

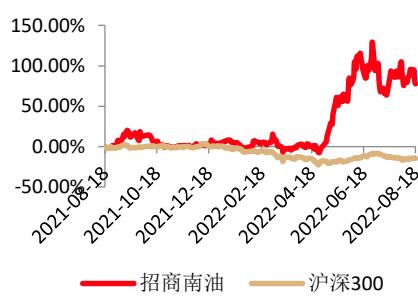
个股投资评级

推荐 | 首次覆盖

公司基本情况

52周内高	4.56
52周内低	1.70
总市值(百万元)	16936.22
流通市值(百万元)	16936.22
总股本(百万股)	4852.78
A股(百万股)	4852.78
一已流通(百万股)	4852.78
一限售股(百万股)	0

股价趋势图



研究所

分析师：魏大朋
SAC 登记编号： S1340521070001
Email： weidapeng@cnpsec.com

公司研究

招商南油 (601975.SH): 二季度业绩高增长，成品油运景气度持续向上

● 事件

招商南油披露 2022 年半年报，上半年公司实现营业收入 25.50 亿元，同比增长 35.09%；公司归母净利润 4.33 亿元，同比增长 107.91%；扣非归母净利润为 4.13 亿元，同比增长 99.31%。二季度公司归母净利润约为 3.29 亿元，同比增长 222.14%。公司二季度业绩大幅增长，符合预期。

● 核心观点：

受益于油运行业景气向好，H1 业绩大幅提升。招商南油是招商局集团旗下从事油轮运输的专业化公司。公司主要从事内外贸油品、化学品和气体运输业务。根据半年报披露的数据，石油运输占公司营收的 75%左右，毛利占比则高达 86.12%。目前油运行业处于景气上升期，在需求端，俄乌冲突持续导致成品油轮运距拉长，同时原油商业库存低位存在较强补库需求；而在供给端，油轮船舶老龄化严重，行业新船订单处于历史低位，未来供给增速将明显放缓。受益于此，上半年公司业绩大幅提升，H1 实现营业收入 25.50 亿元，同比增长 35.09%；归母净利润 4.33 亿元，同比上升 107.91%。

运价维持高位运行，公司良好的船队规模和结构有望持续受益。首先，俄乌冲突的持续以及欧洲对俄制裁而“舍近求远”导致的运距拉长是本轮成品油运价上涨的直接导火索。从上半年运价的趋势来看，油轮原油运价指数 (BDTI) 年内出现快速拉升，最高点为 1744 点，同比 2021 年上半年最高点 765 点大幅上升 979 点；BDTI 上半年均值为 1092 点，同比 2021 年上半年均值 607 点上涨 79.72%。波罗的海成品油运价指数 (BCTI) 年内出现快速拉升，最高点为 1732 点，同比 2021 年上半年最高点 677 点大幅上升 1055 点；BDTI 上半年均值为 1044 点，同比 2021 年上半年均值 511 点上涨 104.36%。其次，伴随全球疫情好转和政策的变化，季节性刚需带动汽柴煤消费需求大幅上行，成品油海运贸易需求稳步增长，这将带动运价持续上行。数据显示随着中国原油进口量反弹，以 VLCC 为主的大船市场开始逐步复苏，7 月份 VLCC-TCE 同比上涨 21%，环比上涨 55%。再次，受集运周期影响，现在船厂船坞紧张，VLCC 新订单没有空间，行业运力紧平衡仍将延续。公司成品油船队规模领先，截止本报告期末，公司拥有及控制运力 61

艘，共计 224 万载重吨。MR 船队在国内及苏伊士运河以东区域规模占据优势地位，原油运输目前位列国内第二；此外，公司具有良好的船队结构，旗下的五星旗船舶具有内外贸兼营的资质，因此能够更好的调节船队运营以平衡内外贸货源的不均衡，在外贸成品油运价高度景气时可将内贸船舶投入外贸市场从而提高船舶运行效率和收益。

