

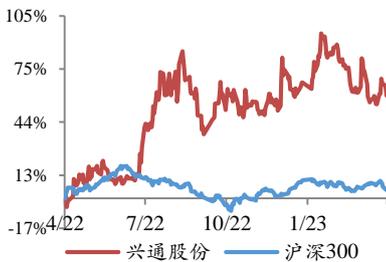
# 强 $\alpha$ 与格局改善共振，助力长期高增长、强盈利

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-04-26

收盘价（元） **33.15**  
近 12 个月最高/最低（元） **40.66/19.78**  
总股本（百万股） **200**  
流通股本（百万股） **104**  
流通股比例（%） **52.00**  
总市值（亿元） **66**  
流通市值（亿元） **34**

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

- **行业供需紧平衡支撑运价稳中有升，供需边际变化推动格局加速优化。**  
2014-2022 年，内贸化学品船运力 CAGR3.5%，运量 CAGR9.2%，供给增速大幅小于运量增速，但运距缩短，判断供需为紧平衡关系，支撑运价长期稳中有升。2019-2022 年，获批运力数量排名前四的企业，占获批运力的 67.6%，其中兴通获批运力约占 25.6%，头部企业的运力优势进一步扩大，兴通于 2023 年 3 月对中船万邦（中腰部玩家）并表。下游客户竞争格局改善，大客户的供应链稳定性要求与头部运力企业能力更匹配。以运量最大的 PX 所在化纤产业链为例，2016-2021 年，CR3 从 14.6%提升至 48.7%。供需结构的边际变化，推动行业强者恒强。
- **兴通核心能力全面领先，经营优势显著，具备很强的 $\alpha$ 。**  
合规管理能力领先，多次运力评审得分和获批运力第一，2019-2022 年 70.7%的新增运力通过审批获得，指标溢价率较高（举例船舶约 60%、131%），大幅降低扩张成本。运力布局合理，公司 5 千至 2 万载重吨的船舶数量占比 67%且同期大船单位载重吨成本较小船低 16.5%，因此，单位运力折旧低。客户拓展能力强，是航线结构优的基础，短距航线较长距航线量、价优势明显，高效的客户拓展提高了毛利率。
- **投资建议：强 $\alpha$ 与行业变化趋势共振，助力公司中长期高增长，强盈利。**  
内贸化学品运输业务仍有超 1 倍增长空间，预估 2025、2026 年运力市占率可从 13.7%提升至 25%~30%，通过经营优势对收购标的赋能，避免利润率大幅降低。客户的高粘性，为公司跟随客户“走出去”打下良好的业务基础。外贸将来有望接棒，助力公司实现远期高增长。以 2025 年 6.7 亿元利润，20xPE 估值，年 11%贴现计，2023 年合理市值约 109 亿元，对应现价超 60%上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**  
油价及人工成本上涨；消费复苏不及预期；运营能力提升不及预期；监管政策变化；运输安全风险。

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	785	1429	1905	2506
收入同比 (%)	38.4%	82.1%	33.3%	31.6%
归属母公司净利润	206	341	477	671
净利润同比 (%)	3.6%	65.2%	40.2%	40.5%
毛利率 (%)	41.6%	37.6%	38.8%	40.3%
ROE (%)	10.1%	14.3%	11.7%	14.1%
每股收益 (元)	1.10	1.70	2.39	3.35
P/E	33.02	19.46	13.89	9.88
P/B	3.57	2.79	1.62	1.40
EV/EBITDA	21.47	12.08	7.58	5.92

资料来源：iFind，华安证券研究所整理

## 正文目录

本报告观点.....	4
1 供需紧平衡状态支撑运价稳中有升，供需结构的边际变化推动强者恒强.....	5
1.1 行业供需的紧平衡状态，支撑运价稳中有升.....	5
1.2 供需结构的边际变化，推动行业强者恒强.....	7
2 兴通能力全面领先，经营优势显著，行业需求波动或将加速兴通成长.....	8
2.1 三项核心能力全面领先，获得格局优化中胜出的先手优势.....	9
2.2 三大经营优势，扩大了公司收并购标的的选择空间.....	13
3 估值：合理市值 109 亿元，超 60% 上涨空间.....	16
风险提示：.....	17
财务报表与盈利预测.....	18

## 图表目录

图表 1 供给强管控, 运力 2011 年至 2022 年 CAGR 为 3.4%	5
图表 2 需求较旺, 2014-2022 年运量 CAGR 9.2%	6
图表 3 疫情前, 社零保持中高速增长	6
图表 4 PX 和乙二醇等品类国产自给率仍有提升空间	6
图表 5 2021 年危化品运输水运占比提升至 22%	6
图表 6 2023-2025 年仍有 780 万吨以上的液体化学品产能投放	6
图表 7 2000MT 内贸化学品船运价稳中有升	7
图表 8 3000MT 内贸化学品船运价稳中有升	7
图表 9 5000MT 内贸化学品船运价稳中有升	7
图表 10 绝大多数获批运力由头部获取	8
图表 11 2016-2021 年化纤制造业 CR3 从 14.6%提至 48.7%	8
图表 12 高速成长期, 内贸沿海散装液体危化品运输企业“332”研究框架	9
图表 13 2023Q1 兴通营收增速加快至 89.7%	9
图表 14 2023Q1 兴通扣非归母净利增速加快至 61.2%	9
图表 15 2022 年兴通内贸化学品运力市占率 13.7%	10
图表 16 兴通内贸化学品收入占比 71.9%, 程租占比 45.7%	10
图表 17 龙头外租船舶业务增长快, 产能供不应求	10
图表 18 2019-2022 年 5 次运力评审中, 兴通 5 次得分第一、4 次获批运力第一	11
图表 19 兴通 5000-19999DWT 船舶数量占比 67%	12
图表 20 兴通 2022 平均船龄 7.2 年, 低于行业均值 10.8 年	12
图表 21 不锈钢船运价略有优势, 兴通不锈钢船舶占比达 56%	12
图表 22 2021 年荣盛贡献兴通 39.7%营收	13
图表 23 2021 年荣盛的期租业务, 贡献兴通营收的 38.8%	13
图表 24 内贸化学品船运力指标溢价约 60%-131%	14
图表 25 兴通主要依靠指标运力扩张	14
图表 26 大船单位载重吨建造成本低于同期小船	14
图表 27 不同航线重载率存在较大差异	15
图表 28 短距航线毛利率显著高于长距航线	15
图表 29 短距航线吨海里运价更高	15
图表 30 兴通收入以华东和华南航线为主	16
图表 31 兴通单位载重吨运量明显高于行业平均值	16
图表 32 兴通航线网络更密集	16
图表 33 短距航线毛利率显著高于长距航线	16
图表 34 核心假设与盈利预测	17

## 本报告观点

本报告主要讨论了行业的供需关系、供需结构边际变化的影响、兴通的核心能力与经营优势和兴通的估值 4 个问题。

首先，行业将长期保持供需紧平衡状态，支撑行业运价长期稳中有升。2014 年至 2022 年，内贸化学品船运力 CAGR 为 3.5%，运量 CAGR 为 9.2%，行业供给增速大幅小于运量增速。考虑炼化厂集聚效应下，运距缩短等因素，我们判断供需为紧平衡关系，这支撑了过去运价长期稳中有升。交通运输部对行业供给端的强调控主要是基于安全考虑，判断严格的运力审批制度较难改变，因此我们认为，行业的供需紧平衡关系不会打破，短期的运价波动无碍运价长期稳中有升。

其次，供需结构的边际变化，推动行业格局加速优化，强者恒强。供给端的边际变化，主要表现为新增获批运力向头部企业集中和收并购。根据交通部数据，2019 年至 2022 年，获批运力数量排名前四的企业，占行业获批运力的 67.6%，其中兴通获批运力占 25.6%，头部企业的运力优势进一步扩大。此外，龙头兴通已于 2023 年 3 月实现对中船万邦（中腰部玩家）并表。我们合理推测，行业腰尾部玩家面临更加困难的经营状况，或被收购或退出。需求端的边际变化，表现为下游客户竞争格局进一步改善，大客户对供应链的稳定性要求与头部运力企业能力更匹配。以运量最大的 PX 所在的化纤产业链为例，2016-2021 年，CR3 从 14.6% 提升至 48.7%。

再次，兴通的核心能力全面领先，经营优势显著，具备很强的  $\alpha$ 。我们将内贸沿海散装液体危化品运输企业的核心能力总结为合规管理能力、运力布局能力和客户拓展能力，三项核心能力在具体的经营过程中表现为扩张成本低、单位运力折旧低和航线结构优三大经营优势，进而支撑公司的高增长和强盈利。具体而言：

