

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

买入

核心观点

招商南油集油化气于一体，是全球领先的中小船型液货运输服务商。截至22年末，公司拥有及控制运力65艘，共计238万载重吨，旗下拥有远东最大MR（2.5-5万载重吨成品油船）船队，规模第二的内贸原油船队、国内第三的内贸液货化学品船队及国内独家经营的乙烯船队。公司服务于炼化行业，油品运输业务收入占营业收入约8成。

南油的收入利润弹性主要来自于外贸成品油运输业务，其余业务板块稳中有升。南油成品油运输业务弹性较大，以2022年船队数据测算，运价在盈亏平衡点上每波动10000美元/天，预计为公司带来6.2亿元增量利润，且随着公司23年2艘五星红旗MR运力交付，弹性仍在扩大。公司MR船队的盈亏平衡点约在12500美元/天，假设公司旗下MR船队中10艘兼营MR的税率为25%，外贸船队无须交税，并假设公司旗下船队年均运营天数为350天，美元汇率为6.9，则运价在盈亏平衡点上每波动10000美元/天，公司外贸MR船队可以为公司带来4.35亿元增量利润，内外贸兼营MR船队可以为公司带来1.81亿元增量利润。此外，公司化学品运输、乙烯运输有望受益于国内炼化企业发展，实现较为稳定的持续增长。

全球成品油贸易格局重构，国际成品油运输行业需求快速增长。类似于国际航运行业，成品油运价价格波动性较大，行业整体运力利用率与运价存在高度相关性。22年以来，俄乌冲突带来的俄油禁令对成品油贸易格局形成较大冲击，欧盟对俄成品油的禁令已于2023年2月生效，迫使欧盟从更远的中东、美湾等地进口成品油，同时俄油亦需要寻找运距更长的非洲、亚洲等地买家以消化产能，在假定俄油产量不变的情况下，预计将为行业带来646亿吨海里的周转增量需求。此外，过去十年中全球炼能一直处在东移的趋势当中，2020年以来这一趋势有所加速，参考澳大利亚的过往案例，在其主要炼厂关停后，成品油进口量出现快速提升，加工国和消费国的割裂将会带来中长期运输需求的持续提升。

成品油运输业供给格局较好，老龄化较为严重，供需错配下运价中枢有望逐步抬升。截至23年2月，行业在手订单占运力比已下降至5.8%，其中LR/MR船型在手订单占运力比分别为7.1%/4.9%，目前新造船产能紧张、价格高企，2026年前新增运力将较为有限。此外，由于油品运输具备较高危险性，租家往往选择较为年轻、先进的运力，行业上一波下水高峰在07-09年之间，现有运力老龄化压力持续加大，以运力可能见度较高的2025年末作为观测节点，预计20岁以下成品油船将较当前下降约300艘。

盈利预测与估值：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。预计2023-2025年公司实现净利润19.2/22.1/23.2亿元，对应PB估值1.85/1.50/1.25X，首次覆盖给予南油2023年2.34-2.45X目标PB估值，对应目标价4.49-4.71元/股，较4月6日收盘价具有26%-32%上涨空间，“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下滑、炼能东移进程不及预期、公共卫生事件、行业运力超预期扩张、油品消费恢复不及预期、安全事故等。

公司研究 · 深度报告

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：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	4.49 - 4.71元
收盘价	3.56元
总市值/流通市值	17276/17276百万元
52周最高价/最低价	6.25/1.70元
近3个月日均成交额	476.22百万元

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

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)	58.3	12.0	9.0	7.8	7.5
EV/EBITDA	21.6	9.6	7.7	7.0	6.9
市净率 (PB)	2.99	2.34	1.85	1.50	1.25

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

内容目录

公司概况	6
公司沿革及经营概况	6
公司历史财务数据	7
供需错配矛盾有望激化，成品油运行业运价有望迎中枢抬升、向上弹性放大	9
国际成品油运输格局简介	9
俄乌冲突引发全球成品油运距拉长	13
炼能东移已成长期趋势，有望促行业周转量提升	15
供给端不断优化，船舶老龄化问题或成挑战	17
供需错配持续加剧，运价中枢抬升可期	19
公司分析	21
外贸成品油运输贡献主要弹性	21
其他运输板块收益稳中有升	22
燃供及船员劳务是运输业务的有机延伸	25
盈利预测	26
假设前提及分部预测结果	26
未来 3 年业绩预测汇总	28
估值与投资建议	28
估值	28
投资建议	29
风险提示	30
附表：财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 招商南油历史沿革	6
图 2: 招商南油股权结构 (截至 2022/12/31)	7
图 3: 22 年公司收入快速增长	8
图 4: 公司历史收入构成	8
图 5: 南油营业成本中固定项较多	8
图 6: 南油毛利率具有较大波动性	8
图 7: 全球成品油进口格局 (2021 年数据)	9
图 8: 全球成品油出口格局 (2021 年数据)	9
图 9: LR、MR 船型主要运输路线	10
图 10: 船舶高利用率下, 运价弹性明显提升	12
图 11: 国际成品油运具有较高价格弹性	12
图 12: 俄油禁令或显著拉长全球成品油运距	13
图 13: 欧盟成品油进口来源已在发生较快变化	14
图 14: 2023 或为成品油贸易格局变化最大的年份	14
图 15: 俄成品油出口已经开始转向运距更远的南美、非洲	14
图 16: 2020 年以来, 发达国家 (欧美澳) 迎来了炼厂关停潮	16
图 17: 2010 年以来欧洲炼能快速下降	16
图 18: 2010 年以来中、印、中东炼能持续提升	16
图 19: 澳洲炼能断崖式下滑	17
图 20: 澳洲成品油进口量因炼厂关停提升	17
图 21: 近年成品油船舶运力增长缓慢	18
图 22: 成品油运在手订单占运力比持续下降	18
图 23: 2018 年来成品油新订单规模较为平稳	18
图 24: 成品油轮将面临老龄化问题	19
图 25: 23 年 2 月及 25 年末 20 岁以下运力规模对比 (艘)	19
图 26: 23-24 期间供需差拉大有望带来行业高景气	20
图 27: 国内炼能近年快速增长	22
图 28: 中国原油加工量 2022 年小幅下滑	22
图 29: 内贸原油价格指数较为稳定	23
图 30: 招商南油历史内贸原油运输量及市占率	23
图 31: 内贸化学品行业运力扩张有序	24
图 32: 招商南油历史内贸化学品运输收入及毛利率	24
图 33: 南油乙烯运输收入及增长率	25
图 34: 南油乙烯运输毛利及毛利率	25
图 35: 南油燃供及化学品贸易业务收入、毛利率	25
图 36: 南油乙烯运输毛利及毛利率	25

表 1: 全球成品油贸易航线较多	9
表 2: 全球各区域成品油海运需求 (百万桶/天)	10
表 3: 全球成品油及成品油/化学品两用船运力 (截至 2023/2/28)	11
表 4: 俄乌冲突前后对成品油运行业的周转量影响测算	15
表 5: 现有成品油船队的船龄结构 (22 年末数据)	19
表 6: 2023 年执行的 EEXI 或对有效运力形成限制	19
表 7: MR 盈亏平衡点测算	21
表 8: 南油 MR 船队利润弹性测算 (以 22 年末运力为基数)	22
表 9: 南油及控股子公司在运力指标评审中排名靠前	24
表 10: 招商南油油品运输业务盈利预测	26
表 11: 招商南油除油品运输业务以外的其他业务盈利预测	27
表 12: 招商南油盈利预测结果汇总	28
表 13: 招商南油与可比公司估值比较 (截至 2023. 4. 6 收盘)	29

公司概况

公司沿革及经营概况

招商南油集油化气于一体，是全球领先的中小船型液货运输服务商。招商南油成立于 1993 年，前身为“长航油运”，2014 年因长期亏损导致净资产为负而退市，在剥离 VLCC 资产、实施债转股后实现扭亏为盈，于 2019 年再次登录 A 股市场，名称变更为“招商南油”。目前招商南油已发展为国内唯一同时拥有油气运输资质的水运企业，业务范围涵盖原油运输、成品油运输、化学品运输及气体运输，并立足于运输业务，开拓了船员劳务和燃油供应业务。

招商南油拥有远东最大 MR（2.5-5.5 万载重吨的油轮）船队及国内独有的乙烯船队。截至 22 年末，公司拥有及控制运力 65 艘，共计 238 万载重吨。成品油领域，公司拥有 28 艘 MR，是目前远东地区最大的 MR 成品油船队，具备内外贸兼营、江海直达、台海直航资质和全球化运营能力；原油领域，公司运营 21 艘船舶，包括 2 艘巴拿马型船（5.5-8.5 万载重吨的油轮）和 19 艘 2-5 万吨级原油船，主要从事内贸和东亚地区外贸航线，内贸原油运输业务规模位居国内第二；化学品方面，公司运营 12 艘船舶（含在建 1 艘），主要从事国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输航线，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第三；化学品船方面，公司运营 3 艘国内独有的乙烯船，主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。

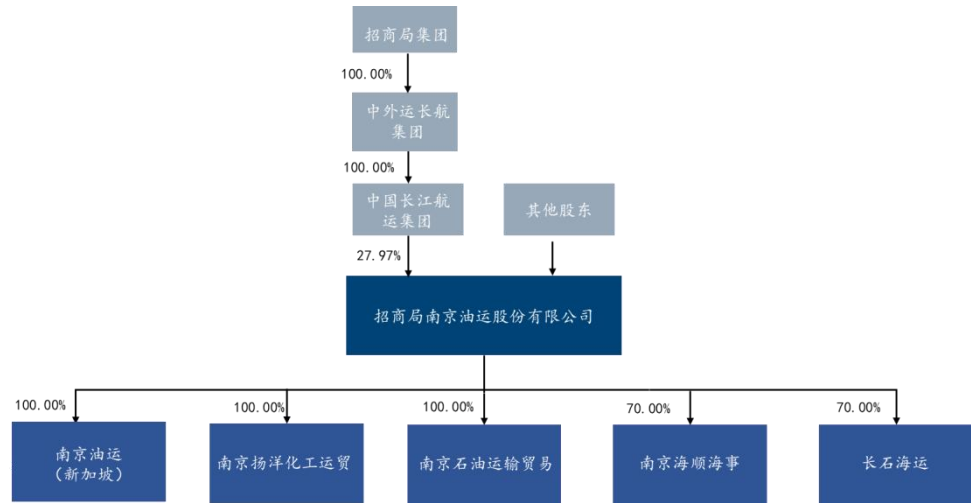
公司控股股东为长航集团，实际控制人为招商局。2015 年退市后，国资委将中国外运长航集团整体划入招商局集团有限公司，2017 年公司原控股股东南京油运公司将持有的全部股权转让给中外运长航集团，2021 年中外运长航集团将持有的公司股权划转至长航集团。截至 22 年末，公司控股股东为中国长江航运集团有限公司，持有公司 27.97% 股权，实际控制人为招商局集团。

图1：招商南油历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：招商南油股权结构（截至 2022/12/31）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

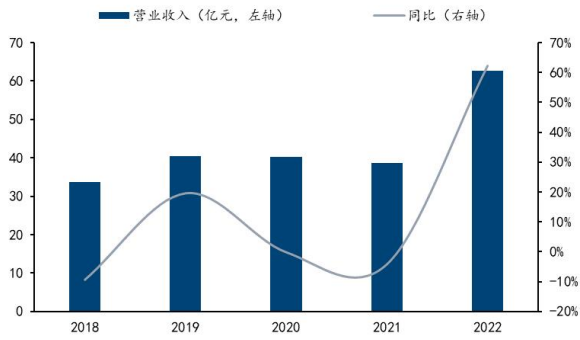
公司历史财务数据

招商南油收入波动较大，主要源自油品运输运价波动及贸易业务规模波动。2017年以来，公司油品运输业务收入占比在 70%-80%之间波动，是公司的主要收入来源；贸易业务由于收入包含货值，因此业务规模的变化对公司整体收入的影响较大；其他的化学品及气体运输则相对较为稳定。2022 年公司受益于成品油运价上涨，实现营业收入 62.6 亿元，同比增长 62.2%。

成本端与业务量及船队规模具有较高相关性，但是弹性较收入偏小。类似于其他航运企业，运输燃料、润料及物料、港口费、折旧费、船员薪酬等相对较为固定的项目是招商南油营业成本的主要构成项，22 年以上成本占公司营业成本的比例约 70%。其中运输燃料、润料及物料、港口费与运输业务量具有较高相关性，折旧费与船队规模高度相关。

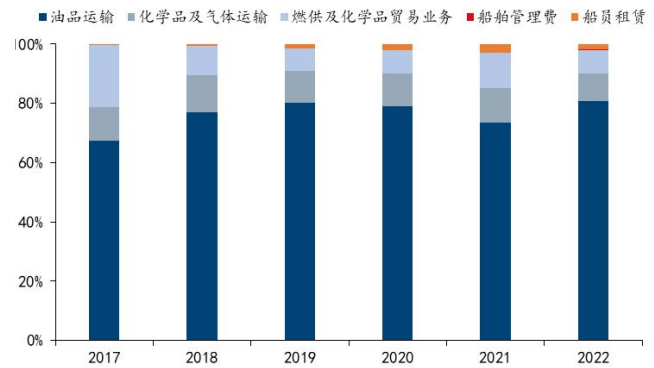
收入的高波动及成本的相对固定造就了公司业绩高弹性。17-21 年期间，17/18/21 年油运市场运价较为平淡，招商南油的毛利率在 18%-20%之间波动，但是当外贸油运运价表现较好时，公司可以通过抽调运力至外贸市场，增加自身业绩对运价的敏感性，如 19 年 Q3-20Q2 期间，公司单季度的毛利率分别达到 29.7%/31.7%/32.3%/46.1%，另由于公司以航次百分比完成收入确认，收入会存在递延，部分时段运价已经回落，但是公司利润仍保持较高水平，如 20Q3 南油毛利率达到 35.3%的较高水平。22 年以来，随着俄乌冲突爆发，外贸油运运价持续攀升，公司单季度毛利率亦同步提升，22Q3 公司毛利率已达 35.0%，随着 Q4 国际 MR 运价继续攀升，Q4 毛利率进一步提升可期。

图3: 22年公司收入快速增长



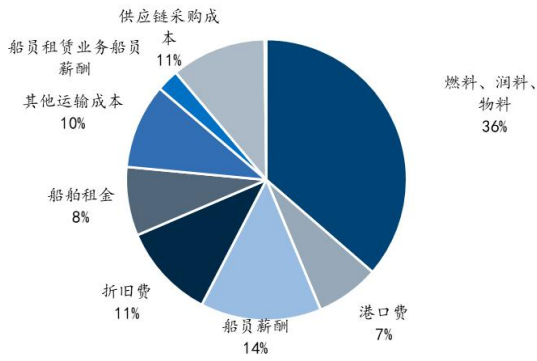
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司历史收入构成



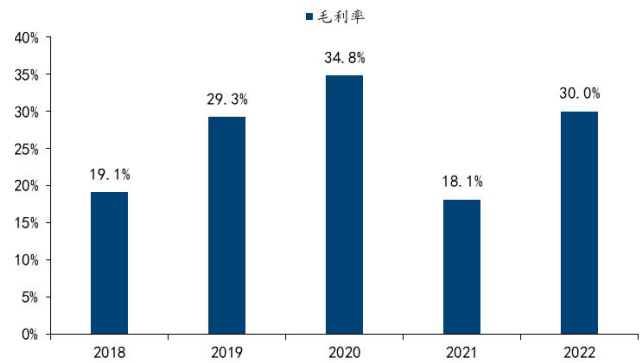
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 南油营业成本中固定项较多



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 南油毛利率具有较大波动性



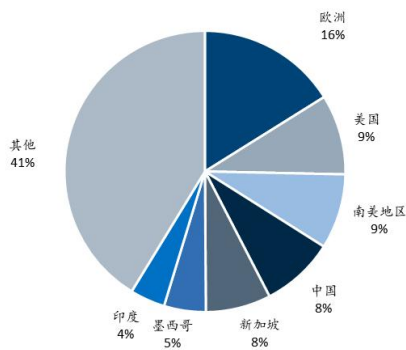
资料来源: 克拉克森, 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

供需错配矛盾有望激化，成品油运行业运价有望迎中枢抬升、向上弹性放大

国际成品油运输格局简介

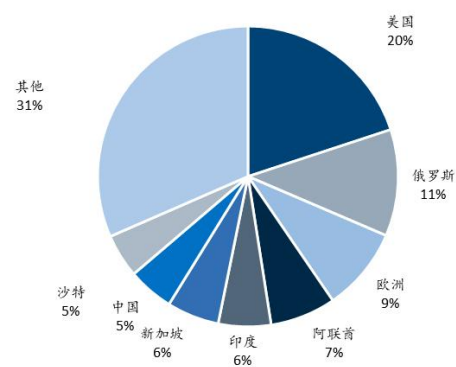
成品油贸易的航线众多，格局以区域内为主。石油在生命周期中需要经过产油国生产原油、炼油国加工原油并产出成品油、最终消费国使用成品油的过程，炼能与消费需求的不匹配带来了成品油的贸易、运输需求，造就了成品油海运航线的多样性。而由于运输需要成本，过长的运输距离会导致经济性下降，因此成品油贸易以区域内为主，亚洲区域内及欧洲区域内是成品油海运需求最旺盛的地方。

图7: 全球成品油进口格局（2021年数据）



资料来源：BP 能源，国信证券经济研究所整理

图8: 全球成品油出口格局（2021年数据）



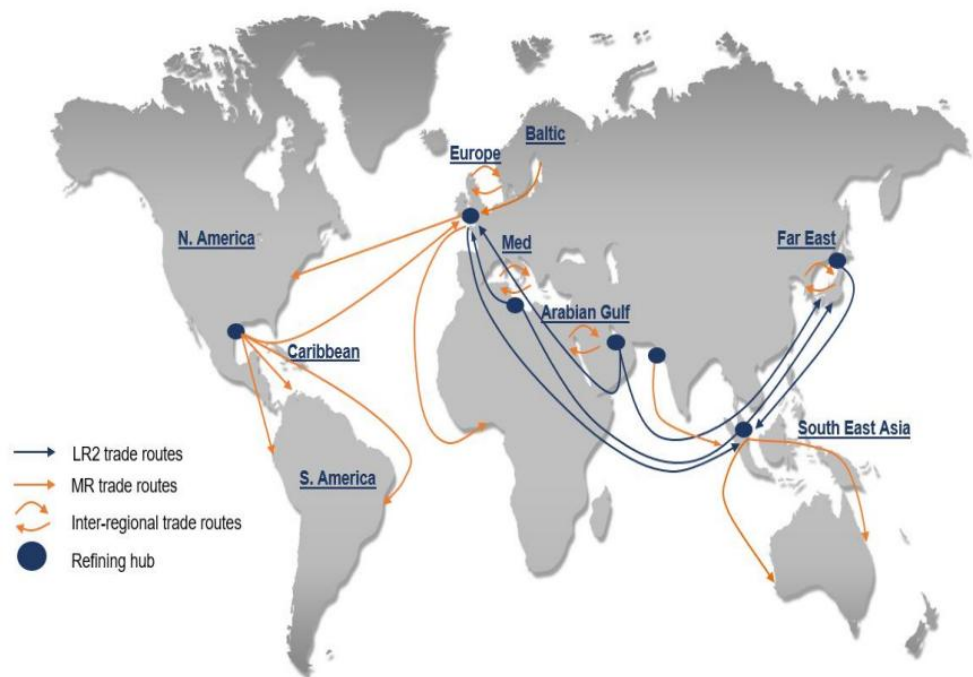
资料来源：BP 能源，国信证券经济研究所整理

表1: 全球成品油贸易航线较多

航线简称	具体路线
TC1	中东海湾-日本
TC2	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
TC9	波罗的海-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
大西洋一揽子	TC2 和 TC14 的 MR 船型
太平洋一揽子	TC11 和 TE12 的 MR 船型

资料来源：波罗的海交易所，国信证券经济研究所整理

图9: LR、MR 船型主要运输路线



资料来源: Scorpio Tanker 年报, 国信证券经济研究所整理

表2: 全球各区域成品油海运需求 (百万桶/天)

