

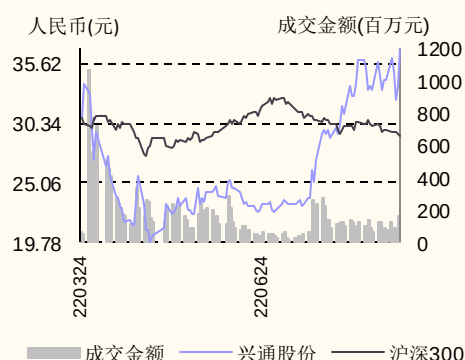
兴通股份 (603209.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 36.94 元

目标价格 (人民币): 42.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.50
总市值(亿元)	73.88
年内股价最高最低(元)	36.94/19.78
沪深 300 指数	4024
上证指数	3186

**内贸化学品海运龙头，运力增长强者恒强****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	386	567	779	1,158	1,507
营业收入增长率	32.36%	46.70%	37.46%	48.68%	30.12%
归母净利润(百万元)	123	199	216	343	434
归母净利润增长率	42.25%	61.21%	8.71%	58.32%	26.64%
摊薄每股收益(元)	0.823	1.327	1.082	1.713	2.170
每股经营性现金流净额	1.21	2.12	1.60	2.44	3.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.39%	22.87%	10.73%	15.19%	16.95%
P/E	N/A	N/A	34.14	21.56	17.03
P/B	N/A	N/A	3.66	3.27	2.89

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内贸化学品海运龙头，盈利能力领先。**公司的主营业务为内贸化学品和成品油运输，2022H1 收入占比分别为 71%和 25%。2019-2021 年营收 CAGR 为 39.34%。归母净利润 CAGR 为 51.43%。2022H1 收入 3.8 亿元，同比增长 35%，归母净利润 1.02 亿元，同比降低 0.9%，毛利率、净利率分别为 42.78%、27.11%，均领先于可比公司。上市所募资金的 81%将主要用于购建 4 艘化学品船、1 艘成品油船，以及置换 2 艘化学品船，合计 7.42 亿元。
- **液货危险品运输市场前景广阔，新增运力严格受限。**1、需求端：市场规模持续增长，炼化一体化推动需求提升。随着多个沿海大型炼化一体项目陆续投产，运输需求维持稳定增长，2021 年沿海化学品、液化气、成品油运输量合计同比增长 7%至 1.2 亿吨。2、供给端：化学品运输行业监管严格，运力增长受控。行业新增运力实行严格审批制度，2021 年沿海化学品、液化气、成品油运力合计同比增长近 3%至 1270 万载重吨。化学品航运下游客户趋于大型化，近年来新增运力集中于成熟企业，行业集中度进一步提升。
- **运力增长领先，盈利能力突出。**1、竞争优势突出，客户合作稳定。公司船舶平均船龄为 8.52 年，低于行业的 10.9 年；2021 年货损率仅 0.024%，低于行业的 0.2%-0.3%。竞争优势明显，有望获取新运输需求。2、运力增长强者恒强，市占率提升可期。公司在交通运输部新增运力评审中，连续 4 次位列化学品船第一，获取新增运力能力强。截至 2022 年 8 月公司总运力达 20.03 万载重吨。预计 2022H2 公司还将新增 1 艘 1.2 万吨化学品船，采购 1 艘 2.74 万吨的内贸化学品船以及 1 艘 2.73 万吨的外贸化学品船，运力规模将扩大，行业领先地位继续巩固。3、经营策略成效显著，盈利能力突出。公司毛利率持续领先，源于采取不同经营策略，领先优势可持续：1、公司空载率低；2、公司自有船舶占比高；3、船舶取得成本较低；4、高毛利率的化学品运输收入占比高；5、以沿海运输为主，燃油及港口成本低。

投资建议

- 公司运力增长领先，盈利能力较强。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.16/3.43/4.34 亿元，参考行业 PE 均值，给予公司 25 倍 PE 估值，对应 2023 年目标价 42.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 运力调控政策风险、船舶安全运营风险、新增运力获取风险、燃油价格波动风险、限售股解禁风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

一、内贸化学品海运龙头，盈利能力领先	5
1.1 内贸化学品海运龙头，运力评审排名第一	5
1.2 净利润高速增长，盈利能力行业领先	7
二、液货危险品运输市场前景广阔，新增运力严格受限	9
2.1 需求端：市场规模持续增长，炼化一体化推动需求提升	9
2.2 供给端：化学品运输行业监管严格，运力增长受控	12
三、运力增长领先，盈利能力突出	15
3.1 竞争优势突出，客户合作稳定	15
3.2 运力增长强者恒强，市占率提升可期	16
3.3 经营策略成效显著，盈利能力突出	20
四、盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议及估值	25
五、风险提示	25

图表目录

图表 1: 2002 年公司开拓液体化学品运输业务	5
图表 2: 公司主营业务为化学品水路运输	5
图表 3: 公司运输多种化学品和成品油货品	5
图表 4: 实际控制人陈兴明家族, 核心高管激励充足 (截至 2022 年 6 月)	6
图表 5: 化学品及成品油运输营收均持续增长	6
图表 6: 2022H1 化学品运输占比 71%, 成品油运输占比 25%	6
图表 7: 2021 年运输货运量同比增长 51.86%	7
图表 8: 2021 年运输航次同比增长 16.90%	7
图表 9: 2022 年 8 月公司总运力达 20.03 万载重吨	7
图表 10: 公司连续 4 次在新增运力评审中获得第一	7
图表 11: 2022H1 主营业务收入增速 35%	8
图表 12: 2022H1 归母净利润降低 0.9%	8
图表 13: 公司毛利率基本稳定, 净利率持续攀升	8
图表 14: 自有船舶毛利率较高	8
图表 15: 公司毛利率高于同业可比公司	8
图表 16: 公司净利率高于同业可比公司	8
图表 17: 2022H1 公司 ROE (加权) 为 7.26%	9
图表 18: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16.37%	9
图表 19: 预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元	10
图表 20: 区域间供需不平衡驱动运输需求产生	10
图表 21: 2021 年沿海省际化学品运输量同增 10.61%	11
图表 22: 2021 年沿海成品油运输量同增 4%	11
图表 23: 2021 年沿海液化气运输量同增 30.6%	11
图表 24: 2020 年危化品水路运输方式占比升至 23%	11
图表 25: 大型炼化一体化项目具体内容	11
图表 26: 大型炼化一体化项目位于东部沿海	12
图表 27: 行业监管政策	13
图表 28: 2021 年我国化学品船总运力为 128.9 万载重吨	13
图表 29: 2021 年我国新增 14.5 万载重吨化学品船运力	13
图表 30: 2021 年我国油船总运力为 1114.1 万载重吨	14
图表 31: 2021 年我国新增 50.7 万载重吨油船运力	14
图表 32: 2021 年我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨	14
图表 33: 2021 年我国新增 1.3 万载重吨液化气船运力	14
图表 34: 业内大型企业相对较少, 以民营企业为主	14
图表 35: 2019-2021 年主要可比公司市占率提升	15
图表 36: 化学品船新获批运力大型企业占比超三成	15
图表 37: 截至 2021 年 6 月公司平均船龄为 8.52 年	15

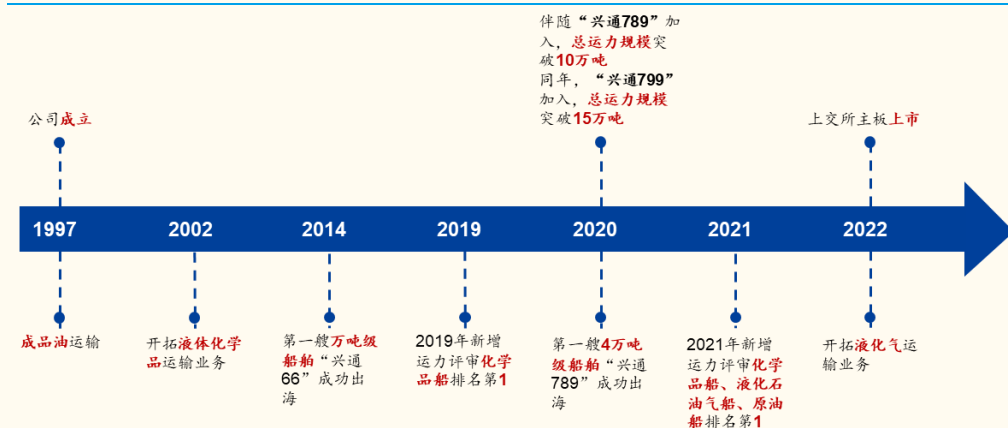
图表 38: 2021 年公司货损率为 0.024%.....	16
图表 39: 前五大客户集中度为 71.65%.....	16
图表 40: 荣盛控股为公司最大客户.....	16
图表 41: 公司连续 4 次在交通运输部开展的综合运力评审排名中获得第一...16	16
图表 42: 沿海省际散装液体危险货物船舶运输申请企业情况综合评审表.....17	17
图表 43: 目前共有 18 艘在营船舶.....	18
图表 44: 拟投入 81%的募集资金用于购置或置换船舶.....	18
图表 45: 公司正在履行的重大船舶建造合同情况.....	19
图表 46: 2019-2021 年公司运力市占率逐步提升.....	19
图表 47: 2021 年公司货运量大幅增长.....	19
图表 48: 2019-2021 年公司外租船舶航次逐年增加.....	20
图表 49: 2021 年公司外租船舶程租收入大幅增长.....	20
图表 50: 2021 年 500 海里以下的航次数量占比 64.74%.....	20
图表 51: 短途运输毛利率较高.....	20
图表 52: 2021 年公司空载率为 14.77%，低于同行.....	21
图表 53: 2021 年单位载重吨货运量为 29.60 吨/载重吨.....	21
图表 54: 2021 年单位载重吨货运量为 0.73 万吨/航次.....	21
图表 55: 2021 年公司自有船舶毛利率 56.33%.....	21
图表 56: 2021 年公司自有船舶收入占比 89.31%.....	21
图表 57: 公司船舶取得的成本较低.....	22
图表 58: 公司化学品运输占比高于同行.....	22
图表 59: 公司化学品运输毛利占比高于同行.....	22
图表 60: 2021 年单位货运量港口费用 4.63 元/吨.....	23
图表 61: 2021 年单位货运量燃油成本 16.47 元/吨.....	23
图表 62: 公司经营数据假设.....	23
图表 63: 公司收入假设.....	24
图表 64: 公司成本假设.....	25
图表 65: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	25

一、内贸化学品海运龙头，盈利能力领先

1.1 内贸化学品海运龙头，运力评审排名第一

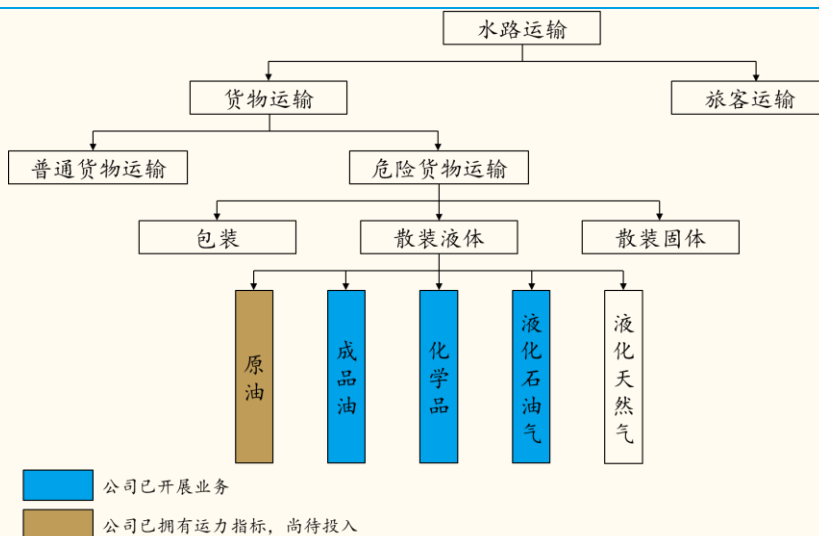
- 公司是国内领先的液体散装化学品航运企业。公司成立于 1997 年，起初从事国内沿海成品油运输业务及相关代理业务。2002 年获国内沿海、长江及珠江水系间的成品油、散装化学品运输的经营资质，开拓液体化学品运输业务。2022 年 3 月在上交所主板上市。公司是国内领先的液体散装化学品海运民营企业，公司化学品船运力占行业的比重约为 10%，位居第一。

图表 1：2002 年公司开拓液体化学品运输业务



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司主营业务为化学品水路运输



来源：公司公告，国金证券研究所

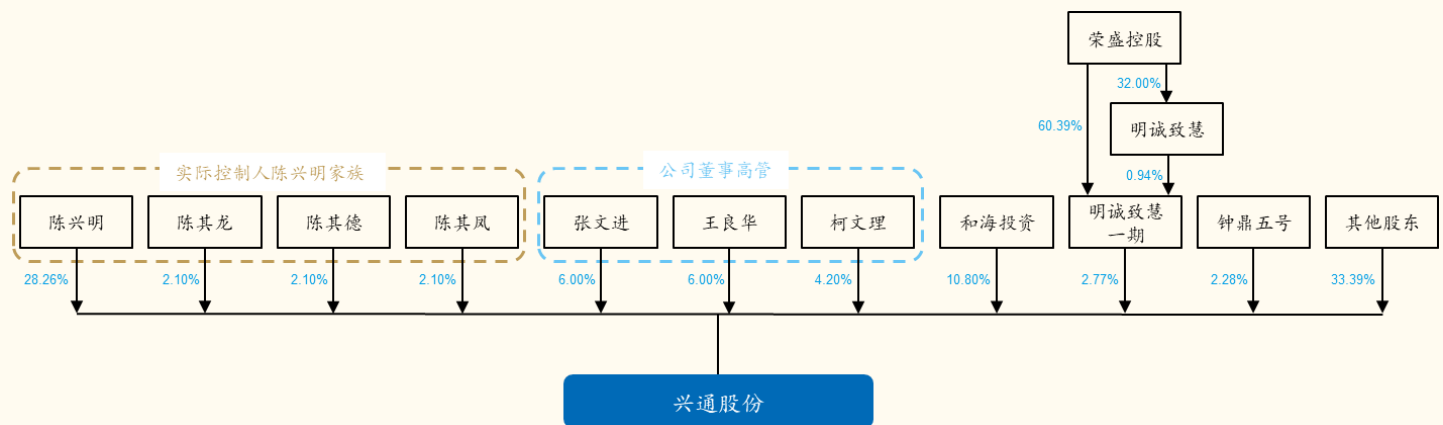
图表 3：公司运输多种化学品和成品油货品

货品种类	公司运输货品
化学品	PX、液碱、纯苯、苯乙烯、甲醇、乙二醇等基础化工类产品
成品油	航空煤油、汽柴油、石脑油等油品

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司航线港口覆盖国内近海、沿海大部分区域。**公司主要航线通达全国沿海及长江、珠江中下游水系，形成了辐射渤海湾、长三角、珠三角、北部湾等国内主要化工产业基地的运输网络体系，涵盖舟山、泉州、惠州、大连、宁波、上海、天津、广州等主要港口。
- **实际控制人为陈兴明家族。**公司董事长陈兴明实际持有 28.26% 的股份，陈其龙、陈其德、陈其凤为陈兴明之子女，各持有 2.1% 的股份，陈兴明家族合计持股 34.56%，为公司的实际控制人。其中，陈其龙任总经理，陈其德、陈其凤任副总经理。张文进、王良华和柯文理三人加入公司超过 20 年，目前均为公司董事，分别持有公司 6%、6% 及 4.2% 的股份，其中柯文理任公司副总经理。

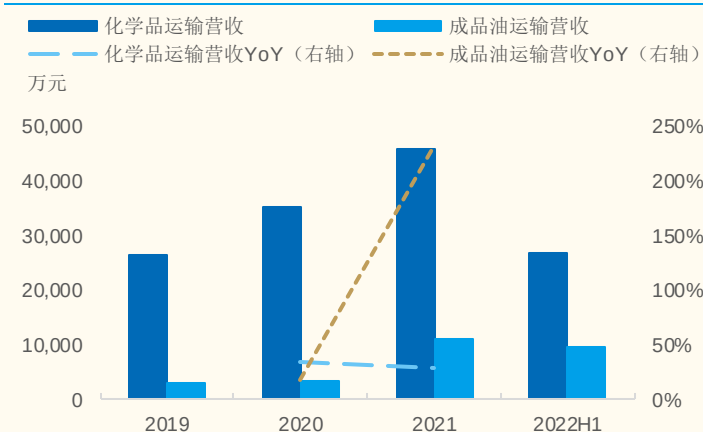
图表 4：实际控制人陈兴明家族，核心高管激励充足（截至 2022 年 6 月）



来源：公司公告，国金证券研究所

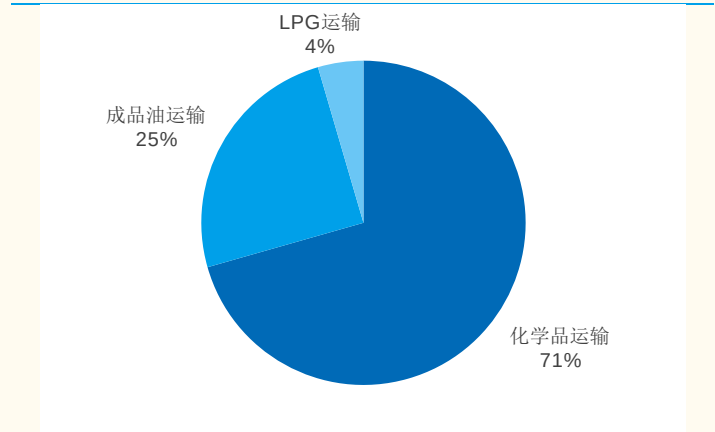
- **公司核心业务为化学品运输业务。**2021 年公司化学品运输营收为 4.56 亿元，占总收入的 80.49%，成品油运输营收为 1.11 亿元，占比 19.51%。2022H1 公司化学品运输、成品油运输、LPG 运输分别实现营收 2.68 亿元、0.95 亿元和 0.17 亿元，占收入比重分别为 70.58%、24.89%和 4.53%。

图表 5：化学品及成品油运输营收均持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

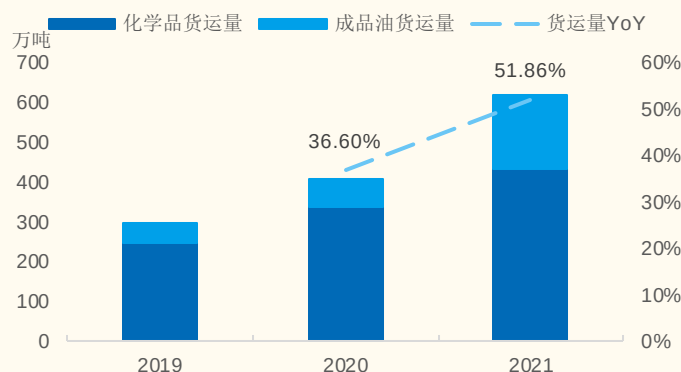
图表 6：2022H1 化学品运输占比 71%，成品油运输占比 25%



来源：公司公告，国金证券研究所

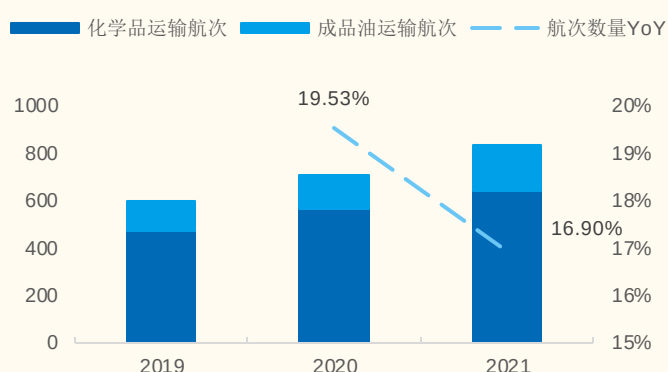
- **公司业务发展迅速，货运量持续增长。**2021 年公司运输货运量达 615.51 万吨，较 2020 年增长 51.86%，其中运输化学品 429.90 万吨，占总货运量 69.84%，运输成品油 185.61 万吨，占总货运量 30.16%。2021 年公司运输 830 个航次，同比增长 16.90%，其中化学品运输 642 个航次，成品油运输 188 个航次。2022H1，公司运输货运总量为 402.17 万吨，同比增长 27.24%，其中化学品货运量 256.44 万吨，同比增长 16.4%。

图表 7：2021 年运输货运量同比增长 51.86%



来源：公司公告，国金证券研究所

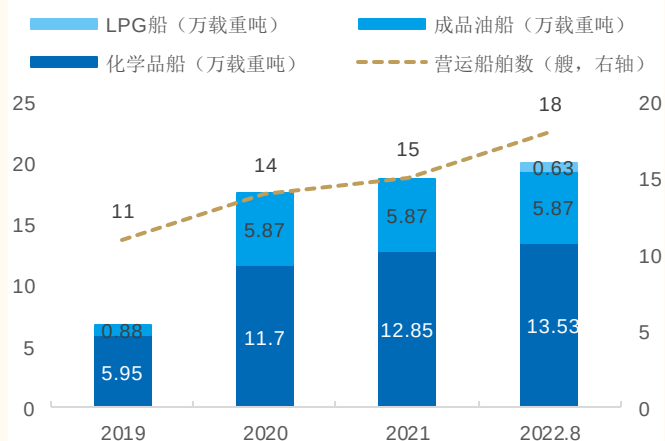
图表 8：2021 年运输航次同比增长 16.90%



来源：公司公告，国金证券研究所

- **运力持续提升，新增运力评审位列第一。**公司持续引进运力，截至 2022 年 8 月，公司拥有各类船舶共计 18 艘，总运力达 20.03 万载重吨，其中散装液体化学品船舶 13 艘，运力 13.68 万载重吨。2019 年以来，公司在交通运输部沿海省际液体危险货物船舶运输市场运力调控综合评审中，连续 4 次评为化学品船第 1 名。

图表 9：2022 年 8 月公司总运力达 20.03 万载重吨



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司连续 4 次在新增运力评审中获得第一

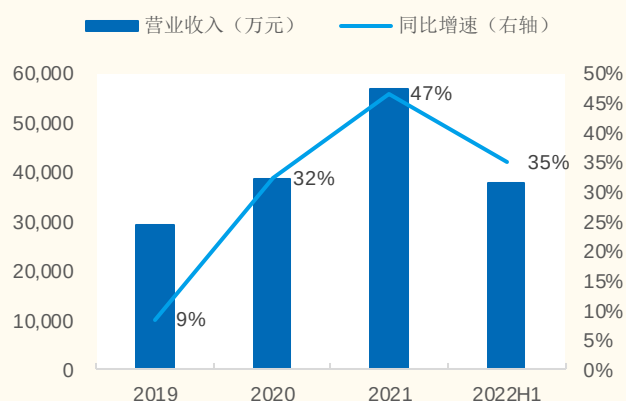
评审届次	公布时间	参评项目	排名
2019 年沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审	2019 年 11 月	化学品船	1
2019 年第二次新增沿海省际散装液体危险货物船舶（大型化学品船）综合评审	2020 年 6 月	化学品船	1
2020 年沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审	2020 年 10 月	化学品船	1
2021 年沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审	2021 年 12 月	化学品船	1
		液化石油气船（非乙烯）	1
		原油船	1