①公司通过更早引入大企业检查及高效的船员管理，率先培养出领先行业的合规管理能力，2019-2022 年的 5 次运力评审中，获得 5 次得分第一和 4 次获批运力第一。合规管理水平高在经营中转化为扩张成本低的经营优势，同样的船舶，指标溢价率较高，选取的两组对比例子，指标溢价分别约 60%、131%，兴通在 2019-2022 年间，70.7% 的新增运力为指标运力。同时，合规能力强的企业，更容易获得大客户青睐，进而降低业务扩张成本。

②公司基于对行业需求变化的判断和前置的客户拓展，实现了运力吨位分布更加合理，并采用了大型化、年轻化和高端化的运力扩张策略。公司 5,000DWT 至 20,000DWT 的船舶数量占比为 67%（行业为 33%），20,000DWT 以上大型船舶数量（2 艘），占行业的 1/3。运力吨位的合理布局，在经营中体现为单位运力折旧低，如 12,000DWT 的船舶单位运力折旧较 7,990DWT 的船舶低近 20%。

③公司在竞争中保持了对荣盛、中海油、中化集团、中石化和中海壳牌等优质客户的粘性，足见公司的客户拓展与运维能力非常出色。出色的客户拓展能力，在经营中体现为更加合理的航线结构，短途航线因量、价优势获得更高毛利率，客户的地理位置分布决定航线结构，公司通过选择性地拓展客户，实现了短途航线为主。

最后，强  $\alpha$  与行业变化趋势共振，可助力公司中长期内保持高增长，强盈利。兴通的内贸化学品运输业务仍有超 1 倍增长空间，预估 2025、2026 年运力市占率可从 13.7% 提升至 25%~30%，扩张过程中利用经营优势对收购标的进行强赋能，避免因收并购导致利润率大幅降低。此外，与客户的高粘性，为公司跟随客户“走出去”打下的良好业务基础。我们认为，在内贸扩张基本完后，外贸有望接棒，助力公司实现远期高增长。以 2025 年 6.7 亿元利润，20xPE 估值，年 11% 贴现，2023 年合理市值为 110 亿元左右，对应 60% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

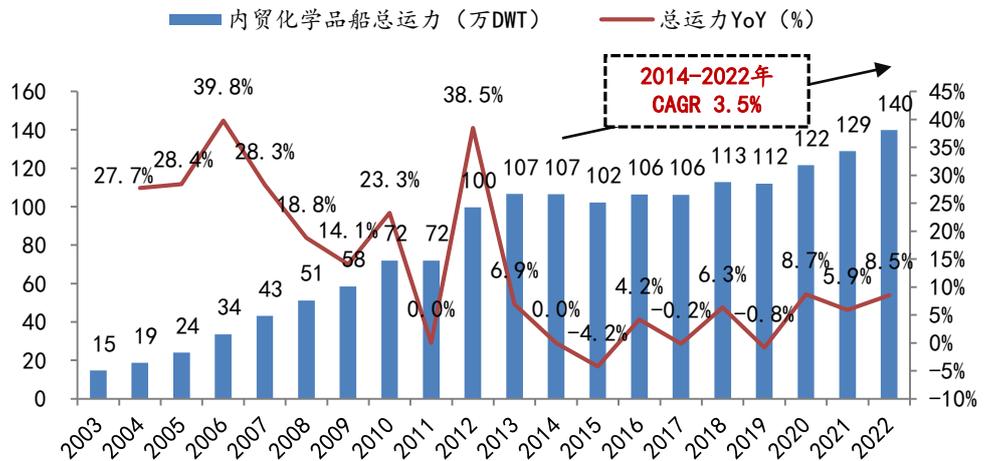
# 1 供需紧平衡状态支撑运价稳中有升，供需结构的边际变化推动强者恒强

## 1.1 行业供需的紧平衡状态，支撑运价稳中有升

内贸沿海散装液体危化品运输是特许经营行业，新增运力受交通运输部强监管，但需求相对旺盛，运力增速不及运量增速。根据交通运输部和中國船东协会数据，2014年至2022年，内贸化学品船运力CAGR为3.5%，运量CAGR为9.2%。但考虑到炼化厂向沿海石化基地集聚，导致运距缩短等因素，我们判断，供需关系并非严格的供不应求，而是保持供需紧平衡状态，支撑着运价长期稳中有升。

①内贸沿海散装液体危化品运输是典型的特许经营行业，供给受交通运输部强调控，近11年的运力CAGR仅3.4%，预期交通运输部严格的运力审批政策将长期保持不变。整体而言，交通运输部对行业的运力调控力度以2011年为分界线。2011年之前为弱调控，行业运力保持较高速增长（2003年-2011年CAGR达22.0%），2011年开启强调控，2018年明确提出“总量严控，择优选择”的新增运力审批原则，行业运力进入中低速增长阶段（2011年-2022年CAGR为3.4%）。交通运输部加强监管力度的核心原因，是出于对内贸沿海散装液体危化品运输行业安全运行的考虑，因此我们判断，交通部严格的调控政策将长期保持不变。

图表 1 供给强管控，运力 2011 年至 2022 年 CAGR 为 3.4%

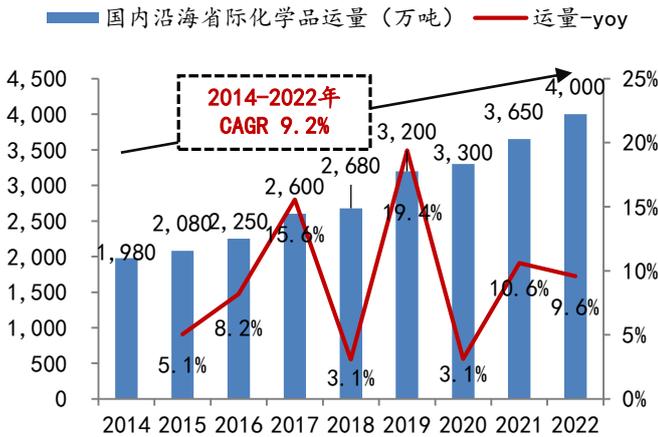


资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

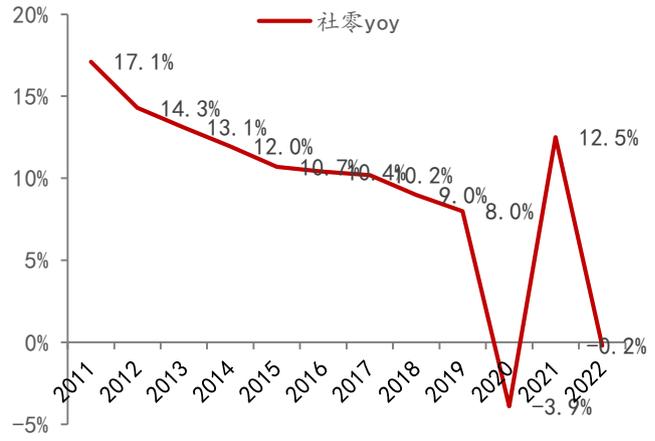
注：新造化学品船需1到2年，运力审批公示时间与实际投放时间存在错位现象。

②内贸沿海散装液体危化品运输主要运输原油炼化产成品，需求受益于消费升级、PX等化工品类的国产替代和水运渗透率提高等因素，近8年运量CAGR达9.2%，预期运量具备进一步提升空间。改革开放以来，人民的整体消费水平在不断升级，疫情前的2011年至2019年，社零保持中高增速增长；PX、乙二醇和苯乙烯的国产自给率从2005年的57%、22%和31%提高至2022年的71%、64%和92%；受益于炼化厂向沿海区域集聚及水运价格更低，水运渗透率从2018年的18%提升至2021年的22%。我们判断，我国的整体消费水平、PX等品类的国产替代和水运渗透率仍有一定提升空间，将在较长时期内支撑运量增长。2023-2025年仍有780万吨/年的液体化学品产能投放，便是运量中长期可保持增长的例证之一。

图表 2 需求较旺, 2014-2022 年运量 CAGR 9.2%



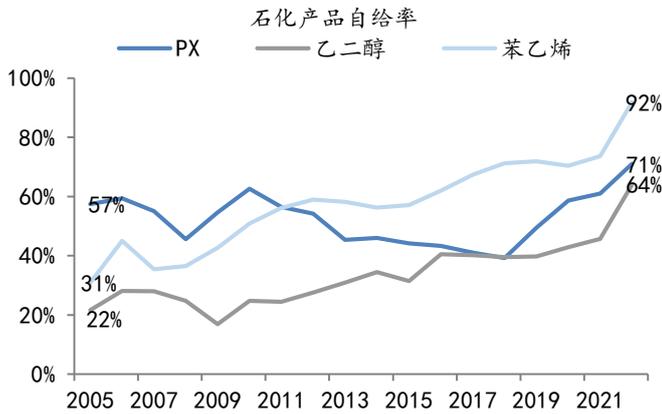
图表 3 疫情前, 社零保持中高速增长



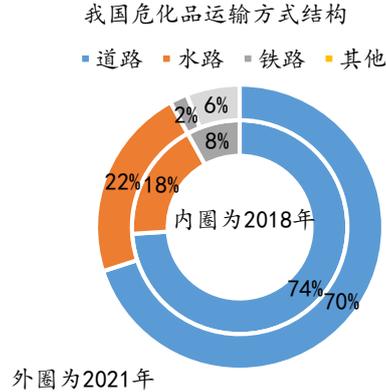
资料来源: 交通运输部, 中国船东协会, 华安证券研究所整理

资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所整理

图表 4 PX 和乙二醇等品美国产自给率仍有提升空间



图表 5 2021 年危化品运输水运占比提升至 22%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华安证券研究所整理

资料来源: 中物联危化品分会, 华安证券研究所整理

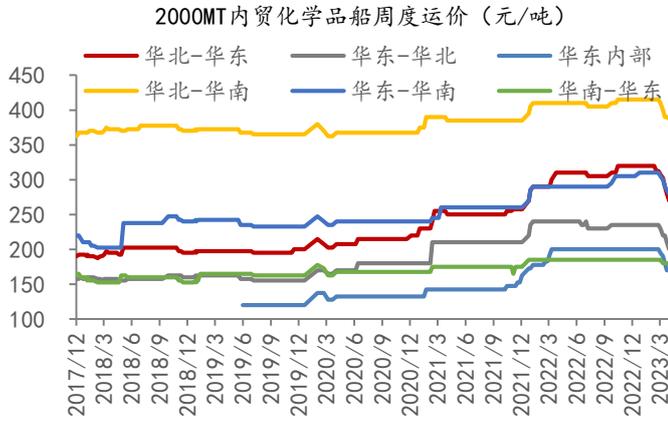
图表 6 2023-2025 年仍有 780 万吨以上的液体化学品产能投放

项目名称	地址	投产日期	炼油产能/年	炼化产能/年	炼化气体产能/年
镇海炼化一体化改扩建	浙江镇海	2022.01	-	-	120万吨
浙江石化炼化一体化项目(二期)	浙江舟山	2022.01	2000万吨	520万吨芳烃	140万吨乙烯
盛虹石化炼化一体化项目	江苏连云港	2022.05	1600万吨	280万吨芳烃	110万吨/乙烯
海南炼化改扩建项目	海南洋浦	2022.05	500万吨	-	100万吨乙烯
河北旭阳石化	河北唐山	2022年	1500万吨	350万吨芳烃	150万吨乙烯
2022年投产产能合计			7600万吨	1150万吨	740万吨
广东石化炼化一体化	广东揭阳	2023.02	2000万吨	260万吨芳烃	120万吨乙烯
镇海炼化炼油升级扩建项目	浙江宁波	2023年	1100万吨	-	60万吨丙烷脱氢、40万吨丙烯腈
裕龙岛一期	山东龙口	2023年	2000万吨	300万吨PX	300万吨乙烯
华锦阿美石化	辽宁盘锦	2024年	1500万吨	-	163万吨乙烯
大榭石化改扩建	浙江宁波	2024年	600万吨	18套聚丙烯等装置	-
大连石化搬迁改造	辽宁大连	2024年	1000万吨	-	120万吨乙烯
古雷炼化一体化项目(二期)	福建漳州	2025年	1600万吨	220万吨PX	520万吨乙烯
中科炼化一体化项目(二期)	广东茂港	2025年	1500万吨	-	120万吨乙烯
岳阳炼化一体化项目	湖南岳阳	2025年	1500万吨	-	150万吨乙烯
2023-2025年投产产能合计			10800万吨	780万吨	1593万吨

资料来源: 公司公告, 流程工业, 国际石油经济, 卓创资讯, 华安证券研究所整理

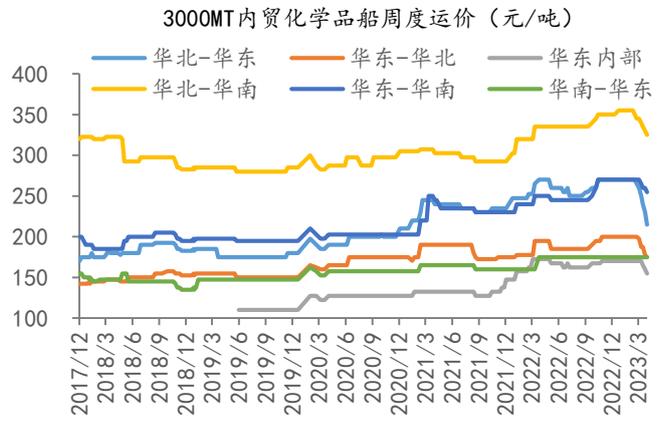
③供需的紧平衡状态，支撑运价稳中有升，短期回调不改运价长期稳中有升的趋势。尽管近期运价有所回落，但如前文所述，监管部门严格的运力审批政策预估保持长期不变，国民经济边际向好的趋势不改，将来运价仍具备稳中有升的供需基础。

图表 7 2000MT 内贸化学品船运价稳中有升



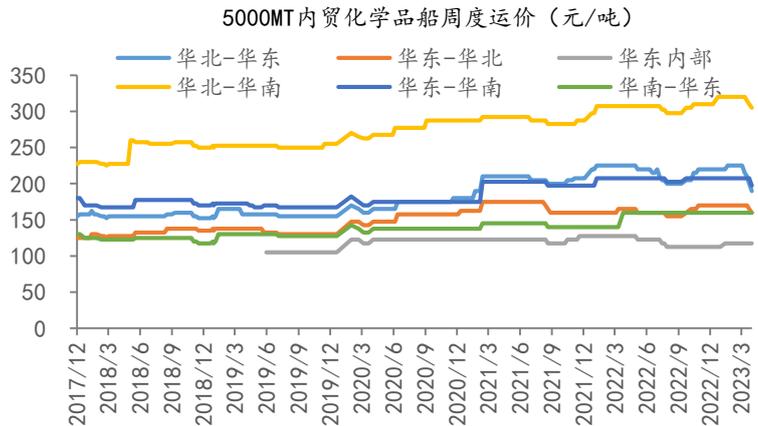
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 8 3000MT 内贸化学品船运价稳中有升



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 9 5000MT 内贸化学品船运价稳中有升



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

## 1.2 供需结构的边际变化，推动行业强者恒强

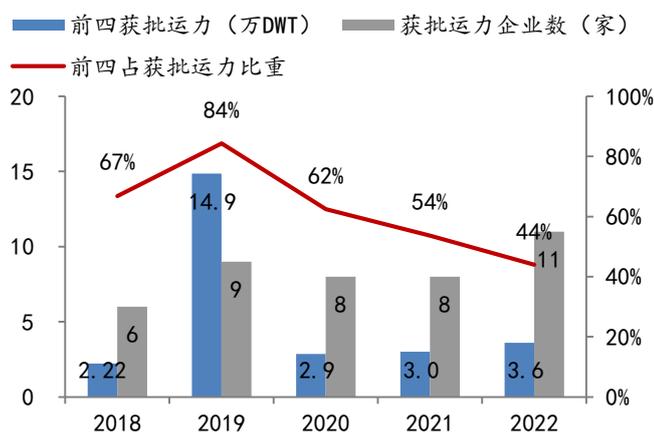
当一个行业的供给增量和需求增量都呈现向头部集中的趋势时，大概率会出现强者恒强的竞争局面，内贸沿海散装液体危化品运输行业正在经历这样的变化。

①内贸沿海散装液体危化品运输行业的供给变化，主要表现为新增运力获批向头部集中和收并购整合。根据交通运输部新增运力审批结果数据，2018年至2022年，运力获批数量前四的企业，占行业新增获批运力的67.5%，头部企业的运力优势进一步扩大。另外，行业格局极为分散，整合空间大。截至2022年，业内企业数量超过83家，剔除兴通和盛航，业内企业平均运力仅1.2万DWT（兴通17.5万DWT、盛航14.3万DWT），平均船舶数量约3.1艘（兴通15艘、盛航21艘）。2023年3月，兴通获得中船万邦51%股权实现并表（内贸化学品船运力3.4万DWT，2020年、2021年运力评审得分居13、17名，属中腰部企业）。我们判断，需求不

景气时，或将加快行业整合速度。尤其是尾部玩家因面临更加困难的经营环境，或被收购或退出。

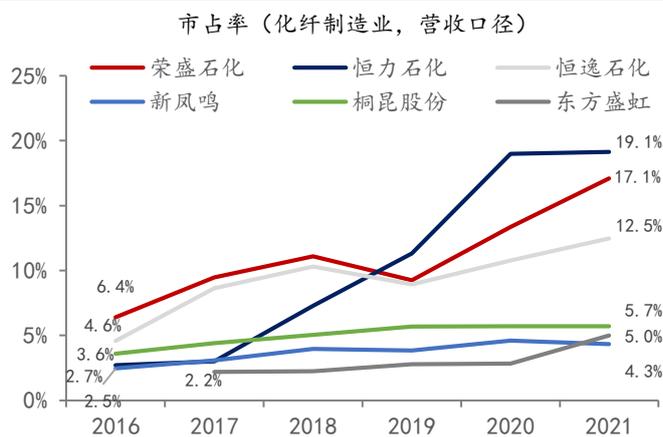
②下游客户竞争格局进一步改善，以运量最大的PX所在的化纤产业链为例，2016年至2021年，CR3从14.6%提升至48.7%。大客户对供应链的稳定性要求更高，头部运力公司的安全合规管理水平更高，与大客户的需求更加匹配。供需结构层面出现的边际变化，推动化学品运输行业必然呈现出强者恒强的趋势。

图表 10 绝大多数获批运力由头部获取



资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

图表 11 2016-2021 年化纤制造业 CR3 从 14.6% 提至 48.7%



资料来源：iFind，华安证券研究所整理

## 2 兴通能力全面领先，经营优势显著，行业需求波动或将加速兴通成长

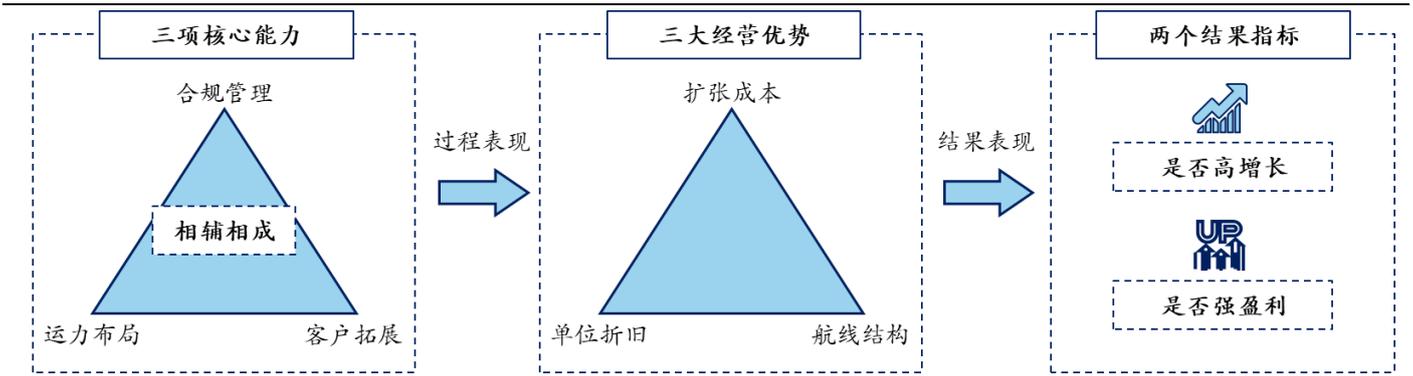
如前文所述，内贸沿海散装液体危化品运输行业格局极度分散，且正处于龙头市场份额快速提升，高速成长的阶段。针对这样的行业特征，我们提出“332”的研究框架，助力投资决策，其中第一个“3”指的是三项核心能力，第二个“3”指的是三大经营优势，“2”指的两个结果指标。

①三项核心能力，即合规管理能力、运力布局能力和客户拓展能力。三项核心能力整体上是相辅相成的，但合规管理能力的高低，直接关系到运力审批的得分高低和客户粘性的强弱，可将合规管理能力视为三者前提。如果说运力布局和客户拓展尚可集中力量单点突破，合规管理能力的提升则是一项系统工程，依托于公司治理能力的全面提升。

②三大经营优势，即扩张成本低，单位折旧低和航线结构优。三大经营优势本质上是三项核心能力在经营过程中的直观表现，我们可以说，获得并扩大三大经营优势中的任何一个优势，都离不开三项核心能力的共同进步。

③两个结果指标，即更好的营收增长和更好的利润表现。在高速成长阶段，能够同时获得更好的营收增长和更好的利润表现的公司，不仅可以在强者恒强的格局演化过程中不断放大自身优势，也值得更高的估值溢价。

图表 12 高速成长期，内贸沿海散装液体危化品运输企业“332”研究框架

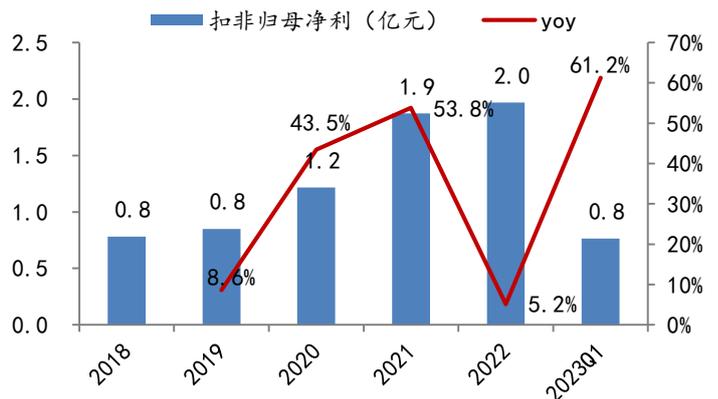
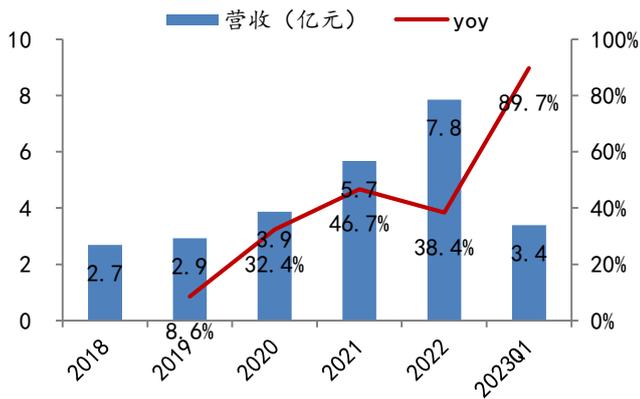


资料来源：华安证券研究所整理

兴通从经营结果角度看，呈现出“两高一大大”特征，即收入增速高（2022 年营收 7.8 亿元，yoy 38.4%；2023Q1 营收 3.4 亿，yoy 89.7%）、利润率高（2019-2022 年毛利率均值 49%，扣非净利率均值 25.1%）和利润体量大（扣非净利 2022 年 2.0 亿，yoy 5.2%；2023Q1 0.8 亿，yoy 61.2%）。我们将优异的业绩表现，归因于领先的核心能力和显著的经营优势。

图表 13 2023Q1 兴通营收增速加快至 89.7%

图表 14 2023Q1 兴通扣非归母净利增速加快至 61.2%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

## 2.1 三项核心能力全面领先，获得格局优化中胜出的先手优势

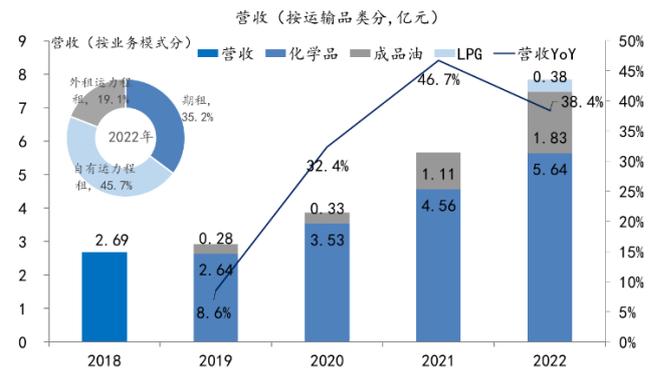
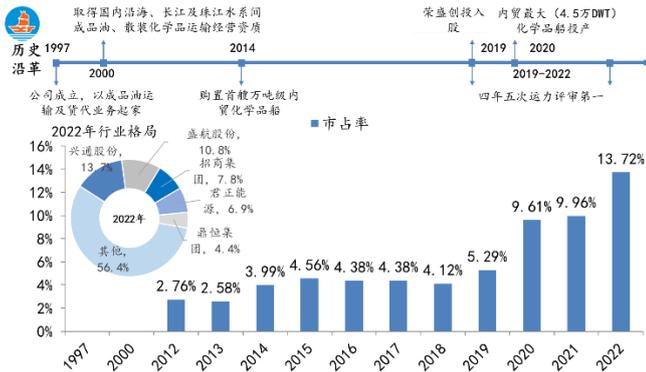
兴通成立至今约 25 年，发展历史中的关键节点和公司的收入构成，一定程度可以体现公司核心能力的获取路径。具体到各项核心能力的形成，我们发现公司通过更早引入大公司检查及优秀的船员管理，逐步建立了领先行业的合规管理能力。并基于对下游行业发展趋势的判断，公司做出大型化、年轻化和高端化的运力布局决策，提高了运力吨位分布与客户需求的适配程度。此外，在竞争中持续获得下游头部客户的认可，并引入大客户荣盛成为公司股东，进一步夯实大客户基础，提高公司业务的稳定性，可见公司强大的客户拓展能力。三项核心能力分别体现了公司的治理水平、资源卡位和业务获取能力，这三项能力的全面领先，为公司在将来在强者恒强的竞争演变中，获得了胜出的先发优势。

①发展历史与收入构成，体现核心能力的获取路径。公司 2000 年获得内贸沿海散装液体危化品运输资质，2003 年起以自有运力开展内贸化学品运输，2014 年购置万吨级化学品船，开启大船化、高端化和年轻化运力扩张期，2020 年引入大客

户荣盛成为公司股东。我们认为，自有运力、敏锐捕捉行业变化（2015年发改委放开民营企业原油进口权及进口原油使用权）进行大型化&高端化&年轻化运力扩张，2020年引入大客户股东，增强客户粘性，这些关键举措夯实了核心能力培养基础。从公司收入构成看，按业务分，公司内贸化学品运输、成品油、LPG收入占比分别为71.9%（同比-8.6 pp）、23.3%（同比+3.7 pp）、4.9%（同比+4.9pp），按业务模式分，期租、程租和外租收入分别占比35.2%（同比-6.8 pp）、45.7%（同比-1.6 pp）、19.1%（同比+8.4 pp）。我们认为，业务收入构成体现公司业务战略布局，不同经营模式的收入占比，除了体现公司业务在行业需求波动环境下稳健外（外租收入占比提高），也有利于公司进行收并购标的选择（外租合作可提高船舶并购效率）。

图表 15 2022 年兴通内贸化学品运力市占率 13.7%

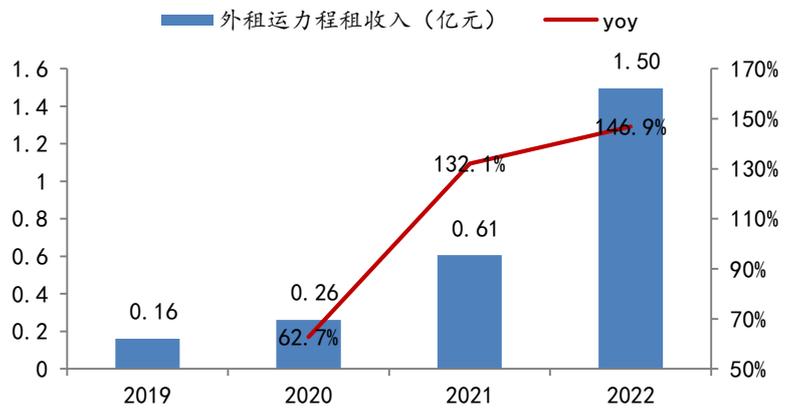
图表 16 兴通内贸化学品收入占比 71.9%，程租占比 45.7%



资料来源：公司公告，交通运输部，克拉克森，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 17 龙头外租船舶业务增长快，产能供不应求



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

②合规管理能力行业第一，运力指标获取能力强。得益于引入更高的合规管理标准和船员安全规范的有效执行，公司的合规管理能力长期领先。交通部于2017年发布运力评审文件，公司2017年得分第二、2018年末参评，2019-2022年的5次评审中，5次得分第一和4次获批运力第一，2019-2022年获批运力占行业获批运力的25.6%。我们认为，合规管理水平是公司治理能力和企业文化的集中体现，是短期内最难被追赶的能力，也是公司保持运力扩张和客户粘性优势的基础。

**图表 18 2019-2022 年 5 次运力评审中，兴通 5 次得分第一、4 次获批运力第一**

评审时间 (公布时间)	第一 (得分)	获批运力 (DWT)	第二 (得分)	获批运力 (DWT)	第三 (得分)	获批运力 (DWT)	第四 (得分)	获批运力 (DWT)
2022.08 (2023.03)	兴通海运 (90.4)	17500	上海君正 (89.4)	6500	舟山金海岸 (87.6)	4100	君正思多而特 (82.2)	8000
2021.05 (2021.12)	兴通股份 (89.8)	10700	扬洋化工 (82.6)	9000	盛航海运 (82.4)	7450	建桥船务 (81.8)	3000
2020.06 (2020.09)	兴通海运 (84.4)	12500	华海石油 (81.6)	6500	盛航海运 (80.2)	7450	丰乐船务 (79.8)	8000
2019.03 第一次 (2019.08)	泉港兴通 (88.8)	11500	扬洋化工 (84.8)	3700	华洋海运 (82.8)	5500	中海化工 (82)	8000
2019.12 第二次 (2020.05)	泉港兴通 (86)	39987	扬洋化工 (78.4)	39999	能恒海运 (76.8)	39826	鑫海船务 (74)	-
2018 (2018.07)	盛航海运 (100.9)	5500	上海东展 (94.7)	3700	海昌华 (93.2)	5000	三瀚海运	8000
2017.11 (2017.12)	中化船务 (99.0)	未公开	兴通船务 (92.6)	未公开	东润海运 (89.4)	未公开	盛航海运 (85.6)	未公开
2016.05 (2016.06)	泉州兴通 (100)	6500	鼎衡船务 (87.8)	4000*2	和兴船务 (81.1)	4500	中拓船务 (49.9)	-

资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

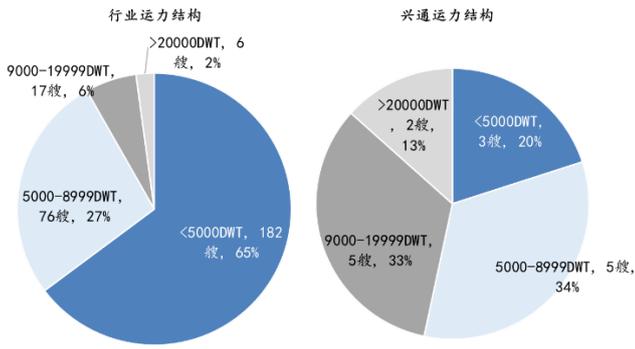
注：2018 年兴通未参评，故未上榜

③运力吨位结构分布合理和船舶大型化，提高了公司运力与客户的适配性，年轻化和高端化为公司储备了中长期发展优势。

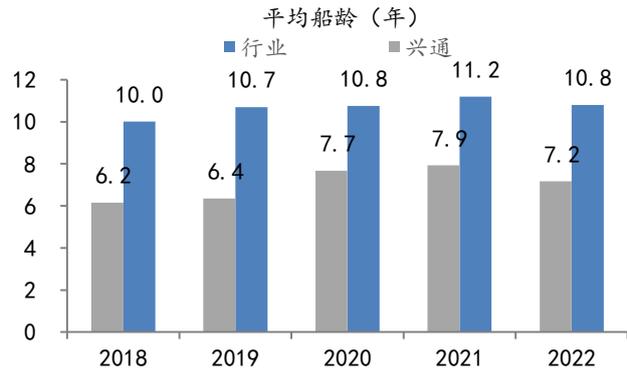
首先，公司船舶吨位比行业大，提高了客户适配性。一方面，公司船舶集中在 5,000DWT 至 20,000DWT (船舶数量占比 67%)，行业船舶集中在 5,000DWT 以下 (船舶数量占比 65%)；另一方面，公司有 2 艘 20,000DWT 以上的大型船舶，占行业该类船舶数量的 1/3。我们认为，船型结构的分布，是公司基于行业需求变化趋势判断做出的决策，也在一定程度上体现了公司的拓客能力 (运力船型规划需结合客户拓展进度)。公司 9,000DWT 以上的大型船舶，除 2011 年和 2014 年分别投入 1 艘外，其余 5 艘都是 2020 年及以后投入，这与大炼化项目投产时间基本吻合，提高了公司船型与客户需求的适配度。

其次，船舶年轻化和高端化，既在短期内利于公司降本增效，又为公司储备了中长期竞争优势。截至 2022 年，公司的平均船龄 (不含中船万邦) 为 7.2 年，低于行业平均水平的 10.8 年，高端的不锈钢船舶运力占比为 56%。船龄小短期内可降低运维成本 (交通运输部规定 26 年以上船龄的内贸化学品船检修频次由 2 次/5 年提升至 1 次/年，运维成本更高)，中长期内，船舶置换压力更小。高端的不锈钢船舶，短期内因适用于更多的化学品类运输需求，运价略高于普通涂层船，中长期内，船舶升级压力更小。

图表 19 兴通 5000-19999DWT 船舶数量占比 67%



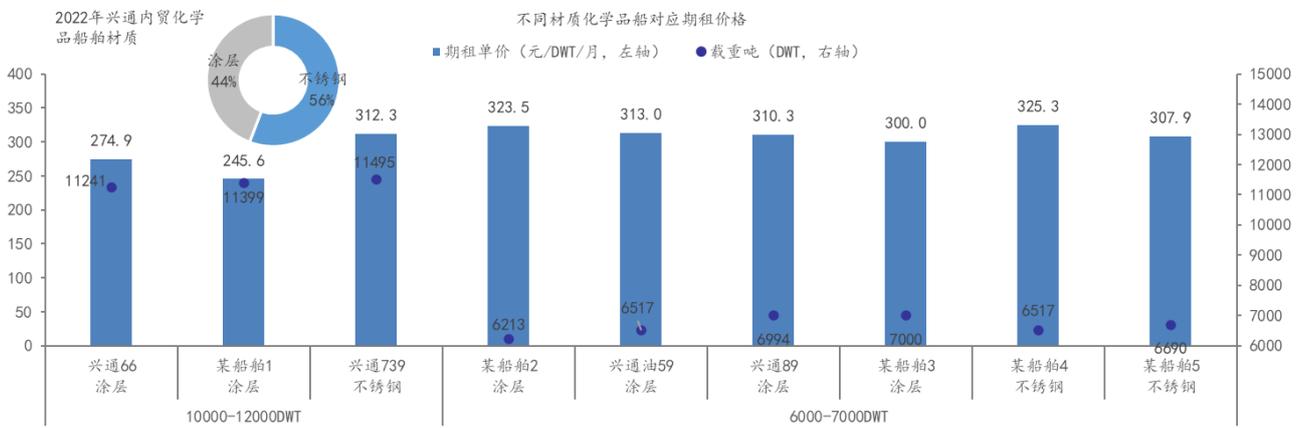
图表 20 兴通 2022 平均船龄 7.2 年，低于行业均值 10.8 年



资料来源：油化 52hz，公司官网，华安证券研究所整理

资料来源：交通运输部，公司公告，华安证券研究所整理

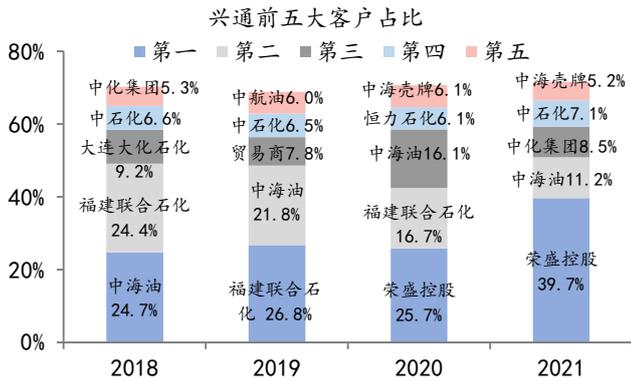
图表 21 不锈钢船运价略有优势，兴通不锈钢船舶占比达 56%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

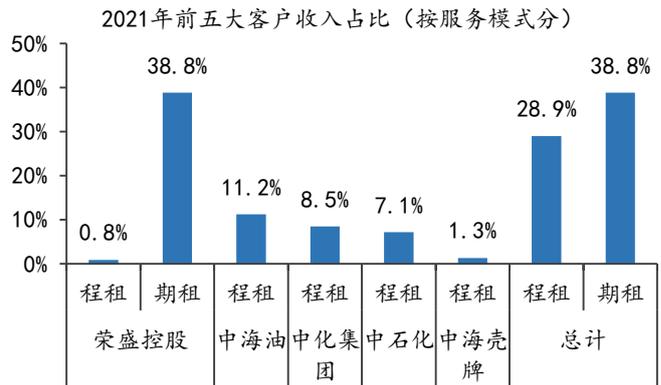
④客户拓展能力强，荣盛等大客户粘性高。尽管内贸沿海散装液体危化品运输行业，运力受交通运输部强管控，运价基本稳中有升，但格局较为分散，优质客户同样面临同行竞争，公司的优质客户包括荣盛、中海油、中化集团、中石化和中海壳牌等大型炼化企业。能够在竞争中持续获得大客户认可，说明公司的客户拓展能力较强。此外，在客户所在下游行业集中度快速提高的情况下，进一步提升对大客户的粘性乃至形成绑定关系，十分有利于提高业务拓展能力和提高业务稳定性。公司 2020 年引入大客户荣盛成为股东，截至 2022 年荣盛直接或间接持有公司 3.0% 股权。

图表 22 2021 年荣盛贡献兴通 39.7% 营收



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 23 2021 年荣盛的期租业务，贡献兴通营收的 38.8%



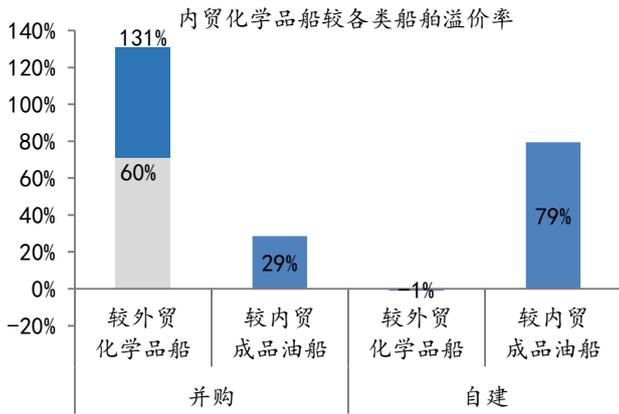
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

## 2.2 三大经营优势，扩大了公司收并购标的的选择空间

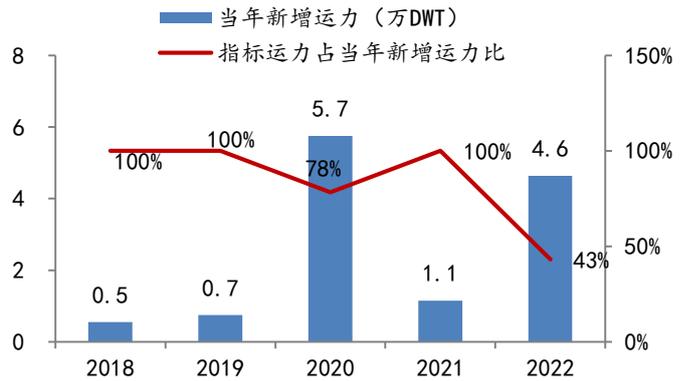
公司的核心能力在具体的经营过程中转化为扩张成本低、单位运力折旧低和航线结构优三大经营优势。一方面，这三大优势从直观的结果看，表现为收入增速高和盈利能力强；另一方面，公司可利用三大经营优势为收并购标的赋能，因此，从中长期维度看，这三大经营优势扩大了公司收并购的选择空间，尤其在下游行业需求波动的时候，更有利于公司收并购。

①得益于合规管理水平高，公司的运力扩张成本低和客户拓展成本低。前文所述的合规管理能力，在具体的经营过程中，转化为运力扩张成本低和客户拓展成本低。就运力扩张成本而言，通过交通运输部运力评审获得的内贸化学品指标运力，其新建或外购成本，远低于直接购买具备运力指标的内贸化学品船。2022 年，通过购买现有运力，兴通取得内贸化学品船兴通 759 和外贸化学品船兴通海豚，两者载重吨非常接近（兴通 759 为 27,356 DWT，兴通海豚为 27,260 DWT），经测算，我们发现购入后的单位载重吨月折旧，兴通 759 比兴通海豚高 131%。2022 年，盛航通过购买现有运力，取得内贸化学品船盛航化 10 和外贸化学品船 SH MARIA，两者载重吨非常接近（盛航化 10 为 5,614 DWT，SH MARIA 为 5,206 DWT），经测算，我们发现购入后的单位载重吨月折旧，盛航化 10 较 SH MARIA 高 60%。由此我们合理推测，两艘基本一样的船，拥有内贸指标的化学品船比没有指标的，有较高幅度的溢价，即内贸化学品船有较高的牌照溢价。2019-2022 年，公司获批的指标运力占公司总净增运力的 70.7%，以指标运力获取为主的扩张方式，大大降低了公司的扩张成本。此外，对于下游大客户而言，合规管理能力影响到客户供应链稳定性，合规管理水平高的企业可获得拓客优势，降低拓客成本。

图表 24 内贸化学品船运力指标溢价约 60%-131%



图表 25 兴通主要依靠指标运力扩张

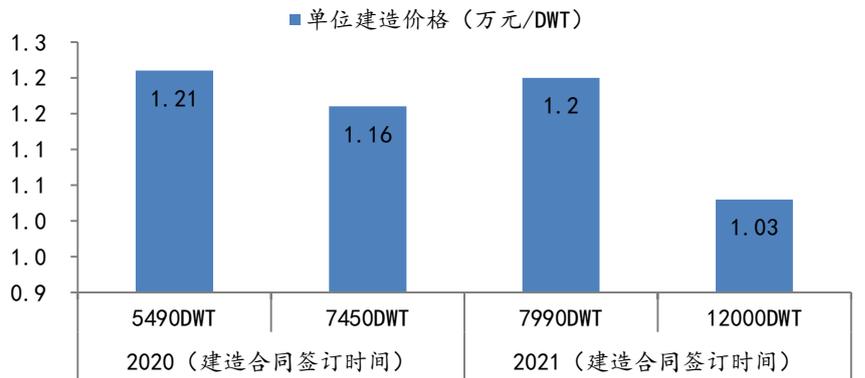


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

②大船单位载重吨折旧明显低于小船，公司大船占比高，单位运力折旧低。运力吨位结构的布局优势，在经营过程中转化为单位运力折旧更低。以公司 2021 年新建船舶为例，7,990DWT 的中型船舶单位载重吨建造成本较 12,000DWT 的大型船舶高近 16.5%，即大船折旧低约 16.5%。如前文所述，公司推行运力大型化扩张策略，这样的运力布局，降低了公司整体运力的单位载重吨折旧成本。

图表 26 大船单位载重吨建造成本低于同期小船

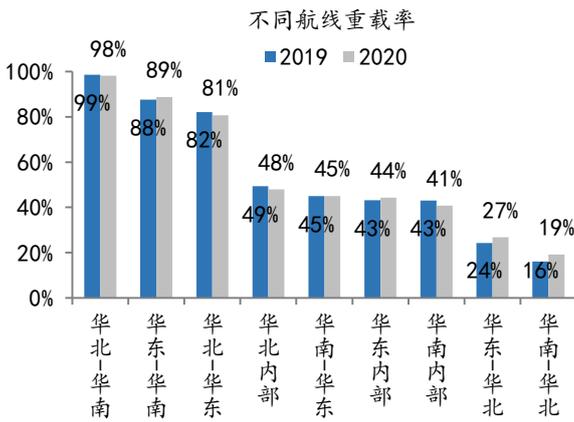


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

③内贸化学品海运短距航线毛利率明显高于长距航线，公司以短距航线为主，航线结构更优。客户的地理位置分布，决定了运输的航线结构，因此公司的客户拓展能力强，在经营中体现为航线结构更优。

1) 行业层面，化学品产销地分布不均，内贸流向上大体表现为华北区域主要为原料流出地，华东和华南为主要的原料消费地和中间品流出地。尽管区域间的长距航线平均重载率（华北-华东往返 58.7%、华北-华南往返 53.8%）普遍高于区域内短距航线（华东内部 44.3%、华南内部 40.7%），但区域内短距航线毛利率更高。

图表 27 不同航线重载率存在较大差异



资料来源：油化 52hz，华安证券研究所整理

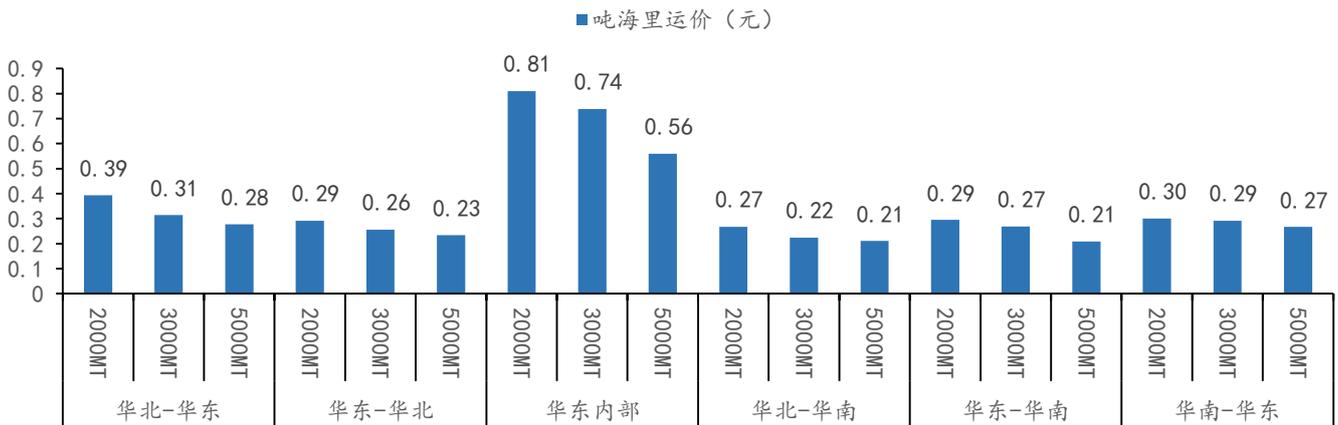
图表 28 短距航线毛利率显著高于长距航线



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2) 经测算，我们认为短距航线毛利率更高，主要是量、价更高所致。短距航线运输频次更高，因此单位载重吨运量更高。此外，内贸化学品海运的运价并非随运距同比例增长，通常运价的增幅小于运距的增幅，因此，短距航线吨海里运价明显高于长距航线。

图表 29 短距航线吨海里运价更高

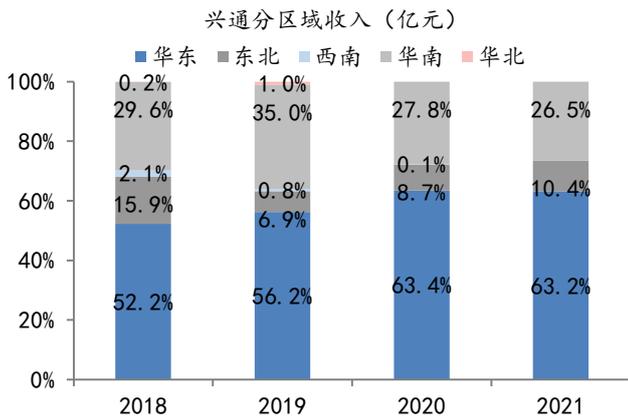


资料来源：沛易航讯，海e行，华安证券研究所整理

注：采用 2023 年 4 月 11 日至 17 日当周运价数据测算

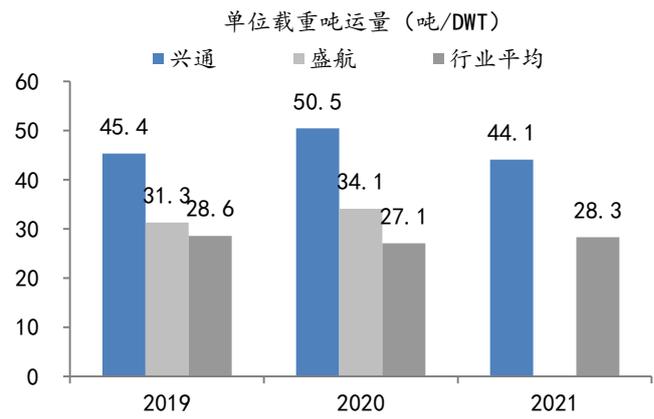
3) 公司以区域内短距航线为主，因此公司的单位载重吨运量更高，吨海里运价更高。根据公司 2018-2021 年各区域收入构成数据，公司的航线以华东和华南短距航线为主。需要强调的是，公司在华东和华南的客户拓展能力，是公司得以聚焦高毛利短距航线业务的重要基础。

