

招商南油 (601975.SH)

业绩稳健增长，回购彰显信心

买入

核心观点

招商南油发布 2023 年年报，数据表现基本符合预期。招商南油发布 2023 年年度报告，2023 年实现营业收入 62.0 亿元，同比-1.1%，实现归母净利润 15.6 亿元，同比+8.6%，其中扣非归母净利润为 15.4 亿元，同比+8.7%，非经常性损益主要来源于 1 艘老旧船舶的处置，实现约 1558 万元的资产处置收益。

招商南油依靠较为灵活的运力调配，外贸业务经营业绩明显跑赢行业。2023 年，国际成品油市场前高后低，MR TC7 航线（新加坡-澳大利亚东海岸）平均 TCE 为 2.62 万美元/天，较 2022 年的 3.44 万美元/天同比下降 23.74%。但是南油外贸业务实现营收 35.1 亿元，同比增长 1.9%，且毛利率为 33.9%，同比增加了 2.9pct，体现出公司较强的船队管理调配能力，以及对市场具有较为准确的判断。

化学品及乙烯运输景气度相对承压，静待国内化工产业链需求回升。分业务来看，油品运输业务实现收入 52.2 亿元，同比+3.4%，毛利率为 36.3%，同比+2.4pct；化学品运输业务实现收入 4.4 亿元，同比+3.8%，毛利率为 17.3%，同比-3.5pct；乙烯运输业务：实现收入 1.8 亿元，同比+8.4%，毛利率为 28.3%，同比-8.2pct。整体来看，国内业务表现相对偏弱，一方面是因为南油在外贸运价较高时积极抽调内贸运力，另一方面来说，化学品及气体运输业务的景气度仍主要受制于国内石油化工产业链的景气度，预计随着我国及全球经济修复，化学品及乙烯运输业务的利润有望释放。

看好 2024 年供需改善，运价中枢同比抬升。需求侧，全球炼能东移的趋势并未停止，且俄油制裁对行业周转需求形成了长期拉动；供给侧，当前全球在手订单仍处低位，随着 IMO 新规落地，存量船舶面临降速及更新换代压力。预计 2024 年全球成品油运力需求吨海里增速约 7.3%，有效运力供给增速约 1.8%，供需差约 5.5%。

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。将 2024-2025 年净利润预测由 22.1/23.2 亿元下调至 21.2/22.6 亿元，并引入 2026 年盈利预测 23.2 亿元，对应 PE 估值 7.4/6.9/6.6 倍，维持“买入”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)	10.9	10.1	7.4	6.9	6.6
EV/EBITDA	8.8	7.9	6.4	6.3	6.3
市净率 (PB)	2.12	1.74	1.41	1.17	1.00

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	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.23 元
总市值/流通市值	15510/15510 百万元
52 周最高价/最低价	3.97/2.62 元
近 3 个月日均成交额	317.01 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)-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

招商南油发布 2023 年年报，数据表现基本符合预期。招商南油发布 2023 年年度报告，2023 年实现营业收入 62.0 亿元，同比-1.1%，实现归母净利润 15.6 亿元，同比+8.6%，其中扣非归母净利润为 15.4 亿元，同比+8.7%，非经常性损益主要来源于 1 艘老旧船舶的处置，实现约 1558 万元的资产处置收益。

图1：招商南油营业收入及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2：招商南油归母净利润及增速



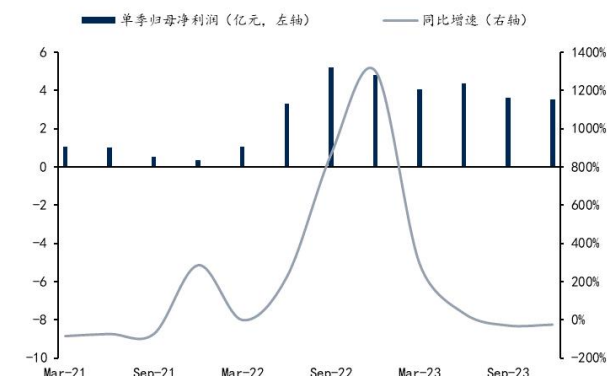
资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3：招商南油单季度营业收入及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4：招商南油单季度归母净利润及增速



资料来源：东财 Choice、国信证券经济研究所整理

招商南油依靠较为灵活的运力调配，外贸业务经营业绩明显跑赢行业。2023 年，国际成品油市场前高后低，MR TC7 航线（新加坡-澳大利亚东海岸）平均 TCE 为 2.62 万美元/天，较 2022 年的 3.44 万美元/天同比下降 23.74%。但是南油外贸业务实现营收 35.1 亿元，同比增长 1.9%，且毛利率为 33.9%，同比增加了 2.9pct，体现出公司较强的船队管理调配能力，以及对市场具有较为准确的判断。

化学品及乙烯运输景气度相对承压，静待国内化工产业链需求回升。分业务来看，油品运输业务实现收入 52.2 亿元，同比+3.4%，毛利率为 36.3%，同比+2.4pct；化学品运输业务实现收入 4.4 亿元，同比+3.8%，毛利率为 17.3%，同比-3.5pct；

乙烯运输业务：实现收入 1.8 亿元，同比+8.4%，毛利率为 28.3%，同比-8.2pct。整体来看，国内业务表现相对偏弱，一方面是因为南油在外贸运价较高时积极抽调内贸运力，另一方面来说，化学品及气体运输业务的景气度仍主要受制于国内石油化工产业链的景气度，预计随着我国及全球经济修复，化学品及乙烯运输业务的利润有望释放。

看好 2024 年供需改善，运价中枢同比抬升。需求侧，全球炼能东移的趋势并未停止，且俄油制裁对行业周转需求形成了长期拉动；供给侧，当前全球在手订单仍处低位，随着 IMO 新规落地，存量船舶面临降速及更新换代压力。预计 2024 年全球成品油运运力需求吨海里增速约 7.3%，有效运力供给增速约 1.8%，供需差约 5.5%。

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。将 2024-2025 年净利润预测由 22.1/23.2 亿元下调至 21.2/22.6 亿元，并引入 2026 年盈利预测 23.2 亿元，对应 PE 估值 7.4/6.9/6.6 倍，维持“买入”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	2.29	2.76	3.25	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	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	907	978	2685	2275	2456
P/E	10.9	10.1	7.4	6.9	6.6	货币资金的期初余额	1186	2093	3071	5756	8031
P/B	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0	货币资金的期末余额	2093	3071	5756	8031	10488
EV/EBITDA	8.8	7.9	6.4	6.3	6.3	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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

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

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032