来源：公司公告，交通运输部，国金证券研究所

1.2 净利润高速增长，盈利能力行业领先

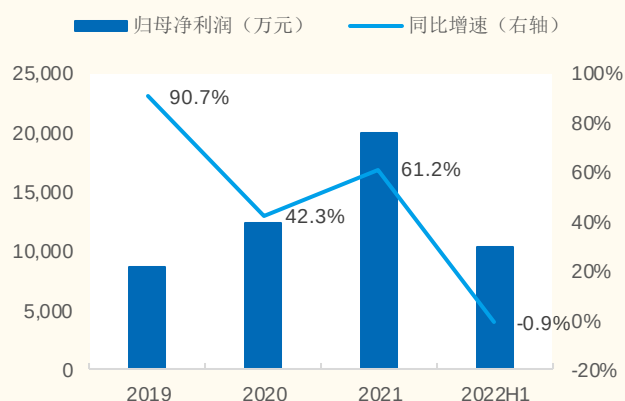
- **公司历史业绩高增，2022H1 略有下降。**2019-2021 年公司营业收入大幅增长，由 2019 年的 2.92 亿元增长至 2021 年的 5.67 亿元，CAGR 为 39.34%。归母净利润由 2019 年的 0.87 亿元增长至 2021 年的 1.99 亿元，CAGR 为 51.43%，背后得益于公司业务量的持续扩张。2022H1 公司收入 3.8 亿元，同比增长 35%，归母净利润 1.02 亿元，同比降低 0.9%。

图表 11: 2022H1 主营业务收入增速 35%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

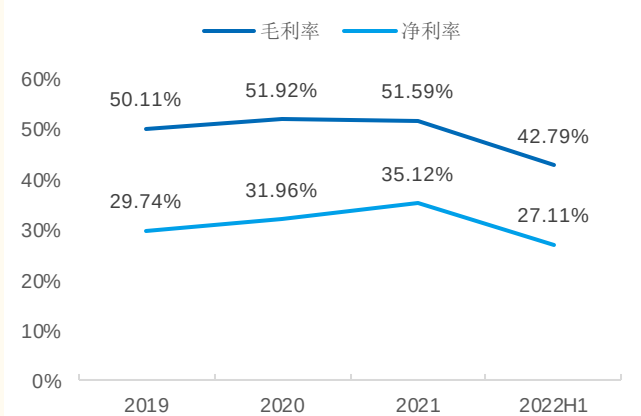
图表 12: 2022H1 归母净利润降低 0.9%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

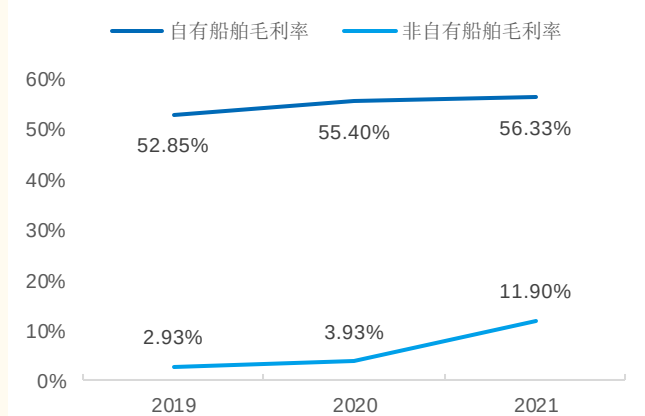
■ 公司盈利能力领先于同行。2019-2021 年, 公司净利率持续攀升, 2021 年净利率为 35.1%。2022H1 公司毛利率、净利率分别为 42.8%、27.1%, 降低主要系公司外租船舶收入占比增长拖累利润率, 船员工资水平提升, 且燃油成本上涨。2019 年以来, 公司毛利率、净利率、净资产收益率均高于可比公司。

图表 13: 公司毛利率基本稳定, 净利率持续攀升



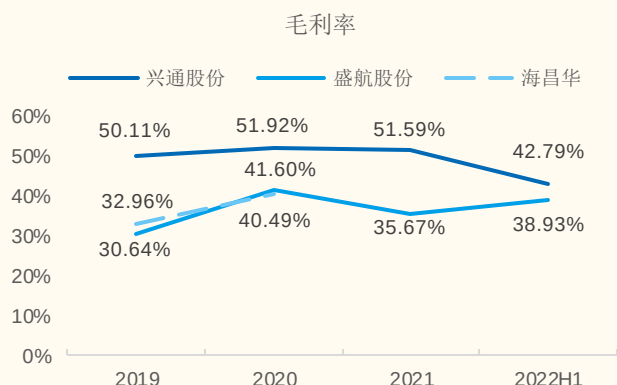
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 自有船舶毛利率较高



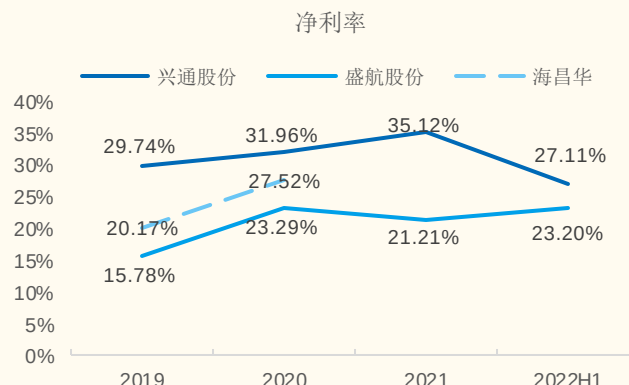
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司毛利率高于同业可比公司



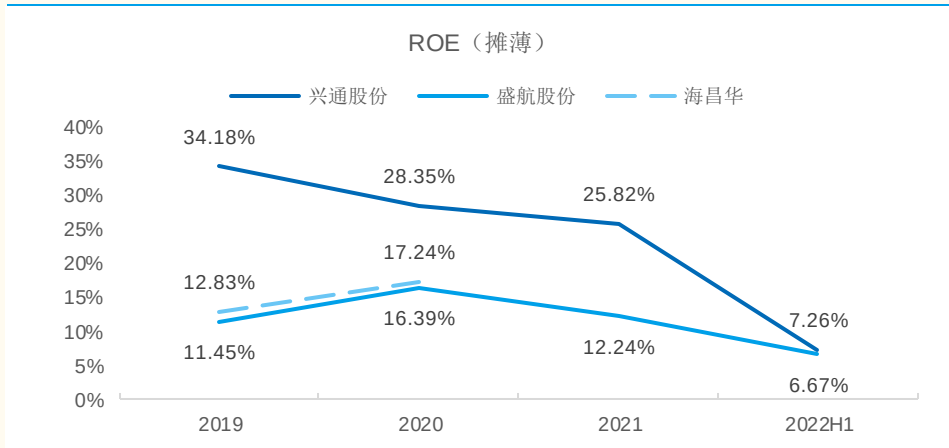
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 公司净利率高于同业可比公司



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 2022H1 公司 ROE (加权) 为 7.26%



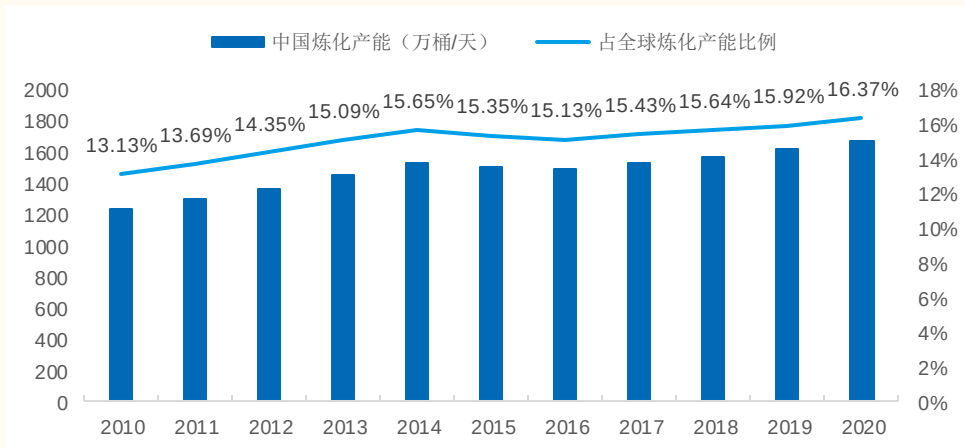
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

二、液货危险品运输市场前景广阔，新增运力严格受限

2.1 需求端：市场规模持续增长，炼化一体化推动需求提升

- 国内石化产业快速发展，炼化产能占比持续提升。近年来，随着我国以炼化一体化建设开启石化产业提质升级，国内千万吨级大型炼厂数量不断增加，石油炼化能力快速提升。据 BP 数据显示，我国炼化能力由 2010 年的 1,232 万桶/日增至 2020 年的 1,669 万桶/日，年复合增速达 3.08%，显著高于全球 0.83% 的增速水平。中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升，2020 年达 16.37%。

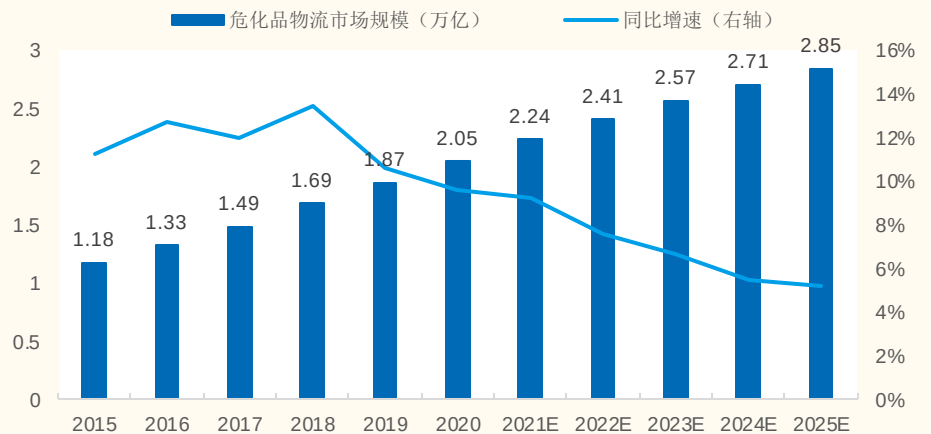
图表 18: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16.37%



来源: BP, 国金证券研究所

- 我国危化品物流市场规模持续增长。受益于石化产业的快速发展，我国危化品物流运输市场呈稳步增长态势，据中国物流与采购联合会危化品物流分会发布的《2020 年中国危化品物流行业年度运营报告》数据显示，2019 年我国危化品物流市场规模达 1.87 万亿元，估算 2020 年危化品物流市场规模将超过 2 万亿元，预计至 2025 年危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元，2019-2025 年期间年复合增速为 7.28%。按第三方渗透率 30% 估算，预计到 2025 年第三方化工物流市场规模将达到 9975 亿元。

图表 19：预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元



来源：中国物流与采购联合会，国金证券研究所

- 化工产业布局及化工产品各区域间的供需不平衡是国内液货危险品航运需求的主要驱动力。长三角地区及东南沿海液体化工品产能分别占全国总产能的 46%、10%，需求却分别占全国总需求的 58%、19%，存在供需缺口，是国内液体化工品主要的流入地；渤海湾地区产能为全国的 30%，需求却仅占全国需求 14%，成为主要液化品流出地。由此形成了当前我国以华北-华东、华北-华南、华东-华南等航线为主的运输格局。

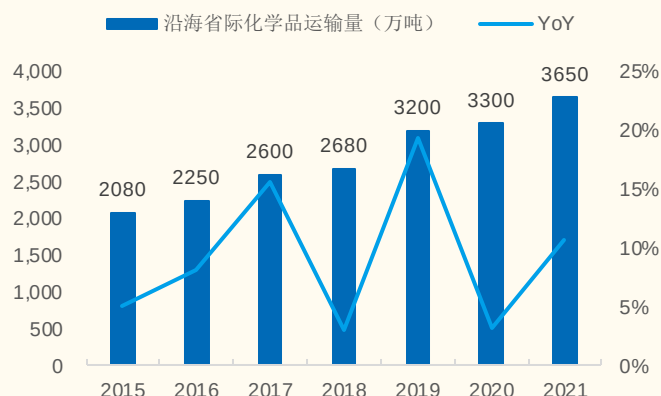
图表 20：区域间供需不平衡驱动运输需求产生



来源：Wind，国金证券研究所

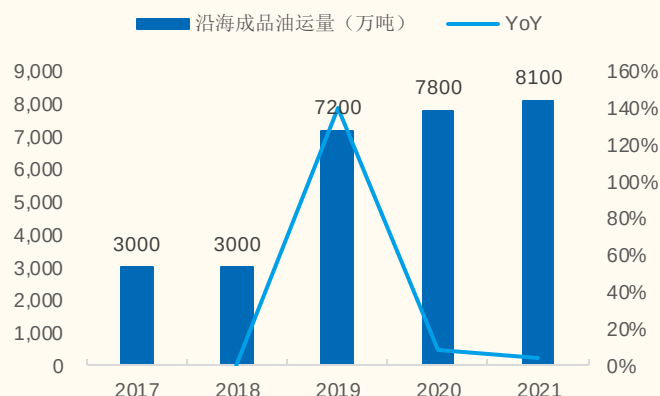
- 沿海危化品运输需求提升，水路运输占比上升。国内沿海省际化学品及成品油运输量逐年提升，2021 年化学品运输量达 3650 万吨，同比增长 10.6%；2021 年沿海成品油运输量达 8100 万吨，同比增长 4%；2021 年沿海液化气运输量达 525 吨，同比增长 30.6%，三者合计同比增速为 7%。伴随需求的提升，2020 年危化品水路运输方式占比提升至 23%，较 2018 年上升 5 pct。

图表 21: 2021 年沿海省际化学品运输量同增 10.61%



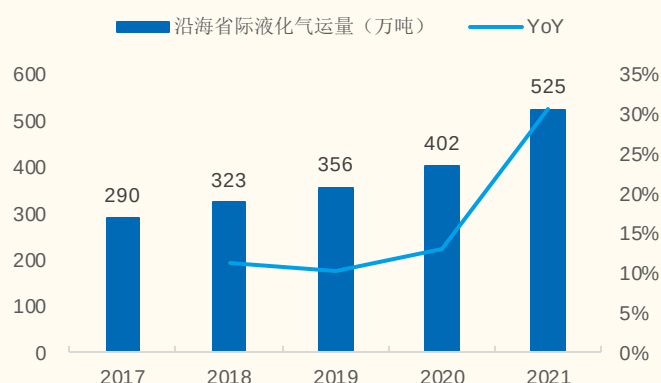
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 22: 2021 年沿海成品油运输量同增 4%



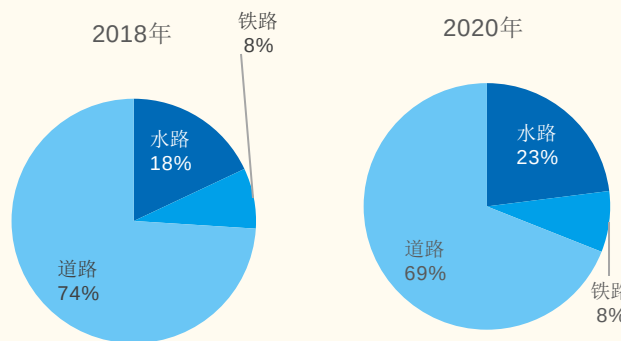
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 23: 2021 年沿海液化气运输量同增 30.6%



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 24: 2020 年危化品水路运输方式占比升至 23%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **大型炼化一体化项目逐步落地, 推动物流需求稳步增长。**“十三五”期间, 国家发改委重点规划发展七大石化产业基地, 2019 年以来部分项目陆续投产。“十四五”期间, 仍将有多个大型炼化一体化项目将陆续投产, 预计未来我国石化产能会继续增长。项目均分布于我国沿海地区, 投产后将会推动我国沿海液货危险品运输需求上涨。

图表 25: 大型炼化一体化项目具体内容

项目简称	所属基地/位置	炼油 产能规划	化学品 产能规划	液化气 产能规划	投产 时间
恒力炼化一体化项目	大连长兴岛 (西中岛) 石化产业基地	2,000 万吨/年炼油	450 万吨/年 PX		2019.05/ 2020.07
浙江石化炼化一体化项目 (一期)	浙江舟山绿色石化基地	2,000 万吨/年炼油	520 万吨/年芳烃	140 万吨/年乙烯	2019.11
中科炼化一体化项目	广东茂湛炼化一体化基地	1,000 万吨/年炼油		80 万吨/年乙烯	2020.06
中化泉州炼化一体化扩建项目 (二期)	泉州湄洲湾石化基地	1,500 万吨/年炼油		100 万吨/年乙烯	2020.09
浙江石化炼化一体化项目 (二期)	浙江舟山绿色石化基地	2,000 万吨/年炼油	520 万吨/年芳烃	140 万吨/年乙烯	2020.11
惠州中海油/壳牌南海联合工厂二期项目	惠州大亚湾石化产业基地			220 万吨/年乙烯	2021.04
盛虹石化炼化一体化项目	连云港石化产业基地	1,600 万吨/年炼油	280 万吨/年芳烃	110 万吨/年乙烯	2021Q4

海南炼化 100 万吨/年 乙烯及炼油改扩建项目	洋浦经济开发 区	500 万吨/ 年炼油		100 万吨/ 年乙烯	2022.05
古雷炼化一体化一期 项目	漳州古雷石化 产业基地	1,000 万 吨/年炼油	130 万吨/ 年 PX		2021Q3
镇海炼化炼油升级扩 建项目	宁波石化产业 基地	3,800 万 吨/年炼油		220 万吨/ 年乙烯	2024Q4

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：大型炼化一体化项目位于东部沿海



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 供给端：化学品运输行业监管严格，运力增长受控

- 市场准入壁垒较高。**液货危险品航运行业准入壁垒较高，主要体现在资质许可、运力管控、限制外商进入等方面。资质许可方面，我国对业内企业实行严格的资质许可管理。运力管控方面，国家对本行业实行严格的运力审批制度，对企业进行综合评价打分，排名靠前者方可获得每年的新增运力。根据《国内水路运输管理条例》，外国的企业、其他经济组织和个人不得经营水路运输业务，也不得以租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营水路运输业务。
- 国家宏观运力调控，运力供给增长受限。**目前行业引入新运力主要通过交通运输部新增运力评审批准和老船置换两种方式。交通运输部对国内沿海省际化学品运力监管严格，数次发布相关政策，每年根据市场供需情况审批新增船舶运力，2018 年首次将原油船、成品油船、液化气船一并纳入管控。国内运力供给受国家管控，增长相对有限。

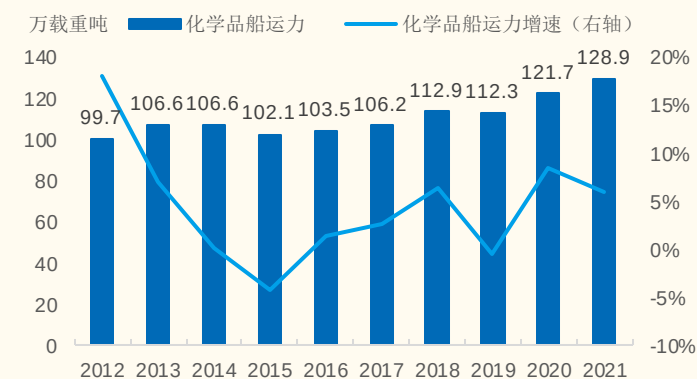
图表 27：行业监管政策



来源：交通运输部，国金证券研究所

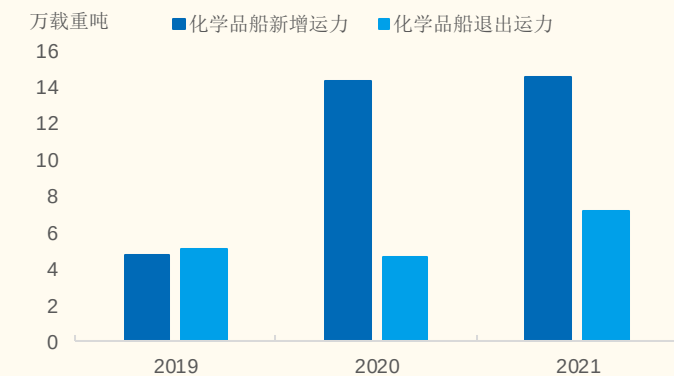
- 我国危化品运输运力增速仅为个位数。2021 年我国化学品船总运力为 128.9 万载重吨，同比增长 5.9%，我国油船（含原油船及成品油船）总运力为 1114.1 万载重吨，同比增长 2.5%，我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨，同比增长 5.2%。2021 年上述三者合计运力同比增长近 3%至 1270 万载重吨。

图表 28：2021 年我国化学品船总运力为 128.9 万载重吨



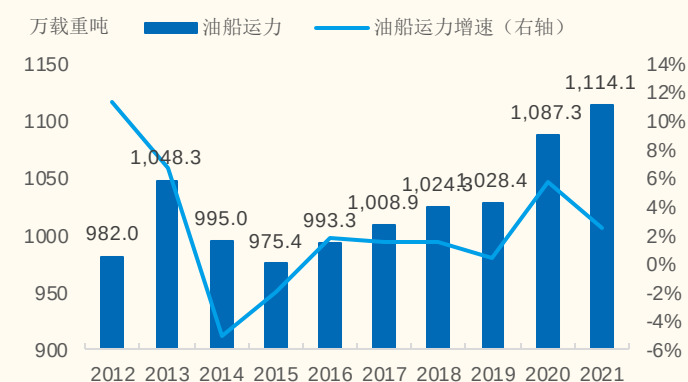
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表 29：2021 年我国新增 14.5 万载重吨化学品船运力



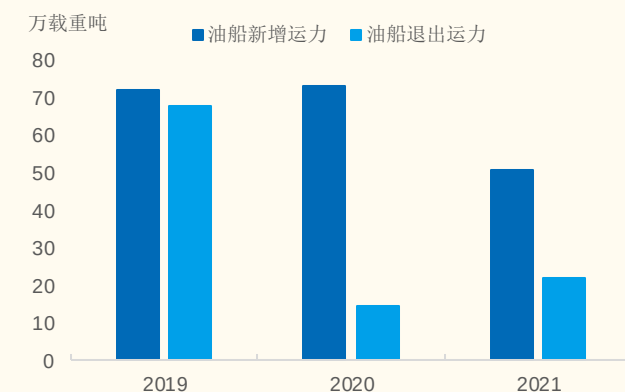
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表 30：2021 年我国油船总运力为 1114.1 万载重吨



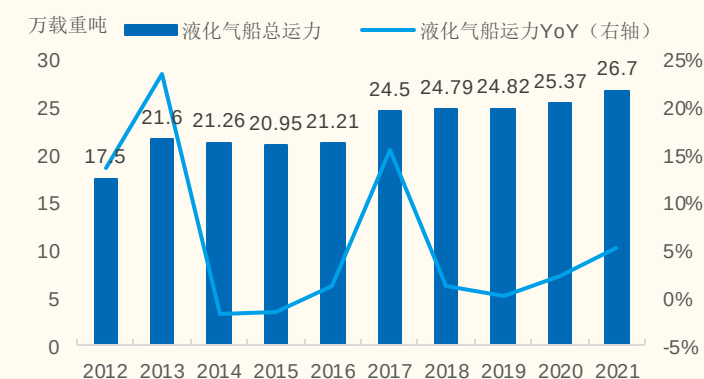
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表 31：2021 年我国新增 50.7 万载重吨油船运力



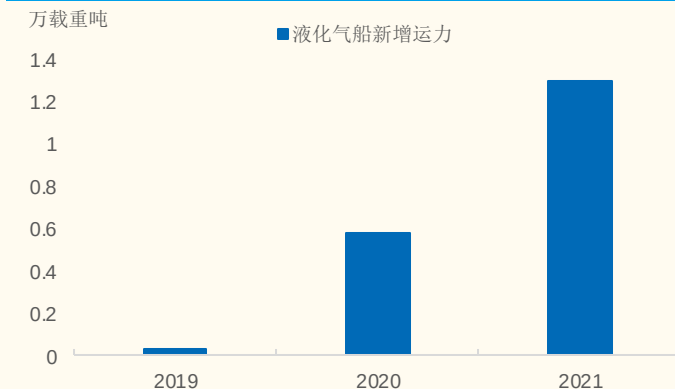
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表 32：2021 年我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨



来源：交通运输部，国金证券研究所

图表 33：2021 年我国新增 1.3 万载重吨液化气船运力



来源：交通运输部，国金证券研究所

- 业内大型企业相对较少，竞争态势有序。因国家政策及监管，行业内竞争者较少，行业内国企控股的大型企业和中小型民营企业并存。行业内共有 70 多家企业，其中绝大部分为民营企业；主要大型企业有 7 家，各企业在主要运输品类、区域、航线等方面具有差异化竞争，以化学品运输为主的企业均为民营。

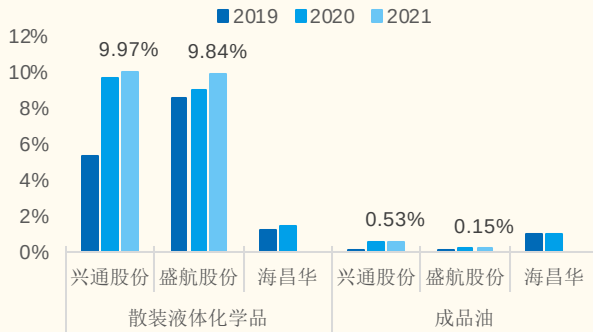
图表 34：业内大型企业相对较少，以民营企业为主

企业简称	企业性质	运输货品	业务布局
招商南油	国企控股	化学品、油品 以油品为主	内外贸兼营
中远海能	国企控股		内外贸兼营，侧重外贸
海昌华	民营		专注国内
君正船务	民营	化学品、油品 以化学品为主	内外贸兼营
上海鼎衡	民营		内外贸兼营
盛航股份	民营		专注国内
兴通股份	民营		专注国内

来源：交通运输部，国金证券研究所

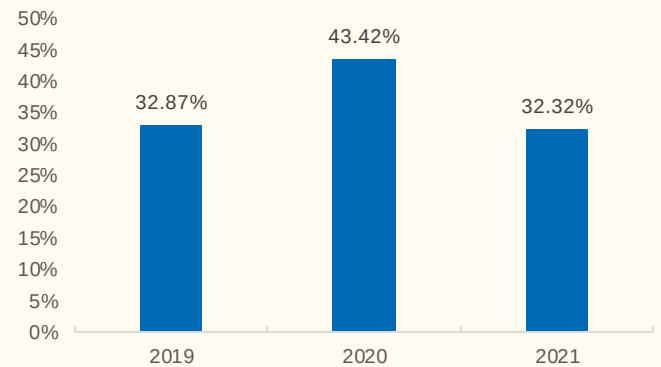
- **行业集中度有望提升。**国内石化行业规模化、集中化发展趋势明显，使得化学品航运下游客户趋于大型化。下游大型客户对于水上运输服务商认证条件严格，行业经验丰富、综合资质较好、船队规模领先的船东公司在争取优质客户资源上具备明显优势，促使行业集中度逐渐提升。同时在严格的运力调控下，小船东由于运输安全管理能力、行业经验、服务能力尚有待提升，难以获批新增运力，推动集中度进一步提升。

图表 35：2019-2021 年主要可比公司市占率提升



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 36：化学品船新获批运力大型企业占比超三成



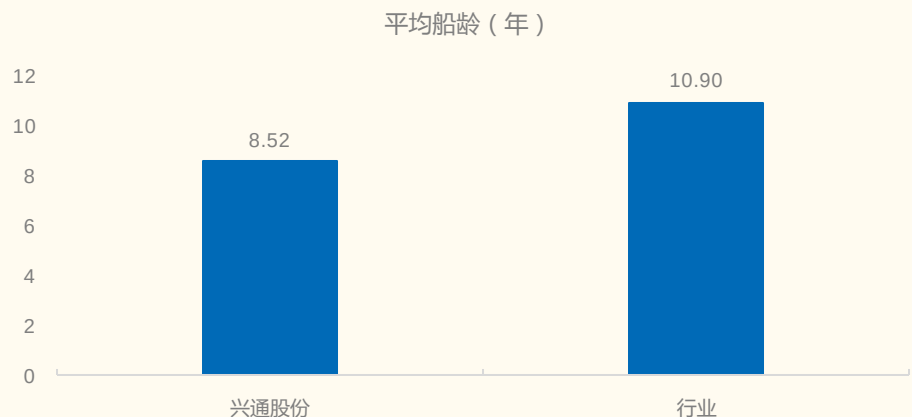
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所 注：以 7 大企业获批运力计算占比

三、运力增长领先，盈利能力突出

3.1 竞争优势突出，客户合作稳定

- **船舶成新率较高满足中高端客户需求。**截至 2021H1 公司在营化学品运输船舶平均船龄为 8.52 年，相较于我国沿海省际运输化学品船（含化学品、油品两用船）平均船龄 10.9 年处于较低水平。由于船舶成新率较高，船况优良，公司可保障中高端客户的运输需求。

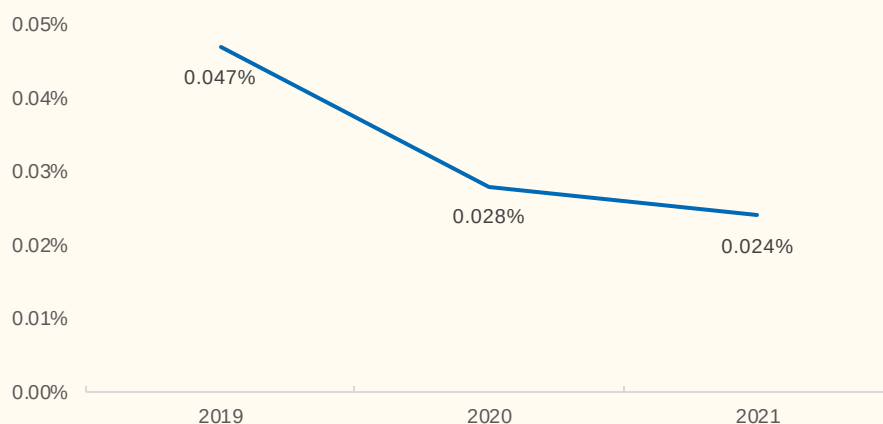
图表 37：截至 2021 年 6 月公司平均船龄为 8.52 年



来源：公司公告，国金证券研究所

- **低货损率为客户减少损失。**散装液体化学品具有易挥发、易渗透等特性，公司通过精细化管理船舶设备、信息化系统等措施，有效保障船舶性能。2019-2021 年公司货损率处于较低水平且不断下降，2021 年公司货损率为 0.024%，远低于行业 0.2%-0.3% 的合理损耗，实现了在满足客户需求的同时为客户创造更多价值。

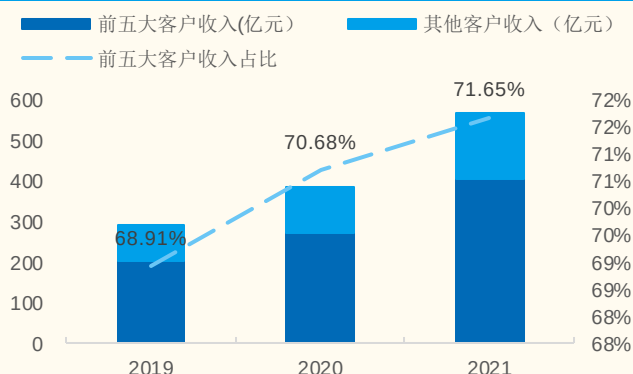
图表 38: 2021 年公司货损率为 0.024%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

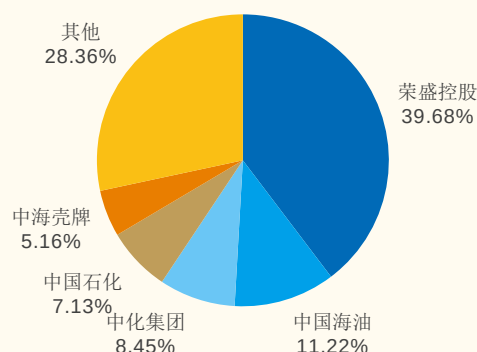
- **与大型石化企业建立长期稳定合作关系。**公司与浙江石化、中国石化、中国海油、中海壳牌、福建联合石化、恒力石化、中国航油等大型石化企业建立了长期稳定的战略合作关系。前五大客户中, 荣盛控股连续两年为公司第一大客户, 中国海油连续三年为公司前五大客户。伴随下游客户产能的投产, 公司有望获得新的运输需求。

图表 39: 前五大客户集中度为 71.65%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 荣盛控股为公司最大客户



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 运力增长强者恒强, 市占率提升可期

- **新增运力评审位列第一, 获取新增运力能力强。**自 2019 年以来, 交通运输部共开展了 4 次沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审, 公司均以第 1 名的成绩获得化学品船的新增运力。
- **2021 年, 分别有 2 艘新增原油船、8 艘新增化学品船和 9 艘新增液化气船获批, 合计 13 家企业获批新增运力。**其中公司新增获批 1 艘 1.07 万载重吨的化学品船、1 艘 4350 立方米液化石油气船(非乙烯)及 1 艘 6.5 万载重吨的原油船。

图表 41: 公司连续 4 次在交通运输部开展的综合运力评审排名中获得第一

评审时间	参评项目	第一名			第二名			第三名		
		公司名称	载重吨	得分	公司名称	载重吨	得分	公司名称	载重吨	得分
2019 年第一次	化学品船	泉港兴通	11500	88.8	扬洋化工	3700	84.8	华洋海运	5500	82.6
	成品油船	中远海运	7633.5	85.2	招商南油	4000	83.8	扬洋化工	4000	82.8
	液化石油气船	丰益船务	5500	81.6	顺源海运	3700	79.2	旺通船务	3700	78.8

	液化天然气船	华祥海运	9000	86.8	海洋石油阳江实业	12000	76.6		-	
	原油船	甬旺航运	9956	81.8	北海船务	15000	80	实华南油	7000	79
2019 年第二次	化学品船	泉港兴通	39987	86	扬洋化工	39999	78.4	能垣海运	39826	76.8
	化学品船	兴通海运	12500	84.4	华海石油	6500	81.6	盛航海运	7450	80.2
	成品油船 (3-5 万 DWT)	兴通海运	50000	89.6	华海石油	48000	85.8	丰乐船务	48000	84.6
2020 年	成品油船 (≤2 万 DWT)	甬旺航运	16000	90	丰乐船务	20000	84.6	中远海运	7651.9	83.8
	液化石油气船	海鸿船务	5500	81.4	中远龙鹏	5500	80.2	中港船业	5000	76
	原油船	北海船务	5000	85.4	甬旺航运	11024	82.8	招商南油	20000	78.4
2021 年	化学品船	兴通海运	10700	89.8	扬洋化工	9000	82.6	盛航海运	7450	82.4
	液化石油气船 (非乙烯)	兴通海运	4350	89.6	盛航海运	5050	82.4	华祥海运	5000	81.8
	液化石油气船 (乙烯)	中远龙鹏	9000	74.8	西南海运	9000	66	-	-	-
	液化天然气船	华祥海运	40000	79.2	华南液化气	15000	68.8	-	-	-
	原油船	兴通海运	65000	89.8	北海船务	64900	82.6	-	-	-

来源：交通运输部，国金证券研究所

- **新增运力评审考核企业综合实力。**沿海省际散装液体危险货物船舶运输申请的考核涉及企业资质、安全绿色、守法诚信、经营业绩等四大项内容，前四项的每个指标打分在 0-5，第五项为扣分项，每个指标扣 5 分。总分越高则在运力综合评审排序中越靠前，越有可能获得新增造船指标。
- **公司被评为安全诚信公司并连续多年获得签注。**安全诚信企业评选需综合过去 3 年企业安全管理运营情况，公司于 2018 年被交通运输部海事局评为“安全诚信公司”，并连续 3 年获得签注，是国内为数不多获此殊荣的国内沿海散装液体化学品航运企业。

图表 42：沿海省际散装液体危险货物船舶运输申请企业情况综合评审表

评审内容	评分标准
(一) 企业有关资质条件符合度情况 (22 分)	1.安全管理体系建立情况。 2.安全管理体系运行情况。 3.自有运力规模情况。 4.与企业直接订立劳动合同的高级船员情况。 5.海务机务管理人员情况。
(二) 企业安全绿色发展情况 (43 分)	6.船舶入级情况。 7.船旗国检查 (FSC) 情况。 8.重点跟踪船舶情况。 9.船舶事故情况。 10.船舶违章处罚情况。 11.拟申请运力情况。 12.船舶发动机污染物排放水平情况。 13.遵守排放控制区要求情况。 14.船舶水污染物排放控制情况。
(三) 企业守法诚信及服务情况 (20 分)	15.企业安全诚信情况。 16.船舶安全诚信情况。 17.企业信用信息情况。 18.通过年度核查和日常动态监管检查情况。
(四) 企业生产经营业绩情况 (15 分)	19.最近两年通过光租方式补充运力情况。 20.资产负债情况。 21.企业征信情况。 22.运营经验情况。
(五) 扣分项目及标准 (-25 分)	23.发生一般或较大及以上安全事故情况。 24.严重违法失信情况和被海事管理机构重点跟踪情况。 25.安全管理体系被跟踪审核情况。

	26.获得批准新增运力投入营运情况。 27.新增运力经营权、所有权变更情况。
--	---

来源：交通运输部，国金证券研究所

- **公司积极引进运力。**2022H1 公司新增 1 艘 5490 载重吨化学品船和 2 艘 3700 立方液化石油气（LPG）船，8 月新增 1 艘 7990 载重吨不锈钢化学品船“兴通 79”。截至 2022 年 8 月，公司拥有散装液体化学品船、成品油、液化石油气船共计 18 艘，总运力达 20.03 万载重吨，其中散装液体化学品船舶 13 艘，运力达 13.68 万载重吨。

图表 43：目前共有 18 艘在营船舶

船名	建造年月	船舶种类	货舱类型	载重吨
兴通 9	2012.12	油船	环氧油漆普涂	4377
兴通 10	2013.01	油船	环氧油漆普涂	4403
兴通 19	2014.07	化学品船	不锈钢内舱	3801
兴通 16	2015.12	化学品船	不锈钢内舱	4004
兴通油 69	2008.01	油化船	环氧特涂	4993.4
兴通 6	2018.12	油化船	不锈钢内舱	5496.5
兴通 79	2022.08	油化船	不锈钢	7995.1
兴通 89	2010.09	油化船	环氧特涂	6994
兴通 56	2019.10	油化船	不锈钢内舱	7490.3
兴通 99	2011.07	油化船	环氧特涂	9002
兴通 66	2011.01	油化船	环氧特涂	11241.3
兴通 739	2021.01	化学品船	不锈钢内舱	11495.1
兴通 719	2011.03	化学品船	不锈钢内舱	12498.99
兴通 789	2010.07	化学品船	环氧涂层	44997.4
兴通 799	2011.09	油船	碳钢	49962
兴通 7	2021.12	化学品船	双相不锈钢舱	5258
兴通 316	2012.06	液化气船	LPG 液化气高强度碳钢内胆	3133.3
兴通 319	2011.09	液化气船	LPG 液化气高强度碳钢内胆	3163
合计				200305.39

来源：公司公告，国金证券研究所

- **IPO 募投资金用于运力扩张，引进计划清晰。**上市后公司所募集资金将主要用于船队规模建设，包括购建 4 艘化学品船、1 艘成品油船，以及置换 2 艘化学品船，共计 7.42 亿元，将进一步提升运输能力。预计 2022H2 还将新增 1 艘 12000 吨不锈钢化学品船“兴通 729”，向丰海海运采购 1 艘 27356 吨的内贸化学品船“丰海 32”以及 1 艘 27259.63 吨的外贸化学品船“丰海 35”。届时公司的整体运力规模将进一步扩大，行业领先地位继续巩固。

图表 44：拟投入 81%的募集资金用于购置或置换船舶

募集资金投资项目	总投资额 (万元)	拟投入募集资 金(万元)	自筹资金预先投 入金额(万元)
不锈钢化学品船舶购置项目	12200	12200	10947.72
MR 型成品油船舶购置项目	19000	19000	17858.15
3 艘化学品船舶购建项目	50500	21,365.20	7509.29
2 艘不锈钢化学品船舶置换购置项目	21630	21630	5147.50
数字航运研发中心项目	8200	8200	
补充流动资金	38450	9296.67	
合计	149980	91691.87	41462.65

来源：公司公告，国金证券研究所 备注：根据 2022 年 9 月 2 日《关于变更部分募集资金投资项目的公告》更新

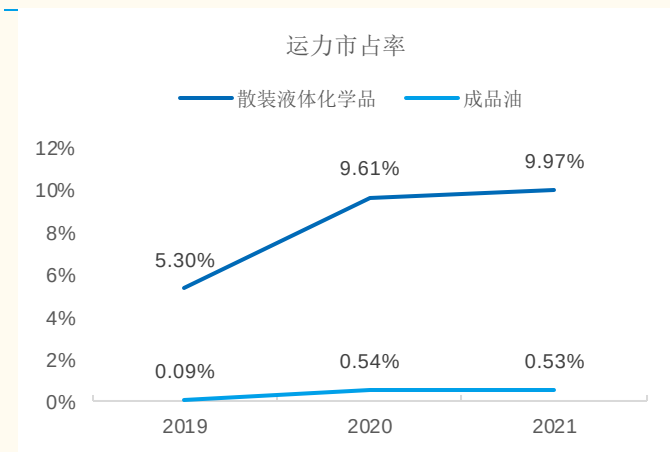
图表 45：公司正在履行的重大船舶建造合同情况

对方名称	签订日期	交易价格（万元）	主要内容
台州枫叶船业有限公司	2021.09.03	13,600	建造一艘 12000DWT 不锈钢化学品/成品油船
招商局金陵鼎衡船舶（扬州）有限公司	2022.07.30	12,900	建造 1 艘 7490 吨不锈钢化学品/成品油船

来源：公司公告，国金证券研究所

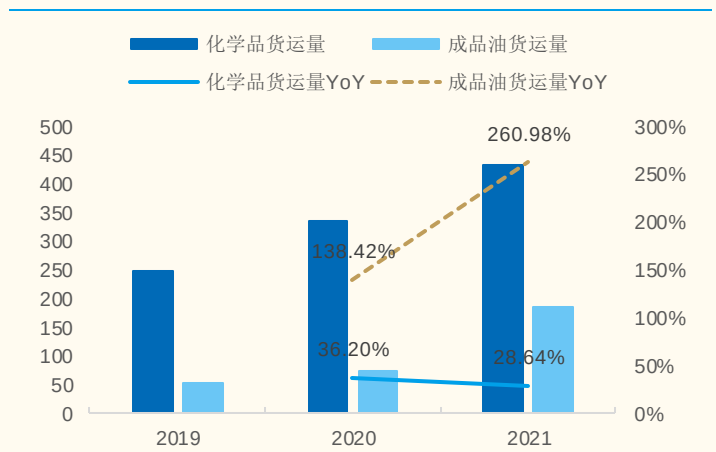
- **公司市占率持续提升。**2019-2021 年，公司化学品船舶运力市占率分别为 5.30%、9.61%和 9.97%，2021 年市占率较 2019 年上升 4.5pcts。2021 年公司成品油船运力市占率由不到 0.1%提升至 0.5%。根据油化 52HZ 数据统计，2022H1 国内沿海内贸航线正常运营的液体化学品船舶为 269 艘，总计载重吨为 138.3 万载重吨。公司液体化学品运力规模占市场总运力约 9.67%。
- **运力增长带动业务量持续增长，成品油货运量增长明显。**因运力持续扩张，公司液体散装化学品及成品油运输货运量均持续提升。2021 年公司化学品货运量增长 28.64%达 429.90 万载重吨，成品油货运量增长 260.98%达 185.61 万吨。其中 2020 年 11 月公司大型成品油 MR 油轮“兴通 799”投运，公司成品油货运量及营业收入均大幅增长。
- **通过外租运力满足客户需求。**近年来危化品海运需求稳步上升，出现运力偏紧现象，公司采用外租船舶服务，尽最大努力满足客户运输需求。2021 年公司化学品外包运量占比 8.60%，成品油外包运量占比 14.62%。与公司合作的外租船舶，有望在未来成为潜在收购标的，进一步扩大公司的自有运力规模及行业市占率。

图表 46：2019-2021 年公司运力市占率逐步提升



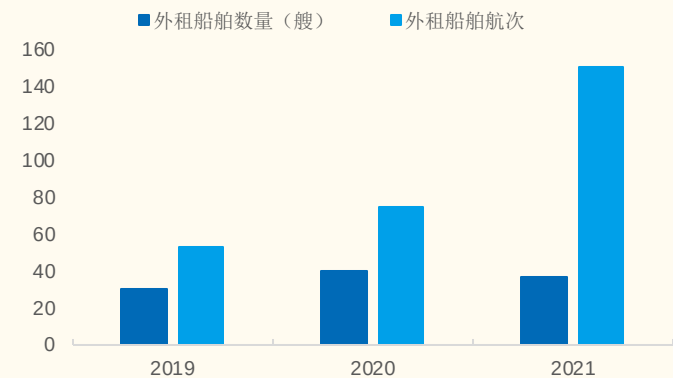
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 47：2021 年公司货运量大幅增长



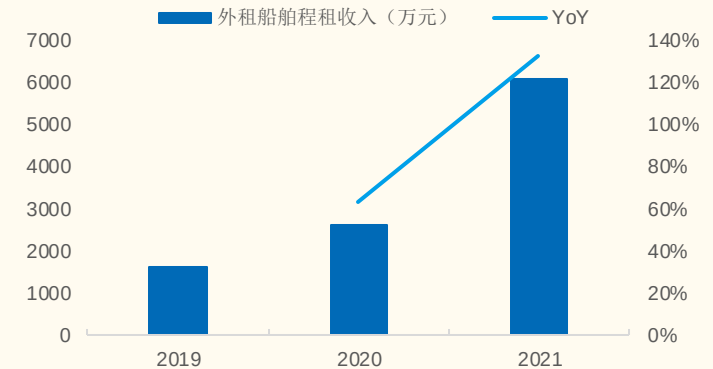
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 48: 2019-2021 年公司外租船舶航次逐年增加



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49: 2021 年公司外租船舶程租收入大幅增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **布局国际市场, 逐步扩大业务发展空间。**公司投身国际海运竞争, 逐步扩大业务发展空间, 努力发展成为具备国际竞争力的知名航运企业。2022H1 公司分别注册了兴通海运(海南)有限公司、兴通海运(香港)有限公司、兴通开源航运有限公司 3 家全资子公司, 并拟注册兴通海运(新加坡)有限公司, 全面开启国际航运市场布局。目前公司公告拟购买丰海海运名下外贸化学品船舶“丰海 35”, 并计划建造 1 艘 1.3 万吨国际化学品运输船。

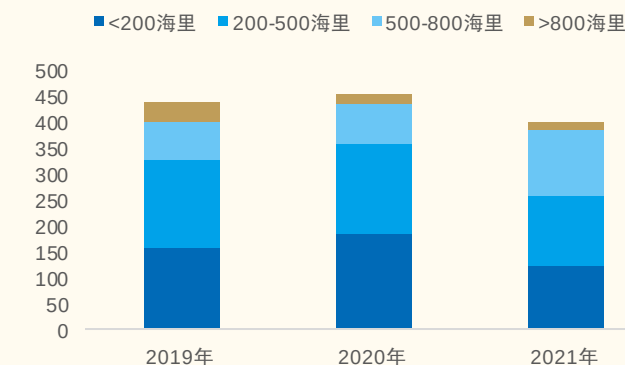
3.3 经营策略成效显著, 盈利能力突出

- **公司盈利能力突出。**从运输货品的类别来看, 公司以化学品运输为主, 专注于国内市场。同行业中, 公司与盛航股份、海昌华较具可比性。2019-2022H1, 公司毛利率、净利率均领先可比公司。取得优秀盈利能力源于公司采取不同的经营策略, 领先优势可持续: 1、公司空载率低; 2、公司自有船舶占比高; 3、船舶取得成本较低; 4、高毛利率的化学品运输收入占比高; 5、以沿海运输为主, 燃油及港口成本低。

