



中国出口提振市场, “东油西运”趋势不变

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 中国成品油出口提振国际成品油运市场, 以 50 万桶/天柴油测算欧洲从俄罗斯进口转向中国运输需求增加 2250 亿吨海里; 2) 炼厂东移趋势下油运需求进一步提升, 增速约为 3%; 3) 运力供给放缓逐步偏离需求带来运价中枢上移。
- **连锁反应导致欧洲成品油缺口扩大。** 欧洲柴油需求恢复, 而对俄罗斯能源制裁使得欧洲能源缺口加大, ARA 地区库存处于低位, 欧洲亟需寻找到可靠的能源替代供应商。据 IEA 统计, 2021 年俄罗斯出口 120 万桶/天成品油到欧盟, 其中柴油出口 50 万桶/天, 在不考虑天然气转油的额外石油产品需求情况下, 我们保守预计明年 2 月制裁生效将会给欧洲带来 120 万桶/天成品油缺口。
- **中国成品油产量提升, 出口配额余量充裕, 柴汽比有望提高。** 我国成品油产量随开工率同步恢复, 22 年 9 月我国柴油产量为 1714 万吨, 环比上升 22.2%, 汽油产量为 1199.7 万吨, 环比略下降 0.3%。产量恢复有望带动出口量提升, 截至 9 月, 我国柴油/汽油/煤油累计出口 499/822/678 万吨, 四季度出口配额充足。在全球柴油裂解利润较高情况下, 我国成品油出口中的柴油占比有望显著提升, 进而对欧洲缺口形成有效补充。
- **炼厂东移趋势不变, 海运需求进一步提升。** 全球成品油消费与供给地区的偏离进一步推动成品油运需求上涨, 近年来欧美、澳洲炼厂关闭的同时中东、亚洲炼厂产能不断释放, 这将使得炼厂关闭的地区转向炼厂新增的地区进口缺失成品油, 据测算, 未来由于炼厂东移成品油运需求将进一步上涨, 增速约为 3%。
- **成品油轮供给放缓, 油轮复苏势头强劲。** 目前船东主要在手订单为集装箱以及 LNG 船, 成品油轮新增运力受限, 同时成品油轮“老龄化”严重加之环保政策趋严, 老旧船加快出清, 运力供给逐步偏离油轮需求, 据 Clarksons 预计 2023 年 MR 供给增速放缓为 1.7%, 2024 年供给下降 0.6%。
- **盈利预测与投资建议:** 看好中国成品油出口提振国际成品油运市场, 以及炼厂东移趋势下油运需求的持续提升, 预计招商南油 2022/23/24 年归母净利润分别为 18.9、39.4、53.7 亿元, 每股收益分别为 0.39、0.81、1.11 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

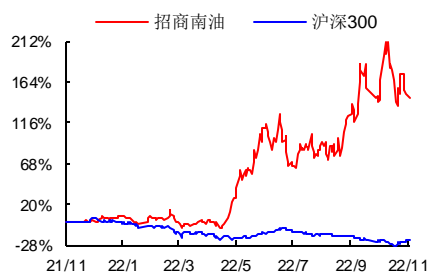
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3862.24	6059.05	9120.43	11266.32
增长率	-4.20%	56.88%	50.53%	23.53%
归属母公司净利润 (百万元)	296.44	1892.89	3944.55	5365.69
增长率	-78.68%	538.54%	108.39%	36.03%
每股收益 EPS (元)	0.06	0.39	0.81	1.11
净资产收益率 ROE	5.18%	24.52%	34.92%	33.75%
PE	78	12	6	4
PB	4.03	2.99	2.05	1.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	48.53
流通 A 股(亿股)	48.53
52 周内股价区间(元)	1.79-6.08
总市值(亿元)	232.93
总资产(亿元)	87.54
每股净资产(元)	1.19

相关研究

- 招商南油 (601975): 油轮复苏势头强劲, 公司业绩弹性巨大 (2022-10-27)
- 招商南油 (601975): 受益于成品油跨区运输, 调高目标价至 7.2 元 (2022-09-18)
- 招商南油 (601975): 成品油运输市场向好, 业绩有望进一步提升 (2022-08-19)

目 录

1 成品油出口配额超预期下发，有望弥补欧洲缺口	1
2 禁令生效在即，石油贸易格局改变带来运距大幅提升.....	5
3 中长期炼厂东移趋势不变，成品油运需求进一步上涨.....	9
4 油运供需增速差加大，运价中枢上移.....	12
5 盈利预测与估值.....	13
5.1 盈利预测.....	13
5.2 相对估值.....	14
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 中国炼能及变化情况	1
图 2: 中国成品油产量、消费量情况 (万吨)	1
图 3: 中国近年来成品油出口配额情况 (万吨)	2
图 4: 中国原油进口情况	2
图 5: 俄罗斯石油产销量以及石油探明储量占比	3
图 6: 俄罗斯原油出口情况 (万桶/天)	3
图 7: 中国炼厂开工率	4
图 8: 中国原油加工量	4
图 9: 中国成品油生产情况 (万吨)	4
图 10: 中国成品油出口情况 (万吨)	4
图 11: 欧洲能源消费结构	5
图 12: 欧洲石油产品消费结构	5
图 13: 2021 年经合组织欧洲炼厂产品构成	5
图 14: 2020 年欧盟柴油和汽油主要贸易流向 (百万吨/年)	5
图 15: 欧洲成品油进口情况 (百万吨)	6
图 16: ARA 重柴油库存 (百万桶)	6
图 17: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热单位)	6
图 18: 西北欧柴油裂解价差 (美元/加仑)	7
图 19: 欧盟对俄制裁措施	7
图 20: 欧洲进口俄罗斯 CPP 情况 (百万桶/天)	7
图 21: 美国石油出口情况 (千桶)	8
图 22: 美国出口成品油细分情况	8
图 23: 美国开工率	8
图 24: 美国馏分燃料油产量 (千桶/天)	8
图 25: 美国馏分燃料油库存 (千桶)	8
图 26: 美国裂解价差 (美元/加仑)	8
图 27: 成品油贸易结构调整情况	9
图 28: 不同地区之间的运输距离 (千海里)	9
图 29: 欧美炼能情况	10
图 30: 全球炼能结构 (千桶/天)	10
图 31: 全球炼能增长计划	10
图 32: 欧洲 CPP 进口变动情况	11
图 33: 炼厂东移下新增成品油运需求	11
图 34: MR 供给情况	12
图 35: 不同年限成品油轮载重吨占比情况	12
图 36: 成品油轮平均速度 (节)	13

表 目 录

表 1: 未来中国新增炼油能力情况.....	1
表 2: 贸易格局带来的油运需求变化.....	9
表 3: 公司外贸成品油运 TCE 预测.....	13
表 4: 分业务收入及毛利率.....	14
表 5: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 成品油出口配额超预期下发，有望弥补欧洲缺口

我国炼厂产能过剩，炼厂开工率长年不超过 80%。2021 年我国炼能为 9.1 亿吨/年，同比增加 2.8%，据《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》统计，2022 年及之后将有超过 1 亿吨炼能投产，未来随着新的炼厂建成，我国炼能将进一步增加。然而我国成品油消费量低于产量，炼厂普遍通过降低开工率来减少过剩产能，我国炼厂开工率长年不超过 80%。

图 1：中国炼能及变化情况

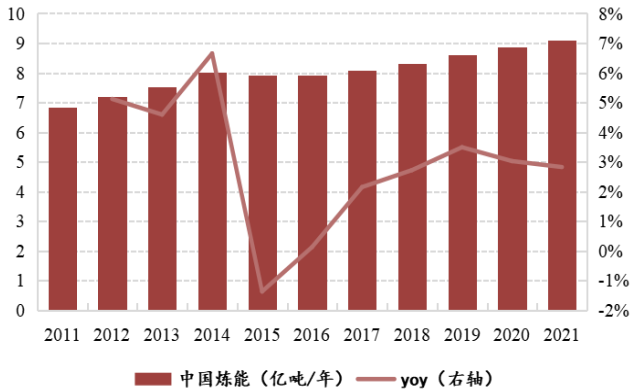
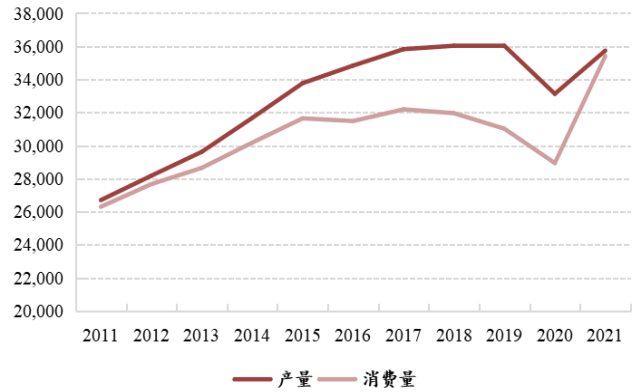


