504
存货	1013	1278	1500	1576	1655
其他	1313	2020	2797	3107	3263
<b>非流动资产</b>	52903	59867	59170	58472	57777
长期股权投资	6872	9770	9770	9770	9770
固定资产	42187	45783	44086	42490	40987
无形资产商誉	116	126	1113	2002	2802
其他	3727	4189	4201	4210	4218
<b>资产总计</b>	<b>59389</b>	<b>68250</b>	<b>72019</b>	<b>78240</b>	<b>83557</b>
<b>流动负债</b>	13338	10591	9010	9629	9751
短期借款	5300	5416	5500	6000	6000
应付账款	1781	1939	2290	2407	2527
预收账款	24	33	39	41	43
其他	6234	3202	1180	1180	1180
<b>长期负债</b>	16129	24089	24089	24089	24089
长期借款	12667	20747	20747	20747	20747
其他	3462	3342	3342	3342	3342
<b>负债合计</b>	<b>29467</b>	<b>34680</b>	<b>33099</b>	<b>33718</b>	<b>33840</b>
股本	4763	4771	4771	4771	4771
资本公积金	11925	11981	11981	11981	11981
留存收益	11904	14819	19865	25072	29857
少数股东权益	1331	2000	2303	2699	3109
归属于母公司所有者权益	28591	31570	36616	41824	46609
<b>负债及权益合计</b>	<b>59389</b>	<b>68250</b>	<b>72019</b>	<b>78240</b>	<b>83557</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3395	4211	7580	9846	10482
净利润	(4958)	1457	5761	7512	7790
折旧摊销	2553	2601	2711	2712	2709
财务费用	801	895	1031	987	1100
投资收益	(988)	(1063)	(1248)	(1348)	(1348)
营运资金变动	5649	(688)	(986)	(415)	(180)
其它	338	1009	312	399	411
<b>投资活动现金流</b>	(2642)	(5191)	(765)	(665)	(665)
资本支出	(2926)	(4450)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	284	(742)	1235	1335	1335
<b>筹资活动现金流</b>	(2084)	1518	(3684)	(2792)	(4105)
借款变动	2903	3130	(1937)	500	0
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	(2)	56	0	0	0
股利分配	(953)	0	(716)	(2305)	(3005)
其他	(4032)	(1676)	(1031)	(987)	(1100)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1332)</b>	<b>537</b>	<b>3131</b>	<b>6390</b>	<b>5712</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	12699	18658	26657	29893	31389
营业成本	11770	15196	17947	18862	19804
营业税金及附加	55	73	104	116	122
营业费用	50	57	53	60	63
管理费用	888	924	1146	1285	1350
研发费用	0	24	34	39	41
财务费用	811	908	1031	987	1100
资产减值损失	(4928)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	328	148	148	148	148
投资收益	1010	1137	1100	1200	1200
<b>营业利润</b>	(4465)	2758	7590	9893	10259
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	39	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	(4500)	2749	7581	9884	10250
所得税	140	964	1516	1977	2050
少数股东损益	318	327	303	395	410
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(4958)</b>	<b>1457</b>	<b>5761</b>	<b>7512</b>	<b>7790</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-22%	47%	43%	12%	5%
营业利润	-254%	-162%	175%	30%	4%
归母净利润	-307%	-129%	295%	30%	4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.3%	18.6%	32.7%	36.9%	36.9%
净利率	-39.0%	7.8%	21.6%	25.1%	24.8%
ROE	-17.3%	4.6%	15.7%	18.0%	16.7%
ROIC	-7.1%	3.9%	10.6%	12.2%	11.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.6%	50.8%	46.0%	43.1%	40.5%
净负债比率	39.1%	41.3%	36.4%	34.2%	32.0%
流动比率	0.5	0.8	1.4	2.1	2.6
速动比率	0.4	0.7	1.3	1.9	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	12.6	13.3	12.9	12.3	12.3
应收账款周转率	24.5	40.8	41.1	37.5	36.3
应付账款周转率	6.9	8.2	8.5	8.0	8.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-1.04	0.31	1.21	1.57	1.63
每股经营净现金	0.71	0.88	1.59	2.06	2.20
每股净资产	6.00	6.62	7.68	8.77	9.77
每股股利	0.00	0.15	0.48	0.63	0.65
<b>估值比率</b>					
PE	-13.2	44.8	11.3	8.7	8.4
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	-118.2	20.9	11.6	9.6	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

**魏芸：**伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。