● 盈利预测与投资建议

我们认为油运行业景气向好的逻辑不变，运价预计将持续高位运行。招商南油作为国内第二的石油运输企业，其良好的船队规模与内外贸兼具的船队结构有望持续从油运的高度景气中受益。我们预计 2022~2024 年归母净利润预测为 15.05/16.70/17.72 亿元，同比 +408%/11%/6%，公司 2022~2024 年 EPS 为 0.31/0.34/0.37 元，8 月 18 日收盘价对应 P/E 为 11.0/9.9/9.4 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

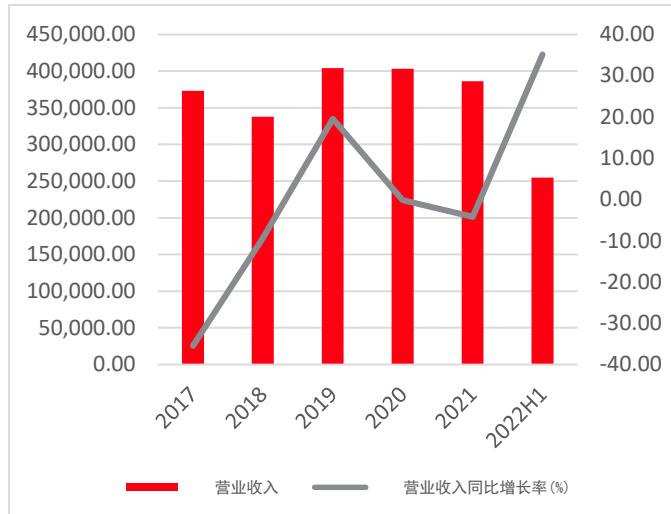
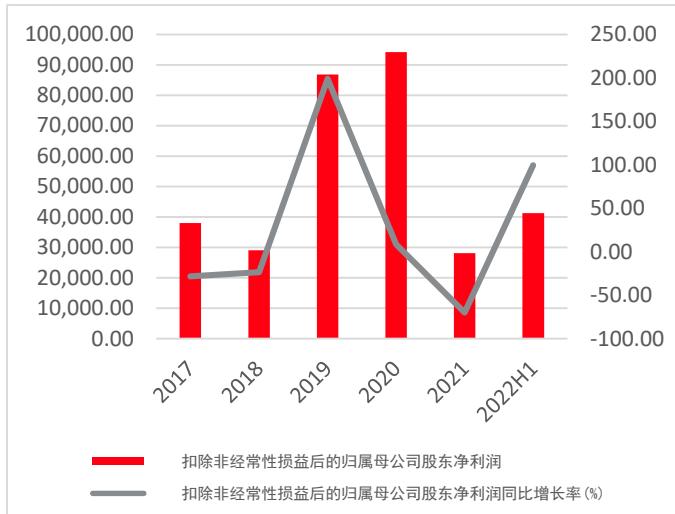
● 风险提示

全球经济复苏不及预期；安全事故风险；燃油价格波动风险。

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	4,032	3,862	5,422	5,967	6,293
增长率（%）	0%	-4%	40%	10%	5%
归母净利润（百万元）	1,390	296	1,505	1,670	1,772
增长率（%）	58%	-79%	408%	11%	6%
EPS（元）	0.28	0.06	0.31	0.34	0.37
P/E	12.2	56.0	11.0	9.9	9.4
毛利率（%）	34.8%	18.1%	36.1%	36.0%	35.8%
净利率（%）	34.5%	7.7%	27.8%	28.0%	28.2%
ROE	24.3%	5.1%	20.7%	18.7%	16.5%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

图表 1：招商南油营业收入及同比情况（单位：万元）

图表 2 扣除非归母净利润及同比（单位：万元）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 3：公司分行业营收增速（单位：%）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

图表 4：招商南油营收占比情况（单位：%）


资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,419	2,175	3,547	5,347	6,722	经营活动现金流	1,974	853	1,830	2,124	2,250
现金	1,602	1,186	2,265	3,936	5,233	净利润	1,390	296	1,505	1,670	1,772
应收账款	139	135	177	195	206	折旧摊销	447	516	415	370	353
其它应收款	46	89	126	138	146	财务费用	145	122	125	125	126
预付账款	4	12	13	15	15	投资损失	0	0	0	0	0
存货	206	294	322	355	375	营运资金变动	1,652	(75)	(263)	(93)	(55)
其他	422	458	644	708	747	其它	(1,660)	(7)	48	52	54
非流动资产	6,303	6,579	5,962	5,921	6,395	投资活动现金流	(476)	(297)	201	(328)	(828)
长期投资	0	0	0	0	0	资本支出	(476)	(391)	272	(328)	(828)
固定资产	5,966	5,414	4,674	4,583	4,799	其他	0	94	(71)	0	0
无形资产	6	7	8	8	9						
其他	331	1,157	1,281	1,329	1,588	筹资活动现金流	(684)	(944)	(952)	(125)	(126)
资产总计	8,721	8,754	9,509	11,268	13,117	短期借款	39	(162)	(51)	0	0
流动负债	1,040	1,296	501	539	563	长期借款	(180)	(566)	0	0	0
短期借款	213	51	0	0	0	其他	(543)	(216)	(901)	(125)	(126)
应付账款	280	323	354	390	413	现金净增加额	814	(388)	1,079	1,671	1,296
其他	547	922	147	149	150	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
非流动负债	1,834	1,556	1,556	1,556	1,556	成长能力	-0.2%	-4.2%	40.4%	10.1%	5.4%
长期借款	1,758	1,192	1,192	1,192	1,192	营业收入	15.5%	-62.7%	316.0%	12.1%	7.2%
其他	76	364	364	364	364	营业利润	58.5%	-78.7%	407.7%	11.0%	6.1%
负债合计	2,874	2,852	2,057	2,095	2,119	归属母公司净利润					
少数股东权益	123	132	178	228	282	获利能力	34.8%	18.1%	36.1%	36.0%	35.8%
归属母公司股东权益	5,724	5,769	7,274	8,944	10,716	毛利率	34.5%	7.7%	27.8%	28.0%	28.2%
负债和股东权益	8,721	8,754	9,509	11,268	13,117	净利率	24.3%	5.1%	20.7%	18.7%	16.5%
利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	13.0%	4.8%	19.3%	17.7%	15.9%
营业收入	4,032	3,862	5,422	5,967	6,293	ROIC					
营业成本	2,627	3,162	3,466	3,821	4,040	偿债能力	33.0%	32.6%	21.6%	18.6%	16.2%
营业税金及附加	14	7	10	18	19	资产负债率	27.2%	23.1%	12.5%	10.6%	9.1%
营业费用	33	33	43	42	38	净负债比率	2.32	1.68	7.08	9.91	11.94
管理费用	110	118	163	149	126	流动比率	2.13	1.45	6.43	9.26	11.27
财务费用	125	95	125	125	126	速动比率					
资产减值损失	(68)	(70)	0	0	0	营运能力	0.46	0.44	0.57	0.53	0.48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	总资产周转率		29			34
投资净收益	0	0	12	12	12	应收账款周转率	8.92	10.49	10.24	10.26	10.06
营业利润	1,048	391	1,627	1,825	1,957	应付账款周转率					
营业外收入	495	2	10	11	12		0.28	0.06	0.31	0.34	0.37
营业外支出	1	0	5	6	6	每股收益	0.40	0.18	0.38	0.44	0.46
利润总额	1,542	393	1,632	1,830	1,963	每股经营现金	1.16	1.19	1.50	1.84	2.21
所得税	142	88	82	110	137	每股净资产					
净利润	1,400	305	1,551	1,720	1,825	估值比率	12.2	56.0	11.0	9.9	9.4
少数股东损益	10	9	46	51	54	P/E	3.0	2.9	2.3	1.9	1.5
归属母公司净利润	1,390	296	1,505	1,670	1,772	P/B	47.7	85.7	34.5	32.2	30.7
EPS	0.28	0.06	0.31	0.34	0.37	EV/EBITDA	-0.2%	-4.2%	40.4%	10.1%	5.4%

数据来源: Wind, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。