

招商南油(601975)

报告日期: 2023年04月13日

多重催化渐近, 成品油运价有望重回升势

——招商南油点评报告

投资要点

- 短期催化因素加强, 欧美炼厂开工率提升叠加补库预期有望拉动成品油运需求**
 随着欧美炼厂开工率, 成品油运短期催化因素加强, 截至2023年3月31日, 美国炼厂开工率达89.6%, 较2月末提升3.8pct, 随着3月份欧美炼厂检修完成, 后续炼厂开工率有望逐步提升。根据4月12日财联社发布, 美国能源部长格兰霍姆称美国计划补充战略石油储备, 希望将战略石油储备恢复到俄乌冲突前的水平, 欧美补库预期提升, 有望拉动成品油运需求。
- 国内出行复苏促进成品油消费需求提升, 成品油配额有望进一步提振油运市场**
 国内出行持续复苏, 根据航班管家数据, 国内三大航执飞量较2019年恢复率达九成, 随着五一假期临近, 出行需求提升促进国内成品油需求, 若国内后续下发第二批成品油配额, 有望进一步提振成品油运市场。
- 俄罗斯成品油长距离出口转向得以验证, 炼厂产能变化下成品油贸易路线重构, 运距拉长逻辑有望持续演进**
 俄油制裁实施后, 全球成品油运格局改变, 根据Kpler数据, 3月俄罗斯成品油出口大幅增加, 达3118千桶/天, 环比增长22%, 为近两年的最大出口量, 主要增加了对沙特阿拉伯、土耳其等长距离国家的出口。中长期看, 随着欧美炼厂炼能持续下降, 全球炼厂产能东移将带动贸易格局持续变化, 为运距拉长提供长期逻辑支撑。
- 短期存在运价扰动因素, 供需差为长期运价提供强支撑**
 油轮在手订单处于历史低位, 根据克拉克森数据, 截至2023年4月初, 全球油轮总订单运力占比仅3.86%, 成品油轮订单运力占比5.99%, 2024年前运力增长有限, IMO新规进一步加强存量运力约束, 运力供给承压为行业上行周期提供强支撑。根据Clarksons数据, 2023-2024年, 全球成品油轮有效运力供给增速分别为+1.2%/+0.2%, 吨海里运输需求增速分别为11.5%/7.1%, 供需差分别为10.3%/6.9%, 成品油运力供需差为运价提供强支撑。
- 盈利预测与估值**
 公司为远东成品油运市场领先者, 外贸成品油运业务提供强业绩弹性, 根据我们测算, 成品油运TCE运价上涨1万美元, 公司外贸成品油运业务净利润上涨约6.73亿元, 公司有望受益行业景气度上行周期, 获得强业绩释放; 内贸油品及化工品运输带来稳定收益, 市场份额逐步提升, 专业化经营筑高壁垒。预计2023-2025年公司EPS为0.41、0.55、0.50元/股, 维持“增持”评级。
- 风险提示**
 成品油消费需求不及预期; 地缘政治风险; 弹性测算偏差风险等。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 秦梦鸽
 qinmengge@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥3.56
 总市值(百万元) 17,275.91
 总股本(百万股) 4,852.78

股票走势图



相关报告

- 1 《成品油运供需差夯实上行周期, 归母净利润同比增长384%》2023.03.28
- 2 《成品油运景气上行, 2022年公司归母净利润大幅增长》2023.01.20
- 3 《全球石油贸易重构, 成品油运开启景气周期——招商南油深度报告》2022.11.23

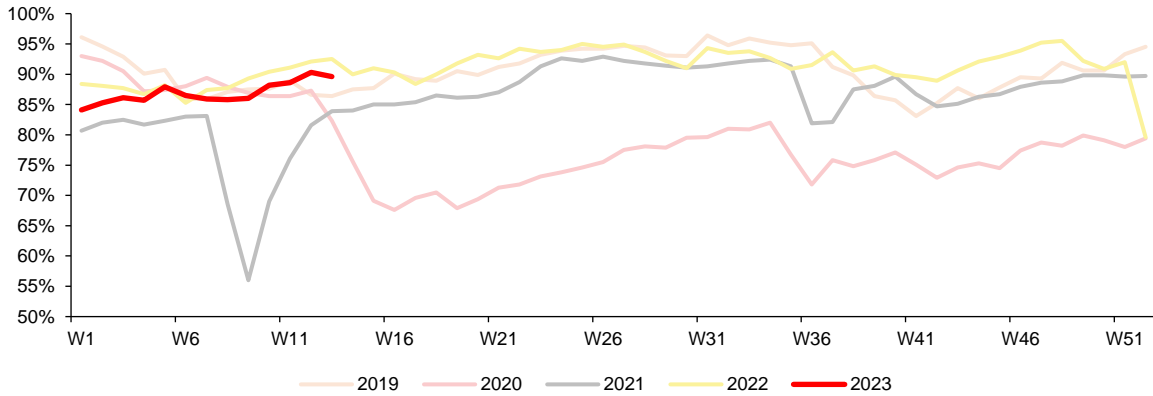
财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6264	6907	7862	7588
(+/-) (%)	62.20%	10.25%	13.83%	-3.48%
归母净利润	1434	1994	2675	2428
(+/-) (%)	383.67%	39.10%	34.13%	-9.24%
每股收益(元)	0.30	0.41	0.55	0.50
P/E	12.05	8.66	6.46	7.12

资料来源: 浙商证券研究所

附录

图1: 美国炼厂开工率



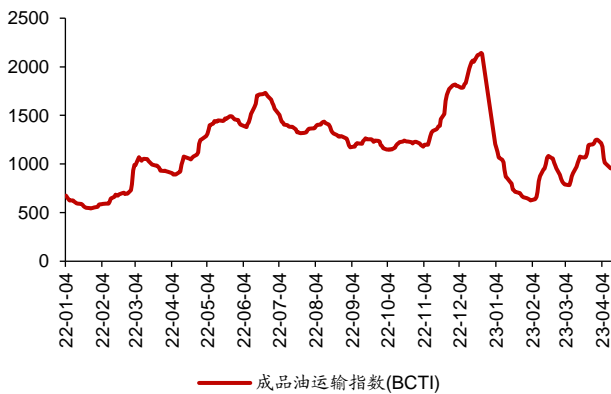
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表1: 行业历史供需差与 MR 运价均值、区间 (美元/天)

时间	供需差峰值	供需差均值	MR-TCE 峰值	MR-TCE 均值	MR-TCE 最大涨幅
1997.8-1998.7	2.17%	1.16%	13,225	11,768	2,997
2000.5-2001.4	5.33%	2.92%	35,359	21,288	22,136
2002.10-2004.1	1.04%	-1.14%	26,103	17,338	16,576
2014.1-2015.8	1.53%	-0.53%	27,248	16,458	18,430
2018.4-2018.12	1.29%	-0.31%	17,208	8,424	11,853
2021.5-2023.2	6.86%	4.26%	42,258	19,927	38,203

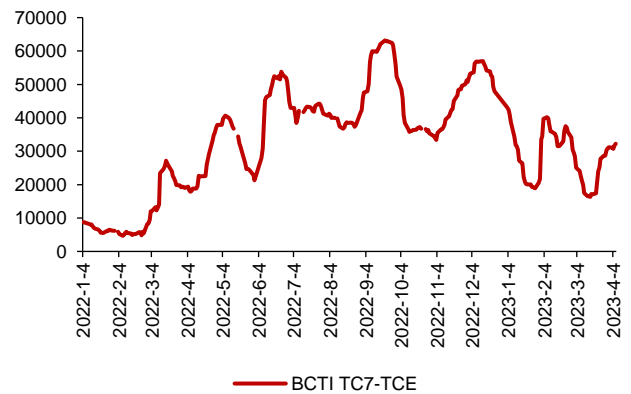
资料来源: Clarksons, Wind, 浙商证券研究所

图2: BCTI 指数趋势图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: TC7 新加坡-澳洲东 TCE 运价