图 2：中国成品油产量、消费量情况（万吨）



数据来源：BP，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：未来中国新增炼油能力情况

企业名称	参与方	省份	新增能力 (万吨/年)	投产时间
广东石化	中国石油	广东	2000	2022 年
海南炼化	中国石化	海南	500	2022 年
鑫海化工	鑫海化工集团	河北	800	2022 年
镇海炼化	中国石化	浙江	1100	2023 年
华锦化工	北方工业集团、沙特阿美公司	辽宁	1500	2024 年
中科炼化二期	中国石化	广东	1500	2024 年
裕龙岛石化	南山集团、山东能源集团等	山东	2000	2024 年
岳阳石化	中国石化	湖南	1500	2024 年
裕龙岛石化二期	南山集团、山东能源集团等	山东	2000	2025 年后

数据来源：《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》，西南证券整理

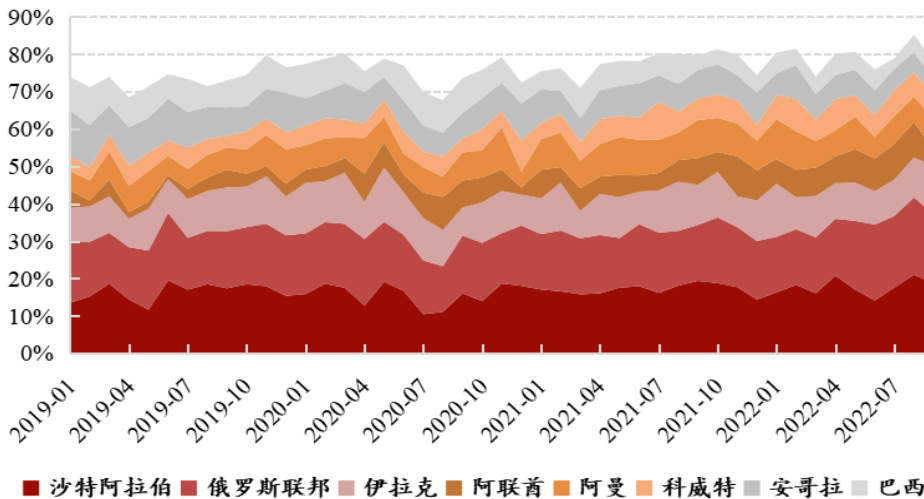
中国成品油出口有利于缓解国内产能过剩情况。我国相关部门每年根据市场情况分批次下发成品油出口配额，调控成品油出口量，然而近年来受疫情影响，全球成品油消费需求下降，炼油利润大幅下降，2021 年我国成品油出口配额大幅下降 36.3%，为 3761 万吨，2022 年 3 季度前，成品油出口配额仅 2400 万吨，同比下降 36.2%。

第五批成品油出口配额超预期下发减少了对成品油出口的限制。近期商务部下发今年第五批成品油、低硫船燃出口配额总量为 1500 万吨，其中成品油配额为 1325 万吨，使得全年成品油累计出口配额为 3725 万吨，同比去年略下降 1%，此次成品油出口配额下发减少了对成品油出口限制，同时一定程度上缓解了国内炼厂开工率以及利润低下情况。

图 3：中国近年来成品油出口配额情况（万吨）

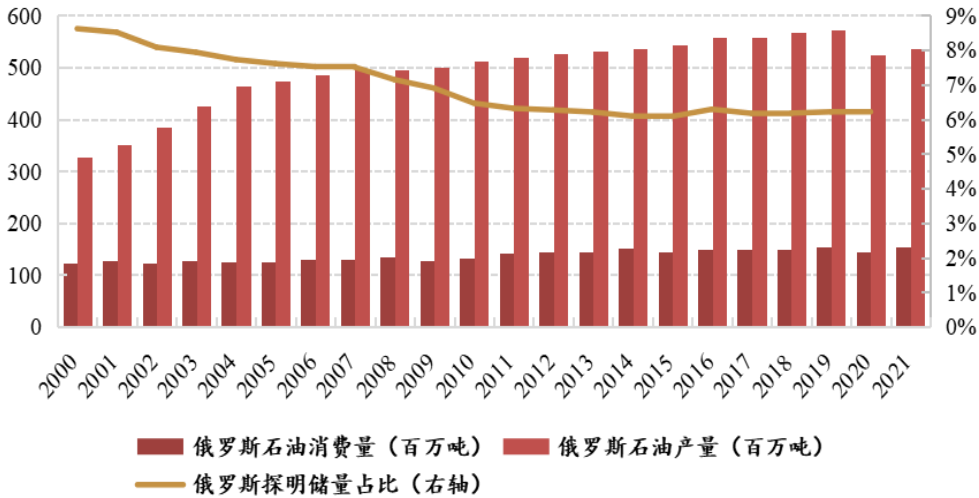

数据来源：商务部，金联创，西南证券整理

我国原油进口途径多元化且稳定。我国原油进口主要来自于中东地区以及俄罗斯，且单个国家进口占比不超过 20%，原油来源多元使得我国对单一国家原油依赖度较低，截至今年 9 月，我国累计进口原油 3.7 亿吨，其中进口沙特原油 6583.9 万吨，占比为 17.8%，进口俄罗斯原油 6425.5 万吨，同比上涨 8.8%，占比为 17.3%，其余原油来自伊拉克、阿联酋、阿曼等地。

图 4：中国原油进口情况


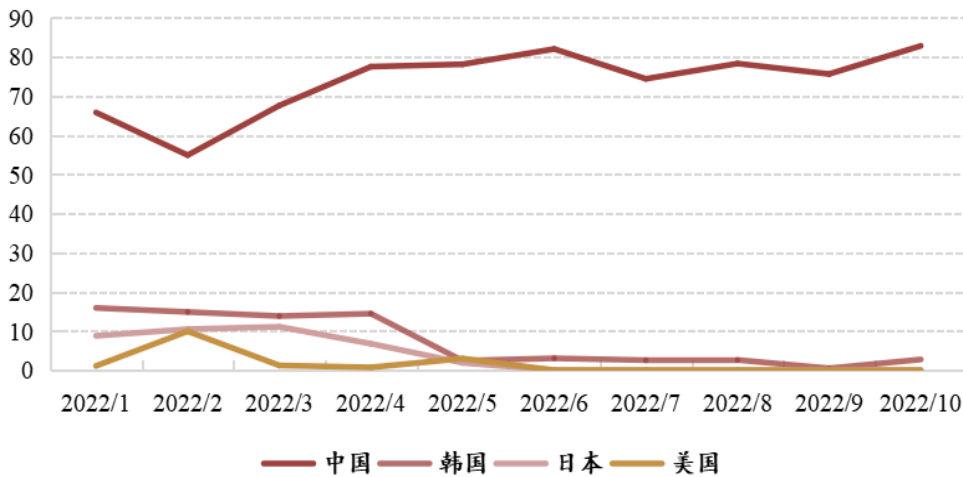
数据来源：海关总署，西南证券整理

俄罗斯可以提供我国炼能增长所需的原油。2021 年，俄罗斯原油和凝析油产量达到 1050 万桶/天，占世界总供应量的 14%，而俄罗斯石油消费量远低于石油产量，2021 年俄罗斯石油产量与消费量之间差为 383 百万吨，过剩石油资源出口成为国家收入来源之一，俄罗斯拥有广泛的原油出口管道能力，可以将大量原油直接运往欧洲和亚洲。

