

证券研究报告

2022年07月31日

行业报告 | 行业专题研究

航运港口

内贸危化品航运：龙头高增长有望来临

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2022年开启第二轮高增长

IPO募投项目实施，运力规模有望大幅扩张。未来申请运力指标和购买二手船同步推进，有望持续高增长。

扩张运力，市场份额提升

增长主要来自于市场份额提升。作为行业龙头，更容易获得大炼化订单，也更容易获得新增运力指标。

大炼化发展，市场容量扩大

大炼化陆续投产，国产化工品替代进口化工品，运输需求增长。液化气、液氨等运输有望成长为新市场。

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，新增运力获取风险，客户集中度较高的风险

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	天风交运预测EPS(元) (最新总股本)				P/E			
代码	名称	2022-07-29	评级	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
001205.SZ	盛航股份	22.13	买入	0.76	1.01	1.34	1.61	29.06	21.92	16.52	13.73
603209.SH	兴通股份	29.01	买入	1.00	1.25	1.59	2.00	29.14	23.29	18.26	14.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1 内贸危化品航运高门槛

- 运输的危化品主要是易燃易爆、有毒有害的PX、甲醇、烧碱、乙二醇、纯苯、冰醋酸等。
- 安全监管的思路：控制运力规模，使企业盈利高，从而有能力、有意愿加强安全管理。

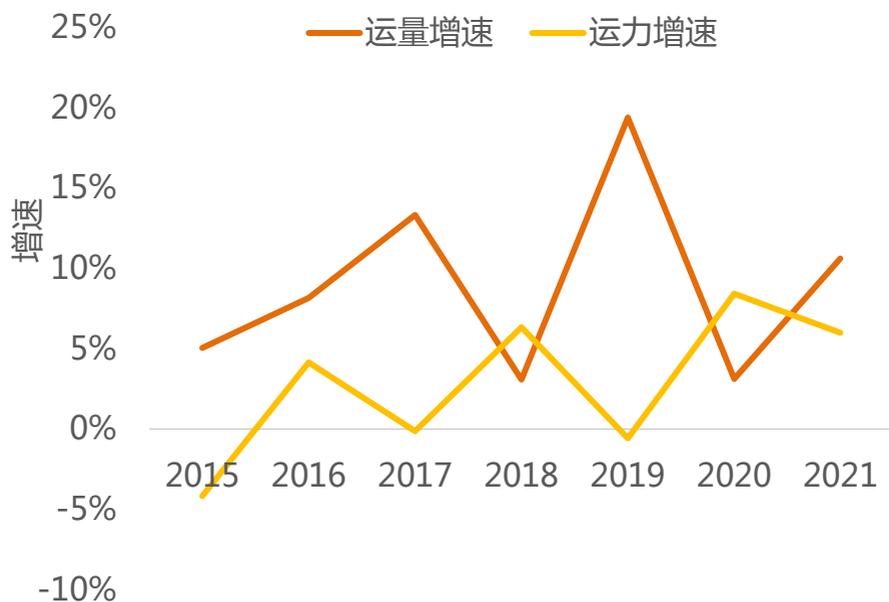
■ 内贸危化品航运的监管不断加强

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。

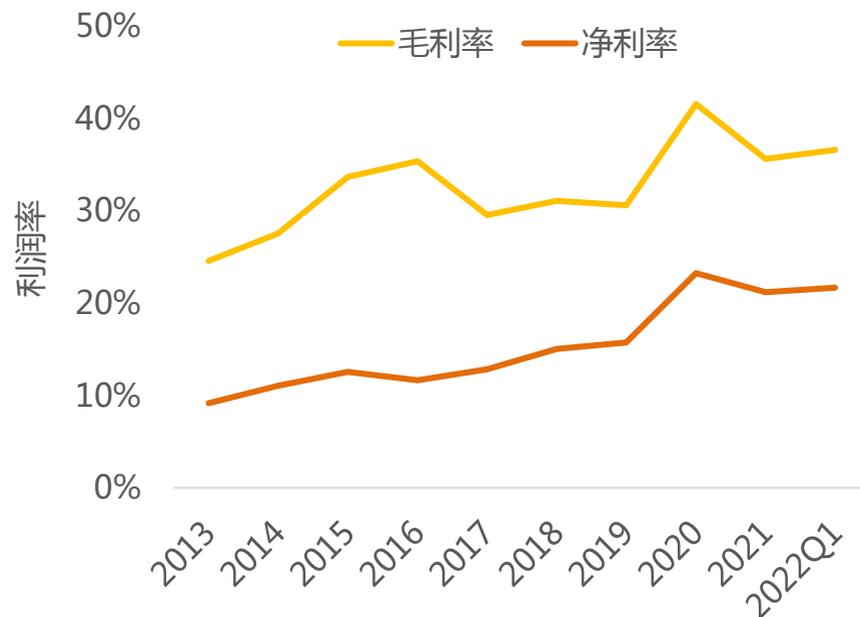
1.2 供需趋紧，盈利能力提升

- 安全监管导致运力增速偏低：2014-21年沿海液体化学品船运力年化增速2.8%，运量年化增速8.8%。
- 供需趋紧导致盈利能力提升：盛航股份的毛利率和净利率都呈上升趋势。

■ 沿海化学品航运的运量增速高于运力增速



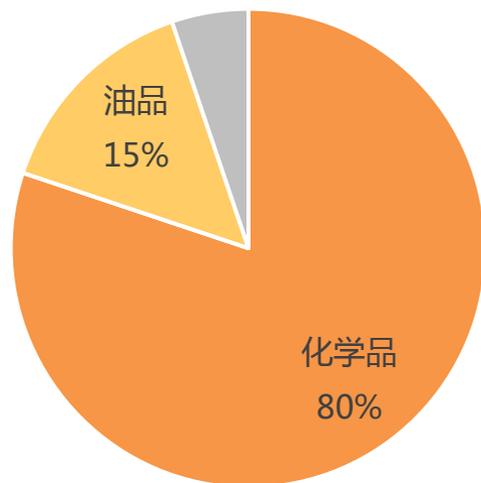
■ 盛航股份的利润率呈现上升趋势



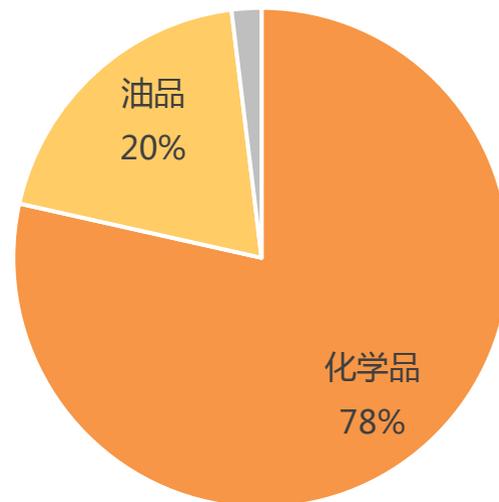
1.3 内贸危化品航运龙头

- 盛航股份和兴通股份都从事国内沿海散装液体化学品、成品油、LPG等水上运输业务。
- 航线通达沿海及长江、珠江中下游水系，形成了辐射国内主要化工产业基地的运输网络。
- 客户：中国石化、中化集团、浙江石化、恒力石化等。

■ 2021年盛航股份的收入主要来自化学品船运输



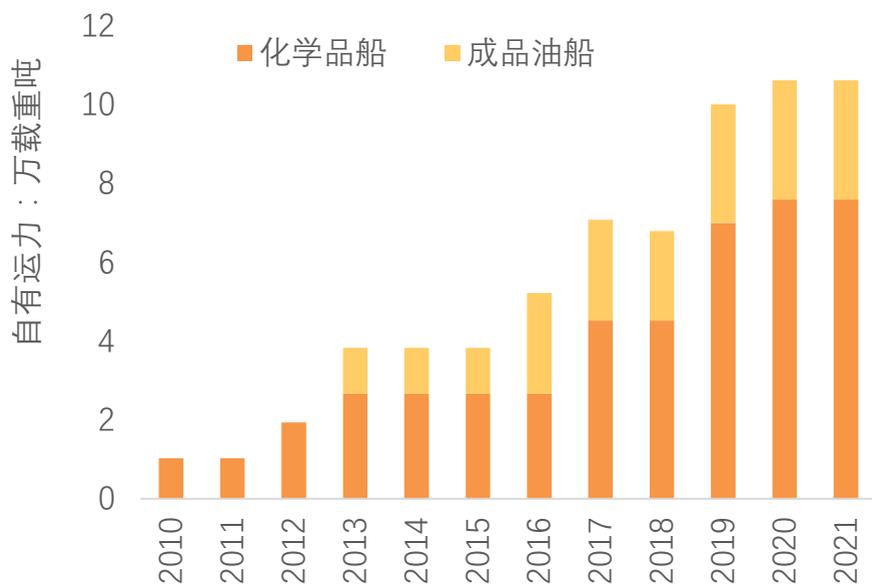
■ 2021年兴通股份的收入主要来自化学品船运输



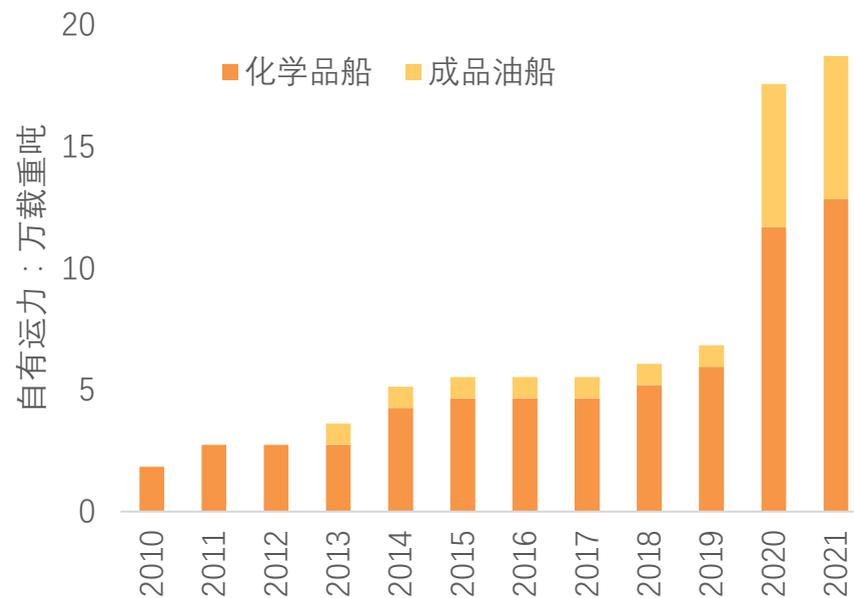
1.3 内贸危化品航运龙头

- 2010-20年，盛航股份和兴通股份的运力规模增长10倍，成为内贸危化品航运龙头。
- 盛航股份的运力增长更加平稳，兴通股份的运力跳跃式增长。

■ 盛航股份的运力稳步增长



■ 2020年兴通股份运力跳跃式增长



2.1 2022年开启第二轮高增长

盛航股份：

- 2021年底，控制船舶22艘（包含三艘租赁船舶），总运力14.37万载重吨。
- 募投项目共增船7艘，其中3艘已经投入运营，剩余4艘（共2.9万载重吨）在推进过程中。
- 截至2022年7月，实际营运船舶24艘，另有4艘在建船舶。预计至2022年底，控制的船舶约增加至30艘，至2025年底预计控制的船舶数量将增加至50艘。

■ 盛航股份的募投新增船舶项目及其进展

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	100%	2018年	2018年	2019年9月
南炼 19	6,004	国内沿海	化学品	100%	2018年	2018年	2020年6月
盛航化1	7,450	国内沿海	化学品	100%	2020年	2021年	2022年5月
造船项目	13,000	国内沿海	成品油	建造中	2020年	2021年	
造船项目	3,720	国内沿海	化学品	建造中	2021年		
造船项目	7,450	国内沿海	化学品	建造中	2021年		
造船项目	5,050	国内沿海	液化石油气	建造中	2021年		

2.1 2022年开启第二轮高增长

兴通股份：

- 2021年运力15艘，总运力18.73万载重吨。
- 募投项目共增船7艘，其中3艘已经投入运营，剩余4艘（共3.05万载重吨）在推进过程中。
- 2021年获得新增运力指标8万吨左右：化学品船1艘10700载重吨，原油船1艘65000载重吨，液化石油气船（非乙烯）1艘4350立方米。

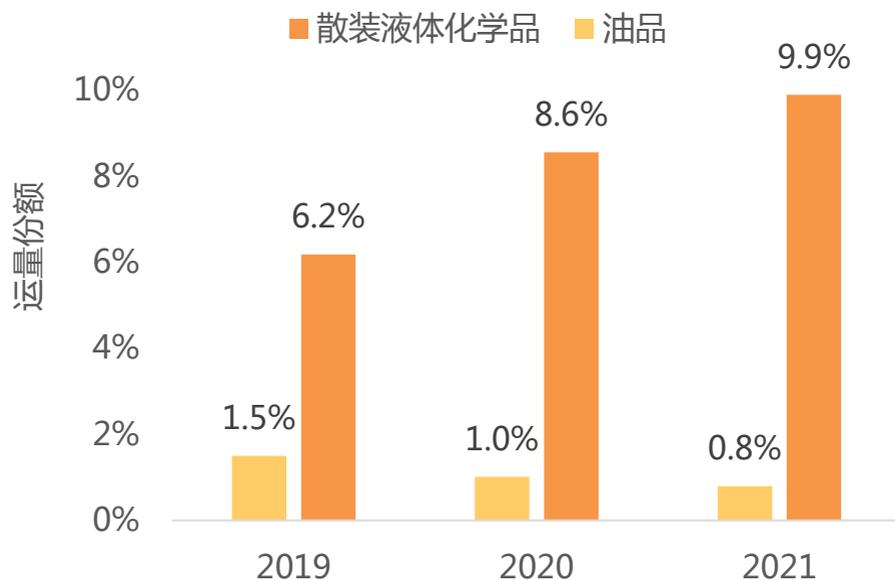
■ 兴通股份的募投新增船舶项目及其进展

项目序号	船舶来源	船舶类型	运力： 载重吨	总投资： 万元	税后静态投资 回收期：年	税后内部 收益率	项目建设 周期
1	购置	化学品船	12500	12200	4.99	24.73%	已投运
2	购置	成品油船	50000	19000	5.84	20.06%	已投运
3	购买或新造	化学品船	5500	7700	10.14	12.68%	已投运
4	购买或新造	化学品船	7500	10500			4年
5	购买或新造	化学品船	7500	10500			4年
6	新建置换	化学品船	8000	11200	9.23	13.23%	3年
7	新建置换	化学品船	7500	10430			3年

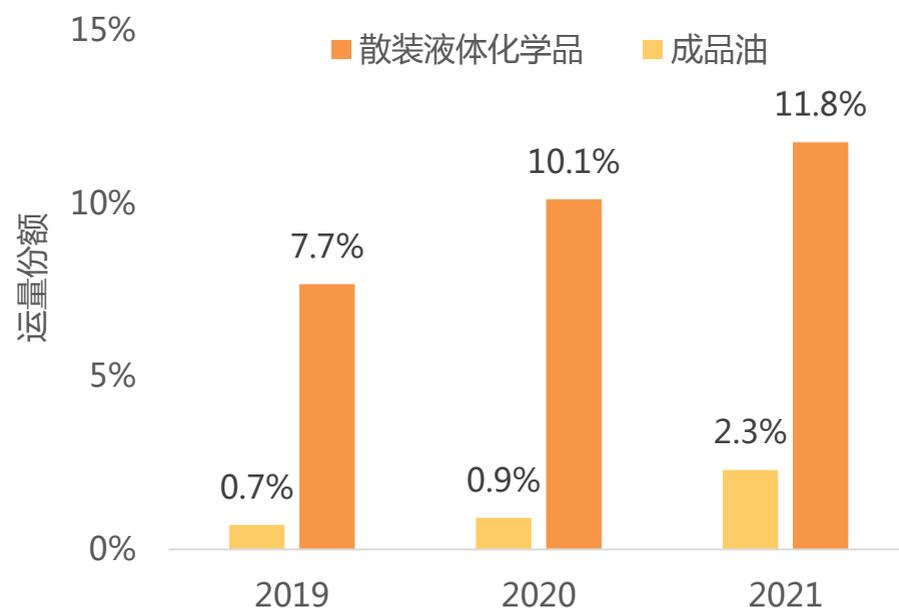
2.2 增长空间较大

- 沿海化学品：盛航股份和兴通股份的市场份额均在10%左右，2025年有望大幅提升。
- 沿海成品油：盛航股份和兴通股份的市场份额较低，随客户新项目投产扩大规模。
- 沿海液化气：盛航股份和兴通股份2022年初刚进入市场，未来成长空间大。
- 长江危化品航运、国际危化品航运、公路运输、货代等是未来潜在业务方向。