1、公司空载率低, 毛利率较高

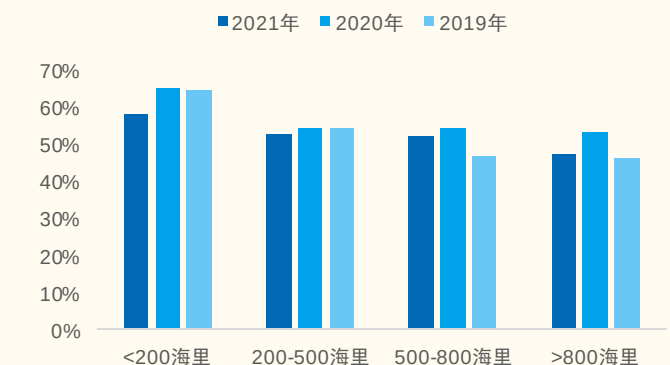
- **公司短途运输航次数量高于长途运输,**2019-2021 年 500 海里以下的航次数量分别占总航次数量的 74.49%、79.03%和 64.74%。船舶由于前一航次的卸货港和下一航次的装货港在不同区域, 航行下一航次的装货港时可能没有货物, 故短途运输的船舶利用率较高, 可减少空载率, 提升毛利率。
- **公司运营区域选择较好, 航线较短, 空载率较低。**2020 年公司空载率为 20%, 同行为 30%, 2021 年公司空载率进一步降低至 15%。因此同等运力下公司货物运输量较大。2021 年公司单位载重吨货运量为 29.60 吨/载重吨, 单次航次货运量为 0.73 吨/航次, 优于可比公司。

图表 50: 2021 年 500 海里以下的航次数量占比 64.74%



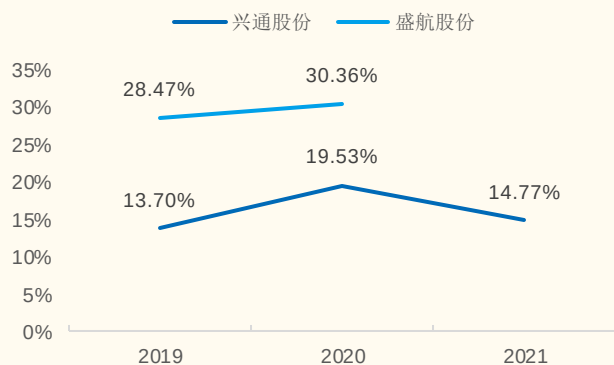
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 51: 短途运输毛利率较高



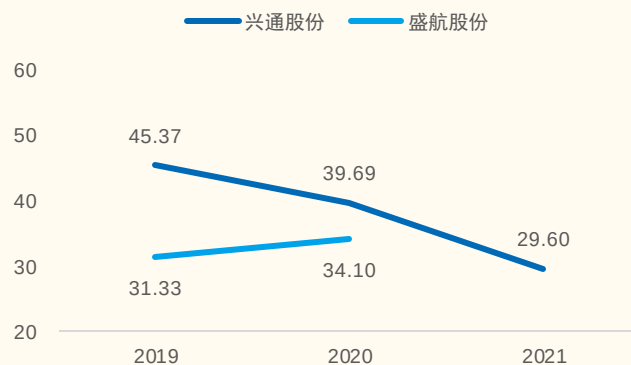
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 52: 2021 年公司空载率为 14.77%，低于同行



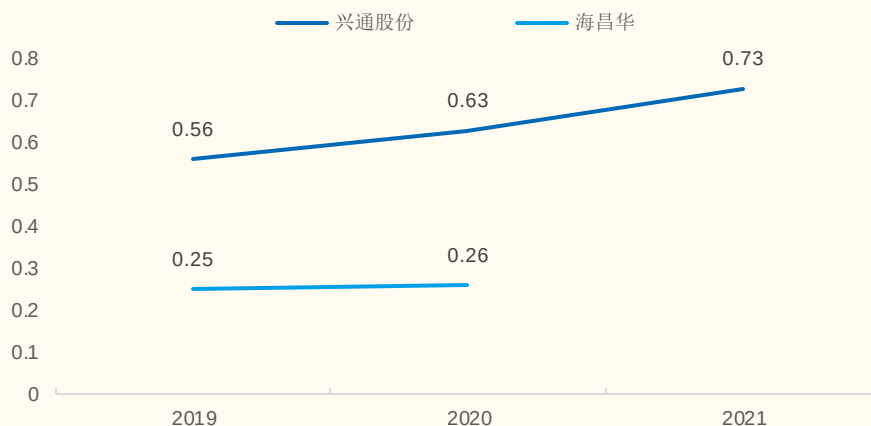
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 2021 年单位载重吨货运量为 29.60 吨/载重吨



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: 2021 年单位载重吨货运量为 0.73 万吨/航次

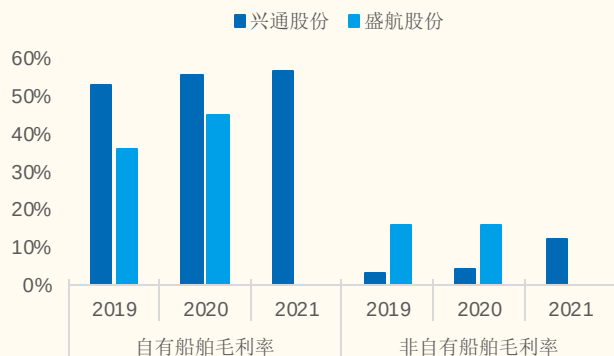


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、公司自有船舶占比较高，毛利率较高

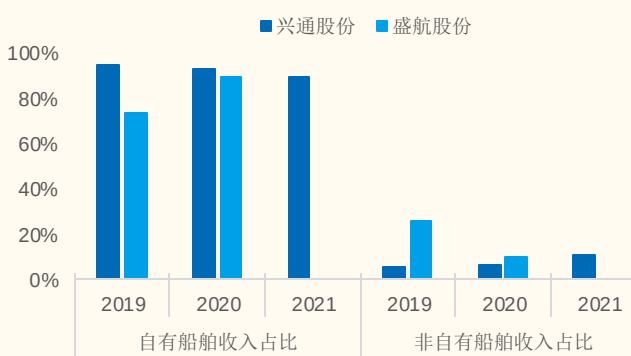
- 自有船舶较非自有船舶的运营成本较低，毛利率较高，2021 年公司自有船舶毛利率为 56.33%，非自有船舶毛利率仅为 11.90%。公司持续提升自有运力，自有船舶收入占比较高，2020 年公司自有船舶收入占比为 93.25%，高于盛航股份 3.6pcts。2021 年自有船舶收入占小幅下降至 89.31%，仍高于可比公司。

图表 55: 2021 年公司自有船舶毛利率 56.33%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 56: 2021 年公司自有船舶收入占比 89.31%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、公司船舶取得的成本较低

- 市场上获取新增运力的主要方式为：1、在交通运输部的新增运力评审中取得运力，通过委托建造或外部购买外贸船舶增加获批运力；2、直接购买国内已有运力指标的船舶。
- 其中，交通运输部的新增运力评审中取得运力并购置船舶的方式成本最低。公司因优秀的运营管理能力及安全管理能力，获取交通运输部批准的新增运力的可能性较高，因此船舶获取成本较低。在载重吨相近的情况下，盛航股份船舶平均价格为 1.33 万元/载重吨，海昌华船舶平均价格为 1.18 万元/载重吨，高于公司 0.98-1.08 元的平均价格。

图表 57：公司船舶取得的成本较低

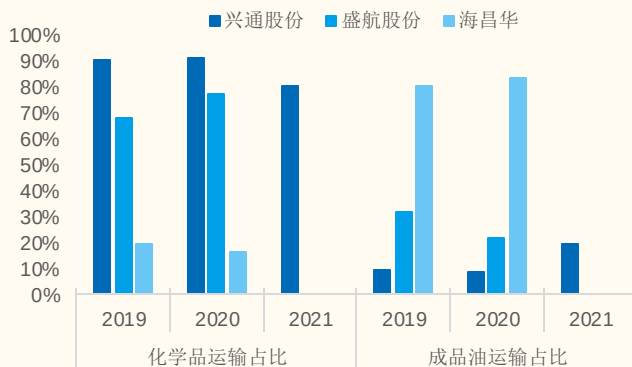
公司名称	船舶名称	船舶类型	取得方式	入账时间	载重吨	入账价值(万元)	平均价格
盛航股份	南炼 19	化学品船/油船	建造	2020.06	6003	7974.76	1.33
海昌华	圣化 636	化学品船	建造	2020.11	5710	6762.87	1.18
兴通股份	兴通 6	化学品船/油船	建造	2018.12	5496	5395.96	0.98
	兴通 56	化学品船/油船	建造	2019.1	7490	8072.03	1.08
	兴通 739	化学品船	建造	2021.01	11495	11734.64	1.02

来源：公司公告，国金证券研究所

4、高毛利率的化学品运输收入占比高

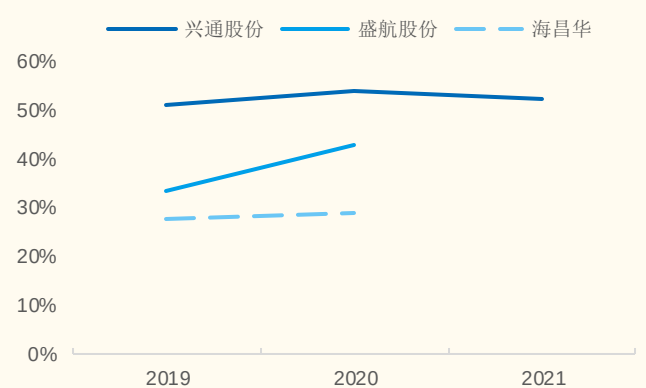
- 在液货危险品运输中，化学品运输的毛利率高于成品油运输。公司化学品运输毛利高于同业可比公司，2019-2020 年公司化学品运输占比分别为 90.31%、91.39%，在一定程度上提高了公司的毛利率。

图表 58：公司化学品运输占比高于同行



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 59：公司化学品运输毛利占比高于同行

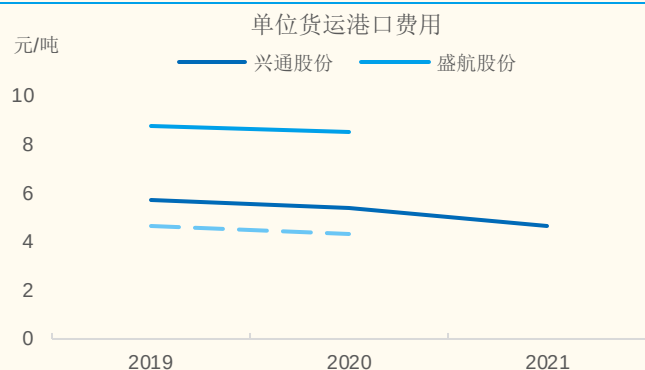


来源：公司公告，国金证券研究所

5、运营区域不同，港口费用和燃油成本较低

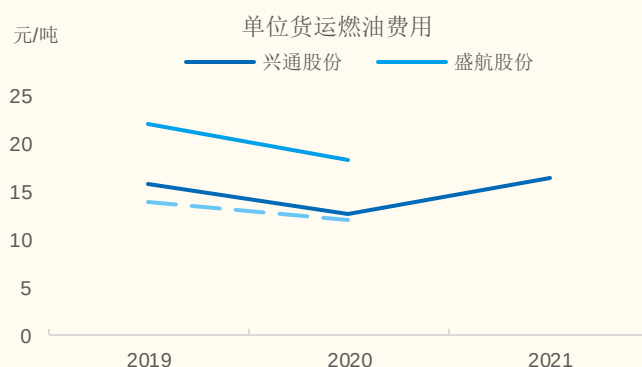
- **港口费用：**主要包括拖轮费、停泊费、港口代理费和围油栏费等。公司主要运营国内沿海地区，沿海区域的拖轮费率比内河区域拖轮费率低，且大部分不需要引航，因此港口费用低于同业可比公司。
- **燃油成本：**沿海区域运输船舶主要使用重油，而内河运输因监管要求仅可使用轻油，重油的采购成本较轻油低 1000-2000 元/吨，因此沿海区域运营相比内河区域的燃油成本较低。

图表 60: 2021 年单位货运量港口费用 4.63 元/吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 2021 年单位货运量燃油成本 16.47 元/吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 经营数据假设

- 运力假设:** 2022H2 公司将有 2 艘新船交付, 拟采购 2 艘船舶, 且仍有造船项目在推进。同时, 考虑公司在运力评审中多年蝉联第一, 未来有望继续获得新增指标, 我们预计 2022-2024 年, 公司总运力分别为 27.58/33.96/48.51 万载重吨, 同比分别+47%/+23%/+43%。

其中, 预计化学品运输运力分别为 18.38/24.02/29.98 万载重吨, 同比分别+43%/+31%/+25%, 2025 年市占率将达到 25%; 预计液化气运输运力分别为 0.63/1.38/2.17 万载重吨, 2025 年市占率将达到 10%。

- 货运量假设:** 考虑化学品运输是公司优势市场, 预计未来仍将保持较高占比。同时, 预计公司未来继续发力液化气运输业务, 并加快国际化进程, 布局外贸业务, 发挥协同效应。我们预计 2022-2024 年公司货运量分别为 831/1132/1475 万吨, 同比分别+35%/+36%/+30%。

图表 62: 公司经营数据假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总运力 (万载重吨)	6.83	17.57	18.72	27.58	33.96	48.51
YoY		157%	7%	47%	23%	43%
化学品运输	5.95	11.70	12.85	18.38	24.02	29.98
YoY		97%	10%	43%	31%	25%
成品油运输	0.88	5.87	5.87	5.87	5.87	5.87
YoY		567%	0%	0%	0%	0%
液化气运输				0.63	1.38	2.17
YoY					119%	57%
外贸				2.70	2.70	4.00
YoY					0%	48%
货运量 (万吨)	296.74	405.31	615.51	831.06	1132.48	1475.26
YoY		37%	52%	35%	36%	30%
化学品运输	245.36	334.19	429.90	541.96	841.12	1,049.80
YoY		36%	29%	26%	55%	25%
成品油运输	51.38	71.12	185.61	234.80	185.61	185.61

YoY	38%	161%	27%	-21%	0%
液化气运输			7.02	11.18	19.76
YoY				59%	77%
外贸			47.28	94.56	117.33
YoY				100%	24%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **收入假设：**公司运力扩张将持续带动公司营收增长。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 7.79/11.58/15.07 亿元，同比分别+37%/+49%/+30%。
其中，预计公司 2022-2024 年化学品运输收入分别为 5.72/8.93/11.14 亿元，同比分别+25%/+56%/+25%；液化气运输收入分别为 0.34/0.55/0.97 亿元。
运费假设方面，参考历史载重吨与货量关系，以及单吨运费综合测算。

图表 63：公司收入假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	292	386	567	779	1158	1507
YoY		32%	47%	37%	49%	30%
化学品运输	264	353	456	572	893	1114
YoY		34%	29%	25%	56%	25%
成品油运输	28	33	111	148	111	111
YoY		18%	232%	34%	-25%	0%
液化气运输				34	55	97
YoY					59%	77%
外贸				25	100	125
YoY					300%	24%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **成本假设：**预计公司 2022-2024 年营业成本分别为 4.49/6.32/8.12 亿元。主要基于：
 - （1）根据美国 EIA 预测数据，假设 2022-24 年油价同比+50%/-10%/+0%，导致公司燃油成本短期上升；
 - （2）船员人数随运力扩张相应增加，且假设平均薪酬年均增加 5%，人工成本持续增加；
 - （3）随公司运力逐步投产，折旧费用同比增长+61%/+65%/+42%；
 - （4）考虑公司陆续引进运力，假设 2022-24 年公司外租运力占比分别为 15%/15%/12%，外租成本上涨趋势放缓。
- **盈利假设：**2022 年受外租运力占比提升，燃油成本及人工成本增加影响，利润率短期略有下降，预计 2022-24 年公司毛利率分别为 42%/45%/46%，归母净利分别为 2.16/3.43/4.34 亿元。

图表 64：公司成本假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务成本（百万元）	146	186	274	449	632	812
YoY		28%	48%	64%	41%	28%
自有成本（百万元）	130	161	221	336	463	636
YoY		24%	38%	52%	38%	37%
人工成本	51	67	101	151	211	297
YoY		30%	51%	50%	40%	41%
燃油成本	39	39	38	71	85	114
YoY		0%	-2%	85%	20%	34%
折旧费用	11	19	44	70	116	165
YoY		64%	134%	61%	65%	42%
港口费用	14	17	11	13	18	24
YoY		20%	-32%	18%	36%	33%
其他费用	14	20	27	30	33	36
YoY		35%	38%	10%	10%	10%
外租成本（百万元）	16	25	53	113	169	175
YoY		61%	113%	112%	49%	4%
毛利	146	201	292	330	527	696
毛利率	50%	52%	52%	42%	45%	46%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- **首次覆盖给予“买入”评级。**采用相对法进行估值，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.08/1.71/2.17 元。参考 2023 年化工物流行业可比公司平均 PE 估值 23 倍，考虑公司为细分板块行业龙头，给予公司 25 倍 PE，对应 2023 年目标价 42.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
001205.SZ	盛航股份	32.00	0.66	0.76	1.09	1.50	1.83	49	42	29	21	17
002930.SZ	宏川智慧	21.41	0.51	0.61	0.75	0.99	1.19	42	35	28	22	18
603713.SH	密尔克卫	130.30	1.75	2.63	3.85	5.27	7.04	74	50	34	25	19
平均值										31	23	18
603209.SH	兴通股份	36.94	0.62	1.00	1.08	1.71	2.17	60	37	34	22	17

来源：Wind，国金证券研究所 备注：可比公司盈利预测取 Wind 一致预期，股价日期为 2022 年 9 月 2 日。

五、风险提示

- **运力调控政策风险。**若未来运力监管更趋严格或短期内监管部门不再审批新增运力，可能会对公司业务规模的扩张产生重大影响，从而限制公司的战略规划与发展。若未来运力监管完全放开，市场竞争进一步加剧，可能存在公司竞争优势被削弱，市场份额及盈利能力下降的风险。

- **船舶安全运营风险。**液货危险品水上运输具有极高的危险性，船舶运输过程中可能发生各类安全事故。若公司未来出现安全方面的问题，可能面临巨额赔偿或重要客户流失的风险，从而对公司经营造成重大不利影响。
- **新增运力获取风险。**交通运输部运力评审审核严格，若未来公司经营资质、安全环保等方面出现问题，难以取得新增运力指标或取得的运力指标与公司业务扩张需求不匹配，可能对公司后续经营规模的扩大、业务的规划与发展造成不利影响。
- **燃油价格波动风险。**受地缘政治、贸易战等因素影响，燃油价格波动较大。若未来地缘政治等因素加剧国际油价走势的不确定性，可能会造成公司燃油采购价格上升，由此造成经营成本上升，影响公司经营业绩。
- **限售股解禁风险。**2023 年 3 月 24 日，将有 5400 万股首发原股东限售股份解禁，占总股本比例 27%。解禁后，可能出现公司股票集中出售，导致流通股本迅速增加，影响公司股价。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	292	386	567	779	1,158	1,507
增长率		32.4%	46.7%	37.5%	48.7%	30.1%
主营业务成本	-146	-186	-274	-449	-632	-812
%销售收入	49.9%	48.1%	48.4%	57.6%	54.5%	53.8%
毛利	146	201	292	330	527	696
%销售收入	50.1%	51.9%	51.6%	42.4%	45.5%	46.2%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1
%销售收入	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-4	-3	-4	-6	-9	-11
%销售收入	1.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
管理费用	-24	-23	-25	-40	-56	-66
%销售收入	8.1%	5.9%	4.4%	5.1%	4.8%	4.4%
研发费用	-1	-1	-2	-2	-2	-3
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	118	172	261	282	459	615
%销售收入	40.3%	44.5%	46.1%	36.2%	39.6%	40.8%
财务费用	-3	-7	-11	-3	-17	-51
%销售收入	1.0%	1.9%	2.0%	0.4%	1.5%	3.4%
资产减值损失	-1	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	5	5	5
%税前利润	1.0%	0.9%	0.6%	1.7%	1.1%	0.9%
营业利润	118	167	268	294	457	579
营业利润率	40.4%	43.2%	47.2%	37.7%	39.4%	38.4%
营业外收支	-1	0	-2	-5	0	0
税前利润	117	166	266	289	457	579
利润率	40.0%	43.1%	47.0%	37.0%	39.4%	38.4%
所得税	-30	-43	-67	-72	-114	-145
所得税率	25.7%	25.8%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	87	123	199	216	343	434
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	87	123	199	216	343	434
净利率	29.7%	32.0%	35.1%	27.8%	29.6%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	87	123	199	216	343	434
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	23	50	80	121	160
非经营收益	2	7	13	11	25	61
营运资金变动	-3	28	56	12	0	-2
经营活动现金净流	100	181	318	319	488	653
资本开支	-77	-570	-231	-926	-994	-1,042
投资	1	1	1	0	0	0
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-76	-569	-229	-921	-989	-1,037
股权募资	39	306	0	994	0	0
债权募资	25	241	-3	17	750	750
其他	-52	-69	-29	-76	-133	-197
筹资活动现金净流	12	478	-32	935	617	553
现金净流量	36	90	57	333	116	170

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	80	171	238	572	687	857
应收款项	47	51	61	77	114	148
存货	5	7	11	15	21	26
其他流动资产	2	46	14	9	10	10
流动资产	135	274	324	672	832	1,042
%总资产	32.5%	26.0%	25.8%	27.5%	23.9%	22.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	272	768	906	1,756	2,629	3,511
%总资产	65.6%	72.8%	72.1%	71.8%	75.6%	76.8%
无形资产	4	8	10	10	10	11
非流动资产	280	780	933	1,774	2,648	3,530
%总资产	67.5%	74.0%	74.2%	72.5%	76.1%	77.2%
资产总计	415	1,055	1,257	2,447	3,480	4,573
短期借款	28	80	84	101	101	101
应付款项	71	30	32	51	71	91
其他流动负债	25	35	39	47	70	89
长期负债	124	145	155	198	242	281
长期贷款	48	238	231	231	981	1,731
其他长期负债	0	0	1	1	1	1
负债	173	383	387	430	1,224	2,013
普通股股东权益	242	671	871	2,016	2,256	2,560
其中：股本	120	150	150	200	200	200
未分配利润	-18	117	296	447	687	991
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	415	1,055	1,257	2,447	3,480	4,573

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.723	0.823	1.327	1.082	1.713	2.170
每股净资产	2.017	4.477	5.804	10.082	11.281	12.800
每股经营现金净流	0.833	1.209	2.118	1.597	2.438	3.267
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.325	0.514	0.651
回报率						
净资产收益率	35.87%	18.39%	22.87%	10.73%	15.19%	16.95%
总资产收益率	20.94%	11.71%	15.84%	8.85%	9.85%	9.49%
投入资本收益率	27.41%	12.91%	16.46%	9.01%	10.31%	10.50%
增长率						
主营业务收入增长率	8.57%	32.36%	46.70%	37.46%	48.68%	30.12%
EBIT增长率	72.51%	46.34%	51.72%	8.09%	62.65%	33.90%
净利润增长率	90.72%	42.25%	61.21%	8.71%	58.32%	26.64%
总资产增长率	36.28%	154.45%	19.19%	94.60%	42.24%	31.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.8	36.5	23.8	23.8	23.8	23.8
存货周转天数	13.7	12.3	12.2	12.2	12.2	12.2
应付账款周转天数	21.1	39.6	40.9	40.9	40.9	40.9
固定资产周转天数	331.7	623.8	473.5	737.7	768.2	801.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.50%	22.01%	8.83%	-11.89%	17.49%	38.07%
EBIT利息保障倍数	41.8	23.2	23.5	82.5	26.8	12.0
资产负债率	41.62%	36.34%	30.75%	17.58%	35.17%	44.02%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	7	8	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402