

招商南油 (601975.SH)

成品油运高景气，公司业绩高增长

优于大市

核心观点

招商南油公布 2024 年中报，Q2 业绩表现优异。招商南油发布 2024 年半年度报告，2024H1 实现营业收入 35.28 亿元，同比+11.78%，实现归母净利润 12.20 亿元，同比+44.76%，实现扣非归母净利润 10.28 亿元，同比+23.97%。其中，因处置 3 艘老旧船舶，资产处置收益约 2.1 亿元。

红海危机刺激需求，供需错配带来国际成品油运输市场高景气。需求侧来看，一方面，预计 2024 年全球炼能增长 3.2%，带动成品油海运贸易需求提升；另一方面，受红海危机的影响，船舶绕行好望角使得平均航行里程增长，带动全球成品油吨海里数增长约 7%。供给侧来看，根据 Clarksons 数据，截至 2024 年 6 月，全球 MR 船舶共 1760 艘，订单船舶 242 艘，订单船舶占比 13.8%，预计 2024 年将继续交付 27 艘，叠加环保新规制约，成品油轮有效运力供给有限。供不应求的格局下，运价表现强劲，上半年成品油运输指数 BCTI 均值 996 点，同比+20.28%，成品油运输 TC7 航线（新加坡-澳大利亚东海岸）平均 TCE 约 3.77 万美元/天，同比+31.81%。

加强跨区域运营能力，紧跟炼能东移大趋势。2024 年 8 月，招商南油首次完成波斯湾至美湾的成品油运输航次，公司旗下 MR POOL 朝歌轮由波斯湾发航，途径阿拉伯海、印度洋、大西洋、加勒比海，抵达墨西哥湾，重载航行 44 天，超 1.3 万海里，并在美国休斯敦港顺利卸空完航，不仅再次刷新了公司成品油轮单航次重载航行里程纪录，也标志着招商南油推进市场区域“由东及西”、探索拓展全球化运营取得了新突破。

积极优化船队结构。目前招商南油仍存在船队结构不合理，各主要船队船龄老化的问题，导致公司面临潜在的竞争力下降、客户满意度接受度降低问题，为此，公司加速处置老旧运力，公司将“CSC BRAVE”/“长航发现”轮/“CSC RISINGSUN”轮分别以 1895 万美元/1.43 亿人民币/2265 万美元的价格转让，力争尽快完成船队更新。

风险提示：全球宏观经济不及预期、安全事故、成品油轮供给超预期释放等。

投资建议：

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 2024-2026 年净利润预测 21.2/22.6/23.7 亿元，对应 PE 估值 6.8/6.4/6.1 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6,264 | 6,197 | 6,898 | 7,441 | 7,731 |
| (+/-%) | 62.2% | -1.1% | 11.3% | 7.9% | 3.9% |
| 净利润(百万元) | 1434 | 1557 | 2121 | 2260 | 2370 |
| (+/-%) | 383.7% | 8.6% | 36.2% | 6.5% | 4.9% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.32 | 0.44 | 0.47 | 0.49 |
| EBIT Margin | 27.7% | 30.3% | 38.5% | 38.3% | 39.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.4% | 17.3% | 19.1% | 16.9% | 15.0% |
| 市盈率 (PE) | 10.1 | 9.3 | 6.8 | 6.4 | 6.1 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 7.4 | 6.0 | 5.9 | 5.9 |
| 市净率 (PB) | 1.96 | 1.61 | 1.29 | 1.07 | 0.91 |

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

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 2.97 元 |
| 总市值/流通市值 | 14262/14262 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 4.11/2.62 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 241.39 百万元 |

市场走势



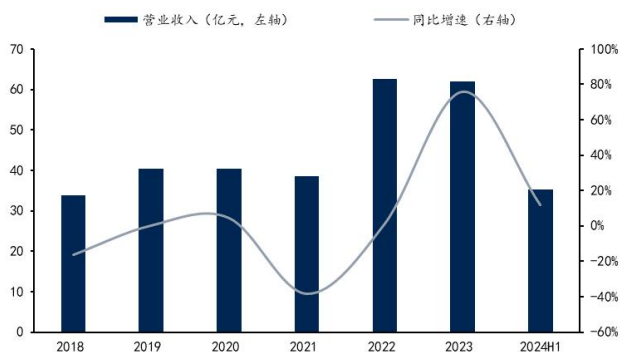
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商南油 (601975.SH) -业绩逆势提升，公司资产质量改善》——2024-04-22
- 《招商南油 (601975.SH) -业绩稳健增长，回购彰显信心》——2024-03-29
- 《招商南油 (601975.SH) -Q2 业绩符合预期，旺季运价值得期待》——2023-08-27
- 《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

