

# 油运市场高景气，公司盈利高弹性

华泰研究

2023年3月31日 | 中国内地/中国香港

年报点评

水路运输

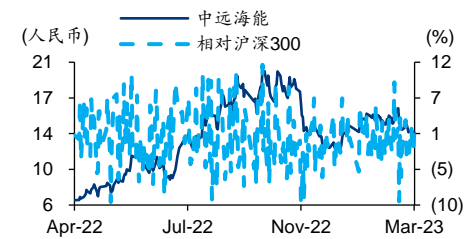
	1138 HK	600026 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 10.90	人民币: 19.90

研究员	林珊
SAC No. S0570520080001	linshan@htsc.com
SFC No. BIR018	+(86) 21 2897 2209
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088

## 基本数据

(港币/人民币)	1138 HK	600026 CH
目标价	10.90	19.90
收盘价(截至3月30日)	8.35	13.70
市值(百万)	39,836	65,360
6个月平均日成交额(百万)	200.46	975.26
52周价格范围	3.50-9.57	6.52-20.24
BVPS	6.62	6.62

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 全球最大油轮船东，油运市场高景气推动公司盈利高弹性

中远海能发布2022年业绩：归母净利14.6亿元，同比扭亏为盈。22年油轮市场受益于海外疫后出行推升油品需求+俄乌冲突推升运距+船舶供给趋紧，运价触底反弹。展望23年，我们看好中国疫后复苏带动VLCC市场+船舶供给趋紧+全球原油进入“补库存”周期。年初至今(1.1-3.30)，VLCC中东至中国航线运价上涨149.5%；我们看好下半年旺季运价环比继续上行。基于更乐观的运价假设，我们上调23/24年净利预测57%/42%至70.3亿/80.1亿元，新增25年净利预测64.5亿元；上调A/H目标价13%/42%至19.9元/10.9港币（基于2.5x/1.2x 2023E PB，对应公司A股历史三年PB均值加2个标准差/H股历史三年PB均值加3个标准差，估值溢价主因行业高景气度，公司盈利较历史大幅增长；BPS 7.94元），重申“买入”。

### 原油轮：2023-2024年供需结构向好，行业高景气度

22年公司外贸原油轮业务实现毛利润6.0亿元，同比扭亏为盈。盈利大幅改善主因运价触底反弹。展望2023年，中国作为全球原油贸易最大买家，疫后复苏拉动VLCC需求大幅上行，推升运价。根据Clarksons预测，2023/2024年全球原油轮需求预计同比增长6.2%/5.0% vs 供给增速2.6%/0.4%，需求增速大幅高于供给增速，行业高景气度。

### 成品油轮：供给趋紧推升盈利中枢，关注海外宏观对需求端的影响

22年公司外贸成品油轮业务毛利润5.9亿，同比扭亏为盈。有别于原油进口主要集中在亚洲国家，成品油进口主要集中在欧洲和美洲。22年全球前四成品油海运进口地区分别是欧洲/南美/非洲/北美，占比全球进口总量26%/12%/10%/8%，因此成品油轮需求和海外宏观经济高度相关。尽管2023年全球宏观仍面临较大不确定性，但成品油轮市场供给趋紧将有利于支撑运价中枢。23/24年全球成品油轮运力同比增长2.4%/1.1%，供给趋紧。

### 全球最大油轮船东，盈利高弹性；LNG船和内贸市场贡献稳定收益

根据公司年报，截至22年末公司共运营157艘油轮船，运力规模排名全球第一。其中自有VLCC 47艘/外贸中小型原油轮14艘/外贸成品油轮30艘（其余船舶用于内贸运输，收益相对稳定）。每1万美金运价上涨，公司年化净利增加16.8亿元。LNG船方面，公司已投入运营41艘LNG船，在手订单21艘，均签署长期合约，锁定稳定收益。2022年公司LNG船业务贡献净利6.8亿元。

风险提示：1) 运价增长低于预期；2) 原油需求低于预期；3) 成品油需求低于预期；4) 供给高于预期；5) 地缘政治风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	12,699	18,658	29,927	32,022	28,884
+/-%	(22.50)	46.93	60.40	7.00	(9.80)
归属母公司净利润(人民币百万)	(4,975)	1,457	7,034	8,014	6,451
+/-%	(309.71)	129.29	382.66	13.93	(19.50)
EPS(人民币, 最新摊薄)	(1.04)	0.31	1.47	1.68	1.35
ROE(%)	(15.74)	4.84	20.25	19.79	14.43
PE(倍)	(13.14)	44.85	9.29	8.16	10.13
PB(倍)	2.29	2.07	1.73	1.52	1.41
EV EBITDA(倍)	(48.25)	14.36	6.88	5.98	6.75

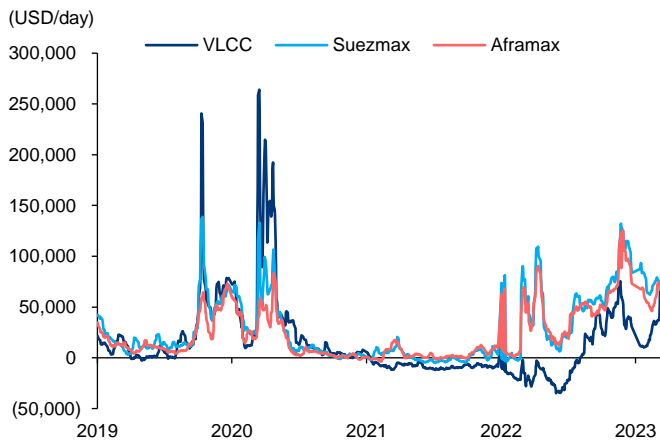
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中远海能: 核心盈利假设变动

	现值	前值	变动幅度 (%)
<b>外贸原油运输 - 全船队平均日均运费(美金/天)</b>			
2023E	60,000	37,457	60.2%
2024E	65,000	43,469	49.5%
2025E	55,000	-	-
<b>外贸油品运输业务 - 营业收入(人民币百万)</b>			
2023E	22,382	18,673	19.9%
2024E	24,184	19,035	27.1%
2025E	20,758	-	-
<b>外贸油品运输业务 - 毛利率(%)</b>			
2023E	36.0%	31.3%	+4.7 pct
2024E	37.4%	36.6%	+0.8 pct
2025E	34.4%	-	-
<b>内贸油品运输业务 - 营业收入(人民币百万)</b>			
2023E	6,186	6,186	-
2024E	6,472	6,472	-
2025E	6,773	-	-
<b>内贸油品运输业务 - 毛利率(%)</b>			
2023E	21.9%	21.9%	-
2024E	21.9%	21.9%	-
2025E	22.0%	-	-
<b>营业总收入(人民币百万)</b>			
2023E	29,927	18,096	65.4%
2024E	32,022	20,448	56.6%
2025E	28,884	-	-
<b>归母净利润(人民币百万)</b>			
2023E	7,034	4,489	56.7%
2024E	8,014	5,642	42.0%
2025E	6,451	-	-

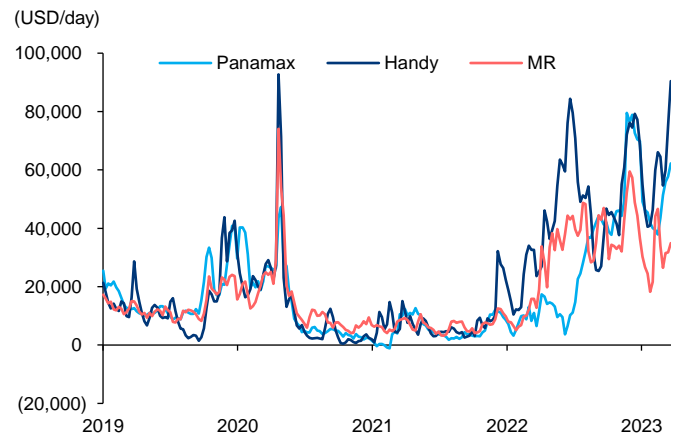
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 原油轮运价(不同航线加权运价, BDTI TCE)



