

盛航股份 (001205.SZ)

并表海昌华实现规模扩张，万达控股入股实现协同效应

事件：1) 公司发布三季报：2024 年前三季度实现营收 11.3 亿元，同比增长 28.8%；归母净利润为 1.35 亿元，同比增长 15.6%；其中 Q3 实现营收 4.2 亿元，同比增长 41.4%；归母净利润为 0.38 亿元，同比增长 31.3%。

2) 公司实控人转让控制权：万达控股集团有意对公司控制权进行收购，并意向受让约 12.5% 股份，表决权比例为 28.7%。

□ 并表海昌华实现规模扩张，但内转外趋势下毛利率有所降低。24 年前三季度内贸化工市场受上游能源高价和下游弱需求叠加影响，运价整体偏弱；公司因此把部分内贸运力转向外贸。截至 24 年 6 月，实际从事内贸化学品运输业务的船舶合计 27 艘，从事内贸成品油运输业务的船舶 10 艘，从事外贸危化品运输业务的船舶合计 18 艘。24Q3，因并表海昌华（约 12 艘船舶）公司整体营收、利润受业务量增加而实现同比增长。24Q3 毛利率为 22.3%，同比下降 9.5pcts，环比下降 5.2pcts。主要由于内转外，而外贸化学品市场整体毛利率相对内贸较低。费用方面，财务费用同比增加约 7 百万元，营销费用及研发费用基本维持稳定。24Q3 归母净利率为 9.0%，同比下降 0.7pcts，环比下降 6.1pcts。海昌华并表后整体运营情况相对良好，但仍有业绩爬坡期，预计 Q4 有望实现较好的贡献。

□ 万达控股集团有意对公司控制权进行收购，双方有望实现协同效应。万达控股集团有意对李桃元持有的公司控制权进行收购，并意向受让约 12.5% 股份，表决权比例为 28.7%。万达控股集团业务涵盖港口码头、石油化工、国际贸易等产业。据百度百科，2024 年公司营收为 1330 亿元，位列 2024 中国民营企业 500 强榜单第 68 位。一方面，盛航股份所处行业以重资产经营为主，伴随船队规模持续扩张，管理难度及融资需求持续上升，万达控股主营业务包含港口码头及石油化工，与盛航业务存在一定相关性，同时万达控股集团资产实力雄厚，有利于未来盛航业务扩张及可持续发展；另一方面，万达控股集团入股盛航，也因此拥有上市平台，有利于未来进一步开展资本运作。

□ 投资建议：1) 伴随管理逐步改善，海昌华（更名为“盛航浩源”）经营效益有望逐季提升；2) 万达控股入股后，公司资金压力相对减小，业务扩张有望持续推进；3) 公司未来持续开拓外贸市场及新兴品类运输。考虑到 Q3 业绩较弱，下调盈利预测，预计 24/25/26 年业绩达到 2.0/2.6/3.0 亿元，对应 24 年业绩 PE 为 14.8x；给予“增持”评级。

□ 风险提示：收购资产经营效益不及预期、下游需求低迷、重大安全事故等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	868	1261	1553	1857	2064
同比增长	42%	45%	23%	20%	11%
营业利润(百万元)	200	227	248	319	380
同比增长	36%	14%	9%	29%	19%
归母净利润(百万元)	169	182	199	255	304
同比增长	30%	8%	9%	28%	19%
每股收益(元)	0.99	1.06	1.13	1.46	1.74
PE	17.0	15.8	14.8	11.6	9.7
PB	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持（下调）

周期/交通运输

目标估值：NA

当前股价：21.06 元

基础数据

总股本（百万股）	175
已上市流通股（百万股）	138
总市值（十亿元）	3.7
流通市值（十亿元）	2.9
每股净资产（MRQ）	10.2
ROE（TTM）	11.2
资产负债率	59.4%
主要股东	李桃元
主要股东持股比例	29.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	16	15
相对表现	22	7	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《盛航股份 (001205) 一收购海昌华事项进展顺利，公司未来运力增长潜力大》2024-06-11
- 《盛航股份 (001205) 一内贸化学品运价底部修复，看好未来市占率提升》2024-04-27
- 《盛航股份 (001205) 一多渠道扩充运力资源，并表安德福能源开拓新增长曲线》2024-02-05

王春环 S1090524060003

✉ wangchunhuan@cmschina.com.cn

孙修远 S1090524070005

✉ sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

✉ weiyun@cmschina.com.cn

刘若琮 研究助理

✉ liuruocong@cmschina.com.cn

正文目录

1、 事件.....	3
2、 点评.....	3
3、 投资建议.....	5
4、 风险提示.....	6

图表目录

图 1: 万达控股集团股权结构图	5
图 2: 盛航股份历史 PE Band	6
图 3: 盛航股份历史 PB Band	6
附: 财务预测表	7

1、事件

1) **公司发布三季报:** 2024 年前三季度实现营收 11.3 亿元, 同比增长 28.8%; 归母净利润为 1.35 亿元, 同比增长 15.6%; 其中 Q3 实现营收 4.2 亿元, 同比增长 41.4%; 归母净利润为 0.38 亿元, 同比增长 31.3%。

2) **公司实控人转让控制权:** 万达控股集团有意对公司控制权进行收购, 并意向受让约 12.5% 股份, 表决权比例为 28.7%。

2、点评

并表海昌华后实现规模扩张, 但内转外趋势下毛利率有所降低。24 年前三季度内贸化工市场受上游能源高价和下游弱需求叠加影响, 运价整体偏弱; 公司因此把部分内贸运力转向外贸。截至 24 年 6 月, 实际从事内贸化学品运输业务的船舶合计 27 艘, 从事内贸成品油运输业务的船舶 10 艘, 从事外贸危化品运输业务的船舶合计 18 艘。24Q3 为并表海昌华 (约 12 艘船舶) 的第一个季度, 公司整体营收、利润受业务量增加而实现同比增长。24Q3 毛利率为 22.3%, 同比下降 9.5pcts, 环比下降 5.2pcts。主要由于内转外, 而外贸化学品市场整体毛利率相对内贸较低。费用方面, 财务费用同比增加约 7 百万元, 营销费用及研发费用基本维持稳定。24Q3 归母净利率为 9.0%, 同比下降 0.7pcts, 环比下降 6.1pcts。海昌华并表后整体运营情况相对良好, 但仍有业绩爬坡期, 预计 Q4 有望实现较好的贡献。

备注: 收购海昌华详细情况请参考 2024/6/11 公司点评报告《盛航股份: 收购海昌华事项进展顺利, 公司未来运力增长潜力大》。

标的公司海昌华的财务状况良好。海昌华是一家专注于液体石化产品水上物流运输的公司, 拥有 4 艘内贸化学品船舶和 8 艘内贸成品油船舶, 总运力达 10.06 万吨。2023 年, 海昌华实现营业收入约 3.86 亿元, 扣除非经常性损益后的净利润为 0.21 亿元, 该年度净亏损为 -0.32 亿元。截至 2023 年底, 海昌华的净资产为 6.14 亿元。截至 2024 年 6 月 11 日, 公司披露现金收购海昌华方案; 截至 2024 年 6 月底, 公司已经完成并表; 2024Q3 为海昌华并表后的第一个季度。

表 1: 盛航股份单季度财务数据汇总

单位: 亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	2.92	2.87	2.99	3.84	3.78	3.31	4.22
yoy	61.8%	35.3%	34.3%	51.5%	29.3%	15.3%	41.1%
营业成本	1.98	2.03	2.04	2.61	2.50	2.40	3.28
毛利	0.94	0.84	0.95	1.23	1.28	0.91	0.94
毛利率	32.2%	29.3%	31.8%	32.0%	33.9%	27.5%	22.3%
销售费用	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.02
管理费用	0.21	0.20	0.21	0.07	0.23	0.18	0.16
研发费用	0.07	0.06	0.06	0.12	0.11	0.09	0.08
财务费用	0.14	0.16	0.17	0.21	0.23	0.17	0.24

单位: 亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
四费合计	0.43	0.43	0.45	0.42	0.59	0.45	0.50
四费占营收比重	14.7%	15.0%	15.1%	10.9%	15.6%	13.6%	11.8%
归母净利润	0.45	0.42	0.29	0.66	0.47	0.50	0.38
yoy	15.8%	-16.8%	-35.5%	90.5%	4.1%	19.0%	31.0%
归母净利率	15.4%	14.6%	9.7%	17.2%	12.4%	15.1%	9.0%

资料来源: 公司公告、招商证券

万达控股集团有意对公司控制权进行收购, 双方有望实现协同效应。

万达控股集团有意对李桃元持有的公司控制权进行收购, 并意向受让约 12.5% 股份, 表决权比例为 28.7%。

万达控股集团业务涵盖港口码头、石油化工、国际贸易等产业。据百度百科及公司官网, 2024 年公司营收为 1330 亿元, 总资产 800 多亿元, 员工 13000 多人, 位列 2024 中国民营企业 500 强榜单第 68 位。

集团产业包含石化集团、橡胶集团、热电集团、电缆集团、地产集团、建设集团、国贸集团、金控集团。

1) 万达石化集团下设有山东天弘化学有限公司、山东宏旭化学股份有限公司、山东威特化工有限公司、山东科鲁尔化学有限公司、山东万达化工有限公司。

产能优势: 2000 万吨/年综合加工能力, 单套 500 万吨/年原油加工能力

产品优势: 生产的汽、柴油均达到国 VI 标准, 炼化装置和技术均居行业前列

资质优势: 440 万吨/年进口原油配额及相关原油进口、成品油出口等多项资质

物流成本优势: 拥有 4 个万吨级液化码头、100 万 m³ 保税物流园区和 120 万 m³ 原油仓储库区, 打造了石化低成本物流优势。

2) 橡胶板块旗下以**万达宝通**为主。万达宝通连续 7 年入围中国化工企业 500 强, 全球轮胎 75 强, 并被评为全国首批十家“三同”企业之一, 被山东省认定为重点培育的六大轮胎优势品牌之一。

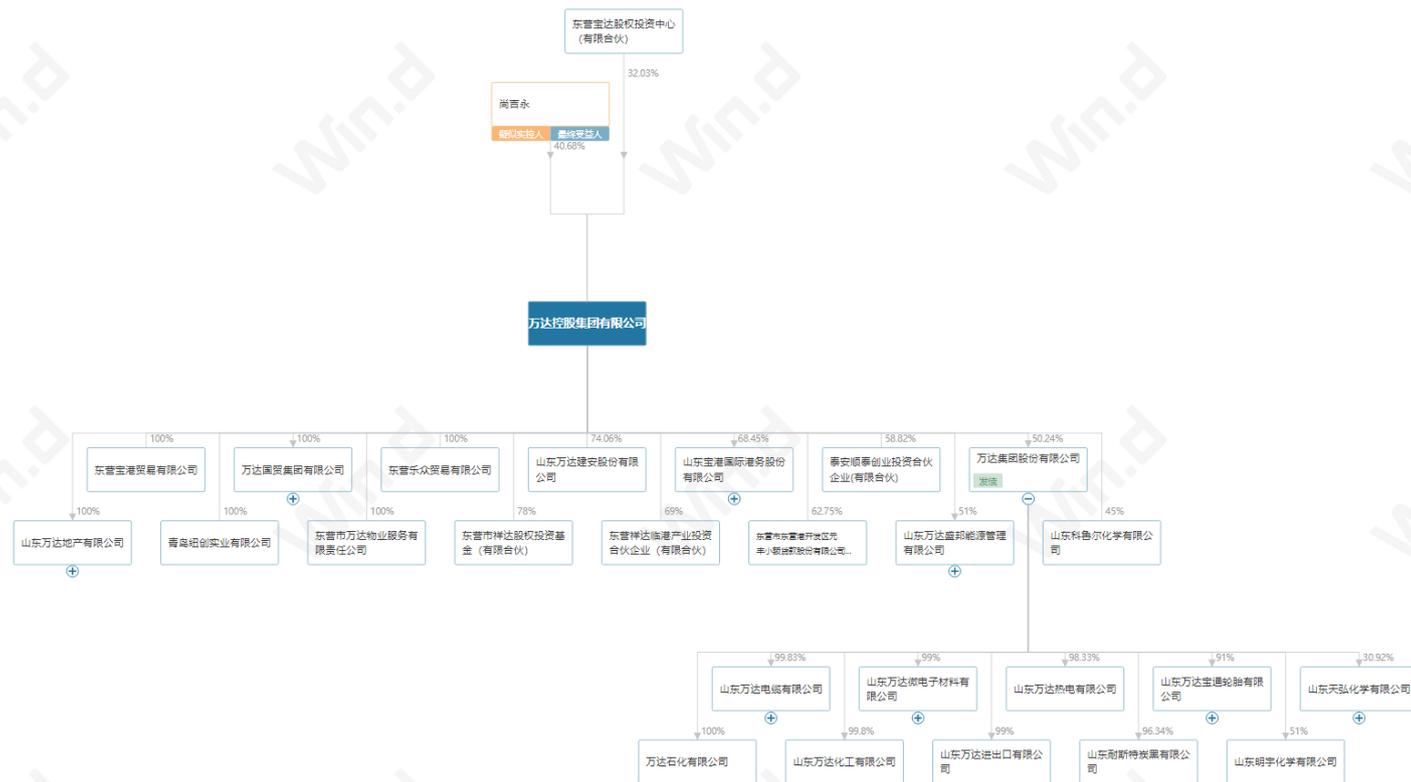
产能优势: 1500 万条/年半钢子午胎、300 万条/年全钢载重胎、10 万条/年工程机械轮胎生产能力。

品牌优势: 山东省重点培育的六大轮胎优势品牌之一。

销售网点: 远销全球 168 个国家和地区。

3) 万达国贸集团有限公司是中国万达集团近年来重点打造的轻资产板块企业。目前拥有青岛盛泰丰、青岛有胶网、青岛万达汇富、青岛纽创实业、天津锐意、上海全众、深圳易富、新疆广源、GM 香港、GM 新加坡、GM 迪拜等 12 个海内外子公司。形成了石化、金属、橡胶、煤炭、轮胎和外贸综合服务六大业务板块。

图 1：万达控股集团股权结构图



资料来源：Wind、招商证券

万达控股集团与盛航股份有望形成协同效应。一方面，盛航股份所处行业以重资产经营为主，伴随船队规模持续扩张，管理难度及融资需求持续上升，万达控股主营业务包含港口码头及石油化工，与盛航业务存在一定相关性，同时万达控股集团资产实力雄厚，有利于未来盛航业务扩张及可持续发展；另一方面，万达控股集团入股盛航，也因此拥有上市平台，有利于未来进一步开展资本运作。

3、投资建议

投资建议：1) 伴随管理逐步改善，海昌华（更名为“盛航浩源”）经营效益有望逐季提升；2) 万达控股入股后，公司资金压力相对减小，业务扩张有望持续推进；3) 公司未来持续开拓外贸市场及新兴品类运输。考虑到 Q3 业绩较弱，下调盈利预测，预计 24/25/26 年业绩达到 2.0/2.6/3.0 亿元，对应 24 年业绩 PE 为 14.8x；给予“增持”评级。

4、风险提示

收购资产经营效益不及预期、下游需求低迷、重大安全事故等

图 2: 盛航股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 盛航股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	451	1067	1187	1300	1391
现金	135	420	500	550	600
交易性投资	0	365	365	365	365
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	179	93	95	113	126
其它应收款	18	23	28	33	37
存货	41	49	54	64	70
其他	78	118	146	175	194
非流动资产	2346	3248	3999	4859	5629
长期股权投资	135	132	132	132	132
固定资产	1890	2469	2905	3512	4079
无形资产商誉	38	37	35	33	30
其他	284	609	927	1182	1387
资产总计	2798	4315	5186	6158	7020
流动负债	761	1044	1703	2407	2964
短期借款	277	398	1319	1970	2493
应付账款	220	221	285	336	370
预收账款	3	7	9	11	12
其他	262	418	90	90	90
长期负债	539	1497	1547	1597	1647
长期借款	293	445	495	545	595
其他	246	1052	1052	1052	1052
负债合计	1300	2541	3251	4004	4611
股本	171	171	175	175	175
资本公积金	718	793	789	789	789
留存收益	591	757	901	1096	1323
少数股东权益	18	53	71	95	122
归属于母公司所有者权益	1479	1721	1864	2060	2287
负债及权益合计	2798	4315	5186	6158	7020

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	327	441	480	614	754
净利润	169	182	199	255	304
折旧摊销	97	150	170	261	352
财务费用	30	67	70	86	80
投资收益	(3)	3	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	22	16	26	(15)	(11)
其它	11	24	22	33	35
投资活动现金流	(830)	(1464)	(918)	(1119)	(1120)
资本支出	(778)	(1175)	(600)	(800)	(800)
其他投资	(53)	(290)	(318)	(319)	(320)
筹资活动现金流	543	1325	519	555	417
借款变动	374	577	643	701	573
普通股增加	51	(0)	4	0	0
资本公积增加	(35)	75	(4)	0	0
股利分配	(22)	(43)	(55)	(60)	(76)
其他	175	716	(70)	(86)	(80)
现金净增加额	40	302	80	50	50

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	868	1261	1553	1857	2064
营业成本	548	865	1118	1319	1449
营业税金及附加	2	2	2	2	3
营业费用	5	5	7	6	6
管理费用	58	68	84	98	109
研发费用	27	32	34	37	41
财务费用	29	69	70	86	80
资产减值损失	(3)	4	4	4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	1	1	1	1
投资收益	3	2	5	5	5
营业利润	200	227	248	319	380
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	201	229	250	321	382
所得税	28	31	33	43	51
少数股东损益	4	17	18	23	28
归属于母公司净利润	169	182	199	255	304

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	42%	45%	23%	20%	11%
营业利润	36%	14%	9%	29%	19%
归母净利润	30%	8%	9%	28%	19%
获利能力					
毛利率	36.9%	31.4%	28.0%	29.0%	29.8%
净利率	19.5%	14.4%	12.8%	13.7%	14.7%
ROE	12.1%	11.4%	11.1%	13.0%	14.0%
ROIC	8.6%	8.5%	7.2%	7.4%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	58.9%	62.7%	65.0%	65.7%
净负债比率	27.9%	28.3%	35.9%	41.6%	44.7%
流动比率	0.6	1.0	0.7	0.5	0.5
速动比率	0.5	1.0	0.7	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	15.3	19.2	21.7	22.4	21.6
应收账款周转率	6.4	9.3	16.5	17.9	17.3
应付账款周转率	3.3	3.9	4.4	4.2	4.1
每股资料(元)					
EPS	0.99	1.06	1.13	1.46	1.74
每股经营净现金	1.91	2.58	2.74	3.51	4.31
每股净资产	8.65	10.06	10.65	11.77	13.07
每股股利	0.25	0.32	0.34	0.44	0.52
估值比率					
PE	17.0	15.8	14.8	11.6	9.7
PB	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	26.7	19.6	17.6	12.9	10.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。