

增持 (维持)

宏川智慧 (002930.SZ)

大炼化产业链中转节点，高壁垒高成长空间

2023年3月17日

市场数据

| 日期 | 2023-3-16 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元) | 21.54 |
| 总股本(百万股) | 452 |
| 流通股本(百万股) | 429 |
| 净资产(百万元) | 2954 |
| 总资产(百万元) | 8920 |
| 每股净资产(元) | 6.54 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《优秀的码头仓储一体化服务提供商》2018-9-25

《密尔克卫(603713.SH)深度报告: 大国化工配套物流, 集中度提升浪潮胜者》2022-12-12

分析师:

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn
S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn
S0190514070002

投资要点

- **宏川智慧: 大炼化产业链中转节点服务商。**宏川智慧是国内领先的大炼化产业链中转节点服务商, 专注石化仓储业务, 公司第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务双赛道并进发展。公司 19-21 年营收 CAGR 高达 49.6%, 归母净利 CAGR 为 36.6%, 毛利率维持高位且超可比公司, 经营性现金流优质。
- **石化储罐行业业务壁垒高, 潜在经营者无法立刻进入本行业。**1、**进入壁垒高:** 1) **资源壁垒:** 石化储罐行业具备重资产属性, 岸线、码头等资源是进入行业的重要壁垒, 企业要获得岸线经营和码头建设的批准, 需经过严格审批且经历较长时间。2) **资质壁垒:** 石化仓储审批和建设流程中涉及审批流程长、建设周期长等特点, 对资金体量亦有较高要求。2、**运营壁垒高:** 安全环保是石化仓储企业运营的生命线, 做好安全环保运营的企业更能获得良好的社会声誉, 赢得政府和客户的信任。
- **石化储罐行业供需端分析: 1、供给端:** 1) **安全环保:** 危险化工品仓储要求的专业化程度较高, 基于环保和安全监管的要求, 政府对储罐持审慎审批态度。2) **新(扩)建码头泊位:** 19-21 年我国沿海港口码头长度增速为 6.35%/1.15%/1.52%, 新(扩)建码头吞吐量和泊位分别呈负增长趋势。2、**需求端:** 我们认为储罐存储需求主要依靠液体化工品水运量的增长驱动, 主要系大炼化市场。1) **中短期:** 我国作为世界第一炼油大国主要大宗石化产品仓储需求不断释放, 叠加水路运输占比上升催生更大的码头储罐需求。2) **长期:** 大炼化开工拉动石化储罐仓储长期需求提升。
- **核心储罐业务增长路径探析: 罐容扩张*出租率改善*租金水平稳步上升。**1) **罐容:** 公司主要以并购扩张产能, 2017-2021 年运营罐容 CAGR 为 37.6%; 此外, 公司通过经营管理赋能使得标的短期内达到较好盈利水平, 四大核心子公司太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川和东莞三江均贡献可观的业绩增量。2) **出租率:** 公司储罐平均出租率从 2014 年的 76.9% 上升至 2021 年的 84.9%, 供需紧平衡+集群效应和网络效应下通存通兑服务驱动储罐出租率提升。3) **租金:** 我们测算, 公司储罐租金水平稳定上行, 15-17 年 CAGR 约为 5%。一方面, 经济回暖背景下储罐出租率有望回升至疫情前水平; 另一方面, 公司库区集群效应、网络优势和良好的客户资源为公司带来提价空间。
- **对标海外龙头荷兰皇家美孚宝:** 1) 皇家美孚宝为世界最大的专业性港口储罐经营企业, 收购是公司扩张的主要方式。宏川智慧罐容增速大幅高于荷兰皇家孚宝, 成长性可期。2) 品类方面, 荷兰皇家孚宝面向不同客户需求, 提供差异化服务。3) 分业务来看, 石油储存业务占储罐容积比例最大, 工业制品储存业务经营性现金回报率最高。
- **盈利预测与投资建议:** 我们看好公司作为石化仓储龙头企业具备优异的并购扩张与安全管理能力, 核心码头储罐业务增长路径清晰, 量价均具备提升空间, 且市占率有望进一步提升; 子公司运营效率高, 利用率爬坡, 产能释放可期。我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别 3.0/4.2/5.3 亿元, 对应 EPS 分别 0.68/0.93/1.19 元/股, 对应 3 月 16 日收盘价 PE 为 31.7/23.1/18.1 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 宏观经济下行风险。2) 安全生产风险。3) 整合并购库区风险。

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1088 | 1275 | 1600 | 2015 |
| 同比增长 | 28.2% | 17.2% | 25.5% | 26.0% |
| 归母净利润(百万元) | 272 | 304 | 416 | 531 |
| 同比增长 | 19.5% | 11.5% | 37.0% | 27.8% |
| 毛利率 | 65.3% | 66.2% | 66.8% | 66.9% |
| ROE | 11.6% | 12.2% | 15.1% | 17.4% |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.68 | 0.93 | 1.19 |
| 市盈率 | 35.4 | 31.7 | 23.1 | 18.1 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

| | |
|--|--------|
| 1、大炼化产业链中转节点服务商 | - 4 - |
| 1.1、聚焦石化仓储，专注核心业务 | - 4 - |
| 1.2、以并购为主线的发展历程 | - 5 - |
| 1.3、家族控股比例高，股权结构稳定 | - 5 - |
| 1.4、财务分析：营收增长迅速，高位毛利率超过可比公司 | - 6 - |
| 2、石化储罐业务-业务壁垒探析 | - 8 - |
| 2.1、进入壁垒高 | - 9 - |
| 2.2、运营壁垒高 | - 10 - |
| 3、石化储罐行业供需端分析 | - 11 - |
| 3.1、供给端严格受限，头部企业更有机会获得产能增量 | - 11 - |
| 3.2、需求端稳健增长，公转水趋势叠加加大炼化产能释放催生仓储需求 | - 13 - |
| 4、核心储罐业务增长路径探析：罐容扩张*出租率改善*租金水平稳步上升 | - 17 - |
| 4.1、罐容扩张：收购经验丰富，标的短期内达到较好盈利水平 | - 17 - |
| 4.2、出租率改善：集群效应下出租率稳步提升 | - 19 - |
| 4.3、租金稳步提升：具备提价空间 | - 20 - |
| 5、海外对标：荷兰皇家孚宝 | - 21 - |
| 6、盈利预测与投资建议 | - 24 - |
| 6.1、盈利预测 | - 24 - |
| 6.2、投资建议 | - 26 - |
| 7、风险提示 | - 26 - |

图 目 录

| | |
|---|--------|
| 图 1、仓储综合服务为公司核心业务 | - 4 - |
| 图 2、公司整体业务流程 | - 4 - |
| 图 3、公司股权结构（截止 2022 年 9 月 30 日） | - 6 - |
| 图 4、19-21 年 CAGR 高达 49.6% | - 6 - |
| 图 5、2021 年码头储罐营收占比达 89.5% | - 6 - |
| 图 6、2022 年前三季度毛利率高达 58.4% | - 7 - |
| 图 7、毛利率稳定高于可比公司 | - 7 - |
| 图 8、2017-2022 年前三季度归母净利润及增速 | - 7 - |
| 图 9、公司 ROE、销售毛利率及销售净利率（2017-2022 年前三季度） | - 8 - |
| 图 10、公司经营活动产生的现金流净额情况（2017-2022 年前三季度） | - 8 - |
| 图 11、公司仓储基地/库区布局主要在华东和华南区域 | - 8 - |
| 图 12、公司所获得部分荣誉 | - 10 - |
| 图 13、沿海港口码头长度增长率放缓 | - 12 - |
| 图 14、新（扩）建码头吞吐量呈负增长趋势 | - 12 - |
| 图 15、新（扩）建码头泊位呈负增长趋势 | - 12 - |
| 图 16、2014-2016 年我国危险液（气）体储罐容量 | - 13 - |
| 图 17、2019-2021 我国通用仓库面积（亿平方米） | - 13 - |
| 图 18、公司所处行业上下游示意图 | - 13 - |
| 图 19、2022 年成品油表观消费量同比增 4.52% | - 14 - |
| 图 20、2013-2022 年原油加工、进口量（万吨） | - 14 - |
| 图 21、2013-2021 精甲醇产量（万吨） | - 15 - |
| 图 22、乙二醇表观消费量延续增长趋势（万吨） | - 15 - |
| 图 23、苯乙烯表观消费量延续增长趋势 | - 15 - |

| | |
|---|--------|
| 图 24、2013-2021 年水路货运量逐年提升 (亿吨) | - 16 - |
| 图 25、2018 年我国水运危化品运输占比 18%..... | - 16 - |
| 图 26、2021 年我国水运危化品运输占比 22%..... | - 16 - |
| 图 27、2017-2021 年公司运营储罐数量及罐容情况..... | - 18 - |
| 图 28、2019-2021 年公司运营仓容情况 | - 18 - |
| 图 29、2018-2021 年被并购公司营业收入 (亿元) | - 19 - |
| 图 30、2018-2021 年被并购公司净利润 (亿元) | - 19 - |
| 图 31、2017-2021 年公司储罐平均出租率 | - 19 - |
| 图 32、储罐单个库区辐射半径最大通常为 200 公里..... | - 20 - |
| 图 33、公司并购布局战略具备集群效应和网络效应..... | - 20 - |
| 图 34、2017-2021 年公司储罐租金单价年复合增长率约为 5%..... | - 20 - |
| 图 35、公司拥有丰富优质的客户资源 | - 21 - |
| 图 36、公司经营范围辐射六大洲 (截至 2022 年底) | - 21 - |
| 图 37、荷兰皇家孚宝产业链分工 | - 21 - |
| 图 38、2022 年荷兰皇家孚宝实现营收 13.7 亿欧元..... | - 22 - |
| 图 39、2013-2022 年荷兰皇家孚宝归母净利润 (亿欧元) | - 22 - |
| 图 40、2013-2022 年皇家孚宝储罐容积及增速 | - 23 - |
| 图 41、2017-2021 年宏川智慧储罐容积及增速 | - 23 - |
| 图 42、荷兰皇家孚宝各业务码头及储罐数量 (截至 2022 年底) | - 24 - |
| 图 43、荷兰皇家孚宝各业务储罐容积 (截至 2022 年底) | - 24 - |
| 图 44、荷兰皇家孚宝各业务经营性现金回报率 (截至 2022 年底) | - 24 - |

表目录

| | |
|--|--------|
| 表 1、公司业务结构 | - 4 - |
| 表 2、按经营品种分类公司吞吐量情况 | - 5 - |
| 表 3、公司发展历程 | - 5 - |
| 表 4、公司自有及在建码头情况 (截至 2022 年 6 月 30 日) | - 9 - |
| 表 5、太仓阳鸿经营资质 | - 9 - |
| 表 6、近年来行业环保监管趋严 | - 11 - |
| 表 7、近年来行业安全监管趋严 | - 11 - |
| 表 8、近年来诸多炼化项目将陆续集中投产或拟投产 | - 16 - |
| 表 9、公司并购及自建的储罐和化工仓库一览 | - 17 - |
| 表 10、荷兰皇家孚宝发展历程 | - 22 - |
| 表 11、皇家孚宝储存品类及附加服务 | - 23 - |
| 表 12、公司收入及利润假设 | - 25 - |
| 表 13、公司毛利率假设 | - 25 - |
| 表 14、公司净利率假设 | - 26 - |
| 表 15、可比公司估值表 | - 26 - |

报告正文

1、大炼化产业链中转节点服务商

1.1、聚焦石化仓储，专注核心业务

宏川智慧物流股份有限公司的前身系广东宏川实业发展有限公司，主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。公司第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务双赛道并进发展。

