

# 成品油运龙头，景气高位充分受益

## ——招商南油（601975.SH）公司深度报告

交通运输行业分析师：罗江南

交通运输行业分析师：宁修齐



# 成品油运龙头，景气高位充分受益

## ——招商南油（601975.SH）公司深度报告

2024年10月18日

### 核心观点：

- 招商南油：招商局旗下远东成品油运龙头，业绩弹性优良。**公司成立于1993年，总部位于南京。2015年，公司实行重组，整体划入招商局集团。截至目前，公司为远东地区成品油运输龙头，运力规模持续稳定扩张，至2024H1，公司共计运营船舶74艘。2024H1，公司实现营收35.28亿元，同比+11.78%，实现归母净利润12.20亿元，同比+44.76%，表现出优良的业绩弹性。
- 外贸成品油运—需求：俄乌冲突持续发酵，全球成品油运贸易重构继续利好油运市场。**自2022年俄乌冲突爆发以来，因俄油出口受欧美制裁，俄国成品油出口贸易向亚太、非洲等新兴市场转移，带来全球范围内成品油运距拉长。当前俄乌战争仍未结束，俄油制裁局面或进一步持续，当前形成全球油运进出口贸易格局路线及相关资产流向，或难以在短时间内重构至战争爆发前格局。
- 外贸成品油运—需求：年内红海危机及中东战争爆发，带来船舶绕行从而加速催化运价向上。**此外，2023年末以来，红海危机爆发，因苏伊士运河通行能力受到限制，亚欧航线的成品油船队改为绕行好望角航线，从而增加15天航行时间，带来LR2油轮运力有效供给减少，并进一步传导至MR油轮运力需求的增长及租金涨价，截至2024上半年，公司的TCE-TC7平均租金价格达37732美元/天，较去年同期同比增加+32%。
- 外贸成品油运—需求：欧洲炼厂产能向东转移，强化成品油运距拉长逻辑。**近年来，欧洲炼厂面临产能退出趋势，而中东炼厂经过过去几年的建设投产，产能持续上升，并增加成品油出口规模，当前俄油出口受限背景下，中东成品油向欧洲出口形成替代。由此，欧洲炼厂产能退出及中东产能增长带来的成品油“东油西运”趋势强化，也加深了全球范围内成品油运距拉长的逻辑。
- 外贸成品油运—供给：新船交付放缓叠加环保监管加速船舶以旧换新，MR成品油轮供给端承压。**当前EEXI、CII等环保法规实施，且新船交付节奏放缓下老旧船占比增加，运力供给增速降低。至2024年Q3，全球MR2船舶共计1762艘，订单300艘，占比约17%。目前新船交付数量有限。
- 内贸油运及危化品运输：运价保持平稳，为公司持续贡献稳定业绩基本盘。**内贸油运及危化品运输是公司的另一主要业务板块，因国内运价波动幅度较小，内贸板块业绩持续保持平稳增长，为公司继续贡献稳定业绩基本盘。公司内贸船队规模也在国内保持领先地位。
- 投资建议：**根据我们盈利预测结果，预计2024-2026年，公司分别实现营收70.15亿元/76.14亿元/80.25亿元，同比+13.21%/+8.54%/+5.39%；分别实现归母净利润19.31亿元/20.28亿元/21.32亿元，同比+24.01%/+5.05%/+5.09%；每股收益EPS为0.40元/0.42元/0.44元，对应PE为8.11倍/7.72倍/7.34倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**地缘战争发生变化的风险、宏观经济大幅下滑导致需求不及预期的风险、人民币汇率波动的风险、实际运力供给超预期增加的风险。

### 招商南油（601975.SH）

**推荐** 首次评级

#### 分析师

罗江南

☎：021-20252619

✉：luojiangnan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524050002

宁修齐

☎：010-8092-7668

✉：ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522090001

#### 市场数据

2024-10-18

|             |           |
|-------------|-----------|
| 股票代码        | 601975.SH |
| A股收盘价(元)    | 3.27      |
| 上证指数        | 3,261.56  |
| 总股本(百万股)    | 4,801.86  |
| 实际流通A股(百万股) | 4,801.86  |
| 流通A股市值(亿元)  | 157.02    |

#### 相对沪深300表现图

2024-10-18



资料来源：wind，中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【中国银河研究】数字经济：跨境电商物流迎新发展机遇，数字货运具备广阔发展空间
- 【银河交通】中企出海系列\_拥抱物流出海大时代，布局全球供应链体系

# 目录

## Catalog

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、招商南油：成品油运龙头，业绩弹性优良.....</b>         | <b>4</b>  |
| (一) 历史沿革及股权结构：招商局集团旗下远东成品油运龙头 .....      | 4         |
| (二) 财务情况：战略重组后经营优化，业绩弹性表现优良 .....        | 5         |
| <b>二、外贸成品油运：供需格局优化，行业景气向上.....</b>       | <b>6</b>  |
| (一) 成品油运：市场供需决定景气周期 .....                | 6         |
| (二) 俄乌冲突持续发酵：俄油制裁拉长成品油贸易运距，油运需求继续上行..... | 10        |
| (三) 红海危机及中东战争：成品油轮绕行好望角，年内加速催化需求向上.....  | 12        |
| (四) 欧洲炼厂产能东移：进一步强化成品油运距拉长逻辑 .....        | 14        |
| (五) 新船交付放缓叠加环保监管加速船舶以旧换新：成品油轮供给持续承压..... | 16        |
| (六) 成品油供需结构持续优化，Q4 运价或有进一步上升潜力.....      | 18        |
| <b>三、内贸油运：稳定业绩基本盘，平滑外贸周期性.....</b>       | <b>19</b> |
| <b>四、危化品运输：船队规模领先，贡献稳定业绩.....</b>        | <b>20</b> |
| <b>五、境外子公司：南油新加坡统筹方便旗船舶运营.....</b>       | <b>21</b> |
| <b>六、盈利预测及估值 .....</b>                   | <b>22</b> |
| (一) 盈利预测 .....                           | 22        |
| (二) 相对估值 .....                           | 24        |
| (三) 绝对估值 .....                           | 24        |
| <b>七、风险提示 .....</b>                      | <b>25</b> |

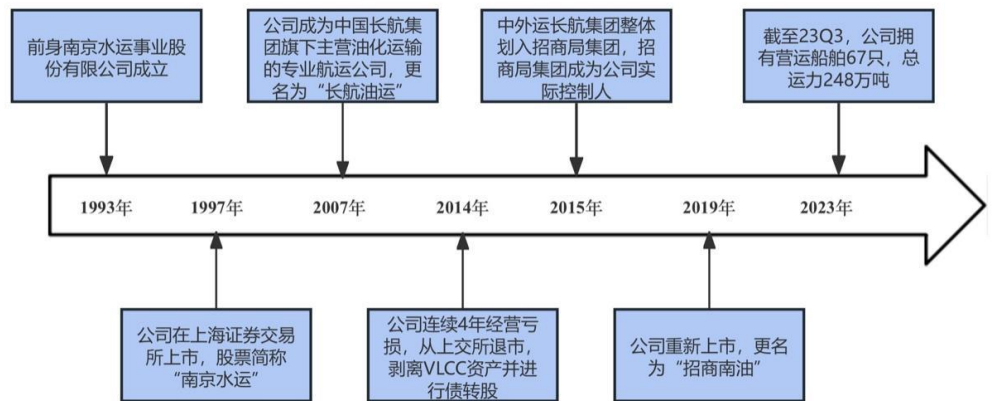
# 一、招商南油：成品油运龙头，业绩弹性优良

## (一) 历史沿革及股权结构：招商局集团旗下远东成品油运龙头

公司经过近 30 年发展历程，成为全球领先的中小船型液货运输服务商。招商局南京油运股份有限公司（简称“招商南油”、“公司”），是招商局集团旗下从事油轮运输的专业化公司，是长航集团所属从事江海联运的重要骨干企业，专注于国内外中小型油轮和化工气体等具有相对优势的市场领域。公司主要经营海上原油、成品油、化工品、乙烯和液化气运输。

公司成立于 1993 年，前身南京水运事业股份有限公司，总部位于南京。1997 年完成 A 股上市（股票代码：601975.SH）。2015 年，公司完成重整，剥离亏损 VLCC 业务，并整体划入招商局集团，此后公司管理能力全面提升，盈利能力不断增强，2019 年公司重新上市，更名为“招商南油”。

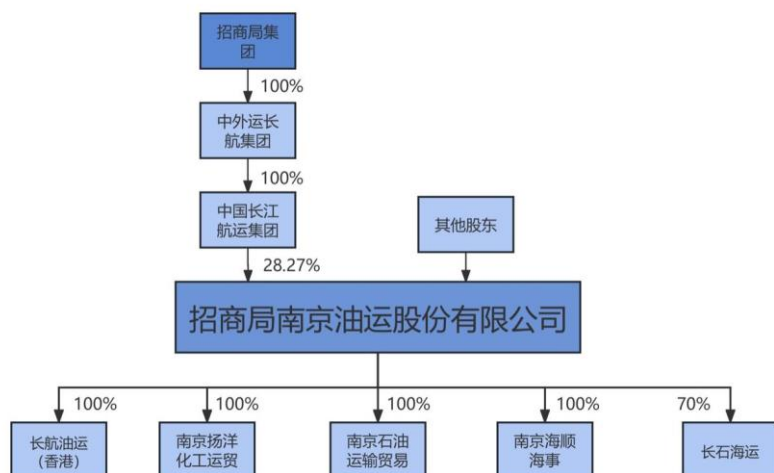
图1：招商南油历史沿革图



资料来源：公司年报，公司官网，中国银河证券研究院

公司控股股东为长航集团，实控人为招商局集团。2015 年退市后，国资委将中国外运长航集团整体划入招商局集团有限公司，2017 年公司原控股股东南京油运公司将持有的本公司全部股权转让给中外运长航集团，2021 年中外运长航集团将持有的公司股权划转至长航集团。截至 2024H1，长航集团持有公司 28.27% 股份，为公司第一大控股股东，公司实际控制人为招商局集团。

图2：公司股权结构图

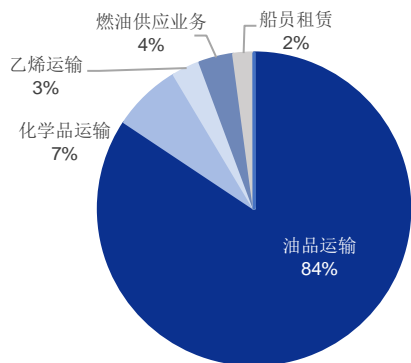


资料来源：公司年报，公司官网，中国银河证券研究院

## (二) 财务情况：战略重组后经营优化，业绩弹性表现优良

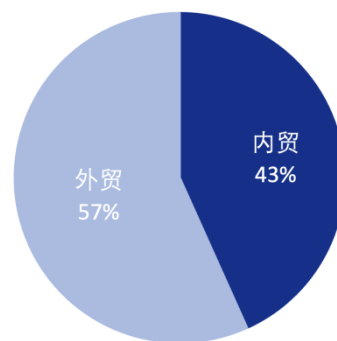
聚焦油品运输主业，内外贸业务并重发展。根据 2023 年报数据，公司营业总收入中：从业务种类口径来看，公司油品运输业务营收占总收入比重为 84%，化学品运输占 7%，乙烯运输占 3%，燃油供应服务占 4%，船员租赁占 2%。由此可见，油品运输业务占比超过八成，是公司最主要的收入来源。从内贸、外贸口径来看，公司外贸业务营收占总收入比重为 57%，内贸业务占 43%，公司持续外贸、内贸业务并重发展的战略方向。

图3：2023 年招商南油主营业务分产品占比



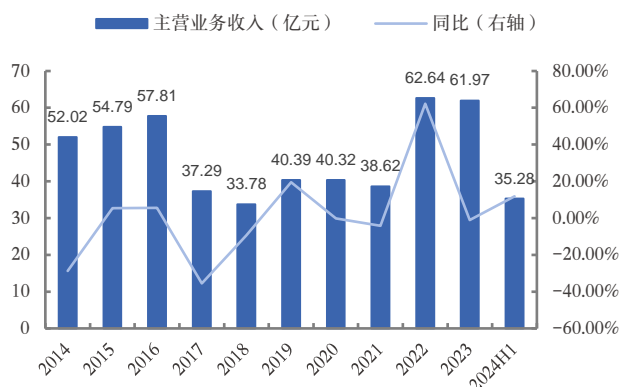
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：2023 年招商南油主营业务内贸、外贸占比



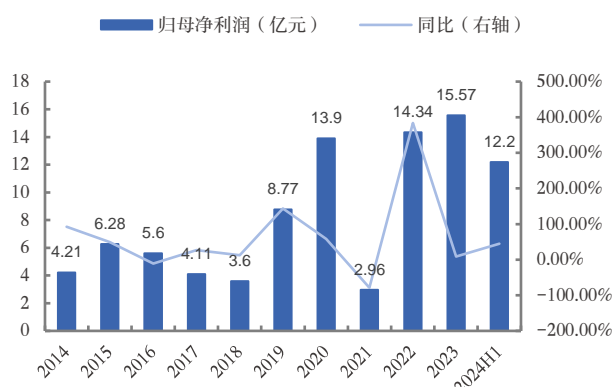
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：2014-2024H1 公司主营业务收入及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：2014-2024H1 公司归母净利润及同比



