

恒通股份 (603223.SH)

依托裕龙石化，物流业务有望迎来高速发展

公司是 LNG 贸易领先企业，以 LNG 贸易和货物运输为主业。随着控股股东南山集团控股项目裕龙石化一期建设和投产，其产生的物流需求有望带动公司的物流业务快速发展，形成协同效应。

- LNG 贸易领先企业，规模不断拓展。**公司以 LNG 贸易和普通货物运输为两大主营业务板块，2021 年公司收入规模 70.8 亿元，LNG 贸易和货物运输分别占 85% 和 14%。1) LNG 贸易：公司在行业排名第三，形成 LNG 运输-LNG 储气调峰-LNG 加气站运营的 LNG 产业链，自有 LNG 运输车辆 380 余辆，与上下游合作紧密；2) 货物运输：传统物流业务，自有运输车辆 220 余辆，其中普货运输车辆 150 余辆，液碱运输车辆 60 余辆，发展较快。2021 年公司综合毛利率 3.4%，归母净利润 9926 万元，2017-21 年年均增长 13%。
- 南山集团入主，裕龙石化项目有望带来协同效应。**2020 年南山集团取得公司控制权。南山集团庞大的产业布局和雄厚实力，有望增强公司的资金实力、拓展公司业务领域。1) 2021 年公司从南山集团收购裕龙港务，通过此次收购，公司物流业务从公路运输拓展至港口运输；2) 南山集团控股项目裕龙石化一期正在建设，裕龙岛项目是国家重大生产力布局项目，致力于打造“国内领先、国际一流”的高端石化产业基地，预计 2024 年投产。一期项目规划 2000 万吨/年的炼油产能，对标规模类似的恒力石化，预计裕龙石化投产后营业收入有望达千亿，净利润有望达百亿。随着裕龙石化的建设和投产，其产生的物流需求有望推动公司的物流业务快速增长，形成协同效应。
- 首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。**我们认为：1) 公司作为 LNG 贸易行业领先企业，LNG 业务稳健增长，随着 LNG 价格趋稳、疫情影响消退，且公司拓展更多上游长协供应商以及海外直采方式，毛利率存在显著提升空间；2) 货物运输业务随着疫情的缓解、裕龙石化园区的建设有望获得快速增长；3) 随着港口投产，裕龙石化项目建设期间将带来港口运输需求；4) 2024 年后远期展望，裕龙石化一期投产后，港口有望迎来油品运输需求的大幅增长。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 1.4/2.4/4.0 亿元。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应 62.3/36.6/22.2 倍 2022-24 年 P/E。首次覆盖公司，给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：宏观经济波动风险；能源价格大幅波动风险；裕龙石化项目建设进展不及预期；安全生产风险。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5597	7082	8620	10980	14212
同比增长	-20%	27%	22%	27%	29%
营业利润(百万元)	198	145	211	362	599
同比增长	932%	-27%	45%	71%	66%
归母净利润(百万元)	123	99	143	243	400
同比增长	4681%	-19%	44%	70%	65%
每股收益(元)	0.43	0.35	0.51	0.86	1.42
PE	72.6	89.7	62.3	36.6	22.2
PB	7.7	7.4	6.7	5.9	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (首次)

目标估值：NA

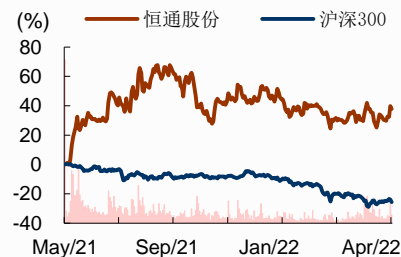
当前股价：31.55 元

基础数据

总股本(万股)	28224
已上市流通股(万股)	28224
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	89
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	3.8
资产负债率	28.5%
主要股东	刘振东
主要股东持股比例	20.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-6	35
相对表现	4	14	58



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 苏宝亮** S1090519010004
 subaoliang@cmschina.com.cn
- 肖欣晨** S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 魏芸** S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、LNG 贸易+货物运输，规模不断拓展	4
1.历史沿革和股权结构	4
2.主营业务：LNG 贸易+货物运输	5
二、主营业务短期受冲击，中长期有望持续深化发展	8
1.LNG 价格波动影响短期利润水平，中长期毛利率有显著提升空间	8
2.后疫情时代物流行业或将进入蓬勃发展时代	10
三、新变化新机遇：裕龙石化有望推动公司物流业务快速增长	11
1.南山集团为公司提供长期发展助力	11
2.裕龙岛炼化一体化项目	13
3.裕龙石化可比公司：恒力石化	15
4.预计裕龙石化项目推动公司物流业务快速增长	16
四、盈利预测及投资建议	17
五、风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：LNG 业务示意图	5
图 4：公司气源布局及辐射范围	6
图 5：裕龙港口示意图	6
图 6：营业收入走势（亿元）	7
图 7：归母净利润走势（亿元）	7
图 8：各业务的毛利率	7
图 9：存货及应收账款周转天数	8
图 10：公司资产负债率	8
图 11：2022 年 LNG 进口到岸价格指数走势	9
图 12：中国近一年 LNG 进口数量走势（单位：万吨）	9
图 13：LNG 全产业链示意图	10
图 14：1-5 月全国整车货运流量指数	11

图 15: 1-5 月山东整车货运流量指数	11
图 16: 中国化工物流市场规模	11
图 17: 第三方物流渗透率和市场规模迅速提升	11
图 18: 南山集团股权结构	12
图 19: 南山集团全球布局	12
图 20: 裕龙岛炼化一体化项目发展历程	13
图 21: 裕龙石化公司股权结构	13
图 22: 裕龙岛炼化一体化项目总览图	14
图 23: 恒力石化营业收入及同比增速	15
图 24: 恒力石化净利润及同比增速	15
图 25: 恒力石化毛利率与净利率	16
图 26: 公司与南山集团的协同效应	17
图 27: 恒通股份历史 PE Band	19
图 28: 恒通股份历史 PB Band	19
表 1: 公司主要股东	4
表 2: 公司液源采购情况	5
表 3: 公司货物运输运载能力	6
表 4: 成本明细表	7
表 5: 可比公司对比	10
表 6: 裕龙岛炼化一体化项目总体规划	14
表 7: 恒力石化一期项目主要产能	15
表 8: 收入预测及毛利率预测	18
表 9: 公司利润表	18
附: 财务预测表	20

一、LNG 贸易+货物运输，规模不断拓展

1. 历史沿革和股权结构

恒通物流股份有限公司于 2007 年 5 月 22 日在山东省烟台龙口市成立，是集销售、维修与运输为一体的运输型物流服务企业。恒通物流股份有限公司坐落于龙口开发区内，地处胶东半岛北部，有着独特的地理优势，这里临近港口交通便利，背靠大莱龙铁路、龙口港通道和烟台蓬莱国际机场，集齐“海陆空”一体的多种运输方式。

2015 年公司正式登陆 A 股，募集资金约 2.9 亿，是国内首家道路运输 A 股上市企业。2011 年 2 月，山东恒福绿洲新能源有限公司成立，率先在山东省内推广 LNG 天然气车的使用，5 月公司购置 100 辆 LNG 运输车，这标志着恒通股份正式进入 LNG 贸易和运输领域。同年 12 月，公司进行股份制改造，正式更名为恒通物股份有限公司。

2020 年南山集团正式入主成为实际控制人。近年来，在原有的 LNG 贸易物流业务基础上，公司业务向产业链上游和下游延伸。

2014 年与中石化合资成立华恒能源有限公司，2017 年与北京交通大学联合成立“北京交大一恒通智慧物流实验室”，同时公司稳定持续地对外扩张先，成立 27 家直接控股或间接控股公司，从而全方面构建包括上游 LNG 采购、中游 LNG 槽车和管道运输销售、下游加气站与天然气管道运营的完整业务链条。

图 1：公司发展历程



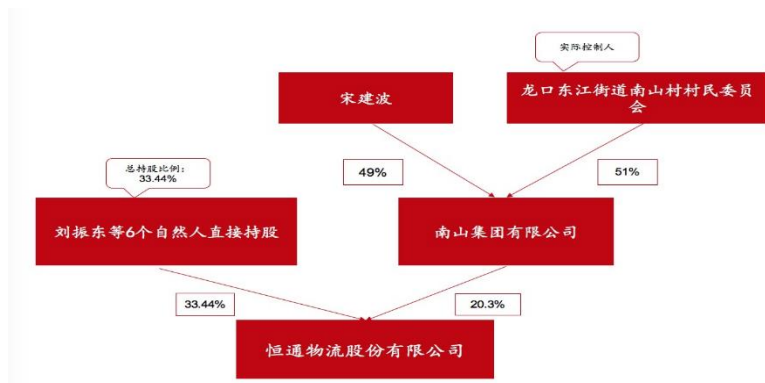
资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司主要股东

股东名称	持股比例(%)	持股数(股)
刘振东	20.73%	58513614
南山集团有限公司	20.30%	57301662
宋建波	5.71%	16110025
于江水	5.53%	15611590

资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

2. 主营业务: LNG 贸易+货物运输

公司主营业务分为两部分: LNG 气体销售, 货物运输。2021 年收入分别为 60.2 亿元和 10.0 亿元, 占比分别为 85% 和 14%。

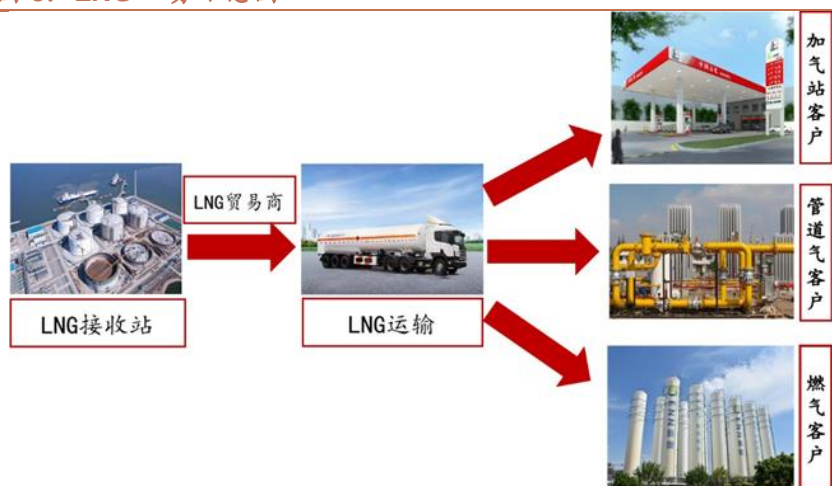
LNG 液化天然气业务: 恒通股份深耕于 LNG 贸易多年, 在 2020 中国 LNG 贸易企业排名中, 公司居第三位。公司主要从事 LNG 贸易经营与物流、LNG 加气站的建设和运营、LPG 的分销零售等。LNG 贸易业务的运作模式为公司从中石化 LNG 沿海接收站、LNG 液厂以及贸易商等处进行采购, 之后通过安全高效的分销、配送模式, 组织车辆通过公路运输将 LNG 从接收站或液厂运输至终端客户处; LNG 接收站或液厂通常不负责运输, 通过 LNG 贸易商运输或者客户前往 LNG 接收站自提的方式完成配送, 将 LNG 销售给城市燃气公司、加气站等。

表 2: 公司液源采购情况

区域	主要液源采购地	液源占区域总量比例	液源销售量
山东区域	董家口	50%	32 万吨左右
天津区域	中石化、中海油	80%	22 万吨左右
江浙区域	启东、如东、北仑	60%	15 万吨左右
粤东区域	粤东接收站	12.50%	10.95 万吨
广西区域	粤东接收站	35.70%	36.5 万吨

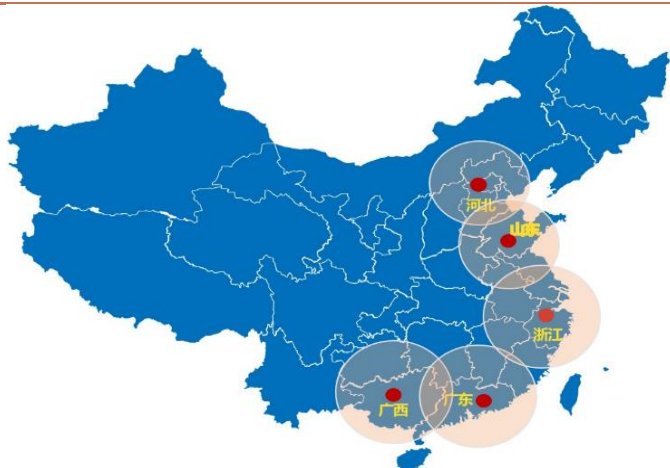
资料来源: 公司年报、招商证券

图 3: LNG 业务示意图



资料来源: 招商证券

图 4: 公司气源布局及辐射范围



资料来源: 招商证券

货物运输业务: 公司全资子公司优化物流从事传统物流业务, 公司承运的货种主要包括普货和液碱两大类。运输货种主要为铝矾土、煤炭、木片、饲料等集疏港大宗货源; 液碱运输车辆 60 余辆, 是胶东地区最大的液碱运输车队, 目前主要与胶东地区众多规模以上工业企业保持长期合作, 运输线路辐射全省。

表 3: 公司货物运输运载能力

车型	
短途车	运量 28 吨/车, 年运输量约 600 万吨
长途车	运量 30 吨/车, 年运输量约 12 万吨
液碱车	运量 29.5 吨/车, 年运输量约 85 万吨

资料来源: 公司年报、招商证券

新增港口业务: 2021 年 8 月, 恒通股份以 8000 万对价收购裕龙港务 100% 股权。裕龙港务码头主营港口业务运输, 经营范围为港口投资及建设、码头港口设施经营、港口拖轮经营、货物装卸、中转、仓储服务经营等。裕龙港务目前已基本完成大件码头的建设, 码头投入使用后预计每年可以产生收入 2800 万元。通过此次收购, 公司从公路运输业务拓展至港口运输业务, 发展“港口+公路”联运业务模式。

图 5: 裕龙港口示意图

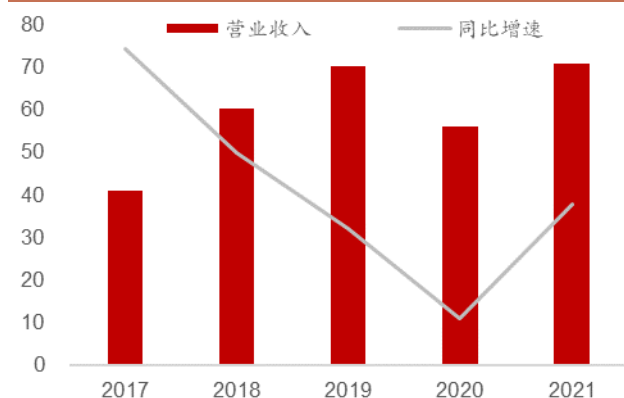


资料来源: 公司资料

2021 年市场复苏推动营业收入快速攀升。 2021 年, 公司实现营业收入 70.8 亿元, 较上年同期增速 26.5%。主要原因为 2021 年疫情得到控制, 物流行业呈现坚实复苏态势, LNG 销售单价及运输业务量增加所致。因国际 LNG 现货市场价格不断攀高, 导致国内 LNG 接收站的现货采购成本大幅增加, 因此导致 2021 年公司毛利水平下降。2021 年公司实现归母净利 0.99 亿元, 同比下降 19.1%。

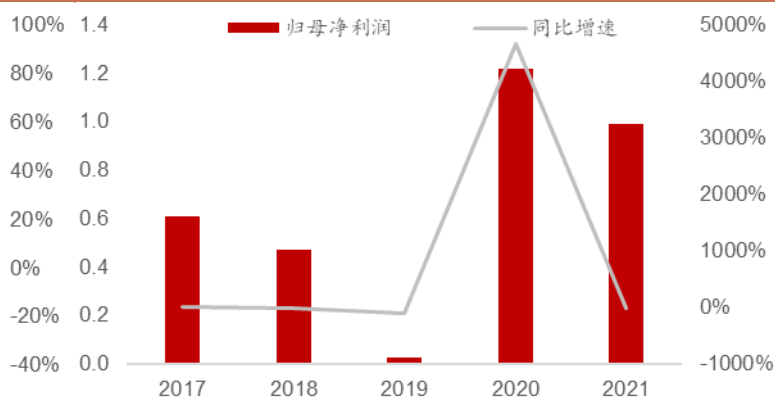
LNG 高价和疫情导致 2022Q1 业绩下滑。2022 年一季度，公司收入同比下降 21.5%至 11.9 亿元，归母净利润同比下降 83.6%至 1000 万元。2022 年一季度全国 LNG 工厂价为 6326 元/吨，较去年同期上涨 43.8%。LNG 高价抑制下游需求，且疫情反复导致企业复工困难，LNG 销量不断下降。2022 年 1 月，LNG 物流及其贸易企业整体市场处于供大于需的局面，多数液价跌破成本线；2 月，虽然下游客户消费需求增加，但上游资源紧张，出货价持续走高成本不断上涨；此外，3 月由于疫情严峻，公司物流运输业及客户需求受到较大冲击。

图 6: 营业收入走势 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 7: 归母净利润走势 (亿元)



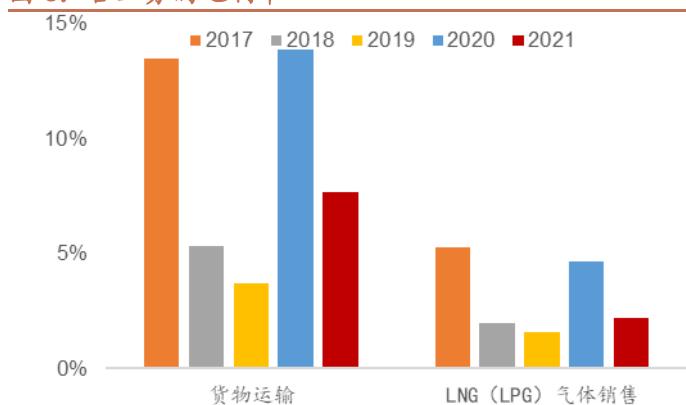
资料来源: 公司年报、招商证券

表 4: 成本明细表

行业	2021 年费用 (万元)	2020 年费用 (万元)	同期变动
货物运输-自有成本	10,862	9,375	15.9%
货物运输-外包成本	81,602	41,878	94.9%
LNG 气体销售-采购及运费	587,685	469,800	25.1%
LNG 气体销售-其他成本	986	1,423	-30.7%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 各业务的毛利率

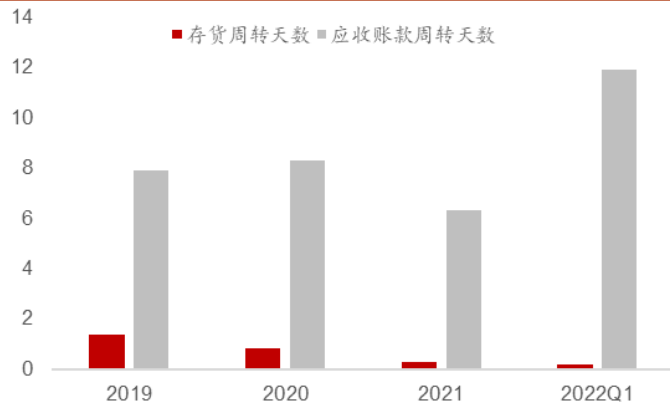


资料来源: 公司年报、招商证券

公司存货及应收账款周转天数持续下降。2017-2021 年公司实现存货周转天数分别为 2.68、2.24、1.39、0.84、0.26，存货周转天数逐年下降。同时公司应收账款账期缩短，运营回款能力增强。主要是由于公司大客户结算及时，公司客户结算 70%-80%是先货后款，4-5 天的账期，并且从采购到销售仅需 2-3 天的时间。

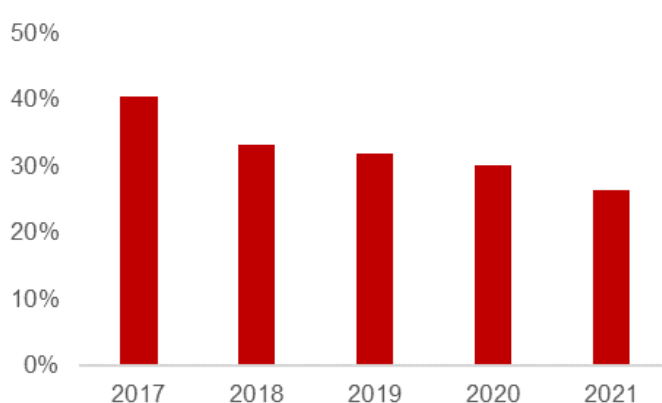
公司资产负债率持续下降。2017-2021 年，资产负债率分别为 40.5%、33.3%、31.9%、30.2%、26.3%，呈逐年下滑趋势，偿债压力逐年走低。

图 9: 存货及应收账款周转天数



资料来源: 公司年报、招商证券

图 10: 公司资产负债率



资料来源: 公司年报、招商证券

二、主营业务短期受冲击，中长期有望持续深化发展

1. LNG 价格波动影响短期利润水平，中长期毛利率有显著提升空间

2021 年 LNG 市场供给价格冲击、需求收缩。从供给端看，2021 年大宗商品价格高位波动，国际 LNG 现货市场价格不断攀高，导致国内 LNG 接收站的现货采购成本大幅增加，国内 LNG 市场价格不断走高，全年 LNG 均价同比增长 49%至 4981 元/吨。从需求端看，2021 年国内 LNG 价格相较管道气无经济性优势，且因管道气供应极为充裕，故而在天然气市场消费主力军的城市燃气用量方面，LNG 的市场占有率较往年降低。在车用需求方面，随着 LNG 市场价格的不断走高，气头车相较油头车经济性优势也在降低。在工业点供方面，环保力度的不断收紧和限电限产政策的执行，使工业用户难以恢复需求，叠加管道气的价格优势和供应充足，双气源工业用户大多放弃 LNG，选择了管道气。

2022 年俄乌冲突重塑全球能源格局。2022 年俄乌冲突爆发，西方国家宣布制裁俄罗斯，能源公司迅速撤离在俄罗斯的企业并取消在俄的新投资。这次冲突扰乱了全球市场，加剧了整个北半球的能源紧缩，并将化石燃料出口价格推至高位。随着俄乌冲突的持续，各国天然气行业都面临巨大的价格波动，尤其是欧洲国家，欧洲天然气价格持续上涨。欧洲多年以来严重依赖俄罗斯天然气出口来满足其需求，现如今不得不寻求其他途径从而弥补缺口。比如德国每年约消耗 1000 亿立方米天然气，其中 55%都来源于俄罗斯。为了代替俄罗斯的管道天然气，德国不得不依赖于液化天然气的进口，例如开展与卡塔尔的合作，考虑到卡塔尔是全球 LNG 出口最多的国家之一，德国希望卡塔尔增加天然气的供应。供需关系的变化导致天然气价格一路飘升。对于国内来说，截止到 2022 年 5 月 8 日，LNG 综合到岸价格指数为 167.43，环比上涨 26%，同比上涨 87.8%。进口成本不断上涨，中国从境外市场进口天然气数量不断下降，但支付金额却不断攀升。

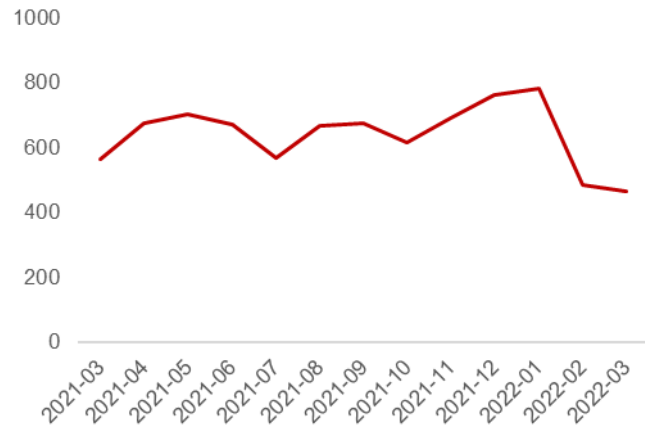
短期 LNG 价格攀升冲击公司业绩。2022 年一季度，公司实现营业收入 11.9 亿元，同比下降 21.5%；净利润 0.1 亿元，同比下降 83.1%，主要是由于 LNG 进口价格不断攀升，LNG 业务成本不断提高但销量下降所致。经过 2021-22 年全球天然气价格激增，打破纪录价格后，我们预计 2022 年接下来的时间里液化天然气（LNG）价格或保持高位震荡。

图 11: 2022 年 LNG 进口到岸价格指数走势



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 中国近一年 LNG 进口数量走势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind、招商证券

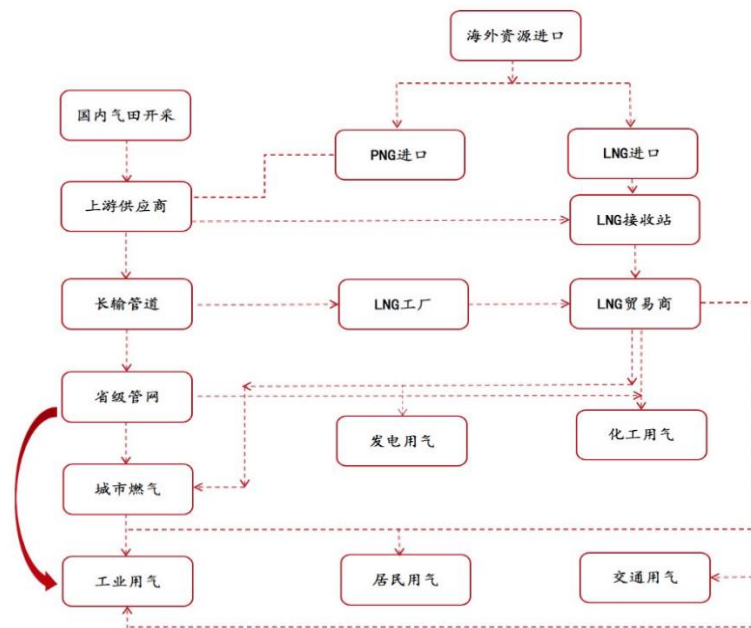
公司是 LNG 贸易行业的领先企业，形成 LNG 贸易产业链，抗风险能力相对较强。LNG 产业链分为上中下游三个环节，上游主要包括气田勘探、开采、净化、分离等，代表公司有中石油、中石化、中海油等国有大型石油企业；中游主要包括 LNG 装载、储存、运输和接收站；下游环节为终端客户方，例如工业炉用户、工业园区、城市燃气公司、LNG 加注站及 LNG 相关的所有产业等。经过历史发展，公司形成了“LNG 接收站-LNG 运输-LNG 储气调峰-LNG 加气站”的 LNG 贸易产业链。通过全产业链运作优势、运贸一体优势和合作方及服务优势，有利于公司业务规模的进一步提升：

1) 全产业链布局有利于抵抗风险。公司不断加强与上游的紧密合作，旗下子公司华恒能源为中石化的参股公司，华恒能源在依托中石化青岛董家口 LNG 接收站为主要气源的基础上，不断开拓 LNG 产品新市场逐步扩大公司在市场上的辐射范围。通过提供经济合理安全可靠的分销、配送模式，保障中国石化山东、天津两个区域的 LNG 接收站 LNG、CNG 及其他产品的运输、物流配送的稳定畅通。在下游分销方面，公司充分利用自有加气站布局，一方面在天然气市场消费淡季 LNG 价格较低时期抓住车用 LNG 市场，另一方面，在消费旺季利用加气站储罐发挥调峰功能；对下游的延伸有助于抵抗价格波动风险。

2) 贸易和物流一体化，具有规模优势。公司以国内 LNG 接收港为资源中心，通过运贸一体，实现多点布局，逐步扩大市场辐射规模，实现了华北、华东、华南等主要的天然气消费区域的全覆盖。据金联创统计的 2020 年中国 LNG 贸易企业排名中，公司位居第三位（第一名和第二名分别为新奥能源控股有限公司和中燃宏大贸易有限公司），2021 年在 LNG 贸易行业公司市场占有率为 5%。较大的业务规模有助于从上游获得更有竞争力的价格。

3) 公司运力保障能力强。截至 2021 年底，公司自有 LNG 运输车辆 380 余辆，依托运输及资源优势，实现了 LNG 槽车运输区域间互联互通网络布局，开拓了 LNG 物流运输往返运营新模式，大幅降低了空驶率，切实提升了运行效益。

图 13: LNG 全产业链示意图



资料来源：招商证券

中长期来看，LNG 行业依然具有良好发展前景。在“双碳”目标的大背景下，天然气作为替代煤炭等传统能源的清洁能源之一，碳中和目标的实现将在一定程度上促进天然气等清洁能源的产业发展。此外，LNG 具有不可替代性。对于城燃公司，在冬季供暖用气量增大、气源供给紧张、燃气管道检修等情况下，LNG 具有重要的应急调峰作用；对于工业用户，持续稳定的气源供应是生产开展的保障，即便已经拥有管道气供应的工业用户，LNG 和管道气仍然形成了互补供给的格局，LNG 的灵活运输性使得其依然成本部分工业用户的最佳选择。

公司目前上游采购来源较单一，通过拓宽上游采购渠道，公司 LNG 毛利率有显著提升空间。对比同业，我们认为公司 LNG 业务毛利率有提升空间。据金联创统计的 2020 年中国 LNG 贸易企业排名，新奥能源控股有限公司为第一名。根据 2021 年年报数据，新奥能源收入 931 亿元，毛利率达 15.1%，远高于恒通股份毛利率水平（2021 年公司 LNG 业务毛利率：2.2%）。我们认为新奥能源作为大型的 LNG 贸易商，通过海外直采、自建接收站来实现采购，再加上销售全流程的模式，从而获得较高的毛利率。反观公司，公司长期以来以中石化为最主要采购渠道，年报中披露，公司存在单个供应商的采购比例超过总额的 50% 的情况。我们认为，在 LNG 价格高企的背景下，公司有望效仿同业经验，拓宽上游采购渠道，包括拓展更多的长协供应商、拓展海外直采方式等，从而降低采购成本、提升毛利率水平。

表 5: 可比公司对比

	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	毛利润 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率	净利率	ROE
恒通股份	85.6	70.8	2.4	1.0	3.4%	1.4%	8.2%
新奥能源	1094.3	931.1	140.6	77.6	15.1%	8.3%	21.7%

资料来源：公司年报、招商证券

2. 后疫情时代物流行业或将进入蓬勃发展时代

“十四五”规划提出推动物流行业发展。《“十四五”现代流通体系建设规划》中提到将从四个方面推动现代物流发展。一是构建物流基础设施网络，建设国家物流枢纽网络，加快国家物流枢纽布局建设，完善区域物流服务。二是拓展物流服务新领域新模式，加快铁路快运基础设施网络建设，加强物流基础设施与工业园区、支持物流企业与生产制造、商贸流通企业深度合作。三是培育充满活力现代物流企业，支持物流企业加强资源整合，提升物流企业网络化经营能力，提高物流企业专业服务水平。四是拓展内陆国际联运通道、加强国际航空物流能力建设，提升国际海运水平和港口物流服务能力。从需求端看，随着国民经济的发展，国内物流运输的需求逐渐提升，从而对公路物流需求带来了增长。2021 年，物流产业经受住了国际严峻环境和国内疫情等多重考验，呈现复苏态势。2021 年全国社会物流总额

333.5 万亿，同比增长 9.2%，创下新高。截至到年末，全国 A 级物流企业近 8000 家，其中前 50 强物流企业收入合计 1.4 万亿元，同比增长 16.6%，50 强物流企业收入合计占物流业总收入的比例也提升至近年来最高水平，市场集中度进一步增强。其中恒通股份货物运输业务 2021 年实现营业收入 10 亿元，同比增长 68.2%，保持快速增长态势。

2022 年行业面临疫情的严峻挑战，但恢复可期。2022 年 3-4 月，随着深圳、上海疫情相继爆发，出行管控严格程度超过往年，交通物流遭遇严重打击。以整车货运流量指数看，4 月全国数据曾同比下跌超过 30%，公司所在的山东地区一度下跌逾 15%。从环比数据看，4 月下旬以来，全国已逐步出现改善迹象，山东地区已接近同比持平。