图 5：俄罗斯石油产销量以及石油探明储量占比


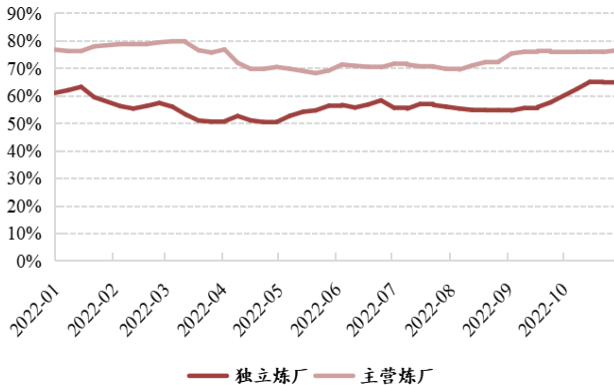
数据来源：BP，西南证券整理

东西伯利亚-太平洋管道支线连接的中国有机会接收来自俄罗斯的额外原油。俄乌冲突前，俄罗斯通过东部西伯利亚-太平洋管道向中国大庆运输 60 万桶/天原油，同时运输 70 万桶/天原油到科济米诺港，进而出口到日韩等地。而后尽管受到制裁，日韩减少进口俄罗斯原油，截至 22 年 10 月东部西伯利亚-太平洋管道原油出口为 85 万桶/天，其中中国占最大份额。

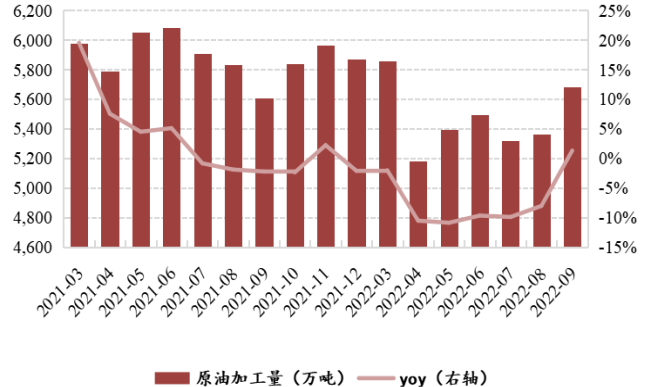
图 6：俄罗斯原油出口情况 (万桶/天)


数据来源：Bloomberg，西南证券整理

目前我国炼厂开工率逐步恢复，原油加工量环比上升。2022 年上半年受疫情、原油成本大幅提升等因素影响，我国炼厂炼油利润低下，炼厂开工率大幅下滑，近期第五批成品油出口配额下发能够在一定程度上鼓励炼厂开工，提高产量，目前我国炼厂开工率逐步恢复，其中主营炼厂开工率为 76.4%，已恢复至年初水平，独立炼厂开工率为 64.8%，较年初上涨 3.8pp。9 月我国原油加工量为 5680.7 万吨，环比上升 5.9%，同比上升 1.3%。

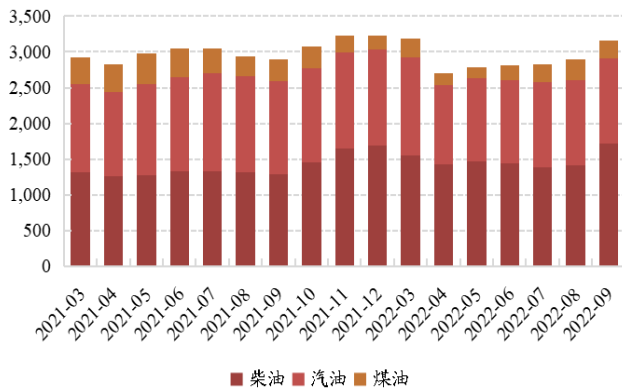
图 7：中国炼厂开工率


数据来源：Wind, 西南证券整理

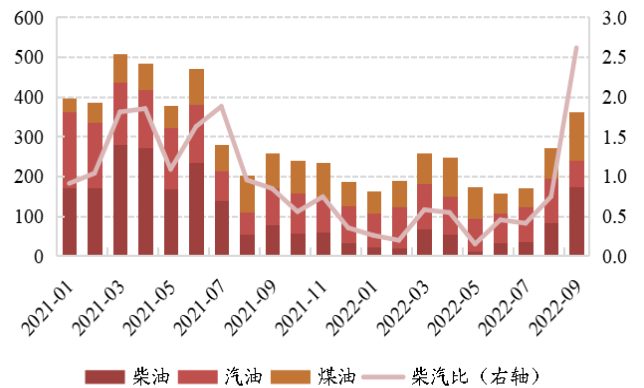
图 8：中国原油加工量


数据来源：国家统计局, 西南证券整理

成品油产量提升，出口配额余量充裕，柴汽比有望提高。我国成品油产量随开工率同步恢复，22 年 9 月，我国柴油产量为 1714 万吨，环比上升 22.2%，汽油产量为 1199.7 万吨，环比略下降 0.3%。产量恢复有望进一步带动出口量提升，截至 9 月，我国柴油累计出口 499 万吨，汽油累计出口 822 万吨，煤油累计出口 678 万吨，四季度出口配额充足。此外在全球柴油裂解利润较高情况下，我国成品油出口中的柴油占比有望显著提升，进而对欧洲缺口形成有效补充。

图 9：中国成品油生产情况 (万吨)


数据来源：国家统计局, 西南证券整理

图 10：中国成品油出口情况 (万吨)


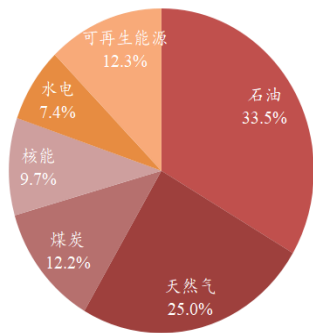
数据来源：海关总署, 西南证券整理

对标 2019 年成品油出口配额，我们预计 2023 年我国成品油能够流入全球 5600 万吨/年，即将会有 110 万桶/天的成品油流入东南亚等地区，而这些地区被取代的成品油则有机会流向欧洲地区，弥补欧洲 120 万桶/天的成品油（其中柴油 50 万桶/天）缺口。

2 禁令生效在即，石油贸易格局改变带来运距大幅提升

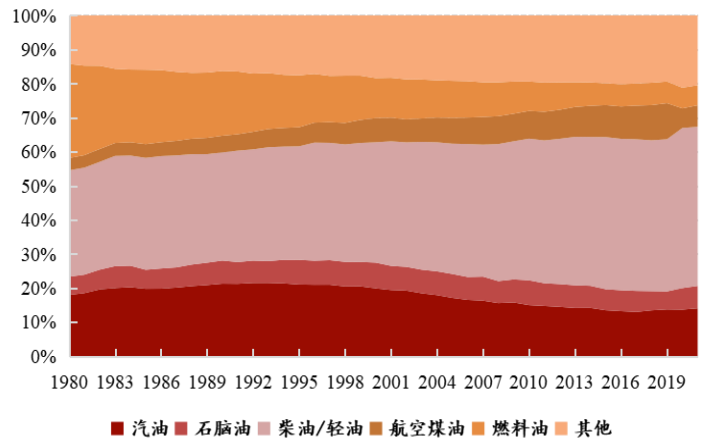
欧洲成品油消费以柴油为主。欧洲作为世界能源主要消费地区，石油在能源结构中占最大份额，2021年占比为33.5%，同比略增长0.2pp，天然气是欧洲第二大燃料，2021年占比为25%，同比增长0.3pp。政府税费补贴和乘用车油耗低等原因使得柴油作为道路燃料在石油产品消费中占比较高，长年超40%，2021年欧洲柴油/轻油消费631.8万桶/天，占比为46.7%。

图 11：欧洲能源消费结构



数据来源：BP，西南证券整理

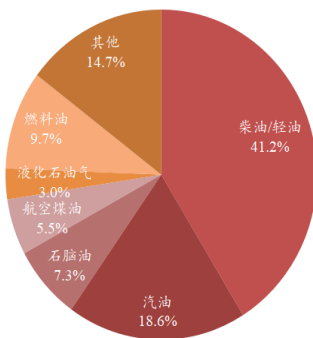
图 12：欧洲石油产品消费结构



数据来源：BP，西南证券整理

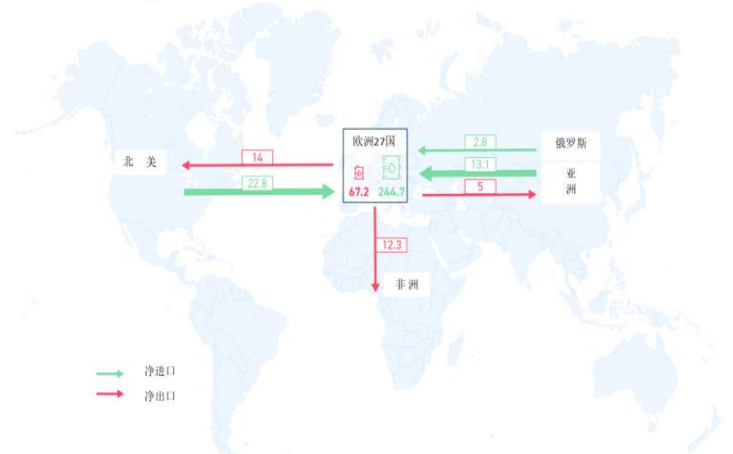
欧洲柴油供不应求，汽油供应过剩。柴油/轻油占欧洲炼厂生产的最大份额，2021年，柴油/轻油在经合组织欧洲炼厂产品中占比达41.2%，但巨大的消费量使得欧洲仍然需要对外进口大量柴油。欧洲主要从俄罗斯、中东和美国等地进口，以满足其对柴油等产品的需求；而欧洲汽油产品产量在消费走低的背景下仍处于较高的水平，过剩的汽油需要通过出口来消化，北美是欧洲汽油主要出口市场。

图 13：2021年经合组织欧洲炼厂产品构成



数据来源：IEA，西南证券整理

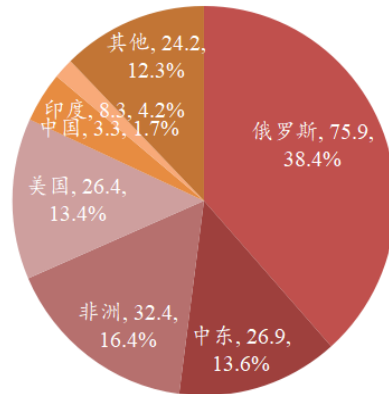
图 14：2020年欧盟柴油和汽油主要贸易流向（百万吨/年）



数据来源：Eurostat，西南证券整理

欧洲能源严重依赖第三国进口，其中俄罗斯是主要供应商。能源供给与需求的失衡导致欧洲长年需要从其他地区进口能源，欧洲以前进口主要依赖于石油储备丰厚的中东地区，然而两次石油危机使得欧洲国家长期实行能源结构调整政策，同时由于地理位置上接近，俄罗斯替代中东成为了欧洲主要能源进口商。2021年，欧洲进口俄罗斯成品油75.9百万吨，占欧洲成品油总进口的38.4%；进口美国/中东/非洲26.4/26.9/32.4百万吨，占比为13.4%/13.6%/16.4%。

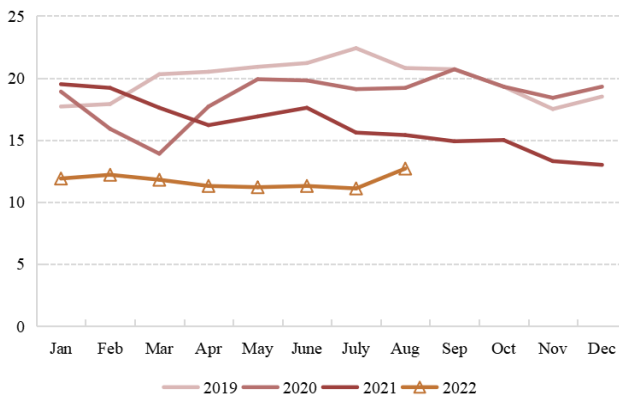
图 15：欧洲成品油进口情况（百万吨）



数据来源：BP，西南证券整理

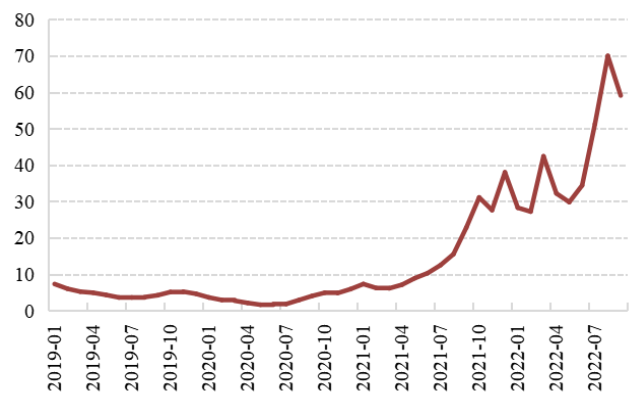
俄乌冲突下，连锁反应导致欧洲成品油缺口不断扩大，成品油裂解价差居高不下。欧洲地区疫情逐步放开，柴油消费需求恢复，成品油库存受制裁影响处于低位，据 OPEC 数据显示，自 2019 年以来 ARA 地区（阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普）库存处于低位，同时由于俄欧输气管道输气量的急剧减少，导致作为炼厂加氢裂化的原料—天然气价格飙升，22 年 9 月，欧洲天然气价格为 59.1 美元/百万英热，同比大幅上涨 159.2%，炼厂成本大幅上升，柴油价格以及成品油裂解价差居高不下。

图 16：ARA 重柴油库存（百万桶）

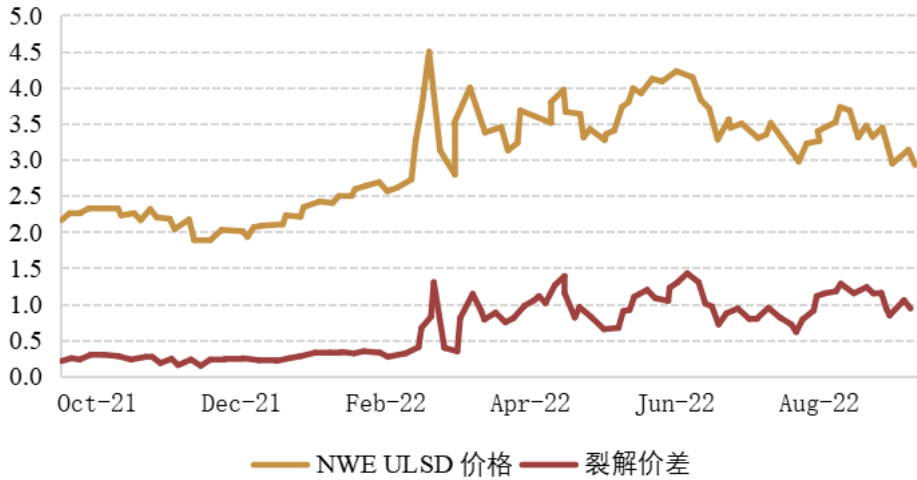


数据来源：OPEC，Wind，西南证券整理

图 17：欧洲天然气价格（美元/百万英热单位）



数据来源：Wind，西南证券整理

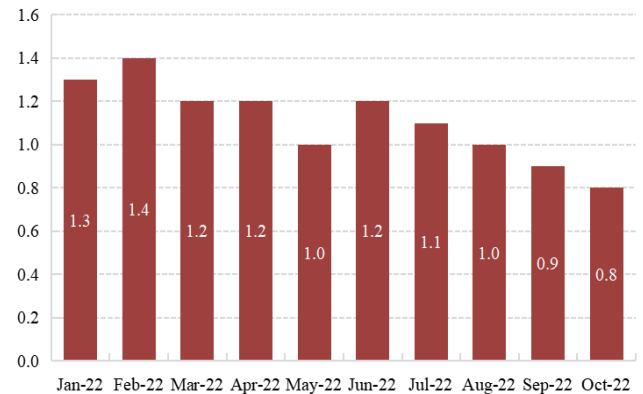
图 18: 西北欧柴油裂解价差 (美元/加仑)


数据来源: EIA, 西南证券整理

随着制裁正式生效, 成品油缺口将进一步放大。欧盟自 2 月以来宣布多项制裁俄罗斯措施, 4 月初欧盟宣布禁止进口俄罗斯煤炭, 6 月初宣布 6 个月内停购俄海运原油, 8 个月内停购俄石油产品, 即今年 12 月 5 日对俄原油禁令正式生效, 明年 2 月 5 日对俄石油产品禁令生效。俄罗斯石油禁运在即, 欧洲亟需寻找到可靠的能源替代供应商弥补巨大的石油缺口。据 IEA 统计, 2021 年俄罗斯出口 120 万桶/天成品油到欧盟, 其中柴油出口 50 万桶/天, 我们保守预计明年 2 月制裁生效将会给欧洲带来 120 万桶/天成品油缺口。