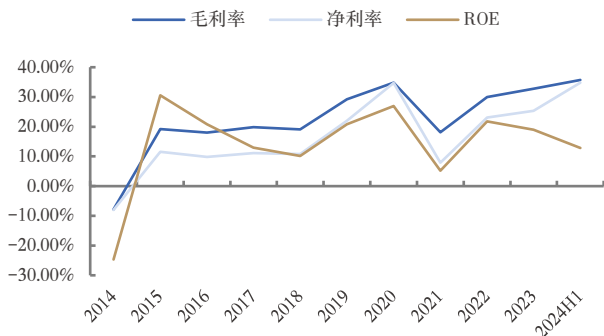
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司重组后盈利能力显著提升，2024H1 业绩表现持续呈现良好弹性。伴随公司实施战略重组，业绩表现呈现出显著改善，特别自 2021 年重组完成后，公司营收及利润进一步加速增长。2022 年公司实现营业收入 62.64 亿元，2023 年营业收入为 61.97 亿元，2021-2023 年公司营收复合增速 CAGR 为+26.67%。2022 年公司归母净利润为 14.34 亿元，2023 年归母净利润为 15.57 亿元，同比增长+8.55%，2021-2023 年公司归母净利润复合增速 CAGR 为+129.35%，盈利能力提升迅速。2024 年 H1，公司实现营业收入 35.28 亿元，同比+11.78%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比+44.76%，业绩表现持续呈现良好弹性。

2021 年以来公司利润率进一步改善，2024H1 毛利率为 35.72%。自 2015 年招商局集团与中国外运长航集团开始实施战略重组后，公司毛利率、净利率、ROE 水平大幅增长，随后在相对稳定的区间内呈现周期性波动趋势。2017-2021 年期间，因 17/18/21 年油运市场运价较为平淡，招商南

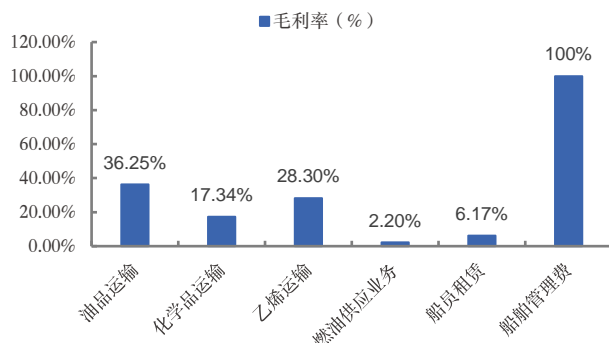
油的毛利率有阶段性下滑，但是当外贸油运运价表现较好时，公司可以通过抽调运力至外贸市场，增加自身业绩对运价的敏感性，毛利率进一步有所回升。另外由于公司以航次百分比完成收入确认，收入存在递延，部分时段运价已经回落，但是公司利润率仍保持较高水平。2021年公司完成重组以来，伴随经营效率显著优化，公司利润率水平进一步提升，毛利率稳定在30%以上水平。2023年，公司毛利率为32.82%，净利率为25.31%，ROE为18.99%。2024H1，公司毛利率为35.72%，年内利润率水平进一步提升可期。

图7：2014-2024H1 招商南油毛利率、净利率、ROE



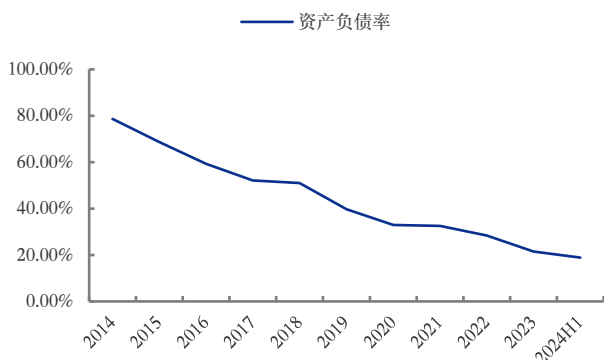
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：2023年公司各分项板块毛利率



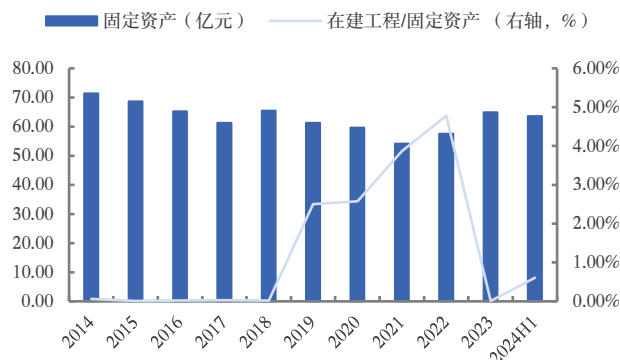
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图9：2014-2024H1 招商南油公司资产负债率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：2014-2024H1 在建工程水平与在建工程占固定资产占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

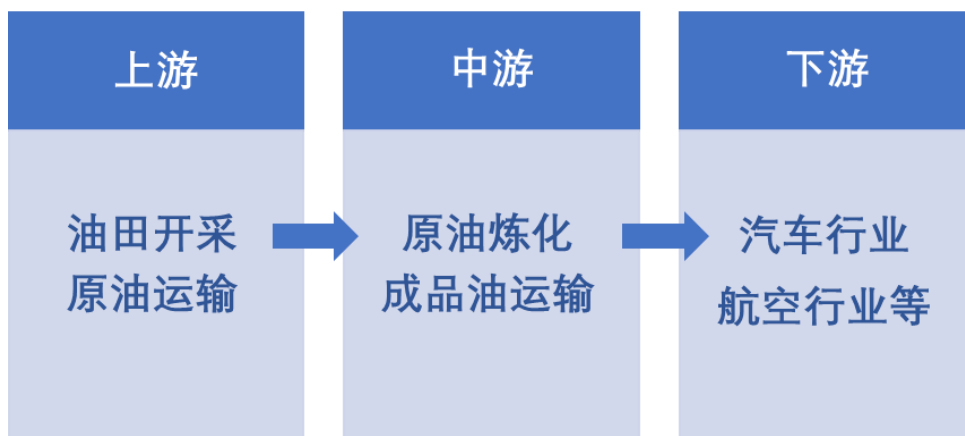
## 二、外贸成品油运：供需格局优化，行业景气向上

### (一) 成品油运：市场供需决定景气周期

#### 1. 成品油：在我国经济发展中发挥重要支柱作用

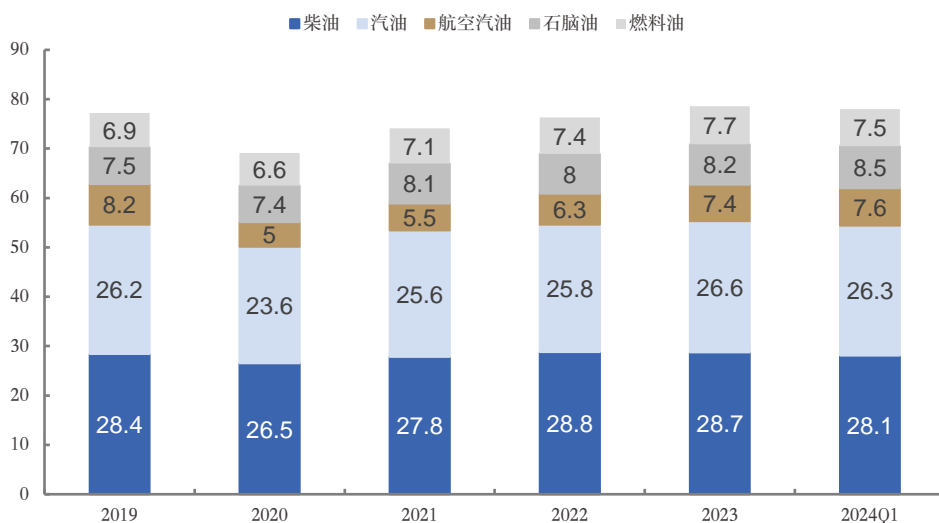
成品油行业是指以原油为主要原料，生产包括汽油、柴油、煤油、燃料油、润滑油等液态油品在内的加工产业（生产过程称为石油炼制）。成品油行业作为国民经济的重要支柱产业，更发挥着为众多产业部门提供能源、基础原材料即相关配套产品的作用：其中，在交通运输业、汽车工业领域中，成品油能源成为飞机、轮船、货车、汽车等运输工具的燃料供给；在电力工业领域中，成品油能源也为很大一部分的火力发电厂提供燃料消耗。当前，我国处于社会经济加速发展的关键阶段，伴随我国交通运输业、汽车工业、电力工业等行业的进一步发展，成品油行业的发展对我国国民经济平稳运行的战略意义日益重大。

图11: 成品油运输产业链示意图



资料来源: 中国银河证券研究院

图12: 全球各类成品油需求及预测 (单位: 百万桶/每天)



资料来源: Scorpio 公司财报, 中国银河证券研究院

## 2. 成品油运供给

油轮供给的组成要素, 即运载石油及石油产品的船舶, 其通常以载重吨为标准进行分类。其中, 运输原油的船舶主要包括 ULCC/VLCC、Suezmax、Aframax、Panamax 等主要船型; 运输成品油的船舶主要包括 LR、MR、Handy 等主要船型。

具体地, 从成品油轮的主要船型来看:

1) LR (Long Range, 长距离型): 载重吨级为 5.5-20 万吨, 进一步分为 LR3、LR2、LR1, 三类细分船型, 适用于长距离成品油运输, 是成品油运的主力军船型。同时, 因 LR3、LR2 船分别与作为原油运输船的 Suezmax、Aframax 尺寸一致, 亦可根据市场运力需求情况, 被抽调至原油运输市场用于载运原油。

2) MR (Medium Range, 中距离型): 载重吨级为 2.5-5.5 万吨, 进一步分为 MR2、MR1, 两类细分船型, 适用于中短距离成品油运输, 是成品油运的主力军船型。

3) Handy (灵便型): 载重吨级为 2.5 万吨以下, 适用于短距离即区域内成品油运输。

表1: 油轮船型分类示意图

| 分类  | 船型                | 万载重吨     | 平均舱容量   | 典型航线                    |
|-----|-------------------|----------|---------|-------------------------|
| 原油  | 超大型油轮 (ULCC/VLCC) | 20+      | ≈200 万桶 | 运距长、运量大的远东航线, 以中国需求为主   |
|     | 苏伊士型油轮 (Suezmax)  | 12.5-20  | ≈100 万桶 | 中程: 中东-东南亚、西非-欧洲等       |
|     | 阿芙拉型油轮 (Aframax)  | 8.5-12.5 | ≈60 万桶  | 短程: 欧洲航线为主, 受俄罗斯-欧洲影响较大 |
|     | 巴拿马型油轮 (Panamax)  | 5.5-8.5  | ≈40 万桶  | -                       |
| 成品油 | LR3               | 12-20    | ≈70 万桶  | 长距: 中东-东亚、中东-欧洲等        |
|     | LR2               | 8-12     |         |                         |
|     | LR1               | 5.5-8    |         |                         |
|     | MR2               | 4-5.5    | ≈30 万桶  | 中距: 东亚-东南亚等             |
|     | MR1               | 2.5-4    |         |                         |
|     | Handysize         | 2.5 以下   | ≈20 万桶  | 短距: 欧洲内部等               |

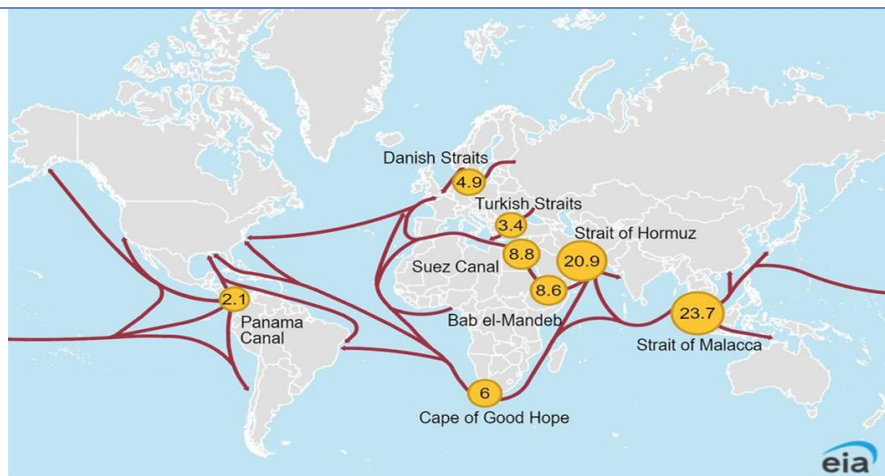
资料来源: 波罗的海交易所, 中国银河证券研究院

### 3. 成品油运需求

成品油运需求, 系产生于成品油消费国与炼油国之间的油品进出口贸易运输需求。其中, 从成品油消费国情况来看, 根据 2022 年 BP 报告数据, 2021 年 (俄乌冲突爆发前), 美国、中国、欧洲为全球最主要成品油消费国, 成品油消费量分别达 18684 千桶/天、15442 千桶/天、13527 千桶/天, 全球份额占比分别为 19.9%、16.4%、14.4%。从成品油炼油国情况来看, 北美、俄罗斯、亚太、中东等地区为全球主要炼厂产能中心。

全球范围内, 在成品油消费国与炼油国之间, 通过固定贸易运输航线进行成品油运输。全球主要长距离成品油航线穿越大西洋、太平洋、印度洋, 中短距离成品油航线则通过地中海、黑海、波罗的海、墨西哥湾等海域, 承载洲内及短途洲际范围的成品油运输。其中, 因公司外面成品油运输业务运营区域主要集中于苏伊士河以东的东北亚、东南亚、澳洲、印度中东、东非南非等区域, 与公司外贸成品油业务关联度较大、参考意义较大的航线主要包括: 亚太一揽子航线 (TC11、TC12), 大西洋一揽子航线 (TC2\_37、TC14), 东南亚-澳大利亚航线 (TC7) 等。