招商南油公布2024年中报, Q2业绩表现优异。招商南油发布2024年半年度报告, 2024H1实现营业收入35.28亿元, 同比+11.78%, 实现归母净利润12.20亿元, 同比+44.76%, 实现扣非归母净利润10.28亿元, 同比+23.97%。其中, 因处置3艘老旧船舶, 资产处置收益约2.1亿元。

图1: 招商南油营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



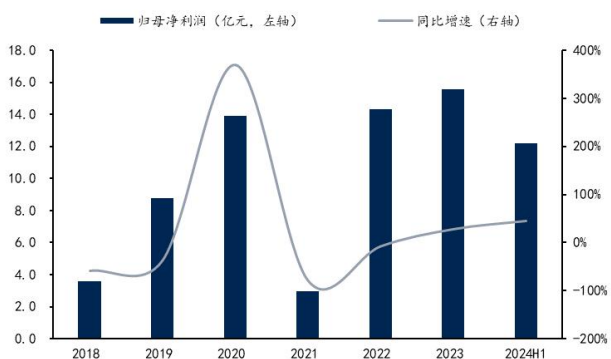
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 招商南油单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



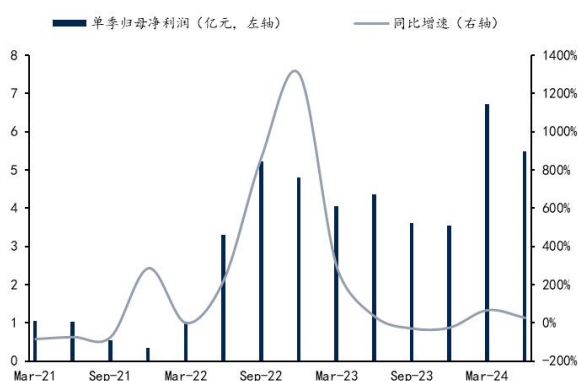
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 招商南油归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 招商南油单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

红海危机刺激需求, 供需错配带来国际成品油运输市场高景气。需求侧来看, 一方面, 预计2024年全球炼能增长3.2%, 带动成品油海运贸易需求提升; 另一方面, 受红海危机的影响, 船舶绕行好望角使得平均航行里程增长, 带动全球成品油吨海里数增长约7%。供给侧来看, 根据Clarksons数据, 截至2024年6月, 全球MR船舶共1760艘, 订单船舶242艘, 订单船舶占比13.8%, 预计2024年将交付27艘, 叠加环保新规制约, 成品油轮有效运力供给有限。供不应求的格局下, 运价表现强劲, 上半年成品油运输指数BCTI均值996点, 同比+20.28%, 成品油运输TC7航线(新加坡-澳大利亚东海岸)平均TCE约3.77万美元/天, 同比+31.81%。

加强跨区域运营能力，紧跟炼能东移大趋势。2024年8月，招商南油首次完成波斯湾至美湾的成品油运输航次，公司旗下MR POOL 朝歌轮由波斯湾发航，途径阿拉伯海、印度洋、大西洋、加勒比海，抵达墨西哥湾，重载航行44天，超1.3万海里，并在美国休斯敦港顺利卸空完航，不仅再次刷新了公司成品油轮单航次重载航行里程纪录，也标志着招商南油推进市场区域“由东及西”、探索拓展全球化运营取得了新突破。

积极优化船队结构。目前招商南油仍存在船队结构不合理，各主要船队船龄老化的问题，导致公司面临潜在的竞争力下降、客户满意度接受度降低问题，为此，公司加速处置老旧运力，公司将“CSC BRAVE” / “长航发现”轮/轮/“CSC RISINGSUN”轮分别以1895万美元/1.43亿人民币/2265万美元的价格转让，力争尽快完成船队更新。

风险提示：全球宏观经济不及预期、安全事故、成品油轮供给超预期释放等。

投资建议：

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2024-2026年净利润预测21.2/22.6/23.7亿元，对应PE估值6.8/6.4/6.1倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 2093 | 3071 | 5756 | 8031 | 10488 | 营业收入 | 6264 | 6197 | 6898 | 7441 | 7731 |
| 应收款项 | 233 | 220 | 227 | 245 | 254 | 营业成本 | 4384 | 4162 | 4067 | 4407 | 4518 |
| 存货净额 | 350 | 336 | 356 | 386 | 393 | 营业税金及附加 | 18 | 20 | 19 | 20 | 21 |
| 其他流动资产 | 768 | 588 | 828 | 893 | 928 | 销售费用 | 36 | 37 | 31 | 33 | 35 |
| 流动资产合计 | 3443 | 4214 | 7167 | 9555 | 12063 | 管理费用 | 94 | 97 | 125 | 133 | 136 |
| 固定资产 | 6033 | 6517 | 7059 | 7872 | 8932 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 9 | 9 | 9 | 8 | 8 | 财务费用 | 51 | 38 | 68 | 89 | 112 |
| 投资性房地产 | 1034 | 907 | 907 | 907 | 907 | 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 | (1) | (13) | 15 | 15 | 0 |
| 资产总计 | 10519 | 11648 | 15142 | 18343 | 21910 | 其他收入 | 25 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 747 | 305 | 500 | 300 | 200 | 营业利润 | 1706 | 1850 | 2606 | 2777 | 2912 |
| 应付款项 | 397 | 300 | 407 | 452 | 472 | 营业外净收支 | 2 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 221 | 240 | 465 | 504 | 513 | 利润总额 | 1707 | 1857 | 2606 | 2777 | 2912 |
| 流动负债合计 | 1365 | 845 | 1372 | 1256 | 1185 | 所得税费用 | 261 | 289 | 469 | 500 | 524 |
| 长期借款及应付债券 | 1070 | 1249 | 1879 | 2719 | 3769 | 少数股东损益 | 13 | 11 | 16 | 17 | 18 |
| 其他长期负债 | 551 | 405 | 605 | 805 | 1005 | 归属于母公司净利润 | 1434 | 1557 | 2121 | 2260 | 2370 |
| 长期负债合计 | 1621 | 1653 | 2483 | 3523 | 4773 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 2986 | 2498 | 3855 | 4779 | 5958 | 净利润 | 1434 | 1557 | 2121 | 2260 | 2370 |
| 少数股东权益 | 136 | 148 | 164 | 181 | 199 | 资产减值准备 | (68) | 11 | 0 | 1 | 1 |
| 股东权益 | 7397 | 9002 | 11123 | 13383 | 15753 | 折旧摊销 | 378 | 427 | 373 | 401 | 440 |
| 负债和股东权益总计 | 10519 | 11648 | 15142 | 18343 | 21910 | 公允价值变动损失 | 1 | 13 | (15) | (15) | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 51 | 38 | 68 | 89 | 112 |
| 每股收益 | 0.30 | 0.32 | 0.44 | 0.47 | 0.49 | 营运资本变动 | (179) | 121 | 264 | 172 | 179 |
| 每股红利 | 0.02 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它 | 81 | (0) | 16 | 16 | 17 |
| 每股净资产 | 1.52 | 1.85 | 2.32 | 2.79 | 3.28 | 经营活动现金流 | 1646 | 2128 | 2760 | 2835 | 3006 |
| ROIC | 16.51% | 15.54% | 22% | 25% | 24% | 资本开支 | 0 | (907) | (900) | (1200) | (1500) |
| ROE | 19.38% | 17.30% | 19% | 17% | 15% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 30% | 33% | 41% | 41% | 42% | 投资活动现金流 | 0 | (907) | (900) | (1200) | (1500) |
| EBIT Margin | 28% | 30% | 39% | 38% | 39% | 权益性融资 | 70 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 34% | 37% | 44% | 44% | 45% | 负债净变化 | (122) | 179 | 630 | 840 | 1050 |
| 收入增长 | 62% | -1% | 11% | 8% | 4% | 支付股利、利息 | (80) | (66) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 384% | 9% | 36% | 7% | 5% | 其它融资现金流 | (403) | (469) | 195 | (200) | (100) |
| 资产负债率 | 30% | 23% | 27% | 27% | 28% | 融资活动现金流 | (739) | (243) | 825 | 640 | 950 |
| 股息率 | 0.6% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 现金净变动 | 907 | 978 | 2685 | 2275 | 2456 |
| P/E | 10.1 | 9.3 | 6.8 | 6.4 | 6.1 | 货币资金的期初余额 | 1186 | 2093 | 3071 | 5756 | 8031 |
| P/B | 2.0 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 货币资金的期末余额 | 2093 | 3071 | 5756 | 8031 | 10488 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 7.4 | 6.0 | 5.9 | 5.9 | 企业自由现金流 | 0 | 1228 | 1916 | 1708 | 1596 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 938 | 2685 | 2275 | 2454 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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