图 14: 1-5 月全国整车货运流量指数



资料来源: G7、招商证券

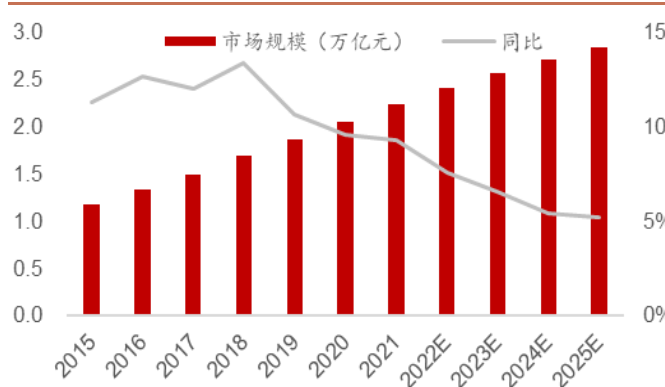
图 15: 1-5 月山东整车货运流量指数



资料来源: G7、招商证券

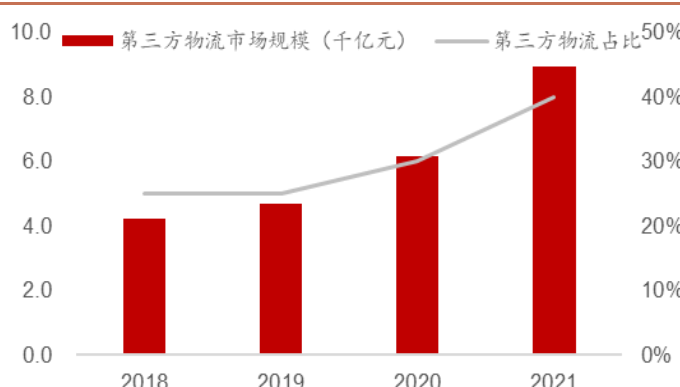
公司或有望拓展化工物流业务。考虑到公司在 LNG 领域的深耕，以及控股股东南山集团在石化领域的布局，公司或在未来有望探索化工物流领域。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计分析，截至 2021 年末，中国化工物流市场规模超过 2 万亿元，2018-21 年年均复合增长 9.8%；预计 2025 年市场规模将达到 2.85 万亿元，2021-25 年年均复合增长 6.2%。随着安全环保监管要求的不断提升，下游化工企业“退城入园”工作的不断推进，化工企业对物流环节的专业化，安全性需求日益增加，越来越多的综合化工企业选择专业的第三方物流服务商。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会，第三方物流在化工物流行业渗透率从 2018 年的 25% 提升至了 2021 年的 40%，据此测算 2021 年第三方物流市场规模超过 8000 亿元，2018-2021 年年均复合增长 28.5%，超过行业平均增速。

图 16: 中国化工物流市场规模



资料来源: 中国物流与采购联合会危化品物流分会、招商证券

图 17: 第三方物流渗透率和市场规模迅速提升



资料来源: 中国物流与采购联合会危化品物流分会、招商证券

三、新变化新机遇：裕龙石化有望推动公司物流业务快速增长

1. 南山集团为公司提供长期发展助力

2020 年南山集团及其一致行动人合计持有恒通股份 26.01% 股份，取得公司控制权。

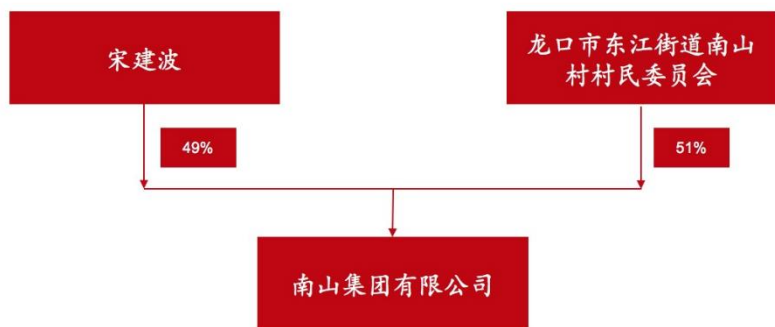
股权结构及变更: 南山集团股权结构稳定, 股东分别为龙口市东江街道南山村村民委员会和宋建波, 持股比例分别为 51% 和 49%。南山控股由南山集团发展形成, 公司成立于 1992 年, 下设南山集团和新南山国际。目前南山集团已经拥有南山铝业 (600219)、南山智尚 (300918)、恒通股份(603223)三家 A 股上市公司, 三家公司总市值约 600 亿。南山旗下有南山工业园区、东海旅游度假区、裕龙石化产业园区和岬母岛临港产业园四大园区, 形成了以南山铝业、南山智尚、裕龙石化、南山金融、南山地产等为主导的多产业并举的发展格局。目前为止, 南山集团的年经营收入和固定资产都已突破 1000 亿元。

南山铝业拥有电解铝、氧化铝、电力、挤压铝型材、多种合金等原材料。终端产品应用于航空、轨道、电力、汽车等领域, 合作公司有宝马、中国商飞、美国波音、法国赛峰等全球大型企业。南山铝业 2021 全年实现营业收入 287 亿元, 同比增长 28.8%; 净利润为 34 亿元, 同比增长 66.4%。

南山智尚是一家及纺织服饰智能制造与品牌运营为一体的高新技术企业, 拥有自己的独立品牌以原创和科技为特色, 为消费者提供时尚又舒适的服装。2021 全年实现营业收入 15 亿元, 同比增长 9.9%; 净利润为 1.5 亿元, 同比增长 74.2%。

恒通股份是一家以 LNG 贸易、货物运输为主业的综合物流企业。2021 全年实现营业收入 70.8 亿元, 同比增长 26.5%; 净利润为 1.0 亿元, 同比下降 19.1%。

图 18: 南山集团股权结构



资料来源: 公司年报、招商证券

图 19: 南山集团全球布局



资料来源: 公司官网、招商证券

2.裕龙岛炼化一体化项目

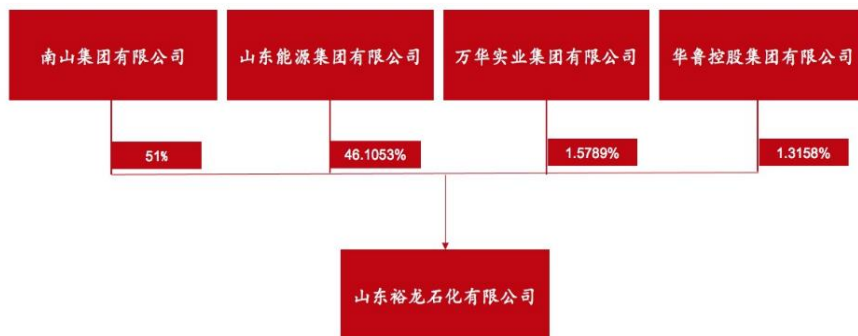
股权结构及重大变更：山东裕龙石化有限公司成立于2019年，在2021年11月22日，南山集团、山东能源、万华实业、华鲁集团、裕龙石化负责人共同签署《增资扩股协议》。此次增资扩股后，裕龙岛项目原股南山集团占股71%下降至51%，新进入的山东能源集团成为第二大股东，占股46.1%。原股东万华实业占股由20%降至1.58%，另一新股东华鲁集团占股1.32%。

图 20: 裕龙岛炼化一体化项目发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

图 21: 裕龙石化公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

裕龙岛项目是国家重大生产力布局项目，致力于打造成“国内领先、国际一流”的高端石化产业基地。2020年10月，裕龙岛炼化一体化项目（以下简称裕龙岛项目）正式开工。裕龙岛项目是国家规划的重大生产力布局项目，山东省委、省政府对项目建设高度重视，早在2018年2月14日举行的山东省十三届人大二次会议上，省长在政府工作报告中提出要全力推动烟台裕龙岛项目，力将裕龙岛项目打造成世界级高端石化产业基地。

裕龙岛项目整合各股东优势，开展全方位、多要素合作。南山集团发挥电力机组、液化天然气接收站、铝业新材料、港口码头物流等方面优势，为裕龙岛项目及其他股东提供能源供应、物流等方面的服务。山东能源集团利用下属公司

拥有的煤制气、环保科技等专有技术，全面参与裕龙岛项目建设运营。华鲁控股集团充分发挥高端化工、生物医药、生态环保等方面优势，参与裕龙岛炼化项目建设。万华实业集团一是原料互供，发挥裕龙岛与烟台万华工业园的近距离优势，炼化项目为万华提供 C2-C10 各种组分基础原料，而万华可向南山集团提供烧碱、盐酸等辅助材料；二是采用万华自有技术，在裕龙岛建 PO/SM 装置，实现规模优势。

裕龙石化项目有望带动山东省及烟台市化工全产业链整合发展。山东省为全国地炼大省，地方炼油产能 1.3 亿吨/年，占全国地炼总产能的 70%。但由于产能分散，大部分企业炼化能力在 300 万吨以下，此次山东将借裕龙岛炼化一体化项目整合小型炼油厂突出产能优势，推动地炼重组、炼化产业新旧动能转换、抢得在中国“7+1”石化基地的关键席位。裕龙岛炼化一体项目是烟台加快转型发展的重大机遇。项目建成达产后可带动周边相关产业产值超万亿，例如房地产、旅游等，其中项目拟建设乙烷 400 万吨，就可以增加一万个就业岗位，相应的这一万人的饮食、住宿、交通都需要额外的岗位配置，因此裕龙岛项目会有大量的岗位需求，人才需求等，从而带动烟台市的高素质人才聚集、港口、医疗、高铁、教育发展，促进烟台龙口市产业转型，经济快速发展。

项目一期预计实现 2000 万吨炼油产能。裕龙岛位于渤海龙口湾南部海域，整个裕龙岛炼化一体化项目预计总投资 3876 亿。一期项目位于西部裕龙岛 2#和 3#岛，其中炼油厂区建设在裕龙岛的 3#岛，化工厂区 and 公用工程区建设在裕龙岛的 2#岛；化工品库区(一期)占地 27 公顷，液化品及油品库区(一期)占地 33.51 公顷。项目一期计划建设投资 1089 亿元，从 2020 年动工，目前在正常建设过程中，已完成部分设备采购和框架协议，预计在 2023 年 6 月和 12 月完成一系列中交，2024 年投产。根据规划，一期拟建设产能 2000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混合二甲苯，以及聚乙烯、聚丙烯、丁二烯、ABS、丙烯腈、合成橡胶等下游深度加工装置。

表 6: 裕龙岛炼化一体化项目总体规划

时间	目标	主要产品总产能
初期 (2019-2025)	规划 2000 万吨/年炼化一体项目 轻烃综合利用项目 100 万吨/年乙烷制烯烃项目 海洋化工一体化项目 高端石化及新材料产业园 公用工程等基础设施建设，达到产业园高起点发展	汽油 200 万吨、航煤 165 万吨 柴油 20 万吨、润滑油 50 万吨 丙烯 230 万吨 乙烯 400 万吨 混合芳烃 400 万吨
中期 (2026-2030)	规划新增 2000 万吨/年炼化一体项目 新增一套 100 万吨/年乙烷制烯烃项目 高端制造业聚集区，达到产业园壮大发展项目	新增汽油 160 万吨、航煤 110 万吨 新增柴油 120 万吨、乙烯 520 万吨 新增丙烯 200 万吨、混合芳烃 300 万吨
远期 (2031-2035)	另外规划 2000 万吨/年炼化一体项目 进一步完善上下游产业链，达到产业园完善	

资料来源：公司公告、招商证券

图 22: 裕龙岛炼化一体化项目总览图



资料来源：公司公告、招商证券

3.裕龙石化可比公司：恒力石化

恒力炼化一体化项目是国内首个大型民营炼化项目。恒力石化股份有限公司是世界 500 强企业恒力集团旗下子公司，于 2016 年通过借壳“大橡塑”登陆上交所主板市场，股票代码为 600346。公司目前是国内规模最大、技术最先进的民用涤纶长丝和工业用涤纶长丝制造商之一，聚酯总产能超 360 万吨，其中民用丝 243 万吨、工业丝 40 万吨、聚酯切片 45 万吨、聚酯薄膜 26.6 万吨、工程塑料 24 万吨、可降解塑料 3.3 万吨，公司热电业务板块还拥有 10 亿 KWH 发电和 220 万吨蒸汽供应能力。2016 年恒力石化炼化一体化项目进入准备建设，2017 年正式开工。

恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目已经全面投产。150 万吨/年乙烯项目也启动完成，2020 年，公司陆续投产 4#、5#各 250 万吨/年 PTA 项目。上游：布局 2000 万吨/年炼化一体化项目和 150 万吨 /年乙烯项目，产品包括成品油、PX、烯烃，现已全部投产。中游：布局 1160 万吨/年 PTA 产能，现已投产。下游：通过布局聚酯板块总产能达 358.9 万吨/年，包括涤纶民用长丝 245 万吨/年、聚酯薄膜 26.6 万吨/年、聚酯切片 20 万吨/年、涤纶工业丝 40 万吨/年、工程塑料 24 万吨/年和可降解塑料 3.3 万吨 /年。公司已经形成原油—芳烃、乙烯—PTA、乙二醇—PET—民用丝全产业链发展。

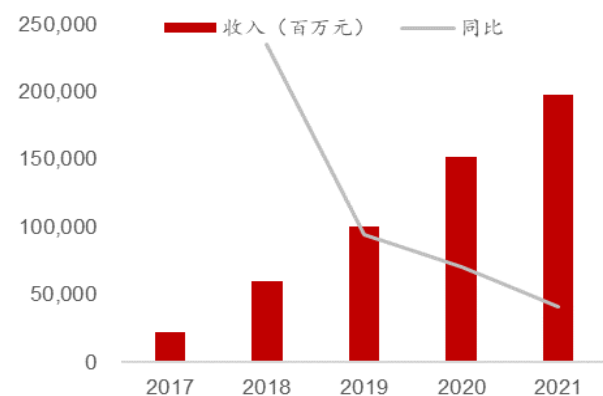
表 7: 恒力石化一期项目主要产能

产品	数量
原油炼化能力	2000 万吨/年
乙烯装置	150 万吨/年
PX	450 万吨/年
TA	1160 万吨/年
MEG	180 万吨/年
聚酯	300 万吨/年
丙烯	85 万吨/年
纯苯	120 万吨/年
纯氢	30 万吨/年
甲醇	75 万吨/年

资料来源：公司公告、招商证券

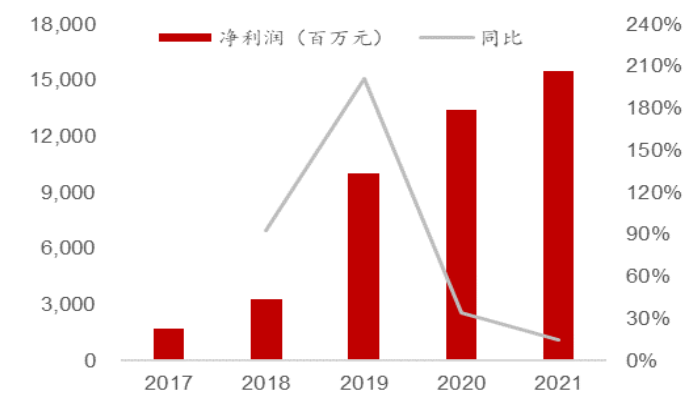
一期产能全面释放，业绩不断攀升。2017-21 年，恒力石化营业收入及净利润不断增长，毛利率总体保持在 15%以上。2021 年全年实现营业收入 1980 亿元，同比增长 29.9%；归母净利润 155 亿元，同比增长 15.4%。从细分行业看，2021 年炼化板块营业收入 1049 亿元，同比增长 16.8%。恒力石化在原有产能基础上，还额外设计生产 180 万吨乙二醇、40 万吨醋酸、120 万吨纯苯、85 万吨聚丙烯、72 万吨苯乙烯、40 万吨高密度聚乙烯、14 万吨丁二烯等化工产品与国六以上高标汽油、柴油和航空煤油等成品油产品。在化工物流方面，恒力石化与中远海签订沿海散货运输合同，招商南油承运出口航煤，后与唐山港集团、伊泰能源、华西化工码头等公司签署物流运输合同，从而深化运储合作，保障能源畅通，通过货、船、港、路的强强联合，稳定高负荷运输。

图 23: 恒力石化营业收入及同比增速



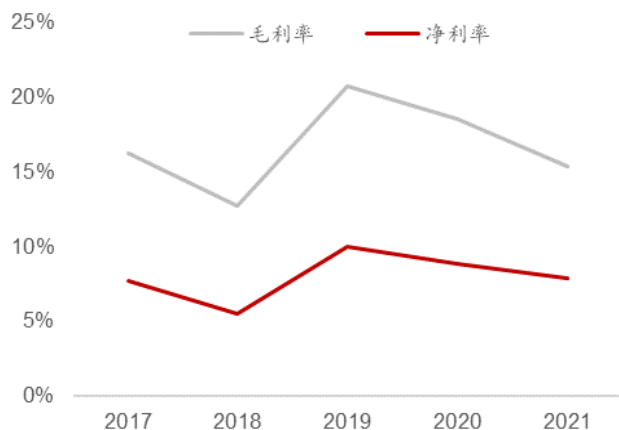
资料来源：公司年报、招商证券

图 24: 恒力石化净利润及同比增速



资料来源：公司年报、招商证券

图 25: 恒力石化毛利率与净利率



资料来源: 公司年报、招商证券

裕龙岛炼化一体化项目发展路径与恒力炼化一体化项目高度相似。同样作为省重点的化工产业园,裕龙岛项目与恒力炼化项目一期的主要产能也相同,都规划 2000 万吨/年炼油。相比恒力炼化项目,裕龙岛项目重点在于汽油、柴油、航煤、乙丙烯方面,恒力更关注于民用涤纶长丝、工业丝、聚酯等方面,但两家公司投产目标基本一致,定位一致,且都具备资源、资金等多方面优势。

物流运输方面:恒力炼化项目为完善上下游运输与多家公司签订运输合同,同时成立旗下子公司恒力运输有限公司。裕龙石化方面,为配合裕龙石化产业园的运输,项目母公司南山集团 2020 年完成对恒通股份的收购,从而全方位的为裕龙岛项目提供仓储、海运、陆运、码头卸货、吊装等全套服务。

配套设施方面:恒力炼化项目园区内建有国内最大的煤制氢联产醋酸项目,并且配套建设码头热电厂。产出的 PX 和醋酸可以直接输送到工厂,通过油、煤、化协同发展。裕龙岛炼化项目主要配置 1000 万吨/年常压蒸馏装置和 1000 万吨/年常减压蒸馏装置、轻烃回收装置、脱硫脱硫醇装置、渣油加氢装置等炼油工艺装置,以及 2×150 万吨/年乙烯、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯抽提、EVA/LDPE 等化工工艺装置。同时配套公用工程、辅助设施和海水淡化、海水取水及排水等设施。配套的公用工程,包括动力中心、原煤输送和储存,拟新建 6 台 670t/h (BMCR 最大蒸发量为 730t/h) 高温高压煤粉锅炉,配置 5 台 60MW 抽汽背压式汽轮发电机组,及其配套的供配电系统、110kV 升压站。项目按照“少油、宜芳、多烯”的原则设计总工艺流程,主要进口和加工沙特轻质和沙特重质常规含硫原油,并以最大量提供高附加值的化工原料并兼顾油品质量为目标,大力发展下游精深加工,进而打造世界级高端石化产业基地。并且在“减少污染、打造绿色建筑”的目标下,该项目主要污染物实行 2 倍量替代,确保全省主要污染物排放总量下降,确保烟台市内排放总量不增加,确保所在海域海水和大气质量持续改善。

先进技术方面:恒力炼化项目采用了目前世界上单体体量最大的芳烃联合装置,煤制氢装置规模是全国第一。裕龙岛炼化项目采用霍尼韦尔 UOP 催化重整和芳烃技术。霍尼韦尔 UOP 是世界领先的芳烃生产加工技术,采用 UOP 的烯烃脱除工艺 (ORP)、Sulfolane 芳烃抽提工艺、Isomar 异构化工艺等来将石脑油转化为高辛烷值汽油和芳烃原料。最终每年可预计生产 300 万吨的混合芳烃。

通过对比可见,两家公司炼化一体化项目发展路径十分相似,裕龙岛项目一期全面投产后,参照恒力石化的规模,预计裕龙石化营业收入有望达千亿,净利润有望达百亿,且会有上千万的吨化工品产能。

4. 预计裕龙石化项目推动公司物流业务快速增长

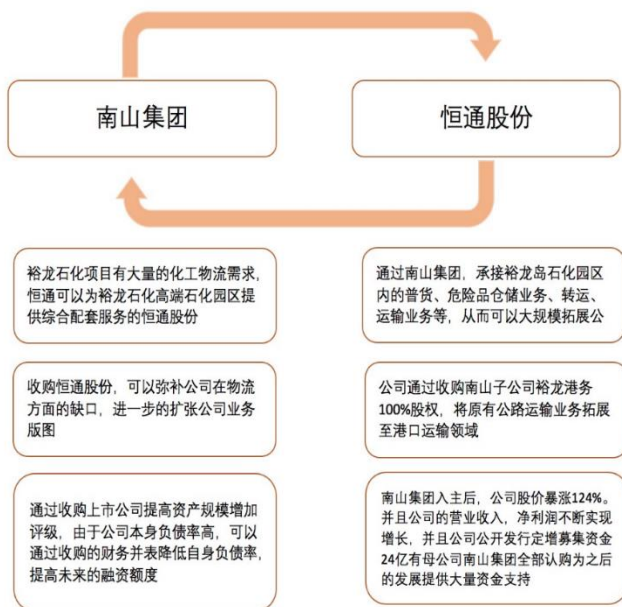
南山集团的入主,为公司带来新的发展机遇。自从 2020 年底南山集团完成对恒通股份的收购后,公司股价上涨 124%。南山集团庞大的产业布局,使得公司的业务得以拓展,资产规模得以扩大,抗风险能力进一步增强。恒通股份于 2021 年 10 月非公开发行定增,募资资金 24 亿元。本次公开发行的 24 亿由母公司南山集团全额认购,给恒通的未来发展

提供了大量的资金支持。

通过收购裕龙港务，公司业务拓展至新板块，远期裕龙石化投产后有望带来大量物流需求。2020 年南山集团取得恒通股份的控股权，2021 年 8 月，恒通股份与南山集团签署了《股权转让协议》，恒通股份以 8000 万元人民币对价收购南山集团持有的裕龙港务 100% 股权。裕龙港务主营港口运输业务，该码头主要用于大型设备运输船舶的停靠，码头投入使用后预计每年可以产生收入 2800 万元。恒通股份目前主要从事公路运输，通过此次收购公司业务将拓展至港口运输领域，发展“港口+公路”联运业务模式，完善业务布局，对恒通发展具有重要的战略意义。裕龙港务也可以为周边区域企业提供港口运输服务，从而填补当地港口运力缺口。我们预计裕龙岛炼化一体化项目全面达产后，会给裕龙港务每年带来 500-800 万吨的原油海上运输。此外，裕龙港务是离裕龙石化高端石化产业园最近的物流企业，不仅是裕龙岛项目会给公司带来大量的物流业务和利润方面的增长，石化产业园还会有其他企业对港口码头、陆运运输等其他方面的需求，因此裕龙港务将依托裕龙岛项目大幅提升业务规模，为恒通股份带来可观收入和利润。

裕龙石化的建设也有望带来公司普通货物运输业务的增长，助推公司进入危化品运输领域。对于恒通股份来说，可以借助山东省一号工程建设发展机会，承揽石化产业园内在建工程吊装及场内转运业务，普货、危险品仓储业务，公司货物运输有望快速增长。同时随着裕龙石化产业园投产以后，公司将依托于园区优势，或可能逐步发展毛利率比较高的危化品运输。

图 26: 公司与南山集团的协同效应



资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测及投资建议

我们预计 2022-24 年公司营业收入分别为 86.2、109.8、142.1 亿元，分别同比增长 21.7%、27.4%、29.4%。分板块来看，我们对公司收入增长的预测基于：

- 1) LNG 贸易：预计 2022 年收入同比增长 20%；预计 2023-24 年年均增长 25%，主要是考虑到未来 LNG 价格或趋稳、疫情影响消退，带来下游需求恢复，以及“双碳”背景下 LNG 在中国的稳健增长；
- 2) 货物运输：预计 2022 年收入增长 20%，从 2021 年 68% 的高增速回落，主要是考虑到今年疫情的影响；预计 2023-24 年年均增长 45%，主要是考虑到疫情影响的消退，以及随着裕龙石化项目和相关产业园的建设，将带来大量物料、机械等的运输需求，公司货物运输有望获得较快增长；
- 3) 港口业务：预计 2022-24 年收入分别为 3000 万/6000 万/1.2 亿元，主要是考虑到随着港口的投产，裕龙石化一期项目的施工建设以及产业园里其他企业的需求，将带来港口装卸和运输需求。展望远期，2024 年裕龙石化一期项目

将投产 2000 万吨/年的炼油产能，随着逐步达产，有望在未来为港口带来大量油品运输需求。

预计 2022-24 年公司毛利率持续上升，分别为 4.2%、5.1%、6.1%。我们对毛利率的预测基于：

1) LNG 贸易：预计 2022-24 年 LNG 贸易业务毛利率分别为 3%、4%、5%，主要是考虑到：a.随着 LNG 价格逐步稳定、疫情影响消退，LNG 贸易毛利率将逐步恢复；b.随着公司拓展更多上游长协供应商、拓展海外直采等方式，抗价格波动风险能力增强，参考同业，公司毛利率水平有显著提高空间；

2) 货物运输：预计 2022-24 年毛利率有小幅回升，主要是考虑到疫情影响的消退；

3) 港口业务：考虑到港口行业普遍毛利水平较高，且公司的港口在裕龙石化项目产业园区具有独特性，预计 2022-24 年毛利率 40%。

我们预计公司费用率水平保持总体稳定。

预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 1.4 亿元、2.4 亿元、4.0 亿元，年均复合增长 59%。预计随着疫情影响的消退、毛利率的恢复和提高、裕龙石化项目的推动，公司业绩在未来三年有望获得快速增长。基于我们的盈利预测，公司目前股价对应 62.3/36.6/22.2 倍 2022-24 年 P/E。

表 8：收入预测及毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）					
货物运输	595	1002	1302	1823	2734
LNG (LPG) 气体销售	4943	6019	7223	9029	11286
港口			30	60	120
其他业务	58	62	65	68	71
合计	5597	7082	8620	10980	14212
同比					
货物运输	-24%	68%	30%	40%	50%
LNG (LPG) 气体销售	-20%	22%	20%	25%	25%
港口				100%	100%
其他业务	-37%	6%	5%	5%	5%
合计	-20%	27%	22%	27%	29%
毛利率					
货物运输	14%	8%	8%	8%	8%
LNG (LPG) 气体销售	5%	2%	3%	4%	5%
港口			40%	40%	40%
其他业务	28%	48%	48%	48%	48%
合计	6%	3%	4%	5%	6%

资料来源：公司年报、招商证券

表 9：公司利润表

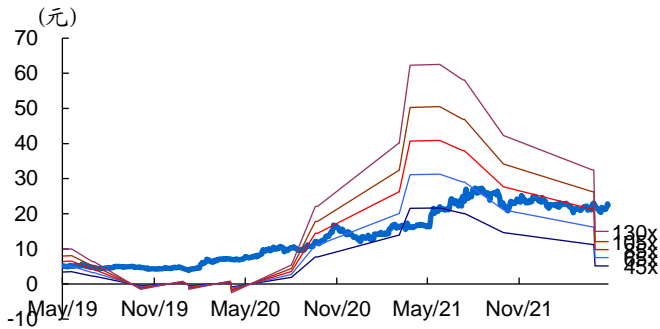
单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5597	7082	8620	10980	14212
营业成本	5267	6844	8258	10415	13339
营业税金及附加	12	18	22	27	36
营业费用	26	21	26	33	43
管理费用	108	119	145	184	239
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	9	(5)	3	2	1
资产减值损失	(8)	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	27	27	27	27
投资收益	14	17	17	17	17
营业利润	198	145	211	362	599
营业外收入	0	1	1	1	1

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	193	144	210	360	597
所得税	33	30	46	81	137
少数股东损益	38	15	21	36	60
归属于母公司净利润	123	99	143	243	400

资料来源: 公司年报、招商证券

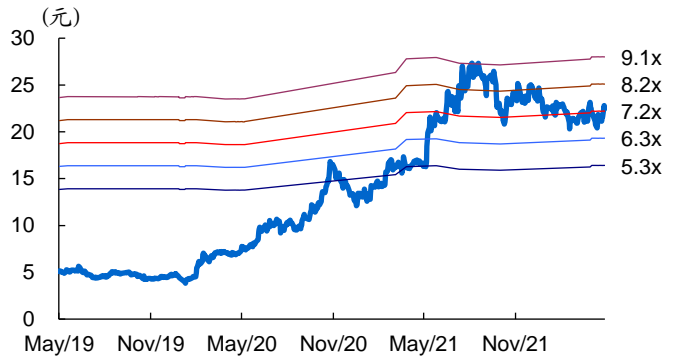
我们认为: 1) 公司作为 LNG 贸易行业领先企业, LNG 业务稳健增长, 随着 LNG 价格趋稳、疫情影响消退, 且公司拓展更多上游长协供应商以及海外直采方式, 毛利率存在显著提升空间; 2) 货物运输业务随着疫情的缓解、裕龙石化园区建设有望获得快速增长; 3) 随着港口投产, 裕龙石化项目建设期间将带来需求; 4) 2024 年后远期展望, 2024 年裕龙石化一期投产后, 港口有望迎来油品运输需求的大幅增长。首次覆盖公司, 给予“强烈推荐-A”评级。

图 27: 恒通股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 28: 恒通股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

宏观经济波动风险: 公司 LNG 销售及货运物流业务均受到宏观经济影响, 宏观经济下滑会导致需求不足。

能源价格波动对公司经营的风险: LNG 市场价格的大幅波动可能影响 LNG 市场需求。

裕龙石化进展不及预期: 若裕龙石化进展不及预期, 预期中相关的货物运输、港口需求都将不及预期。

安全经营风险: 公司主要从事于货物运输及 LNG 销售和运输, 由于各地路况不同、突发事件较多, 因此发生交通事故的风险较大, 若 LNG 等危险化学品在运输过程中因交通事故发生泄漏、爆炸等, 其危害和影响力可能更大。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	867	752	840	1070	1487
现金	383	379	403	513	767
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	75	108	132	168	218
应收款项	132	114	119	151	195
其它应收款	11	18	22	27	36
存货	8	2	8	10	13
其他	257	130	158	200	258
非流动资产	904	988	1077	1151	1211
长期股权投资	169	136	136	136	136
固定资产	546	573	670	751	818
无形资产商誉	128	158	150	143	135
其他	61	121	121	120	120
资产总计	1771	1740	1918	2221	2698
流动负债	522	447	491	560	652
短期借款	232	100	100	100	100
应付账款	99	135	163	206	264
预收账款	90	42	50	63	81
其他	101	169	178	190	207
长期负债	13	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	11	11	11	11
负债合计	535	457	502	571	663
股本	282	282	282	282	282
资本公积金	441	441	441	441	441
留存收益	429	486	598	796	1120
少数股东权益	83	74	95	131	191
归属于母公司所有者权益	1153	1208	1320	1519	1843
负债及权益合计	1771	1740	1918	2221	2698

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	306	199	213	313	487
净利润	160	114	164	279	460
折旧摊销	102	107	108	124	138
财务费用	13	1	3	2	1
投资收益	(14)	(17)	(44)	(44)	(44)
营运资金变动	38	(4)	(22)	(58)	(81)
其它	7	(1)	4	10	13
投资活动现金流	(87)	5	(156)	(156)	(156)
资本支出	(126)	(163)	(200)	(200)	(200)
其他投资	39	168	44	44	44
筹资活动现金流	(96)	(139)	(34)	(47)	(77)
借款变动	(84)	(99)	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(1)	0	0	0
股利分配	(1)	(42)	(31)	(45)	(76)
其他	(12)	2	(3)	(2)	(1)
现金净增加额	123	65	23	111	254

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5597	7082	8620	10980	14212
营业成本	5267	6844	8258	10415	13339
营业税金及附加	12	18	22	27	36
营业费用	26	21	26	33	43
管理费用	108	119	145	184	239
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	9	(5)	3	2	1
资产减值损失	(8)	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	27	27	27	27
投资收益	14	17	17	17	17
营业利润	198	145	211	362	599
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	193	144	210	360	597
所得税	33	30	46	81	137
少数股东损益	38	15	21	36	60
归属于母公司净利润	123	99	143	243	400

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-20%	27%	22%	27%	29%
营业利润	932%	-27%	45%	71%	66%
归母净利润	4681%	-19%	44%	70%	65%
获利能力					
毛利率	5.9%	3.4%	4.2%	5.1%	6.1%
净利率	2.2%	1.4%	1.7%	2.2%	2.8%
ROE	11.2%	8.4%	11.3%	17.1%	23.8%
ROIC	11.7%	7.6%	11.3%	17.0%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	30.2%	26.3%	26.2%	25.7%	24.6%
净负债比率	13.1%	5.8%	5.2%	4.5%	3.7%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9	2.3
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	3.3	4.0	4.7	5.3	5.8
存货周转率	427.4	1366.0	1602.7	1115.5	1123.1
应收账款周转率	32.0	32.9	36.4	38.6	38.8
应付账款周转率	63.1	58.4	55.2	56.4	56.7
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.35	0.51	0.86	1.42
每股经营净现金	1.09	0.71	0.75	1.11	1.72
每股净资产	4.08	4.28	4.68	5.38	6.53
每股股利	0.15	0.11	0.16	0.27	0.44
估值比率					
PE	72.6	89.7	62.3	36.6	22.2
PB	7.7	7.4	6.7	5.9	4.8
EV/EBITDA	30.3	38.2	28.3	18.6	12.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。