表 1、公司业务结构

| 主营业务 | 业务介绍 | 2021 年收入 (百万元) | 2021 年营收占比 (%) | 2021 年毛利率 (%) |
|---------|--|-------------------|-------------------|------------------|
| 码头储罐 | 依靠公司码头、管线、储罐、装车台为客户提供货物一体化服务，业务涉及装卸及仓储全过程 | 974.1 | 89.5% | 64.3% |
| 化工仓库 | 依靠公司化工仓库、分装设备等为客户提供货物一体化服务，业务涉及装卸及仓储全过程 | 47.6 | 4.4% | 65.8% |
| 中转及其他服务 | 包括过驳、中转、车船直卸、船只补给等业务，不涉及仓储过程 | 24.1 | 2.2% | 71.6% |
| 物流链管理服务 | 利用公司优秀的经营管理能力，通过服务输出，为客户提供包括仓储代理服务、过程管控服务等在内的仓储物流一体化服务 | 4.6 | 0.4% | 9.1% |
| 增值服务 | 包括智慧客服服务、洗舱及污水处理服务、货物通存通兑服务、危化车辆公路港服务等其他服务 | 16.53 | 1.5% | 87.4% |

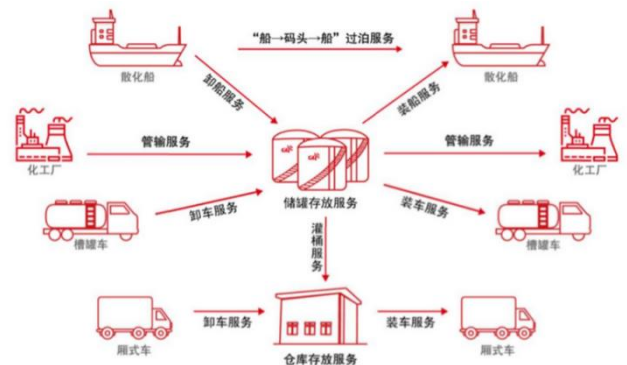
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、仓储综合服务为公司核心业务



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司整体业务流程



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

从储存品类来看，公司储罐主要储存的石化产品为油品、醇类及其他石化产品，所储存货物品种大部分为居民日常生活必需品以及工业生产的重要原料。2021 年，公司油品和醇类吞吐量在总吞吐量占比达 75.03%。

表 2、按经营品种分类公司吞吐量情况

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | |
|----|----------|--------|----------|--------|
| | 吞吐量 (万吨) | 占比 | 吞吐量 (万吨) | 占比 |
| 油品 | 1107.8 | 46.59% | 918.65 | 48.81% |
| 醇类 | 675.76 | 28.44% | 556.81 | 29.59% |
| 液碱 | 68.20 | 2.87% | 55.73 | 2.96% |
| 其他 | 525.24 | 22.10% | 350.78 | 18.64% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、以并购为主线的发展历程

公司所处石化仓储行业具有政府监管日趋严格、新建项目审批程序复杂、投资规模大、建设周期长等特点，行业产能供给新增受到限制，因此并购是实现公司码头储罐和化工仓库仓储业务规模提升的有效路径。

2022 年 4 月公司并购龙翔集团，龙翔集团在江苏南京、山东潍坊、浙江宁波拥有 129 座储罐，罐容总量 90 万立方米。此次并购公司将获得龙翔集团核心码头储罐资产，进一步扩大在长三角地区的业务覆盖范围，并首度拓展环渤海经济带、浙江发达沿海地区业务，推进全国化战略布局。

表 3、公司发展历程

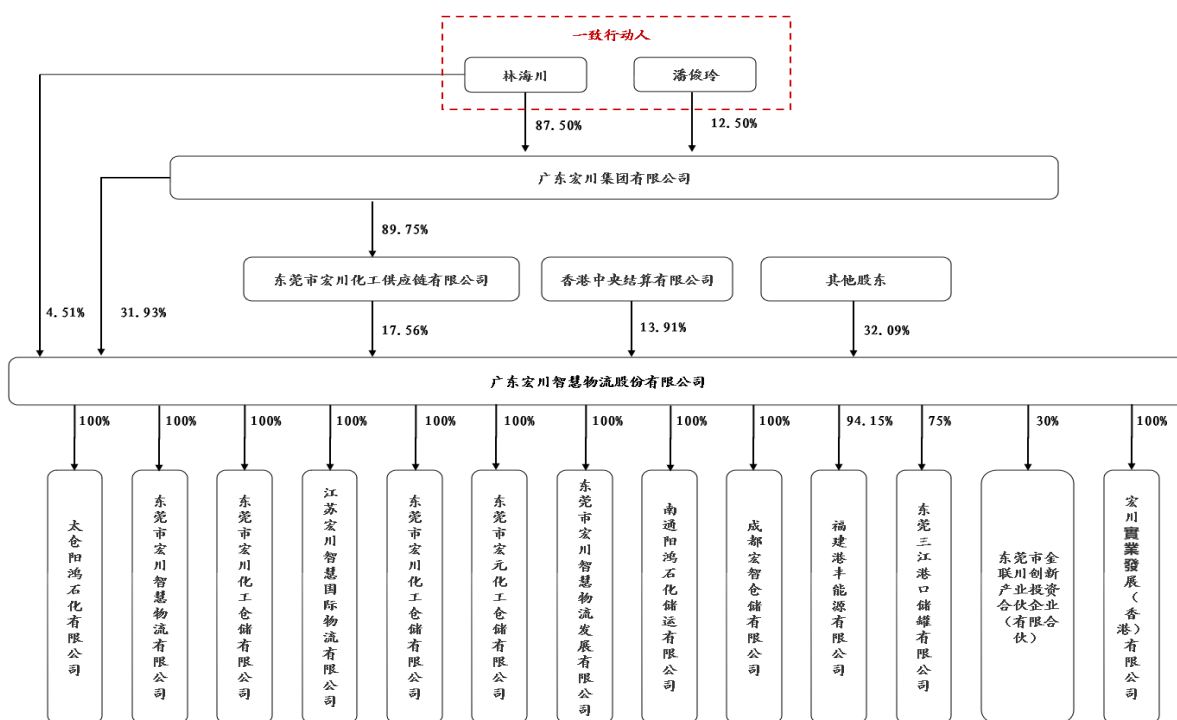
| 时间 | 事件 |
|------|--------------------------------|
| 2010 | 收购太仓阳鸿石化有限公司 |
| 2012 | 收购南通阳鸿储运有限公司，成立广东宏川实业发展有限公司 |
| 2013 | 收购实业发展(香港)有限公司，虎门港宏观码头仓储项目签约启动 |
| 2014 | 收购宏川供应链持有的东莞三江港口储罐有限公司 |
| 2015 | 更名为广东宏川智慧物流股份有限公司，新三板挂牌 |
| 2016 | 首次公开发行股票并上市的应用获中国证监会受理 |
| 2018 | 3 月首次公开发行 A 股，7 月并购福建港丰能源有限公司 |
| 2019 | 12 月东莞三江全资收购中山市嘉信化工仓储物流有限公司 |
| 2020 | 4 月并购长江石化，5 月并购常熟宏川、常州宏川 |
| 2022 | 4 月并购龙翔集团，6 月并购嘉会物流(90%股权) |

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、家族控股比例高，股权结构稳定

截至 2022 年 9 月 30 日，公司实际控制人林海川直接持有公司 4.51% 的股权，并和潘俊玲（夫妻关系）通过广东宏川集团有限公司、东莞市宏川化工供应链有限公司间接持有公司 49.46% 的股权，合计股权为 54%。公司家族控股比较高，股权结构稳定。

图 3、公司股权结构（截止 2022 年 9 月 30 日）

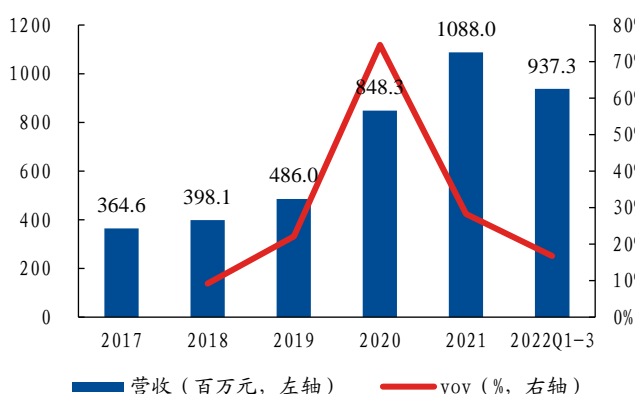


资料来源：公司公告，同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、财务分析：营收增长迅速，高位毛利率超过可比公司

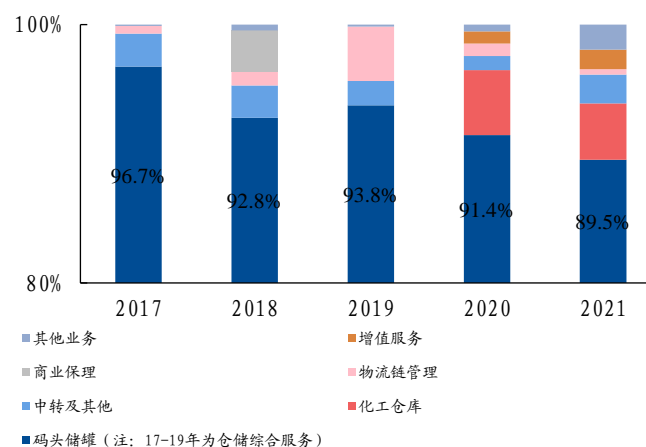
近三年营收 CAGR 高增长，2021 年码头储罐贡献 89.5% 的营收。随着业务规模的扩张，公司营收持续高增长，受益于公司运营罐容快速增长。2019-2021 年公司营收 CAGR 高达 49.6%，2022 前三季度在疫情冲击下实现营收 9.4 亿元，同比增长 16.8%；从业务结构来看，2021 年码头储罐营收占比达 89.5%，为公司主要营收来源。

图 4、19-21 年 CAGR 高达 49.6%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

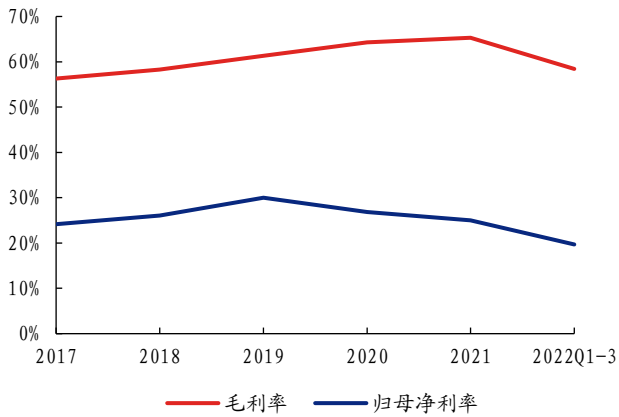
图 5、2021 年码头储罐营收占比达 89.5%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

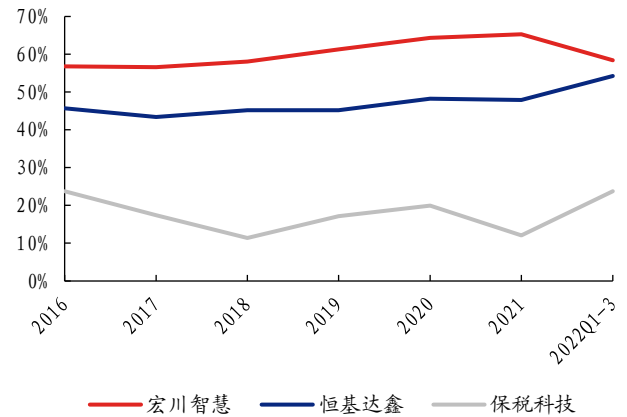
毛利率维持高位，且稳定高于可比公司。公司所从事的石化仓储行业属于重资产行业，岸线（不可再生资源）、码头（码头建设审批时间长）等资源是进入行业的重要壁垒，较大的前期投入和较长的建设周期构成了行业的进入壁垒，储罐为稀缺资源，使得公司呈现出稳定的高毛利特征，2022 年前三季度毛利率高达 58.4%。