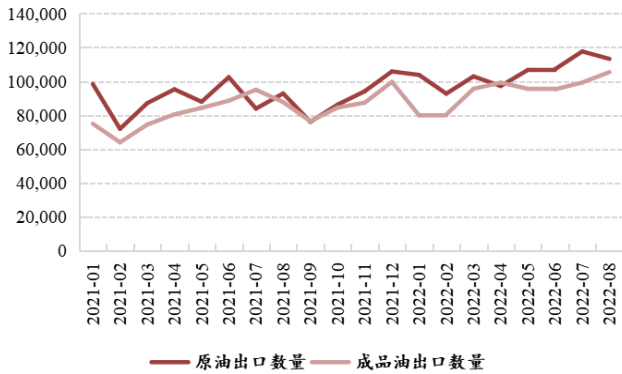
图 19: 欧盟对俄制裁措施


数据来源: 西南证券整理

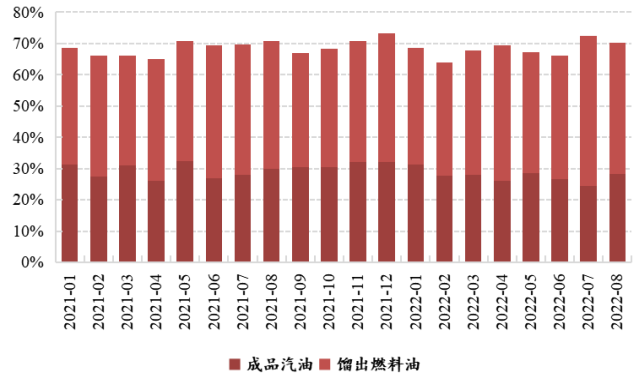
图 20: 欧洲进口俄罗斯 CPP 情况 (百万桶/天)


数据来源: Scorpio tankers, 西南证券整理

欧洲转向美国寻求石油供应, 美国出口量上升。2022 年 8 月, 美国出口原油 113.2 百万桶, 同比增长 22.1%; 8 月成品油出口量为 105.4 百万桶, 同比增长 20.3%, 累计出口 750.3 百万桶, 较去年同期增长 15.6%, 其中汽油出口 207 百万桶, 占比为 27.6%; 馏出燃料油出口 306 百万桶, 占比为 40.8%。据 EIA 数据, 截至 22 年 8 月美国石油出口到欧洲四国 (德国、法国、意大利、荷兰) 累计为 251.6 百万桶, 较去年同期增长 42.9%。

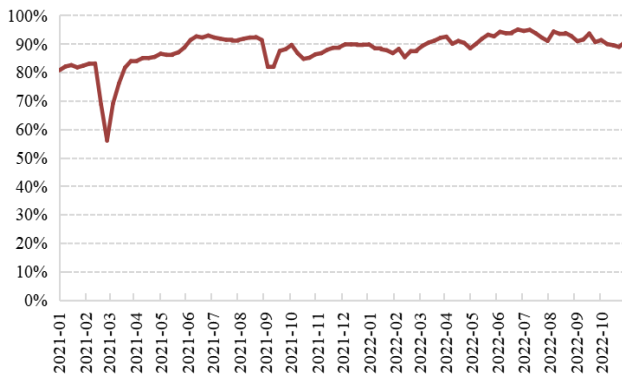
图 21: 美国石油出口情况 (千桶)


数据来源: Wind, 西南证券整理

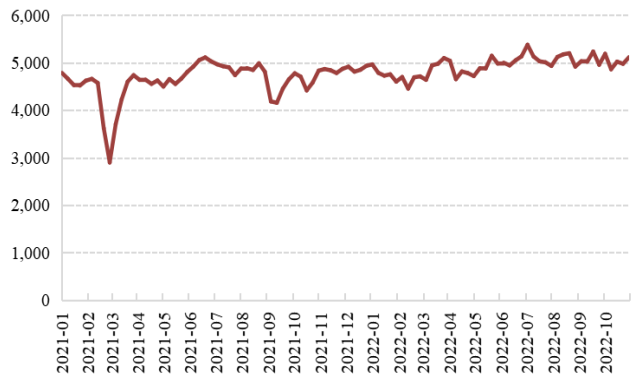
图 22: 美国出口成品油细分情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

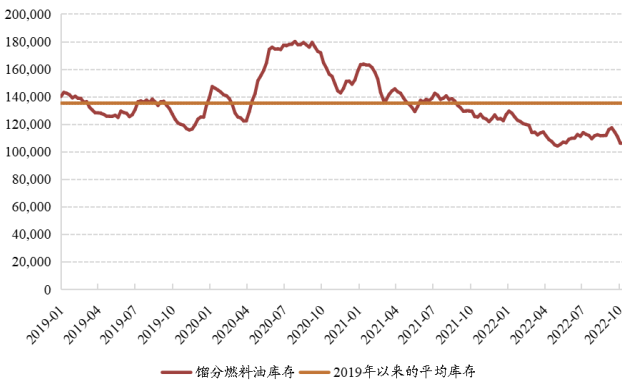
美国成品油产量有所回升, 巨大石油出口仍然导致美国石油库存处于低位。自 2021 年以来美国炼厂开工率逐步恢复, 目前开工率为 90.6%, 馏分燃料油产量为 511.7 万桶/天, 同比上涨 5.9%, 然而冬季消费需求复苏带来美国馏分燃料油库存处于低位, 叠加俄乌冲突下运输成本上升, 10 月纽约港超低硫柴油 (ULSD) 现货价格平均为每加仑 4.4 美元, 柴油裂解价差创历史新高, 为 2.1 美元/加仑, 美国炼油厂未来对欧洲的出口持续性受到自身低库存限制。

图 23: 美国开工率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 美国馏分燃料油产量 (千桶/天)


数据来源: EIA, 西南证券整理

图 25: 美国馏分燃料油库存 (千桶)


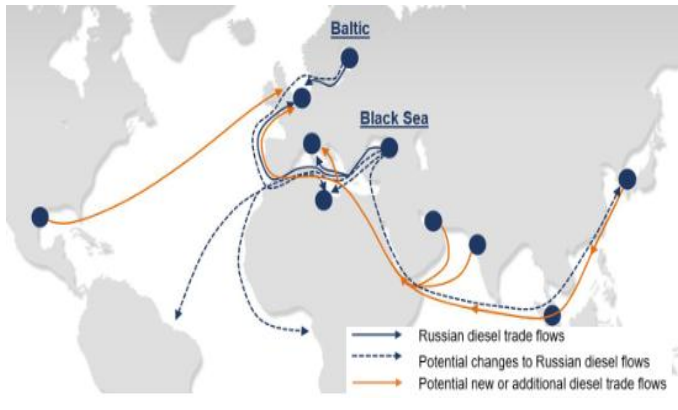
数据来源: EIA, 西南证券整理

图 26: 美国裂解价差 (美元/加仑)


数据来源: EIA, 西南证券整理

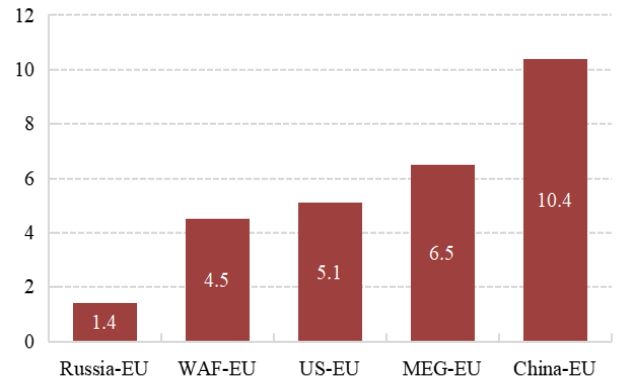
禁令生效在即，欧洲亟需寻找可靠替代供应商。放弃进口相邻国家的能源意味着欧洲石油贸易距离将大幅度提升，带来成品油运距成倍上涨。据 Clarksons 估计，俄罗斯到欧洲的运输距离为 1.4 千海里，而西非、美国、中东、中国到欧洲的运输距离分别为 4.5、5.1、6.5、10.4 千海里，美国成品油出口存在限制，中东、亚洲有望成为俄罗斯成品油的主要替代，运距成倍增加带来成品油运输需求上涨。

