

招商南油（601975.SH）

业绩符合预期，逐步摆脱历史包袱

中性

核心观点

招商南油公布 2024 年年报，全年业绩较快增长，但是 Q4 环比快速下行。招商南油发布 2024 年年报，公司全年实现营收 64.75 亿元，同比增长 4.50%；实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%。其中 Q4 单季度营业收入为 14.67 亿元，环比下降 0.89%；归母净利润为 2.65 亿元，环比下降 39.10%。

2024 年成品油运输需求波动较大，运价前高后低。2024 年在红海、俄乌等地缘政治因素影响以及 OPEC+ 减产节奏等因素的影响下，虽上半年行业运价表现优异，但是三季度后原油轮开始跨界抢占成品油轮市场，全年运价均值并未明显上涨，2024 年 MR-TCE 均值约 2.8 万美元/天，同比-4.7%；TC7、TC11-TCE 均值 2.8、2.3 万美元/天，同比+6.6%、+16.2%。这也导致南油的成品油运输业务虽然营业收入提升 9.3%至 37.5 亿元，但是毛利率下滑 2.88pct 至 32.8%。

原油及化学品运输业务稳步增长，利润垫逐步夯实。2024 年招商南油的原油运输业务实现营收 18.7 亿，同比+4.1%，毛利率 37.7%，同比+0.41%；化学品运输营收 4.7 亿，同比+6.4%，毛利率 18.7%，同比+1.35%；乙烯运输营收 2.0 亿，同比+10.6%，毛利率 32.4%，同比+4.1%。

展望 2025 年，成品油需求有望回归常态，中长期成长逻辑不变。随着 OPEC+ 将于 4 月开始增产，合规原油运输市场的需求有望回升，相关原油运输运力有望退出成品油运市场，且长期的“炼能东移”趋势仍在继续，有望对中长期需求形成支撑；供给侧方面，存量运力正在加速老龄化，目前成品油轮船队中，20 岁以上的运力占比为 18%、15-20 岁的运力占比为 30%，预计未来几年老龄船的占比会大幅提升，即便行业当前在手订单占运力比已超过 20%，但是整体来看供给增长仍有限，行业供需有望达到新平衡。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、供给订单超预期释放等。

投资建议：

2024 年行业运价呈现出较高波动性，导致公司毛利率有所下滑，但是由于公司 2024 年内处置 4 艘老旧船舶，贡献资产处置收益 2.7 亿元，带动公司业绩较快增长。综合考虑当前的运价水平以及来年或不再有重大资产处置计划的可能，我们将 2025-2026 年业绩预测由 22.6/23.7 亿元下调至 15.7/16.1 亿元，并引入 2027 年盈利预测 16.4 亿元，对应 PE 估值 9.3/9.0/8.9 倍，将评级由“优于大市”下调至“中性”。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,197	6,475	6,326	6,402	6,460
(+/-%)	-1.1%	4.5%	-2.3%	1.2%	0.9%
净利润(百万元)	1557	1921	1571	1608	1644
(+/-%)	8.6%	23.4%	-18.2%	2.3%	2.2%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.33	0.33	0.34
EBIT Margin	30.3%	29.8%	29.3%	29.3%	29.4%
净资产收益率(ROE)	17.3%	17.7%	12.7%	11.5%	10.5%
市盈率(PE)	9.4	7.6	9.3	9.0	8.9
EV/EBITDA	7.5	6.9	7.7	7.6	7.5
市净率(PB)	1.63	1.34	1.17	1.04	0.93

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

中性(下调)

合理估值

3.03 元

收盘价

总市值/流通市值

14550/14550 百万元

52 周最高价/最低价

4.11/2.73 元

近 3 个月日均成交额

303.18 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）-成品油运高景气，公司业绩高增长》——2024-08-26

《招商南油（601975.SH）-业绩逆势提升，公司资产质量改善》——2024-04-22

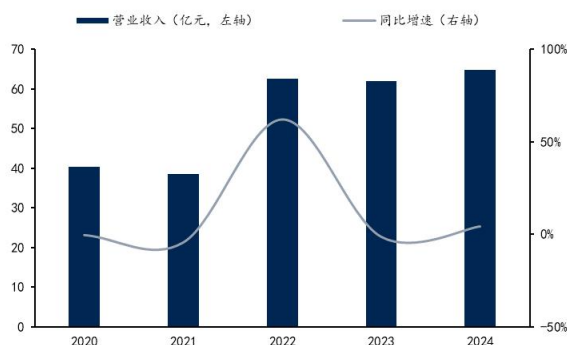
《招商南油（601975.SH）-业绩稳健增长，回购彰显信心》——2024-03-29

《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

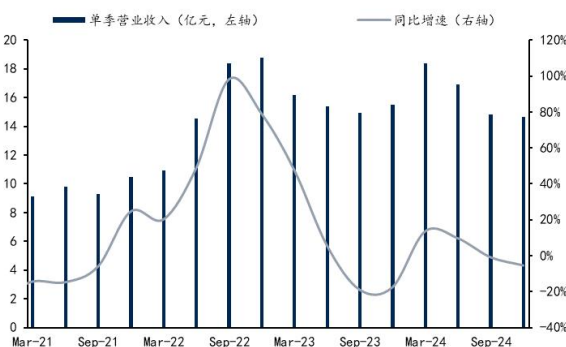
招商南油公布 2024 年年报，全年业绩较快增长，但是 Q4 环比快速下行。招商南油发布 2024 年年报，公司全年实现营收 64.75 亿元，同比增长 4.50%；实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%。其中 Q4 单季度营业收入为 14.67 亿元，环比下降 0.89%；归母净利润为 2.65 亿元，环比下降 39.10%。

图1：招商南油营业收入及增速（单位：亿元、%）



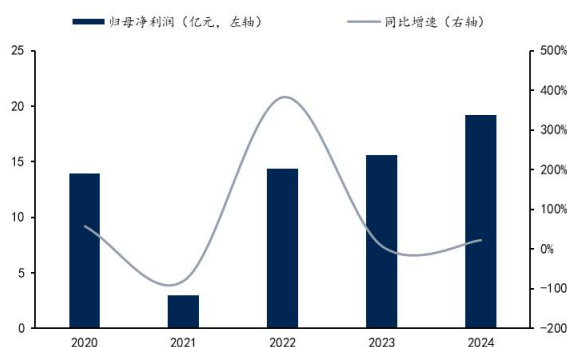
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：招商南油单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



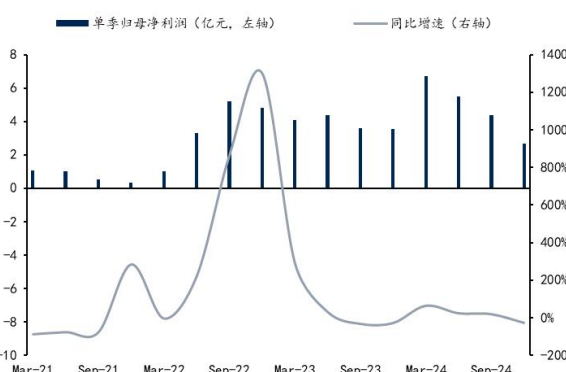
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

2024 年成品油运输需求波动较大，运价前高后低。2024 年在红海、俄乌等地缘政治因素影响以及 OPEC+ 减产节奏等因素的影响下，虽上半年行业运价表现优异，但是三季度后原油轮开始跨界抢占成品油轮市场，全年运价均值并未明显上涨，2024 年 MR-TCE 均值约 2.8 万美元/天，同比-4.7%；TC7、TC11-TCE 均值 2.8、2.3 万美元/天，同比+6.6%、+16.2%。这也导致南油的成品油运输业务虽然营业收入提升 9.3% 至 37.5 亿元，但是毛利率下滑 2.88pct 至 32.8%。

原油及化学品运输业务稳步增长，利润垫逐步夯实。2024 年招商南油的原油运输业务实现营收 18.7 亿，同比+4.1%，毛利率 37.7%，同比+0.41%；化学品运输营收 4.7 亿，同比+6.4%，毛利率 18.7%，同比+1.35%；乙烯运输营收 2.0 亿，同比+10.6%，毛利率

32.4%，同比+4.1%。

展望 2025 年，成品油需求有望回归常态，中长期成长逻辑不变。随着 OPEC+ 将于 4 月开始增产，合规原油运输市场的需求有望回升，相关原油运输运力有望退出成品油运市场，且长期的“炼能东移”趋势仍在继续，有望对中长期需求形成支撑；供给侧方面，存量运力正在加速老龄化，目前成品油轮船队中，20 岁以上的运力占比为 18%、15-20 岁的运力占比为 30%，预计未来几年老龄船的占比会大幅提升，即便行业当前在手订单占运力比已超过 20%，但是整体来看供给增长仍有限，行业供需有望达到新平衡。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、供给订单超预期释放等。

投资建议：

2024 年行业运价呈现出较高波动性，导致公司毛利率有所下滑，但是由于公司 2024 年内处置 4 艘老旧船舶，贡献资产处置收益 2.7 亿元，带动公司业绩较快增长。综合考虑当前的运价水平以及来年或不再有重大资产处置计划的可能，我们将 2025-2026 年业绩预测由 22.6/23.7 亿元下调至 15.7/16.1 亿元，并引入 2027 年盈利预测 16.4 亿元，对应 PE 估值 9.3/9.0/8.9 倍，将评级由“优于大市”下调至“中性”。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3071	4391	6080	7590	9060	营业收入	6197	6475	6326	6402	6460
应收款项	220	423	208	210	212	营业成本	4162	4370	4324	4373	4406
存货净额	336	327	381	384	385	营业税金及附加	20	29	19	19	19
其他流动资产	588	424	759	768	775	销售费用	37	42	32	32	32
流动资产合计	4214	5565	7429	8953	10432	管理费用	97	105	99	100	101
固定资产	6517	6495	6729	7043	7433	研发费用	0	2	1	1	1
无形资产及其他	9	10	9	9	9	财务费用	38	(29)	(7)	(26)	(45)
投资性房地产	907	858	858	858	858	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(13)	18	0	0	0
资产总计	11648	12927	15025	16863	18732	其他收入	20	267	(1)	(1)	(1)
短期借款及交易性金融负债	305	349	500	300	200	营业利润	1850	2244	1859	1903	1945
应付款项	300	349	436	450	462	营业外净收支	8	3	3	3	3
其他流动负债	240	316	494	497	498	利润总额	1857	2247	1862	1906	1948
流动负债合计	845	1014	1429	1247	1160	所得税费用	289	312	279	286	292
长期借款及应付债券	1249	912	812	1012	1112	少数股东损益	11	14	12	12	12
其他长期负债	405	23	223	423	623	归属于母公司净利润	1557	1921	1571	1608	1644
长期负债合计	1653	936	1036	1436	1736	现金流量表（百万元）					
负债合计	2498	1950	2465	2683	2896	净利润	1557	1921	1571	1608	1644
少数股东权益	148	153	164	177	189	资产减值准备	11	(31)	(0)	(0)	(1)
股东权益	9002	10825	12396	14003	15647	折旧摊销	427	452	367	387	411
负债和股东权益总计	11648	12927	15025	16863	18732	公允价值变动损失	13	(18)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	(29)	(7)	(26)	(45)
每股收益	0.32	0.40	0.33	0.33	0.34	营运资本变动	121	(268)	289	203	203
每股红利	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	其它	(0)	45	12	13	13
每股净资产	1.85	2.25	2.58	2.92	3.26	经营活动现金流	2128	2100	2238	2209	2270
ROIC	15.54%	14.70%	15%	18%	18%	资本开支	0	(415)	(600)	(700)	(800)
ROE	17.30%	17.75%	13%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	33%	32%	32%	32%	投资活动现金流	0	(415)	(600)	(700)	(800)
EBIT Margin	30%	30%	29%	29%	29%	权益性融资	30	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	37%	35%	35%	36%	负债净变化	179	(336)	(100)	200	100
收入增长	-1%	4%	-2%	1%	1%	支付股利、利息	(66)	(50)	0	0	0
净利润增长率	9%	23%	-18%	2%	2%	其它融资现金流	(1407)	407	151	(200)	(100)
资产负债率	23%	16%	18%	17%	16%	融资活动现金流	(1150)	(366)	51	0	0
股息率	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	978	1319	1690	1509	1470
P/E	9.4	7.6	9.3	9.0	8.9	货币资金的期初余额	2093	3071	4391	6080	7590
P/B	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9	货币资金的期末余额	3071	4391	6080	7590	9060
EV/EBITDA	7.5	6.9	7.7	7.6	7.5	企业自由现金流	0	1428	1630	1485	1429
						权益自由现金流	0	1499	1687	1507	1467

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