图 6、2022 年前三季度毛利率高达 58.4%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

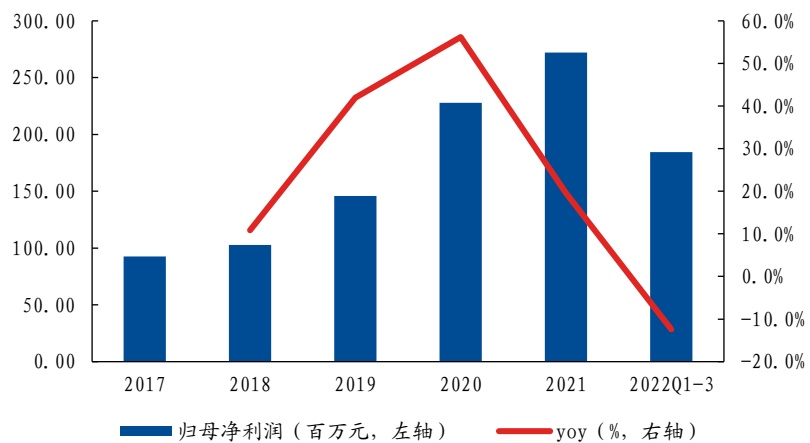
图 7、毛利率稳定高于可比公司



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

19-21 年归母净利 CAGR 为 36.6%，22 年前三季度归母净利小幅下滑。2022 年前三季度公司归母净利为 1.8 亿，同比下滑 12.4%，主要因为公司募投项目投入运营后导致运营成本及可转债利息费用化有所增加、公司实施并购取得的银行借款对应的利息费用及中介机构费用有所增加。

图 8、2017-2022 年前三季度归母净利润及增速

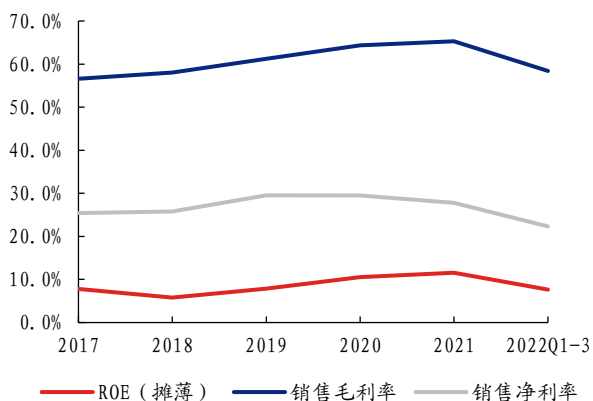


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

ROE 上行，经营性现金流较快增长。公司摊薄净资产收益率 ROE 2017-2021 年上行。2021 年公司摊薄 ROE 为 11.6%，较 2017 年 7.8% 有较明显提升，盈利能力持续增强。此外，2017-2021 年公司销售毛利率保持高位并稳步提升，2021 年高达 65.3%。

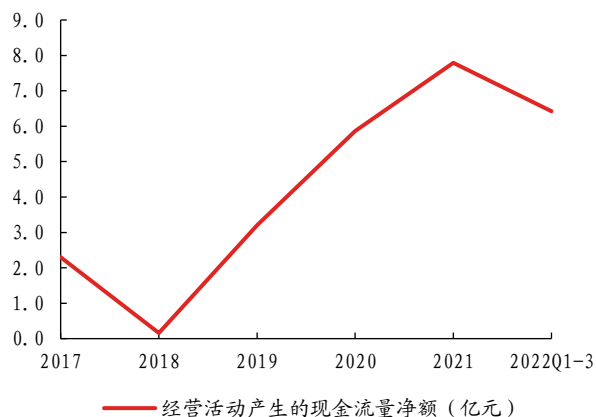
现金流方面，公司经营活动产生的现金流自 2018 年后快速提升至 2021 年的 7.8 亿元，历年现金流质量较高。

图 9、公司 ROE、销售毛利率及销售净利率（2017-2022 年前三季度）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司经营活动产生的现金流净额情况（2017-2022 年前三季度）



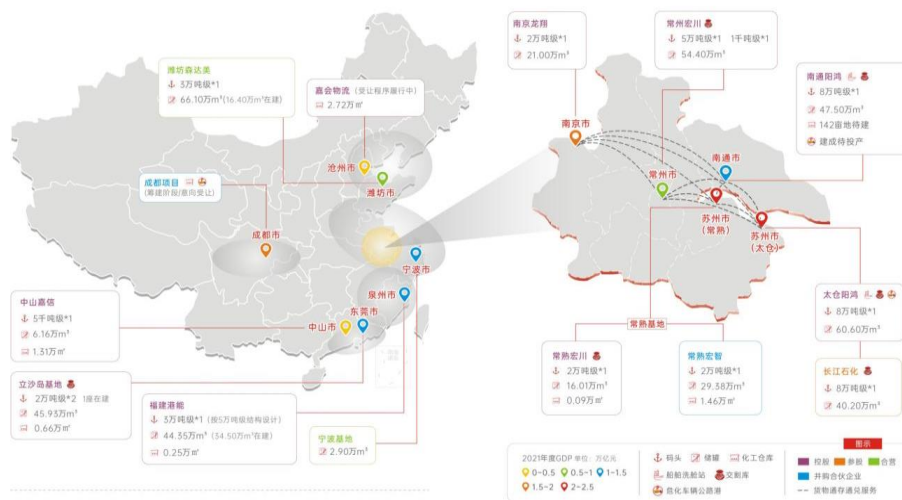
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、石化储罐业务-业务壁垒探析

石化物流行业是指为包括成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类及其他液体化学品在内的石化产品提供运输、仓储、装卸、配送、信息平台服务的体系，是连接石化产品供应方和需求方的纽带。石化产品运输后需在码头实现货物的中转或仓储，储罐便是石化产品流通中的重要一环。

我们认为以储罐为代表的石化仓储业务具有较高的进入壁垒和运营壁垒，潜在经营者无法立刻进入本行业。宏川智慧作为行业老玩家，其仓储基地/库区已覆盖经济发达的长三角和珠三角地区，同时挺进环渤海经济圈和成渝双城经济圈，布局较为完善。

图 11、公司仓储基地/库区布局主要在华东和华南区域



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.1、进入壁垒高

1、资源壁垒：岸线、码头是稀缺资源

石化物流行业具备重资产属性，岸线、码头等资源是进入行业的重要壁垒。同时岸线是不可再生资源，拥有天然良好条件的岸线资源更加宝贵。企业要获得岸线经营和码头建设的批准，需经过严格的审批且经历较长时间。

根据 2022 年半年报，公司自有（含在建）码头 12 个。其中，太仓阳鸿码头是长江入海口第一座液体化学品公用码头。

表 4、公司自有及在建码头情况（截至 2022 年 6 月 30 日）

| 码头 | 靠泊船舶最大吨级（万吨级） | 位置 |
|----------|---------------|---------------------|
| 东莞三江码头 | 2 | 广东省东莞市沙田镇虎门港立沙岛 |
| 宏川仓储码头 | 2 | 广东省东莞市沙田镇虎门港立沙岛 |
| 中山嘉信码头 | 0.5 | 广东省中山市民众镇 |
| 太仓阳鸿码头 | 8 | 江苏省苏州市太仓港口开发区 |
| 长江石化码头 | 8 | 江苏省苏州市太仓港口开发区 |
| 南通阳鸿码头 | 8 | 江苏省南通市如皋港区 |
| 常州宏川码头 | 5 | 江苏省常州市新北区春江镇圩塘江边工业园 |
| 南京龙翔码头 | 2 | 江苏省南京市南京化学工业园区 |
| 常熟基地宏川码头 | 2 | 江苏省常熟市经济开发区 |
| 常熟宏智码头 | 2 | 江苏省常熟市经济开发区 |
| 福建港能码头 | 3（规划） | 福建省泉州市湄洲湾港斗尾港区 |
| 潍坊森达美码头 | 3 | 山东省潍坊市滨海经济技术开发区 |

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、资质壁垒：资质审批严格，建设周期长

国家对石化产品仓储设施的投资建设审批管理等较为严格，除正常的项目投资审批程序外，还须通过安监、消防、环保、气象防雷等部门的严格审查和批准。根据国家安监总局公布的《危险化学品经营许可证管理办法》，国家对危险化学品经营实行许可制度。同时，石化物流企业需一定数量拥有专业技术职称和专业资格证书的关键安全生产管理人员进行经营管理。缺乏在本行业管理经验的企业很难获得相应的资质，因此危险品的经营资质也构成本行业的进入壁垒。

以宏川智慧子公司太仓阳鸿为例，太仓阳鸿于 2017 年已取得包括《中华人民共和国港口经营许可证》、《港口危险货物作业附证》等在内的 14 项经营资质。

表 5、太仓阳鸿经营资质

| 资质 | 发证机关 | 发证日期 | 有效期 |
|--------------------|--------------|------------|------------|
| 中华人民共和国港口经营许可证 | 江苏太仓港口管理委员会 | 2017.12.19 | 2020.12.18 |
| 中华人民共和国港口经营许可证 | 江苏太仓港口管理委员会 | 2017.12.19 | 2018.06.18 |
| 港口危险货物作业附证 | 江苏太仓港口管理委员会 | 2017.12.19 | 2020.12.18 |
| 港口危险货物作业附证 | 江苏太仓港口管理委员会 | 2017.12.19 | 2018.06.18 |
| 中华人民共和国港口设施保安符合证书 | 中华人民共和国交通运输部 | 2014.04.24 | 2019.04.23 |
| 危险化学品重大危险源备案告知书 | 太仓市安全生产监督管理局 | 2016.05.26 | 2018.11 |
| 中华人民共和国海关保税仓库注册登记书 | 中华人民共和国南京海关 | 2016.11.17 | 2019.11.16 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | |
|----------------------|-------------------|------------|------------|
| 中华人民共和国海关报关单位注册登记证 | 中华人民共和国太仓海关 | 2015.09.15 | - |
| 中华人民共和国南京海关监管场所注册登记证 | 中华人民共和国南京海关 | 2015.05.10 | 2018.05.11 |
| 江苏省排放污染物许可证 | 太仓市环境保护局 | 2017.06.01 | 2017.12.31 |
| 江苏省河道工程占用证 | 太仓市水利局 | 2015.07.16 | 2020.07.15 |
| 对外贸易经营者备案登记表 | 太仓市商务局 | 2016.04.13 | - |
| 食品经营许可证 | 太仓市市场监督管理局 | 2017.07.24 | 2022.07.23 |
| 中华人民共和国国境口岸卫生许可证 | 中华人民共和国江苏出入境检验检疫局 | 2017.08.28 | 2021.08.27 |

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，在石化物流行业进入之初，土地、岸线、码头、储罐等生产要素的获取均需大量的资金支持，石化仓储项目的建设需经历评估、立项审批、设计、施工、验收等主要流程后可投产运营，建设流程中涉及建设周期长、监管部门多、立项审批要求高、验收标准严格等特点，对资金体量亦有较高要求，构成本行业的资金及建设周期壁垒。

2.2、运营壁垒高

石化仓储行业具备涉危属性，安全环保是企业运营的生命线。企业在生产经营的过程中，能够做到安全环保高效运营的企业越容易的得到良好的社会声誉和地方政府部门和客户的认可，从而更好开展业务。

宏川智慧自成立以来拥有较强的安全管理能力，多次获得国家、省、市的安全生产荣誉称号，并于2021年获得来自万华化学集团给予的最佳安全奖。公司在安全环保运营方面做出了优秀成绩。

图 12、公司所获得部分荣誉



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、石化储罐行业供需端分析

3.1、供给端严格受限，头部企业更有机会获得产能增量

1、行业安全环保监管趋严，供给受约束

据《中华人民共和国安全生产法》，特别重大事故指造成 30 人以上死亡，或者 100 人以上重伤（包括急性工业中毒），或者 1 亿元以上直接经济损失的事故。2014 年 8·2 昆山工厂爆炸事故造成 97 人死亡、163 人受伤，直接经济损失 3.51 亿元；2015 年 8·12 天津滨海新区爆炸事故中爆炸总能量约为 450 吨 TNT 当量，造成 165 人遇难、798 人受伤，直接经济损失 68.66 亿元；2019 年 3·21 响水化工企业爆炸事故共造成 78 人死亡、76 人重伤，直接经济损失 19.86 亿元。

危险化学品仓储要求的专业化程度较高，基于环保和安全监管的要求，政府对储罐持审慎审批态度。近年来国家陆续出台各项环保政策，对石化仓储行业提出更高要求，行业新增供给受到严格控制。

表 6、近年来行业环保监管趋严

| 年份 | 环保政策 | 政策内容 |
|------|--------------------------------|-----------------|
| 2018 | 《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》 | 制约沿海石化码头及仓储基地建设 |
| | 《长江保护修复攻坚战行动计划》 | 约束长江沿线石化仓储的供给增加 |
| | 《关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》 | |
| 2021 | 《中华人民共和国长江保护法》 | 进一步增强对行业管控 |
| | 《关于修改〈中华人民共和国安全生产法〉的决定》（第三次修正） | |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、近年来行业安全监管趋严

| 文件名称 | 颁布时间 | 文件内容 |
|--------------------------|-------------|--|
| 《关于全面加强危险化学品安全生产工作的意见》 | 2020 年 2 月 | 按照高质量发展要求,以防控系统性安全风险为重点,完善和落实安全生产责任和管理制度,建立安全隐患排查和安全预防控制体系,加强源头治理、综合治理、精准治理,着力解决基础性、源头性、瓶颈性问题,加快实现危险化学品安全生产治理体系和治理能力现代化。 |
| 《港口经营管理规定》 | 2019 年 11 月 | 规范港口经营人在港口区域内为船舶、旅客和货物提供港口设施或者服务的活动。对原规定进行了修订。 |
| 《危险货物港口建设项目安全设施设计专篇编制规范》 | 2019 年 11 月 | 水运工程推荐性行业标准,标准代码为 JTS/T108-3-2019,自 2019 年 12 月 31 日起施行。 |
| 《油气化工码头设计防火规范》 | 2019 年 10 月 | 水运工程强制性行业标准,标准代码为 JTS158-2019,自 2020 年 1 月 1 日起施行。该规范中第 5.2.1.2 款、第 5.2.2.5 款为强制性条文,必须严格执行。 |
| 《危险货物港口建设项目安全验收评价规范》 | 2019 年 10 月 | 水运工程推荐性行业标准,标准代码为 JTS/T108-2-2019,自 2019 年 12 月 1 日起施行。 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

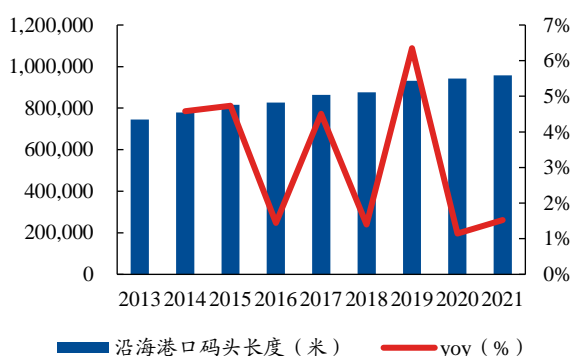
| | | |
|--------------------|---------|--|
| 《港口经营管理规定》 | 2018年7月 | 通过全面梳理予以精简、调整、优化,构建统一竞争、开放有序的市场体系,促进港口高质量发展,推进构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的体制。 |
| 《危险化学品安全生产"十三五"规划》 | 2017年9月 | 形成较为完善的危险化学品法律法规标准、政府安全监管、安全科技支撑、宣传教育培训体系,企业安全生产主体责任得到有效落实,较大及以上危险化学品生产安全事故和有重大影响事故得到有效遏制。 |
| 《商贸物流发展"十三五"规划》 | 2017年1月 | 构建多层次商贸物流网络、加强商贸物流基础设施建设、加强商贸物流标准化建设、加强商贸物流信息化建设等多项任务。 |
| 《安全生产"十三五"规划的通知》 | 2017年1月 | 指出构建更加严密的责任体系,强化企业主体责任,落实安全监督管理责任,严格目标考核与责任追究;强化安全生产依法治理;坚决遏制重特大事故。 |

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

2、新(扩)建码头泊位负增长,新玩家难以进入

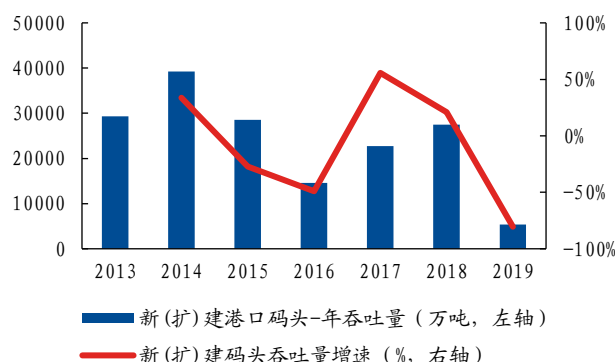
严格监管趋势下,2019-2021年我国沿海港口码头长度增速为6.35%/1.15%/1.52%,新(扩)建码头吞吐量和泊位分别呈负增长趋势,行业新增供给受显著约束。

图 13、沿海港口码头长度增长率放缓



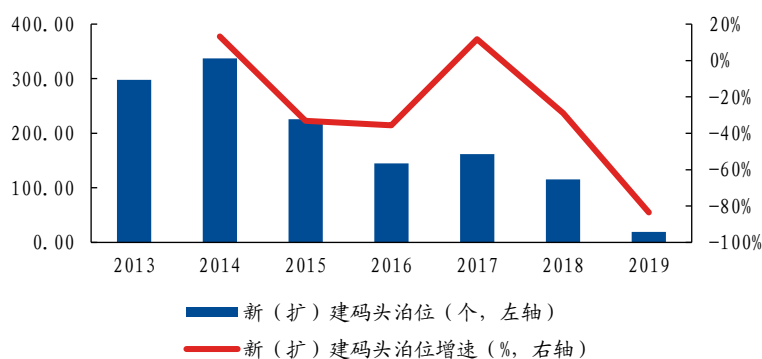
资料来源:同花顺,兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、新(扩)建码头吞吐量呈负增长趋势



资料来源:同花顺,兴业证券经济与金融研究院整理

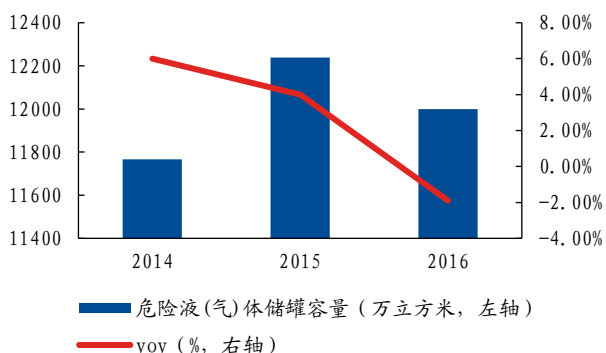
图 15、新(扩)建码头泊位呈负增长趋势



资料来源:同花顺,兴业证券经济与金融研究院整理

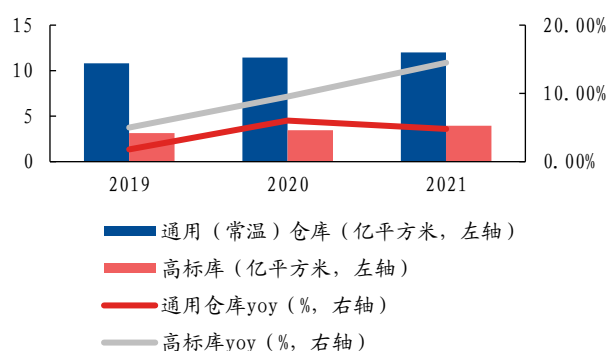
除了严格限制化工仓储行业增量供给外，存量方面政府执行“去产能”政策，关停不合规的储罐库区及“小乱污”化工仓储企业，也在一定程度上压缩了供给。2019-2021年，我国通用仓库面积为10.8/11.45/12亿平方米，增长趋势放缓；其中高标库面积为3.15/3.45/3.95亿平方米，逐年稳定增长。在“去产能”和关停“小乱污”政策背景下，在本行业拥有丰富管理经验、专业资格证书、经营职称的企业更易受政府青睐。

图 16、2014-2016 年我国危险液(气)体储罐容量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2016 年后 Wind 暂无更新数据

图 17、2019-2021 我国通用仓库面积 (亿平方米)



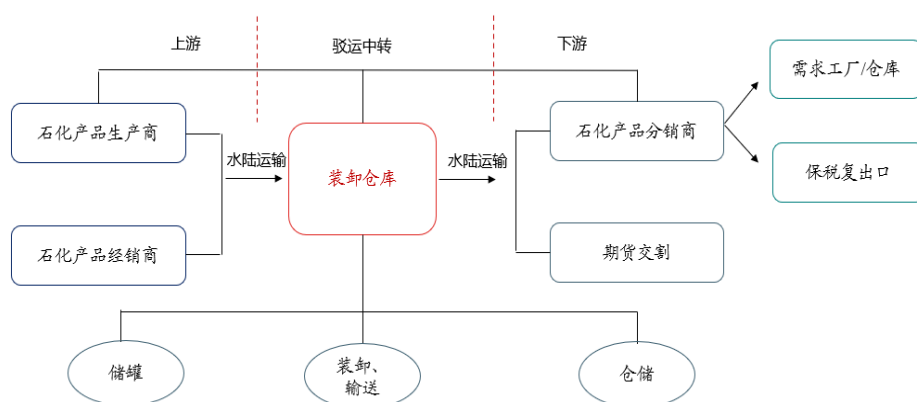
资料来源：中国仓储与配送协会，兴业证券经济与金融研究院整理

储罐进入壁垒极高，安全环保监管严格，我们认为储罐行业供给将长期受限。因此，在环保、安全、资金、资质上占有优势的头部公司更容易获得规模优势，从而在行业供给受限的基础上持续扩张产能。

3.2、需求端稳健增长，公转水趋势叠加大炼化产能释放催生仓储需求

石化仓储行业是指为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务的物流体系，包括装卸、仓储、过驳、中转、物流链管理等。

图 18、公司所处行业上下游示意图



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

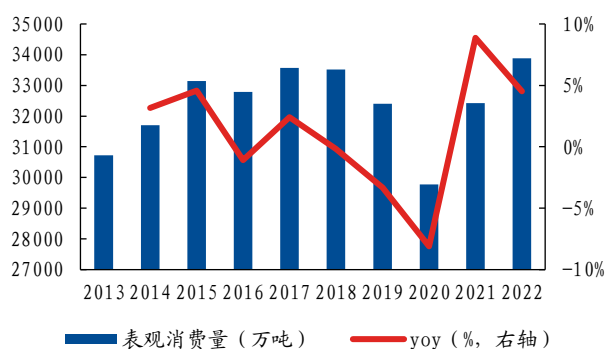
我们认为储罐存储需求主要依靠液体化工品水运量的增长驱动，主要系大宗石化产品市场。具体来看，需求的中短期驱动因素为经济复苏背景下油类醇类等大宗石化产品仓储需求释放、公转水趋势；需求的长期驱动因素为大炼化开工提振长期需求。