资料来源: Clarksons, 浙商证券研究所

表2: 公司成品油运弹性测算

	情景一	情景二	情景三
TCE 假设 (美元/天)	40000	50000	60000
成品油轮数量 (艘)	30	30	30
保本点水平 (美元/天)	13000	13000	13000
运营天数假设 (天)	330	330	330
汇率假设	6.8	6.8	6.8
成品油运净利润 (亿元)	18.18	24.91	31.64

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3443	5780	8667	11325
现金	2093	4542	7310	9978
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	184	228	255	240
其它应收款	48	97	118	93
预付账款	4	9	10	8
存货	350	356	384	372
其他	763	548	590	634
非流动资产	7076	6242	5903	5470
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5758	5336	4927	4659
无形资产	9	8	8	8
在建工程	275	253	246	239
其他	1034	645	722	564
资产总计	10519	12022	14570	16795
流动负债	1365	1364	1423	1399
短期借款	0	88	46	45
应付款项	397	428	442	432
预收账款	0	1	1	1
其他	968	847	934	922
非流动负债	1621	1111	870	641
长期借款	1070	780	455	209
其他	551	330	415	432
负债合计	2986	2475	2293	2040
少数股东权益	136	156	211	260
归属母公司股东权	7397	9391	12066	14494
负债和股东权益	10519	12022	14570	16795

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1957	2813	3200	3251
净利润	1447	2015	2730	2478
折旧摊销	540	475	496	501
财务费用	51	27	66	89
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(157)	149	(80)	(4)
其它	76	148	(12)	187
投资活动现金流	(670)	(31)	(79)	(228)
资本支出	(410)	84	57	(90)
长期投资	0	0	0	0
其他	(260)	(115)	(136)	(138)
筹资活动现金流	(454)	(333)	(354)	(355)
短期借款	(51)	88	(42)	(2)
长期借款	(122)	(289)	(326)	(246)
其他	(281)	(132)	14	(107)
现金净增加额	833	2449	2768	2668

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6264	6907	7862	7588
营业成本	4384	4252	4498	4483
营业税金及附加	18	14	16	15
营业费用	36	55	63	61
管理费用	94	104	189	190
研发费用	0	0	0	0
财务费用	51	27	66	89
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	26	2	3	3
营业利润	1706	2457	3033	2753
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1707	2457	3033	2753
所得税	261	442	303	275
净利润	1447	2015	2730	2478
少数股东损益	13	20	55	50
归属母公司净利润	1434	1994	2675	2428
EBITDA	2483	3309	3795	3293
EPS (最新摊薄)	0.30	0.41	0.55	0.50

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	62.20%	10.25%	13.83%	(3.48%)
营业利润	336.18%	44.02%	23.46%	(9.24%)
归属母公司净利润	383.67%	39.10%	34.13%	(9.24%)
获利能力				
毛利率	30.02%	38.43%	42.78%	40.92%
净利率	23.09%	29.17%	34.72%	32.65%
ROE	21.35%	23.35%	24.52%	17.96%
ROIC	16.87%	20.69%	21.67%	15.82%
偿债能力				
资产负债率	28.39%	20.58%	15.74%	12.15%
净负债比率	60.86%	61.06%	53.34%	46.93%
流动比率	2.52	4.24	6.09	8.09
速动比率	2.27	3.98	5.82	7.83
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.61	0.59	0.48
应收账款周转率	41.91	35.27	34.33	32.46
应付账款周转率	12.18	10.36	10.43	10.33
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.41	0.55	0.50
每股经营现金	0.40	0.58	0.66	0.67
每股净资产	1.52	1.94	2.49	2.99
估值比率				
P/E	12.05	8.66	6.46	7.12
P/B	2.34	1.84	1.43	1.19
EV/EBITDA	7.86	4.45	3.11	2.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>