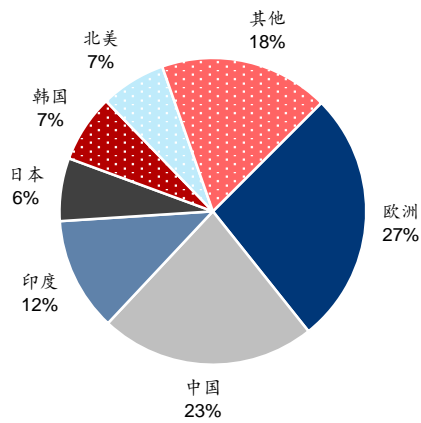
资料来源: Baltic Sea Exchange, Clarksons, 华泰研究

图表3: 成品油轮运价(不同航线加权运价, BCTI TCE)



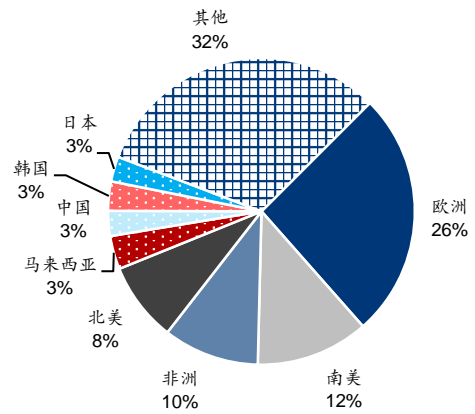
资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰研究

图表4: 全球海运原油进口国分布 (2022)



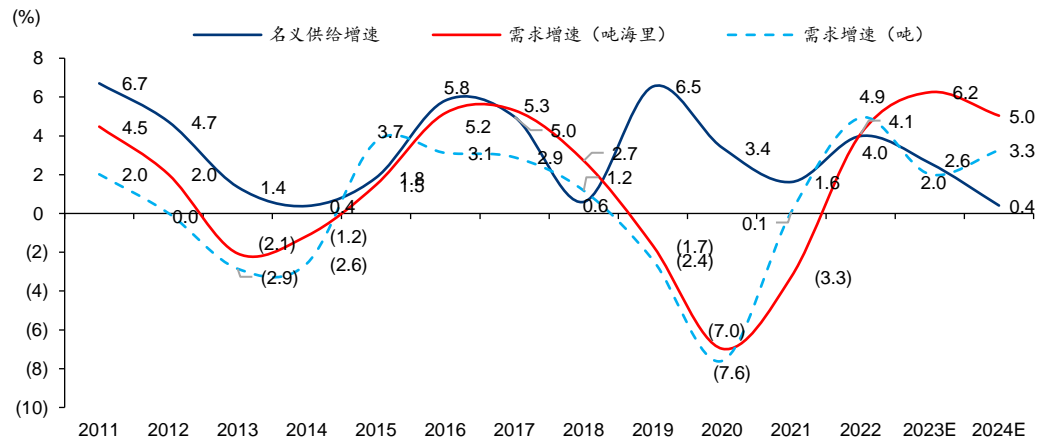
资料来源: Baltic Sea Exchange, Clarksons, 华泰研究

图表5: 全球海运成品油进口国分布 (2022)



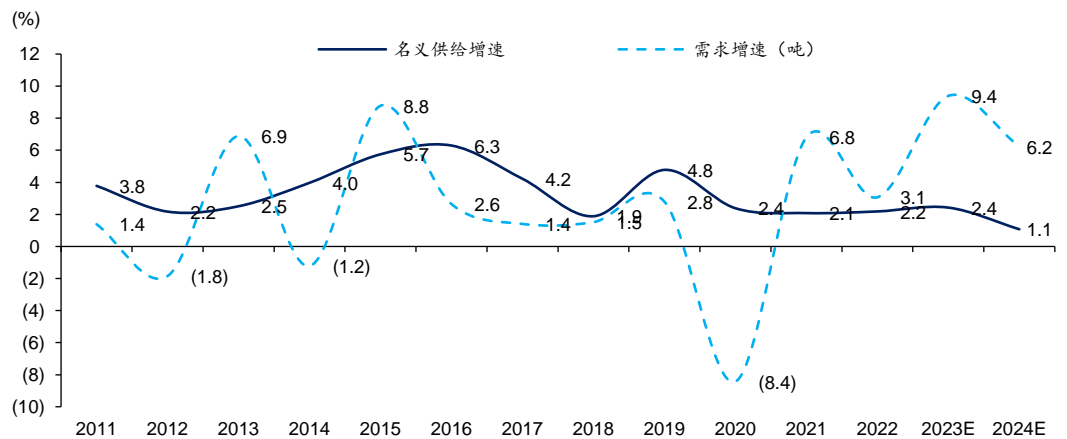
资料来源: Baltic Sea Exchange, Clarksons, 华泰研究

图表6: 全球原油轮市场: 供给增速 vs 需求增速 (同比)



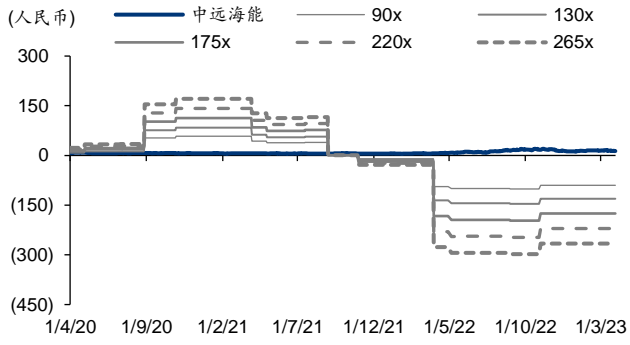
资料来源: Clarksons 预测, 华泰研究

图表7: 全球成品油油轮市场: 供给增速 vs 需求增速 (同比)



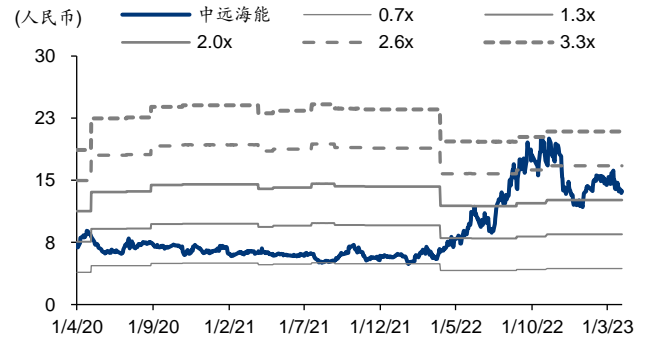
资料来源: Clarksons 预测, 华泰研究

图表8: 中远海能 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 中远海能 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,486	8,383	13,147	12,663	11,948
现金	3,525	4,240	6,801	7,792	6,564
应收账款	368.28	539.31	916.47	641.21	763.81
其他应收账款	265.46	299.81	606.88	363.28	511.80
预付账款	364.41	355.90	799.48	436.78	678.32
存货	1,013	1,278	1,799	1,492	1,608
其他流动资产	950.12	1,669	2,224	1,938	1,823
<b>非流动资产</b>	52,903	59,867	61,056	61,302	62,134
长期投资	6,872	9,770	12,010	14,495	17,244
固定投资	42,187	45,783	44,029	41,843	40,311
无形资产	42.77	52.74	45.03	37.15	28.98
其他非流动资产	3,801	4,262	4,972	4,927	4,550
<b>资产总计</b>	59,389	68,250	74,203	73,966	74,083
<b>流动负债</b>	13,338	10,591	14,148	12,924	13,753
短期借款	5,300	5,416	5,525	5,416	5,801
应付账款	1,734	1,824	2,954	2,157	2,657
其他流动负债	6,304	3,351	5,670	5,351	5,296
<b>非流动负债</b>	16,129	24,089	19,647	14,954	10,510
长期借款	12,667	20,747	16,304	11,612	7,168
其他非流动负债	3,462	3,342	3,342	3,342	3,342
<b>负债合计</b>	29,467	34,680	33,795	27,878	24,264
少数股东权益	1,331	2,000	2,519	2,999	3,484
股本	4,763	4,771	4,771	4,771	4,771
资本公积	11,925	11,981	11,981	11,981	11,981
留存公积	12,497	13,955	18,486	23,583	27,745
归属母公司股东权益	28,591	31,570	37,889	43,089	46,335
<b>负债和股东权益</b>	59,389	68,250	74,203	73,966	74,083