1、中短期：世界第一炼油大国主要大宗石化产品仓储需求不断释放

2022年，我国原油产量2.05亿吨，同比增长2.9%；成品油产量3.66亿吨、同比增长2.4%，其中柴油产量1.91亿吨，同比增加17.9%。对外依存度方面，2022年我国原油进口5.08亿吨、同比下降1.0%，对外依存度降至71.2%。

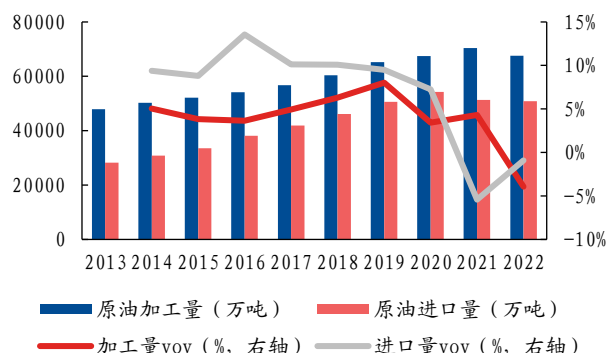
2月16日，中国石油和化学工业联合会发布数据称，中国炼油产能已超过美国，成为世界第一炼油大国。随着我国成品油表观消费量不断提升，疫后经济逐渐复苏，叠加国家“增储上产”政策推动，原油对外依存度下降以及炼油能力的提升，未来我国成品油、原油市场催生的仓储需求仍将不断释放。

图 19、2022 年成品油表观消费量同比增 4.52%



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

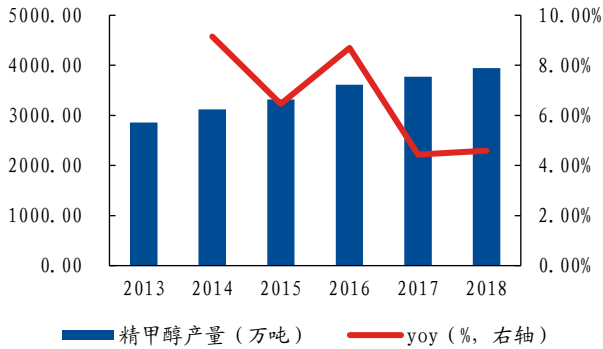
图 20、2013-2022 年原油加工、进口量 (万吨)



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

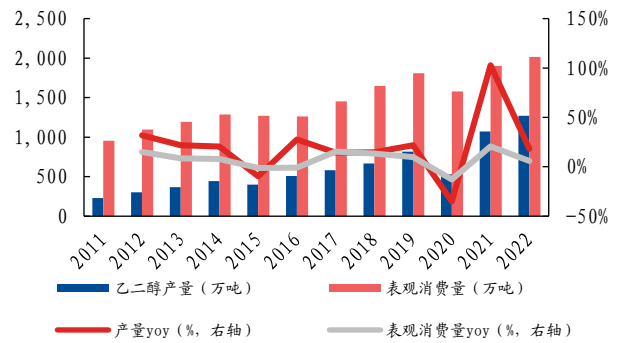
除了原油、成品油，大宗石化产品例如精甲醇、乙二醇、苯乙烯等有机化学品的运输也在石化物流行业中占据较大比重。2022年，我国乙二醇产量为1268.83万吨，同比增18.26%；乙二醇表观消费量为2015.86万吨，同比增5.92%。预计石油化工行业将延续稳健发展的趋势，带动大宗石化产品仓储需求量稳健上行。

图 21、2013-2021 精甲醇产量 (万吨)



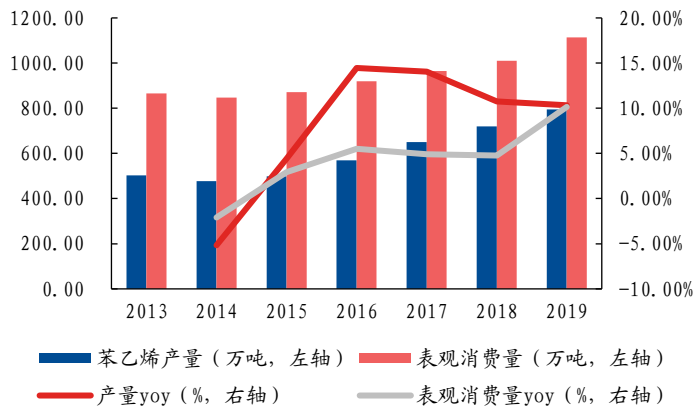
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、乙二醇表观消费量延续增长趋势 (万吨)



资料来源: 同花顺, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、苯乙烯表观消费量延续增长趋势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

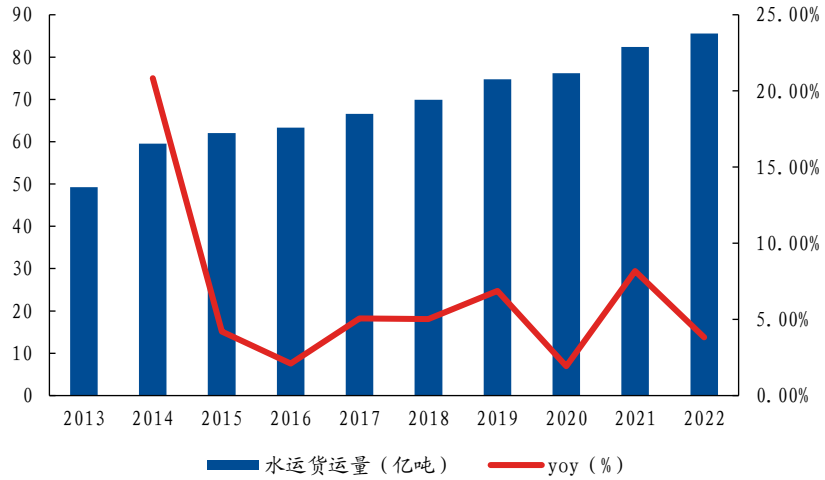
2、中短期: 水路运输占比上升催生更大的码头储罐需求

存量情况: 道路运输是主流方式。道路运输具有机动灵活、可达性较强的特点, 而船运受制于运输条件的限制, 如自然气象、航道制约等不利因素, 因此道路运输仍是目前危化品运输的主流方式 (70%)。

趋势情况: 水运渗透率提升为大势所趋。一方面, 道路运输成本较高且安全运营管理难度较大, 近年来道路运输的货运量有所降低, 而船运相较道路运输成本更优, 更环保; 另一方面, 随着石化产业向沿海聚集, 水运渗透率提升为大势所趋。2021 年危化品水运占比达 22%, 近 4 年提升 4pct。石化产品在国际贸易及国内沿海地区的远距离运输普遍采取水运的方式。

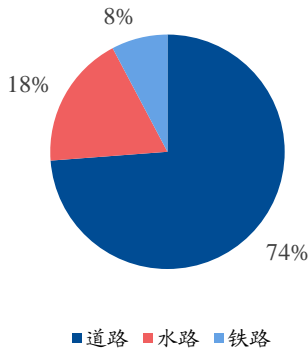
根据 Wind, 我国水运货运量 2013-2021 年分别为 49.29/59.56/62.06/63.66/66.57/69.91/74.72/76.16/82.39/85.54 亿吨, 2022 年水运货运量同比增长 3.82%。经水路运输后石化产品需在码头实现货物的中转或仓储, 将催生出更大的石化仓储需求。

图 24、2013-2021 年水路货运量逐年提升 (亿吨)



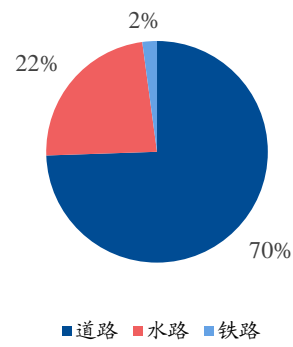
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2018 年我国水运危化品运输占比 18%



资料来源: 中物联危化品物流分会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2021 年我国水运危化品运输占比 22%



资料来源: 中物联危化品物流分会, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、长期：大炼化开工拉动石化仓储长期需求提升

大炼化产业投产提振储罐长期总需求。“十三五”重点建设七大石化产业基地，我国大型炼油产能涌现投产潮；“十四五”期间，我国炼化行业将进入新增产能全面释放时期，大型石化项目投产使得需求端增速加快。码头储罐需求与大炼化项目落地进度紧密相关，石化行业优质产能扩张提振储罐长期总需求。

表 8、近年来诸多炼化项目将陆续集中投产或拟投产

| 所属基地/位置 | 项目简称 | 相关内容 | 投产/预计投产时间 |
|--------------------|------------------|---|-----------------|
| 大连长兴岛 (西中岛) 石化产业基地 | 恒力炼化一体化项目 | 建设 2,000 万吨/年炼油、450 万吨/年 PX。此外, 依托于该一体化项目, 于 2018 年扩增了 150 万吨/年乙烯项目 | 2019.05/2020.07 |
| 浙江舟山绿色石化基地 | 浙江石化炼化一体化项目 (一期) | 2,000 万吨/年炼油、520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯 | 2019.11 |
| 广东茂湛炼化一体化基地 | 中科炼化一体化项目 | 1,000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯 | 2020.06 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | |
|-------------|-------------------------|---|--------------|
| 泉州湄洲湾石化基地 | 中化泉州炼化一体化扩建项目（二期） | 扩建升级至 1,500 万吨/年的炼油能力，并新建 100 万吨/年乙烯装置 | 2020.09 |
| 浙江舟山绿色石化基地 | 浙江石化炼化一体化项目（二期） | 2000 万吨/年炼油、年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨 | 2020.11 |
| 惠州大亚湾石化产业基地 | 惠州中海油/壳牌南海联合工厂二期项目 | 乙烯总产能达到 220 万吨/年，每年可生产 600 多万吨石化产品。SMPO/POD 项目于 2021.04.14 投产，标志着二期项目全面投产 | 2021.04 |
| 连云港石化产业基地 | 盛虹石化炼化一体化项目 | 1600 万吨/年炼油、280 万吨/年芳烃、110 万吨/年乙烯 | 2021Q4 |
| 洋浦经济开发区 | 海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目 | 炼油扩建规模为 500 万吨/年炼油，同步建设 100 万吨/年乙烯工程 | 2020 年 5 月中交 |
| 漳州古雷石化产业基地 | 古雷炼化一体化一期项目 | 1,000 万吨/年炼油、130 万吨/年 PX | 2021Q3 |
| 宁波石化产业基地 | 镇海炼化炼油升级扩建项目 | 1500 万吨/年炼油扩建、增加 120 万吨/年乙烯、80 万吨/年乙二醇、36/80 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯等 11 套工艺生产装置，项目建成后镇海炼化将拥有 3,800 万吨/年的原油加工能力和 220 万吨/年乙烯能 | 2024Q4 |

资料来源：兴通招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、核心储罐业务增长路径探析：罐容扩张*出租率改善*租金水平稳步上升

4.1、罐容扩张：收购经验丰富，标的短期内达到较好盈利水平

公司储罐产能扩张以外延并购为主导。在监管严格、供给受限的行业特性下，外延并购为企业产能扩张的有效手段。公司自 2010 年并购太仓阳鸿以来，先后并购了南通阳鸿、福建港能、中山嘉信、常州宏川、常熟宏川等。2022 年 4 月公司并购的龙翔集团、宁波基地和潍坊森达美为公司布局山东和浙江打下基础。

表 9、公司并购及自建的储罐和化工仓库一览

| 名称 | 方式 | 时间 | 股比 | 罐容 (万 m ³) | 化工仓库仓容 (万 m ²) |
|------|----|---------|------|------------------------|----------------------------|
| 太仓阳鸿 | 并购 | 2010.12 | 100% | 60.6 | |
| | 扩建 | 2014.12 | | | |
| 东莞三江 | 并购 | 2014.12 | 100% | 24.13 | 0.66 (立沙岛基地) |
| | 并购 | 2015.5 | | | |
| 南通阳鸿 | 扩建 | 2018.9 | 100% | 47.5 | 142 亩待建 |
| | 扩建 | 2019.3 | | | |
| 福建港能 | 并购 | 2018.12 | 85% | 44.35 | 0.25 |
| 中山嘉信 | 并购 | 2019.12 | 100% | 6.16 | 1.31 |
| 东莞宏川 | 自建 | 2020.5 | 100% | 20.75 | 0.15 |
| 宏元仓储 | 自建 | 2020.5 | 100% | 1.05 | |
| 常熟宏川 | 并购 | 2020.5 | 100% | 16.01 | 0.09 |
| 常州宏川 | 并购 | 2020.5 | 57% | 54.4 | |
| 长江石化 | 参股 | 2020.3 | 30% | 40.2 | |

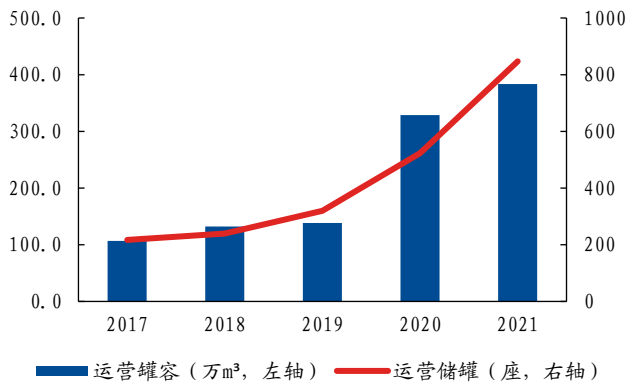
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | | |
|-----------|-------|----|---------|------|---------------|-------------|
| 南京龙翔 | | | | 90% | 21 | |
| 龙翔集团 | 宁波基地 | 并购 | 2022.4 | 60% | 2.9 | |
| | 潍坊森达美 | | | 50% | 66.1 | |
| 嘉会物流 | | 并购 | 2022.6 | 100% | | 2.72 |
| 常熟宏智 | | 并购 | 2022.11 | 100% | 29.38 | 1.46 |
| 合计 | | | | | 434.53 | 6.64 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

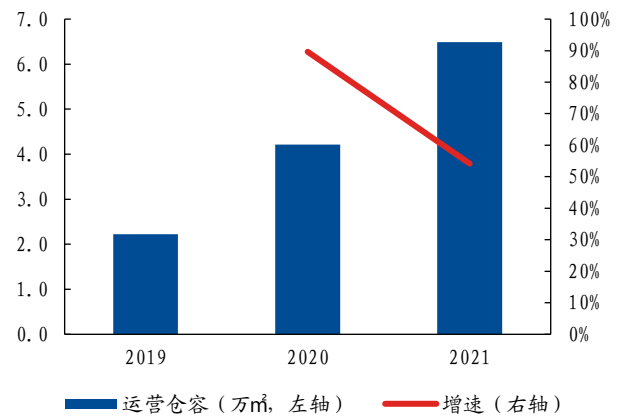
截至 2021 年，公司投入运营储罐的 847 座，罐容 383.6 万 m³，2017-2021 年运营罐容年复合增长率为 37.6%；在建储罐 58 座，罐容合计 50.90 万 m³。化工品仓库方面，公司合计运营 6.49 万平方米。稳步扩张的产能为公司带来规模优势。

图 27、2017-2021 年公司运营储罐数量及罐容情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2019-2021 年公司运营仓容情况

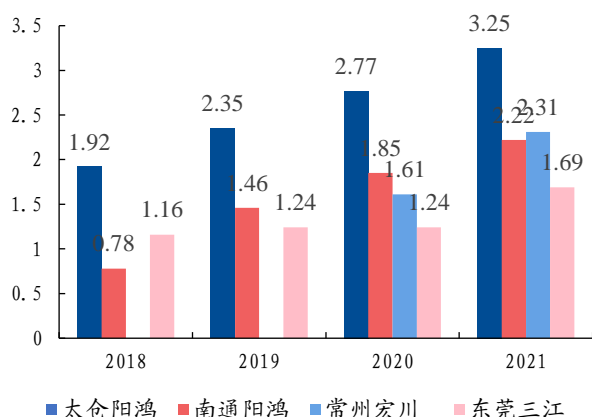


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经营管理赋能，被并购标的短时间内达到较好盈利水平。公司项目并购时优先选择与公司现有仓储基地/库区可以产生协同效应的同一个区域的标的，完成新库区并购后，在保持新并购库区的人员稳定的基础上，公司通过中心制管理模式将企业文化、客户服务理念、各中心/部门工作的标准化要求等迅速导入至新并购库区，使其能够快速融入到公司的管理体系当中；与此同时，公司通过商务中心的客户资源共享机制以及货物通存通兑服务业务等增值服务引流客户至新并购库区，使其经营状况在短期内迅速得到改善及提升。在短时间内达到较好的盈利水平。

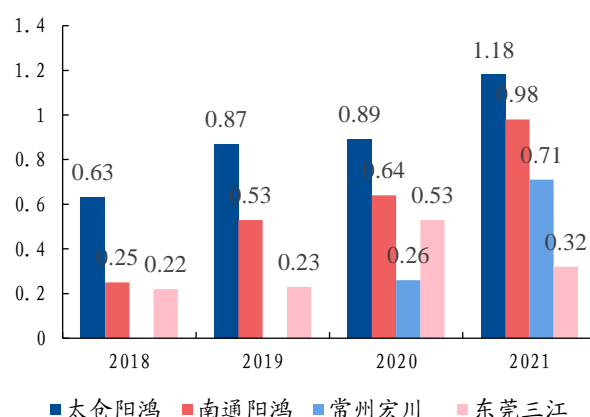
截至 2021 年，公司四大核心子公司太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川和东莞三江均贡献可观的业绩增量。2021 年，太仓阳鸿/南通阳鸿/常州宏川/东莞三江分别贡献营收 3.25/2.22/2.31/1.69 亿元，分别同比增长 17.3%/20%/43.5%/36.3%；净利润分别为 1.18/0.98/0.71/0.32 亿元，分别同比变动+32.6%/+53.1%/+173.1%/-39.6%。公司并购扩张储罐产能的同时，实现高效运营，经营管理赋能效果显著。

图 29、2018-2021 年被并购公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、2018-2021 年被并购公司净利润 (亿元)



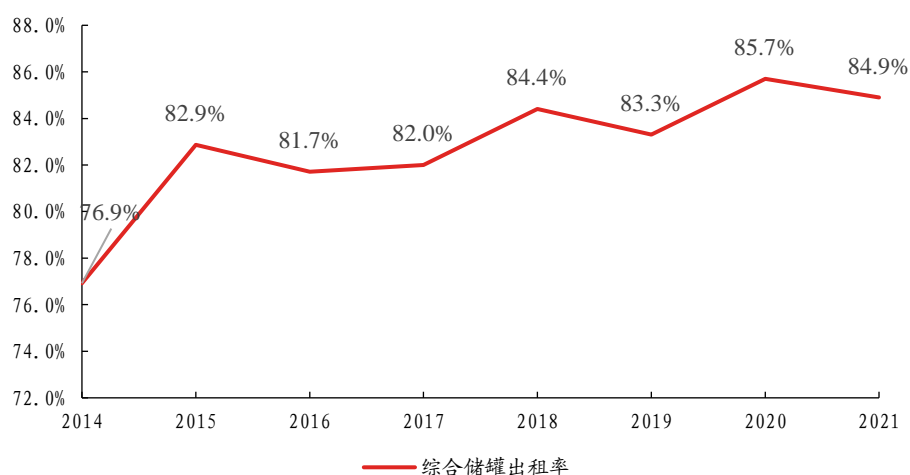
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、出租率改善: 集群效应下出租率稳步提升

根据前文分析, 我们认为行业进入壁垒和运营壁垒较高, 市场上新增仓储供给有限, 供需紧平衡, 推动出租率提升。公司近 8 年储罐平均出租率呈上升趋势, 从 2014 年的 76.9% 上升至 2021 年的 84.9%。

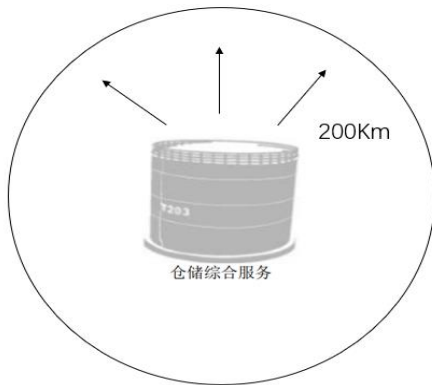
此外, 集群效应和网络效应提升出租率, 实现区域互补和库区协同, 助力通存通兑服务。公司储罐单个库区的辐射范围为 200 公里, 利用率受到地理位置限制较大。并购龙翔集团后, 公司在长三角区域的仓储基地形成集群效应, 提升公司仓储规模且有效联动配合, 促进公司通存通兑业务开展, 实现客户标准化的石化产品(如甲醇、乙二醇等)在不同库区异地同质同量存取, 打破了空间限制, 提升储罐出租率。

图 31、2017-2021 年公司储罐平均出租率



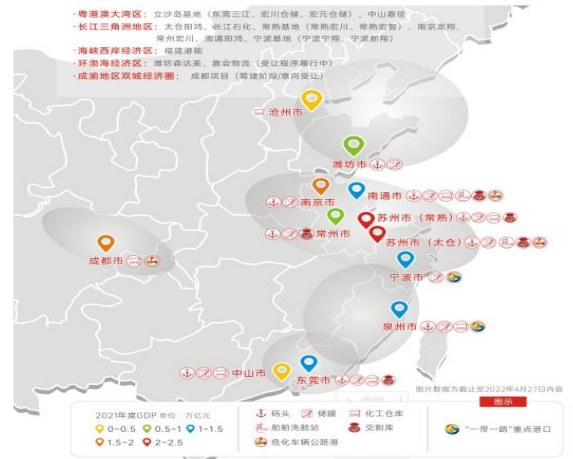
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、储罐单个库区辐射半径最大通常为 200 公里



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、公司并购布局战略具备集群效应和网络效应



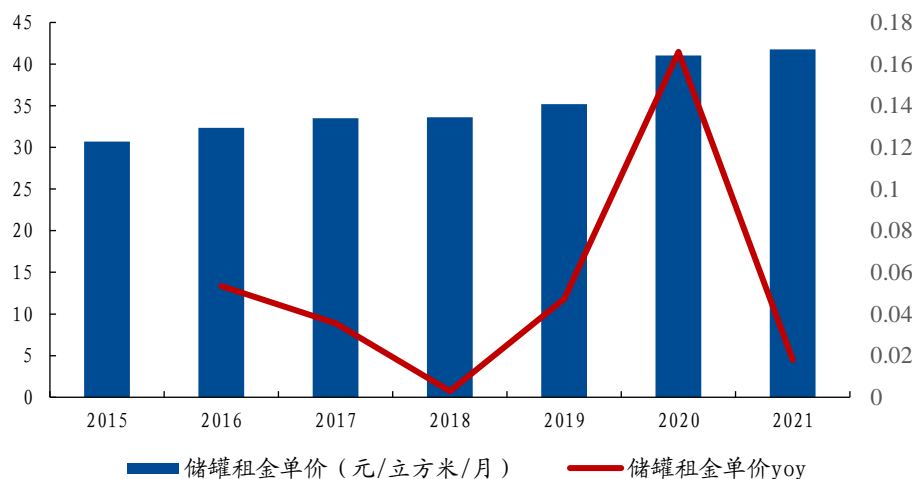
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、租金稳步提升：具备提价空间

公司储罐的出租方式包括两种，对应不同的定价标准：第一种是包罐，按包罐罐容（立方米）收取仓储费，按仓储货物数量收取操作费；第二种是拼罐，按仓储货物重量（吨）收取综合仓储费。此外，依据租赁的时间长短和储罐大小、储罐材质、储存品种等，收费价格存在一定差异。

租金水平稳定上行，年复合增长率为 5%。由于每年新增罐容投入使用时间不同，我们以每立方米出租储罐每月仓储综合服务费=每年仓储综合服务收入/（加权罐容*储罐出租率*12）为依据，测算公司仓储租金单价从 2015 年的 30.7 元/立方米/月上升至 2021 年的 41.8 元/立方米/月，七年年复合增长率为 5%，租金水平稳步提升。

图 34、2017-2021 年公司储罐租金单价年复合增长率约为 5%



资料来源：公司公告，自行测算，兴业证券经济与金融研究院整理

租金提价具备提价空间。一方面，石化仓储行业供需紧平衡，经济回暖背景下储罐出租率有望回升至疫情前水平，进而推动价格上升；另一方面，公司库区集群

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

效应、网络优势和良好的客户资源也为公司带来提价空间。

图 35、公司拥有丰富优质的客户资源

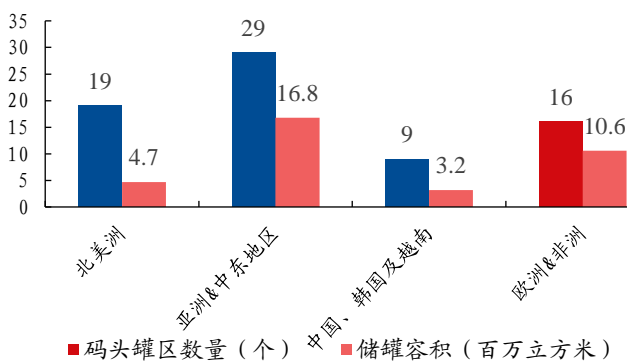


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

5、海外对标：荷兰皇家孚宝

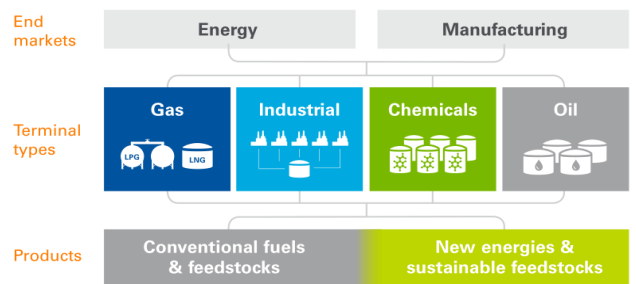
荷兰皇家孚宝集团（Vopak）为世界最大的专业性港口储罐经营企业。荷兰皇家孚宝集团成立迄今拥有四百多年的历史，主要从事液体石化产品的码头接卸和仓储。截至 2022 年底，荷兰皇家孚宝在全球 18 个产业集群中管理液体散装物流，足迹遍布六大洲 23 个国家，合计持有 78 个码头罐区，储罐容积达 3660 万立方米。其中，公司在中国、韩国及越南拥有 9 个码头罐区和 320 万立方米罐容。

图 36、公司经营范围辐射六大洲（截至 2022 年底）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

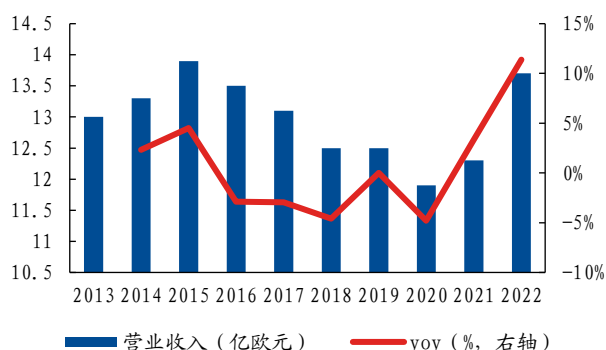
图 37、荷兰皇家孚宝产业链分工



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年，荷兰皇家孚宝实现营收 13.7 亿欧元，同比增 11.38%；公司净亏损-1.38 亿欧元（主要系能源价格高企、劳动力价格飙升、通胀压力，以及资产减值损失带来）。

图 38、2022 年荷兰皇家孚宝实现营收 13.7 亿欧元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、2013-2022 年荷兰皇家孚宝归母净利润 (亿欧元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

发展历程方面，收购是荷兰皇家孚宝进行扩张的主要方式。2022 年，荷兰皇家孚宝投资活动产生的现金流达 6.11 亿欧元，同比增 3.11%。其中，1.74 亿欧元用于收购位于印度的码头储罐、1.385 亿欧元用于扩建现有在荷兰、美国、巴西、墨西哥和中国的码头储罐；4350 万欧元投资于合资企业、联营公司和其他股权投资，包括收购。与荷兰皇家孚宝类似，通过并购行业优质标的，宏川智慧外延式发展未来可期。

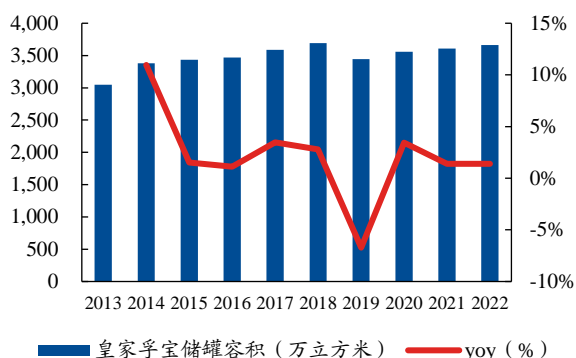
2019 年-2021 年，荷兰皇家孚宝储罐容积同比变动-6.72%/+3.43%/+1.40%；宏川智慧储罐容积同比增长 4.66%/137.40%/16.77%。荷兰皇家孚宝作为全球成熟的港口储罐经营企业，过去四年罐容目前处于几乎不增长甚至负增长的状态，宏川智慧罐容增速大幅高于荷兰皇家孚宝，未来成长性可期。

表 10、荷兰皇家孚宝发展历程

| 时间 | 发展历程 |
|-------------|--|
| 1616 年 | 公司前身 Blauwoedenveem 成立，为荷兰东印度公司进口中国茶叶、草药提供仓库管理 |
| 1857 年 | Blaauwhoedenveem 成为普通合伙企业，开拓帆船转运业务 |
| 1860 年 | Vopak 前体 Pakhuismeesteren 开始提供石油贮存服务 |
| 1876 年 | Blaauwhoedenveem 通过收购 Roodhoedenveem (红帽子仓库) 完成了首次收购 |
| 1976-1928 年 | 公司不断合并，在比利时设立第一个国外码头储罐，成为跨国公司 |
| 1928-1990 年 | 主要在美洲市场进行收购扩张，收购 Galena Park、Deer Park 等大型码头 |
| 1990 年 | 新加坡 Pakhoed 码头建成，进入亚洲市场 |
| 1999 年 | Fujairah 码头启用，进入中东市场；同年 Pakhoed 与 Van Ommeren 合并，公司正式更名为荷兰皇家孚宝 |
| 1994 年 | 与宁波建立首个码头储罐，进入中国市场 |
| 2022 年 | 成为世界最大的专业性港口储罐经营企业 |

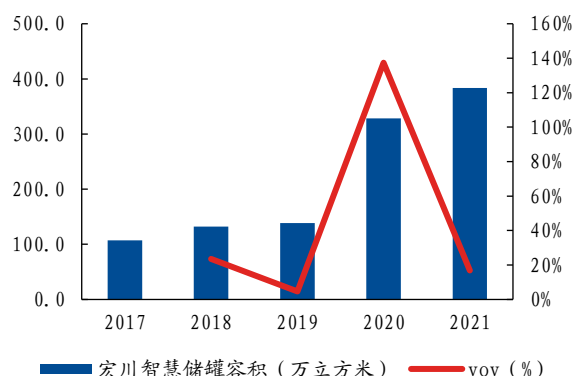
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2013-2022 年皇家孚宝储罐容积及增速



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2017-2021 年宏川智慧储罐容积及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

品类方面，荷兰皇家孚宝面向不同客户需求，提供差异化服务。截至 2022 年底，除为客户提供气体、工业制品、化学制品、石油类产品的储存服务之外，荷兰皇家孚宝还提供例如再气化、转运、生物液化 LNG、制冷、加热、混合等多种附加服务，全方位满足客户多层次需求。

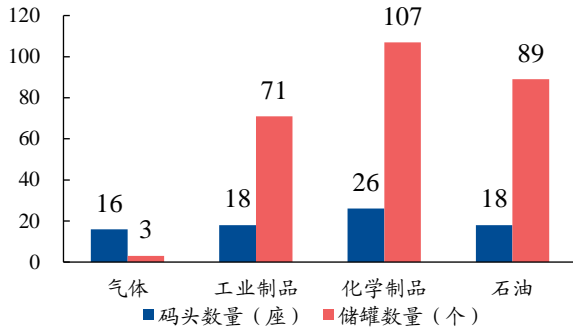
表 11、皇家孚宝储存品类及附加服务

| | 产品 | 附加服务 |
|------|------------------|--------------------------|
| 气体 | 液化石油气、液化天然气、化学气体 | 再气化、卡车及船装载、船到船转运、生物液化天然气 |
| 工业制品 | 化学品、基础油 | 混合、卡车装载、加热、制冷 |
| 化学制品 | 化学品：乙酰，丙烯酸，溶剂和酸等 | 进口、出口、分销、混合 |
| 石油 | 原油、石油产品 | 分配、混合、卡车装载 |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

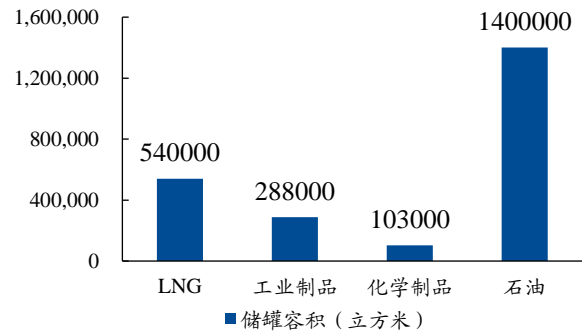
分业务来看，石油储存业务占储罐容积比例最大。截至 2022 年底，荷兰皇家孚宝气体储存业务拥有码头数量 16 座，拥有储罐 3 个，储罐容积达 54 万 m³；工业制品储存业务拥有码头数量 18 座，拥有储罐 71 个，储罐容积达 28.8 万 m³；化学制品储存业务拥有码头数量 26 座，拥有储罐 107 个，储罐容积达 10.3 万 m³；石油储存业务拥有码头数量 18 座，拥有储罐 89 个，储罐容积达 140 万 m³、石油储存业务占储罐容积比例最大。

图 42、荷兰皇家孚宝各业务码头及储罐数量（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

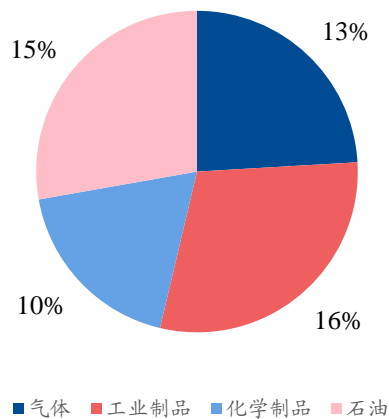
图 43、荷兰皇家孚宝各业务储罐容积（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2022 年末，从各业务经营性现金回报来看，工业制品储存业务经营性现金回报率最高，达 16%；其次依次为石油储存、气体储存、化学制品储存，分别为 15%/13%/10%。

图 44、荷兰皇家孚宝各业务经营性现金回报率（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

6、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

预计公司第一主业储罐业务规模持续扩张，利率用爬坡，产能释放可期，第二主业化工品仓库稳步扩张，持续带动公司营收增长。预计公司 2022-2024 年营收分别为 12.7 亿元、16.0 亿元、20.2 亿元，同比分别+17%、+26%、+26%；预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.0、4.2、5.3 亿元，同比增长 11.5%、37.0%、27.8%。

其中，分业务来看，预计公司 2022-2024 年：

1) 码头储罐利用率提升，子公司产能释放，预计 2022-2024 年码头储罐收入分别为 11.2 亿元、13.8 亿元、17.2 亿元，同比分别+15%、+23%、+25%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2) 第二曲线化工仓库业务产能扩张预计, 2022-2024 年化工仓库收入分别为 0.55 亿元、0.66 亿元、0.79 亿元, 同比分别+15%、+20%、+20%。

3) 预计 2022-2024 年中转及其他业务收入分别为 0.29 亿元、0.34 亿元、0.40 亿元, 同比分别+20%、+18%、+16%。

4) 预计 2022-2024 年物流链管理收入分别为 0.027 亿元、0.029 亿元、0.03 亿元, 同比分别-40%、+5%、+6%。

表 12、公司收入及利润假设

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1088.0 | 1274.7 | 1600.1 | 2015.5 |
| yoy | 28.3% | 17.2% | 25.5% | 26.0% |
| 码头储罐 | 974.1 | 1120.2 | 1400.3 | 1764.4 |
| yoy | 25.6% | 15.0% | 25.0% | 26.0% |
| 化工仓库 | 47.6 | 54.7 | 65.6 | 78.8 |
| yoy | 11.6% | 15.0% | 20.0% | 20.0% |
| 中转及其他 | 24.1 | 28.9 | 34.1 | 39.5 |
| yoy | 155.8% | 20.0% | 18.0% | 16.0% |
| 物流链管理 | 4.6 | 2.7 | 2.9 | 3.0 |
| yoy | -44.5% | -40.0% | 5.0% | 6.0% |
| 增值服务 | 16.5 | 28.1 | 47.2 | 78.4 |
| yoy | 106.6% | 70.0% | 68.0% | 66.0% |
| 其他业务收入 | 21.1 | 40.0 | 50.0 | 50.0 |
| yoy | 385.5% | 89.4% | 25.0% | 0.0% |
| 归母净利润(百万元) | 272.2 | 303.6 | 415.8 | 531.2 |
| yoy | 19.5% | 11.5% | 37.0% | 27.8% |
| 毛利率 | 65.3% | 66.2% | 66.8% | 66.9% |
| 归母净利率 | 25.0% | 23.8% | 26.0% | 26.4% |

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 66.2%、66.8%、66.9%，分业务看：

1) 码头储罐资产价值高, 高毛利优势将延续, 预计 2022-2024 毛利率分别为 64.3%、64.7%、64.7%;

2) 预计化工仓库业务 2022-2024 年毛利率分别为 64.3%、64.9%、65.4%;

3) 预计中转及其他业务 2022-2024 年毛利率分别为 70.1%、67.9%、67.8%;

4) 预计物流链管理业务 2022-2024 年毛利率分别为 9.0%、9.5%、9.7%;

5) 预计增值服务 2022-2024 年毛利率分别为 87.3%、86.4%、85.5%。

表 13、公司毛利率假设

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 65.3% | 66.2% | 66.8% | 66.9% |
| 码头储罐 | 64.3% | 64.3% | 64.7% | 64.7% |
| 化工仓库 | 65.8% | 64.3% | 64.9% | 65.4% |
| 中转及其他 | 71.6% | 70.1% | 67.9% | 67.8% |
| 物流链管理 | 9.1% | 9.0% | 9.5% | 9.7% |

| | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 增值服务 | 87.4% | 87.3% | 86.4% | 85.5% |
| 其他业务 | 99.2% | 99.0% | 98.9% | 98.8% |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

预计 2022-2024 年销售费用率、研发费用、财务费用率保持稳定，管理费用率小幅下降。

预计 2022-2024 年归母净利率分别为 23.8%、26.0%、26.4%。

表 14、公司净利率假设

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 2.8% | 2.8% | 2.7% | 2.7% |
| 管理费用率 | 10.3% | 10.4% | 10.1% | 10.0% |
| 财务费用率 | 13.4% | 17.3% | 16.9% | 16.5% |
| 研发费用率 | 1.4% | 1.6% | 1.6% | 1.7% |
| 归母净利率 | 25.0% | 23.8% | 26.0% | 26.4% |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

6.2、投资建议

宏川智慧所在的码头储罐行业的进入壁垒和运营壁垒较高，有明显的地理区位限制；此外，行业供给严格受限，几乎是存量市场，而宏川智慧作为行业内的头部企业，通过持续的收并购扩张产能，未来发展潜力大，成长确定性较强。

我们看好公司作为石化仓储龙头企业具备优异的并购扩张与安全管理能力，核心码头储罐业务增长路径清晰，量价均具备提升空间；子公司运营效率高，利用率爬坡，产能释放可期；“第二曲线”化工仓库，成长性凸显，与码头储罐形成业务互补，市占率有望进一步提升。我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别 3.0/4.2/5.3 亿元，对应 EPS 分别 0.68/0.93/1.19 元/股，对应 3 月 16 日收盘价 PE 为 31.7/23.1/18.1 倍，维持“增持”评级。

表 15、可比公司估值表

| 公司名称 | 营业收入（亿元） | | | | 归母净利润（亿元） | | | | PE（倍） | | | |
|------|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 密尔克卫 | 86.5 | 129.7 | 172.3 | 225.8 | 4.3 | 6.5 | 8.7 | 11.6 | 45.8 | 30.2 | 22.7 | 17.0 |
| 宏川智慧 | 10.9 | 12.7 | 16.0 | 20.2 | 2.7 | 3.0 | 4.2 | 5.3 | 35.4 | 31.7 | 23.1 | 18.1 |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收盘价截至 2023 年 3 月 16 日

7、风险提示

1、宏观经济下行风险

宏观经济和化工行业景气度密切相关，进而影响化工品仓储需求。宏观经济下行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

时，化工行业景气度下降，石化仓储需求周期拉长；当化工行业景气度下降超过一定程度，石化仓储需求降低，将对公司业务造成不良影响。

2、安全生产风险

石化物流企业库区存储的货物大部分是易燃、有毒或腐蚀性的化学品，如人为因素导致发生安全事故，将对公司经营造成不利影响。

3、整合并购库区风险

公司坚持并购发展战略，通过行业并购路径推动规模化发展，已在国内经济发达、石化产业集聚的粤港澳大湾区、长三角、东南沿海及环渤海经济带大力布局。虽然公司具备丰富的行业并购经验，但不同区域的经营环境以及并购标的的管理水平差异较大，如公司未能对新并购库区进行有效整合，其业务未能与公司整体业务实现同步增长，将对公司业绩造成不利影响。

附表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 969 | 1914 | 2909 | 3874 |
| 货币资金 | 666 | 1577 | 2508 | 3407 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据及应收账款 | 111 | 148 | 183 | 227 |
| 预付款项 | 4 | 4 | 5 | 7 |
| 存货 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 其他 | 184 | 181 | 208 | 227 |
| 非流动资产 | 5918 | 5529 | 5405 | 5221 |
| 长期股权投资 | 465 | 232 | 271 | 290 |
| 固定资产 | 3418 | 3189 | 2960 | 2731 |
| 在建工程 | 635 | 635 | 635 | 635 |
| 无形资产 | 877 | 939 | 991 | 1032 |
| 商誉 | 300 | 289 | 295 | 294 |
| 长期待摊费用 | 67 | 65 | 61 | 57 |
| 其他 | 157 | 180 | 191 | 182 |
| 资产总计 | 6887 | 7443 | 8313 | 9095 |
| 流动负债 | 756 | 718 | 764 | 829 |
| 短期借款 | 133 | 72 | 80 | 86 |
| 应付票据及应付账款 | 132 | 199.30 | 226.01 | 283.29 |
| 其他 | 491 | 447 | 458 | 460 |
| 非流动负债 | 3251 | 3668 | 4204 | 4585 |
| 长期借款 | 2548 | 3084 | 3569 | 3955 |
| 其他 | 703 | 584 | 635 | 630 |
| 负债合计 | 4007 | 4386 | 4968 | 5415 |
| 股本 | 447 | 447 | 447 | 447 |
| 资本公积 | 913 | 913 | 913 | 913 |
| 未分配利润 | 766 | 917 | 1139 | 1415 |
| 少数股东权益 | 525 | 560 | 589 | 620 |
| 股东权益合计 | 2880 | 3057 | 3345 | 3681 |
| 负债及权益合计 | 6887 | 7443 | 8313 | 9095 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | 272 | 304 | 416 | 531 |
| 折旧和摊销 | 260 | 265 | 266 | 266 |
| 资产减值准备 | 7 | -2 | 3 | 3 |
| 资产处置损失 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 公允价值变动损失 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 财务费用 | 149 | 221 | 270 | 333 |
| 投资损失 | -3 | -32 | -30 | -30 |
| 少数股东损益 | 30 | 35 | 29 | 31 |
| 营运资金的变动 | 87 | 59 | -48 | -5 |
| 经营活动产生现金流量 | 779 | 806 | 899 | 1137 |
| 投资活动产生现金流量 | -703 | 180 | -102 | -66 |
| 融资活动产生现金流量 | -13 | -75 | 134 | -172 |
| 现金净变动 | 63 | 911 | 931 | 899 |
| 现金的期初余额 | 603 | 666 | 1577 | 2508 |
| 现金的期末余额 | 666 | 1577 | 2508 | 3407 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1088 | 1275 | 1600 | 2015 |
| 营业成本 | 378 | 431 | 531 | 666 |
| 税金及附加 | 10 | 12 | 15 | 19 |
| 销售费用 | 31 | 36 | 43 | 54 |
| 管理费用 | 112 | 133 | 162 | 202 |
| 研发费用 | 15 | 20 | 26 | 34 |
| 财务费用 | 145 | 221 | 270 | 333 |
| 其他收益 | 8 | 8 | 7 | 7 |
| 投资收益 | 3 | 32 | 30 | 30 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 信用减值损失 | -7 | -5 | -5 | -5 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 405 | 459 | 587 | 741 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 405 | 458 | 585 | 740 |
| 所得税 | 103 | 119 | 140 | 178 |
| 净利润 | 302 | 339 | 445 | 562 |
| 少数股东损益 | 30 | 35 | 29 | 31 |
| 归属母公司净利润 | 272 | 304 | 416 | 531 |
| EPS(元) | 0.61 | 0.68 | 0.93 | 1.19 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 28.2% | 17.2% | 25.5% | 26.0% |
| 营业利润增长率 | 37.3% | 13.5% | 27.8% | 26.3% |
| 归母净利润增长率 | 19.5% | 11.5% | 37.0% | 27.8% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 65.3% | 66.2% | 66.8% | 66.9% |
| 归母净利率 | 25.0% | 23.8% | 26.0% | 26.4% |
| ROE | 11.6% | 12.2% | 15.1% | 17.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 58.2% | 58.9% | 59.8% | 59.5% |
| 流动比率 | 1.28 | 2.67 | 3.81 | 4.67 |
| 速动比率 | 1.28 | 2.66 | 3.80 | 4.66 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 16.4% | 17.8% | 20.3% | 23.2% |
| 应收帐款周转率 | 933% | 935% | 929% | 941% |
| 存货周转率 | 10857% | 11892% | 11485% | 11703% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 0.68 | 0.93 | 1.19 |
| 每股经营现金 | 1.74 | 1.80 | 2.01 | 2.55 |
| 每股净资产 | 5.27 | 5.59 | 6.17 | 6.85 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 35.4 | 31.7 | 23.1 | 18.1 |
| PB | 4.1 | 3.9 | 3.5 | 3.1 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyq.com.cn | 邮箱：research@xyq.com.cn | 邮箱：research@xyq.com.cn |