

# 盛航股份 (001205)

## 龙头扩份额兑现，业绩高增长来临

### 收购同行运力，业务高增长

2011-2020 年，盛航股份运力规模扩张 10 倍，主要来自收购同行运力。2021 年上市融资后，盛航股份加快运力扩张节奏，陆续购置二手船，我们预计 2022 年盛航股份的液货危险品船有望达到 29 艘，运力规模较 2020 年增长近 1 倍；公司预计 2023 年内贸船将增加 4-6 艘，外贸船增加 4 艘左右；公司预计 2025 年内贸船将达到 50 艘，2026 年外贸船有望达到 18-20 艘。运力持续大幅扩张，有望带动内外贸航运业务持续高增长。

### 炼化产能扩张，运量持续增长

内贸液货危险品运输需求有望持续增长。一是经济持续增长带动化学品、液化气等消费需求增长，运量有望随之增长。二是国内新增炼化产能陆续投产，国产液货危险品替代进口产品，内贸运输需求增长。2017-21 年沿海化学品运量年化增速 8.9%，液化气为 16%。三是全球炼厂产能向中国集中，2021 年份额达到 16.2%，未来出口运输需求有望大幅增长。

### 安全监管严格，公司高盈利

液货危险品航运受到严格监管。交通部每年根据市场供求状况，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力。2017-21 年，沿海省际化学品船运力年化增速 5%；液化气船运力年化增速 2.2%，都明显低于海运量增速。运力紧缺导致船舶高盈利，2021 年盛航股份和兴通股份的化学品船运输毛利率分别高达 39% 和 52%。运力供给趋紧导致盛航股份和兴通股份的净利率都呈上升趋势。

### 盈利有望高增长，估值在历史低位

盛航股份 2022 年大量收购二手船，有望带动 2022-23 年盈利高增长。2023-25 年继续扩张运力，盈利有望持续较快增长。上调 2022-24 年预测归母净利润至 1.82、2.86、3.98 亿元（原预测 2022-23 年为 1.72、2.29 亿元）。当前股价对应 2023 年天风交运预期 PE 为 15 倍，低于 2021 年底时天风交运预期 2022 年 PE 17 倍。根据超额利润贴现法和可比公司 2023 年平均 PE，上调目标价至 38.52 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**沿海危化品航运准入门槛下降，化工产品产量波动风险，危化品运输出现安全事故，燃油价格大幅上涨，测算具有主观性仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	480.02	612.71	910.59	1,417.89	1,993.64
增长率(%)	25.54	27.64	48.62	55.71	40.61
EBITDA(百万元)	224.42	241.73	344.34	533.44	730.75
归属母公司净利润(百万元)	111.82	129.96	182.49	285.57	398.18
增长率(%)	85.27	16.23	40.42	56.49	39.43
EPS(元/股)	0.65	0.76	1.07	1.67	2.33
市盈率(P/E)	37.57	32.33	23.02	14.71	10.55
市净率(P/B)	5.69	3.20	2.79	2.40	2.00
市销率(P/S)	8.75	6.86	4.61	2.96	2.11
EV/EBITDA	0.00	11.71	14.06	9.93	7.93

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航运港口
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.56 元
目标价格	38.52 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	171.06
流通 A 股股本(百万股)	116.66
A 股总市值(百万元)	4,201.27
流通 A 股市值(百万元)	2,865.29
每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	44.25
一年内最高/最低(元)	41.80/15.50

### 作者

**陈金海** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521060001  
chenjinhai@tfzq.com

### 股价走势



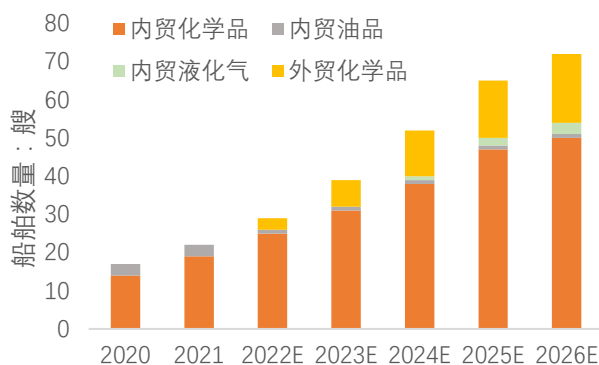
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《盛航股份-年报点评报告:船队快速扩张，业绩有望高增长》 2022-03-11
- 《盛航股份-公司专题研究:成长空间：提份额、扩品类、拓区域》 2022-01-21
- 《盛航股份-首次覆盖报告:行业高门槛，公司高成长》 2021-12-28