航线	2018	2019	2020	2021
亚洲/太平洋区域内	4.2	4.0	5.1	5.2
波罗的海/英国/黑海/地中海区域内	4.9	4.7	5.1	5.1
美国-拉美	2.4	2.4	1.7	1.8
中东-亚洲	1.7	1.6	1.3	1.5
跨大西洋	1.6	1.7	1.6	1.7
美国-亚洲	0.3	0.2	0.2	0.2
其他	8.4	7.7	5.7	6.4
合计	23.5	22.3	20.7	21.9

资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

成品油运的船舶主要分为 LR、MR、Handy 三类，其中 LR 和 MR 是成品油运的主力军。截至 2023 年 2 月末（下同），全球拥有成品油轮及成品油/化学品两用船共 3195 艘（179.2 百万载重吨），另有在手订单 157 艘（10.7 百万载重吨），艘数和载重吨口径下，在手订单占现有运力比分别为 4.9%/6.0%。具体来看，以载重吨分类，成品油主流船舶分为 Long Range/Medium Range/Handy Size 三类：

Long Range: 可以分为 LR3/LR2/LR1，分别对应 12-20 万/8-12 万/5.5-8 万载重吨，其中 LR3/LR2 由于尺寸上与原油运输船的苏伊士型（Suezmax）、阿弗拉型（Aframax）完全一致，故当原油运输运价较好时，可能被抽调至原油运输市场，如 2022 年俄乌冲突爆发后，LR3 中 2 艘运力便被抽调至原油运输市场，订单也被

切换为苏伊士原油轮订单。目前全球共拥有 LR 船队 816 艘，约 77 百万载重吨，占全球运力比重 43.0%(载重吨口径)。

Medium Range：可以分为 MR2/MR1，分别对应 4-5.5 万/2.5-4 万载重吨。目前全球共拥有 MR 船队 2148 艘，约 98.9 百万载重吨，占全球运力比重 55.2%(载重吨口径)。

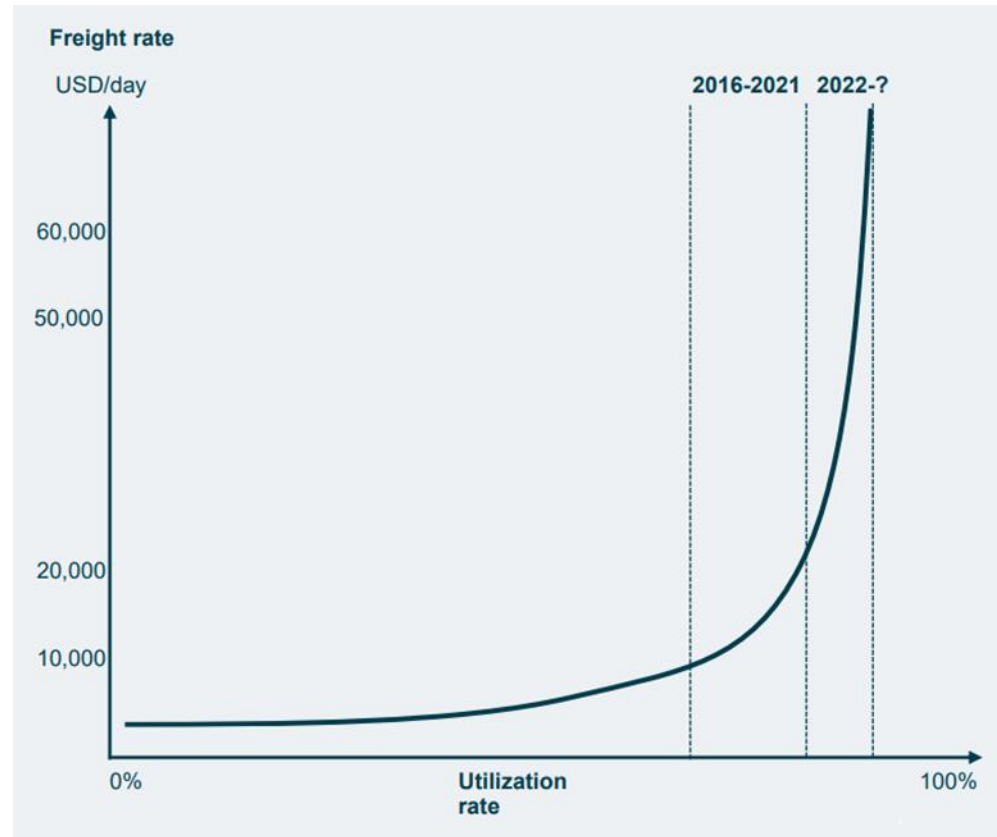
表3: 全球成品油及成品油/化学品两用船运力(截至 2023/2/28)

船型	现有运力 (艘)	现有运力 (百万载重吨)	订单 (艘)	订单 (百万载重吨)	在手订单占运力比 (艘数口径)	在手订单占运力比 (载重吨口径)
成品油船运力总计	3195	179.2	152	10.4	4.8%	5.8%
LR 船型合计	816	77.0	50	5.5	6.1%	7.1%
其中: LR3 (120000-199999 载重吨)	19	3.0	0	0.0	0.0%	0.0%
其中: LR2 (80000-119999 载重吨)	419	46.2	50	5.5	11.9%	11.9%
其中: LR1 (55000-79999 载重吨)	378	27.8	0	0.0	0.0%	0.0%
MR 船型合计	2148	98.9	98	4.8	4.6%	4.9%
其中: MR2 (40000-54999)	1750	84.4	95	4.7	5.4%	5.6%
其中: MR1 (25000-39999 载重吨)	398	14.5	3	0.1	0.8%	0.7%
Handysize 船型	231	3.3	4	0.1	1.7%	3.0%

资料来源：德鲁里，国信证券经济研究所整理

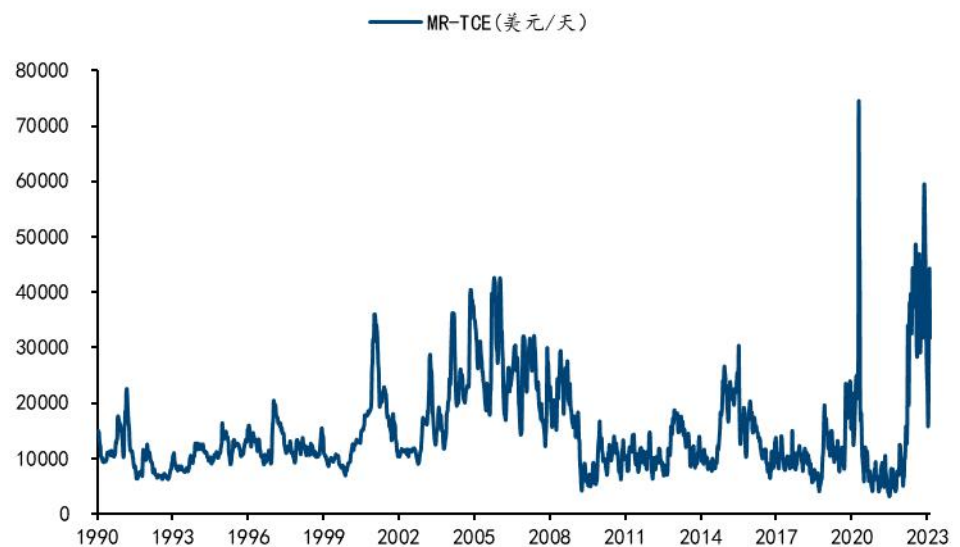
当船舶运力趋于紧张，运力利用率提升会带来运价弹性显著增加。成品油运输行业与原油运输行业类似，最新成交订单的价格会被作为行业整体运价的标杆，当运力趋于紧张，船东的议价权便会快速提升，货主对运价的敏感度亦会下降，在边际定价的形势下，可用产能减少便会带来价格的大幅波动，如 20 年 4 月油价跌破开采成本、22 年俄乌冲突，海上成品油周转需求的变化均带动运价快速提升。

图10: 船舶高利用率下，运价弹性明显提升



资料来源：TORM 年报，国信证券经济研究所整理

图11: 国际成品油运具有较高价格弹性



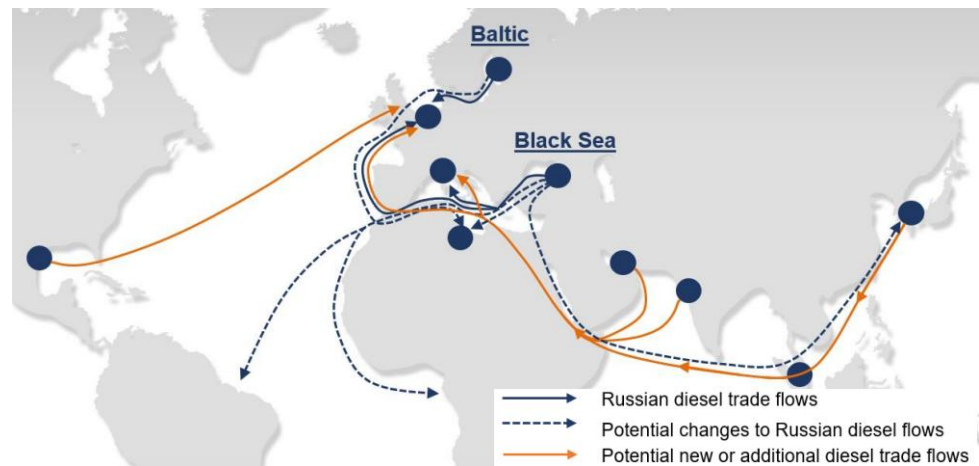
资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

俄乌冲突引发全球成品油运距拉长

俄乌冲突对全球成品油贸易格局形成重构，拉长全球成品油运距。2022年2月末，俄罗斯对乌克兰发动特别军事行动，为此欧美国家陆续对俄罗斯进行一系列的制裁，通过停止自身进口俄罗斯石油，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，以此切断俄罗斯的经济来源。22年12月5日俄原油禁令生效、23年2月5日俄成品油禁令的正式实行均对全球石油贸易的格局带来了较大变化，欧盟需要从运距更长的中东、印度、美国等地进口更多成品油以填补俄油的缺口，俄罗斯亦需要寻找新的买家，大概率亦将拉长成品油运输的运距。

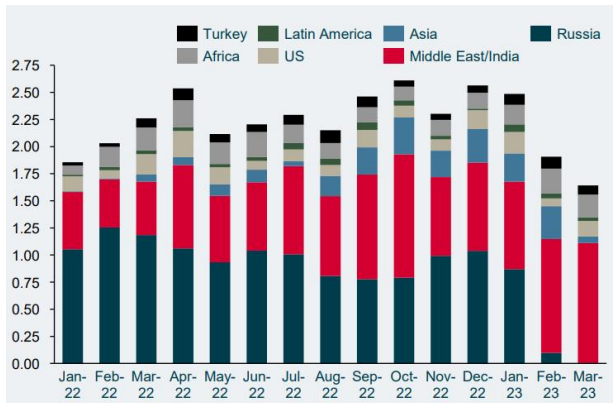
俄罗斯是欧盟成品油进口的主要来源，制裁对成品油贸易格局的重塑效应将于2023年得到最大体现。2019-2021年期间，俄成品油占欧盟进口成品油的比例约为40%-50%，是欧盟最重要的油品进口来源，22年俄乌冲突以来，俄油占欧盟进口成品油的比例一度上行至60%，期间下降至约30%的水平，但是随着俄成品油禁令的临近，该比例再度回升至约40%的水平，从结果来看，22年欧盟进口俄成品油的量下降了约37%，而在23年2月的俄成品油禁令开始后，欧盟进口俄油的量将下降为0，因而2023年或是欧盟对俄成品油制裁效应体现最明显的一年。

图12: 俄油禁令或显著拉长全球成品油运距



资料来源：Scorpio Tanker 年报，国信证券经济研究所整理

图13: 欧盟成品油进口来源已在发生较快变化



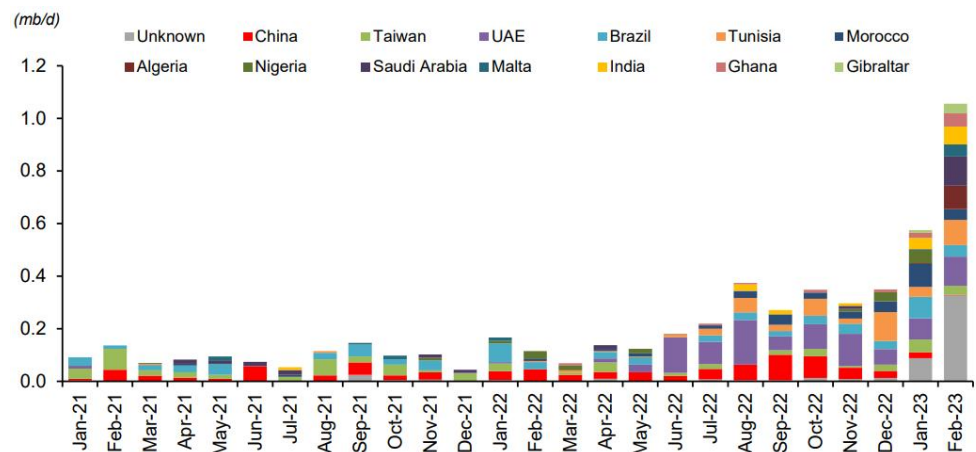
资料来源: TORM 年报, Kpler 咨询, 国信证券经济研究所整理

图14: 2023 或为成品油贸易格局变化最大的年份



资料来源: TORM 年报, EIA, 路透社, 国信证券经济研究所整理

图15: 俄成品油出口已经开始转向运距更远的南美、非洲



资料来源: Scorpio Tanker 年报, 国信证券经济研究所整理

俄乌冲突或带来 3682 亿吨海里的成品油周转增量。2021 年, 欧洲、美国自俄罗斯进口的成品油约为 75.9/22.6 百万吨, 与此对应的航线平均运距分别为 1000/5000 海里, 假设俄成品油产量不变, 俄油出口目的地转为南美、非洲(平均运局约 5000 海里), 则将为成品油运带来约 3036 亿吨海里的周转需求; 同时, 南美、非洲自美湾、中东的成品油将会下降, 假设这一部分成品油的出口目的地切换至欧洲及美国, 则会带来约 646 亿吨海里的增量需求。

表4: 俄乌冲突前后对成品油运行业的周转量影响测算

航线	运量 (百万吨)	冲突前	
		平均运距 (海里)	周转量 (亿吨海里)
俄罗斯-欧洲	75.9	1000	759
俄罗斯-美湾	22.6	5000	1130
对应的美湾、中东-南美、非洲航线	98.5	3500	3447.5
	合计		5336.5
		冲突后	
俄罗斯-南美、非洲	98.5	5000	4925
美湾、中东-欧洲	75.9	4500	3415.5
中东-美国	22.6	3000	678
	合计		9018.5
	冲突前后周转量差额		3682

资料来源: BP 能源、克拉克森, 国信证券经济研究所整理及测算

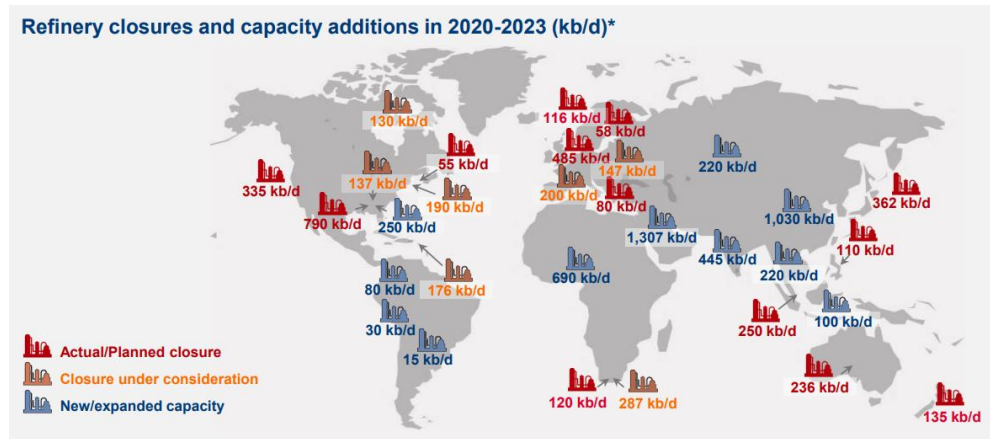
炼能东移已成长期趋势, 有望促行业周转量提升

发达国家碳中和诉求强, 炼能关停较为积极。炼化行业属“高危险、高污染、高耗能”行业, 发达国家为追求环保低碳, 近年已经关停了大量炼厂, 且欧洲能源危机以来, 油价高企侵蚀了炼化企业利润率, 发达国家的炼厂关停潮开始加速, 2020-2022 年期间, 已有 2.4 百万桶/天的炼能关停, 另有 0.6 百万桶/天的炼能将于 2023 年关停。

与此同时, 全球炼能的增量主要集中于中国、中东及拉美, 炼能东移的趋势较为明显。2011-2021 年期间, 欧洲/北美炼能的复合增速分别为-1.3%/+0.2%, 其中北美的炼能亦已于 2020 年起拐头向下; 同时中国/印度/中东的炼能分别增加 2.7%/2.8%/2.8%, 消费国产能去化和远东/中东加工国产能释放共同造就了炼能东移的趋势, 且从目前的开工建设计划来看, 未来炼能的增量仍主要集中在中东和印度等地。

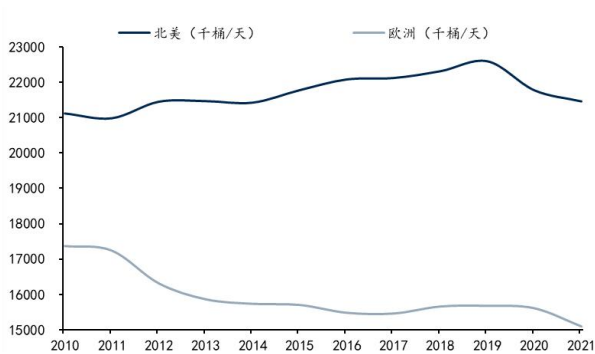
发达国家为成品油消费主力国, 炼能东移意味着发达国家需进口成品油以填补缺口。2021 年末, 欧美的炼能较 2019 年分别下降 3.7%/5.0%, 如考虑开工率下降, 产量下降比例达到 9.9%/7.7%。澳洲的情况更为极端, 相比 19 年, 21 年澳洲的炼能/产量分别下降 48.4%/38.4%, 显然当前发达国家炼能关停的速度较能源结构切换的速度更快, 形成了消费量缺口, 只能以进口的形式进行补充。

