

兴通股份 (603209.SH)

成长逐步兑现，看好新运力、新业务放量

买入

核心观点

兴通股份披露 2022 年年报、2023 年一季报。2022 全年，公司实现营业收入 7.85 亿元，同比增长 38.44%，实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 3.60%，实现扣非净利润 1.97 亿元，同比增长 5.17%。公司计划每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。2023 年一季度，公司实现营收利润的大幅增长，其中实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 89.74%，实现归母净利润 7701 万元，同比增长 57.32%，实现扣非净利润 7640 万元，同比增长 61.23%。

化学品船产能建设顺利，为后续成长提供持续增量。2022 全年公司产能建设顺利，新增 6 艘化学品船与 2 艘 LPG 船，全年新增内贸化学品船运力达到 4.61 万载重吨。此外，公司竞得上海中船重工万邦航运有限公司 51% 股权，中船万邦拥有 6 艘化学品船，经营内外贸/台海航线，总运力达 4.1 万载重吨。公司 2022 年末已拥有运力超过 26 万载重吨。公司 22 年新增运力大部分在下半年投用，为 2023 年的成长打下坚实基础。**2023 年，公司化学品船发展重心将放向海外，预计全年将有 9.8 万载重吨化学品船投入国际航运市场。**

市占率持续扩张，居于全国领先。截止 2022 年末，全国沿海省际化学品船市场共有运力 298 艘、139.9 万载重吨，公司化学品总运力达到 23.97 万载重吨，市占率 12.1%，处于领先。按照运输总量统计，公司市占率达到 13.37%，体现出由于同行的周转能力与客户质量。

毛利率略有下降，主要为收入结构影响所致。2022 全年，公司化学品运输毛利率 47.77%，同比 21 年减少 4.56 个百分点；成品油运输毛利率 23.32%，同比上年较少 25.19 个百分点；公司新开辟的 LPG 运输业务毛利率 38.58%。我们认为去年油价大涨一定程度上影响了公司自有船舶的盈利能力，同时外租船亦对综合毛利率有所影响。2023 年一季度，公司毛利率亦同比下降 7 个百分点，但我们认为随着公司当前逐步开展化学品外贸运输与 LPG 运输，叠加外延并购战略的逐步实施，综合毛利率所涵盖的口径将会愈发复杂。我们 1Q2023 毛利率的下滑主要是基于外贸等新业务的拓展，稀释了高毛利的业务所致。

风险提示：宏观需求低于预期；公司管理整合进度低于预期。

投资建议：公司稳步推进“1+2+1”战略，不断成长为国内内外贸化学品船运行业的领军企业，我们预计公司未来运力将会稳步成长，同时通过自身的稳健经营，做到内外贸业务综合实力的提升，逐步兑现自身成长逻辑。我们考虑 2023 年全球不太确定的宏观需求，将公司 2023-24 年盈利预测由 3.4/4.6 亿元下调至 3.2/4.5 亿，新增 2025 年盈利预测 5.6 亿元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	567	785	1,312	1,824	2,277
(+/-%)	46.7%	38.4%	67.1%	39.0%	24.8%
净利润(百万元)	199	206	318.80	452.01	557.93
(+/-%)	61.2%	3.6%	54.6%	41.8%	23.4%
每股收益(元)	1.33	1.03	1.59	2.26	2.79
EBIT Margin	46.3%	35.7%	32.0%	33.3%	33.5%
净资产收益率 (ROE)	22.9%	10.1%	14.1%	17.2%	18.3%
市盈率 (PE)	87.7	112.8	73.0	51.5	41.7
EV/EBITDA	57.9	71.2	42.4	31.5	26.1
市净率 (PB)	20.05	11.44	10.29	8.87	7.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航运港口

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		34.40 元
总市值/流通市值		6880/3578 百万元
52 周最高价/最低价		41.84/18.86 元
近 3 个月日均成交额		43.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

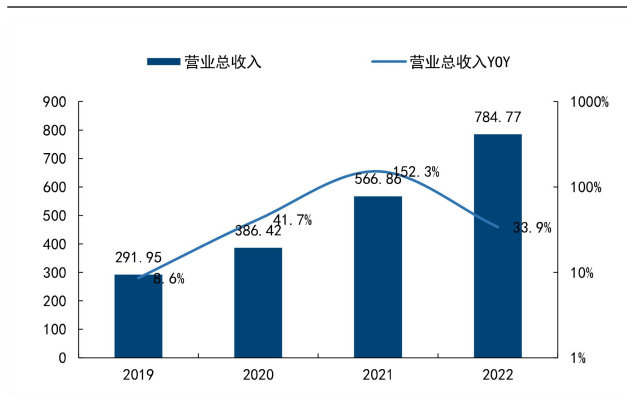
相关研究报告

- 《兴通股份 (603209.SH) -LPG 业务有望放量，外贸化学品运力持续加码》——2022-11-17
- 《兴通股份 (603209.SH) -运力扩张正式开启，财务数据改善可期》——2022-10-30
- 《兴通股份 (603209.SH) -沿海液货危险品水运龙头，运力扩张有望释放利润弹性》——2022-10-18
- 《兴通股份 (603209.SH) -沿海液货危险品水运龙头，运力扩张有望释放利润弹性》——2022-10-14

兴通股份披露 2022 年年报、2023 年一季报。2022 全年，公司实现营业收入 7.85 亿元，同比增长 38.44%，实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 3.60%，实现扣非净利润 1.97 亿元，同比增长 5.17%。公司计划每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

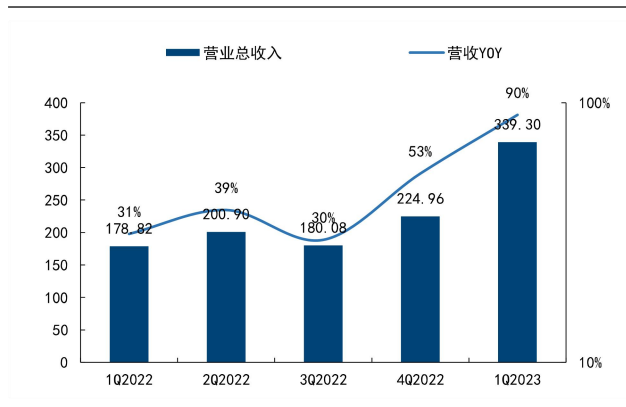
2023 年一季度，公司实现营收利润的大幅增长，其中实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 89.74%，实现归母净利润 7701 万元，同比增长 57.32%，实现扣非净利润 7640 万元，同比增长 61.23%。

图1：兴通股份营业收入及增速（单位：百万、%）



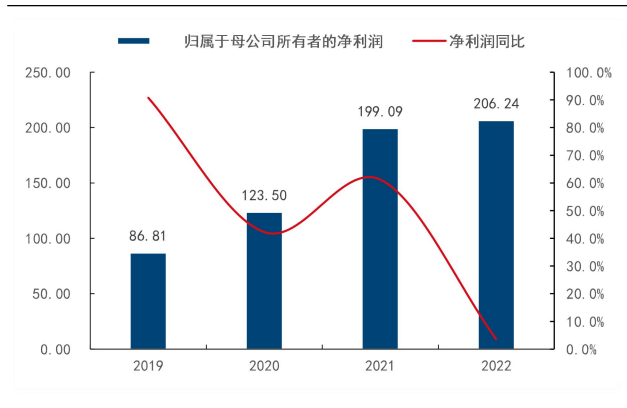
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：兴通股份单季营业收入及增速（单位：百万、%）



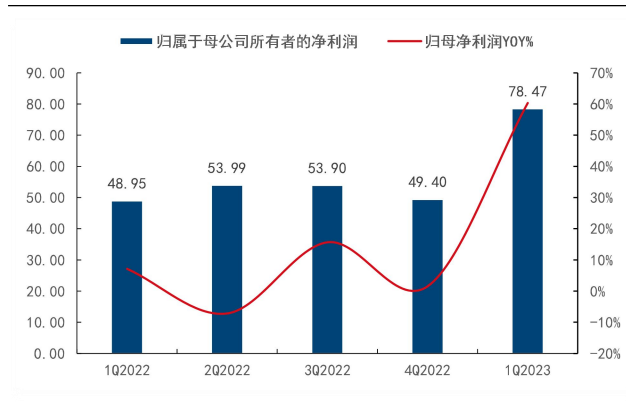
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：兴通股份归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：兴通股份单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

化学品船产能建设顺利，为后续成长提供持续增量。2022 全年公司产能建设顺利，新增 6 艘化学品船与 2 艘 LPG 船，全年新增内贸化学品船运力达到 4.61 万载重吨。此外，公司竞得上海中船重工万邦航运有限公司 51% 股权，中船万邦拥有 6 艘化学品船，经营内外贸/台海航线，总运力达 4.1 万载重吨。公司 2022 年末已拥有运力超过 26 万载重吨。公司 22 年新增运力大部分在下半年投用，为 2023 年的成长打下坚实基础。2023 年，公司化学品船发展重心将放向海外，预计全年将有 9.8 万载重吨化学品船投入国际航运市场。

市占率持续扩张，居于全国领先。截止 2022 年末，全国沿海省际化学品船市场共有运力 298 艘、139.9 万载重吨，公司化学品总运力达到 23.97 万载重吨，市占率 12.1%，处于领先。按照运输总量统计，公司市占率达到 13.37%，体现出由于同行的周转能力与客户质量。国内沿海化学品船市场供给方面受到交通运输部的严格管理，我们认为公司拥有国内头部炼厂的客户资源，同时在经验、管理、运营、服务方面都具备竞争优势，未来在资源获取上有望持续扩大市场份额。

毛利率略有下降，主要为收入结构影响所致。2022 全年，公司化学品运输毛利率 47.77%，同比 21 年减少 4.56 个百分点；成品油运输毛利率 23.32%，同比上年较少 25.19 个百分点；公司新开辟的 LPG 运输业务毛利率 38.58%。我们认为去年油价大涨一定程度上影响了公司自有船舶的盈利能力，同时外租船亦对综合毛利率有所影响。

2023 年一季度，公司毛利率亦同比下降 7 个百分点，但我们认为随着公司当前逐步开展化学品外贸运输与 LPG 运输，叠加外延并购战略的逐步实施，综合毛利率所涵盖的口径将会愈发复杂。我们 1Q2023 毛利率的下滑主要是基于外贸等新业务的拓展，稀释了高毛利的业务所致。

投资建议：公司稳步推进“1+2+1”战略，不断成长为国内内外贸化学品船运行业的领军企业，我们预计公司未来运力将会稳步成长，同时通过自身的稳健经营，做到内外贸业务综合实力的提升，逐步兑现自身成长逻辑。我们考虑 2023 年全球不太确定的宏观需求，将公司 2023-24 年盈利预测由 3.4/4.6 亿元下调至 3.2/4.5 亿，新增 2025 年盈利预测 5.6 亿元，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	238	555	1027	1284	1588	营业收入	567	785	1312	1824	2277
应收款项	49	138	169	238	331	营业成本	274	458	813	1112	1382
存货净额	11	32	38	58	79	营业税金及附加	1	1	3	4	5
其他流动资产	26	190	180	259	396	销售费用	4	7	10	14	17
流动资产合计	324	1043	1415	1838	2393	管理费用	25	39	66	87	110
固定资产	906	1618	1661	1784	1792	财务费用	11	10	13	18	23
无形资产及其他	1	1	1	101	201	投资收益	1	7	20	15	15
投资性房地产	26	280	280	280	280	资产减值及公允价值变动	0	2	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	15	4	0	0	0
资产总计	1257	2941	3356	4003	4665	营业利润	268	283	425	603	754
短期借款及交易性金融负债	84	199	262	365	455	营业外净收支	(2)	(7)	0	0	0
应付款项	32	70	108	193	246	利润总额	266	276	425	603	754
其他流动负债	39	54	110	156	198	所得税费用	67	70	106	151	196
流动负债合计	155	323	481	714	899	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	231	584	614	664	714	归属于母公司净利润	199	206	319	452	558
其他长期负债	1	0	0	0	1	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	232	584	614	664	716	净利润	199	206	319	452	558
负债合计	387	907	1095	1378	1615	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	45	60	156	175	192
股东权益	871	2034	2261	2625	3050	公允价值变动损失	0	(2)	1	1	1
负债和股东权益总计	1257	2941	3356	4003	4665	财务费用	11	10	13	18	23
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	10	(475)	67	(36)	(155)
每股收益	1.33	1.03	1.59	2.26	2.79	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.09	0.24	0.46	0.44	0.66	经营活动现金流	255	(212)	542	593	596
每股净资产	5.80	10.17	11.31	13.12	15.25	资本开支	0	(773)	(200)	(400)	(300)
ROIC	18%	11%	13%	19%	21%	其它投资现金流	0	(128)	128	0	0
ROE	23%	10%	14%	17%	18%	投资活动现金流	0	(901)	(72)	(400)	(300)
毛利率	52%	42%	38%	39%	39%	权益性融资	0	1008	0	0	0
EBIT Margin	46%	36%	32%	33%	34%	负债净变化	(7)	353	30	50	50
EBITDA Margin	54%	43%	44%	43%	42%	支付股利、利息	(14)	(47)	(91)	(88)	(133)
收入增长	47%	38%	67%	39%	25%	其它融资现金流	(145)	(188)	63	102	91
净利润增长率	61%	4%	55%	42%	23%	融资活动现金流	(187)	1430	2	64	8
资产负债率	31%	31%	33%	34%	35%	现金净变动	68	317	472	257	304
息率	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	171	238	555	1027	1284
P/E	87.7	112.8	73.0	51.5	41.7	货币资金的期末余额	238	555	1027	1284	1588
P/B	20.0	11.4	10.3	8.9	7.6	企业自由现金流	0	(980)	337	195	301
EV/EBITDA	57.9	71.2	42.4	31.5	26.1	权益自由现金流	0	(816)	421	333	425

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032