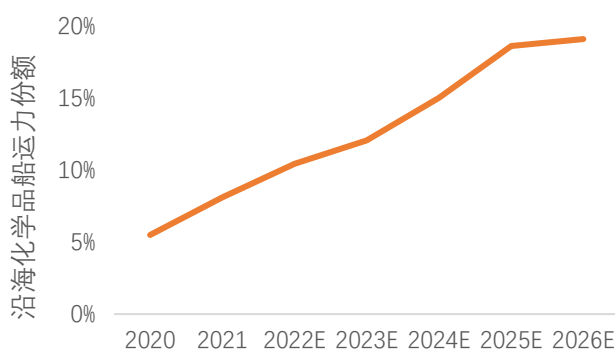
## 附录

图 1：盛航股份的船舶数量有望持续较快增长



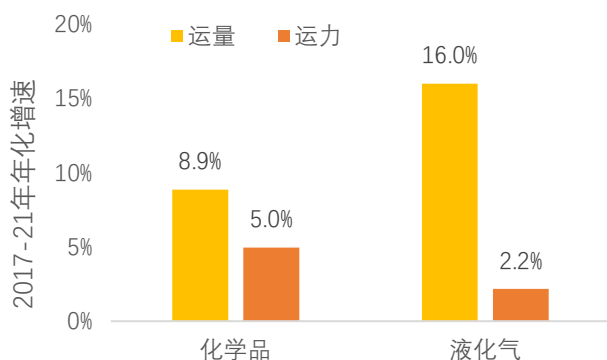
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：盛航股份的沿海化学品船运力份额有望持续上升



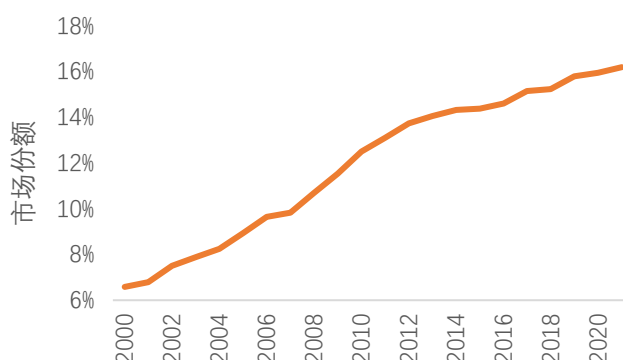
资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

图 3：沿海化学品和液化气海运量较快增长，而运力低增长



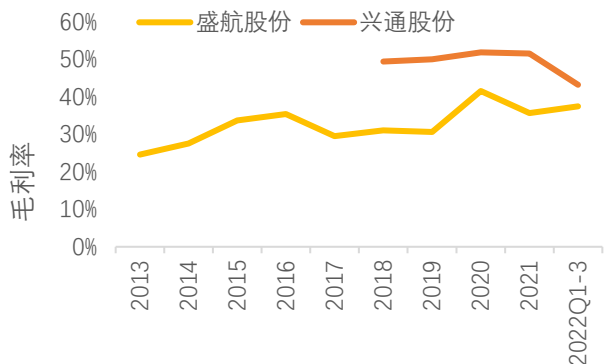
资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

图 4：中国石油炼化产能在全球的份额持续上升



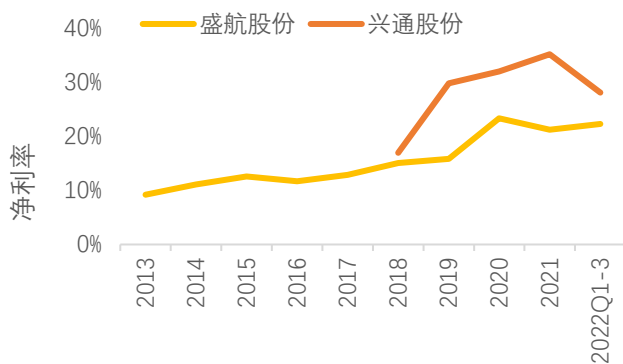
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：盛航股份和兴通股份的毛利率较高



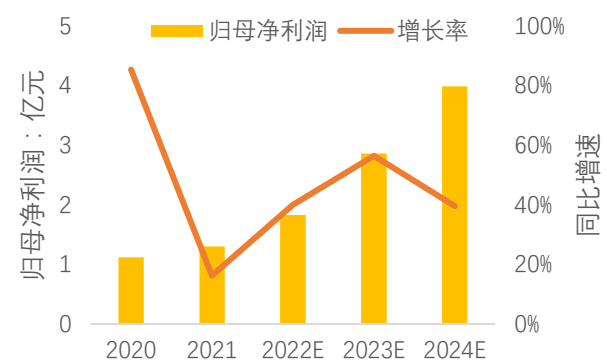
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：盛航股份和兴通股份的净利率呈上升趋势



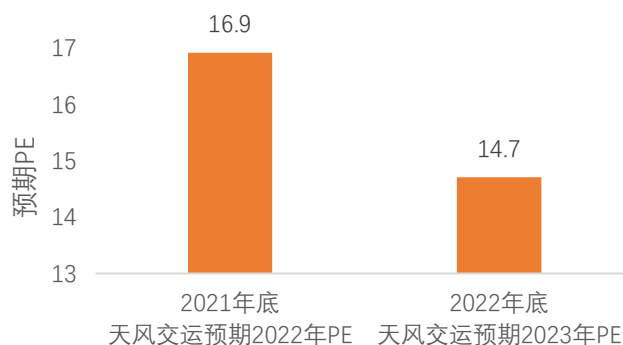
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：盛航股份的归母净利润有望持续高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：当下 2023 年预期 PE，已经低于 2021 年底预期 2022 年 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合超额利润贴现估值法和可比公司 2023 年预期平均 PE, 给予盛航股份目标价 38.52 元。

根据超额利润贴现估值, 盛航股份的每股合理价值为 42.60 元。危化品航运的景气度高, 盛航股份盈利能力强, ROE 超过股权融资成本, 因此适合用超额利润贴现估值。

表 1: 盛航股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.49%
风险溢价	5%	近 5 年沪深 300 指数平均收益 9.7%, 沪深指数平均收益率为 4.3%
贝塔	1	盛航股份作为新股贝塔偏高, 同行业上市较早的中远海能和招商轮船贝塔在 1 左右。因此预期盛航股份未来趋向 1
半显性期增长率	8%	加大沿海液化气船、低碳燃料运输船等市场布局, 拓展危化品公路运输和仓储业务
永续增长率	2%	经济增速放缓, 运输需求增长放缓

资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据估值模型, 盛航股份的超额利润预测及贴现值如表 2。

表 2: 盛航股份的超额利润与贴现值

单位: 亿元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	终值
超额利润	0.55	1.36	2.19	2.90	3.13	3.38	3.65	3.94	4.26	4.60	4.96	5.36	84.14
贴现	0.55	1.25	1.86	2.26	2.25	2.24	2.23	2.22	2.21	2.20	2.19	2.18	34.22
权益价值													57.88

资料来源: Wind, 天风证券研究所

选择兴通股份、密尔克卫和宏川智慧作为可比公司。根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE, 给予盛航股份 20.63 倍目标 PE, 因此每股合理价值为 34.44 元。

表 3: 盛航股份的可比公司每股收益 Wind 一致预期和估值

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)				PE		
		20221221	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
603209.SH	兴通股份	32.7	1.17	1.71	2.24	27.83	19.18	14.62	
603713.SH	密尔克卫	116.64	3.96	5.34	7.03	29.42	21.82	16.60	
002930.SZ	宏川智慧	19.03	0.64	0.91	1.18	29.79	20.89	16.17	
	平均					29.01	20.63	15.80	
001205.SZ	盛航股份	24.56	1.07	1.67	2.33	23.02	14.71	10.55	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	26.07	75.64	72.85	113.43	159.49
应收票据及应收账款	76.75	90.85	158.23	229.62	315.73
预付账款	5.32	13.08	15.04	29.20	33.82
存货	31.78	30.31	64.61	84.71	127.96
其他	34.90	130.46	152.02	182.63	211.75
<b>流动资产合计</b>	<b>174.82</b>	<b>340.34</b>	<b>462.76</b>	<b>639.59</b>	<b>848.74</b>
长期股权投资	0.00	4.76	4.76	4.76	4.76
固定资产	782.78	736.80	1,729.13	2,506.38	3,220.67
在建工程	0.00	470.95	268.38	234.19	217.10
无形资产	0.35	0.25	0.17	0.09	0.01
其他	55.18	234.69	117.21	116.12	111.70
<b>非流动资产合计</b>	<b>838.32</b>	<b>1,447.45</b>	<b>2,119.65</b>	<b>2,861.54</b>	<b>3,554.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,013.14</b>	<b>1,787.79</b>	<b>2,582.41</b>	<b>3,501.13</b>	<b>4,402.98</b>
短期借款	29.18	108.14	511.94	854.03	1,235.66
应付票据及应付账款	21.03	115.71	93.33	235.52	232.85
其他	94.38	124.34	154.01	201.76	236.72
<b>流动负债合计</b>	<b>144.59</b>	<b>348.19</b>	<b>759.29</b>	<b>1,291.31</b>	<b>1,705.23</b>
长期借款	75.24	100.62	279.73	405.68	533.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.27	28.01	40.00	50.00	60.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>130.51</b>	<b>128.63</b>	<b>319.73</b>	<b>455.68</b>	<b>593.98</b>
<b>负债合计</b>	<b>275.10</b>	<b>476.82</b>	<b>1,079.02</b>	<b>1,746.99</b>	<b>2,299.21</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	90.20	120.27	171.06	171.06	171.06
资本公积	339.97	752.88	734.26	734.26	734.26
留存收益	307.87	437.83	598.06	848.81	1,198.44
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>738.04</b>	<b>1,310.98</b>	<b>1,503.39</b>	<b>1,754.14</b>	<b>2,103.76</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,013.14</b>	<b>1,787.79</b>	<b>2,582.41</b>	<b>3,501.13</b>	<b>4,402.98</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	111.82	129.96	182.49	285.57	398.18
折旧摊销	56.17	60.11	110.32	157.03	202.88
财务费用	20.44	14.84	21.05	43.38	63.71
投资损失	0.00	(4.47)	(8.00)	(15.00)	(20.00)
营运资金变动	(55.65)	(222.99)	(11.07)	37.77	(142.38)
其它	33.35	208.46	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>166.12</b>	<b>185.92</b>	<b>294.79</b>	<b>508.75</b>	<b>502.40</b>
资本支出	16.36	513.81	888.01	890.00	890.00
长期投资	0.00	4.76	0.00	0.00	0.00
其他	(102.08)	(1,184.43)	(1,782.64)	(1,778.00)	(1,774.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(85.73)</b>	<b>(665.87)</b>	<b>(894.63)</b>	<b>(888.00)</b>	<b>(884.00)</b>
债权融资	(73.54)	109.42	587.13	454.66	476.21
股权融资	0.00	427.13	9.92	(34.82)	(48.56)
其他	1.55	(5.82)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(71.99)</b>	<b>530.73</b>	<b>597.05</b>	<b>419.83</b>	<b>427.66</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>8.41</b>	<b>50.78</b>	<b>(2.79)</b>	<b>40.58</b>	<b>46.06</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>480.02</b>	<b>612.71</b>	<b>910.59</b>	<b>1,417.89</b>	<b>1,993.64</b>
营业成本	280.35	394.18	602.61	948.00	1,350.21
营业税金及附加	0.81	2.13	2.73	3.54	3.99
销售费用	3.55	4.85	6.37	8.51	9.97
管理费用	25.39	31.74	45.53	56.72	69.78
研发费用	18.82	24.12	27.32	39.70	51.83
财务费用	20.49	14.34	21.05	43.38	63.71
资产/信用减值损失	(1.09)	(1.07)	(1.50)	(2.00)	(2.50)
公允价值变动收益	0.00	0.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	4.47	8.00	15.00	20.00
其他	2.13	(9.00)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>129.57</b>	<b>146.42</b>	<b>211.47</b>	<b>331.04</b>	<b>461.65</b>
营业外收入	0.50	5.02	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.27	0.70	0.80	0.80	0.80
<b>利润总额</b>	<b>129.80</b>	<b>150.74</b>	<b>211.67</b>	<b>331.24</b>	<b>461.85</b>
所得税	17.98	20.78	29.18	45.66	63.67
<b>净利润</b>	<b>111.82</b>	<b>129.96</b>	<b>182.49</b>	<b>285.57</b>	<b>398.18</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>111.82</b>	<b>129.96</b>	<b>182.49</b>	<b>285.57</b>	<b>398.18</b>
每股收益(元)	0.65	0.76	1.07	1.67	2.33

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.54%	27.64%	48.62%	55.71%	40.61%
营业利润	86.11%	13.00%	44.42%	56.54%	39.46%
归属于母公司净利润	85.27%	16.23%	40.42%	56.49%	39.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.60%	35.67%	33.82%	33.14%	32.27%
净利率	23.29%	21.21%	20.04%	20.14%	19.97%
ROE	15.15%	9.91%	12.14%	16.28%	18.93%
ROIC	15.59%	16.59%	16.35%	15.05%	15.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.15%	26.67%	41.78%	49.90%	52.22%
净负债率	20.82%	17.38%	55.80%	73.90%	85.09%
流动比率	1.21	0.98	0.61	0.50	0.50
速动比率	0.99	0.89	0.52	0.43	0.42
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.22	7.31	7.31	7.31	7.31
存货周转率	19.20	19.74	19.19	18.99	18.75
总资产周转率	0.49	0.44	0.42	0.47	0.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.65	0.76	1.07	1.67	2.33
每股经营现金流	0.97	1.09	1.72	2.97	2.94
每股净资产	4.31	7.66	8.79	10.25	12.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.57	32.33	23.02	14.71	10.55
市净率	5.69	3.20	2.79	2.40	2.00
EV/EBITDA	0.00	11.71	14.06	9.93	7.93
EV/EBIT	0.00	15.32	20.69	14.07	10.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com