图 27：成品油贸易结构调整情况



数据来源：Scorpio tankers, 西南证券整理

图 28：不同地区之间的运输距离（千海里）



数据来源：Clarksons, 西南证券整理

长久以来的石油贸易格局改变将带来全球成品油需求提升。中国成品油出口配额超预期下发使得亚洲成品油能够外溢欧洲，弥补制裁俄罗斯带来的巨大成品油缺口，我们预计这将带来成品油运距大幅提升，以 50 万桶/天柴油测算欧洲从俄罗斯进口转向中国运输需求增量分别为 2250 亿吨海里。

表 2：贸易格局带来的油运需求变化

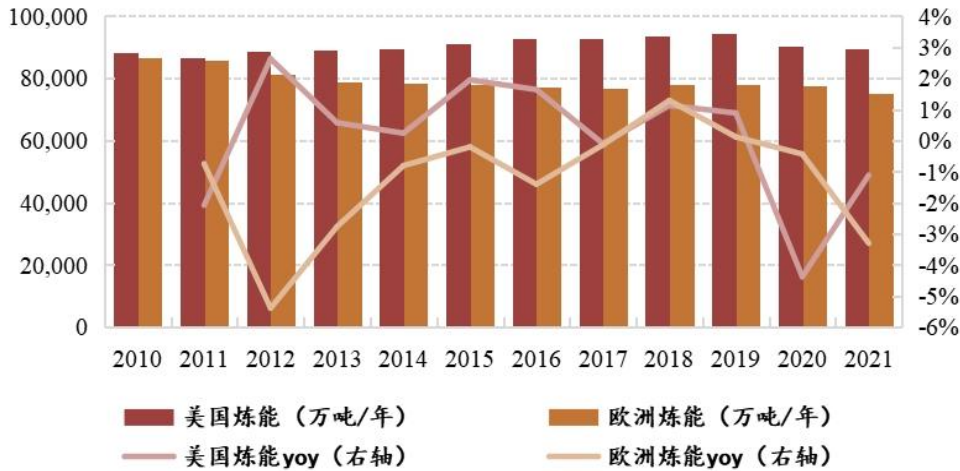
	俄罗斯	西非	中东	美国	中国
距离 (千海里)	1.4	4.5	5.1	6.5	10.4
油运需求(十亿吨海里)	35	112.5	127.5	162.5	260
需求增量(十亿吨海里)	-	77.5	92.5	128	225

数据来源：Clarksons, 西南证券整理

3 中长期炼厂东移趋势不变，成品油运需求进一步上涨

碳中和叠加疫情导致欧美国家炼油厂大量关闭，陷入炼厂关停潮。疫情以及低碳政策影响下，欧洲国家多个炼油厂永久关停，2021 年，全球炼能同比下降 2088.9 万吨/年，其中欧美炼能分别下降 2568.2、1006 万吨/年，同时随着成品油需求恢复，炼厂下降的产能需要通过加大对外进口成品油来弥补。

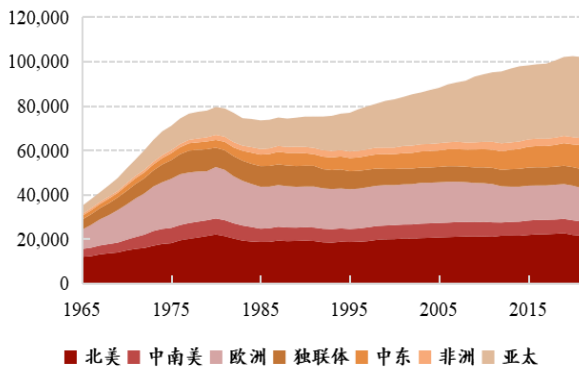
图 29: 欧美炼能情况



数据来源: BP, 西南证券整理

亚太地区炼能增势强劲，全球成品油供给结构正在重构。自 2011 年以来中国、印度和中东炼能复合增速分别为 2.7%、2.8%、2.8%，2021 年在全球炼能中占比分别为 16.7%、4.9%、10.6%，亚太、中东等地区逐渐成为全球炼能重心；EIA 预测 2022 年全球炼油净产能将增加 100 万桶/天，2023 年将增加 160 万桶/天，其中在亚洲和中东，至少有 9 个炼油厂项目开始运营，或计划在 2023 年底前投产，按照目前的计划产能，一旦全面投产，将增加 290 万桶/天的全球炼油产能。

图 30: 全球炼能结构 (千桶/天)



数据来源: BP, 西南证券整理

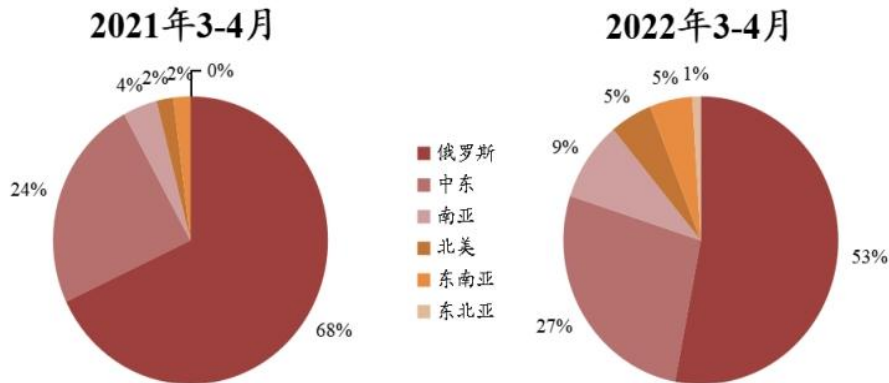
图 31: 全球炼能增长计划



数据来源: EIA, 西南证券整理

亚太、中东的新炼油厂凭借先进、环保的技术比欧洲炼油厂更具竞争力，能够在一定程度上弥补欧洲成品油缺口。欧洲通过南亚、中东等长距离贸易弥补成品油缺口，2022 年 3-4 月间，俄罗斯对欧洲的 CPP (清洁石油产品) 出口减少了约 110 万吨，年环比下降 15.2%，几乎都是由柴油造成的。而欧洲通过从美国、中东和亚洲等地进口约 290 万吨 CPP 来抵消俄罗斯的分额，其中南亚 (主要是印度) 3-4 月出口增加 74 万吨，年环比增加 5.7%，柴油占总份额的 77.5%。