图表 30 兴通收入以华东和华南航线为主



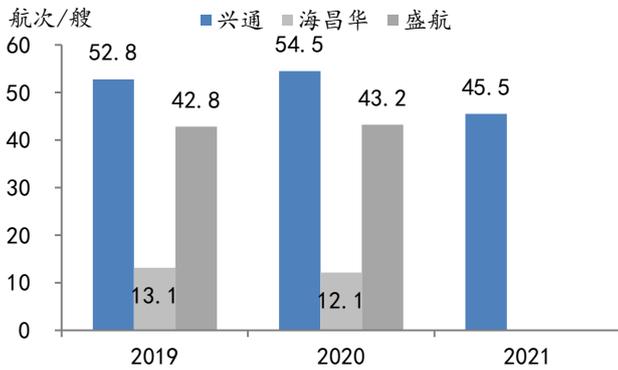
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 31 兴通单位载重吨运量明显高于行业平均值



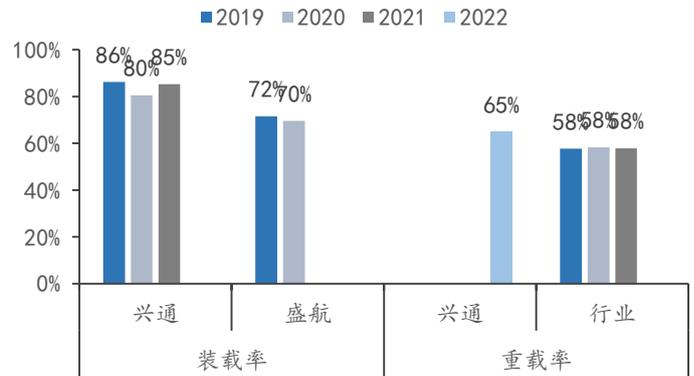
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 32 兴通航线网络更密集



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 33 短距航线毛利率显著高于长距航线



资料来源：油化 52hz，公司公告，华安证券研究所整理  
注：2021 年行业重载率为前 9 个月平均值

### 3 估值：合理市值 109 亿元，超 60% 上涨空间

综合上文所述，行业将长期保持供需紧平衡状态，运价长期稳中有升。公司作为行业龙头，核心能力全面领先，经营优势明显，在行业格局改善中胜出的确定性较强。尽管收并购可能导致公司综合毛利率有所下滑，但公司三大经营优势（扩张成本低、单位运力折旧低和航线结构优），为并购标的在经营层面，提供了较大的赋能空间。因此，不改公司高增长，强盈利的基本判断。可给予公司2025年6.7亿元利润，20x左右估值，年11%贴现计，2023年合理市值约109亿元，对应超60%上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关于公司成长空间的判断，我们做出如下补充：

①内贸化学品运输业务增长空间超1倍。具体而言，公司2021年的运力市占率为10.0%，2022年运力市占率已达13.7%（含中船万邦，按51%权益计算）。根据交通运输部数据，公司2019年至2022年新增运力占行业新增运力的29.1%，其中，指标运力占行业审批运力的25.6%。即便公司此后不做额外运力收并购，只要公司在运力审批中保持优势，公司的运力市占率也将逐渐靠近25.6%。叠加

每年的自然增长,我们判断,公司内贸化学品远期市占率有望提升至25%-30%。

②外贸化学品业务可在内贸化学品运输市占基本稳定后,接棒业务增长,支撑公司远期业务高增速。公司客户粘性强,将来可跟随客户“走出去”,且通过客户拓展与航线规划的有效组合,提高外贸经营效率。

基于如下核心假设和盈利预测,公司产能和利润将持续高速增长。我们预估2023年、2024年、2025年收入规模分别为14.3亿元、19.0亿元、25.1亿元,对应增速分别为82.1%、33.3%、31.6%,归母净利润分别为3.4亿元、4.8亿元和6.7亿元,对应增速分别为65.2%、40.2%和40.5%

图表 34 核心假设与盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	784.8	1429.4	1904.7	2506.1
yoy	38.4%	82.1%	33.3%	31.6%
化学品总运力 (DWT)	174,850	209,850	288,350	377,850
yoy	36.0%	20.0%	37.4%	31.0%
化工品运输营业收入 (百万元)	564.0	974.0	1,324.4	1,813.3
yoy	23.6%	72.7%	36.0%	36.9%
成品油运输营业收入 (百万元)	182.6	251.7	262.3	273.4
yoy	65.2%	37.8%	4.2%	4.2%
液化气总运力 (DWT)	6,302	16,302	27,802	39,802
yoy		158.7%	70.5%	43.2%
液化气运输营业收入 (百万元)	38.1	69.1	130.0	199.4
yoy		81.2%	88.3%	53.4%
外贸化学品船总运力 (DWT)		84,741	122,741	152,741
yoy		80.1%	44.8%	24.4%
外贸营业收入 (百万元)		134.58	188.01	220.06
yoy			39.7%	17.1%
毛利润 (百万元)	326.7	537.3	740.0	1010.3
yoy	11.7%	64.5%	37.7%	36.5%
毛利率	41.6%	37.6%	38.8%	40.3%
yoy	-19.3%	-9.7%	3.3%	3.8%
化工品运输 (百万元)	256.6	406.1	566.3	796.8
yoy	7.5%	58.2%	39.5%	40.7%
毛利率	45.5%	41.7%	42.8%	43.9%
成品油运输 (百万元)	57.8	64.3	66.5	68.8
yoy	7.8%	11.2%	3.5%	3.3%
毛利率	31.6%	25.5%	25.4%	25.2%
液化气运输 (百万元)	14.7	26.6	50.7	78.8
yoy		80.8%	90.8%	55.3%
毛利率	38.6%	38.5%	39.0%	39.5%
外贸 (百万元)	-	40.4	56.4	66.0
yoy		-	39.7%	17.1%
毛利率		30.0%	30.0%	30.0%
归母净利润 (百万元)	206.2	340.7	477.4	670.9
yoy	3.6%	65.2%	40.2%	40.5%

资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

## 风险提示:

油价及人工成本上涨;消费复苏不及预期;运营能力提升不及预期;监管政策变化;运输安全风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1043	1005	1973	1545	<b>营业收入</b>	785	1429	1905	2506
现金	555	470	1350	807	营业成本	458	892	1165	1496
应收账款	106	135	166	254	营业税金及附加	1	4	6	8
其他应收款	8	14	17	23	销售费用	7	9	11	13
预付账款	2	4	5	7	管理费用	39	50	63	79
存货	32	36	56	68	财务费用	10	18	22	14
其他流动资产	340	346	380	387	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1898	2580	3344	4598	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	53	53	53	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	1450	1942	2725	4108	<b>营业利润</b>	283	454	637	895
无形资产	1	2	3	3	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	447	584	564	434	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	2941	3585	5317	6144	<b>利润总额</b>	276	454	637	895
<b>流动负债</b>	323	446	472	578	所得税	70	114	159	224
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	206	341	477	671
应付账款	70	127	131	200	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	253	319	341	378	<b>归属母公司净利润</b>	206	341	477	671
<b>非流动负债</b>	584	764	764	814	EBITDA	349	590	824	1155
长期借款	584	764	764	814	EPS (元)	1.10	1.70	2.39	3.35
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	907	1211	1236	1392					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	200	200	240	240	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1332	1332	2521	2521	<b>成长能力</b>				
留存收益	502	843	1320	1991	营业收入	38.4%	82.1%	33.3%	31.6%
归属母公司股东权益	2034	2375	4081	4752	营业利润	5.9%	60.3%	40.2%	40.5%
<b>负债和股东权益</b>	2941	3585	5317	6144	归属于母公司净利	3.6%	65.2%	40.2%	40.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	41.6%	37.6%	38.8%	40.3%
					净利率 (%)	26.3%	23.8%	25.1%	26.8%
					ROE (%)	10.1%	14.3%	11.7%	14.1%
					ROIC (%)	7.5%	10.6%	9.8%	11.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	30.8%	33.8%	23.2%	22.7%
					净负债比率 (%)	44.6%	51.0%	30.3%	29.3%
					流动比率	3.23	2.25	4.18	2.68
					速动比率	2.55	1.75	3.66	2.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.37	0.44	0.43	0.44
					应收账款周转率	11.37	11.86	12.64	11.93
					应付账款周转率	9.03	9.06	9.01	9.03
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.10	1.70	2.39	3.35
					每股经营现金流薄)	1.25	2.79	3.03	4.68
					每股净资产	10.17	11.87	20.40	23.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.02	19.46	13.89	9.88
					P/B	3.57	2.79	1.62	1.40
					EV/EBITDA	21.47	12.08	7.58	5.92

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。