

盛航股份(001205)

报告日期: 2023年02月01日

资源领先+多维改善, 巨头成长可期

——盛航股份深度报告

投资要点

- 盛航股份作为液体化学品航运领先企业, 在我国石化产业结构升级带动行业需求稳增的背景下优先受益。考虑到化学品航运业供需紧平衡持续, 公司客户资源与获批能力优势稳固, 确保市场份额领先。现阶段公司积极扩充运力以顺利承接需求, 同时持续优化经营提升盈利能力, 业绩高增可期。**
- 液体化学品航运巨头, 盈利能力稳步提升**
 盛航股份主营散装液体化学品、成品油航运, 是我国液体化学品航运巨头之一, 以大型石化企业为主要客户。深耕行业十余年, 公司客户资源、运力资源领先, 多重优化下, 盈利能力持续向好。2021年, 公司营收实现6.13亿元, 2018-2021年复合增长率达27.50%; 归母净利润实现1.30亿元, 2018-2021年复合增长率达42.93%。随着运力扩充, 公司2022年前三季度营收实现6.15亿元, 同比增长43.49%; 归母净利润实现1.35亿元, 同比增长35.35%。
- 客户资源: 炼化项目带动航运需求, 优质客户支撑份额稳增**
 液体化学品航运行业主要服务于大型炼化企业, 需求受国内石化产业供需区域不均驱动, 国内市场规模在2021年达3650万吨, 三年复合增长率近11%。现阶段化工品国产替代稳步推进, 我国积极对石化产业进行产业结构升级, 多个大型炼化项目计划在2022-2023年落地, 预计支撑液体化学品航运市场长期空间。公司作为行业巨头, 与中石化、中石油等炼化巨头企业的长期合作关系稳定, 优质客户资源已形成壁垒。巨头客户长期支持下, 公司内贸化学品航运运量市占率在2021年达10.83%, 且仍处提升通道。
- 获批能力: 严监管下行业供给紧俏, 优先获批确保领先优势**
 行业运输货种的高危性质决定企业、船舶的准入存在多重门槛, 严监管下行业供需紧平衡状态持续。得益于多年经营建立的品牌基础, 公司已获行业监管部门高度认可, 评审排名持续领先, 获批能力确保市占率稳步提升。截至2022年上半年, 公司控制的船舶24艘, 总运力15.69万载重吨, 其中化学品船21艘, 运力12.68万吨, 化学品船运力市占率从2017年的4.80%提升至2022年上半年的9.52%。在此基础上, 公司积极扩充运力, 实控船舶数计划在2022年底达30艘, 计划在2025年底达50艘, 奠基后续需求承接。
- 费率未挂钩油运周期, 叠加多项经营优化, 盈利持续改善**
 公司运输货种以液体化学品为主, 运输费率未挂钩油运运费周期, 具备脱离周期提价的基础, 化学品平均运价从2017年的116.14元/吨稳步提升至2022年上半年的139.48元/吨, 2018-2021年复合增长率为4.38%。在此基础上, 公司多项优化并行, 奠基盈利能力改善。获客模式上倾向商务谈判模式, 以充分发挥多年品牌优势赋予的议价权; 业务范围上积极建设清洁能源供应链业务, 营造业绩新增长点。得益于费率脱离周期提价的基础以及多项经营优化, 公司化学品运输盈利持续向好, 从2018年的40.71元/吨稳步提升至2022年上半年的59.93元/吨, 2018-2021年复合增长率为5.88%, 预计带动盈利能力持续改善。
- 盈利预测与估值**
 盛航股份得益于客户资源、获批能力突出, 在行业供需紧平衡的背景下具备强势定价能力, 叠加经营持续改善, 盈利成长性强。暂不考虑清洁能源供应链业务, 预计公司2022-2024年实现营业收入8.61、11.75、14.92亿元, 同比增长40.57%、36.37%、26.99%, 实现归母净利润1.81、2.73、3.70亿元, 同比增长

投资评级: 增持(首次)

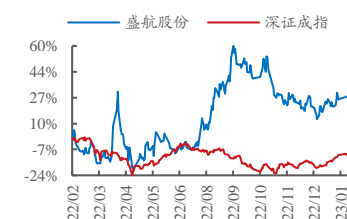
分析师: 匡培钦
 执业证书号: S1230520070003
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

分析师: 黄安
 执业证书号: S1230522120001
 huangan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥26.70
总市值(百万元)	4,567.34
总股本(百万股)	171.06

股票走势图



相关报告

39.42%、50.56%和 35.54%，对应 EPS 为 1.06、1.59、2.16 元。现价对应 PE 为 25.2 倍、16.7 倍、12.4 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

运力获批情况不及预期；费率上提不及预期；经营优化不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	613	861	1,175	1,492
(+/-) (%)	27.64%	40.57%	36.37%	26.99%
归母净利润	130	181	273	370
(+/-) (%)	16.23%	39.42%	50.56%	35.54%
每股收益(元)	0.76	1.06	1.59	2.16
P/E	35.14	25.21	16.74	12.35

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与评级

- 盈利预测:** 预计公司 2022-2024 年实现营业收入 8.61、11.75、14.92 亿元, 同比增长 40.57%、36.37%、26.99%, 实现归母净利润 1.81、2.73、3.70 亿元, 同比增长 39.42%、50.56%和 35.54%, 对应 EPS 为 1.06、1.59、2.16 元。现价对应 PE 为 25.2 倍、16.7 倍、12.4 倍。
- 估值指标:**
 - **相对估值角度:** 对标液货危险品航运业可比标的兴通股份, 从 2023 年 1 月 31 日收盘价看, 行业加权平均 PE (TTM) 为 34.1 倍。考虑到 2022 年疫情等因素影响炼化行业正常生产, 行业需求释放受阻, 行业整体估值偏低, 底部布局价值明确。
 - **成长性角度:** 盛航股份作为内贸化学品航运巨头, 得益于客户资源、获批能力突出, 在行业供需紧平衡的背景下具备强势定价能力, 叠加经营持续改善, 盈利成长性强。暂不考虑清洁能源供应链业务, 根据我们的预测, 当前市值下对应 2023 年利润 PEG 仅 0.33, 具备提升空间, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 投资评级:** 价值具备提升空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 关键假设

1. 化学品运输

- **化学品运量:** 2022 年上半年受疫情反复等因素影响, 行业运输需求释放有所受阻, 而下半年随着华东疫情局势好转, 全年增速维持正常水平; 考虑到公司运力投放节奏, 2023-2024 年预计维持稳定。预计 2022-2024 年化学品运量同比增速分别为 30%、30%、25%。
- **化学品单吨运价:** 考虑到费率未挂钩油运周期, 具备提价基础, 且 2022 年公司积极提升运价以传导燃油成本压力, 预计 2023-2024 年提价放缓。预计 2022-2024 年化学品单吨运价同比增速分别为 10%、5%、5%。
- **化学品单吨成本:** 2022 年行业燃油成本上行叠加公司外租船舶比例较高, 得益于运营效率优化, 预计公司单吨成本上行幅度有限; 随着公司新增运力落地, 外租船舶占比收窄, 预计 2023-2024 年成本增长进一步放缓。预计 2022-2024 年化学品单吨成本增速逐步收窄, 同比增速分别为 15%、2%、2%。

2. 油品运输

- **油品运量:** 考虑到油品在公司运量结构中占比较低, 且公司油船运力新增节奏较缓, 预计公司油品运量维持稳中有升。预计 2022-2024 年金属矿石吞吐量同比增速分别为 5%、5%、5%。
- **油品单吨运价:** 考虑到公司在油品运输细分行业市占率偏低, 议价权偏弱于化学品运输, 预计运价维持稳定。预计 2022-2024 年油品单吨运价同比增速分别

为 1%、1%、1%。

- **油品单吨成本：**2022 年行业燃油成本上行叠加需求释放不确定性较强，公司外租船舶比例较高，带动单吨成本上行；2023-2024 年预计公司业务重心进一步偏向化学品运输以及清洁能源供应链，外租船舶比例逐步收缩，单吨成本增长放缓。预计 2022-2024 年油品单吨成本同比增速分别为 10%、1%、1%。

- **股价上涨的催化因素**

股价上涨的可观测指标：化工产品进口依赖度下降；新增运力获批；行业监管收紧等。

- **风险提示**

- **运力获批不及预期：**公司高度受益于行业供需紧平衡背景下的领先获批能力，若运力获批不及预期，运力扩张带动的竞争力以及业绩成长性将受影响。
- **费率上提不及预期：**公司强势定价权赋予利润弹性，若费用上提不及预期，利润成长性将受影响。
- **经营优化不及预期：**公司经营层面在获客模式、业务范围方面持续优化，以提升盈利能力，若优化程度不及预期，盈利成长性将受影响。