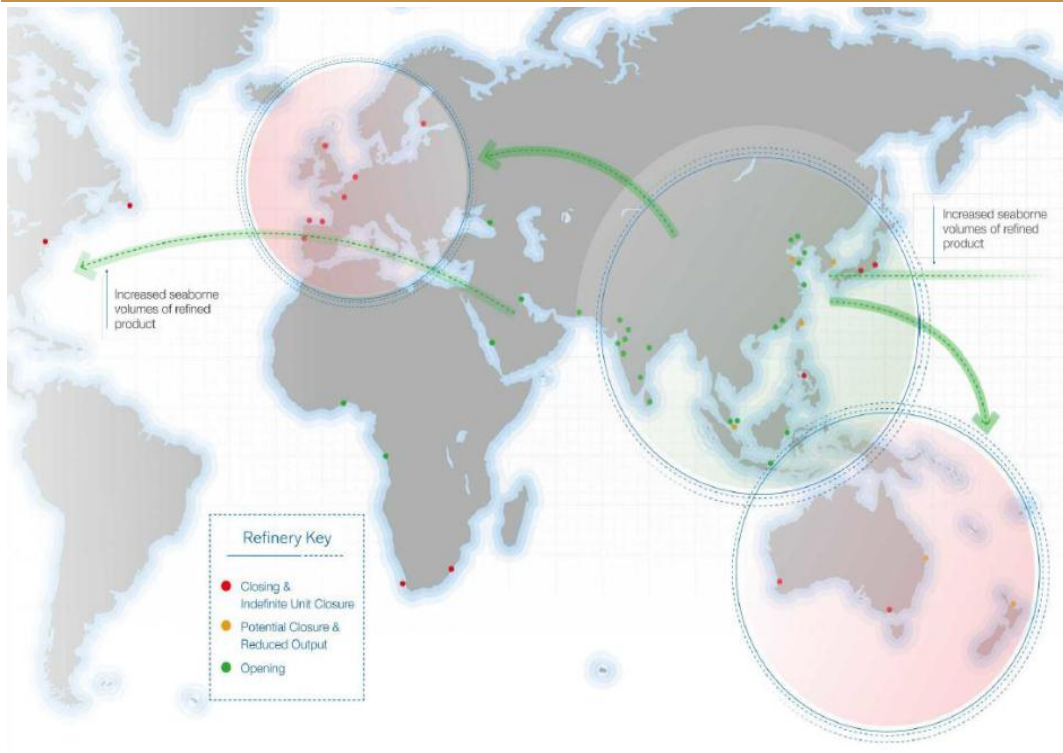
图 32: 欧洲 CPP 进口变动情况



数据来源: Drewry, 西南证券整理

中长期炼厂东移增加海运需求。成品油消费与供给地区的偏离进一步推动成品油运需求上涨, 欧美、澳大利亚炼厂关闭的同时中东、亚洲炼厂产能不断释放, 这将使得炼厂关闭的地区转向炼厂新增的地区进口缺失成品油, 据 Ardmore Shipping 测算每 10 万桶/天的炼能转移 (关闭一个地点的炼油厂, 并在另一地点开设炼油厂) 等同于 20 条 MR 船需求 (即 1% 的 MR 需求), 在此基础上预测未来由于炼厂东移成品油运需求将进一步上涨, 增速约为 3%。

图 33: 炼厂东移下新增成品油运需求

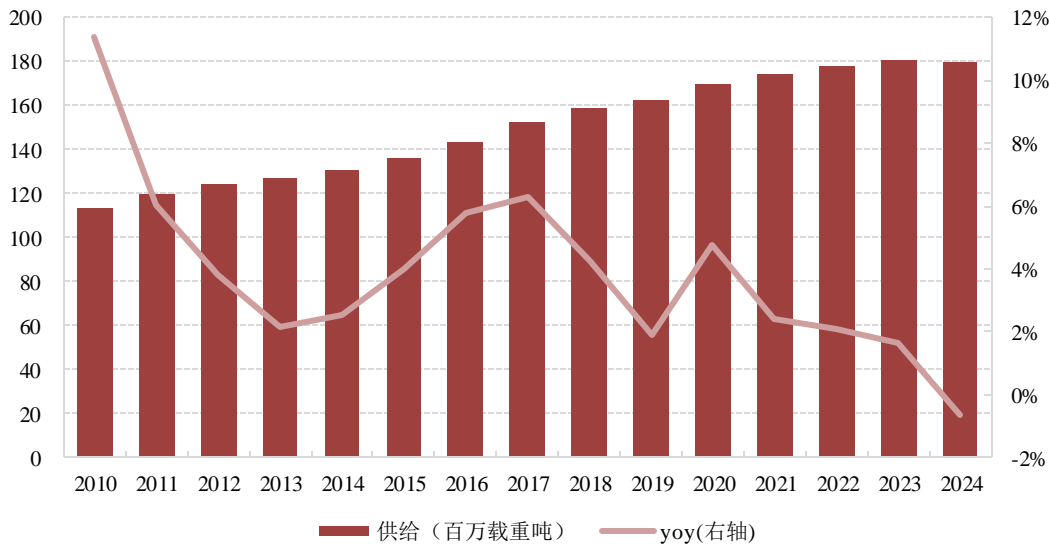


数据来源: Ardmore Shipping, 西南证券整理

4 油运供需增速差加大，运价中枢上移

成品油轮供给放缓，油轮复苏势头强劲。高景气使得集装箱订单上升，而 LNG 作为航运替代燃料，具有较好的发展空间，因此目前船东主要在手订单为集装箱以及 LNG 船，成品油轮新增运力受限，据克拉克森预计 2023 年 MR 供给为 180.5 百万载重吨，增速放缓为 1.7%，2024 年供给下降 0.6% 为 179.3 百万载重吨。

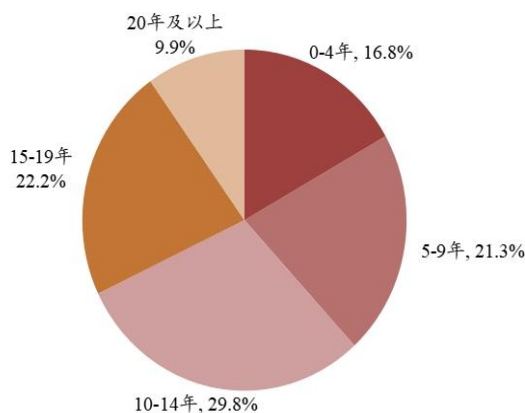
图 34：MR 供给情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

老旧船拆解出清速率同样影响未来成品油轮供应。拆船与否受船队的年龄状况、现在以及未来的报废价格以及运营和维修成本等影响。目前全球油轮船龄较大，成品油轮（20 万及以下载重吨）中船龄超 20 年的载重吨占比为 9.9%，22.2% 的油轮船龄为 15-19 年，而 MR 油轮拆船年限平均为 25 年，尽管在成品油景气上行周期，拆船年限有所提高，但潜在老旧船比例仍然较大，整体规模呈下降趋势不可逆转。

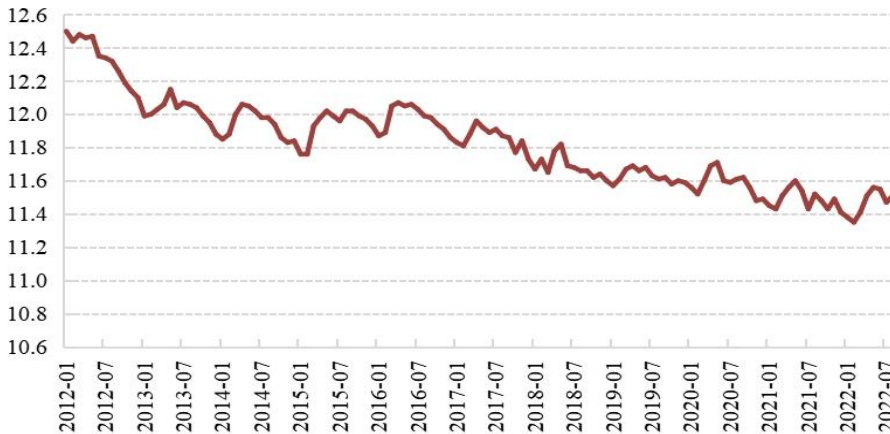
图 35：不同年限成品油轮载重吨占比情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

多项环保政策实施影响油轮速度，进而影响运力供给。为了降低碳强度，船东在短中期内可以从石油转向液化天然气或甲醇等替代燃料，然而，液化天然气仍然是一种化石燃料，无法满足国际海事组织 2050 年的脱碳目标；降速易于实施成为目前主要应对环保政策的方法，未来随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，这将导致船舶有效供应减少。

图 36：成品油轮平均速度（节）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

以历史航线运价为基础，根据全球成品油轮需求供给增速差与运价变动之间的关系构建模型。我们认为 2023 年受中国成品油出口影响，全球成品油运需求进一步上涨，而后成品油运需求主要受全球炼厂东移影响；同时成品油轮新增订单放缓以及老旧船加速退出使得运力供给增速逐渐下降，成品油运供需增速差加大带来运价中枢上移，调整 2022/23/24 年预测 TC7-TCE 分别为 35000、60000、80000 美元/天。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到招商南油实际运营的油轮载重、运输航线不同，预测 2022/23/24 年公司外贸成品油 TCE 分别为 42000、72000、96000 美元/天，同时根据公司最新外贸、内贸运力结构，预计能够为公司带来 TCE29.6、57.4、76.5 亿元；

表 3：公司外贸成品油运 TCE 预测

船型	2022E	2023E	2024E
船舶（艘）	30	33	33
TCE（美元/天）	42000	72000	96000
利率	6.7	6.9	6.9
运营天数（天）	350	350	350
TCE（百万元）	2955	5738	7651

数据来源：西南证券

假设 2: 公司内贸运输业务运价波动较小, 基本只受运力规模影响。内贸油品运输由于调整部分船舶给外贸, 预计公司 2022/23/24 年内贸油品业务收入同比-25%、+5%、+5%, 毛利率为 25%、27%、27%;

假设 3: 化学品运输新运力投放以及运力管控, 有望实现量价齐升, 预计 2022/23/24 年业务收入同比+15%、+8%、+8%, 毛利率为 23.5%、27%、29%;

假设 4: 乙烯运输经营稳定, 预计 2022/23/24 年业务收入同比+5%、+5%、+5%, 毛利率为 44%、44%、44%。综合来看, 公司业务弹性主要有外贸成品油运输业务提供, 因此在运价进一步高涨下, 预计公司 2022/23/24 年毛利率为 42.7%、59.1%、65.4%。

表 4: 分业务收入及毛利率

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
外贸油品运输收入 (百万元)	1808.3	1718.2	852.8	3564.8	6447.2	8421.2
YoY		-5%	-50.4%	318.0%	80.9%	30.6%
外贸油品运输毛利率	28.1%	29.6%	-5.2%	57.2%	74.0%	79.7%
内贸油品运输业务收入 (百万元)	1420.8	1463.7	1989.8	1492.3	1567	1645.3
YoY		3%	35.9%	-25%	5%	5%
内贸油品运输毛利率	37%	50%	30%	25%	27%	27%
化学品运输业务收入 (百万元)	305.7	310.6	323.8	372.3	402.1	434.3
YoY		1.6%	4.2%	15%	8%	8%
化学品运输毛利率	22.5%	27.8%	22.0%	23.5%	27%	29%
乙烯运输业务收入 (百万元)	109.1	121.5	123.1	129.2	135.7	142.5
YoY		11.4%	1.3%	5%	5%	5%
乙烯运输毛利率	40.3%	46.1%	44.7%	44%	44%	44%
收入合计 (百万元)	4038.8	4031.6	3862.2	6059.0	9120.4	11266.3
YoY		-0.2%	-4.2%	56.9%	50.5%	23.5%
成本合计 (百万元)	2856.9	2627.0	3162.3	3472.2	3731.4	3893.1
YoY		-8.0%	20.4%	9.8%	7.5%	4.3%
毛利率	29.3%	34.8%	18.1%	42.7%	59.1%	65.4%

数据来源: Wind, 西南证券

调整招商南油的营业收入分别为 60.6、91.2、112.7 亿元, 归母净利润分别为 18.9、39.4、53.7 亿元, 每股收益分别为 0.39、0.81、1.11 元, 对应 PE 分别为 12、6、4 倍。

5.2 相对估值

招商南油未来最大的看点有三个: 1) 运力供给放缓逐步偏离需求带来运价中枢上移, 公司将享受运价上升带来的业绩弹性; 2) 公司内外贸兼营, 能够及时调整船队结构, 扩大收益; 3) 成品油轮规模领先, 在成品油轮供给放缓背景下, 公司租入 6 条 MR 船且有在建 MR 订单, 运力规模将进一步扩大。

鉴于公司从事内外贸石油运输业务以及化学品运输业务，选取招商轮船、中远海能作为对标，招商轮船、中远海能 23 年 PE 分别为 9、21 倍。考虑到欧美成品油炼能紧张、库存位于低位，跨区贸易推动国际成品油运输市场景气向上，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股收益（元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
招商轮船	601872.SH	7.17	0.45	0.65	0.77	0.89	9	11	9	8
中远海能	600026.SH	17.25	-1.04	0.32	0.83	1.03	-	54	21	17
招商南油	601975.SH	4.79	0.06	0.39	0.81	1.11	78	12	6	4

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观经济波动风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3862.24	6059.05	9120.43	11266.32	净利润	305.41	1950.16	4063.89	5528.03
营业成本	3162.32	3472.19	3731.35	3893.11	折旧与摊销	515.84	401.60	404.43	408.43
营业税金及附加	7.18	14.90	22.02	77.74	财务费用	94.69	-54.53	-82.08	-101.40
销售费用	32.81	45.44	72.96	92.38	资产减值损失	-69.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	117.76	109.06	182.41	225.33	经营营运资本变动	-197.96	288.69	-158.83	-140.81
财务费用	94.69	-54.53	-82.08	-101.40	其他	204.43	-28.45	-25.47	-29.20
资产减值损失	-69.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	852.79	2557.47	4201.93	5665.06
投资收益	0.00	30.00	30.00	30.00	资本支出	495.42	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-792.38	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-296.96	-370.00	-370.00	-370.00
营业利润	391.11	2501.98	5223.77	7109.16	短期借款	-162.36	-50.87	0.00	0.00
其他非经营损益	2.18	9.31	9.45	9.48	长期借款	-565.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	393.29	2511.29	5233.22	7118.64	股权融资	-89.53	0.00	0.00	0.00
所得税	87.88	561.13	1169.33	1590.61	支付股利	0.00	-59.29	-378.58	-788.91
净利润	305.41	1950.16	4063.89	5528.03	其他	-126.21	-561.11	82.08	101.40
少数股东损益	8.97	57.27	119.34	162.34	筹资活动现金流净额	-943.98	-671.27	-296.49	-687.51
归属母公司股东净利润	296.44	1892.89	3944.55	5365.69	现金流量净额	-415.64	1516.20	3535.44	4607.55
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1185.86	2702.05	6237.49	10845.04	成长能力				
应收和预付款项	236.64	384.93	544.09	682.08	销售收入增长率	-4.20%	56.88%	50.53%	23.53%
存货	293.64	322.41	344.47	360.49	营业利润增长率	-62.70%	539.72%	108.79%	36.09%
其他流动资产	458.47	41.63	62.67	77.41	净利润增长率	-78.19%	538.54%	108.39%	36.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-38.18%	184.44%	94.67%	33.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5623.39	5646.73	5667.24	5683.74	毛利率	18.12%	42.69%	59.09%	65.44%
无形资产和开发支出	7.39	5.97	4.55	3.13	三费率	6.35%	1.65%	1.90%	1.92%
其他非流动资产	948.17	924.65	901.13	877.62	净利率	7.91%	32.19%	44.56%	49.07%
资产总计	8753.56	10028.38	13761.64	18529.51	ROE	5.18%	24.52%	34.92%	33.75%
短期借款	50.87	0.00	0.00	0.00	ROA	3.49%	19.45%	29.53%	29.83%
应付和预收款项	450.68	512.32	559.76	588.19	ROIC	5.62%	29.77%	60.50%	77.48%
长期借款	1192.06	1192.06	1192.06	1192.06	EBITDA/销售收入	25.93%	47.02%	60.81%	65.83%
其他负债	1158.57	370.82	371.32	371.64	营运能力				
负债合计	2852.18	2075.20	2123.15	2151.90	总资产周转率	0.44	0.65	0.77	0.70
股本	4852.78	4852.78	4852.78	4852.78	固定资产周转率	0.68	1.15	1.84	2.40
资本公积	4052.79	4052.79	4052.79	4052.79	应收账款周转率	29.27	31.95	30.60	29.20
留存收益	-2975.47	-1141.87	2424.10	7000.88	存货周转率	12.65	11.27	11.16	11.00
归属母公司股东权益	5769.18	7763.70	11329.67	15906.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.97%	—	—	—
少数股东权益	132.20	189.48	308.82	471.16	资本结构				
股东权益合计	5901.38	7953.18	11638.49	16377.61	资产负债率	32.58%	20.69%	15.43%	11.61%
负债和股东权益合计	8753.56	10028.38	13761.64	18529.51	带息债务/总负债	43.58%	57.44%	56.15%	55.40%
					流动比率	1.68	6.65	12.68	20.08
					速动比率	1.45	6.03	12.07	19.48
					股利支付率	0.00%	3.13%	9.60%	14.70%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1001.64	2849.05	5546.12	7416.20	每股收益	0.06	0.39	0.81	1.11
PE	78.41	12.28	5.89	4.33	每股净资产	1.19	1.60	2.33	3.28
PB	4.03	2.99	2.05	1.46	每股经营现金	0.18	0.53	0.87	1.17
PS	6.02	3.84	2.55	2.06	每股股利	0.00	0.01	0.08	0.16
EV/EBITDA	23.33	7.38	3.15	1.74					
股息率	0.00%	0.26%	1.63%	3.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn