

盛航股份 (001205)

证券研究报告

2021年12月28日

行业高门槛，公司高成长

行业高门槛铸就高盈利

沿海危化品航运准入门槛高，供需紧平衡，企业盈利能力强。沿海液货危险品航运，新增企业和新增运力门槛都较高。新增运力主要来自新增造船，而新增造船运力规模和指标分配每年由交通部批准。高门槛使行业内头部公司的 ROE 和 ROIC 普遍在 10% 以上。

运输需求增长，集中度提升

头部危化品航运企业受益于运输需求增长，市场集中度提升。一方面，经济发展带动化工品需求持续增长，部分化工品的国产替代空间较大，大炼化项目陆续投产带动沿海危化品航运需求增长。另一方面，石化行业集中化、规模化发展，带动下游运输环节集中度提高；运力综合评审制度，有助于头部运输企业获得新增造船运力指标，运力集中度也在提高。

买船和造船推动公司成长

盛航股份通过买船和造船实现运力扩张，份额提升。盛航股份的运力快速扩张，其中化学品船运力增长尤为明显。运力扩张主要来自购置同行船舶，往往先期租再购买；其次是建造新船。国内沿海化学品船航运市场集中度较低，未来盛航股份有望继续购置同行船舶。盛航股份在新增造船运力评审中排名靠前，未来有望继续获得新增造船指标。

盈利预测与估值：买船和造船扩张运力，实现业绩高增长，预计 2021-23 年归母净利润 1.33、1.72、2.29 亿元。根据超额利润贴现和可比公司平均 PE，给予 2022 年目标价 32.89 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：沿海危化品航运准入门槛下降，化工行业产品产量波动风险，公司危化品运输出现安全事故，燃油价格大幅上涨，业务快速多元化。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	382.36	480.02	572.06	736.46	1,056.40
增长率(%)	29.34	25.54	19.17	28.74	43.44
EBITDA(百万元)	134.93	224.98	219.68	304.11	439.49
净利润(百万元)	60.35	111.82	132.60	172.33	228.57
增长率(%)	35.59	85.27	18.59	29.96	32.64
EPS(元/股)	0.50	0.93	1.10	1.43	1.90
市盈率(P/E)	46.43	25.06	21.13	16.26	12.26
市净率(P/B)	4.47	3.80	2.15	1.93	1.69
市销率(P/S)	7.33	5.84	4.90	3.80	2.65
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.88	9.20	7.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	交通运输/航运
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.24 元
目标价格	32.89 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	120.27
流通 A 股股本(百万股)	30.07
A 股总市值(百万元)	2,795.00
流通 A 股市值(百万元)	698.75
每股净资产(元)	10.65
资产负债率(%)	21.59
一年内最高/最低(元)	38.32/19.51

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 成长的沿海危化品航运公司	4
1.1. 公司发展历程与股权结构	4
1.2. 危化品运输业务快速成长	4
1.3. 盈利高增长，利润率提升	5
2. 行业高门槛铸就高盈利	7
2.1. 沿海危化品运输门槛高	7
2.2. 运力调控约束市场供给	8
2.3. 集中度低，竞争较缓和	9
2.4. 头部公司盈利能力较强	10
3. 运输需求增长，集中度提升	11
3.1. 大炼化项目带动需求增长	11
3.2. 供需两端驱动集中度提升	12
4. 买船和造船推动公司成长	13
4.1. 运力规模增长，市场份额提升	13
4.2. 购置同行船舶，运力快速扩张	13
4.3. 获得新造船指标，运力持续增长	14
5. 盈利预测和目标价	16
5.1. 盈利有望快速增长	16
5.2. 目标价 32.89 元	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：盛航股份的股权结构	4
图 2：2020 年盛航股份主要从事化学品和油品运输	5
图 3：2020 年盛航股份的业务主要是沿海运输	5
图 4：2020 年盛航股份运营的主要是自有船舶	5
图 5：2020 年底盛航股份的船舶运力结构	5
图 6：盛航股份的船舶运力快速增长	5
图 7：盛航股份液货危险品海运量快速增长	5
图 8：2017 年以来盛航股份的收入和利润快速增长	6
图 9：2020 年盛航股份的盈利能力回升	6
图 10：2020 年销售毛利率和净利率都大幅上升	6
图 11：盛航股份的资产负债率大幅下降	6
图 12：2020 年化学品和油品运输毛利率都上升	6
图 13：2020 年毛利率上升主要来自运价上涨、油价下跌	6

图 14: 化学品海运价格微涨, 油品海运价格回升	7
图 15: 自营船舶运输毛利率对燃油价格变动的敏感性较大	7
图 16: 沿海液货危险品船舶运力缓慢增长	8
图 17: 沿海液货危化品新船交付和老船退出并存	8
图 18: 新增造船获批带动新增运力增加	9
图 19: 2014-20 年运力净增量主要来自获批运力	9
图 20: 2020 年主要沿海化学品运输市场较为分散	10
图 21: 2020 年沿海液货危险品运输头部公司收入较少	10
图 22: 沿海化学品和石油航运公司的 ROE 更高	10
图 23: 沿海化学品和石油航运公司的 ROIC 更高	10
图 24: 沿海化学品和油品航运的毛利率较高	10
图 25: 化工行业增加值和投资增速回升	11
图 26: 部分化工品净进口量大, 且还在快速增长	11
图 27: 盛航股份的船舶运力持续增长	13
图 28: 盛航股份的化学品船运力持续增长	13
图 29: 盛航股份的沿海化学品船运力市场份额大幅上升	13
图 30: 盛航股份的沿海化学品运量市场份额上升	13
图 31: 盛航股份陆续购置船舶来扩充运力	13
图 32: 购置船舶使总运力快速扩张	13
图 33: 购置船舶是盛航股份的主要运力来源	14
图 34: 2021 年盛航股份期租租入三艘化学品船	14
表 1: 盛航股份主要的增资扩股过程	4
表 2: 沿海液货危险品运输的新增企业和新增运力受到严格管控	7
表 3: 沿海液货危险品运输公司和运力准入门槛高	8
表 4: 国内主要的化学品和油品航运公司	9
表 5: 大炼化项目陆续投产带动化工产品运输需求增长	11
表 6: 盛航股份的造船项目及其进展	14
表 7: 2021 年盛航股份在新增造船运力综合评审中排名前三	15
表 8: 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	15
表 9: 盛航股份的收入与成本预测	16
表 10: 盛航股份限制性股票激励计划 (草案) 的解锁条件	17
表 11: 盛航股份的贴现率核心假设	17
表 12: 盛航股份的超额利润与贴现值	17
表 13: 盛航股份的可比公司每股收益 Wind 一致预期和估值	18

1. 成长的沿海危化品航运公司

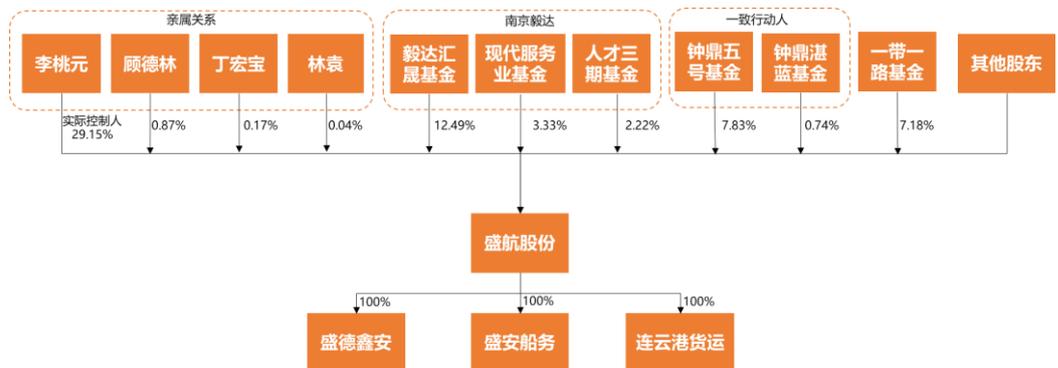
盛航股份是成长型的沿海危化品航运公司。公司从事国内沿海、长江中下游的液体化学品和成品油水上运输。实控人具有丰富的化学品物流和公司管理经验，IPO 时管理层与核心员工持股 1.5%左右。公司运力和运量快速增长，销售净利率上升，带动公司盈利快速增长。

1.1. 公司发展历程与股权结构

南京盛航海运股份有限公司成立于 1994 年，2014 年改制为股份有限公司，2015 年 6 月在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，2021 年 5 月于深交所主板上市。盛航股份主营业务为国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油的水上运输。与中石油、中石化、中化等大型企业保持稳定的合作关系。

实控人具有丰富的化工品物流和公司管理经验。公司实际控制人为董事长李桃元，截至 2021 年 9 月 30 日，直接持有公司 29.15% 的股份，并与顾德林、丁宏宝和林袁为亲属。李桃元在 1991-1999 年任高邮化工物资公司总经理，1999-2004 年任南京中联三友化工公司总经理，2005-2014 年任盛航股份总经理，2014 年至今任盛航股份董事长。30 多年的化工及物流企业从业经历，积累了丰富的业务和管理经验。

图 1：盛航股份的股权结构（截止 2021 年 12 月 28 日）



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

盛航股份多次发行股份，引入机构投资者和管理层股东。为了增加运力、扩大资本金，盛航股份多次向机构投资者发行股份募资。2017 年向管理层和核心员工发行股份，占 2017 年末总股本的 2.4%，实现员工持股；公司上市后，该批股份占总股本的 1.5%左右。2021 年 12 月拟向部分员工授予限制性股票 200 万股，约占激励计划草案公告日公司股本总额的 1.66%。

表 1：盛航股份主要的增资扩股过程

时间	股票发行对象	用途
2016 年 1 月	华泰、信达、南京、万联、东莞证券	新三板做市
2017 年 6 月	一带一路、现代服务业、人才三期基金等	购买船舶、补充流动资金
2017 年 11 月	董监高及核心员工，外部投资者	建造船舶、补充流动资金
2018 年 12 月	钟鼎五号基金，钟鼎湛蓝基金，信达远海	增资
2019 年 9 月	一带一路、钟鼎五号、钟鼎湛蓝基金等	增资
2021 年 5 月	公开发行	购置船舶，补充流动资金

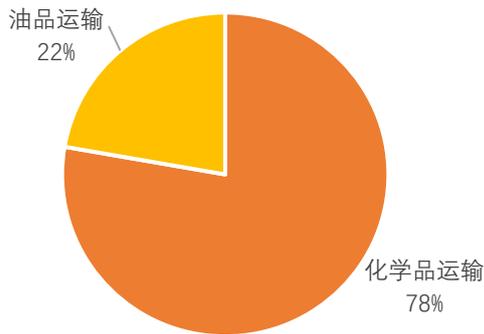
资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

1.2. 危化品运输业务快速成长

盛航股份从事国内沿海和长江中下游的液体化学品、成品油水上运输。盛航股份运输的货种是化学品和成品油，业务网络覆盖长三角、珠三角、渤海湾、长江流域等主要的化

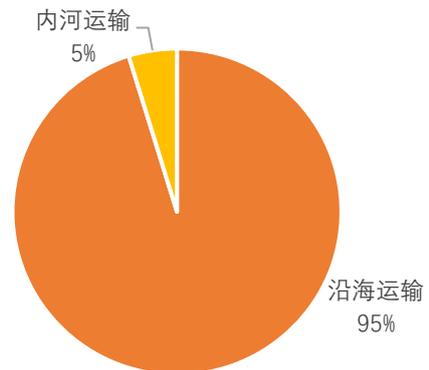
工基地，运营的船舶主要是自有船舶。

图 2：2020 年盛航股份主要从事化学品和油品运输



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

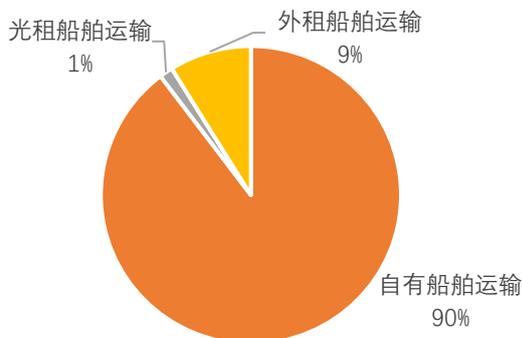
图 3：2020 年盛航股份的业务主要是沿海运输



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

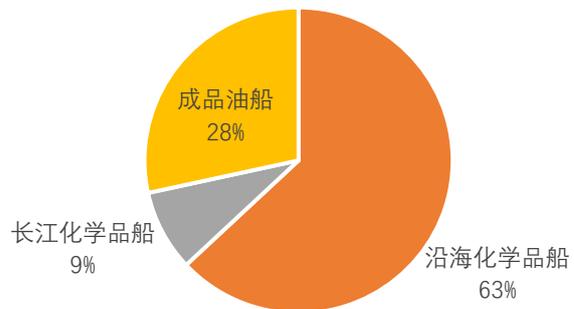
盛航股份运营的船舶主要是化学品船和成品油船。截至 2020 年末，盛航股份营运的船舶共 17 艘、10.6 万载重吨。其中 12 艘用于沿海化学品运输，2 艘用于长江化学品运输，3 艘用于成品油运输。

图 4：2020 年盛航股份运营的主要是自有船舶



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

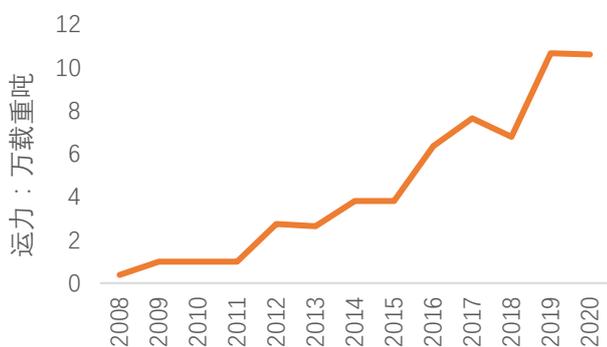
图 5：2020 年底盛航股份的船舶运力结构



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

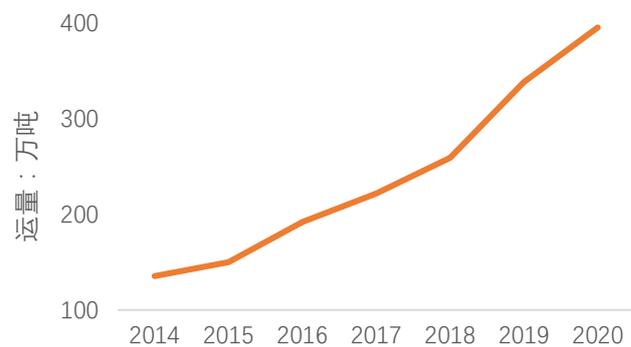
盛航股份的运力和运量快速增长。盛航股份的液货危险品船舶运力快速增长，2008-2020 年增长 27 倍。盛航股份的液货危险品海运量也快速增长，2014-2020 年增长 2 倍。

图 6：盛航股份的船舶运力快速增长



资料来源：Wind，公司官网，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

图 7：盛航股份液货危险品海运量快速增长



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

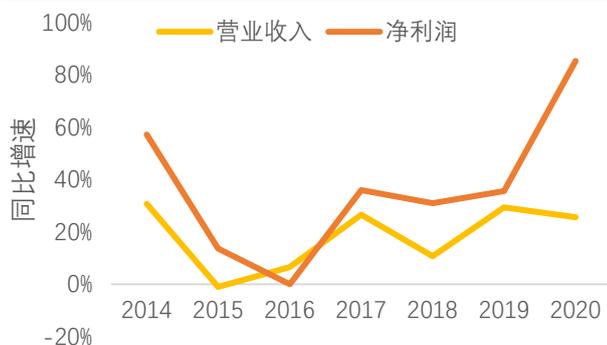
盛航股份注重危化品运输的安全管理。公司具备了严格、专业的安全管控体系，公司船舶通过了中石油、中石化、壳牌等多个国内外大型石化公司及国际化学品分销协会（CDI）等国际船舶检查体系的检查认证。并且，盛航股份计划将首次募集的 1500 万元投资于危化品绿色安全智能船舶大数据平台项目，未来将进一步加强安全管控。

1.3. 盈利高增长，利润率提升

盛航股份盈利高增长来自运力规模扩张和盈利能力提升。销售净利率提高主要来自毛利率提升，背后是供需偏紧下行业景气度上升。2020 年毛利率大幅上升，主要是运价上涨、油价下跌、船舶由租变买等因素贡献。2020 年油品运价大幅回升，化学品运价稳定小幅上涨。若燃油成本下降 10%，2020 年毛利率上升 1.47 个百分点。

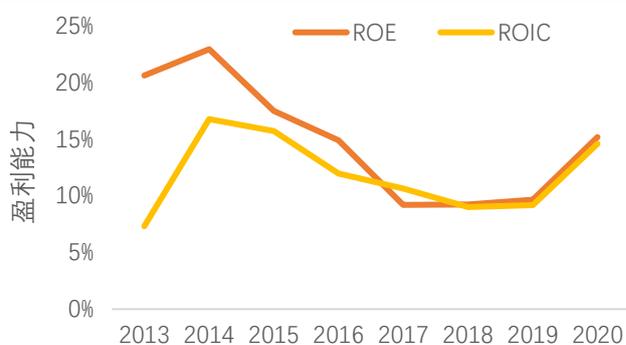
盛航股份收入和利润高增长。2014-20 年，营业收入年化增速 18%，净利润年化增速 35%。净利润增速更高，是因为销售净利率大幅提升，盈利能力增强。这与沿海危化品运输准入门槛高、大炼化发展相关。

图 8：2017 年以来盛航股份的收入和利润快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

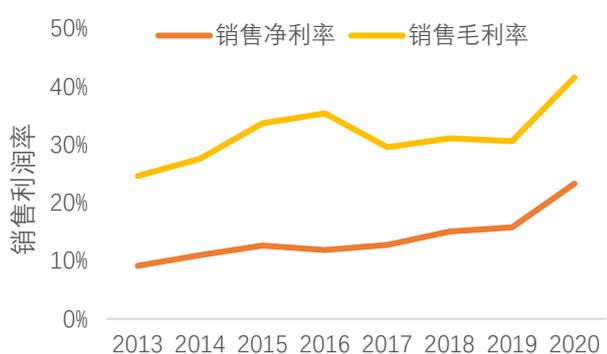
图 9：2020 年盛航股份的盈利能力回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

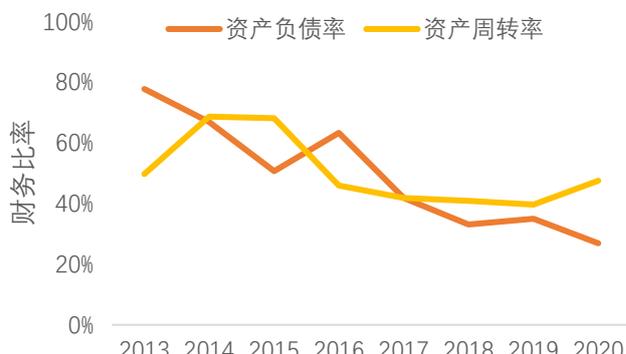
ROE 波动主要由资产负债率下降和销售净利率上升引起。2017-19 年 ROE 处于低谷，与资产负债率大幅下降有关。2020 年 ROE 大幅回升，主要由销售净利率大幅上升带动，背后是毛利率大幅上升。

图 10：2020 年销售毛利率和净利率都大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

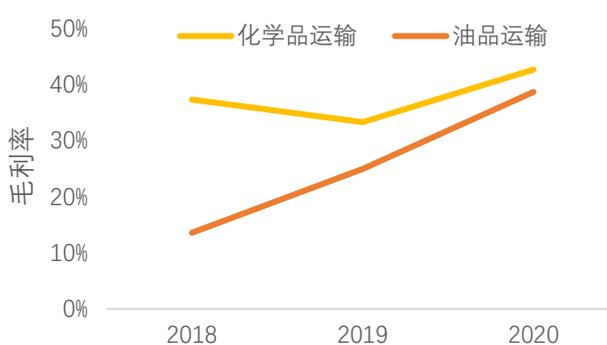
图 11：盛航股份的资产负债率大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

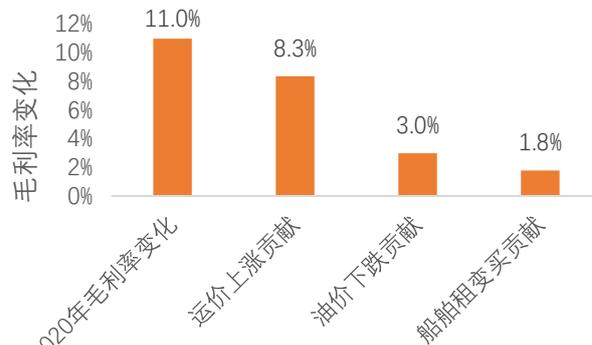
2020 年毛利率大幅上升，我们认为主要是运价上涨、油价下跌、船舶由租变买等因素贡献。2020 年化学品和油品运输的毛利率都上升。拆分来看，运价上涨对整体毛利率上升的贡献最大，油价下跌次之，三艘“东茂”轮由租变买也带动成本下降。

图 12：2020 年化学品和油品运输毛利率都上升



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

图 13：2020 年毛利率上升主要来自运价上涨、油价下跌

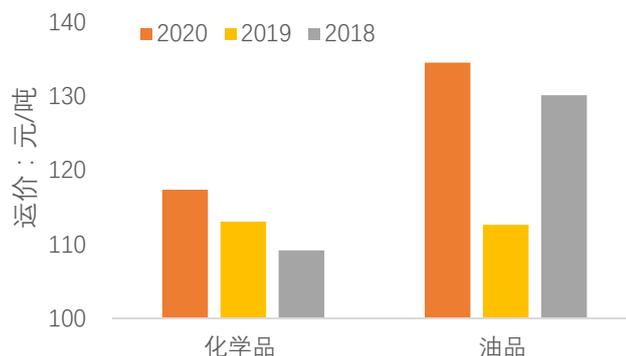


资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

2020 年油品运价大幅上涨，化学品运价稳定上涨。运价上涨对毛利率上升的贡献，主要

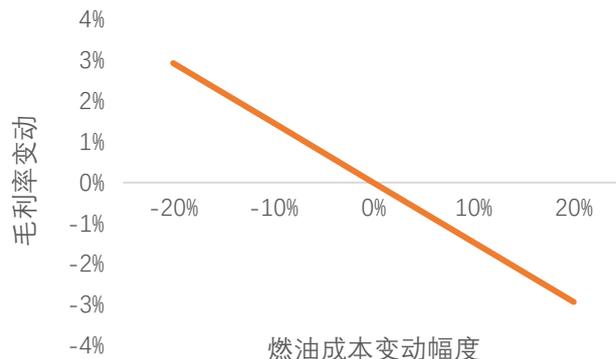
来自油品运输业务，其运价大幅上涨。这与 2020 年疫情导致油价大跌、原油进口和成品油出口大幅增长有关。化学品运价稳定小幅上涨，主要受供需偏紧推动。

图 14：化学品海运价格微涨，油品海运价格回升



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

图 15：自营船舶运输毛利率对燃油价格变动的敏感性较大



资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所

油价下跌有助于毛利率上升。在收入以及其他成本要素不变的情况下，若燃油成本下降 10%，2020 年毛利率上升 1.47 个百分点。但是运输合同中也可能包含运价与油价联动条款，降低油价波动对盈利的影响。

2. 行业高门槛铸就高盈利

沿海危化品运输准入门槛高，供需紧平衡，企业盈利能力强。沿海液货危险品运输受到严格管制，新增企业和新增运力门槛都较高。市场新增运力主要来自新增造船运力，而该运力规模和指标分配每年由交通部批准。沿海油品和化学品运输公司较多，集中度较低，具有竞争力的企业较少。头部公司的 ROE 和 ROIC 都在 10% 以上，盈利能力较强。

2.1. 沿海危化品运输门槛高

沿海液货危险品运输资质受到严格管控。2006 年以来，交通部不断发文加强沿海液货危险品运输的监管，屡次暂停新经营者和新增运力审批。2011 年开始，对新增运力实行严格的审批。2018 年开始，对新增运力进行总量调控。

表 2：沿海液货危险品运输的新增企业和新增运力受到严格管控

时间	文件	内容
2006 年 5 月	《关于暂停审批新增国内沿海跨省运输油船化学品船运力的公告》	自 2006 年 7 月 1 日至 2006 年 12 月 31 日，期间暂停批准新增国内沿海跨省运输化学品船运力。
2007 年 3 月	《关于国内沿海跨省运输油船化学品船运力调控政策的公告》	在新增运力满足一定要求的前提下，恢复了沿海化学品船运力审批。
2010 年 5 月	《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	暂停批准新的经营者从事沿海省际化学品船、液化气船运输。2010 年 5 月至 2010 年 12 月，暂停批准新增国内沿海省际化学品、液化气船舶运力。
2011 年 7 月	《关于进一步加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	严格控制新的经营者进入国内沿海省际化学品、液化气船运输市场，原则上继续暂停批准新增经营者。对申请新增运力企业的资质条件、营运效率和安全记录等多层面进行综合评价，符合条件的方准予新增运力。
2018 年 8 月	《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》	根据沿海省际散装液体危险货物船舶运输相关市场供求状况，按照“总量调控、择优选择”，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力。

资料来源：交通部，兴通股份招股说明书，天风证券研究所

沿海液货危险品运输准入壁垒较高。经营企业和营运船舶均需取得液货危险品水上运输业务经营许可。对于经营企业，有船舶资质、自有船舶运力、机海务管理人员数量及从业资历、高级船员比例、安全管理制度等要求，且只有内资控股企业才能经营。对于船

舶，每年根据需求确定新增运力规模和优先发展船型，并把运力指标分配给综合评分高的申请企业。

表 3：沿海液货危险品运输公司和运力准入门槛高

准入门槛	法律法规	要点内容
公司准入门槛	《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 交通运输部实施省际危险品船运输的经营许可
	《国内水路运输管理规定》	运力供大于求、可能影响公平竞争和运输安全时，可以暂停新增运力许可 申请经营沿海省际化学品、成品油运输，船舶运力均不得低于 5000 吨 应当配备的高级船员中，直接订立一年以上劳动合同的比例不低于 50%
	《交通运输部关于加强国内水路客运液货危险品运输市场准入管理的通知》	新设立液货危险品运输企业，至少一名持股 25%以上的股东具有 3 年以上经营相应船舶种类的海船、河船运输经历，该股东过去 3 年无重大安全责任事故和违法违规经营记录，新公司取得经营资质后 3 年内该股东持有股比均不得低于 25%
新增运力限制	《交通运输部关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》	根据沿海省际散装液体危险货物船舶运输相关市场供求状况，按照总量调控、择优选择的思路，采取专家综合评审的方式，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力 企业以“退一进一”或“退多进一”方式，申请将自有沿海省际散装液体危险货物船舶退出市场后新增同类型船舶运力，且新增船舶运力比退出市场运力增加的总吨位不超过 50%的，可免于综合评审
	《沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场运力调控综合评审办法》	交通运输部根据技术咨询服务单位编制的年度运力需求分析论证报告和专家论证结果，确定各市场新增运力总规模和优先发展船型等 对新增运力申请企业进行综合评审，最终得分为 60 分及以上的企业，按申请新增运力涉及的运输市场种类、分数高低进行综合评审分类排序 在当年新增运力总规模额度内，根据企业最终排序和申请情况，按照每轮次 1 艘的原则确定获得新增运力资格的企业及新增运力情况 所有通过综合评审且得到新增运力批准的企业，如新增运力比批准运力载重吨增加或者减少超过 15%的，应当重新参加综合评审，已批准文件失效

资料来源：交通部，天风证券研究所

沿海液货危险品运输将继续受到严格监管。由于液货危险品往往具有易燃性、易挥发性、毒害性、腐蚀性等，一旦发生安全事故后将对人身安全、财产安全、海洋生态环境造成不可逆转的损害，所以必须严格管理。实践证明，设置较高准入门槛对保障安全具有重要作用。此外，绿色环保发展理念越来越受重视，未来对沿海液货危险品运输的监管难以放松。

2.2. 运力调控约束市场供给

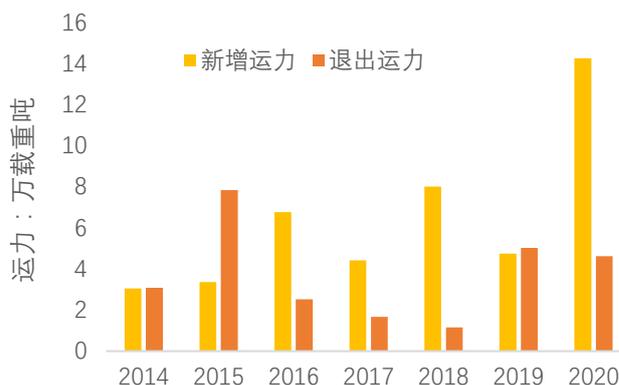
沿海危化品船舶运力缓慢增长。2012-20 年，沿海危化品运输船舶运力年化增速 2.5%。在新船交付的同时，大量旧船退出运输市场，所以运力净增量较少。

图 16：沿海液货危险品船舶运力缓慢增长

图 17：沿海液货危化品新船交付和老船退出并存



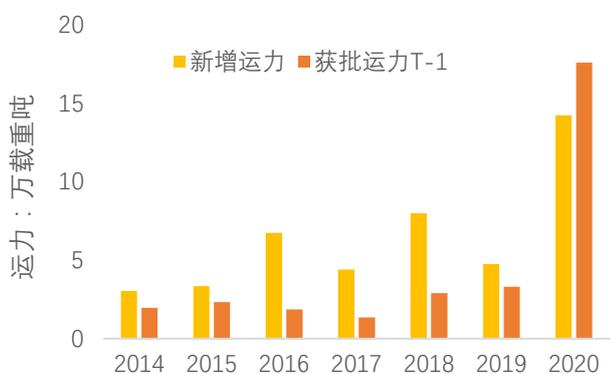
资料来源：盛航股份招股说明书，天风证券研究所



资料来源：交通部，兴通股份招股说明书，天风证券研究所

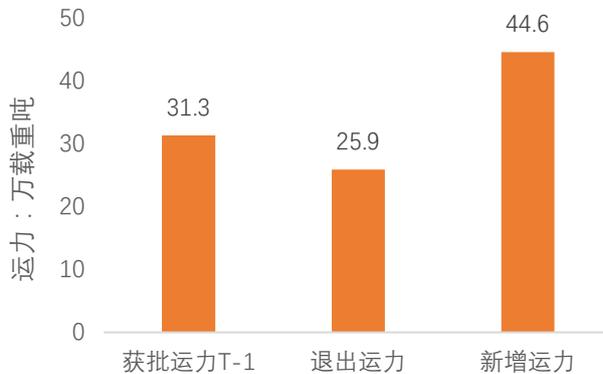
运力净增量主要来自新获批运力。交通部每年根据市场需求批准新增造船运力规模（获批运力），同时更新替换造船可增加载重吨不超过 50%。2014-20 年新增运力减去退出运力，少于 2013-19 年获批运力（造船周期 1.5 年左右），说明运力净增量主要来自获批的新造船运力。

图 18：新增造船获批带动新增运力增加



资料来源：交通部，兴通股份招股说明书，天风证券研究所

图 19：2014-20 年运力净增量主要来自获批运力



资料来源：交通部，兴通股份招股说明书，天风证券研究所

2.3. 集中度低，竞争较缓和

沿海油品和化学品运输公司较多，具有竞争力的较少。2020 年进入新增运力指标分配排序的原油运输企业 16 家、成品油运输企业 177 家、化学品运输企业 62 家、液化石油气运输 9 家。但是规模较大、竞争力较强的企业并不多，上市公司有中远海能、招商南油和盛航股份。

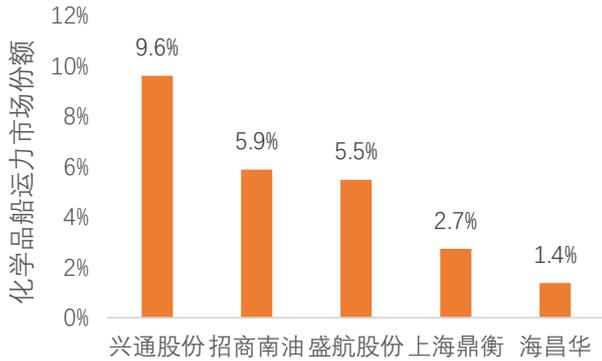
表 4：国内主要的化学品和油品航运公司

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

资料来源：兴通股份招股说明书，天风证券研究所

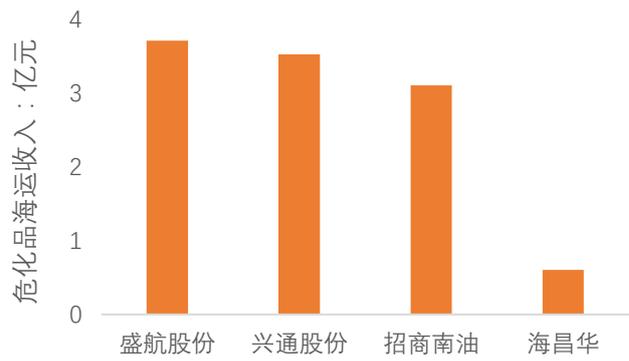
沿海化学品船运输市场集中度较低。2020 年头部公司的运力市场份额都在 10% 以内，沿海化学品船运输收入都低于 4 亿元。较为分散的市场，给头部公司扩大市场份额提供了空间。

图 20：2020 年主要沿海化学品运输市场较为分散



资料来源：招商南油官网，盛航股份招股说明书，兴通股份招股说明书，海昌华招股说明书，天风证券研究所

图 21：2020 年沿海液货危险品运输头部公司收入较少



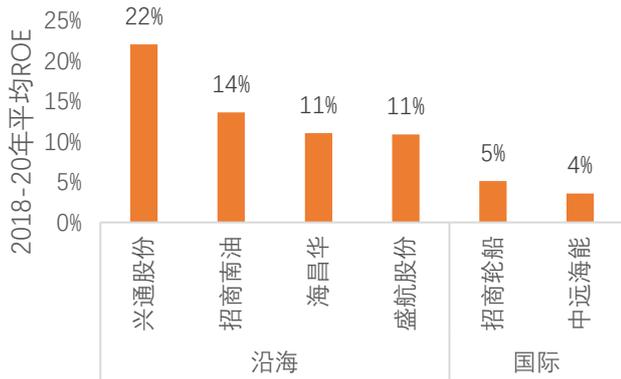
资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，兴通股份招股说明书，海昌华招股说明书，天风证券研究所

盛航股份在行业内具有较强竞争力。根据 2021 年新增沿海省际散装液体危险货物船舶运力专家综合评审结果公示，盛航股份在化学品船和非乙烯液化石油气船评审中排名前三。

2.4. 头部公司盈利能力较强

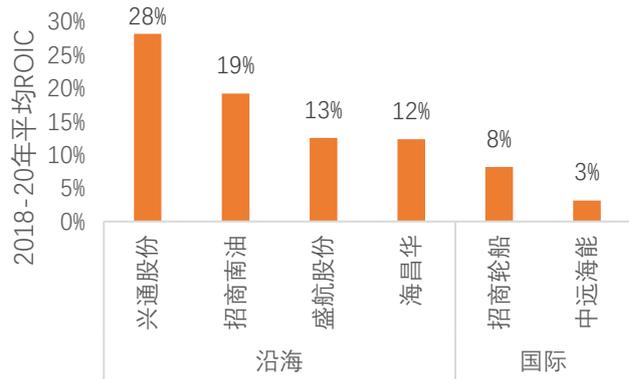
沿海危化品航运公司的盈利能力强。高准入门槛使沿海省际散装液体危险品航运公司的盈利能力高于国际运输，ROE 和 ROIC 都更高。沿海化学品和石油航运公司 10% 以上的 ROE 和 ROIC，高于 A 股整体水平和多数行业。

图 22：沿海化学品和石油航运公司的 ROE 更高



资料来源：Wind，天风证券研究所

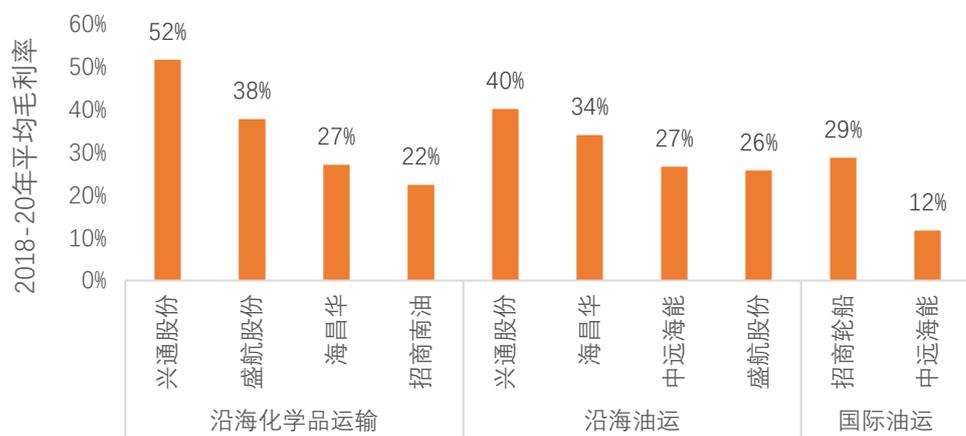
图 23：沿海化学品和石油航运公司的 ROIC 更高



资料来源：Wind，天风证券研究所

沿海化学品和油品航运的毛利率较高。从毛利率看，沿海化学品和油品航运的毛利率，高于国际油运，沿海化学品航运高于油品航运。

图 24：沿海化学品和油品航运的毛利率较高



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

盛航股份的盈利能力处于行业中游水平。从 ROE、ROIC、毛利率等指标看，盛航股份都处于中游位置。这与船舶的船龄结构、购置成本、客户结构等有关。

3. 运输需求增长，集中度提升

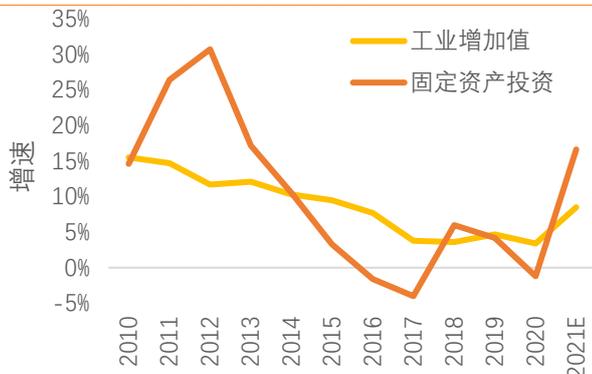
头部危化品运输企业受益于运输需求增长，市场集中度提升。一方面，经济发展带动化工品需求持续增长，部分化工品的国产替代空间较大，大炼化项目陆续投产带动沿海危化品运输需求增长。另一方面，石化行业集中化、规模化发展，带动下游运输环节集中度提高；运力综合评审制度，有助于头部运输企业获得新增造船运力指标，运力集中度也在提高。

3.1. 大炼化项目带动需求增长

沿海省际化学品航运需求将继续增长。一是经济发展带动化工品需求持续增长。二是部分化工品的国产替代空间较大。三是碳中和要求下，炼化项目“降油增化”将成为趋势。国内沿海省际化学品航运需求的主力品种是 PX、甲醇、烧碱、乙二醇、纯苯、冰醋酸和苯乙烯等大宗化工原料产品，随着大炼化项目陆续投产，未来运输需求有望持续增长。

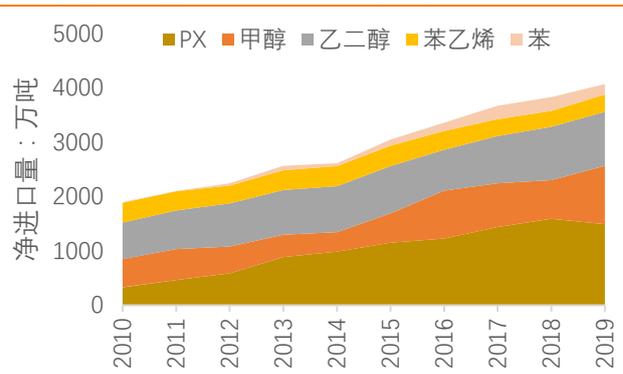
化工行业增速周期性回升。化工产品用途广泛，随着经济发展，需求持续增长。2021 年随着全球经济周期复苏，化工行业增加值加速增长，带动化工品运输需求增长。化工行业固定资产投资增速回升，新项目投产将带动化工品产量和运输需求上升。

图 25：化工行业增加值和投资增速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：部分化工品净进口量大，且还在快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

部分化工品的净进口量大，未来的国产替代空间大。PX、甲醇、乙二醇等还大量依赖进口。随着大炼化项目陆续投产，我们预计国产将替代部分进口，增加沿海化学品运输需求。

碳中和促使炼化项目“降油增化”。碳中和要求减少化石能源的消耗。随着新能源汽车渗透率提升，汽油和柴油的消费量将下降。炼化项目将对油品进行精细深加工，减少成品油产出，增加化工品产出，从而增加沿海化学品运输需求。

大炼化项目陆续投产推动运输需求增长。2018 年开始，国内大炼化项目陆续投产，带动化工品海运需求较快增长。2022-23 年仍有新项目投产，预计运输需求继续较快增长。

表 5：大炼化项目陆续投产带动化工产品运输需求增长

序号	项目	项目概况	投产时间
----	----	------	------

1	中海油惠炼二期	位于惠州市，在一期 1200 万吨/年炼油装置的基础上，新建 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯装置。	2018 年
2	恒力石化炼化一体化项目	位于大连市长兴岛，原油加工能力 2000 万吨/年，搭配 150 万吨/年乙烯项目和下游 600 万吨 PTA 项目。	2019 年 5 月
3	浙江石油化工有限公司炼化一体化项目	位于舟山市，分两期，每期 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置	一期 2019 年 5 月；二期预计 2021 年底
4	中石化中科炼化一体化项目	位于湛江市，炼油能力 1000 万吨/年，乙烯 80 万吨/年	2020 年 6 月
5	中化泉州乙烯及炼油扩建项目	位于泉州市，将原炼油能力由 1200 万吨/年提升至 1500 万吨/年，新增 100 万吨/年乙烯产能	预计 2021 年开始投产
6	盛虹炼化一体化项目	位于连云港市，设计原油加工能力 1600 万吨/年，芳烃联合装置 280 万吨/年，乙烯裂解装置 110 万吨/年	预计 2021 年底开始投产
7	中石化镇海炼油、乙烯扩建项目	位于宁波市，设计扩建原油加工能力 1500 万吨/年、乙烯生产能力 120 万吨/年	一期预计 2021 年，二期化工部分预计 2025 年
8	中石化漳州古雷炼化一体化项目	位于漳州市，一期包括 80 万吨/年乙烯和下游深加工化工装置；二期项目计划包括 1600 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯及配套工程	一期预计 2021 年，二期正在推进过程中
9	中石油中委广东石化炼化一体化项目	位于揭阳市，设计炼油能力 2000 万吨/年，乙烯 120 万吨/年	预计 2022 年
10	中石化海南炼化乙烯及炼油改扩建项目	位于洋浦开发区，项目设计主要包括新建 100 万吨/年乙烯及配套工程等。	预计 2022 年
11	巴斯夫湛江一体化基地项目	位于湛江市，项目包括工程塑料、TPU、100 万吨/年乙烯等大型生产项目。	首批预计 2022 年底
12	埃克森美孚惠州乙烯项目	位于惠州市，项目设计乙烯生产能力 160 万吨/年。	预计 2023 年
13	中海壳牌惠州三期乙烯项目	位于惠州市，项目设计乙烯生产能力 150 万吨/年。	预计 2021 年开工建设

资料来源：海昌华招股说明书，天风证券研究所

沿海化工品运量较快增长。根据中国船东协会化工品运输专业委员会发布的《2019-2020 年国内沿海化工品水运市场分析报告》，2014-17 年国内沿海液体化学品水路运量年化增速 8.8%。根据交通运输部水运局每年公开发布的《水路运输市场发展情况和市场展望报告》，2017-20 年沿海省际化学品运输量年化增速 8.3%。

3.2. 供需两端驱动集中度提升

石化行业集中度提升，带动下游运输环节集中度提升。石化行业正经历着优质产能扩张、落后产能出清过程，规模化、集中化趋势明显。大型石化企业运输需求量大，对安全管理水平、服务保障能力等要求高，往往倾向于选择大型运输企业合作，头部运输公司的运量市场份额有望持续提升，形成正向循环。

运力调控综合评审办法，驱动运力集中度提升。每年的新增造船运力规模，采用综合评审的办法对申请企业进行打分排序，排名靠前的企业才有可能获得新增造船运力指标。而头部公司在资质条件、绿色安全、管理能力、经营水平等方面都具有优势，更有可能获得指标，运力市场份额逐渐提升。

绿色环保发展理念下，头部公司具有发展优势。液货危险品往往是易燃易爆、有毒有害物质，对运输管理的要求高。头部运输企业往往安全管控水平、运力保障能力、运输服

务质量、运营效率、商业信誉都较好，其做大做强往往受政策支持。而中小企业在规章制度约束下，面临合规成本提高而加速退出。

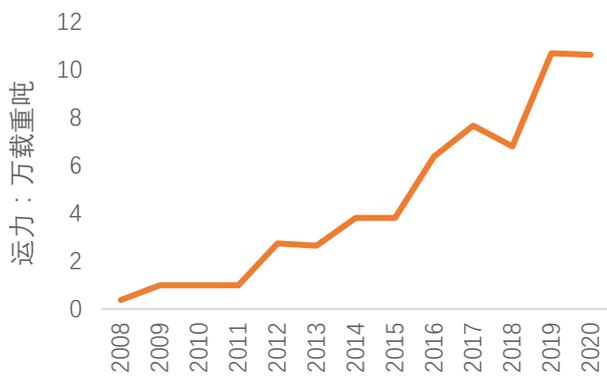
4. 买船和造船推动公司成长

盛航股份通过买船和造船实现运力扩张，份额提升。2010 年以来，盛航股份的液体危险品运输船舶运力快速扩张，市场份额快速提升，其中化学品船运力增长尤为明显。运力扩张主要来自购置同行船舶，往往先期租再购买；其次是建造新船。国内沿海化学品船运输市场集中度较低，我们认为未来盛航股份有望继续购置同行船舶。盛航股份在新增运力评审中排名靠前，未来有望继续获得新增造船指标。

4.1. 运力规模增长，市场份额提升

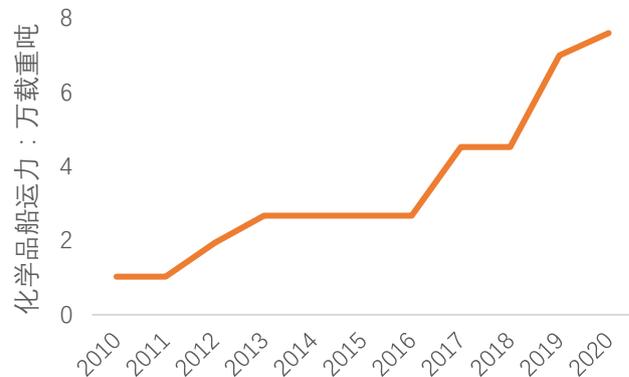
盛航股份的运力持续增长。通过购置和订造船舶，盛航股份的沿海省际散装液体危险货物船舶运力持续增长。其中运力以化学品船为主，2020 年占总运力的比例为 72%。2010-20 年，盛航股份总运力增长 972%，化学品船运力增长 639%。

图 27：盛航股份的船舶运力持续增长



资料来源：Wind，公司官网，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

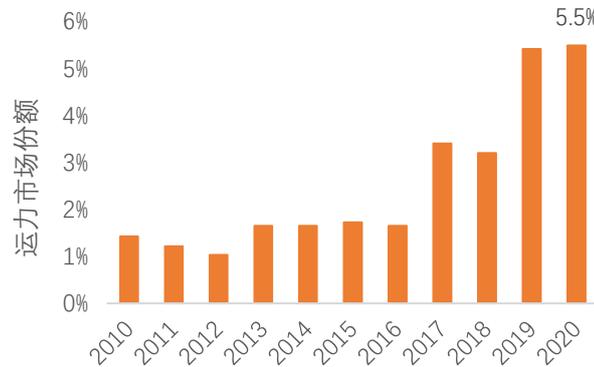
图 28：盛航股份的化学品船运力持续增长



资料来源：Wind，公司官网，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

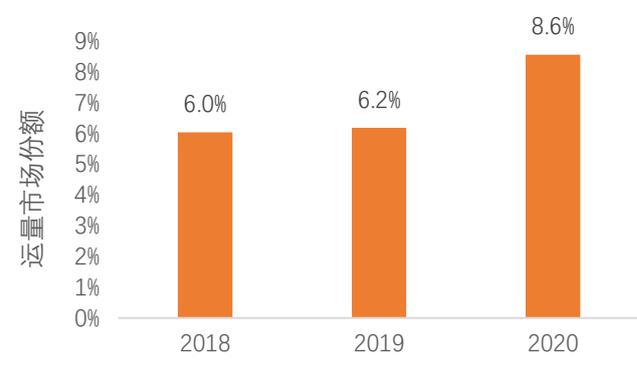
盛航股份的沿海化学品运输市场份额提升。2010-20 年，沿海化学品船运力的市场份额大幅提升，2020 年已经达到 5.5%。2018-20 年，沿海化学品船运量市场份额也明显提升。运量的份额高于运力，是因为盛航股份还期租部分运力投入运营。

图 29：盛航股份的沿海化学品船运力市场份额大幅上升



资料来源：Wind，公司官网，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

图 30：盛航股份的沿海化学品运量市场份额上升



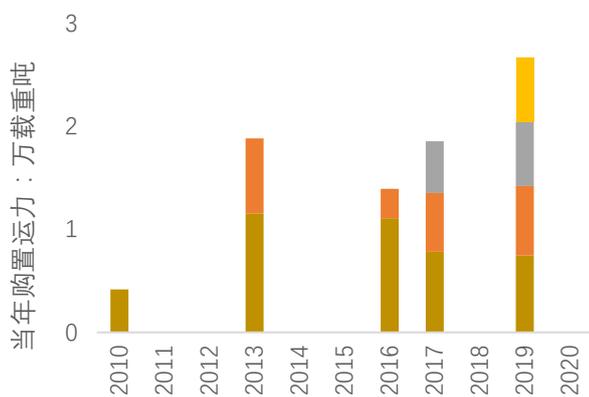
资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

4.2. 购置同行船舶，运力快速扩张

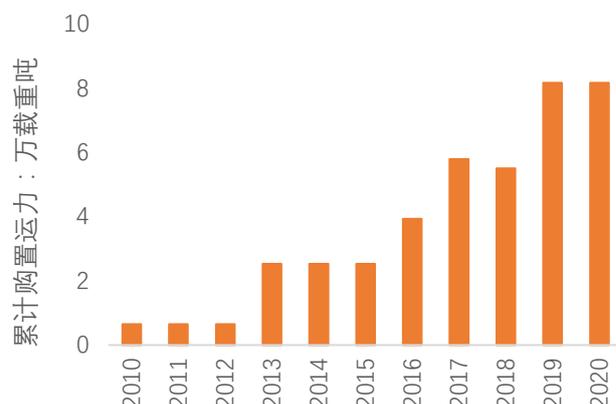
盛航股份陆续购置了船舶来扩大运力规模。2009-20 年，先后购置了 13 艘油轮和化学品船，出售 1 艘，使运力规模快速扩张。到 2020 年，通过购置增加运力 8.2 万吨，较 2010 年运力增长 11.6 倍。

图 31：盛航股份陆续购置船舶来扩充运力

图 32：购置船舶使总运力快速扩张



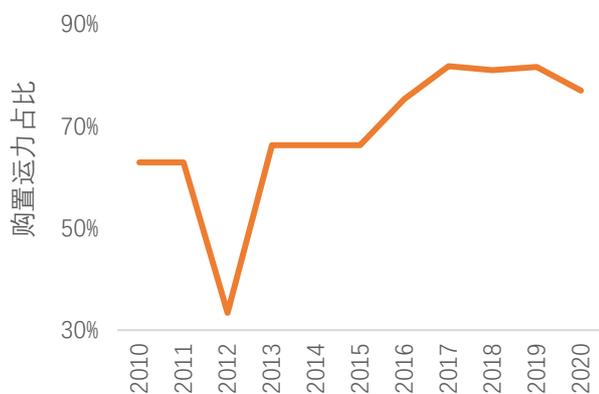
资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

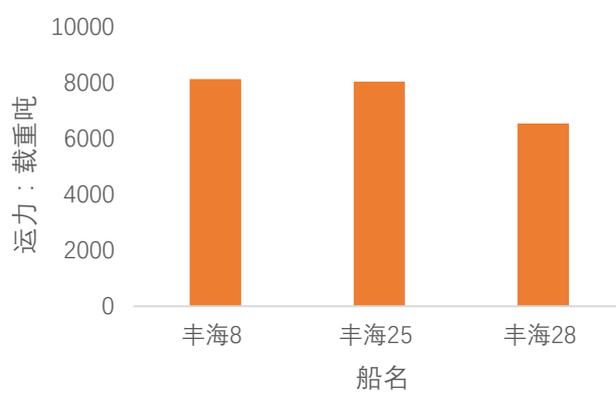
购置船舶是盛航股份运力扩张的主要方式。2010 年以来，多数年份购置运力占总运力的比例在 60%以上，2020 年占总运力的 77%。考虑到国内沿海化学品船运输公司众多、市场集中度较低，盛航股份有望继续购置同行船舶实现运力扩张。

图 33：购置船舶是盛航股份的主要运力来源



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

图 34：2021 年盛航股份期租租入三艘化学品船



资料来源：Wind，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

盛航股份往往先期租，再购买船舶。2019 年初，盛航股份期租租入三艘化学品船：东茂 1、东茂 2 和东茂 3；2019 年底，陆续购买这三艘船舶，并改名为南炼 201、南炼 202 和南炼 203。此次购买船舶增加 1.9 万吨化学品船运力。2020 年开始，盛航股份期租租入三艘化学品船，如果未来购买，将增加运力 2.3 万吨。

4.3. 获得新造船指标，运力持续增长

盛航股份有望通过造船实现市场份额提升。2018 年以来，盛航股份通过造船实现运力增长，当年获得 2 艘新增造船指标，分别于 2019 和 2020 年交付。2020 和 2021 年各获得 2 艘新增造船指标，2022 和 2023 年有望分别交付。2021 年还获批一艘 3720 吨化学品/成品油船，为更新替换造船。2018-2021 年盛航股份获得新增化学品船运力指标占当年市场新增运力指标的 35%、0%、16%、13%，高于当期运力占比，实现市场份额提升。

表 6：盛航股份的造船项目及其进展

船舶	载重吨	运输区域	船舶类型	建造进度	获批时间	开工时间	竣工时间
----	-----	------	------	------	------	------	------

南炼 18	5,487	国内沿海	化学品、成品油	100%	2018 年	2018 年	2019 年 9 月
南炼 19	6,004	国内沿海	化学品、成品油	100%	2018 年	2018 年	2020 年 6 月
造船项目	7,450	国内沿海	化学品	50%	2020 年	2021 年	
造船项目	13,000	国内沿海	成品油	21%	2020 年	2021 年	
造船项目	3,720	国内沿海	化学品、成品油	设计阶段	2021 年		
造船项目	7,450	国内沿海	化学品	设计阶段	2021 年		
造船项目	5,050	国内沿海	液化石油气	设计阶段	2021 年		

资料来源：Wind，交通部，盛航股份招股说明书，天风证券研究所

盛航股份在新增运力评审中排名靠前，更有可能获得新增造船指标。根据 2021 年新增沿海省际散装液体危险货物船舶运力专家综合评审结果公示，盛航股份在化学品船和非乙烯液化石油气船评审中排名前三，2021 年各获得 1 艘新增造船指标。考虑盛航股份的综合实力，预计在未来评审中排名靠前，有望继续获得新增造船指标。

表 7：2021 年盛航股份在新增造船运力综合评审中排名前三

船型	排名	公司	得分
化学品船	1	兴通海运股份有限公司	89.8
	2	南京扬洋化工运贸有限公司	82.6
	3	南京盛航海运股份有限公司	82.4
非乙烯液化石油气船	1	兴通海运股份有限公司	89.6
	2	南京盛航海运股份有限公司	82.4
	3	浙江华祥海运有限公司	81.8

资料来源：交通部，天风证券研究所

新增运力评审注重企业资质、安全绿色、守法诚信、经营业绩等。前四项都包含一系列指标，每个指标打分在 0~5。第五项为扣分项，每个指标扣 5 分。最后总分越高，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。

表 8：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	1.安全管理体系建立情况。

情况 (22 分)	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。

资料来源：交通部，天风证券研究所

5. 盈利预测和目标价

预计 2021-23 年盛航股份的收入和利润快速增长，之后有望较快增长。根据超额利润贴现和可比公司平均 PE 估值法，给予目标价 32.89 元，“买入”评级。

5.1. 盈利有望快速增长

假设 2021-23 年盛航股份的的运力和运量快速增长。大炼化项目陆续投产带动化工品运输需求。盛航股份在申请新增运力时具有优势，有望持续获得新增造船指标。同时，盛航股份有望继续购买同行的存量船舶，实现市场份额提升。运力增长将带动运量增长。

假设运力增长主要是自有船舶，收入随之增长。从盛航股份发展历程看，不断购买船舶实现运力增长。IPO 募投资金也主要用于购置船舶。因此假设未来继续购置船舶实现运力增长，收入也随之增长。而光租船只和外租船舶运输是购买船舶的过渡性措施，因此增长幅度较低。

假设运输利润率保持稳定。交通部严格限制新增运力，沿海危化品运输市场供需紧平衡，行业有望维持高景气度。盛航股份作为运力规模较大的头部公司，盈利能力较高，且有望保持稳定。自有船只、光租船只和外租船舶运营面对的是同一个市场，因此假设毛利率变化趋势一致。

表 9：盛航股份的收入与成本预测

指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
运输业务收入：亿元	2.96	3.82	4.80	5.72	7.36	10.56	13.80

yoy	10.92%	29.34%	25.54%	19.17%	28.74%	43.44%	30.63%
自营船舶运输业务：亿元	2.75	3.65	4.36	5.19	6.69	9.59	12.53
自有船只：亿元	2.49	2.83	4.29	5.11	6.58	9.44	12.33
光租船只：亿元	0.26	0.82	0.07	0.08	0.11	0.15	0.20
外租船舶运输业务：亿元	0.20	0.18	0.42	0.50	0.65	0.93	1.22
运力：万载重吨	6.79	10.01	10.61	10.61	15.30	20.90	27.30
yoy	-4.04%	47.33%	6.00%	0.00%	44.21%	36.61%	30.63%
运量：万吨	200.14	230.5	316.69	377.41	510.91	697.96	911.73
yoy		15.17%	37.39%	19.17%	35.37%	36.61%	30.63%
毛利率	31.1%	30.6%	41.6%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
毛利：亿元	0.92	1.17	2.00	2.20	2.83	4.06	5.31

资料来源：Wind，天风证券研究所

股权激励解锁要求 2021-23 年盈利高增长。根据盛航股份 2021 年限制性股票激励计划(草案)，2020-23 年净利润年化增速 25%左右，限制性股票才能解除限售。

表 10：盛航股份限制性股票激励计划（草案）的解锁条件

解除限售期	业绩考核目标	
	公司解除限售系数 100%	公司解除限售系数 85%
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年和 2022 年累积净利润增长率不低于 70%	以 2020 年净利润为基数，2021 年和 2022 年累积净利润增长率不低于 59.5%
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 100%	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 85%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 目标价 32.89 元

综合超额利润贴现估值法和可比公司 2022 年预期平均 PE，给予盛航股份的目标价为 32.89 元。

根据超额利润贴现估值，盛航股份的每股合理价值为 36.21 元。盛航股份未来有望快速发展，新造船和买船可能导致公司现金净流出，不适合用公司自由现金流贴现法或股权自由现金流贴现法估值。但是危化品航运的景气度高，盛航股份盈利能力强，ROE 超过股权融资成本，因此适合用超额利润贴现估值。

表 11：盛航股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.49%
风险溢价	5%	近 5 年沪深 300 指数平均收益 9.7%，近 5 年沪深指数平均收益率为 4.3%
贝塔	1	盛航股份作为新股贝塔偏高，同行业上市较早的中远海能和招商轮船贝塔在 1 左右。因此预期盛航股份未来趋向 1。
半显性期增长率	10%	市场需求增长、市场份额提升带动较快增长
永续增长率	2%	经济增速放缓，运输需求增长放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，盛航股份的超额利润预测及贴现值如表 12。

表 12：盛航股份的超额利润与贴现值

单位：亿元	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	终值
FCFE	0.29	0.56	0.96	1.10	1.21	1.33	1.47	1.61	1.78	1.95	2.15	2.36	40.19
贴现	0.29	0.52	0.82	0.87	0.89	0.91	0.92	0.94	0.96	0.98	0.99	1.01	17.22
权益价值													27.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2022 年平均预期 PE，给予盛航股份 20.64 倍目标 PE，因此每股合理价

值为 29.58 元。可比公司选择业务较类似的航运和危化品物流上市公司：招商轮船、中远海能、中谷物流、密尔克卫、宏川智慧。

表 13：盛航股份的可比公司每股收益 Wind 一致预期和估值

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)				PE		
		20211227	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
601872.SH	招商轮船	4.09	0.30	0.46	0.55	13.48	8.88	7.37	
600026.SH	中远海能	5.79	0.11	0.47	0.61	53.46	12.29	9.43	
603565.SH	中谷物流	27.58	2.26	2.04	2.41	12.20	13.53	11.46	
603713.SH	密尔克卫	140.08	2.54	3.45	4.54	55.21	40.65	30.85	
002930.SZ	宏川智慧	25.39	0.67	0.91	1.12	38.11	27.86	22.73	
	平均					34.49	20.64	16.37	
001205.SZ	盛航股份	23.26	1.10	1.43	1.90	21.08	16.22	12.23	

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

沿海危化品航运准入门槛下降。如果交通部放松对沿海危化品运输的船舶运力管控，那么短期内运力可能大幅增长，行业景气度下降、运价下降，盛航股份的毛利率和净利润可能随之下降。

化工行业产品产量波动风险。在碳中和要求下，化工行业的投资增速可能放缓、产品产量可能下滑，将导致航运需求下滑，沿海危化品航运的景气度可能随之下降，影响盛航股份的运量和毛利率。

公司危化品运输出现安全事故。如果盛航股份在危化品运输过程中发生安全事故，将影响从客户获取业务，主管部门也可能对公司采取监管措施。重大安全事故可能导致比如停业整顿，甚至取消运营资质，盛航股份的经营可能受到重大影响。

燃油价格大幅上涨。燃油价格上涨将导致燃油成本大幅上升，在运价不变的情况下，将影响毛利率和净利率。尽管盛航股份可以与货主重新协商运价，但是短期内的盈利将受影响。

业务快速多元化。盛航股份在沿海危化品运输行业经验多年，具有丰富的经验和较高的盈利能力。如果大跨步进入危化品仓储、公路运输等领域，在建立竞争优势前，利润率可能下降。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	16.47	26.07	512.58	154.31	52.82
应收票据及应收账款	56.22	76.75	82.15	122.42	171.03
预付账款	1.54	5.32	3.29	7.79	8.10
存货	18.21	31.78	26.89	48.64	59.70
其他	40.65	34.90	45.57	46.10	68.01
流动资产合计	133.09	174.82	670.49	379.26	359.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	746.86	782.78	816.99	1,283.87	1,803.01
在建工程	69.50	0.00	40.00	60.00	84.00
无形资产	0.60	0.35	0.34	0.33	0.32
其他	9.70	55.18	55.50	54.08	52.00
非流动资产合计	826.67	838.32	912.83	1,398.28	1,939.33
资产总计	959.75	1,013.14	1,583.32	1,777.54	2,299.00
短期借款	5.01	29.18	30.00	30.00	170.02
应付票据及应付账款	39.03	21.03	54.38	42.70	96.56
其他	98.97	94.38	98.58	99.38	101.77
流动负债合计	143.01	144.59	182.96	172.08	368.35
长期借款	139.56	75.24	50.00	100.00	219.48
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.96	55.27	50.00	50.00	50.00
非流动负债合计	190.53	130.51	100.00	150.00	269.48
负债合计	333.53	275.10	282.96	322.08	637.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	90.20	90.20	120.27	120.27	120.27
资本公积	339.97	339.97	752.88	752.88	752.88
留存收益	536.02	647.84	1,180.09	1,335.19	1,540.91
其他	(339.97)	(339.97)	(752.88)	(752.88)	(752.88)
股东权益合计	626.22	738.04	1,300.36	1,455.46	1,661.17
负债和股东权益总计	959.75	1,013.14	1,583.32	1,777.54	2,299.00

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	60.35	111.82	132.60	172.33	228.57
折旧摊销	40.83	56.17	55.80	93.14	136.87
财务费用	10.43	20.44	10.98	11.08	37.51
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	86.66	(50.41)	22.81	(76.50)	(23.58)
其它	(98.13)	28.11	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	100.15	166.12	222.20	200.04	379.38
资本支出	312.21	16.36	135.27	580.00	680.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(584.75)	(102.08)	(265.27)	(1,160.00)	(1,360.00)
投资活动现金流	(272.53)	(85.73)	(130.00)	(580.00)	(680.00)
债权融资	232.78	179.73	155.31	205.31	464.80
股权融资	72.37	(20.49)	432.00	(11.08)	(37.51)
其他	(147.00)	(231.22)	(192.99)	(172.54)	(228.16)
筹资活动现金流	158.14	(71.99)	394.31	21.69	199.13
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(14.41)	8.96	486.51	(358.27)	(101.49)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	382.36	480.02	572.06	736.46	1,056.40
营业成本	265.19	280.35	352.02	453.19	650.06
营业税金及附加	0.67	0.81	0.96	1.24	1.77
营业费用	3.37	3.55	4.29	5.52	7.92
管理费用	17.79	25.39	28.60	36.82	52.82
研发费用	14.14	18.82	22.31	28.72	41.20
财务费用	10.50	20.49	10.98	11.08	37.51
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
其他	1.25	0.49	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	69.62	129.57	152.89	199.89	265.11
营业外收入	0.12	0.50	2.00	0.87	1.13
营业外支出	0.17	0.27	0.70	0.38	0.45
利润总额	69.57	129.80	154.19	200.38	265.78
所得税	9.22	17.98	21.59	28.05	37.21
净利润	60.35	111.82	132.60	172.33	228.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	60.35	111.82	132.60	172.33	228.57
每股收益(元)	0.50	0.93	1.10	1.43	1.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	29.34%	25.54%	19.17%	28.74%	43.44%
营业利润	35.93%	86.11%	18.00%	30.74%	32.63%
归属于母公司净利润	35.59%	85.27%	18.59%	29.96%	32.64%
获利能力					
毛利率	30.64%	41.60%	38.46%	38.46%	38.46%
净利率	15.78%	23.29%	23.18%	23.40%	21.64%
ROE	9.64%	15.15%	10.20%	11.84%	13.76%
ROIC	13.44%	15.52%	16.85%	20.44%	17.92%
偿债能力					
资产负债率	34.75%	27.15%	17.87%	18.12%	27.74%
净负债率	34.54%	20.82%	-27.48%	3.50%	24.80%
流动比率	0.93	1.21	3.66	2.20	0.98
速动比率	0.80	0.99	3.52	1.92	0.81
营运能力					
应收账款周转率	7.62	7.22	7.20	7.20	7.20
存货周转率	27.55	19.20	19.50	19.50	19.50
总资产周转率	0.45	0.49	0.44	0.44	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.93	1.10	1.43	1.90
每股经营现金流	0.83	1.38	1.85	1.66	3.15
每股净资产	5.21	6.14	10.81	12.10	13.81
估值比率					
市盈率	46.43	25.06	21.13	16.26	12.26
市净率	4.47	3.80	2.15	1.93	1.69
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.88	9.20	7.20
EV/EBIT	0.00	0.00	14.58	13.27	10.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com