

兴通股份 (603209)

证券研究报告

2023年01月26日

行业龙头，顺势扩张

国产替代进口，需求持续增长

中国沿海液体化学品海运需求持续增长，2017-2021年运量年化增速8.9%。需求增长的重要来源，是大炼化项目陆续投产，国产液体化学品替代进口产品。以PX和乙二醇为例，2017-2022年PX月均产量年化增速21%，而进口量-6%；2017-2022年乙二醇月均产量年化增速15%，而进口量-3%。随着全球炼厂产能向中国集中，未来液体化学品内贸运输需求有望继续增长。

收购同行运力，市场份额提升

兴通股份上市后，2022年开始大量收购存量船舶运力，市场份额有望快速大幅上升。2022年，兴通股份有3艘（2.5万载重吨）新造沿海化学品船下水，购置1艘（2.7万载重吨）沿海化学品船，退出1艘（0.65万载重吨）沿海化学品船，合计增加4.61万载重吨，增幅36%。2021年兴通股份内贸化学品船运力份额10%，我们预计2022年到12.6%；2023-2025年有望继续新造船、购置二手船，我们预计市场份额能达到18.7%、22.8%、25.3%。我们预计2022年沿海LPG船运力份额2.2%，未来通过新造船和购置二手船，2023-2025年市场份额有望达到5.3%、8.1%、10.6%。

行业景气阶段，开拓国际市场

由于内贸危化品航运市场容量有限，兴通股份从2022年开始拓展国际化学品航运市场。2022年国际化学品船运价大幅上升，带来良好的发展机会。2022年兴通股份购置3艘（6.53万载重吨）外贸化学品二手船，并购置、新造3艘（3.25万载重吨）在造外贸化学品船。随着二手船购置和新造船下水，2022-2025年公司外贸化学品船运力也有望大幅增长。

调整盈利预测，上调目标价

2022年下半年兴通股份船舶购置时间晚于预期、数量超过预期，有望带动2023年盈利大幅增长。2023-25年继续扩张运力，盈利有望持续较快增长。调整2022-24年预测归母净利润至2.07、3.52、4.54亿元（原预测2022-24年为2.49、3.18、4亿元）。根据超额利润贴现法和可比公司2023年平均PE，上调目标价至43.18元，维持“买入”评级。

风险提示：沿海危化品航运准入门槛下降，化工产品产量波动风险，危化品运输出现安全事故，燃油价格大幅上涨，测算具有主观性仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	386.42	566.86	703.52	1,598.36	2,152.95
增长率(%)	32.36	46.70	24.11	127.19	34.70
EBITDA(百万元)	194.95	310.09	382.42	711.64	948.13
归属母公司净利润(百万元)	123.50	199.09	207.36	352.44	454.17
增长率(%)	42.25	61.21	4.16	69.96	28.86
EPS(元/股)	0.62	1.00	1.04	1.76	2.27
市盈率(P/E)	56.28	34.91	33.52	19.72	15.30
市净率(P/B)	10.35	7.98	3.41	2.97	2.55
市销率(P/S)	17.99	12.26	9.88	4.35	3.23
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.81	11.17	8.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.75元
目标价格	43.18元

基本数据

A股总股本(百万股)	200.00
流通A股股本(百万股)	50.00
A股总市值(百万元)	6,950.00
流通A股市值(百万元)	1,737.50
每股净资产(元)	9.94
资产负债率(%)	23.74
一年内最高/最低(元)	39.20/18.86

作者

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

股价走势



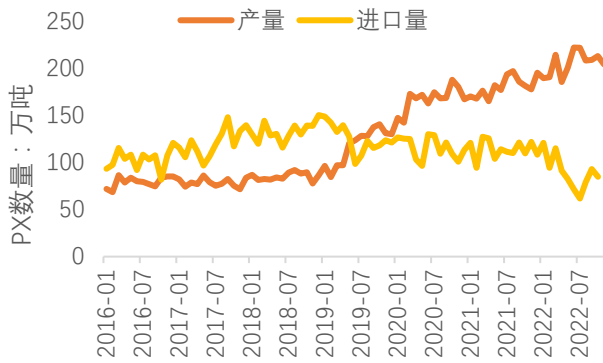
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《兴通股份-半年报点评:趋势向好,短期扰动》2022-08-10
- 《兴通股份-首次覆盖报告:行业龙头,随大炼化高成长》2022-04-30

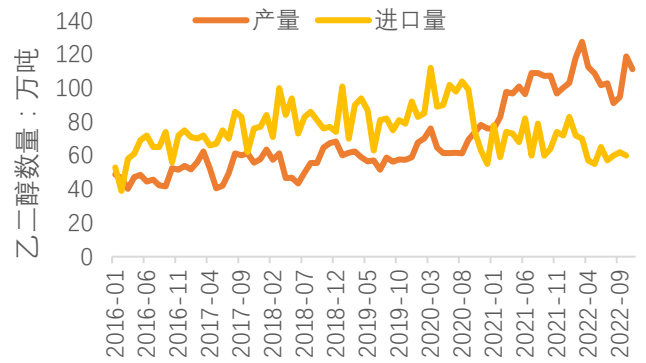
附录

图 1：中国的 PX 产量上升，进口量下滑



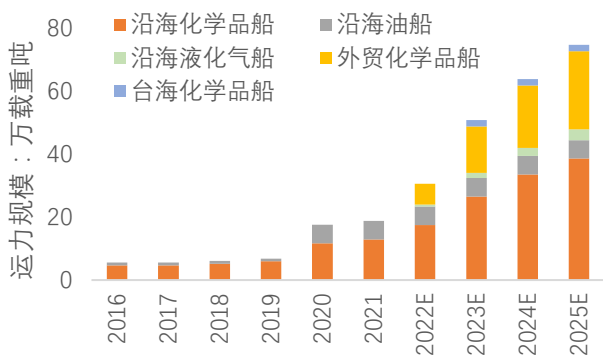
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：中国的乙二醇产量上升，进口量下滑



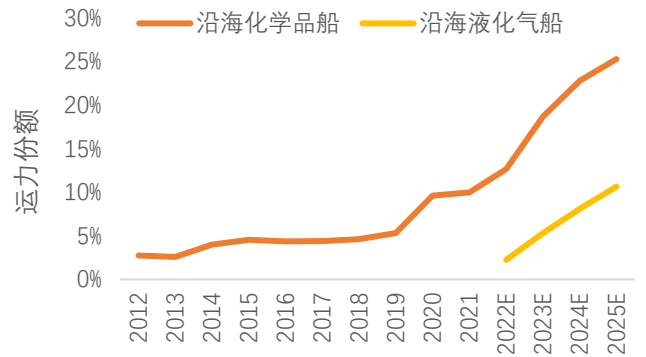
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：兴通股份的运力规模有望大幅增长



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，中国船级社，天风证券研究所

图 4：兴通股份的沿海化学品船和液化气船运力份额有望上升



资料来源：Wind，公司公告，交通部，公司官网，天风证券研究所

综合超额利润贴现估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两者平均值，给予兴通股份目标价 43.18 元。

根据超额利润贴现估值，兴通股份的每股合理价值为 50.02 元。危化品航运的景气度高，兴通股份盈利能力强，ROE 超过股权融资成本，因此适合用超额利润贴现估值。

表 1：兴通股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	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%，沪深指数平均收益率为 4.3% 内贸油化航运周期性较弱，兴通股份和盛航股份贝塔分别为 0.59 和 0.77，但两者交易时间太少；国际油化航运周期性较强，中远海能和招商轮船贝塔分别为 0.89 和 0.94；内贸危化品仓储物流周期性也较弱，密尔克卫和宏川智慧贝塔分别为 0.85 和 0.99。因此假设兴通股份的贝塔为 0.9。
贝塔	0.9	
半显性期增长率	10%	加大沿海液化气船、外贸化学品船等市场布局，有望带动公司持续较快增长
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，兴通股份的超额利润预测及贴现值如表 2。

表 2：兴通股份的超额利润与贴现值

单位：亿元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	终值
超额利润	0.44	1.83	2.66	3.20	3.52	3.88	4.26	4.69	5.16	5.67	6.24	6.87	116.71
贴现	0.45	1.70	2.30	2.56	2.60	2.65	2.70	2.75	2.80	2.85	2.91	2.96	50.33
权益价值													79.56

资料来源：Wind，天风证券研究所

选择盛航股份、密尔克卫和宏川智慧作为可比公司。截止 2023 年 1 月 20 日，根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，给予兴通股份 20.62 倍目标 PE，因此每股合理价值为 36.34 元。

表 3：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）	EPS（元）			PE		
		20230120	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603713.SH	密尔克卫	122.19	3.96	5.34	7.03	30.82	22.86	17.39
002930.SZ	宏川智慧	20.13	0.64	0.91	1.18	31.55	22.13	17.12
001205.SZ	盛航股份	26.3	1.10	1.56	2.06	23.86	16.88	12.80
	平均					28.74	20.62	15.77
603209.SH	兴通股份	34.75	1.04	1.76	2.27	33.52	19.72	15.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	170.65	238.38	779.61	639.35	861.18	营业收入	386.42	566.86	703.52	1,598.36	2,152.95
应收票据及应收账款	43.51	44.41	64.71	183.20	150.72	营业成本	185.79	274.44	387.77	963.37	1,300.06
预付账款	1.13	0.61	1.85	4.27	3.99	营业税金及附加	1.36	0.89	1.06	2.08	2.58
存货	7.28	11.00	14.82	49.32	37.24	销售费用	2.93	4.00	5.63	9.91	13.35
其他	51.86	29.82	32.52	44.85	41.84	管理费用	22.83	24.82	42.21	79.92	107.65
流动资产合计	274.43	324.21	893.52	920.98	1,094.97	研发费用	1.38	1.57	1.76	3.20	3.88
长期股权投资	0.00	0.00	52.50	105.00	157.50	财务费用	7.43	11.13	7.81	54.43	83.50
固定资产	660.41	735.36	1,923.57	3,050.26	3,856.45	资产/信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	107.63	171.02	285.51	97.10	178.26	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.95	1.03	1.00	0.96	0.93	投资净收益	1.28	2.03	20.00	10.00	10.00
其他	11.39	25.61	20.79	17.62	17.62	其他	(3.37)	(19.69)	(40.00)	(20.00)	(20.00)
非流动资产合计	780.38	933.02	2,283.37	3,270.95	4,210.76	营业利润	166.78	267.66	277.29	495.46	651.94
资产总计	1,054.82	1,257.23	3,176.89	4,191.93	5,305.73	营业外收入	0.01	0.45	0.20	0.20	0.20
短期借款	20.03	9.91	30.00	330.96	711.78	营业外支出	0.41	1.96	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	29.67	31.76	55.04	160.61	130.41	利润总额	166.38	266.14	276.49	494.66	651.14
其他	95.28	112.94	113.20	113.69	113.64	所得税	42.88	67.06	69.12	123.66	162.78
流动负债合计	144.98	154.61	198.24	605.27	955.83	净利润	123.50	199.09	207.36	370.99	488.35
长期借款	238.34	231.44	941.08	1,231.21	1,574.53	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	18.55	34.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	123.50	199.09	207.36	352.44	454.17
其他	0.00	0.60	0.60	0.60	0.60	每股收益(元)	0.62	1.00	1.04	1.76	2.27
非流动负债合计	238.34	232.04	941.68	1,231.81	1,575.13						
负债合计	383.32	386.65	1,139.92	1,837.08	2,530.97	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	18.55	52.73	成长能力					
股本	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00	营业收入	32.36%	46.70%	24.11%	127.19%	34.70%
资本公积	391.71	391.71	1,331.98	1,331.98	1,331.98	营业利润	41.48%	60.49%	3.60%	78.68%	31.58%
留存收益	521.50	720.58	1,836.97	2,136.30	2,522.03	归属于母公司净利润	42.25%	61.21%	4.16%	69.96%	28.86%
其他	(391.71)	(391.71)	(1,331.98)	(1,331.98)	(1,331.98)	获利能力					
股东权益合计	671.50	870.58	2,036.97	2,354.85	2,774.76	毛利率	51.92%	51.59%	44.88%	39.73%	39.61%
负债和股东权益总计	1,054.82	1,257.23	3,176.89	4,191.93	5,305.73	净利率	31.96%	35.12%	29.48%	22.05%	21.10%
						ROE	18.39%	22.87%	10.18%	15.09%	16.68%
						ROIC	56.12%	25.81%	23.20%	18.08%	16.54%
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	123.50	199.09	207.36	352.44	454.17	资产负债率	36.34%	30.75%	35.88%	43.82%	47.70%
折旧摊销	22.22	50.23	97.33	161.75	212.69	净负债率	22.01%	8.83%	13.03%	42.33%	54.02%
财务费用	8.82	13.62	7.81	54.43	83.50	流动比率	1.89	2.10	4.51	1.52	1.15
投资损失	(1.45)	(1.47)	(20.00)	(10.00)	(10.00)	速动比率	1.84	2.03	4.43	1.44	1.11
营运资金变动	(5.35)	72.45	0.29	(58.50)	17.59	营运能力					
其它	33.62	(16.14)	(0.00)	18.55	34.18	应收账款周转率	8.98	12.90	12.90	12.90	12.90
经营活动现金流	181.34	317.77	292.79	518.68	792.14	存货周转率	61.48	62.05	54.50	49.84	49.75
资本支出	517.17	183.17	1,452.50	1,152.50	1,152.50	总资产周转率	0.53	0.49	0.32	0.43	0.45
长期投资	0.00	0.00	52.50	52.50	52.50	每股指标(元)					
其他	(1,086.07)	(412.28)	(2,937.50)	(2,347.50)	(2,347.50)	每股收益	0.62	1.00	1.04	1.76	2.27
投资活动现金流	(568.90)	(229.11)	(1,432.50)	(1,142.50)	(1,142.50)	每股经营现金流	0.91	1.59	1.46	2.59	3.96
债权融资	318.41	315.22	1,044.95	1,636.05	2,360.18	每股净资产	3.36	4.35	10.18	11.68	13.61
股权融资	292.96	(11.13)	982.46	(54.43)	(83.50)	估值比率					
其他	(133.45)	(335.69)	(346.47)	(1,098.06)	(1,704.49)	市盈率	56.28	34.91	33.52	19.72	15.30
筹资活动现金流	477.93	(31.60)	1,680.95	483.56	572.20	市净率	10.35	7.98	3.41	2.97	2.55
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	0.00	18.81	11.17	8.95
现金净增加额	90.20	57.62	541.24	(140.27)	221.83	EV/EBIT	0.00	0.00	25.24	14.45	11.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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