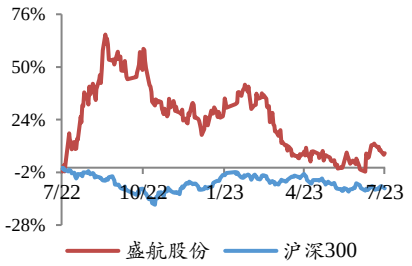
高增长、高弹性与低估值兼备，应重视投资机会

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2023-07-18

收盘价（元）	21.63
近 12 个月最高/最低（元）	33.45/19.80
总股本（百万股）	171
流通股本（百万股）	117
流通股比例（%）	68.13
总市值（亿元）	37
流通市值（亿元）	25

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

1.兴通股份 (603209.SH):强 α 与格局改善共振，助力长期高增长、强盈利 2023-04-26

主要观点：

- **行业格局加速优化，需求景气度已低位运行较长时间，静待边际改善。**

行业格局正处加速优化阶段，推动强者恒强。供给端，新增运力向头部企业集中，且龙头加速收并购。2019-2022 年，获批运力数量排名前 4 的企业，占行业获批运力的 67.6%；兴通 2023 年 3 月实现对中船万邦（中腰部玩家）并表，盛航 2023 年 6 月起收购 6 艘船舶。需求端，下游客户格局改善，客户对供应链的稳定性要求与头部运力企业的能力更匹配。以 PX 所在的化纤产业链为例，CR3 从 14.6%提升至 48.7%。2023 年以来整体需求偏弱，当前已处需求景气度相对底部区间较长时间。运价方面，2,000DWT、3,000DWT 和 5,000DWT 三种船型的运价持续走低。PX 和乙二醇等关键品类开工率和库存数同样持续低迷。我们判断，上述指标后续边际改善的概率较大。

- **综合能力居行业前列，业绩呈现显著的顺周期和高弹性特征。**

合规管理和客户拓展能力居行业前列，推动公司进入运力扩张成本相对低和航线结构相对优的正向循环。

公司中型船舶运力占比约 79%，程租收入占比约 82.7%。由于中型船舶需求适配性强，程租单位载重吨毛利更高，导致公司业绩与景气度关联度较高，业绩呈显著的顺周期和高弹性特征。

- **投资建议：高增长、高弹性和低估值，具备很高的投资性价比。**

当前处“两高一低”阶段，即高成长、高弹性和低估值，具备很高的投资性价比。我们测算 2023 年至 2025 年，收入规模为 12.3 亿元、15.8 亿元和 18.7 亿元，同比增长 41.5%、29.0%和 18.1%；归母净利润为 2.1 亿元、3.3 亿元和 4.2 亿元，同比增长 23.8%、55.9%和 27.7%。当前市值对应估值为 17.7x、11.3x 和 8.9x。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	868	1228	1585	1871
收入同比（%）	41.7%	41.5%	29.0%	18.1%
归属母公司净利润	169	209	326	416
净利润同比（%）	30.1%	23.8%	55.9%	27.7%
毛利率（%）	36.9%	32.68%	36.03%	37.74%
ROE（%）	11.4%	12.5%	16.3%	17.3%
每股收益（元）	1.00	1.22	1.91	2.43
P/E	24.45	17.68	11.34	8.88
P/B	2.84	2.21	1.85	1.53
EV/EBITDA	14.94	11.38	8.10	6.14

资料来源： iFind，华安证券研究所

正文目录

本报告观点 5
1 行业处格局加速改善阶段，短期供需关系主要看运价，开工率和库存是可观测的先行指标 6
1.1 行业供需的紧平衡状态，支撑运价稳中有升 6
1.2 供需结构的边际变化，推动行业强者恒强 8
1.3 短期需求偏弱，运价是景气度的直观体现，开工率和库存是可观测的先行指标 9
2 合规管理和客户拓展能力居行业前列，具备在格局优化过程中胜出的前提；运力布局以中型船舶为主，业绩呈明显顺周期、高弹性特征 13
2.1 合规管理与客户拓展能力居行业前列，助力公司在行业格局优化过程中放大经营优势 14
2.2 运力布局以中型船舶为主，业绩呈顺周期、高弹性特点 18
3 估值：2025 年利润对应估值仅 9X，投资性价比高，给予“买入”评级 21
风险提示： 22
财务报表与盈利预测 23

图表目录

图表 1 供给强管控，运力 2011 年至 2022CAGR 为 3.4% 6
图表 2 需求较旺，2014-2022 年运量 CAGR 9.2% 7
图表 3 疫情前，社零保持中高速增长 7
图表 4 PX 和乙二醇等品类国产自给率仍有提升空间 7
图表 5 2021 年危化品运输水运占比提升至 22% 7
图表 6 2023-2025 年仍有 780 万吨以上的液化品产能投放 7
图表 7 2017-2022 年 2000MT 内贸化学品船运价稳中有升 8
图表 8 2017-2022 年 3000MT 内贸化学品船运价稳中有升 8
图表 9 2017-2022 年 5000MT 内贸化学品船运价稳中有升 8
图表 10 绝大多数获批运力由头部获取 9
图表 11 2016-2022 年化纤制造业 CR3 从 14.6%提至 60.9% 9
图表 12 影响内贸化学品运输需求的主要变量 9
图表 13 PX、纯苯、苯乙烯和乙二醇是关键细分品类 9
图表 14 2023 年以来 2000MT 内贸化学品船运持续回调 10
图表 15 2023 年以来 3000MT 内贸化学品船运持续回调 10
图表 16 2023 年以来 5000MT（6000MT）内贸化学品船运持续回调 10
图表 17 下游开工率和库存可作为跟踪运量需求的前瞻指标 11
图表 18 2023 年以来，PX 开工率为近 4 年最低 11
图表 19 2023 年以来，PX 社会库存处近年来较高水平 11
图表 20 2023 年以来，乙二醇开工率为近 4 年最低 12
图表 21 2023 年以来，乙二醇社会库存持续走高 12
图表 22 2023 年以来，纯苯开工率为近 4 年平均水平 12
图表 23 2023 年以来，纯苯工厂库存保持去库趋势 12
图表 24 2023 年以来，苯乙烯开工率为近 4 年较低区间 12
图表 25 2023 年以来，苯乙烯工厂库存整体呈去库趋势 12
图表 26 盛航自 2016 年以来，通过高频融资实现运力快速扩张，运力市占率从 2.5%提升至 10.8% 13
图表 27 盛航营收增长加速 14
图表 28 盛航扣非净利增速较快 14
图表 29 盛航内贸化学品海运毛利率居行业前列 14
图表 30 盛航扣非净利率明显高于行业中游企业 14
图表 31 盛航大多数年份的评审得分，居行业前列 15
图表 32 内贸化学品船运力指标溢价约 60%-131% 15
图表 33 盛航以运力评审+外购的方式驱动产能增长 15
图表 34 盛航切入民营大炼化客户，形成较稳定的合作关系 16
图表 35 不同航线重载率存在较大差异 16
图表 36 以兴通为例，短距航线毛利率显著高于长距航线 16
图表 37 短距航线吨海里运价更高 17
图表 38 盛航单位载重吨运量明显高于行业平均值 17
图表 39 盛航单位船舶航次表现较优 17
图表 40 2019-2020 年盛航装载率较兴通差距缩小 18
图表 41 盛航与景气度关联高，业绩呈显著顺周期特征 18

图表 42 兴通受景气度影响较弱，业绩由运力增长驱动 18
图表 43 2022H2 开始，行业景气度持续处于低位 19
图表 44 盛航 5000-8999DWT 船舶运力占比 79% 19
图表 45 中型内贸化学品船（5000-8999DWT）运输品类最为多元化 20
图表 46 PX 需求集中，其余品类则较分散（以纯苯为例） 20
图表 47 以兴通为例，程租单载重吨毛利大于期租 21
图表 48 盛航以程租为主 21
图表 49 盛航股份核心假设与盈利预估 22

本报告观点

本报告主要讨论了行业供需关系与边际变化、盛航的综合能力与业绩特征和投资建议 3 个问题。

第一，关于行业供需关系与边际变化，主要论述了 3 个方面的内容。

（1）行业将长期保持供需紧平衡状态，支撑运价长期稳中有升。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。考虑炼化厂的集聚效应，与交通部对新增运力的强管控等因素，我们判断，**行业供需紧平衡关系不会被打破，短期的运价波动无碍运价长期稳中有升。**

（2）行业格局正处加速优化阶段，推动强者恒强。供给端，新增获批运力向头部企业集中且收并购事件频发。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%；兴通于 2023 年 3 月实现对中船万邦（中腰部玩家）并表，盛航公告称 2023 年 6 月起，将收购 6 艘船舶。**需求端，下游客户竞争格局进一步改善，对供应链的稳定性要求与头部运力企业的能力更匹配。**以 PX 所在的化纤产业链为例，CR3 从 14.6%提升至 48.7%。

（3）运价是景气度的直观体现，开工率和库存是可观测的先行指标。2023 年以来，整体需求偏弱，2,000DWT、3,000DWT 和 5,000DWT 三种船型的运价持续走低，未见回升迹象。PX 和乙二醇等关键品类的开工率和库存数据，未见明确好转。需求景气度已处相对底部区间的时间较长，我们判断，后续边际改善的概率更大。

第二，关于盛航的综合能力和业绩特征，主要论述了 2 个方面的内容。

（1）盛航的合规管理能力和客户拓展能力居行业前列，推动公司进入了运力扩张成本低和航线结构相对优的正向循环。①合规管理能力强方面，盛航多数年份运力评审得分居行业前列，2019 年以来获批运力总额占行业总数的 7.8%，位居行业第 4。我们测算，内贸化学品船舶牌照溢价约 60%-131%，获取指标运力的能力越强，运力扩张成本越低。②客户拓展能力强方面，盛航既保持着与中石化、中石油、中化集团等传统国营炼厂的合作粘性，又能有效拓展恒力石化、荣盛石化等大型民营炼化企业，带来增量业务的同时，打开了航线结构调优的空间。

（2）运力布局以中型船舶为主，导致公司业绩呈显著顺周期、高弹性特征。一方面，中型船舶适配性强但客户需求相对分散，与下游景气度关联强。公司中型船舶（运力介于 5,000DWT-8,999DWT）的运力贡献占比约 79%，进而导致业绩顺周期属性更强；另一方面，中型船舶业务模式以程租为主（盛航程租收入占比约 82.7%），程租单位载重吨毛利高于期租（以兴通为例，程租单位载重吨的毛利是期租的 2.5-3.7 倍），业绩弹性更大。此外，通过对比化工行业景气度、盛航扣非净利润增速和加权运力增速，我们发现，①当化工景气度上行时，盛航的扣非净利润增速远超加权运力增速（如 2020 年）；②当化工景气度开始下行时，扣非净利率增速与加权运力增速差距收窄（如 2021 年）；③当化工景气度持续下行较长时间时，其扣非净利润增速明显低于加权运力增速（如 2023 年初至今）。**因此，我们判断，当行业景气度持续回升时，盛航将获得更大的业绩弹性。**

第三，关于投资建议。我们认为，公司当前处“两高一低”阶段，即高成长、高弹性和低估值，具备很高的投资性价比。测算 2023 年至 2025 年，收入规模为 12.3 亿元（同比+41.5%）、15.8 亿元（同比+29.0%）和 18.7 亿元（同比+18.1%），归母净利润为 2.1 亿元（同比+23.8%）、3.3 亿元（同比+55.9%）和 4.2 亿元（同比+27.7%），对应估值为 17.7x、11.3x 和 8.9x。首次覆盖，给予“买入”评级。

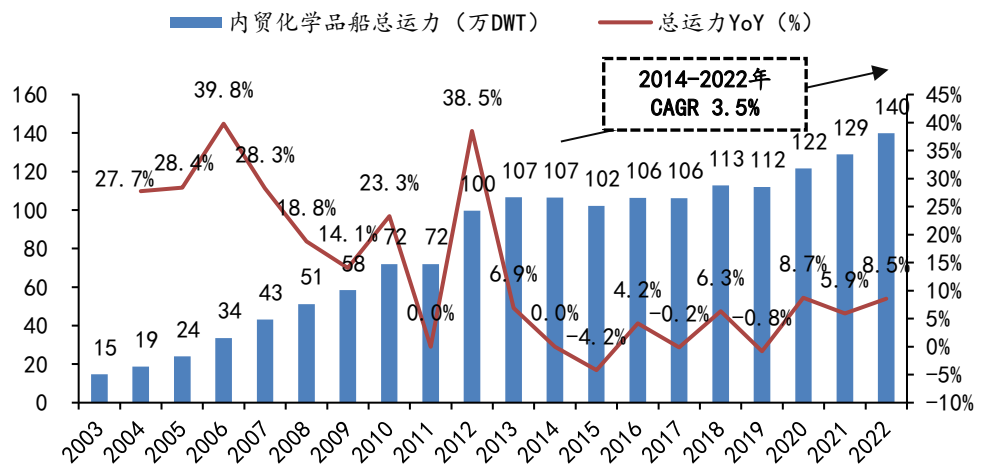
1 行业处格局加速改善阶段，短期供需关系主要看运价，开工率和库存是可观测的先行指标

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国船东协会数据，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管控，近 11 年的运力 CAGR 仅 3.4%，预期交通运输部的强监管&强调控政策将长期保持不变。整体而言，交通运输部对内贸沿海散装液体危化品运输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（2012 年-2022 年 CAGR 为 3.4%）。交通运输部加强监管力度的核心原因是对内贸沿海散装液体危化品运输安全运行的考虑，因此我们判断，交通部较强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 2022CAGR 为 3.4%

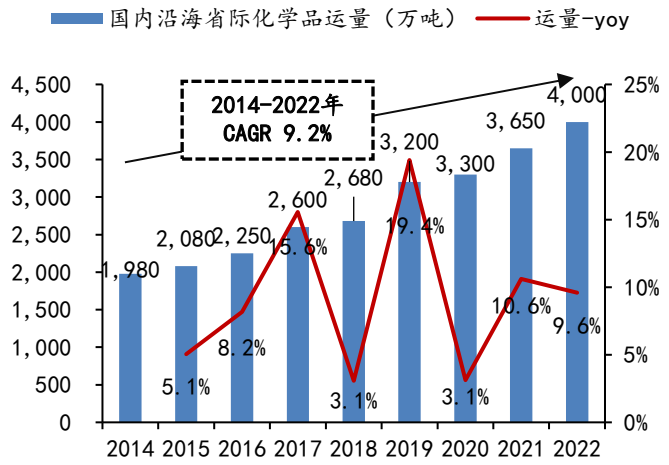


资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

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。

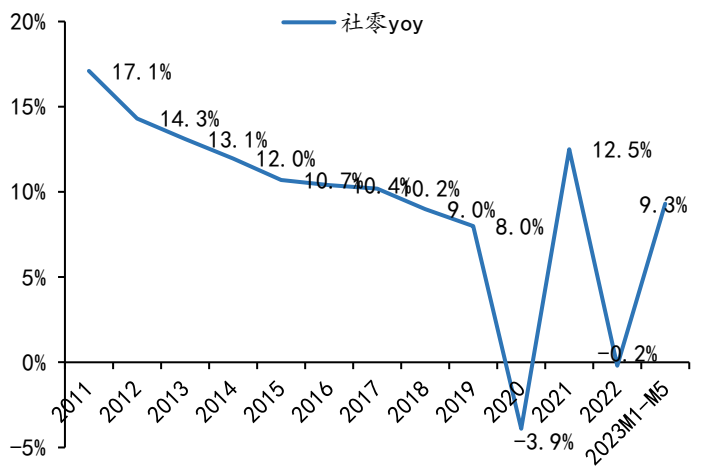
（2）内贸沿海散装液体危化品运输主要运输原油炼化产成品，需求受益于消费升级、PX 等品类国产替代和水运渗透率提高等因素，近 8 年运量 CAGR 达 9.2%，预期运量具备进一步提升空间。改革开放以来，人民的整体消费水平在不断升级，疫情前的 2011 年至 2019 年，社零保持中高速增长；PX、乙二醇和苯乙烯的国产自给率从 2005 年的 57%、22%和 31%提至 2022 年的 71%、64%和 92%；此外，受益于炼化厂向沿海区域集聚及水运价格更低，水运渗透率从 2018 年的 18%提升至 2021 年的 22%。**我们判断，我国的整体消费水平、PX 等品类的国产替代和水运渗透率仍有一定提升空间，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，是运量中长期仍有增长空间的例证。

图表 2 需求较旺，2014-2022 年运量 CAGR 9.2%



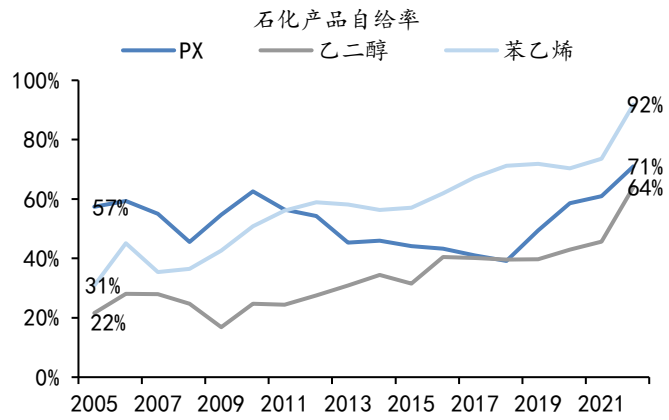
资料来源：交通运输部，中国船东协会，华安证券研究所整理

图表 3 疫情前，社零保持中高速增长



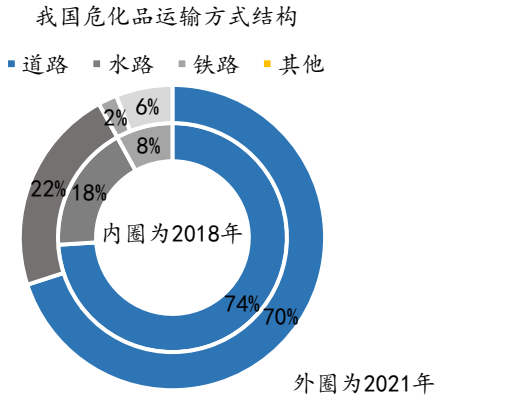
资料来源：国家统计局，华安证券研究所整理

图表 4 PX 和乙二醇等品类国产自给率仍有提升空间



资料来源：Wind，百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 5 2021 年危化品运输水运占比提升至 22%



资料来源：中物联危化品分会，华安证券研究所整理

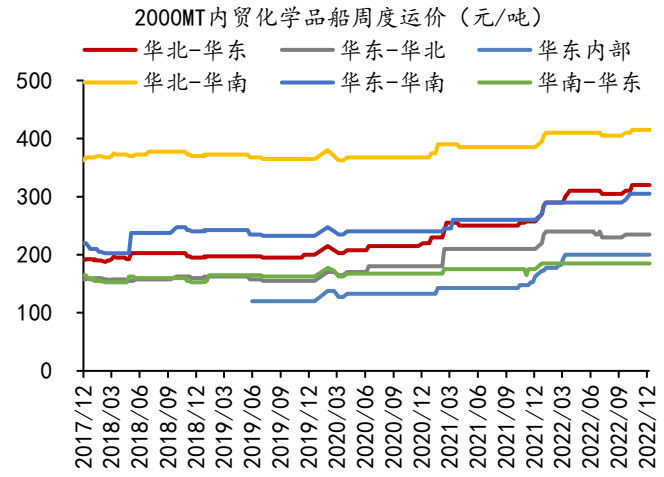
图表 6 2023-2025 年仍有 780 万吨以上的液化品产能投放

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)	广东茂湛	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

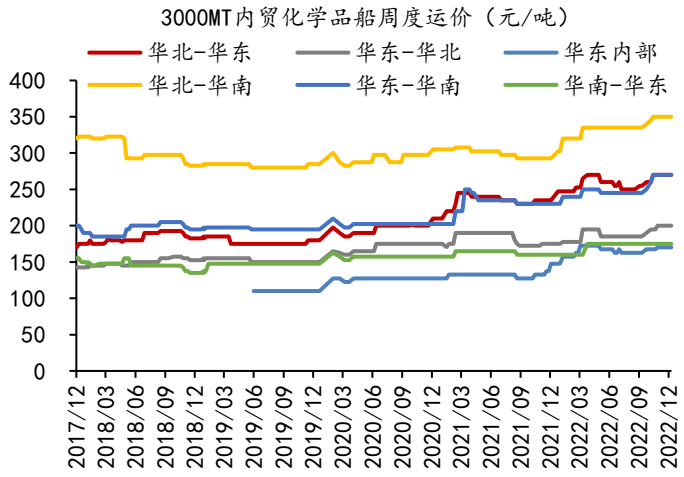
（3）供需的紧平衡状态，支撑运价稳中有升，短期回调不改运价长期稳中有升的趋势。尽管近期运价有所回落，但如前文所述，监管的强调控政策预估将保持长期不变，国民经济边际向好的趋势不改，**将来运价仍具备稳中有升的供需基础。**

图表 7 2017-2022 年 2000MT 内贸化学品船运价稳中有升



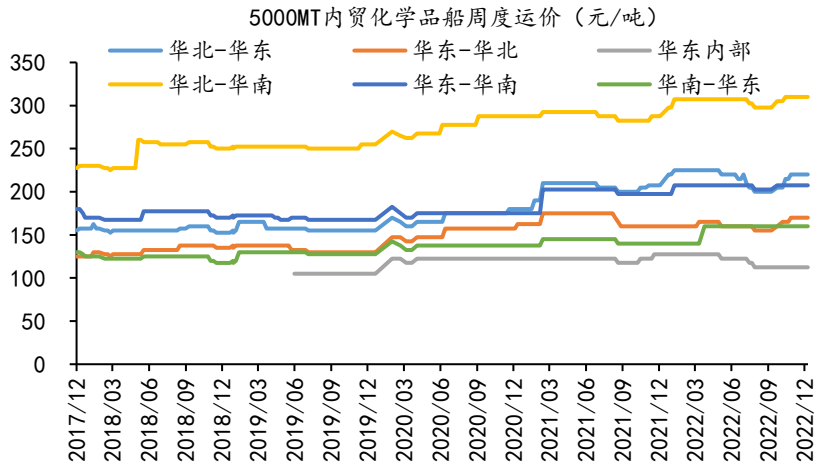
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 8 2017-2022 年 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 2017-2022 年 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

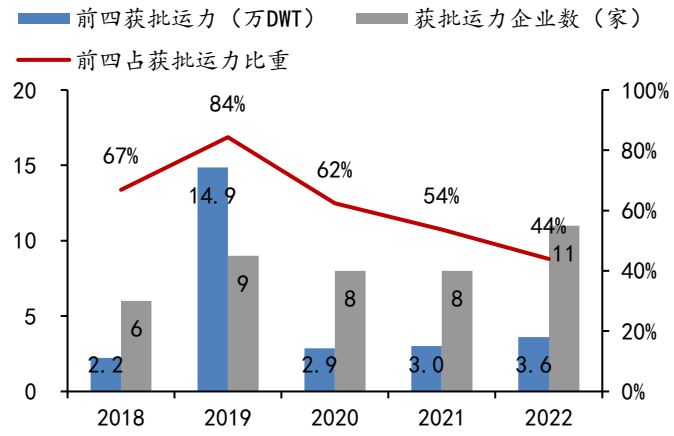
当一个行业的供给增量和需求增量都呈现向头部集中的趋势时，该行业大概率会出现强者恒强的竞争局面，内贸沿海散装液体危化品运输正在经历这样的变化。

（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，获批运力前 4 的企业占新增获批运力的 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，如果剔除兴通和盛航，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 艘船舶、盛航 24 艘船舶）。2022 年 11 月，兴通公告称，竞得中船万邦 51%股权（内贸化学品船运力 3.4 万

DWT，2020 和 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，行业整合速度或将加速。**

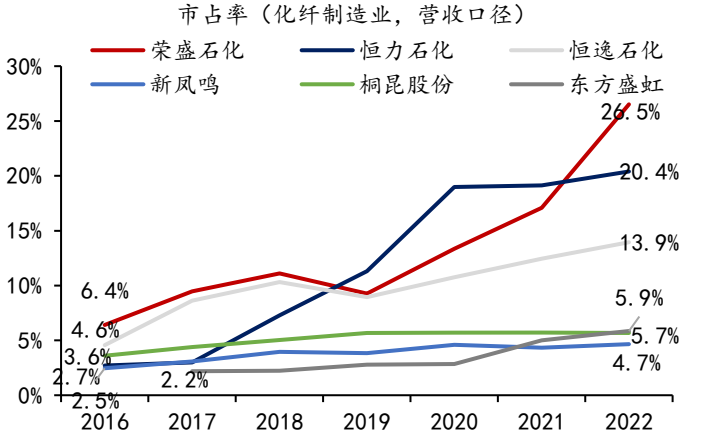
（2）下游客户竞争格局进一步改善，以运量最大的 PX 所在的化纤产业链为例，CR3 从 14.6%提升至 60.9%。大客户对供应链的稳定性要求更高，头部运力公司的安全合规管理水平更高，与大客户的需求更加匹配。供需结构层面，出现的边际变化，推动化学品运输行业必然呈现出强者恒强的趋势。

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 2016-2022 年化纤制造业 CR3 从 14.6%提至 60.9%

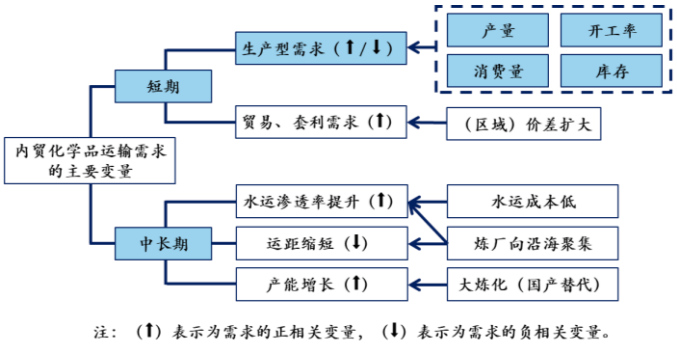


资料来源：公司公告，国家统计局，华安证券研究所整理

1.3 短期需求偏弱，运价是景气度的直观体现，开工率和库存是可观测的先行指标

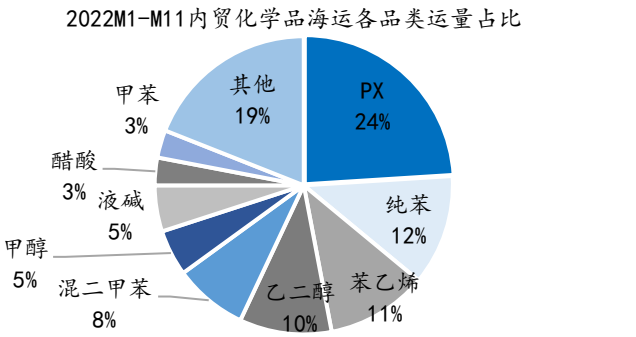
生产型需求对内贸化学品海运需求具有决定性作用，其中，PX、纯苯、苯乙烯和乙二醇是关键细分品类。如上文所述，内贸化学品海运的长期需求取决于人民生活水平提高、国产替代和水运渗透率提高。短期需求，则可分为生产型需求和贸易型需求两类，其中，生产型需求对运量的增长或下跌具有决定性作用，贸易型需求本质上由不同区域间价差催生的套利行为决定，对运量需求有一定影响。根据油化 52hz 数据，**内贸化学品海运前四大运输品类为 PX、纯苯、苯乙烯和乙二醇，运量占比分别为 24%、12%、11%和 10%，合计占总运量的 57%，是影响内贸化学品海运运量的关键细分品类**，其他品类较为分散，且需求波动与宏观趋同。

图表 12 影响内贸化学品运输需求的主要变量



资料来源：华安证券研究所整理

图表 13 PX、纯苯、苯乙烯和乙二醇是关键细分品类

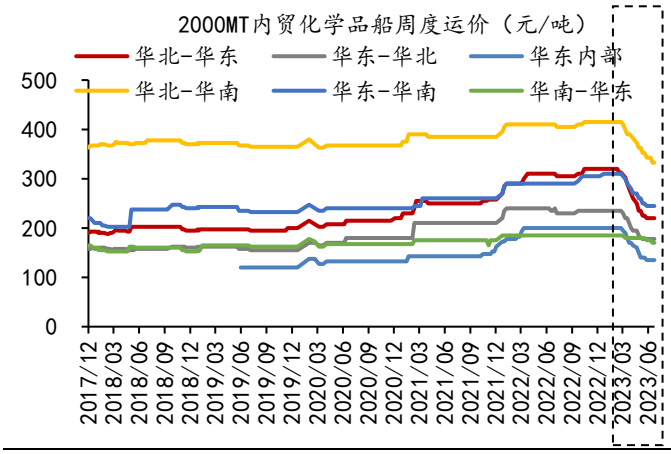


资料来源：油化 52hz，华安证券研究所整理

2023 年以来，整体需求较弱，当前处于相对底部区间。运价或仍有一定下行压力，且需等待关键细分品类的开工率和库存数据明确好转。

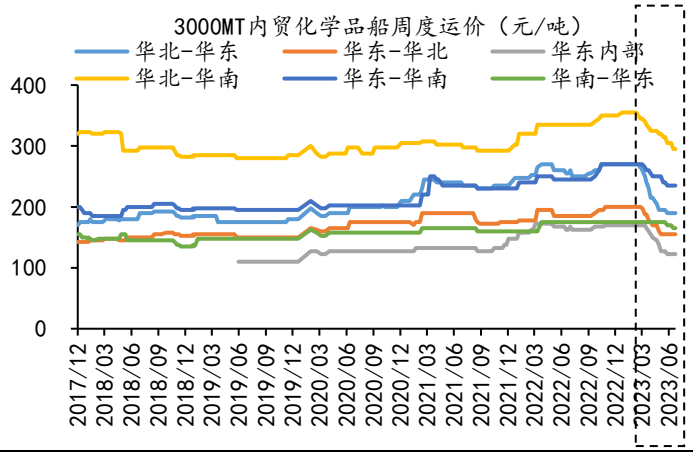
（1）运价是内贸化学品海运需求景气度的直观体现。运价包含了供给和需求的相对强弱关系，是内贸化学品海运行业最直观的景气度指标。2023 年以来，三类船型，即 2,000DWT、3,000DWT 和 5,000DWT 船型的运价持续走低，尚未出现明确拐点，或仍有一定下行压力。

图表 14 2023 年以来 2000MT 内贸化学品船运持续回调



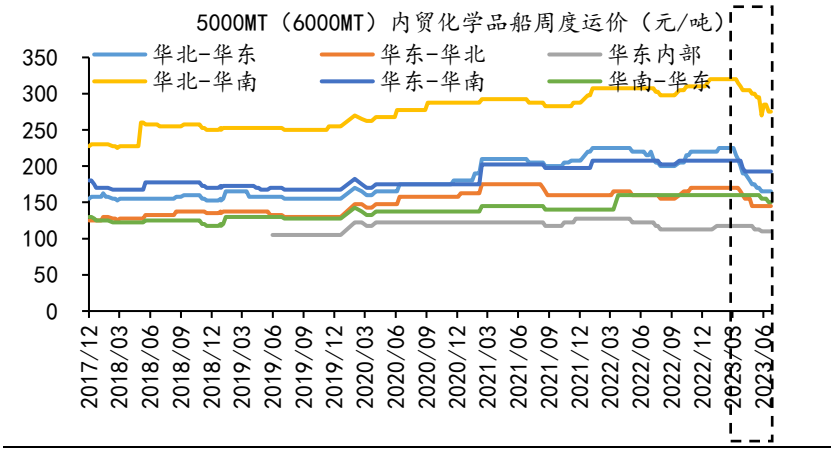
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 15 2023 年以来 3000MT 内贸化学品船运持续回调



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 16 2023 年以来 5000MT（6000MT）内贸化学品船运持续回调



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

注：2023.6.19 开始，统计口径由 5000MT 船型变更为 6000MT 船型

（2）炼厂开工率和库存是观测内贸化学品短期运输需求的先行指标。根据期末库存-净进口量=期初库存+产能×开工率（即产量）-消费量，我们认为，**内贸化学品海运需求的核心先行观测指标，为剔除净进口量后的库存和开工率。**具体而言，经历过 2019 年至 2022 年产能高速扩张后，PX 等关键细分品类将来的产能扩张速度放缓，**往后的产量边际变化主要取决于开工率，即开工率通过主导产量变化成为影响内贸化学品运输需求的关键先行指标。**消费量的变化，最终会传导至库存，即①消费量＞产量时，库存上升；②消费量=产量时，库存不变；③消费量＜产量时，库存下降，**最终库存的变化又会作用于开工率与运量，因此，库存（剔除净进口量）是另一个关键先行指标。**

库存增加或减少，与开工率的上升或下降，可形成不同的排列组合，反映内贸化学品运量不同的变化趋势：

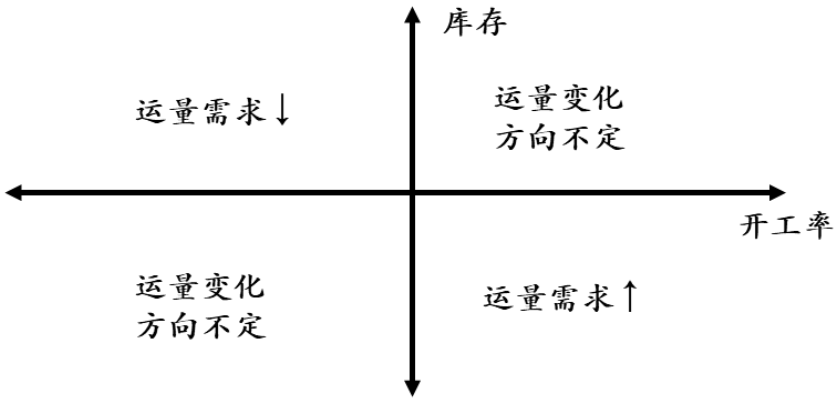
①库存减少且开工率同比上升，说明消费旺盛，运量需求趋向增长；

②库存减少且开工率同比下降，尽管开工率下降说明化工品下游需求预期走弱，但运量同比变化，受库存同比减少量、产量同比减少量及库存变化主导方的影响，此时运量需求走势较难判断；

③库存增加且开工率同比下降，说明消费疲软，运量需求趋向下滑；

④库存增加且开工率同比上升，尽管开工率上升说明化工品下游需求预期走强，但运量的同比变化，受库存同比增加量、产量同比增加量和库存变化主导方的影响，此时运量需求走势较难判断。

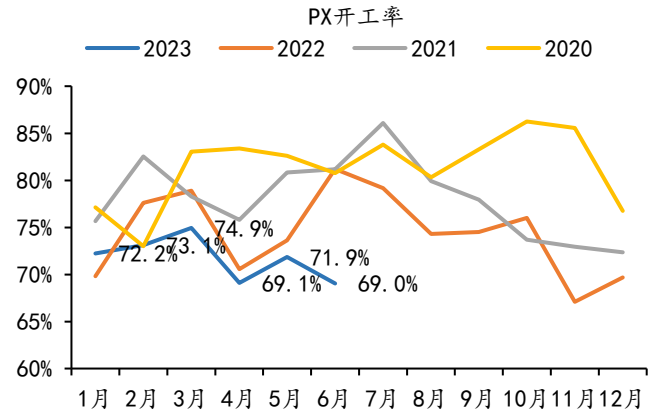
图表 17 下游开工率和库存可作为跟踪运量需求的前瞻指标



资料来源：华安证券研究所整理

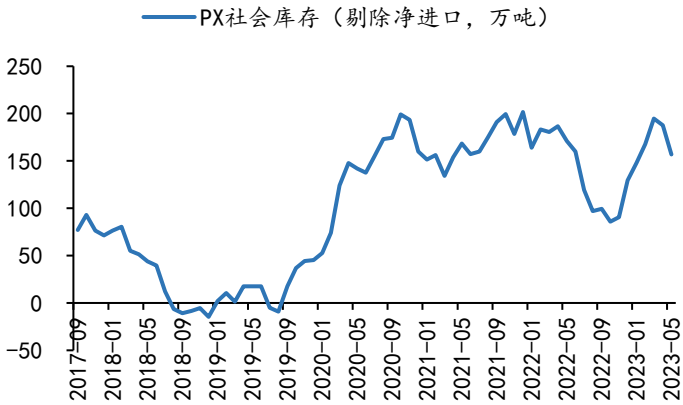
（3）关键品类的开工率和库存数据，尚未出现明确好转的信号，需等待向好拐点。①PX 开工率为近 4 年来最低，社会库存量保持在近年较高水平，2023Q2 出现去库势头；②乙二醇开工率为近 4 年来最低，社会库存量持续走高；③纯苯开工率和工厂库存表现相对较好，开工率处近 4 年来平均水平，2023 年以来持续去库，工厂库整体保持去库趋势；④苯乙烯开工率处近 4 年来较低水平，2023 年以来持续去库中。如前文所述，尽管纯苯和苯乙烯的库存边际向好，但运量占比最高的 PX 及占比较高的乙二醇两个品类不论开工率还是库存均未出现明确的好转信号，仍需等待景气度回升。

图表 18 2023 年以来，PX 开工率为近 4 年最低



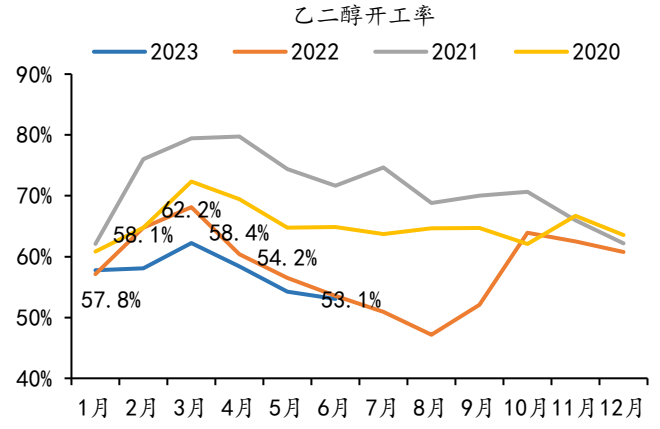
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 19 2023 年以来，PX 社会库存处近年来较高水平



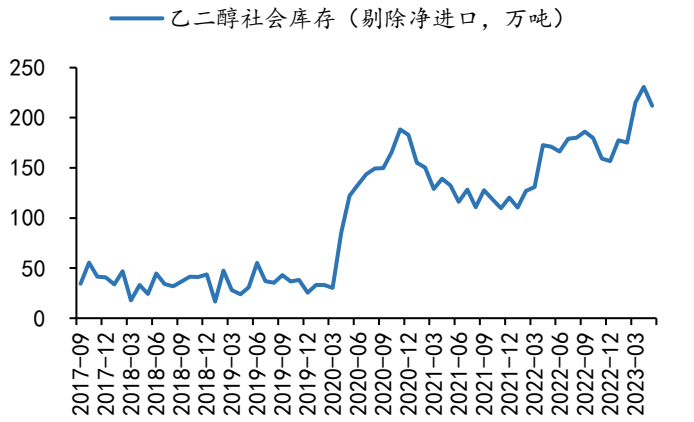
资料来源：卓创资讯，百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 20 2023 年以来，乙二醇开工率为近 4 年最低



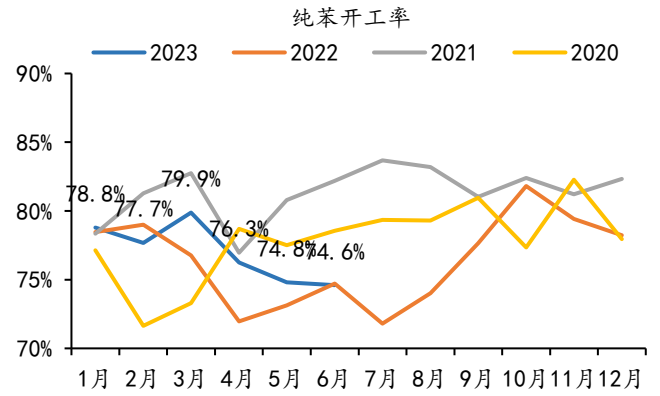
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 21 2023 年以来，乙二醇社会库存持续走高



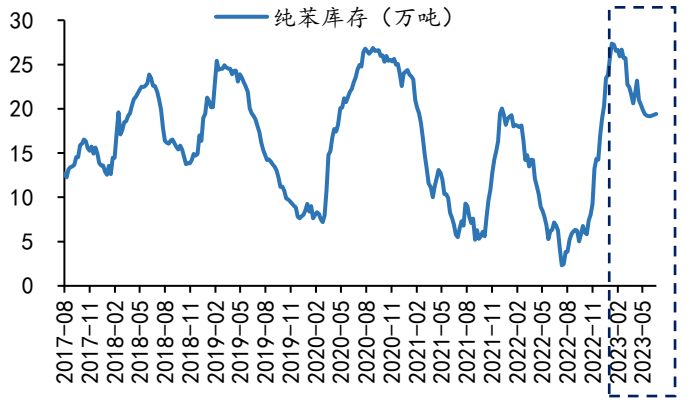
资料来源：卓创资讯，百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 22 2023 年以来，纯苯开工率为近 4 年平均水平



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

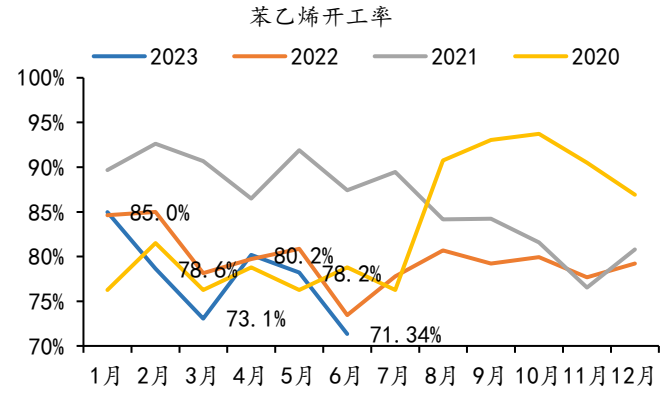
图表 23 2023 年以来，纯苯工厂库存保持去库趋势



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

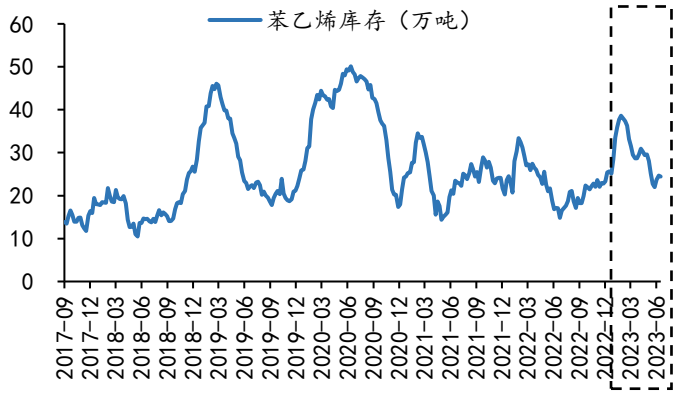
注：纯苯库存为工厂库存，未剔除净进口

图表 24 2023 年以来，苯乙烯开工率为近 4 年较低区间



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 25 2023 年以来，苯乙烯工厂库存整体呈去库趋势



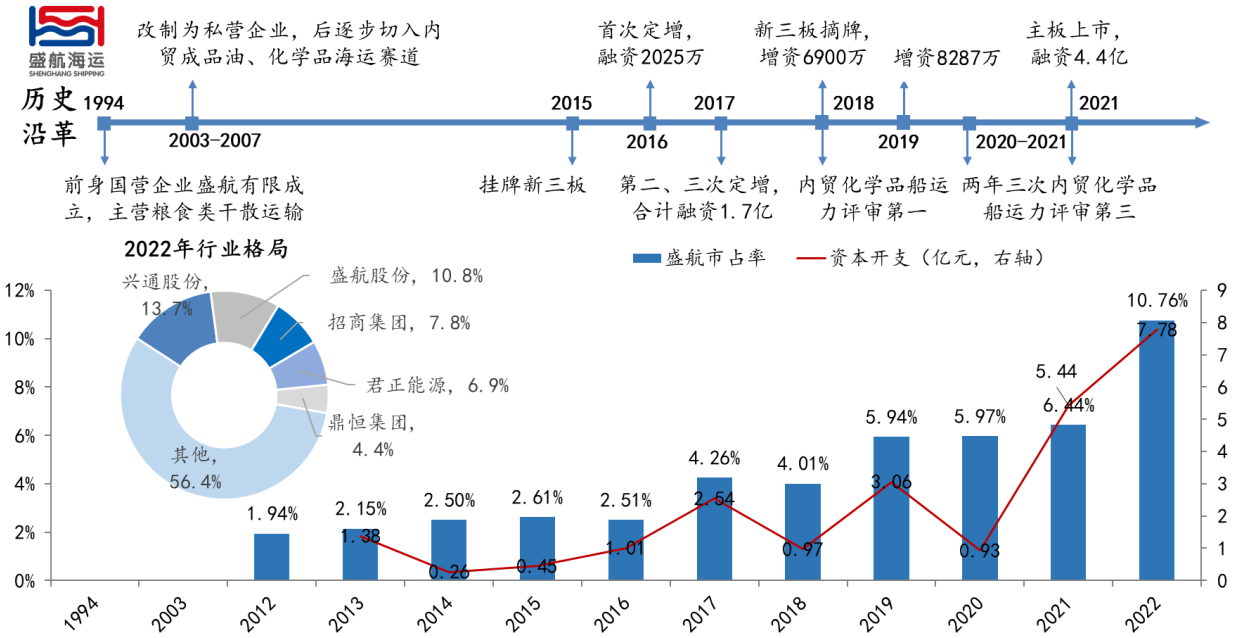
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

注：苯乙烯库存为工厂库存，未剔除净进口

2 合规管理和客户拓展能力居行业前列，具备在格局优化过程中胜出的前提；运力布局以中型船舶为主，业绩呈明显顺周期、高弹性特征

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，且正处于头部企业市场份额快速提升，高速成长的阶段。作为该细分领域第一家上市企业，盛航从 2016 年至 2021 年通过高频外部股权融资，即 2016 年 1 次定增、2017 年 2 次定增、2018 年 1 次增资、2019 年 1 次增资、2021 年 IPO，累计 6 轮融资募集 7.8 亿元，为运力扩张打下良好基础。2015 年至 2022 年盛航内贸化学品海运船舶运力市占率从 2.5%提升至 10.8%。**截至 2022 年，盛航自有船舶数量 24 艘，船舶数量居行业第一，运力市占率行业第二。**

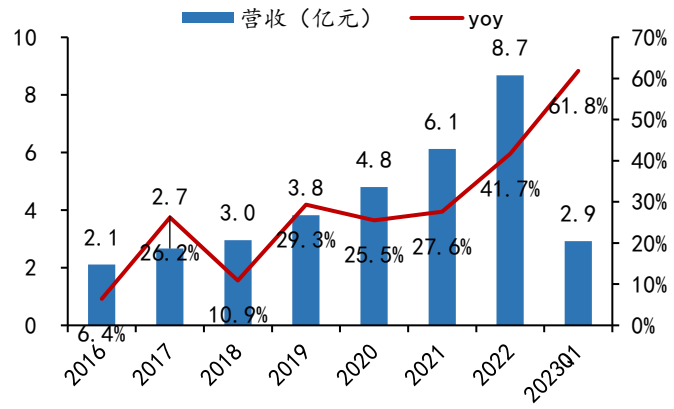
图表 26 盛航自 2016 年以来，通过高频融资实现运力快速扩张，运力市占率从 2.5%提升至 10.8%



资料来源：交通运输部，公司公告，克拉克森，华安证券研究所整理

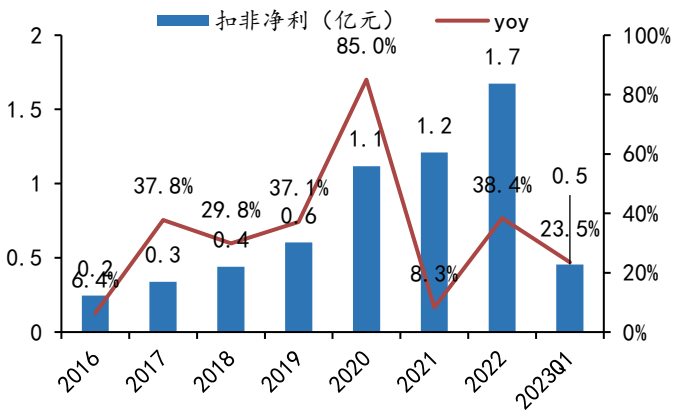
运力扩张驱动公司营收和利润高速增长。2019 年至 2023 年 Q1，随着运力扩张，公司实现了收入和利润的高速增长。2019 年至 2022 年，营收和扣非净利润 CAGR 分别为 31.4%和 40.5%，2023 年 Q1 营收和扣非净利润同比分别为 61.8%和 23.5%。在高速增长的同时，公司保持着较高利润率，2019 年至 2022 年，公司内贸化学品业务毛利整体保持行业主要企业的第 2 名。**我们认为，处行业前列的合规管理与客户拓展能力，以及运力扩张成本和航线结构优势，是公司将来保持高增速和较高盈利水平的重要保障。**

图表 27 盛航营收增长加速



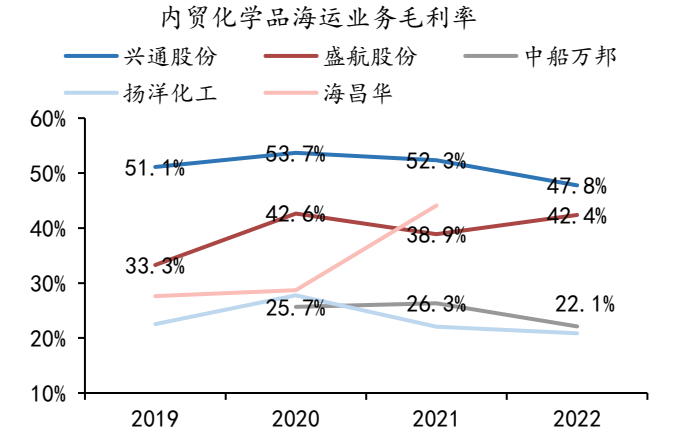
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 28 盛航扣非净利增速较快



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

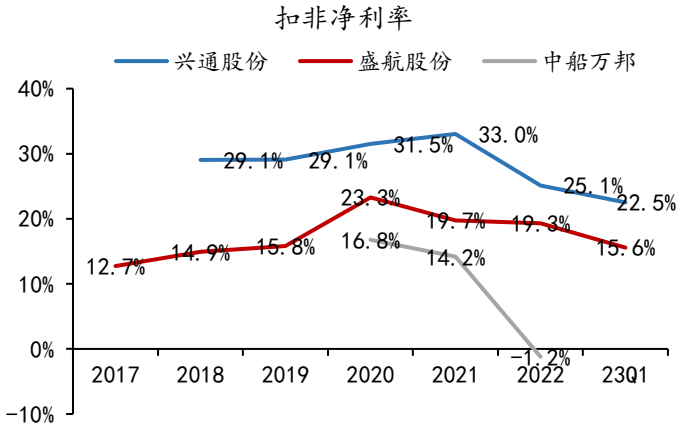
图表 29 盛航内贸化学品海运毛利率居行业前列



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：海昌华和扬洋化工的毛利率均为内贸化学品业务的毛利率；海昌华数据截至 2021H1，中船万邦毛利率数据截至 2022Q1-3。

图表 30 盛航扣非净利率明显高于行业中游企业



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：中船万邦毛利率数据截至 2022Q1-3。

2.1 合规管理与客户拓展能力居行业前列，助力公司在行业格局优化过程中放大经营优势

合规管理能力和客户拓展能力是内贸化学品海运企业的核心竞争力，是企业在行业格局优化过程中，不断放大经营优势的前提。内贸化学品运输强调安全和稳定，合规管理水平高有利于获得稳定的客户拓展能力，并转化为经营层面运力扩张成本低和航线结构优两大优势，助力公司进入不断改善的正向循环。

（1）合规管理能力居行业前列，能够较稳定地获取指标运力，进而降低公司的运力扩张成本。

①盛航具备较为稳定的内贸化学品海运指标运力获取能力。自交通部 2017 年公开发布运力评审打分结果以来，盛航多数年份运力评审得分居行业前列，2019 年以来获批运力总额占行业总数的 7.8%，位居行业第 4；若剔除 2019 年第二次运力

评审新增的 12.0 万 DWT 获批运力（占 2019-2022 年总获批运力的 33%），2019 年以来公司所获取的获批运力总额占行业总数的 11.8%，位居行业第 2。

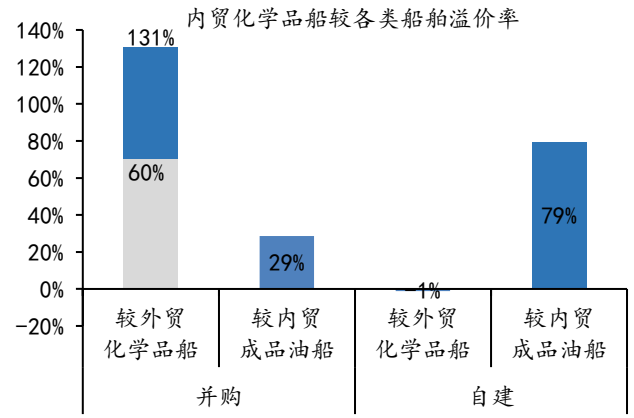
图表 31 盛航大多数年份的评审得分，居行业前列

	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	盛航股份（第七，82.2）	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	能垣海运（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

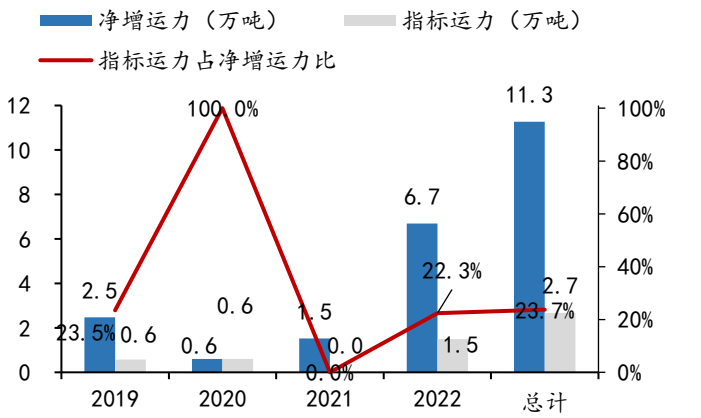
②内贸化学品海运指标运力可降低公司运力扩张成本。通过交通运输部运力评审获得的内贸化学品指标运力，其新建或外购成本，远低于直接购买具备运力指标的内贸化学品船。2022 年兴通外购船舶兴通 759（27,356 DWT）和兴通海豚（27,260 DWT），盛航外购船舶 SH MARIA（5,206DWT）和盛航化 10（5,614 DWT），其中兴通 759、盛航化 10 为内贸化学品船，兴通海豚、SH MARIA 为外贸化学品船。经测算，我们发现购入后的单位载重吨月折旧，兴通 759 比兴通海豚高 131%，盛航化 10 较 SH MARIA 高 60%。由此我们合理推测，**假如两艘完全一样的船，拥有内贸指标的化学品船比没有指标的定价高出于 60%-131%，即牌照溢价约 60%-131%。盛航通过运力评审获取指标的能力较强，进而船舶的扩张成本相对较低。**

图表 32 内贸化学品船运力指标溢价约 60%-131%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 33 盛航以运力评审+外购的方式驱动产能增长



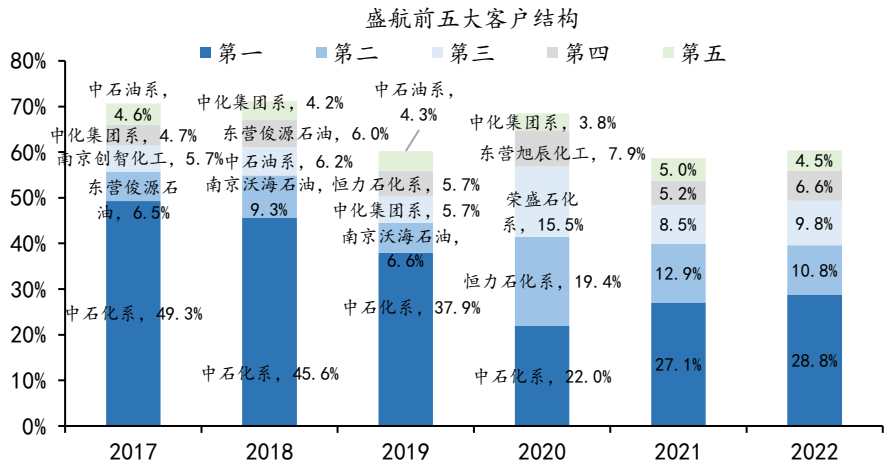
资料来源：交通运输部，公司公告，华安证券研究所整理

（2）客户拓展能力较强，既可以与大型炼化厂展开深度合作，又可以优化航线结构。

①盛航与传统国营炼化企业及新崛起的民营大炼化企业均展开深度合作。内贸沿海散装液体危化品运输行业格局分散，拓展货源相对稳定的优质客户（国营

炼化厂和民营大炼化厂），需成功应对激烈竞争。一方面，公司不断强化与中石化、中石油、中化集团等传统国营炼厂的合作关系；另一方面，成功深度切入民营炼化企业的供应链体系，2019 年和 2020 年大炼化项目投产后，恒力石化、荣盛石化陆续成为公司前五大客户。

图表 34 盛航切入民营大炼化客户，形成较稳定的合作关系

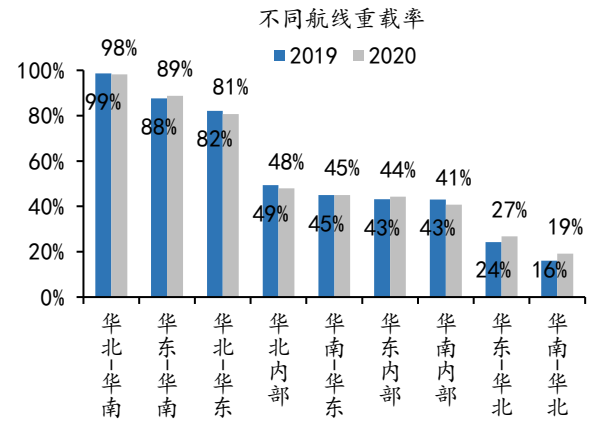


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

②客户拓展能力强，亦可优化航线结构。客户的地理位置分布，决定了运输的航线结构，因此客户拓展能力强的公司，具备更强的航线结构优化能力。

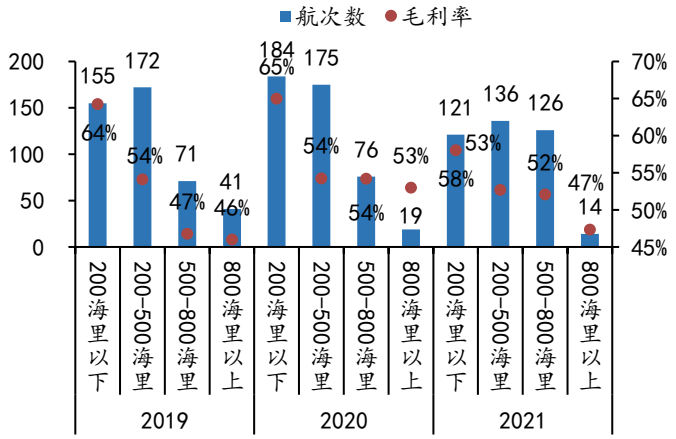
首先，区域内短距航线毛利率更高。化学品产销地分布不均，华北区域为主要的原料流出地，华东和华南为主要的原料消费地和中间品流出地。尽管区域间长距航线平均重载率（华北-华东往返 58.7%、华北-华南往返 53.8%）普遍高于区域内短距航线（华东内部 44.3%、华南内部 40.7%），但区域内短距航线毛利率更高。

图表 35 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

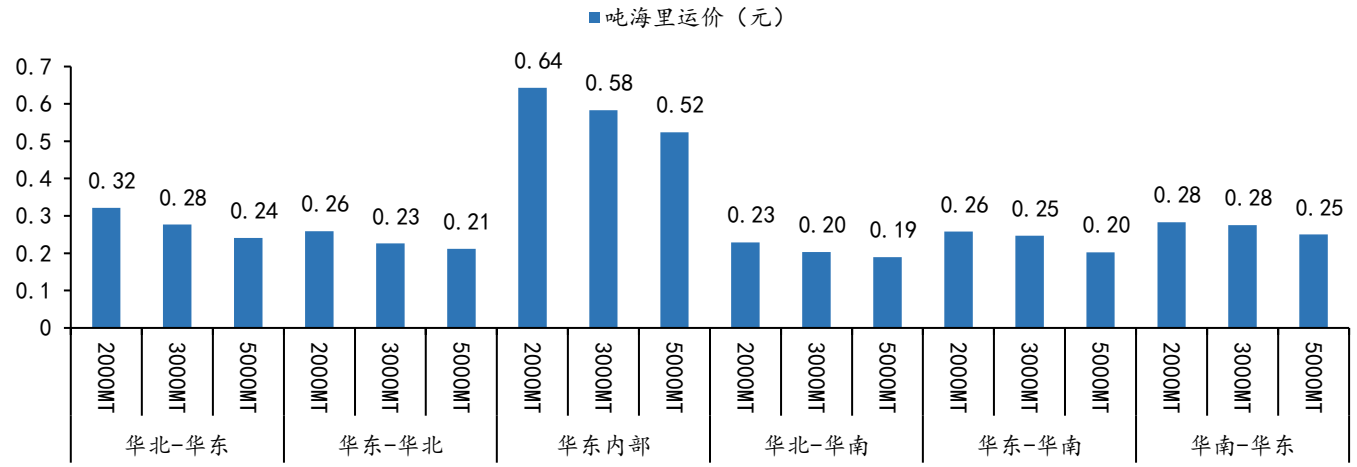
图表 36 以兴通为例，短距航线毛利率显著高于长距航线



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

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。同时，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 37 短距航线吨海里运价更高

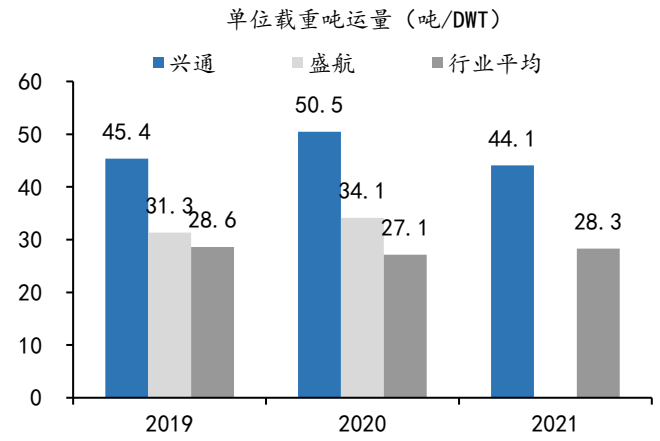


资料来源：沛易航讯，海 e 行，华安证券研究所整理

注：采用 2023 年 7 月 4 日-7 月 10 日当期运价测算

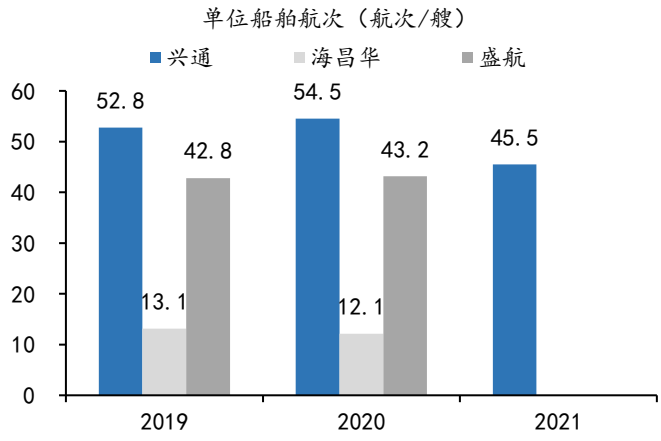
其次，公司通过合理规划长短距航线网络，单位载重吨运量高于行业平均水平、单位船舶航次和装载率表现较优。2019 年和 2020 年，盛航的单位载重吨运量为 31.3 吨/DWT（较同期行业平均高出 2.7 吨/DWT）和 34.1 吨/DWT（较同期行业平均高出 7 吨/DWT），单位船舶航次为 42.8 航次（较同期海昌华高出 29.7 航次）和 43.2（较同期海昌华高出 31.1 航次）。另外，客户拓展是优化航线结构和提高装载率的基础，盛航较为优质的客户结构，助力公司装载率表现较优。2019 年-2020 年，盛航装载率较龙头兴通的差距，从 2019 年的 14.8pp 缩小至 10.9pp。

图表 38 盛航单位载重吨运量明显高于行业平均值



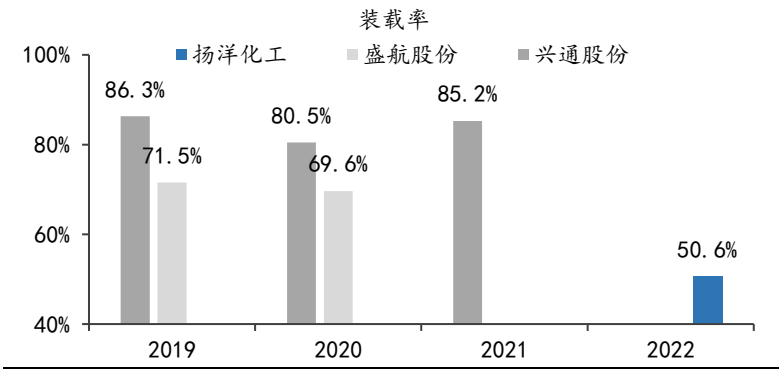
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 39 盛航单位船舶航次表现较优



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 40 2019-2020 年盛航装载率较兴通差距缩小



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

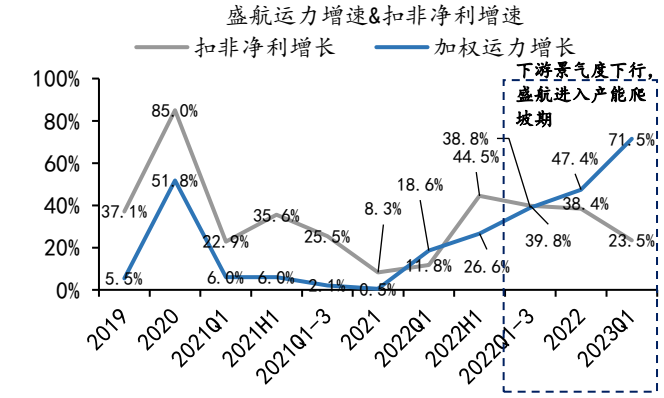
注：部分数据缺失，系公司未披露

2.2 运力布局以中型船舶为主，业绩呈顺周期、高弹性特点

盛航运力结构以中型船舶为主，是公司客户需求相对分散和业务模式以程租为主的主要原因，进而导致公司业绩呈现明显的顺周期、高弹性特征。

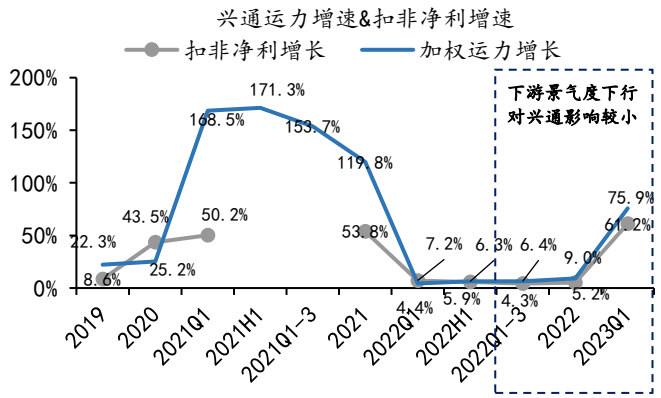
相对龙头兴通而言，盛航的业绩表现出更加明显的顺周期属性。通过对比兴通、盛航的产能扩张节奏、业绩增长表现与化学原料及制品行业景气指数，我们发现，盛航的业绩，表现出更强的顺周期属性。化学原料及制品行业较为景气的年份，盛航的业绩增速明显高于加权运力增速，反之，业绩增速则大幅低于加权运力增速。与之不同的是，兴通的业绩增速与加权运力增速差异较小，受化学原料及制品景气度的影响较小。**我们判断，公司顺周期属性更显著的根本原因是运力分布以中型船舶为主，直接原因是客户需求相对分散和以程租为主的业务模式。**

图表 41 盛航与景气度关联高，业绩呈显著顺周期特征



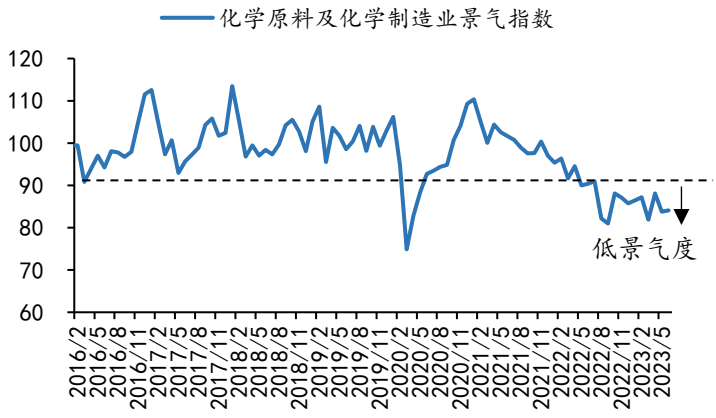
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 42 兴通受景气度影响较弱，业绩由运力增长驱动



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

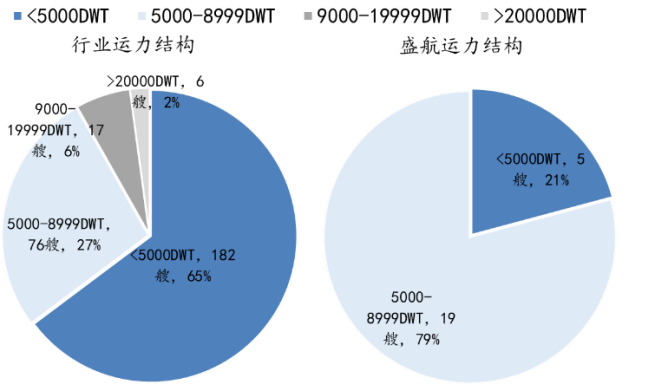
图表 43 2022H2 开始，行业景气度持续处于低位



资料来源：中国石油和化工联合会，卓创资讯，华安证券研究所整理

（1）盛航中型船舶运力占比为 79%。行业层面，大型船舶（8,999DWT 以上）、中型船舶（5,000-8,999DWT）和小型船舶（小于 5,000DWT）贡献的运力占比分别为 8%、27%和 65%。盛航的运力分部为中型船舶运力占比 79%，小型船舶运力占比 21%。

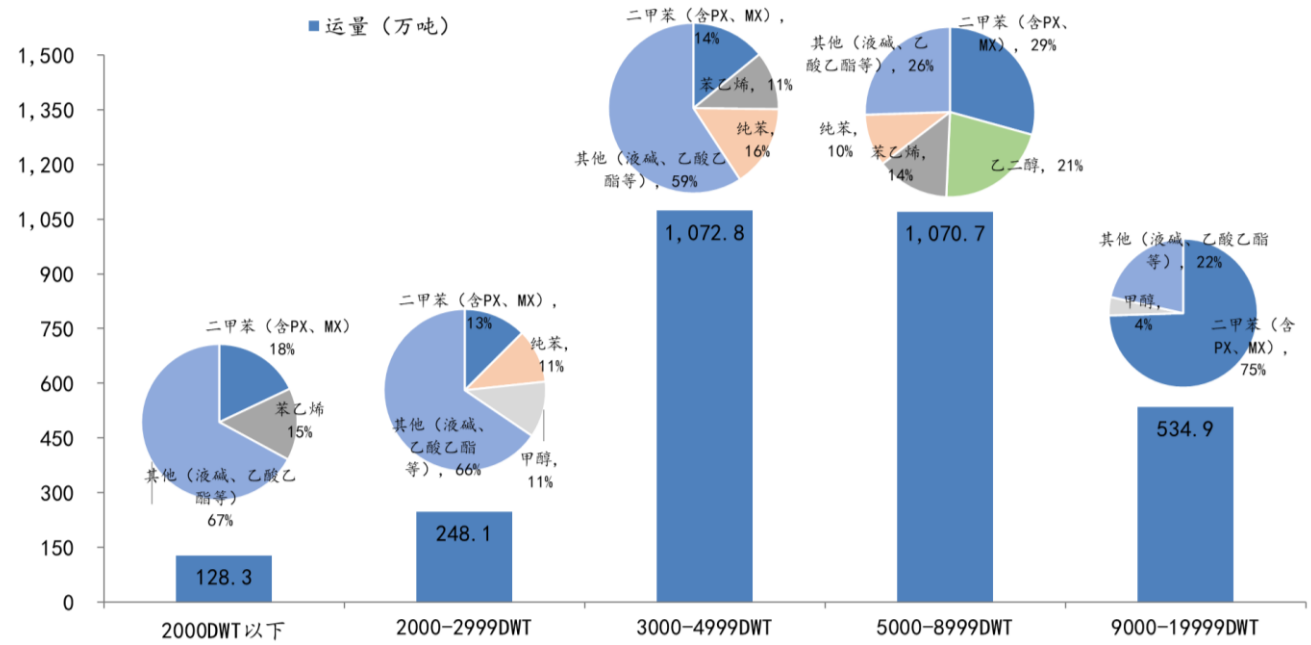
图表 44 盛航 5000-8999DWT 船舶运力占比 79%



资料来源：油化 52hz，公司公告，华安证券研究所整理

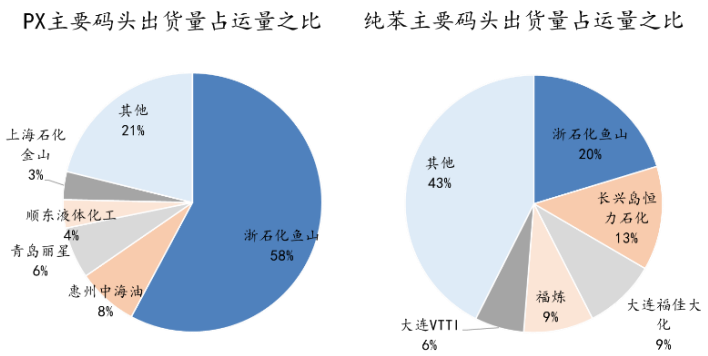
（2）中型船舶适配性强但客户需求相对分散，与下游景气度关联性强，进而导致公司业绩顺周期属性更强。①运输品类方面，根据油化 52hz 的数据，5,000DWT 以下的小型船舶运输品类以低端基础化学品（如液碱）为主，8,999DWT 以上的大型船舶运输品类以 PX 为主（约占 75%），5,000-8,999DW 的中型船舶运输品类相对均衡。②客户集中度方面，大型船舶客户高度集中，浙石化一家独大，中、小型船舶的客户相对分散。**我们认为，中型船舶货品适配性强（体现为运输品类最多元）但需求较分散，受化工行业整体景气度影响更大；大型船舶（以 PX 为主）客户集中度高，大客户生产稳定性更强，受化工行业整体景气度波动影响相对较小。**

图表 45 中型内贸化学品船（5000-8999DWT）运输品类最为多元化



资料来源：油化 52hz，华安证券研究所整理

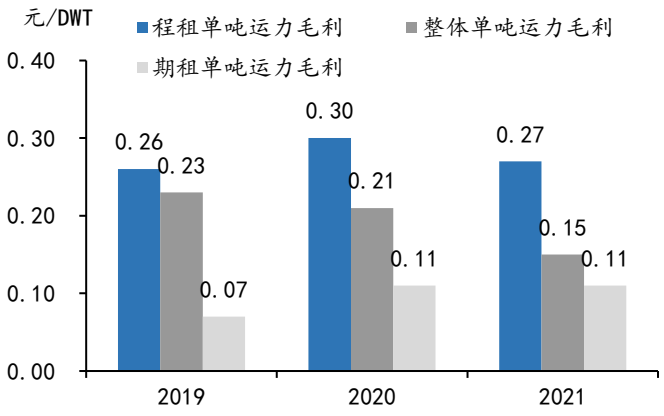
图表 46 PX 需求集中，其余品类则较分散（以纯苯为例）



资料来源：油化 52hz，华安证券研究所整理

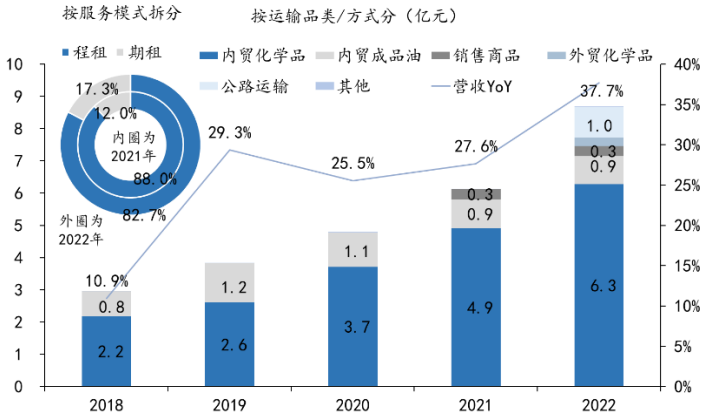
（3）中型船舶业务模式以程租为主，程租单位载重吨毛利高于期租，业绩弹性更大。①如前文所述，中型船舶的需求相对分散，业务模式以灵活程度更高的程租为主，大型船舶因需求集中，期租模式相对更高（截至 2022 年 2 月，浙石化期租运力占市场总运力的近 20%）。②程租模式弹性显著大于期租。一方面，程租模式的单位载重吨毛利显著高于期租，以兴通为例，2019 年至 2021 年，程租单位载重吨毛利约期租的 2.5-3.7 倍。另一方面，化工行业景气度对程租为主的中型船舶影响更大。**业务模式叠加景气度影响，放大了业绩弹性。**盛航的收入构成中，程租占比 82.7%（同比-5.3 pp）、期租占比 17.3%（同比+5.3 pp），因此盛航的业绩弹性大。

图表 47 以兴通为例，程租单载重吨毛利大于期租



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 48 盛航以程租为主



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

3 估值：2025 年利润对应估值仅 9x，投资性价比高，给予“买入”评级

综合上文所述，行业将长期保持供需紧平衡状态，运价有望实现稳中有升，且行业正处于格局加速改善期。公司具备运力优势（市占行业第二）、核心能力与经营优势均处行业前列，将受益于格局改善。**后续有望沿着内贸化学品运输市占率加速提升、外贸化学品运输接力远期成长和液氨运输横向拓展增长空间的路径，实现公司长期高速增长。**

（1）内贸化学品运输业务，远期仍有1倍增长空间。2023年5月，公司公告称，预计于6月外购3艘内贸化学品船，合计约2.1万DWT运力。根据公司运力规划，2025年控制船舶预计超50艘（截至2022年，内贸化学品船24艘，其余船舶6艘）。假设2025年目标基本达成，其中内贸化学品船40艘，且后续新增船舶平均运力为7500DWT，则2025年底内贸化学品船运力有望达27.8万DWT，较2022年的15.8万DWT增加约76%。考虑到公司整体能力处行业前列，综合考虑收并购、审批运力投入和行业自然增长，我们判断，公司远期运力仍有1倍左右增长空间。

（2）外贸市场产能爬坡，远期有望接棒内贸化学品业务，助力公司远期高增长。含6月公告的并购计划在内，盛航自有外贸化学品船总运力达5.7万DWT。随着远期主要炼化品自给率逐步见顶，国内化工业出口或推动化学品海运总量的增长，公司布局外贸化学品运输，有望享国产出海红利。

（3）液氨产业链布局，链条延伸拓宽成长空间。2022年交通部新增2艘1-2万立方米液氨专用液化气运输船舶运力，液氨运输出现往水运转移的迹象。盛航已投资新建5500m³ LPG/NH3/VCM船舶，同时以并购的方式布局液氨公路运输及清洁能源贸易业务，未来有望通过供应链链条延伸，实现液氨水路运输、公路运输、贸易、仓储四位一体的经营布局，横向拓宽公司远期成长空间。

我们预估2023年至2025年，公司收入规模为12.3亿元、15.8亿元和18.7亿元，对应增速为41.5%、29.0%和18.1%，归母净利润为2.1亿元、3.3亿元和4.2

亿元，对应增速为23.8%、55.9%和27.7%。当前市值为37.0亿元，对应估值为17.7x、11.3x和8.9x，投资性价比较高。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49 盛航股份核心假设与盈利预估

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入（百万元）	**868.2**	**1228.3**	**1584.8**	**1870.9**
yoy	*41.7%*	*41.5%*	*29.0%*	*18.1%*
内贸化学品海运收入（百万元）	627.5	677.5	989.4	1,228.1
yoy	*27.8%*	*8.0%*	*46.0%*	*24.1%*
内贸化学品船总运力（DWT）	*157,979*	*195,536*	*233,036*	*278,036*
yoy	*73.3%*	*23.8%*	*19.2%*	*19.3%*
内贸成品油海运收入（百万元）	86.8	170.5	175.6	175.6
yoy	*-3.3%*	*96.5%*	*3.0%*	*0.0%*
内贸液化气海运收入（百万元）		13.8	34.0	49.6
yoy			*146.0%*	*45.2%*
液化气船总运力（DWT）		*5,500*	*5,500*	*11,000*
yoy			*140.0%*	*41.7%*
外贸化学品海运收入（百万元）	25.7	142.1	154.6	179.6
yoy		*452.1%*	*8.8%*	*16.2%*
外贸化学品船总运力（DWT）	*13,404*	*56,832*	*66,832*	*76,832*
yoy		*324.0%*	*17.6%*	*15.0%*
其他业务收入（百万元）	128.2	224.4	231.1	238.01
yoy	*298.8%*	*75.1%*	*3.0%*	*3.0%*
毛利润（百万元）	**320.2**	**401.4**	**570.9**	**706.1**
yoy	*46.5%*	*28.1%*	*42.2%*	*23.7%*
毛利率	**36.9%**	**32.7%**	**36.0%**	**37.7%**
内贸化学品海运（百万元）	259.5	294.3	450.8	572.3
yoy	*35.8%*	*13.4%*	*53.2%*	*27.0%*
毛利率	*41.3%*	*43.4%*	*45.6%*	*46.6%*
成品油运输（百万元）	7.6	17.1	26.3	26.3
yoy	*-71.7%*	*125.3%*	*54.5%*	*0.0%*
毛利率	*8.7%*	*10.0%*	*15.0%*	*20.0%*
液化气运输（百万元）	0.0	5.5	13.6	19.8
yoy			*147.2%*	*45.9%*
毛利率	*39.0%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.0%*
外贸（百万元）	12.9	42.6	38.6	44.9
yoy		*230.1%*	*-9.3%*	*16.2%*
毛利率	*50.2%*	*30.0%*	*25.0%*	*25.0%*
其他（百万元）	33.5	42.0	41.6	42.8
yoy		*25.3%*	*-1.0%*	*2.9%*
毛利率	*26.2%*	*18.7%*	*18.0%*	*18.0%*
归母净利润（百万元）	**169.1**	**209.3**	**326.2**	**416.5**
yoy	*30.1%*	*23.8%*	*55.9%*	*27.7%*

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 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	451	1029	1052	1525
现金	135	641	654	1084
应收账款	179	174	179	185
其他应收款	18	39	39	49
预付账款	12	20	27	28
存货	41	87	63	67
其他流动资产	66	67	91	112
非流动资产	2346	2945	3203	3389
长期投资	135	135	135	135
固定资产	1890	2118	2369	2555
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	321	692	699	699
资产总计	2798	3975	4255	4914
流动负债	761	792	717	931
短期借款	277	227	177	202
应付账款	175	264	212	382
其他流动负债	310	302	328	347
非流动负债	539	1489	1514	1539
长期借款	293	343	368	393
其他非流动负债	246	1146	1146	1146
负债合计	1300	2281	2231	2470
少数股东权益	18	22	26	30
股本	171	171	171	171
资本公积	740	740	740	740
留存收益	568	761	1087	1503
归属母公司股东权	1479	1671	1998	2414
负债和股东权益	2798	3975	4255	4914

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	327	394	499	789
净利润	173	213	330	420
折旧摊销	101	134	154	172
财务费用	30	40	53	54
投资损失	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	15	10	-35	146
其他经营现金流	169	204	366	274
投资活动现金流	-830	-729	-408	-355
资本支出	-777	-733	-411	-358
长期投资	-105	0	0	0
其他投资现金流	52	4	4	4
筹资活动现金流	543	842	-78	-4
短期借款	168	-50	-50	25
长期借款	192	50	25	25
普通股增加	51	0	0	0
资本公积增加	-13	0	0	0
其他筹资现金流	145	842	-53	-54
现金净增加额	40	507	13	430

利润表 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	868	1228	1585	1871
营业成本	548	827	1014	1165
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	5	6	7	8
管理费用	58	75	94	117
财务费用	29	39	47	48
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	4	4	4
营业利润	199	251	389	495
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	201	251	389	495
所得税	28	38	58	74
净利润	173	213	330	420
少数股东损益	4	4	4	4
归属母公司净利润	169	209	326	416
EBITDA	327	420	586	711
EPS（元）	1.00	1.22	1.91	2.43

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	41.7%	41.5%	29.0%	18.1%
营业利润	36.0%	26.0%	54.9%	27.3%
归属于母公司净利	30.1%	23.8%	55.9%	27.7%
获利能力				
毛利率（%）	36.9%	32.7%	36.0%	37.7%
净利率（%）	19.5%	17.0%	20.6%	22.3%
ROE（%）	11.4%	12.5%	16.3%	17.3%
ROIC（%）	8.4%	7.1%	9.9%	10.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	46.5%	57.4%	52.4%	50.3%
净负债比率（%）	86.8%	134.7%	110.2%	101.0%
流动比率	0.59	1.30	1.47	1.64
速动比率	0.51	1.15	1.33	1.53
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.36	0.39	0.41
应收账款周转率	6.43	6.96	9.00	10.29
应付账款周转率	3.77	3.77	4.26	3.92
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.22	1.91	2.43
每股经营现金流薄）	1.91	2.30	2.91	4.61
每股净资产	8.65	9.77	11.68	14.11
估值比率				
P/E	24.45	17.68	11.34	8.88
P/B	2.84	2.21	1.85	1.53
EV/EBITDA	14.94	11.38	8.10	6.14

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。