

宏川智慧(002930.SZ)深度报告： 整合核心资源，定价能力领先

评级：增持(首次覆盖)

许可(证券分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

周延宇(证券分析师)

S0350521090001

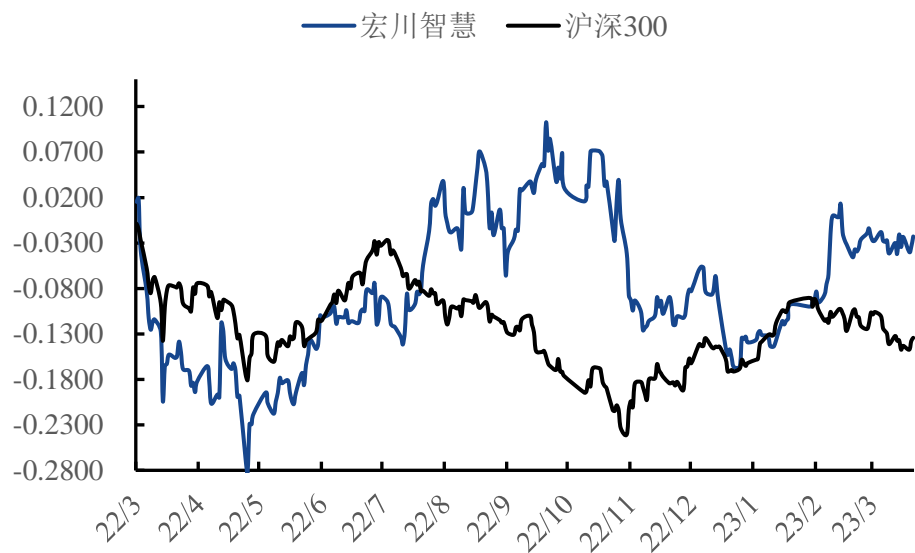
zhouyy01@ghzq.com.cn

钟文海(联系人)

S0350121090029

zhongwh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宏川智慧	1.73%	15.85%	15.65%
沪深300	-2.62%	4.26%	-6.01%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1088	1212	1515	1820
增长率(%)	28	11	25	20
归母净利润 (百万元)	272	222	366	464
增长率(%)	20	-18	65	27
摊薄每股收益 (元)	0.60	0.49	0.81	1.03
ROE(%)	12	9	13	14
P/E	42.38	44.48	26.98	21.28
P/B	4.91	4.04	3.52	3.02
P/S	10.62	8.15	6.52	5.43
EV/EBITDA	17.95	18.25	14.52	12.47

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

◆ 石化仓储龙头，并购扩张快速增长

宏川智慧成立于2012年，历经11年发展成就国内第三方民营石化仓储龙头。公司围绕沿海核心石化仓储资源，为炼厂、贸易商、制造企业客户提供仓储综合服务及其他相关服务。2018年公司上市以来，以股权激励调动员工积极性，以收并购形式快速扩张产能，营收2017-2021年CAGR 31.44%，归母净利润CAGR30.92%，平均毛利率61%。

◆ 供给：资源稀缺，盈利领先

液化储罐与危险品仓库是有一定区域垄断属性的不动产稀缺资源。其中储罐一般仅沿海或沿江建设，需要配套岸线、码头资源，新增供给非常有限；优质仓库则在化工园区中建设，虽有增量但资源依旧稀缺。资源属性决定了赛道领先的盈利能力，一般石化仓储企业ROIC在6-8%，毛利率在60%+，明显跑赢不动产和化工物流其他环节。

◆ 需求：总量平稳，结构优化

在化工产业链中，储罐主要服务于中上游偏大宗的品类（成品油、醇类、烃类等液化品），危险品仓库则服务于中下游偏零散的化工产品（如硝化棉、黄磷、染色剂、油漆等）。近年来，石化仓储客户需求随着石化产业的发展稳步提升，常见液体化学品库存总量2017-2022年CAGR 2.5%，其亮点在于2个结构性变化：①监管趋严带来合规需求占比提升（品牌商受益）②大炼化项目投产驱动沿海存储需求占比提升（沿海资源受益）。

◆ 投资建议：整合核心资源，定价能力领先，首次覆盖给予“增持”评级

宏川智慧凭借自身管理、品牌优势，赋能收并购项目，已经走出一条成熟的并购成长路径，其增长驱动力我们总结为以下三点：

- ①短期看出租率：公司折旧成本占比50%+，重点关注2023年顺周期公司需求修复产能爬坡带来出租率的改善。
- ②中期看提市占、扩品类：主营储罐业务罐容5年CAGR25%，后续仍有成长空间；新增危险品仓库业务形成第二成长曲线。
- ③长期看流量变现：储罐、仓库是化工供应链的流量中心，公司有望围绕核心资源提供通存通兑、供应链管理、贸易等服务实现流量变现。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计宏川智慧2022-2024年营业收入分别为12.12亿元、15.15亿元与18.20亿元，归母净利润分别为2.22亿元、3.66亿元与4.64亿元，2022-2024年对应PE分别为44.48倍、26.98倍与21.28倍。鉴于公司经营良好，盈利能力稳步提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

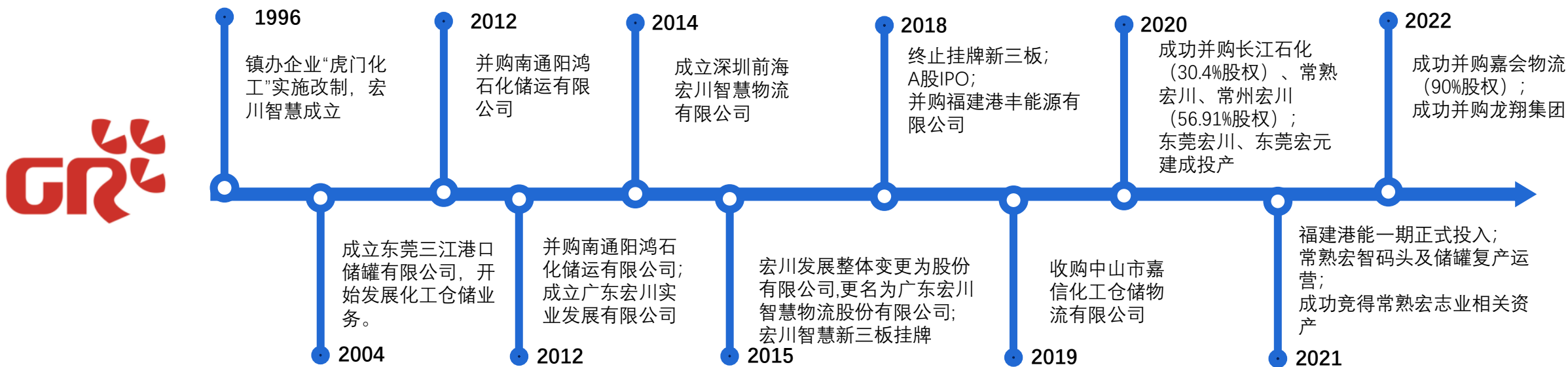
◆ **风险提示：需求不及预期、生产事故、整合并购不及预期、商誉减值风险、重大政策变动、大规模自然灾害**

一、石化仓储龙头，并购扩张稳健增长

1.1、成长历程：镇办出身改制民营，并购扩张成就石化仓储龙头

- **大型民营石化仓储企业，成功改制上市A股：**1996年，镇办企业“虎门化工”实施改制后成立宏川化工；2004年成立东莞三江港口储罐有限公司，开始发展化工仓储业务；2012年成立广东宏川实业发展有限公司（宏川智慧前身），并于2015年实行股份制改革整体变更为股份有限公司在新三板挂牌；2018年宏川智慧终止挂牌新三板，并成功在A股上市。
- **石化仓储龙头，并购战略实现快速扩张：**公司是国内石化仓储龙头企业，核心业务是码头储罐综合服务业务。自成立以来，公司采取并购的成长路径，不断发展壮大。先后并购了太仓阳鸿、南通阳鸿、福建港能、中山嘉信、常州宏川、常熟宏智、嘉会物流、龙翔集团等公司，同时公司也进行了自建和扩建工程。使得公司的核心资产储罐罐容不断扩大，2018年上市后，资金的注入让公司发展速度进一步提升，竞争力不断增强，巩固了公司在石化仓储行业的龙头地位。

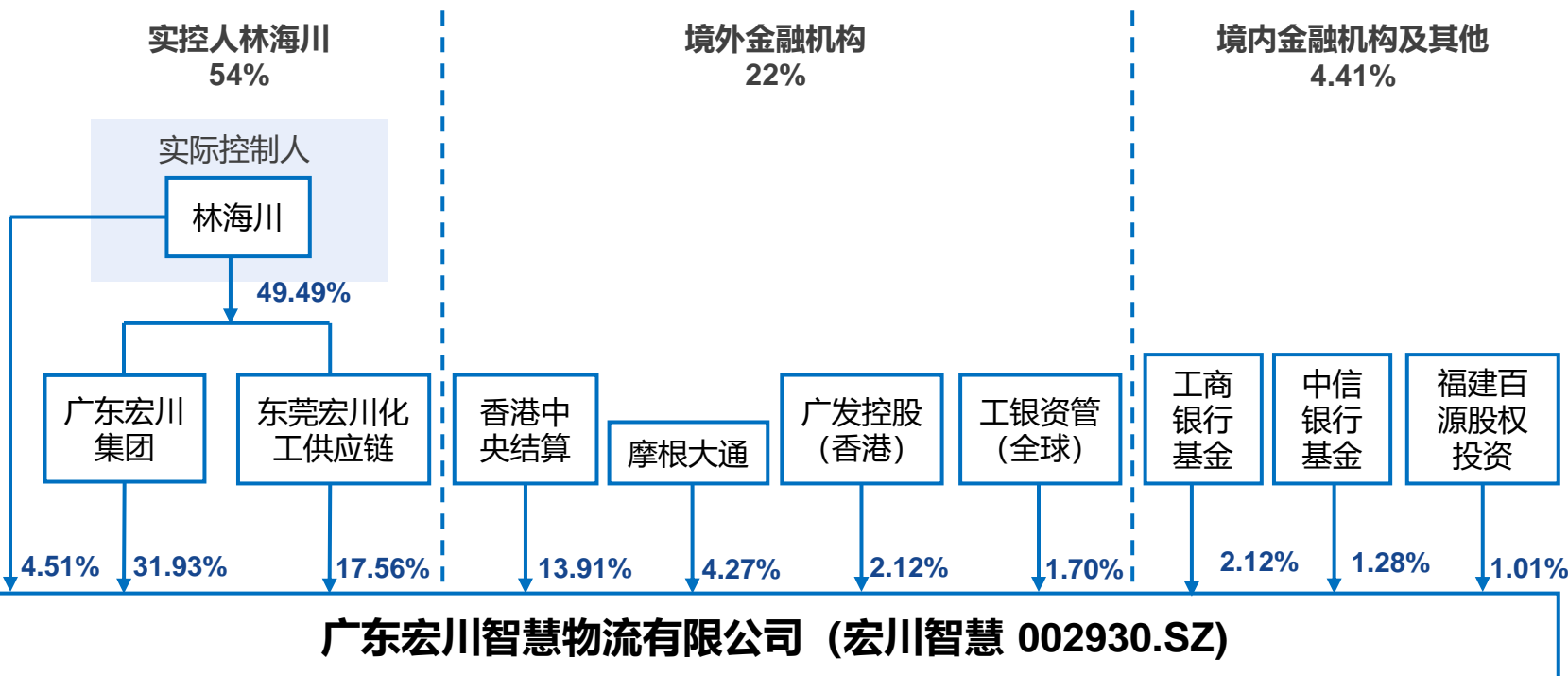
图表1：成长历程图



1.2、股权结构：林海川为实控人，公司受外资青睐，股权激励持续

- **民营背景，股权集中，外资青睐：**截至2022Q3，董事长林海川直接及间接持有公司合计54%股权，股权较为集中。其余大股东以境外法人或金融机构为主，持股比例超过20%。
- **持续股权激励，凝聚团队促成长：**公司上市后连续推出股权激励计划，其中最新的2022年股权激励计划在授权完成日起满一年后分三期行权，每期行权比例为25%、25%、50%。业绩考核目标为：以2020年营收为基数分别考核2022年、2023年、2024年度的营收增长率。每一年度分别预设最高指标和基础指标，并考核各年度的营收增长率在对应指标区间的完成度，最终各考核年度公司实际可行权比例为当期计划可行权比例乘以对应的指标完成度。截至公司公告日，共激励153人期权1000万份，行权价格为20.52元/份。其余年份的股权激励计划具体情况如图表3所示。

图表2：公司前十大股东结构（截至2022Q3）

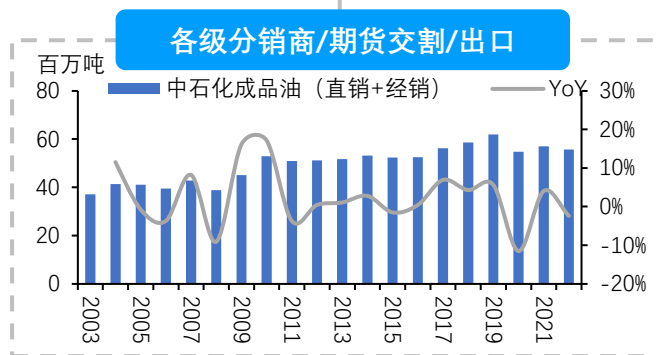
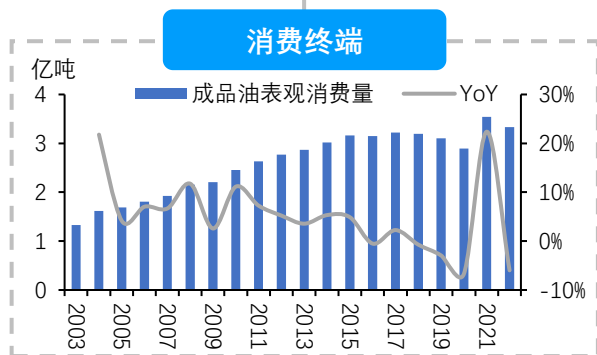
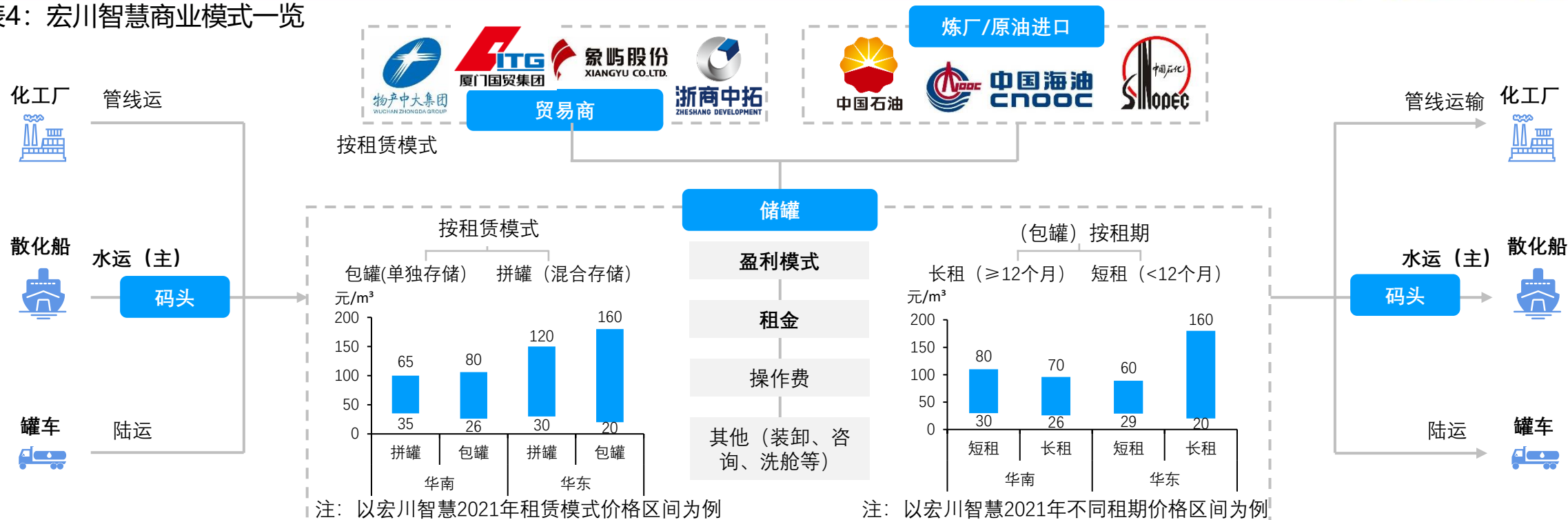


图表3：公司股权激励计划

时间	业绩考核目标	解锁/行权比例	总价值
2019年	第一期以2017年净利润为基数，2019年净利润增长不低于15%；第二期以2017年净利润为基数，2020年净利润增长不低于20%；第三期以2017年净利润为基数，2021年净利润增长不低于30%。（以2019年公司公告为例）	40%、30%、30%	第一期激励对象41人，28.17万份；第二期激励对象57人，48.10万份；第三期激励对象55人，48.81万份；行权价格分别为14.53、14.53和14.23
2020年	以2018年营业收入为基数，考核各年度营业收入增长率		期权1300万份；激励对象87人；行权价格为9.75元/份
2021年	以2019年营业收入为基数，考核各年度营业收入增长率	25%、25%、50%	期权1000万份；激励对象119人；行权价格为16.38元/份
2022年	以2020年营业收入为基数，考核各年度营业收入增长率		期权1000万份；激励对象153人；行权价格为20.52元/份

1.3、商业模式：围绕核心仓储资源，收取租金及装卸服务费

图表4：宏川智慧商业模式一览



1.3、核心资源：稀缺的储罐、仓库及码头资产

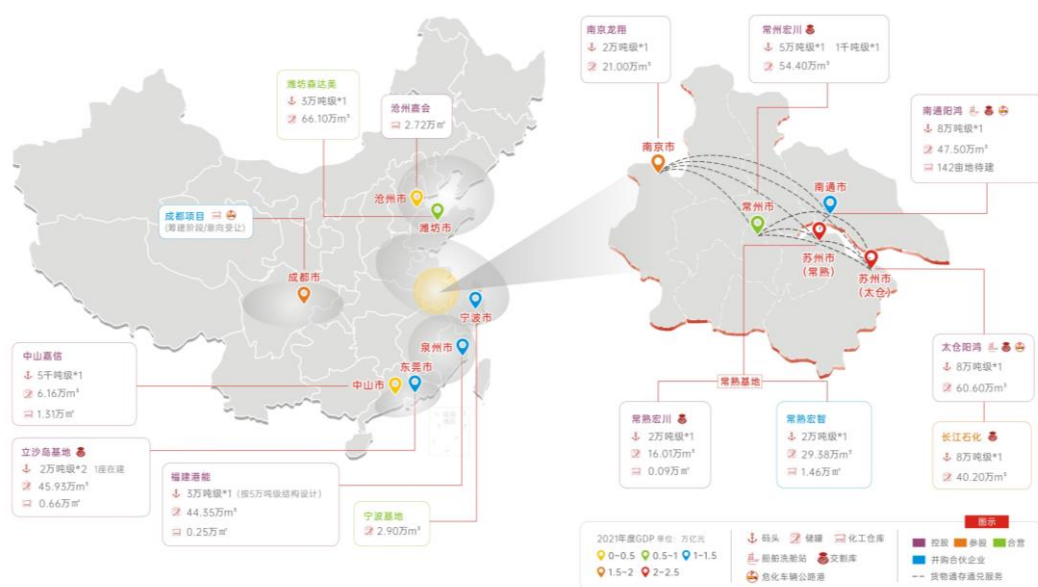
图表5：宏川智慧现有储罐、仓库还有码头资产梳理（截至1H2022）

公司名称	储罐数量 (座)	总罐容 (万m ³)	泊位数量 (个)	化工仓库容量 (万m ²)	岸线长度 (米)	最大靠泊能力 (DWT)	所在地	并购/成立时间	持股比例
太仓阳鸿	77	60.60	8	-	390	80000	江苏省苏州市	2010	100%
南通阳鸿	66	47.5	6	-	330	80000	江苏省南通市	2012	100%
东莞三江	97	24.13	2	0.51	300	20000	广东省东莞市	2014	100%
东莞宏川、宏元	58	21.8	1 (在建)	0.15	245	20000	广东省东莞市	2020	100%
福建港能	61	44.35	1	0.25	320	30000	福建省泉州市	2018	94%
中山嘉信	80	6.16	2	1.31	333	5000	广东省中山市	2019	100%
常熟宏川	65	16.01	3	0.09	264	20000	江苏省常熟市	2020	100%
常州宏川	80	54.4	3	-	550	50000	江苏省常州市	2020	57%
长江石化	74	40.2	7	-	693	80000	江苏省苏州市	2020	30%
常熟宏智	118	29.38	3	1.46	210	20000	江苏省常熟市	2021	100%
沧州嘉会	-	-	-	2.72	-	-	河北省沧州市	2022	90%
潍坊森达美	85	66.10	2	-	-	30000	山东省潍坊市	2022	50%
宁波宁翔、新翔	12	2.9	-	-	-	-	浙江省宁波市	2022	60%
南京龙翔	32	21.0	3	-	-	20000	江苏省南京市	2022	90%
合计	905	434.53	40	6.49	3635	-	-	-	-

1.3、市场地位：石化仓储龙头，侧重布局长三角

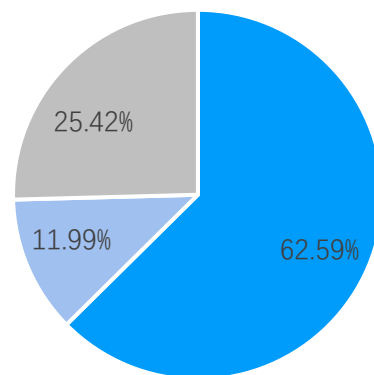
- **石化储罐龙头**：据中物联危化品物流分会统计，2021-2022年度化工物流头部企业液体罐体量约占整个市场的28%。据我们测算，宏川智慧罐容量是整个市场的10.29%，为石化储罐细分赛道的龙头企业。
- **侧重布局长三角**：石化仓储行业的竞争区域属性明显，跨区域间库区不存在直接竞争关系。化工园区大多集中于沿海以及岸线附近，液体化工品通过海上运输到达园区后可直接存入仓库中，满足园区内的生产存储需求。又由于陆路运输条件和运输成本问题，库区之间鲜有大批量调货情况，园区之间处于自给自足的情况，基本不存在大量跨区域竞争。**分区域看，公司的储罐资源侧重布局于长三角地区，占公司总罐容的62.59%，珠三角及其他地区分别占总罐容的11.99%，25.42%。**

图表6：宏川智慧产能布局广泛，其中长三角为重点产能布局区域（截至2022年6月）



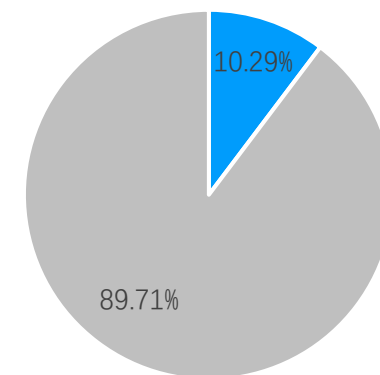
图表7：宏川智慧的储罐资源主要分布在长三角地区（截至2022年6月）

■ 长三角 ■ 珠三角 ■ 其他地区



图表8：2021-2022年度宏川智慧罐容全国占比

■ 宏川智慧占比 ■ 其他公司占比

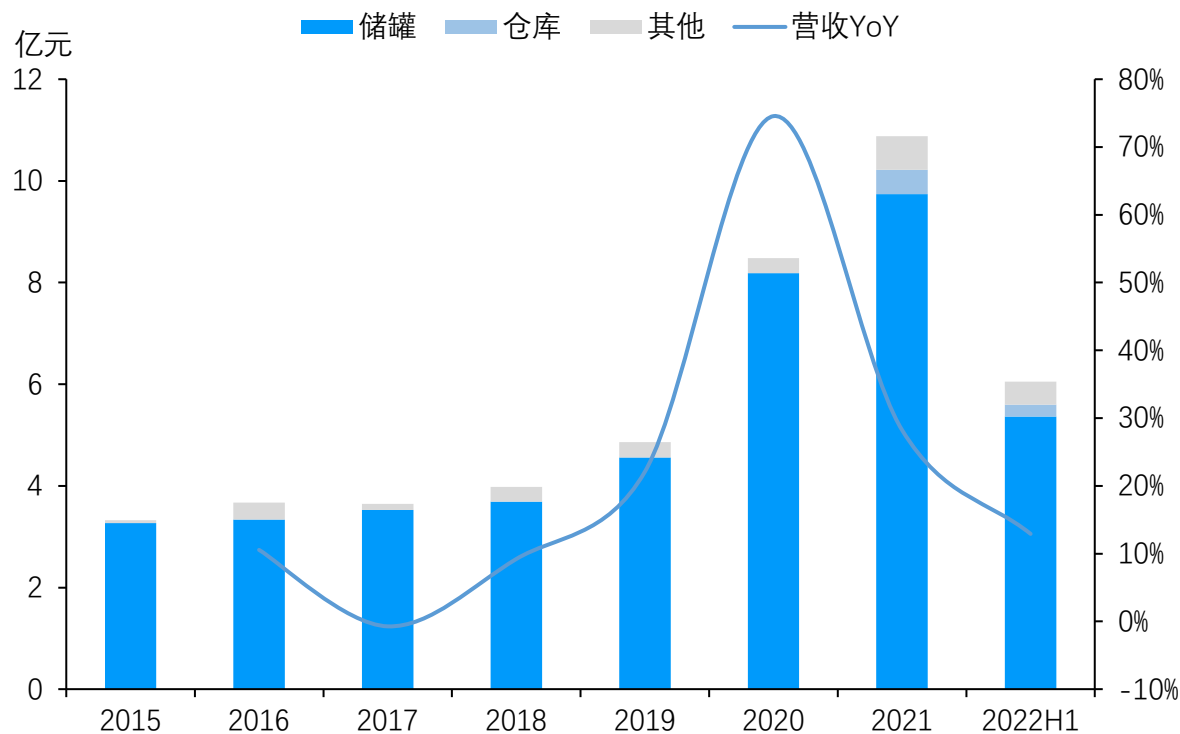


注：宏川智慧的罐容数据截至2022年3月

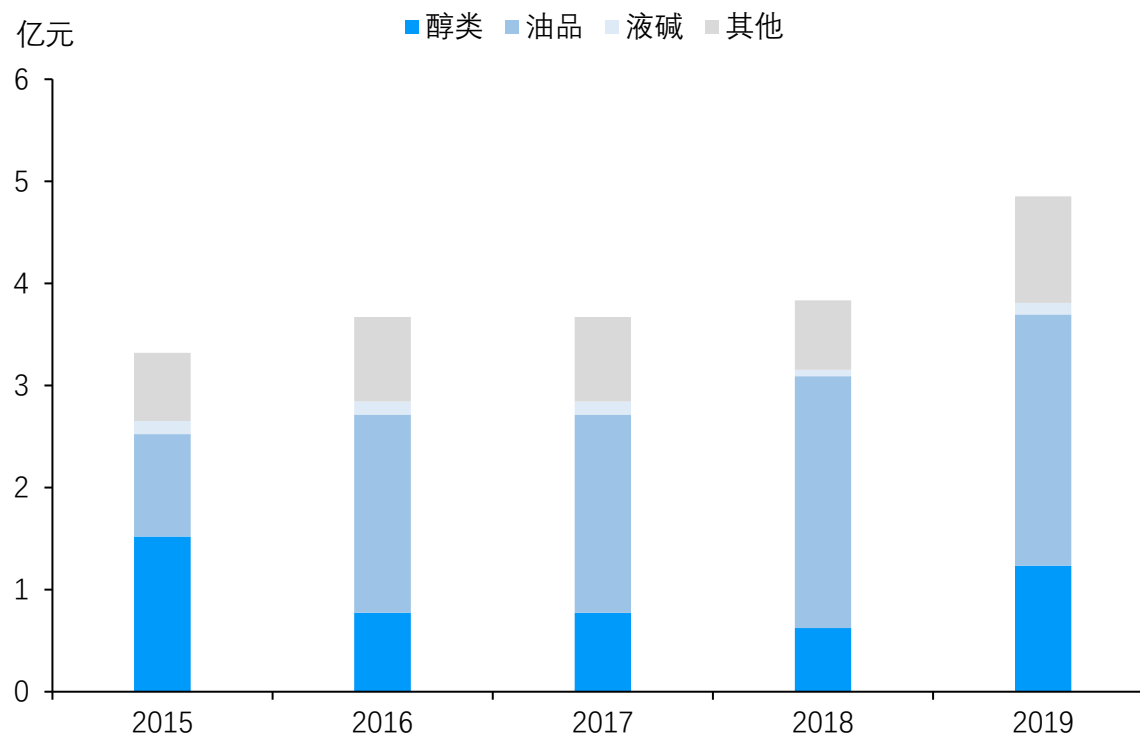
1.4、收入：以石化仓储为绝对主业，五年CAGR 31.44%

- 按业务类别分：公司总营收2017-2021年营收CAGR 31.44%，同期储罐业务营收CAGR 22.53%且历年占总营收比重均超85%，为公司的绝对主业。
- 按储存类别分：不同储存品类占比有所波动，总体而言油品及醇类化学品为公司主要储存品类，2015-2019年占比均超74%。

图表9：储罐业务为公司绝对主业



图表10：储存品类以油品及醇类为主

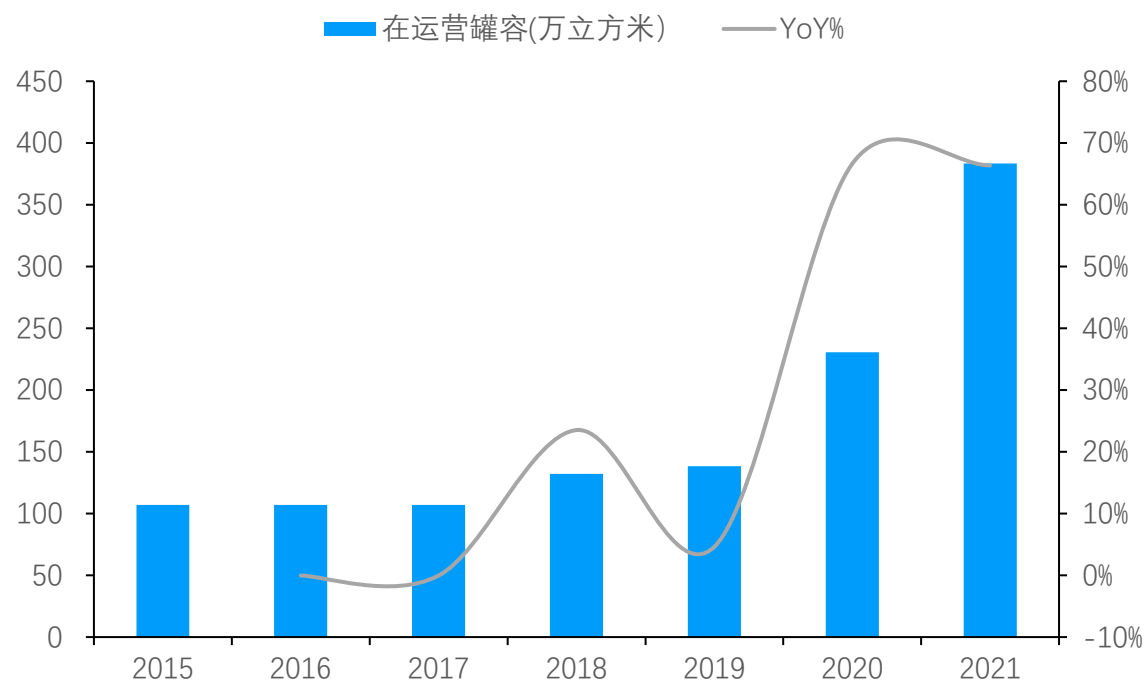


注：2020年及其后不同品类收入数据未披露

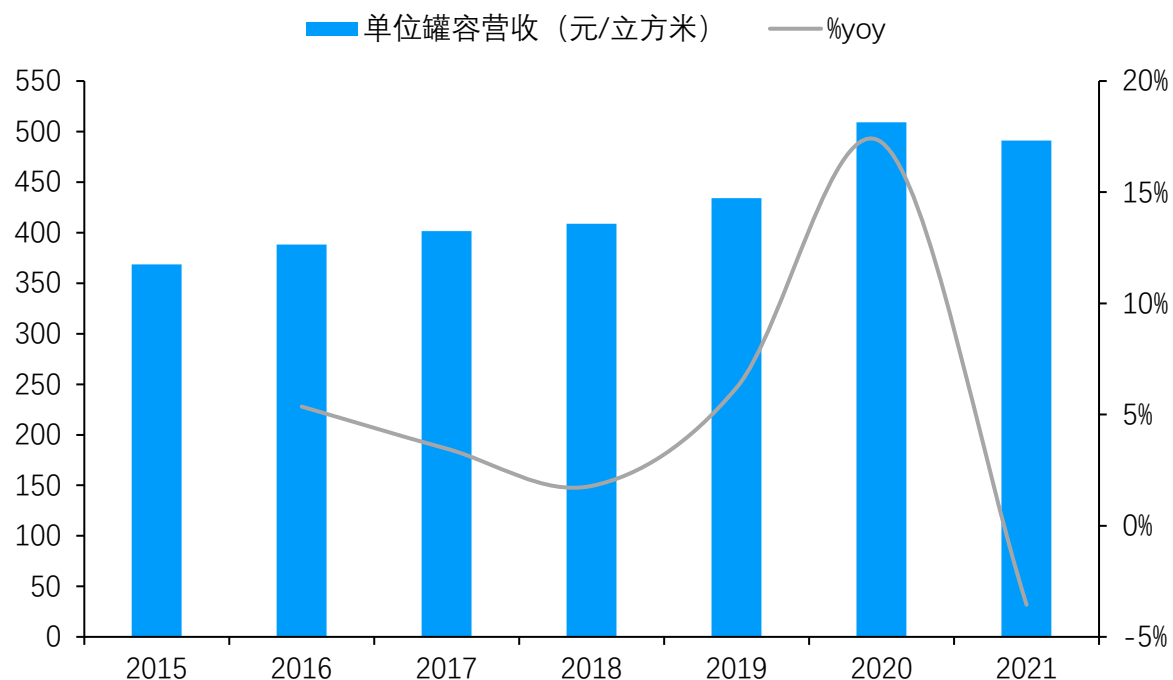
1.4、收入：罐容增长为核心驱动，单价中枢提升传导通胀

- **量端为增长核心驱动力：** 公司增长主要来源于储罐扩容，2018-2021年间公司罐容CAGR 42.62%
- **价端可传导通胀及人工：** 2015-2021年间公司单位罐容营收CAGR 4.9%，提价中枢与人工和通胀中枢相近。

图表11：公司增长主要由罐容增长驱动



图表12：公司单价呈现出一定的传导通胀能力

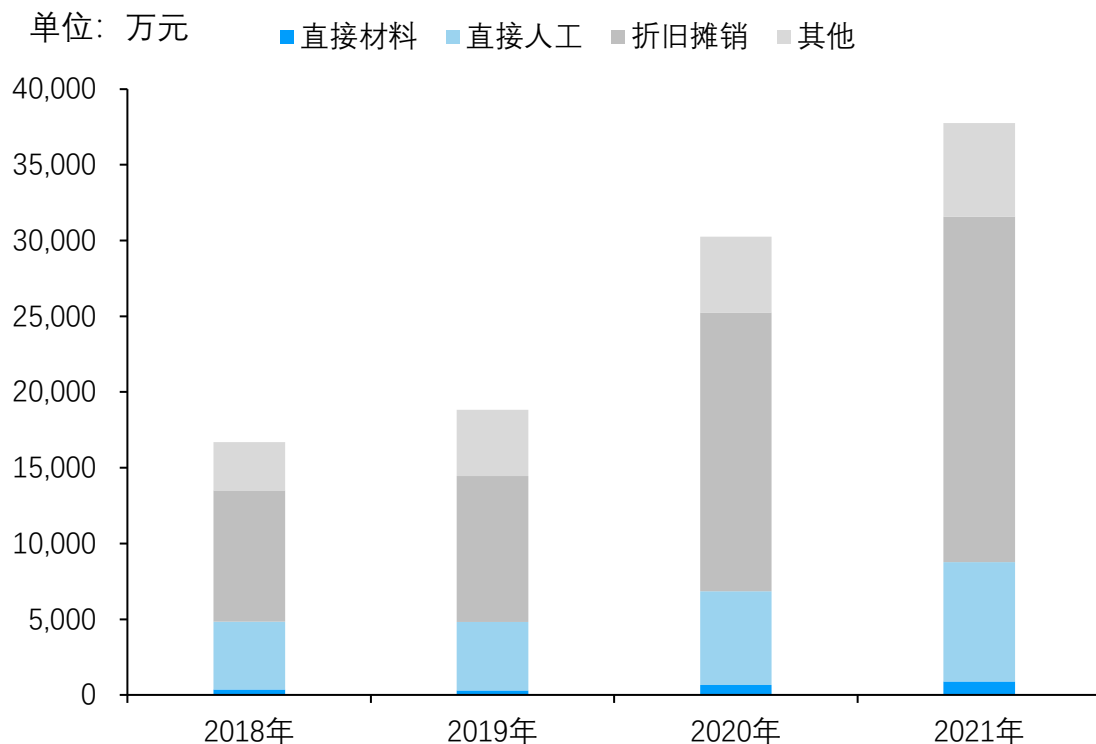


注：单位罐容收入=储罐业务收入/加权罐容容量/储罐出租率

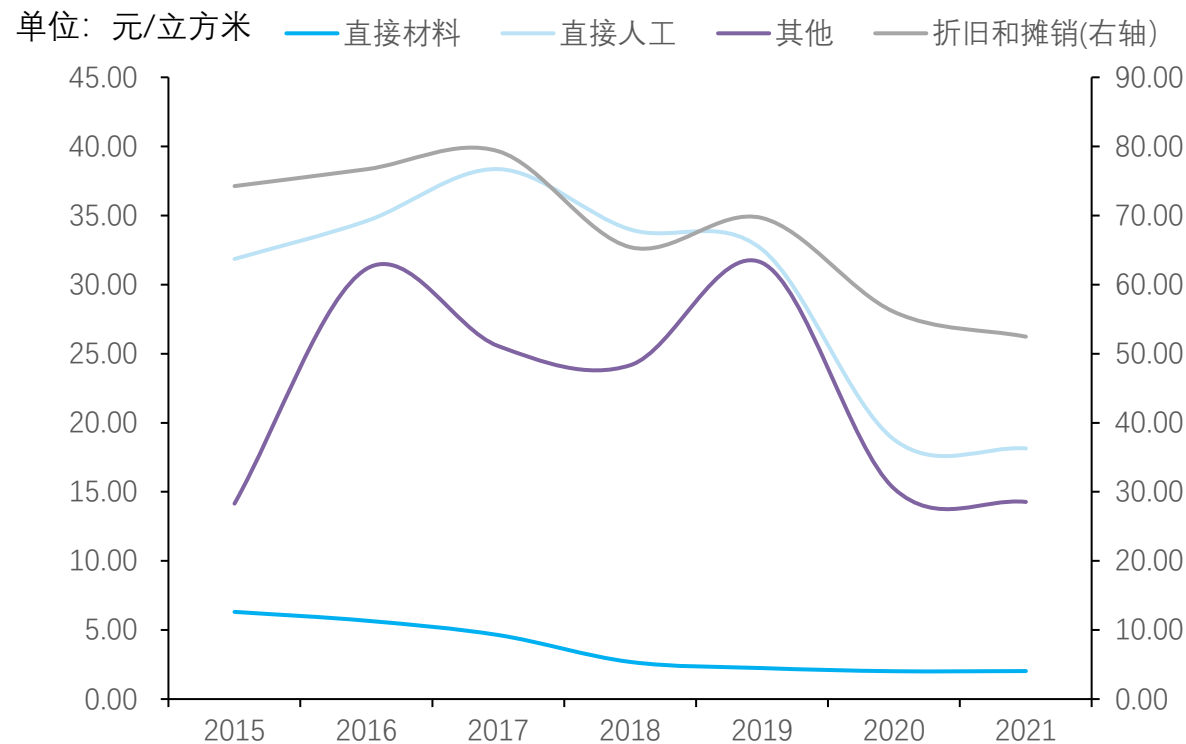
1.5、成本：高经营杠杆，固定成本占比50%+

- **重资产商业模式下公司经营杠杆水平高：**从成本结构上看，公司折旧摊销占总成本比重长期超过50%，高经营杠杆特点明显。
- **其他成本逐年下降：**单位人工、单位材料成本均随公司罐容扩容呈持续下降趋势，单位折旧摊销的变动则与公司各年份并购成本、新建产能投产有关。

图表13：公司成本以折旧摊销为主



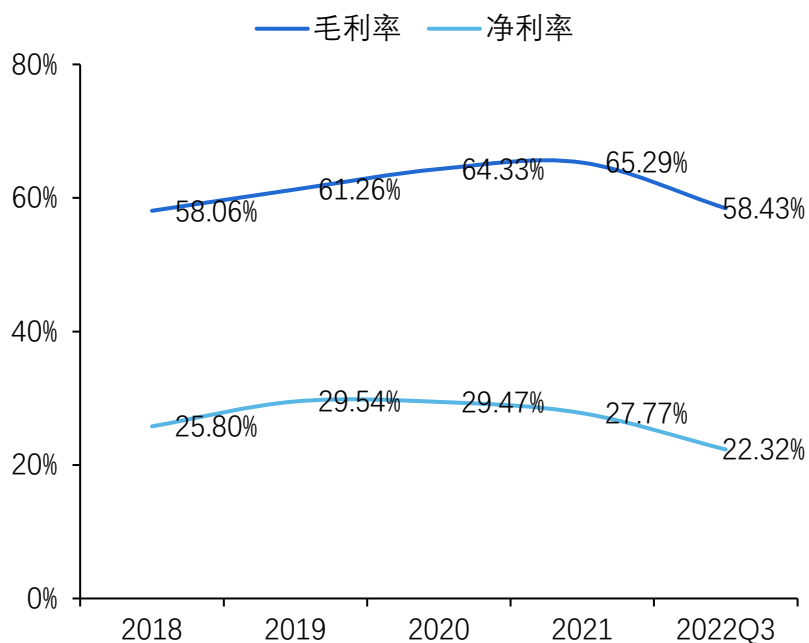
图表14：伴随着公司罐容规模扩大，折旧和摊销以外的单位成本下降明显



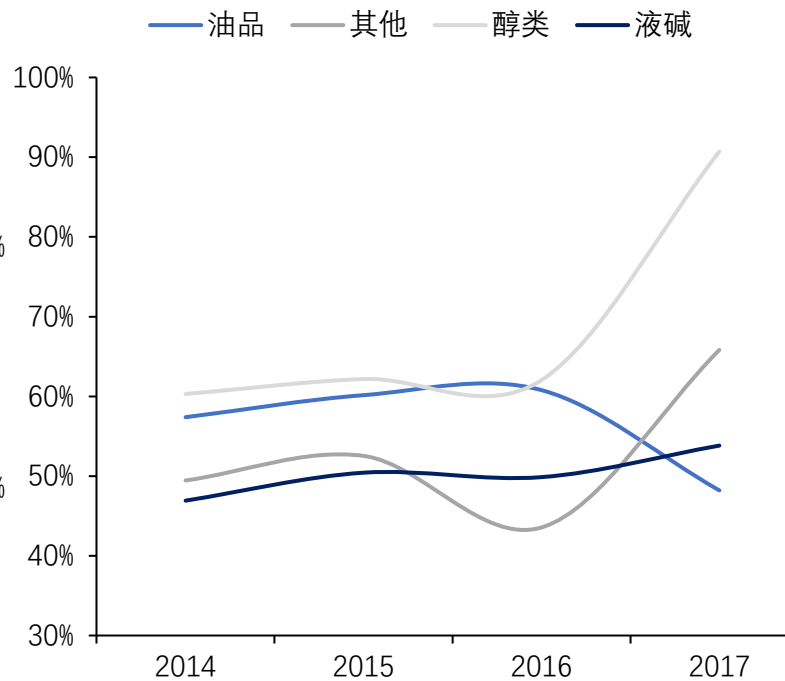
1.6、盈利：毛利率、净利率双高，利润随产能扩张快速增长

- **强定价能力，毛利率、净利率双高：**2018-2022Q3期间宏川智慧毛利率、归母净利率中枢分别为61.5%、27.0%。分品类看，油品及醇类产品的毛利率中枢略微高于液碱及其他品类石化产品。
- **利润随产能增长：**2018-2021年公司产能扩张带来较大业绩弹性，归母净利CAGR 38.4%。2022Q1-3净利下滑主要系产能爬坡+需求侧短期景气度较低影响，2023年起有望快速修复。

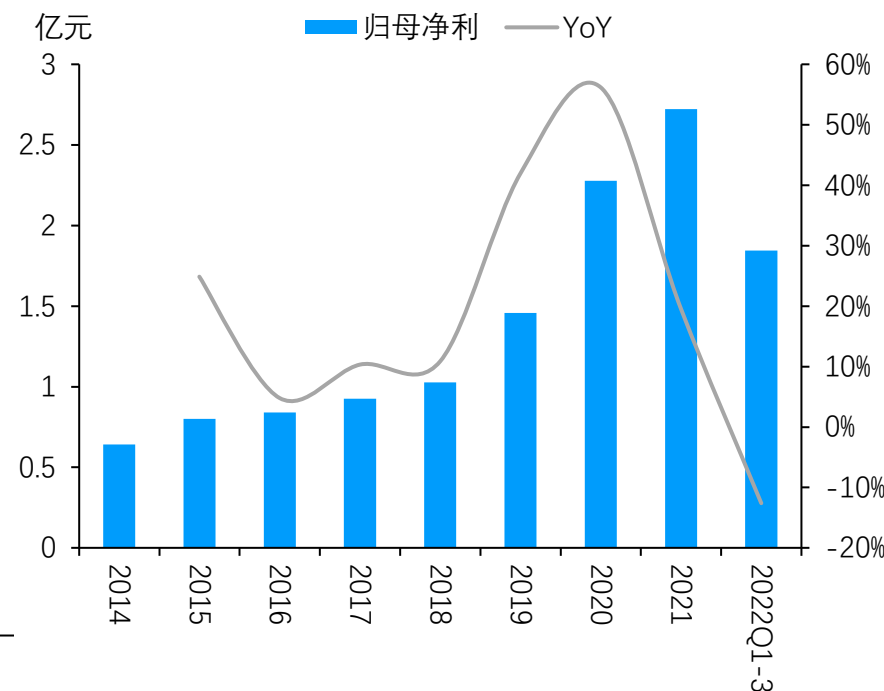
图表15：公司毛利率、净利率水平较高



图表16：分品类毛利率看，醇类略高于其他



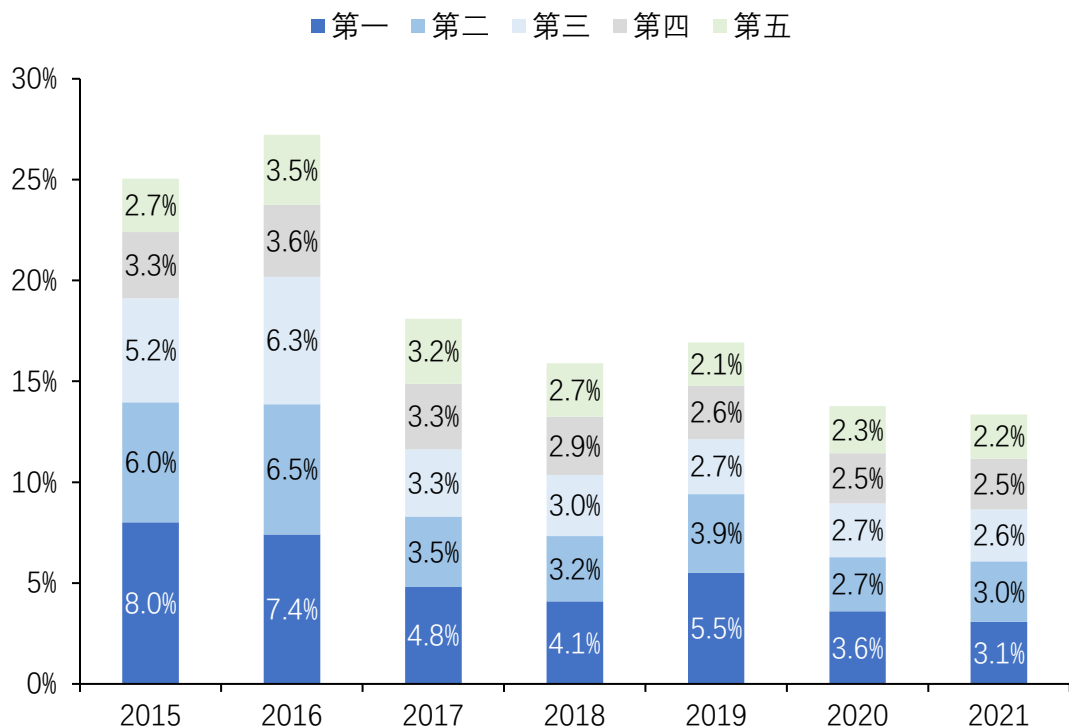
图表17：公司归母净利随产能扩张快速增长



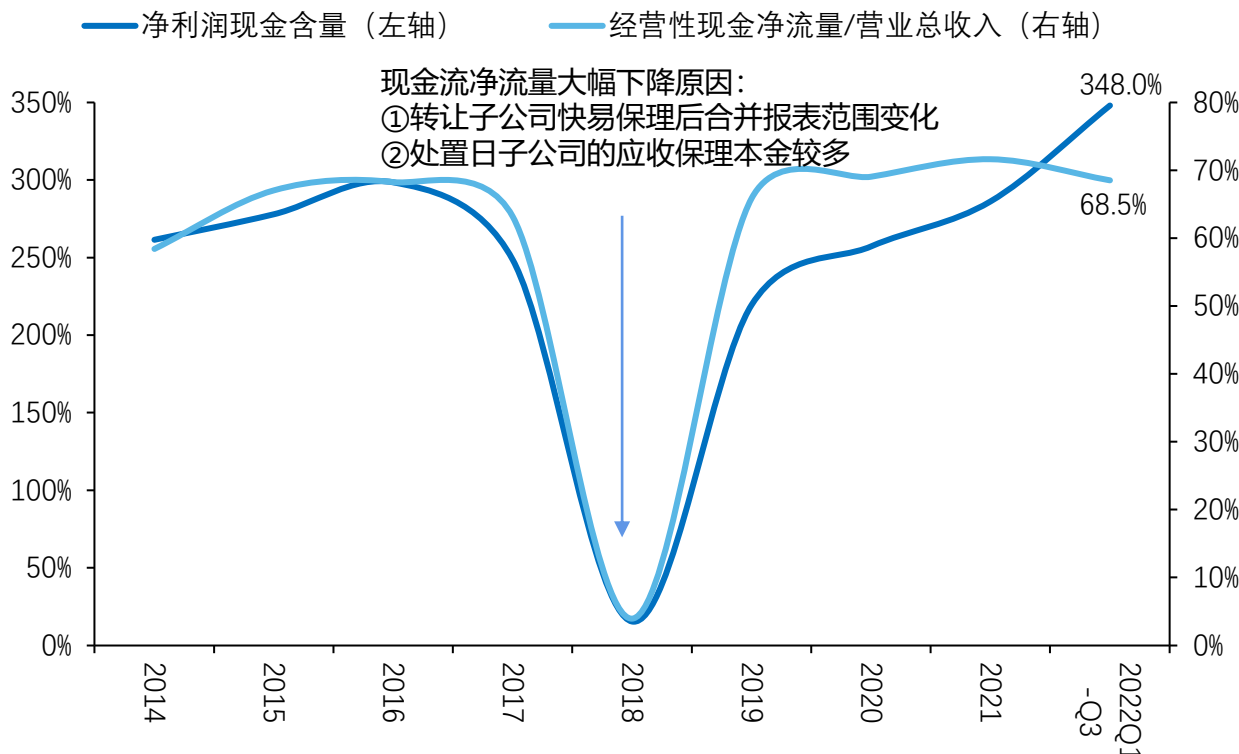
1.7、客户：结构分散，现金流优质

- **客户较为分散且集中度呈下降趋势：**前五大客户销售收入占比从2015年的25.1%下降到2021年的13.4%，对于大客户的依赖程度较低。公司客户主要分为两类：①石化生产制造企业（万华化学、中石油等）、②石化贸易企业（厦门象屿、物产中大等）。
- **公司现金流情况良好：**除2018年处置子公司所导致的经营性现金流异常外，公司历年现金流质量均维持高水准，2014-2022Q3净利润现金含量均值245.9%，经营性现金净流量/营业总收入均值59.4%。

图表18：客户较为分散且呈下降趋势



图表19：公司现金流质量高

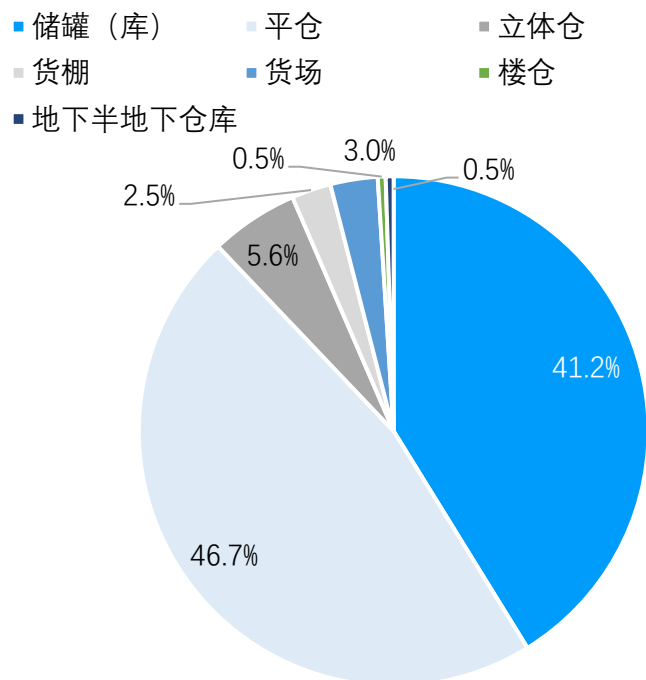


二、供给：资源稀缺，盈利领先

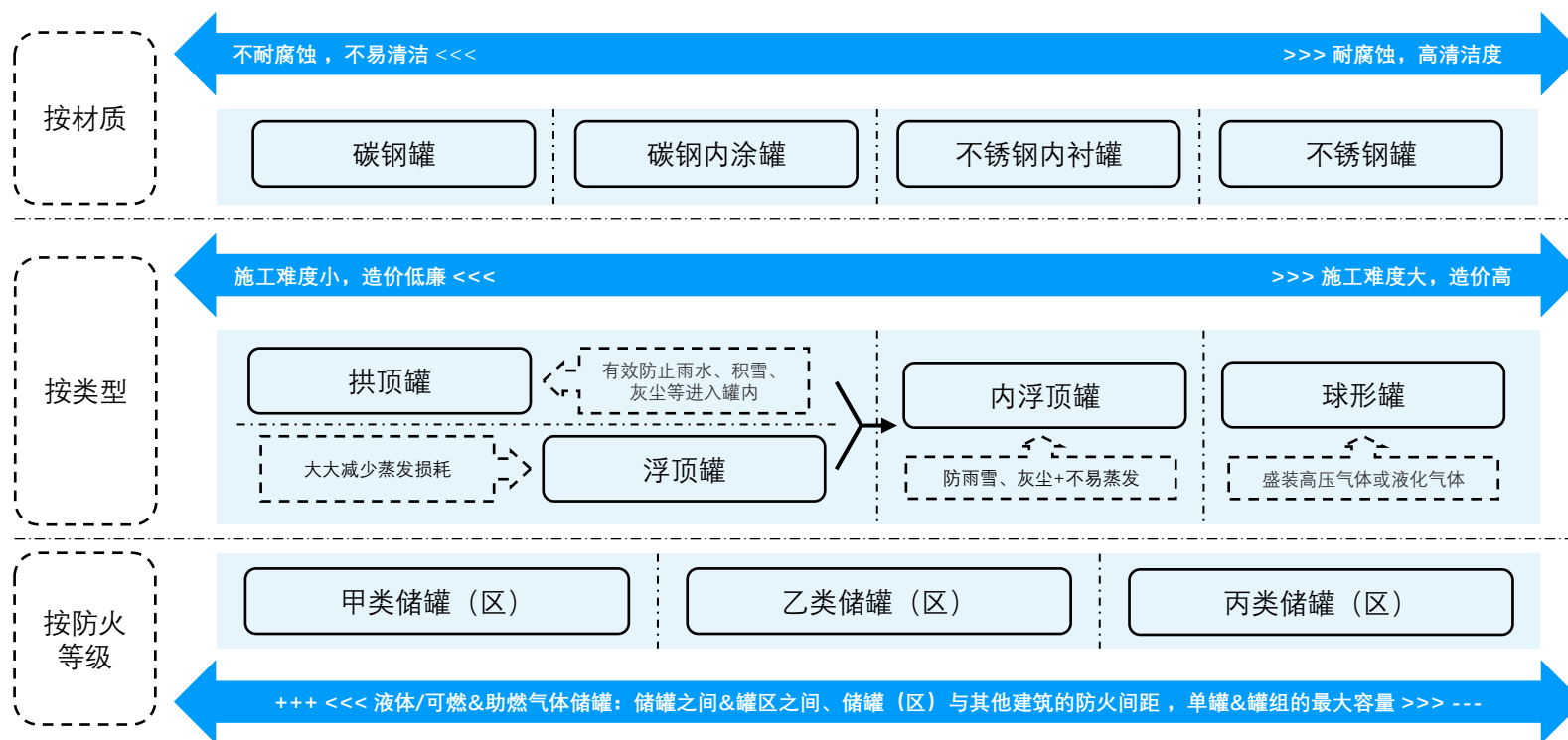
2.1、行业属性：物流地产细分赛道，储罐资源最为稀缺

- 储罐及化工仓库属于物流地产的细分赛道，但各类分类及安全性标准要求较其余类型的物流地产更为严格。危险品仓储分类上看，储罐（以储存气体、液体危险品为主）占总量41.2%，各类化工仓库（平仓、立体仓等）占总量58.8%，其中平仓为危险品仓库最主要的类别，占总量约46.7%。
- 危化品仓储对于建设地点的要求不同，储罐多沿海而建，更为稀缺；而仓库的建设的地理限制因素则相对较少，增量供给一般于化工园区中建设。

图表20：危险品仓储类别以平仓、储罐为主(2021年)



图表21：化工储罐分类



2.2、资源稀缺：岸线码头资源与物流用地资源双重限制

▪ 主要储存液体化学品的储罐一般沿岸建设，因此新增的沿海石化储罐往往需要码头和物流仓储用地两类受严格政策监管的资源配合：

①**交通部审批的沿海岸线及码头资源**：储罐储存品类主要为依赖水运的大宗液体石化产品，出于物流便利性的考量储罐库区多需与码头配套建设，而新增码头资源需要经由交通运输部审批；

②**地方政府审批的当地物流用地资源**：新建储罐库区需建设于化工园区内，所需的物流仓储用地亦需要地方政府专项审批。

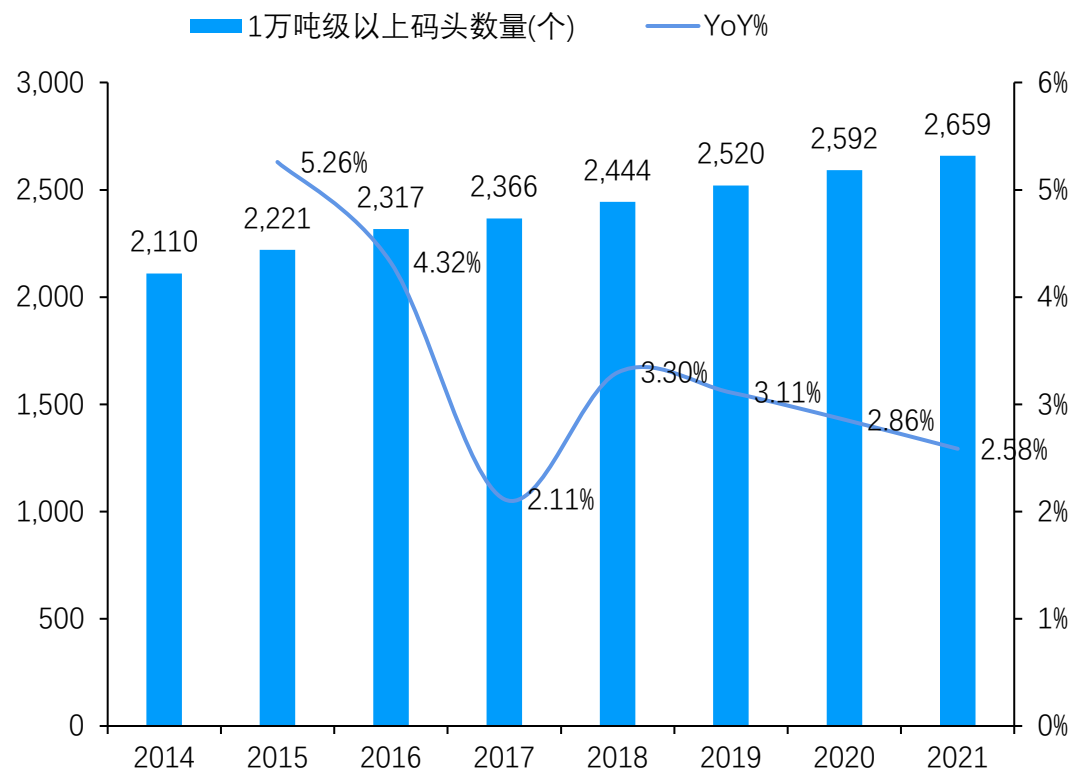
图表22：岸线码头及物流用地资源审批从严

分类	时间	部门	文件	条款
化工行业	2020年12月	全国人民代表大会常务委员会	中华人民共和国长江保护法	禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目
化工园区	2020年11月	浙江省应急管理厅	浙江省应急管理厅关于开展化工园区安全整治提升工作的通知	1、2022年6月底仍为较高风险的，严禁新、改、扩建危险化学品建设项目 2、省厅将每月通报全省化工园区风险指数动态排名情况，对排名后10%的化工园区进行风险警示
石化化工行业	2022年3月	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	新建危险化学品生产项目必须进入一般或较低安全风险的化工园区
码头	2022年1月	交通运输部、国家发展改革委	港口岸线使用审批管理办法	交通运输部收到申请材料和初审意见后，进行审查，会同国家发展改革委作出批准或者不予批准的决定

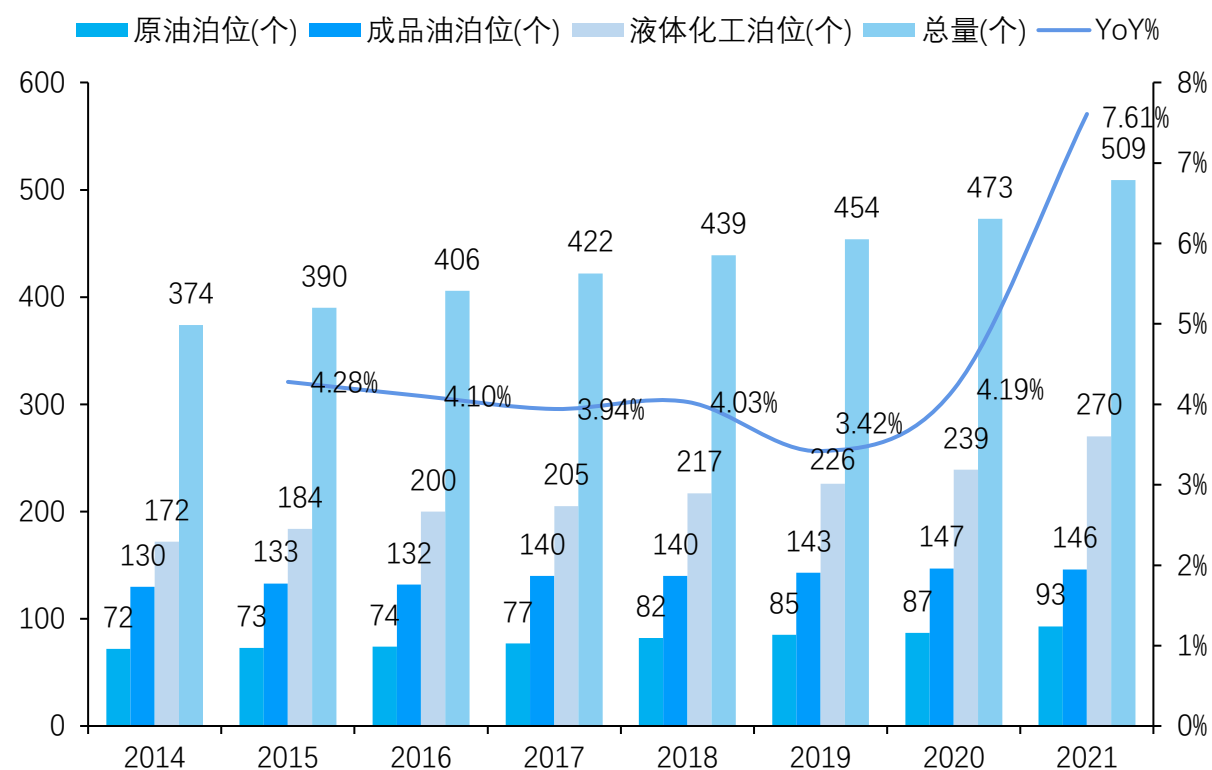
2.2、资源稀缺：岸线码头资源与物流用地资源双重限制

- 岸线、码头实际为不可再生资源，长期供给紧张：码头岸线实际为不可再生资源，新增供给困难。2019年供给虽有增量，但新批化工码头主要是大炼化项目的配套码头，第三方资源依旧紧张。

图表23：1万吨级以上码头资源增长

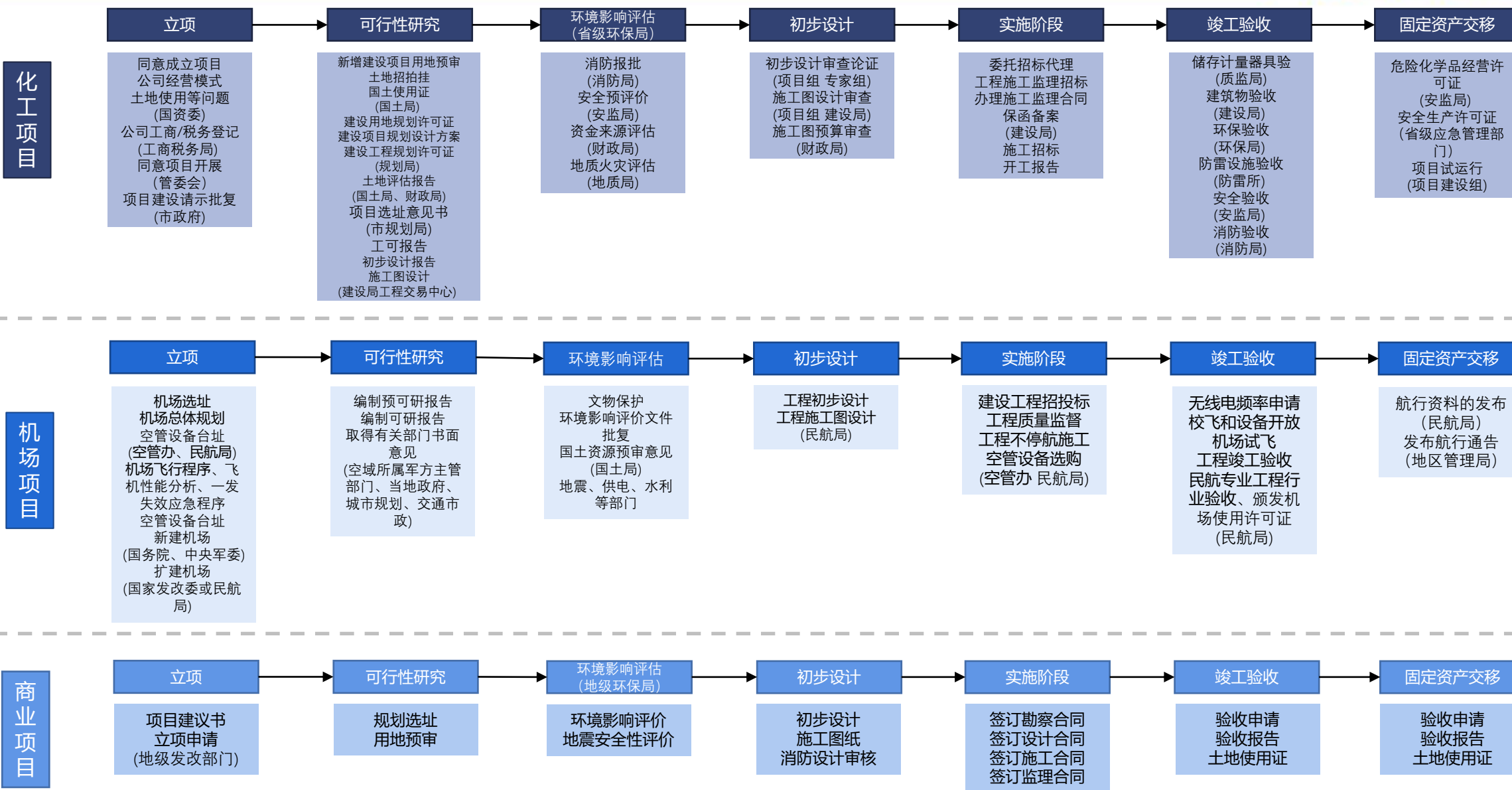


图表24：化工码头资源增长



2.3 、 审批程序复杂， 监管严格， 建设周期长

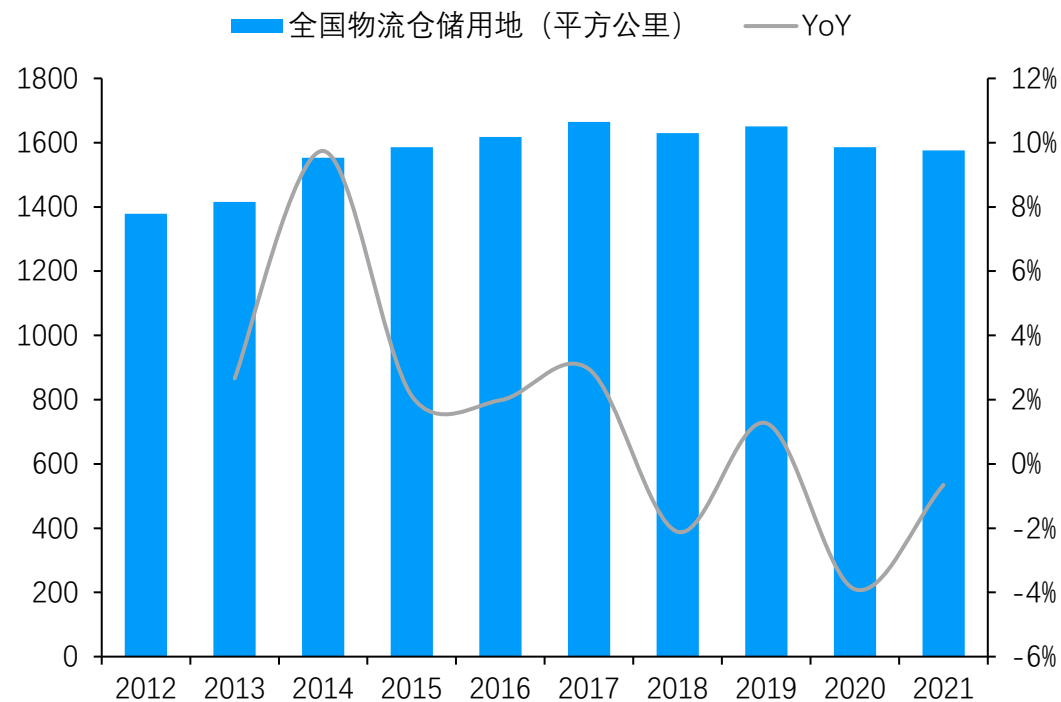
图表5: 化工项目用地审批程序复杂



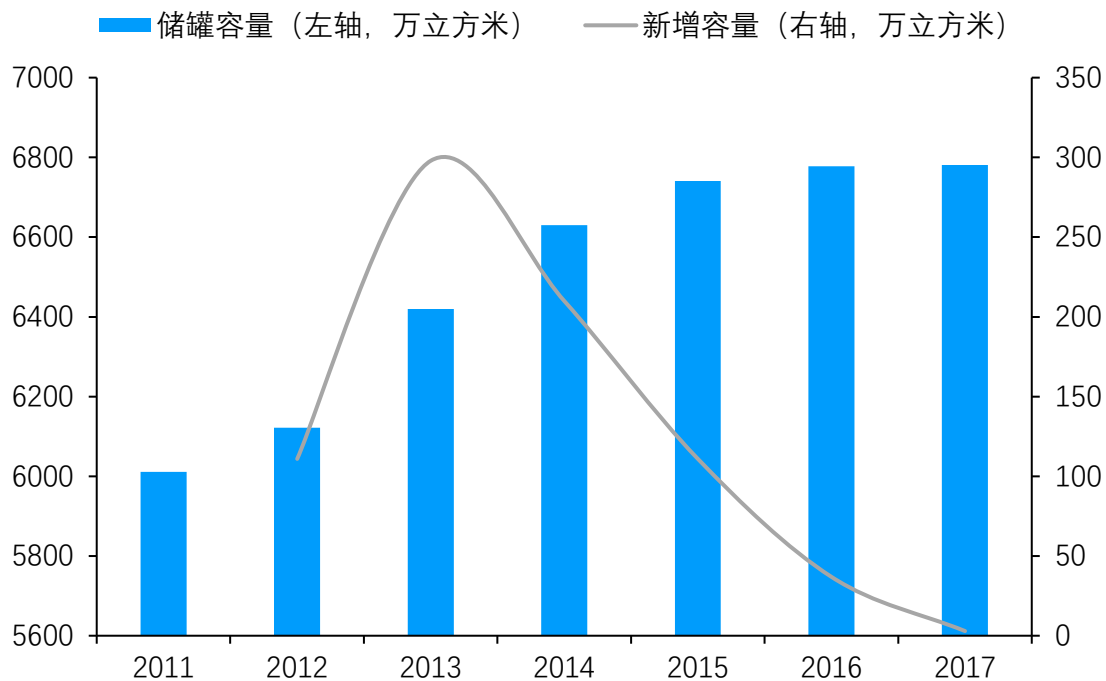
2.4、供给现状：供给紧俏，物流地产整体呈收缩趋势

- **物流地产行业的新增供给整体呈现出收缩趋势。** 物流仓储土地为当地贡献的财政税收及GDP相对较低，绝大多数地方政府无意大批量出让物流用地，2018-2021年全国物流仓储用地面积CAGR -1.12%，行业供给不增反减。
- **液体石化储罐的新增供给同样趋缓。** 自2013年起新增液体储罐罐容新增量逐年下降，截至2017年我国液体仓储储罐容量约6781万立方米，供给总量几乎停止增长。

