

兴通股份 (603209.SH)

下游化工景气磨底、高质量资产与运营推动高增长，看好今年毛利率提升

2023年4月25日

增持 (维持)

市场数据

日期	2023-4-24
收盘价(元)	34.40
总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	104
净资产(百万元)	2034
总资产(百万元)	2941
每股净资产(元)	10.17

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

分析师:

王凯

wangkai21@xyzq.com.cn

S0190521090002

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

投资要点

事件: 兴通股份公告 2022 年年报及 2023 年一季报。

- **兴通股份 2022 年业绩稳健增长。**2022 年公司实现营业收入为 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%。分季度业绩拆分, 2022 年 Q1-Q4 公司分别实现营业收入 1.79/2.01/1.80/2.25 亿元, 对应同比增速为 31.2%/38.6%/29.6%/53.1%; 归母净利润分别为 0.49/0.54/0.54/0.49 亿元, 对应同比变动+7.2%/-6.9%/+15.7%/+0.6%。
- **2023 年第一季度业绩同比高速增长。**2023 年第一季度, 公司实现营收 3.39 亿元, 同比增长 89.74%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 57.32%。

点评:

- **全年来看, 收入高增, 业务结构变动及短期因素扰动毛利率, 看好今年毛利率修复。**分业务来看, 2022 年公司化学品运输收入为 5.64 亿元, 同比增长 23.61%; 毛利率为 47.77%, 同比减少 4.56pct。成品油运输收入为 1.83 亿元, 同比增长 65.18%; 毛利率为 23.32%, 同比减少 25.19pct。LPG 运输收入为 0.38 亿元, 毛利率为 38.58%。整体来看, 2022 年公司水上运输业务毛利率为 41.63%, 同比减少 9.95pct, 主要由于外租船舶收入增加拉低综合毛利率、2022 上半年燃油成本上涨及疫情期间船员工资上涨, 并未完全反映公司内贸经营能力。我们认为公司经营稳健, 油价、疫情等为短期扰动因素, 员工工资上涨为常态化趋势, 预计今年随着宏观环境向好和油价进一步回落, 叠加公司通过光租子公司船舶的方式降低税收成本、减轻员工工资上涨常态化趋势带来的不利影响, 毛利率有望得到修复。
- **1 季度看, 公司归母净利高增长, 在下游行业景气磨底的情况下公司受影响程度可控, 凸显经营韧性。**尽管今年开年以来炼厂开工率略有不足, 但公司凭借高质量客户结构、高质量船舶运力与高质量安全运营能力, 23Q1 实现归母净利润同比增加 57.32%, 展现公司区别于行业的竞争优势。
- **优质船舶产能持续扩张。**公司主要经营化学品、成品油的水上运输业务, 船舶具备高端化、大型化优势, 以短途、毛利高的航线为主导。2022 年内, 公司新增 4.61 万载重吨内贸化学品运力, 截至 2022 年底拥有各类散装液体危险货物船舶共计 21 艘, 总运力达 25.95 万载重吨。其中, 公司拥有化学品船舶 16 艘、运力 19.45 万载重吨。公司作为行业龙头, 在核心资产、客户资源和安全管理能力等方面具有优势, 通过交通运输部运力审批及外延并购持续扩张优质产能, 进一步推动公司市占率提升至 12.10%。

- **抓住国际化业务布局机遇，业务空间广阔。**在顺应我国化工产业链走出去的趋势下，公司作为化工产业链配套航运物流，抓住外贸机遇，开启国际化学品运输业务。2022年以来，公司通过在中国香港、新加坡设立子公司和购置外贸化学品船舶等方式，积极布局国际散装液体化学品水上运输市场。2022年12月，公司不锈钢化学品船“XT PIONEER”投入运营，另有“XT HONESTY”等5艘国际船舶共计9.8万载重吨将于2023年陆续投入运营。预计随着公司扩大外贸化学品船舶运力规模，不断深化与国内外客户的交流合作，提高公司在国际化学品运输市场的竞争力，公司国际运输业务增长可期。
- **募资增投高回报率船舶储备运力，内外贸客户、网络、资产高效联动可期。**公司于2023年3月公告2023年度定增预案，拟募集资金总额不超过11.24亿元，资金用于不锈钢化学品船舶购建项目（6.49亿元）、LPG船舶购建项目（1.75亿元）及补充流动资金（3亿元）。从回报率来看，化学品船舶项目预计税后内部收益率为13.18%，LPG船舶项目预计税后内部收益率为11.80%。公司未明确新增化学品船舶用于内贸还是外贸，我们预计外贸客户、网络、资产有望高效联动，内外贸共同经营，船舶调动较为灵活。
- **第二成长曲线清洁能源LPG业务创造新的利润增长点。**预计未来在沿海炼化新增产能项目投产带动下，液化气运输需求将持续增加。公司把握LPG运输前景，2艘3700立方LPG船于一季度顺利投产，并收购深圳中远龙鹏液化气运输有限公司15%股权扩张规模。目前LPG市场头部集中并未形成，公司积极打造LPG运输作为第二增长曲线，运力评审和推进优质项目并购将创造新的利润增长点，进一步提高公司市占率。
- **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为3.4/4.6/5.6亿元，对应2023-2025年EPS为1.68/2.29/2.81元，以公司2023年4月24日收盘价计算，对应2023-2025年PE为20.4/15.0/12.2倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1) 运输经营风险。2) 行业竞争加剧。3) 燃油成本扰动利润