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	3,395	4,211	8,325	10,237	8,233
净利润	(4,657)	1,785	7,553	8,494	6,937
折旧摊销	2,101	2,143	2,186	2,230	2,275
财务费用	810.52	907.52	509.14	158.50	174.88
投资损失	(988.24)	(1,063)	(1,114)	(1,159)	(1,216)
营运资金变动	478.91	(830.94)	(783.02)	532.70	82.16
其他经营现金	5,649	1,269	(25.90)	(19.40)	(20.00)
<b>投资活动现金</b>	(2,642)	(5,191)	(2,260)	(1,302)	(1,891)
资本支出	(2,926)	(4,450)	(3,479)	(2,534)	(3,166)
长期投资	(528.89)	(1,730)	(2,240)	(2,485)	(2,749)
其他投资现金	812.54	988.78	3,459	3,717	4,024
<b>筹资活动现金</b>	(2,084)	1,518	(3,613)	(7,819)	(7,955)
短期借款	1,030	115.70	109.10	(109.10)	385.28
长期借款	(1,142)	8,080	(4,442)	(4,693)	(4,444)
普通股增加	0.00	8.08	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2.04)	56.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,970)	(6,742)	720.32	(3,017)	(3,896)
现金净增加额	(1,347)	715.75	2,452	1,116	(1,613)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	12,699	18,658	29,927	32,022	28,884
营业成本	11,770	15,196	20,405	21,827	20,559
营业税金及附加	55.05	72.51	120.79	127.64	115.61
营业费用	50.34	57.27	100.79	104.66	95.36
管理费用	888.00	923.65	1,197	1,121	1,155
财务费用	810.52	907.52	509.14	158.50	174.88
资产减值损失	(4,958)	(2.78)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	988.24	1,063	1,114	1,159	1,216
<b>营业利润</b>	(4,482)	2,758	8,903	10,008	8,176
营业外收入	3.89	1.48	2.28	2.02	2.11
营业外支出	38.80	10.12	19.68	16.49	17.55
<b>利润总额</b>	(4,517)	2,749	8,885	9,993	8,161
所得税	139.80	964.25	1,333	1,499	1,224
<b>净利润</b>	(4,657)	1,785	7,553	8,494	6,937
少数股东损益	318.28	327.47	518.66	480.10	485.56
归属母公司净利润	(4,975)	1,457	7,034	8,014	6,451
EBITDA	(1,654)	5,862	11,610	12,438	10,653
EPS (人民币, 基本)	(1.04)	0.31	1.47	1.68	1.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(22.50)	46.93	60.40	7.00	(9.80)
营业利润	(255.23)	161.52	222.84	12.41	(18.30)
归属母公司净利润	(309.71)	129.29	382.66	13.93	(19.50)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	7.32	18.56	31.82	31.84	28.82
净利率	(36.67)	9.57	25.24	26.53	24.02
ROE	(15.74)	4.84	20.25	19.79	14.43
ROIC	(8.99)	5.18	17.48	20.38	17.75
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.62	50.81	45.54	37.69	32.75
净负债比率 (%)	71.34	74.66	50.05	30.98	22.71
流动比率	0.49	0.79	0.93	0.98	0.87
速动比率	0.37	0.63	0.74	0.83	0.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.29	0.42	0.43	0.39
应收账款周转率	24.80	41.12	41.12	41.12	41.12
应付账款周转率	7.11	8.54	8.54	8.54	8.54
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(1.04)	0.31	1.47	1.68	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.88	1.74	2.15	1.73
每股净资产(最新摊薄)	5.99	6.62	7.94	9.03	9.71
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	(13.14)	44.85	9.29	8.16	10.13
PB (倍)	2.29	2.07	1.73	1.52	1.41
EV EBITDA (倍)	(48.25)	14.36	6.88	5.98	6.75

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林珊、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司