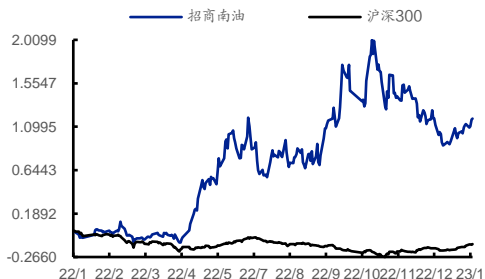


研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李然 S0350521100001
 lir03@ghzq.com.cn

业绩增长兑现，周期上行继续

——招商南油（601975）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现		2023/01/19		
表现	1M	3M	12M	
招商南油	8.4%	-27.5%	118.3%	
沪深300	6.7%	10.0%	-13.1%	

市场数据		2023/01/19
当前价格(元)		4.41
52周价格区间(元)		1.70-6.25
总市值(百万)		21,400.78
流通市值(百万)		21,400.78
总股本(万股)		485,278.38
流通股本(万股)		485,278.38
日均成交额(百万)		276.10
近一月换手(%)		2.40

《——招商南油(601975)点评报告：淡季不淡，多重催化下旺季在即（增持）*航运港口*许可，李然》——2022-10-18

《——招商南油(601975)点评报告：二季度业绩只是开始，成品油运景气上行仍在延续（增持）*航运*许可，李然》——2022-07-08

事件：

招商南油发布 2022 年度业绩预增公告。(1) 预计 2022 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 14.1 亿元到 14.7 亿元，与上年同期相比，将增加约 11.14 亿元到约 11.74 亿元，同比增加 375.64%到 395.88%。(2) 预计公司 2022 年年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 13.89 亿元到 14.47 亿元，同比增加 392.96%到 414.28%。

投资要点：

- Q4 2022 业绩受汇率影响略有波动，基本符合预期** 按照业绩预增倒推，Q4 2022 归母净利润为 4.56 到 5.16 亿元，环比增幅为 -12.48%到-0.96%。2022 年第三、四季度 BCTI-TC7 的 TCE 水平分别为 46,493 和 44,404 美元/天，Q4 2022 的 TCE 水平环比增幅是 -4.49%，公司业绩与 TC7 的 TCE 水平走势趋同。同时，四季度末人民币汇率环比升值 2.95%，对公司业绩略有影响。Q4 2022 业绩基本符合预期。
- 国内成品油出口有望在今年 2 月后部分替代俄罗斯提振运距。** 2023 年 2 月 5 日俄罗斯成品油出口禁令生效后，俄罗斯部分成品油可能转移至东南亚和中东地区进行部分混配再出口，可能出现出口量减但运距增加的情况。不过中国有望替代俄罗斯出口，弥补这部分分量的缺失。2023 年中国首批成品油出口配额下发，共计 1899 万吨，同比上涨 46.08%。后续国内成品油出口有望进一步增加，替代部分俄油出口，同时带动运量、运距增长。
- 有效供给愈发不足，油运周期上行才刚拉开序幕。** 当下 MR 船型在手订单比例仅有 4.7%，未来 3 年交付量持续下行。同时船只老龄程度日益严重，有效供给愈发不足。根据克拉克森测算，2023-2025 年 MR 供给增速分别为 -1.2%、-3.3%和 -2.9%。在此基础上，船厂供给受限且船东投产意愿不足，短期较难出现大规模运力投放。考虑到供给端限制日益变强，油运周期上行才刚拉开序幕。
- 盈利预测和投资评级** 招商南油是亚洲成品油运输龙头，聚焦内外贸成品油、化学品、气体运输。由于汇率波动影响，我们下调了 2022 年盈利预测。预计招商南油 2022-2024 年营业收入分别为 53、67 与 75 亿元，归母净利润分别为 14、24 与 29 亿元，对应 PE 分

别为 15.05、8.87、7.42 倍。维持“增持”评级。

- **风险提示** 中国成品油出口不及预期；成品油轮订单量超预期增长；汇率波动风险；地缘政治风险；安全事故。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3862	5291	6720	7459
增长率（%）	-4	37	27	11
归母净利润（百万元）	296	1422	2411	2886
增长率（%）	-79	380	70	20
摊薄每股收益（元）	0.06	0.29	0.50	0.59
ROE（%）	5	20	25	23
P/E	33.50	15.05	8.87	7.42
P/B	1.69	2.98	2.23	1.71
P/S	2.53	4.04	3.18	2.87
EV/EBITDA	9.55	10.70	5.86	4.28

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：招商南油盈利预测表

证券代码:	601975		股价:	4.41	投资评级:	增持	日期:	2023/01/19	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	20%	25%	23%	EPS	0.06	0.29	0.50	0.59
毛利率	18%	35%	46%	49%	BVPS	1.19	1.48	1.98	2.57
期间费率	6%	3%	2%	2%	估值				
销售净利率	8%	27%	36%	39%	P/E	33.50	15.05	8.87	7.42
成长能力					P/B	1.69	2.98	2.23	1.71
收入增长率	-4%	37%	27%	11%	P/S	2.53	4.04	3.18	2.87
利润增长率	-79%	380%	70%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.44	0.52	0.53	0.47	营业收入	3862	5291	6720	7459
应收账款周转率	30.87	13.00	30.74	16.09	营业成本	3162	3447	3619	3800
存货周转率	13.15	22.06	20.53	27.97	营业税金及附加	7	13	16	17
偿债能力					销售费用	33	44	56	62
资产负债率	33%	28%	23%	19%	管理费用	118	106	121	112
流动比	1.68	2.80	4.69	6.65	财务费用	95	-10	-24	-48
速动比	1.17	2.35	4.05	6.05	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	391	1699	2942	3544
现金及现金等价物	1186	2545	4898	7615	营业外净收支	2	-1	0	0
应收款项	135	464	231	524	利润总额	393	1699	2942	3544
存货净额	294	240	327	267	所得税费用	88	249	480	595
其他流动资产	560	566	820	849	净利润	305	1449	2461	2949
流动资产合计	2175	3814	6276	9255	少数股东损益	9	27	50	63
固定资产	5414	5077	4758	4387	归属于母公司净利润	296	1422	2411	2886
在建工程	209	213	232	258	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	956	1163	1440	1808	经营活动现金流	853	1532	2637	3014
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	296	1422	2411	2886
资产总计	8754	10267	12707	15709	少数股东权益	9	27	50	63
短期借款	51	46	36	31	折旧摊销	601	297	302	292
应付款项	328	381	360	412	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	2	2	2	营运资金变动	-217	-211	-121	-203
其他流动负债	917	931	941	947	投资活动现金流	-297	-167	-273	-291
流动负债合计	1296	1360	1339	1392	资本支出	-297	-167	-273	-291
长期借款及应付债券	1192	1192	1192	1192	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	364	364	364	364	其他	0	0	0	0
长期负债合计	1556	1556	1556	1556	筹资活动现金流	-944	-6	-11	-6
负债合计	2852	2916	2895	2948	债务融资	-559	-5	-10	-5
股本	4853	4853	4853	4853	权益融资	0	0	0	0
股东权益	5901	7351	9812	12761	其它	-385	-1	-1	-1
负债和股东权益总计	8754	10267	12707	15709	现金净增加额	-416	1359	2353	2717

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李然，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本

告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。