

兴通股份 Xingtong Shipping (603209 CH)

首次覆盖：迎“危”而上，通达南北

Solidifying Leading Position in Liquid Chemicals Shipping Industry: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb36.38
目标价	Rmb42.75
市值	Rmb1.82bn / US\$0.26bn
日交易额(3个月均值)	US\$6.51mn
发行股票数目	50.00mn
自由流通股(%)	100%
1年股价最高最低值	Rmb40.66-Rmb19.91

注：现价 Rmb36.38 为 2023 年 3 月 10 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-5.8%	14.7%	
绝对值(美元)	-8.3%	14.4%	
相对 MSCI China	4.1%	19.5%	

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	567	729	1,117	1,465
(+/-)	47%	29%	53%	31%
净利润	199	214	342	463
(+/-)	61%	8%	60%	35%
全面摊薄 EPS (Rmb)	1.00	1.07	1.71	2.32
毛利率	51.6%	43.2%	45.2%	46.1%
净资产收益率	22.9%	10.5%	14.3%	16.3%
市盈率	37	34	21	16

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

内贸化学品航运龙头企业：兴通股份主要从事国内沿海散装液体危险货物的水上运输业务，**以运输化学品、液化石油气(LPG)为主，运输成品油为辅。**此外，公司稳步推进“1+2+1”的战略发展布局，以做大做强国内沿海液货危险品运输为主线，以开拓新能源运输和参与国际海运为两翼，以打造数字化平台为助力，向化工供应链综合服务商转型升级。

评审第一，运力稳升：2012年以来，兴通股份累计获得化学品船新增运力 9.55 万载重吨，占同期市场新增运力的 22.32%，位列行业首位。自 2019 年以来，交通运输部共开展了 5 次危化品船舶新增运力综合评审，公司均以第一名的成绩获得新增运力。这使得兴通股份的**化学品船运力规模占市场总运力的比例由 2018 年末的 4.61% 上升至 2022 年末的 12.48%，居国内领先地位。**我们认为，在行业集中度提升的主基调下，兴通股份有望通过自身竞争优势，在巩固龙头地位的同时，持续扩大船舶运力规模。

高毛利率，利润稳增：2018-2021 年，兴通股份的营业收入复合增速为 20.49%，归母净利润复合增速为 44.22%。2018 年至今，公司营业收入整体稳定增长，其中 2019-2021 年增速较快，主要系随着大型炼化基地投产，国内散装液体化学品、成品油运输需求快速增加，公司船舶运力不断增加，自有船舶收入提高，使得主营业务收入持续增长。公司的毛利率在 2018 年至 2021 年间基本维持在 50% 左右的水平，净利率增长较快，由 2018 年的 16.93% 升至 2021 年的 35.12%。

盈利预测及估值：随着石化行业炼化一体化趋势加深，整体航运需求不断增加。但是在供给端，行业运力的扩增面临高壁垒、严监管的环境，相比之下龙头企业更具优势，这也使得兴通股份的市场份额稳步攀升。我们认为，2023 年公司的业绩驱动主要为：1) 22H2，公司投入运营的 3 艘内贸化学品船（共 47341 载重吨），将带来 23 年全年的业绩释放；2) 中船万邦并表；3) 外贸化学品船“兴通海豚”于 2023 年 1 月投产；4) 2 艘外贸化学品船有望在 23Q3 投入运营。此外，LPG 运输及国际线的开辟或将逐渐成为公司未来新的业绩增长点。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.07/1.71/2.32 元，参考可比公司估值，给予公司 2023E 25x PE，对应合理目标价为 42.75 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行，运力调控政策风险，安全生产性风险，新增运力不及预期等。

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

虞楠 Nan Yu
nan.yu@htisec.com

罗月江 Yuejiang Luo
yj.luo@htisec.com

目录

1.兴通股份：内贸化学品航运龙头企业	6
1.1 公司概况.....	6
1.2 股权结构.....	7
1.3 历史沿革：深耕危化水运，内贸创一流.....	8
1.4 财务分析.....	9
1.4.1 经营模式：程租与期租.....	9
1.4.2 高毛利率，利润稳增.....	9
1.4.3 成本结构：燃油、人工为主.....	11
1.4.4 费用率降，现金流稳.....	11
2.危化水运：高壁垒，严监管，紧平衡	12
2.1 行业发展：无序扩张到有序竞争.....	12
2.2 安全发展新格局：危化运输迎机遇.....	13
2.3 需求端：炼化产能释放，危化水运顺势扩张.....	14
2.4 供给端：审批严格，运力有序增长.....	16
2.4.1 化学品船：大型化、高端化发展.....	16
2.4.2 运力审批：总量调控，择优选择.....	17
2.4.3 行业运力：严审批下，有序增长.....	18
2.5 竞争格局：龙头受益，集中度提升.....	19
3.公司运营：巩固传统优势，开拓新领域	20
3.1 运力稳步提升，位居领先地位.....	20
3.2 战略布局：固优势，拓赛道.....	22
3.2.1 固优势：聚焦核心业务.....	22
3.2.2 迎风口：开辟第二增长曲线.....	23
3.2.3 拓新局：打造国际航线.....	23
4.盈利预测及估值	25
4.1 核心假设.....	25
4.2 业绩预测.....	25
4.3 估值.....	26
5.风险提示	26

图目录

图 1	兴通股份: 运输品类.....	6
图 2	兴通股份: 运营航线.....	7
图 3	兴通股份: 股权结构.....	8
图 4	兴通股份: 各经营模式收入占总营收比 (截至 22H1)	9
图 5	兴通股份: 各经营模式毛利率.....	9
图 6	兴通股份: 营业收入及增速 (截至 22Q3)	10
图 7	兴通股份: 归母净利润及增速 (截至 22Q3)	10
图 8	兴通股份: 主要产品收入占总营收比 (截至 22H1)	10
图 9	兴通股份: 各产品毛利率.....	10
图 10	兴通股份: 毛利率和净利率 (截至 22Q3)	11
图 11	兴通股份: ROA 和 ROE (截至 22Q3)	11
图 12	兴通股份: 主要成本拆分.....	11
图 13	兴通股份: 2021 年各营业成本占比.....	11
图 14	兴通股份: 期间费用率 (截至 22Q3)	12
图 15	兴通股份: 各期间费用率情况 (截至 22Q3)	12
图 16	兴通股份: 经营性现金流及资本开支情况 (亿元)	12
图 17	液体危化品水运行业发展特点.....	13
图 18	我国危化品物流行业市场规模及预测.....	13
图 19	2020 年全球化工品销售额 (十亿欧元)	15
图 20	2021 年我国危化品运输方式结构.....	15
图 21	2021 年我国液货危险品运输量和运力.....	15
图 22	我国沿海省际化学品运输量及增速.....	16
图 23	2020 年化学品主要运输种类及占比.....	16
图 24	化学品船型分类.....	17
图 25	我国化学品船: 总运力及同比增速 (2012-2022)	18
图 26	我国化学品船: 总数量及同比增速 (2012-2022)	18
图 27	我国油船: 总运力及同比增速 (2012-2022)	19
图 28	我国油船: 总数量及同比增速 (2012-2022)	19

图 29	兴通股份：内贸化学品船运力及市占率情况.....	20
图 30	兴通股份：船舶情况.....	21
图 31	兴通股份：化学品总运量及市占率.....	22
图 32	盛航股份：化学品总运量及市占率.....	22
图 33	兴通股份船舶情况.....	24

表目录

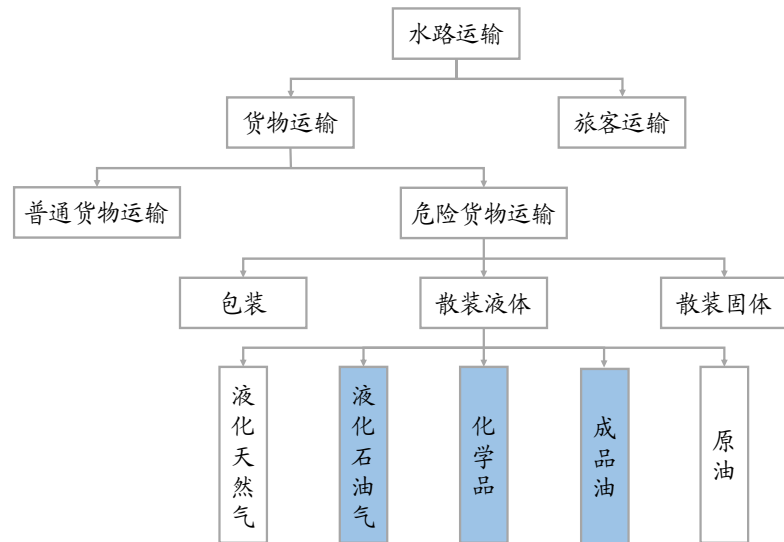
表 1	兴通股份重要历史节点.....	8
表 2	危化运输监管政策.....	14
表 3	2021 年上半年：我国内贸液体化学品船舶吨位情况.....	17
表 4	液体化学品船舶获批运力规模、船舶数量.....	18
表 5	我国液货危险品水上运输行业竞争格局.....	19
表 6	兴通股份：危化品船舶新增运力评审及获批运力况.....	20
表 7	中船万邦船队体系.....	23
表 8	中船万邦船队运营情况.....	23
表 9	兴通股份：外贸化学品船情况.....	25
表 10	兴通股份：营收及成本拆分（单位：百万元）.....	26
表 11	可比公司估值表.....	26

1. 兴通股份：内贸化学品航运龙头企业

1.1 公司概况

兴通股份主要从事国内沿海散装液体危险货物的水上运输业务，**以运输化学品、液化石油气 (LPG) 为主，运输成品油为辅**。此外，公司稳步推进“1+2+1”的战略发展布局，以做大做强国内沿海液货危险品运输为主线，以开拓新能源运输和参与国际海运为两翼，以打造数字化平台为助力，向化工供应链综合服务商转型升级。

图1 兴通股份：运输品类



资料来源：兴通股份招股说明书，HTI

我国散装液体化学品供需格局：

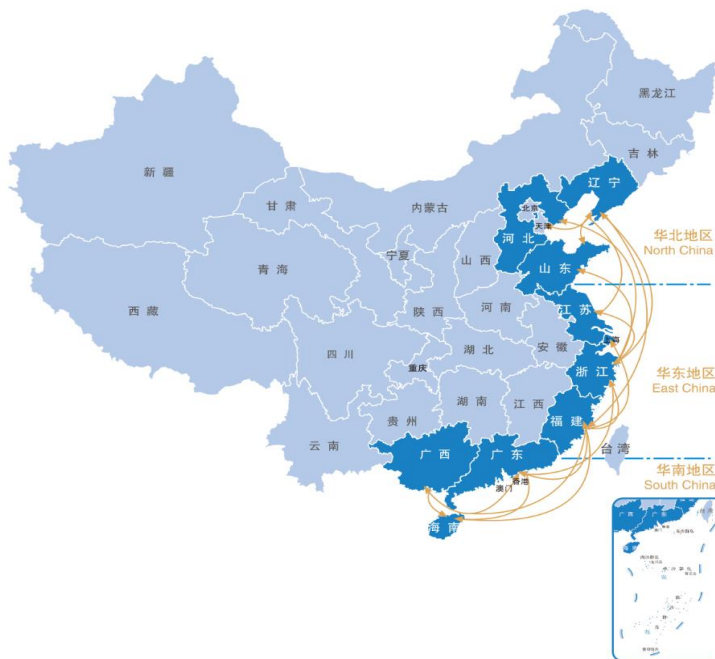
供给端：2015年《石化产业规划布局方案》规划上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港为7大石化产业基地，加上舟山绿色石化基地、湄洲湾石化基地兴建，我国石化行业炼化基地布局日趋完善。

需求端：长三角、珠三角、东南沿海地区散装液体化学品市场需求较大。

供需异地形成当前沿海散装化学品以华北-华东、华北-华南、华东-华南为主的运输格局：1) 华北为初级化工品主要生产地区，也是散装液体化学品流出地；2) 华东为初级化工品主要生产地+化工品精加工和消费主要地区，是散装液体化学品的流入+流出地；3) 华南为化工品精加工和消费的主要地区，是散装液体化学品主要流入地。

从公司运输航线看，公司通达全国沿海及长江、珠江中下游水系，形成了可辐射渤海湾、长三角、珠三角、北部湾等国内主要化工产业基地的运输网络体系；公司的业务主要集中在华东、华南等区域，与国内大型炼化基地的地理分布基本一致。

图2 兴通股份：运营航线



资料来源：兴通股份公司官网，HTI

运载货物及主要客户：公司在散装液体化学品运输上的运载物主要有二甲苯（PX）、液碱、纯苯、苯乙烯、甲醇、乙二醇等，目前与中石化、福建联合石化、浙江石化、中海油、中海壳牌、恒力石化等企业建立了长期稳定的战略合作关系；在成品油运输业务上主要承接航空煤油、汽柴油、石脑油等运载物，与中航油、荣通物流等重要客户保持良好合作关系。公司主要客户多是大型石化企业，而大型石化企业具备炼化一体化能力，产品运输需求量大，且航次计划较为稳定。

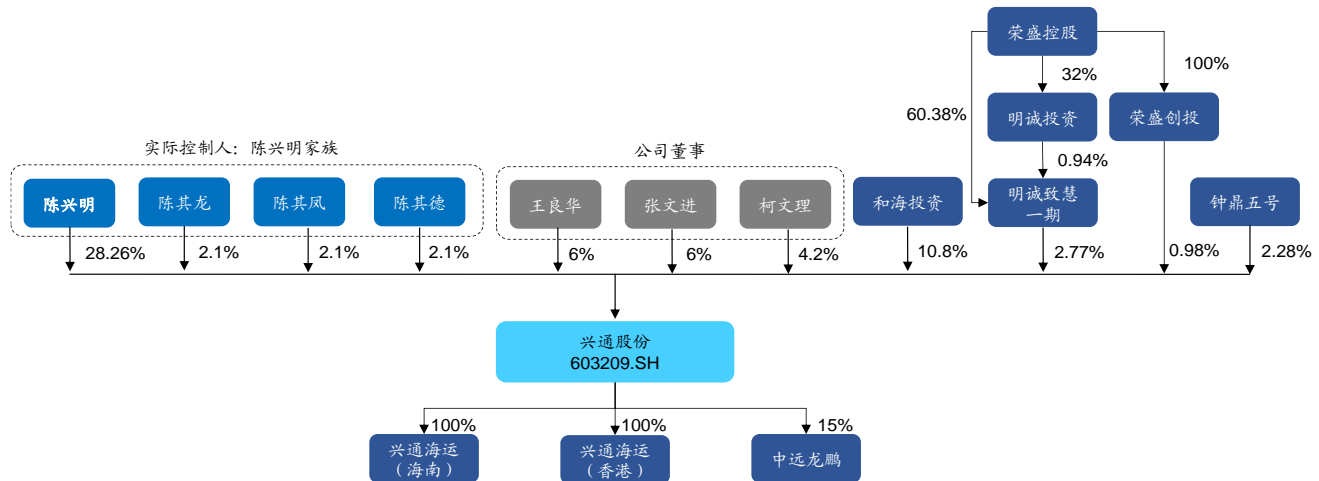
1.2 股权结构

公司实际控制人为陈兴明家族。根据公司 22Q3 财报公告，陈兴明直接持股占比为 28.26%，其子女陈其龙、陈其凤、陈其德各持有 2.1% 的股份，陈兴明家族合计持股 34.56%，系公司实际控制人，且构成一致行动关系。公司第二大股东和海投资持有 10.8% 的股份（和海投资为公司的发起人之一，合伙人为 7 名自然人）。

头部客户、知名 PE 与公司共同成长。2020 年 5 月，荣盛控股参与公司增资，公司引入该产业的投资者，2021 年荣盛控股与公司交易金额占公司营收比例为 39.68%。2020 年 8 月公司再次增资，引入钟鼎资本，截至 22Q3，钟鼎资本持有公司股份比例为 2.28%。

公司高管专业能力强且任职时间长。王良华、张文进和柯文理分别持有公司股份 6%、6% 和 4.2%，三人均加入公司超过 20 年，目前均为公司董事。

图3 兴通股份：股权结构



资料来源：兴通股份 2022Q3 财报，Wind，企查查官网，HTI

1.3 历史沿革：深耕危化水运，内贸创一流

兴通股份成立于 1997 年 12 月，主要从事国内沿海散装液体危险货物的水上运输业务。经过多年积累，公司已发展为国内沿海散装液体化学品航运业的龙头企业，并致力于成为国际一流、国内领先的化工供应链综合服务商。回顾其发展历程，公司的发展可分为四个阶段：1997-2007 年的创业起步期、2008-2011 年的高速增长期、2012-2020 年的快速发展期；自 2021 年起至今，兴通步入战略升级期。

表 1 兴通股份重要历史节点

时间	事件
1997 年	兴通船务公司正式注册成立，经营国内沿海成品油运输业务及相关代理业务
2000 年	经交通部批准，获得国内沿海、长江及珠江水系间的成品油、散装化学品运输的经营资质
2008 年	新建“兴通油 69”轮建造完工并投入运营（载重吨 4993.4） 新增“兴通油 59”轮（载重吨 6517）投入运营
2010 年	新增“兴通 89”轮（载重吨 6994）投入运营
2011 年	新建“兴通 99”轮（载重吨 9002）投入运营
2012 年	新建“兴通 9”（载重吨 4377）、“兴通 10”（载重吨 4403）成品油船投入运营
2014 年	新增最大油化船舶“兴通 66”轮（载重吨 11241）投入运营 新增首艘不锈钢化学品船“兴通 19”轮（载重吨 3801）投入运营
2015 年	新建不锈钢化学品船“兴通 16”轮投入运营（载重吨 4004）
2020 年	新增化学品船“兴通 789”轮(载重吨 44997.4)、“兴通 719”轮(载重吨 12498.99)投入运营 新增成品油船“兴通 799”轮(载重吨 49962)投入运营
2021 年	新增双相不锈钢化学品船“兴通 739”轮（载重吨 11500）投入运营 新增运力评审，化学品船、液化石油气船，原油船排名榜上第一，进入原油运输与液化石油气运输领域
2022 年	双相不锈钢化学品船“兴通 7”轮（载重吨 5490）投入运营 液化气船“兴通 319”轮（载重吨 3163）、“兴通 316”轮（载重吨 3133.3）投入运营 3 月 24 日，成功在上海主板挂牌上市 设立海南、香港全资子公司，利用特区和自贸区的政策优势，推动公司“1+2+1”发展战略布局 化学品船“兴通 79”轮（载重吨 7990）及化学品船“兴通 759”轮（载重吨 27356）投入运营 国际航线化学品船“兴通开元”轮投入运营（载重吨 19803） 收购中远龙鹏 15% 的股权，提升 LPG 船舶运力 购买上海万邦 51% 股权，控股上海万邦 双相不锈钢化学品船“兴通 729”轮投入运营（载重吨 11995.4）

资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，HTI

1.4 财务分析

1.4.1 经营模式：程租与期租

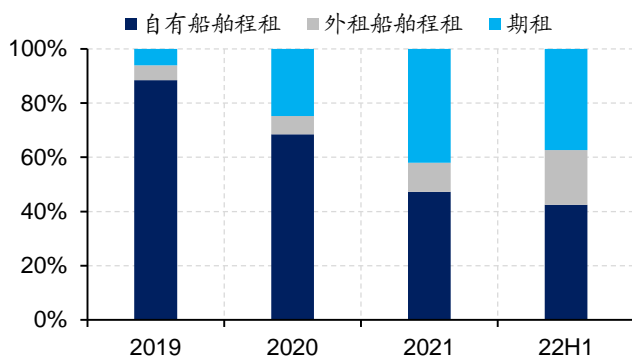
公司的主营业务收入为散装液体化学品水上运输业务，按照服务模式划分，可分为程租和期租。

期租：出租人向承租人提供配备船员的船舶，租期内船舶由承租人调遣，承租人按月支付租金。船员工资、维修保养等固定费用由出租人承担，燃油费、港口费等变动费用通常由承租人承担。

程租：承租人按航次货量和运价结算运费，所有的成本费用由出租人承担。其中，程租为根据船舶使用权人不同，又分为自有船舶程租和外租船舶程租。

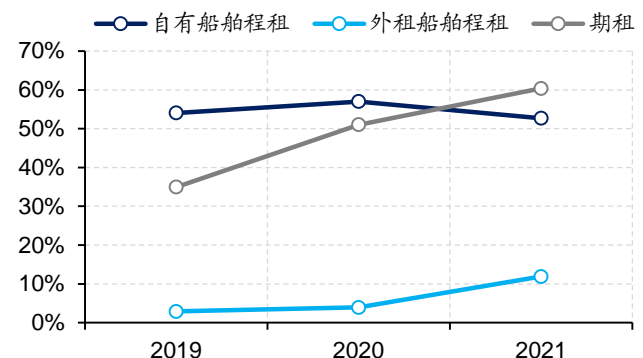
- 1) 自有船舶：公司自有船舶主要以签订年度包运合同（COA）为主，公司自有船舶在程租模式中超过 80% 收入来自年度包运合同。该合作模式运价稳定，并约定了油价联动机制条款，能有效避免市场油价波动带来的不利影响，充分保障了船舶经营和收益的稳定性。
- 2) 外租船舶：在公司自有船舶运力不足时，公司通过向市场采购具备服务资质和能力的承运商提供运输服务。

图4 兴通股份：各经营模式收入占总营收比（截至 22H1）



资料来源：兴通股份招股说明书、兴通股份定期报告，HTI

图5 兴通股份：各经营模式毛利率

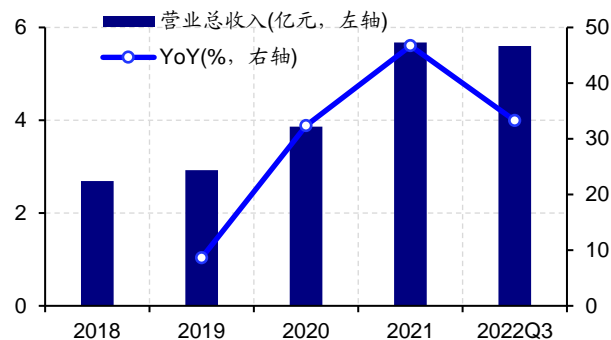


资料来源：兴通股份招股说明书、兴通股份定期报告，HTI

1.4.2 高毛利率，利润稳增

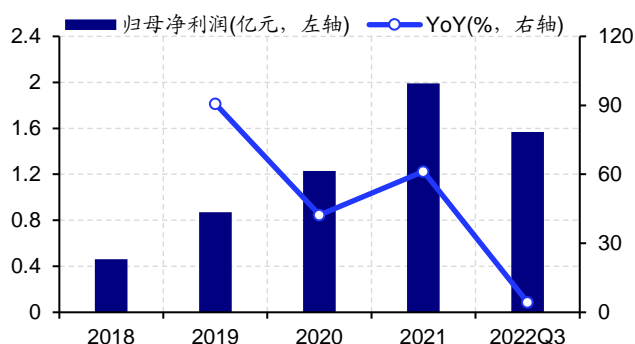
2018-2021 年，兴通股份的营业收入复合增速为 20.49%，归母净利润复合增速为 44.22%。2018 年至今，公司营业收入整体稳定增长，其中 2019-2021 年增速较快，主要系随着大型炼化基地投产，国内散装液体化学品、成品油运输需求快速增长，公司船舶运力不断增加，自有船舶收入提高，使得主营业务收入持续增长。2022Q3，公司实现营收 5.6 亿元，同比增长 33.23%。

图6 兴通股份：营业收入及增速（截至 22Q3）



资料来源：Wind, HTI

图7 兴通股份：归母净利润及增速（截至 22Q3）

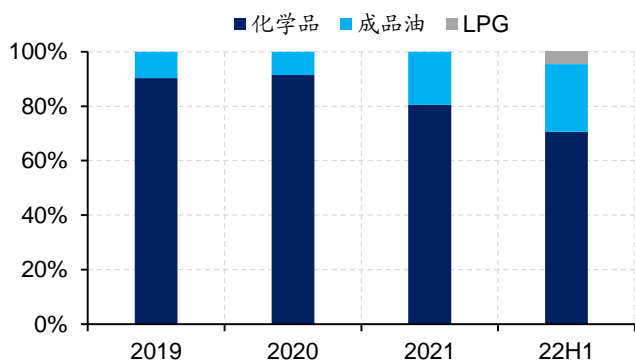


资料来源：Wind, HTI

按照运输品类划分，可分为化学品运输和成品油运输，其中化学品运输占比最高，2019-22H1，占主营业务收入的比例分别为 90.31%、91.39%、80.49%和 70.58%。22H1，公司成品油运输业务快速增长，叠加两艘 LPG 船舶投入运营，产品中新增 LPG 运输业务，化学品运输占比有所下降。

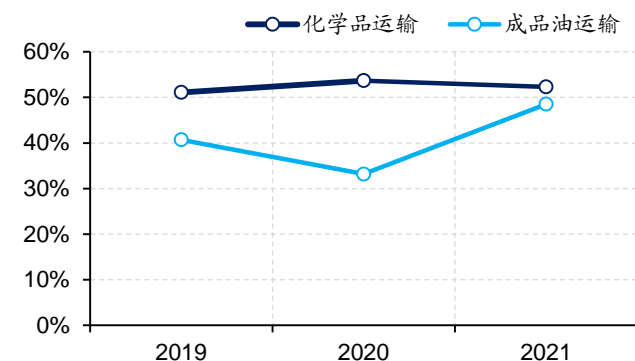
2019-2021 年，化学品运输的毛利率较为稳定，为 50%以上；成品油运输的毛利率波动较大，主要是业务结构差异造成的。2020 年，成品油毛利率大幅下降，主要由于：1) 成品油运输中新增外租船舶程租业务，毛利率较低的外租船舶程租业务占比提高；2) 较 2019 年运输单价较高的石脑油相比，公司在 2020 年运输的货物主要为航空煤油，单价较低。2021 年，成品油运输毛利率大幅提升，主要是因为大型成品油船“兴通 799”收入占比提高，该船载重吨较高，产生的收入与毛利较多。

图8 兴通股份：主要产品收入占总营收比（截至 22H1）



资料来源：兴通股份招股说明书、兴通股份定期报告，HTI

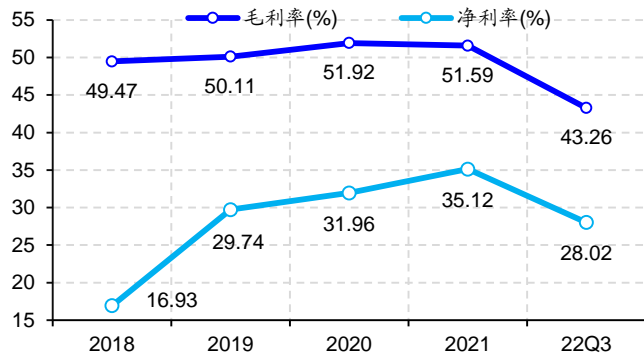
图9 兴通股份：各产品毛利率



资料来源：Wind, HTI

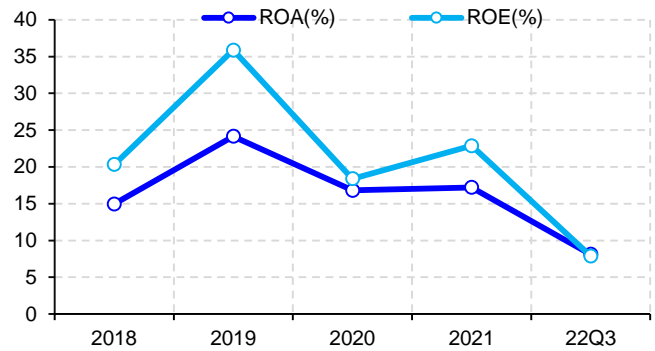
公司毛利率的变动受到业务结构差异变动的影响。公司的毛利率在 2018 年至 2021 年间基本维持在 50%左右的水平，净利率增长较快，由 2018 年的 16.93%升至 2021 年的 35.12%。2020 年毛利率略有上升，主因受疫情影响燃油价格下降，自有船舶程租毛利率提高。2022 年，毛利率下降主要由于：1) 船员工资水平提高导致人工成本上升；2) 油价上涨导致燃油成本提高，使得化学品运输毛利率降低；3) 2022 年以来订单的增长致使运力规模不足，外租船舶程租收入上涨较快，摊薄了整体业务的毛利率。

图10 兴通股份：毛利率和净利率（截至 22Q3）



资料来源：Wind, HTI

图11 兴通股份：ROA 和 ROE（截至 22Q3）

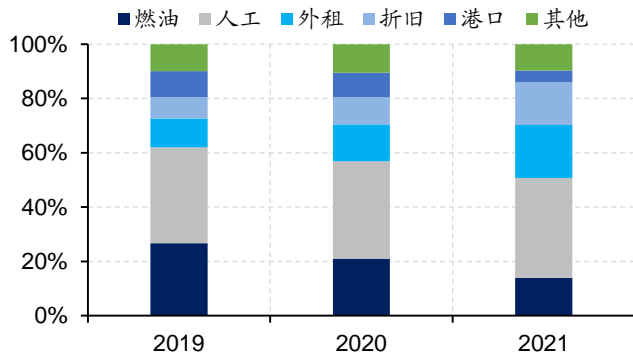


资料来源：Wind, HTI

1.4.3 成本结构：燃油、人工为主

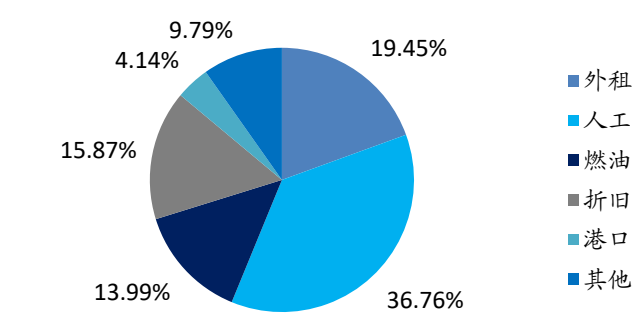
人工成本和燃油成本占营业成本比例较高，2019-2021 年，两项成本占总成本的 50%以上，是公司主要的经营成本。**燃油方面**，受地缘政治、贸易战等因素影响，燃油价格波动较大，但行业企业与客户的 COA 合同一般签订有相关燃油条款，当燃油价格超过或低于限定的价格区间时，运费相应提升或减少，可较大程度上减少燃油价格变动对经营成本产生的影响。**人工成本方面**，伴随着我国人口红利逐渐消失，人工成本有所提高。

图12 兴通股份：主要成本拆分



资料来源：Wind, HTI

图13 兴通股份：2021 年各营业成本占比

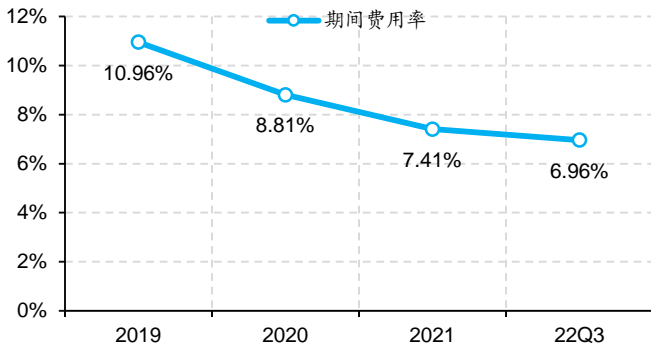


资料来源：Wind, HTI

1.4.4 费用率降，现金流稳

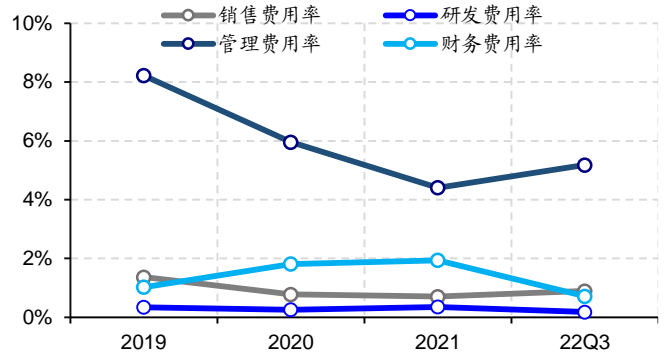
2019-22Q3，公司的期间费用率逐年下滑，由 10.96%降至 6.96%，主要系随着公司运力规模的扩大，营业收入增长较快且规模效应逐渐显现。其中，公司的销售费用率、研发费用率和财务费用率均较为稳定，维持在 2%及以下的水平。公司的管理费用占比虽然较大，超 4%，但是也是呈现逐年下降的趋势，22Q1-Q3，管理费用率小幅上升，主要系上市费用及中介费用增加所致。我们认为，随着公司规模的不间断扩大，其期间费用率有望进一步下滑。

图14 兴通股份：期间费用率（截至 22Q3）



资料来源：Wind, HTI

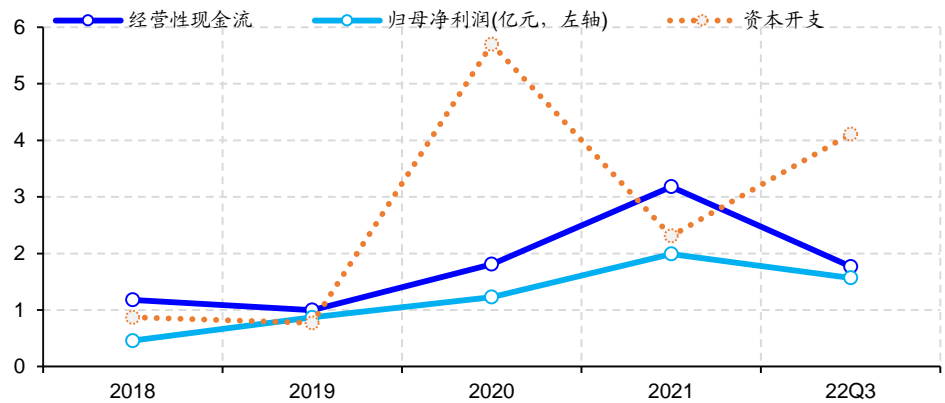
图15 兴通股份：各期间费用率情况（截至 22Q3）



资料来源：Wind, HTI

2018-22Q3，公司的经营性现金流均高于其归母净利润，现金流质量较优，基本可以覆盖日常的资本开支。2020 年，公司资本开支大幅增加，主要由于 2019 年共设两次新增运力评审，并且公司两次均以第一名的成绩获批新增运力，公司建造船舶支付的现金较多。

图16 兴通股份：经营性现金流及资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind, HTI

2. 危化水运：高壁垒，严监管，紧平衡

2.1 行业发展：无序扩张到有序竞争

液体化学品水运的发展可以分为 3 个阶段：

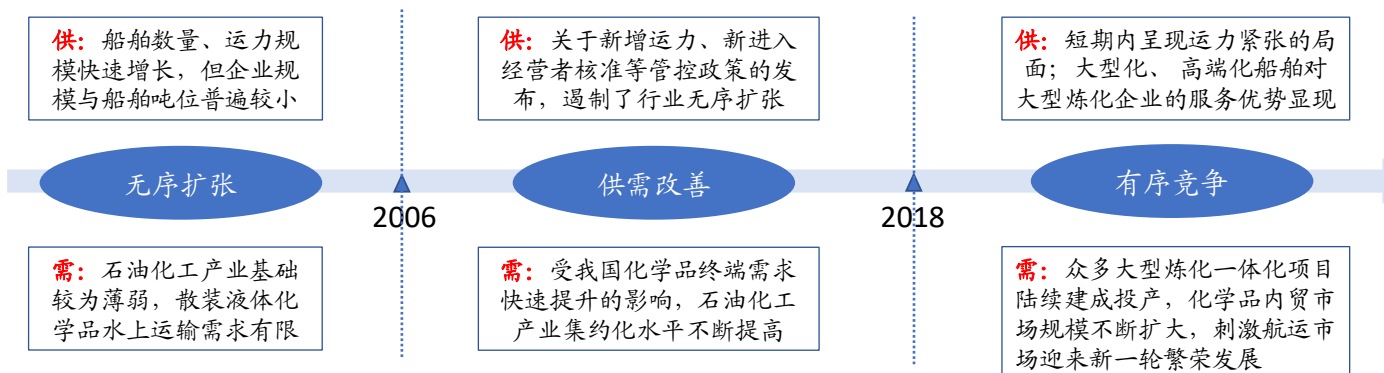
(1) 2006 年以前，运力无序扩张阶段：行业尚未形成完善的监管体系，产能过剩现象严重。

(2) 2006-2018 年，供需改善阶段：相关政策陆续发布，行业规范化水平持续提升。随着下游炼化装置与技术逐步升级，市场供需结构逐步改善，化学品船舶运力由供给明显过剩向供需相对均衡过渡发展。

(3) 2019 年至今，行业有序竞争阶段：化学品内贸市场规模不断扩大，叠加运力供给侧改革，国内市场在短期内呈现运力紧张的局面。在此阶段，大型化、高端化船舶对大型炼化企业的服务优势显现。

我们认为，受益于下游产业的蓬勃发展以及持续实施精准有效的宏观调控，我国散装液体化学品航运业将迈向有序竞争、稳定发展的新阶段。

图17 液体危化品水运行业发展特点

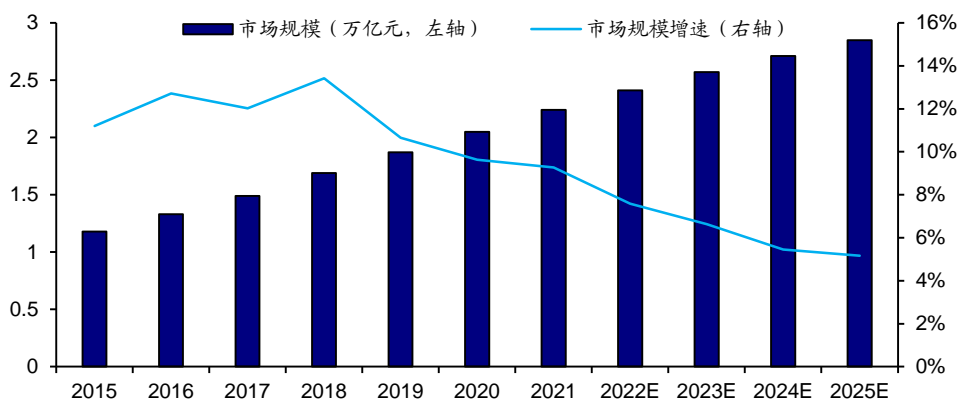


资料来源：兴通股份招股说明书，HTI

2.2 安全发展新格局：危化运输迎机遇

随着经济迈入高质量发展阶段，国家对安全问题提出了更高要求。二十大报告强调“统筹发展和安全”，提出“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”。在交通运输领域，液货危险品航运业是我国石化产业物流供应链的重要环节，而石化产业作为我国国民经济发展的重要支柱，受到各级政府的高度重视，尤其是龙头企业或将扮演更加重要的角色。根据中物联危化品物流分会的预测，2022 年我国危化品物流行业市场规模将达到 2.41 万亿元，增速 7.59%，尽管疫情有所扰动，但是仍保持稳定增长。

图18 我国危化品物流行业市场规模及预测



资料来源：中物联危化品物流分会，HTI

为了遏制重大事故，危化运输行业壁垒较高、监管较严。**第一，严格准入管理。**未取得许可，不得从事危化运输。尤其是水运方面，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。**第二，严控新增运力。**自 2011 年起交通运输部数次发布沿海省级化学品船运力调控政策，并结合市场供求以专家综合评审的方式有序增加船舶运力。**第三，严格评分机制。**关于新增运力的专家综合评审中，安全问题占 85 分，而企业经营情况仅占 15 分。

表 2 危化运输监管政策

日期	文件	事件
2020 年	国务院《关于全面加强危险化学品运输安全生产工作的意见》	强化托运、承运、装卸、车辆运行等危险货物运输全链条安全监管。严格特大型公路桥梁、特长公路隧道、饮用水源地危险货物运输车辆通行管控
2018 年	交通运输部《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》	运输企业以“退一进一”或“退多进一”方式，申请将自有的沿海省际散装液体危险货物船舶退出市场后新增同类型船舶运力
2013 年	国务院《危险化学品安全管理条例》	未依法取得运输许可，从事危险化学品道路运输、水路运输的，分别依照有关道路运输、水路运输的法律、行政法规的规定处罚
2013 年	国务院《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
2011 年	交通运输部《关于进一步加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	对申请新增运力企业的资质条件、营运效率和安全记录等多层面进行综合评价，符合条件的方准予新增运力

资料来源：国务院官网，交通运输部，HTI

2.3 需求端：炼化产能释放，危化水运逆势扩张

从产业链看，危化品运输的下游多是炼化企业及相关贸易商。随着装置大型化、炼化一体化趋势加深，叠加石化产业优化重组加剧，我国石油炼化能力快速提升，炼化产能逐步释放。“十四五”时期，国家将重点培育杭州湾、泛大湾区、环渤海湾等五大世界级石化产业集群，重点培育 70 个重点石化基地和专业化工业园区。这也促进了作为重要配套支撑的沿海危化品水运市场的持续发展。

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，期间年复合增速达 3.08%，显著高于全球 0.83% 的增速水平。2022 年，我国总炼油能力超 9.8 亿吨，而美国总炼油能力约在 9 亿吨/年，中国炼油能力已经超过美国领跑全球。同时，化工品销售市场，2020 年我国在全球占比 44.55%，位居首位。在下游需求的带动下，危化运输行业或将稳步扩张。

在化学品贸易领域，我国是全球最大的化工品生产国，据德国化工龙头巴斯夫集团预测，到 2030 年中国化工品产能全球占比将达到 49%，我国长期对 PX、乙醇、甲醇等基础化工产品有大量需求。

图19 2020 年全球化工品销售额（十亿欧元）

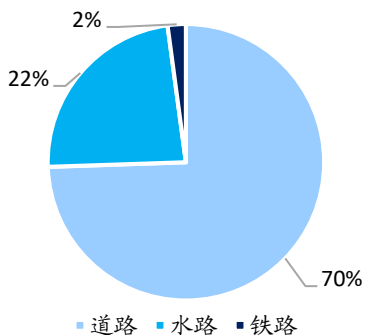


资料来源：CEFIC, HTI

从危化品的市场规模看，2021 年，道路、水路运输占比分别为 70%、22%。水运虽然占比较低，但是近年稳中有升，从 2018 年的 18%增加至 2021 年的 22%，前景可期。主因水运规模大、成本低。随着后疫情时期全球复苏，危化品需求日益增加，它也将是国际运输的主要渠道。我国水运“十四五”发展规划中预测我国水运需求将总体保持增长态势，预计 2025 年水路货运量、港口货物吞吐量分别达到 85 亿吨、164 亿吨，年均增长约 2%-3%。

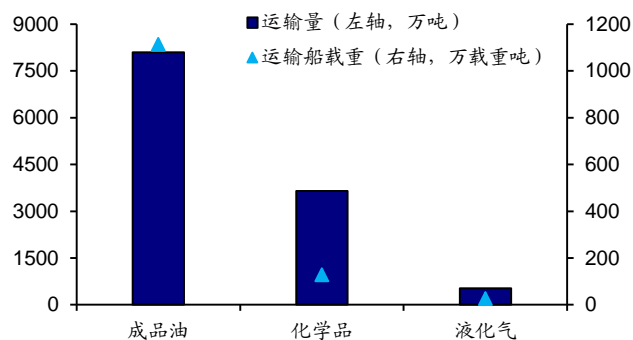
从水运结构看，2021 年我国成品油、化学品的运输量、化学品运输量分别为 8100 万吨、3650 万吨，液化气虽然仅为 525 吨，但是随着“双碳”战略的推进，或将迎来较快增速。

图20 2021 年我国危化品运输方式结构



资料来源：中物联危化品物流分会，HTI

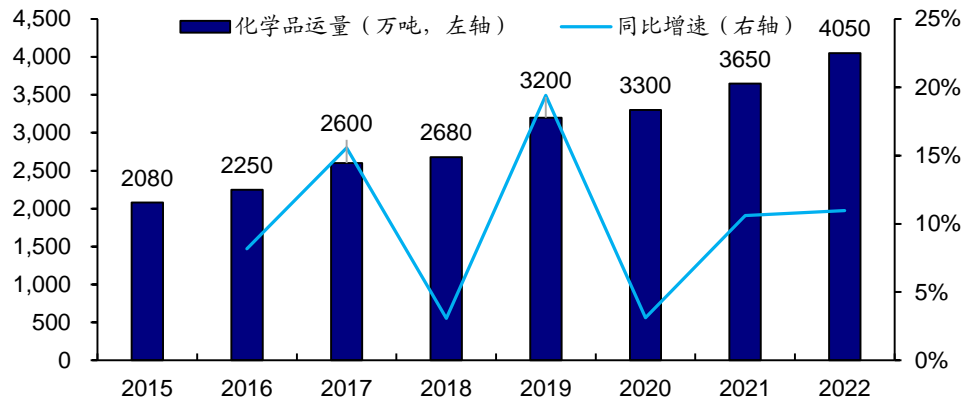
图21 2021 年我国液货危险品运输量和运力



资料来源：交通运输部，HTI

我国化工品生产和消费仍处于稳健增长期，沿海省际化学品运输需求持续增长，全国沿海省际化学品运输量由 2014 年的 1980 万吨增长至 2021 年的 3650 万吨，年均复合增长率为 9.13%。自 2019 年以来，以恒力石化、浙江石化为代表的大型炼化一体化项目陆续投产，沿海省际散装液体化学品货运需求快速提升。

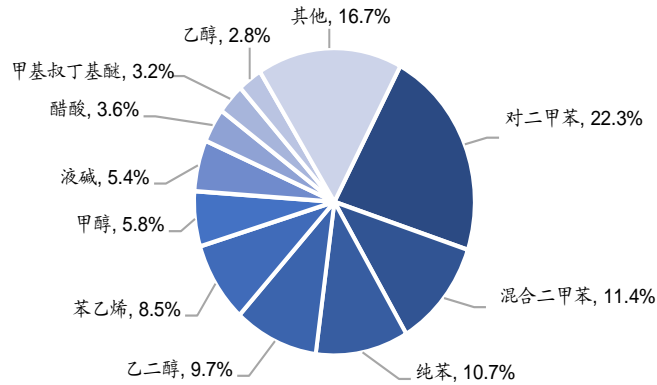
图22 我国沿海省际化学品运输量及增速



资料来源：交通运输部，HTI

从新增产能的具体产品来看，2018年至2022年国内沿海地区新增大型化工项目合计产生约6000万吨新增产能，多种产品产能超过100万吨，包括PX、乙二醇、苯乙烯、纯苯、甲醇、环氧乙烷、醋酸、丙烯腈、MTBE、环氧丙烷等。其中新增产能最大的是PX，达到了2170万吨，其次是乙二醇，接近1000万吨；苯乙烯新增产能约800万吨，排在第三位。

图23 2020年化学品主要运输种类及占比



资料来源：油化52Hz，HTI

2.4 供给端：审批严格，运力有序增长

2.4.1 化学品船：大型化、高端化发展

化学品船一般指液体化学品船，即用于运载各种有毒的、易燃的、易挥发或有腐蚀性化学物质的货船。由于化学品液货船运载品种繁多、性质各异，故分类方法也较多。其中，按照船型大小分类，可分为小型化学品船（150~2000载重吨）、中型化学品船（2000~10000载重吨）、大型化学品船（10000~33000载重吨）。

在供给侧改革以及产业转型升级的大背景下，我国大型炼化一体化项目陆续投产，而大型化、高端化船舶对大型炼化企业的服务优势显现。我们预计，未来市场新增船舶将具大型化、高端化的发展趋势。

图24 化学品船型分类

运载货物	石油成品油液货船	多品种共装液货船	多用途化学品船	专用化学品船	液化气船
液货舱位置和残存能力	I型散化船 非常严重危险 (氯磺酸、磷)	II型散化船 相当严重危险 (硝酸、发烟硫酸)	III型散化船 足够严重危险 (樟脑油)		
船型大小	小型化学品船 150~2000DWT	中型化学品船 2000~10000DWT	大型化学品船 10000~33000DWT		
船龄	三类老旧船舶 海船: >12年 河船: >16年	特别定期检验 >26年	强制报废 >31年		

资料来源: 交通运输部, 国际船舶网, HTI

表 3 2021 年上半年: 我国内贸液体化学品船舶吨位情况

船舶载重吨层级	数量(艘)	占比	总运力(万载重吨)	占比
2000DWT 以下	44	16.00%	5.50	4.33%
2000-2999DWT	44	16.00%	9.90	7.80%
3000-4999DWT	106	38.55%	40.50	31.89%
5000-8999DWT	63	22.91%	42.40	33.39%
9000-19999DWT	15	5.45%	18.70	14.72%
20000DWT 以上	3	1.09%	10.00	7.87%
合计	275	100.00%	127.00	100.00%

资料来源: 油化 52Hz, HTI

2.4.2 运力审批: 总量调控, 择优选择

2011年7月, 交通运输部发布《关于进一步加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》, 对申请新增运力企业的资质条件、营运效率和安全记录等多层面进行综合评价, 符合条件的方准予新增运力。自此国内沿海化工品运输市场运力进入严格调控时期, 每年新增运力有限, **2012-2018 年市场年均新增运力为 21371.43 载重吨。**

2018年8月发布的《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》, 首次将原油船、成品油船、液化气船一并纳入, 统一管控。同时, 将按照“**总量调控、择优选择**”的原则, 有序新增液体危化品船舶运输经营主体和船舶运力。此外, 企业以“退一进一”或“退多进一”的方式, 申请将自有船舶退出市场后, 新增同类型船舶运力, 且新增运力比退出市场运力增加的总吨位不超过 50% 时, 可免于综合评审。

表 4 液体化学品船舶获批运力规模、船舶数量

年份	获批运力 (载重吨)	获批运力船数	5,000 载重吨及以上船舶获批数量 (艘)
2012 年	12200	3	1
2013 年	19700	5	1
2014 年	23300	6	1
2015 年	18700	4	0
2016 年	13500	3	1
2017 年	29000	5	5
2018 年	33200	6	5
2019 年	176086	11	10
2020 年	45950	6	5
2021 年	56150	8	7

资料来源：国务院官网，交通运输部，HTI

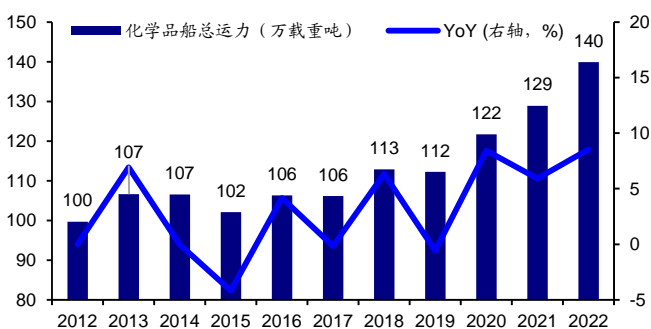
注：获批运力船舶至实际投入运营前，需完成船舶设计、船舶购建、证书办理等程序，通常存在延时一至两年的情形

2.4.3 行业运力：严审批下，有序增长

化学品运输行业总运力扩张相对缓慢。2012-2022 年间，我国化学品船总运力复合增速为 3.45%，油船总运力复合增速为 1.52%。根据交通运输部公告，自 2011 年起，新增运力需通过评审，运力供给受到严格监管。2019 年开始，增加“退一进一”或“退多进一”方式进行运力置换，仍保留评审制度。

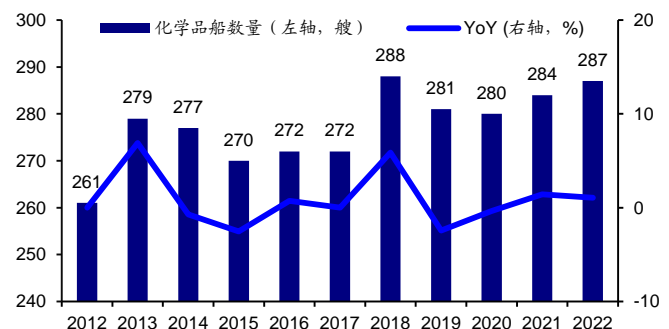
截至 2022 年底，我国沿海省际油船共计 1194 艘、1142.2 万载重吨，同比减少 30 艘，但吨位增加了 28.1 万载重吨，吨位增幅 2.5%；我国沿海省际化学品船共计 287 艘、139.9 万载重吨，同比增加 3 艘、11.0 万载重吨，吨位增幅 8.5%。在严格管控新增运力的背景下，我们预计，行业总体运力仍将维持波动性小幅增长态势。

图 25 我国化学品船：总运力及同比增速 (2012-2022)



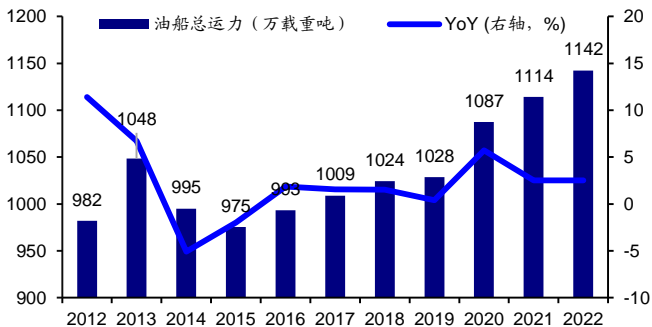
资料来源：Wind, HTI

图 26 我国化学品船：总数量及同比增速 (2012-2022)



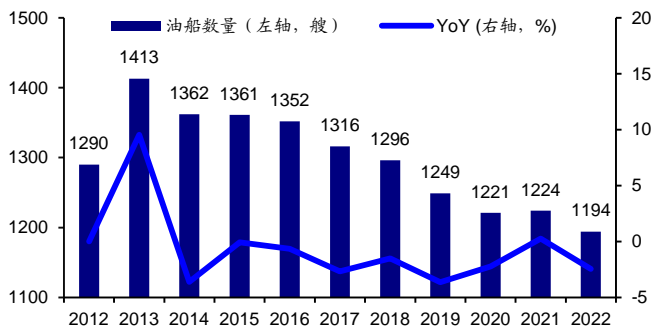
资料来源：Wind, HTI

图27 我国油船：总运力及同比增速（2012-2022）



资料来源：Wind, HTI

图28 我国油船：总数量及同比增速（2012-2022）



资料来源：Wind, HTI

2.5 竞争格局：龙头受益，集中度提升

我国液货危化品水上运输行业正处于快速成长期，但受本行业的严格准入限制与运力管控的影响，业内规模企业数量较少，运营散装液体化学品船的船东公司不超过 100 家，市场竞争情况相对透明。目前，该行业形成了国企控股的大型企业、中小型民营企业并存的市场竞争格局。此外，业内小型企业数量相对较多，基本活跃于国内市场，但总体运力规模偏小，服务能力与市场竞争力有限，所提供的服务多对接下游小型石化企业或地方炼厂。

伴随着石化行业新一轮供给侧改革渐次推进，其**规模化、集中化趋势显现**，小型船东公司由于存在资金实力受限、安全管理水平良莠不齐、运力规模有限等竞争劣势，难以获取下游大型客户的青睐，市场份额将逐渐缩小。但是，本行业具备安全管理、品牌、运输服务等综合优势的大中型企业将逐步受益，市场份额不断扩张，推动行业集中度不断提升。

表5我国液货危化品水上运输行业竞争格局

企业简称	企业性质	运输货品	业务布局	内贸化学 品船数量 (艘)	内贸化学 品船运力 (万 载重吨)	内贸化学 品船运力市占 率
招商南油	国企控股	化学品、油品,	内外贸兼营	12	10.57	7.56%
海昌华	民营	<u>以油品为主</u>	专注国内	3	1.46	0.10%
君正船务	民营		内外贸兼营	28	16.9	12.08%
上海鼎衡	民营	化学品、油品,	内外贸兼营	14	7.19	5.14%
盛航股份	民营	<u>以化学品为主</u>	专注国内	22	13.41	9.59%
兴通股份	民营		专注国内	15	17.46	12.48%
中远海能	国企控股	油品、液化 气, <u>以液化气为主</u>	内外贸兼营 侧重外贸	-	-	-

资料来源：兴通股份招股说明书，各公司官网，HTI
注：1) 数据截至 2022 年 12 月

3. 公司运营：巩固传统优势，开拓新领域

3.1 运力稳步提升，位居领先地位

由于严格的资质许可管理，化学品船的新增运力更多集中于部分成熟企业。因此，新进入的企业在获取新增运力上处于竞争劣势，经营规模难以扩张。此外，随着行业规范化程度加深，规模较小的船东公司因合规成本提高而加速退出。

2012年以来，兴通股份累计获得化学品船新增运力9.55万载重吨，占同期市场新增运力的22.32%，位列行业首位。自2019年以来，交通运输部共开展了5次危化品船舶新增运力综合评审，公司均以第一名的成绩获得新增运力。这使得兴通股份的化学品船运力规模占市场总运力的比例由2018年末的4.61%上升至2022年末的12.48%，居国内领先地位。我们认为，在行业集中度提升的主基调下，兴通股份有望通过自身竞争优势，在巩固龙头地位的同时，持续扩大船舶运力规模。

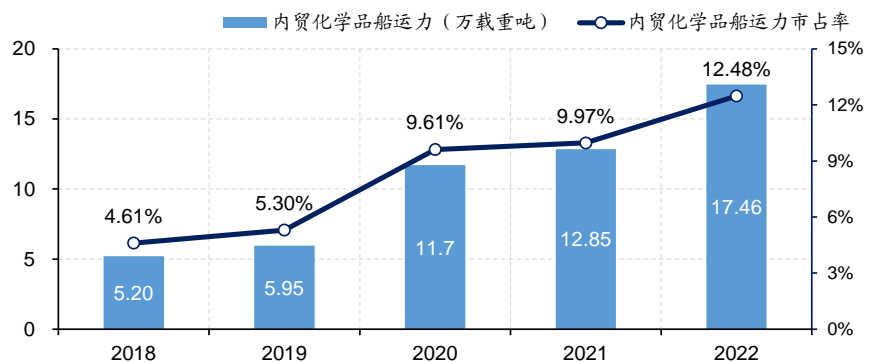
表6兴通股份：危化品船舶新增运力评审及获批运力情况

参评项目	时间	排名	得分	获批运力情况 (载重吨)	同期市场新增运力 占比
化学品船	2019年第一次	第一	88.8	11500	20.44%
	2019年第二次	第一	86	39987	33.37%
	2020	第一	84.4	12500	27.20%
	2021	第一	89.9	10700	19.06%
	2022	第一	90.4	-	-
成品油船 (3-5万载重吨)	2020	第一	89.6	50000	34.25%
液化石油汽船	2021	第一	89.6	4350	17.47%
	2022	第一	86.2	-	-
原油船	2021	第一	89.8	65000	50.04%

资料来源：交通运输部，HTI

注：2022年运力获批情况还未公布

图29 兴通股份：内贸化学品船运力及市占率情况



资料来源：兴通股份官网，兴通股份招股说明书，交通运输部，HTI

截至2022年12月，公司共有化学品船13艘、油化船7艘、成品油船3艘、液化气船2艘，总运力达31.92万载重吨（包含仍在建造的3艘化学品船）。此外，公司船队结构具有大型化、高端化、成新率高的特点。

大型化: 公司 5000 载重吨级以上船舶占比为 72%，而行业该船舶比例仅为 29.45%（截至 2021 年 6 月 30 日）。

高端化: 公司为进一步提高船舶的适货性，新造船舶采用双相不锈钢货舱，现有不锈钢船型占比达 56%。

成新率高: 截至 2021 年 6 月 30 日，公司在营化学品运输船舶 12 艘，平均船龄为 8.52 年，相较于行业运输化学品船（含化学品、油品两用船）平均船龄 10.90 年，处于较低水平。

图30 兴通股份：船舶情况

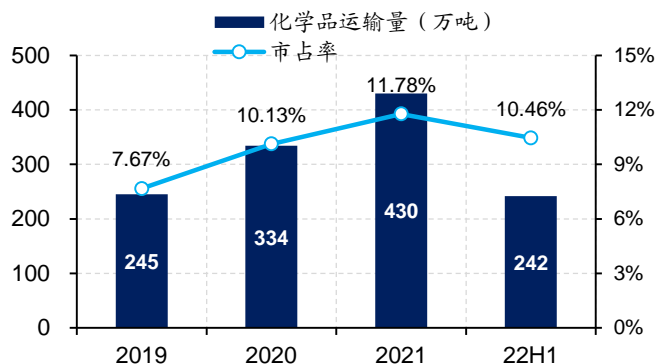
序号	船名	船舶类型	建造年月	载重吨	舱容	货舱类型
1	兴通19	化学品船	2014/8	3801	4152	不锈钢
2	兴通16	化学品船	2015/12	4004	4506	不锈钢
3	兴通油69	油化船	2008/1	4993	6368	环氧涂层
4	兴通7	化学品船	2021/12	5258	6603	不锈钢
5	兴通6	油化船	2018/12	5497	6608	不锈钢
6	兴通89	油化船	2010/9	6994	8418	环氧涂层
7	兴通56	油化船	2019/10	7490	9453	不锈钢
8	兴通79	油化船	2022/8	7995	9656	不锈钢
9	兴通99	油化船	2011/7	9002	9925	环氧涂层
10	兴通66	油化船	2011/1	11241	13493	环氧涂层
11	兴通739	化学品船	2021/1	11495	13932	不锈钢
12	兴通729	化学品船	2022/1	12000	13395	不锈钢
13	兴通719	化学品船	2011/3	12499	13999	不锈钢
14	兴通759	化学品船	2012/6	27356	34450	不锈钢
15	兴通789	化学品船	2010/7	44997	48696	环氧涂层
16	兴通9	成品油船	2012/12	4377	5171	环氧涂层
17	兴通10	成品油船	2013/1	4403	5173	环氧涂层
18	兴通799	成品油船	2011/9	49962	55277	环氧涂层
19	兴通316	液化气船	2012/6	3133	3716	碳钢
20	兴通319	液化气船	2011/9	3163	3712	碳钢
21	兴通开和	化学品船	2023/8	7490	9453	不锈钢
22	兴通开明	化学品船	2023/10	12000	13750	不锈钢
23	兴通开盛	化学品船	2024/4	13000	15200	不锈钢
24	兴通开元	化学品船	2013/11	19803	20470	不锈钢
25	兴通海豚	化学品船	2013/8	27260	34502	环氧涂层
26	兴通开诚	化学品船	2022/10	18188	19629	环氧涂层
合计				337402		

资料来源：兴通股份官网，HTI

注：1) 蓝色底纹为国际运营船舶；2) 数据统计截至 2022 年 12 月

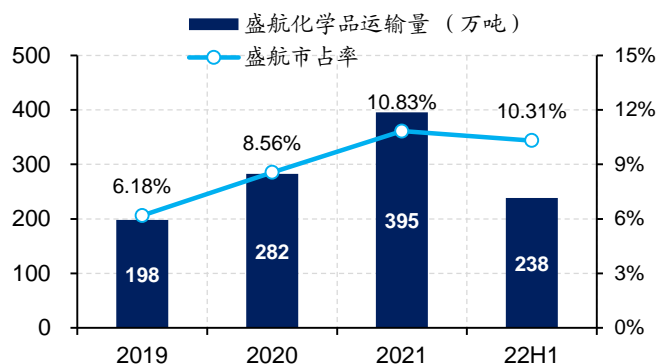
根据油化 52HZ 数据统计，2022 年上半年内贸液体化学品海运量共计 2310.2 万吨，公司液体化学品自运量占市场同期运输总量约 10.4%。

图31 兴通股份：化学品总运量及市占率



资料来源：兴通股份招股说明书，兴通股份定期报告，HTI
注：22H1数据为公司化学品自运量数据

图32 盛航股份：化学品总运量及市占率



资料来源：盛航股份招股说明书，盛航股份定期报告，HTI

双重因素叠加，运价相对稳定：影响运价的关键因素为行业运力供给竞争程度和下游运输需求变化情况。一方面，得益于近年来国内运力调控措施的稳定实施，船舶实际投放运力得到有效控制，市场处于良性竞争发展态势；另一方面，随着诸多大型炼化一体化相继投产，石化行业迎来新一轮产能释放期，市场运输需求上升之势明显，叠加运力供给的管控，运价相对稳定，进而对公司的利润水平产生持续的积极影响。

3.2 战略布局：固优势，拓赛道

3.2.1 固优势：聚焦核心业务

在液体化学品运输领域，公司具有绝对的领先优势，在运力规模、客户资源、市场占有率、品牌影响力等方面已形成强大的核心竞争力。我们认为，公司将通过两种方式持续在该领域扩大市场份额，一是每年的新增运力审批，二是收购其他公司船舶或股权。

1. 购买内贸化学品船“丰海 32”

2022年9月，公司以人民币20600万元向丰海海运购买其名下内贸化学品船舶“丰海 32”，载重27356吨。2022年10月，公司取得“丰海 32”轮的船舶所有权，将其更名为“兴通 759”后投入运营。

2. 收购中船万邦 51%股权

2022年11月，公司拟收购中船万邦 51%股权以及 15400 万元债券。收购中船万邦完成后，公司船舶数量将达到 31 艘，运力规模将达到 37.84 万载重吨，其中可以从事国内沿海散装化学品船运输的船舶为 20 艘，运力规模为 20.86 万载重吨，约占国内沿海化学品船舶市场运力规模的 14.91%。该次收购，进一步提升公司业务规模及市场份额，并且有利于巩固公司的竞争优势，增强盈利能力。

根据交通运输部《老旧运输船舶管理规定》，散装化学品船的特别定期检验船龄为“26 年以上”，强制报废船龄为“31 年以上”。标的企业 6 艘船舶的船龄在 10-12 年之间，远低于特别定期检验的船龄，维护成本较低。

表 7 中船万邦船队体系

序号	船名	船舶类型	载重吨 (吨)	建造时间	船龄 (年)	货舱涂层	运输资质
1	善仁	散装化学品船/油船	6575	2010.02	12	特涂	内外贸/台海
2	善信	散装化学品船/油船	6578	2010.09	12	特涂	内贸/外贸
3	善治	散装化学品船/油船	7000	2011.09	11	特涂	内贸/外贸
4	善能	散装化学品船/油船	6998	2012.01	11	特涂	台海/外贸
5	善时	散装化学品船/油船	6943	2012.05	10	不锈钢	内外贸/台海
6	善义	散装化学品船/油船	6929	2012.06	10	不锈钢	内贸/外贸
合计			41,023				

资料来源: 公司公告 (2023 年 2 月 14 日), HTI

注: 数据统计截止至 2023 年 1 月

通过整合与利用兴通的现有资源, 公司与中船万邦将充分发挥协同效应, 在有效节约船舶运营成本, 完善运力结构, 打造梯队式的运力船队的基础上, 继续优化航线布局, 实现资源合理配置, 为公司成为“国际一流、国内领先的化工供应链综合服务商”构筑坚实保障。

表 8 中船万邦船队运营情况

项目	2022 年 1-9 月	2021	2020
营运船舶数 (艘)	6	6	6
载重吨 (DWT)	41,023	41,023	41,023
货运量 (万吨)	84.05	123.80	120.98
航次数量 (个)	154	228	223

资料来源: 公司公告 (2023 年 2 月 14 日), HTI

注: 货运量、航次数量包含自有船舶程租、外租船舶程租及期租业务

3.2.2 迎风口: 开辟第二增长曲线

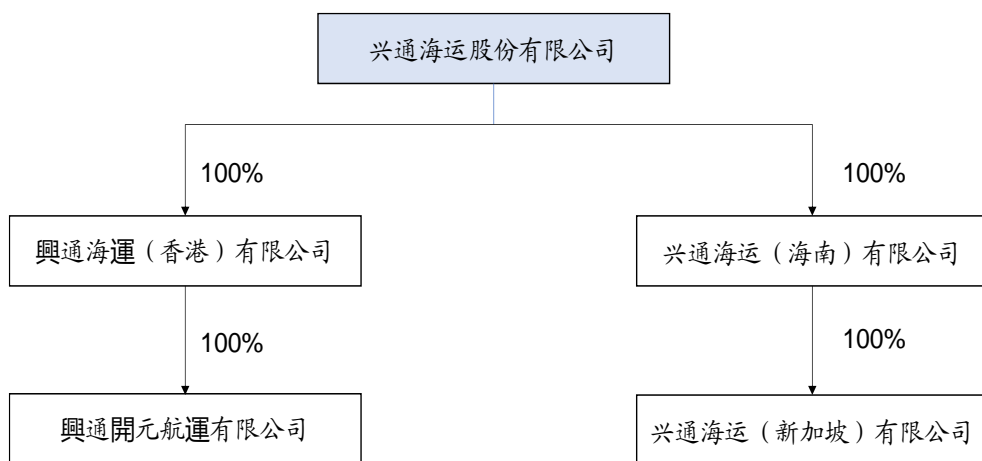
随着国家双碳战略目标的实施, 石化能源结构的绿色转型以及液化石油气 (LPG) 工业用途需求的增长, LPG 的水路运输有着广阔的发展前景。公司顺势而为, 积极开辟新的业务增长点, 将发展 LPG 业务作为公司第二增长曲线。22Q1, 2 艘 3700 立方 LPG 船舶顺利投产。

此外, 公司为更好地切入国内 LPG 运输赛道, 于 2022 年 11 月, 以人民币 5250 万元收购中远龙鹏 15% 的股权。中远龙鹏主要经营国际液化气船运输, 国内沿海及长江中下游液化气船运输。中远龙鹏拥有内外贸兼营及台海航线经营资质, 可以灵活开展内外贸租船揽货业务, 揽取到充足的货源, **现拥有液化气船 6 艘, 舱容 21910 立方。**

3.2.3 拓新局: 打造国际航线

2022 年, 公司注册了 4 家全资子公司, 分别为兴通海运 (海南) 有限公司、兴通海運 (香港) 有限公司、兴通開元航運有限公司、兴通海运 (新加坡) 有限公司, 全面开启国际航运市场的布局。

图33 兴通股份船舶情况



资料来源：公司公告（2022年6月18日，2022年9月2日），HTI

1. 购建外贸化学品船“兴通开明”

2022年6月，公司以人民币1.29亿元委托五洲船业建造一艘12000载重吨化学品/油液货船，交船时间约为2023年10月。

2. 购建外贸化学品船“兴通开和”

2022年6月，公司通过兴通海运（海南）以人民币1.39亿元委托招商局金陵鼎衡建造一艘7490载重吨化学品/油液货船，交船时间约为2023年8月。

3. 购买外贸化学品船“丰海35”

为拓展国际运输业务，2022年9月，公司通过兴通海运（海南）以人民币9455.40万元购买丰海海运名下化学品船舶“丰海35”，载重27259.63吨。2022年10月，公司取得“丰海35”轮的船舶所有权，将其更名为“兴通海豚”，并与2023年1月投入运营。

4. 购建外贸化学品船“兴通开盛”

2022年9月，公司通过兴通海运（海南）以人民币1.65亿元委托枫叶船业建造一艘13000载重吨化学品/成品油船，交船时间约为2024年4月。

5. 购买外贸化学品船“Forest Park”轮

2022年10月，公司通过興通開元以2200万美元向DEXHON SHIPPING INC.购买一艘19803载重吨外贸化学品船“Forest Park”轮。2022年11月，公司取得“Forest Park”轮的船舶所有权，将其更名为“兴通开元”。

6. 购买外贸化学品船“TZ GLORY”轮

2022年11月，公司通过興通開元以1968.5万美元向SEATRADE SOLUTIONS CO., LTD.购买一艘2022年10月18日建造完工的18187.5载重吨外贸化学品船“TZ GLORY”轮。2023年1月，公司取得“TZ GLORY”轮的船舶所有权，将其更名为“兴通开诚”。

表 9 兴通股份：外贸化学品船情况

船名	船舶类型	载重吨 (吨)	所有权取得	是否投入运营	购买方式	价格	购买方
兴通开明	散装化学品船/油船	12000	2023.10	否	购建	人民币 1.29 亿元	兴通股份
兴通开和	散装化学品船/油船	7490	2023.08	否	购建	人民币 1.39 亿元	兴通海运 (海南)
兴通海豚	散装化学品船/油船	27259.63	2022.10	是 (2023.01)	收购	人民币 9455.4 万元	兴通海运 (海南)
兴通开盛	散装化学品船/油船	13000	2024.04	否	购建	人民币 1.65 亿元	兴通海运 (海南)
兴通开元	散装化学品船/油船	19803	2022.11	否	收购	美元 2200 万元	興通開元
兴通开诚	散装化学品船/油船	18187.5	2023.01	否	收购	美元 1968.5 万元	興通開元
合计		97740.13					

资料来源：公司公告 (2023 年 2 月 14 日)，HTI

4. 盈利预测及估值

4.1 核心假设

我们对于业绩预测做如下的假设：

1. 化学品运输业务假设：

(1) 货运量：我们预计，2022-2024 年公司化学品运输量分别为 537 万吨、806 万吨、1048 万吨，同比增长 25%、50%、30%；

(2) 单价：我们预计，2022-2024 年公司化学品运输业务的单价同比分别增长 0%、5%、2%。

2. 成品油运输业务假设：

(1) 货运量：我们预计，2022-2024 年公司化学品运输量分别为 204 万吨、265 万吨、319 万吨，同比增长 10%、30%、20%；

(2) 单价：我们预计，2022-2024 年公司成品油运输业务的单价同比分别增长 2%、3%、3%。

3. LPG 运输业务假设：我们预计，2023-2024 年，公司 LPG 运输业务收入同比分别增长 50%和 30%。

4. 暂不考虑外贸化学品船对公司的业绩贡献。

4.2 业绩预测

我们预计，2022-2024 年公司营业收入分别为 7.29、11.17、14.65 亿元，同比 +28.7%/53.1%/31.1%。其中，化学品运输业务收入分别为 5.70、8.98、11.91 亿元；成品油运输业务收入分别为 1.24、1.66、2.05 亿元。

我们预计，2022-2024 年公司将分别实现归母净利润 2.14 亿元、3.42 亿元、4.63 亿元。

表 10 兴通股份：营收及成本拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	386	567	729	1,117	1,465
增速	32.4%	46.7%	28.7%	53.1%	31.1%
化学品运输业务收入	353.15	456.29	570.36	898.31	1191.16
增速	33.94%	29.20%	25.00%	57.50%	32.60%
成品油运输业务收入	33.27	110.58	124.07	166.12	205.33
增速	17.60%	232.38%	12.20%	33.90%	23.60%
LPG 运输业务收入			35.00	52.50	68.25
增速				50%	30%
营业成本	185.79	274.44	414.33	612.34	789.83
增速	27.56%	47.72%	50.97%	47.79%	28.98%
毛利润	200.62	292.42	315.09	504.59	674.92
毛利率	51.59%	43.20%	45.18%	46.08%	51.59%

资料来源：公司招股说明书，HTI

4.3 估值

随着石化行业炼化一体化趋势加深，整体航运需求不断增加。但是在供给端，行业运力的扩增面临高壁垒、严监管的环境，相比之下龙头企业更具优势，这也使得兴通股份的市场份额稳步攀升。我们认为，2023 年公司的业绩驱动主要为：1) 22H2，公司投入运营的 3 艘内贸化学品船（共 47341 载重吨），将带来 23 年全年的业绩释放；2) 中船万邦并表；3) 外贸化学品船“兴通海豚”于 2023 年 1 月投产；4) 2 艘外贸化学品船有望在 23Q3 投入运营。此外，LPG 运输及国际线的开辟或将逐渐成为公司未来新的业绩增长点。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.07/1.71/2.32 元，参考可比公司估值，给予公司 2023E 25x PE，对应合理目标价为 42.75 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 11 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
601975	招商南油	0.06	0.30	0.53	72.8	14.7	8.3
001205	盛航股份	0.76	0.99	1.49	32.7	25.1	16.7
600026	中远海能	-1.04	0.31	0.94	-15.1	51.3	16.6
	均值	-0.07	0.53	0.99	30.2	30.4	13.9
603209	兴通股份	1.00	1.13	1.72	36.5	32.1	21.2

注：收盘价为 2023 年 3 月 11 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，HTI

5. 风险提示

宏观经济下行，运力调控政策风险，安全生产性风险，新增运力不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	567	729	1,117	1,465
每股收益	1.00	1.07	1.71	2.32	营业成本	274	414	612	790
每股净资产	5.80	10.22	11.93	14.25	毛利率%	51.6%	43.2%	45.2%	46.1%
每股经营现金流	2.12	1.51	2.04	2.83	营业税金及附加	1	1	2	2
					营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	4	6	9	11
P/E	36.55	33.98	21.27	15.70	营业费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	6.27	3.56	3.05	2.55	管理费用	25	34	53	68
P/S	9.63	9.98	6.51	4.97	管理费用率%	4.4%	4.6%	4.7%	4.6%
EV/EBITDA	0.23	18.28	11.63	8.39	EBIT	277	285	459	618
	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	11	10	12	14
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.0%	1.4%	1.1%	1.0%
毛利率	51.6%	43.2%	45.2%	46.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	35.1%	29.4%	30.6%	31.6%	投资收益	1	9	8	12
净资产收益率	22.9%	10.5%	14.3%	16.3%	营业利润	268	285	456	618
资产回报率	15.8%	8.4%	11.5%	13.1%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	17.5%	8.9%	12.3%	14.0%	利润总额	266	285	456	618
盈利增长 (%)					EBITDA	327	344	530	704
营业收入增长率	46.7%	28.7%	53.1%	31.1%	所得税	67	71	114	154
EBIT 增长率	60.4%	3.0%	60.7%	34.8%	有效所得税率%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	61.2%	7.5%	59.7%	35.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	199	214	342	463
资产负债率	30.8%	19.8%	20.0%	19.5%					
流动比率	2.10	6.61	6.39	6.60	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.94	6.46	6.24	6.45	货币资金	238	1,347	1,520	1,831
现金比率	1.54	6.03	5.70	5.91	应收账款及应收票据	44	76	115	129
经营效率指标					存货	11	17	24	29
应收帐款周转天数	23.44	25.00	26.31	25.40	其它流动资产	30	35	43	56
存货周转天数	11.98	12.30	12.18	12.19	流动资产合计	324	1,476	1,703	2,045
总资产周转率	0.49	0.38	0.40	0.45	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.81	0.91	1.16	1.27	固定资产	735	867	1,055	1,249
					在建工程	171	181	201	221
					无形资产	1	1	1	1
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	933	1,074	1,283	1,497
净利润	199	214	342	463	资产总计	1,257	2,550	2,986	3,542
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	10	7	4	0
非现金支出	50	59	72	86	应付票据及应付账款	32	53	78	89
非经营收益	13	0	3	0	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	56	28	-8	16	其它流动负债	113	163	185	220
经营活动现金流	318	301	409	566	流动负债合计	155	223	267	310
资产	-231	-198	-279	-298	长期借款	231	281	331	381
投资	1	0	0	0	其它长期负债	1	1	1	1
其他	0	9	8	12	非流动负债合计	232	282	332	382
投资活动现金流	-229	-190	-270	-286	负债总计	387	505	599	692
债权募资	-3	48	47	46	实收资本	150	200	200	200
股权募资	0	990	0	0	归属于母公司所有者权益	871	2,045	2,387	2,850
其他	-29	-40	-12	-14	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	-32	998	34	32	负债和所有者权益合计	1,257	2,550	2,986	3,542
现金净流量	57	1,109	173	311					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司招股说明书 (2021), HTI

APPENDIX 1**Summary**

Leading enterprise in bulk liquid chemicals coastal shipping industry in China: Xingtong Shipping mainly engages in the sea transport business of bulk liquid dangerous goods along the coast of China, with transportation of chemicals and liquefied petroleum (LPG) as the main business and refined oil products as a supplement. In addition, the company steadily promotes the strategic development layout of "1 +2 +1", taking the domestic coastal liquid dangerous goods transportation as the main line, developing new energy transportation and participating in international shipping as the two channels, with the help of a digital platform to transform and upgrade to an integrated service provider of the chemical supply chain.

The Company ranked first in the evaluation, and its transport capacity has increased steadily: Since 2012, the Company has acquired a cumulative of 95,500 deadweight tons of new transport capacity for chemical carriers, accounting for 22.32% of the new transport capacity in the market during the same period, ranking first in the industry. Since 2019, the Ministry of Transport has conducted five comprehensive evaluations on the new transport capacity of hazardous chemical carriers, and the Company acquired new transport capacity with the first ranking in all the evaluations. The proportion of the transport capacity of the Company's chemical carriers in the total market transport capacity increased from 4.61% at the end of 2018 to 12.48% at the end of 2022, taking the leading position in China. We believe that Xingtong Shipping is expected to continue to expand its shipping capacity while consolidating its leading position with its competitive advantages with the support of industry leader policies.

Earnings forecasts and valuation: We forecast the company's FY22-24E EPS of Rmb1.07/Rmb1.71/Rmb2.32, respectively. Given the valuation of comparable companies, we assign 25x 2023E PE to the company to generate the target price of Rmb42.75. Initiate with "Outperform" rating.

Risks: Macroeconomy downturn, policy risk of transport capacity regulation, safety and production risk, and new transport capacity is weaker than expected, etc.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，虞楠，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Nan Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，罗月江，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yuejiang Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

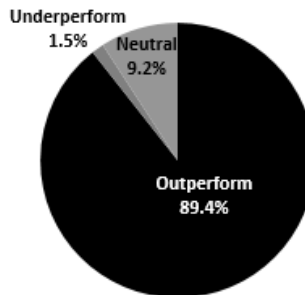
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

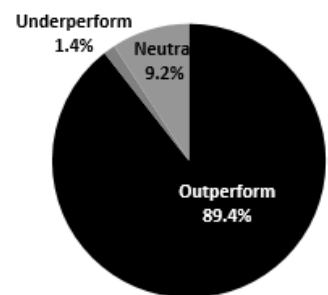
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution

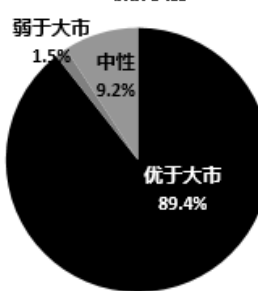
Most Recent Full Quarter



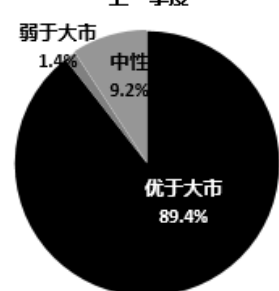
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2022 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商(包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司(「ESG 方」))从其认为可靠的来源获取信息(「信息」),ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性,并明确表示不作出任何明示或默示的担保,包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用,不得以任何形式复制或重新传播,并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外,信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券,或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害,ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任,也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿(包括利润损失)承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司(以下简称“本公司”)基于合法取得的公开信息评估而成,本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考,并不构成对任何个人或机构投资建议,也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户,收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断,盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明,本数据(如财务业绩数据等)仅代表过往表现,过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有,本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权,任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的,不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等,否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的,由用户承担相应的赔偿责任,盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定,而盟浪网站平台载明的其他协议内容(如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务(含认证)协议》《盟浪网隐私政策》等)有约定的,则按其他协议的约定执行;若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的,则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司(“HTISGL”)的全资附属公司海通国际研究有限公司(“HTIRL”)发行,该公司是根据香港证券及期货条例(第 571 章)持有第 4 类受规管活动(就证券提供意见)的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”)的协助下发行,HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研

究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问

题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61(1)条, 第 17-11(1)条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