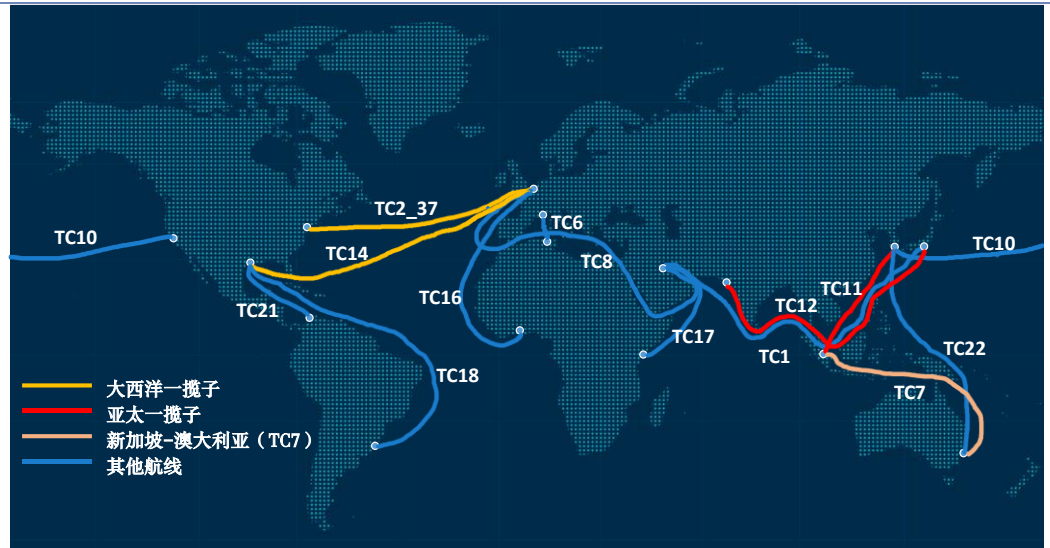
图13: 全球成品油贸易主要航线示意图



资料来源: 美国能源信息署, 招商轮船公司年报, 中国银河证券研究院



图14: 全球成品油贸易主要航线示意图 (成品油运价指数航线)



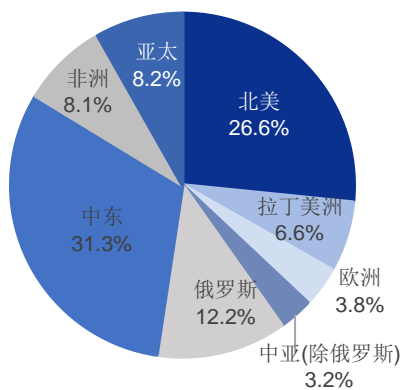
资料来源: 波罗的海交易所, 中国银河证券研究院

表2: 全球成品油贸易航线汇总整理表

| 航线简称   | 具体路线                  |
|--------|-----------------------|
| TC1    | 中东海岸-日本               |
| TC2_37 | 欧洲大陆-美国东海岸            |
| TC5    | 中东海湾-日本               |
| TC6    | 阿尔及利亚-欧洲地中海           |
| TC7    | 新加坡-澳大利亚东岸            |
| TC8    | 中东海湾-英国               |
| TC10   | 韩国-北太平洋               |
| TC11   | 韩国-新加坡                |
| TC12   | 印西-日本                 |
| TC14   | 美国墨西哥湾-欧洲大陆           |
| TC15   | 中东-远东                 |
| TC16   | 阿姆斯特丹-离岸洛美            |
| TC17   | 中东海湾-东非               |
| TC18   | 美国海湾-巴西               |
| TC19   | 阿姆斯特丹-拉格斯             |
| TC20   | 中东海湾-英国               |
| TC21   | 美国墨西哥湾-加勒比地区          |
| TC22   | 韩国-澳大利亚               |
| TC23   | 阿姆斯特丹-英国              |
| 大西洋一揽子 | TC2_37 和 TC14 的 MR 船型 |
| 太平洋一揽子 | TC11 和 TC12 的 MR 船型   |

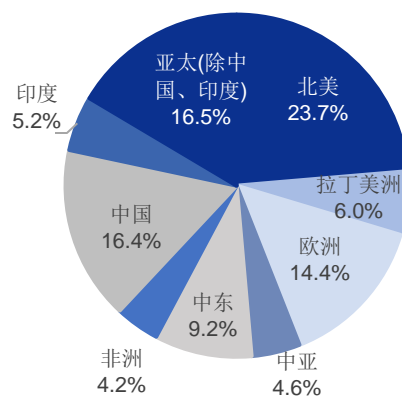
资料来源: 波罗的海交易所, 中国银河证券研究院

图15: 2021 年全球原油及成品油供给份额



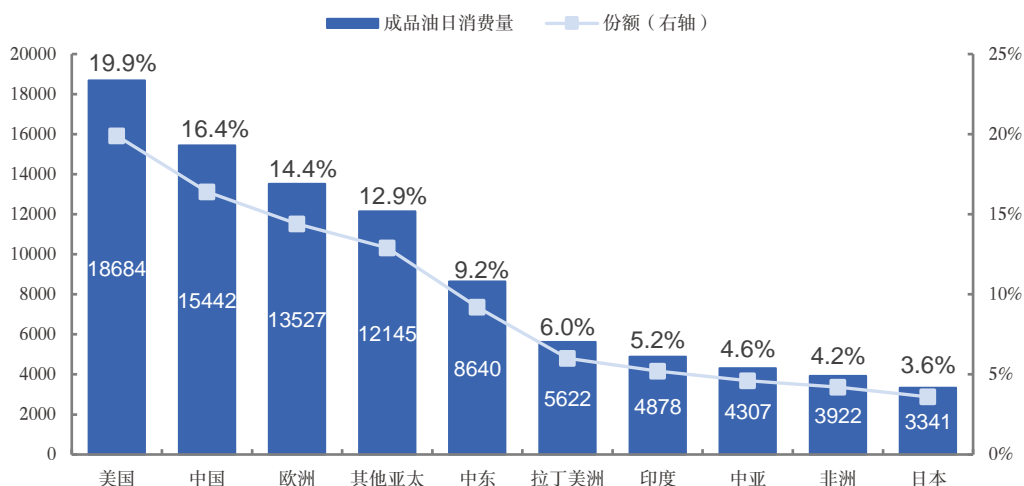
资料来源: 2022 年 BP 全球能源统计年鉴, 中国银河证券研究院

图16: 2021 年全球原油及成品油需求份额



资料来源: 2022 年 BP 全球能源统计年鉴, 中国银河证券研究院

图17: 2021 年全球主要地区成品油日需求量及份额情况 (单位: 千桶)



资料来源: 2022 年 BP 全球能源统计年鉴, 中国银河证券研究院

## (二) 俄乌冲突持续发酵: 俄油制裁拉长成品油贸易运距, 油运需求继续上行

俄罗斯为全球石油贸易主要出口大国, 向欧洲成品油出口份额领先。根据 2022 年 BP 全球能源统计年鉴的数据, 欧洲和亚太地区是石油主要进口地区, 而中东、CIS (包括俄罗斯) 及西非是石油主要出口地区。其中, 欧洲是俄油最大贸易出口对象。2021 年, 俄罗斯原油出口共计 2.63 亿吨, 成品油出口共计 1.41 亿吨; 其中, 俄罗斯向欧洲出口石油共计 2.146 亿吨, 向中国出口共计 0.829 亿吨, 向美国出口 0.325 亿吨, 欧洲份额占比最为领先。俄罗斯向欧洲出口的原油大部分通过管道运输, 少部分通过阿芙拉船运输; 俄罗斯向欧洲出口的成品油则通过成品油船队运输, 品类主要以柴油为主。

俄乌冲突引发制裁, 俄油向欧洲出口受限, 带来全球石油贸易重构。2022 年初, 俄乌冲突爆发后, 美国、欧盟等西方国家对俄罗斯实施了一系列经济制裁, 特别是针对其能源出口。例如, 欧盟禁止进口俄罗斯海运原油和成品油, 并对第三方进口设定价格上限, 直接限制了俄罗斯石油的出口市场。具体来看, 2022 年 3 月, 美国禁止进口俄罗斯石油制品, 同期, 英国也宣布禁止进口俄

斯石油。2022年12月5日起欧盟开始制裁原油海运，同时对俄罗斯原油价格实施限制，将价格上限定位每桶60美元。2023年2月5日开始欧盟对成品油海运的制裁也生效，第三方国家若进口俄罗斯石油需接受限价，否则无法使用欧美提供的保险、经纪、金融服务。由此可见，俄罗斯失去了以欧洲为代表的部分传统市场，这些市场原本对俄罗斯原油和成品油有较大需求，为了弥补传统市场的损失，俄罗斯积极开拓新兴市场，如亚洲和非洲。这些地区对能源的需求持续增长，为俄罗斯提供了新的出口机会。

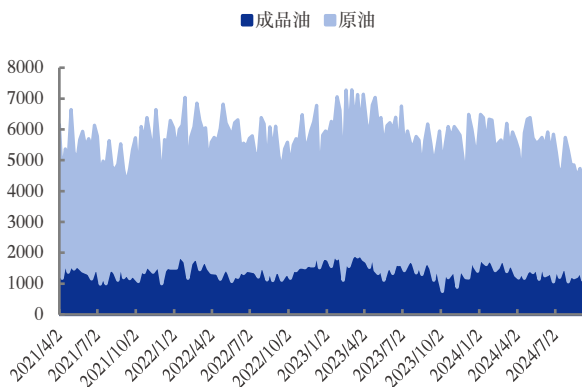
就俄油出口的不同航线来看，由于西方国家对俄罗斯的制裁，尤其是欧盟对俄罗斯海运原油和成品油的进口禁令，波罗的海航线上的俄罗斯原油出口受到了直接影响。波罗的海航线曾是俄罗斯向欧洲出口石油的重要通道，但随着制裁的加强和市场的变化，该航线上的俄罗斯原油出口量有所下降；俄乌冲突导致黑海局势紧张，俄罗斯的黑海出口渠道面临战争的直接威胁。这不仅增加了航运费用和保费成本，还可能导致出口受阻，进而影响俄罗斯的石油出口量；随着亚洲市场的崛起，特别是中国和印度对石油需求的增加，太平洋航线成为俄罗斯原油出口的重要方向。俄罗斯通过扩大“东西伯利亚-太平洋”石油管道的运能，提高了对亚洲国家的石油出口。

表3: 俄乌冲突以来俄油制裁政策梳理表

| 时间       | 事件  |
|----------|---|
| 2022年2月  | 美国宣布将俄罗斯的几家主要银行踢出 SWIFT 国际结算系统，但能源交易列入白名单。  |
| 2022年3月  | 美国禁止进口俄罗斯的石油、天然气等制品。  |
| 2022年3月  | 英国禁止进口俄罗斯石油。  |
| 2022年6月  | 欧盟议会正式通过对俄罗斯的能源的制裁方案，12月5日开始，对原油的进口禁令将生效；   |
| 2022年12月 | 欧盟同意价格上限的形式实行对俄罗斯原油的附加制裁，将价格上限设定为每桶60美元，为俄罗斯石油提供运输和服务(如保险、经纪和金融服务等)，都必须遵从价格上限的要求。 |
| 2023年2月  | 欧盟对俄罗斯石油精炼产品的进口禁令生效。  |
| 2024年2月  | 欧盟发表声明称将延长现行对俄制裁至2025年2月25日。  |

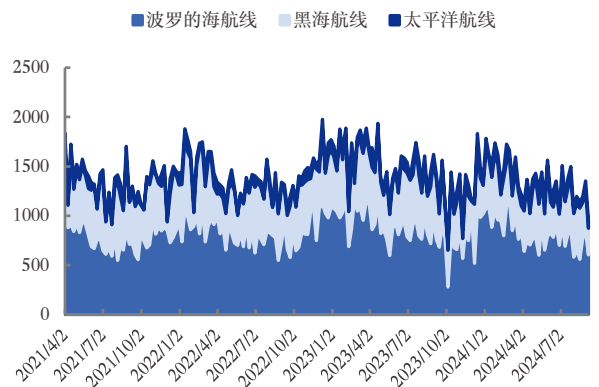
资料来源: 新京报, 中国新闻网, 中国银河证券研究院

图18: 2021-2024年俄罗斯原油及成品油周出口量(单位: 千吨)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图19: 2021-2024年俄罗斯成品油分航线周出口量(单位: 千吨)



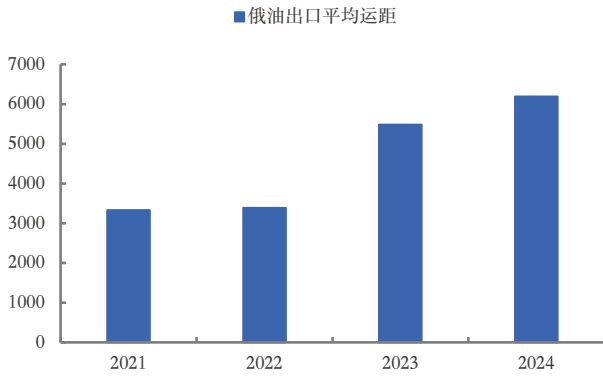
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

**成品油贸易路线重构拉长运距，油运需求向上逻辑继续。**2021年，在欧美国家中，芬兰和荷兰对俄油的依赖程度最高，分别达到了99.43%和69.18%。鉴于欧盟为应对国际形势变化，逐步削减了从俄罗斯的成品油进口，2022年10月相比年初1月，进口量显著下降了0.5百万桶/天，从原先的1.3百万桶/天降至0.8百万桶/天。为弥补供应缺口，欧盟加大了对美国、中东及亚洲地区成品油的采购力度。这一调整促使俄罗斯的成品油出口重心转移至中国、中东及美国等地，从而引发

了运输路线的重大变革。原本服务于俄罗斯黑海地区至欧洲短距离运输的航线，现在转变为跨越更广阔海域的长距离航线。这种远距离贸易模式不仅改变了传统的物流格局，还显著提升了对油轮运输能力的需求，进一步推动油价上升。

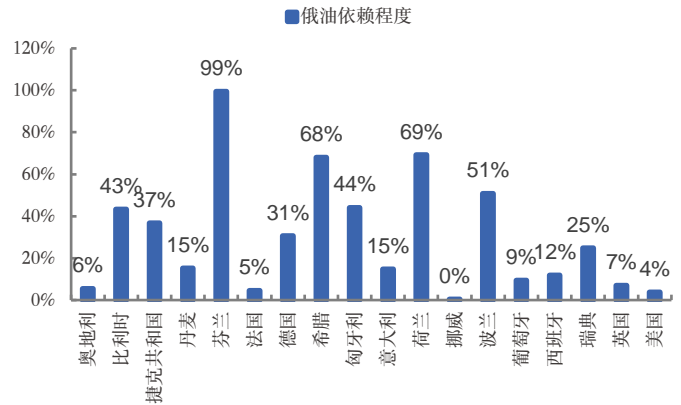
我们认为，考虑到当前俄乌冲突尚未结束，俄油制裁的局面或进一步持续。而俄乌战争停止后，当前形成的全球油轮贸易格局路线及相关资产流向，也或难以在短时间内重构至战争爆发前的格局。

图20: 2021-2024年俄油出口平均运距(单位:海里)



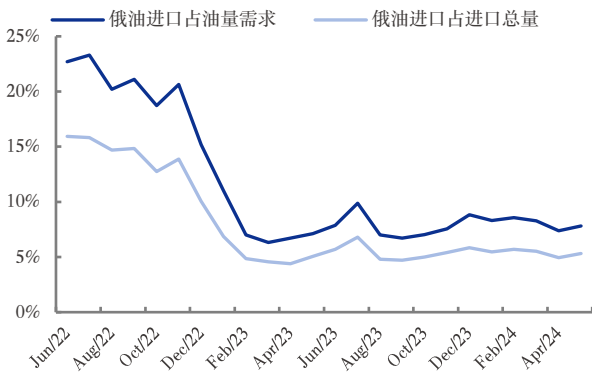
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图21: 2021年欧美国家对俄油的依赖程度



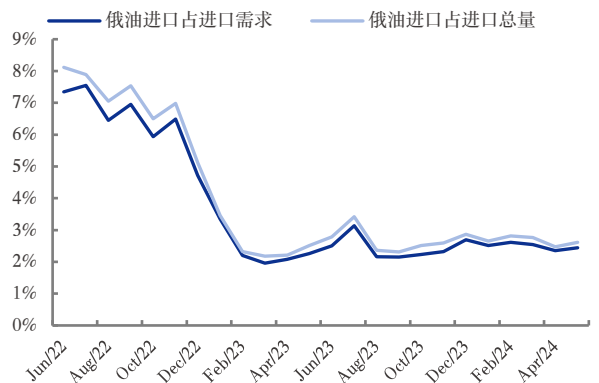
资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图22: OECD 欧洲国家对俄油进口的依赖程度



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图23: OECD 全部国家对俄油进口的依赖程度



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

### (三) 红海危机及中东战争: 成品油轮绕行好望角, 年内加速催化需求向上

2023年年末以来,胡塞武装袭击导致红海危机持续发酵,苏伊士运河作为欧亚“生命线”通行受阻。红海航道作为全球海运线路上的重要航道,与苏伊士运河共同构成“欧亚水上通道”,是世界上最繁忙的水道之一,全球近12%的贸易都要经过这里。根据苏伊士运河管理局(SCA)的统计,2022年,苏伊士运河运输的货物约占全球贸易量的12%,全年约2.3万艘船舶通过苏伊士运河。此外,因2023年以来巴拿马运河干旱拥堵,从苏伊士运河通行的船舶进一步较前增加。2023年12月以来,红海航道水域局势紧张,持续受到胡塞武装的袭击。12月9日,胡塞武装宣布,禁止所有前往以色列的船舶在红海、阿拉伯海航行,后续商船相继遭袭。截至目前,多家船公司的红海运输线路受到干扰。由此可见,本次红海事件爆发后,对全球船舶运力的扰动产生了重大的影响。

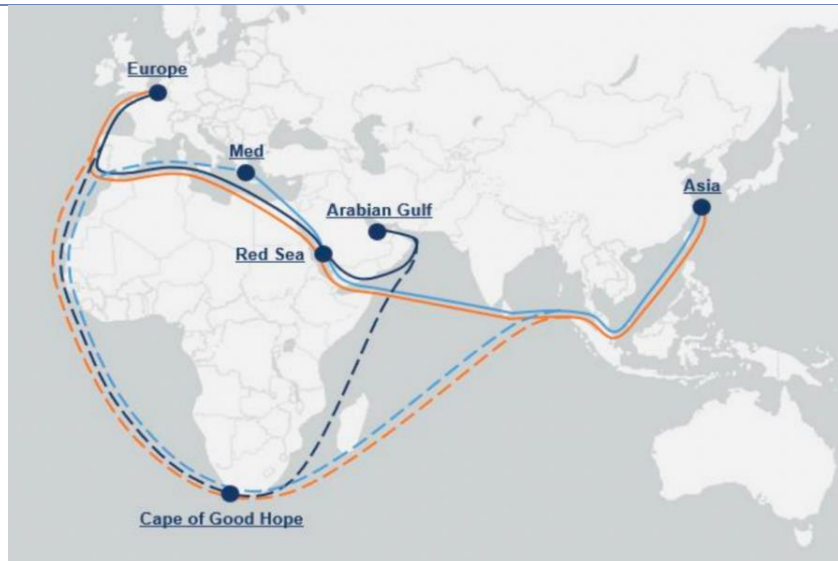
表4: 2023 年底以来红海危机、中东战争事件梳理

| 地缘政治事件 | 时间节点      | 主要内容   |
|--------|-----------|--|
| 巴以冲突   | 2024/1/22 | 伊朗对伊拉克、叙利亚、巴基斯坦境内目标实施打击，针对伊拉克的导弹袭击发生在美国领事馆附近。  |
|        | 2024/2/6  | 以色列军队在加沙南部主要城市汗尤尼斯发动空袭，造成至少 14 名巴勒斯坦人死亡。   |
|        | 2024/2/20 | 以色列扩大在黎巴嫩的战争，首次袭击了黎巴嫩境内远离边境的大城市加齐耶地区。  |
|        | 2024/2/28 | 联合国警告说，加沙地带四分之一的人距离经历饥荒“仅一步之遥”，并表示情况将进一步恶化。  |
|        | 2024/3/13 | 以色列军方表示，在黎巴嫩击毙“重要”的哈马斯成员哈迪·阿里·穆斯塔法。  |
|        | 2024/3/27 | 联合国安理会通过了明确要求加沙立即停火的决议。这是自去年 10 月 7 日以色列和哈马斯冲突升级以来，以及在否决了之前三项相关决议草案之后，华盛顿首次支持安理会呼吁在加沙地带立即停火。 |
|        | 2024/4/2  | 以色列对伊朗驻叙利亚领事馆发动空袭，造成包括一名高级军事指挥官在内的多人死亡，以色列对大马士革的伊朗大使馆发动袭击后，伊朗威胁升级。                           |
|        | 2024/4/5  | 以色列对大马士革的伊朗大使馆发动袭击后，伊朗威胁升级。  |
|        | 2024/4/19 | 以色列对伊朗境内实施打击，伊朗防空系统在伊斯法罕上空击落数架无人机，多地防空系统启动，此外，伊朗伊斯法罕市西北部一军事基地附近传出 3 声爆炸声，目前尚不清楚爆炸原因。         |
| 红海危机   | 2024/1/29 | 提驻约旦美军遭无人机袭击，致 3 死 25 伤。   |
|        | 2024/2/19 | 伊朗支持的也门胡塞武装对红海船只的袭击在一夜之间升级，其发射的导弹击中了一艘商船，迫使船员撤离。还有报道称，一架美国无人机被一枚防空导弹击落。                      |
|        | 2024/3/7  | 商船遭到导弹袭击，这是自胡塞武装分子去年开始对商船发动袭击以来，首次证实有船员死亡。   |
|        | 2024/3/15 | 美国总统拜登重新批准了对伊朗的 100 亿美元制裁豁免。   |

资料来源：新京报，中国新闻网，中国银河证券研究院

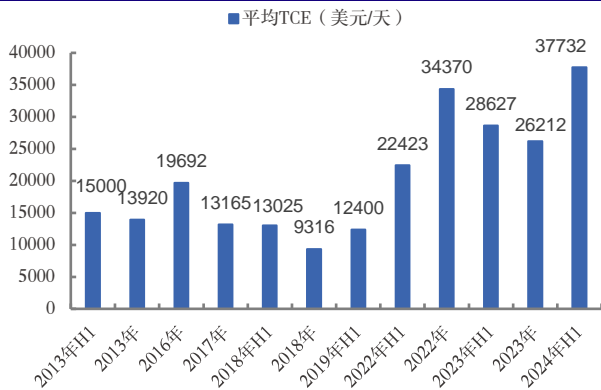
红海危机背景下，成品油船绕行好望角，租金上涨传导至 MR 船队。考虑到 VLCC 原本无法通过苏伊士运河，需要绕行好望角，本次红海危机爆发后，对成品油运输的影响相对更大，特别是对 LR2（10-11 万吨）成品油船队影响最为显著（因为目前中东、印度的成品油主要系通过 LR2 主力船型，经苏伊士运河运输至欧洲）。红海危机爆发后，因苏伊士运河通行能力受到限制，亚太-欧洲的 LR2 成品油船队改为绕行好望角航线，从而增加 15 天左右航行时间，带来 LR2 油轮的运力有效供给减少，及进一步的租金涨价。LR 油轮涨价后，货主租船需求进一步传导至小船，从而带来 MR 油轮船型运力需求的增长，及其租金涨价。截至 2024 上半年，公司的 TCE-TC7 平均租金价格达 37732 美元/天，较去年同期同比增加+32%。

图24: 红海事件后成品油航线绕行示意图



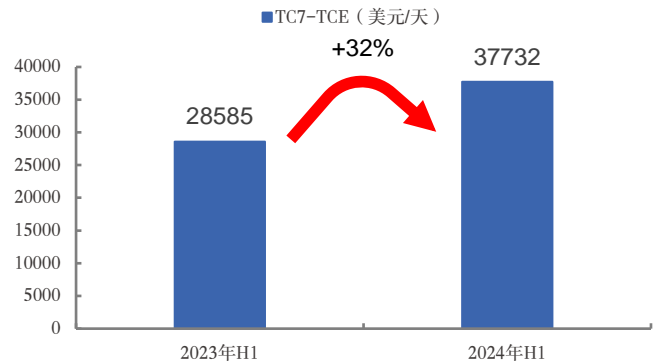
资料来源：Scorpio 公司财报，中国银河证券研究院

图25: 2013-2024H1 年平均 TCE 价格水平 (美元/天)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图26: 2024 半年度 TC7 平均船租水平及其同比增速



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

#### (四) 欧洲炼厂产能东移: 进一步强化成品油运距拉长逻辑

成品油“东油西运”趋势凸显, 强化运距拉长逻辑。在俄乌冲突和 Red Sea 危机等全球地缘战争的背景下, 全球炼厂的分布结构也持续呈现调整, 即原油和成品油的运输结构持续呈现出趋势性变化: 原油运输为“西油东运”, 成品油运输为“东油西运”——具体来说, 即原油从中东、南美运到亚太的中国印度、新加坡等, 在亚太炼制之后, 再运去欧洲、澳大利亚等。

中东炼厂产能提升, 对欧洲成品油出口替代增强。一直以来中东地区以出口原油为主, 而自近 10-20 年, 中东开始提出产业升级目标, 并持续规模化建造炼厂, 近几年该部分炼厂陆续投产, 中东地区成品油产能规模较前显著提升, 并对此前原油出口为主的模式形成了一定程度的替代。在此基础上, 中东地区成品油内部消化之外的部分, 则进一步转为出口, 其中大部分主要出口至欧洲、澳大利亚等地区。特别地, 近几年中东向欧洲出口的成品油规模增加后, 很大程度上替代了欧洲因环保约束退出的本土炼厂产能供应, 以及俄乌冲突爆发后, 俄油禁令限制的欧洲向俄罗斯进口部分。

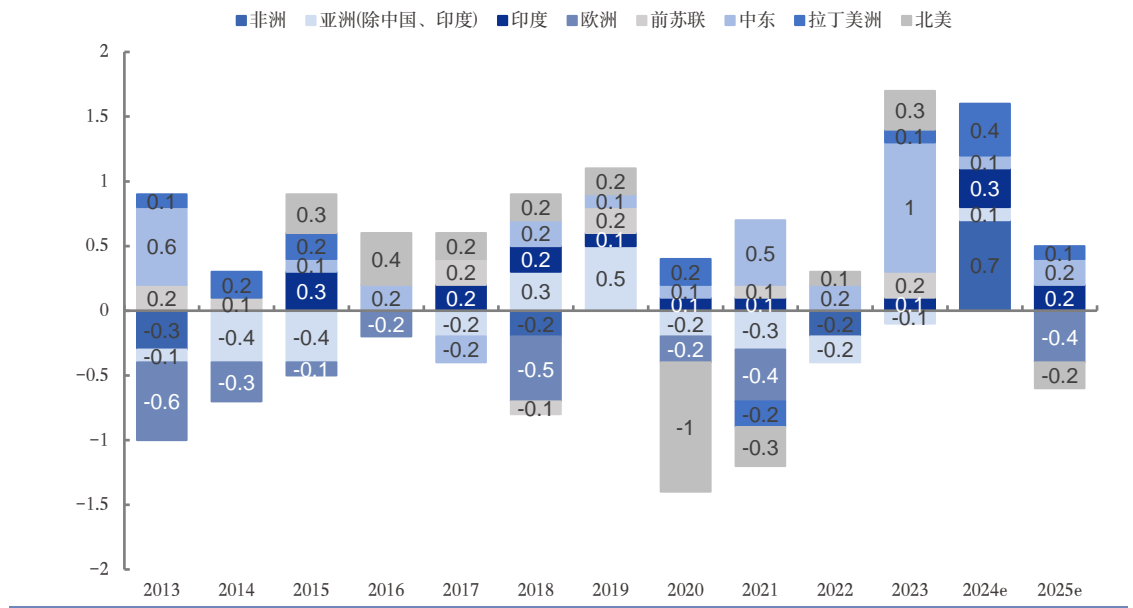
欧洲炼厂产能退出以及中东产能增加带来的成品油“东油西运”趋势, 也在一定程度上加深了全球范围内成品油运距拉长的逻辑, 从而进一步带来成品油轮有效运力供给收紧及船租上涨的动力。

图27: 2020-2024 全球炼厂产能情况分布示意图



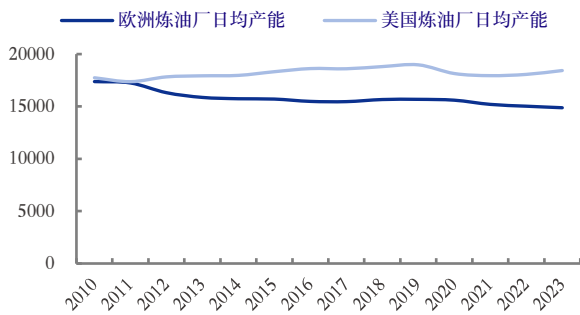
资料来源: Torm 公司财报, 中国银河证券研究院

图28: 全球炼厂产能增减情况 (单位: 百万桶/天)



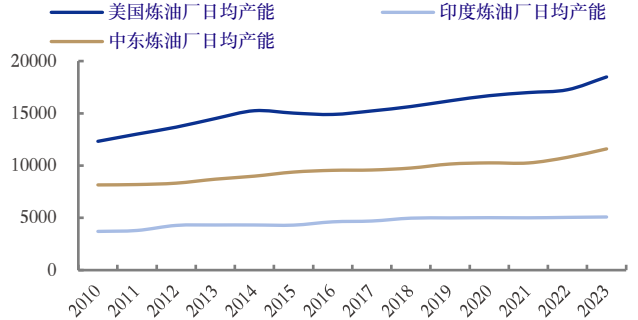
资料来源: Scorpio 公司财报, 中国银河证券研究院

图29: 2018-2023 年欧洲、美国炼厂日均产能 (单位: 千桶)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图30: 2018-2023 年中国、印度、中东炼厂日均产能 (单位: 千桶)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

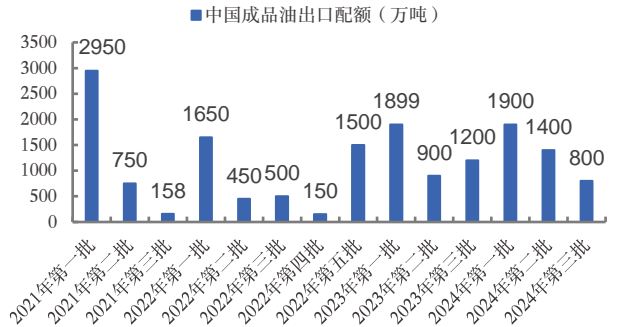
中国成品油加工及出口产能指标呈现景气向上,“东油西运”趋势强化。根据隆众资讯数据,截至 2024 年 9 月 26 日,我国主营炼厂开工率达 77.73%,山东地炼开工率达 53.54%,年内环比呈现进一步上升趋势。根据金联创数据,截至目前,2024 年中国成品油出口配额累计达 4100 万吨,较 2023 年同比+2.53%。我国成品油加工及出口产能指标均呈现景气向上信号。我国成品油出口份额进一步增长的潜力,也强化了全球成品油“东油西运”趋势,进一步带来成品油运输增量需求。

图31: 中国主营炼厂及山东地炼开工率水平



资料来源: wind, 隆众资讯, 中国银河证券研究院

图32: 2021-2024 年中国成品油出口配额



资料来源: 金联创, 中国银河证券研究院

### (五) 新船交付放缓叠加环保监管加速船舶以旧换新：成品油轮供给持续承压

环保监管趋严加速船舶以旧换新，油轮供给刚性凸显。随着全球对环境保护意识的增强，各国政府及国际组织对航运业的环保监管力度显著加大。同时，国际海事组织（IMO）相继推出了一系列低碳减排政策，EEXI 要求所有现役船舶必须满足特定的 CO2 排放要求，船舶需要先进行初步评估，然后获得初步技术文件许可，并最终得到 EEXI 的合规认证。CII 要求船舶必须记录燃油消耗、航行距离和航行时间，以满足 IMO 的数据收集要求用于计算船舶的能效比（AER）。这些措施促使老旧、高排放的油轮加速退出市场。

新船交付放缓，加剧油轮供给紧张。一方面，船东在面临高昂的环保改造费用和严格的环保标准时，规模下单意愿不足，对新油轮的订造更加谨慎。另一方面，老旧油轮因不符合环保要求而面临拆解压力，进一步减少了市场上的有效运力。据统计，目前油轮市场手持订单量仅为现有船队的极小比例，且新船交付计划已排至数年之后，这种供给紧张局面预计将在未来一段时间内持续存在。

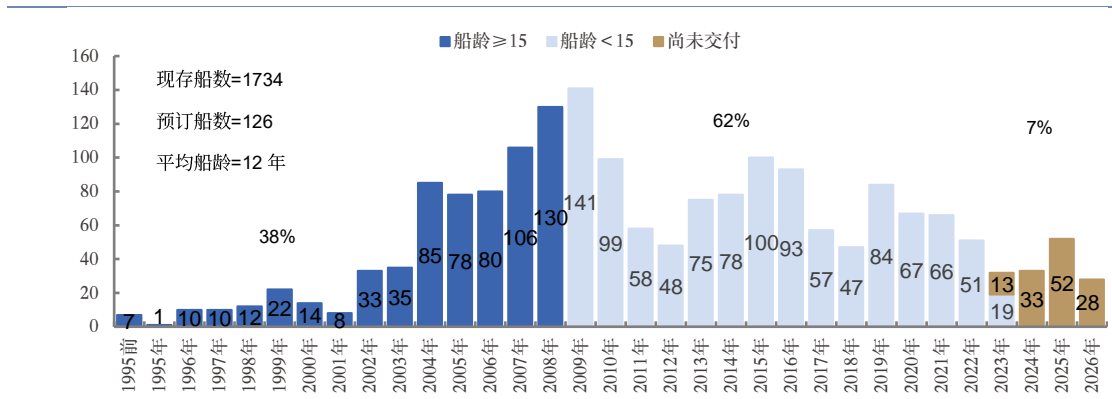
表5：近 5 年 IMO 重要环保政策公约内容梳理

| 时间     | 政策/公约简称  | 政策内容  |
|--------|----------|---|
| 2018 年 | GHG 战略   | 2018 年 IMO 通过温室气体（GHG）初始战略，以在本世纪末之前尽快实现该行业的脱碳，为在 MARPOL 内部制定和采取进一步措施以提高船舶能效奠定了政策框架。   |
| 2019 年 | 压载水公约    | 2019 年 1 月 22 日《国际船舶压载水和沉积物控制与管理公约》在我国正式生效，规定所有远洋船舶在 2024 年 9 月 8 日之后都需要安装压载水管理系统。  |
| 2020 年 | 脱硫令      | 2016 年 10 月，IMO 通过了全球航行船舶使用 0.5% 低硫燃油标准。2020 年 1 月 1 日起，全球范围内的限硫令开始实施。船舶在全球范围内都必须使用含硫量不超过 0.5% m/m 的燃油，如果船舶安装了脱硫器，可以继续使用硫含量超过 0.5% m/m 的燃油。 |
| 2023 年 | EEXI、CII | EEXI 要求所有现役船舶必须满足特定的 CO2 排放要求，船舶需要先进行初步评估，然后获得初步技术文件许可，并最终得到 EEXI 的合规认证。CII 要求船舶必须记录燃油消耗、航行距离和航行时间，以满足 IMO 的数据收集要求用于计算船舶的能效比（AER）。          |

资料来源：IMO，中国船东协会，中国船检，中国海洋报，中国自然资源部，赫瓊《论单壳油轮的淘汰及其对我国的影响》等，中国银河证券研究院

从运力供给端看，2023 年国际新签成品油轮建造订单数量有所恢复，但订单量仍为历史较低水平。叠加 EEXI、CII 等环保法规实施、燃油价格走高、超 15 年船龄船舶占比增加，促使船东采用低速航行，进一步增加了航行时间，降低了运供给能力。根据船舶经纪公司 Xclusiv 的数据，截至 2024 年 Q3，全球共现有 MR2 型船舶 1762 艘，运力共 8630 万载重吨，其中订单约 300 艘，运力 1495 万载重吨，订单占比约 17%；该新船订单中的大部分预计将于 2026 年开始陆续进入市场，目前新船交付数量有限。

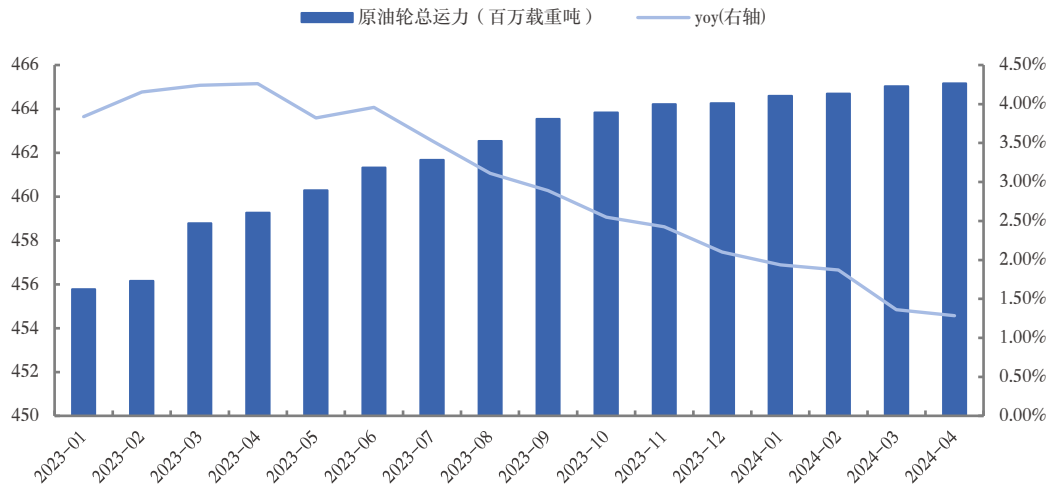
图33：2024 年全球 MR 船龄结构图（艘）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院



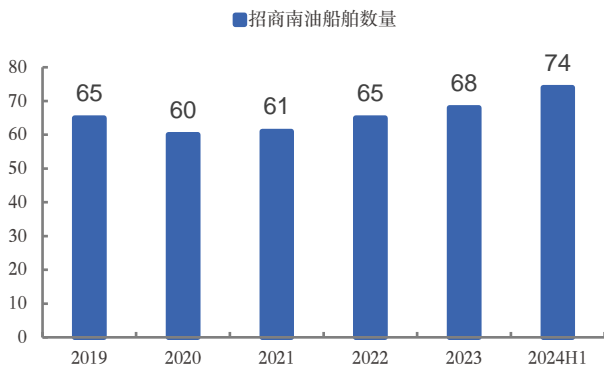
图34：2023-2024 年全球原油油轮总运力及同比增速



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

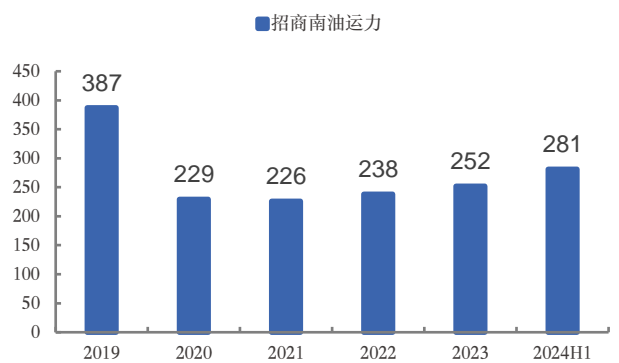
基于成品油市场运力供给节奏，公司船队规模稳定增长，2024H1 成品油 MR 船共计 26 艘。基于当前成品油运输市场运力供需格局的情况，招商南油自 2020 年削减运力后，2020-2023 年来，公司控制船队规模处于稳定缓慢增长趋势。至 2024 上半年，公司共计运营船舶 74 艘（包含外部入 POOL 船舶 10 艘，剩余 64 艘为自有船舶），装载能力共计 281.3 万载重吨。其中，截至 2024 年上半年，公司成品油船队共计 26 艘，均为 MR 船型。

图35：2019-2023 招商南油拥有及控制船数量（单位：艘）



资料来源：公司年报, 中国银河证券研究院

图36：2019-2023 招商南油公司运力情况（单位：万载重吨）



资料来源：公司年报, 中国银河证券研究院

表6：招商南油部分船队情况汇总梳理

| 业务种类  | 船型       | 数量 (艘) |
|-------|----------|--------|
| 原油运输  | MR       | 14     |
|       | Handymax | 4      |
|       | Panamax  | 2      |
| 成品油运输 | MR       | 20     |
| 化学品运输 | Chemical | 13     |
| 气体运输  | Ethylene | 3      |

资料来源：公司官网, 中国银河证券研究院

表7: 招商南油成品油 MR 船队详细信息 (单位: 吨)

| 业务种类 | 船型 | 船名   | 船旗 | 载重吨      |
|------|----|------|----|----------|
| 成品油  | MR | 永欣   | SG | 49496.4  |
|      | MR | 永乐   | SG | 49570.2  |
|      | MR | 永波   | CN | 49948    |
|      | MR | 永傲   | CN | 49982.3  |
|      | MR | 永信   | HK | 49999    |
|      | MR | 永誠   | HK | 49999    |
|      | MR | 永杰   | HK | 49999    |
|      | MR | 永安   | HK | 49999    |
|      | MR | 永盛   | HK | 49940.4  |
|      | MR | 永辉   | HK | 49948.43 |
|      | MR | 永和   | HK | 49945.49 |
|      | MR | 永荣   | HK | 49968.77 |
|      | MR | 长航和平 | HK | 45886.1  |
|      | MR | 长航友谊 | HK | 45799    |
|      | MR | 长航光荣 | SG | 45720    |
|      | MR | 长航幸运 | SG | 45717    |
|      | MR | 长航吉祥 | HK | 45851    |
|      | MR | 长航紫晶 | CN | 49967.3  |
|      | MR | 长航水晶 | CN | 49969.14 |
|      | MR | 长航希望 | CN | 45764    |
|      | MR | 长航成功 | CN | 45811    |
|      | MR | 长航飞跃 | CN | 45781    |
|      | MR | 长航风采 | CN | 45844    |
|      | MR | 长航宏图 | CN | 45765    |
|      | MR | 长航开拓 | CN | 45790    |
|      | MR | 长航先锋 | CN | 45849    |

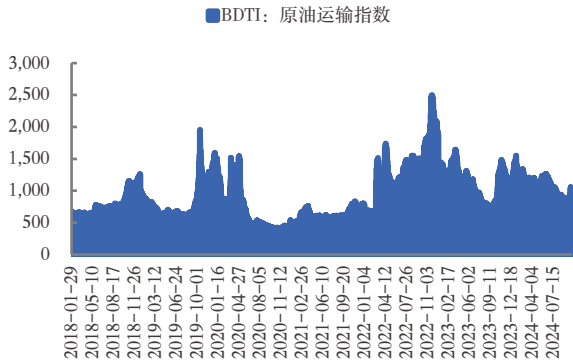
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

### (六) 成品油供需结构持续优化, Q4 运价或有进一步上升潜力

供需格局的优化进一步利好运价向上, 2024H1 全球成品油吨海里同比增+7%。根据前文所述, 年内地缘政治问题发酵等因素带来全球成品油运输需求提高。而成品油轮市场供给端收紧, 则进一步带来市场供需格局优化改善, 利好运价水平保持上升潜力。特别是在油运旺季, 供需矛盾更加突出, 运价上涨幅度更为显著。根据公司 2024 半年报披露数据, 从成品油需求端来看, 预计 2024 年全球炼能将同比增长+3.2%, 带动成品油海运贸易量同比增长+1.8%。同时, 因受到红海危机等年内地缘事件催化影响, 通过苏伊士运河的货量同比下降了 65%, 且绕行好望角的货量增加至接近往年的 3 倍水平, 运距拉长逻辑下, 2024 年内, 全球成品油吨海里数同比增长幅度约达 7%。

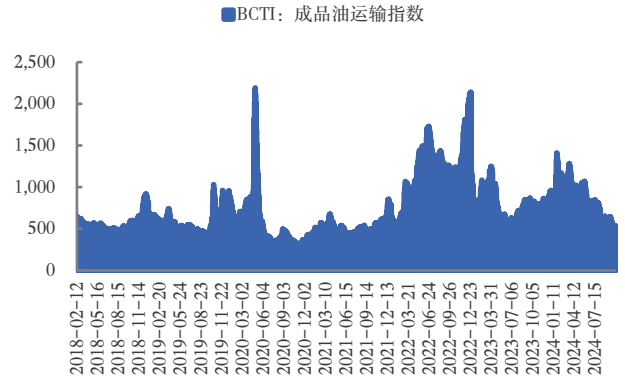
2024H1, BCTI 指数均值同比增逾 20%, Q4 或有进一步上升潜力。2024 上半年, 成品油运输指数 (BCTI) 年内最高点为 1411 点, 最低点为 741 点, 均值为 996 点, 较去年同期均值 (828 点) 同比上涨 20.28%。截至 2024 年 10 月 11 日, BDTI (原油运输指数) 报收 1036 点, 周环比-2.26%, 同比+8.48%; BCTI (成品油运输指数) 报收 535 点, 周环比+7.65%, 同比-35.70%。基于年内成品油运输市场供需结构持续优化的逻辑, 叠加考虑 Q3 调入成品油运输市场的 VLCC、阿芙拉船或于 Q4 回归原油运输市场, 叠加年底前旺季效应释放, BCTI 指数或有进一步上升潜力。

图37: BDTI 指数走势 (截至 2024.10.11)



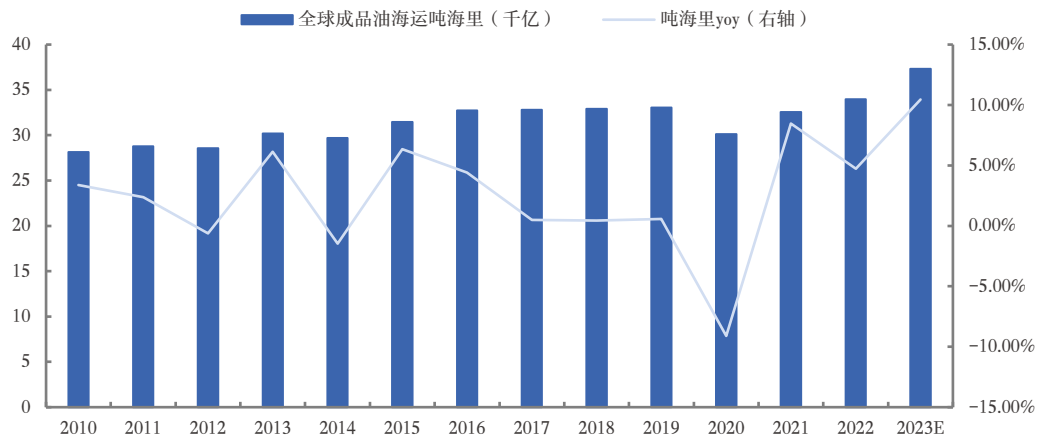
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图38: BCTI 指数走势 (截至 2024.10.11)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图39: 2010-2023E 全球成品油海运吨海里及同比增速



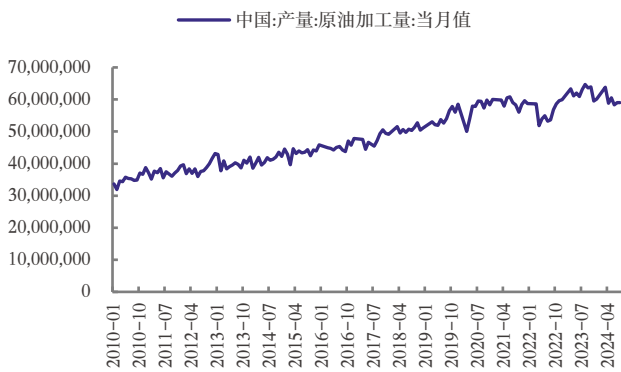
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 三、内贸油运：稳定业绩基本盘，平滑外贸周期性

中国原油加工行业呈现稳定发展态势, 内贸油运价格总体保持稳定。2010 年到 2024 年, 我国原油加工产量整体呈上涨趋势, 近几年因疫情原因略有波动。数据方面来看, 截至 2024 年 8 月, 中国全口径原油加工量为 59069 万吨, 较 2023 年同比下降 8.70%, 较 2019 年同比增长 9.38%。2024 上半年, 国内原油水运总量为 4406.7 万吨, 同比减少 619 万吨。

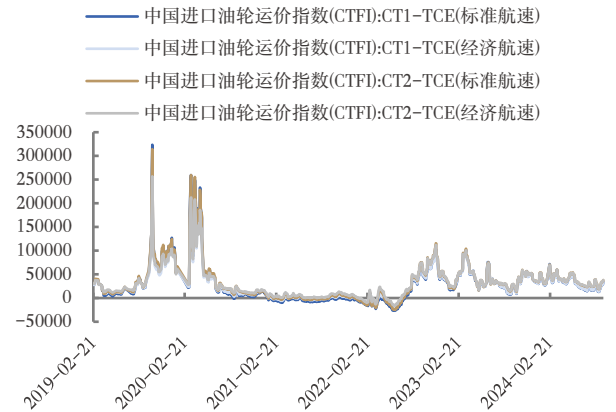
从运价情况来看, 根据最新的数据, 截至 2024 年 9 月 20 日, 中国进口油轮运价指数 (CTFI) \_CT1-TCE (标准航速) 为 34260 点, 周环比上升 27.3%, 较 2023 年同比+149.69%, 较 2019 年同比-7.12%。

图40: 2010-2024 年我国原油加工产量 (单位: 吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

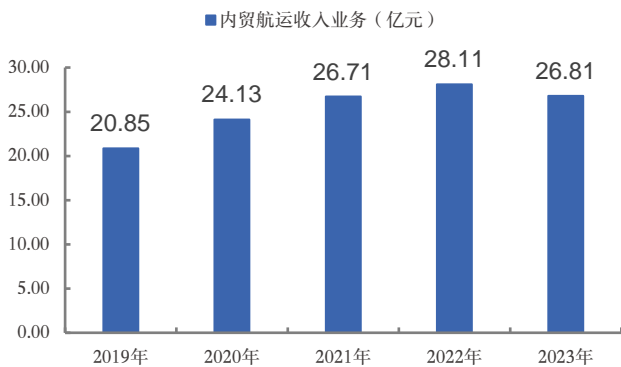
图41: 中国进口油轮运价指数(CTFI)\_CT1-TCE(标准航速)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

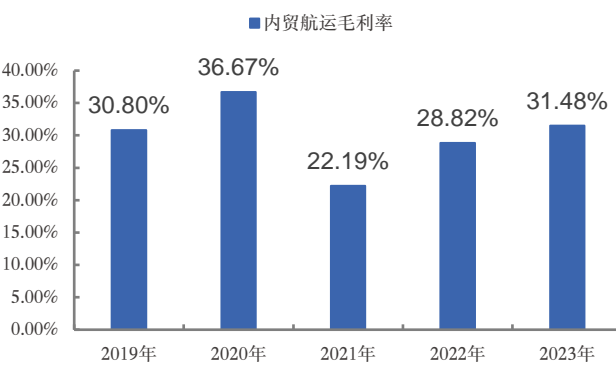
内贸油运为公司贡献稳定业绩基本盘,平滑外贸业务周期性影响。内贸油运作为公司除外贸成品油运之外的主要业务板块之一,因国内运价波动幅度较小,内贸板块业绩持续保持平稳增长,为公司继续贡献稳定业绩基本盘,同时在一定程度上发挥平滑外贸业务周期性影响的作用。2023年,公司内贸航运收入为26.81亿元,同比-4.62%,较2019年上升28.59%。2023年,公司内贸航运毛利率为31.48%,较2023年同比上升2.66pct,较2019年同比上升0.68pct。

图42: 2019-2023 年公司内贸油运业务营收



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图43: 2019-2023 年公司内贸油运业务毛利率



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

## 四、危化品运输: 船队规模领先, 贡献稳定业绩

公司危化船运力规模位居国内前列。当前,招商南油公司运营化工品运输船舶12艘,主要承担PX、冰醋酸等高端化工品运输,化工品船队运力规模位居国内前三;运营乙烯船3艘。航线主要为国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输。

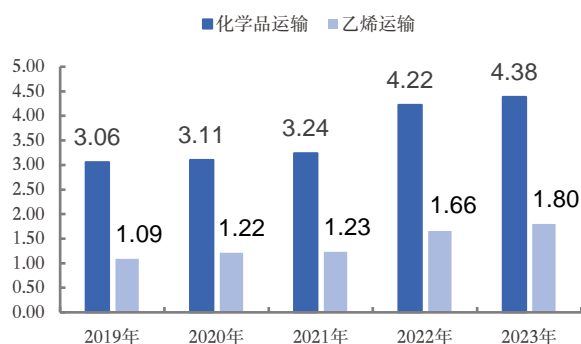
化学品及乙烯运输业务收入稳步增长,毛利率维持高位区间。2019-2023年,招商南油公司危化品航运业务收入逐年上涨:其中,自2019-2023年,化学品运输收入从3.06亿元增至4.38亿元。乙烯运输收入从1.09亿元增至1.8亿元,均保持稳步增长态势。2023年,公司乙烯运输业务的毛利率为28.3%,化学品运输的毛利率为17.34%。

表8: 招商南油危化品船队详细信息 (单位: 吨)

| 业务种类 | 船型       | 船名     | 船旗 | 载重吨      |
|------|----------|--------|----|----------|
| 气体   | Ethylene | 鲲顺     | CN | 5755.4   |
|      |          | 雁顺     | CN | 7736     |
|      |          | 鹏顺     | CN | 8629.92  |
| 化学品  | Chemical | 宁化 432 | CN | 13516.32 |
|      |          | 宁化 431 | CN | 13545.61 |
|      |          | 宁化 451 | CN | 25588.5  |
|      |          | 宁化 424 | CN | 6553     |
|      |          | 宁化 423 | CN | 6553.29  |
|      |          | 宁化 422 | CN | 6552.71  |
|      |          | 宁化 421 | CN | 6561.83  |
|      |          | 宁化 420 | CN | 3560     |
|      |          | 宁化 419 | CN | 3560     |
|      |          | 宁化 418 | CN | 3648     |
|      |          | 宁化 417 | CN | 3648     |
|      |          | 宁化 412 | CN | 12447    |
|      |          | 宁化 426 | CN | 3696     |

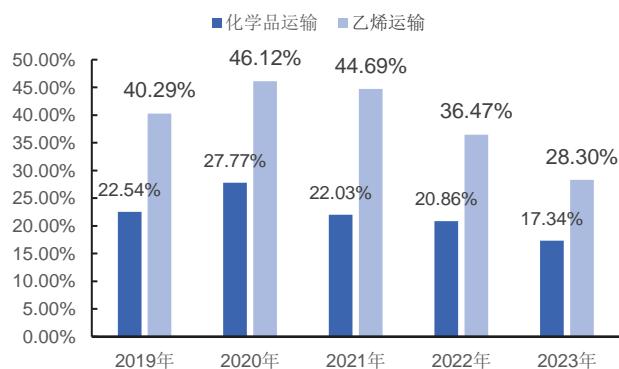
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图45: 2019-2023 年公司危化品航运业务营收 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图46: 2019-2023 年公司危化品航运业务毛利率



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

## 五、境外子公司: 南油新加坡统筹方便旗船舶运营

南油新加坡为公司唯一境外平台, 统筹方便旗船舶运营。南京油运(新加坡)有限公司(简称“南油新加坡”)是公司唯一的全资境外子公司。公司挂方便旗的成品油船队, 均由南油新加坡负责统筹运营, 而挂中国旗的船队则采用经营委托南油新加坡公司的模式, 而其收入、成本、利润确认则在国内本部。在此核算模式下, 每年母公司的净利润规模约为 8-9 个亿。南油新加坡在境外的

运输业务按免税处理。因公司境内业务按 25% 所得税率纳税，境内外所得税差额确认为递延所得税负债，同时计提所得税费用。

表9：我国主要上市船公司境内外所得税率差异处理及境外子公司分红情况

| 公司   | 境外子公司  | 境内外所得税率差异处理方式                            | 境外子公司分红 |
|------|--|--|---------|
| 招商轮船 | 香港长航国际海运有限公司、YANGTZE NAVIGATION(SINGAPORE) PTE.LTD、中外运集装箱运输(香港)有限公司、CMES HOLDINGS(HK)COMPANY LIMITED | 境外免税，境内按 25% 所得税率，差额确认递延所得税负债，同时计提所得税费用。 | 是       |
| 招商南油 | 南京油运（新加坡）有限公司  |  | 否       |
| 中远海能 | 寰宇船务企业有限公司、中海发展（香港）航运有限公司  |  | 否       |
| 海航科技 | ASIAN EAGLE SHIPPING LIMITED、ASIAN EAGLE SHIPPING PTE.LTD  |  | 否       |

资料来源：招商轮船、招商南油、中远海能、海航科技公司公告，中国银河证券研究院

## 六、盈利预测及估值

### （一）盈利预测

#### 【核心假设】：

1、国际 MR 运价：2024H1，因全球地缘冲突等因素发酵催化，带来成品油运输需求增长，传导至 MR 油轮租金显著上升。而 2024 年 Q3，因部分原油油船调入成品油运市场，成品油轮租金较上半年有一定程度的环比下降，考虑到 Q4 该部分原油油轮或将回归原油运输市场，叠加年底前旺季效应释放，船租水平或较 Q3 上升。基于 2024 年内成品油运价变动趋势，同时考虑到成品油运输市场存在的潜在不确定因素，假设未来两年，国际 MR 运价平均年增速为+1.5%。即假设 2024-2026 年，公司外贸成品油运日 TCE 水平分别为 29000 美元/29435 美元/29877 美元。

2、外贸成品油运力：截至 2024H1 结束，公司共有 4 条 MR 船新签订单。考虑到当前成品油运市场供需格局优化，运价存在向上潜力，公司成品油船队规模或保持稳定增长趋势，假设 2024-2026 年，公司成品油 MR 船队规模分别为 26 艘/29 艘/31 艘。

3、MR 年运营天数：维持公司 MR 船队年运营天数为 330 天的假设。

4、人民币兑美元汇率：考虑到当前人民币兑美元汇率经过几轮波动调整，位于底部区间，未来有望企稳向好，假设 2024-2026 年，美元汇率分别为 7.1/7.0/6.9。

#### 【收入端】：

1、油品运输：基于上述核心假设，测算得公司 2024-2026 年，公司外贸成品油运 TCE 即毛利分别为 17.67 亿元/19.72 亿元/21.09 亿元；而考虑到公司内贸油运板块业绩波动较小，同时基于当前公司外、内贸运力结构，假设 2024-2026 年，公司内贸成品油运毛利分别为 4 亿元/4 亿元/4 亿元。基于当前公司油品运输板块毛利率水平，假设 2024-2026 年，油品运输毛利率分别为 36%/36%/36%。则测算可得 2024-2026 年，公司油品运输板块营收分别为 60.18 亿元/65.88 亿元/69.69 亿元。

表10: 公司外贸成品油运 TCE 及油品运输业务营收测算

| 公司                 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|-------|-------|-------|
| 公司外贸成品油船舶 (艘)      | 26    | 29    | 31    |
| TCE (美元/天)         | 29000 | 29435 | 29877 |
| 人民币兑美元汇率           | 7.1   | 7.0   | 6.9   |
| 年运营天数 (天)          | 330   | 330   | 330   |
| 外贸成品油运 TCE (人民币亿元) | 17.67 | 19.72 | 21.09 |
| 假设: 内贸油运毛利 (人民币亿元) | 4     | 4     | 4     |
| 油品运输业务毛利 (人民币亿元)   | 21.67 | 23.72 | 25.09 |
| 油品运输业务毛利率 (%)      | 36%   | 36%   | 36%   |
| 油品运输业务营收 (人民币亿元)   | 60.18 | 65.88 | 69.69 |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

2、化学品及乙烯运输: 考虑到公司危化品板块营收保持稳定增长趋势, 假设 2024-2026 年, 公司化学品运输营收年同比增速为+3.5%/+3.5%/+3.5%, 乙烯运输营收年同比增速为+5%/+5%/+5%。

3、燃油供应、船员租赁及船舶管理业务: 假设 2024-2026 年, 公司燃油供应、船员租赁及船舶管理等配套业务板块, 营收年同比增速均为+1%/+1%/+1%。

根据上述收入端假设, 测算可得, 2024-2026 年, 公司分别实现营业总收入 70.15 亿元/76.14 亿元/80.25 亿元。

表11: 公司收入端盈利预测结果

| 业务板块            | 2020A   | 2021A   | 2022A  | 2023A   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 收入: 油品运输 (亿元)   | 31.82   | 28.43   | 50.51  | 52.24   | 60.18  | 65.88 | 69.69 |
| yoy             | -1.46%  | -10.67% | 77.68% | 3.42%   | 15.22% | 9.47% | 5.78% |
| 收入: 危化品运输 (亿元)  | 3.21    | 3.24    | 4.22   | 4.38    | 4.54   | 4.70  | 4.86  |
| yoy             | -4.74%  | 0.81%   | 30.47% | 3.81%   | 3.50%  | 3.50% | 3.50% |
| 收入: 乙烯运输 (亿元)   | 1.22    | 1.23    | 1.66   | 1.80    | 1.89   | 1.98  | 2.08  |
| yoy             | 11.40%  | 1.28%   | 34.67% | 8.43%   | 5.00%  | 5.00% | 5.00% |
| 收入: 燃油供应业务 (亿元) | 3.15    | 4.59    | 4.93   | 2.20    | 2.22   | 2.24  | 2.26  |
| yoy             | 8.71%   | 45.66%  | 7.41%  | -55.45% | 1.00%  | 1.00% | 1.00% |
| 收入: 船员租赁 (亿元)   | 0.88    | 1.08    | 1.20   | 1.30    | 1.32   | 1.33  | 1.34  |
| yoy             | 45.55%  | 23.31%  | 10.97% | 8.45%   | 1.00%  | 1.00% | 1.00% |
| 收入: 船舶管理费 (亿元)  | 0.01    | 0.03    | 0.07   | 0.01    | 0.01   | 0.01  | 0.01  |
| yoy             | -63.54% | 228.20% | 93.58% | -84.10% | 1.00%  | 1.00% | 1.00% |
| 营业总收入 (亿元)      | 40.32   | 38.62   | 62.64  | 61.97   | 70.15  | 76.14 | 80.25 |

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**【成本端】:**

考虑到未来几年公司各业务板块规模效应或进一步显现, 叠加继续落实降本增效, 毛利率有望维持当前较高水平, 假设 2024-2026 年, 公司毛利率分别为 36%/35%/35%。

【费用端】：

考虑到公司自 2021 年完成重组以来，精细化管理水平持续提升，降本控费效果显现，假设 2024-2026 年，公司的销售费用率、管理费用率分别为 0.6%/0.6%/0.6%、1.55%/1.55%/1.55%。

经测算，预计 2024-2026 年，公司分别实现营业收入 70.15 亿元/76.14 亿元/80.25 亿元，同比分别增长+13.21%/+8.54%/+5.39%；分别实现归母净利润 19.31 亿元/20.28 亿元/21.32 亿元，同比分别增长+24.01%/+5.05%/+5.09%；每股收益 EPS 分别为 0.40 元/0.42 元/0.44 元，对应 PE 分别为 8.11 倍/7.72 倍/7.34 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表12：主要财务指标预测

|           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）  | 61.97 | 70.15 | 76.14 | 80.25 |
| 收入增长率（%）  | -1.08 | 13.21 | 8.54  | 5.39  |
| 归母净利润（亿元） | 15.57 | 19.31 | 20.28 | 21.32 |
| 净利润增速（%）  | 8.55  | 24.01 | 5.05  | 5.09  |
| 毛利率（%）    | 32.83 | 36.0  | 35.0  | 35.0  |
| 摊薄 EPS（元） | 0.32  | 0.40  | 0.42  | 0.44  |
| PE        | 8.07  | 8.11  | 7.72  | 7.34  |
| PB        | 1.56  | 1.42  | 1.20  | 1.03  |
| PS        | 2.08  | 2.23  | 2.06  | 1.95  |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

## （二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取我国油运行业中具有代表性的上市公司中远海能、招商轮船，作为可比公司。我们以 2024 年 10 月 18 日收盘价计算，可比公司 2024 年平均市盈率为 10.84 倍。考虑到当前成品油运输市场供需格局优化，带来行业景气度向上，运价水平有进一步增长的潜力，招商南油作为成品油运龙头公司，或优先享受业绩向上的弹性。综合对标可比公司估值水平，我们给予招商南油 2024 年 10 倍 PE。

表13：可比公司财务对比

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价  | EPS（元/股） |       |       |       | PE（倍） |       |       |       |
|-----------|------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | （元）  | 2023A    | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600026.SH | 中远海能 | 13.0 | 0.7      | 1.24  | 1.51  | 1.69  | 17.43 | 11.95 | 9.79  | 8.74  |
| 601872.SH | 招商轮船 | 7.05 | 0.59     | 0.77  | 0.92  | 1.01  | 9.9   | 9.72  | 8.12  | 7.39  |
|           | 平均值  | -    | -        | -     | -     | -     | 13.67 | 10.84 | 8.96  | 8.07  |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

## （三）绝对估值

我们使用 FCFF（实体现金流量）法进行估值。参数假设如下：

表14：FCFF 参数假设及说明

| 参数         | 假设数值  | 假设数值依据说明              |
|------------|-------|-----------------------|
| 无风险利率 Rf   | 2.12% | 取十年期国债收益率 2.12%       |
| 市场预期收益率 Rm | 5.41% | 取十年期上证指数年度平均收益率 5.41% |



|               |       |   |
|---------------|-------|---|
| 贝塔系数 $\beta$  | 1.25  | 取公司近1年相对于上证指数的 $\beta$                                  |
| 债务资本比重 Wd     | 7.68% | 长期债务/(长期债务+所有者权益)，取公司2024年中报数据计算                        |
| 债务资本成本 Kd     | 7.18% | 根据债券调整系数计算所得  |
| 加权平均资本成本 WACC | 6.32% | 加权平均资本成本，计算可得   |
| 税率            | 15%   | 参照公司实际所得税税率   |
| 过渡期增长率        | -     | 考虑到公司所在油运行业具有强周期性的特点，假设过渡期前半部分年增长率为1.5%，后半部分年增长率为-1.5%。 |
| 永续增长率 g       | 0%    | 考虑到油运行业强周期属性，假设公司永续增长率为0%。                              |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

根据模型估算结果，公司合理估值区间为 5.74-6.66 元/股。当前股价存在低估，未来仍有估值修复空间。敏感性分析结果如下：

表15: 敏感性测试结果

|         |       | WACC |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         |       | 6.16 | 6.02% | 6.12% | 6.22% | 6.32% | 6.42% | 6.52% | 6.62% |
| 永续增长率 g | -0.3% | 6.27 | 6.18  | 6.09  | 6.00  | 5.91  | 5.83  | 5.74  |       |
|         | -0.2% | 6.33 | 6.24  | 6.14  | 6.05  | 5.96  | 5.87  | 5.79  |       |
|         | -0.1% | 6.39 | 6.29  | 6.20  | 6.10  | 6.01  | 5.92  | 5.84  |       |
|         | 0%    | 6.46 | 6.35  | 6.26  | 6.16  | 6.07  | 5.98  | 5.89  |       |
|         | 0.1%  | 6.52 | 6.42  | 6.31  | 6.22  | 6.12  | 6.03  | 5.94  |       |
|         | 0.2%  | 6.59 | 6.48  | 6.38  | 6.28  | 6.18  | 6.08  | 5.99  |       |
|         | 0.3%  | 6.66 | 6.55  | 6.44  | 6.34  | 6.24  | 6.14  | 6.05  |       |

资料来源：中国银河证券研究院预测

## 七、风险提示

- 1) **地缘战争发生变化的风险**：当前全球地缘政治存在较大不确定性，若未来俄乌冲突、红海危机、中东战争等地缘事件发生超预期变化，导致运距拉长逻辑取消，可能带来成品油运输需求下降。
- 2) **宏观经济大幅下滑导致成品油运需求不及预期的风险**：成品油运需求与宏观经济景气程度具有较大正相关性。若未来全球宏观经济出现大幅下滑，欧洲等海外国家经济衰退，可能带来成品油运输需求下降。
- 3) **人民币汇率波动的风险**：因公司外贸相关业务以美元结算，若未来人民币汇率出现超预期贬值，可能对公司业绩产生不利影响。
- 4) **实际运力供给超预期增加的风险**：若未来成品油老旧船舶拆解延迟，或行业内新增大量订单及交付，可能带来成品油运力供给超预期增长。

附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (亿元) | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 42.14 | 58.33  | 75.23  | 92.97  |
| 现金         | 30.71 | 45.40  | 61.14  | 78.11  |
| 应收账款       | 1.73  | 2.10   | 2.28   | 2.41   |
| 其它应收款      | 0.46  | 0.53   | 0.57   | 0.60   |
| 预付账款       | 0.04  | 0.04   | 0.05   | 0.05   |
| 存货         | 3.36  | 3.59   | 3.96   | 4.17   |
| 其他         | 5.84  | 6.66   | 7.23   | 7.62   |
| 非流动资产      | 74.33 | 80.62  | 87.51  | 94.62  |
| 长期投资       | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产       | 64.97 | 69.98  | 75.78  | 82.02  |
| 无形资产       | 0.09  | 0.10   | 0.12   | 0.13   |
| 其他         | 2.45  | 2.45   | 2.45   | 2.45   |
| 资产总计       | 116.5 | 139.0  | 162.7  | 187.6  |
| 流动负债       | 8.45  | 9.84   | 10.74  | 11.32  |
| 短期借款       | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款       | 3.00  | 3.37   | 3.71   | 3.91   |
| 其他         | 5.31  | 6.31   | 6.85   | 7.22   |
| 非流动负债      | 16.53 | 18.67  | 21.11  | 23.89  |
| 长期借款       | 12.49 | 14.36  | 16.52  | 19.00  |
| 其他         | 0.26  | 0.26   | 0.26   | 0.26   |
| 负债合计       | 24.98 | 28.51  | 31.85  | 35.21  |
| 少数股东权益     | 1.48  | 1.64   | 1.80   | 1.97   |
| 归属母公司股东权益  | 90.02 | 108.82 | 129.10 | 150.42 |
| 负债和股东权益    | 116.5 | 139.0  | 162.7  | 187.6  |

| 现金流量表(亿元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流   | 24.60  | 25.00  | 26.29  | 27.96  |
| 净利润       | 15.68  | 19.46  | 20.45  | 21.49  |
| 折旧摊销      | 4.72   | 4.97   | 5.34   | 5.77   |
| 财务费用      | 0.38   | 0.81   | 0.92   | 1.04   |
| 投资损失      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营运资金变动    | -3.13  | -0.11  | -0.27  | -0.18  |
| 其它        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资活动现金流   | -10.87 | -11.12 | -12.07 | -12.72 |
| 资本支出      | -8.20  | -11.26 | -12.22 | -12.88 |
| 长期投资      | 0.09   | 0.14   | 0.15   | 0.16   |
| 其他        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 筹资活动现金流   | -4.25  | 0.81   | 1.52   | 1.74   |
| 短期借款      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期借款      | 1.79   | 1.87   | 2.15   | 2.48   |
| 其他        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 现金净增加额    | 9.78   | 14.69  | 15.73  | 16.98  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (亿元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 61.97 | 70.15 | 76.14 | 80.25 |
| 营业成本     | 41.62 | 44.90 | 49.49 | 52.16 |
| 营业税金及附加  | 0.20  | 0.21  | 0.23  | 0.24  |
| 营业费用     | 0.37  | 0.42  | 0.46  | 0.48  |
| 管理费用     | 0.97  | 1.09  | 1.18  | 1.24  |
| 财务费用     | 0.38  | 0.81  | 0.92  | 1.04  |
| 资产减值损失   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 公允价值变动收益 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 投资净收益    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 营业利润     | 18.57 | 22.90 | 24.05 | 25.28 |
| 营业外收入    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 营业外支出    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 利润总额     | 18.57 | 22.90 | 24.05 | 25.28 |
| 所得税      | 2.89  | 3.43  | 3.61  | 3.79  |
| 净利润      | 15.68 | 19.46 | 20.45 | 21.49 |
| 少数股东损益   | 0.11  | 0.16  | 0.16  | 0.17  |
| 归属母公司净利润 | 15.57 | 19.31 | 20.28 | 21.32 |
| EBITDA   | 25.36 | 28.54 | 30.16 | 31.93 |
| EPS (元)  | 0.32  | 0.40  | 0.42  | 0.44  |

| 主要财务比率   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | -1.08% | 13.21% | 8.54%  | 5.39%  |
| 归属母公司净利润 | 8.55%  | 24.01% | 5.05%  | 5.09%  |
| 毛利率      | 32.83% | 36.00% | 35.00% | 35.00% |
| 净利率      | 25.13% | 27.52% | 26.64% | 26.56% |
| ROE      | 17.30% | 17.74% | 15.71% | 14.17% |
| 资产负债率    | 21.45% | 20.52% | 19.57% | 18.77% |
| 流动比率     | 4.99   | 5.93   | 7.00   | 8.21   |
| 速动比率     | 4.59   | 5.56   | 6.64   | 7.84   |
| 总资产周转率   | 0.53   | 0.50   | 0.47   | 0.43   |
| 应收账款周转率  | 35.82  | 33.33  | 33.33  | 33.33  |
| 应付账款周转率  | 13.87  | 13.33  | 13.33  | 13.33  |
| 每股收益     | 0.32   | 0.40   | 0.42   | 0.44   |
| 每股经营现金   | 0.51   | 0.52   | 0.55   | 0.58   |
| 每股净资产    | 1.89   | 2.30   | 2.73   | 3.17   |
| 每股营业收入   | 1.28   | 1.46   | 1.59   | 1.67   |
| P/E      | 8.07   | 8.11   | 7.72   | 7.34   |
| P/B      | 1.56   | 1.42   | 1.20   | 1.03   |
| P/S      | 2.08   | 2.23   | 2.06   | 1.95   |
|          |        |        |        |        |
|          |        |        |        |        |
|          |        |        |        |        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 招商南油历史沿革图 .....                           | 4  |
| 图 2: 公司股权结构图.....                              | 4  |
| 图 3: 2023 年招商南油主营业务分产品占比.....                  | 5  |
| 图 4: 2023 年招商南油主营业务内贸、外贸占比 .....               | 5  |
| 图 5: 2014-2024H1 公司主营业务收入及同比.....              | 5  |
| 图 6: 2014-2024H1 公司归母净利润及同比.....               | 5  |
| 图 7: 2014-2024H1 招商南油毛利率、净利率、ROE .....         | 6  |
| 图 8: 2023 年公司各分项板块毛利率.....                     | 6  |
| 图 9: 2014-2024H1 招商南油公司资产负债率.....              | 6  |
| 图 10: 2014-2024H1 在建工程水平与在建工程占固定资产占比.....      | 6  |
| 图 11: 成品油运输产业链示意图.....                         | 7  |
| 图 12: 全球各类成品油需求及预测 (单位: 百万桶/每天) .....          | 7  |
| 图 13: 全球成品油贸易主要航线示意图 .....                     | 8  |
| 图 14: 全球成品油贸易主要航线示意图 (成品油运价指数航线) .....         | 9  |
| 图 15: 2021 年全球原油及成品油供给份额 .....                 | 10 |
| 图 16: 2021 年全球原油及成品油需求份额 .....                 | 10 |
| 图 17: 2021 年全球主要地区成品油日需求量及份额情况 (单位: 千桶) .....  | 10 |
| 图 18: 2021-2024 年俄罗斯原油及成品油周出口量 (单位: 千吨) .....  | 11 |
| 图 19: 2021-2024 年俄罗斯成品油分航线周出口量 (单位: 千吨) .....  | 11 |
| 图 20: 2021-2024 年俄油出口平均运距 (单位: 海里) .....       | 12 |
| 图 21: 2021 年欧美国家对俄油的依赖程度 .....                 | 12 |
| 图 22: OECD 欧洲国家对俄油进口的依赖程度.....                 | 12 |
| 图 23: OECD 全部国家对俄油进口的依赖程度.....                 | 12 |
| 图 24: 红海事件后成品油航线绕行示意图 .....                    | 13 |
| 图 25: 2013-2024H1 年平均 TCE 价格水平 (美元/天) .....    | 14 |
| 图 26: 2024 半年度 TC7 平均船租水平及其同比增速.....           | 14 |
| 图 27: 2020-2024 全球炼厂产能情况分布示意图 .....            | 14 |
| 图 28: 全球炼厂产能增减情况 (单位: 百万桶/天) .....             | 15 |
| 图 29: 2018-2023 年欧洲、美国炼厂日均产能 (单位: 千桶) .....    | 15 |
| 图 30: 2018-2023 年中国、印度、中东炼厂日均产能 (单位: 千桶) ..... | 15 |
| 图 31: 中国主营炼厂及山东地炼开工率水平 .....                   | 15 |
| 图 32: 2021-2024 年中国成品油出口配额.....                | 15 |
| 图 33: 2024 年全球 MR 船龄结构图 (艘) .....              | 16 |
| 图 34: 2023-2024 年全球原油油轮总运力及同比增速 .....          | 17 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 35: 2019-2023 招商南油拥有及控制船数量 (单位: 艘)  | 17 |
| 图 36: 2019-2023 招商南油公司运力情况 (单位: 万载重吨) | 17 |
| 图 37: BDTI 指数走势 (截至 2024.10.11)       | 19 |
| 图 38: BCTI 指数走势 (截至 2024.10.11)       | 19 |
| 图 39: 2010-2023E 全球成品油海运吨海里及同比增速      | 19 |
| 图 40: 2010-2024 年我国原油加工产量 (单位: 吨)     | 20 |
| 图 41: 中国进口油轮运价指数(CTFI)_CT1-TCE(标准航速)  | 20 |
| 图 42: 2019-2023 年公司内贸油运业务营收           | 20 |
| 图 43: 2019-2023 年公司内贸油运业务毛利率          | 20 |
| 图 45: 2019-2023 年公司危化品航运业务营收 (单位: 亿元) | 21 |
| 图 46: 2019-2023 年公司危化品航运业务毛利率         | 21 |
| <br>                                  |    |
| 表 1: 油轮船型分类示意图                        | 8  |
| 表 2: 全球成品油贸易航线汇总整理表                   | 9  |
| 表 3: 俄乌冲突以来俄油制裁政策梳理表                  | 11 |
| 表 4: 2023 年底以来红海危机、中东战争事件梳理           | 13 |
| 表 5: 近 5 年 IMO 重要环保政策公约内容梳理           | 16 |
| 表 6: 招商南油部分船队情况汇总梳理                   | 17 |
| 表 7: 招商南油成品油 MR 船队详细信息 (单位: 吨)        | 18 |
| 表 8: 招商南油危化品船队详细信息 (单位: 吨)            | 21 |
| 表 9: 我国主要上市船公司境内外所得税率差异处理及境外子公司分红情况   | 22 |
| 表 10: 公司外贸成品油运 TCE 及油品运输业务营收测算        | 23 |
| 表 11: 公司收入端盈利预测结果                     | 23 |
| 表 12: 主要财务指标预测                        | 24 |
| 表 13: 可比公司财务对比                        | 24 |
| 表 14: FCFE 参数假设及说明                    | 24 |
| 表 15: 敏感性测试结果                         | 25 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**罗江南，交通运输行业分析师。**南京大学工学硕士，理学学士，9年证券从业经验，先后供职于申万宏源证券、长城证券。2015、2016年金牛奖交通运输行业第5名团队成员，2018年东方财富choice交通运输行业第2名，2019年wind最佳分析师交通运输行业第4名。长期专注交通运输行业研究，具备扎实的研究功底与产业基础。

**宁修齐，交通运输行业分析师。**芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级              | 说明                     |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级            | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|   |                 | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
| 公司评级  |                 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|   |                 | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|   | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |                        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn