

受益于成品油跨区运输，调高目标价至7.2元

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 全球炼油重心东移，成品油跨区运输成为“新常态”；2) 消费旺季欧洲柴油进口需求高涨，虹吸效应导致招商南油主力航线运价提升，TC7收于59793美元/天，同比年初增加606.1%；3) 同时成品油轮供给放缓，目前在手订单比例仅4.9%，运价将进一步高涨，公司内外贸兼营静待价值重估。公司未来三年有望实现年均35.3%的复合增长，2023年PE仅为6倍。
- **欧洲秋冬季成品油需求提高，美国限制油品出口导致TC8航线运费率先走高，虹吸效应带动TC7航线运价提升。**欧洲秋季补库存意愿强烈同时冬季燃油消费旺季推动成品油需求高涨，而美国炼油厂在政府施压下将减少对欧燃油出口，苏伊士运河以东地区有望成为最大贡献者，目前中东-欧洲航线运费率先走高，虹吸效应导致亚太地区成品油运力紧张，带动新加坡-澳大利亚（招商南油主力航线）运价提升，截至9月12日，TC8航线收于57098美元/天，同比年初增长980.2%，TC7收于59793美元/天，同比年初增加606.1%。
- **成品油轮供给放缓，油轮复苏势头强劲。**新能源不断发展背景下，成品油轮新增运力放缓，目前运力规模为2亿载重吨，而在手订单比例仅4.9%，同时成品油轮中船龄超20年的载重吨占比为9.9%，加之环保政策趋严，随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，船舶供应减少短时间内难以逆转。
- **公司油轮规模领先，内外贸兼营保证公司发展稳健且具有弹性。**公司MR船队在国内及苏伊士运河以东区域规模占据优势地位，外贸成品油运输业务规模位居远东第一，同时在全球载重为1-5.5万吨的油轮船东中位列前十。公司通过内外贸兼营，一方面更好的调节船队运营，平衡内外贸货源的不均衡，提高船舶收益；一方面有效防范单边市场运作风险，提高自身市场竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好多因素影响下国际成品油运价上涨，公司采取内外贸兼营等策略有望获利，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为16.4、35.2、42亿元，每股收益分别为0.34、0.72、0.87元。考虑到欧美成品油炼能紧张、库存位于低位，跨区贸易推动国际成品油运输市场景气向上，给予公司2023年10倍PE，对应目标价7.2元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

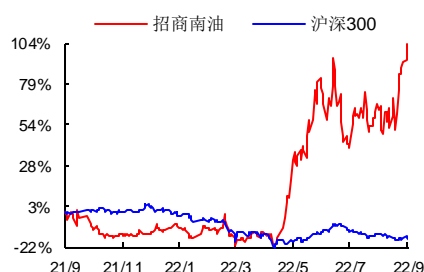
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3862.24	5722.87	8431.14	9572.51
增长率	-4.20%	48.17%	47.32%	13.54%
归属母公司净利润（百万元）	296.44	1644.30	3516.56	4204.35
增长率	-78.68%	454.68%	113.86%	19.56%
每股收益EPS（元）	0.06	0.34	0.72	0.87
净资产收益率ROE	5.18%	22.01%	32.96%	29.63%
PE	72	13	6	5
PB	3.68	2.82	1.98	1.49

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	48.53
流通A股(亿股)	48.53
52周内股价区间(元)	1.79-4.64
总市值(亿元)	217.40
总资产(亿元)	87.54
每股净资产(元)	1.19

相关研究

1. 招商南油（601975）：成品油运输市场向好，业绩有望进一步提升（2022-08-19）

目 录

1 公司概况：全球领先的中小船型液货运输服务商	1
2 行业分析：油轮复苏势头强劲，海上运输良性发展	3
2.1 长距离运输利好油运市场，运力供给放缓增添复苏动力	3
2.2 炼能提高促进内贸油运需求，准入制度有助市场良性发展	10
2.3 危化品水运需求释放，运力管控下有望实现量价齐升	11
3 公司分析：油化气协同，内外贸兼营	13
3.1 油运受国际运价影响大，化运等多元业务稳健发展	13
3.2 远东领先的油轮船东，细分市场建立良好口碑	14
4 财务分析：内贸保证经营效益，外贸提供业绩弹性	16
5 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测	17
5.2 相对估值	19
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务收入情况.....	2
图 3: 公司主营业务毛利情况.....	2
图 4: 公司 2018 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2018 年以来利润及增速.....	2
图 6: 公司控股股东.....	3
图 7: 公司十大股东.....	3
图 8: 成品油运输上下游.....	3
图 9: 世界石油需求量.....	4
图 10: 欧美炼能情况.....	4
图 11: 俄罗斯石油出口情况.....	5
图 12: 欧洲石油进口情况.....	5
图 13: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热).....	5
图 14: 欧洲成品油库存 (千桶).....	5
图 15: 美国石油出口情况 (千桶).....	6
图 16: 美国出口成品油细分情况.....	6
图 17: 美国炼厂开工率.....	6
图 18: 美国原油和成品汽油库存 (千桶).....	6
图 19: 全球炼能结构 (千桶/日).....	6
图 20: 全球炼能增长计划.....	6
图 21: 欧洲 CPP 进口变动情况.....	7
图 22: BCTI 及成品油航线运价 (美元/天).....	7
图 23: 世界船队在手订单情况.....	8
图 24: 世界船队运力结构.....	8
图 25: 成品油轮运力规模 (4.1-5.9 万载重吨).....	8
图 26: 成品油轮在手订单占比.....	8
图 27: 不同年限成品油轮载重吨占比情况.....	9
图 28: 成品油轮平均速度 (节).....	10
图 29: 我国炼油厂炼能.....	10
图 30: 山东炼油厂开工率.....	11
图 31: 我国危化品物流市场规模 (万亿元).....	11
图 32: 水路运输占比变化情况.....	12
图 33: 我国沿海散装液体化学品船情况.....	12
图 34: 我国乙烯产量.....	13
图 35: 石油运输业务收入.....	13
图 36: 石油运输业务毛利.....	13
图 37: 化学品运输业务收入.....	14
图 38: 化学品运输业务毛利.....	14
图 39: 乙烯运输和贸易业务收入.....	14

图 40: 乙烯运输和贸易业务毛利	14
图 41: 公司内外贸收入情况	16
图 42: 公司内外贸毛利情况	16
图 43: 21 年公司成本构成	16
图 44: 公司毛利率情况	16
图 45: 公司三费率情况	17
图 46: 公司净利率情况	17

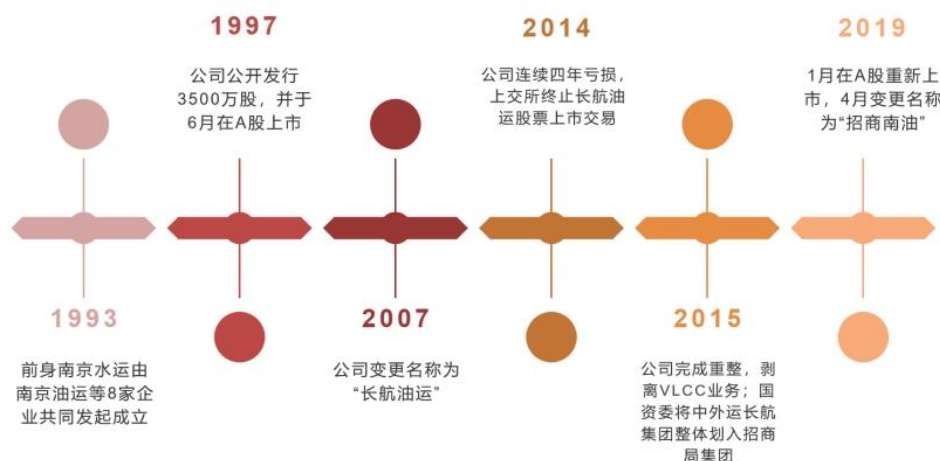
表 目 录

表 1: 公司目前运力结构	1
表 2: 国际环保政策	9
表 3: 船队排名情况	15
表 4: 2022H1 新租入 MR 船情况	15
表 5: 公司运力结构预测	17
表 6: 公司外贸成品油运 TCE 收入预测	18
表 7: 分业务收入及毛利率	18
表 8: 可比公司估值	19
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：全球领先的中小船型液货运输服务商

招商南油是招商局旗下从事油轮运输的公司，前身南京水运实业股份于 1993 年由南京油运公司联合长江沿线等八家国有大中型石油化工企业共同发起成立，并于 1997 年在 A 股上市，由于公司常年亏损 2014 年上交所终止公司上市交易，2015 年公司完成重整，剥离亏损 VLCC 业务，并整体划入招商局集团，此后公司管理能力全面提升，盈利能力不断增强，于 2019 年在 A 股重新上市，并变更名称为“招商南油”。

图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司是全球领先的中小船型液货运输服务商。经过重整，公司聚焦于内贸原油、外贸成品油、化学品、气体运输等具有相对优势的市场领域，同时积极拓展船员劳务、燃油供应等多元化业务，构建起“油气化协同、内外贸兼营、江海洋直达”的业务格局。目前公司拥有和控制船舶 61 艘，运力规模总计 224 万载重吨，年运输能力超过 4000 万吨，购建的船舶订单中，共有 2 艘 HANDY 船、4 艘 MR 船、1 艘化学品船分别于 2-3 年内陆续交付，公司运力规模有望实现进一步提升。

表 1：公司目前运力结构

船型	状态	数量	占比
MR 油轮	控制	38	62.3%
Handy 油轮	控制	6	9.8%
Panamax 油轮	控制	2	3.3%
化学品船	控制	12	19.7%
乙烯船	控制	3	4.9%
合计	-	61	100%
船型	状态	数量	预计交付时间
Handy 油轮	建造中	2	2022
化学品船	建造中	1	2022
MR 油轮	建造中	4	2023、2024
合计	-	7	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

凭借规模领先的船队，公司发展稳定且具有向上弹性。公司通过期租租船（包括租进、租出）、参与市场联营体（POOL）运作、与主要货主签署 COA 合同、航次租船以及光船租赁等方式开展海上运输业务，其中公司油品运输业务收入占比 70% 左右，毛利贡献超 80%；公司危险品运输业务稳定发展，业务收入、毛利占比在 10% 左右。

图 2：公司主营业务收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

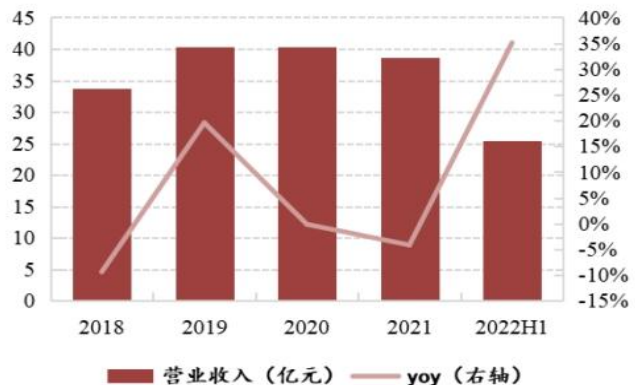
图 3：公司主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

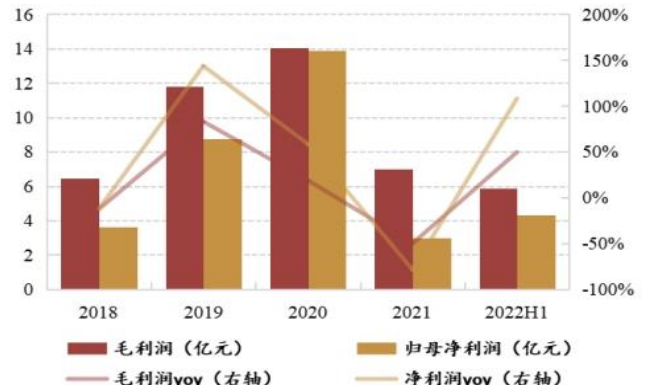
公司营收受市场运价影响，22H1 实现快速增长。2022H1 公司实现营收 25.5 亿元，同比增长 35.1%，主要为自俄乌冲突爆发后，国际成品油运价大幅上涨，公司外贸业务收入明显增加所致；2022H1 公司毛利润 5.9 亿元，同比增长 49.5%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 107.9%。

图 4：公司 2018 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

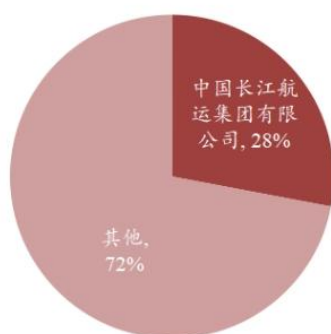
图 5：公司 2018 年以来利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

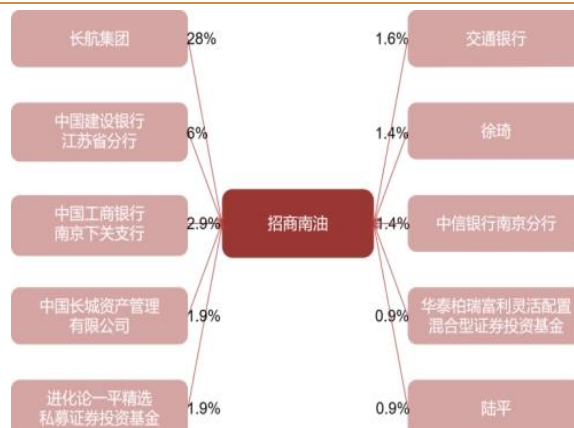
公司控股股东为长航集团，直接持股 28%，实际控制人为招商局集团，最终控制人为国资委。2015 年国资委以无偿划转方式将中外运长航集团整体划入招商局集团，招商局集团成为公司的实际控制人，公司最终控制人仍为国务院国资委；2021 年中外运长航集团将持有的公司股份无偿划转给长航集团。截至 2022H1 公司十大股东主要由长航集团以及债务重组时涉及的金融机构债权人组成，合计持股比例为 46.8%。

图 6：公司控股股东



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司十大股东



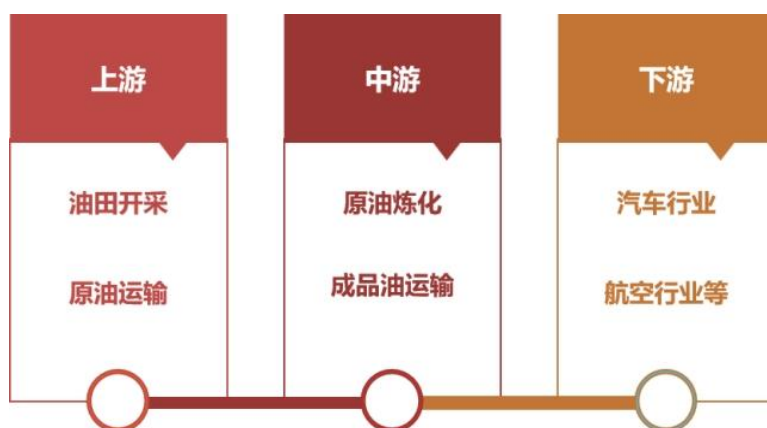
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 行业分析：油轮复苏势头强劲，海上运输良性发展

2.1 长距离运输利好油运市场，运力供给放缓增添复苏动力

成品油运输为解决成品油供给与经济发展消费需求错配而生。成品油是原油经过生产加工而成的石油燃料等产品，主要包含汽油、柴油、煤油等。成品油运输是连接炼厂与下游消费端的“桥梁”，需求主要受宏观经济活动、石油生产的地理变化、消费和炼油能力、石油价格、运输替代品（如管道）的可用性和国家和石油贸易公司的库存政策影响，常用油轮运输的货物量（吨）以及货物运输距离（海里）的乘积来表示。

图 8：成品油运输上下游



数据来源：西南证券

美国限制成品油出口将拉长运输距离，利好油轮市场。自欧美同盟发布俄罗斯能源禁令以来，欧洲等地为弥补俄罗斯石油缺口转向美国进口原油及成品油，美国出口暴涨的同时石油库存水平处于历史级别低位，美国政府施压美国炼油厂减少对欧燃油出口；随着欧洲秋季补库以及冬季消费旺季到来，苏伊士运河以东地区将成为最大贡献者，成品油跨区运输成为“新常态”，运输需求将有所提高。

成品油轮供给放缓，油轮复苏势头强劲。新能源不断发展背景下，成品油轮新增运力放缓，同时成品油轮“老龄化”严重加之环保政策趋严，老旧船加快出清，运力供给逐步偏离油轮需求，而供给放缓短时间内难以逆转，成品油轮复苏势头强劲。

2.1.1 美国限制成品油出口将拉长运输距离，利好油轮市场

海外疫情管控逐步放松，带来石油消费需求复苏。海外各国对疫情管控逐步放松，出行需求上涨，随之而来航空、公共运输业恢复，带来燃料需求上涨。在大多数国家防疫限制取消的背景下，国际航空运输协会 (IATA) 预计今年总乘客人数将达到疫情前水平的 83%，2024 年则可以恢复到疫情前水平；IEA 最新月度报告也表明用于发电和天然气转油的石油使用量飙升，将进一步推高石油需求，IEA 预测 2022 年世界石油需求量为 9970 万桶/日，同比增长 3.3%，2023 年为 1 亿桶/日。

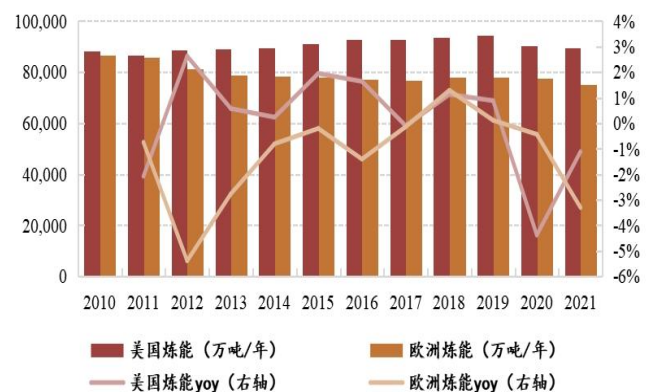
碳中和叠加疫情导致欧美国家炼油厂大量关闭，陷入炼厂关停潮。疫情以及低碳政策影响下，欧洲国家多个炼油厂永久关停，2021 年，全球炼能同比下降 2088.9 万吨/年，其中欧美炼能分别下降 2568.2、1006 万吨/年，同时随着成品油需求恢复，炼厂下降的产能需要通过加大对外进口成品油来弥补。

图 9：世界石油需求量



数据来源：IEA，西南证券整理

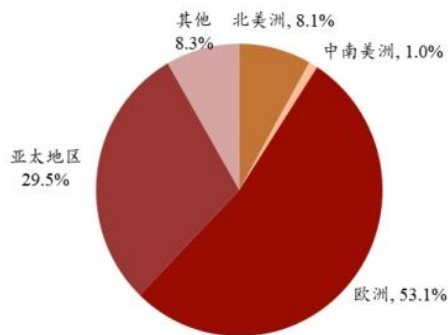
图 10：欧美炼能情况



数据来源：BP，西南证券整理

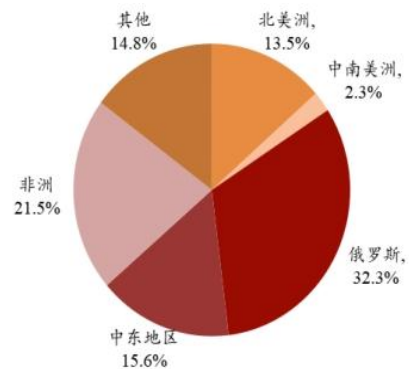
俄乌冲突前，俄罗斯是欧洲能源主要供应商。长约 5500 公里的德鲁兹巴管道系统是世界上最长的管道网，每天向东欧和中欧的炼油厂直接输送 75 万桶原油。2021 年，欧洲进口俄罗斯原油 138.7 百万吨，占欧洲原油总进口的 29.7%、俄罗斯出口原油的 52.6%；进口俄罗斯成品油 75.9 百万吨，占欧洲成品油总进口的 38.4%、俄罗斯出口成品油的 53.9%，此外俄罗斯精炼产品占 2021 年欧洲海运进口总量的 15.9%，总计 21.6 百万吨，其中汽油/柴油占交易量的 95.4%。

图 11: 俄罗斯石油出口情况



数据来源: BP, 西南证券整理

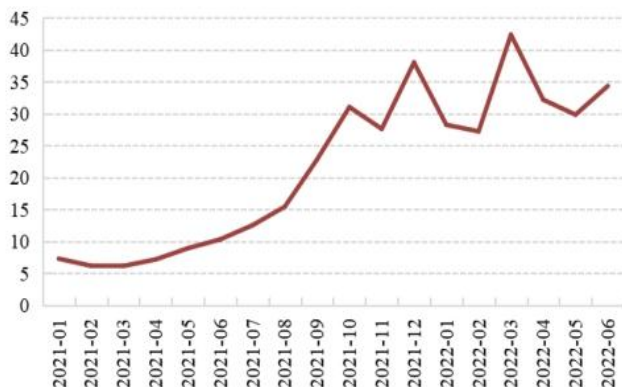
图 12: 欧洲石油进口情况



数据来源: BP, 西南证券整理

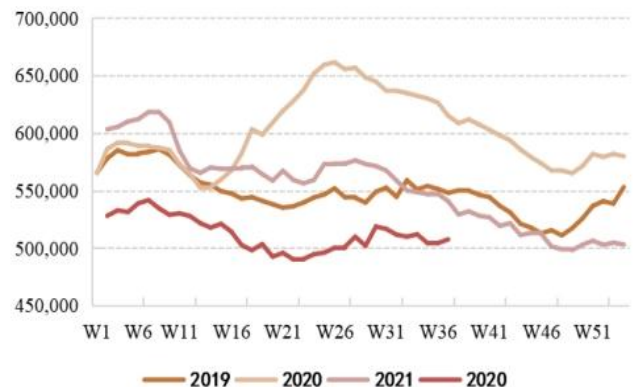
俄乌冲突下, 连锁反应导致欧洲成品油裂解价差居高不下, 成品油缺口不断扩大。欧美对俄罗斯原油及石油产品的海上运输实施服务禁令, 俄罗斯通过停止能源供应回应制裁, 目前由于俄欧输气管道输气量的急剧减少, 导致作为炼厂加氢裂化的原料—天然气价格飙升, 同比年初上涨 372.5%, 炼厂成本随之上升, 欧洲成品油裂解价差居高不下, ARA 地区库存处于 2008 年以来的最低水平, 随着后续 12 月原油禁令及明年 2 月石油产品禁令正式生效, 欧洲进口俄罗斯成品油缺口将进一步扩大。

图 13: 欧洲天然气价格 (美元/百万英热)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 欧洲成品油库存 (千桶)



数据来源: Wind, 西南证券整理

欧洲国家转向美国寻求石油供应, 美国出口量上升。2022 年 6 月, 美国出口原油 107.2 百万桶, 较 22 年初上涨 3.3%, 成品油出口量为 95.2 百万桶, 较 22 年初大幅上涨 19.2%, 其中成品汽油出口 25.4 百万桶, 占比为 26.7%; 馏出燃料油出口 37.6 百万桶, 占比为 39.5%。随着美国炼厂开工率恢复, 成品油产量有所回升, 但巨大石油出口仍然导致美国国内原油、成品油处于低位, 目前俄克拉何马库欣原油库存为 24.8 百万桶, 较 22 年初下降 28.9%。

图 15: 美国石油出口情况 (千桶)



数据来源: EIA, 西南证券整理

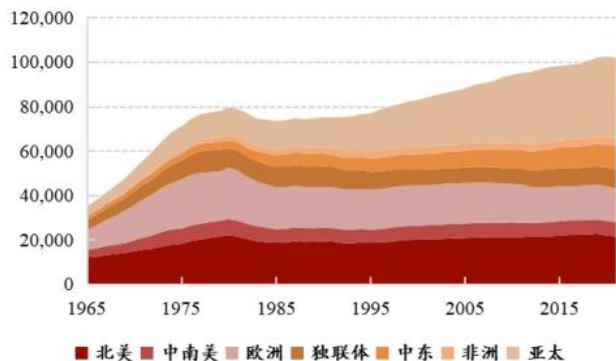
图 17: 美国炼厂开工率



数据来源: EIA, 西南证券整理

亚太地区炼能增势强劲, 全球成品油供给结构正在重构。自 2011 年以来中国、印度和中东炼能复合增速分别为 2.7%、2.8%、2.8%, 2021 年在全球炼能中占比分别为 16.7%、4.9%、10.6%, 亚太、中东等地区逐渐成为全球炼能重心; EIA 预测 2022 年全球炼油净产能将增加 100 万桶/日, 2023 年将增加 160 万桶/日, 其中在亚洲和中东, 至少有 9 个炼油厂项目开始运营, 或计划在 2023 年底前投, 按照目前的计划产能, 一旦全面投产, 将增加 290 万桶/日的全球炼油产能。

图 19: 全球炼能结构 (千桶/日)



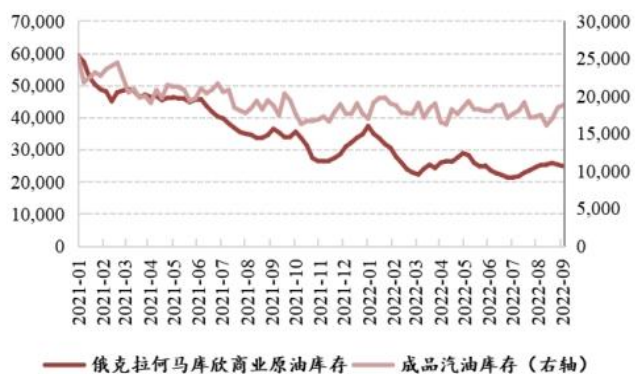
数据来源: BP, 西南证券整理

图 16: 美国出口成品油细分情况



数据来源: EIA, 西南证券整理

图 18: 美国原油和成品汽油库存 (千桶)



数据来源: EIA, 西南证券整理

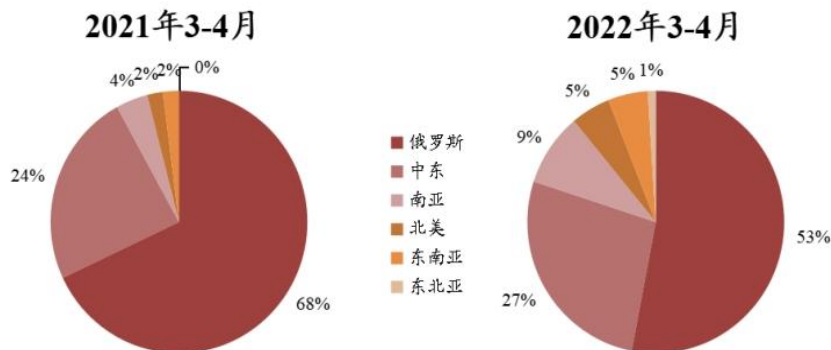
图 20: 全球炼能增长计划



数据来源: EIA, 西南证券整理

亚太、中东的新炼油厂凭借先进、环保的技术比欧洲炼油厂更具竞争力，能够较好弥补欧洲成品油缺口。欧洲通过南亚、中东等长距离贸易弥补成品油缺口，2022年3-4月间，俄罗斯对欧洲的 CPP（清洁石油产品）出口减少了约 110 万吨，年环比下降 15.2%，几乎都是由汽油/柴油造成的。而欧洲通过从中东和亚洲等地进口约 290 万吨 CPP 来抵消俄罗斯的股份，其中南亚（主要是印度）3-4 月出口增加了 74 万吨，年环比增加 5.7%，汽油/柴油占总份额的 77.5%。

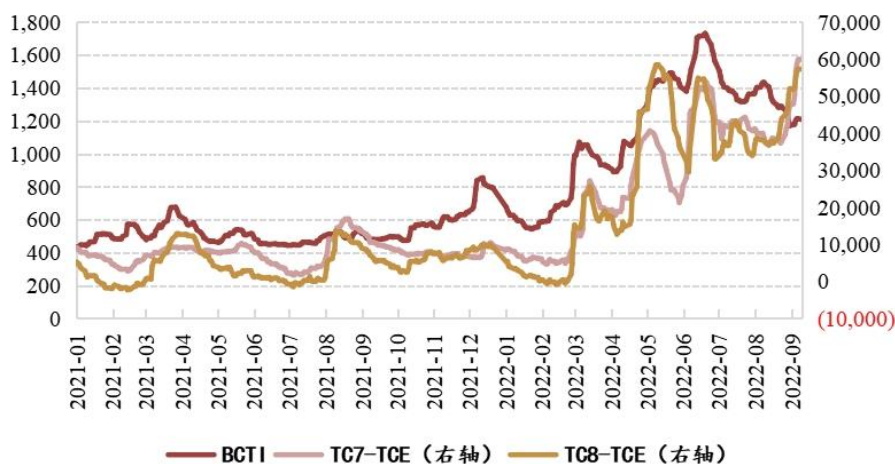
图 21：欧洲 CPP 进口变动情况



数据来源：Drewry，西南证券整理

欧洲秋冬季成品油需求提高，美国限制油品出口导致 TC8 航线运费率先走高，虹吸效应带动 TC7 航线运价提升。欧洲秋季补库存意愿强烈同时冬季燃油消费旺季推动成品油消费需求高涨，而美国成品油由于前期出口大幅增加，导致国内库存同处低位，政府担心在墨西哥湾进入飓风季之际，低油气库存叠加飓风减产会导致美国燃料价格重新飙涨，因此美国炼油厂在政府施压下将减少对欧燃油出口，苏伊士运河以东地区有望成为最大贡献者，中东-欧洲 TC8 航线运费率先走高，目前该航线收于 57098 美元/天，同比年初增长 980.2%，虹吸效应导致亚太地区成品油运力紧张，带动 TC7 运价提升，目前收于 59793 美元/天，同比年初增加 606.1%。

图 22：BCTI 及成品油航线运价（美元/天）

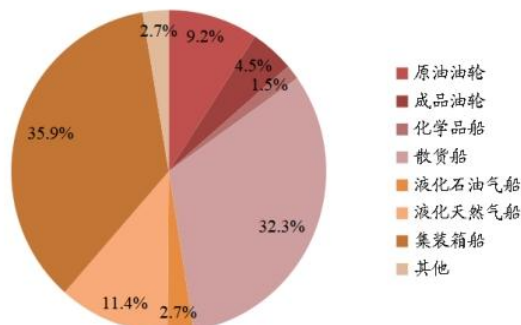


数据来源：Clarksons，西南证券整理

2.1.2 成品油轮运力供给放缓，复苏势头强劲

成品油轮供给放缓为油轮复苏奠定基础。高景气使得集装箱、干散货船订单上升，而 LNG 作为航运替代燃料，具有较好的发展空间，因此目前船东主要在手订单为集装箱、干散货船以及 LNG 船，成品油轮在手订单占全部订单仅 4.5%。在新能源不断发展下，未来成品油发展存在极大不确定性导致油运公司投资建造成品油轮意愿较低，运力增速放缓，截至目前全球成品油轮运力规模近 2 亿载重吨，而在手订单运力比仅为 4.9%，同比 21 年下降 2pp，成品油轮未来供给进一步放缓。

图 23：世界船队在手订单情况



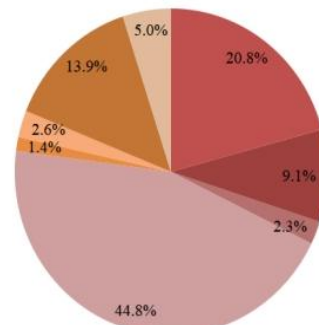
数据来源：Clarksons，西南证券整理

图 25：成品油轮运力规模（4.1-5.9 万载重吨）



数据来源：Clarksons，西南证券整理

图 24：世界船队运力结构



数据来源：Clarksons，西南证券整理

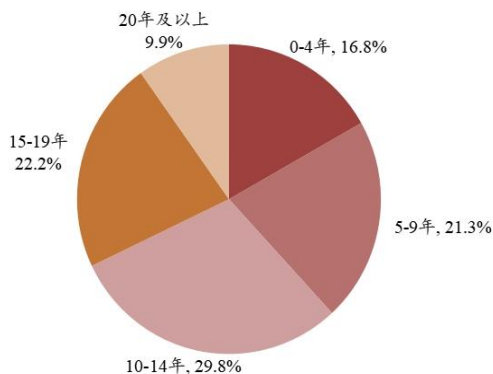
图 26：成品油轮在手订单占比



数据来源：Clarksons，西南证券整理

老旧船拆解出清速率同样影响未来成品油轮供应。拆船与否受船队的年龄状况、现在以及未来的报废价格以及运营和维修成本等影响。目前全球油轮船龄较大，成品油轮（20 万及以下载重吨）中船龄超 20 年的载重吨占比为 9.9%，22.2% 的油轮船龄为 15-19 年，而 MR 油轮拆船年限平均为 25 年，尽管在成品油景气上行周期，拆船年限有所提高，但潜在老旧船比例仍然较大，整体规模呈下降趋势不可逆转，利好成品油运价。

图 27：不同年限成品油轮载重吨占比情况



数据来源：Clarksons，西南证券整理

多项环保政策实施影响油轮速度，进而影响运力供给。IMO 低硫燃料条例、减少温室气体和碳排放战略以及欧盟的系列提案都对成品油轮船能效指数（“EEXI”）和碳强度指标（“CII”）认证提出要求。为了降低碳强度，船东在短中期内可以从石油转向液化天然气或甲醇等替代燃料，然而，液化天然气仍然是一种化石燃料，无法满足国际海事组织 2050 年的脱碳目标；或者通过降低船速来降低燃料消耗。降速易于实施成为目前主要应对环保政策的方法，未来随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，这将导致船舶供应减少。

表 2：国际环保政策

时间	组织	文件/法规	目标
2018.04	《航运业减排初步战略》	IMO	IMO 计划 2030 年碳排放强度至少比 2008 年的水平下降 40%，到 2050 年下降 70%。它还计划采取措施，到 2050 年将温室气体排放量比 2008 年水平减少 50%。
2021.06	《国际防止船舶污染公约》修正案	IMO	要求船舶减少温室气体排放，预计将于 2022 年 11 月 1 日生效，并符合现有船舶能效指数（“EEXI”）和碳强度指标（“CII”）认证的要求，于 2023 年 1 月 1 日生效。
2021.07	“Fit for 55” 计划	欧盟	将航运业纳入欧盟排放交易系统 (EU ETS)；增加对海洋可再生和低硫燃料的需求，通过对停靠欧洲港口的船舶所使用能源的温室气体含量设定最大限制，并鼓励在泊船舶采用零排放技术
重要指数	定义	生效/实施时间	内容
现有船舶能效指数 (EEXI)	EEXI 是一项技术措施，适用于 400 总吨以上的船舶	2022 年 11 月 1 日生效，从 2023 年 1 月 1 日起正式实施。	船舶的 EEXI 需要通过计算确定，并与船型的强制要求限值进行比较。如果计算所得 EEXI 高于强制要求，则需要采取措施确保符合规定。
船舶营运碳强度指标 (CII)	CII 是一项操作性措施，规定了 5000 总吨及以上船舶的碳强度降低要求		CII 确定了确保船舶运营碳强度在特定等级水平内持续提高所需的年度减排系数。运营碳强度等级将以 A、B、C、D 或 E 的等级给出。性能水平将记录在船舶的船舶能效管理计划（“SEEMP”）中。连续三年评级为 D 或 E 的船舶必须提交一份纠正行动计划，以说明如何达到要求的指数（C 或以上）。

数据来源：Ardmore Shipping，西南证券整理

图 28：成品油轮平均速度（节）

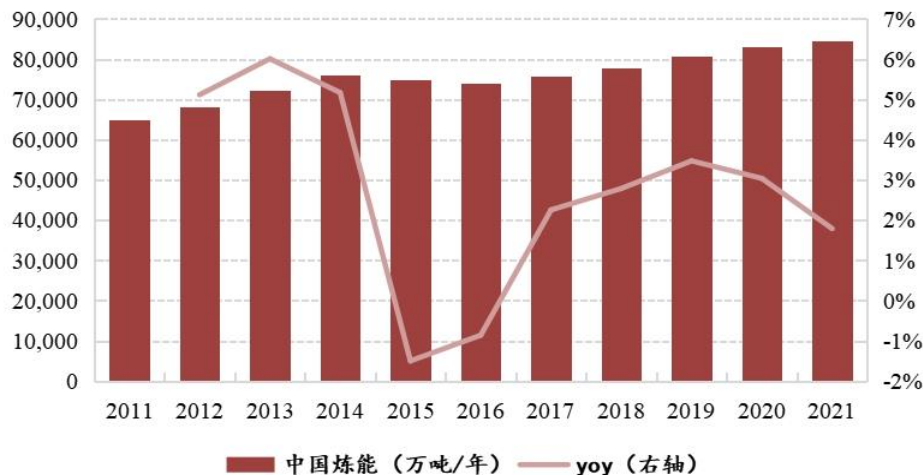


数据来源：Clarksons，西南证券整理

2.2 炼能提高促进内贸油运需求，准入制度有助市场良性发展

中国炼厂炼能逐步提高，促进内贸原油运输发展。中国炼油能力持续增长，2021 年中国炼能为 84611.5 万吨/年，同比增加 1488.3 万吨/年，11-21 年期间复合增速达 2.7%，远超全球 0.7% 的复合增速，随着未来新炼厂的投产，内贸原油运输市场发展前景广阔。

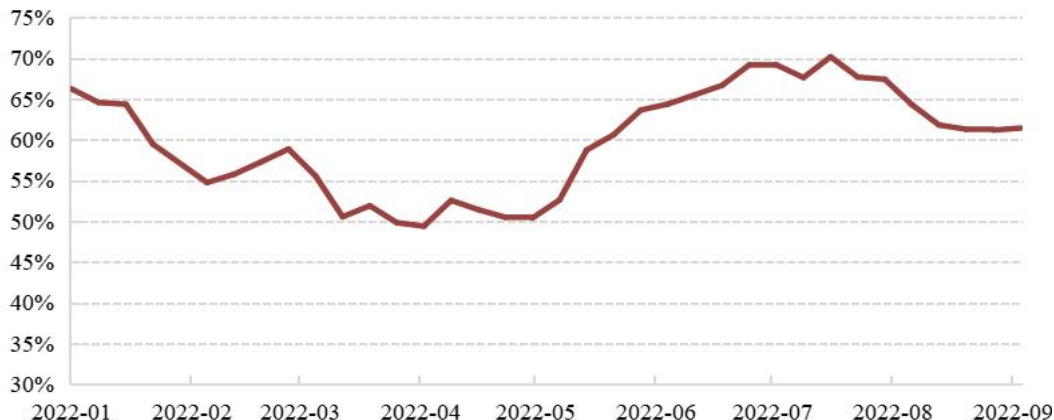
图 29：我国炼油厂炼能



数据来源：BP，西南证券整理

内贸原油运输实行准入制度，市场良性发展。只有经过交通部批准的航运企业才可以从事内贸原油运输，属于寡头竞争格局，国内原油运输参与者维持竞争与合作，市场良性发展，内贸运价水平基本保持稳定。尽管 2022 年上半年，受国际高油价以及国内疫情反复的影响，国内成品油消费下滑，炼厂开工率走低，使得进口油国内中转运输需求下滑明显，但是自 6 月起，国内疫情逐步得到控制，在国家经济稳增长的总基调下，炼厂加工负荷陆续恢复，中转油市场需求呈底部上行趋势。

图 30：山东炼油厂开工率

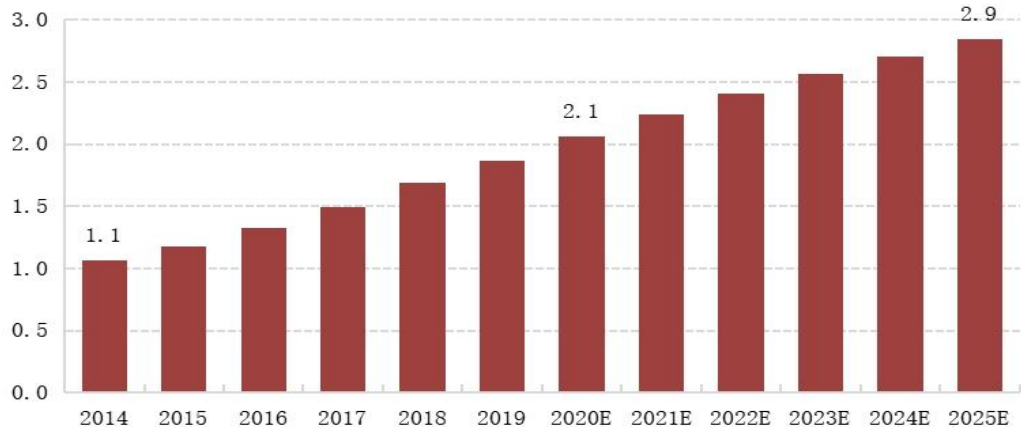


数据来源：Wind, 西南证券整理

2.3 危化品水运需求释放，运力管控下有望实现量价齐升

我国石化产业快速发展，危化品物流需求不断释放。受益于石化产业快速发展，危化品物流需求不断释放。据中国物流与采购联合会危化品物流分会数据预测 2025 年危化品物流市场规模将增长至 2.9 万亿元，2019-2025 年期间年复合增速为 7.3%。

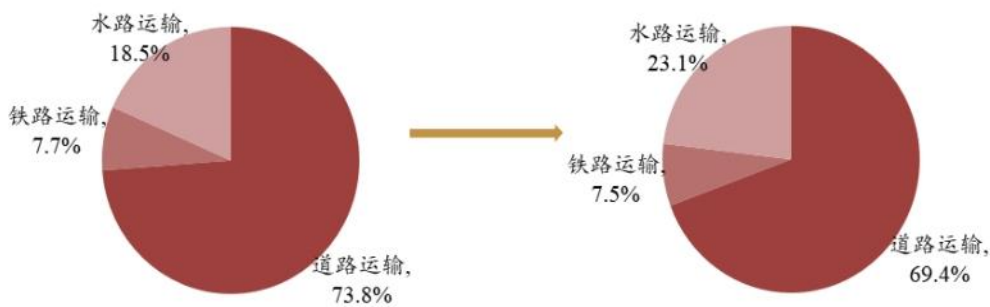
图 31：我国危化品物流市场规模（万亿元）



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

水路运输具备多种优势，在我国危化品物流市场中的比重将逐渐增大。我国多个大型炼化一体化项目均布局在国内沿海地区，长期来看，水路运输凭借高安全性、低运费、低能耗等优势在我国危化品物流市场中的比重将逐渐增大，占比从 2018 年 18.5% 增加至 2020 年的 23.1%。

图 32：水路运输占比变化情况



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

新增运力严格管控，供给紧张局面短期内仍会存在。公司所处行业受国家严格监管，为保障我国化工产品贸易正常高效运转，运输经营资质与新增船舶运力需经交通运输部严格审批。2018 年 8 月发布的《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》，指出将根据沿海省际散装液体危险货物船舶运输相关市场供求状况，按照“总量调控、择优选择”，每年交通运输部组织的新增运力评审结果是评价行业内企业竞争力的重要指标。

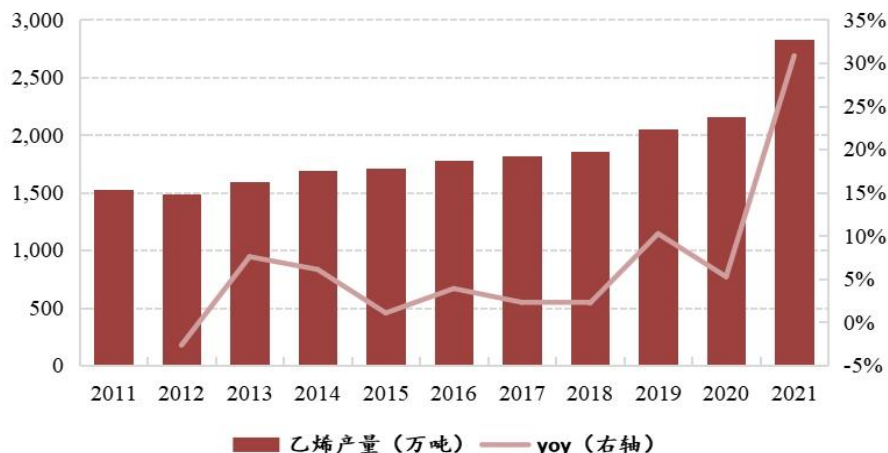
图 33：我国沿海散装液体化学品船情况



数据来源：交通运输部，西南证券整理

我国目前仍然处于新乙烯产能扩张期，去年投产项目集中进入市场，短期内内贸运量继续增加。随着民营炼化一体化项目的相继投产，我国进入新一轮扩产周期，截至 2021 年，我国乙烯产量较 2020 年提升 665.7 万吨为 2825.7 万吨，同比增长 30.8%，推动乙烯内贸运输市场发展。

图 34：我国乙烯产量



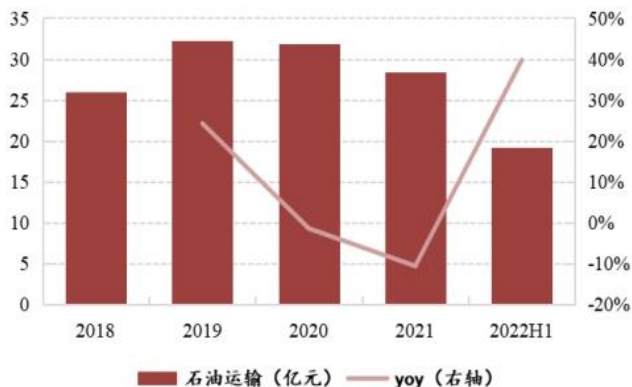
数据来源：国家统计局，西南证券整理

3 公司分析：油化气协同，内外贸兼营

3.1 油运受国际运价影响大，化运等多元业务稳健发展

外贸成品油运输为公司提供业绩弹性。公司主要从事内贸原油、外贸成品油等油品运输业务，其中内贸原油运输主要包括渤海湾地区、海进江等区域，经营稳定保证公司效益；外贸成品油运输主要包括东北亚、新加坡和澳洲以及中东和东非航线，受国际成品油运价影响大，主要为公司提供业绩弹性。2022H1 多因素影响下，成品油运市场回暖，油品运输收入为 19.2 亿元，同比增长 39.7%，毛利为 5 亿元，毛利率为 26.2%，较 21 年增长 6.8pp。

图 35：石油运输业务收入



数据来源：Wind，西南证券整理

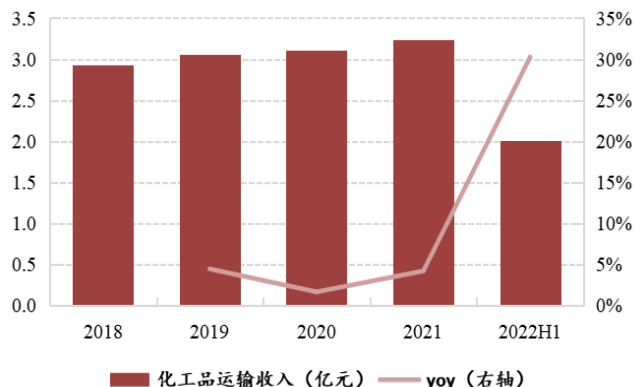
图 36：石油运输业务毛利



数据来源：Wind，西南证券整理

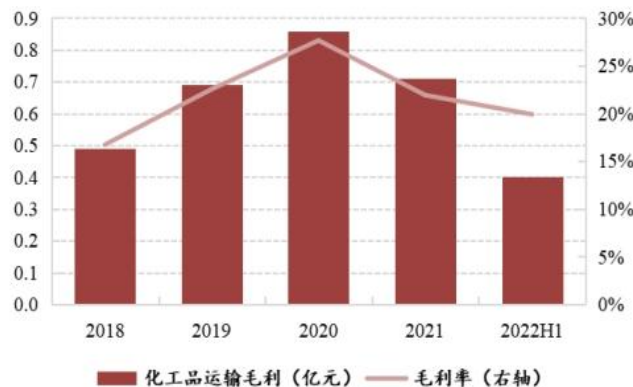
化学品运输凭借良好口碑，持续推进大客户 COA 策略，为公司提供持续稳定收入。公司化学品运输业务由内贸沿海化学品运输、南京港以下长江沿线的化学品运输、东北亚地区化学品运输，以及两岸直航的化学品运输构成，2022H1 公司与上海赛科、青岛佳施等化工企业续签化学品运输 COA，实现收入 2 亿元，同比增长 30.3%，毛利为 0.4 亿元，毛利率为 19.9%，较 21 年略下降 2pp。

图 37：化学品运输业务收入



数据来源：Wind, 西南证券整理

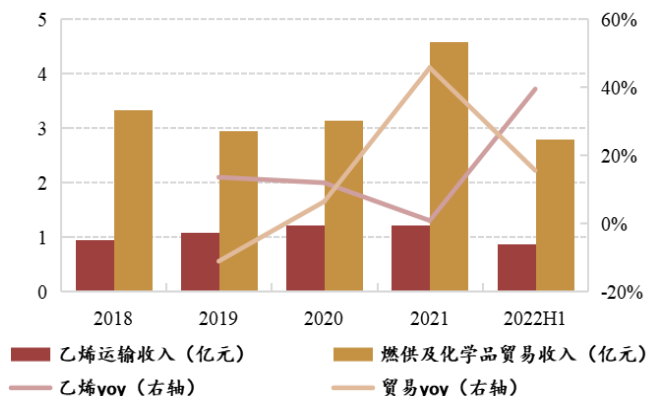
图 38：化学品运输业务毛利



数据来源：Wind, 西南证券整理

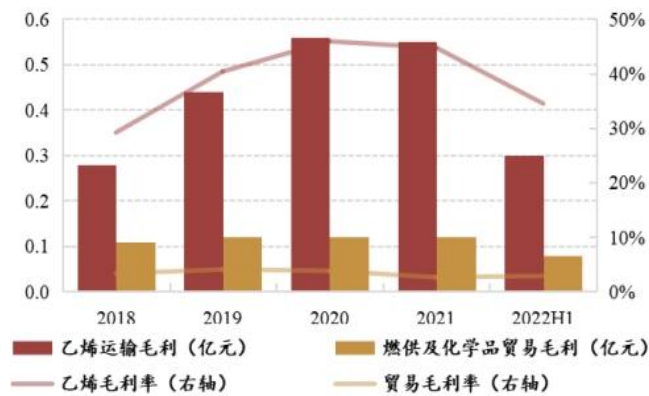
公司运营 3 艘国内独有的乙烯船，主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。公司通过跟踪国内乙烯货源和市场格局变化，积极争取中石化乙烯货源，以及提高市场化经营能力，夯实战略客户合作基础等策略积极推进乙烯运力发展。2022H2 实现收入 0.9 亿元，同比增长 39.4%，实现毛利 0.3 亿元，毛利率较 21 年下降 10.2pp 为 34.5%。公司积极拓展燃油供应等相关多元化业务，2022H2 实现收入 2.8 亿元，同比增长 15.5%，实现毛利 0.1 亿元，毛利率较 21 年上升 0.3pp 为 2.9%。

图 39：乙烯运输和贸易业务收入



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 40：乙烯运输和贸易业务毛利



数据来源：Wind, 西南证券整理

3.2 远东领先的油轮船东，细分市场建立良好口碑

公司是远东领先的油轮船东。公司 MR 船队在国内及苏伊士运河以东区域规模占据优势地位，外贸成品油运输业务规模位居远东第一、同时在全球载重为 1-5.5 万吨油轮船东中位列前 10、内贸原油运输业务规模位居国内第二、化学品运力规模位居国内前列、乙烯运输业务为国内独家经营。

表 3：船队排名情况

排名	公司	数量	载重吨 (DWT)
1	Hafnia Limited	113	5394692
2	Maersk Tankers	115	5337486
3	Scorpio Tankers	79	3751100
4	Norient Product Pool	70	3455611
5	TORM A/S	53	2622137
6	STASCO (Shell)	54	2593988
7	ExxonMobil	44	2189168
8	CMG Nanjing Tanker	41	1850422
9	COSCO Shpg Energy	33	1521520
10	Norden A/S	27	1313869

数据来源：Clarksons，西南证券整理

国际原油运输市场是一个充分竞争的市场，公司通过适时租入租出成品油轮，以实现成本最优、效益最大、经营风险最小之目的。目前成品油轮景气提升，公司在成品油轮供给放缓的大背景下，租入中远海能 4 条 MR 船进行外贸成品油运输业务，宝贵的运力规模供应将有望为公司业绩献力。

表 4：2022H1 新租入 MR 船情况

序号	船名	载重吨	出租方	承租方	租期	交用日期
1	千池	45541	中远海运能源运输股份有限公司	南油（新加坡）	1 年	2022.6
2	秋池	45483	中远海运能源运输股份有限公司	南油（新加坡）	1 年	2022.6
3	伟池	45854	中远海运能源运输股份有限公司	南油（新加坡）	1 年	2022.6
4	远玉河	49842	中远海运能源运输股份有限公司	南油（新加坡）	1 年	2022.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

内外贸兼营优势明显。公司船舶不仅具有国内原油、成品油、化工品和气体运输资质，且五星旗船舶还具有内外贸兼营的资质。内外贸兼营，一方面可利用自身优势更好的调节船队运营，平衡内外贸货源的不均衡，减少船舶等待时间，提高船舶运行效率，从而提高船舶收益；一方面通过内外贸兼营，有效防范单边市场运作风险，提高自身市场竞争力；此外内外贸兼营可以在油轮景气下行期，减少亏损，在景气上行期获得额外收益。

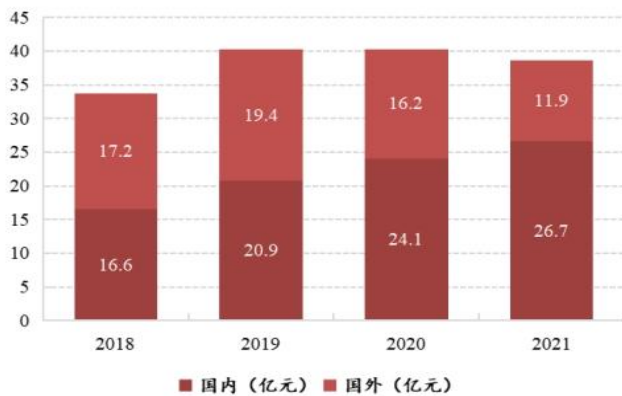
公司在细分市场已经建立了良好口碑。公司拥有多年经营 MR 成品油轮经验，在主要涉足的区域市场上有着良好口碑，同时涉足国内化工运输领域较早，为国内第一家化工品船东，市场份额和客户积累也已经达到一个较为稳定的程度，有稳定优质的客户资源，对市场高端货盘掌控力度较大，运费议价能力较高；船舶管理能力居于国内领先水平，服务质量较高。

大客户优质资源得到保障。公司重视大客户战略的执行，与大石油公司建立了良好的合作关系，已与美孚、中石油、中石化等公司签订了长期优质 COA 合同，具有优质货源保障。与其他国际大油公司和贸易商等优质客户建立长期稳定合作关系。2022H1 公司与中石化下属的多家炼厂续签原油运输的 COA；与中石油、中石化、山东佳邦和埃克森美孚续签成品油运输的 COA；与上海赛科、青岛佳施等化工企业续签化学品运输 COA。

4 财务分析：内贸保证经营效益，外贸提供业绩弹性

内贸保证经营效益，外贸提供业绩弹性。公司自上市以来，经营较为稳健，21 年实现营收 38.6 亿元，毛利 7 亿元，其中内贸业务受全球经济发展、地缘政治等影响较小，营收稳步上升，到 21 年实现 26.7 亿元，CAGR 为 17.2%，实现毛利 5.9 亿元；而外贸业务波动较大，在国际运价水平较低时营收增长放缓甚至下滑，但同样在外贸运输市场景气度上行期能够为公司创造较为亮眼收益，21 年外贸收入为 11.9 亿元，毛利为 1.1 亿元，主要受成品油运市场运价下行影响。

图 41：公司内外贸收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

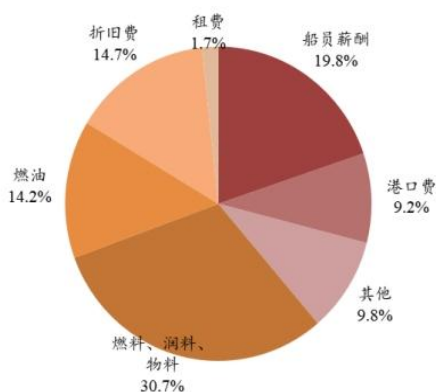
图 42：公司内外贸毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

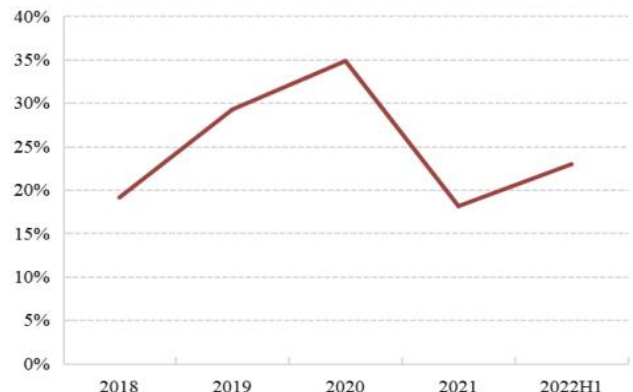
公司成本主要由运输船燃料构成，毛利受油价影响较大。公司 21 年的成本主要由运输船燃料以及船员薪酬构成，占比分别为 30.7%、19.8%，为了进一步控制成本，提升效益，公司提出要跟踪研判燃油价格走势，把握有利时机做好集中采购和资源配置，落实好船舶作业优化、标准航线和经济航速等措施，严格燃油日常监控和飞检，降低船舶燃油消耗，同时推行双向挂职、社会化用工等用人方式，多渠道降低人工成本。多举措下，2022H1 公司毛利率为 23%，同比上升 2.2pp。

图 43：21 年公司成本构成



数据来源：Wind，西南证券整理

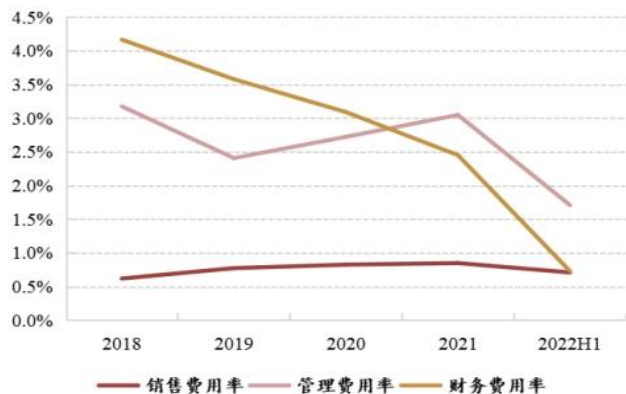
图 44：公司毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

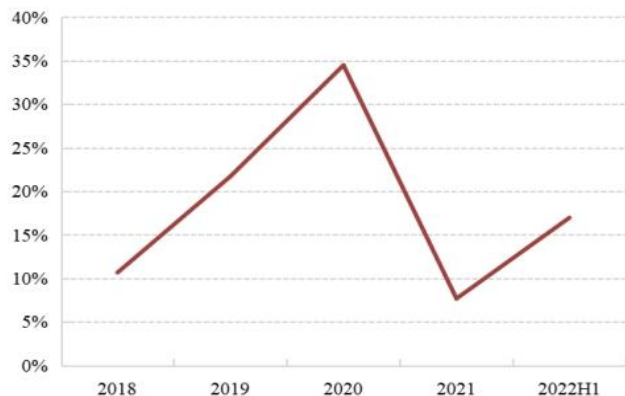
公司采取严控资金成本等措施,三费率下降明显,进一步保障净利润。从各项费用来看,公司 22H1 销售费用率为 0.7%,同比 21 年下降 0.1pp;22H1 管理费用率为 1.7%,同比 21 年下降 1.3pp;此外财务费用率在有息债务余额减少及汇率变动影响下,降低 1.8pp,22H1 为 0.7%;综合来看,公司三费率到 22 年上半年为 3.2%,同比 21 年下降 3.2pp。公司归母净利润逐步提升,22H1 实现归母净利润 4.3 亿元,同比增长 107.9%,归母净利率受三费率改善影响上升为 17%。

图 45: 公司三费率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 46: 公司净利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司收入主要来源有海上运输业务,因此运力结构变化将会影响公司收入,我们根据公司现有船舶情况、在建船舶(建设周期两年)以及最新租入的船舶(4 条 MR 均用于外贸成品油运输),预计公司 2022/23/24 年共有 65、69、70 条船舶。同时根据公司油轮的最近航次对外贸、内贸运力结构进行拆分,预计公司 2022/23/24 年将有 30、31、32 条船舶投入外贸航线。

表 5: 公司运力结构预测

船型	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
外贸船(艘)	26	26	15	30	31	32
内贸船(艘)	20	20	31	20	22	22
化学品船	11	11	12	12	13	13
乙烯船	2	3	3	3	3	3
合计	59	60	61	65	69	70

数据来源: 公司公告, 西南证券

假设 2: 公司外贸成品油运输业务主要航线包括东北亚、新加坡和澳洲以及中东和东非航线, 我们以 TC7 (新加坡-澳洲) 航线运价为基础, 根据全球成品油轮供给需求增速差与运价变动之间的关系, 预测 2022/23/24 年 TC7-TCE 分别为 30000、55000、70000 美元/天, 同时考虑到公司实际运营的油轮载重、运输航线不同, 预测 2022/23/24 年公司外贸成品油 TCE 收入分别为 36000、66000、84000 美元/天, 预计能够为公司带来收入 25、49、65 亿元。

表 6: 公司外贸成品油运 TCE 收入预测

船型	2022E	2023E	2024E
船舶 (艘)	30	31	32
TCE (美元/天)	36000	66000	84000
汇率	6.7	6.9	6.9
运营天数 (天)	350	350	350
收入 (百万元)	2533	4941	6492

数据来源: 西南证券

假设 3: 考虑燃油价格、船员薪酬, 预计 2022/23/24 年公司外贸成品油运输保本收益点为 17000、18000、20000 美元/天, 对应预计的 TCE 计算得到, 外贸油品运输毛利率为 52.8%、72.7%、76.2%。

假设 4: 公司内贸运输业务运价波动较小, 基本只受运力规模影响。内贸油品运输由于调整部分船舶给外贸, 预计公司 2022/23/24 年内贸油品业务收入同比-25%、+5%、+5%, 毛利率为 25%、27%、27%。

假设 5: 化学品运输新运力投放以及运力管控, 有望实现量价齐升, 预计 2022/23/24 年业务收入同比+15%、+8%、+8%, 毛利率为 23.5%、27%、27%。

假设 6: 乙烯运输经营稳定, 预计 2022/23/24 年业务收入同比+5%、+5%、+5%, 毛利率为 44%、44%、44%。综合来看, 公司业务弹性主要有外贸成品油运输业务提供, 因此在运价高涨下, 预计公司 2022/23/24 年毛利率为 39.3%、57%、60.5%。

表 7: 分业务收入及毛利率

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
外贸油品运输收入 (百万元)	1808.3	1718.2	852.8	3228.6	5757.9	6727.3
YoY		-5%	-50.4%	278.6%	78.3%	16.8%
外贸油品运输毛利率	28.1%	29.6%	-5.2%	52.8%	72.7%	76.2%
内贸油品运输业务收入 (百万元)	1420.8	1463.7	1989.8	1492.3	1567	1645.3
YoY		3%	35.9%	-25%	5%	5%
内贸油品运输毛利率	37%	50%	30%	25%	27%	27%
化学品运输业务收入 (百万元)	305.7	310.6	323.8	372.3	402.1	434.3
YoY		1.6%	4.2%	15%	8%	8%
化学品运输毛利率	22.5%	27.8%	22%	23.5%	27%	29%
乙烯运输业务收入 (百万元)	109.1	121.5	123.1	129.2	135.7	142.5
YoY		11.4%	1.3%	5%	5%	5%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
乙烯运输毛利率	40.3%	46.1%	44.7%	44%	44%	44%
收入合计 (百万元)	4038.8	4031.6	3862.2	5722.9	8431.1	9572.5
YoY		-0.2%	-4.2%	48.2%	47.3%	13.5%
成本合计 (百万元)	2856.9	2627	3162.3	3472.2	3624.6	3784.3
YoY		-8%	20.4%	9.8%	4.4%	4.4%
毛利率	29.3%	34.8%	18.1%	39.3%	57%	60.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022/23/24 年营业收入分别为 57.2、84.3、95.7 亿元, 归母净利润分别为 16.4、35.2、42 亿元, EPS 分别为 0.34、0.72、0.87 元, 对应 PE 分别为 13、6、5 倍。

5.2 相对估值

招商南油未来最大的看点有三个: 1) 随着外贸成品油运景气上行, 公司将享受运价上升带来的业绩弹性; 2) 公司内外贸兼营, 能够及时调整船队结构, 扩大收益; 3) 成品油轮规模领先, 在成品油轮供给放缓背景下, 公司租入 4 条 MR 船且有在建 MR 订单, 运力规模将进一步扩大。

鉴于公司从事内外贸石油运输业务以及化学品运输业务, 选取招商轮船、中远海能作为对标, 招商轮船、中远海能 23 年 PE 分别为 10、23 倍。考虑到欧美成品油炼能紧张、库存位于低位, 跨区域贸易推动国际成品油运输市场景气向上, 给予公司 2023 年 10 倍 PE, 对应目标价 7.2 元, 维持“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股收益 (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
招商轮船	601872.SH	7.12	0.45	0.63	0.73	0.86	9	11	10	8
中远海能	600026.SH	15.9	-1.04	0.29	0.69	0.92	-6	54	23	17
招商南油	601975.SH	4.24	0.06	0.34	0.72	0.87	72	13	6	5

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3862.24	5722.87	8431.14	9572.51	净利润	305.41	1694.05	3622.95	4331.55
营业成本	3162.32	3472.19	3624.63	3784.25	折旧与摊销	515.84	401.60	404.43	408.43
营业税金及附加	7.18	14.08	20.36	66.05	财务费用	94.69	-51.51	-75.88	-86.15
销售费用	32.81	42.92	67.45	78.49	资产减值损失	-69.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	117.76	103.01	168.62	191.45	经营营运资本变动	-197.96	310.94	-142.99	-76.17
财务费用	94.69	-51.51	-75.88	-86.15	其他	204.43	-28.72	-25.76	-30.01
资产减值损失	-69.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	852.79	2326.37	3782.75	4547.65
投资收益	0.00	30.00	30.00	30.00	资本支出	495.42	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-792.38	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-296.96	-370.00	-370.00	-370.00
营业利润	391.11	2172.18	4655.96	5568.41	短期借款	-162.36	-50.87	0.00	0.00
其他非经营损益	2.18	9.31	9.45	9.48	长期借款	-565.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	393.29	2181.49	4665.40	5577.90	股权融资	-89.53	0.00	0.00	0.00
所得税	87.88	487.44	1042.45	1246.34	支付股利	0.00	-59.29	-328.86	-703.31
净利润	305.41	1694.05	3622.95	4331.55	其他	-126.21	-564.14	75.88	86.15
少数股东损益	8.97	49.75	106.40	127.20	筹资活动现金流净额	-943.98	-674.30	-252.98	-617.16
归属母公司股东净利润	296.44	1644.30	3516.56	4204.35	现金流量净额	-415.64	1282.07	3159.77	3560.49
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1185.86	2467.93	5627.70	9188.19	成长能力				
应收和预付款项	236.64	364.16	503.55	581.07	销售收入增长率	-4.20%	48.17%	47.32%	13.54%
存货	293.64	322.41	334.56	350.39	营业利润增长率	-62.70%	455.39%	114.35%	19.60%
其他流动资产	458.47	39.32	57.93	65.77	净利润增长率	-78.19%	454.68%	113.86%	19.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-38.18%	151.81%	97.62%	18.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5623.39	5646.73	5667.24	5683.74	毛利率	18.12%	39.33%	57.01%	60.47%
无形资产和开发支出	7.39	5.97	4.55	3.13	三费率	6.35%	1.65%	1.90%	1.92%
其他非流动资产	948.17	924.65	901.13	877.62	净利率	7.91%	29.60%	42.97%	45.25%
资产总计	8753.56	9771.17	13096.66	16749.90	ROE	5.18%	22.01%	32.96%	29.63%
短期借款	50.87	0.00	0.00	0.00	ROA	3.49%	17.34%	27.66%	25.86%
应付和预收款项	450.68	511.23	542.33	567.01	ROIC	5.62%	25.91%	54.56%	62.28%
长期借款	1192.06	1192.06	1192.06	1192.06	EBITDA/销售收入	25.93%	44.07%	59.12%	61.54%
其他负债	1158.57	370.82	371.12	371.43	营运能力				
负债合计	2852.18	2074.11	2105.51	2130.50	总资产周转率	0.44	0.62	0.74	0.64
股本	4852.78	4852.78	4852.78	4852.78	固定资产周转率	0.68	1.09	1.70	2.04
资本公积	4052.79	4052.79	4052.79	4052.79	应收账款周转率	29.27	31.35	30.31	28.10
留存收益	-2975.47	-1390.46	1797.24	5298.27	存货周转率	12.65	11.27	11.00	11.00
归属母公司股东权益	5769.18	7515.11	10702.81	14203.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.97%	—	—	—
少数股东权益	132.20	181.95	288.35	415.55	资本结构				
股东权益合计	5901.38	7697.06	10991.16	14619.40	资产负债率	32.58%	21.23%	16.08%	12.72%
负债和股东权益合计	8753.56	9771.17	13096.66	16749.90	带息债务/总负债	43.58%	57.47%	56.62%	55.95%
					流动比率	1.68	6.17	11.87	17.73
					速动比率	1.45	5.54	11.27	17.12
					股利支付率	0.00%	3.61%	9.35%	16.73%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1001.64	2522.27	4984.51	5890.70	每股收益	0.06	0.34	0.72	0.87
PE	71.54	12.90	6.03	5.04	每股净资产	1.19	1.55	2.21	2.93
PB	3.68	2.82	1.98	1.49	每股经营现金	0.18	0.48	0.78	0.94
PS	5.49	3.71	2.52	2.22	每股股利	0.00	0.01	0.07	0.14
EV/EBITDA	21.29	7.62	3.22	2.12					
股息率	0.00%	0.28%	1.55%	3.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn