

盈利能力稳步提升, 估值低位优势明显

投资要点

- **事件:** 盛航股份公布 2022 年年度报告。公司全年实现营收 8.7 亿元, 同比+41.7%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比+30.1%; 实现扣非归母 1.7 亿元, 同比+38.4%。分业务来看, 公司化学品运输实现营收 7.5 亿元, 占比 86.2%, 油品运输实现营收 0.9 亿元, 占比 10.0%, 销售商品实现营收 0.3 亿元, 占比 3.6%。
- **国内沿海省际化学品运输需求保持持续增长, 运价整体保持稳定。**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保持持续增长, 根据交通运输部水运局发布的《2022 年沿海省际货运船舶运力分析报告》, 2022 年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。2022 年, 沿海炼化新增项目投产带动国内散装液体危险货物产能不断增长, 运力调控政策有效控制实际运力投放, 供需基本平衡下运价保持基本稳定。
- **聚焦液货危险品内贸航运领域, 在国内市场具备良好的品牌声誉。**公司拥有十余年聚焦液货危险品内贸航运业务的丰富经验, 为客户提供安全、优质的化学品航运服务, 公司船舶陆续通过了多家国内外大型石化公司及 CDI 的检查认证; 与国内多家等大型石化生产企业形成了良好的长期合作关系, 主营业务得到持续发展, 液体化学品运输收入较上年同期增加 52.5%。
- **公司船舶规模不断扩大, 船舶运力大幅增加。**公司募集资金投资项目“沿海省际液体危险货物船舶购置项目”逐步落地, 且通过自筹资金购置、租赁船舶的投入运营, 报告期内控制的船舶达到 30 艘, 总运力 20.1 万载重吨, 另有在建船舶 3 艘。公司 2022 年全年实现内贸液体化学品水路运量 472.71 万载重吨, 同比增长 19.5%, 在国内沿海散装液体化学品水路运输领域的市场占有率进一步提升。
- **盈利预测与投资建议:** 我们看好在国内沿海化学品运输需求不断增长下, 公司主营业务将持续稳步扩张, 此外随着新增运力顺利投产, 运力规模扩大有助于市占率进一步提升。预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 2.8、3.4、4.1 亿元, EPS 分别为 1.62 元、1.97 元、2.42 元, 对应 PE 分别为 16x、13x、11x。2023 公司 PE 16x, 低估值高成长具备确定性投资机会, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、新增运力获取风险等。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 868.19 | 1158.40 | 1437.11 | 1786.39 |
| 增长率 | 41.70% | 33.43% | 24.06% | 24.30% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 169.08 | 276.73 | 337.69 | 413.79 |
| 增长率 | 30.10% | 63.67% | 22.03% | 22.53% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.99 | 1.62 | 1.97 | 2.42 |
| 净资产收益率 ROE | 11.54% | 15.90% | 16.69% | 17.46% |
| PE | 26 | 16 | 13 | 11 |
| PB | 2.98 | 2.56 | 2.20 | 1.88 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.71 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.17 |
| 52 周内股价区间(元) | 16.56-38.47 |
| 总市值(亿元) | 44.10 |
| 总资产(亿元) | 17.88 |
| 每股净资产(元) | 10.90 |

相关研究

1. 盛航股份(001205): 船舶运力不断增加, 业务规模稳定增长 (2022-08-28)
2. 盛航股份(001205): 22Q1 毛利环比大幅回升, 增长稳健 (2022-04-28)

盈利预测

关键假设：

- 1) 预计公司 2023~2025 化学品运输货运量增速分别为 25%、20%、20%；
- 2) 预计公司 2023~2025 化学品运输单货运量收入分别为 10%、5%、5%；
- 3) 预计公司 2023~2025 化学品运输成本增速为 39.6%、26.2%、26.2%。

表 1：盈利预测

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|---------|---------|---------|
| 收入合计 | 868 | 1,158 | 1,437 | 1,786 |
| YoY | 41.4% | 33.4% | 24.1% | 24.3% |
| 化学品运输收入 | 748.6 | 1,029.4 | 1,297.0 | 1,634.2 |
| YoY | 52.5% | 37.5% | 26.0% | 26.0% |
| 其他收入 | 119.6 | 129.0 | 140.1 | 152.2 |
| YoY | -1.9% | 7.9% | 8.6% | 8.6% |
| 成本合计 | 548 | 742 | 913 | 1,130 |
| YoY | 39% | 35% | 23% | 24% |
| 毛利 | 320 | 417 | 524 | 657 |
| YoY | 47% | 30% | 26% | 25% |
| 毛利率 | 36.9% | 36.0% | 36.5% | 36.8% |
| 货运量(万吨) | 472.7 | 590.9 | 709.1 | 850.9 |
| YoY | 19.6% | 25.0% | 20.0% | 20.0% |
| 单货运量收入(百万元/万吨) | 1.58 | 1.74 | 1.83 | 1.92 |
| YoY | 27.6% | 10.0% | 5.0% | 5.0% |

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

在国内沿海化学品运输需求不断增长下，公司主营业务将稳步扩张，此外随着新增运力顺利投产，运力规模扩大有助于公司市占率进一步提升，预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 2.8、3.4 亿元，对应 PE 为 16、13 倍。我们选取兴通股份、密尔克卫作为可比公司，23 年平均 PE 为 22 倍，公司 PE 为 16 倍，低估值高成长具备确定性投资机会，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 代码 | 证券简称 | 收盘价 | 每股收益 | | | | 市盈率 PE | | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A/E | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A/E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 603209.SH | 兴通股份 | 36.55 | 1.13 | 1.72 | 2.30 | - | 32 | 21 | 16 | - |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 130.41 | 3.97 | 5.37 | 7.02 | - | 32 | 23 | 18 | - |
| 平均 | | | | | | | 32 | 22 | 17 | - |
| 001205.SZ | 盛航股份 | 25.78 | 0.99 | 1.62 | 1.97 | 2.42 | 26 | 16 | 13 | 11 |

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 868.19 | 1158.40 | 1437.11 | 1786.39 | 净利润 | 172.80 | 276.73 | 337.69 | 413.79 |
| 营业成本 | 548.03 | 741.90 | 912.89 | 1129.69 | 折旧与摊销 | 96.87 | 140.99 | 157.76 | 174.52 |
| 营业税金及附加 | 1.51 | 2.69 | 3.05 | 3.91 | 财务费用 | 29.49 | 25.23 | 44.11 | 66.23 |
| 销售费用 | 4.61 | 8.11 | 9.77 | 11.79 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 57.56 | 60.24 | 75.45 | 93.25 | 经营营运资本变动 | -13.45 | 17.29 | 10.18 | -10.21 |
| 财务费用 | 29.49 | 25.23 | 44.11 | 66.23 | 其他 | 40.99 | -1.23 | 1.82 | -0.31 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 326.69 | 459.00 | 551.56 | 644.01 |
| 投资收益 | 2.89 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 资本支出 | -848.86 | -300.00 | -300.00 | -300.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 18.57 | 5.37 | 3.00 | 3.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -830.29 | -294.63 | -297.00 | -297.00 |
| 营业利润 | 199.12 | 323.23 | 394.83 | 484.52 | 短期借款 | 168.45 | 87.81 | -127.23 | -178.31 |
| 其他非经营损益 | 1.70 | 2.33 | 2.45 | 2.29 | 长期借款 | 191.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 200.82 | 325.56 | 397.29 | 486.81 | 股权融资 | 37.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 28.02 | 48.83 | 59.59 | 73.02 | 支付股利 | 0.00 | -33.82 | -55.35 | -67.54 |
| 净利润 | 172.80 | 276.73 | 337.69 | 413.79 | 其他 | 145.17 | -237.48 | -44.11 | -66.23 |
| 少数股东损益 | 3.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 543.27 | -183.48 | -226.68 | -312.08 |
| 归属母公司股东净利润 | 169.08 | 276.73 | 337.69 | 413.79 | 现金流量净额 | 39.57 | -19.11 | 27.87 | 34.93 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 134.95 | 115.84 | 143.71 | 178.64 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 209.18 | 257.28 | 322.22 | 404.60 | 销售收入增长率 | 41.70% | 33.43% | 24.06% | 24.30% |
| 存货 | 41.31 | 55.93 | 66.82 | 84.16 | 营业利润增长率 | 35.99% | 62.33% | 22.15% | 22.72% |
| 其他流动资产 | 66.00 | 8.58 | 10.64 | 13.22 | 净利润增长率 | 32.96% | 60.15% | 22.03% | 22.53% |
| 长期股权投资 | 134.80 | 134.80 | 134.80 | 134.80 | EBITDA 增长率 | 47.35% | 50.38% | 21.91% | 21.55% |
| 投资性房地产 | 8.57 | 8.57 | 8.57 | 8.57 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2019.18 | 2180.55 | 2325.15 | 2452.98 | 毛利率 | 36.88% | 35.95% | 36.48% | 36.76% |
| 无形资产和开发支出 | 37.62 | 37.49 | 37.37 | 37.24 | 三费率 | 10.56% | 8.08% | 9.00% | 9.59% |
| 其他非流动资产 | 145.99 | 143.76 | 141.53 | 139.29 | 净利率 | 19.90% | 23.89% | 23.50% | 23.16% |
| 资产总计 | 2797.60 | 2942.79 | 3190.80 | 3453.52 | ROE | 11.54% | 15.90% | 16.69% | 17.46% |
| 短期借款 | 276.58 | 364.40 | 237.16 | 58.85 | ROA | 6.18% | 9.40% | 10.58% | 11.98% |
| 应付和预收款项 | 245.43 | 267.02 | 352.59 | 438.09 | ROIC | 12.07% | 14.47% | 16.87% | 19.71% |
| 长期借款 | 292.60 | 292.60 | 292.60 | 292.60 | EBITDA/销售收入 | 37.49% | 42.25% | 41.52% | 40.60% |
| 其他负债 | 485.57 | 277.95 | 285.28 | 294.56 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1300.18 | 1201.96 | 1167.63 | 1084.09 | 总资产周转率 | 0.38 | 0.40 | 0.47 | 0.54 |
| 股本 | 171.06 | 171.06 | 171.06 | 171.06 | 固定资产周转率 | 0.66 | 0.59 | 0.68 | 0.79 |
| 资本公积 | 739.76 | 739.76 | 739.76 | 739.76 | 应收账款周转率 | 6.11 | 5.69 | 5.80 | 5.70 |
| 留存收益 | 591.06 | 833.97 | 1116.32 | 1462.57 | 存货周转率 | 15.30 | 15.26 | 14.64 | 14.67 |
| 归属母公司股东权益 | 1479.17 | 1722.58 | 2004.93 | 2351.18 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 128.36% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 18.25 | 18.25 | 18.25 | 18.25 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1497.42 | 1740.83 | 2023.18 | 2369.43 | 资产负债率 | 46.47% | 40.84% | 36.59% | 31.39% |
| 负债和股东权益合计 | 2797.60 | 2942.79 | 3190.80 | 3453.52 | 带息债务/总负债 | 43.78% | 54.66% | 45.37% | 32.42% |
| | | | | | 流动比率 | 0.59 | 0.66 | 0.86 | 1.25 |
| | | | | | 速动比率 | 0.54 | 0.58 | 0.76 | 1.09 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 12.22% | 16.39% | 16.32% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 325.48 | 489.46 | 596.70 | 725.28 | 每股收益 | 0.99 | 1.62 | 1.97 | 2.42 |
| PE | 26.08 | 15.94 | 13.06 | 10.66 | 每股净资产 | 8.65 | 10.07 | 11.72 | 13.74 |
| PB | 2.98 | 2.56 | 2.20 | 1.88 | 每股经营现金 | 1.91 | 2.68 | 3.22 | 3.76 |
| PS | 5.08 | 3.81 | 3.07 | 2.47 | 每股股利 | 0.00 | 0.20 | 0.32 | 0.39 |
| EV/EBITDA | 15.08 | 9.81 | 7.79 | 6.11 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.77% | 1.26% | 1.53% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyfy@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |