

招商南油 (601975.SH)

Q2 业绩符合预期，旺季运价值得期待

买入

核心观点

招商南油发布 2023 年中报，数据表现亮眼。招商南油发布 2023 年半年度报告，2023H1 实现营业收入 31.56 亿元，同比+23.78%，实现归母净利润 8.43 亿元，同比+94.44%。其中，23Q2 实现营业收入 15.38 亿元，同比+5.73%，环比-4.92%，实现归母净利润 4.37 亿元，同比+32.67%，环比+7.64%。

Q2 收入下降但利润提升，或与招商南油在双碳方面的努力具有一定相关性。上半年，南油组织了双碳方案的实施，一是对长航飞跃等 4 艘船舶进行了减阻涂层改造，目前累计实施减阻层改造船舶已达 12 艘；二是安排 9 艘船舶进行了船壳清污，投入 100 万元，清污后每艘船舶可节约燃油消耗 3-5%左右；三是对 12 艘船舶 32 个舱进行了淤泥清除，共计清淤 1065 余吨；四是对 44 艘船舶改装使用 LED 灯，预计节约电能 2405.81 兆瓦。环保方案的实施一方面可以帮助公司建立声誉，实现更合规更可持续地发展，另一方面可以帮助公司提升经营效率、节约成本。

积极扩充运力，并加快环保改造。上半年，招商南油淘汰了 1 艘高能耗船舶，并投入“新型节能型船舶”3 艘，目前公司拥有节能型成品油船比例已达 32%。截至 2023H1，南油拥有及控制运力 67 艘，共计 249 万载重吨，较 2022 年末增加 2 艘，11 万载重吨，进一步夯实了公司 MR 船队在国内外及苏伊士运河以东区域的规模优势。

上半年行业运价较为强劲，下半年旺季或更值得期待。2023 年，俄乌冲突对世界成品油贸易格局带来的影响仍在持续，MR 船型 TC7 航线（新加坡-澳大利亚东海岸）2023H1 平均 TCE 为 28627 美元/天，同比上涨 27.67%。下半年随着欧美采暖旺季到来需求有望提升，同时由于业内大量船舶已进行 EPL 改造，即对发动机主机功率进行限制，预计旺季的持续性及向上弹性均有望较 2022 年更优。

风险提示：旺季需求不及预期、安全事故、环保政策影响不及预期、炼能东移趋势放缓等。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

全球经济的疫后复苏、俄成品油禁令的生效、全球炼能的持续东移、船舶的老龄化等因素有望带来 23-25 年行业供需差明显加大，运价有望维持高度景气，招商南油作为远东成品油运龙头公司有望充分受益。维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年公司实现净利润 19.2/22.1/23.2 亿元，对应 PE 估值 7.8/6.8/6.5X。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,862 | 6,264 | 6,755 | 7,287 | 7,571 |
| (+/-%) | -4.2% | 62.2% | 7.8% | 7.9% | 3.9% |
| 净利润(百万元) | 296 | 1434 | 1917 | 2208 | 2315 |
| (+/-%) | -78.7% | 383.7% | 33.7% | 15.2% | 4.8% |
| 每股收益(元) | 0.06 | 0.30 | 0.40 | 0.46 | 0.48 |
| EBIT Margin | 14.0% | 27.7% | 35.8% | 38.3% | 39.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 5.1% | 19.4% | 20.6% | 19.2% | 16.7% |
| 市盈率 (PE) | 50.4 | 10.4 | 7.8 | 6.8 | 6.5 |
| EV/EBITDA | 19.1 | 8.5 | 6.8 | 6.2 | 6.2 |
| 市净率 (PB) | 2.59 | 2.02 | 1.60 | 1.30 | 1.08 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

证券分析师：姜明

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

jiangming2@guosen.com.cn

S0980522070001

S0980521010004

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 3.08 元 |
| 总市值/流通市值 | 14947/14947 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 6.25/2.77 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 355.62 百万元 |

市场走势



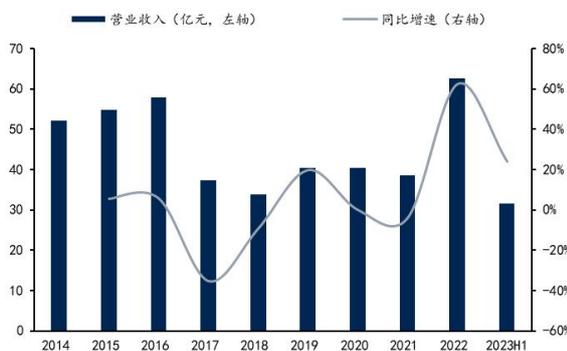
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商南油 (601975.SH) - 远东成品油运龙头，行业供需改善有望充分释放弹性》——2023-04-07

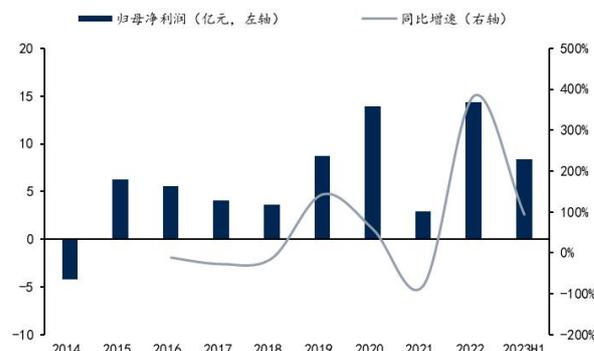
招商南油发布 2023 年中报，数据表现亮眼。招商南油发布 2023 年半年度报告，2023H1 实现营业收入 31.56 亿元，同比+23.78%，实现归母净利润 8.43 亿元，同比+94.44%。其中，23Q2 实现营业收入 15.38 亿元，同比+5.73%，环比-4.92%，实现归母净利润 4.37 亿元，同比+32.67%，环比+7.64%。

图1：招商南油营业收入及增速



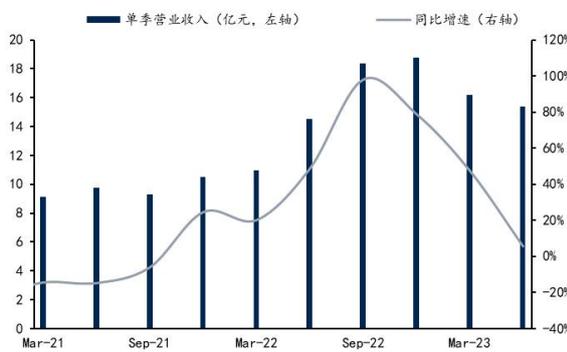
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：招商南油归母净利润及增速



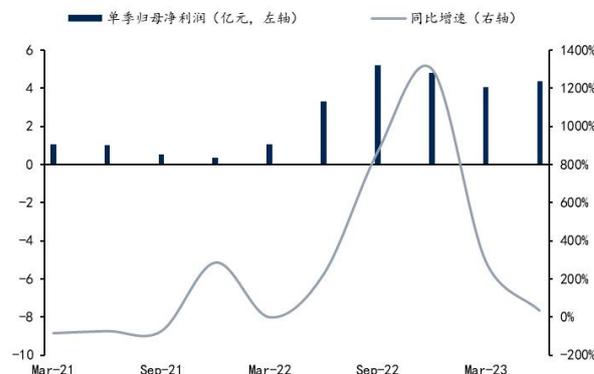
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：招商南油单季度营业收入及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4：招商南油单季度归母净利润及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

Q2 收入下降但利润提升，或与招商南油在双碳方面的努力具有一定相关性。上半年，南油组织了双碳方案的实施，一是对长航飞跃等 4 艘船舶进行了减阻涂层改造，目前累计实施减阻层改造船舶已达 12 艘；二是安排 9 艘船舶进行了船壳清污，投入 100 万元，清污后每艘船舶可节约燃油消耗 3-5%左右；三是对 12 艘船舶 32 个舱进行了淤泥清除，共计清淤 1065 余吨；四是对 44 艘船舶改装使用 LED 灯，预计节约电能 2405.81 兆瓦。环保方案的实施一方面可以帮助公司建立声誉，实现更合规更可持续地发展，另一方面可以帮助公司提升经营效率、节约成本。

积极扩充运力，并加快环保改造。上半年，招商南油淘汰了 1 艘高能耗船舶，并投入“新型节能型船舶”3 艘，目前公司拥有节能型成品油船比例已达 32%。截至 2023H1，南油拥有及控制运力 67 艘，共计 249 万载重吨，较 2022 年末增加 2 艘，11 万载重吨，进一步夯实了公司 MR 船队在国内及苏伊士运河以东区域的规模优势。

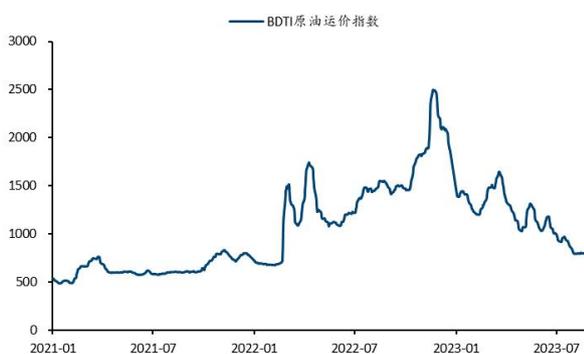
表1: 南油对环保的投入带来自身经营效率提升

| 序号 | 环保目标 | 实施方案 | 效果 |
|----|--------------------------------------|---|---------------------------|
| 1 | 继续组织船舶 EEXI 履约，完成船舶 EPL 限功率改造，取得符合证明 | 公司共完成了 17 艘船舶 EPL 改造，目前累计完成了 23 艘船舶 EPL 改造。 | 行业整体速率受限有望带来旺季运价弹性和持续性超预期 |
| 2 | 实施船舶照明 LED 环保节能灯的更新 | 共对 44 艘船舶改装使用 LED 灯，投入 100 万元 | 预计节约电能 2405.81 兆瓦 |
| 3 | 压载舱清污工作 | 对 12 艘船舶 32 个舱进行了淤泥清除，共计清淤 1065 余吨。 | 舱容有望提升，带来运营效率提升 |
| 4 | 船壳清洗 | 投入 100 万元对 9 艘船舶进行了船壳清污 | 清污后每艘船舶可节约燃油消耗 3-5% 左右 |

资料来源：公司 2023 年度半年报，国信证券经济研究所整理

上半年行业运价较为强劲，下半年旺季或更值得期待。2023 年，俄乌冲突对世界成品油贸易格局带来的影响仍在持续，MR 船型 TC7 航线（新加坡-澳大利亚东海岸）2023H1 平均 TCE 为 28627 美元/天，同比上涨 27.67%。下半年随着欧美采暖旺季到来需求有望提升，同时由于业内大量船舶已进行 EPL 改造，即对发动机主机功率进行限制，预计旺季的持续性及向上弹性均有望较 2022 年更优。

图5: 近三年原油运价在下半年表现更优



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图6: 近三年成品油运价在下半年表现更优



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观经济复苏明显不及预期、安全事故、OPEC 减产超预期等。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

全球经济的疫后复苏、俄成品油禁令的生效、全球炼能的持续东移、船舶的老龄化等因素有望带来 23-25 年行业供需差明显加大，运价有望维持高度景气，招商南油作为远东成品油运龙头公司有望充分受益。维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年公司实现净利润 19.2/22.1/23.2 亿元，对应 PE 估值 7.8/6.8/6.5X。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1186 | 2093 | 4262 | 6427 | 8795 | 营业收入 | 3862 | 6264 | 6755 | 7287 | 7571 |
| 应收款项 | 225 | 233 | 222 | 240 | 249 | 营业成本 | 3162 | 4384 | 4165 | 4316 | 4424 |
| 存货净额 | 294 | 350 | 369 | 381 | 388 | 营业税金及附加 | 7 | 18 | 18 | 20 | 20 |
| 其他流动资产 | 471 | 768 | 811 | 874 | 909 | 销售费用 | 33 | 36 | 30 | 33 | 34 |
| 流动资产合计 | 2175 | 3443 | 5664 | 7922 | 10340 | 管理费用 | 118 | 94 | 122 | 130 | 133 |
| 固定资产 | 5623 | 6033 | 6615 | 7467 | 8563 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 7 | 9 | 8 | 8 | 8 | 财务费用 | 95 | 51 | 78 | 89 | 112 |
| 投资性房地产 | 948 | 1034 | 1034 | 1034 | 1034 | 投资收益 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (70) | (1) | 15 | 15 | 0 |
| 资产总计 | 8754 | 10519 | 13322 | 16430 | 19945 | 其他收入 | 13 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 827 | 747 | 500 | 300 | 200 | 营业利润 | 391 | 1706 | 2360 | 2718 | 2850 |
| 应付款项 | 328 | 397 | 422 | 446 | 465 | 营业外净收支 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 141 | 221 | 481 | 497 | 506 | 利润总额 | 393 | 1707 | 2360 | 2718 | 2850 |
| 流动负债合计 | 1296 | 1365 | 1403 | 1243 | 1171 | 所得税费用 | 88 | 261 | 425 | 489 | 513 |
| 长期借款及应付债券 | 1192 | 1070 | 1700 | 2540 | 3590 | 少数股东损益 | 9 | 13 | 18 | 21 | 22 |
| 其他长期负债 | 364 | 551 | 751 | 951 | 1151 | 归属于母公司净利润 | 296 | 1434 | 1917 | 2208 | 2315 |
| 长期负债合计 | 1556 | 1621 | 2451 | 3491 | 4741 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 2852 | 2986 | 3854 | 4734 | 5912 | 净利润 | 296 | 1434 | 1917 | 2208 | 2315 |
| 少数股东权益 | 132 | 136 | 154 | 174 | 196 | 资产减值准备 | 2 | (68) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 5769 | 7397 | 9314 | 11522 | 13837 | 折旧摊销 | 388 | 378 | 333 | 364 | 404 |
| 负债和股东权益总计 | 8754 | 10519 | 13322 | 16430 | 19945 | 公允价值变动损失 | 70 | 1 | (15) | (15) | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 95 | 51 | 78 | 89 | 112 |
| 每股收益 | 0.06 | 0.30 | 0.40 | 0.46 | 0.48 | 营运资本变动 | (608) | (179) | 434 | 147 | 178 |
| 每股红利 | 0.02 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它 | 5 | 81 | 18 | 20 | 21 |
| 每股净资产 | 1.19 | 1.52 | 1.92 | 2.37 | 2.85 | 经营活动现金流 | 153 | 1646 | 2687 | 2724 | 2918 |
| ROIC | 4.33% | 16.51% | 22% | 25% | 24% | 资本开支 | 0 | (716) | (900) | (1200) | (1500) |
| ROE | 5.14% | 19.38% | 21% | 19% | 17% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 18% | 30% | 38% | 41% | 42% | 投资活动现金流 | 0 | (716) | (900) | (1200) | (1500) |
| EBIT Margin | 14% | 28% | 36% | 38% | 39% | 权益性融资 | (27) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 24% | 34% | 41% | 43% | 44% | 负债净变化 | (566) | (122) | 630 | 840 | 1050 |
| 收入增长 | -4% | 62% | 8% | 8% | 4% | 支付股利、利息 | (81) | (80) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | -79% | 384% | 34% | 15% | 5% | 其它融资现金流 | 752 | 382 | (247) | (200) | (100) |
| 资产负债率 | 34% | 30% | 30% | 30% | 31% | 融资活动现金流 | (569) | (22) | 383 | 640 | 950 |
| 股息率 | 0.5% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 现金净变动 | (416) | 907 | 2169 | 2164 | 2368 |
| P/E | 50.4 | 10.4 | 7.8 | 6.8 | 6.5 | 货币资金的期初余额 | 1602 | 1186 | 2093 | 4262 | 6427 |
| P/B | 2.6 | 2.0 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 货币资金的期末余额 | 1186 | 2093 | 4262 | 6427 | 8795 |
| EV/EBITDA | 19.1 | 8.5 | 6.8 | 6.2 | 6.2 | 企业自由现金流 | 0 | 951 | 1850 | 1597 | 1508 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 1211 | 2169 | 2165 | 2366 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032