■ 盛航股份的沿海危化品航运运量份额



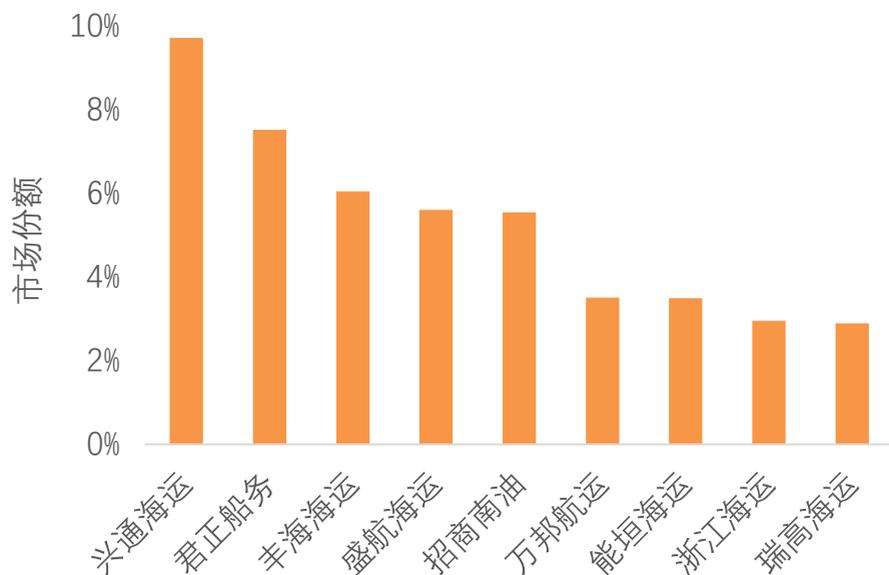
■ 兴通股份的沿海危化品航运运量份额



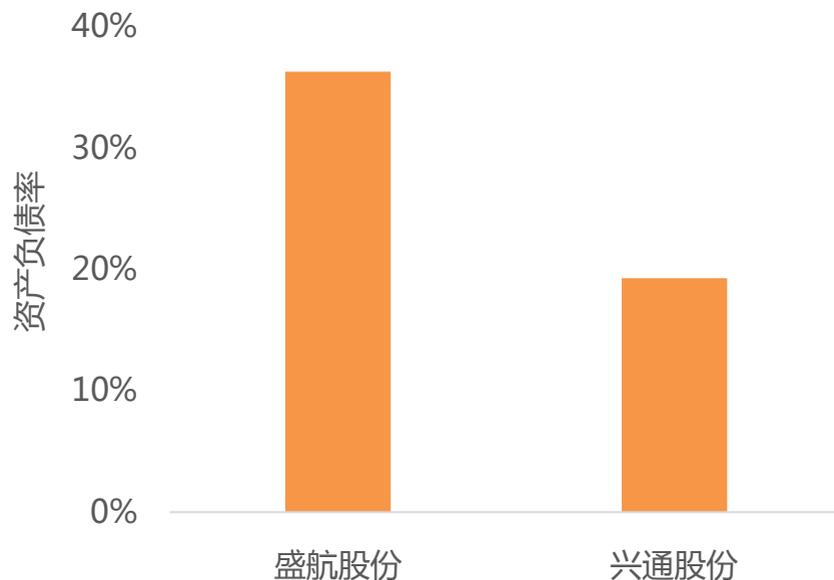
2.3 扩张能力强

- 盛航股份和兴通股份已经是行业龙头，市场认可度高，竞争力强。
- 盛航股份和兴通股份2022年一季度资产负债率都较低，加杠杆的空间较大。
- 2021年盛航股份和兴通股份的经营净现金流分别为1.86和3.18亿元，持续投资能力强。

■ 2021年国内沿海散装液体化学品航运市场结构



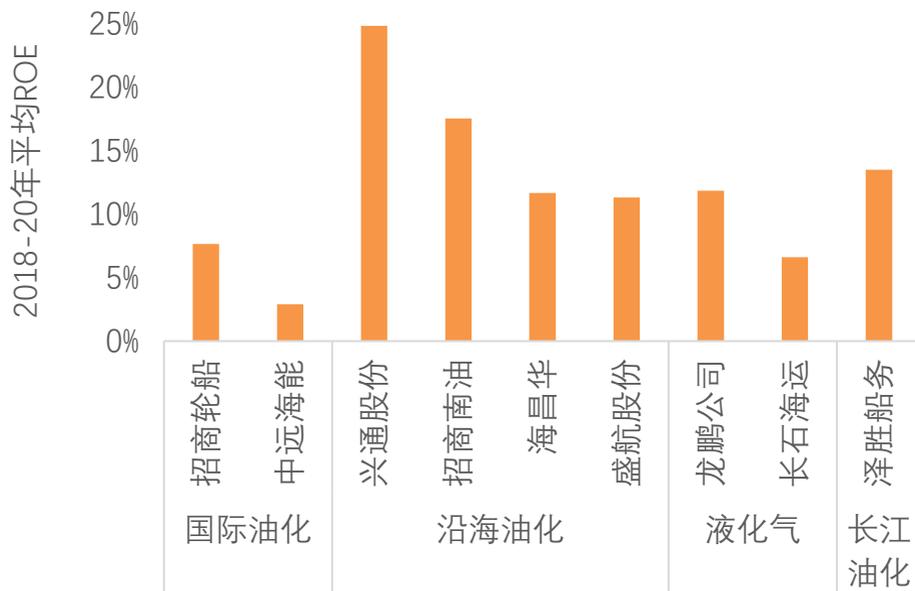
■ 2022Q1盛航股份和兴通股份的资产负债率低



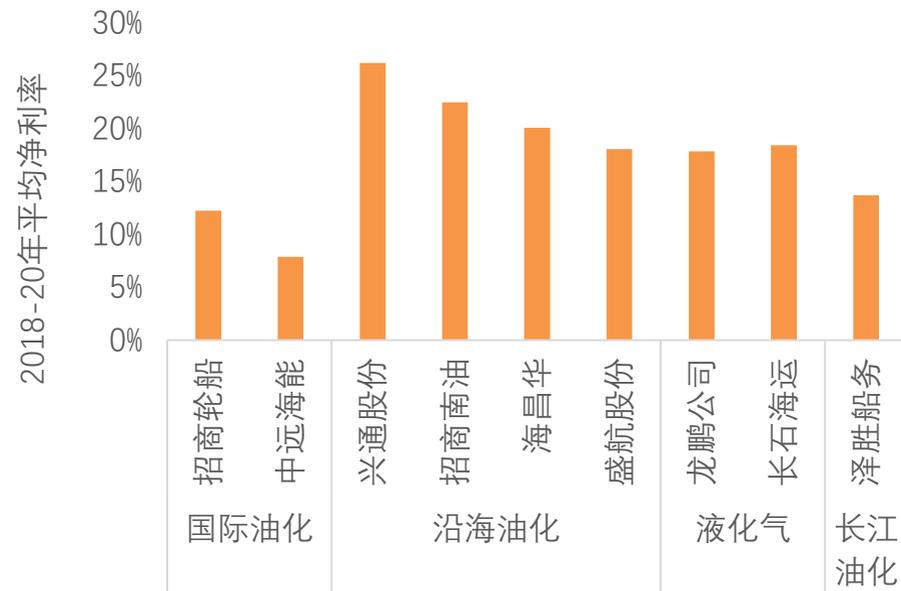
2.4 盈利能力强

- 高准入门槛使内贸危化品航运公司的盈利能力高于国际运输。
- 兴通股份的盈利能力（ROE和销售净利率），在行业内领先。

■ 兴通股份的ROE水平在行业内领先



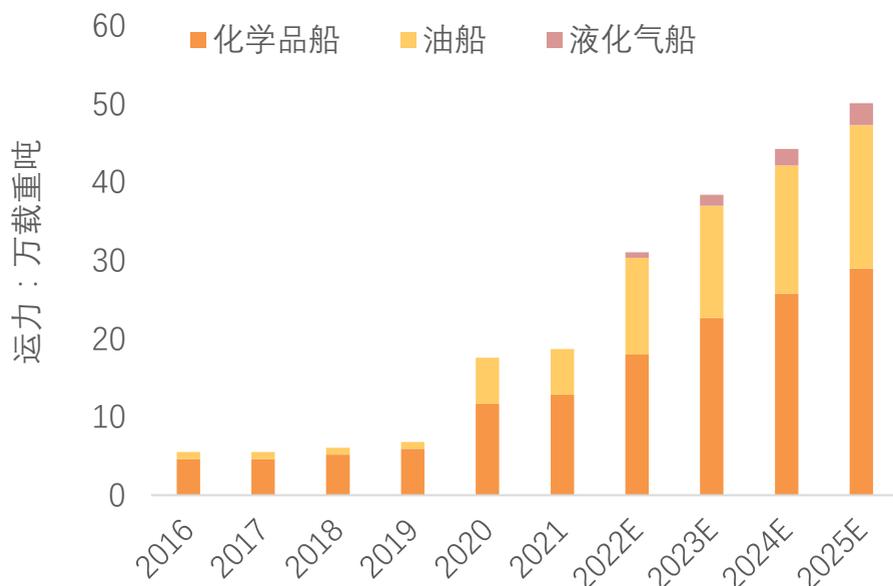
■ 兴通股份的销售净利率在行业内领先



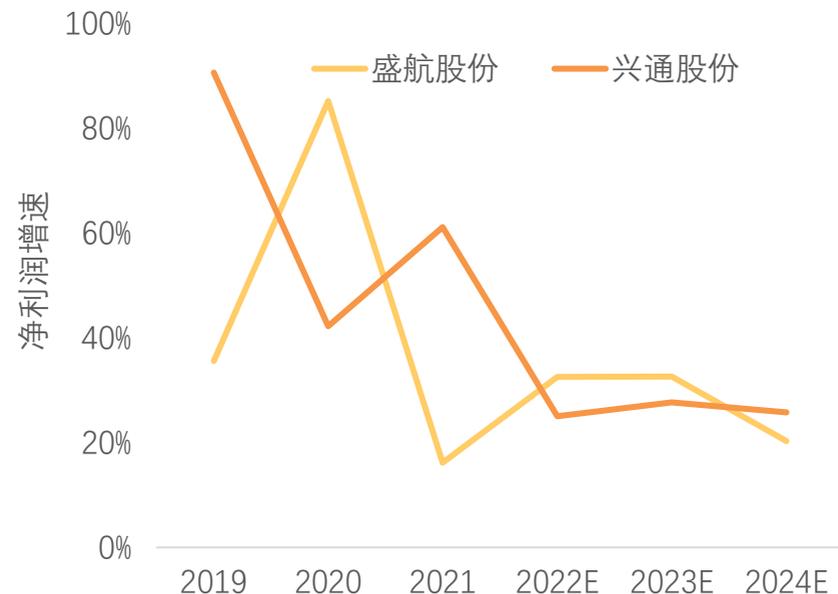
2.5 预计运力和利润较快增长

- 运力扩张推动盈利增长，我们预计2021-24年盛航股份和兴通股份净利润年化增速30%左右。
- 两家公司继续通过买船和造船扩大船队规模，我们假设每年造船3艘、买船多艘。
- 利润率比较稳定，随油价略有波动。交通部严格限制新增运力，市场供需紧平衡，有望维持高景气度。作为头部公司，盈利能力较强，且有望保持稳定。

■ 兴通股份的船队规模有望继续快速扩张



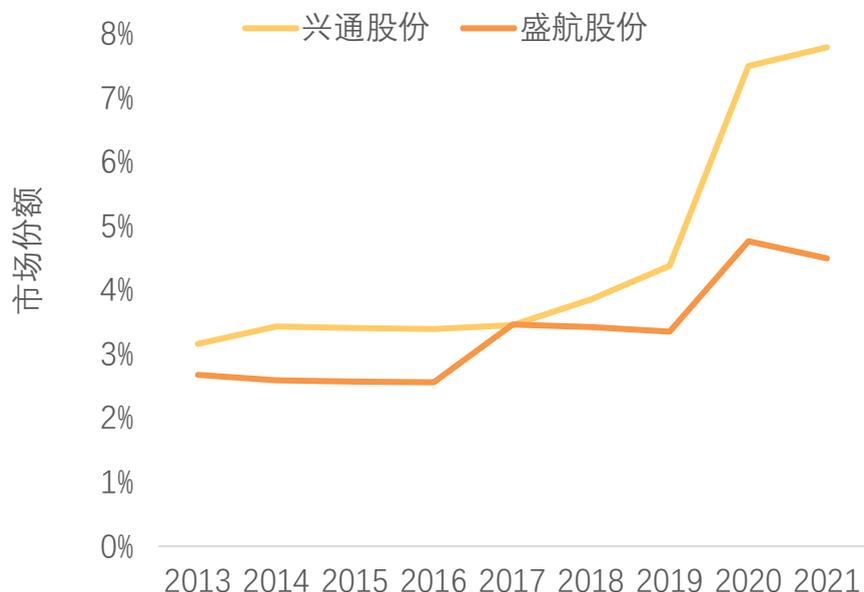
■ 预计2022-23年兴通股份盈利快速增长



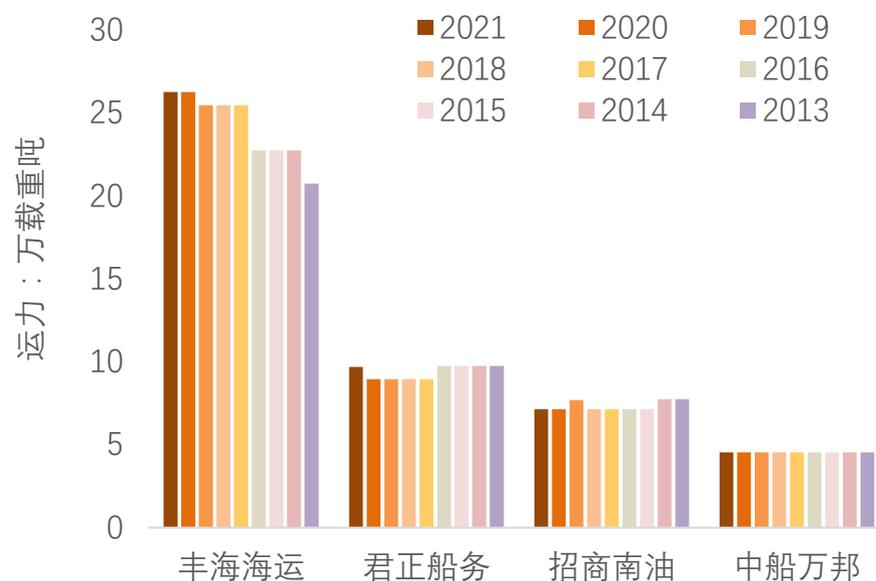
3.1 运力增长来自份额提升

- 盛航股份和兴通股份的运力增长主要来自份额提升。
- 其他头部公司的运力规模比较稳定，中小型公司普遍增速较慢。
- 丰海海运破产重整，业务处于调整期。

■ 运力增长来自于市场份额提升



■ 其他头部公司运力规模比较稳定



注：统计的是中国籍化学品船舶，丰海海运包括内贸和外贸化学品船

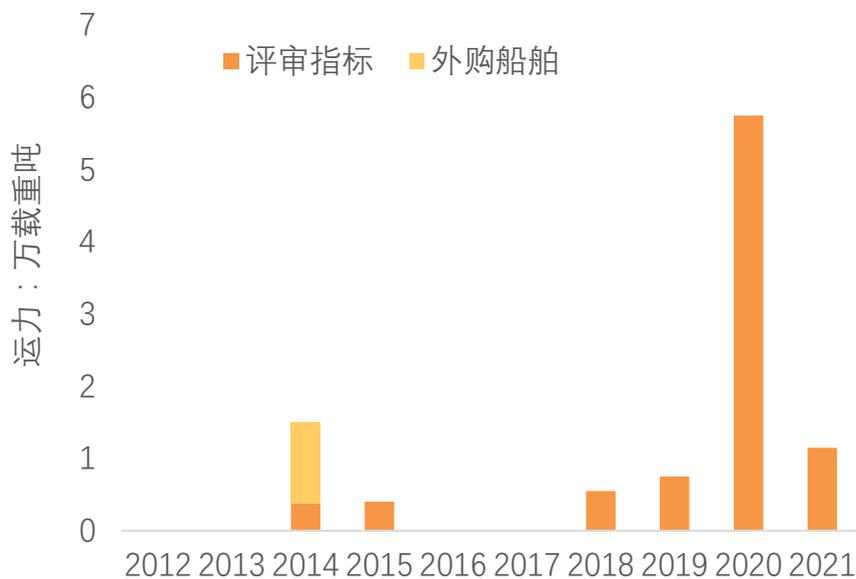
3.2 外购和新造船推动成长

- 过去，盛航股份和兴通股份分别主要通过购买带牌照二手船和申请新增牌照扩张运力。
- 未来，申请新增运力指标和购买二手船扩张运力，2021-25年有望实现高增速。

■ 盛航股份运力增长多数来自外购带牌照船舶



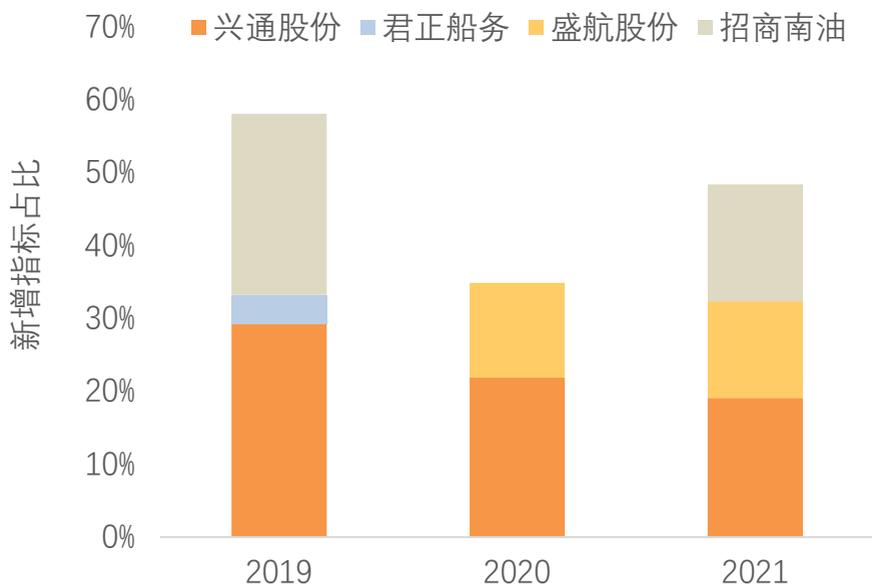
■ 兴通股份运力增长多数来自获得新增运力指标



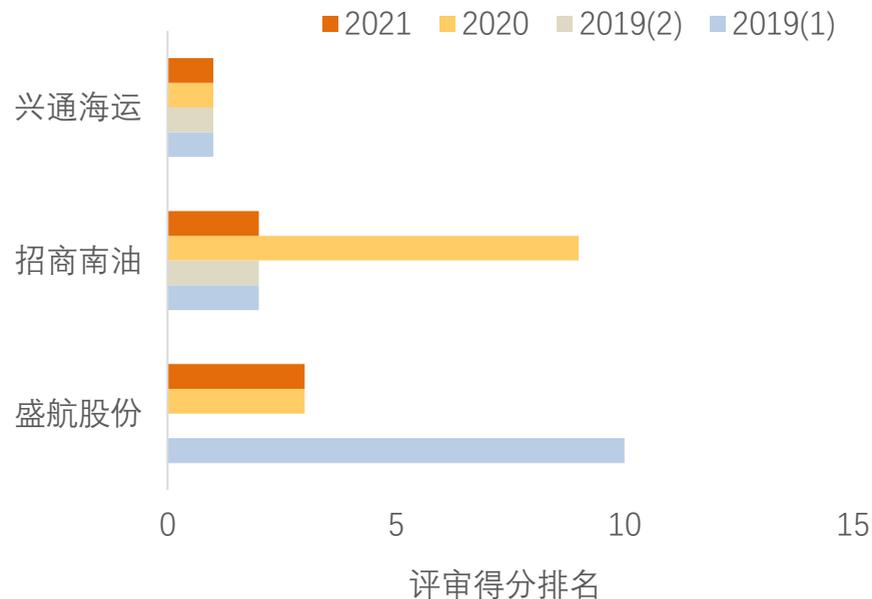
3.2 外购和新造船舶推动成长

- 兴通股份的新增运力评审排名第一，获得指标最多，盛航股份也较多。
- 兴通股份和盛航股份未来有望继续获得化学品船、油船、液化气船评审指标。

■ 兴通股份获得新增运力指标较多



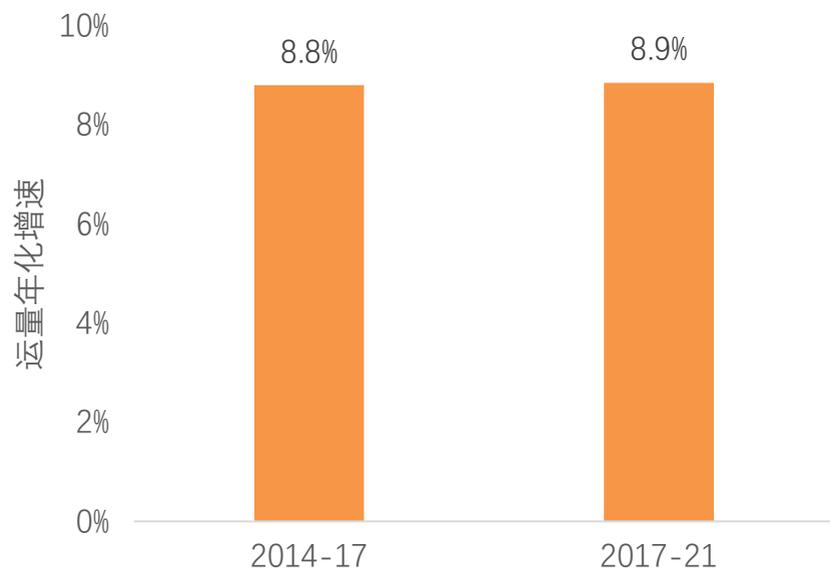
■ 兴通股份在新增运力评审中排名第一



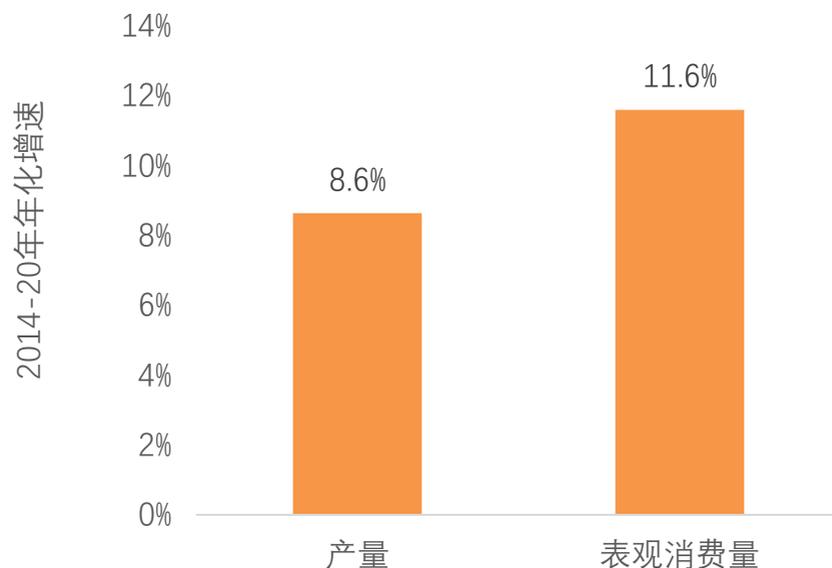
4.1 大炼化发展带动运量增长

- 2014-21年，沿海化学品海运量年化增速在8.8%左右，与液化石油气产销量增速接近。
- 液化石油气主要用于生产化工产品，比如乙烯、丙烯、PX是化学品的主要生产原料。

■ 沿海省际化学品海运量较快增速



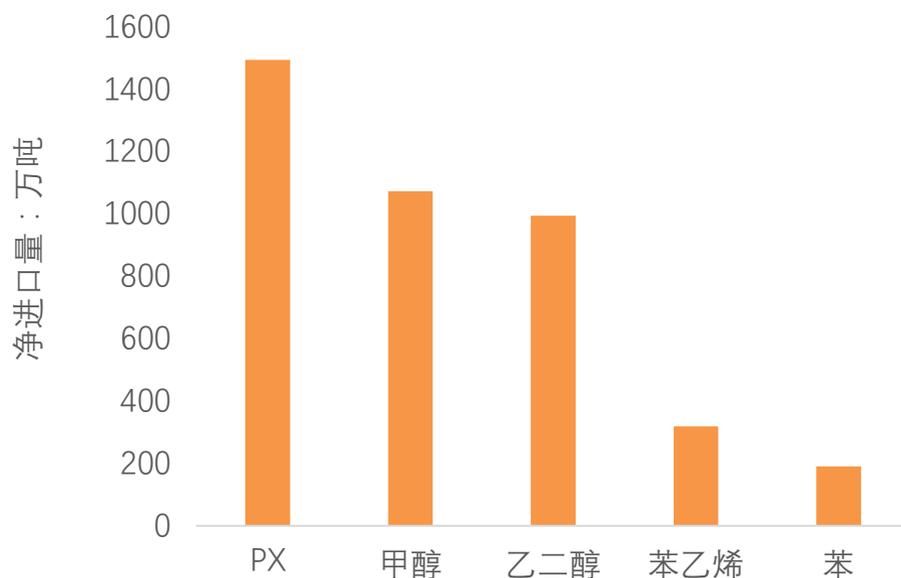
■ 中国液化石油气的产量和消费量较快增长



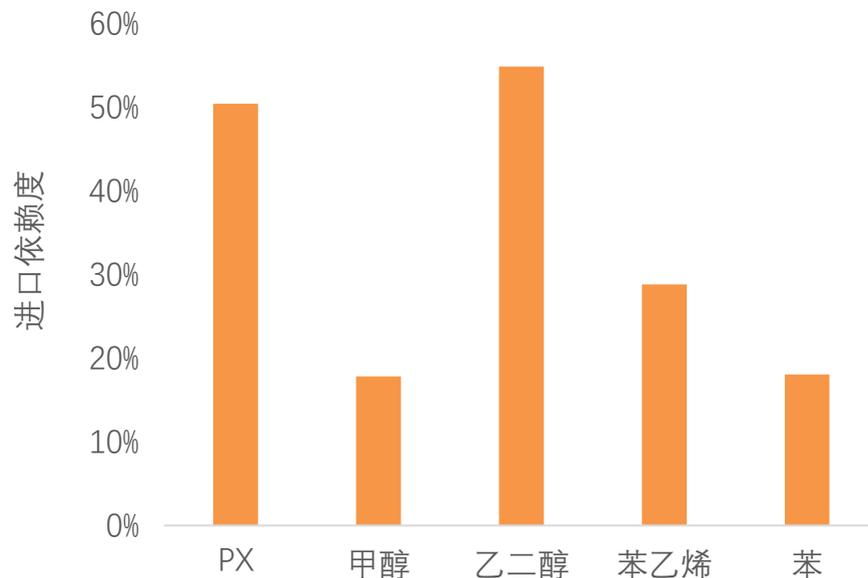
4.1 大炼化发展带动运量增长

- 国产产品有望替代进口产品，使沿海化学品运量增速高于需求量增速。
- 化学品净进口部分是未来国产替代的增长空间，甚至部分产品可能实现净出口。

■ 2019年中国部分液体化学品的净进口量还较大



■ 2019年中国部分液体化学品的进口依赖度较高



4.1 大炼化发展带动运量增长

- 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年仍有新的大炼化项目投产，我们预计沿海液货危险品航运需求继续较快增长。
- 2022-23年仍有部分大炼化项目陆续投产

序号	项目	项目概况	投产时间
1	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
2	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
3	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
4	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
5	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
6	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
7	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

4.2 内贸危化品航运市场容量较大

- 假设2020-30年化学品船市场保持8%左右增速，液化气船市场保持10%左右增速，油船和新型低碳燃料运输船市场规模保持2%左右增速，长江液货危险品航运市场规模保持稳定。那么沿海和长江液货危险品航运市场容量，到2025年和2030年收入将分别较2020年增长18%和44%左右。

■ 沿海和长江省际液体危险品运输市场规模有望继续增长

市场容量：亿元		2020年		预期 年化增速	2025年		2030年	
		收入	净利润		收入	净利润	收入	净利润
沿海	油船/低碳燃料船	105	10	2%	116	11	128	13
	化学品船	41	10	8%	60	14	88	21
	液化气船	16	3	10%	26	5	43	9
长江	危化品船	55	7	0%	55	7	55	7
合计		218	30		258	38	314	49
比2020年增幅					18%	26%	44%	63%

5 盈利预测

- 募投项目实施、获批指标造船、购买二手船将推动运力快速增长，根据Wind一致预期，盛航股份和兴通股份2021-24年归母净利润增速有望在30%左右。
- 2025-2030年，市场容量增长、份额提升，盛航股份和兴通股份有望保持10%-20%增速。

■ 盛航股份和兴通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） 2022/7/29	Wind一致预期EPS（元）			Wind一致预期PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	146.90	2.66	3.79	5.31	55.13	38.73	27.65
002930.SZ	宏川智慧	22.65	0.61	0.75	0.99	37.13	30.15	22.77
001205.SZ	盛航股份	22.13	1.21	1.05	1.41	18.35	21.06	15.67
603209.SH	兴通股份	29.01	1.33	1.20	1.66	21.81	24.10	17.51

4.2 风险分析

- **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，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。**长期看，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。短期看，化工品等需求可能受疫情影响，炼厂的开工率和负荷率可能下降。沿海危化品航运的景气度可能随之下滑，影响运量和毛利率。
- **公司危化品运输出现安全事故。**如果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，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。尽管航运公司可以与货主重新协商运价，但是短期内的盈利将受影响。
- **新增运力获取风险。**两家公司获取交通部运力评审指标和收购二手船都存在不确定性。
- **客户集中度较高的风险。**两家公司的客户主要是国内大中型炼化企业，如果部分大客户的业务终止，那么可能导致公司运力周转率下降，影响盈利水平。

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

THANKS