

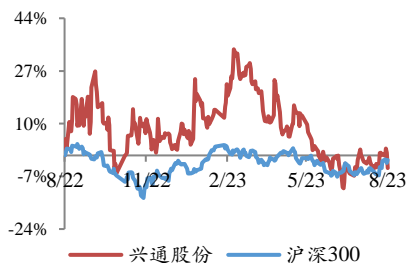
Q2 净利+11.2%，期待需求修复与运力扩张共振

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-03

收盘价(元)	20.66
近12个月最高/最低(元)	28.89/19.25
总股本(百万股)	280
流通股本(百万股)	166
流通股比例(%)	59.44
总市值(亿元)	58
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

1. 强 α 与格局改善共振，助力长期高速增长、强盈利 2023-04-26

主要观点：

● 数据表现：受需求偏弱及炼厂检修提前等因素影响，Q2 业绩增速放缓。

公司 2023H1 实现营收 6.25 亿元（同比+64.6%），归母净利润 1.37 亿元（同比+33.1%），扣非归母净利润 1.35 亿元（同比+36.2%）。其中，Q2 营收 2.86 亿元（同比+42.1%，环比-15.8%），归母净利润 0.60 亿元（同比+11.2%，环比-22.0%），扣非归母净利润 0.58 亿元（同比+13.0%，环比-23.9%）。我们判断，上半年国内需求整体偏弱，炼厂检修时点相较往年有所前移，化工原料及制品景气度指数持续处于过冷区间，及公司 Q2 船舶检修比例有所提高等因素，共同导致公司产能爬坡节奏放慢，收入和利润增速放缓。

● 点评：需求端已现边际改善信号，期待需求修复与产能扩张共振。

首先，需求端已现边际改善信号。①7 月运价已环比企稳；②PX、纯苯和苯乙烯等关键品类开工率呈边际改善状；③PX、乙二醇、纯苯和苯乙烯四大关键品类的工厂库存均呈现边际去化趋势。

其次，公司产能仍处于较快扩张期，市占率有望持续提升。截至 2023 年 6 月，公司正常运营的内贸化学品船舶运力市占为 13.85%，环比 2022 年底+1.75pp。综合考虑公司的产能扩张节奏与行业运力增速（2022 年内贸化学品船舶运力 139.9w 载重吨，2023 年上半年 146.9w 载重吨），我们判断，公司的内贸化学品船舶运力市占率仍将保持较快增长。

● 投资建议：短期的业绩波动，不改中长期高增长、强盈利的基本判断。

综合考虑公司上半年业绩与景气度等因素，我们测算公司 2023 至 2025 年营收分别为 13.13 亿元、17.93 亿元和 23.50 亿元，归母净利润分别为 3.02 亿元、4.04 亿元和 5.61 亿元，目前市值对应 PE 分别为 20.2x、15.1x、10.9x，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策变化、需求增长不及预期、产能扩张不及预期、收并购风险、化学品运输安全风险、疫情风险。

● 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	1313	1793	2350
收入同比(%)	38.4%	67.3%	36.6%	31.1%
归属母公司净利润	206	302	404	561
净利润同比(%)	3.6%	46.3%	33.8%	39.0%
毛利率(%)	41.6%	37.3%	36.5%	37.6%
ROE(%)	10.1%	13.1%	10.2%	12.5%
每股收益(元)	1.10	1.08	1.44	2.00
P/E	33.02	20.16	15.07	10.85
P/B	3.57	2.64	1.54	1.35
EV/EBITDA	21.47	12.34	8.04	6.46

资料来源：iFind，华安证券研究所整理

正文目录

1 受需求偏弱及炼厂检修提前等因素影响，Q2 业绩增速放缓	4
2 需求端已现边际改善信号，期待需求修复与产能扩张共振	4
风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

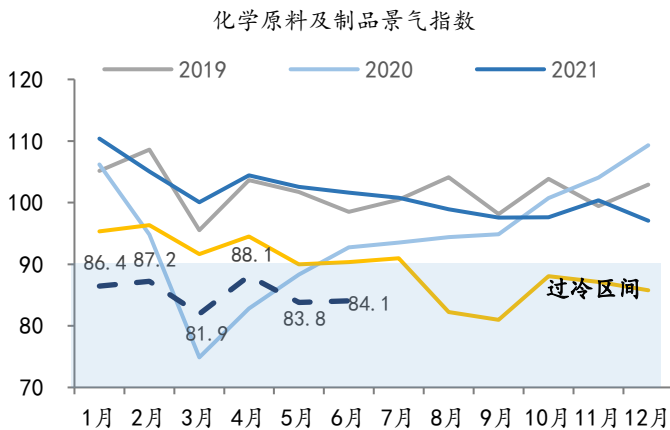
图表目录

图表 1 2023 年下游景气度持续位于过冷区间	4
图表 2 兴通 Q2 加权运力增速高于扣非净利增速	4
图表 3 2000MT 内贸化学品船运价低位企稳运行	5
图表 4 3000MT 内贸化学品船运价低位企稳运行	5
图表 5 5000MT（6000MT）内贸化学品船运价低位企稳运行	5
图表 6 周度运价数据跟踪	5
图表 7 7 月 PX 开工率明显回暖	6
图表 8 7 月 PX 工厂库存边际回落	6
图表 9 7 月乙二醇开工率仍在低位区间	6
图表 10 7 月乙二醇库存持续去化	6
图表 11 7 月纯苯开工率明显回暖	6
图表 12 7 月纯苯库存持续去化	6
图表 13 7 月苯乙烯开工率明显回暖	7
图表 14 7 月苯乙烯库存持续去化	7

1 受需求偏弱及炼厂检修提前等因素影响，Q2 业绩增速放缓

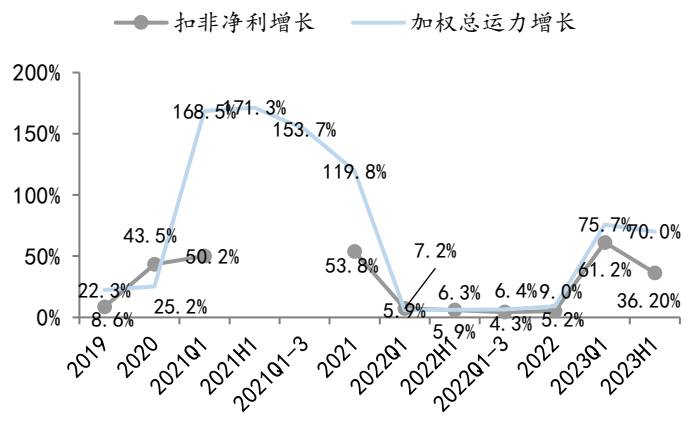
受需求偏弱及炼厂检修提前等因素影响，公司 2023 年二季度业绩同比增速明显放缓，季度环比下降。根据 2023 年半年报，公司上半年实现营业收入 6.25 亿元（同比+64.6%），归母净利润 1.37 亿元（同比+33.1%），扣非归母净利润 1.35 亿元（同比+36.2%）。其中，二季度营业收入为 2.86 亿元（同比+42.1%，环比-15.8%），归母净利润 0.60 亿元（同比+11.2%，环比-22.0%），扣非归母净利润 0.58 亿元（同比+13.0%，环比-23.9%）。上半年国内需求整体偏弱，炼厂检修时点相较往年有所前移，化工原料及制品景气度指数持续处于过冷区间。为应对经营环境的变化，公司 Q2 船舶检修比例有所提高。上述因素，共同导致公司产能爬坡节奏放慢，收入和利润增速放缓。若剔除招股书公布的期租运力，我们测算 2022 年内贸化学品加权运力增速为 22.7%，运量增速为 24.4%，2023 年上半年内贸化学品船加权运力增速 98.5%，运量增速 36.8%。

图表 1 2023 年下游景气度持续位于过冷区间



资料来源：卓创资讯，中国石油与化工协会，华安证券研究所整理

图表 2 兴通 Q2 加权运力增速高于扣非净利增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2 需求端已现边际改善信号，期待需求修复与产能扩张共振

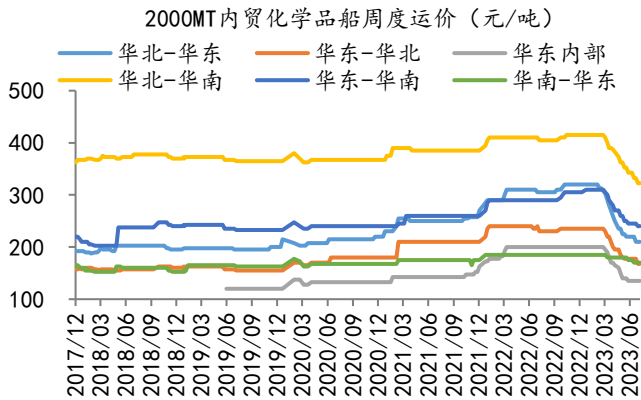
2023 年以来，关键品类的开工率持续处于近 5 年低位，目前已经出现边际改善的信号。同时，公司产能仍处于较快扩张阶段。我们认为，短期的业绩波动，不改公司中长期高增长、强盈利的基本判断，期待后续需求修复与产能扩张共振。

(1) 需求已现边际改善信号。运价、关键品类开工率和库存 3 个指标是可跟踪的高频指标，数据显示，①7 月运价已环比企稳；②PX、纯苯和苯乙烯等关键品类开工率呈边际改善状；③PX、乙二醇、纯苯和苯乙烯四大关键品类的工厂库存均呈

现边际去化趋势。因此，我们认为，需求端已有边际向好信号。作为行业龙头，公司获客能力领先，有望成为需求回暖的最先受益者。

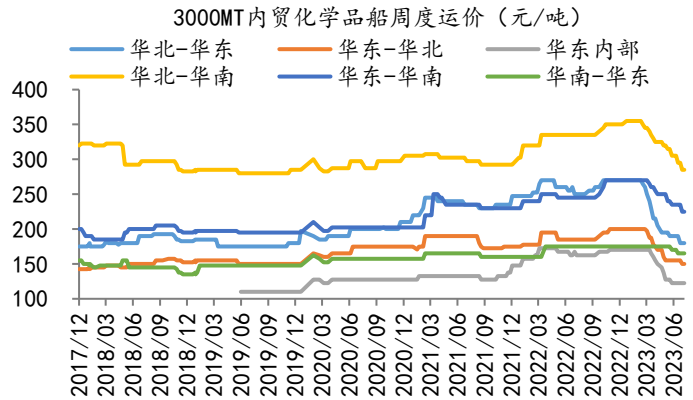
(2) 公司产能仍处于较快扩张期，市占有望持续提升。截至 2023 年 6 月，公司正常运营的内贸化学品船舶运力市占率为 13.85%，环比 2022 年底+1.75pp。综合考虑公司的产能扩张节奏与行业运力增速（2022 年内贸化学品船舶运力 139.9w 载重吨，2023 年上半年 146.9w 载重吨），我们判断，公司运力市占率仍将保持较快增长。具体而言，公司目前在建/购买内贸化学品船舶 4 艘（共计 2.51 万载重吨），外贸船舶 5 艘（共计 6.29 万载重吨），计划今年下半年和明年陆续投入运营；同时，规划新建 2 艘 2.59 万载重吨新建外贸化学品船、1 艘内贸 LPG 船。

图表 3 2000MT 内贸化学品船运价低位企稳运行



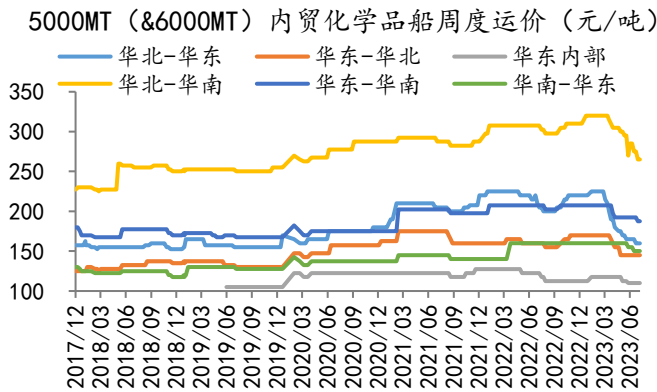
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 4 3000MT 内贸化学品船运价低位企稳运行



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 5 5000MT (6000MT) 内贸化学品船运价低位企稳运行



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

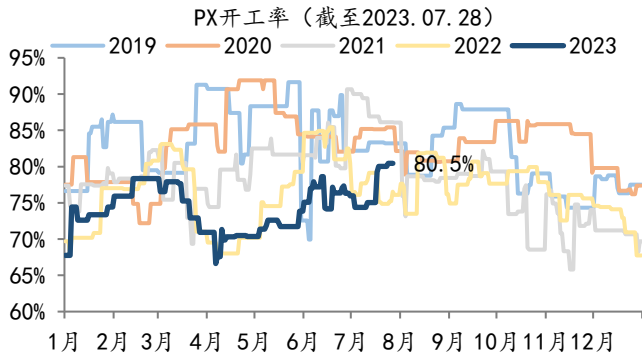
图表 6 周度运价数据跟踪

内贸化学品船周度运价 (2023.07.25-2023.07.31)						
元/吨	华北-华东	华东-华北	华东内部	华北-华南	华东-华南	华南-华东
2000MT	210	167.5	135	322.5	240	170
环比涨跌	0	0	0	0	0	0
YoY	-31%	-27%	-33%	-20%	-17%	-8%
3000MT	180	150	122.5	285	225	165
环比涨跌	0	0	0	0	0	0
YoY	-28%	-19%	-25%	-15%	-8%	-6%
6000MT	160	145	110	265	187.5	150
环比涨跌	0	0	0	0	0	0
YoY	-22%	-9%	-6%	-12%	-10%	-6%

资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

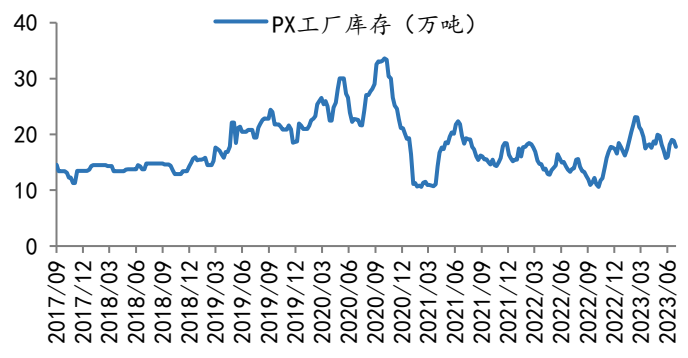
注：2023.06.19 起，5000MT 船型运价统计口径变更为 6000MT 船型，但运价未有显著变化。

图表 7 7月PX开工率明显回暖



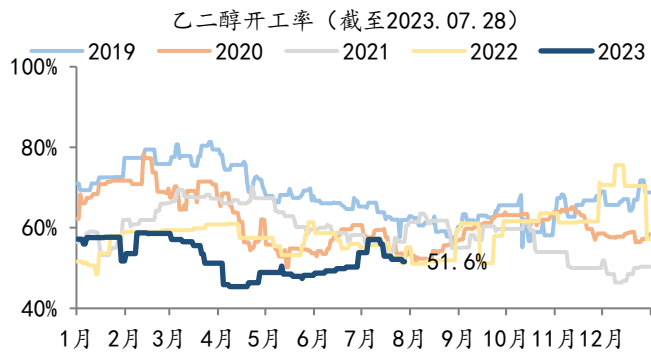
资料来源: 金联创, wind, 华安证券研究所整理

图表 8 7月PX工厂库存边际回落



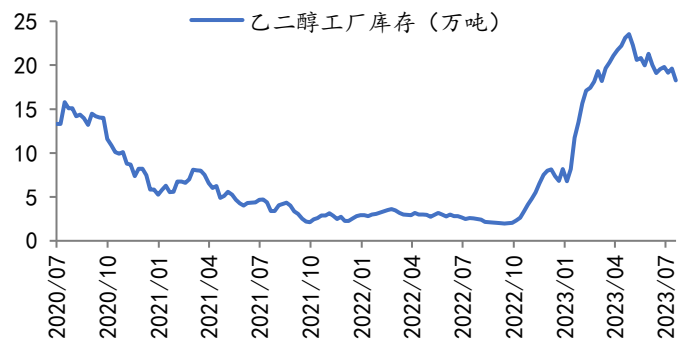
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所整理

图表 9 7月乙二醇开工率仍在低位区间



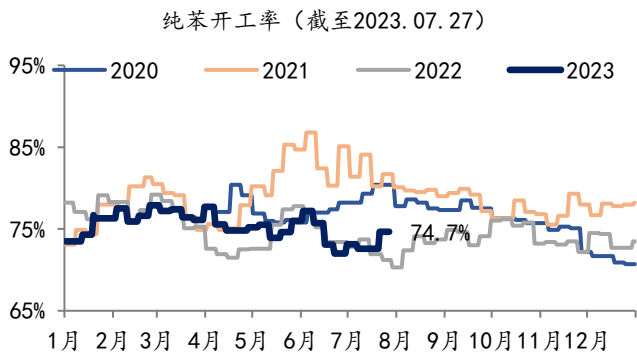
资料来源: 金联创, wind, 华安证券研究所整理

图表 10 7月乙二醇库存持续去化



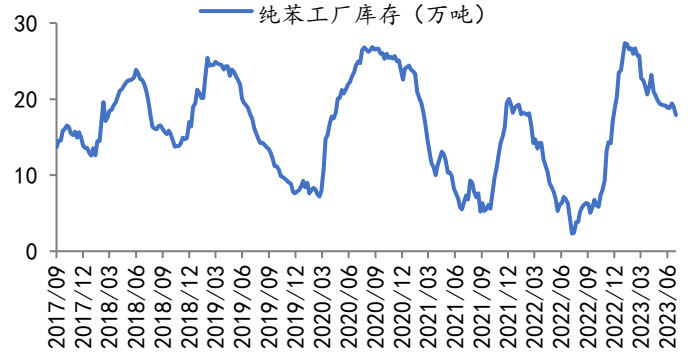
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所整理

图表 11 7月纯苯开工率明显回暖



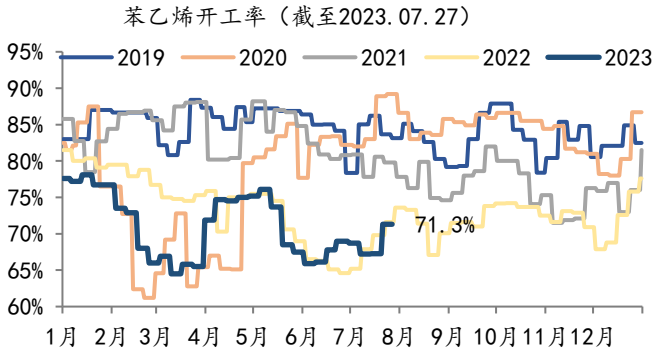
资料来源: 隆众资讯, wind, 华安证券研究所整理

图表 12 7月纯苯库存持续去化



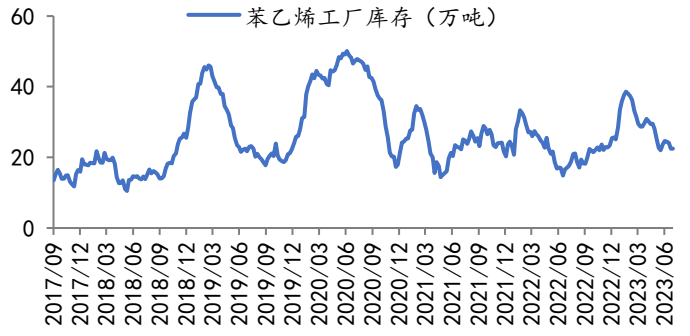
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所整理

图表 13 7月苯乙烯开工率明显回暖



资料来源: 隆众资讯, wind, 华安证券研究所整理

图表 14 7月苯乙烯库存持续去化



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所整理

风险提示:

政策变化、需求增长不及预期、产能扩张不及预期、收并购风险、化学品运输安全风险、油价大幅波动、人工成本大幅上涨。

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
流动资产	1043	912	1835	1269	营业收入	785	1313	1793	2350
现金	555	409	1208	575	营业成本	458	823	1140	1467
应收账款	106	115	168	226	营业税金及附加	1	4	5	7
其他应收款	8	12	17	20	销售费用	7	9	13	16
预付账款	2	4	5	7	管理费用	39	54	73	95
存货	32	31	59	62	财务费用	10	18	23	16
其他流动资产	340	341	378	380	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	283	402	538	748
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
资产总计	2941	3492	5178	5867	利润总额	276	402	538	748
流动负债	323	422	476	555	所得税	70	101	135	187
短期借款	0	0	0	0	净利润	206	302	404	561
应付账款	70	112	141	184	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	253	310	335	371	归属母公司净利润	206	302	404	561
非流动负债	584	764	764	814	EBITDA	349	538	726	1010
长期借款	584	764	764	814	EPS (元)	1.10	1.08	1.44	2.00
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	907	1187	1240	1369					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	200	280	320	320	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1332	1252	2441	2441	成长能力				
留存收益	502	774	1177	1738	营业收入	38.4%	67.3%	36.6%	31.1%
归属母公司股东权	2034	2306	3938	4499	营业利润	5.9%	42.0%	33.8%	39.0%
负债和股东权益	2941	3492	5178	5867	归属于母公司净利	3.6%	46.3%	33.8%	39.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	41.6%	37.3%	36.5%	37.6%
					净利率 (%)	26.3%	23.0%	22.5%	23.9%
					ROE (%)	10.1%	13.1%	10.2%	12.5%
					ROIC (%)	7.5%	9.6%	8.6%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	30.8%	34.0%	24.0%	23.3%
					净负债比率 (%)	44.6%	51.5%	31.5%	30.4%
					流动比率	3.23	2.16	3.85	2.29
					速动比率	2.55	1.64	3.33	1.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.41	0.41	0.43
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.10	1.08	1.44	2.00
					每股经营现金流薄)	0.89	1.88	1.88	3.02
					每股净资产	10.17	8.23	14.06	16.07
					估值比率				
					P/E	33.02	20.16	15.07	10.85
					P/B	3.57	2.64	1.54	1.35
					EV/EBITDA	21.47	12.34	8.04	6.46

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达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。