

研究所  
 证券分析师： 许可 S0350521080001  
 xuk02@ghzq.com.cn  
 证券分析师： 周延宇 S0350521090001  
 zhouyy01@ghzq.com.cn  
 联系人： 钟文海 S0350121090029  
 zhongwh@ghzq.com.cn

## 拟募投预计 8 年回本的优质资产，

## 拥抱内外贸并进的战略级机遇

### ——兴通股份（603209）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

|        | 2023/03/31 |       |       |
|--------|------------|-------|-------|
| 表现     | 1M         | 3M    | 12M   |
| 兴通股份   | -8.0%      | -0.5% | 30.9% |
| 沪深 300 | -0.5%      | 4.6%  | -4.1% |

#### 市场数据

|             | 2023/03/31  |
|-------------|-------------|
| 当前价格(元)     | 36.15       |
| 52 周价格区间(元) | 18.86-41.84 |
| 总市值(百万)     | 7,230.00    |
| 流通市值(百万)    | 3,759.60    |
| 总股本(万股)     | 20,000.00   |
| 流通股本(万股)    | 10,400.00   |
| 日均成交额(百万)   | 46.40       |
| 近一月换手(%)    | 1.61        |

《——兴通股份（603209）点评报告：重大收购初步落地，成长逻辑持续兑现（买入）\*航运港口\*许可，周延宇》——2022-11-25

《——兴通股份（603209）点评报告：营收逆周期高增长，重申“买入”评级（买入）\*航运港口\*许可，周延宇》——2022-10-28

《——兴通股份（603209）点评报告：产能扩张开始落地，成长逻辑不断兑现（买入）\*航运港口\*许可，周延宇》——2022-09-04

《——兴通股份（603209）点评报告：营收略超

#### 事件：

兴通股份发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案及未来三年股东分红回报规划：

公司拟向特定对象发行股票，募集总额不超过 11.24 亿元的资金，主要用于：① 不锈钢化学品船舶购建项目共 6.49 亿元；② LPG 船舶购建项目共 1.75 亿元；③ 补充流动资金共 3 亿元。

公司制定 2023 年-2025 年股东分红回报规划，拟定差异化的现阶段分红政策：① 发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排，现金分红比例最低为 80%；② 发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排，现金分红比例最低为 40%；③ 发展阶段属成长期且有重大资金支出安排，现金分红比例最低为 20%。

#### 投资要点：

##### ■ 背景：内外贸并进的战略级机遇，供不应求扩张提速

公司定增的大背景是内贸化工物流“消费升级”和外贸大炼化企业“走出去”的战略级机遇。具备安全运营、快速周转、高端大船能力的兴通股份作为行业优质供给，可以做到以产定销。供不应求的市场背景下，公司内外贸并进的扩张战略清晰，拟募投资产提升市占率，进一步夯实竞争优势。

##### ■ 影响：拟募投资产优质，2025 年度利润增厚 1.19 亿

若以 2023 年 3 月 31 日的收盘价 80%-90% 作为定增价测算，本次发行价格预计为 28.92-32.54 元，新增股份 3455.36-3887.28 万股，截至 2023 年 3 月 31 日，公司总股本为 20000 万股，在不考虑盈利变化的情况下，预计每股收益摊薄 14.73%-16.27%，摊薄可控。

资产方面，本次拟募投资产优质，提市占、拓区域、扩品类三管齐下。公司拟使用 6.49 亿元购建化学品船舶，若按化学品船舶的单吨建造成本 11406 元/载重吨计算，公司可新增 56898 载重吨的化学品船，以 2022 年底运力为基数，化学品船运力约增加 32.61%。据公司不锈钢化学品船舶项目预计税后 IRR13.18% 测算，税后投资回收期(含

预期,成长逻辑开始兑现(买入)\*航运港口\*许可,周延宇》——2022-08-09

《兴通股份(603209)深度报告:内贸化学品航运龙头,以产定销扩张提速(买入)\*物流\*周延宇,许可》——2022-07-27

18个月建设期)为8.38年;LPG船舶项目预计税后IRR为11.80%,税后投资回收期(含18个月建设期)为8.56年。我们按减去船舶建设期的回报年限简单测算,预计2025年起两项目可贡献约1.19亿元的利润增量,与2023E对比增厚33.81%。

#### ■ 大船+高周转对抗周期波动,配套大炼化“走出去”打开千亿空间

短期国内宏观弱复苏导致股价回调波动,但兴通凭借大船的建造成本优势和运营网络的周转优势能有效对抗周期波动,内贸弱复苏的需求反而有望加快行业分化速度。外贸方面,公司股东荣盛石化与沙特阿美签订战略合作协议,将向沙特阿美及其关联方销售化学品110万吨/年,进一步拓宽化学品的海外销售,而兴通股份作为国内大炼化“走出去”的优质配套,外贸市场空间逐渐打开,看好兴通股份的长期成长机会。

■ **盈利预测和投资评级** 暂不考虑本次发行股份摊薄因素,根据产能投放节奏以及需求复苏情况,我们调整盈利预测,预计兴通股份2022-2024年营业收入分别为7.23亿元、12.02亿元与16.67亿元,归母净利润分别为2.13亿元、3.52亿元与4.97亿元,2022-2024年对应PE分别为33.99、20.52与14.56倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示** 需求增长不及预期、重资产并购不及预期、产能扩张不及预期、政策变化、收并购风险、化学品运输安全风险、新增运力存在不确定性,具体数据以公司公告为准。

| 预测指标       | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 567   | 723   | 1202  | 1667  |
| 增长率(%)     | 47    | 28    | 66    | 39    |
| 归母净利润(百万元) | 199   | 213   | 352   | 497   |
| 增长率(%)     | 61    | 7     | 66    | 41    |
| 摊薄每股收益(元)  | 1.00  | 1.06  | 1.76  | 2.48  |
| ROE(%)     | 23    | 10    | 15    | 17    |
| P/E        | -     | 33.99 | 20.52 | 14.56 |
| P/B        | -     | 3.54  | 3.02  | 2.50  |
| P/S        | -     | 9.99  | 6.01  | 4.34  |
| EV/EBITDA  | -     | 17.49 | 12.33 | 8.86  |

资料来源:Wind资讯、国海证券研究所

附表：兴通股份盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

| 证券代码:             | 603209       |              |              |              | 股价:               | 36.15        |              | 投资评级:        | 买入           |  | 日期: | 2023/03/31 |  |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标              | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 每股指标与估值           | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |  |     |            |  |
| <b>盈利能力</b>       |              |              |              |              | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |  |     |            |  |
| ROE               | 23%          | 10%          | 15%          | 17%          | EPS               | 1.33         | 1.06         | 1.76         | 2.48         |  |     |            |  |
| 毛利率               | 52%          | 47%          | 44%          | 44%          | BVPS              | 5.80         | 10.22        | 11.98        | 14.46        |  |     |            |  |
| 期间费率              | 7%           | 7%           | 4%           | 3%           | <b>估值</b>         |              |              |              |              |  |     |            |  |
| 销售净利率             | 35%          | 29%          | 29%          | 30%          | P/E               | 0.00         | 33.99        | 20.52        | 14.56        |  |     |            |  |
| <b>成长能力</b>       |              |              |              |              | P/B               | 0.00         | 3.54         | 3.02         | 2.50         |  |     |            |  |
| 收入增长率             | 47%          | 28%          | 66%          | 39%          | P/S               | 0.00         | 9.99         | 6.01         | 4.34         |  |     |            |  |
| 利润增长率             | 61%          | 7%           | 66%          | 41%          |                   |              |              |              |              |  |     |            |  |
| <b>营运能力</b>       |              |              |              |              | <b>利润表（百万元）</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |  |     |            |  |
| 总资产周转率            | 0.45         | 0.28         | 0.40         | 0.46         | 营业收入              | 567          | 723          | 1202         | 1667         |  |     |            |  |
| 应收账款周转率           | 17.71        | 7.73         | 11.10        | 10.83        | 营业成本              | 274          | 384          | 674          | 938          |  |     |            |  |
| 存货周转率             | 51.56        | 45.87        | 40.02        | 49.27        | 营业税金及附加           | 1            | 2            | 4            | 5            |  |     |            |  |
| <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              | 销售费用              | 4            | 5            | 6            | 7            |  |     |            |  |
| 资产负债率             | 31%          | 20%          | 21%          | 20%          | 管理费用              | 25           | 31           | 27           | 29           |  |     |            |  |
| 流动比               | 2.10         | 4.80         | 1.49         | 1.62         | 财务费用              | 11           | 14           | 17           | 21           |  |     |            |  |
| 速动比               | 1.94         | 4.67         | 1.34         | 1.48         | 其他费用/（-收入）        | 2            | 2            | 2            | 2            |  |     |            |  |
|                   |              |              |              |              | 营业利润              | 268          | 286          | 472          | 665          |  |     |            |  |
| <b>资产负债表（百万元）</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 营业外净收支            | -2           | -2           | -2           | -3           |  |     |            |  |
| 现金及现金等价物          | 238          | 983          | 272          | 321          | 利润总额              | 266          | 284          | 470          | 662          |  |     |            |  |
| 应收款项              | 44           | 102          | 130          | 176          | 所得税费用             | 67           | 71           | 117          | 166          |  |     |            |  |
| 存货净额              | 11           | 16           | 30           | 34           | 净利润               | 199          | 213          | 352          | 497          |  |     |            |  |
| 其他流动资产            | 30           | 35           | 44           | 62           | 少数股东损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>324</b>   | <b>1136</b>  | <b>476</b>   | <b>592</b>   | 归属于母公司净利润         | 199          | 213          | 352          | 497          |  |     |            |  |
| 固定资产              | 735          | 1279         | 1762         | 2332         |                   |              |              |              |              |  |     |            |  |
| 在建工程              | 171          | 120          | 771          | 657          | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |  |     |            |  |
| 无形资产及其他           | 27           | 28           | 28           | 29           | 经营活动现金流           | 318          | 308          | 492          | 624          |  |     |            |  |
| 长期股权投资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润               | 199          | 213          | 352          | 497          |  |     |            |  |
| <b>资产总计</b>       | <b>1257</b>  | <b>2562</b>  | <b>3038</b>  | <b>3611</b>  | 少数股东权益            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 短期借款              | 10           | 10           | 13           | 10           | 折旧摊销              | 50           | 78           | 108          | 143          |  |     |            |  |
| 应付款项              | 32           | 39           | 101          | 92           | 公允价值变动            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 预收帐款              | 0            | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动            | 56           | 15           | 29           | -18          |  |     |            |  |
| 其他流动负债            | 113          | 187          | 206          | 264          | 投资活动现金流           | -229         | -573         | -1246        | -603         |  |     |            |  |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>155</b>   | <b>237</b>   | <b>320</b>   | <b>366</b>   | 资本支出              | -231         | -573         | -1246        | -603         |  |     |            |  |
| 长期借款及应付债券         | 231          | 281          | 321          | 351          | 长期投资              | 1            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 其他长期负债            | 1            | 1            | 1            | 1            | 其他                | 0            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>232</b>   | <b>282</b>   | <b>322</b>   | <b>352</b>   | 筹资活动现金流           | -32          | 1010         | 43           | 27           |  |     |            |  |
| <b>负债合计</b>       | <b>387</b>   | <b>519</b>   | <b>642</b>   | <b>718</b>   | 债务融资              | -3           | 50           | 43           | 27           |  |     |            |  |
| 股本                | 150          | 200          | 200          | 200          | 权益融资              | 0            | 990          | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 股东权益              | 871          | 2044         | 2396         | 2893         | 其它                | -29          | -30          | 0            | 0            |  |     |            |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>1257</b>  | <b>2562</b>  | <b>3038</b>  | <b>3611</b>  | 现金净增加额            | 57           | 745          | -711         | 49           |  |     |            |  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持深度价值，主攻机场航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

## 【分析师承诺】

许可，周延宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。