

交通运输

2024年08月15日

兴通股份 (603209)

——外贸化学品船景气上行, 重置成本定价上行空间较大

报告原因: 首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

- **外贸化学品与油运上行周期共振, 外贸业务景气度被低估。**原油、成品油、化学品外贸运费有一定传导性。2022年油运与化学品运输市场同比景气度开启后, 化学品船市场运价跟随上行, 最新1年期租价格较2021年上涨62%。供给端: 目前化学品船手持订单占比与油轮相似, 老龄化问题更为突出, 2030年20年以上老旧船舶占比达50%。需求端: 受益于国内石化产能快速扩张, 国内产能充足倒逼出口增长。中长期炼厂东移, 油化品运输向长航线贸易格局转变。
- **行业β叠加公司α, 外贸运力投放量价齐升加速利润释放。**一方面, 外贸业务景气度上行; 另一方面, 公司近些年购买和新建运力陆续交付, 成为近些年油运板块鲜有运力扩张的公司。按照当前新造船交付计划, 外贸利润占比有望逐步提升至50%左右。
- **外贸市场总量大于内贸, 外贸景气度向内贸传导, 内贸船出海带动内贸供需格局改善环节内需压力。**船龄较新的内贸化学船满足经营外贸的条件。公司大部分自营船队为内贸外兼营船舶, 当前外贸TCE水平高于内贸船, 上半年公司4艘船舶由内贸转向外贸, 单船盈利上升的同时有助于缓解内贸供需矛盾。
- **市值低于重置成本, 内贸牌照价值被低估。**内贸船队估值包含船队价值+牌照价值。2019-2023年公司化学品船评审得分五年六次连续位于参选企业第一名。内贸船舶牌照价值被忽略, 市值/重置成本仅0.59倍, 较同类型1倍以上估值显著低估, 向上空间充足。
- **盈利预测:** 预计公司2024年-2026年营业收入可达到15.51亿元、19.09亿元、24.75亿元, 毛利率分别为36.43%、36.07%和34.78%。预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.19、3.81和4.68亿元, 分别同比增长26.43%、19.57%和22.69%。
- **重置成本法估值, 当前市值具备70%以上空间, 给与“买入”评级。**公司当下重置成本为69.02亿元。与同类型公司比较, 中远海能重置成本为641.71亿元, 市值较重置成本比值为1.10; 招商轮船市值比重置成本为1.08, 招商南油为1.02。目前兴通股份市值与重置成本比值仅为0.59, 看兴通股份市值达到1倍重置成本以上, 则公司市值仍有70%以上空间。且随着船价上涨, 公司重置成本有望进一步抬升。
- **风险关注:** 全球宏观经济衰退; 其他意外事件; 苏伊士复航; 欧洲重新采购俄罗斯成品油及化学品

市场数据: 2024年08月15日

收盘价(元)	14.12
一年内最高/最低(元)	20.96/10.53
市净率	1.7
息率(分红/股价)	1.06
流通A股市值(百万元)	2,587
上证指数/深证成指	2,877.36/8,370.12

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024年06月30日

每股净资产(元)	8.33
资产负债率%	38.24
总股本/流通A股(百万)	280/183
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

联系人

闫海
(8621)23297818x
yanhai@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,237	772	1,551	1,909	2,475
同比增长率(%)	57.7	23.6	25.4	23.0	29.7
归母净利润(百万元)	252	180	319	381	468
同比增长率(%)	22.3	31.6	26.4	19.6	22.7
每股收益(元/股)	0.90	0.65	1.14	1.36	1.67
毛利率(%)	33.2	36.6	36.4	36.1	34.8
ROE(%)	11.4	7.7	12.8	13.5	14.5
市盈率	16		12	10	8

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益; “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

盈利预测：预计公司 2024 年-2026 年营业收入可达到 15.51 亿元、19.09 亿元、24.75 亿元，毛利率分别为 36.43%、36.07%和 34.78%。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.19、3.81 和 4.68 亿元，分别同比增长 26.43%、19.57%和 22.69%。

估值：重置成本法估值，当前市值具备 70%以上空间，给予“买入”评级。公司当下重置成本为 69.02 亿元。与同类型公司比较，中远海能市值较重置成本比值为 1.10；招商轮船为 1.08，招商南油为 1.02。目前兴通股份市值与重置成本比值仅为 0.59，看兴通股份市值达到 1 倍重置成本以上，市值仍有 70%以上空间。且随着船价上涨，公司重置成本有望进一步抬升。

关键假设点

营收-内贸程租业务：量，假设 2024 年及 2026 年运量持平；2025 年新增两艘内贸化学品船运力，增速约 13%。价，假设 2024-2026 年单吨运价为 95 元/吨。

营收-外贸程租业务：量：2024-2026 年根据新增外贸运力等增速增长。量，以 5000 载重吨中东-印度西航线作为参考，假设 2024-2026 年均值为 58、60、62 美元/吨。

有别于大众的认识

市场认为，兴通主要逻辑为内贸，内需预期悲观公司成长性受影响。

我们认为，内贸化学品船与外贸化学品船联动，外贸打开公司成长空间。外贸景气度提升，内转外需求会带来行业盈利提升。公司大部分自营船队为内贸外兼营船舶，外贸运力潜力不局限于新交付船舶。今年上半年公司有 4 艘船舶由内贸转向外贸。外贸化学品与油运上行周期共振，业务景气度被低估。原油、成品油、化学品外贸运费有一定传导性。行业景气度上行，叠加公司产能扩张，未来外贸利润有望加速释放。按照当前新造船交付计划，外贸利润占比有望逐步提升至 50%左右。短中期受益于潜在 OPEC 产量恢复&特朗普交易下美国增产。

市场认为：内需压力下内贸成长性减弱，公司估值承压。

我们认为：重置成本角度，公司仍然被低估。内贸船队估值包含船队价值+牌照价值。2019-2023 年公司化学品船评审得分五年六次连续位于参选企业第一名。内贸船舶牌照价值被忽略，市值/重置成本仅 0.59 倍，较同类型 1 倍以上估值显著低估，向上空间充足。

股价表现的催化剂

(1) 4 季度旺季运价上行，(2) 公司新增运力释放，(3) 船价加速上涨，(4) 潜在的地缘冲突，(5) OPEC 产量恢复和特朗普特朗普交易下美国增产。

核心假设风险

全球宏观经济衰退；其他意外事件；苏伊士复航；欧洲重新采购俄罗斯成品油及化学品

目录

1. 行业龙头开拓新业务，股权集中保证稳步发展	6
1.1 公司发展：船队快速扩张&管理统一	6
1.2 家族和公司高管控股，头部客户与公司共同成长	7
2. 内贸运力政府调控，报废新政有望加速老船退出	8
2.1 内贸液体散货运力政府调控	8
2.2 运力评审向头部企业倾斜，兴通股份五年六次连续第一	9
2.3 报废新政有望加速老船退出	10
3. 外贸景气度走强，新增业务实现第二曲线增长	11
3.1 地缘扰动及成品油景气度开启，带动化学品船运价上行	11
3.2 手持订单占比相对低位，老龄化问题严重	12
3.3 公司外贸化学品船运力将加速释放，跻身头部船东公司	14
3.4 中国为化学品最大贸易国，本土船东具备竞争优势；炼厂产能东移，贸易向长航距格局发展	16
3.5 运价景气度抬升，船价稳步上涨	19
4.盈利预测与估值	20
4.1 主营业务介绍	20
4.2 盈利预测	23
4.3 公司估值：重置成本法	26
5.风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展重要事件梳理	6
图 2：兴通股份运力发展（艘）	6
图 3：兴通股份运力发展（万载重吨）	6
图 4：公司股权前十大股东结构（截至 2024 年 1 季度）	7
图 5：荣盛控股间接持股兴通股份（截至 2024 年 1 季度）	7
图 6：交通运输部历年下发沿海化学品船运力指标（载重吨）	8
图 7：我国沿海液体散装化学品船运力	8
图 8：兴通股份内贸运力份额变化	8
图 9：2019-2023 年内贸化学品船运力调控综合评审结果	9
图 10：我国沿海液散化学品船市场的竞争格局	10
图 11：沿海化学品船老龄船占比	11
图 12：历年沿海化学品船提前退出运力	11
图 13：成品油轮和外贸化学品船 1 年期期租租金（美元/天）	11
图 14：成品油轮和化学品船运输货物种类	12
图 15：太平洋市场化学品船即期运价（美元/吨）	12
图 16：全球化学品船现役运力及手持订单按交付年份分布（百万载重吨）	12
图 17：化学品船手持订单占比，截至于 2024 年 8 月 1 日	13
图 18：化学品船船龄分布	13
图 19：未来老龄化速度及运力交付增速	13
图 20：历年化学品船交付及拆解分布	14
图 21：历年化学品船拆解平均船龄	14
图 22：现役运力 25 年船龄以上船舶及占比	14
图 23：兴通股份化学品船运力在全球排名（按载重吨排名，万载重吨）	15
图 24：兴通股份外贸化学品船未来运价情况（万载重吨）	16
图 25：各国及地区化学品产销分布	17
图 26：2018-2022 年全球化学品贸易	17
图 27：2028 年 vs 2023 年化学品产量分布	18
图 28：2028 年 vs 2023 年化学品消费类分布	18
图：全球化学品运输贸易量和吨海里贸易量增速	

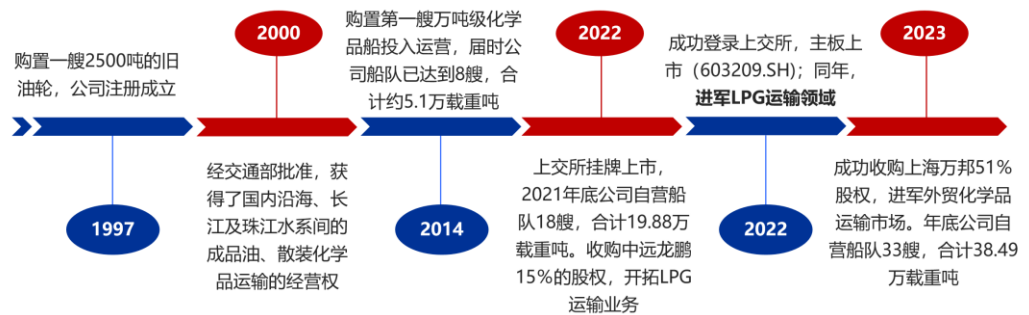
图 30: 化学品船运力变化情况.....	19
图 31: 兴通股份外贸化学品航线	19
图 32: 未来化学品船市场需求增长.....	20
图 33: 未来化学品船市场供给增长.....	20
图 34: 化学品船期租租金 (美元/天)	20
图 35: 化学品船二手船价 (百万美元)	20
图 36: 公司归母净利润 (百万元)	21
图 37: 公司营业收入及毛利率.....	21
图 38: 公司船队运力结构 (万载重吨)	21
图 39: 公司主营业务收入, 按货物种类分 (亿元)	22
图 40: 2023 年公司主营业务收入分布.....	22
图 41: 主营业务, 按船队运营模式分 (百万元)	22
图 42: 各运营模式毛利率 (%)	22
图 43: 2024 上半年主营业务按船队运营模式分布	23
图 44: 2024 上半年毛利按船队运营模式分布	23
图 45: 各细分成本项分布及总成本增速 (亿元, %)	23
图 46: 各细分成本项占比 (%)	23
图 47: “兴通 729” 轮第三方估值	26
图 48: “兴通开盛” 轮船价信息	27
表 1: 兴通股份现有内贸船队规模 (截至 2023 年年报)	9
表 2: 国内国际主要竞争对手.....	15
表 3: 涉及新增运力的定增项目详情.....	16
表 4: 兴通股份营业收入预测	24
表 5: 兴通股份营业成本预测	25
表 6: 兴通股份毛利及净利润	26
表 7: “兴通开明” 船价估值演示 (百万美元)	27
表 8: 兴通股份二手船买卖记录	28
表 9: 盛航股份二手船买卖记录	28
表 10: 兴通股份重置成本.....	29
表 11: 油轮公司重置成本比较, 截至 2024 年 8 月 12 日.....	29

1. 行业龙头开拓新业务，股权集中保证稳步发展

1.1 公司发展：船队快速扩张&管理统一

沿海液体散装化学品运输龙头企业，积极开拓 LPG 及外贸业务。兴通股份 1997 年成立于泉州，是福建省三大航运领军企业之一。兴通股份主要从事沿海及国际散装液体化学品运输、沿海成品油和 LPG 运输业务。兴通股份在沿海散装液体化学品行业深耕多年，长期居于细分市场龙头地位，2022 年在上交所主板上市，随后开辟液化石油气 (LPG) 和外贸化学品运输业务。

图 1：公司发展重要事件梳理



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司的目前主营业务包括内贸运输和外贸运输。2023 年底，公司自营船队 33 艘，合计 38.49 万载重吨，较 2022 年增长 48.32%。除公司自建和购置的运力外，2023 年公司通过收购上海兴通万邦航运，助力化学品内外贸业务进一步提升。2023 年底，公司沿海省际化学品运力 20 艘（不包含“兴通 7”），合计 21.22 万载重吨，占市场总运力 14.22%，内贸市场运力规模处于领先地位。2023 年，公司新增外贸化学品船运输业务，积极探寻第二增长曲线。

图 2：兴通股份运力发展（艘）

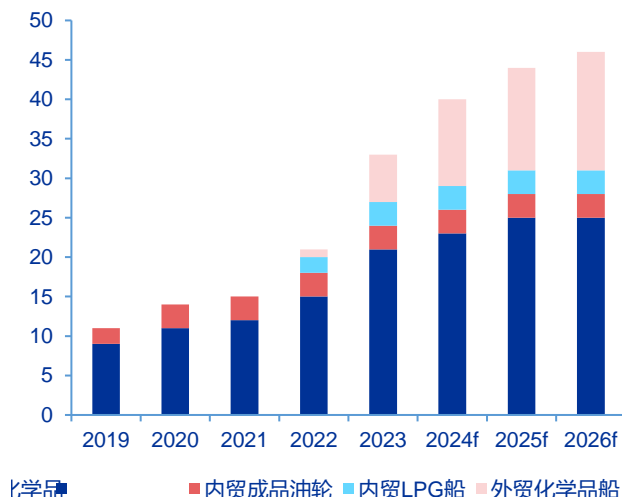
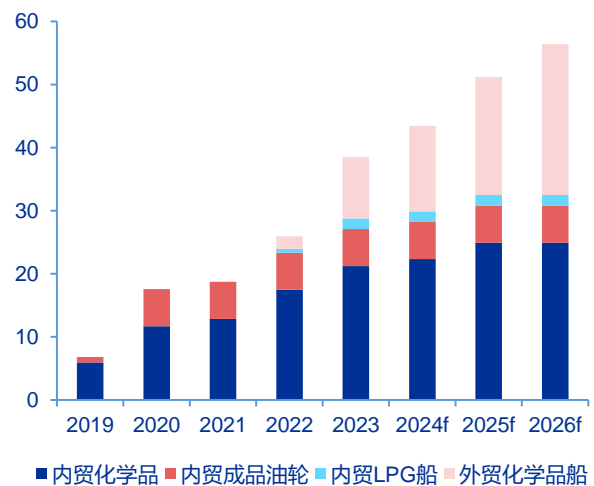


图 3：兴通股份运力发展（万载重吨）



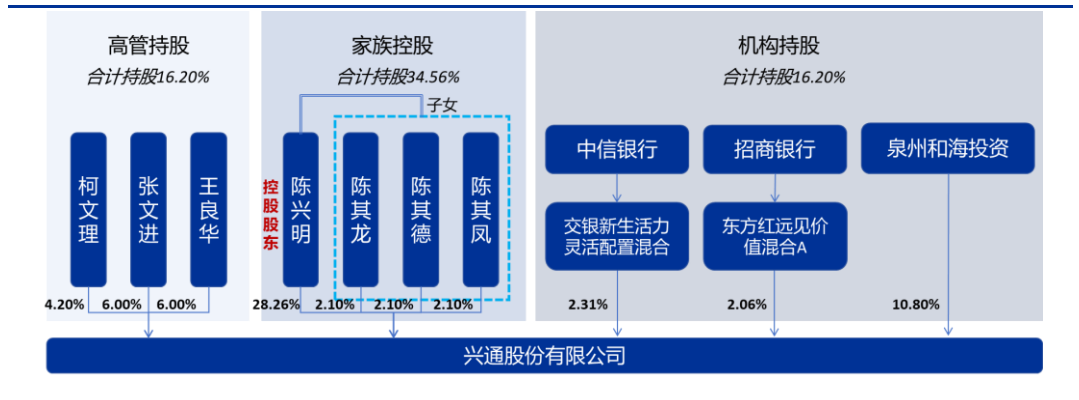
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 家族和公司高管控股，头部客户与公司共同成长

家族控股，高管持股，股权结构稳定的大型民营运输企业。兴通股份控股股东为公司创始人陈兴明，实际控制人为陈兴明家族，公司股权结构稳定。截至 2023 财年，陈兴明家族合计持有兴通股份 34.56%的股权，企业高管合计持股兴通股份 16.20%的股权。通过保证核心团队对公司的控制权和对外部资源的有效整合，公司未来持续发展具备坚实基础。

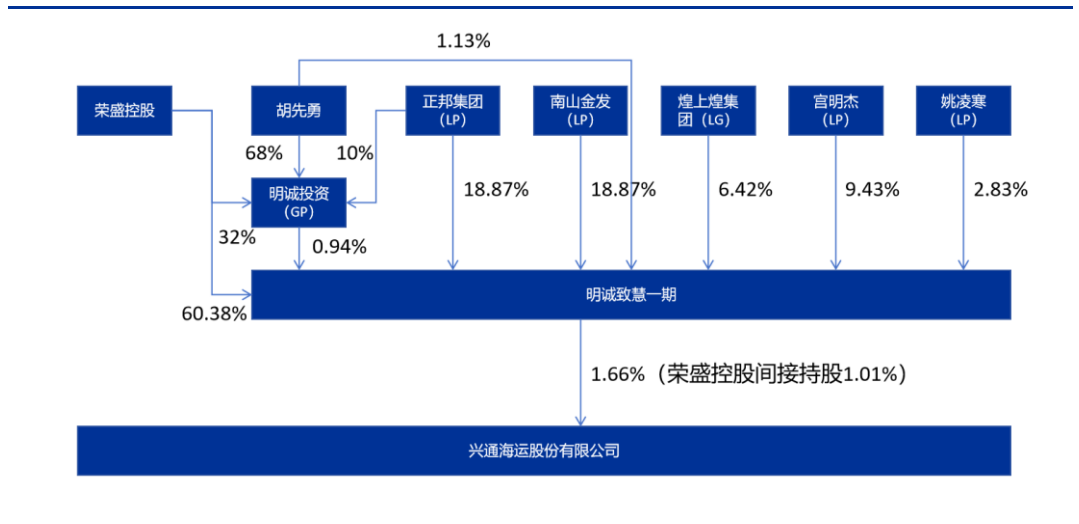
图 4：公司股权前十大股东结构（截至 2024 年 1 季度）



资料来源：Wind，申万宏源研究

此外，公司的第一大客户荣盛石化间接持有兴通股份 1.01%股权，头部客户对公司经营和未来前景的认可，与公司携手一起成长。

图 5：荣盛控股间接持股兴通股份（截至 2024 年 1 季度）



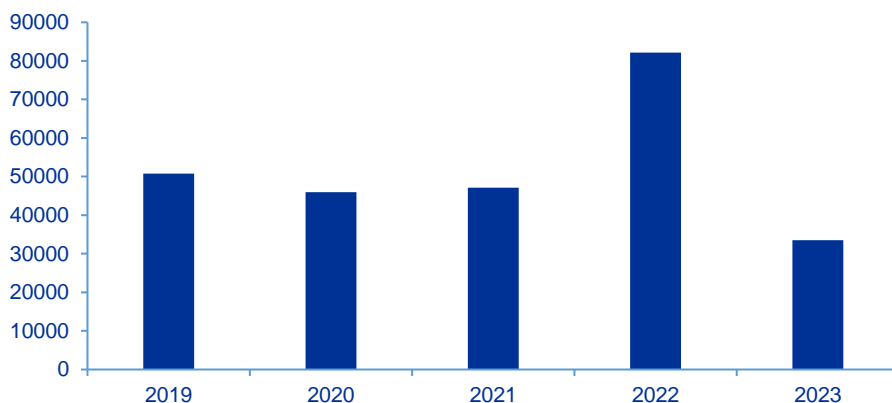
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 内贸运力政府调控，报废新政有望加速老船退出

2.1 内贸液体散货运力政府调控

新增运力受政府调控，运力指标向头部倾斜。液体危险品水上运输行业兼具危险性和专业性，交通运输部于 2011 年 7 月开始实施运力宏观调控政策，实行沿海省际散装液体危险货物船舶新增运力综合评审。运力评审时主要从企业绿色发展情况、诚信经营情况、经营业绩进行重点评估，评审结果反映了公司在行业内的综合竞争力。

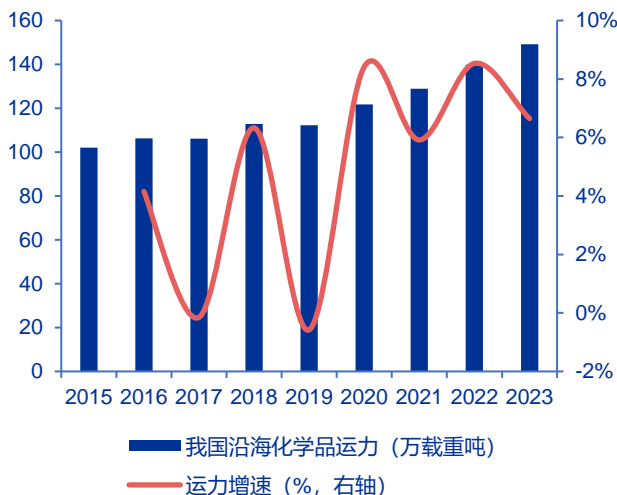
图 6：交通运输部历年下发沿海化学品船运力指标（载重吨）



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

据交通运输部统计，截至 2023 年 12 月 31 日，沿海省际化学品船（含油品、化学品两用船，下同）共计 292 艘、149.2 万载重吨，较 2022 年底增加 5 艘、9.3 万载重吨，吨位增幅 6.6%。2023 年新增运力 29 艘、14.6 万载重吨，共有 24 艘、5.3 万载重吨船舶提前退出市场。此外，老旧船舶（船龄 12 年以上）和达到特检船龄的船舶（船龄 26 年以上）分别有 148 艘、1 艘，占总艘数的 50.7%和 0.3%。

图 7：我国沿海液体散装化学品船运力



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

图 8：兴通股份内贸运力份额变化

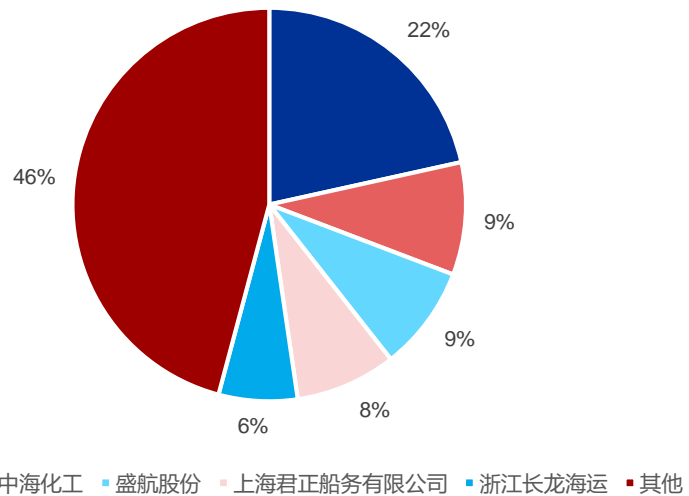


资料来源：交通运输部，公司公告，申万宏源研究

2.2 运力评审向头部企业倾斜，兴通股份五年六次连续第一

从专家评审结果看，2019-2023 年公司化学品船评审得分五年六次连续位于参选企业第一名。从新增运力占比看，2019-2023 年兴通股份获批新增化学品船运力以载重吨计占比为 21.5%，遥遥领先。由于评审机制原因，头部企业将越来越具有“马太效应”，长期看，行业整体供给受限、消费需求升级趋势将维持。未来内贸新增运力也将越来越向头部企业集中，公司远期来看有望从中受益，也为公司未来化学品“走出去”战略奠定基石。

图 9：2019-2023 年内贸化学品船运力调控综合评审结果



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

运力审批领先叠加收购持续扩大船队规模，航运市场运力为王。截至 2023 年 12 月 31 日，根据公司年报披露，内贸船舶 27 艘，运力规模 28.77 万吨。其中包含 3 艘 LPG 船，1.15 万载重吨；3 艘成品油轮，5.87 万载重吨；21 艘沿海液体散装化学品船，21.75 万载重吨。公司在 2023 财年成功收购兴通万邦 51% 股权，扩大内贸船队规模，共计新增 6 艘内外贸兼营的液散化学品船（2023 年 1 艘外贸经营，5 艘内贸），运力规模 4.10 万吨。此外，公司手持订单 9 艘，其中内贸运力 4 艘，包括 2 艘公司自有的 3700 载重吨和 7500 载重吨的化学品船，预计 2024 年交付；2 艘兴通万邦的 1.3 万载重吨的化学品船，预计 2025 年交付。

表 1：兴通股份现有内贸船队规模（截至 2023 年年报）

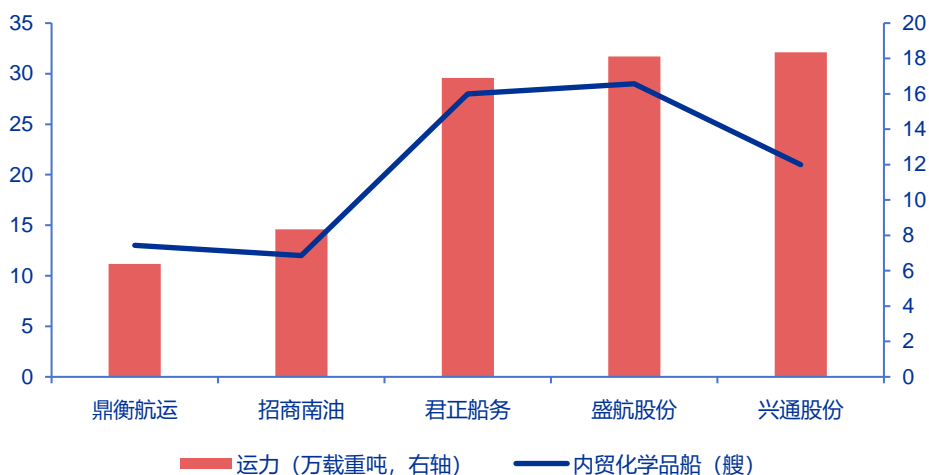
船舶来源	船舶类型	船舶数量	载重吨(万吨)
自有	化学品	16	18.35
	成品油	3	5.87
	LPG	3	1.15
兴通万邦	化学品	5	3.40
总计		27	28.77

注：来源于公司年报和官网信息整理，截至 2023 年 12 月 31 日

资料来源：公司官网，公司年报，申万宏源研究

内贸化学品运力民营企业异军突起，占据市场主要份额。国内沿海液体化学品行业形成了以大型国有企业和中小型民营企业为主的竞争格局。大型国有企业如中远海能、招商南油等国有控股公司主要专注于内外贸油品运输，以原油和成品油为主，液化散货为辅，外贸业务占比较高。相比之下，中小型民营企业如兴通股份、盛航股份、君正船务、鼎衡航运则在运输品类、区域及航线等方面展开差异化竞争。兴通股份和盛航股份目前主要专注于国内化学品运输，而君正船务则以外贸业务收入为主。上海鼎衡业务主要为国际航线。通过这种方式，各企业形成了各自的竞争优势和业务重点区域，推动了市场的多样化发展。

图 10：我国沿海液散化学品船市场的竞争格局

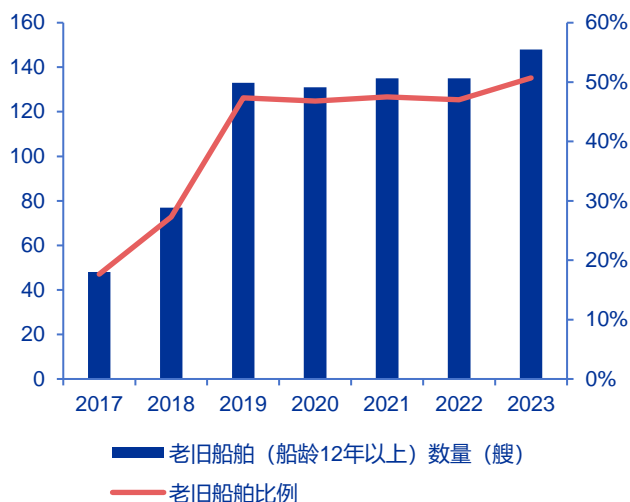


资料来源：交通运输部，申万宏源研究

2.3 报废新政有望加速老船退出

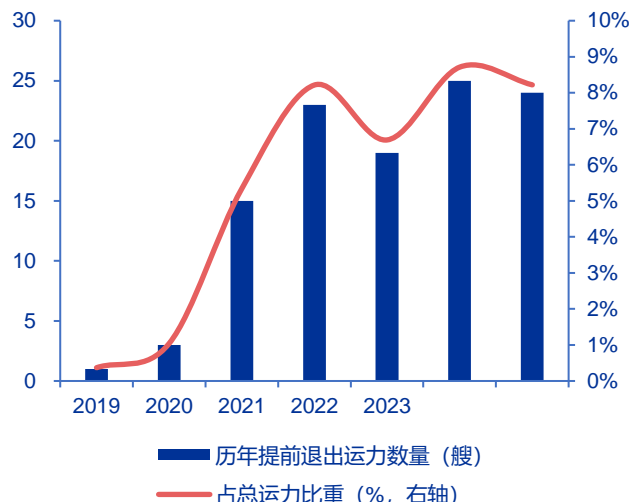
2024 年 7 月发改委及财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，支持老旧营运船舶报废更新。加快高能耗高排放老旧船舶报废更新，推动新能源清洁能源船舶发展。支持内河客船 10 年以上、货船 15 年以上以及沿海客船 15 年以上、货船 20 年以上船龄的老旧船舶报废更新。在报废基础上更新为燃油动力船舶或新能源清洁能源船舶的，根据不同船舶类型按 1500—3200 元/总吨予以补贴；新建新能源清洁能源船舶，根据不同船舶类型按 1000—2200 元/总吨予以补贴；只提前报废老旧营运船舶的，平均按 1000 元/总吨予以补贴。

图 11: 沿海化学品船老龄船占比



资料来源: 交通运输部, 申万宏源研究

图 12: 历年沿海化学品船提前退出运力



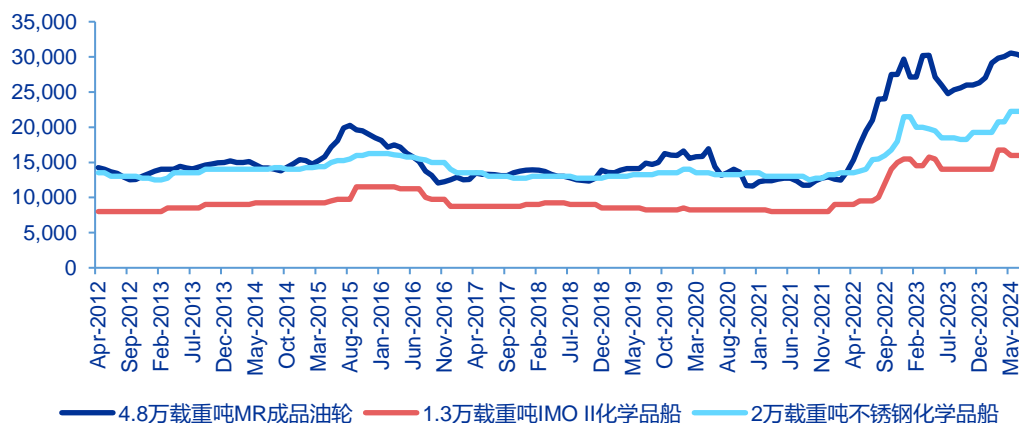
资料来源: 交通运输部, 申万宏源研究

3. 外贸景气度走强, 新增业务实现第二曲线增长

3.1 地缘扰动及成品油景气度开启, 带动化学品船运价上行

2022 年俄乌冲突后, 全球成品油轮及化学品运输市场贸易重构, 且由于化学品船和成品油轮之间存在一定兼容性, 化学品船运价开启景气上行周期。俄乌冲突后, 成品油轮 1 年期期租租金中枢从历史 1.5 万美元/天左右抬升至 3 万美元/天, 2 万载重吨化学品船运价中枢也从历史的 1.3 万美元/天抬升至 2 万美元/天左右。

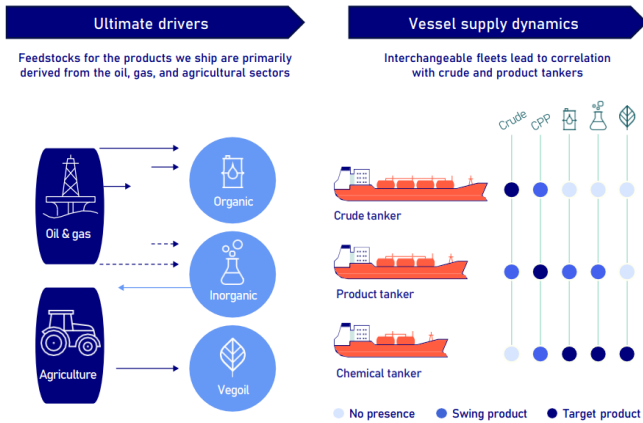
图 13: 成品油轮和外贸化学品船 1 年期期租租金 (美元/天)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

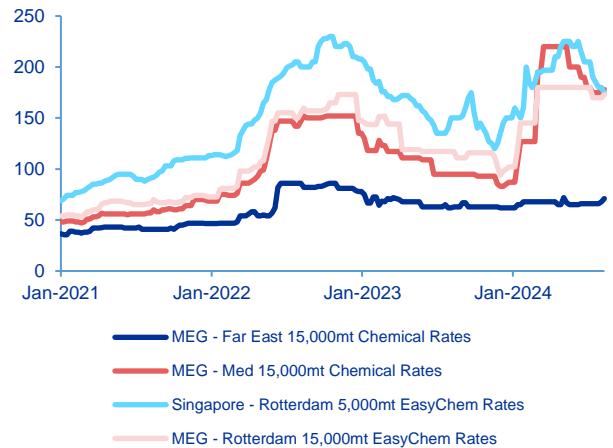
2023 年红海扰动后, 途径苏伊士运河的航线受到影响, 其中中东地区及东南亚地区至欧洲的化学品运输需求一定程度上受到绕行后运距拉长带来的提振。太平洋市场的化学品船运价有较为明显的上涨。今年 6 月运价高点时, 中东-地中海航线较红海扰动前运价环比上涨 159%, 中东湾/新加坡-北欧航线运价分别提高 80% 和 50%, 虽 7-8 月运价有所回落, 但目前运价仍处于高位水平。

图 14: 成品油轮和化学品船运输货物种类



资料来源: Odfjell 官网, 申万宏源研究

图 15: 太平洋市场化学品船即期运价 (美元/吨)

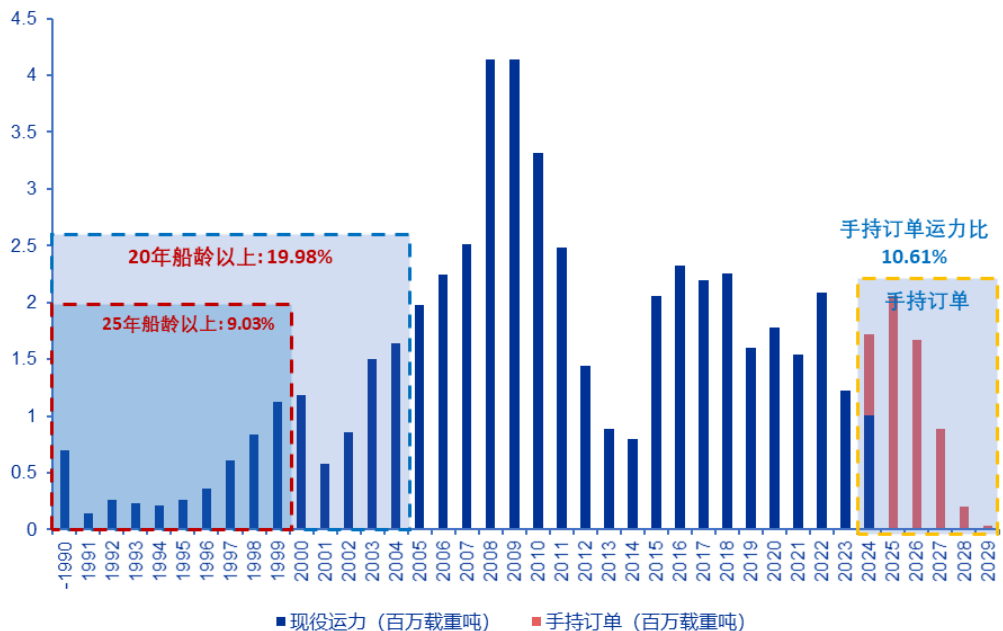


资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

3.2 手持订单占比相对低位, 老龄化问题严重

截至 2024 年 8 月初, 全球化学品船共计 4237 艘, 合计 5247 万载重吨。从现役船队的船龄分布看, 2003-2011 年为化学品船的交付高峰期, 这意味着 2023-2031 年间船队老龄化速度将加剧。

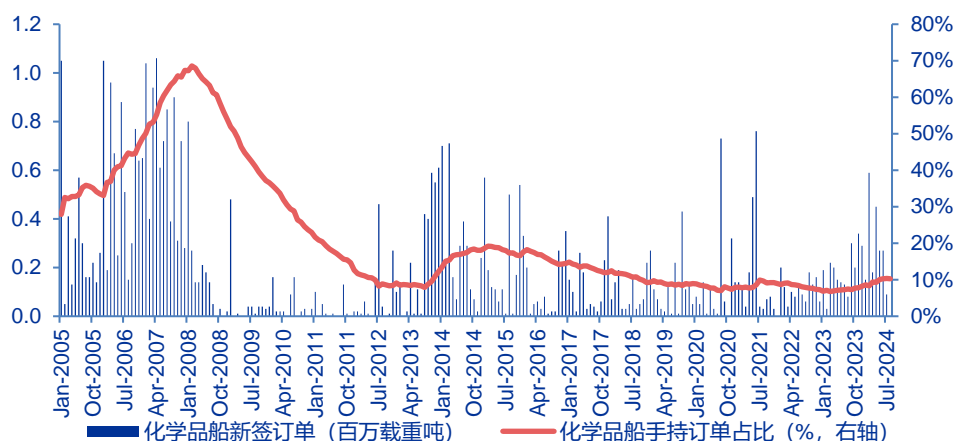
图 16: 全球化学品船现役运力及手持订单按交付年份分布 (百万载重吨)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

截至 2024 年 8 月 10 日, 全球化学品船手持订单约 351 艘, 合计 557 万载重吨, 占现有运力比重约 10.6%。今年预计交付 122 艘, 合计 171 万载重吨, 将贡献今年 3.3%左右运力增长; 2025 年预计交付 137 艘, 合计 206 万载重吨, 贡献约 3.9%增速, 2026 年目前订单贡献增速约 3%左右。已有部分订单下至 2028-2029 年。

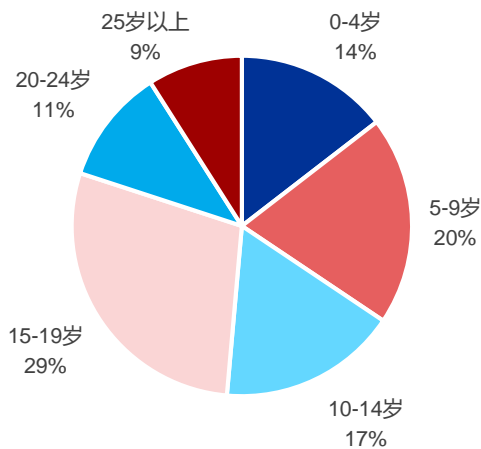
图 17: 化学品船手持订单占比, 截至于 2024 年 8 月 1 日



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

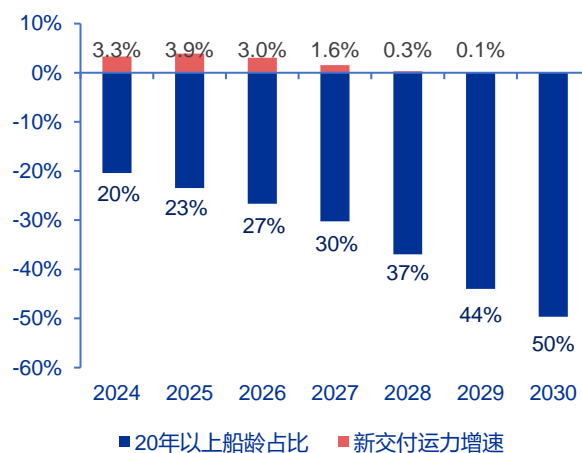
2024 年化学品船船队 20 年船龄以上船舶占比约 20%，其中约 9%运力为 25 年以上超级老龄船舶。由于 2003-2011 年间历年交付数量加速，因此未来几年化学品船的老龄化速度也将明显加剧。预计 2028 年 20 年以上老船占比将达到 37%，2030 年达到 50%左右，接近半数。

图 18: 化学品船船龄分布



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

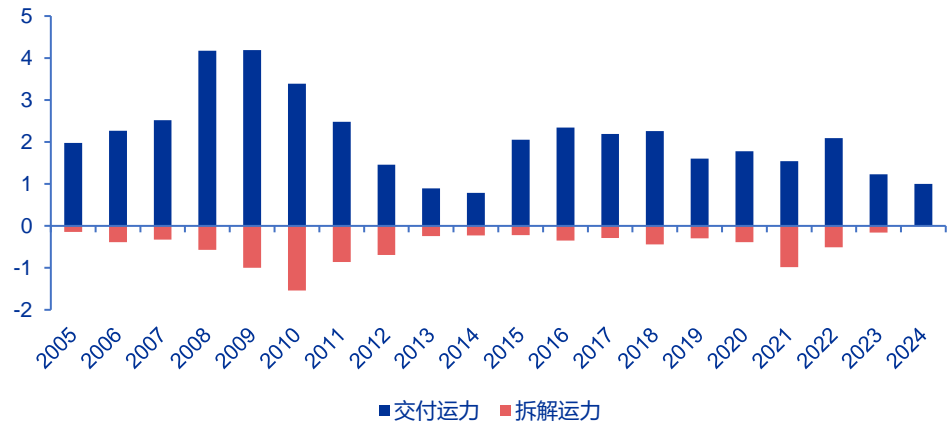
图 19: 未来老龄化速度及运力交付增速



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

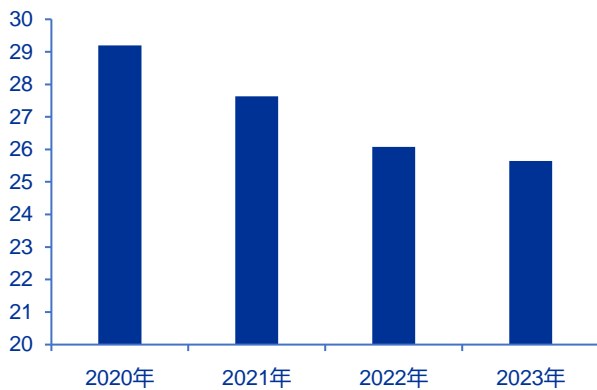
回溯 2020-2024 年初至今的化学品船拆解情况，2020-2023 年化学品船的拆解平均船龄逐年递减，2023 年平均拆船船龄为 25 年左右。目前 25 年及以上船龄船舶占比约 9%左右，未来逐年提升，2029 年将达到 18%左右。

图 20: 历年化学品船交付及拆解分布



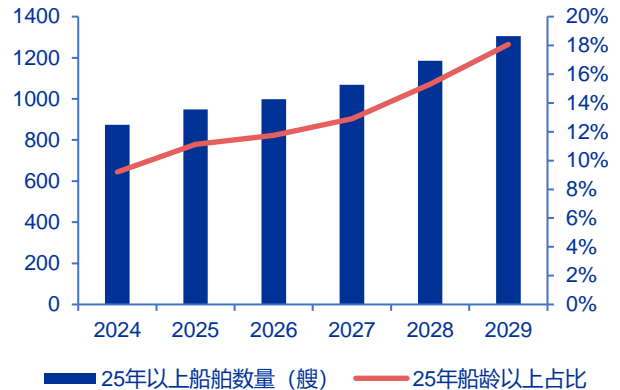
资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

图 21: 历年化学品船拆解平均船龄



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

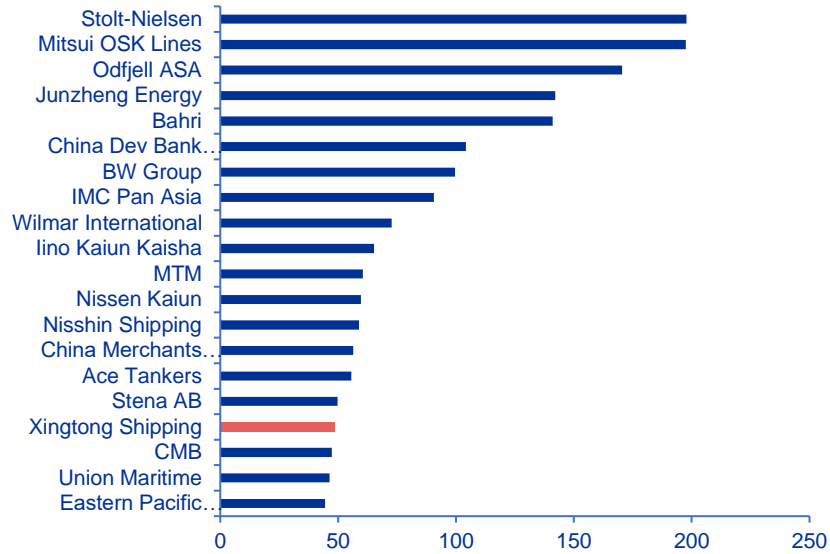
图 22: 现役运力 25 年船龄以上船舶及占比



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

3.3 公司外贸化学品船运力将加速释放，跻身头部船东公司

按公司目前化学品船运力及手持订单情况，按载重吨看，在全球化学品船市场排名第 17 名；按船舶数量可排第 7 名。化学品船运输市场前 20 大船东运力合计占市场总运力比重约 34.5%左右，其中拥有 50 艘船舶以上的大型船东仅 3 家。

图 23：兴通股份化学品船运力在全球排名（按载重吨排名，万载重吨）


资料来源：Clarksons，申万宏源研究

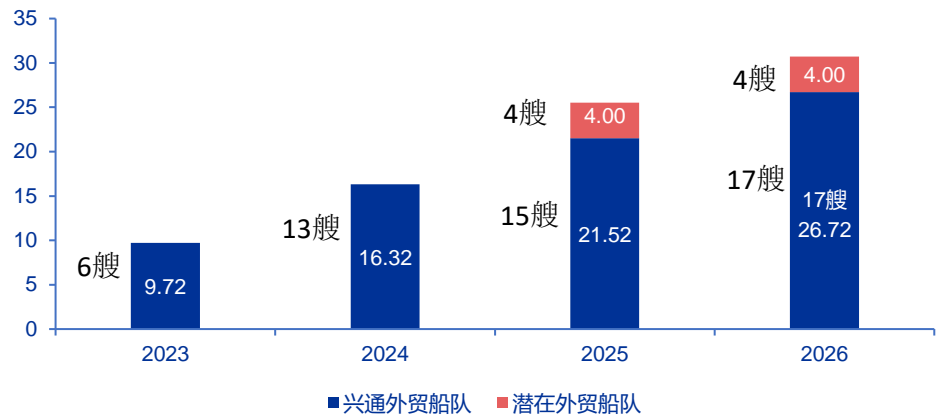
就国内企业而言，我国液货危险品水上运输行业形成了国企控股的大型企业和中小型民营企业并存的市场竞争格局。具体来说，中远海能、招商南油等大型国企控股企业主要以油品（原油、成品油）运输为主，辅以散装液体化学品运输，兼营内外贸业务且外贸业务比重较高，具有运力规模大、航线布局广泛、承运货物种类多等综合性竞争优势。而以兴通股份、君正船务、上海鼎衡、盛航股份、海昌华等为代表的中型民营企业则在专注领域上有所不同，各企业在主要运输品类、区域和航线方面表现出差异化竞争。具体情况如下表所示：

表 2：国内国际主要竞争对手

企业性质	企业名称	股票代码	经营货种	业务布局
国央企	招商南油	601975.SH	化学品、油品，以油品为主	内外贸兼营
	中远海能	600026.SH	化学品、油品，以油品为主	内外贸兼营，侧重外贸
	海昌华	未上市	化学品、油品，以油品为主	专注内贸
	君正集团	601216.SH	化学品、油品，以化学品为主	内外贸兼营，侧重外贸
民营企业	盛航股份	001205.SZ	化学品、油品，以化学品为主	内外贸兼营
	上海鼎恒	未上市	化学品、油品，以化学品为主	内外贸兼营
	兴通股份	603209.SH	化学品、油品，以化学品为主	内外贸兼营
跨国企业	Odfjell	ODF.OL	化学品、其他特种液体散装	--
	Stolt	SNI.OL	化学品、其他特种液体散装	--

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

截至 2023 年底，公司共拥有 6 艘外贸化学品船。2024 年系 4 艘兴通万邦内外贸兼营船舶转外贸运营，此外新交付 3 艘 1.3 万载重吨外贸运力。2025 年预计再交付 2 艘 2.6 万载重吨外贸运力，此外兴通万邦剩余 2 艘内外贸兼营船舶和 2 艘新交付 1.3 万载重吨船舶为潜在外贸运力。2026 年公司将继续交付 2 艘 2.6 万载重吨外贸化学品船。

图 24：兴通股份外贸化学品船未来运价情况（万载重吨）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，公司计划通过向特定对象发行 A 股股票募集资金总额不超过人民币 11.24 亿元募用于船队运力扩张。其中包括 4 艘**不锈钢化学品船舶购建项目**，计划投资总额为 7.19 亿元，拟使用募集资金金额为 6.49 亿元；2 艘 LPG 船舶购建项目，投资总额为 1.752 亿元，拟使用募集资金金额为 1.752 亿元。

表 3：涉及新增运力的定增项目详情

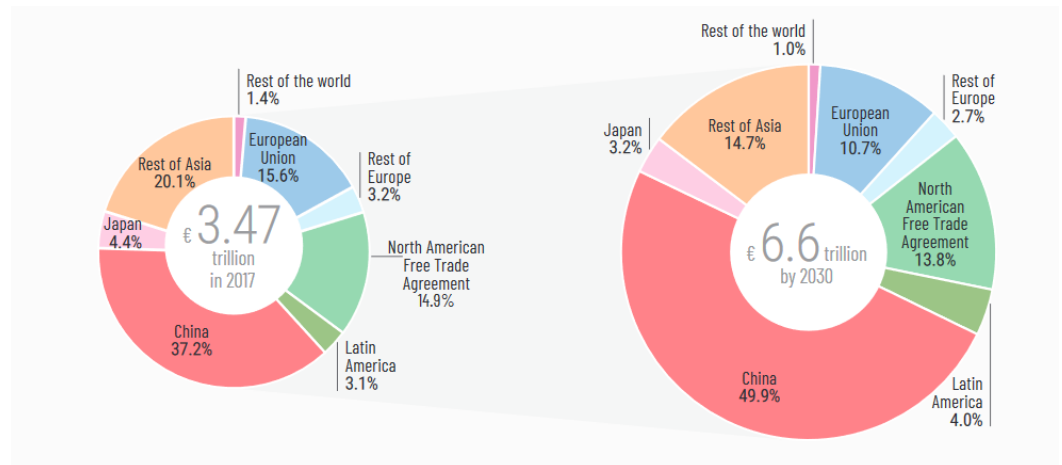
序号	项目	投资金额	详情
1	LPG 船舶购建项目	1.752 亿元	项目建设期为 18 个月，计划通过购置和建造方式新增 2 艘 LPG 船舶。该项目将有助于完善公司在 LPG 航运业务的布局
2	不锈钢化学品船舶购建项目	7.19 亿元	项目建设期为 18 个月，计划通过购置和建造的方式新增 4 艘不锈钢化学品船舶。将进一步完善公司的核心战略布局

资料来源：公司募集说明书，申万宏源研究

3.4 中国为化学品最大贸易国，本土船东具备竞争优势；炼厂产能东移，贸易向长航距格局发展

石化产需错配是化学品运输需求产生的底层逻辑，这包括总产能和总需求的错配，也包括各细分产品的产需错配。中国是全球最大的化学品产地也是最大的消费地，产需占全球比重约 40% 左右。依据 UNEP 预测，2030 年中国的化学品产量有望达到全球的 50% 左右。

图 25：各国及地区化学品产销分布



资料来源：UNEP，申万宏源研究

液体化学品贸易，从贸易量上看，排名靠前的为亚洲区域内贸易和欧洲区域内贸易，据 Shippersfocus 统计，这两者占全球贸易量比重超过 1/4。韩国/中国台湾/日本-中国大陆的贸易占亚洲区域内贸易的 75%左右。其次是中东-东北亚贸易，占比约 10%左右，其主要贸易对象亦为中国。从吨海里看，中东-东北亚航线为全球最主要的液体化学品贸易路线，占全球比重约 15%左右。其次是北美-东北亚，虽然贸易量不足 5%，但运距长使得其吨海里贸易占比约 10%左右。

图 26：2018-2022 年全球化学品贸易

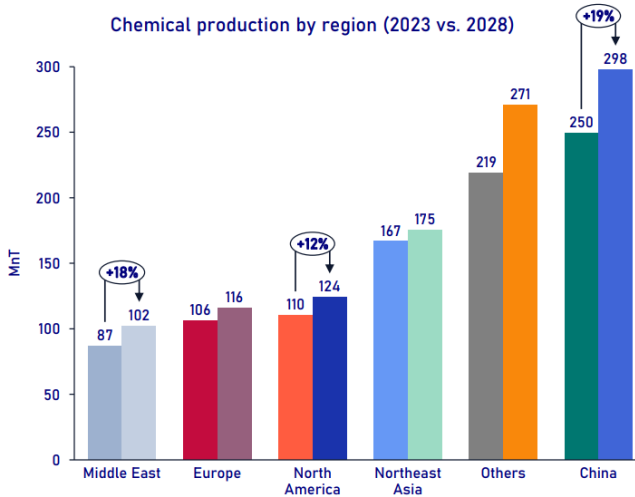
Table 6.2- Global Chemical Exports and Imports by Region, 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
in \$billions					
Exports					
North America	169.0	163.8	150.3	187.5	217.7
Latin America	27.7	26.8	24.3	25.9	29.8
Europe	612.2	580.9	551.9	661.4	758.9
Former Soviet Union	30.7	28.2	22.0	22.6	22.0
Africa and Middle East	81.4	76.5	66.5	72.5	93.4
Asia-Pacific	578.2	549.1	509.9	612.9	673.3
Total Global Exports	\$1,499.2	\$1,425.3	\$1,324.9	\$1,582.8	\$1,795.2
Imports					
North America	175.7	167.2	154.6	204.1	247.0
Latin America	70.8	65.0	52.7	61.1	64.4
Europe	585.8	556.0	532.0	633.5	775.2
Former Soviet Union	28.3	28.9	23.7	27.1	19.4
Africa and Middle East	88.2	87.3	75.1	81.9	85.7
Asia-Pacific	550.4	520.9	486.9	575.1	603.6
Total Global Imports	\$1,499.2	\$1,425.3	\$1,324.9	\$1,582.8	\$1,795.2

资料来源：ACC，申万宏源研究

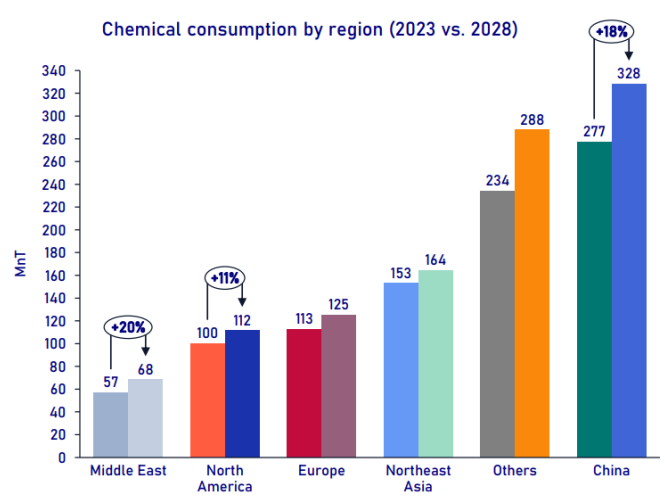
据 MSI 预测, 在未来 5 年内全球化学品产量将增长约 16%, 其中中国产量提升 19%, 仍是最主要的增量来源地, 其次中东和北美分别增长 18%和 12%。同期, 全球化学品消费增长 9%左右, 中国增长 18%, 贡献约 55%的增量。中东和北美分别增长 20%和 11%。

图 27: 2028 年 vs 2023 年化学品产量分布



资料来源: Odfjell, 申万宏源研究

图 28: 2028 年 vs 2023 年化学品消费类分布



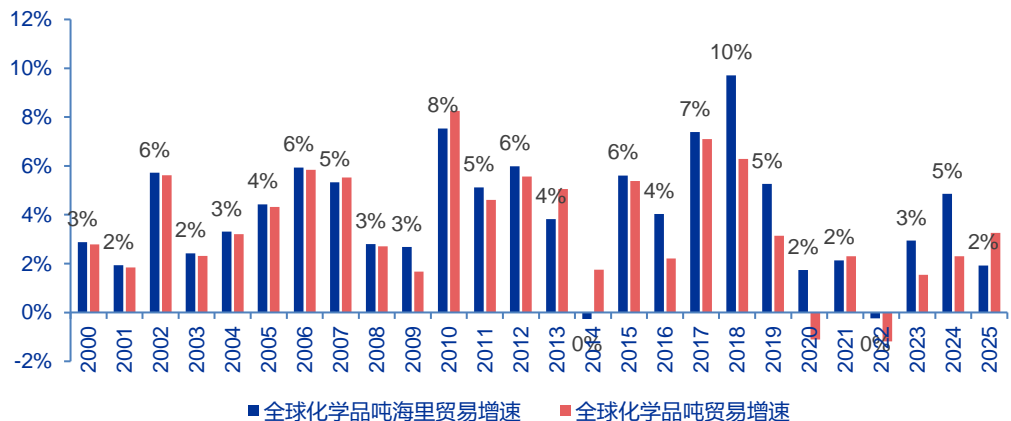
资料来源: Odfjell, 申万宏源研究

据中国石化报报道, 近年来中国化工行业产能持续大幅扩张, 2023 年国内 24 种主要化工产品产能增长近 5600 万吨/年或 15%, 表观需求增长约 4100 万吨或 13.5%, 产能消费比提高 2 个百分点至近 120%, 产能充足, 化工产品价格偏低运行, 推动出口量增加。

但欧洲地区正在面临失去了俄罗斯廉价能源及地缘政治稳定性后的工业退坡, 欧洲化工品产能利用率不断走低。2023 年欧洲化学工业委员会(Cefic)曾表示, 随着能源价格高企和全球需求下滑, 欧洲化学品生产将大幅下降。Cefic 估算 2023 年化学品产量将同比下降 8%左右。

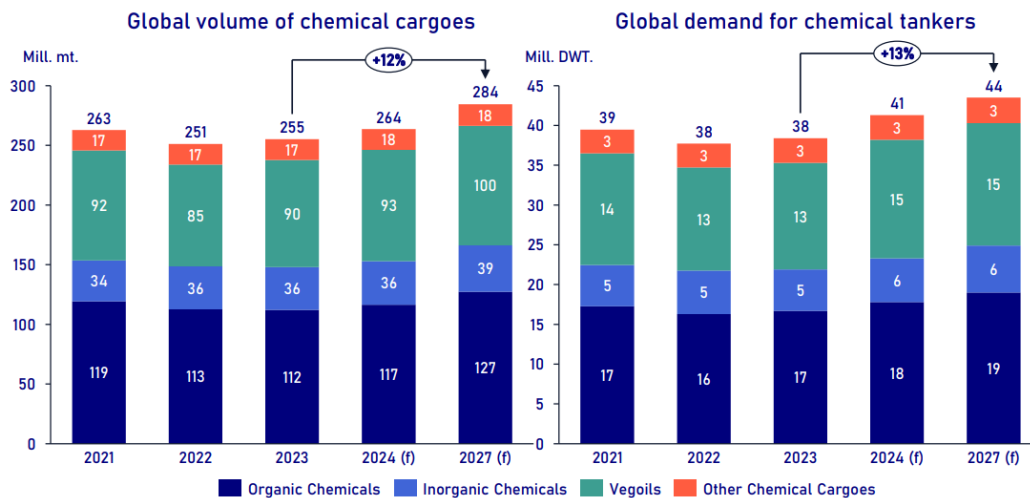
据 MSI 预测, 2027 年全球化学品贸易量较 2023 年将增长 12%左右, 化学品船舶需求预计增长 13%左右。据克拉克森预测, 2024 年全球化学品吨海里贸易预计增长 5%, 2025 年增长 2%。则 2026-2027 年全球化学品吨海里贸易有望继续保持 3%左右的年均增速。

图 29: 全球化学品运输贸易量和吨海里贸易量增速



资料来源: Clarkson, 申万宏源研究

图 30：化学品船运力变化情况



资料来源：Odfjell，申万宏源研究

在地缘扰动带来的市场景气度上行，叠加中国化学品出口需求强劲，兴通股份积极开拓外贸化学品业务。目前航线已布局东北亚-东南亚区域内贸易航线、中东地区、欧洲地区以及南美地区等。

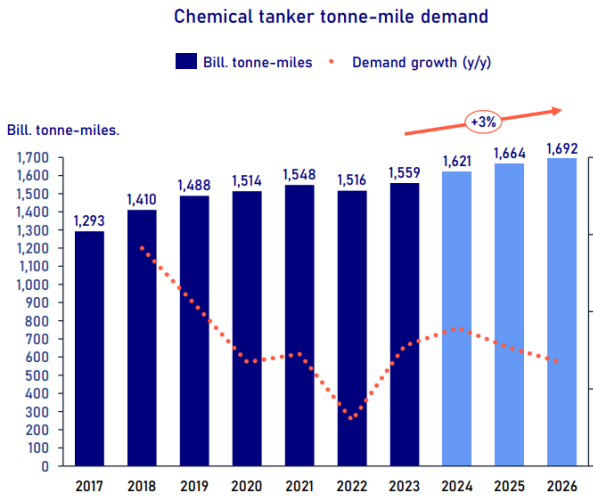
图 31：兴通股份外贸化学品航线



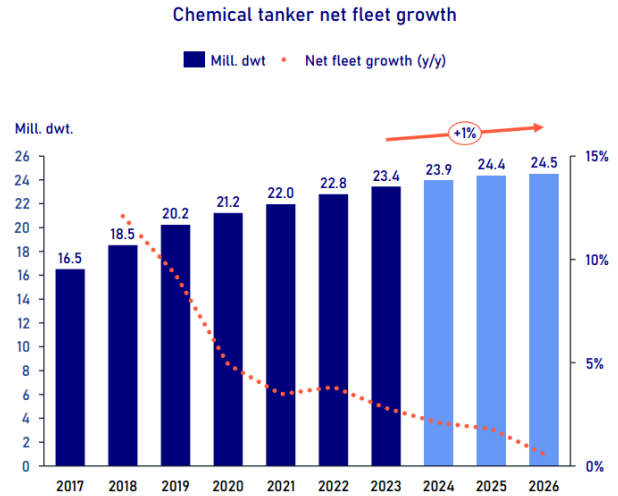
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.5 运价景气度抬升，船价稳步上涨

