

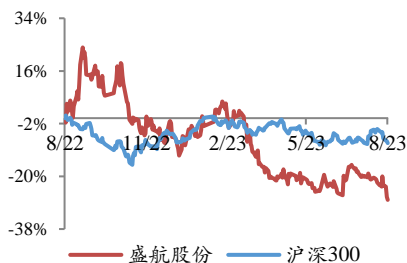
需求偏弱导致业绩承压，应重视底部布局机会

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-16

收盘价（元）	19.37
近12个月最高/最低（元）	33.50/19.37
总股本（百万股）	171
流通股本（百万股）	117
流通股比例（%）	68.16
总市值（亿元）	33
流通市值（亿元）	23

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

联系人：张晋铭

执业证书号：S0010123070071

邮箱：zhangjinming@hazq.com

相关报告

1. 高增长、高弹性与低估值兼备，应重视投资机会 2023-07-18

主要观点：

● 数据表现：需求波动、船舶检修和费率增加，导致 Q2 业绩略有下滑

公司 23H1 实现营收 5.79 亿元（同比+47.5%），扣非归母净利润 0.87 亿元（同比-2.8%）。其中，Q2 营收 2.87 亿元（同比+35.3%，环比-1.9%），扣非归母净利润 0.41 亿元（同比-21.4%，环比-10.1%）。我们判断，Q2 业绩环比下滑主要原因有：①需求方面，上半年炼厂检修时点较往年有所前移，下游景气度指数持续过冷，导致公司产能利用率下降；②供给方面，针对需求下行，公司 Q2 安排船舶集中检修，导致维修成本增加，产能爬坡节奏放缓；③费用方面，公司 23Q2 财务费率升至 5.61%（同比+2.7pp，环比+0.1pp），管理费率升至 6.9%（同比+1.3pp，环比-0.1pp）。

● 点评：需求端已现改善信号，期待与产能爬坡和债务结构改善共振

首先，需求端已现边际改善信号。①8 月运价已边际企稳回升；②PX、纯苯和苯乙烯等关键品类开工率边际持续回暖；③关键品类的工厂库存均呈现边际去化趋势。公司业绩有望随着需求回暖，得到较快修复。

其次，公司产能、市占率仍有望持续提升。截至 23H1，公司内贸化学品船运力市占 11.7%。较 22 年底+0.9pp。综合考虑行业运力增长及公司扩张节奏，公司的内贸化学品船运力市占率仍有望保持较快增长。

最后，公司债务结构有望改善。财务费用方面，公司已公告不超过 7.4 亿的可转债融资计划，为后续调优债务结构，降低财务费用率打下基础。

● 投资建议：景气度和业绩波动下公司估值较低，重视底部布局机会

测算 2023 至 2025 年营收分别为 12.3 亿元、15.9 亿元和 18.9 亿元（前预测值为 12.3 亿元、15.9 亿元和 18.9 亿元），归母净利润分别为 2.0 亿元、3.2 亿元和 4.2 亿元（前预测值为 2.1 亿元、3.3 亿元、4.2 亿元），目前市值对应 PE 分别为 16.7x、10.3x、7.8x，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、油价大幅波动、人工成本大幅上涨。

● 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	1227	1587	1894
收入同比（%）	41.7%	41.3%	29.4%	19.4%
归属母公司净利润	169	199	322	425
净利润同比（%）	30.1%	17.4%	62.3%	31.9%
毛利率（%）	36.9%	31.7%	35.4%	37.3%
ROE（%）	11.4%	12.0%	16.3%	17.7%
每股收益（元）	1.00	1.16	1.88	2.49
P/E	24.45	16.68	10.28	7.79
P/B	2.84	2.00	1.67	1.38
EV/EBITDA	14.94	10.94	7.62	5.59

资料来源：iFind，华安证券研究所

正文目录

1 数据表现：受需求波动、船舶检修、费用率阶段性增加等因素影响，Q2 业绩略有下滑	4
2 点评：需求端边际改善信号已现，期待与产能爬坡和债务结构改善共振	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 盛航 Q2 加权运力增速高于扣非净利增速	4
图表 3 2000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹	5
图表 4 3000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹	5
图表 5 6000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹	5
图表 6 周度运价数据跟踪	5
图表 7 8 月 PX 开工震荡回暖	6
图表 8 8 月 PX 工厂库存震荡回落	6
图表 9 8 月乙二醇开工率仍在低位区间	6
图表 10 8 月乙二醇库存持续去化	6
图表 11 8 月纯苯开工率明显回暖	6
图表 12 8 月纯苯库存持续去化	6
图表 13 8 月苯乙烯开工率明显回暖	7
图表 14 8 月苯乙烯库存持续去化	7

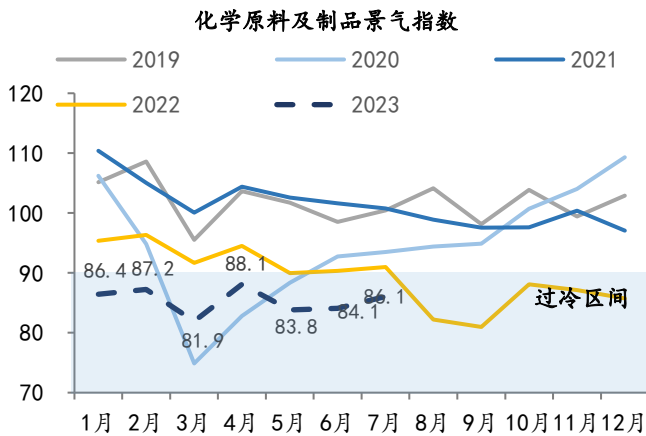
1 数据表现：受需求波动、船舶检修、费用率阶段性增加等因素影响，Q2 业绩略有下滑

受需求偏弱、船舶集中检修、费用率阶段性提升的影响，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 5.79 亿元（同比+47.5%），归母净利润 0.88 亿元（同比-2.6%），扣非归母净利润 0.87 亿元（同比-2.8%）。其中，二季度营业收入 2.87 亿元（同比+35.3%，环比-1.9%），归母净利润 0.42 亿元（同比-16.8%，环比-6.5%），扣非归母净利润 0.41 亿元（同比-21.4%，环比-10.1%）。

我们判断，公司业绩环比下降的三大原因为需求偏弱、供给减少、费用增加。

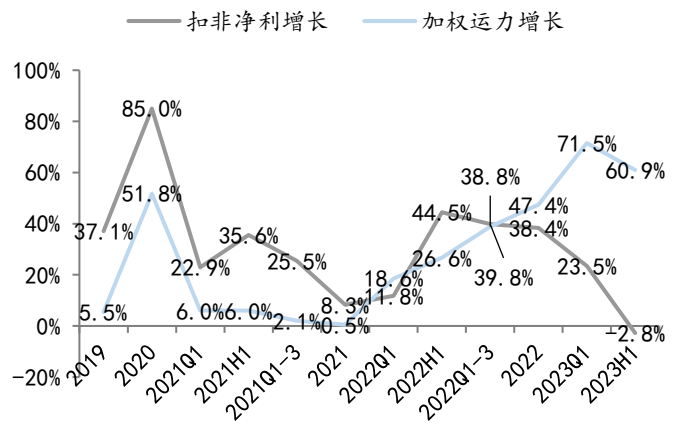
①需求方面，上半年国内需求整体偏弱，炼厂检修时点相较往年有所前移，化工原料及制品景气度指数持续处于过冷区间。需求增长放缓导致公司产能利用率有所下滑，我们测算 2023 年内贸化学品加权运力增速为 52.6%，运量增速 4.9%；②供给方面，为应对经营环境的变化，公司二季度船舶检修比例有所提高，导致维修成本增加，产能爬坡速度放缓；③费用方面，公司 2023 年二季度财务费用增加至 1608.26 万元（同比+163.2%），财务费率 5.6%（同比+2.7 pp，环比+0.9 pp）；管理费用 1987.97 万元（同比+65.2%），管理费率 6.9%（同比+1.3 pp，环比-0.1 pp），公司利润阶段性承压。管理费用中，2023 上半年股票激励产生的股份支付相关费用为 865.9 万元，假如剔除该部分费用，上半年管理费用可降至 3187.46 万元（同比+113.7%），归母净利润可提升至 9654.54 万元（同比+1.6%）。

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 盛航 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 点评：需求端边际改善信号已现，期待与产能爬坡和债务结构改善共振

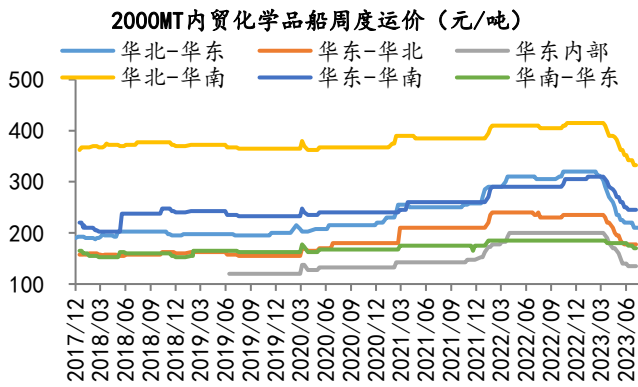
2023 年以来，关键品类的开工率持续处于近 5 年低位，目前已经出现边际改善的信号。同时，公司产能仍处于较快扩张阶段，叠加费用率有望回落，我们认为，公司强弹性、高增长的底色不变，业绩阶段性承压反而是底部布局的机会。

(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，①8 月运价已企稳回升；②PX、纯苯和苯乙烯等关键品类开工率呈现震荡回升的趋势；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。作为顺周期属性较强的头部企业，公司业绩有望随着需求回暖，得到较快修复。

(2) 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，公司的内贸化学品船舶运力市占率为 11.7% (含已公告收购，尚在交接改造的 3 艘共计 2.1w 载重吨的内贸化学品船)，环比 2022 年底+0.9 pp。公司另有 3720 载重吨、7450 载重吨内贸化学品船，运力规模持续提升。我们认为，在自建+并购双轮驱动下，公司市占率仍有望实现较快速度的增长。

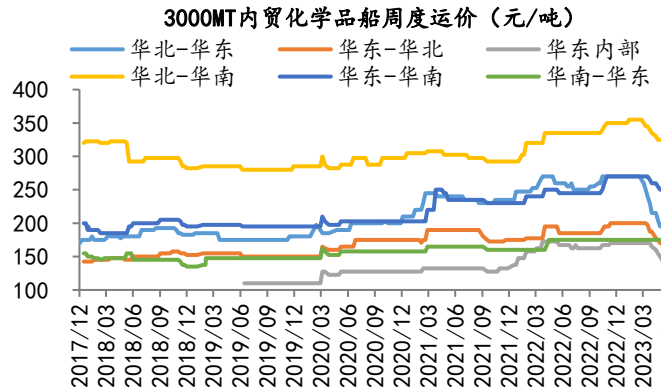
(3) 债务结构有望改善。公司已公告总额不超过 7.4 亿的可转债融资计划，为后续调优债务结构，降低财务费用率打下基础。

图表 3 2000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹



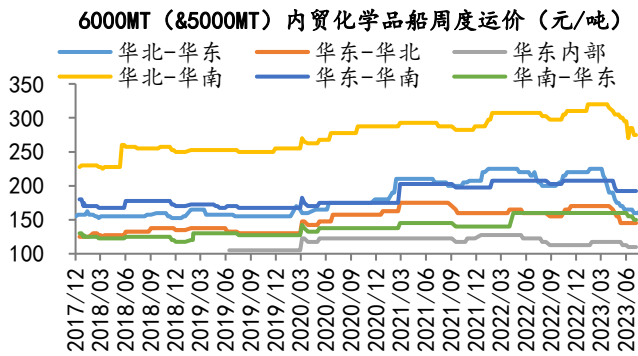
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 4 3000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 5 6000MT 内贸化学品船部分航线运价企稳反弹



资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

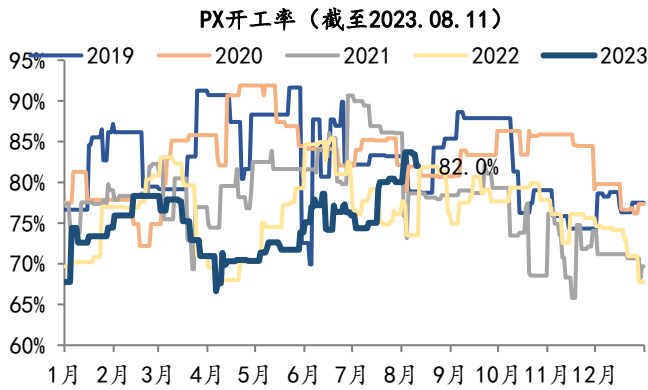
注：2023.06.19 起，5000MT 船型运价统计口径变更为 6000MT 船型，但运价未有显著变化。

图表 6 周度运价数据跟踪

内贸化学品船周度运价 (2023.08.08-2023.08.14)						
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	215	170	135	322.5	240	170
环比涨跌	5	0	0	0	0	0
YoY	-30%	-26%	-33%	-20%	-17%	-8%
3000MT	185	155	125	285	230	165
环比涨跌	5	0	0	0	5	0
YoY	-26%	-16%	-23%	-15%	-6%	-6%
6000MT	167.5	147.5	112.5	265	192.5	150
环比涨跌	5	0	0	0	5	0
YoY	-16%	-5%	0%	-11%	-5%	-6%

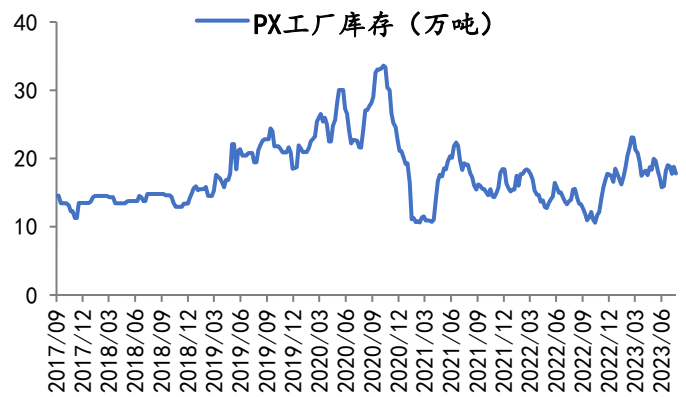
资料来源：沛易航讯，华安证券研究所整理

图表 7 8月PX开工震荡回暖



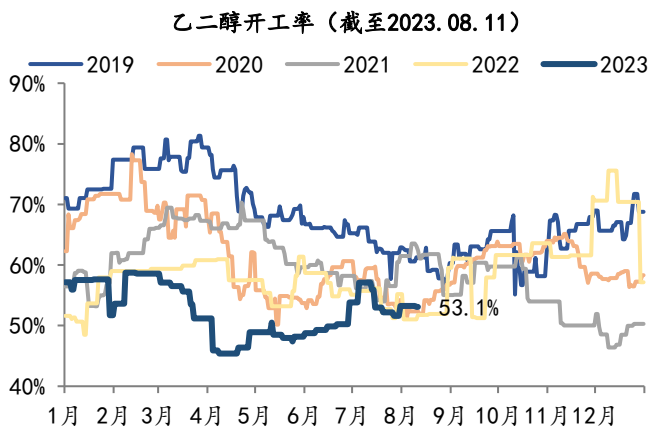
资料来源：金联创，wind，华安证券研究所整理

图表 8 8月PX工厂库存震荡回落



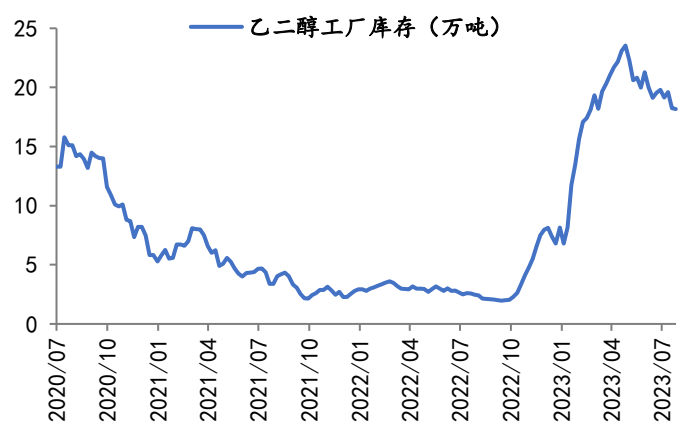
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 9 8月乙二醇开工率仍在低位区间



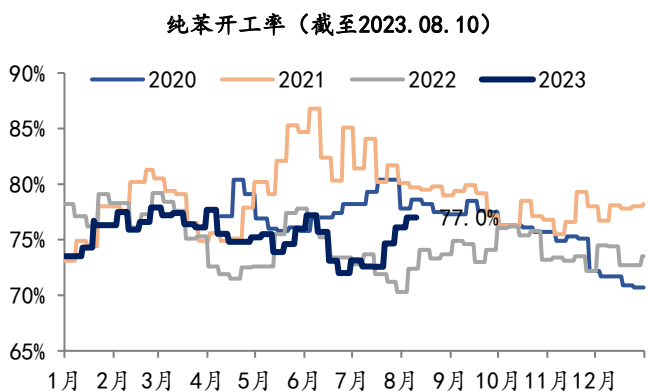
资料来源：金联创，wind，华安证券研究所整理

图表 10 8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 8月纯苯开工率明显回暖



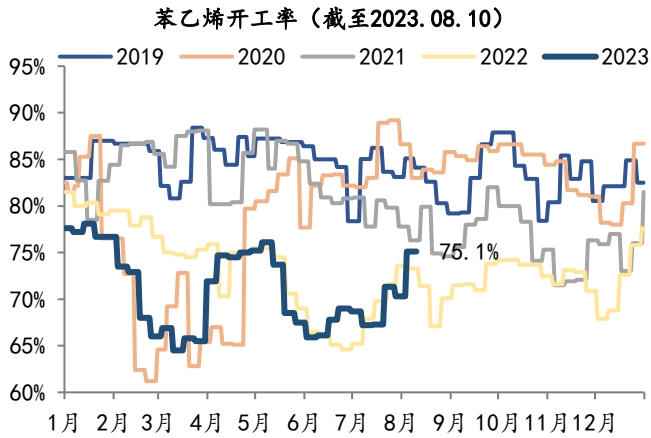
资料来源：隆众资讯，wind，华安证券研究所整理

图表 12 8月纯苯库存持续去化



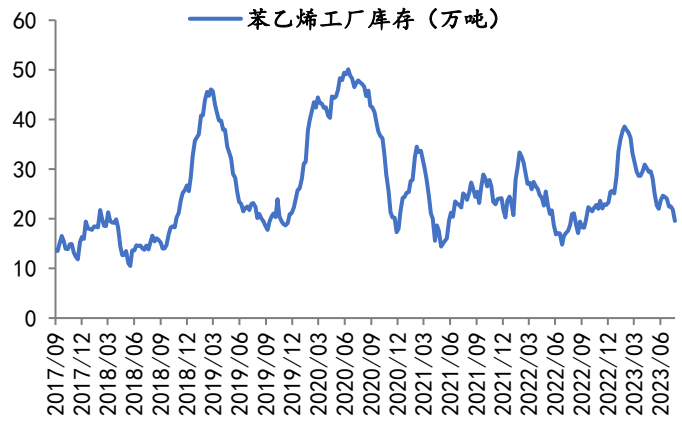
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所整理

图表 13 8 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 8 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	451	1025	1036	1534	营业收入	868	1227	1587	1894
现金	135	636	637	1084	营业成本	548	838	1024	1188
应收账款	179	173	180	189	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	18	39	39	50	销售费用	5	6	7	8
预付账款	12	20	27	28	管理费用	58	81	97	116
存货	41	89	63	69	财务费用	29	46	53	50
其他流动资产	66	67	91	113	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2346	2945	3203	3389	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	135	135	135	135	投资净收益	3	16	16	16
固定资产	1890	2118	2369	2555	营业利润	199	238	384	505
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	321	692	699	699	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2798	3970	4239	4923	利润总额	201	238	384	505
流动负债	761	799	717	947	所得税	28	36	58	76
短期借款	277	227	177	202	净利润	173	203	326	429
应付账款	175	269	211	395	少数股东损益	4	4	4	4
其他流动负债	310	303	329	351	归属母公司净利润	169	199	322	425
非流动负债	539	1489	1514	1539	EBITDA	327	402	574	711
长期借款	293	343	368	393	EPS (元)	1.00	1.16	1.88	2.49
其他非流动负债	246	1146	1146	1146					
负债合计	1300	2288	2231	2486					
少数股东权益	18	22	26	30	主要财务比率				
股本	171	171	171	171	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	740	739	739	739	成长能力				
留存收益	568	750	1072	1497	营业收入	41.7%	41.3%	29.4%	19.4%
归属母公司股东权	1479	1660	1982	2407	营业利润	36.0%	19.7%	61.1%	31.5%
负债和股东权益	2798	3970	4239	4923	归属于母公司净利	30.1%	17.4%	62.3%	31.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.9%	31.7%	35.4%	37.3%
					净利率 (%)	19.5%	16.2%	20.3%	22.4%
					ROE (%)	11.4%	12.0%	16.3%	17.7%
					ROIC (%)	8.4%	6.7%	9.6%	10.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	46.5%	57.6%	52.6%	50.5%
					净负债比率 (%)	86.8%	136.0%	111.1%	102.0%
					流动比率	0.59	1.28	1.45	1.62
					速动比率	0.51	1.13	1.31	1.51
					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	1.16	1.88	2.49
					每股经营现金流薄)	1.91	2.24	2.81	4.66
					每股净资产	8.65	9.71	11.59	14.08
					估值比率				
					P/E	24.45	16.68	10.28	7.79
					P/B	2.84	2.00	1.67	1.38
					EV/EBITDA	14.94	10.94	7.62	5.59

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	383	480	797
净利润	173	203	326	429
折旧摊销	101	134	154	172
财务费用	30	47	59	57
投资损失	-3	-16	-16	-16
营运资金变动	15	16	-43	155
其他经营现金流	169	187	369	274
投资活动现金流	-830	-717	-395	-342
资本支出	-777	-733	-411	-358
长期投资	-105	0	0	0
其他投资现金流	52	16	16	16
筹资活动现金流	543	835	-84	-7
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	-1	0	0
其他筹资现金流	145	836	-59	-57
现金净增加额	40	501	1	447

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

联系人: 张晋铭, 新南威尔士大学金融学硕士, 主要覆盖化工物流板块。职业证书编号: S0010123070071

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。