图16: 2020 年以来, 发达国家(欧美澳)迎来了炼厂关停潮



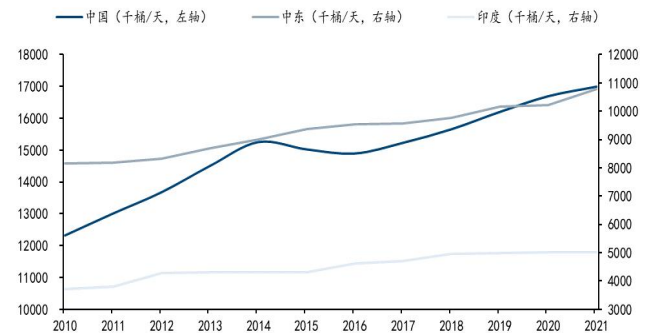
资料来源: Torm 年报, 国信证券经济研究所整理

图17: 2010 年以来欧洲炼能快速下降



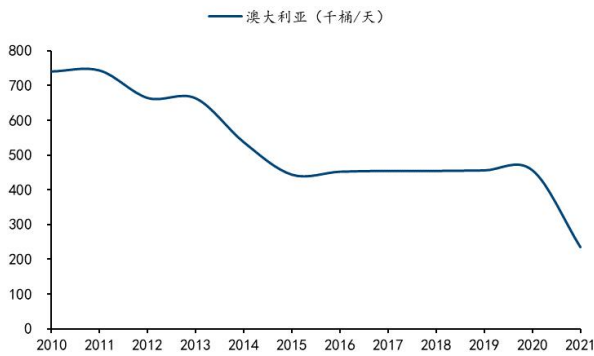
资料来源: BP 能源, 国信证券经济研究所整理

图18: 2010 年以来中、印、中东炼能持续提升

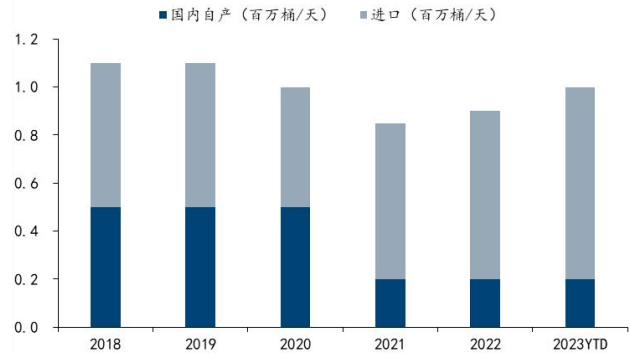


资料来源: BP 能源, 国信证券经济研究所整理

以澳洲案例可以看出, 如欧洲关停潮持续, 成品油进口量或将进一步提升。澳洲本身就是成品油净进口国, 2020 年澳洲成品油进口量为 0.5 百万桶/天, 但是由于远东炼厂大型化规模效应显现及自身经营不善影响, 20H2-21H1 期间澳洲 BP 能源旗下 Kwinana (炼能 146 千桶/天)、Exxon Mobil 旗下 Altona (炼能 90 千桶/天) 两大炼厂相继关停, 致使澳洲炼能大幅下降 48.4%, 成品油进口依赖度被迫大幅提升, 截至 22 年末, 澳洲需要进口约 0.7 百万桶/天的成品油以维持自身的消费需求。截至 23 年 2 月末, 随着经济及成品油消费需求提升, 澳洲的进口需求已达 0.8 百万桶/天。22 年俄乌冲突导致的能源危机已经引发了欧洲炼厂的关停潮, 目前贡渥集团安特卫普炼油厂已停止加工原油、英国的格兰杰莫斯可能封存两套装置、法国 Grandpuits 炼油厂也将永久停止原油加工业务, 如欧洲炼能关停潮持续, 欧洲的成品油进口量或将大幅提升, 带来成品油运行行业量距齐升。

图19: 澳洲炼能断崖式下滑


资料来源: BP 能源, 国信证券经济研究所整理

图20: 澳洲成品油进口量因炼厂关停提升


资料来源: Kpler 咨询, 国信证券经济研究所整理

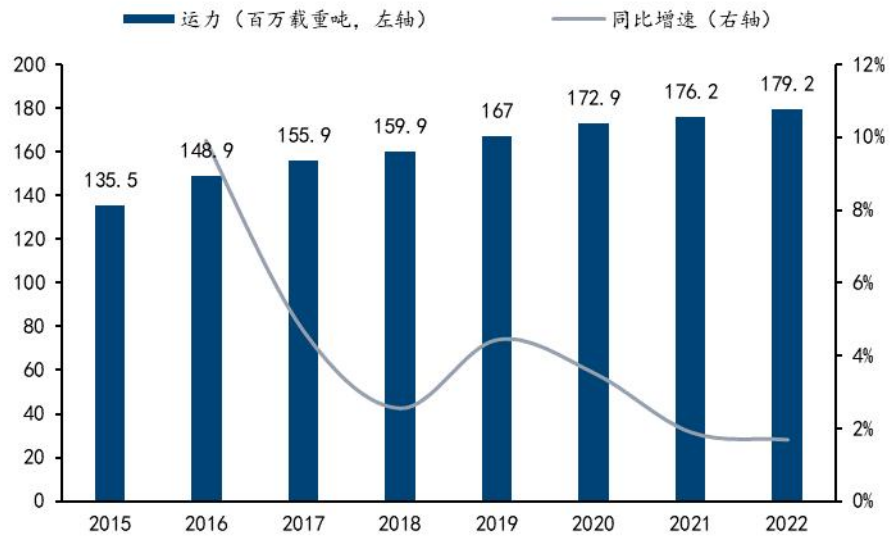
供给端不断优化, 船舶老龄化问题或成挑战

当前运价的高波动证明现存量运力趋于紧张, 在手订单占运力比持续降低为后续运价中枢提升打下基础。2022 年以来, 在俄乌冲突、炼能东移、疫后修复等因素的共同拉动下, 现有运力的利用率大幅提升, 带来运价向上弹性提升。且行业供给的格局仍在向好, 2003-2007 年期间, 行业的在手订单占存量运力比一度超过 60%, 但是经过多年的消化, 截至 23 年 2 月, 行业在手订单占运力比已下降至 5.8%, 其中 LR/MR 船型在手订单占运力比分别为 7.1%/4.9%。

目前新造船产能紧张、价格高企, 2026 年前新增运力将较为有限。由于集运行业在 2020-2022 期间经历了高景气周期, 目前全球船坞产能几乎被集装箱船订单挤占, 油轮订单较少, 即便现在下单, 新运力的下水需待到 2026 年, 因此 2026 年前行业的运力供给具备较高透明度, 运力的增长将较为有限。

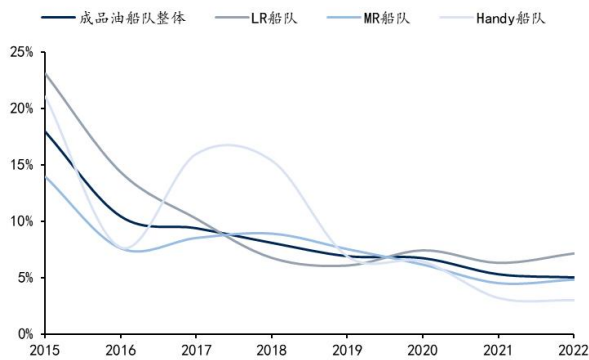
行业上一波下水高峰在 07-09 年之间, 现有运力老龄化压力持续加大, 或带来有效运力规模下降。为避免爆炸、泄露等事故发生, 油轮行业对安全性要求较高, 主流租家往往优先选择较新、较先进的船舶来进行运输, 20 岁以上的船舶的活跃度会明显下降。截至 2023 年 2 月, 20 岁以上的成品油船共计为 353 艘, 占现有运力比重约 12% (艘数口径, 后同)。2025 年末, 20 岁以上的成品油数量将达到 815 艘, 约占 26%, 换言之, 未来三年中, 活跃运力或将下降 298 艘至 2305 艘, 且老龄化趋势在 2027-2028 年期间将会更为明显, 即便短期新订单规模提升, 或仍无法提升 2028 年前的有效运力供给。

图21: 近年成品油船舶运力增长缓慢



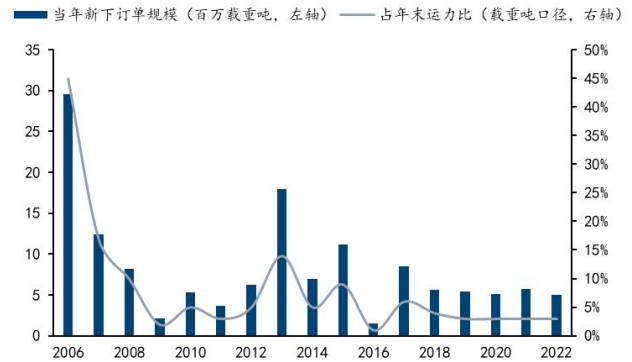
资料来源: 德鲁里, 国信证券经济研究所整理

图22: 成品油运在手订单占运力比持续下降



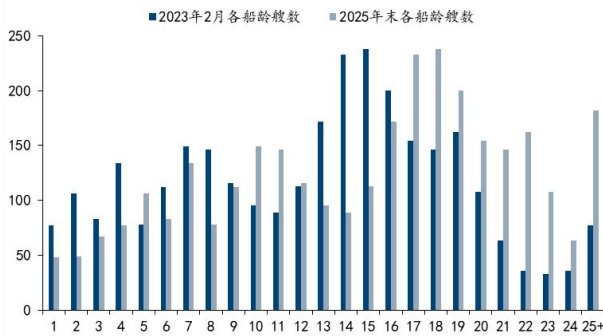
资料来源: 德鲁里, 国信证券经济研究所整理

图23: 2018 年来成品油新订单规模较为平稳



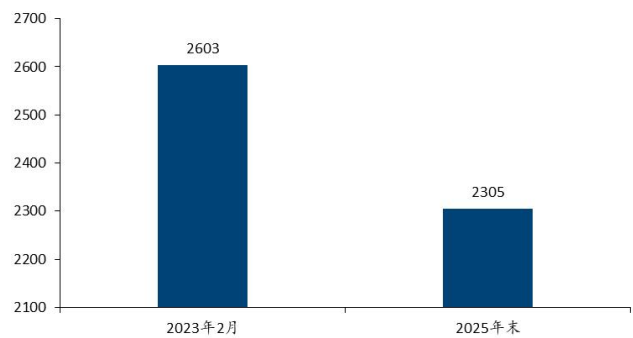
资料来源: 克拉克森, Torm 年报, 国信证券经济研究所整理

图24: 成品油轮将面临老龄化问题



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

图25: 23年2月及25年末20岁以下运力规模对比(艘)



资料来源: 克拉克森, 国信证券经济研究所整理

表5: 现有成品油船队的船龄结构(22年末数据)

船龄	Handysize	MR	LR1	LR2	整体
<5yrs	0.5%	4.7%	1.9%	19.2%	11.3%
5-10yrs	1.0%	0.8%	14.3%	29.1%	18.4%
10-15yrs	13.8%	34.0%	29.4%	25.2%	26.7%
15-20yrs	33.1%	37.1%	48.7%	19.3%	30.1%
20-25yrs	35.8%	16.7%	5.5%	5.6%	9.6%
25+yrs	15.8%	6.6%	0.3%	1.6%	3.9%