图表26：全国物流仓储用地面积呈明显收缩趋势



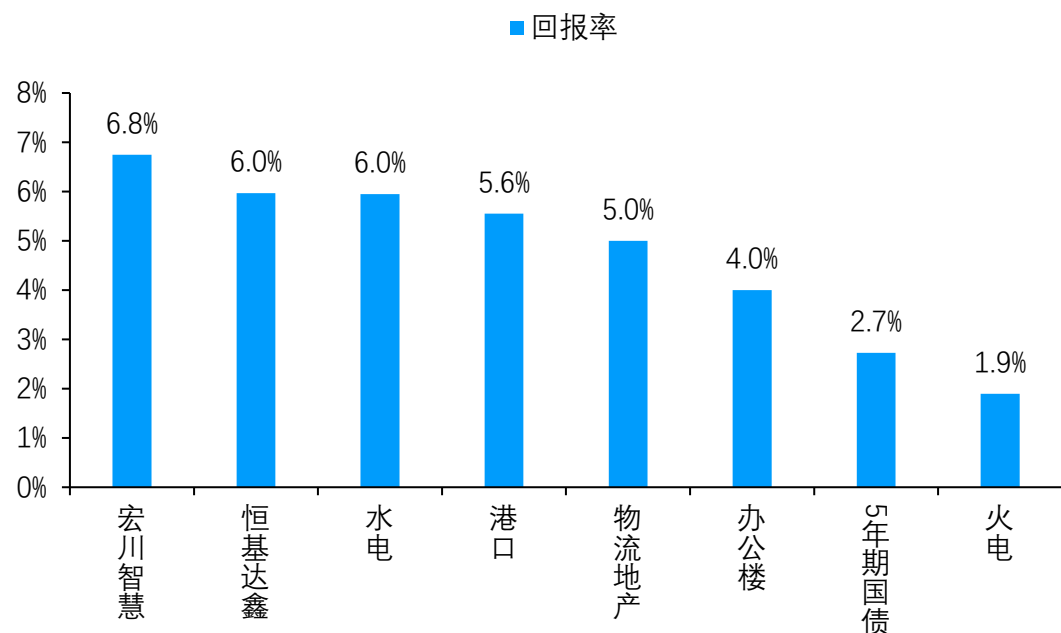
图表27：全国液体储罐罐容增长明显放缓



2.5、横向对比：化工仓储是不动产中回报率最高的细分赛道

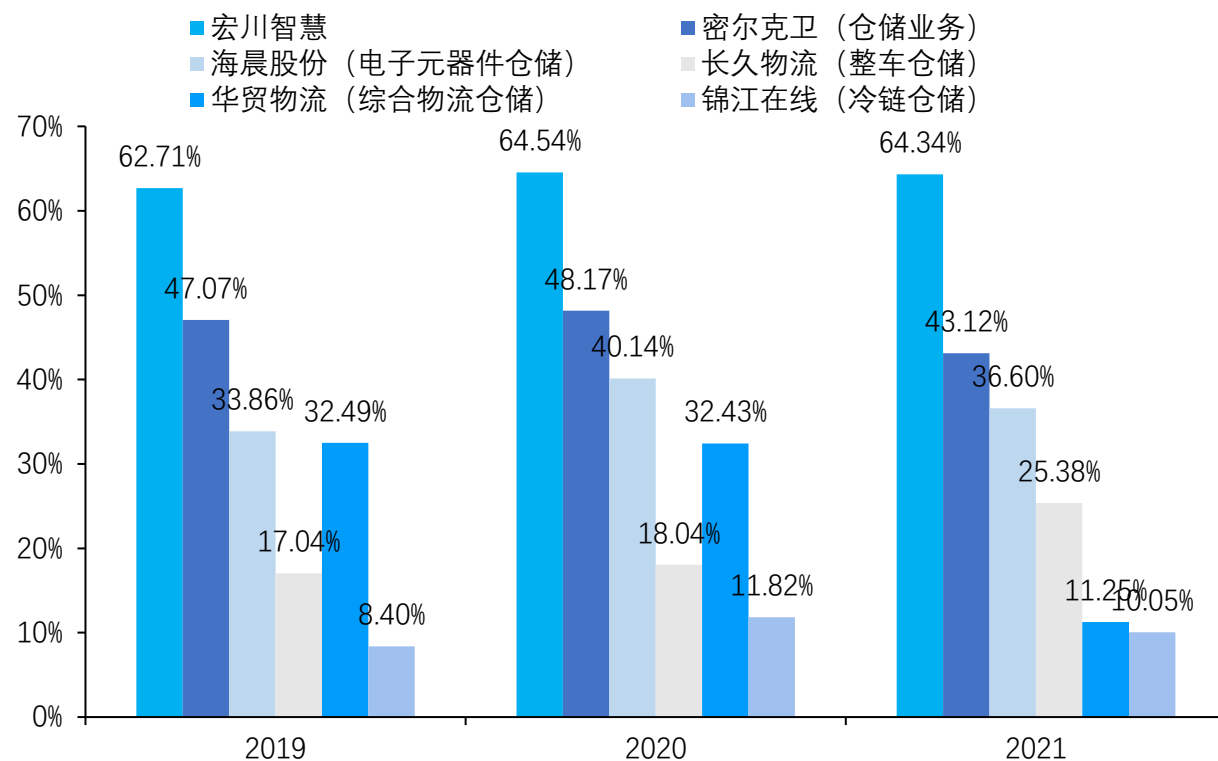
- 资产的稀缺性往往以资产回报率的方式体现：以ROIC为口径对比各类不动产及公用事业的回报率，石化仓储不动产高于各类不动产及公用事业。
- 化工仓储属于物流地产中稀缺程度最高的细分赛道，也因此享有最高的盈利基准：以宏川智慧、密尔克卫为代表的化工仓储企业毛利率显著跑赢其他类型的物流仓储。

图表28：2019-2021，石化仓储收益率在各类不动产、公用事业中投资回报率最高



注：物流地产、办公楼引用2020年仲量联行数据,2021年及以后数据缺失；5年期国债收益率引用2023.03.22最新收益率数据；其余资产回报率采用2019-2021三年间申万行业类（2014）指数对应板块所有上市公司平均ROIC。

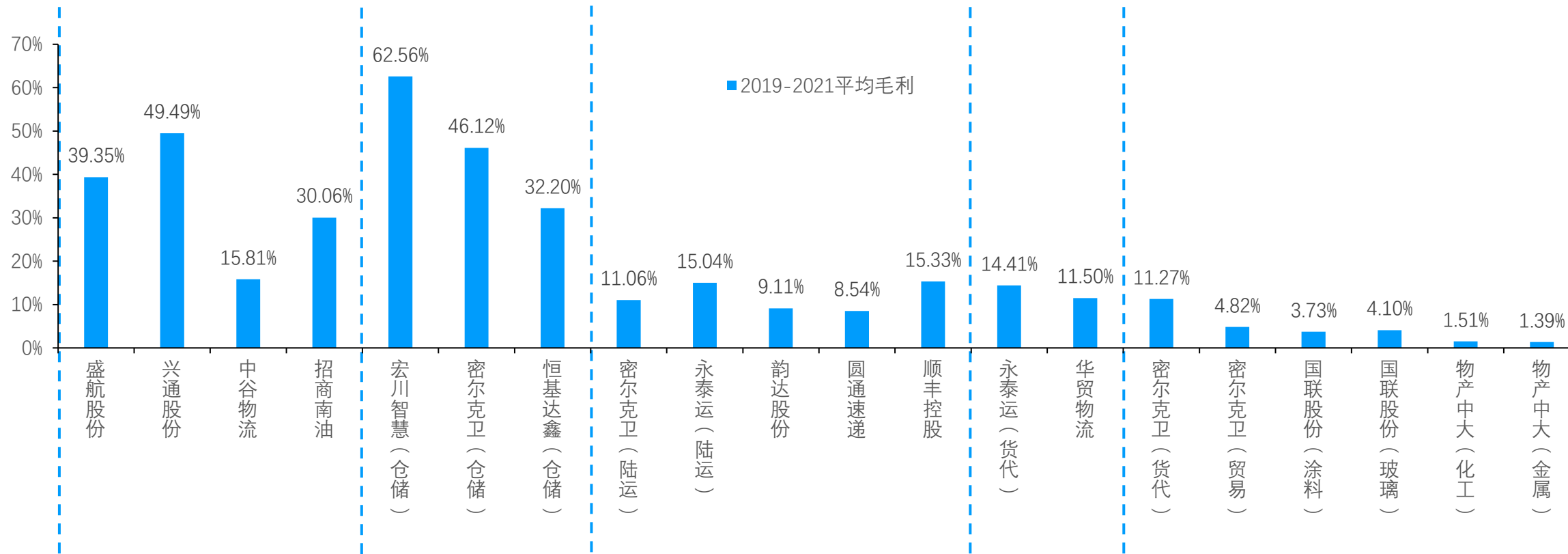
图表29：化工仓储毛利率溢价明显



2.6、纵向对比：化工仓储也是化工供应链毛利最高的环节

- **横向对比来看，化工仓储亦是化工供应链条上议价能力最强的资产：**若同样以毛利率为基准衡量化工产业链条上的各个环节，2019-2021年间各赛道平均毛利率水平大致反映为化工仓储>内贸化学品航运>化工运输（陆运）>货代>贸易。

图表30：2019-2021年，化工仓储赛道为化工供应链中毛利率水平最高的环节

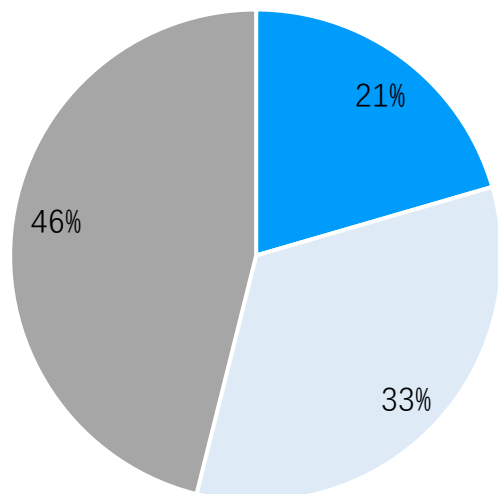


2.7、行业格局分散，宏川罐容领先优势明显

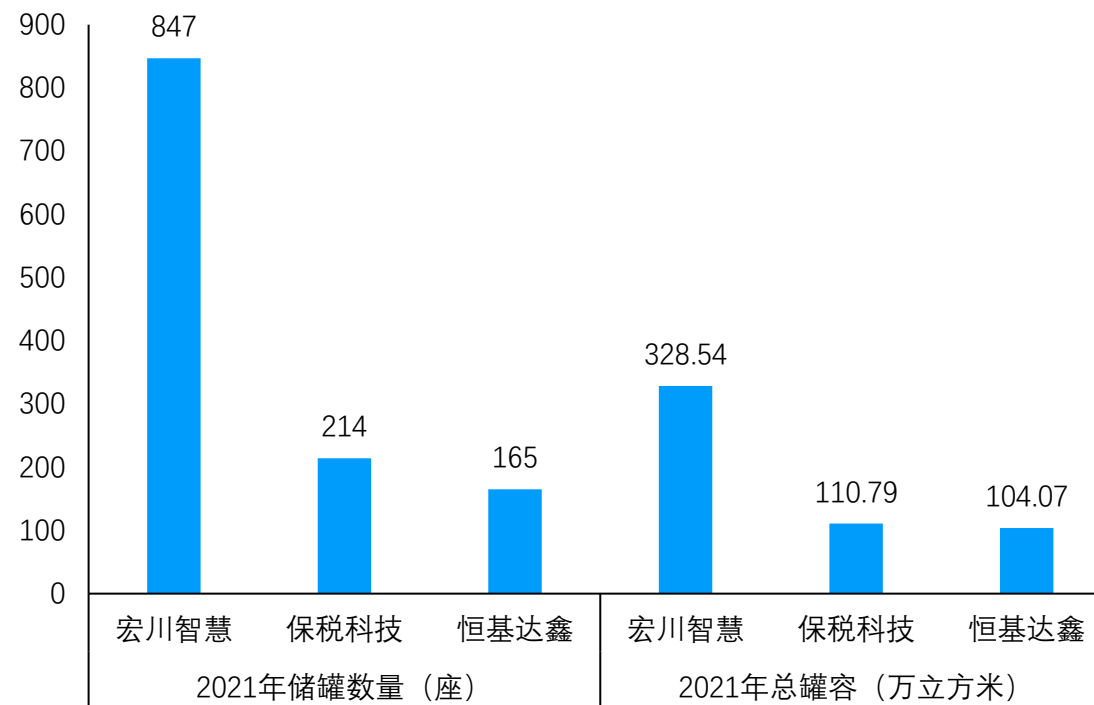
- 行业格局总体较为分散，龙头领先明显：根据2022年中物联危化品物流分会调查结果，总罐容小于30万m³的石化仓储企业占比约80%，行业仍较为分散。以2021年以石化仓储为主业的上市企业的罐容口径上看，宏川智慧为石化储罐赛道的行业龙头，规模明显领先。

图表31：2022年石化储罐市场分散

■ 罐容 ≥ 30万m³ ■ 罐容 ≤ 5万立方米 ■ 5万m³ < 罐容 < 30万立方米



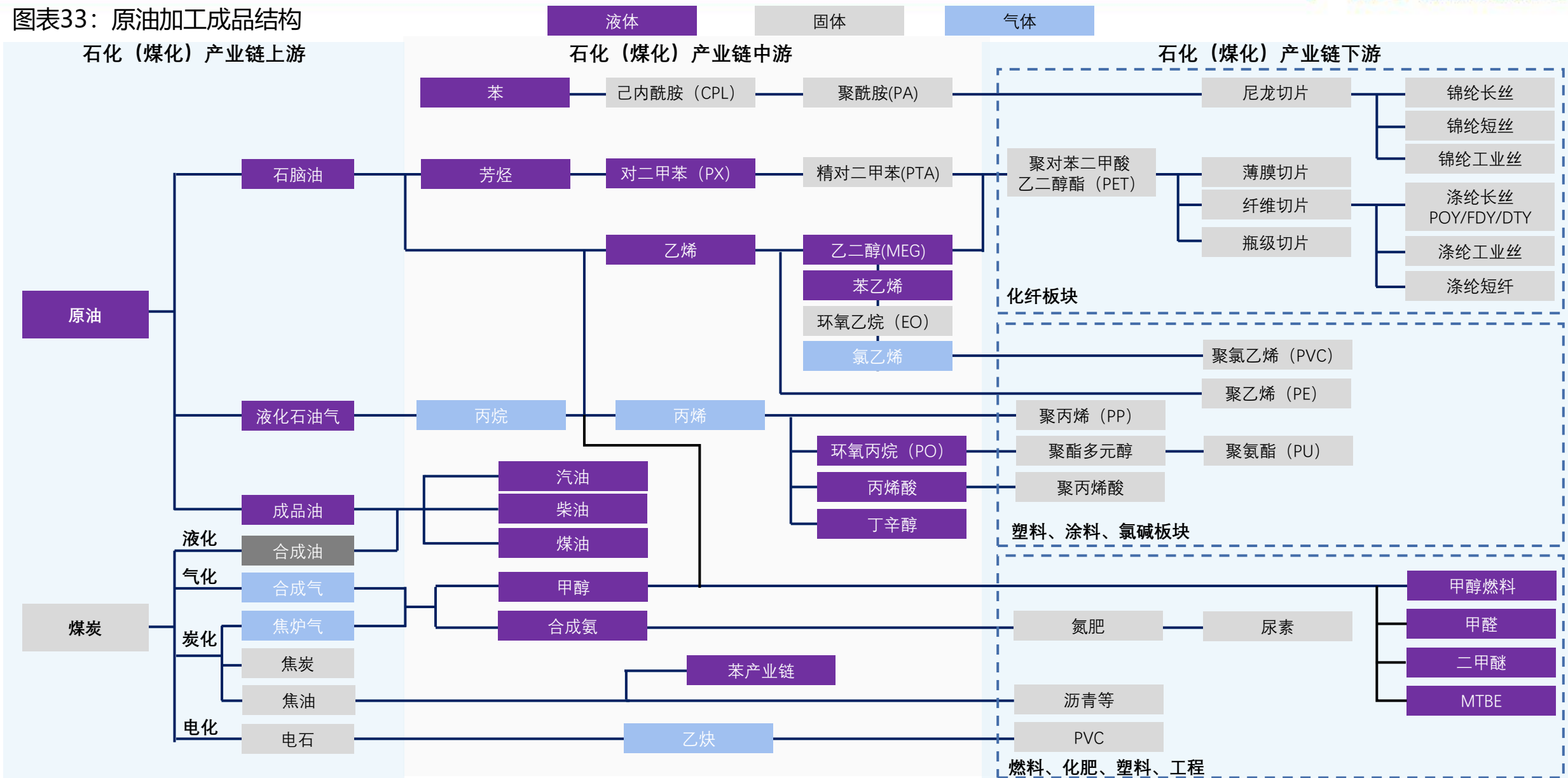
图表32：2021年，宏川智慧罐容在上市石化仓储企业中明显领先



三、需求：总量平稳、结构优化

3.1、储罐服务中上游、平仓服务中下游

图表33：原油加工成品结构



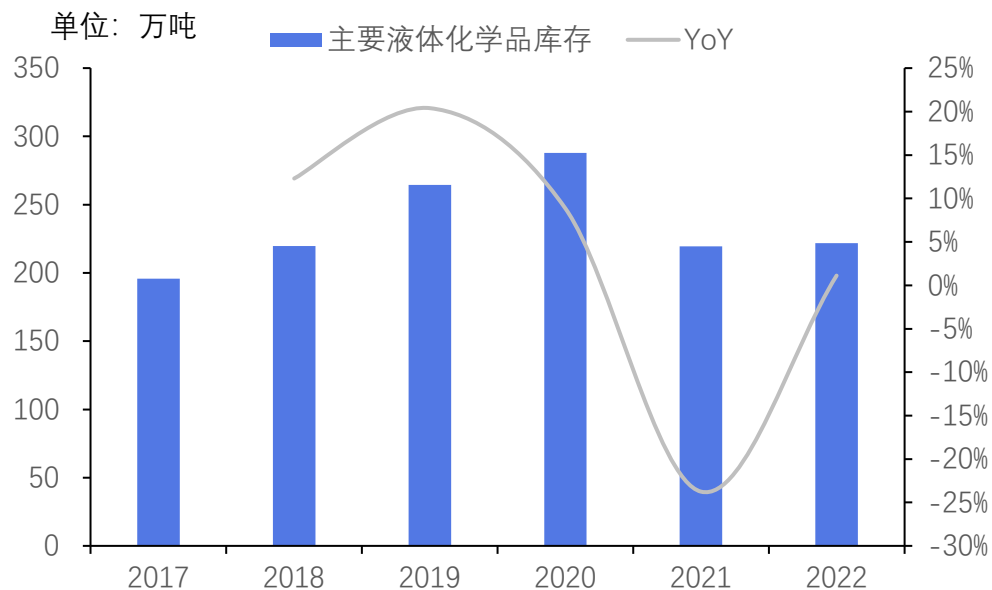
资料来源：原油期货网，金投网，新浪财经，中石油官网，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

3.2、总量：需求保持平稳，挂钩消费与交运

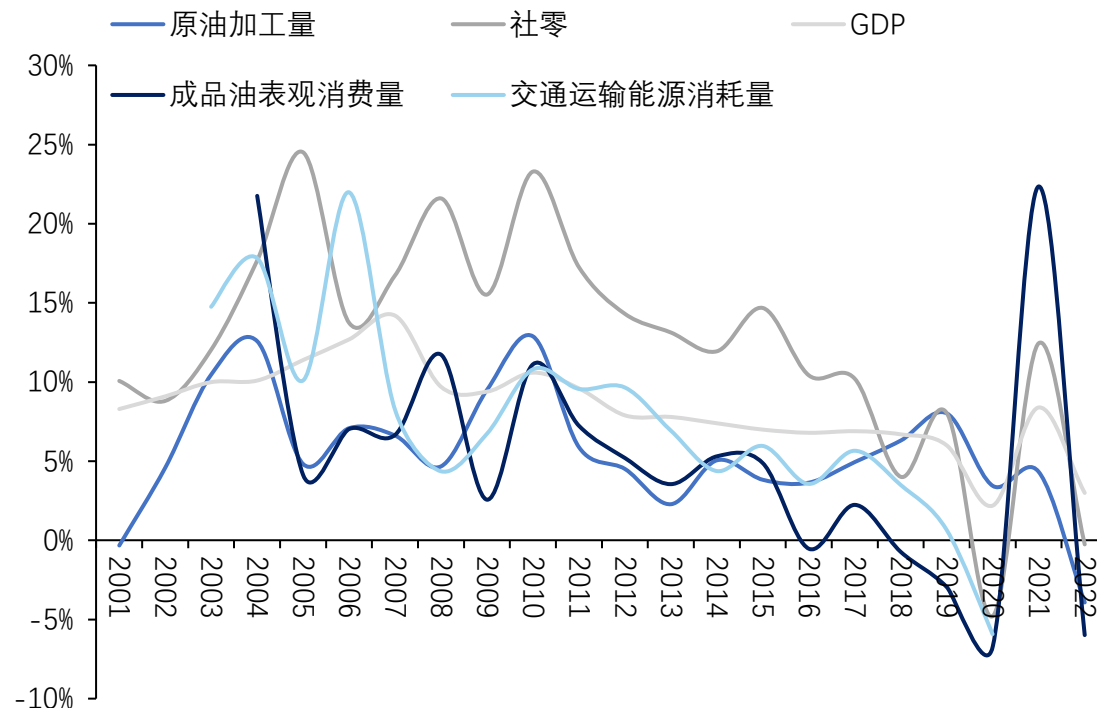
- **总量平稳**：常见液体化学品库存总量增长较为平稳，2017-2022年平均库存CAGR 2.5%。
- **长期而言仓储随石化行业增长扩容，中枢挂钩消费及交运**：成品油及主要化工品与交运、消费等下游宏观属性的终端需求存在较强的相关性，长期增长中枢与GDP趋同。

图表34：主要液体化学品库存增长平稳



注：口径为石脑油、PX、甲醇、苯乙烯、纯苯、液碱周度库存按年平均，2017年仅统计2017.09.28至年底的周度平均库存

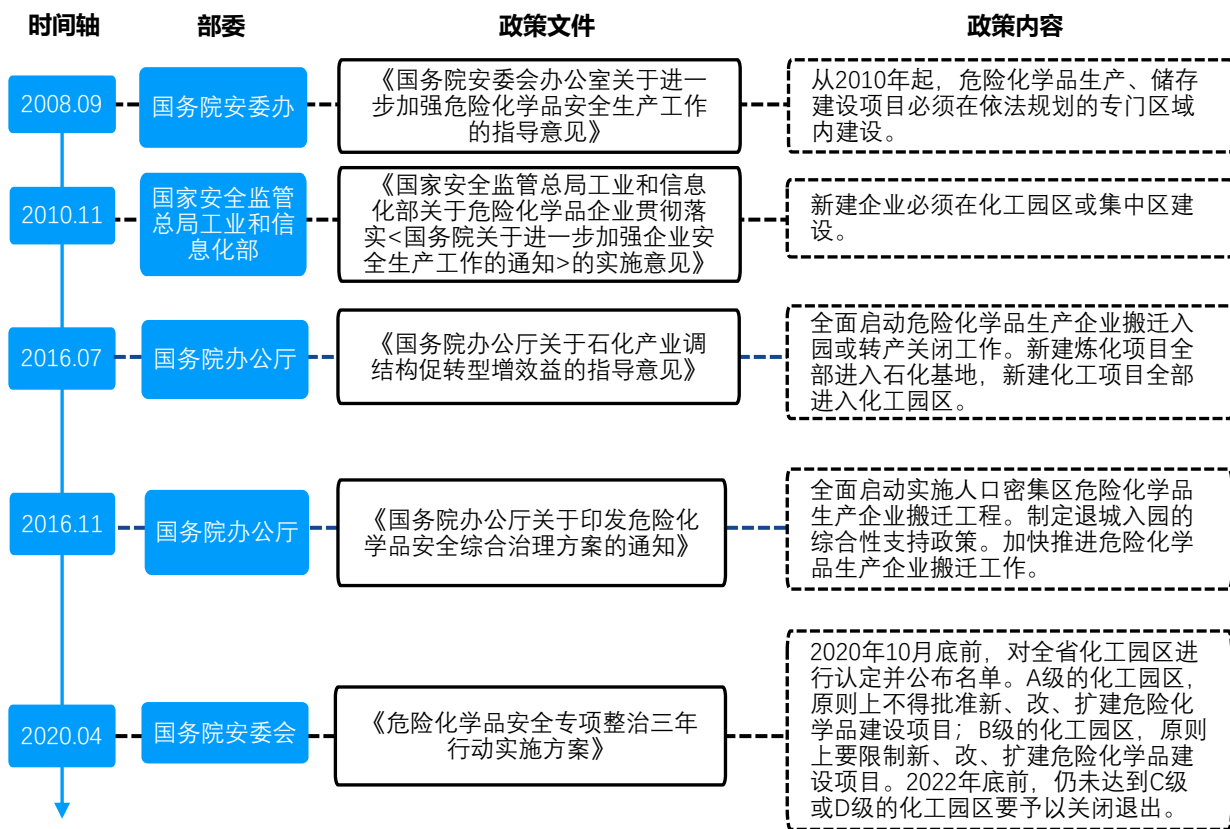
图表35：长期随下游总量增长，挂钩消费及交运



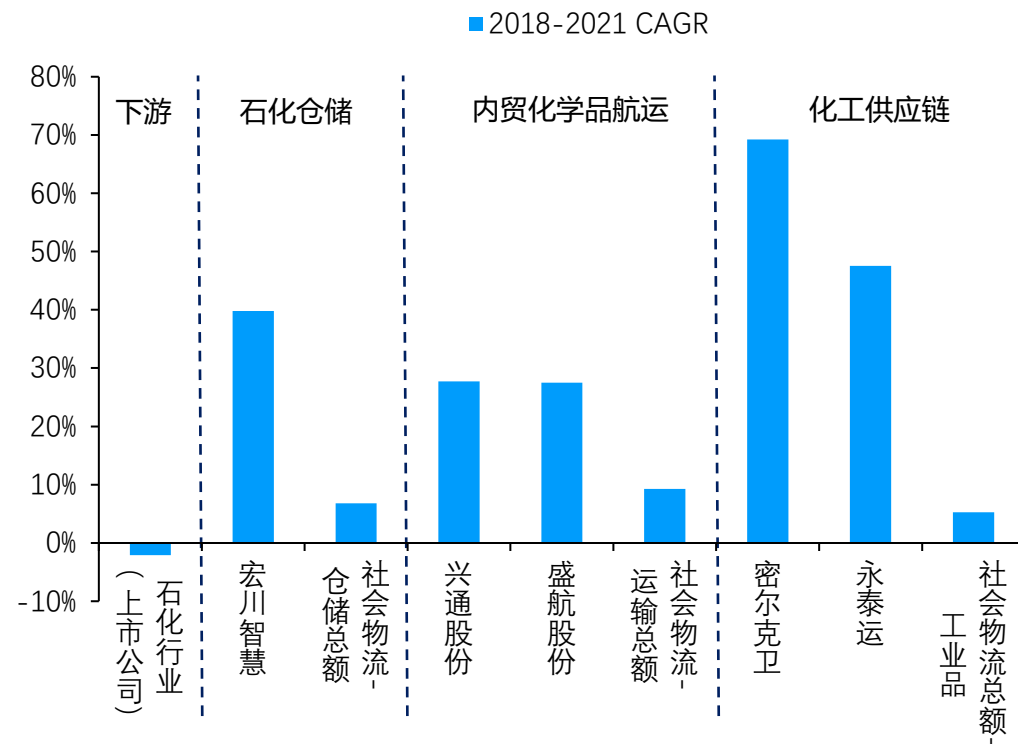
3.3、结构：监管趋严带来合规需求占比提升，品牌商受益

- 下游严监管对供应链安全标准提出更高要求，合规市场增长强劲，强合规能力的龙头企业因此受益：危化品易燃易爆的特点使其对社会环境的负外部性明显，2015年天津港大爆炸以来各项监管政策密集出台，对石化供应链提出更高的安全合规要求，具备强合规能力、齐全牌照及品牌形象的头部仓储企业也因此受益。

图表36：针对化工产业安全合规的政策趋严



图表37：合规需求的结构性增长带动中游化工物流企业高增



注：公司采用2018-2021营收CAGR数据

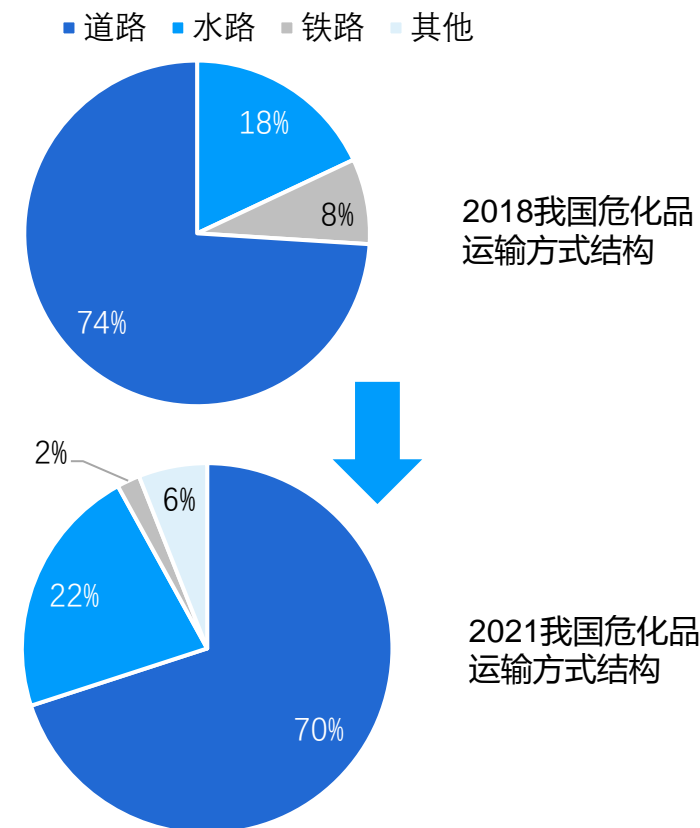
3.3、结构：大炼化项目投产驱动沿海存储需求占比提升，沿海资源受益

- **大炼化推动水运渗透率提升，催生沿海仓储需求增长：**2015年来随着一系列大炼化项目逐渐投产，2020年底炼油能力达8.9亿吨/年，较2015年净增9439万吨/年，展望至2025年底仍有1.36亿吨炼油产能、1156万吨/年液化品及1730万吨/年以上的液化石油气的规划产能投产。沿海大炼化的产能投放持续推动危化品水运渗透率提升，有望为沿岸的合规储罐企业带来结构性的需求增长。

图表38：大炼化产能频繁投产

项目名称	地址	(预计) 投产日期	炼油产能规划	液化品产能规划	液化气产能规划
中科炼化一体化项目(一期)	广东茂湛	2020.06	1000万吨/年炼油		80万吨/年乙烯
中化泉州炼化一体化项目(二期)	福建泉州	2020.09	1500万吨/年炼油		100万吨/年乙烯
浙江石化炼化一体化项目(二期)	浙江舟山	2020.11	2000万吨/年炼油	520万吨/年芳烃	140万吨/年乙烯
2020年小计			4500万吨/年炼油	520万吨/年芳烃	320万吨/年乙烯
惠州中海油/壳牌南海联合工厂二期项目	广东惠州	2021.04	2200万吨/年炼油		100万吨/年乙烯
古雷炼化一体化项目(一期)	福建漳州	2021Q3	1000万吨/年炼油	130万吨/年PX	
盛虹石化炼化一体化项目	江苏连云港	2021Q4	1600万吨/年炼油	280万吨/年芳烃	110万吨/年乙烯
2021年小计			4800万吨/年炼油	130万吨/年PX、280万吨/年芳烃	210万吨/年乙烯
海南炼化100万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	海南洋浦	2022.05	500万吨/年炼油		100万吨/年乙烯
中委广东石化	广东揭阳	2022年	2000万吨/年炼油	260万吨/年芳烃	120万吨/年乙烯
河北旭阳石化	河北旭阳	2022年底	1500万吨/年炼油	350万吨/年芳烃	150万吨/年乙烯
镇海炼化炼油升级扩建项目	浙江宁波	2024Q4	1500万吨/年炼油	80万吨/年乙二醇、36万吨/年环氧丙烷、80万吨苯乙烯	120万吨/年乙烯
裕龙岛一期项目	山东龙口	2024年	2000万吨/年炼油		300万吨/年乙烯
华锦阿美石化	辽宁盘锦	2024年	1500万吨/年炼油	130万吨/年芳烃	150万吨/年乙烯
古雷炼化一体化项目(二期)	福建漳州	2025	1600万吨/年炼油	220万吨/年PX	520万吨/年乙烯
中科炼化一体化项目(二期)	广东茂湛	2025年前	1500万吨/年炼油		120万吨/年乙烯
岳阳炼化一体化项目	湖南岳阳	2025年前	1500万吨/年炼油		150万吨/年乙烯
2025年底预计			13600万吨/年炼油	合计超过1156万吨液化品	1730万吨/年乙烯

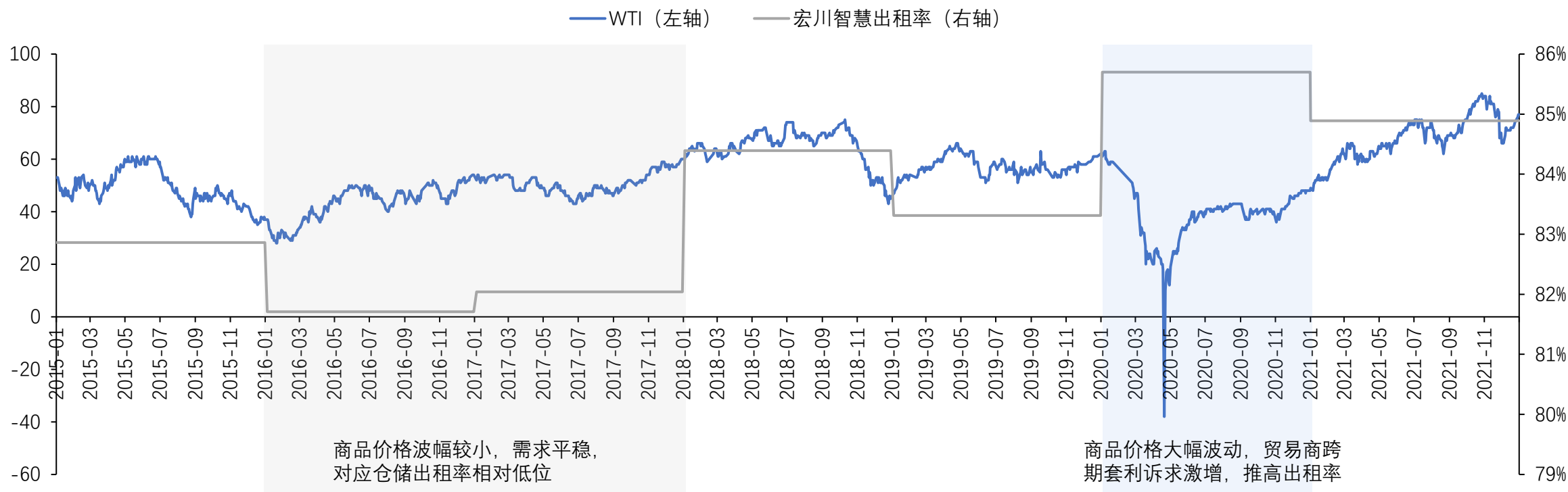
图表39：危化品运输中水运占比提升



3.4、脉冲：贸易商跨期套利需求带来波动

- 虽然行业整体需求周期属性不明显，但部分年份下游商品市场短期单边大幅波动，催生贸易商跨期套利诉求，带来需求的脉冲式波动：以宏川智慧综合出租率及WTI原油价格指数做对比，原油价格振幅较大的2020-2021年宏川智慧出租率处于相对高位，而2016-2017年原油价格波幅较窄的年份出租率则处于相对低位。

图表40：下游商品价格大幅波动催生出

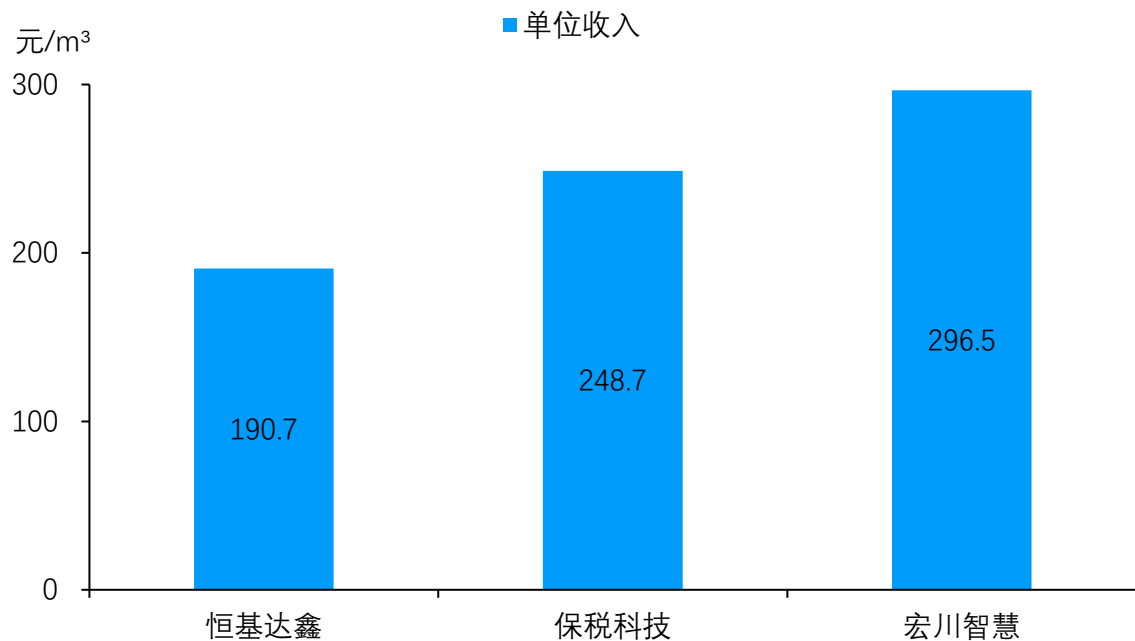


四、投资建议：整合核心资源，定价能力领先，首次覆盖给予“增持”评级

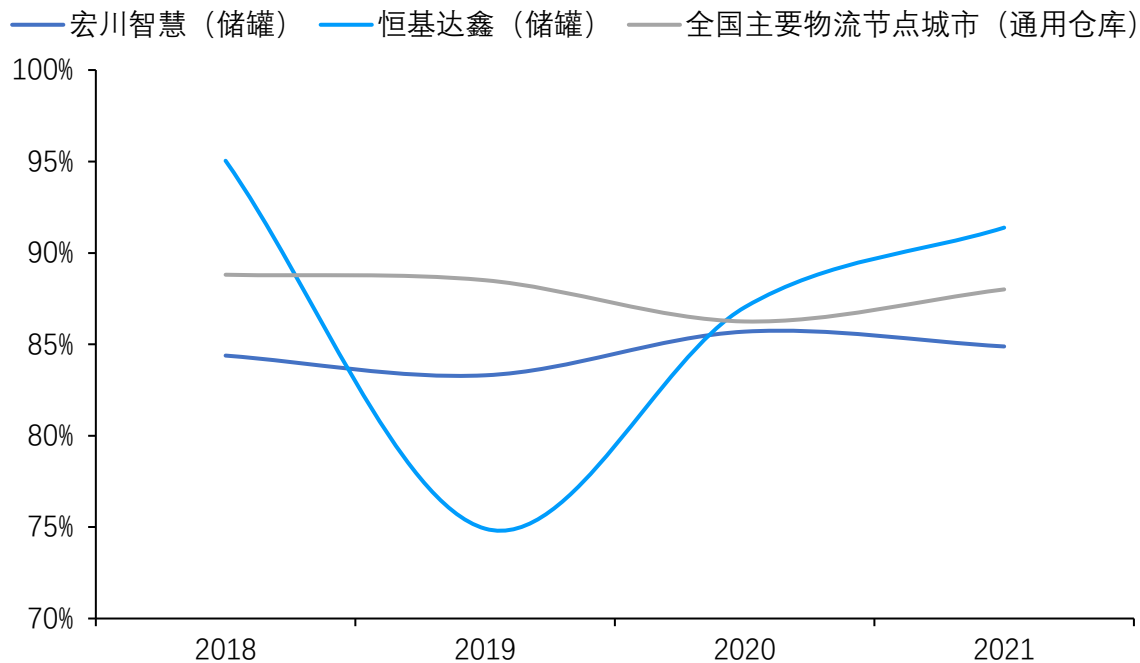
4.1、资源禀赋胜于规模效应，宏川定价能力领先行业

- 资源禀赋、品牌效应强于规模效应，仓储企业定价差异化水平大于周转：石化仓储多集中在沿海地区，由于岸线码头、化工园区资源的稀缺性，核心地段的仓储资源都具备区域垄断的特性，区位即决定资产的盈利中枢；在区位资源之外，由于近年来监管强度的上升，品牌仓储企业亦凭借自身的安全服务能力拿到更高的定价水平。在运营端：1、企业间因品牌效应、个性化增值服务的差异存在出租率的差别；2、因仓储企业的运营方较为分散，网络效应很难形成；宏川智慧已体现出了区域网络效应，为通存通兑业务开展提供条件。

图表41：龙头定价享有一定的溢价



图表42：石化仓储头部企业及行业周转率未有显著差异

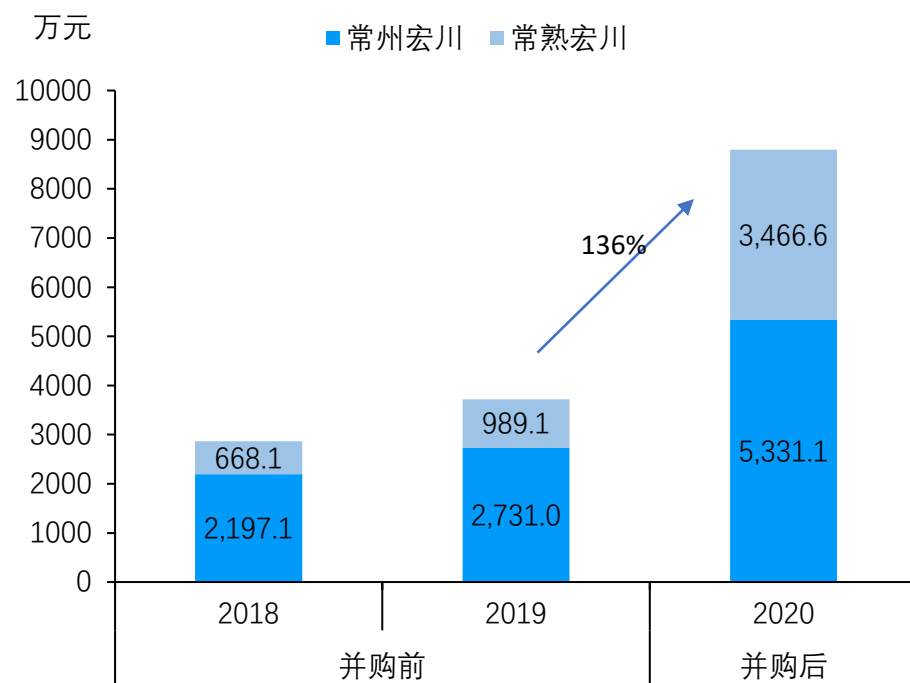


注：由2021年各公司储罐业务收入/罐容测算

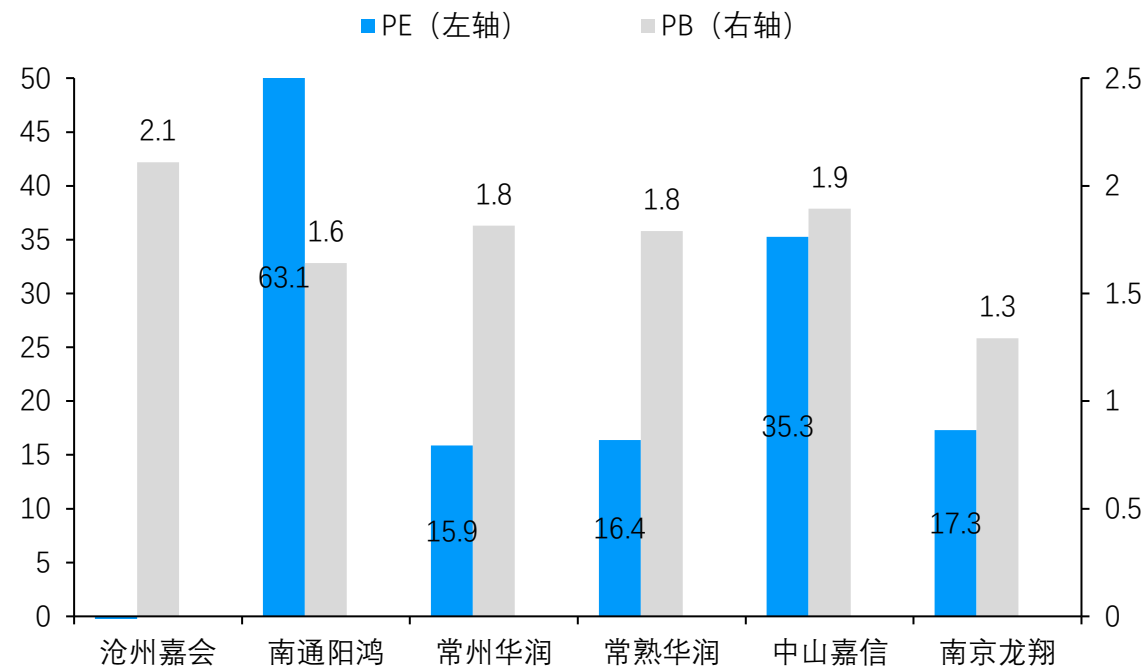
4.2、管理优势+品牌赋能，宏川收并购模式跑通

- **龙头管理、品牌优势明显，并购后资产运营能力大幅优化：**2020年宏川智慧并购常州宏川（原常州华润）、常熟宏川（原常熟华润）后运营效率大幅优化，2020年两家孙公司净利润YoY 136%。
- **看似溢价并购，实则以合理的成本扩张，宏川收并购模式跑通：**以宏川智慧2019年以来6起并购的PE、PB中枢分别约为16.8倍、1.8倍，部分并购看似存在一定的溢价，但若以整合后资产盈利能力为衡量指标，则收并购扩张的成本相对合理。以常熟宏川、常州宏川为例，并购前对应PE（2019年）分别为16.4倍、15.9倍，并购后PE（2020年）分别为4.7倍、8.1倍。

图表43：宏川智慧并购后实现管理赋能



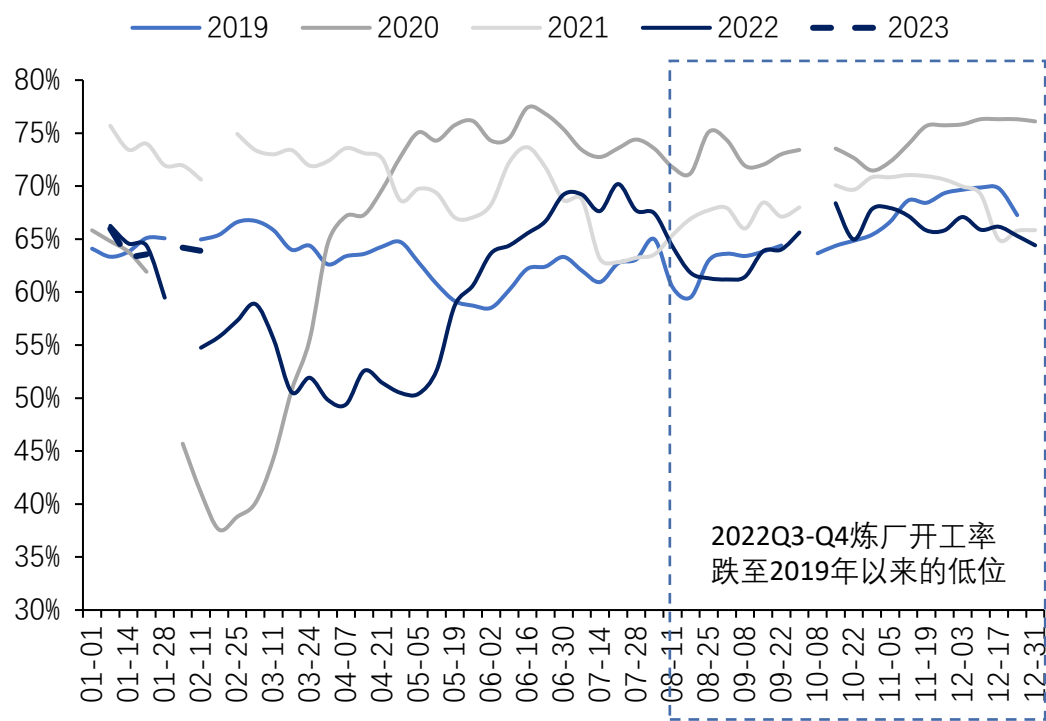
图表44：并购对应的PE中枢约为18倍



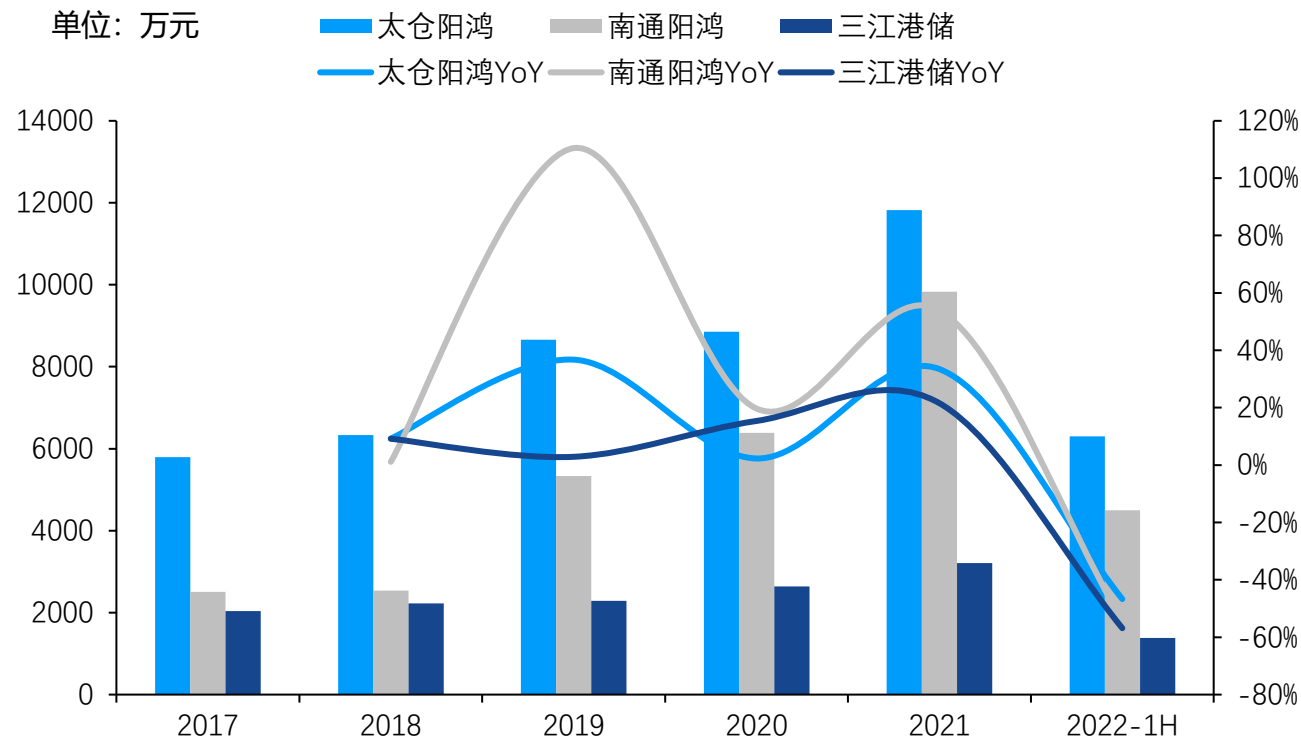
4.3、成长逻辑：短期看出租率

- 周转率为影响公司短期业绩的核心变量，并购及下游需求波动带来的出租率的变化为衡量短期周转率的核心指标。
- 2022年受下游供需双弱及新建产能爬坡影响，公司周转及利润承压。随着下游需求修复叠加公司新建库区福建港能二期产能爬坡+运营牌照逐渐完善，公司周转率提升为短期内重要看点。

图表45：2022Q3以来炼厂开工率处于低位



图表46：2022H1受产能爬坡影响，部分子公司利润承压



4.4、成长逻辑：中期看提市占、扩品类

- **化工物流严监管是大趋势，龙头企业尽享政策红利：**2015年天津港爆炸事件以来，关于危险品运输及仓储的相关政策频出，监管从严的趋势几无可能逆转，尾部企业合规成本上升，经营风险明显增加。
- **严监管环境利好合规标准更高的龙头企业，行业整合加速：**2018年来，化工物流企业迎来一波上市潮。扎堆上市背后，是各个细分赛道企业整合扩张诉求的体现。

图表47：化学品运输企业近年来加速上市

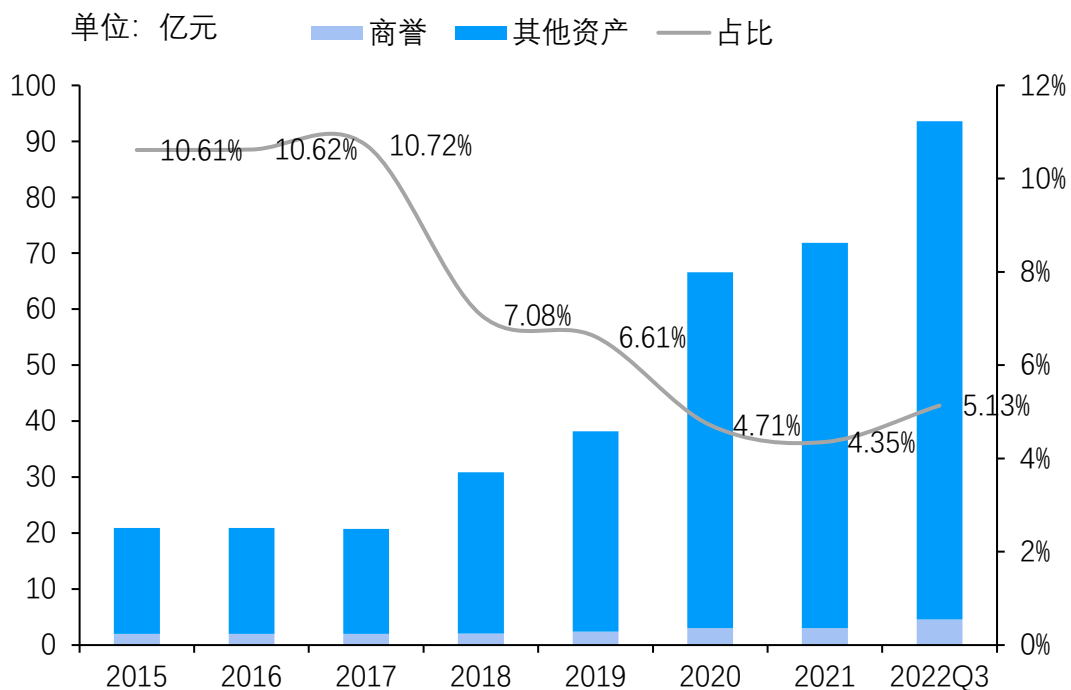
上市公司	宏川智慧	密尔克卫	盛航股份	兴通股份	永泰运	海昌华
	3月	7月	5月	3月	4月	IPO
时间轴	2018		2021	2022		
营收增速 (截至2021年)	5年CAGR 31.44%	5年CAGR 60.9%	5年CAGR 23.1%	4年CAGR 28.2%	5年CAGR 41.3%	3年CAGR 17.4% (截至2020年)
归母净利率 (2021年)	26.9%	5.0%	21.2%	35.1%	7.8%	20.2% (2020年)
ROE	12.1%	17.7%	12.7%	25.8%	26.7%	17.2%
市值	98.77亿元	163.8亿元	39.17亿元	67.10亿元	50.54亿元	未上市

注：市值数据截止至20230324

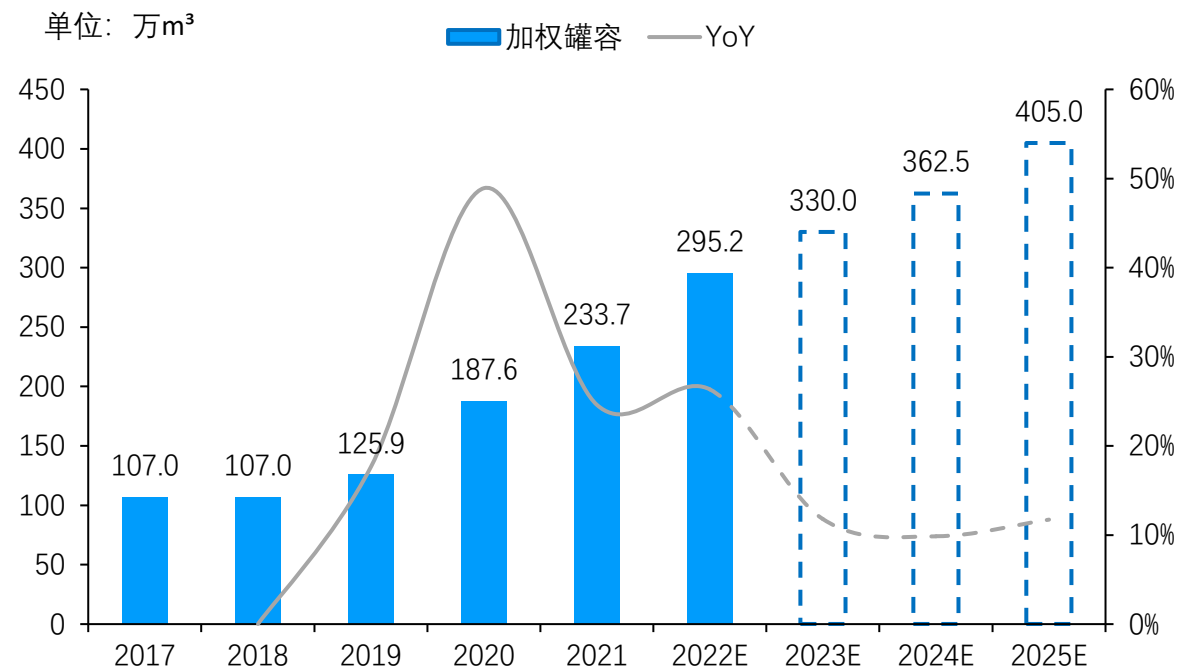
4.4、成长逻辑：中期看提市占、扩品类

- **供给严格受限的背景下，公司产能扩张的节奏直接决定规模及利润的增长速度。**当前公司低商誉（2022Q3商誉占总资产5.13%）、高现金储备的财务特点使得公司具备外延并购扩张的基础。
- 公司外延并购的扩张模式使得产能投放的节奏存在一定的不确定性。中性预期下假设公司储罐业务于2023、2024、2025年投放30万m³、40万m³、50万m³产能，每年投产时间均为下半年的9月，对应2022-2025年加权罐容CAGR 11.1%。