据 Odfjell 预测，2024-2026 年化学品船市场需求将保持年均 3%左右的增速，相比之下，供给年均增速约 1%。预期未来几年化学品船市场将迎来更加强劲时期。

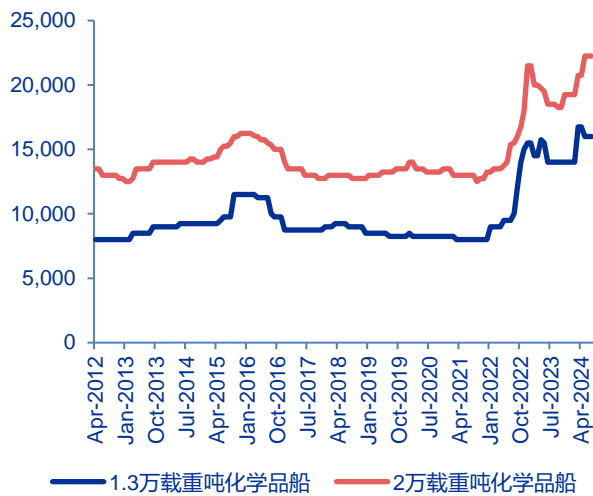
图 32：未来化学品船市场需求增长


资料来源：Odfjell, 申万宏源研究

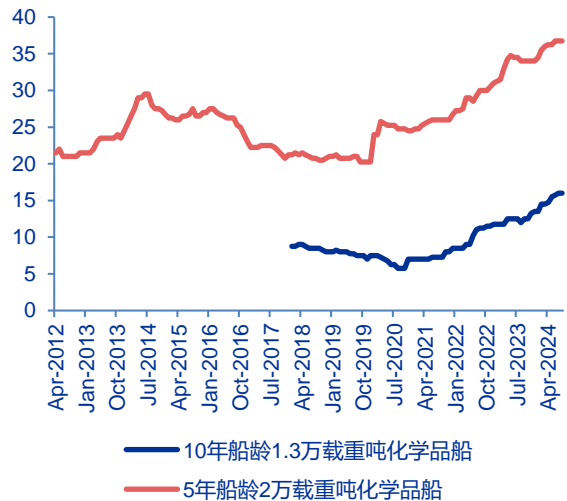
图 33：未来化学品船市场供给增长


资料来源：Odfjell, 申万宏源研究

2022-2024 年因地缘扰动以及成品油轮市场带动，导致化学品运输市场运价有强劲表现，同时化学品船二手船价稳步抬升，趋势较期租价格更为坚挺。预计未来二手船价将继续随着市场景气度抬升而上涨，化学品船东的船队资产价值也进一步提升。

图 34：化学品船期租租金（美元/天）


资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

图 35：化学品船二手船价（百万美元）


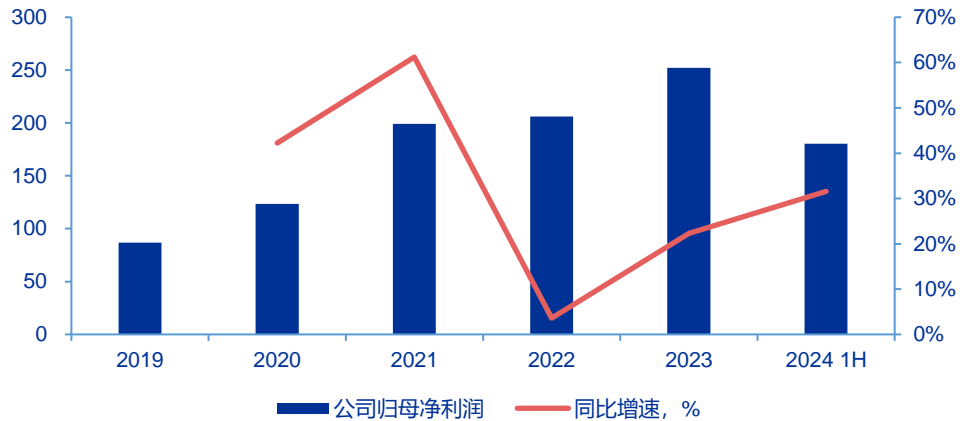
资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 主营业务介绍

2024 年上半年公司归母净利润 1.80 亿元，同比去年同期增长 32%。随着公司船队扩张以及新业务拓展，公司近些年净利润持续保持快速增长。随着外贸化学品运力不断投入叠加行业景气度上行，预计未来外贸业务将继续贡献公司营收也利润增量。

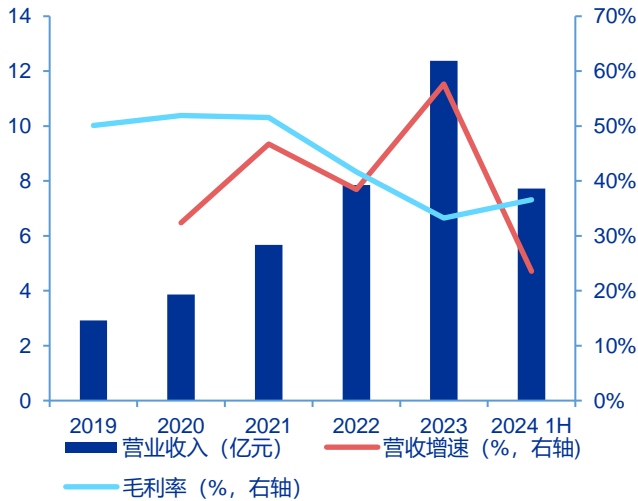
图 36: 公司归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

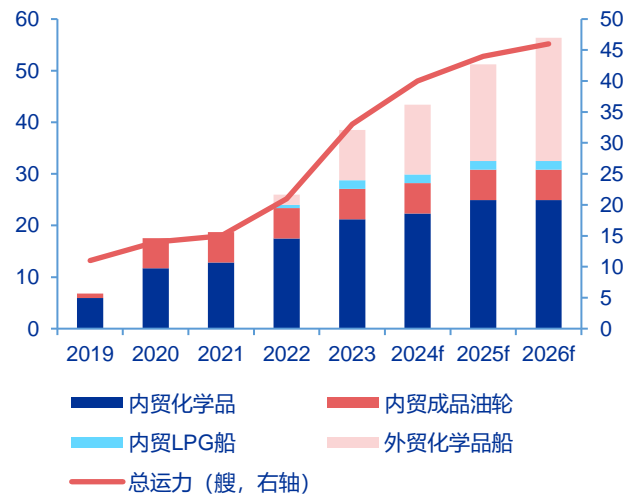
2023 年公司主营业务收入为 12.37 亿元, 同比增长 57.7%, 一方面因公司收购的兴通万邦利润在 2023 年并表, 贡献了公司利润加速释放, 另一方面, 公司外贸化学品运输业务顺利开展, 2022 年购入的 2 条船舶在 2023 年投入运营, 此外去年公司还交付了 4 艘外贸化学品船。2019-2023 年公司主营业务收入复合增速达 43.5%, 主要系公司新增业务拓展和运力的快速扩张。2024 年上半年公司营业收入 7.72 亿元, 同比增长 23.56%。期间, 公司继续交付 2 艘外贸化学品船投入运营。下半年, 公司将继续交付 2 艘内贸化学品船以及 1 艘 1.3 万载重吨的外贸化学品船。

图 37: 公司营业收入及毛利率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 38: 公司船队运力结构 (万载重吨)

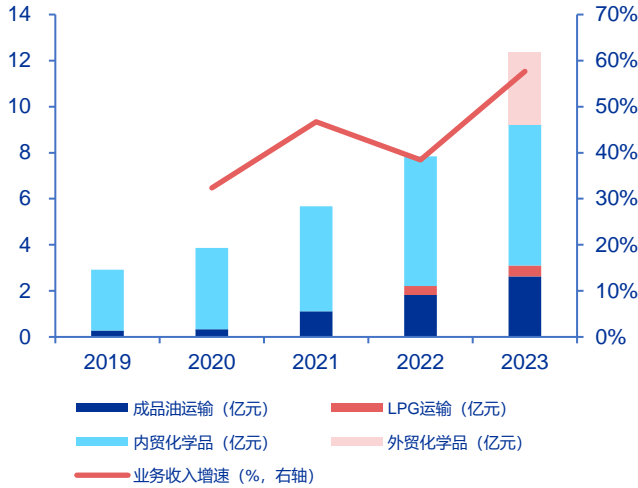


资料来源: Wind, 申万宏源研究

从公司运输货物种类看, 主营业务以内贸化学品运输为主, 成品油、LPG 业务为辅, 新增外贸化学品业务。2023 年公司内贸化学品营业收入为 6.14 亿元, 同比增加 8.89%, 占比 49.64%, 目前仍为公司最主要的业务; 成品油业务营业收入为 2.63 亿元, 同比增长 43.78%, 占比 21.23%, 虽然公司成品油轮运力没有增长, 但得益于行业景气度抬升和下游客户拓展, 通过外租船和油化品兼营船也带来收入的一定弹性; LPG 业务为公司 2022 年新增业务, 目前有 3 艘 LPG 船投入运营, 以期租模式为主, 2023 年营业收入为 0.48 亿元, 同比增长.% , 占比.% 。此外, 公司 年新增外贸化学品运输业务, 营业

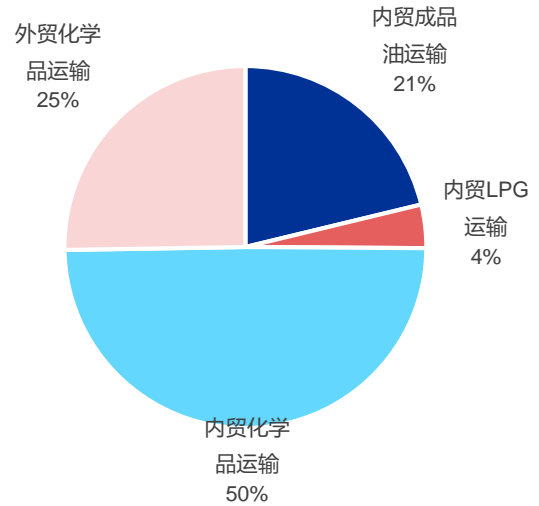
收入为 3.13 亿元，占比 25.26%。目前公司外贸化学品业务正处布局扩张阶段，叠加行业景气度上行，预计未来外贸业务将继续贡献公司营收也利润增量。

图 39：公司主营业务收入，按货物种类分（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

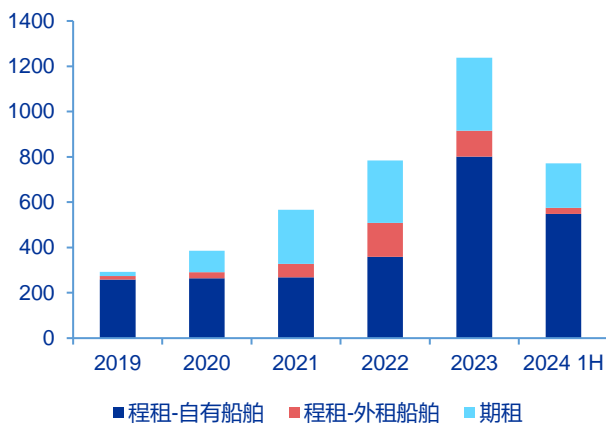
图 40：2023 年公司主营业务收入分布



资料来源：Wind，申万宏源研究

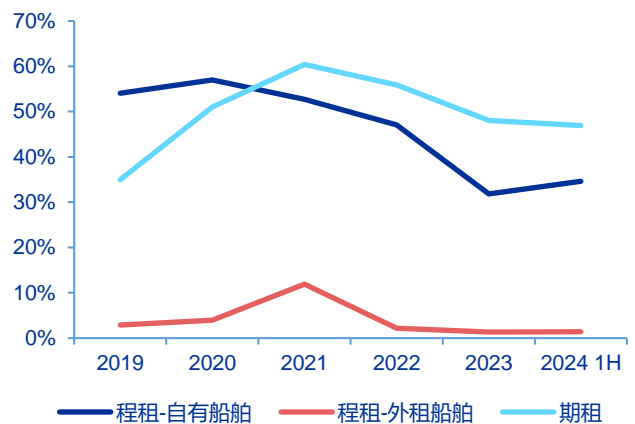
从公司船舶运营模式看，公司主营业务可分为自有船舶程租业务、期租业务和外租船业务。三者的运营考量有所不同，期租业务较为稳定，不仅可以多元化大客户业务需求，也能保障公司稳定收益。公司有稳定的 2 条 5 万载重吨左右的 MR 船的 5 年长期期租，以及多条 1 年期的短期租约。外租船是公司运力协调和补充的重要部分，由于公司从事的内贸油化市场主要以 COA 形式开展，在当下公司运力无法满足客户运输需求时，通过外租船舶实现更好的客户服务。因此外租船舶业务的毛利率很低，也并非公司主要业务开展对象。程租为公司最主要业务板块，虽然近些年毛利率没有期租业务高，但程租主要贡献公司营收和利润的弹性，在运力规模增长到一定程度后会带来更为显著的规模效应，且在市场景气上行时也更易给公司带来超额收益。

图 41：主营业务，按船队运营模式分（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

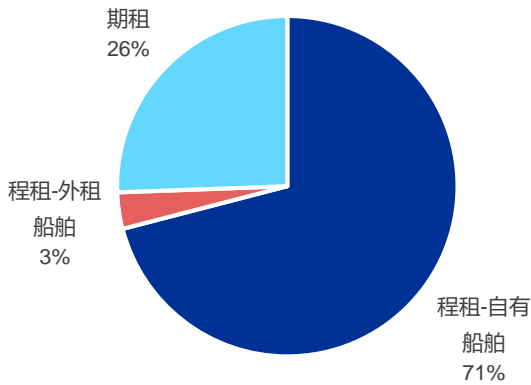
图 42：各运营模式毛利率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

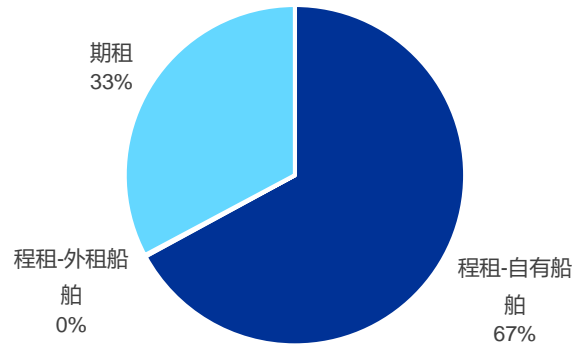
2024 年上半年公司自有船舶程租业务营收 5.48 亿元，同比增长 36%，占总营收的 71%。该期间自有船舶程租业务毛利率为 35%。期租业务营收 1.98 亿元，同比增长 47%，占总营收比例 26%，系外贸化学品船期租增加，期租毛利率约 47%。外租船业务营收 0.27 亿元，占比 %，毛利率仅为 %。

图 43: 2024 上半年主营业务按船队运营模式分布



资料来源: Wind, 申万宏源研究

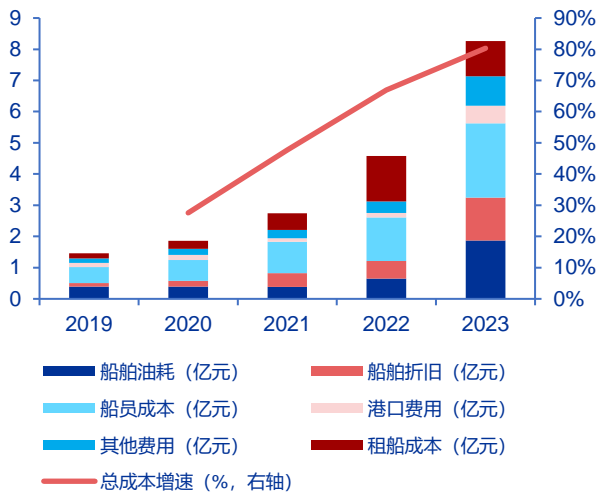
图 44: 2024 上半年毛利按船队运营模式分布



资料来源: Wind, 申万宏源研究

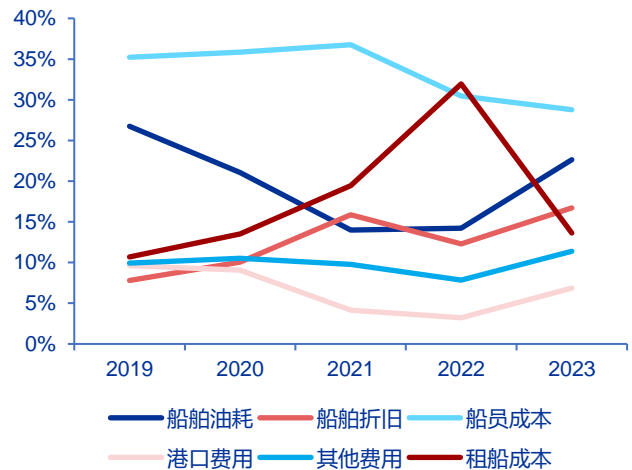
公司总成本随船队规模扩张而快速增加, 按主营成本结构来看, 人工成本占比最高, 近两年维持在 30%左右。2023 年, 船舶油耗成本占比 23%, 船舶折旧占比 17%。

图 45: 各细分成本项分布及总成本增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 46: 各细分成本项占比 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 盈利预测

核心假设-营收

期租业务:

①公司目前有 2 艘 MR 已签订 5 年长期期租合约, 预计至 2025 年底到期, 假设该期间期租租金以 2020 年底 MR 船 5 年期市场期租租金 1.4 万美金/天水平保持不变, 到期后按 1.8 万美金/天 (2024 年 5 年期期租租金价格) 租金价格续租。

②公司自 2019 年便与海鑫形成稳定期租关系, 提供两艘成品油轮为其沿海和长江的成品油运输服务, 假设未来该业务继续稳定维持。

③公司 2021 年收购了部分中远龙鹏股份后, 与凌丰化工签订战略合作协议, 此后公司 LPG 船也主要以期租形式运营, 假设该业务未来亦保持稳定。

④其他与荣盛合作的内贸期租化学品船

⑤外贸期租船舶，今年期租业务的主要增量。2023 年公司有两条外贸船舶“XT Honesty”和“XT Progress”分别期租给 Petrobras 和 Cargill。2024 年，通过船舶轨迹跟踪，新增两条兴通万邦的内外贸兼营船舶转外贸后以期租形式运营。假设目前期租的 4 条外贸船在未来几年继续续签，新投入外贸船舶均运营程租，无新增期租船舶。

外租船业务：考虑其毛利率仅 1%左右，对公司净利润近乎无贡献。假设 2024-2026 年每年完成 150 个航次（2021 及 2023 年完成航次数量）。

自有内贸程租业务：

- ① 内贸成品油业务：量，2024-2026 年每年 5%增速；价，2024-2026 年维持 80 元/吨不变（2023 年估算为 78 元/吨）。
- ② 内贸化学品业务：量，考虑到 2024 年有两艘新增运力同时有内外贸兼营船转外贸，假设 2024 年运量与 2023 年持平；2025 年新增两艘内贸化学品船运力，增速约 13%，假设运输量同增速增加；2026 年无新增运力，假设运力与 2025 年持平。价，假设 2024-2026 年单吨运价为 95 元/吨（2022-2023 年均值为 96 元/吨）。

自有外贸程租业务：

- ① 2024 年新增运力：兴通开盛（2024 年 1 月）、兴通开明（2024 年 1 月）、兴通开和（2023 年 12 月）、兴通开拓（2024 年 11 月）投产；善能 4 月转外贸，善义 6 月转外贸。
- ② 2025 年新增运力：兴通开拓按投产时间加权的剩余产能；善能、善义按转外贸时间加权的剩余产能；兴通海狮（2025 年 9 月）、兴通海豹（2025 年 12 月）投产。
- ③ 2026 年新增运力：兴通海狮、兴通海豹按投产时间加权的剩余产能、兴通海马（2026 年 6 月）、兴通海象（2026 年 3 月）投产。
- ④ 以 5000 载重吨中东-印度西航线作为典型航线参考，2023 年均值为 52 美元/吨，2024 年初至今均值为 57.36 美元/吨，考虑到行业供需关系改善，运价中枢有望继续抬升，假设 2024-2026 年均值分别为 58、60、62 美元/吨。

预计公司 2024 年-2026 年营业收入可达到 15.51 亿元、19.09 亿元、24.75 亿元，同比分别增长 25.37%、23.05%、29.66%。

表 4：兴通股份营业收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
运力（载重吨）	6.83	17.57	18.73	25.95	38.49	43.42	48.42	53.60
<i>y-o-y (%)</i>		157%	7%	39%	48%	13%	12%	11%
货运量（万吨）	296.74	405.31	615.51	814.56	1110.41	1331.86	1480.22	1601.88
<i>y-o-y (%)</i>		37%	52%	32%	36%	20%	11%	8%
内贸程租业务（百万元）	258.35	264.70	267.86	358.55	801.13	1002.17	1338.39	1880.26
<i>y-o-y (%)</i>		%	%	%	%	%	%	%

外贸程租业务 (百万元)					285.27	426.35	696.98	1231.84
	<i>y-o-y (%)</i>					49%	63%	77%
外租船业务 (百万元)	16.04	26.10	60.59	149.59	114.20	107.25	115.50	115.50
		63%	132%	147%	-24%	-6%	8%	0%
期租业务 (百万元)	17.56	95.62	238.41	276.62	321.94	441.72	454.72	478.91
	<i>y-o-y (%)</i>	445%	149%	16%	16%	37%	3%	5%
总营收 (百万元)	291.95	386.42	566.86	784.77	1237.27	1551.13	1908.61	2474.67
	<i>y-o-y (%)</i>	32%	47%	38%	58%	25%	23%	30%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

核心假设-成本

期租业务: 该业务的成本主要包括船员成本、折旧成本、及其他费用。

- ① 船员成本: 假设每条船舶配员 20 人, 根据公司招股说明书披露, 可以计算得到 2019-2021 年期租船员单人成本分别为 20.94、27.86、34.41 万元/年。假设 2023-2026 年船员单人成本为 40 万元/年。
- ② 折旧成本: 依据历年公司新增运力的价值, 假设 5%残值, 20 年折旧进行计算。
- ③ 其他费用: 2020-2023 年单船其他费用在 198-222 万元之间波动, 假设 2024-2026 年单船其他费用稳定为 200 万元。

外租船业务: 该业务板块毛利率较低, 假设 2024-2025 年毛利率为过去五年毛利率均值, 计算期成本。

自有船舶程租业务: 自有船程租业务的成本项包括船员成本、燃油成本、折旧成本、港口费用和其他费用。

- ① 船员成本: 公司 2021 及 2023 年船员人均薪资维持在 33 万元/年左右, 假设 2024-2026 年维持该水平。程租业务船员薪资较期租业务的船员薪资低, 部分来自于外聘船员和公司自有船员的差异。
- ② 燃油成本: 假设公司未来新增运力, 按载重吨位等比例增加燃油成本。
- ③ 折旧费用: 依据新增运力的造价及采购价, 保留 5%残值按 20 年折旧累计。
- ④ 港口费用: 按新增运力的载重吨位等比例增加港口费用。
- ⑤ 其他费用: 假设单船其他费用为 150 万元/年。

预计公司 2024 年-2026 年营业成本可达到 9.86 亿元、12.20 亿元、16.14 亿元, 同比分别增长 19.39%、23.74%、32.27%。

表 5: 兴通股份营业成本预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
程租业务 (百万元)	118.66	113.87	126.66	189.73	546.12	674.95	893.67	1287.47
	<i>y-o-y (%)</i>	-4%	11%	50%	188%	24%	32%	44%
外租船业务 (百万元)

		61%	113%	174%	-23%	-9%	11%	0%
期租业务 (百万元)	11.42	46.84	94.41	121.98	167.16	209.09	213.11	213.11
	<i>y-o-y (%)</i>	310%	102%	29%	37%	25%	2%	0%
总营收 (百万元)	145.66	185.79	274.44	458.05	825.95	986.09	1220.24	1614.04
	<i>y-o-y (%)</i>	28%	48%	67%	80%	19%	24%	32%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

我们预测公司 2024-2026 年毛利分别为 5.65、6.88 和 8.60 亿元, 毛利率分别为 36.43%、36.07%和 34.78%。2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.19、3.81 和 4.68 亿元, 分别同比增长 26.43%、19.57%和 22.69%。

表 6: 兴通股份毛利及净利润

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利 (百万元)	146.29	200.63	292.42	326.72	411.32	565.04	688.37	860.63
	<i>y-o-y (%)</i>	37%	46%	12%	26%	37%	22%	25%
毛利率	50%	52%	52%	42%	33%	36%	36%	35%
归母净利润 (百万元)	86.81	123.50	199.09	206.25	252.20	318.84	381.25	467.77
	<i>y-o-y (%)</i>	42%	61%	4%	22%	26%	20%	23%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.3 公司估值: 重置成本法

考虑到同类型公司经营业务差异、船队结构差异、公司负债率及期租比例不同, PE 没有固定规律。因此我们采用重置成本法对公司进行价值重估。对船东公司的重置成本估算主要包含以下步骤:

1、船舶价值估算

考虑到化学品船相对小众, 市场典型船型的二手船价格披露有限, 在船舶吨位差异较大的情况下难以做近似参考。因此我们采用①第三方估值机构的船舶股价作为参考, ②无第三方机构估值的船舶, 采用吨位相近的船舶在船龄和折旧残值间做线性推算; ③个别船舶有其他购买或者建造价格信息可做参考。

示例 1: “兴通 729” 轮, 已有第三方估值机构的股价, 2024 年 7 月最新估值为 1948 万美元。

图 47: “兴通 729” 轮第三方估值

船舶估值 -- 兴通729 - XING TONG 729		
www.shipfairvalue.com		
<p>国内唯一船舶估值系统 独一无二的专业估值算法 每日更新的基础市场信息 一键获取当前船舶市场价值 适用船型 (散货船、油轮、集装箱船、LNG、LPG以及乙烯船)</p>	船舶类型: Small Tanker	建造年月: 2022-09
	残值(百万美元): 2.34	船舶载重吨: 11,991
	估值(百万美元): 19.48	船舶自重(吨): 4,500
	估值月份: 2024-07	建造厂: Taizhou Maple Leaf Shbk

资料来源: FairValue, 申万宏源研究

示例 2：“兴通开明”轮，无第三方机构估值，但其吨位（11998 载重吨）与“兴通 729”轮接近（11995 载重吨）接近，可用“兴通 729”轮估值及其残值做历年折价估算，再根据“兴通开明”轮的船龄做推算。

表 7：“兴通开明”船价估值演示（百万美元）

船名	建造时间	船龄	载重吨	第三方估值	残值	历年折价
兴通 729	2022/12/1	1.58	11995	19.48	2.34	0.93

船名	建造时间	船龄	载重吨	第三方估值	残值	船龄溢价	船舶估值
兴通开明	2024/1/1	0.5	11998	无	无	1.01	20.49

资料来源：Fairvalue, 公司官网, 申万宏源研究

示例 3：“兴通开盛”轮无第三方机构的估值，但为近期建造船舶，克拉克森披露了其新造船价格为 1.65 亿人民币，且为 2024 年新造船舶，无需考虑船龄折价。因此直接以 1.65 亿元作为船舶估价。

图 48：“兴通开盛”轮船价信息

Vessel Details > XT Prosperity 13,185 DWT Chemical & Oil Carrier Built 2024 (In Service)

CVN:	16449172	Flag:	Liberia	Primary Reference Company:	Xingtong Shipping
IMO:	9989560	Call Sign:	SLPE7	Power Type:	Diesel 2-Stroke
Built:	2024	MMSI:	636093267	Fuel Type:	VLS IFO
Builder:	Taizhou Maple Leaf	Class:	China Classification Society	Last Port Call:	Fujairah (U.A.E.)
Design:	Alsen 13000 Chem Mark I	P & I:	Steamship Mutual P&I	AIS Destination (ETA):	Dordrecht (Netherlands) (18-Aug-2024)

Vessel History ▾

Recent vessel history over the past 5 years

Sale & Purchase History
Reported newbuild price of 165 RMBm contracted on 12 September 2022.

Company History
(1) - Xingtong Shipping (China P.R.) since 14 Sep 2022

资料来源：Clarksons, 申万宏源研究

2、内贸牌照估值

因内贸船舶的运力受到政府严格调控，因此其船舶买卖相较于外贸船舶有额外的牌照价值。内贸化学品船的出售既可以船舶和牌照一起买卖，也可以保留牌照单独出售船舶，后者形式买卖的船舶价值应于同类船型的外贸船舶价值无异。因此内贸船舶，除了船舶价值的估算外，还有牌照价值的估算。

我们整理了兴通股份和盛航股份近些年披露的二手船买卖信息。相类似载重吨位的船舶，因“内贸”和“外贸”经营范围不同，其成交的船价有加大差异。内贸船舶较外贸船舶会高出 0.7-1.2 倍左右。

以兴通股份 2022 年购入“丰海 32”和“丰海 35”为例，两者吨位均为 2.7 万载重吨左右，建造年份也较为接近，分别为 2012 年和 2013 年。但内贸运营“丰海 32”的成交价格为 2.06 亿元，外贸运营的“丰海 35”的成交价为 0.95 亿元，内贸船价值为外贸船价值的 . 倍。

表 8: 兴通股份二手船买卖记录

交易时间	现船名	原船名	卖家	建造年份	载重吨	运营区域	成交价格, 万	单位
2022.09	Xing Tong 759	丰海 32	丰海	2012	27356	内贸	20600	人民币
2022.09	XT Dolphin	丰海 35	丰海	2013	27260	外贸	9455	人民币
2022.10	Xing Tong Kai Yuan	Forest Park	DEXHIN SHIPPING	2013	19803	外贸	2200	美元
2022.11	XT Honesty	TZ Glory	SEATRADE SOLUTION	2022	18188	外贸	2000	美元

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

以盛航股份 2022 年 9 月购入“丰海 9”轮和 2023 年 5 月购入的“丰海 13”为例, 两者吨位均为 8100 载重吨左右, 建造年份均为 2008 年。但内贸运营“丰海 9”的成交价格为 8755 万元, 外贸运营的“丰海 13”的成交价为 4733 万元, 内贸船价值为外贸船价值的 0.85 倍。

表 9: 盛航股份二手船买卖记录

交易时间	现船名	原船名	卖家	建造年份	载重吨	运营区域	成交价格, 万	单位
2022.09	SH Maria	King Tank	King High Shipping	2022	6702	外贸	1110	美元
	SH Sarah	King Bay	King High Shipping	2021	6711	外贸	1110	美元
2022.09	盛航化 9	丰海 9	丰海	2008	8130	内贸	8755	人民币
	盛航化 10	丰海 18	丰海	2009	8125	内贸	8755	人民币
2023.05	盛航化 11	丰海 23	丰海	2011	8075	内贸	9993	人民币
	盛航化 12	丰海 26	丰海	2011	6525	内贸	8815	人民币
	盛航化 13	丰海 27	丰海	2011	6532	内贸	9238	人民币
	盛航 006	丰海 13	丰海	2008	8124	外贸	4733	人民币
	盛航 003	丰海 15	丰海	2009	8092	外贸	4918	人民币
	盛航 005	丰海 33	丰海	2013	27212	外贸	12670	人民币
2023.10	盛航化 17	丰海 29	丰海	2012	6540	内贸	9463	人民币
	盛航 009	丰海 27	丰海	2009	8125	外贸	5100	人民币
	盛航光明	丰海 21	丰海	2010	8298	外贸	5316	人民币
2024.01	盛航挑战	丰海 30	丰海	2012	6555	内贸	9579	人民币

资料来源: 盛航股份公司公告, 申万宏源研究

以上信息整理得到内贸船舶较外贸船舶会高出 0.7-1.2 倍左右, 取均值内贸船舶高于同类型外贸船舶 1 倍价值, 即该船舶的内贸牌照价值为 1 倍船舶价值。

3、重估公司船队资产价值

在区分了船队内外外贸资质后, 根据外贸船舶价值和牌照价值估算, 计算公司船队的总资产价值。假设美元兑人民币汇率为 7.2, 通过计算得到公司所有船队的总资产价值为 73.36 亿元。

4、计算公司重置成本

根据公司 2023 年报显示, 公司船舶固定资产价值为 28.71 亿元, 对比我们计算得到的当下船舶资产价值 73.36 亿元, 船队的资产溢价为 44.66 亿元。

综合考虑公司的资产和负债情况, 公司 2023 年年底的所有者权益为 24.36 亿元, 加上船队资产溢价后, 得到公司重置成本为 . 亿元。

表 10: 兴通股份重置成本

项目	金额, 亿元	备注
固定资产 (船)	28.71	2023 年年报
船舶资产重估	73.36	2024 年 8 月核算
船舶资产溢价	44.66	
所有者权益	24.36	2023 年年报
所有者权益重置成本	69.02	

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5、同类型公司重置成本估值比较

从行业角度, 选取以下三家同类 A 股上市公司作为可比公司, 包括中远海能、招商轮船和招商南油, 从以上三家公司主营油轮运输, 与兴通股份业务类似。中远海能的重置成本为 641.71 亿元, 市值较重置成本比值为 1.10; 招商轮船的市值较重置成本比值为 1.08, 招商南油为 1.02。看兴通股份市值达到 1 倍重置成本以上, 则公司市值仍有 70% 以上空间。且随着船价上涨, 公司重置成本有望进一步抬升。首次覆盖, 当前给予“买入”评级。

表 11: 油轮公司重置成本比较, 截至 2024 年 8 月 12 日

	二手船总市值		公司重置成本	公司市值	市值 /NAV
	百万美元	亿人民币			
中远海能	10193.54	733.93	641.71	705.60	1.10
招商轮船	8560.31	616.34	582.27	627.07	1.08
招商南油	1683.62	121.22	146.40	148.86	1.02
兴通股份	975.01	70.20	69.02	40.60	0.59

美元兑人民币汇率: 7.2

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.风险提示

全球宏观经济衰退: 全球经济衰退拖累外贸运输需求, 影响公司外贸业绩释放。

其他突发事件影响: 比如船舶碰撞等意外事件。

苏伊士复航: 今年化学品船运价一定程度上有红海绕行的催化, 今年运价均值较 2023 年提高约 9% 左右。

欧洲重新采购俄罗斯成品油及化学品

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	785	1,237	1,551	1,909	2,475
营业收入	785	1,237	1,551	1,909	2,475
程租-自有船舶	359	801	1,002	1,338	1,880
程租-外租船舶	150	114	107	116	116
期租	277	322	442	455	479
D 产品_营业收入	0	0	0	0	0
E 产品_营业收入	0	0	0	0	0
营业总成本	516	931	1,126	1,398	1,844
营业成本	458	826	986	1,220	1,614
程租-自有船舶	190	546	675	894	1,287
程租-外租船舶	146	113	102	113	113
期租	122	167	209	213	213
D 产品_营业成本	0	0	0	0	0
E 产品_营业成本	0	0	0	0	0
税金及附加	1	3	3	4	6
销售费用	7	12	13	17	22
管理费用	39	57	72	90	115
研发费用	2	2	2	2	2
财务费用	10	32	50	65	86
其他收益	8	8	8	8	8
投资收益	7	6	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
信用减值损失	-4	-2	0	0	0
资产减值损失			0	0	0
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	283	318	438	524	643
营业外收支	-7	14	0	0	0
利润总额	276	332	438	524	643
所得税	70	71	108	130	159
净利润	206	261	330	395	484
少数股东损益	0	9	11	13	16
归母净利润	206	252	319	381	468

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	206	261	330	395	484
加：折旧摊销减值	71	157	312	376	440
财务费用	18	43	50	65	86
非经营损失	-12	11	-6	-6	-6
营运资本变动	-33	49	47	30	69
其它	4	4	0	0	0
经营活动现金流	249	521	734	860	1,074
资本开支	900	1,002	640	640	640
其它投资现金流	-439	172	6	6	6
投资活动现金流	-1,339	-830	-634	-634	-634
吸收投资	1,008	0	0	0	0
负债净变化	467	281	177	518	518
支付股利、利息	47	61	92	113	143
其它融资现金流	-8	-58	0	0	0
融资活动现金流	1,420	162	86	405	375
净现金流	327	-147	185	631	814

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,043	685	874	1,525	2,359
现金及等价物	679	449	634	1,265	2,079
应收款项	148	142	142	142	142
存货净额	32	50	53	74	93
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	184	45	45	45	45
长期投资	0	52	52	52	52
固定资产	1,618	2,844	3,171	3,435	3,635
无形资产及其他资产	280	218	218	218	218
资产总计	2,941	3,799	4,315	5,230	6,263
流动负债	323	570	279	330	418
短期借款	199	358	17	17	17
应付款项	110	184	234	285	373
其它流动负债	14	28	28	28	28
非流动负债	584	792	1,310	1,828	2,346
负债合计	907	1,363	1,590	2,158	2,765
股本	200	280	280	280	280
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,332	1,204	1,204	1,204	1,204
其他综合收益	-3	-4	-4	-4	-4
盈余公积	54	73	98	128	164
未分配利润	451	654	907	1,210	1,585
少数股东权益	0	229	241	254	270
股东权益	2,034	2,436	2,725	3,071	3,498
负债和股东权益合计	2,941	3,799	4,315	5,230	6,263

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.90	1.14	1.36	1.67
每股经营现金流	0.89	1.86	2.62	3.07	3.83
每股红利	0.00	0.00	0.15	0.17	0.20
每股净资产	7.26	7.88	8.87	10.06	11.53
关键运营指标(%)					
ROIC	9.9	9.1	10.7	12.1	14.5
ROE	10.1	11.4	12.8	13.5	14.5
毛利率	41.6	33.2	36.4	36.1	34.8
EBITDA Margin	44.9	41.9	51.6	50.6	47.3
EBIT Margin	36.4	29.5	31.5	30.9	29.5
营业总收入同比增长	38.4	57.7	25.4	23.0	29.7
归母净利润同比增长	3.6	22.3	26.4	19.6	22.7
资产负债率	30.8	35.9	36.8	41.3	44.1
净资产周转率	0.39	0.56	0.62	0.68	0.77
总资产周转率	0.27	0.33	0.36	0.36	0.40
有效税率	26.0	21.8	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	1.0	1.2	1.4
估值指标(倍)					
P/E	19.2	15.7	12.4	10.4	8.5
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/Sale	6.0	4.3	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	13.4	10.3	6.9	6.3	5.6
股本	200	280	280	280	280

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。