资料来源: 德鲁里, 国信证券经济研究所整理

环保公约限制有效运力弹性, 运价向上弹性及持续性双增。2023年1月1日起, EEXI 和 CII 环保公约正式开始生效, 其中 EEXI 对于船舶的排放管理要求较高, 业内船东多数使用限制发动机功率的方式来满足 EEXI 要求, 这将导致旺季运价提升时, 船舶无法通过提速来提升有效供给, 进而加大旺季运价的向上弹性。

表6: 2023年执行的 EEXI 或对有效运力形成限制

环保公约	EEXI (现有船舶能效指数)
适用范围	所有 400 总吨及以上的国际航行船舶
具体内容	EEXI 是指在特定于船舶的参考条件下, 每容量吨英里所排放的二氧化碳克数, 是 EEDI (船舶设计能效指数) 的演进版本: ① 现有船舶所需的 EEXI 应使用每种船舶的 EEDI 参考线乘以船舶尺寸规定的折减率来计算; ② 每艘船计算出的 EEXI 值必须低于要求的 EEXI 值, 以确保船舶符合最低能效标准。

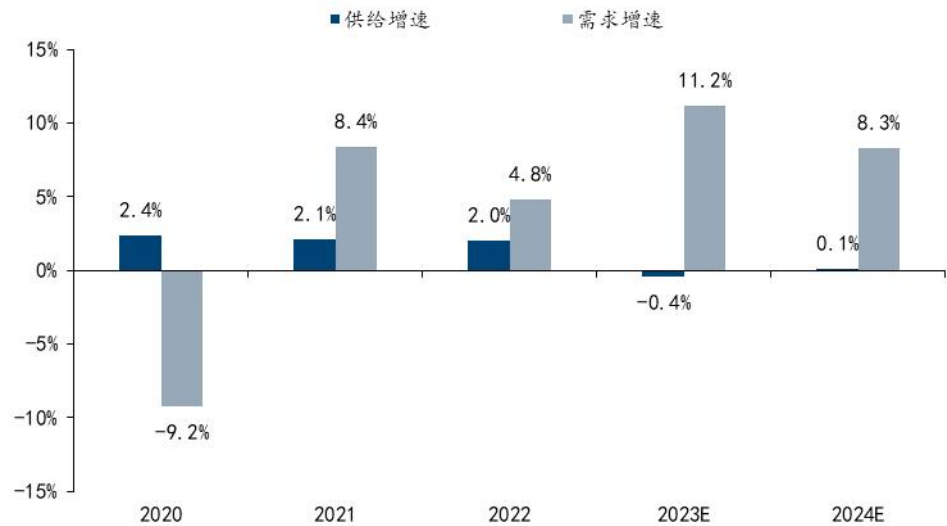
资料来源: 国际海事组织, 国信证券经济研究所整理

供需错配持续加剧, 运价中枢抬升可期

22年以来, 俄乌冲突及炼能东移趋势加速带来了行业需求快速回升, 运价大幅提升。预计 2023-2024 行业的需求增速将达到 11.2%/8.3%, 同期行业的供给增速(假设拆解量与 2021 年持平)分别为 -0.4%/+0.1%, 行业的供需差有望进一步拉大, 运价的中枢抬升可期, 考虑到 EEXI 将闲置现有运力的发动机功率, 在运价较高时,

船舶亦无法通过提升航速以增加行业有效运力，我们认为运价的向上弹性及持续性将会有所提升。

图26: 23-24 期间供需差拉大有望带来行业高景气



资料来源：Scorpio Tanker 年报，国信证券经济研究所整理及预测

注：假设拆解规模维持 21 年水平

公司分析

招商南油的利润波动主要来自于主营的油运运输业务，虽然公司未单独披露内贸/外贸及成品油/原油运输，但是考虑到内贸原油运价的稳定性及公司内贸原油运输业务量的稳定性，可以推断出公司的利润波动主要取决于外贸成品油运输业务，其他的运输包括内贸原油运输、化学品、气体水运亦服务于国内的炼厂，相对较为稳定。

外贸成品油运输贡献主要弹性

招商南油是远东地区外贸成品油运输市场的领跑者，船队以 MR 为主。招商南油旗下运营 27 艘 MR 船舶，是目前远东地区最大的 MR 成品油船队，其中 9 艘挂五星红旗，具备内外贸兼营资质，其余悬挂方便旗，从事外贸成品油运输，另有 4 艘 MR 在建。

MR 船队的盈亏平衡点约为 1.25 万美元/天。根据公司公告，MR 船舶的造价约为 3300-3500 万美元/艘，折旧年限为 25 年，残值率 5%，假设新造船的融资比例为 40%，年利率 4%，并假设每天的运营成本约为 0.75 万美元，则可以得到 MR 船队的盈亏平衡点约在 1.25 万美元/天。

运价在公司盈亏平衡点上每向上波动 10000 美元/天，南油有望取得 6.16 亿元增量利润。假设公司旗下 MR 船队中 10 艘兼营 MR 的税率为 25%，外贸船队无须交税，并假设公司旗下船队年均运营天数为 350 天，美元汇率为 6.9，则运价在盈亏平衡点上每波动 10000 美元/天，公司外贸 MR 船队可以为公司带来 4.35 亿元增量利润，内外贸兼营 MR 船队可以为公司带来 1.81 亿元增量利润。

表7: MR 盈亏平衡点测算

船舶造价（万美元）	3400
融资比例	40%
融资利率	4%
折旧年限（年）	30
残值率	5%
日均折旧成本（万美元）	0.35
日均财务成本（万美元）	0.15
日均运营成本（万美元）	0.75
合计总成本/TCE 盈亏平衡点（万美元）	1.25

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表8: 南油 MR 船队利润弹性测算 (以 22 年末运力为基数)

外贸 MR	18	
兼营 MR	10	
年运营天数	350	
美元汇率	6.9	
外贸税率	0%	
兼营税率	25%	
运价在盈亏平衡点上每波动 1 万美元/天带来的利润弹性		
船型	外贸 MR	兼营 MR
利润弹性 (亿元人民币)	4.35	1.81
合计	6.16	

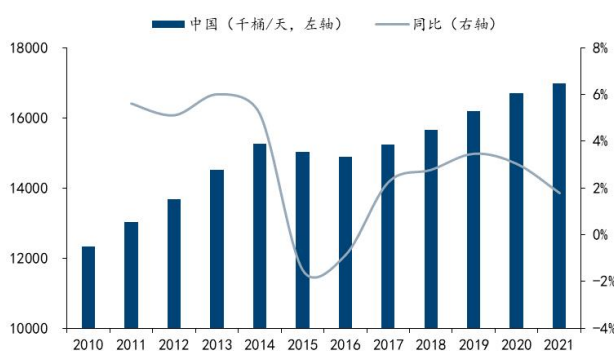
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

其他运输板块收益稳中有升

南油除外贸成品油外, 还从事原油运输、化学品运输、气体运输业务, 为国内炼厂实现运输服务配套。公司原油运输业务以内贸为主, 国内沿海、海进江等内贸航线及东亚地区外贸航线运输是公司的主要经营领域; 公司化学品运输业务主要从事国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输航线, 主要承担 PX、冰醋酸等高端化工品运输; 气体运输方面, 公司运营 3 艘乙烯船, 主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。

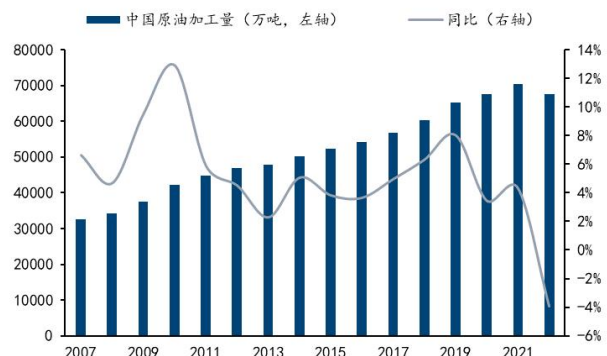
国内炼能近年快速增长, 叠加疫后经济修复, 23 年起南油的原油运输及化学品运输业务有望维持稳定。2017 年以来, 随着国内民营大炼化产业的发展, 我国原油加工量加速提升, 17-21 期间 CAGR 达 5.51%, 但是 22 年受疫情影响, 我国原油加工量同比下滑 3.9% 至 675.9 百万吨, 随着疫后油品消费需求的恢复, 公司原油、化学品、气体运输业务大概率稳中有升。

图27: 国内炼能近年快速增长



资料来源: BP 能源, 国信证券经济研究所整理

图28: 中国原油加工量 2022 年小幅下滑



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

南油内贸原油业务规模位居全国第二，市占率稳步提升。公司原油船队拥有 21 艘船舶，包括 2 艘 PANAMA 和 19 艘 2-5 万吨级原油船，主要经营内贸业务。内贸原油运输价格稳定，过去十年中 CCBFI（内贸原油运价指数）波动幅度在 10% 以内，运输量是板块盈利的核心指标。招商南油随着自身运力规模增长，市场占有率逐步提升，货运量自 2013 年的 1077 万吨提升至 2021 年的 2241，CAGR 达 9.6%，目前已稳居第二。

图29：内贸原油价格指数较为稳定



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图30：招商南油历史内贸原油运输量及市占率



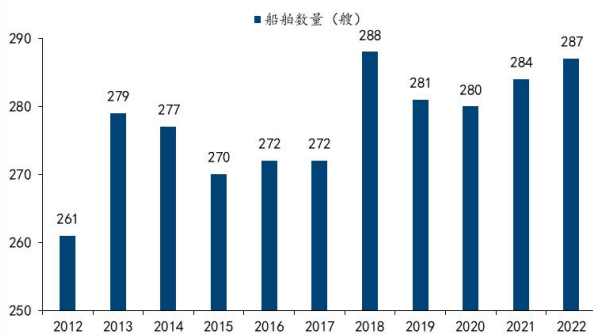
资料来源：东财 Choice，公司公告，国信证券经济研究所整理

南油化学品船队规模位居国内第三，产能释放带动收益提升。公司化学品船队运营 12 艘船舶（其中 1 艘在建），规模仅次于兴通股份和盛航股份，21 年市占率约 5.6%。内贸液货危化品水运行业具有较高壁垒，每年交通运输部通过评审形式下发化学品船新运力额度，仅头部的船东可以获得增量运力，除此之外，只可以通过“退一补一”、“退多补一”的形式增加产能，且新投放运力规模不可超过推出运力规模的 150%，行业整体处于有序扩张的状态当中。受益于公司行业龙三的地位，公司化学品运输业务收入实现较快增长，从 2017 年约 3.16 亿元提升至 2022 年 4.22 亿的水平，CAGR 达 6.0%，且行业的利润率较为稳定，公司 2019 年以来业务毛利率始终维持 20% 以上水平。

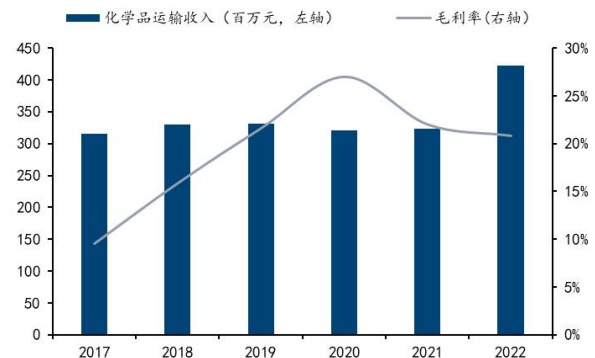
表9: 南油及控股子公司在运力指标评审中排名靠前

年度	参评项目	第一	得分	第二	得分	第三	得分
2019 第一次	化学品船	泉港兴通	88.8	扬洋化工	84.8	华洋海运	82.8
	原油船	甬旺航运	81.8	北海船务	80	实华南油	79.0
	液化石油气船（非乙烯）	丰益船务	82.6	顺源海运	79.2	旺通船务	78.8
	液化石油气船（乙烯）	华祥海运	86.8	海洋石油	76.6	海洋石油	76.6
2019 第二次	液化天然气	中远海运	85.2	招商南油	83.8	扬洋化工	82.8
	化学品船	泉港兴通	86.0	扬洋化工	78.4	能垣海运	76.8
	化学品船	兴通海运	84.4	华海石油	81.6	盛航海运	80.2
2020 年	原油船	北海船务	85.4	甬旺航运	82.8	招商南油	78.4
	液化石油气船（非乙烯）	海鸿船务	81.4	中远龙腾	80.2	重港船业	76.0
	液化石油气船（乙烯）	兴通海运	89.6	华海石油	85.8	华洋海运	84.6
	液化天然气	甬旺航运	90.0	丰乐船务	84.6	中远海运	83.8
2021 年	化学品船	兴通股份	89.8	扬洋化工	82.6	盛航海运	82.4
	原油船	兴通股份	89.8	北海船务	82.6	三鼎油	82.0
	液化石油气船（非乙烯）	兴通股份	89.6	盛航海运	82.4	华祥海运	81.8
	液化石油气船（乙烯）	长石海运	88.0	西南海运	88	中远龙腾	78.8
	液化天然气	华祥海运	79.2	华南液化气	68.8	力天海运	68.0

资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图31: 内贸化学品行业运力扩张有序


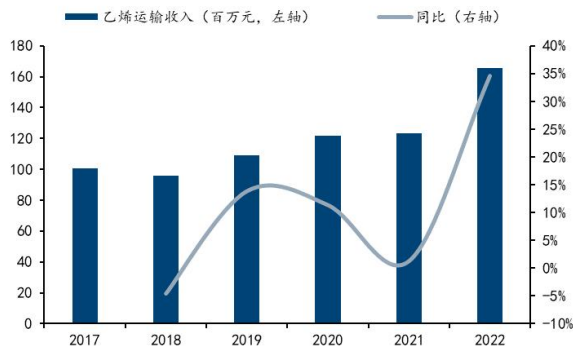
资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图32: 招商南油历史内贸化学品运输收入及毛利率


资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

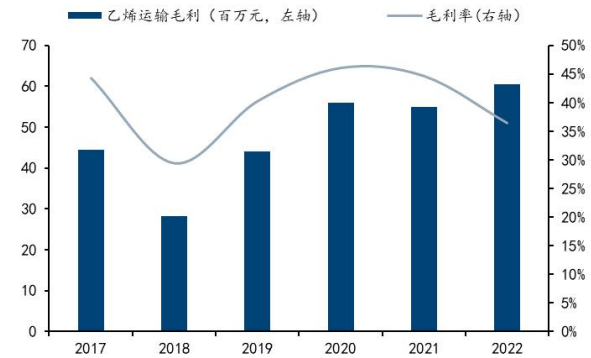
乙烯船产能较为稀缺，南油气体船业务高增长，液氨运力新指标值得期待。公司独家运营国内3艘乙烯船，17年以来业务规模逐步扩大，收入从2017年约1亿元的水平大幅提升至22年1.65亿，CAGR达10.56%，且利润率较高，毛利率维持在30%-45%之间。随着福建古雷石化、卫星石化等新乙烯项目的投产，2021年中国乙烯产能已达到4168万吨，乙烯水运货源逐年增加，有望成为公司新的利润增长点之一。此外，公司于2022年度沿海液体危化运力评审中取得了20000立方米的液氨专用船运力额度，有望带动公司业务切入新的领域。

图33: 南油乙烯运输收入及增长率



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图34: 南油乙烯运输毛利及毛利率



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

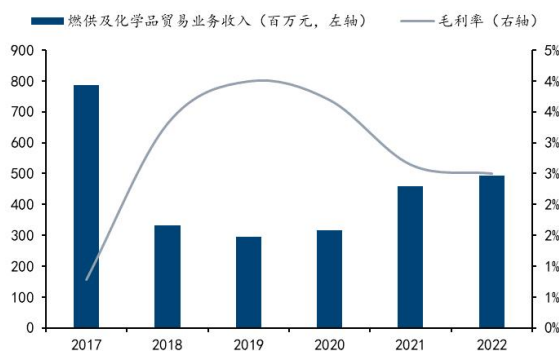
燃供及船员劳务是运输业务的有机延伸

船员劳务和燃油供应业务是公司拓展的航运相关业务，主要是利用自有船员和外聘船员开展船员外派劳务，以及从事国内成品油及船用燃料油批发经营。

南油燃供及化学品贸易业务主要为船用燃料油供应和成品油及化学品贸易业务，业务模式为根据市场信息，判断市场波动趋势，分别与客户（下游）、供应商（上游）洽谈并签订销售和采购合同。目前主要通过签订长期供油协议和即期零散销售两种模式进行销售，按定价方式分为采用锁价和市价两种模式。

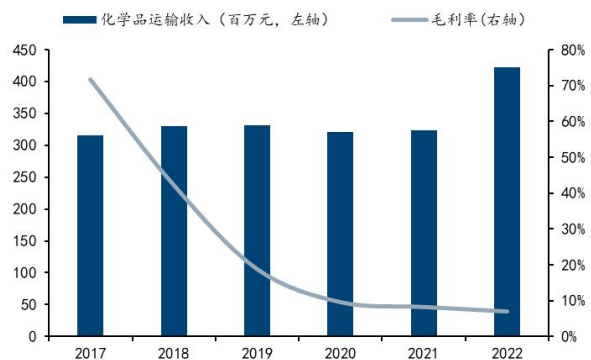
南油船舶管理、船员劳务等配套资源国内领先。公司具备良好的开展油船、化学品船、液化气船、乙烯船等国内、国际船舶代管业务的条件，拥有国内领先的优质规模化和专业化的船员队伍，在保障自用船员的基础上，开展船员外派劳务。

图35: 南油燃供及化学品贸易业务收入、毛利率



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图36: 南油乙烯运输毛利及毛利率



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提及分部预测结果

油品运输板块

由于外贸油运行业往往使用 TCE 作为盈利能力的衡量指标，且公司未来盈利的弹性主要来自于外贸成品油运输，因此我们采用 TCE 收入预测的方式得出公司的毛利额，并在此基础上进行成本预测，最终得出公司的营业收入预测。

核心假设：

1. 外贸成品油运力：公司 23H1 将新接收 2 艘兼营 MR，因此 23 年旺季将拥有 18 艘外贸 MR 及 12 艘兼营 MR 可以用以国际成品油运输业务，考虑到目前船坞产能紧缺，公司 25 年前或难有运力的进一步扩张。
2. 国际 MR 运价：2022 年 Q1-Q4，克拉克森 BCTI TC7-TCE 季度均值分别为 11030、34632、46493、44404 美元/天，在俄乌冲突带来运距提升后运价出现快速提升，H2 平均运价高达 45000 美元/天附近，考虑到 23-25 年行业供需差有望持续加大，我们预计 23-25 年运价中枢将会继续抬升，保守假设 23-25 年年度运价均值分别为 35000、40000、42000 美元/天。
3. MR 运营天数及汇率：维持 MR 运营天数为 350 天、美元汇率 6.9 的假设。
4. MR 税率：维持外贸成品油税率为 0%，兼营 MR 的税率为 25% 的假设。
5. 内贸油运毛利：假设板块业务维持稳定，每年贡献约 4.5 亿元毛利。
6. 油品运输总成本：油品运输成本主要由燃料、物料、润料以及港口费、港口费、船员薪酬、船舶折旧等构成，除燃料价格外其余部分较为刚性，考虑到 22 年燃料价格高企，23 年起有望下降，而公司业务规模提升将带来物料及港口费成本提升，两者可能存在对冲，因此成本项的预测难度较高，保守预计 23-25 年公司油品运输成本同比增长率分别为 5%/3%/2%。

表10：招商南油油品运输业务盈利预测

指标	2023E	2024E	2025E
MR 盈亏平衡点 (美元/天)	12530	12530	12530
外贸 MR	18	18	18
兼营 MR	12	12	12
年运营天数	350	350	350
美元汇率	6.9	6.9	6.9
外贸税率	0%	0%	0%
兼营税率	25%	25%	25%
MR 运价 (美元/天)	35000	40000	42000
外贸成品油毛利 (亿元)	14.65	17.91	19.22
内贸油品运输毛利 (亿元)	4.5	4.5	4.5
油品运输总毛利额 (亿元)	19.15	22.41	23.72
油品运输总成本 (亿元)	35.07	36.12	36.84
油品运输收入 (亿元)	54.22	58.53	60.56

