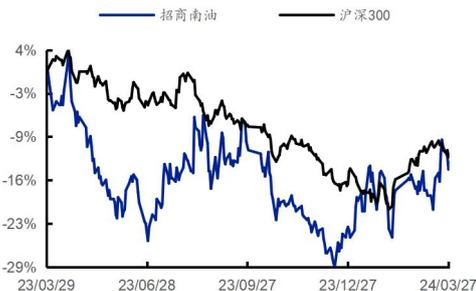


研究所：  
 证券分析师： 祝玉波 S0350523120005  
 zhouyb01@ghzq.com.cn  
 联系人： 张付哲 S0350123060017  
 zhangfz@ghzq.com.cn

## 成品油轮景气度持续，归母净利润再上层楼

### ——招商南油（601975）2023 年报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/03/28		
表现	1M	3M	12M	
招商南油	5.9%	13.7%	-14.3%	
沪深 300	2.0%	3.1%	-12.0%	

市场数据		2024/03/28
当前价格 (元)		3.23
52 周价格区间 (元)		2.62-3.97
总市值 (百万)		15,510.00
流通市值 (百万)		15,510.00
总股本 (万股)		480,185.61
流通股本 (万股)		480,185.61
日均成交额 (百万)		238.69
近一月换手 (%)		2.39

#### 事件:

2024 年 3 月 26 日，招商南油发布 2023 年报：公司全年共完成货运量 4,680 万吨，同比增长+4.58%；货运周转量 910 亿吨千米，同比+1.34%；实现营业收入 61.97 亿元，同比-1.08%，归母净利润 15.57 亿元，同比+8.55%，归母净利润为历史新高。

#### 投资要点:

**运价持续历史高位，归母净利逆势增长显著** 用 2023 年的 BCTI-TC7 的 TCE 水平作为公司 2023 年度业绩的参考基准，该时段 BCTI-TC7 TCE 均值为 25,842 美元/天，同比下降 24.22%。然而，公司 2023 年度归母净利润同比升幅 8.55%，优于市场平均水平，显示出公司较强的经营能力。运价的下滑并非周期性下行，因为当前的运价水平仍处于历史上的较高水准，据克拉克森数据，2011 年至 2024 年 3 月 26 日的 TC7 TCE 均值仅为 17,011 美元/天。

**船队老化+环保压力，供给紧张支撑市场景气度持续** 根据克拉克森数据，截至 2024 年 2 月，MR 船型的在手订单占比（按 Dwt 计算）为 10%。此外，MR 船型船龄与环保压力相对严重，超过 20 年龄的老船和 15-19 年龄的老化船分别占比（按 Dwt 计算）为 10%和 27%，远高于在手订单中新船的数量，并有 18%运力 2023 年 CII 评级在 D-E 级。考虑到 2024 年的 CII 等减碳政策将逐渐对老船的经营施加压力，未来几年 MR 市场的供应端仍然存在压力。看需求侧，亚太地区成品油贸易量仍在持续向好，预计 2024/2025 年将增长 3%/2%。因此，未来成品油运输的景气程度有望保持在较高水平。

**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。基于行业最新的供需关系，我们调整了盈利预测，预计招商南油 2024-2026 年营业收入分别为 69.85、71.83 与 72.49 亿元，归母净利润分别为 20.45、21.05 与 21.33 亿元，对应 PE 分别约为 8、7、7 倍。考虑到行业景气仍明确向好，维持“增持”评级。

**风险提示** 成品油贸易需求不及预期；老船淘汰不及预期；成品油轮订单量超预期增长；汇率波动风险；地缘政治风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6197	6985	7183	7249
增长率(%)	-1	13	3	1
归母净利润（百万元）	1557	2045	2105	2133
增长率(%)	9	31	3	1
摊薄每股收益（元）	0.32	0.43	0.44	0.44
ROE(%)	17	19	16	14
P/E	8.73	7.59	7.37	7.27
P/B	1.51	1.42	1.19	1.02
P/S	2.19	2.22	2.16	2.14
EV/EBITDA	4.91	4.72	4.03	3.40

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：	3.23		投资评级：	增持		日期：	2024/03/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	17%	19%	16%	14%	EPS	0.32	0.43	0.44	0.44				
毛利率	33%	38%	37%	37%	BVPS	1.85	2.28	2.71	3.16				
期间费率	3%	2%	2%	2%	估值								
销售净利率	25%	29%	29%	29%	P/E	8.73	7.59	7.37	7.27				
<b>成长能力</b>					P/B								
收入增长率	-1%	13%	3%	1%	P/S	1.51	1.42	1.19	1.02				
利润增长率	9%	31%	3%	1%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>								
总资产周转率	0.56	0.55	0.49	0.43	营业收入	6197	6985	7183	7249				
应收账款周转率	35.68	37.39	35.62	35.47	营业成本	4162	4336	4510	4568				
存货周转率	12.15	12.52	12.46	12.35	营业税金及附加	20	21	22	22				
<b>偿债能力</b>					销售费用								
资产负债率	21%	19%	16%	14%	管理费用	37	38	40	41				
流动比	4.99	6.37	8.07	9.87	财务费用	97	101	104	107				
速动比	4.08	5.32	7.02	8.84	其他费用/（-收入）	38	25	-1	-34				
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1850	2433	2507	2540				
现金及现金等价物	3071	4386	6038	7754	营业外净收支	8	0	0	0				
应收款项	173	207	209	211	利润总额	1857	2433	2507	2540				
存货净额	336	357	367	373	所得税费用	289	365	382	386				
其他流动资产	634	820	820	820	净利润	1568	2068	2125	2154				
<b>流动资产合计</b>	<b>4214</b>	<b>5770</b>	<b>7433</b>	<b>9157</b>	少数股东损益	11	24	21	21				
固定资产	6497	6816	7254	7674	归属于母公司净利润	1557	2045	2105	2133				
在建工程	21	60	68	59	<b>现金流量表（百万元）</b>								
无形资产及其他	916	1011	1043	1068	经营活动现金流	2460	2315	2547	2592				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1557	2045	2105	2133				
<b>资产总计</b>	<b>11648</b>	<b>13657</b>	<b>15798</b>	<b>17958</b>	少数股东损益	11	24	21	21				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	651	307	325	343				
应付款项	300	362	364	366	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	158	-181	4	-2				
其他流动负债	545	544	557	561	投资活动现金流	-1087	-795	-808	-789				
<b>流动负债合计</b>	<b>845</b>	<b>906</b>	<b>922</b>	<b>927</b>	资本支出	-1087	-795	-808	-789				
长期借款及应付债券	1249	1249	1249	1249	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	405	405	405	405	其他	0	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>1653</b>	<b>1653</b>	<b>1653</b>	<b>1653</b>	筹资活动现金流	-425	-236	-86	-86				
<b>负债合计</b>	<b>2498</b>	<b>2559</b>	<b>2575</b>	<b>2581</b>	债务融资	-261	0	0	0				
股本	4853	4802	4802	4802	权益融资	0	-150	0	0				
股东权益	9149	11098	13223	15377	其它	-164	-86	-86	-86				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11648</b>	<b>13657</b>	<b>15798</b>	<b>17958</b>	现金净增加额	978	1314	1652	1716				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，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、跨境电商物流、以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

### 【分析师承诺】

祝玉波，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报告的短信提示、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视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。