

盛航股份 (001205.SZ) 买入 (首次评级)

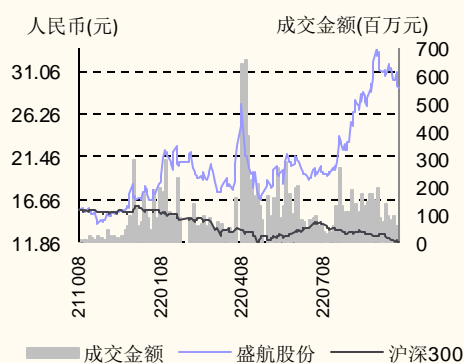
公司深度研究

市场价格(人民币): 29.13元

目标价格(人民币): 39.25元

市场数据(人民币)

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.71 |
| 已上市流通A股(亿股) | 1.17 |
| 总市值(亿元) | 49.83 |
| 年内股价最高最低(元) | 33.60/13.99 |
| 沪深300指数 | 3805 |
| 深证成指 | 10779 |



内贸化学品海运龙头，布局液氨先发优势明显

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 480 | 613 | 912 | 1,248 | 1,625 |
| 营业收入增长率 | 25.54% | 27.64% | 48.85% | 36.80% | 30.28% |
| 归母净利润(百万元) | 112 | 130 | 193 | 269 | 378 |
| 归母净利润增长率 | 85.27% | 16.23% | 48.58% | 39.19% | 40.82% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.240 | 1.081 | 1.129 | 1.571 | 2.212 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.84 | 1.55 | 2.58 | 2.74 | 3.72 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 15.15% | 9.91% | 13.09% | 15.78% | 18.69% |
| P/E | 0.00 | 22.44 | 25.81 | 18.54 | 13.17 |
| P/B | 0.00 | 2.22 | 3.38 | 2.93 | 2.46 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内贸化学品海运龙头，盈利能力逆势增长。**公司主要从事国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油水上运输业务，2022H1 化学品运输收入占比 85%。自成立以来公司持续扩大运力，2022H1 化学品船运力市占率为 9.5%。2016-2021 年公司营收 CAGR 为 23.7%，归母净利润 CAGR 为 39.4%。2022H1 实现收入 3.93 亿元、归母净利润 0.9 亿元，同比分别增长 38%、44%；毛利率、净利率分别为 39%、23%，盈利能力逆势增长。
- **新增运力严格受限，行业集中度确定提升。**1、需求端：多个沿海大型炼化一体项目陆续投产，运输需求维持稳定增长。2021 年沿海化学品、液化气、成品油运输量合计同比增长 7%至 1.2 亿吨。2、供给端：行业新增运力实行严格审批制度。2021 年沿海化学品、液化气、成品油运力合计同比增长 3%至 1270 万载重吨。2021 年沿海化学品航运公司达 86 家，而全年仅 8 条新船获批。与此同时，头部企业积极并购船舶，行业集中度进一步提升。
- **并购船舶经验丰富，布局液氨先发优势明显。**1、更丰富的并购经验：2016-2021 年公司累计购置船舶 13 艘，交易次数高于可比公司，运力增长可期。2、积极拓展液氨市场：2022 年 6 月公司收购安德福能源供应链 51%的股权和安德福能源发展 49%的股权，分别布局液氨运输与贸易，此外公司自建的国内第 1 艘内贸液氨气体船将于 2024 年率先投用。3、油品船转外贸化学品运输：公司计划将低毛利率的油品船转为外贸化学品运输，同时拟成立境外子公司及采购外贸运力，预计 2023 年盈利能力将边际改善。
- **预计运力规模持续增长，投资收益稳定贡献利润。**公司积极通过运力申请及并购扩大船队规模，预计 2025 年内贸化学品船达到 50 艘，2026 年外贸船达到 18 艘。2022 年公司收购安德福及盛邦物流，预计 2022-2024 年有望带来投资收益 0.11 亿元、0.29 亿元、0.40 亿元。

投资建议

- 公司运力增长确定性强，布局液氨市场先发优势明显。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.93/2.69/3.78 亿元，参考行业平均估值及公司业绩增速，给予 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 39.25 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 化工行业波动风险、运力调控政策风险、船舶安全运营风险、新增运力获取风险、大股东和一致行动人减持风险、限售股解禁风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、深耕液体化学品航运，业绩高增长 | 4 |
| 1.1 深耕液体化学品航运，布局液氨及危化品公路运输 | 4 |
| 1.2 营收增速业内领先，业绩维持高增 | 5 |
| 二、新增运力严格受限，行业集中度确定提升 | 6 |
| 2.1 需求端：市场规模持续增长，炼化一体化推动需求提升 | 6 |
| 2.2 供给端：化学品运输行业监管严格，运力增长受控 | 9 |
| 三、并购船舶经验丰富，布局液氨先发优势明显 | 13 |
| 3.1 “内生+外延”成长，运力增长可期 | 14 |
| 3.2 布局液氨市场，享受增长红利 | 16 |
| 3.3 油品船转外贸，盈利能力提升 | 18 |
| 四、盈利预测与估值 | 20 |
| 4.1 盈利预测 | 20 |
| 4.2 投资建议及估值 | 22 |
| 五、风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 2005 年现实控人接手公司并带领公司不断成长 | 4 |
| 图表 2: 2022H1 公司化学品运输营收占比 84.6% | 4 |
| 图表 3: 2022H1 公司化学品运输收入同增 39% | 4 |
| 图表 4: 2022H1 公司营收同比增长 38% | 5 |
| 图表 5: 公司营收规模领先同行 | 5 |
| 图表 6: 2022H1 公司营收增速反超同业可比公司 | 5 |
| 图表 7: 2022H1 公司归母净利润同比增长 43% | 6 |
| 图表 8: 公司净利率持续攀升 | 6 |
| 图表 9: 相较于同行，2022H1 公司毛利率逆势增长 | 6 |
| 图表 10: 公司化学品运输毛利率较高 | 6 |
| 图表 11: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16% | 7 |
| 图表 12: 预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元 | 7 |
| 图表 13: 区域间供需不平衡驱动运输需求产生 | 8 |
| 图表 14: 炼化一体化项目投产带动运输需求增加 | 8 |
| 图表 15: 2021 年沿海省际化学品运输量同增 10.61% | 9 |
| 图表 16: 2021 年沿海成品油运输量同增 4% | 9 |
| 图表 17: 2021 年沿海液化气运输量同增 30.6% | 9 |
| 图表 18: 2020 年危化品水路运输方式占比升至 23% | 9 |
| 图表 19: 运力供给受国家严格管控 | 10 |
| 图表 20: 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 | 10 |
| 图表 21: 2021 年仅 8 家企业获批新增化学品船运力指标，9 家企业获批新增 | |

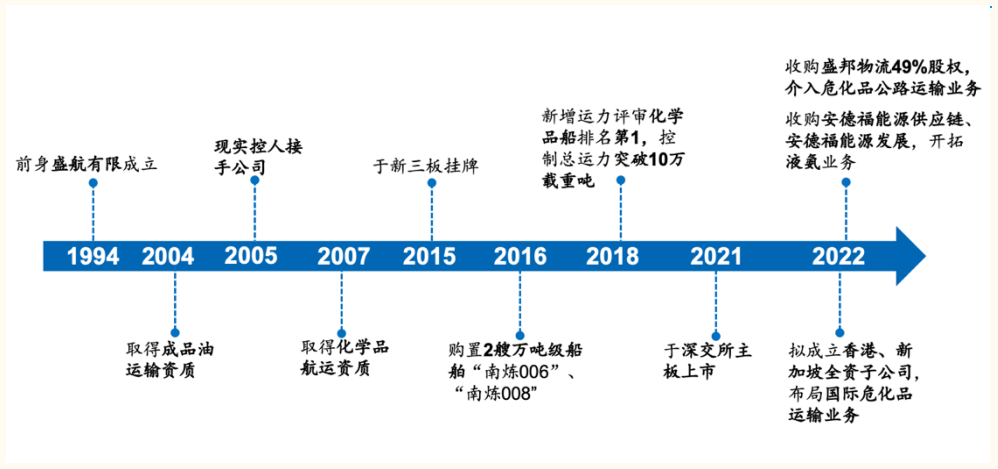
| | |
|---|----|
| 气体船运力指标..... | 11 |
| 图表 22: 2022 年交通运输部规划新增 8 万载重吨化学品船..... | 12 |
| 图表 23: 2021 年我国化学品船总运力 128.9 万载重吨..... | 12 |
| 图表 24: 2021 年我国油船总运力为 1114.1 万载重吨..... | 12 |
| 图表 25: 2021 年我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨..... | 12 |
| 图表 26: 业内大型企业相对较少, 以民营企业为主..... | 13 |
| 图表 27: 2019-2022H1 年主要公司运力市占率提升..... | 13 |
| 图表 28: 大型企业化学品船新增运力占比高..... | 13 |
| 图表 29: 2022H1 公司化学品船运力达 12.68 万载重吨..... | 14 |
| 图表 30: 2022H1 兴通股份化学品船运力达 13.38 万载重吨..... | 14 |
| 图表 31: 公司化学品运输收入高于同行..... | 14 |
| 图表 32: 公司化学品货运输收入占比大幅提升..... | 14 |
| 图表 33: 公司 2021 年获批 1 艘化学品船、1 艘液化气船..... | 14 |
| 图表 34: 截至 2022H1 公司造船项目及其进展..... | 15 |
| 图表 35: 2016-2021 年公司累计购置 13 艘船舶..... | 15 |
| 图表 36: 2016-2021 年公司累计购置运力近 9 万载重吨..... | 15 |
| 图表 37: 2022H1 公司总运力达 15.69 万载重吨..... | 16 |
| 图表 38: 2022H1 公司化学品船运力市占率达 9.5%..... | 16 |
| 图表 39: 2021 年公司货运量达 460 万吨..... | 16 |
| 图表 40: 2021 年公司化学品货运量市占率达 10.8%..... | 16 |
| 图表 41: 2021 年安德福能源供应链营收 1.69 亿元..... | 16 |
| 图表 42: 2021 年安德福能源供应链净利润 1671 万元..... | 16 |
| 图表 43: 安德福能源供应链业绩承诺..... | 17 |
| 图表 44: 2021 年安德福能源发展实现营收 1.95 亿元..... | 17 |
| 图表 45: 2021 年安德福能源发展实现净利润 1242 万元..... | 17 |
| 图表 46: 预计 2050 年全球氨需求达到 6.9 亿吨..... | 18 |
| 图表 47: 全球 120 多个港口拥有氨装卸设施..... | 18 |
| 图表 48: 2021 年我国合成氨产量达 5909 万吨..... | 18 |
| 图表 49: 2021 年我国合成氨表观需求量约 5990 万吨..... | 18 |
| 图表 50: 预计 2026 年外贸运营船舶数量增加至 18 艘..... | 19 |
| 图表 51: 拟投资 2200 万美元购置 2 艘外贸化学品船..... | 19 |
| 图表 52: Stolt Nielsen 和 Odfjell 为全球领先的船东..... | 19 |
| 图表 53: 行业内侧重外贸化学品运输的企业毛利率水平维持 10%以上..... | 19 |
| 图表 54: 预计 2021-2024 年全球化学品海运需求 CAGR 为 4%..... | 20 |
| 图表 55: 公司经营数据假设..... | 20 |
| 图表 56: 公司收入假设..... | 21 |
| 图表 57: 公司成本假设..... | 21 |
| 图表 58: 公司投资收益假设..... | 22 |
| 图表 59: 可比公司估值比较 (市盈率法)..... | 22 |

一、深耕液体化学品航运，业绩高增长

1.1 深耕液体化学品航运，布局液氨及危化品公路运输

- 盛航股份是我国液体化学品航运龙头企业之一，成立于 1994 年，主要从事国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油水上运输业务，目前在内贸化学品航运市场的市占率约为 9.5%。
- 成立之初，公司隶属于南京市粮食局，于 2004 年取得成品油运输资质，2005 年现实控人李桃元接手公司，并于 2008 年推动引进南京炼油厂成为公司控股股东，借此进入中石化供应体系（现为公司最大客户）。2021 年公司于深交所成功上市，是国内首家上市的民营液体化学品航运公司。2022 年，公司收购盛邦物流 49% 股权布局危化品公路运输，收购安德福能源供应链及安德福能源发展，开拓液氨运输及贸易业务。

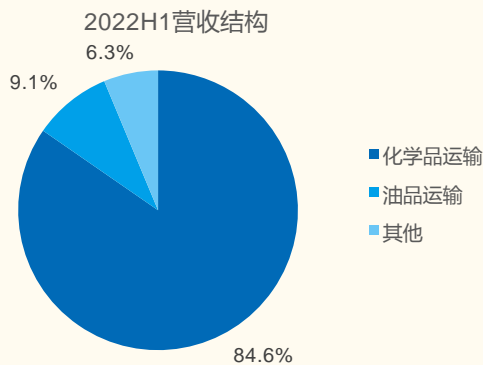
图表 1：2005 年现实控人接手公司并带领公司不断成长



来源：公司公告，国金证券研究所

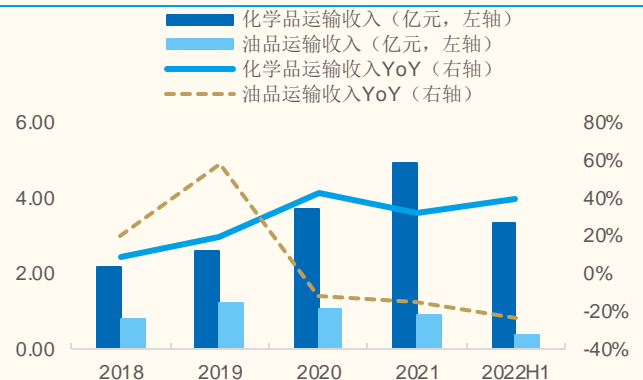
- 公司以化学品运输业务为主。截至 2022H1，公司拥有船舶 24 艘，总运力 15.69 万载重吨，其中化学品船 21 艘，运力 12.68 万载重吨，运力市占率约为 9.5%，油品船 3 艘，运力 3.01 万载重吨。2022H1 公司化学品运输、油品运输、销售商品分别实现营收 3.32 亿元、0.36 亿元和 0.24 亿元，占收入比重分别为 84.6%、9.1%和 6.2%。
- 化学品运输收入维持高增速。2018-2021 年，公司化学品运输收入 CAGR 达 31%，同期油运业务收入及占比均呈下降趋势。2022H1 公司化学品运输收入同比增长 39%，受油品运输市场变化，油品运输收入同比下降 24%。

图表 2：2022H1 公司化学品运输营收占比 84.6%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2022H1 公司化学品运输收入同增 39%

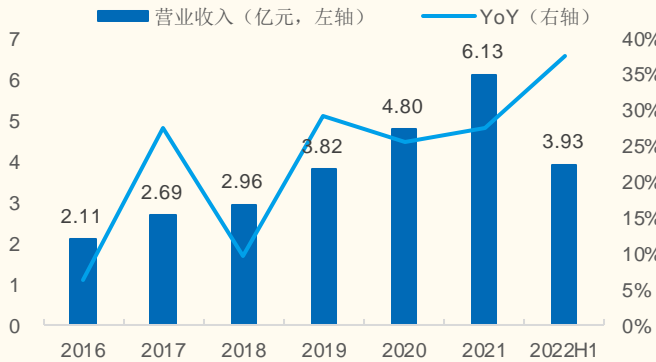


来源：公司公告，国金证券研究所

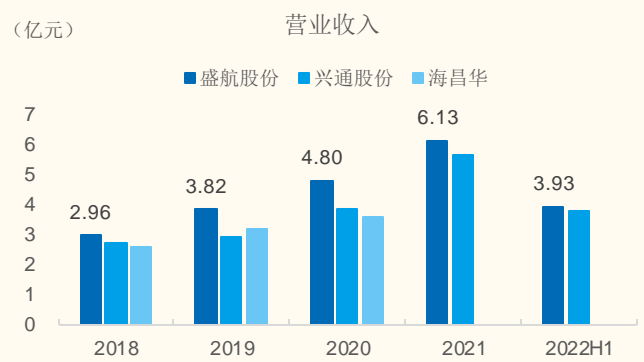
1.2 营收增速业内领先，业绩维持高增

- 公司历史业绩高增。2016-2021 年公司营业收入大幅增长，由 2016 年的 2.11 亿元增长至 2021 年的 6.13 亿元，CAGR 为 23.7%。且 2018-2022H1，公司营收规模持续领先于同业可比公司。2022H1 公司实现营收 3.93 亿元，同比增长 37.66%，增速反超同业可比公司。

图表 4：2022H1 公司营收同比增长 38%



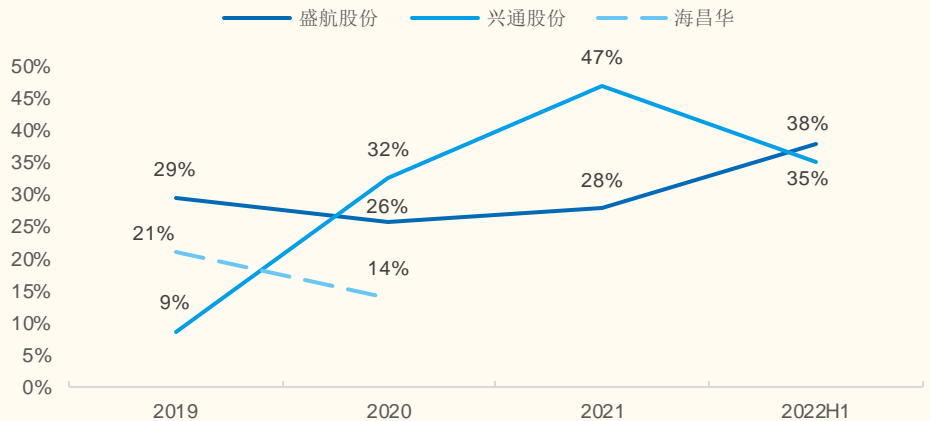
图表 5：公司营收规模领先同行



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

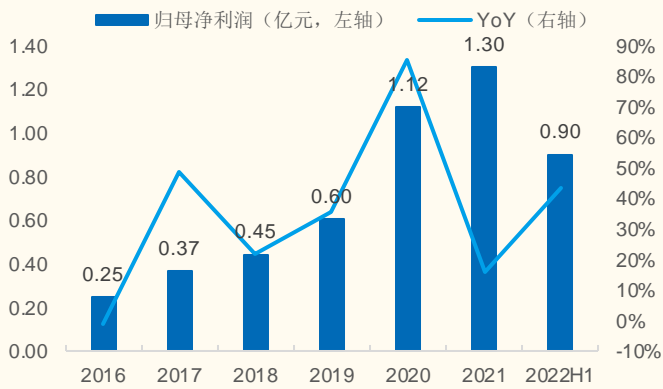
图表 6：2022H1 公司营收增速反超同业可比公司



来源：公司公告，国金证券研究所

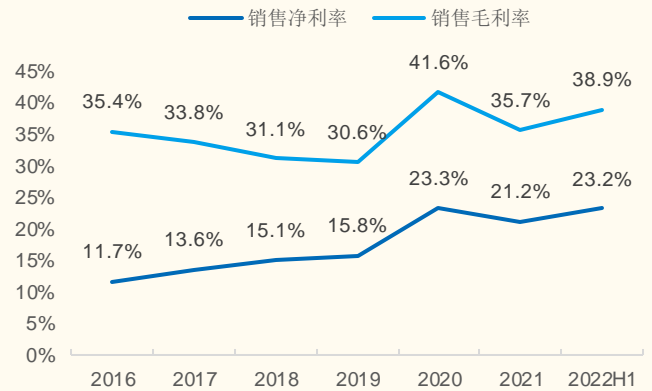
- 盈利规模持续提升。2016-2021 年，公司归母净利润由 2016 年的 0.25 亿元增长至 2021 年的 1.3 亿元，CAGR 为 39.4%。2022H1 公司实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 43%。
- 公司净利率持续攀升。2016-2021 年，公司净利率整体呈稳步提升的态势，2021 年净利率为 21.2%，较 2016 年提升 10pct。2021 年公司毛利率为 35.7%，位居行业第一梯队，仅次于兴通股份。2022H1 公司毛利率、净利率分别为 38.9%、23.2%，与兴通股份的差距大幅缩小。
- 2020 年公司毛利率较 2019 年大幅上升 9.36pct，主要系：1、购买光租船舶转为固定资产，折旧费用低于租赁费用；2、市场燃油价格下降；3、自建船舶“南炼 18”和“南炼 19”投运。2022H1 公司盈利能力逆势增长，主要源于毛利率高的化学品运输业务的收入占比及毛利率提升。

图表 7: 2022H1 公司归母净利润同比增长 43%



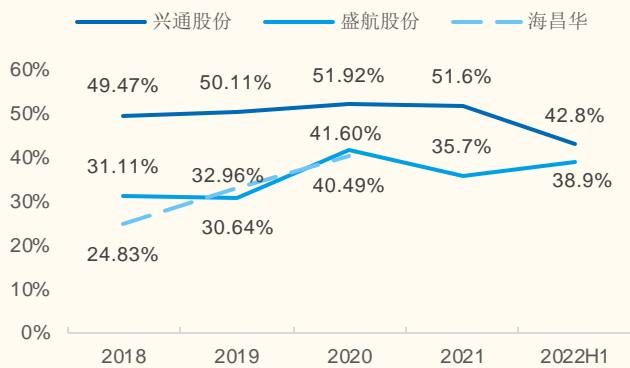
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 公司净利率持续攀升



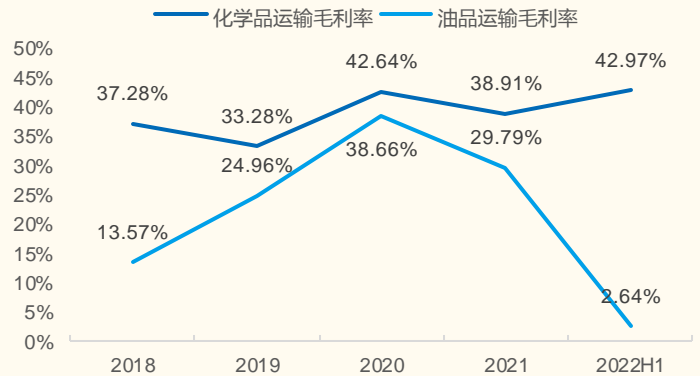
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 相较于同行, 2022H1 公司毛利率逆势增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 公司化学品运输毛利率较高



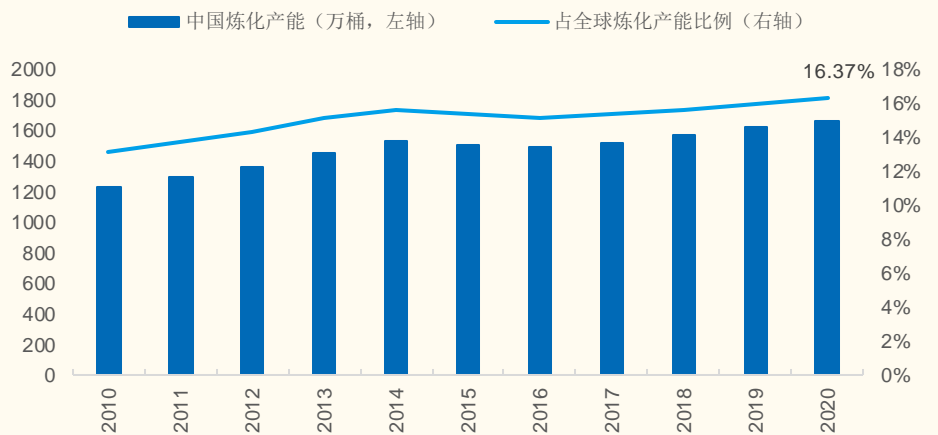
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、新增运力严格受限, 行业集中度确定提升

2.1 需求端: 市场规模持续增长, 炼化一体化推动需求提升

- 国内石化产业快速发展, 炼化产能占比持续提升。近年来, 随着我国以炼化一体化建设开启石化产业提质升级, 国内千万吨级大型炼厂数量不断增加, 石油炼化能力快速提升。据 BP 数据显示, 我国炼化能力由 2010 年的 1,232 万桶/日增至 2020 年的 1,669 万桶/日, 年复合增速达 3.08%。中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升, 2020 年达 16.37%。

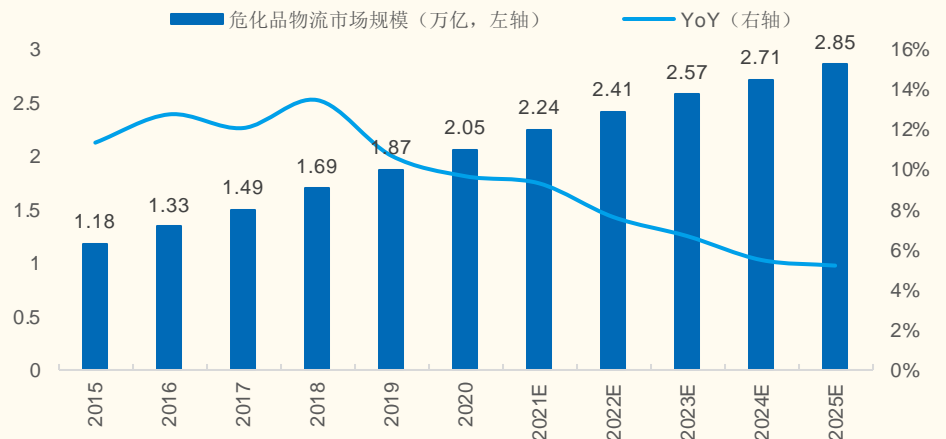
图表 11: 2020 年中国炼化产能占全球炼化产能 16%



来源: BP, 国金证券研究所

- 第三方危化品物流市场超 8000 亿元。受益于石化产业的快速发展, 我国危化品物流运输市场呈稳步增长态势, 据中国物流与采购联合会危化品物流分会发布的《2020 年中国危化品物流行业年度运营报告》, 预计至 2025 年危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元, 2019-2025 年期间年复合增速为 7.28%。2021 年整体市场规模为 2.24 万亿, 按第三方渗透率 40% 估算, 预计第三方危化品物流市场规模超 8000 亿元。

图表 12: 预计至 2025 年我国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元



来源: 中国物流与采购联合会, 国金证券研究所

- 区域间的供需不平衡是国内危险品运输需求的主要驱动力。长三角地区及东南沿海液体化工品产能分别占全国总产能的 46%、10%, 需求却分别占全国总需求的 58%、19%, 存在需求缺口, 是国内液体化工品的主要流入地; 渤海湾地区产能为全国 30%, 需求却仅占全国 14%, 是主要流出地。由此形成了当前我国以华北-华东、华北-华南等航线为主的运输格局。

图表 13: 区域间供需不平衡驱动运输需求产生



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 大型炼化一体化项目逐步落地, 推动物流需求稳步增长。“十三五”期间, 国家发改委重点规划发展七大石化产业基地, 2019 年以来部分项目陆续投产。“十四五”期间, 仍将有多大型炼化一体化项目将陆续投产, 预计未来我国石化产能继续增长, 推动我国沿海液货危险品运输需求上涨。

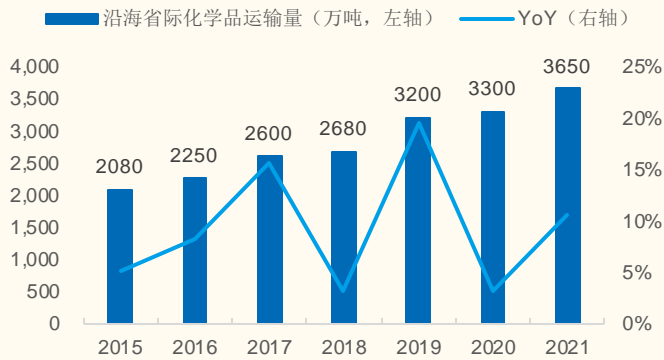
图表 14: 炼化一体化项目投产带动运输需求增加

| 项目 | 位置 | 项目概况 | 投产时间 | 预计增加运输需求 |
|---------------|----------|---|--|------------|
| 浙江石油化工炼化一体化项目 | 浙江省舟山市 | 设计加工能力为 4,000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯, 分两期, 每期规模为 2,000 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。 | 项目一期于 2019 年 5 月投产; 项目二期于 2022 年 1 月投产 | 680 万吨 |
| 盛虹炼化炼化一体化项目 | 江苏省连云港市 | 设计原油加工能力 1,600 万吨/年, 芳烃联合装置规模 280 万吨/年, 乙烯裂解装置规模 110 万吨/年, 并配套码头、仓储等项目。 | 2022 年 5 月投产 | 280-320 万吨 |
| 恒力石化炼化一体化项目 | 辽宁省大连市 | 原油加工能力为 2,000 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 月投产 | 210-250 万吨 |
| 中石化海南炼化一体化项目 | 海南省洋浦开发区 | 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 年投产 | 250-260 万吨 |
| 中化泉州炼化一体化项目 | 福建省泉州市 | 设计将原炼油能力由 1,200 万吨/年提升至 1,500 万吨/年, 新增 100 万吨/年乙烯产能并配套建设储运、码头等工程。 | 2021 年投产 | 140 万吨 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

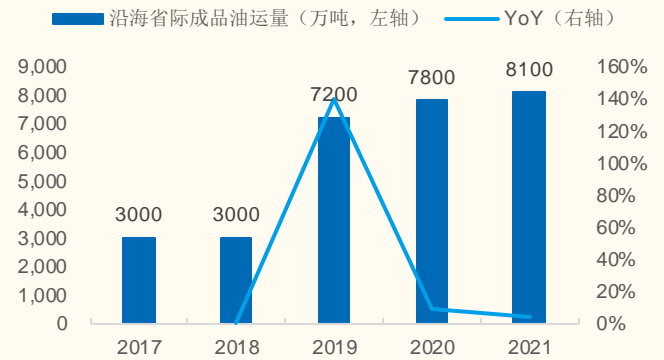
- 沿海危化品运输需求提升, 水路运输占比上升。国内沿海省际化学品及成品油运输量逐年提升, 2021 年化学品运输量达 3650 万吨, 同比增长 10.6%; 2021 年沿海成品油运输量达 8100 万吨, 同比增长 4%; 2021 年沿海液化气运输量达 525 万吨, 同比增长 30.6%, 三者合计为 1.2 亿吨, 同比增速为 7%。“公转水”的背景下, 叠加水路运输具备价格优势, 2020 年危化品水路运输方式占比提升至 23%, 较 2018 年上升 5pcts。

图表 15: 2021 年沿海省际化学品运输量同增 10.61%



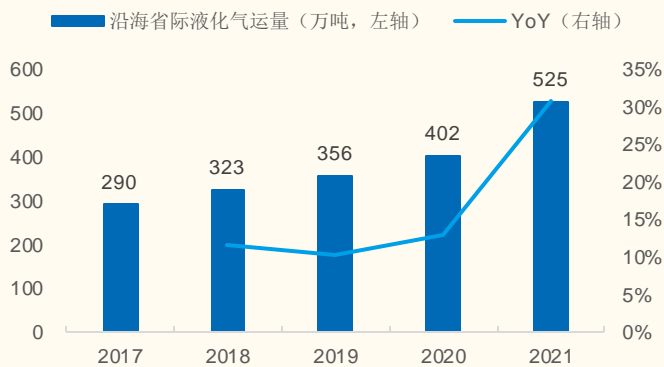
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 16: 2021 年沿海成品油运输量同增 4%



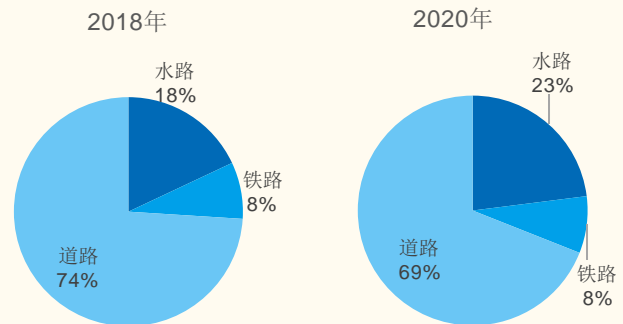
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 17: 2021 年沿海液化气运输量同增 30.6%



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 18: 2020 年危化品水路运输方式占比升至 23%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 供给端: 化学品运输行业监管严格, 运力增长受控

- 液货危险品航运行业准入壁垒较高。资质许可方面, 我国对业内企业实行严格的资质许可管理。运力管控方面, 国家实行严格的运力审批制度, 对企业进行综合评价打分, 排名靠前者方可获得每年的新增运力。外商进入方面, 根据《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。
- 国家宏观运力调控, 运力供给增长受限。目前行业引入新运力主要通过交通运输部新增运力评审批准和老船置换两种方式。交通运输部对国内沿海省际化学品运力监管严格, 数次发布相关政策, 每年根据市场供需情况审批新增船舶运力, 2018 年首次将原油船、成品油船、液化气船一并纳入管控。国内运力供给受国家管控, 增长相对有限。

图表 19: 运力供给受国家严格管控



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

- **新增运力评审考核企业综合实力。**沿海省际散装液体危险货物船舶运输申请的考核涉及企业资质、安全绿色、守法诚信、经营业绩等四大项内容, 前四项的每个指标打分在 0-5, 第五项为扣分项, 每个指标扣 5 分。总分越高则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。

图表 20: 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情况 (22 分) | 1.安全管理体系建立情况。 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督检查情况。 |

| | |
|----------------------|--|
| (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运营情况。 27.新增运力经营权、所有权变更情况。 |

来源：交通运输部，国金证券研究所

- 2021年，分别有2艘新增原油船、8艘新增化学品船及9艘新增液化气船获批。其中，在行业内86家化学品船运输公司中，仅有8家企业获批新增运力指标，占企业数量比重不到10%，合计获批运力5.6万载重吨。

图表 21: 2021 年仅 8 家企业获批新增化学品船运力指标, 9 家企业获批新增液化气船运力指标

| 船舶类型 | 公司 | 载重吨/立方米 |
|--------|---------------------|-----------------|
| 原油船 | 兴通海运股份有限公司 | 65000 载重吨 |
| | 上海北海船务股份有限公司 | 64900 载重吨 |
| 化学品船 | 兴通海运股份有限公司 | 10700 载重吨 |
| | 南京扬洋化工运贸有限公司 | 9000 载重吨 |
| | 南京盛航海运股份有限公司 | 7450 载重吨 |
| | 舟山建桥船务有限公司 | 3000 载重吨 |
| | 浙江恒晖海运有限公司 | 7000 载重吨 |
| | 浙江长龙海运有限公司 | 6500 载重吨 |
| | 上海建桥国际航运有限公司 | 6000 载重吨 |
| | 大连金海船务有限公司 | 6500 载重吨 |
| 液化石油气船 | 兴通海运股份有限公司 | 4350 立方米 |
| | 南京盛航海运股份有限公司 | 5050 立方米 |
| | 浙江华祥海运有限公司 | 5000 立方米 |
| | 浙江长龙海运有限公司 | 5000 立方米 |
| | 浙江丰益船务有限公司 | 5500 立方米 |
| | 深圳中远龙鹏液化气运输有限公司 | 9000 立方米 |
| 液化天然气船 | 天津西南海运有限公司 | 9000 立方米 |
| | 浙江华祥海运有限公司 | 40000 立方米 |
| | 深圳华南液化气船务有限公司 | 15000 立方米 |

来源：交通运输部，国金证券研究所

- 2022年，根据市场需求，交通运输部规划新增8万载重吨化学品船运力，21万载重吨成品油船运力，7-8万立方米的液化石油气船，其中规划新增2艘1.5-2万立方米的液氨专用液化气船。

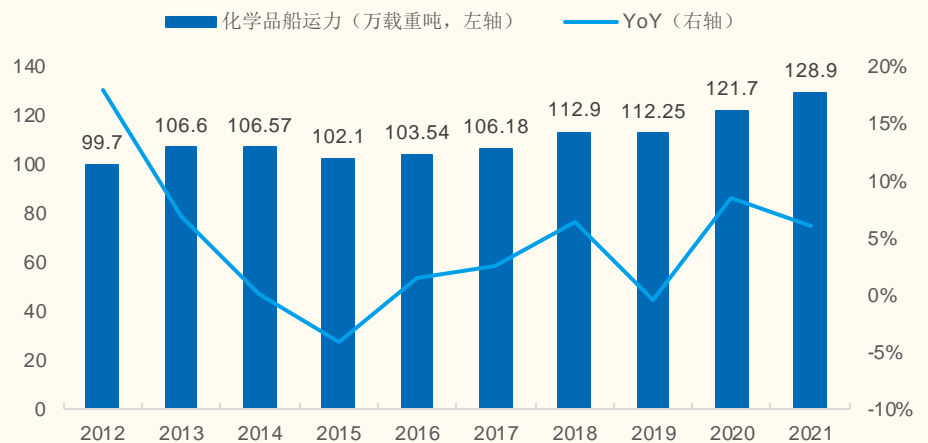
图表 22: 2022 年交通运输部规划新增 8 万载重吨化学品船

| 船舶类型 | 规划运力 |
|--------|------------------------|
| 原油船 | 2 万载重吨以下船舶 5 万载重吨 |
| | 2-7 万载重吨船舶 2 艘 |
| 成品油船 | 21 万载重吨 |
| 化学品船 | 8 万载重吨, 推荐船型为高端不锈钢化学品船 |
| 液化石油气船 | 2 艘 1.5-2 万立方米液氮专用液化气船 |
| | 4 万立方米其他液化石油气船 |
| 液化天然气船 | 6 万立方米 |

来源: 交通运输部, 国金证券研究所

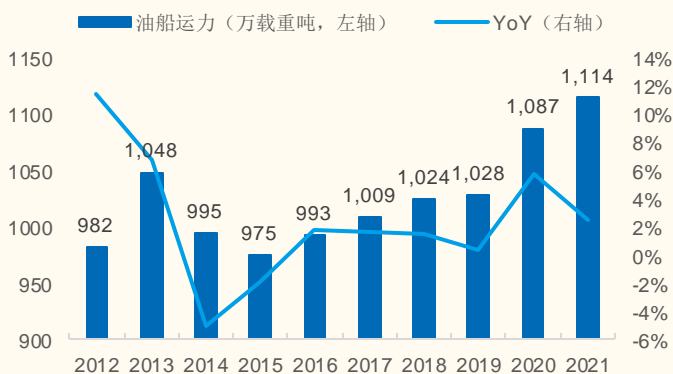
- 我国危化品运输运力增速仅为个位数。2021 年我国化学品船总运力为 128.9 万载重吨, 同比增长 5.9%, 我国油船 (含原油船及成品油船) 总运力为 1114.1 万载重吨, 同比增长 2.5%, 我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨, 同比增长 5.2%。2021 年上述三者合计运力同比增长近 3% 至 1270 万载重吨。

图表 23: 2021 年我国化学品船总运力 128.9 万载重吨



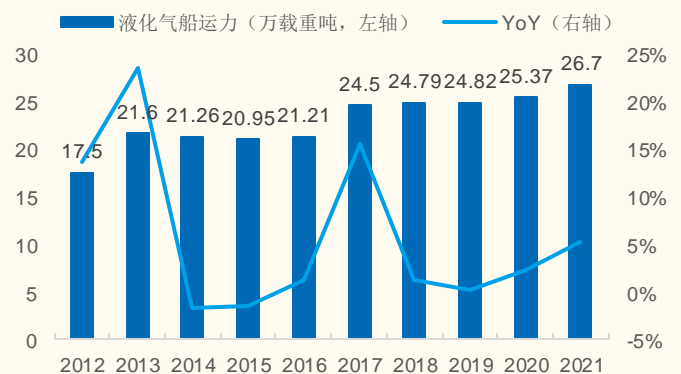
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 24: 2021 年我国油船总运力为 1114.1 万载重吨



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 25: 2021 年我国液化气船总运力为 26.7 万载重吨



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

- 业内大型企业相对较少, 竞争态势有序。因国家政策及监管, 行业内竞争者较少, 行业内国企控股的大型企业和中小型民营企业并存。行业内共有 80 多家企业, 其中绝大部分为民营企业; 主要大型企业有 7 家, 各企业在主要运输品类、区域、航线等方面进行差异化竞争。其中, 公司与君正船务、上海鼎衡、兴通股份等以化学品运输为主。

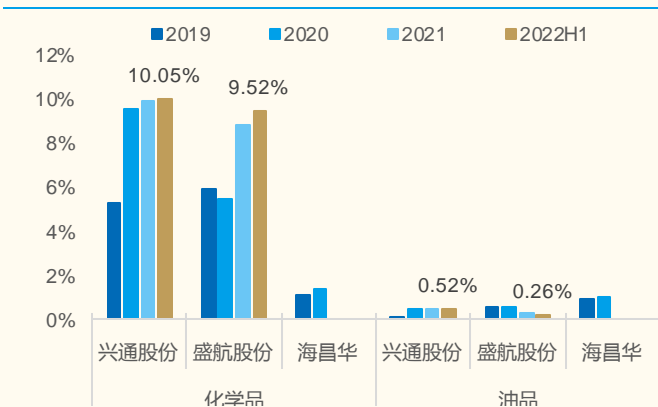
图表 26: 业内大型企业相对较少, 以民营企业为主

| 企业简称 | 企业性质 | 运输货品 | 业务布局 |
|------|------|----------------------------|---|
| 招商南油 | 国企控股 | 化学品、 油品, 以 油品为主 | 主要从事国际和国内沿海成品油运输, 国际营运区域包括东北亚、新加坡和澳洲以及中东和东非等; 国内营运区域主要为国内沿海港口和长江下游干线。化学品运输经营区域为国内沿海、远东和东南亚航线等 |
| 中远海能 | 国企控股 | | 主营业务为从事国际和中国沿海原油及成品油运输、国际液化天然气运输及国际化学品运输 |
| 海昌华 | 民营 | | 主要从事香港、澳门航线、国内沿海及长江中下游、广东省内河成品油、化学品运输业务 |
| 君正船务 | 民营 | 化学品、 油品, 以 化学品为 主 | 主要收入来源是外贸业务, 主要航线区域包括中东/澳新航线、美亚航线、台海航线 |
| 上海鼎衡 | 民营 | | 从事国内、国际化学品水路运输业务, 化学品运输航线包括内贸、台海或国际航线 |
| 盛航股份 | 民营 | | 主要从事国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油水上运输业务 |
| 兴通股份 | 民营 | | 主要从事国内沿海及长江下游珠江水系各港口间成品油、化学品运输业务 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

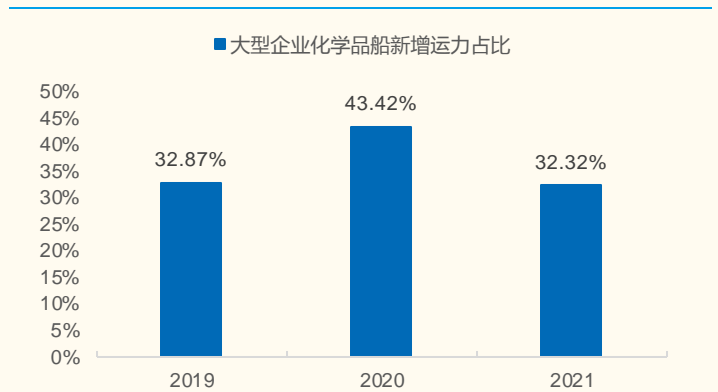
- 行业集中度有望提升。在严格的运力调控下, 小船东由于运输安全管理能力、行业经验、服务能力尚有待提升, 难以获批新增运力, 大型企业的新增运力占比高, 市占率提升。同时, 业内规模较大的企业有望通过并购的方式持续扩张, 小船东运力转移至大型企业, 进一步推动行业集中度提升。

图表 27: 2019-2022H1 年主要公司运力市占率提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 大型企业化学品船新增运力占比高

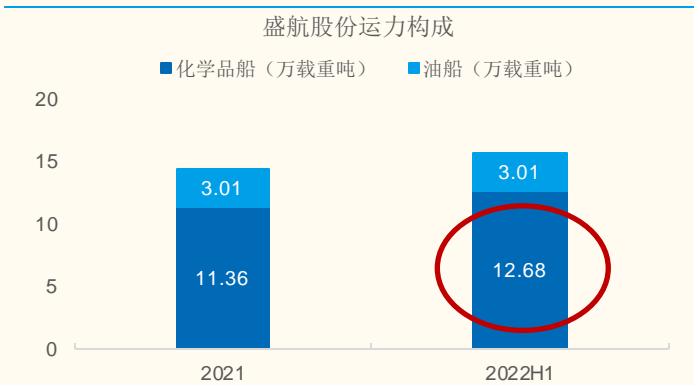


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 以 7 大企业获批运力计算占比

三、并购船舶经验丰富, 布局液氨先发优势明显

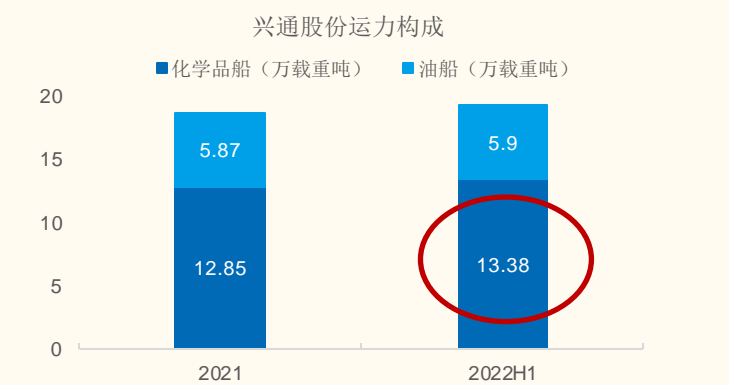
- 同行业中, 公司与兴通股份、海昌华具有可比性, 公司和兴通股份均以化学品运输为主, 海昌华以成品油运输为主。其中, 公司高毛利率的化学品船运力规模与兴通股份相近, 且公司收入更高。
- 2022H1 公司船队数量达 24 艘, 总运力达 15.69 万载重吨, 其中化学品船 21 艘, 运力合计 12.68 万载重吨。而兴通股份船队数量为 18 艘, 总运力为 19.28 万载重吨, 其中化学品船 13 艘, 运力合计为 13.38 万载重吨。

图表 29: 2022H1 公司化学品船运力达 12.68 万载重吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

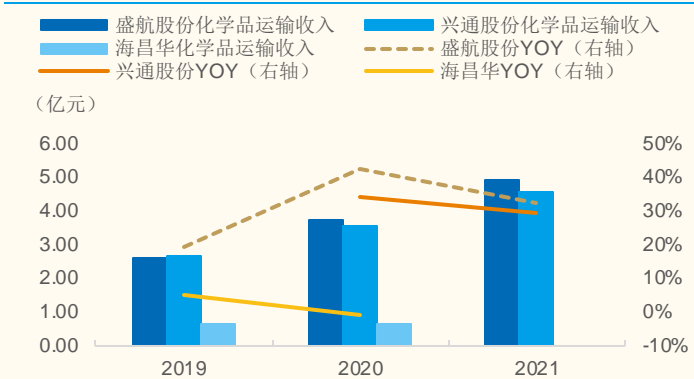
图表 30: 2022H1 兴通股份化学品船运力达 13.38 万载重吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

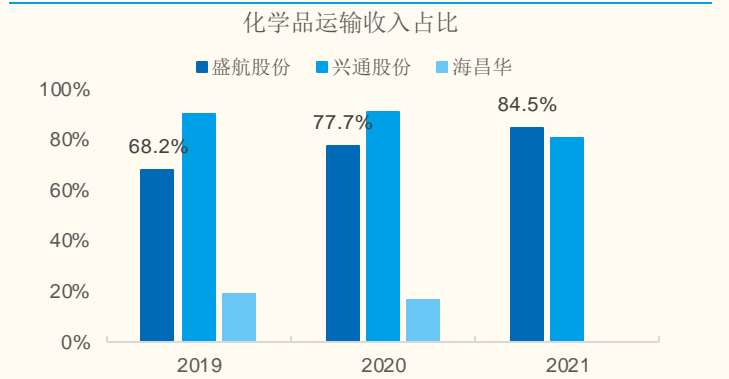
- 2021 年公司化学品运输收入 4.91 亿元, 同比增长 32%, 规模及增速均高于同业可比公司。在液货危险品运输中, 化学品运输的毛利率高于油品运输。近年公司聚焦化学品运输业务, 化学品运输收入占比由 2019 年的 68% 提升至 2021 年的 85%, 上升 17pct, 占比领先可比公司。

图表 31: 公司化学品运输收入高于同行



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 公司化学品货运输收入占比大幅提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1 “内生+外延” 成长, 运力增长可期

方法 1: 获批新增运力指标, 未来运力增长确定性强。

- 公司陆续获批新增运力指标。根据交通运输部沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审, 公司于 2020 年获批新增 7,450 吨化学品船、13,000 吨成品油船、3,720 吨油化两用船 (运力置换), 于 2021 年获批新增 7,450 吨化学品船、5050 立方米液化气船。

图表 33: 公司 2021 年获批 1 艘化学品船、1 艘液化气船

| 获批年份 | 船舶类型 | 船舶规模 |
|------|--------------|-----------|
| 2020 | 成品油船 | 13000 载重吨 |
| | 化学品船 | 7450 载重吨 |
| | 油化两用船 (运力置换) | 3720 载重吨 |
| 2021 | 化学品船 | 7450 载重吨 |
| | 液化石油气船 | 5050 立方米 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 未来获取新运力确定性较高。公司在交通部运力评审中排名靠前，上述各年度综合评审中，公司排名均为前3名，未来运力有望保持稳定增长。

图表 34: 截至 2022H1 公司造船项目及其进展

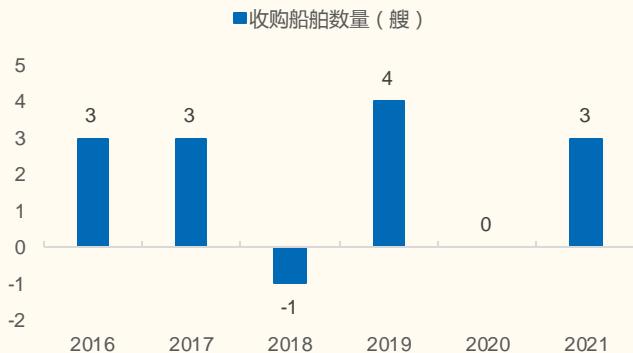
| 项目 | 载重吨 | 船舶类型 | 项目进度 | 预计投运时间 |
|---|-------|-------------|--------|-----------------|
| 7,450 吨化学品船建造 (盛航化 1) | 7450 | 化学品 | 100% | 已于 2022 年 6 月投运 |
| 13,000 吨油船建造 | 13000 | 成品油 | 75.35% | 2022 年 |
| 3,720 吨不锈钢化学品 油船建造 | 3720 | 化学品、 成品油 | 5.66% | 2024 年 |
| 7,450 吨化学品船建造 (盛航化 6) | 7450 | 化学品 | 58.46% | 2022 年底 |
| 5500m ³ 半冷半压式 LPG、NH ₃ 、VCM 运输船建造 | 4050 | 液化气 | 正在履行中 | 2024 年 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

方法 2: 并购船舶获得运力增长

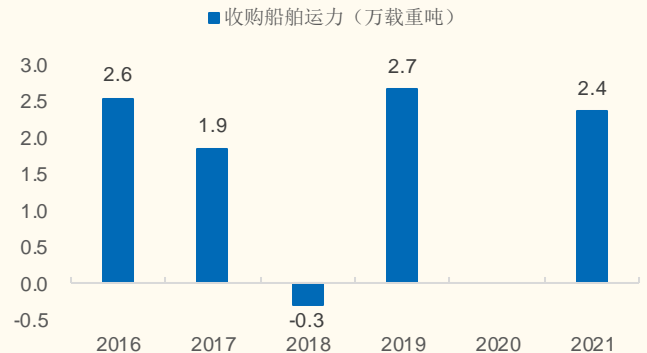
- 公司并购经验更为丰富。由于近年来国家对运力实施宏观调控，新增运力有限，购买存量船舶成为主要扩张方式。2016-2021 年公司先后购置了 13 艘船舶，通过购置船舶累计增加运力约 9 万载重吨，高于可比公司。
- 2022 年 9 月，公司公告拟投资不超过 3.3 亿元购买 5 艘市场存量化学品船，拟投资不超过 2200 万美元购买 2 艘外贸化学品船，运力规模将进一步提升。

图表 35: 2016-2021 年公司累计购置 13 艘船舶



来源: 公司公告, 国金证券研究所

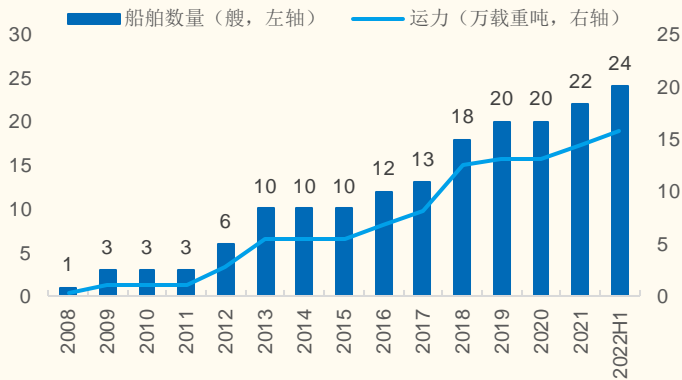
图表 36: 2016-2021 年公司累计购置运力近 9 万载重吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

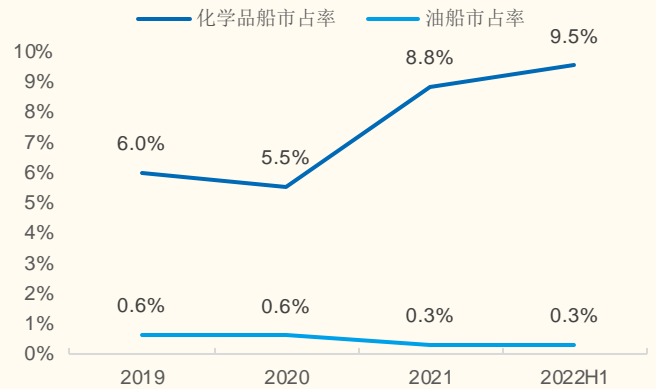
- 运力增长推动货运量增长。2008-2022H1，公司通过新建和购置运力，船舶数量持续增长，2022H1 总运力达 15.69 万载重吨，其中化学品船运力 12.68 万载重吨，市占率 9.5%。运力增长推动货运量增长，2021 年公司货运量 460 万吨，其中化学品运量 395 万吨，运量市占率为 10.8%；油品运量达 65 万吨，运力市占率为 0.8%。

图表 37: 2022H1 公司总运力达 15.69 万载重吨



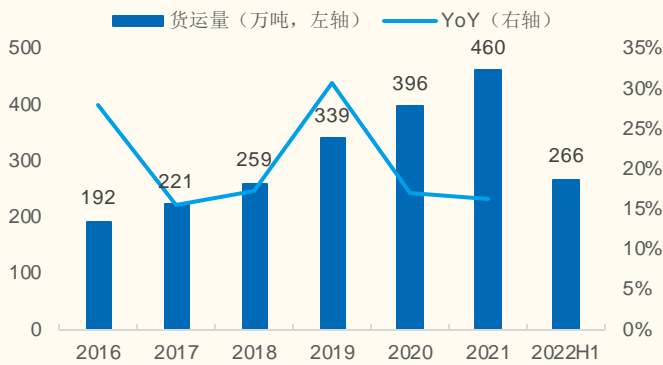
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 2022H1 公司化学品船运力市占率达 9.5%



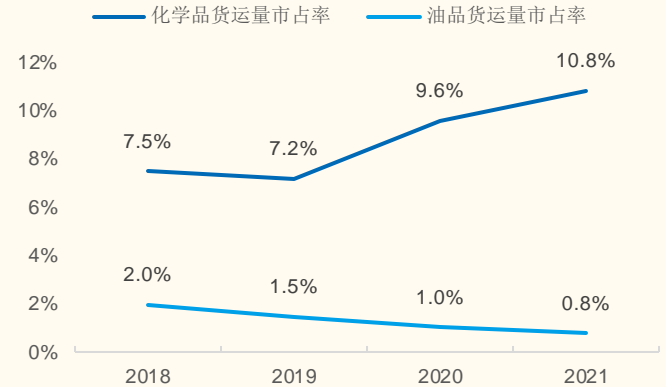
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 2021 年公司货运量达 460 万吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 2021 年公司化学品货运量市占率达 10.8%

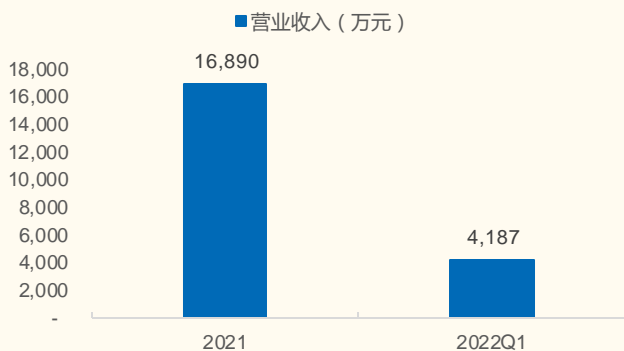


来源: 公司公告, 国金证券研究所

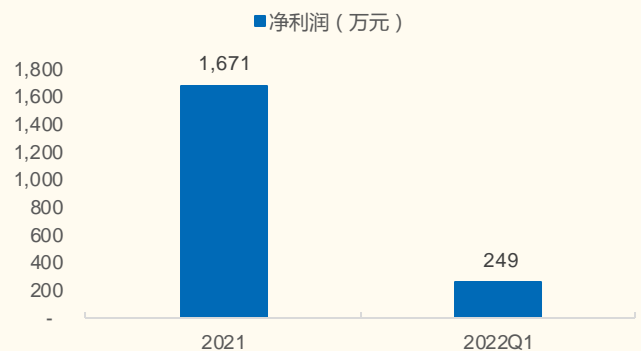
3.2 布局液氨市场, 享受增长红利

- 公司积极打造清洁能源液氨物流供应链。公司已于 2022 年 6 月收购江苏安德福能源供应链科技 51% 的股权, 布局液氨公路运输业务, 收购江苏安德福能源发展 49% 的股权, 以贸易经营为切入点和渠道。公司已获批 1 艘 5050 立方米新造液氨船, 是目前国内第 1 艘也是唯一一艘内贸液氨气体船, 建成后将进一步布局液氨水路运输业务。
- 安德福能源供应链成立于 2010 年, 专业从事液氨运输服务, 业务范围覆盖华北、华东、华中、华南、西南。目前控制液氨运输车辆 135 辆, 液氨年运输量近 70 万吨, 在国内危化品液氨细分领域处于头部地位。2021 年, 安德福能源供应链分别实现营收、净利润 1.69 亿元、0.17 亿元。

图表 41: 2021 年安德福能源供应链营收 1.69 亿元



图表 42: 2021 年安德福能源供应链净利润 1671 万元

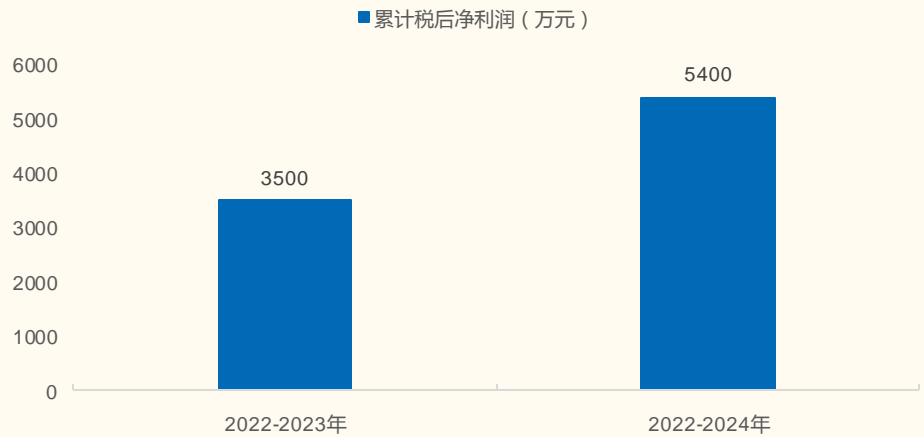


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 转让方承诺，2022 年度至 2023 年度二年实现的累计税后净利润不低于人民币 3500 万元；2022 年度至 2024 年度三年实现的累计税后净利润不低于人民币 5400 万元。预计未来安德福能源供应链将稳定为公司贡献利润。

图表 43：安德福能源供应链业绩承诺

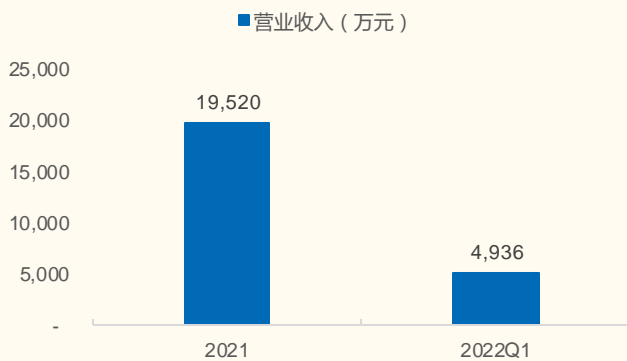


来源：公司公告，国金证券研究所

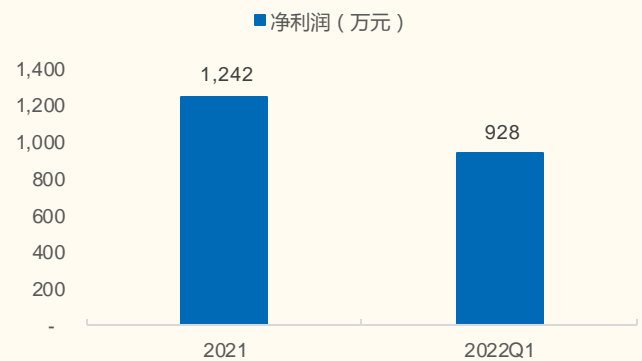
- 安德福能源发展成立于 2015 年，专业从事液氨贸易，为国内较早从事液氨贸易的公司，累计服务客户 400 余家，其中国有大中型企业和外资企业占比超 70%，是中石化、福邦特等多家大型企业的优质供应商。2021 年，安德福能源发展分别实现营收、净利润 1.95 亿元、0.12 亿元。
- 未来，公司将适时在山东、江苏、福建、广西拓展液氨码头仓储业务，同时我们预计公司将继续通过申请新运力的方式增加液氨船舶运力，最终将形成液氨贸易经营、水路运输、公路运输、码头仓储四位一体的经营格局。公司也将充分利用国内外液氨贸易差价优势，适时开展国内市场、国际市场的进出口贸易业务。

图表 44：2021 年安德福能源发展实现营收 1.95 亿元

图表 45：2021 年安德福能源发展实现净利润 1242 万元



来源：公司公告，国金证券研究所

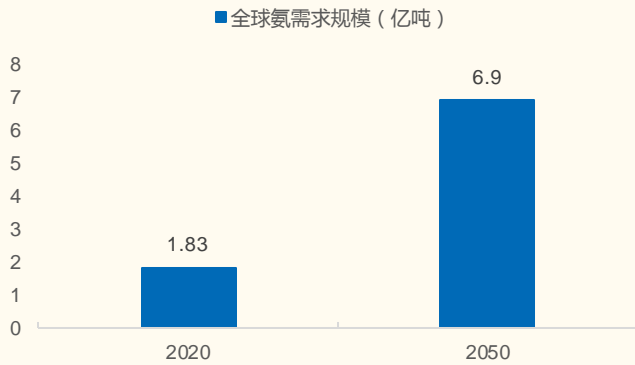


来源：公司公告，国金证券研究所

- 氨的用途广泛。农业方面，氨是主要的氮肥原料，可用于生产尿素、硝酸铵和其他化学肥料。工业方面，氨不仅可以作为化工原料，如氯化原料，还可用于制造火箭、导弹的推进剂。同时，氨燃料本身是具有应用前景的零碳燃料，其能量密度较高、生产成本低、易于储存和运输、产业基础完善，在船舶应用方面具有优势。
- 氨还可作为氢能载体。氢可以通过液氢、液氨、液态有机氢载体等形式进行运输，国际可再生能源机构分析预测，2050 年全球氢气贸易中，40%将以氨的形式运输，推动全球氨需求达到 6.9 亿吨。

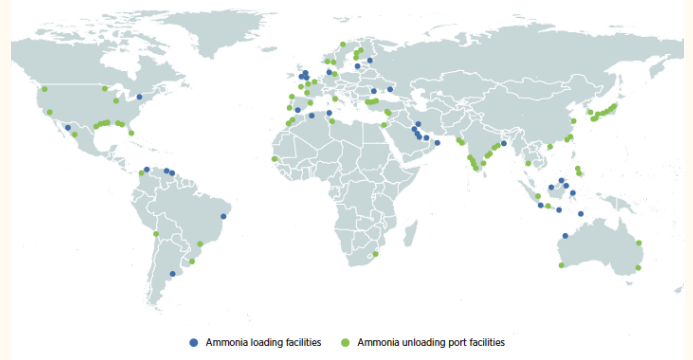
- 国际氨贸易已相对成熟。目前，氨已在全球范围内进行贸易。其中，据国际可再生能源机构数据显示，2019年亚洲区域内氨贸易流量达到267万吨。同时，全球已有120多个港口拥有氨装卸设施，可直接用于氨贸易。叠加全球对氢能源的需求增加，未来氨的国际贸易市场空间将持续扩张。

图表 46: 预计 2050 年全球氨需求达到 6.9 亿吨



来源: 国际可再生能源机构, 国金证券研究所

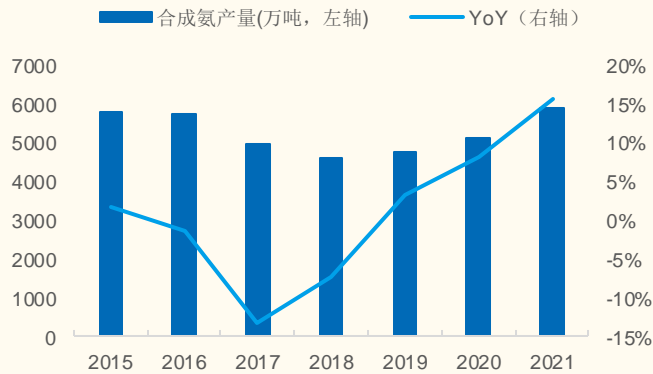
图表 47: 全球 120 多个港口拥有氨装卸设施



来源: 国际可再生能源机构, 国金证券研究所

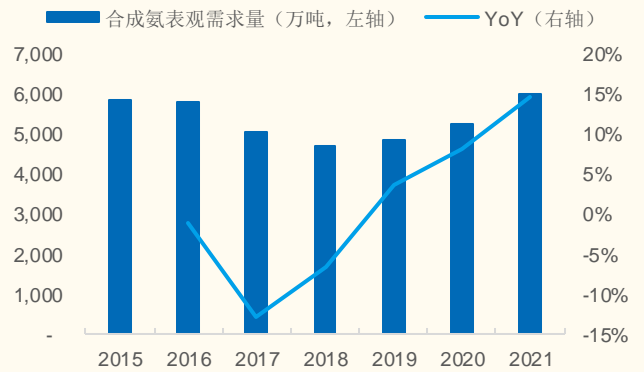
- 我国液氨市场平稳发展。我国目前已成为世界合成氨生产大国，产量约占世界总产量 1/4。2015-2018 年，因环保限产以及落后产能淘汰，我国合成氨产量逐步下降。2019 年起，行业转型升级成效显著，我国合成氨产量逐步回升，2021 年达 5909 万吨，同比增加 15.5%。
- 我国合成氨需求量回升。2018 年起我国合成氨表观需求量逐年回升。2021 年合成氨表观需求量约 5989.84 万吨，同比增长 14%。且整体看，我国合成氨表观需求量高于产量，需依赖进口满足整体需求。

