

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

## 再次扬帆，拾级而上

### ——招商南油（601975）2023年一季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/04/18

表现	1M	3M	12M
招商南油	-3.3%	-12.3%	99.5%
沪深300	5.1%	0.8%	-0.1%

#### 市场数据

2023/04/18

当前价格(元)	3.85
52周价格区间(元)	1.70-6.25
总市值(百万)	18,683.22
流通市值(百万)	18,683.22
总股本(万股)	485,278.38
流通股本(万股)	485,278.38
日均成交额(百万)	425.12
近一月换手(%)	2.01

#### 相关报告

《——招商南油（601975）年报点评：供需失衡加剧，油运景气再上高峰（增持）\*航运港口\*许可，李然》——2023-03-28

《——招商南油（601975）点评报告：业绩增长兑现，周期上行继续（增持）\*航运港口\*许可，李然》——2023-01-19

《——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2023年一季度报告：1Q2023公司实现营收16.18亿元，同比增长47.76%；归母净利润4.06亿元，同比增长292.67%；扣非净利润3.93亿元，同比增长281.92%；基本每股收益0.08元。

#### 投资要点：

- 一季报业绩略超预期，验证公司优异经营能力** 由于季节性原因以及俄罗斯对成品油的制裁影响，1Q2023 MR-TC7航线的TCE环比下滑了36.22%。尽管如此，公司1Q2023业绩仅环比下降15.42%。公司的业绩下降幅度低于季度运价环比变化，这既有收入确认滞后运价的影响，也反映了公司超出市场平均的经营能力。
- 欧洲柴油新一轮去库开启，或短期提振成品油运价** 欧洲在2月俄成品油禁运后并未寻找到充足的柴油进口，3月进口量较去年平均水平大致下滑20-30万桶/天。这一变化在欧洲柴油库存上有所体现。去年欧洲柴油紧缺，裂解价差高企时的库存水平约为1300万桶附近，经过去年年底的囤油，短暂提升至2000万桶的安全水平。现在由于禁运导致入不敷出，库存正在快速向1700万桶左右滑落。线性外推，再过10-20天，欧洲柴油库存或将回落至类似去年紧张时刻的较低水平，届时有望看到更远更多的柴油进口，带动成品油运价上行。
- 俄油制裁加剧成品油区域失衡，2023年需求增长延续** 欧美成品油裂解价差仍在高位，曾经区域内的供需平衡被各种因素打破。2023年这种失衡在俄成品油禁运和炼厂继续东移的背景下进一步加剧，成品油贸易的吨公里需求有望进一步上涨。同时，公司也投放更多供给到外贸成品油市场。后续仍会在2023年4月30日和6月30日各投放一艘MR，2023年业绩弹性有望进一步扩大。
- 有效供给愈发不足，景气中枢不断攀升。** 当下MR船型在手订单比例仅有6.0%，未来3年交付量整体下了一个台阶。同时船只老龄程度日益严重，20岁以上的MR载重吨占比7.3%，有效供给愈发不足。根据克拉克森测算，2023-2024年MR供给增速分别为1.4%和0.6%。在此基础上，船厂供给受限，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，油运景气中枢大概会不断攀升。

- 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。在油运景气度持续提升的判断下，我们预计招商南油 2023-2025 年营业收入分别为 69.54、76.49 与 79.55 亿元，归母净利润分别为 23.80、28.28 与 29.79 亿元，对应 PE 分别为 7.85、6.61、6.27 倍。维持“增持”评级。
- 风险提示** 成品油消费需求不及预期；金融危机；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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6264	6954	7649	7955
增长率（%）	62	11	10	4
归母净利润（百万元）	1434	2380	2828	2979
增长率（%）	384	66	19	5
摊薄每股收益（元）	0.30	0.49	0.58	0.61
ROE（%）	19	24	22	19
P/E	13.13	7.85	6.61	6.27
P/B	2.58	1.91	1.48	1.20
P/S	3.05	2.69	2.44	2.35
EV/EBITDA	8.12	5.51	4.05	3.22

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:	3.85		投资评级:	增持		日期:	2023/04/18	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	19%	24%	22%	19%	EPS	0.30	0.49	0.58	0.61				
毛利率	30%	43%	46%	46%	BVPS	1.52	2.01	2.60	3.21				
期间费率	3%	2%	2%	1%	<b>估值</b>								
销售净利率	23%	34%	37%	37%	P/E	13.13	7.85	6.61	6.27				
<b>成长能力</b>					P/B	2.58	1.91	1.48	1.20				
收入增长率	62%	11%	10%	4%	P/S	3.05	2.69	2.44	2.35				
利润增长率	384%	66%	19%	5%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.60	0.54	0.48	0.42	营业收入	6264	6954	7649	7955				
应收账款周转率	36.03	24.00	43.95	25.90	营业成本	4384	3946	4143	4309				
存货周转率	17.92	27.49	20.39	28.81	营业税金及附加	18	18	19	21				
<b>偿债能力</b>					销售费用	36	49	52	53				
资产负债率	28%	23%	19%	16%	管理费用	94	139	138	119				
流动比	2.52	4.35	6.00	8.19	财务费用	51	-21	-40	-67				
速动比	1.78	3.64	5.18	7.39	其他费用/(-收入)	0	0	0	0				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	1706	2845	3381	3557				
现金及现金等价物	2093	4048	6663	9130	营业外净收支	2	-1	-2	-2				
应收款项	184	318	178	339	利润总额	1707	2844	3379	3556				
存货净额	350	253	375	276	所得税费用	261	427	507	533				
其他流动资产	816	933	975	1062	净利润	1447	2417	2873	3022				
<b>流动资产合计</b>	<b>3443</b>	<b>5552</b>	<b>8192</b>	<b>10807</b>	少数股东损益	13	37	45	44				
固定资产	5758	5640	5544	5571	归属于母公司净利润	1434	2380	2828	2979				
在建工程	275	345	409	475	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	1043	1309	1665	1933	经营活动现金流	1957	2429	3145	3028				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1434	2380	2828	2979				
<b>资产总计</b>	<b>10519</b>	<b>12847</b>	<b>15810</b>	<b>18786</b>	少数股东权益	13	37	45	44				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	650	273	247	234				
应付款项	397	331	412	358	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	1	0	0	营运资金变动	-185	-243	65	-194				
其他流动负债	968	944	953	961	投资活动现金流	-670	-473	-530	-561				
<b>流动负债合计</b>	<b>1365</b>	<b>1276</b>	<b>1366</b>	<b>1320</b>	资本支出	-670	-473	-530	-561				
长期借款及应付债券	1070	1070	1070	1070	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	551	551	551	551	其他	0	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>1621</b>	<b>1621</b>	<b>1621</b>	<b>1621</b>	筹资活动现金流	-454	0	0	0				
<b>负债合计</b>	<b>2986</b>	<b>2897</b>	<b>2987</b>	<b>2941</b>	债务融资	-215	0	0	0				
股本	4853	4853	4853	4853	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	7533	9950	12823	15845	其它	-239	0	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10519</b>	<b>12847</b>	<b>15810</b>	<b>18786</b>	现金净增加额	903	1955	2614	2468				

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，坚持深度价值，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达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。