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	785	1257	1733	2252
同比增长	38.4%	60.1%	37.9%	30.0%
归母净利润(百万元)	206	336	457	562
同比增长	3.6%	63.1%	36.0%	22.9%
毛利率	41.6%	42.7%	42.0%	40.0%
ROE	10.1%	14.2%	16.2%	16.7%
每股收益(元)	1.03	1.68	2.29	2.81
市盈率	33.4	20.4	15.0	12.2

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1043	1100	1292	1766
货币资金	555	745	827	1209
交易性金融资产	124	62	72	78
应收票据及应收账款	130	137	204	258
预付款项	2	3	5	6
存货	32	33	46	65
其他	200	120	137	151
非流动资产	1898	2340	2867	3234
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1450	2061	2602	2999
在建工程	168	84	42	21
无形资产	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11
其他	268	183	211	202
资产总计	2941	3440	4159	5001
流动负债	323	276	332	385
短期借款	0	3	2	3
应付票据及应付账款	70	100.94	144.73	192.92
其他	253	172	185	190
非流动负债	584	790	1009	1246
长期借款	584	790	1009	1246
其他	0	0	0	0
负债合计	907	1066	1341	1631
股本	200	200	200	200
资本公积	1332	1332	1332	1332
未分配利润	451	762	1166	1668
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2034	2374	2818	3369
负债及权益合计	2941	3440	4159	5001

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	206	336	457	562
折旧和摊销	67	73	100	124
资产减值准备	0	0	0	0
资产处置损失	-2	0	0	0
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	18	11	14	16
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-33	84	-53	-39
经营活动产生现金流量	249	585	491	673
投资活动产生现金流量	-1339	-534	-610	-505
融资活动产生现金流量	1420	139	202	214
现金净变动	327	189	83	381
现金的期初余额	228	555	745	827
现金的期末余额	554	745	827	1209

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	785	1257	1733	2252
营业成本	458	721	1004	1351
税金及附加	1	2	3	4
销售费用	7	11	14	18
管理费用	39	60	83	108
研发费用	2	1	1	1
财务费用	10	11	14	16
其他收益	8	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	283	451	613	753
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	276	451	613	753
所得税	70	114	155	191
净利润	206	336	457	562
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	206	336	457	562
EPS(元)	1.03	1.68	2.29	2.81

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	38.4%	60.1%	37.9%	30.0%
营业利润增长率	5.9%	59.1%	35.9%	22.9%
归母净利润增长率	3.6%	63.1%	36.0%	22.9%
盈利能力				
毛利率	41.6%	42.7%	42.0%	40.0%
归母净利率	26.3%	26.8%	26.4%	25.0%
ROE	10.1%	14.2%	16.2%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	30.8%	31.0%	32.2%	32.6%
流动比率	3.23	3.98	3.89	4.59
速动比率	3.13	3.86	3.75	4.42
营运能力				
资产周转率	37.4%	39.4%	45.6%	49.2%
应收帐款周转率	1137%	1035%	1018%	975%
存货周转率	2136%	2209%	2515%	2418%
每股资料(元)				
每股收益	1.03	1.68	2.29	2.81
每股经营现金	1.25	2.92	2.46	3.36
每股净资产	10.17	11.87	14.09	16.85
估值比率(倍)				
PE	33.4	20.4	15.0	12.2
PB	3.4	2.9	2.4	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyq.com.cn