图表 48: 2021 年我国合成氨产量达 5909 万吨



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 49: 2021 年我国合成氨表观需求量约 5990 万吨

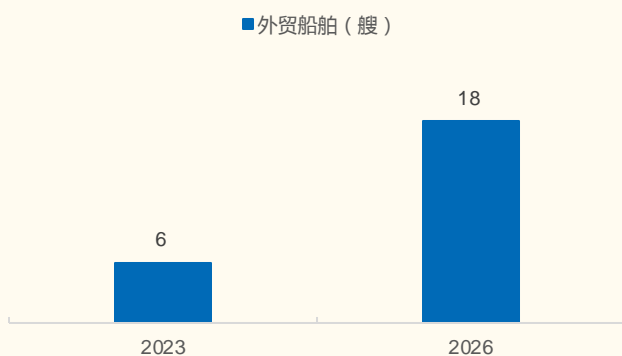


来源: 国家统计局, 海关总署, 国金证券研究所

3.3 油品船转外贸，盈利能力提升

- 开拓国际液货危化品运输业务。公司已筹划通过自有及自筹资金的方式在香港、新加坡分别投资设立一家全资子公司，推动公司国际运输业务的发展，提升公司的国际竞争力和服务能力。届时，公司拟将国内低毛利率的油船调往国外从事高毛利率的化学品运输业务，预计盈利能力将边际改善。
- 2022 年 9 月，公司公告拟投资 2200 万美元购置 2 艘外贸化学品船，并计划于 2023 年投入外贸船舶 6 艘，且以每年递增的方式扩大外贸运输船队规模，我们预计至 2026 年拟投入外贸运营的船舶数量增加至 18 艘。

图表 50: 预计 2026 年外贸运营船舶数量增加至 18 艘



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 51: 拟投资 2200 万美元购置 2 艘外贸化学品船

| 船舶名称 | 船舶类型 | 总吨 | 净吨 | 拟投资金额 (万美元) |
|-----------|-----------|-------|-------|-------------|
| King Tank | 散装化学品船/油船 | 5,206 | 2,212 | 1,100 |
| King Bay | 散装化学品船/油船 | 5,206 | 2,212 | 1,100 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从国际看, 目前外贸化学品航运净利率水平高。Stolt Nielsen 和 Odfjell 为全球领先的化学品船东, 2019 年运力规模分别位居世界第 1、第 2。以 Odfjell 为例, 2022Q2 公司收入 1.6 亿美元, 净利润 3000 万美元, 净利率高达 19%。

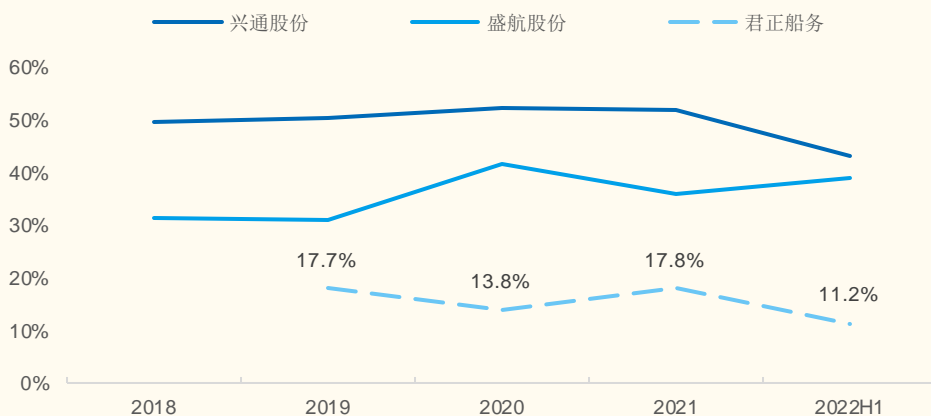
图表 52: Stolt Nielsen 和 Odfjell 为全球领先的船东

| 公司名称 | 业务介绍 |
|---------------|--|
| Stolt Nielsen | 成立于 1959 年, 是全球最大的复杂化学品油轮运营商、散装液体安全储存服务的全球供应商, 也是全球散装液体化学品和食品级产品运输服务的领先供应商。 截至 2021 年底, 共有 77 艘深海船舶, 81 艘沿海及内陆船舶, 合计运力达 300 万载重吨。 |
| Odfjell | 成立于 1914 年, 起初为一家家族企业, 目前已成为全球领先的化学品和其他特种散装液体的物流服务提供商。 截至 2021 年底, 共有 93 艘船舶, 合计运力达 338.7 万载重吨。 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从国内看, 外贸化学品航运的毛利率高于当前内贸油品运输。君正船务以化学品海运为主, 且收入主要来源于外贸业务。2019-2022H1 君正船务毛利率长期维持 10% 以上水平, 尽管低于内贸化学品航运业务, 但也远高于当前公司油品船 2.64% 的毛利率水平

图表 53: 行业内侧重外贸化学品运输的企业毛利率水平维持 10% 以上

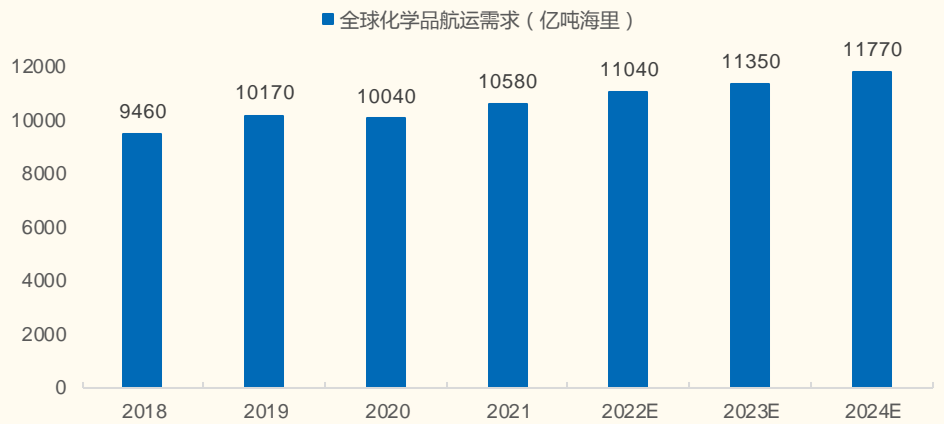


来源: Wind, 国金证券研究所 备注: 君正船务毛利率水平根据君正集团化工物流板块毛利率计算

- 预计化学品航运需求稳步增长。据 Odfjell 预测, 2021-2024 年全球化学品

海运需求 CAGR 为 4%，至 2024 年化学品海运需求将达到近 1.2 万亿吨海里，市场空间较大。

图表 54：预计 2021-2024 年全球化学品海运需求 CAGR 为 4%



来源：Odfjell，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

■ 经营数据假设

1、**运力假设：**根据建设计划及收购公告，预计公司逐步增加运力，到 2025 年内贸化学品船达 50 艘，2026 年外贸船达 18 艘。预计 2022-2024 年，公司总运力分别为 18.44 万载重吨、23.74 万载重吨、30.14 万载重吨，同比分别+28%、+29%、+27%。

其中，预计化学品船运力分别为 14.43 万载重吨、18.43 万载重吨、22.43 万载重吨，同比分别+27%、+28%、+22%；预计 2023 年起油船运力将减少至 0 万载重吨；预计液氨船将于 2024 年投入使用。

2、**运价假设：**预计 2022-2024 年公司单位货运量的运价与 2022H1 的运价持平。

图表 55：公司经营数据假设

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总运力 (万载重吨) | 13.00 | 14.37 | 18.44 | 23.74 | 30.14 |
| YoY | | 11% | 28% | 29% | 27% |
| 化学品船 | 9.99 | 11.36 | 14.43 | 18.43 | 22.43 |
| YoY | | 14% | 27% | 28% | 22% |
| 油船 | 3.01 | 3.01 | 3.01 | 0.00 | 0.00 |
| YoY | | 0% | 0% | | |
| 液氨 | | | | | 0.41 |
| YoY | | | | | - |
| 外贸 | | | 1.00 | 5.31 | 7.31 |
| YoY | | | | 431% | 38% |

来源：公司公告，国金证券研究所

■ **收入假设：**公司运力扩张将持续带动营收增长。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 9.12 亿元、12.48 亿元、16.25 亿元，同比分别+49%、+37%、+30%。

- 1、预计 2022-2024 年化学品运输收入分别为 7.07 亿元、9.08 亿元、11.29 亿元，同比分别+44%、+28%、+24%；
- 2、预计 2022 年油品运输收入为 0.71 亿元，同比-21%；
- 3、预计 2022-2024 年液氨运输（公路+海运）收入分别为 1.00 亿元、1.82 亿元、2.14 亿元；
- 4、预计 2023-2024 年外贸运输收入分别为 1.22 亿元、2.45 亿元。

图表 56: 公司收入假设

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 480 | 613 | 912 | 1248 | 1625 |
| YoY | 26% | 28% | 49% | 37% | 30% |
| 化学品运输 | 372 | 491 | 707 | 908 | 1129 |
| YoY | 43% | 32% | 44% | 28% | 24% |
| 油品运输 | 106 | 90 | 71 | 0 | 0 |
| YoY | -13% | -16% | -21% | | |
| 液氨运输 | | 169 | 100 | 182 | 214 |
| YoY | | | -41% | 82% | 18% |
| 外贸运输 | | | | 122 | 245 |
| YoY | | | | | 100% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **成本假设：**预计公司 2022-2024 年营业成本分别为 5.93 亿元、8.03 亿元、10.06 亿元，主要假设如下：
 - 1、根据美国 EIA 预测数据，假设 2022-24 年油价同比+40%、-10%、+0%，导致公司燃油成本短期上升；
 - 2、船员人数随运力扩张相应增加，假设平均薪酬年均增加 5%，人工成本持续增加；
 - 3、随自有运力逐步投产，折旧费用同比+10%、+24%、+39%。
- 2022 年受燃油及人工成本增加影响，以及并表液氨运输业务，利润率短期略有下降，预计 2022-24 年公司毛利率分别为 35%、36%、38%。

图表 57: 公司成本假设

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业成本 (百万元) | 280 | 394 | 593 | 803 | 1006 |
| YoY | 6% | 41% | 50% | 35% | 25% |
| 人工成本 | 69 | 95 | 106 | 138 | 201 |
| YoY | 17% | 37% | 12% | 30% | 46% |
| 燃油成本 | 70 | 85 | 146 | 174 | 236 |
| YoY | 1% | 22% | 71% | 19% | 36% |
| 折旧费用 | 62 | 87 | 96 | 119 | 165 |
| YoY | 9% | 40% | 10% | 24% | 39% |
| 港口费用 | 33 | 24 | 29 | 38 | 52 |
| YoY | 19% | -28% | 22% | 32% | 36% |
| 其他费用 | 46 | 71 | 75 | 79 | 83 |
| YoY | 35% | 56% | 5% | 5% | 5% |
| 采购及运输成本 | | 31 | 70 | 127 | 134 |
| YoY | | | 124% | 82% | 6% |

| | | | | | |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 毛利 | 200 | 219 | 319 | 445 | 620 |
| 毛利率 | 42% | 36% | 35% | 36% | 38% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **投资收益：**公司于 2022 年 6 月收购安德福能源发展及盛邦物流 49% 股份，主要假设如下：

1、随着公司液氨物流供应链逐步成熟完善，我们预计公司液氨贸易业务量 2030 年达到 400 万吨。预计 2022-24 年安德福能源发展将带来投资收益 1061 万元、2891 万元、3963 万元；

2、随着危化品物流业务与航运业务的协同，预计 2022-2024 年，盛邦物流的投资收益分别为 8 万元、14 万元、16 万元。

图表 58：公司投资收益假设

| 单位：百万元 | 2021 | 2022Q1 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 安德福能源发展净利润 | 12.4 | 9.3 | 37.1 | 59.0 | 80.9 |
| 投资收益 49% | | | 10.6 | 28.9 | 39.6 |
| 盛邦物流净利润 | -1.5 | -1.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 投资收益 49% | | | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| 合计 | 10.7 | 29.1 | 10.7 | 29.1 | 39.8 |

来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2022 年业绩并表均约 7 个月。

4.2 投资建议及估值

- 首次覆盖给予“买入”评级。公司运力增长确定性强，布局液氨市场先发优势明显。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.13/1.57/2.21 元。参考行业平均估值及公司业绩复合增长率，给予 2023 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 39.25 元。

图表 59：可比公司估值比较（市盈率法）

| 代码 | 名称 | 股价（元） | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|--------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 603209.SH | 兴通股份 | 28.52 | 0.62 | 1.00 | 1.21 | 1.69 | 2.17 | 46 | 29 | 24 | 17 | 13 |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 22.99 | 0.51 | 0.61 | 0.75 | 0.98 | 1.18 | 45 | 38 | 31 | 24 | 19 |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 125.44 | 1.75 | 2.63 | 3.86 | 5.29 | 7.06 | 72 | 48 | 32 | 24 | 18 |
| 平均值 | | | | | | | | | | 29 | 21 | 17 |
| 001205.SZ | 盛航股份 | 29.13 | 0.65 | 0.76 | 1.13 | 1.57 | 2.21 | 45 | 38 | 26 | 19 | 13 |

来源：Wind，国金证券研究所 备注：可比公司盈利预测取 Wind 一致预期，股价日期为 2022 年 9 月 30 日。

五、风险提示

- 化工行业波动风险。公司主要从事国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油水上运输业务，运输业务量与石化品的产销量密切相关。化工行业和宏观经济周期具有较强的关联性，如果经济发生衰退或宏观环境不景气，将对化工行业造成不利影响，进而可能对公司的经营业绩造成直接的影响。
- 运力调控政策风险。若未来运力监管更趋严格或短期内监管部门不再审批新增运力，可能会对公司业务规模的扩张产生重大影响，从而限制公司的战略规划与发展。若未来运力监管完全放开，市场竞争进一步加剧，可能存在公司竞争优势被削弱，市场份额及盈利能力下降的风险。
- 船舶安全运营风险。液货危险品水上运输具有极高的危险性，船舶运输过

程中可能发生各类安全事故。若公司未来出现安全方面的问题，可能面临巨额赔偿或重要客户流失的风险，从而对公司经营造成重大不利影响。

- 新增运力获取风险。交通运输部运力评审审核严格，若未来公司经营资质、安全环保等方面出现问题，难以取得新增运力指标或取得的运力指标与公司业务扩张需求不匹配，可能对公司后续经营规模的扩大、业务的规划与发展造成不利影响。
- 大股东和一致行动人减持风险。随 IPO 锁定期到期，近期公司股东及一致行动人陆续减持。
- 限售股解禁风险。2023 年 9 月 25 日将有股权激励限售股份解禁。解禁后，可能持续出现公司股票集中出售，可能影响公司股价。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 382 | 480 | 613 | 912 | 1,248 | 1,625 | 货币资金 | 16 | 26 | 76 | 109 | 125 | 156 |
| 增长率 | | 25.5% | 27.6% | 48.8% | 36.8% | 30.3% | 应收款项 | 80 | 108 | 137 | 268 | 332 | 388 |
| 主营业务成本 | -265 | -280 | -394 | -593 | -803 | -1,006 | 存货 | 18 | 32 | 30 | 41 | 55 | 69 |
| %销售收入 | 69.4% | 58.4% | 64.3% | 65.0% | 64.3% | 61.9% | 其他流动资产 | 18 | 9 | 97 | 97 | 101 | 104 |
| 毛利 | 117 | 200 | 219 | 319 | 445 | 620 | 流动资产 | 133 | 175 | 340 | 514 | 612 | 717 |
| %销售收入 | 30.6% | 41.6% | 35.7% | 35.0% | 35.7% | 38.1% | %总资产 | 13.9% | 17.3% | 19.0% | 21.6% | 20.9% | 19.4% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -2 | -2 | -3 | -4 | 长期投资 | 3 | 0 | 11 | 128 | 128 | 128 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 816 | 783 | 1,208 | 1,592 | 2,034 | 2,492 |
| 销售费用 | -3 | -4 | -5 | -5 | -6 | -7 | %总资产 | 85.1% | 77.3% | 67.6% | 66.9% | 69.5% | 67.5% |
| %销售收入 | 0.9% | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 无形资产 | 4 | 7 | 14 | 22 | 29 | 35 |
| 管理费用 | -18 | -25 | -32 | -47 | -64 | -83 | 非流动资产 | 827 | 838 | 1,447 | 1,865 | 2,313 | 2,973 |
| %销售收入 | 4.7% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.1% | %总资产 | 86.1% | 82.7% | 81.0% | 78.4% | 79.1% | 80.6% |
| 研发费用 | -14 | -19 | -24 | -28 | -38 | -49 | 资产总计 | 960 | 1,013 | 1,788 | 2,379 | 2,926 | 3,690 |
| %销售收入 | 3.7% | 3.9% | 3.9% | 3.1% | 3.1% | 3.0% | 短期借款 | 93 | 104 | 203 | 162 | 403 | 512 |
| 息税前利润 (EBIT) | 81 | 151 | 156 | 236 | 333 | 477 | 应付款项 | 41 | 23 | 118 | 409 | 532 | 639 |
| %销售收入 | 21.2% | 31.5% | 25.4% | 25.9% | 26.7% | 29.3% | 其他流动负债 | 9 | 17 | 27 | 28 | 39 | 52 |
| 财务费用 | -11 | -20 | -14 | -11 | -17 | -32 | 流动负债 | 143 | 145 | 348 | 599 | 975 | 1,203 |
| %销售收入 | 2.7% | 4.3% | 2.3% | 1.2% | 1.4% | 2.0% | 长期贷款 | 140 | 75 | 101 | 201 | 201 | 201 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 51 | 55 | 28 | 93 | 6 | 179 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 334 | 275 | 477 | 893 | 1,181 | 1,582 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 4 | 11 | 29 | 40 | 普通股股东权益 | 626 | 738 | 1,311 | 1,475 | 1,704 | 2,025 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 3.0% | 4.5% | 8.4% | 8.2% | 其中：股本 | 90 | 90 | 120 | 171 | 171 | 171 |
| 营业利润 | 70 | 130 | 146 | 236 | 345 | 484 | 未分配利润 | 176 | 277 | 394 | 558 | 787 | 1,108 |
| 营业利润率 | 18.2% | 27.0% | 23.9% | 25.8% | 27.7% | 29.8% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 11 | 41 | 82 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 960 | 1,013 | 1,788 | 2,379 | 2,926 | 3,690 |
| 税前利润 | 70 | 130 | 151 | 236 | 345 | 484 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 18.2% | 27.0% | 24.6% | 25.8% | 27.7% | 29.8% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | -9 | -18 | -21 | -32 | -46 | -65 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 13.3% | 13.9% | 13.8% | 13.4% | 13.4% | 13.4% | 每股收益 | 0.669 | 1.240 | 1.081 | 1.129 | 1.571 | 2.212 |
| 净利润 | 60 | 112 | 130 | 204 | 299 | 420 | 每股净资产 | 6.943 | 8.182 | 10.901 | 8.623 | 9.959 | 11.839 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 11 | 30 | 41 | 每股经营现金净流 | 1.110 | 1.842 | 1.546 | 2.577 | 2.740 | 3.724 |
| 归属于母公司的净利润 | 60 | 112 | 130 | 193 | 269 | 378 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.130 | 0.169 | 0.236 | 0.332 |
| 净利率 | 15.8% | 23.3% | 21.2% | 21.2% | 21.5% | 23.3% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 9.6% | 15.2% | 9.9% | 13.1% | 15.8% | 18.7% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 6.3% | 11.0% | 7.3% | 8.1% | 9.2% | 10.3% |
| 净利润 | 60 | 112 | 130 | 204 | 299 | 420 | 投入资本收益率 | 8.2% | 14.2% | 8.3% | 11.0% | 12.3% | 14.6% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 11 | 30 | 41 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 42 | 57 | 61 | 82 | 129 | 178 | 主营业务收入增长率 | 29.3% | 25.5% | 27.6% | 48.8% | 36.8% | 30.3% |
| 非经营收益 | 10 | 20 | 9 | 4 | -11 | -7 | EBIT增长率 | 30.4% | 86.1% | 3.0% | 51.7% | 41.1% | 43.0% |
| 营运资金变动 | -12 | -23 | -14 | 151 | 52 | 47 | 净利润增长率 | 35.6% | 85.3% | 16.2% | 48.6% | 39.2% | 40.8% |
| 经营活动现金净流 | 100 | 166 | 186 | 441 | 469 | 637 | 总资产增长率 | 32.9% | 5.6% | 76.5% | 33.1% | 23.0% | 26.1% |
| 资本开支 | -303 | -86 | -531 | -380 | -578 | -638 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | -75 | -116 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 45.2 | 50.6 | 49.9 | 70.0 | 60.0 | 50.0 |
| 其他 | 30 | 0 | -60 | 11 | 29 | 40 | 存货周转天数 | 19.1 | 32.5 | 28.7 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 投资活动现金净流 | -273 | -86 | -666 | -486 | -549 | -598 | 应付账款周转天数 | 50.6 | 39.1 | 63.3 | 80.0 | 70.0 | 60.0 |
| 股权募资 | 83 | 0 | 467 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 713.0 | 595.2 | 438.9 | 554.0 | 534.2 | 513.0 |
| 债权募资 | 47 | -49 | 124 | 118 | 154 | 109 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | 28 | -23 | -60 | -41 | -58 | -89 | 净负债/股东权益 | 34.5% | 20.8% | 11.6% | 12.0% | 23.1% | 22.8% |
| 筹资活动现金净流 | 158 | -72 | 531 | 78 | 96 | 20 | EBIT利息保障倍数 | 7.7 | 7.4 | 10.9 | 21.0 | 19.2 | 15.0 |
| 现金净流量 | -14 | 8 | 51 | 33 | 16 | 59 | 资产负债率 | 34.8% | 27.2% | 26.7% | 37.5% | 40.4% | 42.9% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 5 | 9 | 10 | 16 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 2 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.17 | 1.18 | 1.17 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402