

2023年03月29日
招商南油(601975.SH)

ESSENCE

公司动态分析

证券研究报告

航运

业绩符合预期，成品油运景气持续

■ **事件：**公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 62.64 亿元，同比+62.20%；实现归母净利润 14.34 亿元，同比+383.67%。其中 2022 年四季度实现营业收入 18.76 亿元，同比+79.14%；实现归母净利润 4.80 亿元，同比+1300.83%。

■ **业绩符合预期，四季度受汇兑及成本因素扰动。**公司 2022 年归母净利润处于此前预告区间中位，整体业绩符合预期。2022 Q1-2022Q4 公司汇兑净损失及其他财务费用合计分别为 0.01/-0.2/-0.34/0.31 亿元，四季度业绩环比下滑受到汇兑因素影响。此外受 2022 年一季度后成品油运景气上行影响，下半年或存在一定前期的船舶延后修理，公司 2022 上下半年油品运输成本分别为 14.18/19.24 亿元。

■ **一季度太平洋区域成品油运价环比有所下滑，同比仍处高位。**假设 MR 即期运价反映至上市公司报表需要 15 天，则根据即期运价取平均计算，2022Q1-2023Q1 TC7 航线均价分别为 8817/29076/45128/46393/31211 美元/天，预计一季度公司业绩环比有所下滑，同比大幅增长。

■ **成品油制裁后真空期即将渡过，看好运价持续回升。**一季度成品油运价低迷主要影响因素包括：1) 2月5日制裁后欧洲进口及俄罗斯出口量下降。2) 去年底至今年初行业部分新交付 VLCC 首航成品油，使得成品油短期有效运力增长。展望未来，1) 根据 Kpler 数据，俄罗斯出口量已基本回升至正常水平，欧洲进口量仍未恢复但库存处于不断消耗状态。2) 目前原油与成品油运价差异下，首航成品油的 VLCC 逐渐回归原油。3) 此前彭博报道中国或下发新一批成品油配额。4) 近期大西洋地中海内 MR 运价升至 10 万美元/天，制裁后俄油出口贸易格局重构、效率下降逻辑开始兑现。3月27日 TC7 航线运价升至 28685 美元/天，看好成品油运价持续回升。

投资建议：

疫后全球经济复苏带动需求回升，俄乌冲突及炼厂东移拉长成品油平均运距，在手运力订单低位叠加老旧船占比高保障供给端确定性，成品油运景气周期明确。公司作为远东成品油运龙头，盈利弹性可观。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.56/33.1/36.32 亿元，对应现股价 PE 为 7/6/5 倍，维持“买

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	5.48 元
股价 (2023-03-28)	3.77 元

交易数据

总市值(百万元)	18,683.22
流通市值(百万元)	18,683.22
总股本(百万股)	4,852.78
流通股本(百万股)	4,852.78
12 个月价格区间	1.79/6.08 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.7	-5.0	112.0
绝对收益	-7.5	-1.8	108.1

孙延 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004

sunyan1@essence.com.cn

宋尚杰 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522050001

songsj@essence.com.cn

相关报告

入-A”评级。

目 **风险提示**：海外经济衰退，全球成品油运输需求恢复不及预期；俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	3,862.2	6,264.4	7,184.5	8,085.7	8,473.3
净利润	296.4	1,433.8	2,656.2	3,310.2	3,632.3
每股收益(元)	0.06	0.30	0.55	0.68	0.75
每股净资产(元)	1.19	1.52	2.06	2.75	3.50

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	63.0	13.0	7.0	5.6	5.1
市净率(倍)	3.2	2.5	1.9	1.4	1.1
净利润率	7.7%	22.9%	37.0%	40.9%	42.9%
净资产收益率	5.1%	19.4%	26.5%	24.8%	21.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.9%	25.7%	44.3%	50.7%	52.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,862.2	6,264.4	7,184.5	8,085.7	8,473.3	成长性					
减:营业成本	3,162.3	4,384.0	3,737.1	3,808.1	3,822.1	营业收入增长率	-4.2%	62.2%	14.7%	12.5%	4.8%
营业税费	7.2	17.7	19.3	19.9	22.5	营业利润增长率	-62.7%	336.2%	88.1%	25.0%	9.3%
销售费用	32.8	35.7	39.5	53.1	50.2	净利润增长率	-78.7%	383.7%	85.3%	24.6%	9.7%
管理费用	117.8	94.2	107.8	113.2	110.2	EBITDA 增长率	-41.5%	111.2%	74.6%	24.0%	8.2%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-53.5%	183.5%	89.2%	24.7%	9.2%
财务费用	94.7	51.1	71.8	80.9	84.7	NOPLAT 增长率	-64.6%	294.6%	85.1%	24.7%	9.2%
资产减值损失	-69.6	-1.3	-	-	-	投资资本增长率	-10.2%	7.5%	8.9%	4.8%	-3.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.9%	27.6%	35.4%	33.1%	27.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	391.1	1,705.9	3,209.0	4,010.6	4,383.7	利润率					
加:营业外净收支	2.2	1.6	1.6	1.6	1.6	毛利率	18.1%	30.0%	48.0%	52.9%	54.9%
利润总额	393.3	1,707.5	3,210.5	4,012.1	4,385.2	营业利润率	10.1%	27.2%	44.7%	49.6%	51.7%
减:所得税	87.9	260.8	513.7	641.9	701.6	净利润率	7.7%	22.9%	37.0%	40.9%	42.9%
净利润	296.4	1,433.8	2,656.2	3,310.2	3,632.3	EBITDA/营业收入	25.9%	33.7%	51.3%	56.6%	58.4%
						EBIT/营业收入	15.8%	27.7%	45.7%	50.6%	52.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	530	321	293	279	270
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	43	36	40	34	33
货币资金	1,185.9	2,093.2	3,491.0	6,510.4	10,396.2	流动资产周转天数	214	161	208	280	415
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	19	13	19	17	16
应收帐款	214.5	222.2	535.3	215.3	541.6	存货周转天数	23	18	15	13	12
应收票据	10.0	10.4	48.6	18.9	26.7	总资产周转天数	814	554	556	599	725
预付帐款	12.1	4.4	9.6	6.3	8.6	投资资本周转天数	570	345	326	309	297
存货	293.6	349.6	229.2	354.3	225.2						
其他流动资产	458.5	763.4	548.0	590.0	633.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.1%	19.4%	26.5%	24.8%	21.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	13.8%	23.1%	22.1%	19.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	5.9%	25.7%	44.3%	50.7%	52.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5,414.4	5,757.5	5,952.5	6,592.0	6,111.5	销售费用率	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
在建工程	209.0	275.5	275.5	275.5	275.5	管理费用率	3.0%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
无形资产	7.4	8.8	7.3	5.7	4.2	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	948.2	1,033.7	574.6	682.1	671.7	财务费用率	2.5%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
资产总额	8,753.6	10,518.7	11,671.5	15,250.4	18,894.9	四费/营业收入	6.4%	2.9%	3.1%	3.1%	2.9%
短期债务	50.9	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	329.1	416.9	333.1	379.6	327.3	资产负债率	32.6%	28.4%	12.6%	11.0%	8.7%
应付票据	4.5	-	5.7	0.6	4.8	负债权益比	48.3%	39.6%	14.5%	12.4%	9.5%
其他流动负债	911.5	948.1	805.5	888.0	880.0	流动比率	1.68	2.52	4.25	6.07	9.76
长期借款	1,192.1	1,069.7	-	-	-	速动比率	1.45	2.27	4.05	5.79	9.58
其他非流动负债	364.0	551.2	330.3	415.2	432.2	利息保障倍数	6.46	33.92	45.67	50.60	52.73
负债总额	2,852.2	2,985.9	1,474.7	1,683.3	1,644.3	分红指标					
少数股东权益	132.2	136.1	176.8	236.7	288.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	4,852.8	4,852.8	4,852.8	4,852.8	4,852.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,077.3	2,511.1	5,167.3	8,477.5	12,109.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,901.4	7,532.8	10,196.9	13,567.1	17,250.6						

现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标									
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	305.4	1,446.7	2,656.2	3,310.2	3,632.3	EPS(元)	0.06	0.30	0.55	0.68	0.75				
加:折旧和摊销	515.8	540.0	406.6	482.1	482.1	BVPS(元)	1.19	1.52	2.06	2.75	3.50				
资产减值准备	69.6	1.3	-	-	-	PE(X)	63.0	13.0	7.0	5.6	5.1				
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	2.5	1.9	1.4	1.1				
财务费用	122.5	62.4	71.8	80.9	84.7	P/FCF	31.2	23.5	20.1	6.1	4.9				
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.8	3.0	2.6	2.3	2.2				
少数股东损益	9.0	12.9	40.7	60.0	51.3	EV/EBITDA	9.8	8.5	4.2	2.7	1.7				
营运资金的变动	-667.5	-342.6	101.7	207.5	-261.7	CAGR(%)	122.6%	36.6%	24.4%	122.6%	36.6%				
经营活动产生现金流量	852.8	1,957.2	3,277.0	4,140.6	3,988.7	PEG	0.5	0.4	0.3	-	0.1				
投资活动产生现金流量	-297.0	-669.7	-600.0	-1,120.0	-	ROIC/WACC	0.6	2.5	4.3	4.9	5.1				
融资活动产生现金流量	-944.0	-454.0	-1,279.2	-1.2	-102.9	REP	3.0	1.2	0.5	0.4	0.2				

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034