正文目录

1 液体化学品航运巨头，盈利能力稳步提升	7
1.1 液体化学品航运巨头，丰富经验铸就成熟品牌	7
1.2 化学品运输为核心业务，专业能力确保业绩稳增	8
2 客户资源：炼化项目带动行业需求，优质客户支撑份额稳增	10
2.1 多个炼化项目落地在即，带动液体化学品航运需求稳增	10
2.2 盛航：长期合作巨头，客户资源壁垒已现，化学品航运量市占率约 11%	12
3 获批能力：严监管下行业供给紧俏，优先获批确保领先优势	14
3.1 货种高危性质决定监管严格，持续管控下新增运力紧俏	14
3.2 盛航：运力获批能力领先，积极扩充运力以承接需求	15
4 费率未挂钩油运周期，叠加多项经营优化，盈利持续改善	17
5 盈利预测及估值	19
5.1 盈利预测：预计 2022 年实现归母净利润 1.81 亿元	19
5.2 成长性确定性较强，具备底部布局价值	20
6 风险提示	21

图表目录

图 1: 盛航股份实控人董事长李桃元先生持股 28.69% (截至 2022 年三季度末)	8
图 2: 盛航股份营业收入 2018-2021 年复合增长率达 27.50%	8
图 3: 盛航股份归母净利润 2018-2021 年复合增长率达 42.93%	8
图 4: 盛航化学品运输 2022 年上半年占运输业务收入近 85%	9
图 5: 盛航化学品运输 2022 年上半年占运输业务毛利润近 95%	9
图 6: 盛航股份化学品运输支撑毛利率维持在 40%附近	9
图 7: 国内各区域液体化工品产能与需求不平衡	10
图 8: 国内沿海化学品航运格局	10
图 9: 国内沿海省际化学品航运量 2021 年达 3650 万吨	11
图 10: 国内沿海省际成品油航运量 2021 年达 8100 万吨	11
图 11: 对二甲苯进口依赖度从在 2019 年为 51%, 已开始下滑	11
图 12: 苯乙烯进口依赖度在 2019 年降至 29%	11
图 13: 盛航化学品运量占货运量比重在 2022 年上半年达 89%	13
图 14: 盛航化学品航运量市占率在 2021 年达 10.83% 且持续提升	13
图 15: 国内沿海省际化学品整体上运力增速显著低于运量	15
图 16: 盛航股份控制船舶数在 2022 年上半年达 24 艘	15
图 17: 盛航运力 2022 年上半年达 15.69 万载重吨, 化学品船运力市占率近 10%	15
图 18: 盛航股份化学品船平均运力 2018-2021 年复合增长率 6%	16
图 19: 盛航股份成品油船平均运力稳定在每艘约 1 万载重吨	16
图 20: 盛航股份化学品运输单吨运价整体变动趋势与 BDTI、BCTI 相关性较弱	17
图 21: 盛航股份 2020 年商务谈判模式销售额占比达 71.38%	18
图 22: 盛航股份化学品运输单吨毛利润稳步增长	18
表 1: 盛航股份多次荣获行业权威机构以及客户认证或颁奖	7
表 2: 各炼化巨头企业的大型炼化项目即将陆续落地, 预计带动化学品运输需求增长	12
表 3: 盛航股份前五大客户中不乏长期合作的炼化巨头企业	12
表 4: 液货危险品航运国内监管主要法律法规或规定	14
表 5: 盛航股份在建工程船舶项目 (截至 2022 年上半年)	16
表 6: 盛航股份盈利预测简表	19
表 7: 盛航股份可比公司估值表 (2023.1.31)	20
表附录: 三大报表预测值	22

1 液体化学品航运巨头，盈利能力稳步提升

盛航股份主营散装液体化学品、成品油航运，是我国液体化学品航运巨头之一，以大型石化企业为主要客户。深耕行业十余年，公司客户资源、运力资源领先，多重优化下，盈利能力持续向好。2021年，公司营收实现6.13亿元，2018-2021年复合增长率达27.50%；归母净利润实现1.30亿元，2018-2021年复合增长率达42.93%。随着运力扩充，公司2022年前三季度营收实现6.15亿元，同比增长43.49%；归母净利润实现1.35亿元，同比增长35.35%。

1.1 液体化学品航运巨头，丰富经验铸就成熟品牌

主营液体化学品、成品油航运，深耕十余载渐成巨头。盛航股份主营国内沿海、长江中下游液体化学品、成品油水上运输业务，是国内液体化学品航运巨头之一。公司聚焦液货危险品内贸航运业务十余年，运输网络覆盖渤海湾、长三角、珠三角等全国主要化工生产基地，深度合作中石化、中石油、中化集团等大型石化生产企业。

- **运力持续扩充：**截至2022年上半年，公司实控船舶共24艘，总运力15.69万载重吨。实控船舶数预计在2022年底达30艘，计划在2025年底达50艘。
- **货种全面：**公司承运液体化学品覆盖市场上有航运需求的绝大部分种类，包括对二甲苯、混合二甲苯、纯苯、邻二甲苯、丙烯腈、苯乙烯、环氧丙烷等二十余种。
- **安全标准、服务能力领先，屡获权威机构以及客户认可：**公司高度重视运输安全风险，建立高标准、专业化的服务水平，多次荣获海事局、中国交协危化品运输专业委员会等行业权威机构认证，以及中石化、中石油等客户颁奖。

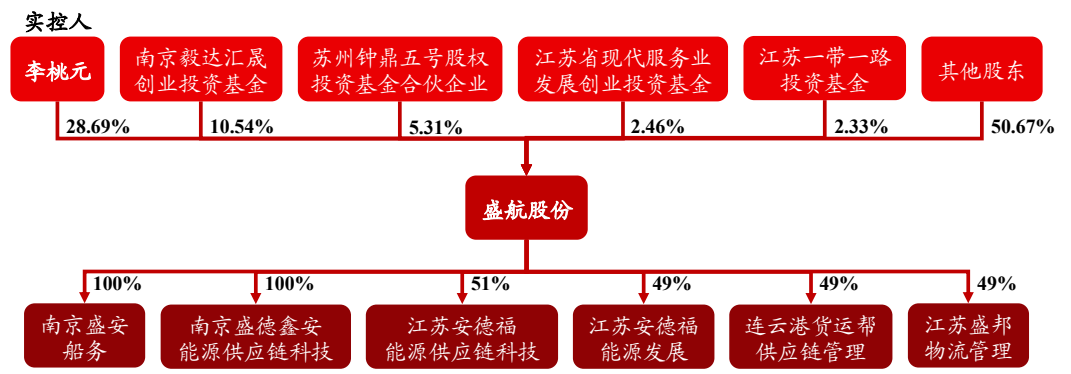
表1：盛航股份多次荣获行业权威机构以及客户认证或颁奖

机构性质	认证或颁奖机构	认证或奖项名称
行业权威机构	交通运输部	交通运输企业安全生产标准化建设一级达标企业
	江苏海事局	“安全诚信等级A级公司”
	海事局	多次“安全诚信船舶”
	中国交协危化品运输专业委员会	“2021年度中国危化品物流行业安全管理先进企业”
	中国物流与采购联合会	“企业信用评级AAA级信用企业” “2019-2020年度中国化工物流行业百强水运服务企业” 多次“中国化工物流行业金罐奖暨安全管理奖”
客户	中石化华南分公司	“2019年度优秀物流服务商” “2020年度优秀物流服务商”
	中国石油华南化工销售公司	“最佳物流服务商”
	恒力石化（大连）炼化有限公司	“最佳物流服务商”
	中石化华东分公司	多次“年度星级船舶”

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

管理团队经验丰富，股权结构清晰，实控人持股28.69%。公司控股股东、实控人、董事长李桃元先生深耕化工及物流企业30余年，实业与管理经验丰富，同时公司管理层中多位董事及高级管理人员均具备多年石化企业相关从业经历，奠基高质量发展。公司股权结构清晰，董事长李桃元先生持股28.69%，并获当地多个投资基金支持。

图1: 盛航股份实控人董事长李桃元先生持股 28.69% (截至 2022 年三季度末)

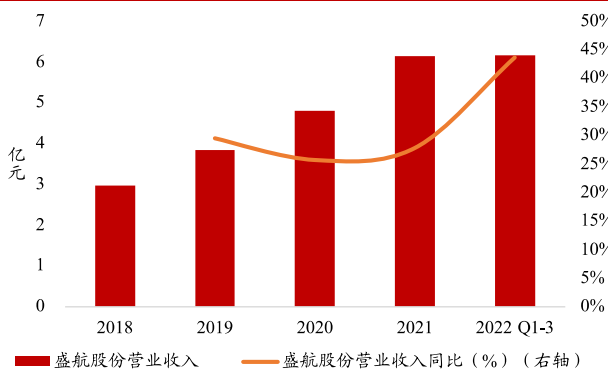


资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所绘制

1.2 化学品运输为核心业务, 专业能力确保业绩稳增

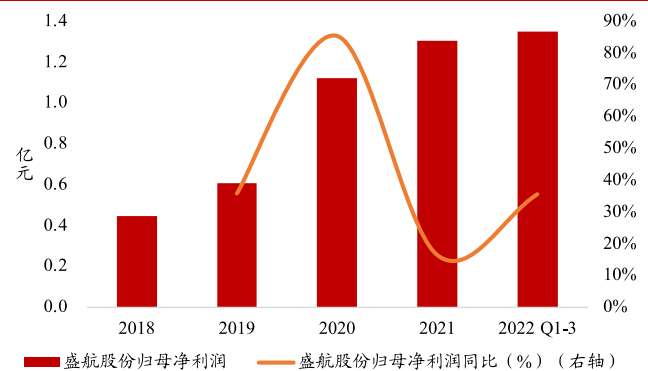
财务: 营收、归母净利润 2018-2021 年复合增长率分别达 27.50%、42.93%。公司通过合理布置运力结构、积极优化资源配置, 紧抓市场需求并实现高质量发展。2021 年, 公司营收实现 6.13 亿元, 2018-2021 年复合增长率达 27.50%; 归母净利润实现 1.30 亿元, 2018-2021 年复合增长率达 42.93%。随着运力扩充, 公司 2022 年前三季度营收实现 6.15 亿元, 同比增长 43.49%; 归母净利润实现 1.35 亿元, 同比增长 35.35%。

图2: 盛航股份营业收入 2018-2021 年复合增长率达 27.50%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 盛航股份归母净利润 2018-2021 年复合增长率达 42.93%



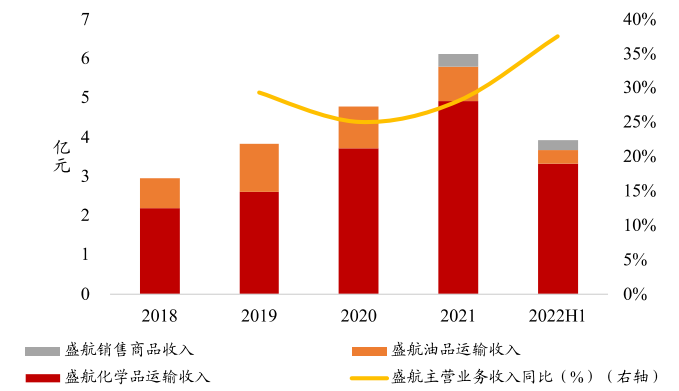
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

业务: 化学品运输主导业绩高增, 新增液氨销售奠基业务拓宽。公司目前主营化学品运输、油品运输、销售商品三类业务。其中, 化学品运输作为核心业务, 持续支撑业绩, 且带动公司盈利能力持续向上; 销售商品为 2021 年新增的转让液氨单项履约义务, 奠基公司清洁能源物流供应链业务。

- **营收与毛利润:** 化学品运输在运输业务中营收占比 85%、毛利润占比 94%。公司化学品运输业务业绩持续高增, 2021 年营收、毛利润分别实现 4.91、1.91 亿元, 同比增速分别为 32.05%、20.50%, 2018-2021 年复合增长率分别为 30.96%、32.84%; 2022 年上半年营收、毛利润分别实现 2.32、1.43 亿元, 同比增速分别为 39.45%、63.93%, 主要得益于运价上提、运营效率改善。高增趋势持续下, 公司化学品运输营收、毛利润占运输业务比重分别从 2018 年的 73.94%、88.63%提升至 2022 年上半年的 84.69%、93.55%。

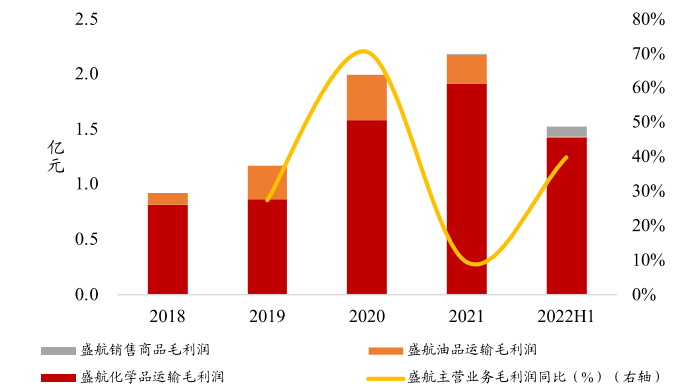
- **毛利率：化学品运输带动整体盈利向上。** 得益于积极商业洽谈提升运价叠加船舶运营效率优化，公司化学品运输的毛利率维持在 40%附近的高水平，2022 年上半年实现 42.97%。

图4：盛航化学品运输 2022 年上半年占运输业务收入近 85%



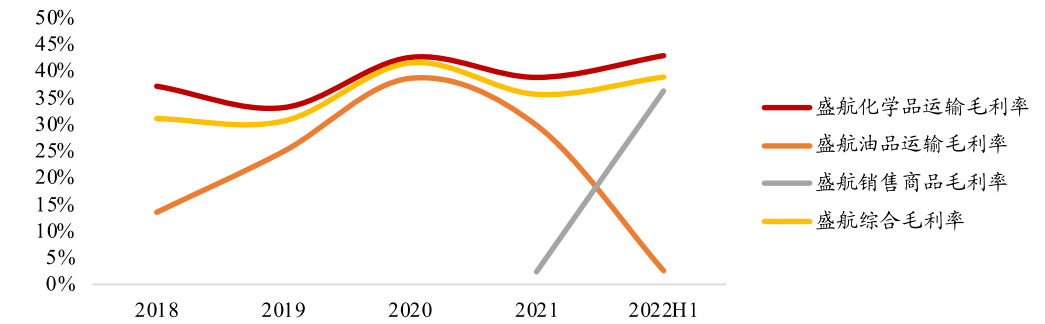
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：盛航化学品运输 2022 年上半年占运输业务毛利润近 95%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：盛航股份化学品运输支撑毛利率维持在 40%附近



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 客户资源：炼化项目带动行业需求，优质客户支撑份额稳增

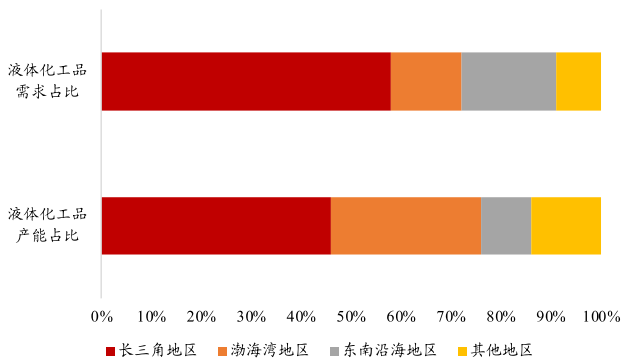
液体化学品航运行业主要服务于大型炼化企业，需求受国内石化产业供需区域不均驱动，国内市场规模在 2021 年达 3650 万吨，三年复合增长率近 11%。现阶段化工品国产替代稳步推进，我国积极对石化产业进行产业结构升级，多个大型炼化项目计划在 2022-2023 年落地，预计支撑液体化学品航运市场长期空间。公司作为行业巨头，与中石化、中石油等炼化巨头企业的长期合作关系稳定，优质客户资源已形成壁垒。巨头客户长期支持下，公司内贸化学品航运运量市占率在 2021 年达 10.83%，且仍处提升通道。

2.1 多个炼化项目落地在即，带动液体化学品航运需求稳增

液货危险品航运：受国内石化产业供需区域不均驱动，化学品运量持续高增。公司主营散装化学品、成品油航运，隶属于液货危险品航运行业，行业需求主要源自国内石化产业的供需区域不平衡，需求韧性强劲。其中，国内沿海省际化学品航运量持续高增，2021 年实现 3650 万吨，2018-2021 年复合增长率达 10.8%。

- **服务对象：大型炼化企业。**公司主要运输货种液体化学品、成品油普遍应用于石化产业链的上游炼油行业与中游化工行业，运输服务客户以国内大型化工生产企业、跨国化工企业在华投资的装置设施以及贸易商三类大型炼化企业为主。
- **需求驱动：国内石化产业供需区域不均，航运以最优性价比成主要运输方式。**从国内液体化工品产能与需求分布区域看，长三角地区因产能占比约 46%、需求占比近 60%成为最主要的流入地，而渤海湾地区因产能占比约 30%、需求占比近 14%成为主要流出地。该布局特点下，航运运距及效率优于陆运、多样化需求满足能力优于管道运输，成为沿海液货危险品运输主要方式。

图7：国内各区域液体化工品产能与需求不平衡



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

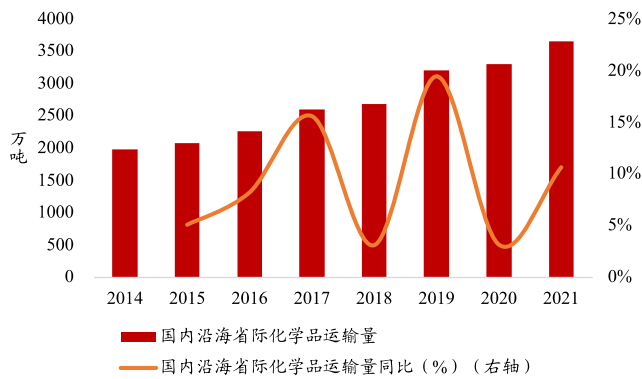
图8：国内沿海化学品航运格局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

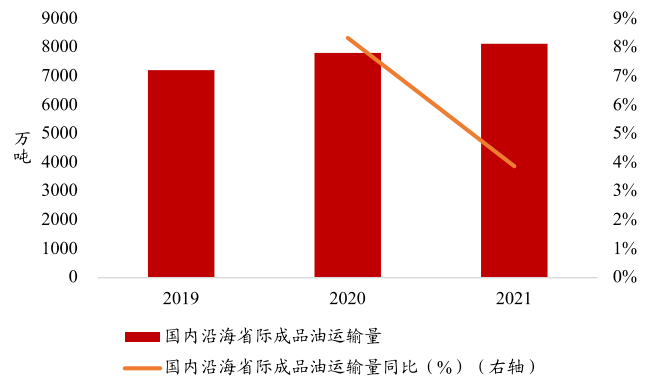
- **规模：国内沿海省际化学品航运量 2021 年达 3650 万吨，3 年复合增长率为 10.8%。**国内沿海省际化学品航运量在 2021 年达 3650 万吨，同比增长 10.6%，且高增趋势持续，2018-2021 年复合增长率达 10.8%；国内沿海省际成品油航运量在 2021 年达 8100 万吨，同比增长 3.8%。

图9: 国内沿海省际化学品航运量 2021 年达 3650 万吨



资料来源: 交通运输部, 浙商证券研究所

图10: 国内沿海省际成品油航运量 2021 年达 8100 万吨

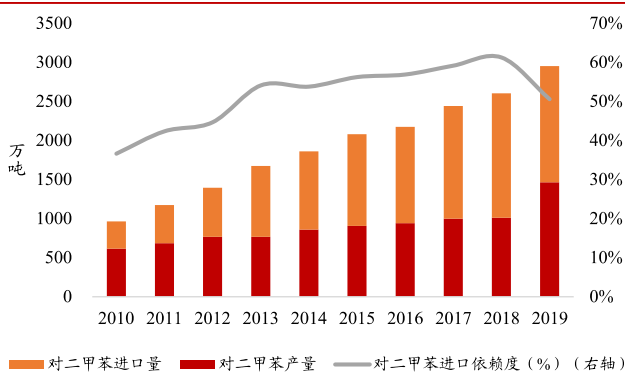


资料来源: 交通运输部, 浙商证券研究所

化工品国产替代趋势下, 多个炼化项目即将落地, 预计带动液体化学品航运需求稳增。目前大量化工产品进口依赖度仍较高, 主要系国内化工产品产能增速并未与消费需求增速拉开差距。随着国内产能逐步成熟, 各类化工产品存在广阔进口替代空间。现阶段各炼化巨头企业的大型炼化项目即将陆续落地, 预计带动相关航运需求。

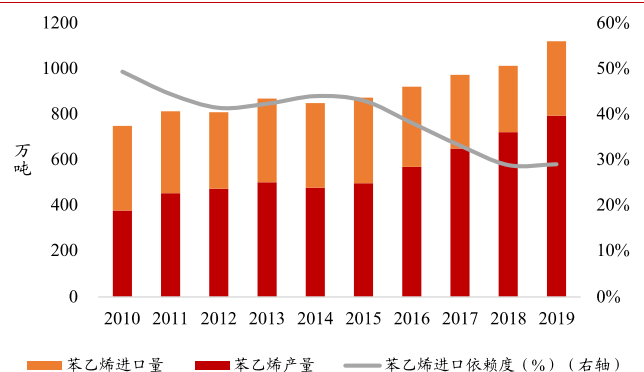
- **化工产品国产替代趋势趋于明显:** 以国内炼化行业重点液体产品对二甲苯、苯乙烯为例, 对二甲苯 2019 年产量同比增长 45% 至 1464 万吨, 进口量同比下滑 6% 至 1494 万吨, 进口依赖度扭转上升趋势, 落至 51%; 苯乙烯 2019 年产量同比增长 10% 至 794 万吨, 进口量同比增长 11% 至 324 万吨, 进口依赖度为 29%, 维持下滑趋势。

图11: 对二甲苯进口依赖度从在 2019 年为 51%, 已开始下滑



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 苯乙烯进口依赖度在 2019 年降至 29%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- **多个炼化项目即将落地, 预计推动化学品运输需求持续高增:** “十三五”期间国家对石化产业进行产业结构升级, 着力推动石化产业基地建设, 已规划一系列大型炼化项目。其中部分产能已投产, 多个项目计划在 2022-2023 年落地, 预计支撑液体化学品与成品油运输市场长期空间。

表2: 各炼化巨头企业的大型炼化项目即将陆续落地, 预计带动化学品运输需求增长

炼化企业	大型炼化项目及简介	相关航运需求
浙江石化	炼化一体化项目位于舟山群岛, 产品销售依赖航运。一期 2000 万吨/年炼油、520 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯项目已于 2019 年底全面投入生产; 二期 2000 万吨/年炼油、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯项目已于 2022 年初投产; 三期项目仍在规划中。	一期项目苯乙烯、纯苯、PX、乙二醇、苯酚丙酮、丙烯腈、甲基叔丁基醚 (MTBE)、甲基丙烯酸甲酯 (MMA) 产品航运需求量在 680 万吨左右, 二期项目投产进一步带动航运需求。
恒力石化	2000 万吨/年炼化一体化项目和 150 万吨/年乙烯项目涉及液体化学品乙二醇、苯乙烯、MTBE 和 PX, 其中 450 万吨 PX 产能全部自用, 对外仅少量出货甚至不对外供应。相关项目已于 2020 年全面投产。	项目投产后, 液体化学品运输量 360 万吨左右, 其中约 60-70% 依靠海运, 预估航运需求量将会在 210-250 万吨左右。
海南炼化	100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目涉及液体化学品乙二醇、苯乙烯、MTBE、PX、丙烯腈和 MMA 等, 产能约 260 万吨左右。根据海南当地规划, 周边正规化和建设逸盛石化二期 300 万吨/年 PTA 项目、100 万吨/年 PET 项目, 苯酚/丙酮-双酚 A-碳酸二甲酯项目以及规划发展丙烯腈下游产品。	海南地区液体化学品内部循环为主, 但短期由于后期配套项目仍在规划中, 海南炼化液体化学品航运需求量预估将在 250-260 万吨左右。
盛虹炼化	化 1,600 万吨/年炼油、280 万吨/年芳烃和 110 万吨/年乙烯一体化项目, 涉及液体化学品乙二醇、纯苯、苯乙烯、甲醇、醋酸酯、MTBE、PX、丙烯腈和 MMA 等, 产能约 653 万吨, 其中纯苯、甲醇、醋酸及醋酸乙烯属于内部消耗, 280 万吨 PX 为管道运输。项目于 2022 年 12 月投产。	预计外销液体化学品产量 470 万吨, 其中约 60-70% 依靠海运, 预估航运需求量将在 280-320 万吨左右。
中化泉州	炼化一体化二期扩建项目涉及液体化学品乙二醇、环氧丙烷、环氧乙烷、纯苯、苯乙烯、MTBE、苯酚丙酮、PX 和丙烯腈及 MMA 等, 产能约 323 万吨左右。	预计外销液体化学品增量在 260-280 万吨左右, 保守预计 50% 左右的物流需求涉及海运, 届时航运需求量将会在 140 万吨左右。

资料来源: 公司公告, 荣盛石化、恒力石化、东方盛虹公司公告, 浙商证券研究所

2.2 盛航: 长期合作巨头, 客户资源壁垒已现, 化学品航运量市占率约 11%

长期服务炼化巨头, 客户资源已形成壁垒并稳定贡献业绩。公司已与中石化、中石油、中化集团、恒力石化、浙江石化、扬子石化-巴斯夫等大型石化生产企业建立稳固合作关系, 合作时长基本在 3 年以上, 其中与中石化的合作时长已达十余年。考虑到大型化工企业对航运企业及其船舶对资质标准较高, 对物流服务商的选择需经过高标准、严要求、全方位的筛选和考察, 公司服务水平已获高度认可, 客户资源已初步形成壁垒, 并贡献稳定业绩。

表3: 盛航股份前五大客户中不乏长期合作的炼化巨头企业

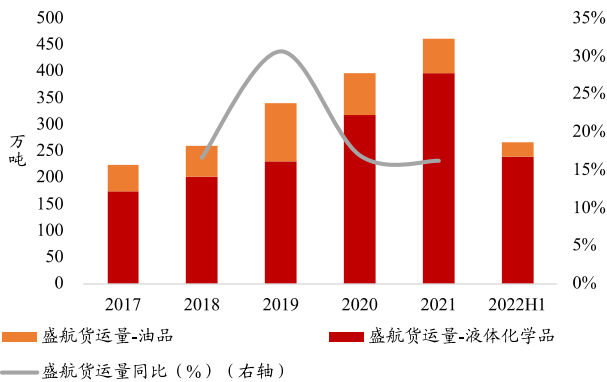
年份	序号	客户名称	开始合作年份	贡献收入 (亿元)	占比
2018	1	中国石化化工销售有限公司	2009	1.31	44.36%
	2	南京沃海石油化工有限公司	2016	0.27	9.30%
	3	东营市俊源石油技术开发有限公司	2017	0.18	5.99%
	4	中国石油天然气股份有限公司华南化工销售分公司	2015	0.13	4.55%
	5	中化辽宁有限公司	2015	0.10	3.22%
2019	1	中国石化化工销售有限公司	2009	1.29	33.63%
	2	南京沃海石油化工有限公司	2016	0.25	6.62%
	3	中化辽宁有限公司	2015	0.22	5.70%
	4	恒力石化 (大连) 化工有限公司	2020	0.20	5.13%
	5	东营市旭辰化工有限责任公司	2018	0.15	3.84%
2020	1	中国石化化工销售有限公司	2009	1.02	21.21%
	2	浙江石油化工有限公司	2019	0.73	15.20%
	3	恒力石化 (大连) 化工有限公司	2020	0.38	7.86%
	4	东营市旭辰化工有限责任公司	2018	0.38	7.85%
	5	恒力石化 (大连) 炼化有限公司	2019	0.31	6.43%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

优质客户资源支持下，公司化学品航运量市占率持续提升，在 2021 年达 10.83%。得益于优质客户的长期合作关系，公司化学品运量稳中有升。

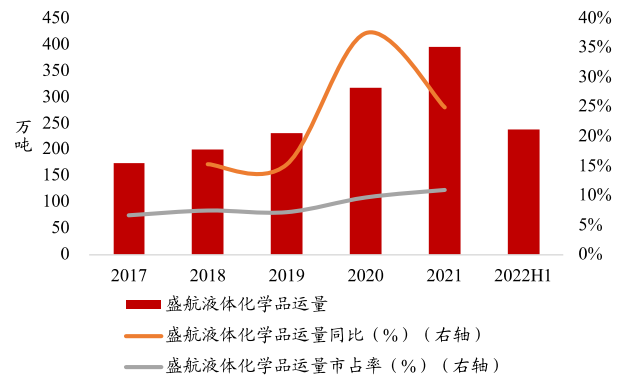
- **公司货运量以化学品为主，占比在 2022 年上半年达 89.40%：**公司化学品运输业务持续扩张，而油品运量受市场需求影响而存在波动。2021 年，公司货运量合计 459.92 万吨，同比增长 16.19%，其中化学品运量占比 85.96%。2022 年上半年，公司货运量合计 266.42 万吨，其中化学品运量 238.17 万吨，占比提升至 89.40%。
- **化学品运量市占率持续上行，2021 年达 10.83%，且 2022 年上半年进一步提升：**公司化学品运量在 2021 年实现 395.34 万吨，同比增长 24.84%，2018-2021 年复合增长率高达 25.47%，占全国沿海省际化学品航运量比重从 2017 年的 6.68% 提升至 2021 年的 10.83%。2022 年上半年，公司公告披露化学品运量市占率进一步提升，增长趋势持续。

图 13：盛航化学品运量占货运量比重在 2022 年上半年达 89%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：盛航化学品航运量市占率在 2021 年达 10.83% 且持续提升



资料来源：公司公告，交通运输部，浙商证券研究所

3 获批能力：严监管下行业供给紧俏，优先获批确保领先优势

行业运输货种的高危性质决定企业、船舶的准入存在多重门槛，严监管下行业供需平衡状态持续。得益于多年经营建立的品牌基础，公司已获行业监管部门高度认可，评审排名持续领先，获批能力确保市占率稳步提升。截至 2022 年上半年，公司控制的船舶 24 艘，总运力 15.69 万载重吨，其中化学品船 21 艘，运力 12.68 万吨，化学品船运力市占率从 2017 年的 4.80% 提升至 2022 年上半年的 9.52%。在此基础上，公司积极扩充运力，实控船舶数计划在 2022 年底达 30 艘，计划在 2025 年底达 50 艘，奠基后续需求承接。

3.1 货种高危性质决定监管严格，持续管控下新增运力紧俏

货种高危性质决定多重门槛，严监管赋予现有企业资质壁垒。由于运输货种危险性突出，我国液货危险品航运行业准入门槛较高，国家监管机构规定从事液货危险品运输业务的企业需获经营许可证、符合证明，且船舶需获海事局等机构颁发的各项证书。同时，外商不得直接入市，投资申请限制诸多。对于行业内现有的优质企业而言，严监管环境下经营资质具备较高壁垒，确保企业竞争力领先。

表4：液货危险品航运国内监管主要法律法规或规定

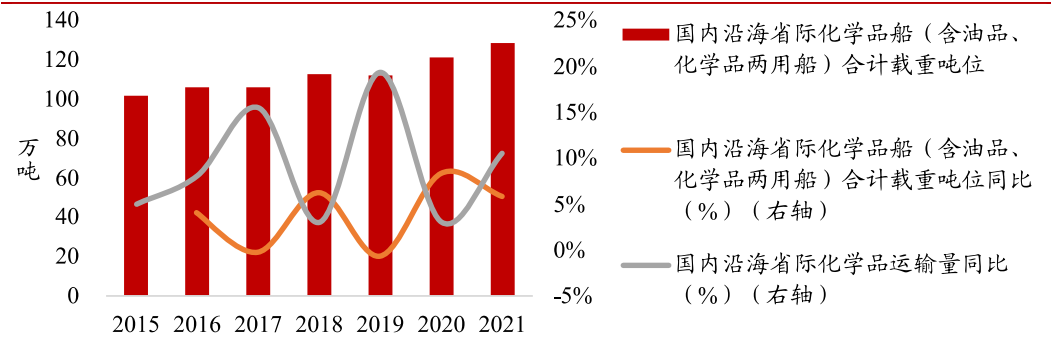
类别	名称	发布或修订时间	发布部门
运营资质	《中华人民共和国海商法》	1992.11	全国人大
	《中华人民共和国国际海运条例》	2019.03	国务院
	《国内水路运输管理条例》	2017.03	国务院
	《中华人民共和国船舶登记条例》	2014.07	国务院
	《交通运输部关于加强国内水路客运液货危险品运输市场准入管理的通知》	2006.11	交通运输部
	《国内水路运输管理规定》	2020.02	交通运输部
	《中华人民共和国船舶安全营运和防止污染管理规则》	2001.07	交通运输部
	《中华人民共和国船舶登记办法》	2016.12	交通运输部
船员管理	《中华人民共和国船员条例》	2020.03	国务院
	《中华人民共和国海船船员适任考试和发证规则》	2020.07	交通运输部
安全检验	《中华人民共和国海上交通安全法》	2016.11	全国人大
	《中华人民共和国内河交通安全管理条例》	2019.03	国务院
	《中华人民共和国船舶和海上设施检验条例》	2019.03	国务院
	《船舶检验管理规定》	2016.01	交通运输部
危险品管理	《危险化学品安全管理条例》	2013.12	国务院
	《船舶载运危险货物安全监督管理规定》	2018.07	交通运输部
环境保护	《中华人民共和国海洋环境保护法》	2017.11	全国人大
	《中华人民共和国大气污染防治法》	2018.1	全国人大
	《防治船舶污染海洋环境管理条例》	2018.03	国务院
	《中华人民共和国防治船舶污染内河水域环境管理规定》	2015.12	交通运输部
	《船舶大气污染物排放控制区实施方案》	2018.11	交通运输部
	《2020 年全球船用燃油限硫令实施方案》	2019.1	中国海事局

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

新增运力统一管控，行业供需紧平衡状态持续。 货种高危性质决定必须使用专用船舶运输，国家严格运力审批持续下运力增速持续低于运量，行业供需紧平衡持续。

- **船舶运力管控：新增运力统一调控，择优许可。** 国家对液货危险品航运行业运力审批制度严格，由交通运输部对申请参与竞争的企业进行安全管理水平、安全记录、绿色减排、诚信经营情况等方面进行综合评审，并择优批准。
- **运力增长整体慢于运量，行业供需紧平衡状态持续。** 对比国内沿海省际化学品运力、运量增速，2021年化学品船合计载重吨位同比增长5.9%至128.9万吨，2018-2021年复合增长率为4.5%，与同期运量复合增长率水平10.8%存在6.3pct的差距。

图15：国内沿海省际化学品整体上运力增速显著低于运量

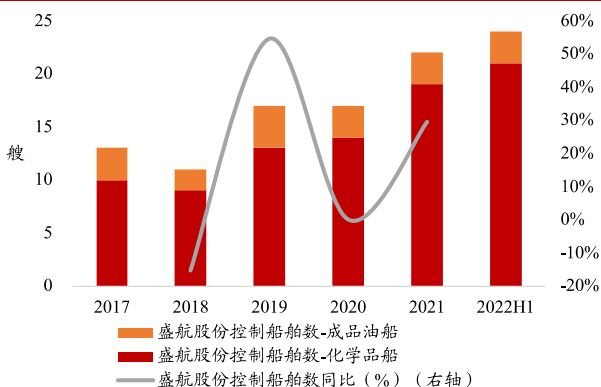


资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

3.2 盛航：运力获批能力领先，积极扩充运力以承接需求

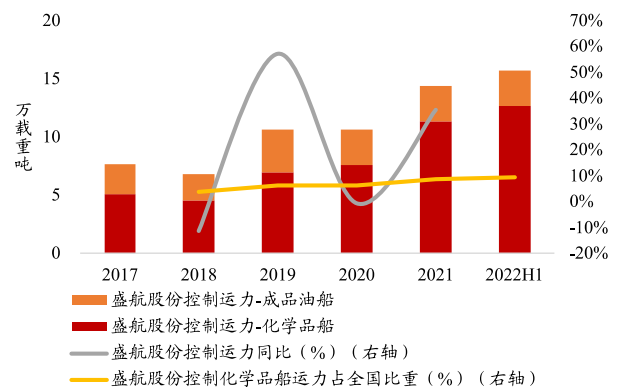
盛航：评审排名持续领先体现获批能力，运力市占率稳增，2022年上半年达9.52%。 公司2017、2018、2020、2022、2022年均获新增沿海省际化学品船运力批复，综合评审排名分别为第4、第1、第3、第3、第7名，获行业监管部门高度认可，后续运力扩充获批概率较高。截至2022年上半年末，公司控制船舶24艘，总运力15.69万载重吨；其中化学品船共21艘，运力12.68万载重吨；成品油船3艘，运力3.01万载重吨。得益于突出的获批能力，公司化学品船运力市占率稳步提升，从2017年的4.80%提升至2022年上半年的9.52%。

图16：盛航股份控制船舶数在2022年上半年达24艘



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图17：盛航运力2022年上半年达15.69万载重吨，化学品船运力市占率近10%



资料来源：公司公告，交通运输部，浙商证券研究所

积极扩充运力，奠基需求承接。公司积极建造新船，实控船舶数预计在2022年底达30艘，计划在2025年底达50艘，同时逐步提升平均运力，以顺利承接行业需求并传导业绩。

- **积极建造新船：**公司当前正在建造的4艘获批船舶中，除去运力置换新造船1艘，剩余3艘已列入在建工程。其中，截至2022年上半年，“13,000吨油船建造”、“7,450吨化学品船建造（‘盛航化6’轮）”工程进度分别为75.35%、58.46%，预计在2022年末前投产，带动公司运力进一步增长。

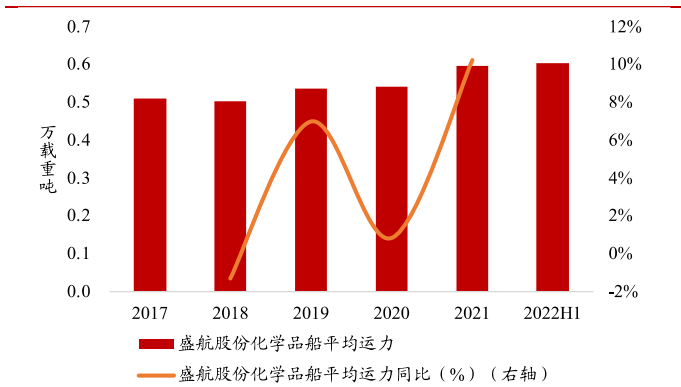
表5：盛航股份在建工程船舶项目（截至2022年上半年）

项目名称	预算数 (亿元)	期末余额 (亿元)	占在建工程比重	工程进度
13000吨油船建造	0.79	0.60	28.65%	75.35%
3720吨不锈钢化学品/油船建造	0.66	0.04	1.81%	5.66%
7450吨化学品船建造（“盛航化6”轮）	1.16	0.68	32.63%	58.46%
合计	2.61	1.31	63.98%	N/A

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

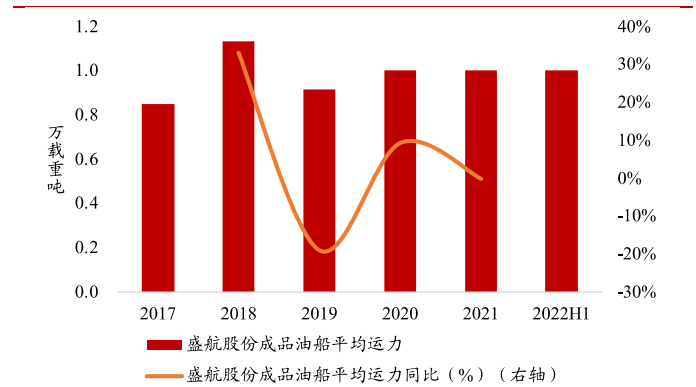
- **逐步提升平均运力：**公司化学品船平均运力在2021年提升至每艘0.60万载重吨，2018-2021年复合增长率为5.94%，2022年上半年维持每艘0.60万载重吨的水平；成品油船平均运力稳定在每艘1.00万载重吨附近。

图18：盛航股份化学品船平均运力2018-2021年复合增长率6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图19：盛航股份成品油船平均运力稳定在每艘约1万载重吨



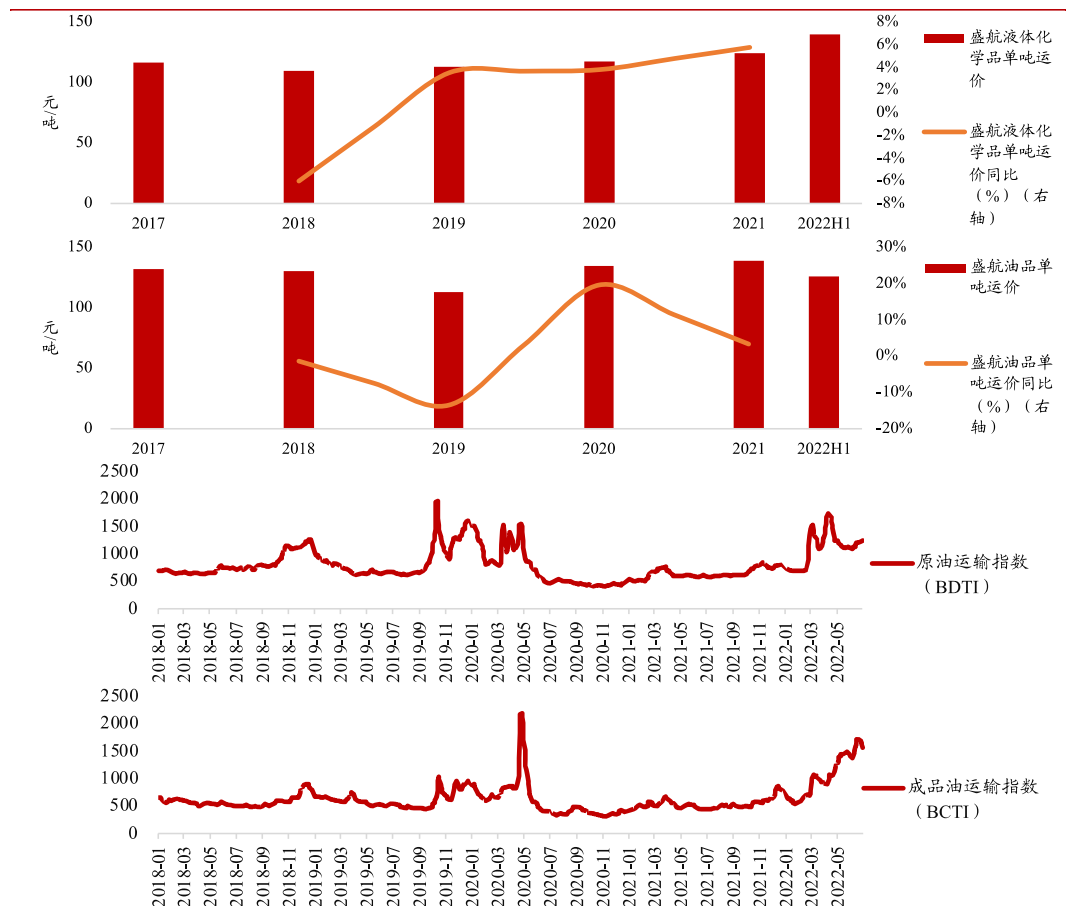
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 费率未挂钩油运周期，叠加多项经营优化，盈利持续改善

公司运输货种以液体化学品为主，**运输费率未挂钩油运运费周期，具备脱离周期提价的基础**，化学品平均运价从2017年的116.14元/吨稳步提升至2022年上半年的139.48元/吨，2018-2021年复合增长率为4.38%。**在此基础上，公司多项优化并行，奠基盈利能力改善。**获客模式上倾向商务谈判模式，以充分发挥多年品牌优势赋予的议价权；业务范围上积极建设清洁能源供应链业务，营造业绩新增长点。得益于费率脱离周期提价的基础以及多项经营优化，**公司化学品运输盈利持续向好**，从2018年的40.71元/吨稳步提升至2022年上半年的59.93元/吨，2018-2021年复合增长率为5.88%，预计带动盈利能力持续改善。

行业性质决定费率未挂钩油运周期，具备稳定提价基础。公司运输货种以液体化学品为主，货种供需结构、航运市场规模等因素与原油、成品油差距较大，故公司运输费率与油运运费周期波动相关性较弱，具备脱离周期提价的基础。受益于行业供需紧平衡，公司化学品运价稳中有升，从2017年的116.14元/吨提升至2022年上半年的139.48元/吨，2018-2021年复合增长率为4.38%。

图20：盛航股份化学品运输单吨运价整体变动趋势与BDTI、BCTI相关性较弱

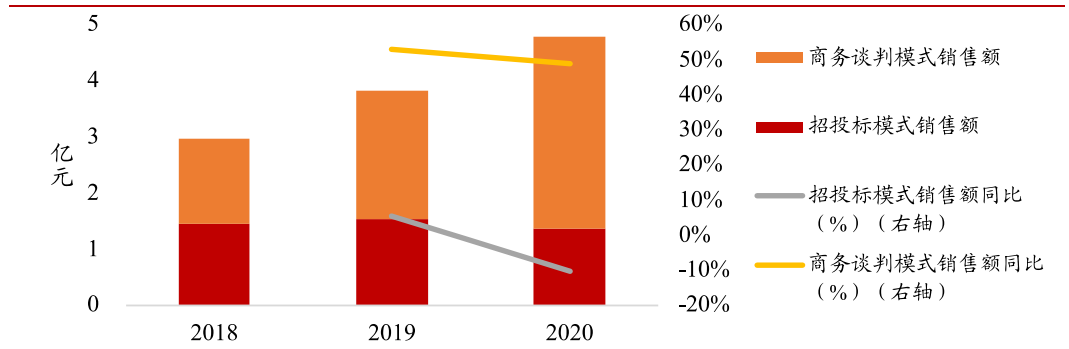


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

获客模式、货种结构逐步优化，奠基利润弹性。经营层面，公司多项优化并行，奠基盈利能力改善。在获客模式上，倾向商务谈判模式，以充分发挥多年品牌优势赋予的议价权；在业务范围上，积极建设清洁能源供应链业务，营造业绩新增长点。

- **获客模式优化：议价权较强的商务谈判模式销售额占比在 2020 年扩张至 71.38%。**公司运输服务获客模式主要分参加客户招投标或商务谈判两种。其中，通过招投标合作的客户一般为中石化、中石油等大型国有石化企业，招标方对服务能力、报价等方面综合评估后确定中标单位，对公司而言利润弹性偏弱；而在商务谈判模式下，公司根据客户货种、航线等因素定价，可充分发挥自身经验、资源等优势，利润弹性较高。得益于长期专业服务能力赋予的品牌形象，公司在市场内的议价权逐步强化。2020 年，公司商务谈判形式的销售额同比增长 48.72% 至 3.41 亿元，占主营业务收入比重从 2018 年的 50.84% 提升至 71.38%。
- **业务范围拓宽：积极建设清洁能源供应链业务，营造业绩新增长点。**公司计划打造液氨贸易经营、水路运输、公路运输、码头仓储四位一体的清洁能源供应链，已于 2021 年设立全资子公司南京盛德鑫安能源供应链科技有限公司，入局液氨经营贸易；于 2022 年 5 月收购安德福能源发展 49% 的股权、安德福能源供应链 51% 的股权，入局液氨公路运输。2022 年上半年，公司液氨销售业务已实现 0.24 亿元，预计随着业务成熟营造新增长点。

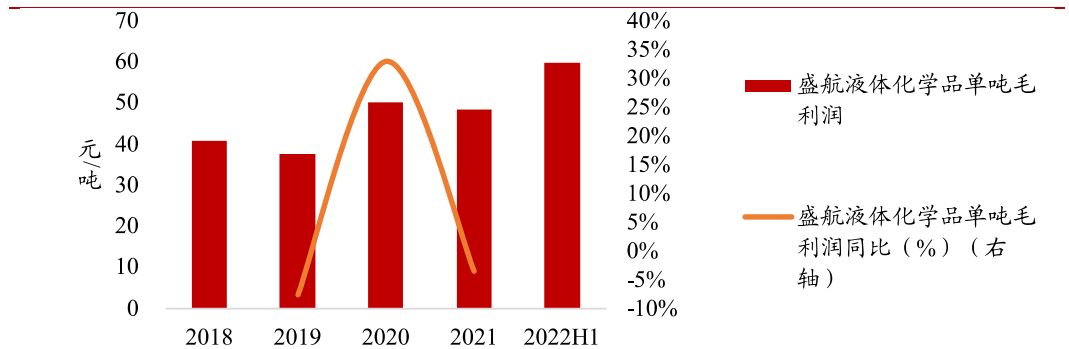
图21：盛航股份 2020 年商务谈判模式销售额占比达 71.38%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

费率未挂钩周期叠加经营优化支撑下，预计利润持续向好。公司化学品运输盈利持续向好，单吨毛利润从 2018 年的 40.71 元/吨稳步提升至 2022 年上半年的 59.93 元/吨，2018-2021 年复合增长率为 5.88%。得益于行业费率未挂钩油运周期的性质，叠加多项经营优化改善利润弹性，预计公司盈利能力持续改善。

图22：盛航股份化学品运输单吨毛利润稳步增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测：预计 2022 年实现归母净利润 1.81 亿元

我们暂不考虑清洁能源供应链业务，基于以下核心假设进行盈利预测：

1. 化学品运输

- **化学品运量：**2022 年上半年受疫情反复等因素影响，行业运输需求释放有所受阻，而下半年随着华东疫情局势好转，全年增速维持正常水平；考虑到公司运力投放节奏，2023-2024 年预计维持稳定。预计 2022-2024 年化学品运量同比增速分别为 30%、30%、25%。
- **化学品单吨运价：**考虑到费率未挂钩油运周期，具备提价基础，且 2022 年公司积极提升运价以传导燃油成本压力，预计 2023-2024 年提价放缓。预计 2022-2024 年化学品单吨运价同比增速分别为 10%、5%、5%。
- **化学品单吨成本：**2022 年行业燃油成本上行叠加公司外租船舶比例较高，得益于运营效率优化，预计公司单吨成本上行幅度有限；随着公司新增运力落地，外租船舶占比收窄，预计 2023-2024 年成本增长进一步放缓。预计 2022-2024 年化学品单吨成本增速逐步收窄，同比增速分别为 15%、2%、2%。

2. 油品运输

- **油品运量：**考虑到油品在公司运量结构中占比较低，且公司油船运力新增节奏较缓，预计公司油品运量维持稳中有升。预计 2022-2024 年金属矿石吞吐量同比增速分别为 5%、5%、5%。
- **油品单吨运价：**考虑到公司在油品运输细分行业市占率偏低，议价权偏弱于化学品运输，预计运价维持稳定。预计 2022-2024 年油品单吨运价同比增速分别为 1%、1%、1%。
- **油品单吨成本：**2022 年行业燃油成本上行叠加需求释放不确定性较强，公司外租船舶比例较高，带动单吨成本上行；2023-2024 年预计公司业务重心进一步偏向化学品运输以及清洁能源供应链，外租船舶比例逐步收缩，单吨成本增长放缓。预计 2022-2024 年油品单吨成本同比增速分别为 10%、1%、1%。

表6：盛航股份盈利预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营数据					
化学品运输					
化学品运量 (万吨)	316.69	395.34	513.94	668.12	835.16
化学品运量同比增长率	37.39%	24.84%	30.00%	30.00%	25.00%
化学品单吨运价 (元/吨)	117.38	124.16	136.57	143.40	150.57
化学品单吨运价同比增长率	3.82%	5.78%	10.00%	5.00%	5.00%
化学品单吨成本 (元/吨)	67.33	75.84	87.22	88.96	90.74
化学品单吨成本同比增长率	-10.74%	12.65%	15.00%	2.00%	2.00%
油品运输					
油品运量 (万吨)	79.14	64.58	67.81	71.20	74.76
油品运量同比增长率	-26.77%	-18.40%	5.00%	5.00%	5.00%
油品单吨运价 (元/吨)	134.51	138.95	140.34	141.74	143.16
油品单吨运价同比增长率	19.44%	3.30%	1.00%	1.00%	1.00%

油品单吨成本 (元/吨)	82.51	97.55	107.31	108.38	109.46
油品单吨成本同比增长率	-2.37%	18.23%	10.00%	1.00%	1.00%
财务数据					
营业收入 (亿元)	4.80	6.13	8.61	11.75	14.92
营业收入同比增长率	25.54%	27.64%	40.57%	36.37%	26.99%
营业成本 (亿元)	2.80	3.94	5.77	7.56	9.28
营业成本同比增长率	5.72%	40.60%	46.48%	30.95%	22.80%
毛利润 (亿元)	2.00	2.19	2.84	4.18	5.63
毛利润同比增长率	70.41%	9.45%	29.90%	47.40%	34.58%
毛利率	41.59%	35.67%	32.96%	35.63%	37.76%
归母净利润 (亿元)	1.12	1.30	1.81	2.73	3.70
归母净利润同比增长率	85.27%	16.23%	39.42%	50.56%	35.54%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2 成长性确定性较强，具备底部布局价值

根据我们的预测，盛航股份 2022-2024 年归母净利润预计分别为 1.81、2.73、3.70 亿元；从估值角度看，对应 2023 年 1 月 31 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 27.7 倍，2022-2024 年对应 PE 分别为 25.2 倍、16.7 倍、12.4 倍，PB (LF) 为 3.2 倍。

- **相对估值角度：**对标液货危险品航运业可比标的兴通股份，从 2023 年 1 月 31 日收盘价看，行业加权平均 PE (TTM) 为 34.1 倍。考虑到 2022 年疫情等因素影响炼化行业正常生产，行业需求释放受阻，行业整体估值偏低，底部布局价值明确。
- **成长性角度：**盛航股份作为内贸化学品航运巨头，得益于客户资源、获批能力突出，在行业供需紧平衡的背景下具备强势定价能力，叠加经营持续改善，盈利成长性强。暂不考虑清洁能源供应链业务，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 8.61、11.75、14.92 亿元，同比增长 40.57%、36.37%、26.99%，实现归母净利润 1.81、2.73、3.70 亿元，同比增长 39.42%、50.56%和 35.54%，对应 EPS 为 1.06、1.59、2.16 元。现价对应 PE 为 25.2 倍、16.7 倍、12.4 倍，当前市值下对应 2023 年利润 PEG 仅 0.33，具备提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表7：盛航股份可比公司估值表（2023.1.31）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)			PE			PB (LF)
		2023/1/30	2021A	TTM	2022E	2023E	2024E	
001205.SZ	盛航股份	45	35.1	27.7	25.2	16.7	12.4	3.2
603209.SH	兴通股份	70	35.2	34.1	31.3	20.7	15.1	3.5
加权平均			35.2	34.1	31.3	20.7	15.1	3.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：22-24 年盈利预测 PE 值均来自浙商交运团队预测外。

综合相对估值及成长性等方面考虑，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

- **运力获批不及预期:** 公司高度受益于行业供需紧平衡背景下的领先获批能力, 若运力获批不及预期, 运力扩张带动的竞争力以及业绩成长性将受影响。
- **费率上提不及预期:** 公司强势定价权赋予利润弹性, 若费用上提不及预期, 利润成长性将受影响。
- **经营优化不及预期:** 公司经营层面在获客模式、业务范围方面持续优化, 以提升盈利能力, 若优化程度不及预期, 盈利成长性将受影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	340	854	1,269	1,805
现金	76	516	819	1,291
交易性金融资产	76	76	76	76
应收账款	91	164	230	287
其它应收款	20	28	46	38
预付账款	13	11	20	31
存货	30	54	72	74
其他	35	5	6	8
非流动资产	1,447	1,486	1,511	1,532
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	737	1,011	1,130	1,183
无形资产	0	0	0	0
在建工程	471	228	131	93
其他	235	241	245	251
资产总计	1,788	2,340	2,780	3,336
流动负债	348	544	660	758
短期借款	108	289	384	502
应付款项	116	126	128	91
预收账款	8	4	8	20
其他	116	126	140	145
非流动负债	129	318	368	456
长期借款	101	290	340	428
其他	28	28	28	28
负债合计	477	862	1,028	1,214
少数股东权益	0	1	3	3
归属母公司股东权益	1,311	1,476	1,749	2,119
负债和股东权益	1,788	2,340	2,780	3,336

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	186	192	259	375
净利润	130	183	274	371
折旧摊销	60	68	78	86
财务费用	15	4	7	9
投资损失	(4)	(3)	(7)	(4)
营运资金变动	(14)	(58)	(91)	(84)
其它	(0)	(1)	(3)	(2)
投资活动现金流	(666)	(102)	(94)	(100)
资本支出	(531)	(99)	(97)	(98)
长期投资	(5)	(1)	(1)	(2)
其他	(131)	(2)	3	(0)
筹资活动现金流	531	350	138	198
短期借款	79	181	95	118
长期借款	25	189	50	88
其他	426	(20)	(7)	(9)
现金净增加额	51	440	303	473

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	613	861	1,175	1,492
营业成本	394	577	756	928
营业税金及附加	2	2	4	4
营业费用	5	5	8	11
管理费用	32	44	68	87
研发费用	24	27	41	55
财务费用	14	2	(9)	(16)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	4	3	7	4
其他经营收益	0	0	0	0
营业利润	146	208	314	427
营业外收支	4	1	2	2
利润总额	151	210	316	429
所得税	21	27	42	58
净利润	130	183	274	371
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	130	181	273	370
EBITDA	215	275	376	492
EPS (最新摊薄)	0.76	1.06	1.59	2.16

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	27.64%	40.57%	36.37%	26.99%
营业利润	13.00%	42.37%	50.78%	35.92%
归属母公司净利润	16.23%	39.42%	50.56%	35.54%
获利能力				
毛利率	35.67%	32.96%	35.63%	37.76%
净利率	21.21%	21.04%	23.23%	24.79%
ROE	9.91%	12.27%	15.60%	17.45%
ROIC	8.26%	8.37%	10.04%	11.16%
偿债能力				
资产负债率	26.67%	36.84%	36.98%	36.39%
净负债比率	36.37%	58.34%	58.69%	57.21%
流动比率	0.98	1.57	1.92	2.38
速动比率	0.83	1.44	1.77	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.42	0.46	0.49
应收账款周转率	7.31	7.51	7.27	7.31
应付账款周转率	5.77	4.78	5.95	8.48
每股指标(元)				
每股收益	0.76	1.06	1.59	2.16
每股经营现金	1.09	1.12	1.51	2.19
每股净资产	7.66	8.63	10.23	12.39
估值比率				
P/E	35.14	25.21	16.74	12.35
P/B	3.48	3.09	2.61	2.16
EV/EBITDA	14.64	17.17	12.13	8.74

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>