图表48：公司商誉占比较小



图表49：2023-2025年公司罐容有望稳步增长

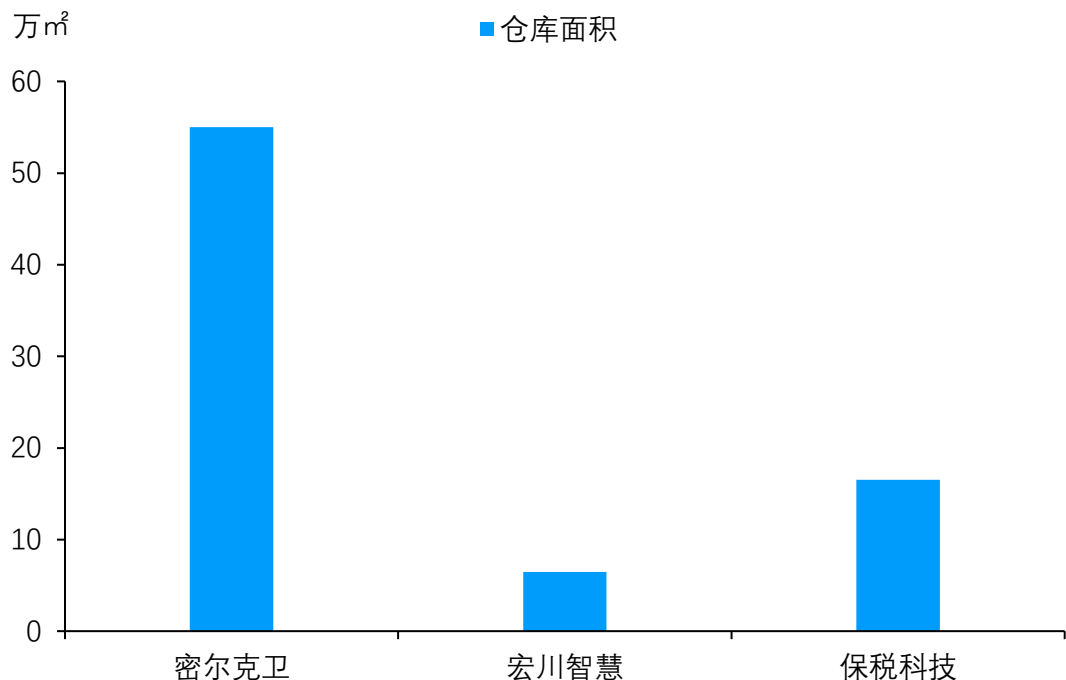


注：罐容数据根据公司所持资产股权及投产月份进行加权调整

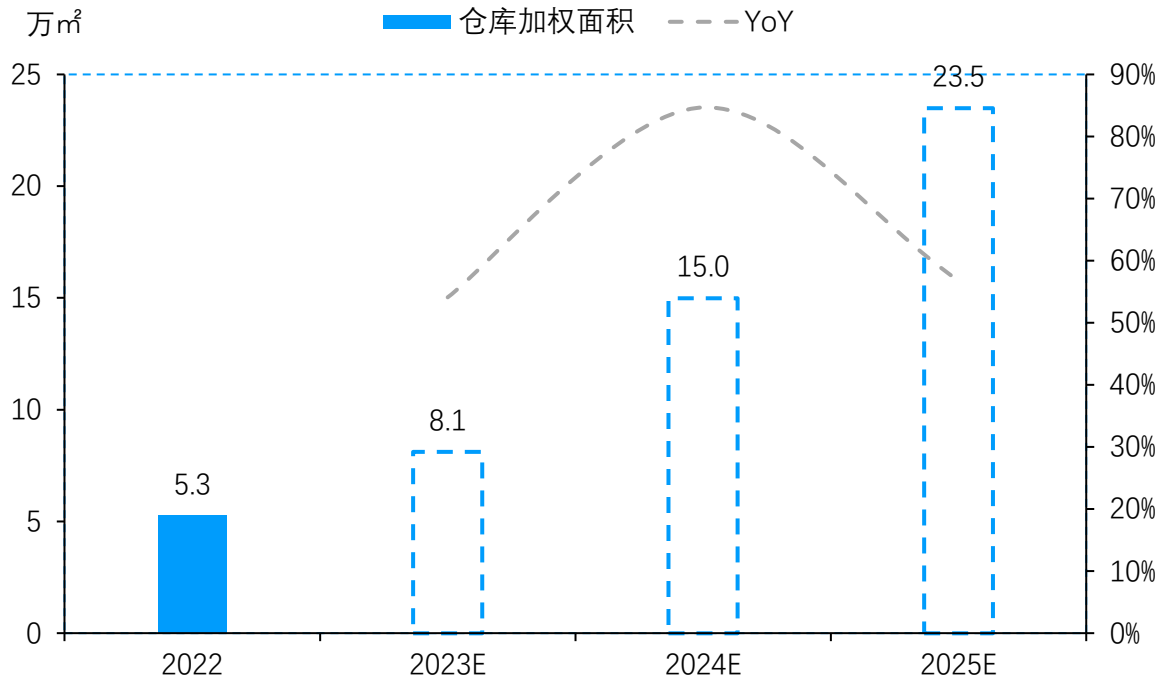
4.4、成长逻辑：中期看提市占、扩品类

- **化工仓库为化工仓储的另一条主要赛道：**与储罐相比，仓库并不完全需要码头资源的配合，但与储罐类似，供给增长受强监管约束，产能增长由并购驱动。与密尔克卫相比，宏川智慧的化工仓库更聚焦也更稀缺，进而更加增强了自己的竞争优势。
- **化工仓库有望成为公司第二增长曲线：**中性假设下公司仓库面积2023-2025年分别增长6.5万、8万、10万m²，每年投产时间均为下半年的9月，对应2022-2025年加权面积CAGR 64.6%。

图表50：主要企业仓库面积对比



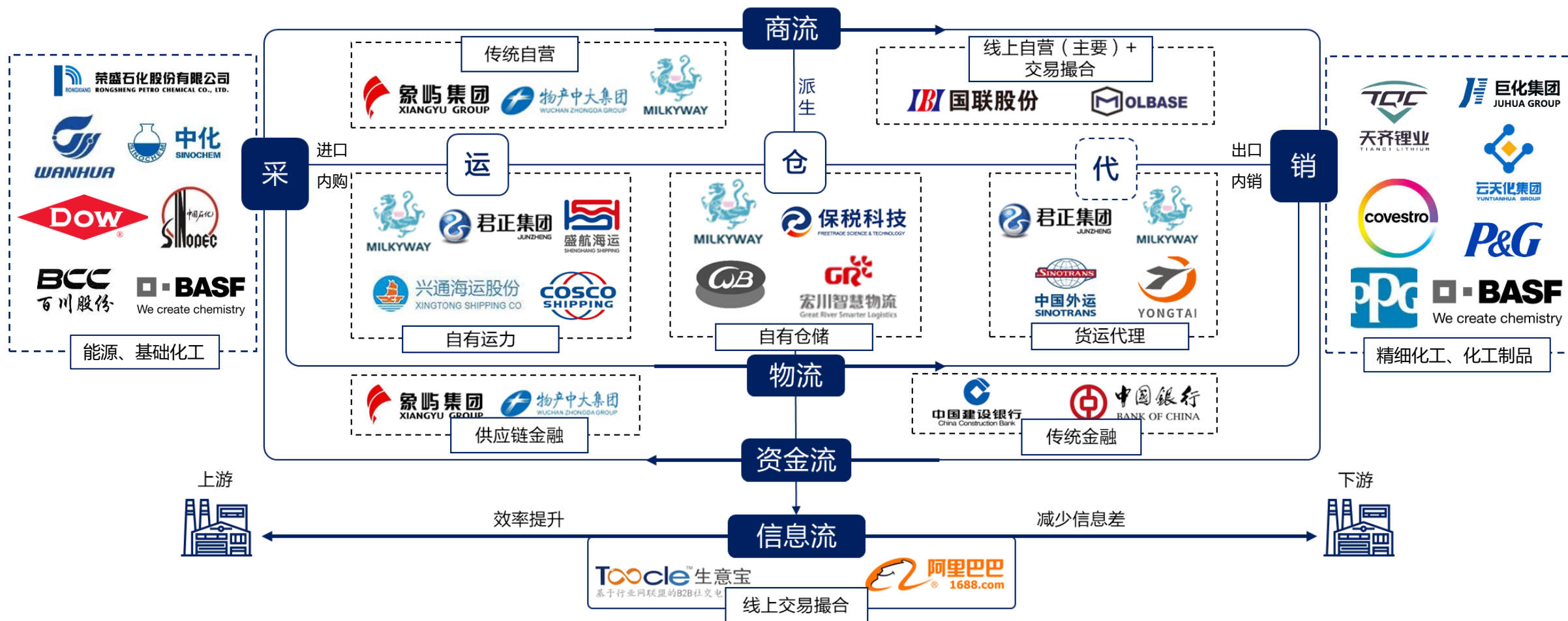
图表51：2023-2025年公司仓库业务有望扩张提速



4.5、成长逻辑：长期看流量变现能力

- 仓储节点作为化工供应链的流量中心，存在多种流量变现的可能：石化仓储企业通过整合核心资源实现化工流量的区域垄断后，有望延供应链条两端延伸，以货代、运输、贸易等业务模式打开长期成长空间。

图表52：化工产业链图



五、盈利预测与投资评级

- **产能假设：**公司持续并购扩张，中性假设下2023年起公司每年并购30万、40万、50万立方米储罐，以及6.5万、8万、10万平方米化学品仓库。

图表53：产能预测表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
储罐加权罐容（万立方米）	107.03	107.03	125.93	187.55	233.67	295.20	329.99	362.49	404.99
YoY		0.00%	17.66%	48.93%	24.59%	26.33%	11.78%	9.85%	11.72%
总罐容（万立方米）	107.03	107.03	132.23	218.78	256.29	322.49	352.49	392.49	442.49
净增量		0.00	25.20	86.55	37.51	66.20	30.00	40.00	50.00
YoY			23.54%	65.45%	17.14%	25.83%	9.30%	11.35%	12.74%
单位立方米收入（元）	401.68	408.88	434.28	509.14	491.07	500.90	513.42	526.25	539.41
YoY		1.79%	6.21%	17.24%	-3.55%	2.00%	2.50%	2.50%	2.50%
出租率	82.04%	84.39%	83.31%	85.70%	84.89%	72.00%	78.00%	80.00%	85.00%
仓库加权面积（万平方米）					4.04	5.26	8.11	14.98	23.48
YoY						30.30%	54.07%	84.67%	56.75%
总面积（万平方米）					4.04	6.49	12.98	20.98	30.98
YoY						60.59%	100.03%	61.64%	47.67%
单位平方米收入（元）					1471.83	1508.63	1546.34	1585.00	1624.63
YoY						2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
出租率					80.00%	75.00%	83.00%	84.00%	85.00%

- **盈利假设：**假设公司收入随产能扩张同步增长，2023-2025年毛利率随景气度回升及产能爬坡逐步回升至60.45%、60.61%、62.17%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计宏川智慧2022-2024年营业收入分别为12.12亿元、15.15亿元与18.20亿元，归母净利润分别为2.22亿元、3.66亿元与4.64亿元，2022-2024年对应PE分别为44.48倍、26.98倍与21.28倍。鉴于公司经营良好，盈利能力稳步提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表54：收入成本拆分表

收入拆分		2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
	营业总收入	364.56	398.09	485.95	848.32	1,087.96	1,212.22	1,515.30	1,820.08	2,295.08
	YoY	-0.74%	9.20%	22.07%	74.57%	28.25%	11.42%	25.00%	20.11%	26.10%
1、仓储及中转服务	营业收入	362.02	379.30	464.71	827.76	1,045.76	1,155.20	1,455.62	1,757.48	2,229.27
	YoY	3.64%	4.78%	22.52%	78.12%	26.34%	10.46%	26.01%	20.74%	26.84%
①码头储罐综合服务	营业收入	352.71	369.31	455.61	818.35	974.13	1064.64	1321.50	1526.09	1856.87
	YoY	3.88%	4.71%	23.37%	79.62%	19.04%	9.29%	24.13%	15.48%	21.67%
②中转及其他服务	营业收入	9.31	9.99	9.10	9.41	24.07	31.00	36.30	41.47	48.18
	YoY	-4.71%	7.33%	-8.89%	3.36%	155.80%	28.80%	17.11%	14.24%	16.19%
③化工仓库综合服务	营业收入					47.57	59.56	97.82	189.92	324.22
	YoY						25.21%	64.24%	94.14%	70.71%
2、其他服务收入(智慧客服、	营业收入	2.54	18.78	21.23	20.56	42.20	57.02	59.68	62.60	65.82
	YoY	-85.87%	639.44%	13.03%	-3.15%	105.25%	35.11%	4.66%	4.90%	5.14%
毛利拆分										
	总毛利	206.29	231.11	297.70	545.72	710.36	691.19	915.92	1,103.17	1,426.79
	YoY	-1.17%	12.03%	28.81%	83.31%	30.17%	-2.70%	32.51%	20.44%	29.34%
	总毛利率	56.59%	58.05%	61.26%	64.33%	65.29%	57.02%	60.45%	60.61%	62.17%
1. 仓储综合服务	毛利	205.80	218.06	292.31	533.09	674.56	642.85	865.73	1,050.94	1,372.33
	YoY	1.38%	5.96%	34.05%	82.37%	26.54%	-4.70%	34.67%	21.39%	0.03%
	毛利率	56.85%	57.49%	62.90%	64.40%	64.50%	55.65%	59.47%	59.80%	61.56%
①码头储罐综合服务	毛利	199.75	211.52	285.70	528.15	626.19	584.88	776.39	895.59	1127.63
	YoY	1.54%	5.89%	35.07%	84.86%	18.56%	-6.60%	32.74%	15.35%	25.91%
	毛利率	56.63%	57.27%	62.71%	64.54%	64.28%	54.94%	58.75%	58.69%	60.73%
②中转及其他服务	毛利	6.04	6.54	6.61	4.93	17.14	20.15	25.41	29.03	33.73
	YoY	-3.85%	8.18%	1.04%	-25.30%	247.38%	17.53%	26.11%	14.24%	16.19%
	毛利率	64.93%	65.45%	72.58%	52.45%	71.24%	65.00%	70.00%	70.00%	70.00%
③化工仓库综合服务	毛利					31.22	37.82	63.93	126.32	225.42
	YoY (%)						21.12%	69.07%	97.59%	78.45%
	毛利率					65.63%	63.49%	65.36%	66.51%	69.53%
2. 其他服务毛利	毛利	0.50	13.05	5.39	12.63	35.80	48.34	50.19	52.23	54.47
	YoY	-91.33%	2527.95%	-58.69%	134.31%	183.37%	35.03%	3.83%	4.06%	4.29%
	毛利率	19.55%	69.49%	25.40%	61.44%	84.83%	84.78%	84.11%	83.43%	82.76%

- 可比公司估值看，宏川智慧估值水平与化工供应链、内贸化学品航运企业在同一区间，相较于传统仓储行业和其他石化仓储企业有明显溢价。

主营业务	代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	EV/EBITDA (倍)
普通仓储	600787.SH	中储股份	118.81	17.07	0.93	23.80
	603535.SH	嘉诚国际	42.87	23.16	1.97	21.69
化工供应链	603713.SH	密尔克卫	163.84	27.06	4.37	17.67
	001228.SH	永泰运	50.54	16.74	3.17	19.02
石化仓储	002930.SZ	宏川智慧	98.77	40.21	4.38	18.86
	600794.SH	保税科技	45.58	27.89	1.98	21.57
	002492.SZ	恒基达鑫	25.84	23.61	1.66	12.75
	VPK.AS	皇家孚宝	279.27	18.01	1.17	25.84
内贸化学品运输	001205.SZ	盛航股份	39.17	23.17	2.65	14.38
	603209.SH	兴通股份	67.10	32.65	3.38	22.11

- ◆ 需求不及预期
- ◆ 生产事故
- ◆ 整合并购不及预期
- ◆ 商誉减值风险
- ◆ 重大政策变动
- ◆ 大规模自然灾害

宏川智慧盈利预测表

证券代码: 002930

股价: 21.85

投资评级: 增持(首次覆盖)

日期: 20230324

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	666	1756	1638	1409	营业收入	1088	1212	1515	1820	每股指标				
应收款项	111	146	183	202	营业成本	378	521	599	717	EPS	0.61	0.49	0.81	1.03
存货净额	3	6	5	8	营业税金及附加	10	11	14	16	BVPS	5.27	5.40	6.21	7.24
其他流动资产	188	123	152	154	销售费用	31	33	40	48	估值				
流动资产合计	969	2030	1978	1772	管理费用	112	121	148	173	P/E	42.4	44.5	27.0	21.3
固定资产	3418	4536	5496	6545	财务费用	145	209	222	239	P/B	4.9	4.0	3.5	3.0
在建工程	635	185	5	0	其他费用/(-收入)	15	18	21	24	P/S	10.6	8.1	6.5	5.4
无形资产及其他	1401	1591	1621	1651	营业利润	405	324	514	652	财务指标				
长期股权投资	465	865	865	865	营业外净收支	1	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E	
资产总计	6887	9207	9965	10833	利润总额	405	324	514	652	盈利能力				
短期借款	133	1883	2033	2033	所得税费用	103	81	128	163	ROE	12%	9%	13%	14%
应付款项	132	157	192	226	净利润	302	243	385	489	毛利率	65%	57%	60%	61%
预收帐款	0	2	1	1	少数股东损益	30	21	19	24	期间费率	26%	30%	27%	25%
其他流动负债	491	626	665	710	归属于母公司净利润	272	222	366	464	销售净利率	25%	18%	24%	26%
流动负债合计	756	2669	2891	2970	现金流量表 (百万元)					成长能力				
长期借款及应付债券	3103	3403	3553	3853	经营活动现金流	779	798	878	1096	收入增长率	28%	11%	25%	20%
其他长期负债	148	148	148	148	净利润	272	222	366	464	利润增长率	20%	-18%	65%	27%
长期负债合计	3251	3551	3701	4001	少数股东权益	30	21	19	24	营运能力				
负债合计	4007	6220	6592	6972	折旧摊销	263	251	289	344	总资产周转率	0.16	0.13	0.15	0.17
股本	447	452	452	452	公允价值变动	-3	0	0	0	应收账款周转率	9.87	8.33	8.29	9.03
股东权益	2880	2987	3373	3861	营运资金变动	87	114	7	56	存货周转率	348.37	212.82	315.68	232.40
负债和股东权益总计	6887	9207	9965	10833	投资活动现金流	-703	-1485	-1056	-1370	偿债能力				
					资本支出	-646	-1110	-1099	-1418	资产负债率	58%	68%	66%	64%
					长期投资	1	-400	0	0	流动比	1.28	0.76	0.68	0.60
					其他	-58	25	43	48	速动比	1.14	0.72	0.65	0.56
					筹资活动现金流	-13	1776	60	45					
					债务融资	-9	2127	300	300					
					权益融资	261	0	0	0					
					其它	-265	-350	-240	-255					
					现金净增加额	63	1090	-118	-229					

交运小组介绍

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

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

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

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

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

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

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

分析师承诺

许可，周延宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

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

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

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

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

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

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

国海证券·研究所·交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597