资料来源：公司公告，东财 Choice，国信证券经济研究所整理及预测

其他业务

收入端：

1. 化学品运输业务：考虑到 23 年 H1 公司有 1 艘化学品船交付，并假设公司化学品船队 24-25 年每年扩充运力 1 艘，有望带来收入端较快增长，假设 23-25 年公司化学品运输收入增速分别为 10%/5%/5%。
2. 乙烯运输：公司乙烯运输业务过去维持高增长，且 23 年国内乙烯生产基地的投产有望带来公司业务需求增长，假设 23-25 年公司乙烯运输收入分别增长 15%/10%/10%。
3. 船舶及船员管理：假设公司 23-25 业务维持较为稳定的 5% 增长。
4. 贸易业务：假设公司业务规模维持 22 年水平。

毛利率：

1. 化学品运输业务：考虑到燃油价格下降及公司航线网络规模效应体现，预计 23-25 年公司毛利率分别为 22%/23%/24%。
2. 乙烯运输：考虑到燃油价格下降且国内乙烯运输需求快速增长有望带来运价提升，预计 23-25 年公司毛利率分别为 38%/39%/40%。
3. 船舶及船员管理：假设公司 23-25 毛利率维持 22 年约 8% 的水平。
4. 贸易业务：假设公司 23-25 毛利率维持 22 年约 2.5% 的水平。

表11：招商南油除油品运输业务以外的其他业务盈利预测

指标	2023E	2024E	2025E
		收入（百万元）	
化学品运输	464.65	487.88	512.28
乙烯运输	190.60	209.66	230.63
船舶及船员管理	133.07	139.72	146.71
贸易业务	500	500	500
		毛利率（%）	
化学品运输	22%	23%	24%
乙烯运输	38%	39%	40%
船舶及船员管理	8%	8%	8%
贸易业务	3%	3%	3%
		毛利额（百万元）	
化学品运输	102.22	112.21	122.95
乙烯运输收入	72.43	81.77	92.25
船舶及船员管理	10.65	11.18	11.74
贸易业务	12.50	12.50	12.50
收入合计（百万元）	1288.32	1337.26	1389.61
毛利合计（百万元）	197.80	217.66	239.43
成本合计（百万元）	1090.52	1119.61	1150.18

资料来源：公司公告，东财 Choice，国信证券经济研究所整理及预测

未来 3 年业绩预测汇总

根据上文假设进行预测，预计 23-25 年招商南油实现收入 67.1/71.9/74.5 亿元，实现营业利润 21.1/24.6/26.1 亿元。

表12: 招商南油盈利预测结果汇总

指标 (亿元, %)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.64	67.10	71.91	74.46
YOY	62.2%	7.1%	7.2%	3.5%
营业成本	43.84	45.98	47.32	48.35
YOY	38.6%	4.9%	2.9%	2.2%
营业利润	18.80	21.13	24.59	26.11
YOY	168.7%	12.4%	16.4%	6.2%

资料来源：公司公告，东财 Choice，国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

估值

由于油运行业的强波动性和高弹性，绝对估值和 PE 估值的方式对于业内公司或并不适用，因此我们从公司的资产出发，用 PB 的方式对公司进行估值。

考虑到招商南油同时拥有外贸成品油运输、内贸原油运输、化学品运输等业务，我们选择兼营内外贸油运的龙头船东中远海能、内贸液体危化散货航运龙头兴通股份、内贸液体危化散货航运龙二盛航股份作为公司的可比标的。

中远海能同时经营内贸原油运输、外贸原油运输、外贸成品油运输，与公司的油品运输业务较为接近，但是海能的外贸油运业务占比更高，盈利弹性及波动性较南油更大；兴通股份与盛航股份经营的内贸危化品液体散货业务与南油旗下扬洋化工完全一致，化学品运输市场具备高稳定性、高壁垒、行业供需格局好的特征，但是由于运力新增的门槛较高，杨洋化工的业务体量占招商南油的业务的比例较为有限。从业务属性来看，招商南油业务较为复杂，油品运输业务与中远海能较为可比，化学品运输业务与兴通股份及盛航股份较为可比，而从盈利能力来看，招商南油较中远海能的稳定性更高、弹性偏小，较兴通及盛航则稳定性较弱、盈利弹性更大，因此综合三者的估值体系或较为合理。

2023-2025 年期间，可比公司的平均 PB 估值分别为 2.23/1.98/1.53X，考虑到南油的业务属性介于高壁垒、高稳定性的内贸危化品运输及高波动、高弹性的外贸油运之间，我们认为以可比标的的平均估值作为估值锚较为合理，但是考虑到招商南油历史包袱较重，为负的可分配利润拖累了净资产规模导致当期 PB 估值无法完全展现公司当前的投资价值，因此我们以 2023 年可比公司的平均估值为锚，并给予 5%-10%溢价，即 2.34-2.45X 作为公司的估值锚，由此可以确定公司的目标价将落在 4.49-4.71 元/股之间。

表13: 招商南油与可比公司估值比较（截至 2023. 4. 6 收盘）

代码	简称	国信评级	收盘价	BPS			PB 估值		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603209.SH	兴通股份	买入	32.36	11.75	13.37	/	2.75	2.42	/
001205.SZ	盛航股份	未覆盖	21.61	10.52	12.39	14.10	2.05	1.74	1.53
600026.SH	中远海能	增持	12.66	6.74	7.12	/	1.88	1.78	/
			平均				2.23	1.98	1.53
601975.SH	招商南油		3.56	1.92	2.37	2.85	1.85	1.50	1.25

资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理及预测

注：盛航股份数据为 Choice 一致预期数据，兴通股份、中远海能、招商南油数据来自于国信预测

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 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。预计 2023-2025 年公司实现净利润 19.2/22.1/23.2 亿元，对应 PB 估值 1.85/1.50/1.25X，首次覆盖给予 2.34-2.45X 目标 PB 估值，对应目标价 4.49-4.71 元/股，较 4 月 6 日收盘价具有 26%-32% 上涨空间，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

估值风险

我们在进行公司估值时因条件局限，仅可使用油运、内贸化学品的龙头公司作为参照，而招商南油具有外贸成品油运输、内贸原油运输、内贸化学品运输、内贸气体运输等多元化的业务，主业的不同可能导致估值体系有较大区别，进而导致我们的目标估值可能存在不合理的情况。

盈利预测的风险

- ◆ 外贸成品油运输业是强周期、高弹性的行业，我们的敏感性测试充分体现了不同运价下业绩可能出现较为明显的波动，全年运价均值假设的小幅变化可能造成业绩的大幅波动。
- ◆ 本报告中的盈利预测是对运价趋势的判断，无法准确预测行业运价变化的真实情况，油运作为边际定价行业，短期运价的冲高幅度及持续时间均会对全年运价均值造成较大影响，进而导致我们的盈利预测与公司实际业绩出现较大偏差的情况。

成品油需求恢复不及预期的风险

- ◆ 成品油消费需求：一方面来说，2020-2021年期间，因新冠疫情影响，全球的国际航班数量出现大幅下降，且人员的隔离亦导致了公路运输需求的减少，进而影响了石油的消费需求；另一方面来说，全球的高通胀亦抑制了经济活动，制造业的景气度亦受到一定影响，导致了成品油的消费需求被抑制。我们预计随着全球逐步走出疫情，消费需求有望迎来回补，但是近年来新能源快速推进，消费需求可能存在较以往大幅下降的可能性
- ◆ 成品油库存需求：当前全球油品的库存量均已处在较低位置，但是如各国持续不修复自身对油品的库存量，则库存端的需求可能不及预期。

供给超预期提升的风险

当前全球船台较为紧张，已被经历超高景气周期的集装箱船舶占据，虽然发生的概率较低，但是当前集装箱市场景气度有所下滑，如集装箱船东、第三方独立船东集中毁约，且油运市场行情较好，油运船东新造船意愿加强，可能会出现油运运力超预期提升，影响行业景气度的情况。

环保政策风险

IMO 的环保政策近年快速趋严，导致海运行业有效运力被收缩，如后续环保政策放松，可能船东会拆除当前的发动机功率限制器，释放有效供给；而如果环保政策超预期趋严，可能导致船东的船舶无法满足环保政策，需要支出额外改造成本，甚至部分运力被闲置。

燃油、港口等成本超预期的风险

虽然公司通过推广利用船舶节能技术和采用经济航速等多种方式降低燃油消耗，

同时加强燃油采购供应管理、丰富采购手段以应对燃油成本的波动，但是这些措施仅可以抵消部分燃油价格波动带来的影响，但仍不能完全覆盖燃油价格波动风险。港口费层面，当前全球通胀较高，欧美地区的人力等成本亦出现较为明显的提升，不排除港口费用后续大幅提升的可能性。

疫情反复风险

由于油品的下游当中，航空、汽车等交通运输领域均占据了较大比例，如人员的流动减少，则会带来行业需求表现不佳。此外，当公共卫生事件对全球造成冲击，制造业的需求亦会有所下降，削弱油运行业的需求。

国际关系的风险

历史上曾多次出现油轮船东受制裁导致有效运力无法使用的状况，如未来公司如当前的俄罗斯船队一样受到制裁，可能导致公司有效运力无法充分释放，则公司可能面临业绩不及预期的风险。

安全事故风险

油运具有货值高、危险性大的特点，租家对船东的安全管理、经验资质均具备较高要求，并会优先选择更年轻的船舶进行运输，如发生安全事故，公司的品牌价值存在大幅折价的风险。

地缘政治及战争影响的风险

虽然历史上大部分情况下地缘政治及战争影响对于油运行业的运价具有提振作用，但是如战争影响到了全球油品的产能，则会导致行业货量的下降，进而影响行业需求。此外，2022年以来俄乌的冲突导致了欧盟制止俄油，带动全球油运的运距提升，如后续事件出现反转，当前的利好因素可能逐渐被削弱。

附表：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	2021	2022	2023E	2024E	2025E	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	58.3	12.0	9.0	7.8	7.5	货币资金的期初余额	1602	1186	2093	4262	6427
P/B	3.0	2.3	1.9	1.5	1.2	货币资金的期末余额	1186	2093	4262	6427	8795
EV/EBITDA	21.6	9.6	7.7	7.0	6.9	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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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