

宏川智慧（002930）深度研究报告

民营石化仓储龙头，商业模式清晰，长期景气向上，短期拐点将至——大物流时代系列（18）

- ❖ **石化仓储行业：商业模式清晰，长期景气向上。**1) 收入驱动因素清晰，简化描述为： $\text{储罐业务收入} = \text{罐容} * \text{出租率} * \text{租金}$ 。罐容：通过内生及外延两种方式扩张，在环保、安全等约束下，行业新增供给极其受限，外延并购成为龙头公司规模扩张的主要抓手。出租率：行业及区域供需关系决定出租率变动；通过自身运营赋能，可以提升出租率；重资产属性下，固定成本占比高，出租率提升带来的盈利弹性大。租金：一般而言，储罐出租率较高时，会适当提高客户报价。即供需关系 \rightarrow 出租率 \rightarrow 租金水平；不同品类租金有差异；基于储罐出租业务，还可以延伸增值服务，提升综合租金水平。2) 我们认为行业景气将长期向上。行业供给：强约束、高壁垒、看并购。行业需求：大国化工赋予长期潜力。3) 全球看：石化仓储行业中诞生了世界 500 强企业皇家孚宝，21 年其罐容、收入、利润规模为宏川智慧的约 8 倍。
- ❖ **宏川智慧：国内民营石化仓储龙头，把握驱动三要素看公司竞争优势。**1) 公司以石化仓储为核心业务，经营品类主要为油品、醇类等（2021 年吞吐量占比分别为 47%、28%）。仓储资源优质，2022 年末公司合计拥有总罐容 434.53 万立方米，我们测算占行业比重约 11%，均在沿海布局，以珠三角、长三角为基地进行拓展，华东收入占比 75%。2) 财务数据：公司 2013-2021 年归母净利 CAGR 为 25%。2022 年前三季度归母净利 1.8 亿元，受疫情及经济影响同比下降 12.6%。公司固定成本占比过半，重资产属性强；财务费用影响利润释放，但存优化空间。
- ❖ **把握驱动三要素：罐容+出租率+租金水平。**1) 罐容规模：并购加速扩张，赋能提升效益。公司 2017-2021 年运营储罐罐容 CAGR 为 38%，我们统计自成立到 2022 年末，公司有高达 89% 的罐容是并购而来。2) 出租率与租金水平：供需之外亦有赋能。整体看公司出租率水平与租金不断抬升：2017-2021 年出租率分别为 82%、84.4%、83.3%、85.7%、84.9%；我们测算 2015-2021 年，公司租金水平从 30.7 元/m³/月增至 41.3 元/m³/月，年均增长约 5%。过往经验看，公司收购项目后通过赋能，可实现被收购项目的效益提升。3) 核心子公司：贡献集中度高，潜力明确。公司 5 家核心子公司太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、龙翔集团、东莞三江加权罐容占公司总罐容 60%。其中太仓阳鸿：储罐罐容达 60.6 万 m³，占公司总罐容约 14%，收入利润贡献最高，盈利能力持续提升。龙翔集团：2022 年成功收购，获取核心资产，通过深耕长三角地区市场，形成区域协同。太仓阳鸿、南通阳鸿和东莞三江在 18-21 年利润年化复合增速分别达 23%、57%、13%，其中只有南通阳鸿有新产能投产——即“罐容容量”增加因素影响，太仓阳鸿和东莞三江可视为由“出租率+租金增长”贡献。
- ❖ **投资建议：复苏预期下，预计公司拐点将至。**1) 我们预计公司 22Q4 承受一定压力，但在 23 年经济复苏背景下，预计需求呈现景气向上，带来仓储出租率及价格上行，短期拐点将至。2) 我们预计公司罐容保持持续增长。2023 年现有业务增量来自于龙翔集团、常熟宏智全年并表，以及福建港能在 2022 年投产后逐步爬坡带来贡献。不考虑并购潜在可能，我们测算公司控股罐容在 2023 年同比增长将达到 20% 左右。3) 我们预计 2022-2024 年公司归母净利分别为 2.6、4、5.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.89、1.13 元，对应 PE 分别为 39、25、20 倍。4) 石化仓储行业模式清晰，公司作为行业龙头，在分散的市场中有望不断提升市场份额，实现快速增长。考虑资源稀缺性与未来成长性，结合行业可比公司估值以及公司近三年估值中枢 36 倍，给予公司 2023 年预期利润 33 倍 PE，对应 2023 年目标市值为 132 亿元，目标价 29.2 元，预期较现价有 29% 增长空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：公司外延并购拓展不及预期；石化仓储面临安全问题；经济大幅波动引发对石化仓储需求大幅下滑。**

推荐（首次）

目标价：29.2 元

当前价：22.60 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

执业编号：S0360522100002

证券分析师：周儒飞

邮箱：zhourufeifei@hcyjs.com

执业编号：S0360522070003

联系人：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

联系人：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	45,204.33
已上市流通股(万股)	42,865.76
总市值(亿元)	102.16
流通市值(亿元)	96.88
资产负债率(%)	66.82
每股净资产(元)	5.00
12个月内最高/最低价	24.60/16.31

市场表现对比图(近 12 个月)



主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,088	1,171	1,612	1,973
同比增速(%)	28.2%	7.6%	37.7%	22.4%
归母净利润(百万)	272	261	404	509
同比增速(%)	19.5%	-3.9%	54.3%	26.2%
每股盈利(元)	0.61	0.58	0.89	1.13
市盈率(倍)	37	39	25	20
市净率(倍)	4.3	4.4	3.9	3.5

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为2023年2月14日收盘价

投资主题

报告亮点

在《预见 2023，把脉大物流时代》报告中，我们认为仓储物流行业供需长期趋紧，尤其石化仓储行业供给严格受限，需求则依托大国化工具备长期潜力，龙头公司份额存在提升空间，长期看景气度将不断抬升，是值得投资的行业。本篇大物流时代系列（18），聚焦我国民营石化仓储龙头——宏川智慧，认为公司商业模式清晰、长期景气上限，复苏预期下短期拐点亦将至。

投资逻辑

石化仓储行业：商业模式清晰，长期景气向上。1) 收入驱动因素清晰，可以简化为：储罐业务收入=罐容*出租率*租金。2) 全球看：石化仓储行业中诞生了世界 500 强企业皇家孚宝，21 年其罐容、收入、利润规模基本为宏川智慧的 8 倍。

宏川智慧：国内民营石化仓储龙头，把握驱动三要素看公司竞争优势。

1) 罐容规模：并购加速扩张，赋能提升效益。公司 2017-2021 年运营储罐罐容 CAGR 为 38%，我们统计自成立到 2022 年末，公司有高达 89%的罐容是并购而来。

2) 出租率与租金水平：供需之外亦有赋能。整体看公司出租率水平与租金向上不断抬升：2017-2021 年出租率分别为 82%、84.4%、83.3%、85.7%、84.9%；我们测算 2015-2021 年，公司租金水平从 30.7 元/m³/月增至 41.3 元/m³/月，年均增长 5%。过往经验看，公司收购项目后通过赋能，可以实现被收购仓储效益提升。

投资建议：复苏预期下，预计公司拐点将至。

1) 我们预计公司 22Q4 承受一定压力，但在 23 年经济复苏背景下，预计需求呈现景气向上，带来仓储出租率及价格上行，短期拐点将至。

2) 我们预计公司罐容保持持续增长。2023 年现有业务增量来自于龙翔集团、常熟宏智全年并表，以及福建港能在 2022 年投产后逐步爬坡带来贡献。不考虑并购潜在可能，我们测算公司控股罐容在 2023 年同比增长将达到 20% 左右。

3) 我们预计 2022-2024 年公司归母净利分别为 2.6、4、5.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.89、1.13 元，对应 PE 分别为 39、25、20 倍。

4) 石化仓储行业模式清晰，公司作为行业龙头，在分散的市场中有望不断提升市场份额，实现快速增长。考虑资源稀缺性与未来成长性，结合行业可比公司估值以及公司近三年估值中枢 36 倍，给予公司 2023 年预期利润 33 倍 PE，对应 2023 年目标市值为 132 亿元，目标价 29.2 元，预期较现价有 29% 增长空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：公司外延并购拓展不及预期；石化仓储面临安全问题；经济大幅波动引发对石化仓储需求大幅下滑。

目 录

一、石化仓储行业：商业模式清晰，长期景气向上.....	8
（一）商业模式清晰：经典量、价驱动.....	8
（二）行业供给：强约束、高壁垒、看并购.....	9
（三）行业需求：大国化工赋予长期需求潜力.....	11
（四）全球看：石化仓储行业中诞生了世界 500 强企业皇家孚宝.....	15
二、宏川智慧：国内民营石化仓储龙头，把握驱动三要素看公司竞争优势.....	17
（一）公司概况：石化仓储业务为核心，主业清晰.....	17
1、公司以石化仓储为核心业务，主业清晰.....	18
2、财务数据：利润复合增速快，财务费用存在优化空间.....	22
3、成本费用：固定成本占比过半，重资产属性明确；财务费用影响利润释放.....	24
（二）把握驱动三要素：罐容+出租率+租金水平.....	26
1、罐容规模：并购加速扩张，赋能提升效益.....	26
2、出租率与租金水平：供需之外亦有赋能.....	28
（三）公司规模及盈利能力在民营企业中领先.....	29
（四）核心子公司：贡献集中度高，潜力明确.....	31
1、太仓阳鸿：收入利润贡献最高，盈利能力持续提升.....	32
2、南通阳鸿：ROE 水平不断攀升.....	33
3、常州宏川：收购后赋能效果显著.....	34
4、龙翔集团：2022 年成功收购，获取核心资产.....	35
5、东莞三江：稳健增长.....	36
三、投资建议：复苏预期下，预计公司拐点将至.....	38
四、风险提示.....	39

图表目录

图表 1 储罐业务收入增长逻辑	8
图表 2 政策条例一览	9
图表 3 沿海港口码头长度及同比	10
图表 4 液体化工仓储业罐容分布	11
图表 5 2019-2020 化工仓储百强企业营业额	11
图表 6 中国石油和化工行业营收及同比	11
图表 7 成品油表观消费量（亿吨）及增速	12
图表 8 柴油表观消费量（亿吨）及增速	12
图表 9 汽油表观消费量（亿吨）及增速	12
图表 10 精甲醇产量（万吨）及同比	13
图表 11 乙二醇产量（万吨）及同比	13
图表 12 苯乙烯产量及增速（万吨）	13
图表 13 我国炼油厂日均产能	14
图表 14 2017-2022 年国内炼油产能新建及扩建一览表	14
图表 15 2023-2030 年国内炼厂产能新增及淘汰预估（万吨）	15
图表 16 皇家孚宝仓储门类	15
图表 17 2021 按品类划分营收比例	16
图表 18 2021 按业务部门划分营收比例	16
图表 19 皇家孚宝营收及同比	16
图表 20 皇家孚宝净利润及净利率	16
图表 21 皇家孚宝仓储容积	17
图表 22 皇家孚宝与国内企业仓储规模对比（万 m ³ ）	17
图表 23 皇家孚宝与国内企业营收对比（亿元）	17
图表 24 皇家孚宝与国内企业利润对比（亿元）	17
图表 25 公司股权结构	18
图表 26 公司主要业务流程图	19
图表 27 公司所处行业与上下游关系	19
图表 28 按经营品种分类公司吞吐量情况（万吨）	20
图表 29 2021 年公司经营品类吞吐量占比	20
图表 30 公司仓储布局	21
图表 31 公司分地区营收（亿元）	21
图表 32 公司 2022H1 华东与华南区域占比	21
图表 33 公司营业收入（亿元）及同比	22

图表 34 2022H1 公司营收结构	22
图表 35 公司毛利（亿元）及毛利率	23
图表 36 2021 年公司毛利结构	23
图表 37 2021 年公司各业务毛利率	23
图表 38 公司归母净利（亿元）及净利率	24
图表 39 公司 ROE	24
图表 40 2021 年公司成本结构	25
图表 41 码头储罐综合服务折旧摊销占比	25
图表 42 公司费用率	25
图表 43 公司有息债务（亿元）	26
图表 44 公司发展历程	27
图表 45 公司自建及并购标的的时间进程	27
图表 46 公司储罐罐容（万 m ³ ）	28
图表 47 公司化工仓储仓容（万 m ³ ）	28
图表 48 公司综合储罐出租率	29
图表 49 公司储罐月度租金及同比	29
图表 50 保税科技和恒基达鑫罐容情况	30
图表 51 2022H1 平均单个罐容量及单位收入对比	30
图表 52 营业收入对比（亿元）	30
图表 53 毛利对比（亿元）	31
图表 54 毛利率对比（亿元）	31
图表 55 净利润对比（亿元）	31
图表 56 净利率对比	31
图表 57 主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司利润	32
图表 58 太仓阳鸿营业收入（万元）及同比	32
图表 59 太仓阳鸿净利润（万元）及净利率	32
图表 60 太仓阳鸿 ROE	33
图表 61 南通阳鸿营业收入（万元）及同比	34
图表 62 南通阳鸿净利润（万元）及净利率	34
图表 63 太仓阳鸿 ROE	34
图表 64 常州宏川财务情况	35
图表 65 龙翔集团财务情况及主要资产	35
图表 66 南京龙翔收入及占比	36
图表 67 东莞三江营业收入（万元）及同比	37
图表 68 东莞三江净利润（万元）及净利率	37

图表 69 东莞三江 ROE	37
图表 70 行业 PE 均值.....	39

一、石化仓储行业：商业模式清晰，长期景气向上

在《预见 2023，把脉大物流时代》报告中，我们认为仓储物流行业供需长期趋紧，尤其石化仓储行业供给严格受限，需求则依托大国化工具备长期潜力，龙头公司份额存在提升空间，长期看景气度将不断抬升，是值得投资的行业。

（一）商业模式清晰：经典量、价驱动

石化仓储公司主要业务是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，包括装卸、仓储、过驳、中转、物流链管理等。

经营品类主要包括成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类及其他液体化学品，属于危化品范畴。

石化产品的各项运输方式中，水路运输成本低、运载能力强，适合国际贸易及国内沿海地区的远距离运输，而经水路运输后石化产品需在码头实现货物的中转或仓储，因此石化仓储行业既具有典型的重资产特征又具有资源禀赋区位优势，其主要资产为码头、岸线、土地、储罐、管线等固定资产。

收入驱动因素清晰，可以简化为：**储罐业务收入=罐容*出租率*租金**。其中：

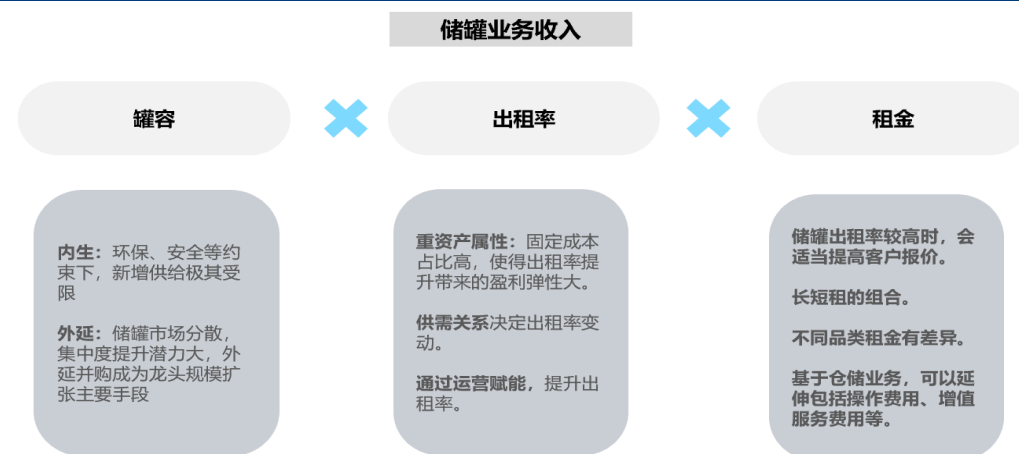
罐容：通过内生及外延两种方式扩张，在环保、安全等约束下，行业新增供给极其受限，外延并购成为龙头公司规模扩张的主要因素。

出租率：1) 行业及区域供需关系决定出租率变动。2) 通过自身运营赋能，可以提升出租率。3) 重资产属性下，固定成本占比高，出租率提升带来的盈利弹性大。

租金：1) 一般而言，储罐出租率较高时，会适当提高客户报价。即供需关系—>出租率—>租金水平。2) 租金包括长租与短租，长租利于降低储罐空置率，带来稳定收益，通常价格低于短租。3) 不同品类租金有差异。4) 基于储罐出租业务，还可以延伸增值服务，包括操作费用、增值服务费用等，以提升综合租金水平。

核心是供需关系决定出租率+租金变化，我们认为大国化工赋予长期空间、供给受限推动价格长期向上。

图表 1 储罐业务收入增长逻辑



资料来源：华创证券

（二）行业供给：强约束、高壁垒、看并购

1、监管力度趋严，行业供给受强约束

石化仓储行业准入门槛高，有足够的壁垒，岸线码头资源和储罐规模既是行业的进入门槛，又决定了企业的竞争实力。其中，岸线属于不可再生资源，当前环保政策趋严的情形下，岸线、码头更加稀缺。

政策对岸线、码头及石化仓储供给进行严格限制。基于环境保护需要及安全监管要求，地方政府在批准新项目方面态度趋于审慎。

2018年《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》：完善围填海总量管控，取消围填海地方年度计划指标，除国家重大战略项目外，全面停止新增围填海项目审批。**对沿海石化码头及仓储基地建设形成较大制约。**

2018年《长江保护修复攻坚战行动计划》：长江干流及主要支流岸线1公里范围内不准新增化工园区；严格危险化学品港口码头建设项目审批管理。

2019年《关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》：严控港口岸线总规模、严控危险化学品码头岸线。**较大程度约束长江沿线的供给增加。**

2021年《中华人民共和国长江保护法》《关于修改〈中华人民共和国安全生产法〉的决定》（第三次修正）的颁布实施，对石化仓储企业提出了更高的要求：除了对增量供给的严格限制外，**政府关停“小乱污”及坐落在化工区外化工仓储企业的政策**起到去产能效果，**对存量供给亦起到一定的压缩作用。**

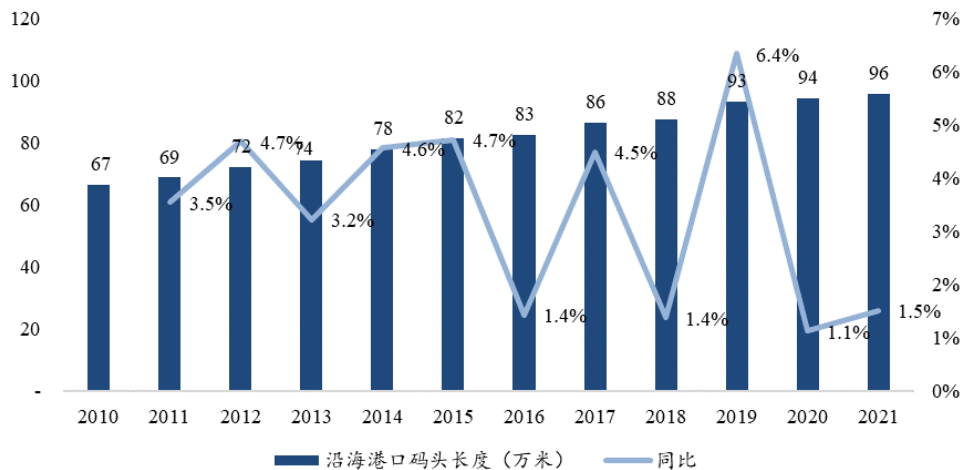
图表2 政策条例一览

	政策名称	颁布时间	具体内容
宏观法律法规	中华人民共和国安全生产法	2014	针对企业安全生产的权利义务、监督管理等作宏观要求
	中华人民共和国港口法	2019	规定从事包括仓储经营的港口经营，应当取得港口经营许可； 港口的危险货物作业场所，应当符合港口总体规划和国家有关安全生产、消防、环境保护的要求； 港口经营人应当依法制定本单位的危险货物事故应急预案
	港口经营管理规定	2018	对港口经营人在资质、经营、监督等方面进行规定
	环境保护法	2015	对企业在环境保护方面进行规定
岸线资源	国务院关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知	2018	完善围填海总量管控，取消围填海地方年度计划指标，除国家重大战略项目外，全面停止新增围填海项目审批。
	中华人民共和国河道管理条例	2018	河道岸线的利用和建设，应当服从河道整治规划和航道整治规划
	长江保护修复攻坚战行动计划	2018	长江干流及主要支流岸线1公里范围内不准新增化工园区； 严格危险化学品港口码头建设项目审批管理
	关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知	2019	严控港口岸线总规模、严控危险化学品码头岸线
	长江干线港口布局及港口岸线保护利用规划	2022.11	从严审批工矿企业自备码头岸线和危险化学品码头岸线
	中华人民共和国长江保护法	2020	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； 禁止在长江流域水上运输剧毒化学品和国家规定禁止通过内河运输的其他危险化学品
安全规定	珠江河口管理办法	2017	珠江河口整治规划、建设项目管理、河道防护
	交通运输部关于全面加强危险化学品运输安全生产工作的意见	2020	对危化品道路水路运输及港口储存、装卸作业等进行风险管控； 对危化品生产运输全链条实行严格准入管理机制，严格落实危险化学品港口建设项目的安全审查； 在同等条件下对标准化等级较高的危化品运输企业扩产给予优先考虑并减少检查频次等
	港口危险货物安全管理规定	2017	对港口危化品项目的安全审查、经营资质、日常管理、应急管理等进行具体要求

资料来源：政府网站，华创证券

从我国沿海港口码头长度看，自2018年政策频发，颁布《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》、《长江保护修复攻坚战行动计划》等以来，2018-2021年码头长度CAGR为3%，低于2010-2017年CAGR 3.8%。2020、2021年码头长度同比低至1.1%、1.5%。

图表3 沿海港口码头长度及同比



资料来源: iFind, 华创证券

2、建设周期长、前期投入大、安全运营要求严构建高壁垒

石化仓储项目建设周期长。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，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，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。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，整体会影响石化仓储供给增加。

前期投入大。在石化仓储行业进入之初，土地、岸线、码头、仓储设备设施等生产要素的获取均需大量的资金支持，从立项到投产审查所需时间较长，潜在经营者无法立即进入本行业。

安全运营要求严。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，若发生操作失误或设备故障，工作人员的健康和生命安全将受到威胁。

3、集中度低、新增供给有限，外延并购成为规模扩张主要手段

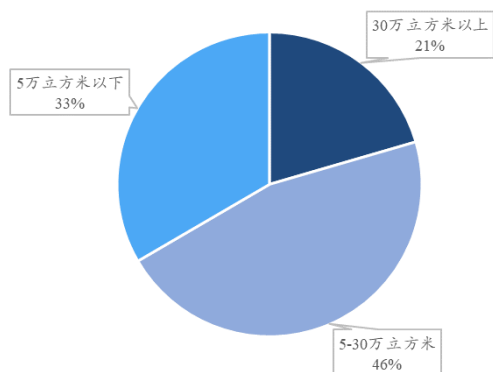
在强约束以及高壁垒下，行业新增供给有限，对龙头公司来说，外延并购成为扩张主要手段，而行业集中度相对分散给并购带来机会。

据 2022 年 7 月中物联危化品物流分会调查结果，我国液体化工仓储企业共 200 余家，以民营企业为主。容量在 30 万立方米及以上的液体化工品仓储约占总量的 20.5%，储罐容量在 5 万立方米以下的液体化工品仓储约占总量的 33.4%。

从营业额看，2019-2020 我国化工仓储百强企业营业额在 10 亿以上仅占比 5%。

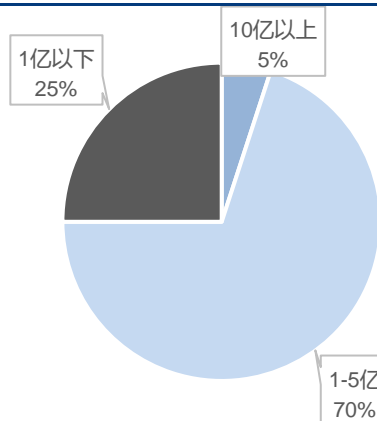
根据中物联数据测算，我国总罐容约 4000 万立方米，2022H1 宏川智慧运营罐容为 435 万立方米，作为民营龙头，占比约 11%左右。

图表 4 液体化工仓储业罐容分布



资料来源：中物联危化品物流分会，华创证券

图表 5 2019-2020 化工仓储百强企业营业额



资料来源：中物联危化品物流分会，华创证券

4、区域竞争为主

石化产品港口物流运输半径有一定限制，由水路运至港口码头后，再由管道、小船、槽车等进行仓储和分拨，其辐射区域半径一般不超过 200 公里，主要覆盖周围 100 公里。

因此，石化物流企业主要的覆盖范围为所拥有港口和码头资源的辐射半径内，跨地区企业彼此之间竞争关系不明显。

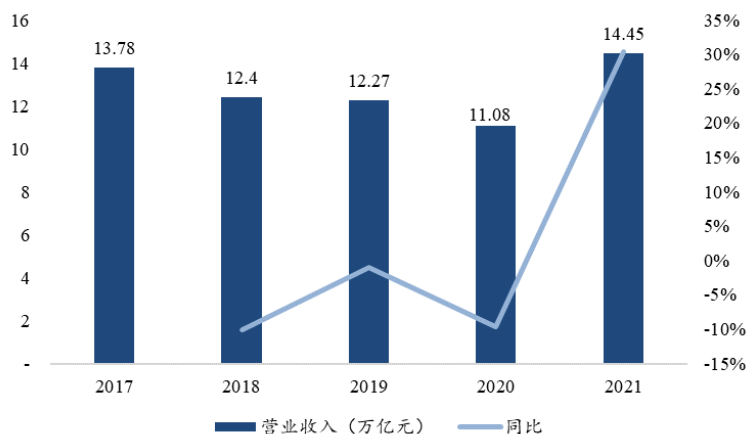
从分布来看，根据中物联统计，我国液体罐区企业主要集中分布在华东、华南等沿海、沿江地区，占我国危化品仓储业的 70% 以上。其中江苏、广东、山东总罐容在全国范围内位列前三，合计占比达到 65%，其中江苏 1169.3 万立方米，占比 29.6%，广东、山东分别占比 21.2% 和 13.8%。

(三) 行业需求：大国化工赋予长期需求潜力

石化仓储物流行业作为服务于石化产业的配套行业，而石化行业是我国国民经济的重要支柱产业，经济体量大，在国民经济中占有举足轻重的地位。

2021 年石化行业实现营业收入 14.45 万亿元，同比增长 30%；实现利润总额 1.16 万亿元，同比增长 126.8%；进出口总额 8600.8 亿美元，同比增长 38.7%。

图表 6 中国石油和化工行业营收及同比



资料来源：中国石油和化学工业联合会，华创证券

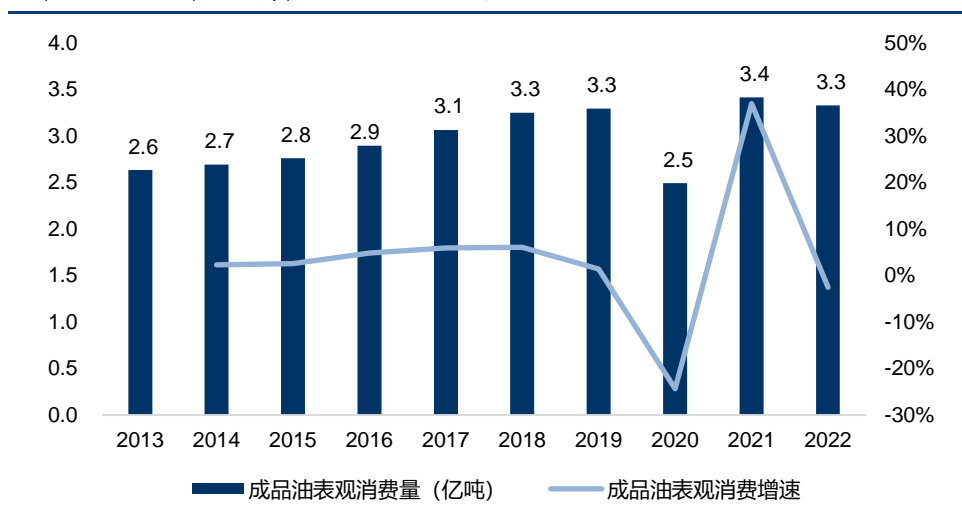
1、我国是石化产品消费大国，仓储需求持续提升

1) 油品：规模稳定的大宗品类

2022 年我国成品油表观消费量为 3.3 亿吨，其中，汽油、柴油分别为 1.3、1.8 亿吨，较疫情前分别增 1%、6%、24%。

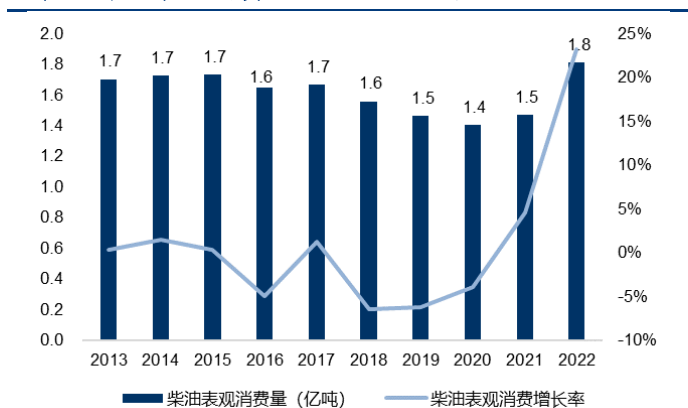
由于成品油的液体属性，无论是运输还是存储都需要专业、安全的仓储环境来保证其顺利实现空间和时间的流转，近年来成品油消费量的增长也一定程度上提高了成品油的仓储及管理需求。

图表 7 成品油表观消费量（亿吨）及增速



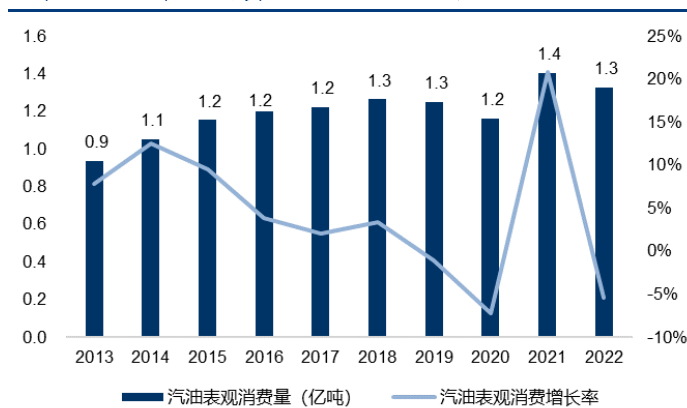
资料来源：国家发改委，华创证券

图表 8 柴油表观消费量（亿吨）及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 9 汽油表观消费量（亿吨）及增速



资料来源：Wind，华创证券

2) 醇类与苯乙烯：产量、消费量、进口量持续增长，提供利好支撑

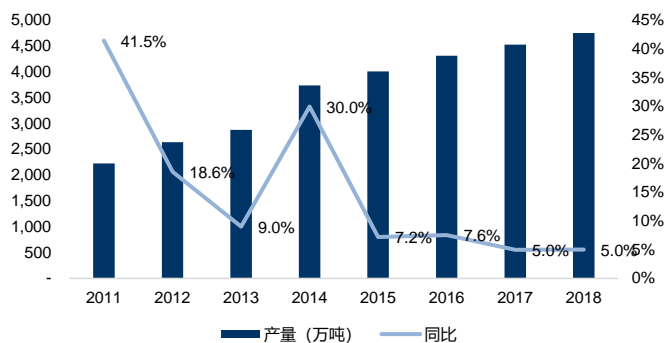
甲醇：2018 年国内精甲醇产量达到 4756 万吨；2011-2018 年始终处于上升态势，CAGR 达到 11%。

乙醇: 2009-2019 年国内乙二醇的产量及表观消费量稳步增长, CAGR 分别为 21%、10%, 2019 年乙二醇产量及表观消费量分别为 815、1809 万吨。

乙二醇的表观消费量与产量之差逐步提升, 2019 年缺口为 994 万吨, 该部分即进口补充, 亦说明乙二醇进口依赖度较高, 由于进口以水路运输为主, 因此可以为沿海、沿江的石化物流企业提供稳定的仓储需求来源。

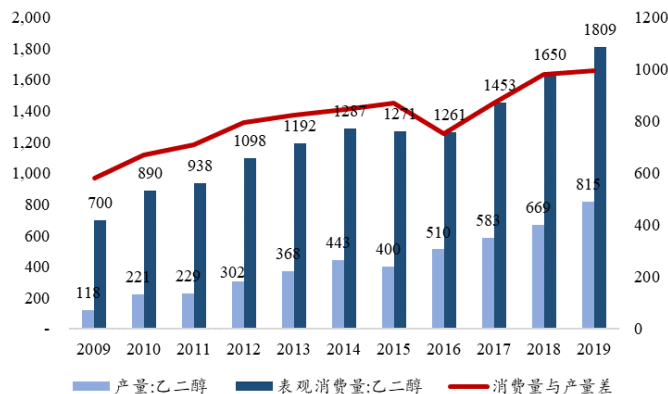
苯乙烯: 2019 年, 我国苯乙烯年产量 794 万吨, 2009-2019 年 CAGR 为 11%。

图表 10 精甲醇产量 (万吨) 及同比



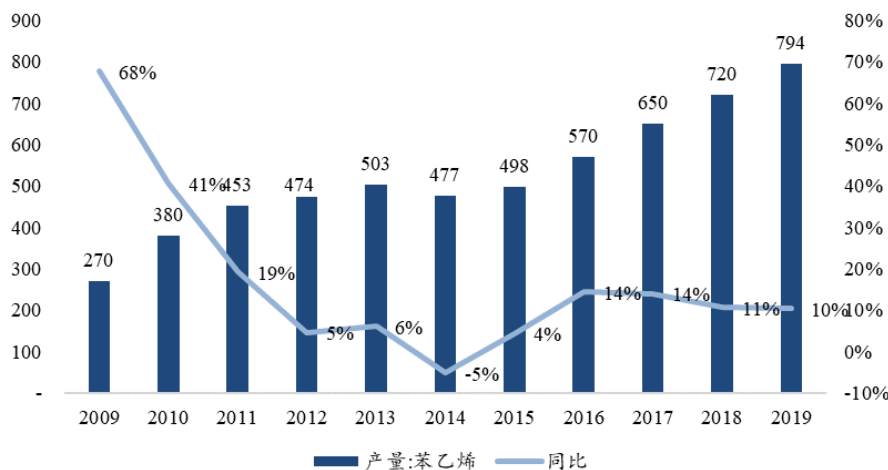
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 乙二醇产量 (万吨) 及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 苯乙烯产量及增速 (万吨)

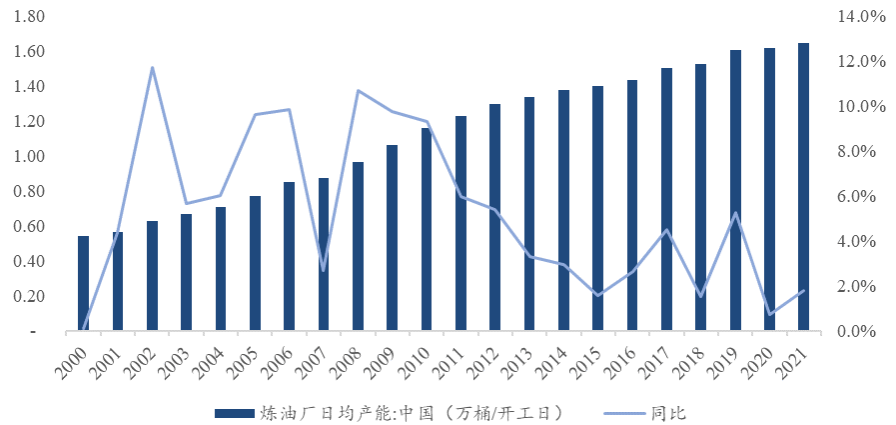


资料来源: Wind, 华创证券

2、我国是石化生产大国, 大炼化产能扩张带来更多仓储需求

我国炼油厂日均产能持续增加, 2000 年我国炼油厂日均产能 0.54 万桶, 增至 2021 年日均产能 1.65 万桶, 2000-2021 年 CAGR 为 5%。

图表 13 我国炼油厂日均产能



资料来源: Wind, 华创证券

2018-2019 年恒力石化、浙石化、荣盛石化民营大炼化快速崛起，标志着中国民营大炼化发展新格局。

由发改委 2015 年制定的《石化产业规划布局方案》提出，将推动产业集聚发展，建设上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大世界级石化基地。

2017-2022 年，主营及民营炼油能力合计 1.91 亿吨产能投产，新增产能多为七大石化产业基地的炼化一体化项目。

图表 14 2017-2022 年国内炼油产能新建及扩建一览表

2017-2022年国内炼油产能新建及扩建一览表					
地区	企业名称	所属集团	新增产能 (万吨)	投产时间	类型
云南	云南石化	中石油	1300	2017	新建
广东	惠州炼化二期	中海油	1000	2017	扩建
河北	华北石化	中石油	500	2018	扩建
江苏	中海油气泰州	中海油	150	2019	扩建
福建	泉州炼化	中化集团	300	2020	扩建
河南	洛阳石化	中石化	200	2020	扩建
广东	中科炼化一期	中石化	1000	2020	新建
江苏	镇海炼化	中石化	400	2021	扩建
广东	广东石化	中石油	2000	2022	新建
山东	青沂山石化	清源集团	300	2017	新建
山东	永鑫化工	永鑫化工	350	2017	新建
广东	惠州炼化二期	中海油	1000	2017	扩建
山东	山东海化	山东海化集团	240	2018	新建
山东	东营石化	中海化工	350	2018	新建
东北	恒力石化	恒力集团	2000	2018	新建
浙江	浙江石化（一期）	荣盛集团	2000	2019	新建
广东	中谷石化	中谷石化	500	2019	扩建
广东	珠海华峰	珠海华峰	380	2019	扩建
山东	金诚石化	金诚石化	290	2019	扩建
四川	盛马化工	盛马化工	240	2019	限制后重启
浙江	浙江石化（二期）	荣盛集团	2000	2020	新建
辽宁	辽宁宝来	辽宁宝来	1000	2021	扩建
江苏	盛虹炼化	盛虹炼化	1600	2022	新建
合计			19100		

资料来源: 隆众资讯, 转引自聚仁合企服《一图解析炼化一体化历史及未来炼油产能变化》华创证券

根据隆众资讯，预计 2023-2030 年，国内预计新增产能合计 1.23 亿吨，淘汰产能约 6000 万吨，预计未来新增净产能约 6060 万吨。

图表 15 2023-2030 年国内炼厂产能新增及淘汰预估（万吨）

2023-2030年国内炼厂产能新增及淘汰预估					
生产企业	省份	集团归属	常减压产能	投产时间	类型
裕龙炼化一期	山东	玉龙石化	2000	2023年底	在建
宁波大榭	浙江	中海油	600	2024年	拟建
旭阳炼化	河北	旭阳集团	1500	2025年	规划
华锦石化	辽宁	华锦化学	1500	2025年	规划
镇海炼化	浙江	中石化	1100	2024年	规划
裕龙炼化二期	山东	裕龙石化	2000	2026年	规划
古雷石化	福建	/	1600	2026年	拟建
恒力石化二期	辽宁	恒力集团	2000	2028年	拟建
大庆中蓝	黑龙江	中化能源	220	2023-2025年	淘汰
辽宁缘泰	辽宁	鞍炼集团	300		
大连锦源	辽宁	大连锦源	220		
其他可能退出的产能			2000		
其他可能退出的产能			3500	2026-2030年	淘汰
合计新增			6060		

资料来源：隆众资讯，转引自聚仁合企服《一图解析炼化一体化历史及未来炼油产能变化》华创证券

（四）全球看：石化仓储行业中诞生了世界 500 强企业皇家孚宝

荷兰皇家孚宝是世界范围内领先的储罐公司，成立于 1616 年。截至 2021 年，皇家孚宝在全球 23 个国家拥有 73 个基地，拥有 3620 万立方米的仓储能力。公司业务布局美洲、亚洲、中东、欧洲、非洲等区域。运营种类主要包括化学品、气体、石油产品和生物燃料。

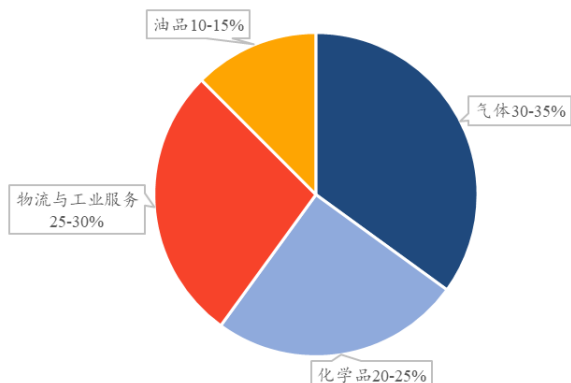
公司持续进行全球化扩张以保持增长。公司早年罐容主要布局在能源产地（中东）和世界主要港口（鹿特丹等），随着全球产业结构的转移公司也进行了新兴市场区域的布局，自 2006 年公司开始布局中国等其他亚洲国家的港口。

图表 16 皇家孚宝仓储门类

类别	具体产品
化学品	甲醇、二甲苯、苯乙烯、 α -烯烃、单甘醇
气体	液化天然气、液化石油气、乙烯、丁二烯、氨
石油产品	原油、燃料油、柴油、航空燃料、汽油、石脑油
生物燃料	生物燃料、植物油

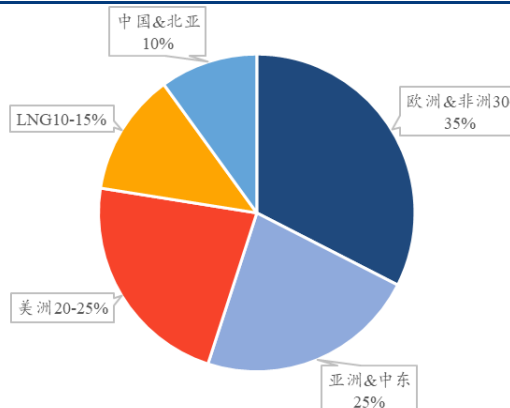
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 2021 按品类划分营收比例



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 2021 按业务部门划分营收比例



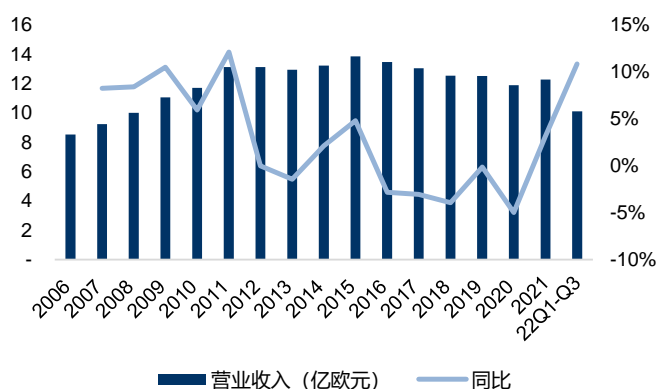
资料来源：公司公告，华创证券

截至 2021 年，皇家孚宝在中国及北亚的业务部门共有 9 个基地，仓储能力达到 310 万立方米，包括中国的上海、漳州、宁波、山东岚山、天津临港、钦州、张家港的 7 个基地。

营业收入看，皇家孚宝 2021 年营收 12.3 亿欧元，同比增 3%，2006-2021 年 CAGR 为 2.5%，稳定增长、周期性不显著。2022Q1-Q3 实现营收 10.1 亿欧元，同比增 11%。

净利润看，皇家孚宝 2021 年净利润 3 亿欧元，2006-2021 年 CAGR 为 4.1%；净利率近十年稳定在 25%左右的区间。2022Q1-Q3 实现净利润 2.1 亿欧元，同比-10%。

图表 19 皇家孚宝营收及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 皇家孚宝净利润及净利率

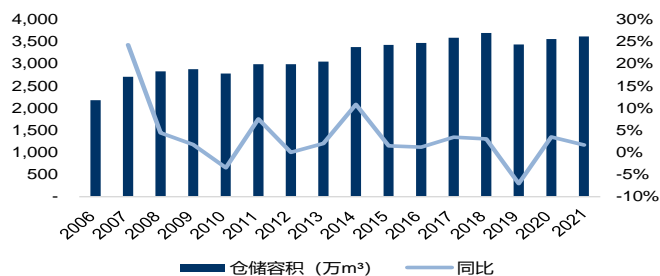


资料来源：公司公告，华创证券

仓储容积看，皇家孚宝 2021 年仓储容积为 3620 万 m³，2006-2021 年 CAGR 为 3.4%。

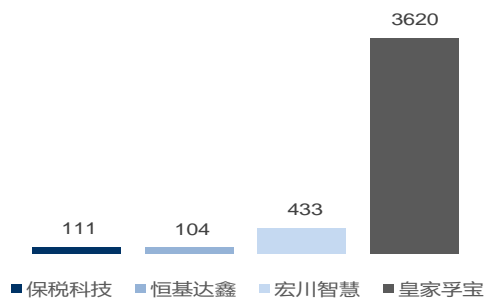
对比之下，我国石化仓储企业与国际头部企业在规模上差距巨大。2021 年皇家孚宝营业收入、利润、仓储规模为宏川智慧的 8.1、7.9、8.4 倍。

图表 21 皇家孚宝仓储容积



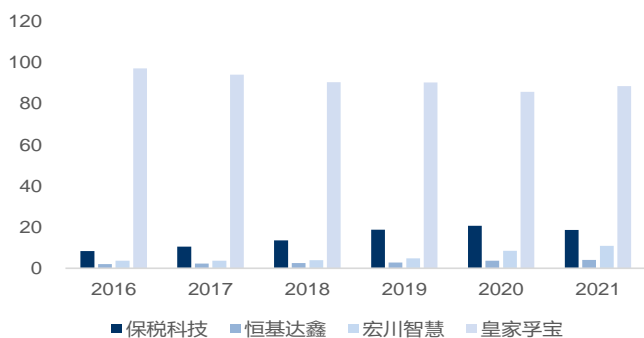
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 22 皇家孚宝与国内企业仓储规模对比 (万 m³)



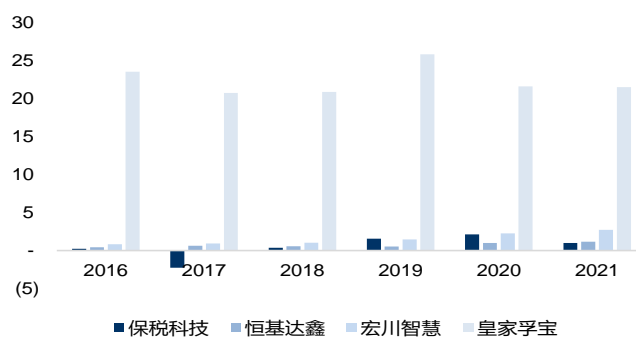
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 23 皇家孚宝与国内企业营收对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券
注: 汇率以 1 欧元=7.22 元人民币计算

图表 24 皇家孚宝与国内企业利润对比 (亿元)



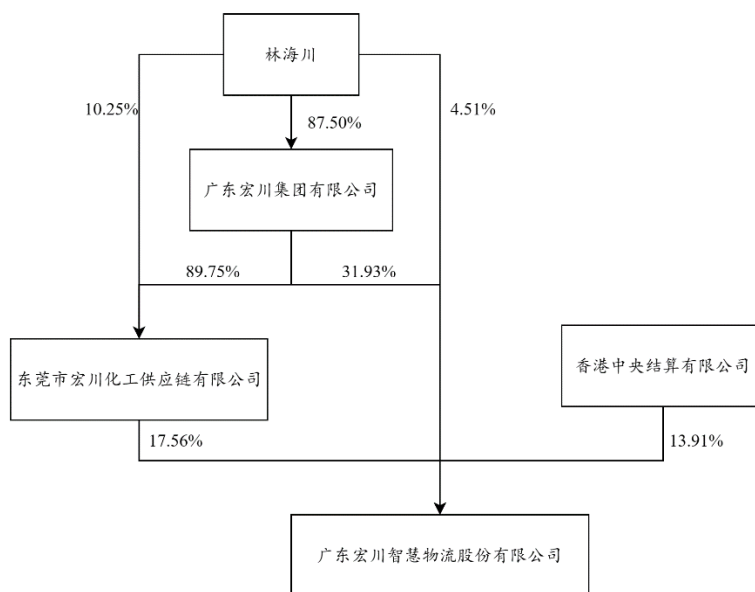
资料来源: 公司公告, 华创证券
注: 汇率以 1 欧元=7.22 元人民币计算

二、宏川智慧: 国内民营石化仓储龙头, 把握驱动三要素看公司竞争优势

(一) 公司概况: 石化仓储业务为核心, 主业清晰

公司实际控制人为林海川, 穿透持股比例 48.04%。

图表 25 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

1、公司以石化仓储为核心业务，主业清晰

1) 公司业务类型

公司经营包括主业的码头储罐综合服务、初步布局的化工仓库综合服务，以及基于主业开展的中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务，其中：

码头储罐综合服务依靠公司码头、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。

化工仓库综合服务依靠公司化工仓库、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。

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。

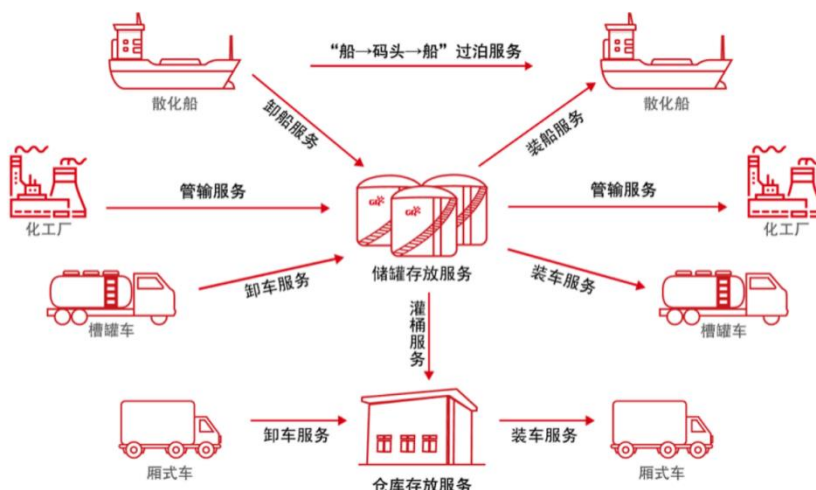
物流链管理服务为客户提供包括仓储代理服务、过程管控服务等在内的仓储物流一体化服务。是通过公司服务输出，不利用公司资产而利用公司管理能力，为客户提供仓储物流一体化服务。其中：

a) **仓储代理服务**：与客户签署《仓储代理服务合同》，为客户寻找合适的国内石化产品仓储库区，为客户提供货物存储期间的安全、品质检测、货权监管、代办出入库等服务。

b) **过程管控服务**：与客户签署《物流链管理服务协议》，为客户物流全过程提供时间、损耗、品质管控等服务。

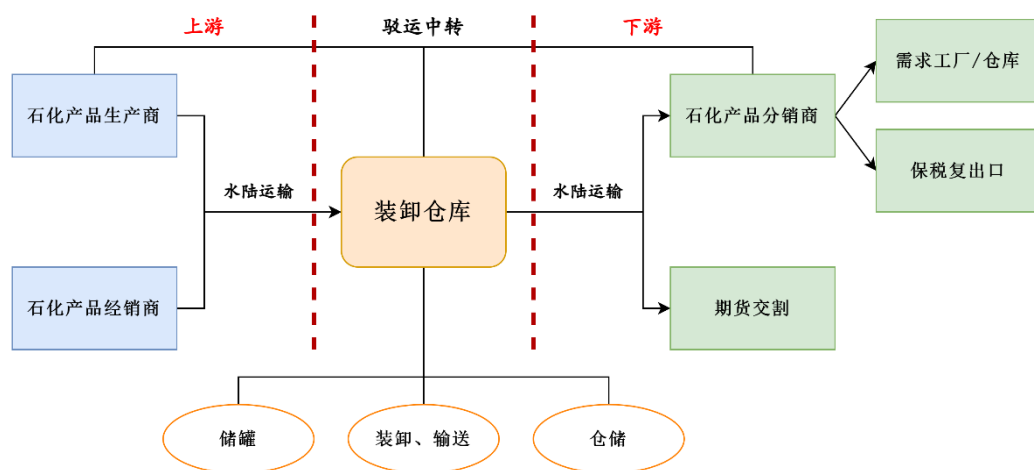
增值服务是基于以上四类业务提供的增值服务，主要包括智慧客服服务、洗舱及污水处理服务、货物通存通兑服务、危化车辆公路港服务等。

图表 26 公司主要业务流程图



资料来源：公司公告，华创证券

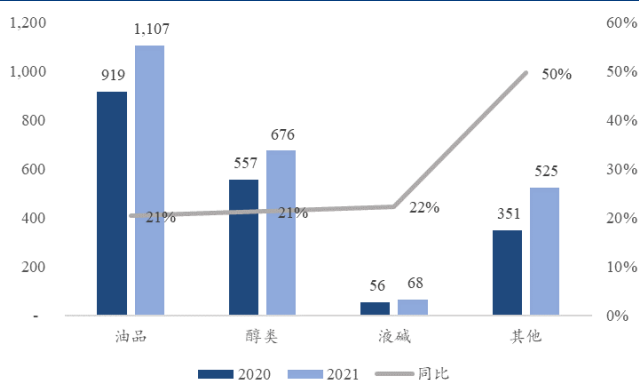
图表 27 公司所处行业与上下游关系



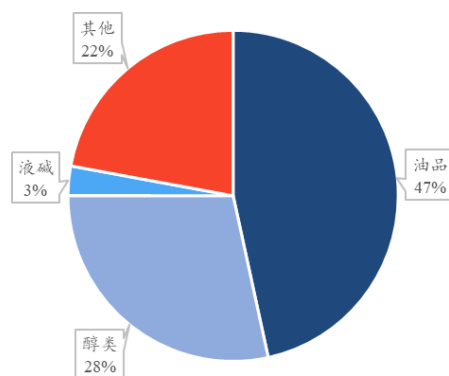
资料来源：公司公告，华创证券

2) 公司经营品类主要为油品、醇类

2021 年公司油品、醇类、液碱的吞吐量分别为 1107、676、68 万吨，占比分别为 47%、28%、3%，同比分别增 21%、21%、22%。

图表 28 按经营品种分类公司吞吐量情况 (万吨)


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 29 2021 年公司经营品类吞吐量占比


资料来源: 公司公告, 华创证券

3) 公司仓储资源优质, 未来仍具备较大发展空间

2022 年末公司合计拥有总罐容 434.53 万立方米, 单一储罐罐容从 100 至 50,000 立方米不等, 能够满足绝大部分石化产品的仓储需求; 化工仓库 6.49 万平方米, 主要为甲类库、乙类库, 能够满足绝大部分石化产品的仓储需求。

公司布局区域包括:

粤港澳大湾区: 包括立沙岛基地 (东莞三江、宏川仓储、宏元仓储)、中山嘉信, 服务半径覆盖了粤港澳大湾区密集的制造企业群, 为珠江东西两岸的客户 提供仓储综合服务。

长三角地区: 包括太仓阳鸿、长江石化、南通阳鸿、南京龙翔、常州宏川、常熟基地 (常熟宏川、常熟宏智)、宁波基地 (宁波宁翔、宁波新翔), 服务半径覆盖了中国经济发展的中坚力量区域, 为长江南北两岸的客户 提供仓储综合服务。

东南沿海: 包括福建港能, 位于福建东南沿海的海峡西岸经济区, 服务半径覆盖了中国石化产业振兴规划中的九大炼油基地之一的湄洲湾石化基地区域等, 是公司开拓东南市场的战略支撑点。

环渤海经济区: 包括潍坊森达美、嘉会物流, 服务半径覆盖了地炼大省山东以及京津冀地区, 是公司开拓环渤海市场的战略支撑点。

宏川智慧石化仓储均在沿海布局, 靠近我国诸多千万吨级炼厂, 一方面能够借助海运方式接卸原油; 另一方面能够通过船运运输到我国沿海主要经济城市成品油需求区。

图表 30 公司仓储布局

地区	城市	总罐容 (万m³)	名称	状态	持股比例	码头	储罐罐容 (万m³)	化工仓库面积 (万m²)	备注	区位职能
粤港澳大湾区	中山	52.09	中山嘉信	控股	100%	5千吨级*1	6.16	1.31	一座码头在建交割库	服务半径覆盖了粤港澳大湾区密集制造的制造企业群，为珠江东西两岸的客户提供仓储综合服务
	东莞		立沙岛基地 (东莞三江、宏川仓储、宏元仓储)	控股	100%	2万吨级*2	45.93	0.66		
长三角地区	太仓	271.99	太仓阳鸿	控股	100%	8万吨级*1	60.6	-	交割库、船舶洗舱站、危化车辆公路港	服务半径覆盖了中国经济发展的中坚力量区域，为长江南北两岸的客户提供仓储综合服务
	太仓		长江石化	参股	30%	8万吨级*1	40.2	-	交割库	
	常熟		常熟宏川	控股	100%	2万吨级*1	16.01	0.09	交割库	
	常熟		常熟宏智	控股	100%	2万吨级*1	29.38	1.46		
	南通		南通阳鸿	控股	100%	8万吨级*1	47.5	-	142亩化工仓库待建交割库、船舶洗舱站、危化车辆公路港	
	常州		常州宏川	控股	57%	2万吨级*1	54.4	-	交割库	
	南京		南京龙翔	控股	90%	2万吨级*1	21	-		
宁波	宁波基地 (宁波宁翔、宁波新翔)	合营	60%	-	2.9	-				
东南沿海	泉州	44.35	福建港能	控股	94%	3万吨级*1	44.35	0.25	码头按5万吨级结构设计；1.2万m²待投产	福建港能位于福建东南沿海的海峡西岸经济区，服务半径覆盖了中国石化产业振兴规划中的九大炼油基地之一的湄洲湾石化基地区域等，是公司开拓东南市场的战略支撑点
环渤海地区	沧州	66.1	嘉会物流	控股	90%	-	-	2.72		位于环渤海经济圈，服务半径覆盖了地炼大省山东以及京津冀地区，是公司开拓环渤海市场的战略支撑点
	潍坊		潍坊森达美	合营	50%	3万吨级*1	66.1	-		
合计		434.53					434.53	6.49		

资料来源：公司公告，华创证券整理

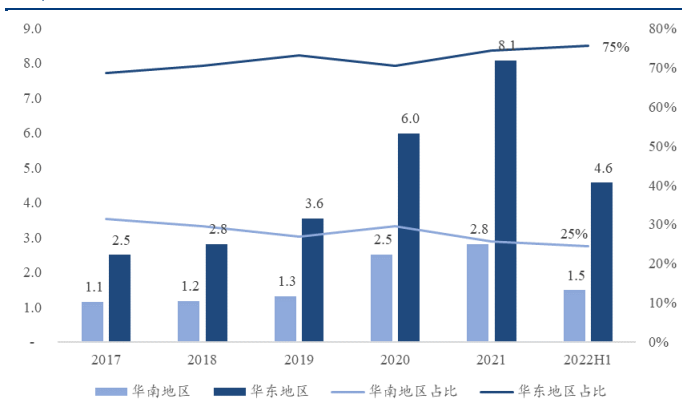
从业务区域布局看，公司以珠三角、长三角为基地进行拓展。

公司以我国石化产品主要消费地华东、华南地区为基地，形成长江南北两岸联动、珠江东西两岸联动、东部经济带多地联动等多维度的业务协同结构，同时在东南沿海以及环渤海地区开始布局战略支撑点。

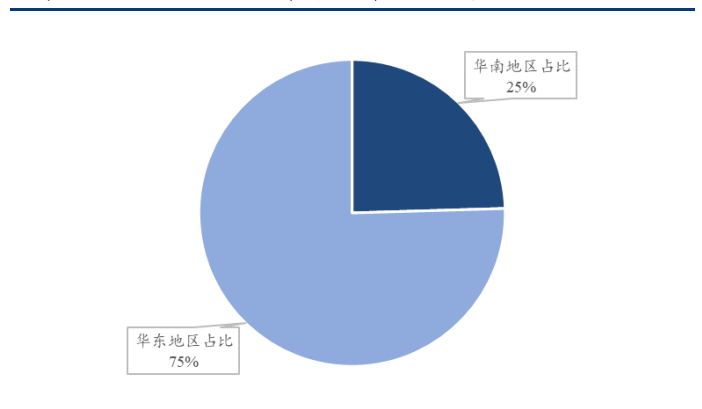
华东为主，华南为辅：公司业务区域主要包括长三角和珠三角地区，其中以华东地区为主，2022H1 营收占比为 75%。

华东区域：太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川和常熟宏川属于华东地区，满足长三角地区石化产品的仓储需求，区域客户整体需求量较大。

华南区域：东莞三江、宏川仓储、宏元仓储、中山嘉信和福建港能属于华南地区，主要服务于珠三角地区制造企业群，区域客户整体需求较为分散，吞吐量规模较小。

图表 31 公司分地区营收 (亿元)


资料来源：公司公告，华创证券

图表 32 公司 2022H1 华东与华南区域占比


资料来源：公司公告，华创证券

公司有多项指定交割库资质，提升客户信赖度。

郑州商品交易所甲醇指定交割库：太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、长江石化；

大连商品交易所乙二醇指定交割库：东莞三江、太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、常熟宏川、长江石化

大连商品交易所苯乙烯指定交割库：东莞三江、南通阳鸿、常州宏川。

甲醇、乙二醇、苯乙烯指定交割库资质的取得，有利于提高客户信任度，增强客户粘性，促进公司甲醇、乙二醇、苯乙烯仓储业务开展，进一步提升公司的盈利能力和市场竞争力。

2、财务数据：利润复合增速快，财务费用存在优化空间

营业收入：公司 2013-2021 年收入 CAGR 为 21%，2022 年前三季度实现营收 9.4 亿元，同比增 17%。

收入结构：公司以码头储罐综合服务业务为主，2022H1 营收占比 89%，化工仓库综合服务、中转及其他、物流链管理服务、增值服务分别占比 4%、3%、0.4%、4%。

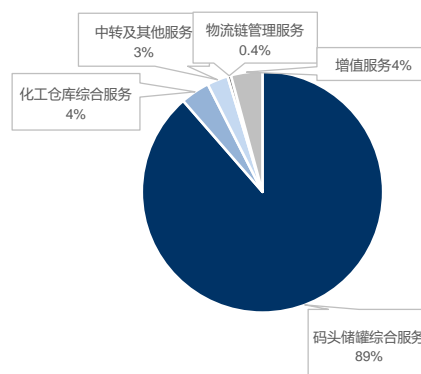
2020 年公司收入同比大增 75%，主要因素包括公司控股储罐增 92.21 万立方米，占年末公司总控股储罐 40%；5 月，子公司宏川仓储、宏元仓储建成投入运营；同月公司完成长江沿岸的常州宏川、常熟宏川的并购。4 月，参股长江石化，持股比例 30%，长江石化罐容 40.2 万立方米。

图表 33 公司营业收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 34 2022H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，华创证券

毛利：2021 年公司实现毛利 7.1 亿元，同比增 30%，2013-2021 年 CAGR 为 22%。2022 年前三季度实现毛利 5.5 亿元，同比增 4%，毛利率 58%。

2022 年前三季度公司毛利率由 2021 年 65% 下滑至 58%，主要由于：2022 年 4 月并购龙

翔集团以及 2021 年 11 月公司子公司福建港能一期部分储罐投入运营，运营成本增加。

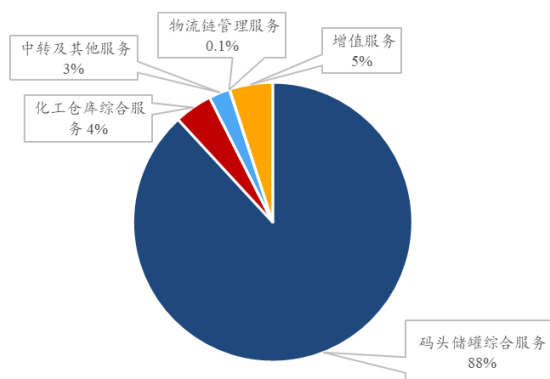
毛利结构看，2021 年公司码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他、物流链管理服务、增值服务分别占比 88%、4%、3%、0.1%、5%，毛利率分别为 64%、66%、71%、9%、94%。

图表 35 公司毛利 (亿元) 及毛利率



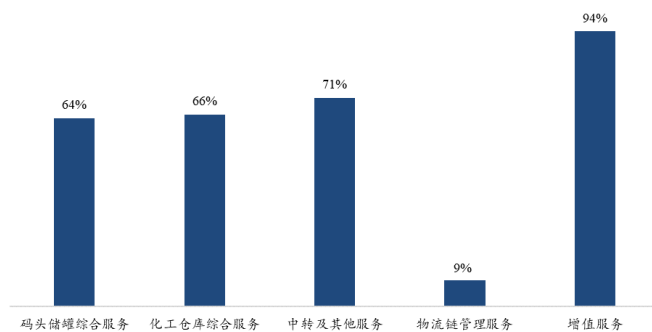
资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 2021 年公司毛利结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 2021 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

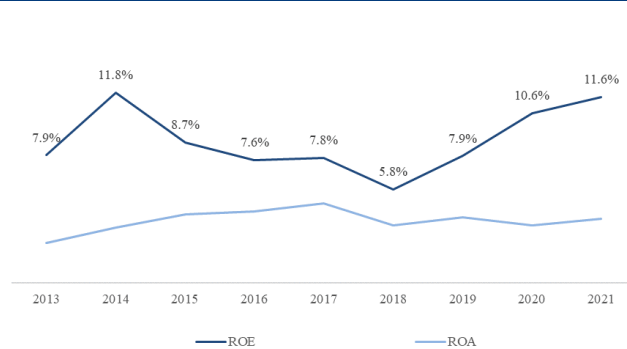
归母净利：2021 年公司实现归母净利 2.7 亿元，归母净利率 25%，2013-2021 年 CAGR 为 25%。2022 年前三季度实现归母净利 1.8 亿元，同比下降 12.6%，归母净利率 20%。

归母净利同比下滑，主要由于公司福建港能二期于 22 年 6 月投入运营具备一定运营爬坡周期、7 月并购嘉会物流营业成本有所增加。

净资产收益率看，2018 年见底开始回升。公司 2018 年上市时为 ROE 低点，此后逐年提升，2021 年提升至 11.6%，仅次于上市前 2014 年的 11.8%。

图表 38 公司归母净利 (亿元) 及净利率


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 39 公司 ROE


资料来源: 公司公告, 华创证券

3、成本费用: 固定成本占比过半, 重资产属性明确; 财务费用影响利润释放

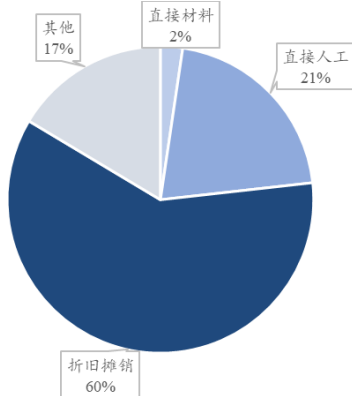
1) 成本结构看: 2021 年折旧摊销、直接人工、直接材料金额分别为 2.3、0.8、0.08 亿元, 占比分别为 60%、21%、2%。公司固定成本占比过半, 重资产属性明确, 也意味着经营弹性较大。

从公司码头储罐综合服务业务成本角度看, 随着对并购标的经营赋能及自建罐容爬坡, 折旧摊销比重呈现下降, 毛利率和净利率对应提升。

2017-2019 年由于公司自建及并购进程缓和 (包括 2019 年 3 月扩建 19.2 万立方米罐容、2019 年 12 月并购中山嘉信 6.16 万立方米罐容), 因此码头储罐综合服务业务折旧摊销比重不断下降, 由 53% 降至 51%, 且随着公司经营能力不断提升, 对应毛利率由 57% 提升至 61%、净利率由 25% 提升至 30%。

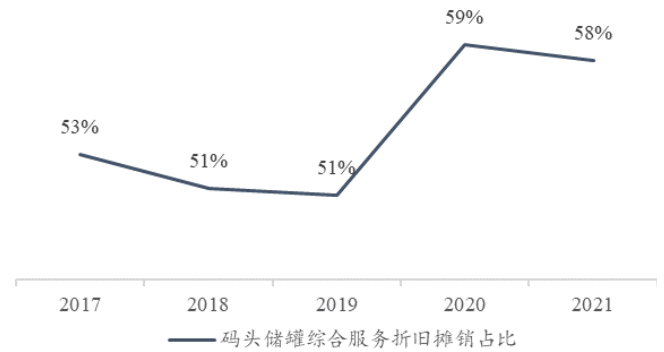
2020 年, 由于公司先后自建东莞宏川和宏元仓储合计 21.8 万立方米罐容 (5 月); 并购常熟宏川 16.01 万立方米罐容、常州宏川 54.4 万立方米罐容 (5 月); 参股太仓长江石化 30% 股权, 对应 40.2 万立方米罐容 (5 月); 自建与并购罐容较多, 运营面临一定爬坡期, 折旧摊销占比提升至 2020 年的 59%。

图表 40 2021 公司成本结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 码头储罐综合服务折旧摊销占比



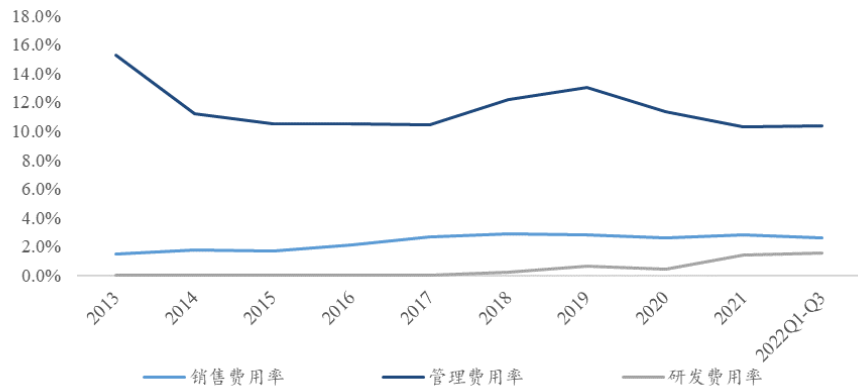
资料来源：公司公告，华创证券

2) 公司三费看：财务费用存在优化空间

2022 年前三季度公司管理费用、销售费用、研发费用分别为 0.97、0.25、0.15 亿元，占营收比重分别为 10.4%、2.6%、1.6%，近年来较为稳定。

公司自 2021 年起开始投入研发费用，由 2010 年 367 万元提升至 2021 年 1537 万元，为主要用于加强安全生产过程管理，推进公司自动化、安全生产信息化管理平台建设，加强落实环境保护措施。

图表 42 公司费用率



资料来源：公司公告，华创证券

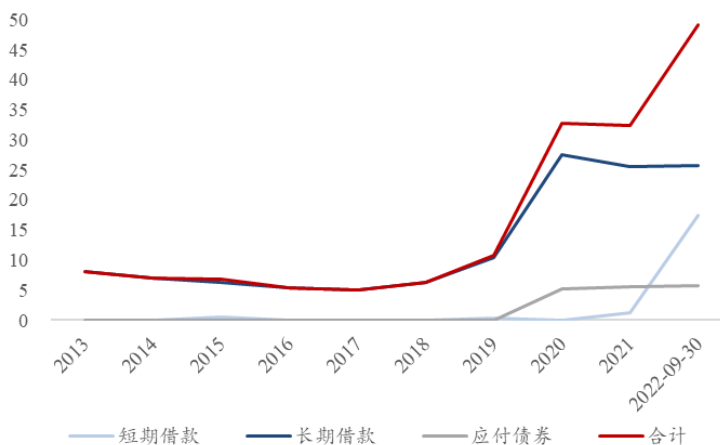
自 2020 年起公司加速自建与并购，公司有息债务呈现较大幅度提升，财务费用影响了公司利润释放。

长期借款自 15-18 年 5-6.5 亿区间水平提升至 20-21 年 25-28 亿区间水平；

短期借款由 2021 年 1.3 亿元提升至 2022Q1 的 10 亿元以上水平，主要用于并购龙翔集团；应付债券为公司 2020 年 8 月发行可转债，期限 6 年，当前剩余期限 3.4 年，发行规模 6.7 亿元。

由于有息债务增加，公司财务费用自 2020 年显著提升，由 2019 年 0.29 亿元提升至 2020 年 1.29 亿元，2022 年三季度末达到 1.63 亿元。

图表 43 公司有息债务（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

（二）把握驱动三要素：罐容+出租率+租金水平

前文我们分析， $\text{仓储企业储罐综合服务业务收入} = \text{罐容} * \text{出租率} * \text{租金}$ 。我们以此展开分析公司驱动力。

1、罐容规模：并购加速扩张，赋能提升效益

公司通过持续的并购成长路径逐步实现第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务的双赛道并进发展，并通过增值服务各个业务与各仓储基地/库区有效联动，集群效应优势明显，增强客户粘性的同时也构建起了公司创新发展的良好基础。

1) 公司形成了持续并购的成长路径

2010年，收购太仓阳鸿石化有限公司；

2012年，12月起宏川集团对仓储业务进行了重组，新设宏川有限作为仓储控股主体；宏川有限收购仓储经营主体太仓阳鸿；

2013年，收购宏川实业发展（香港）有限公司，虎门港宏川码头仓储项目签约启动；

2014年，完成收购宏川供应链持有的东莞三江港口储罐有限公司，成立深圳前海宏川智慧物流有限公司、东莞宏川化工仓储有限公司；2014年，宏川有限完成南通阳鸿收购；

2015年，宏川有限整体变更为股份有限公司，更名为广东宏川智慧物流股份有限公司，宏川智慧新三板挂牌；

2018年，宏川智慧首次公开发行A股，7月成功并购福建港丰能源有限公司；

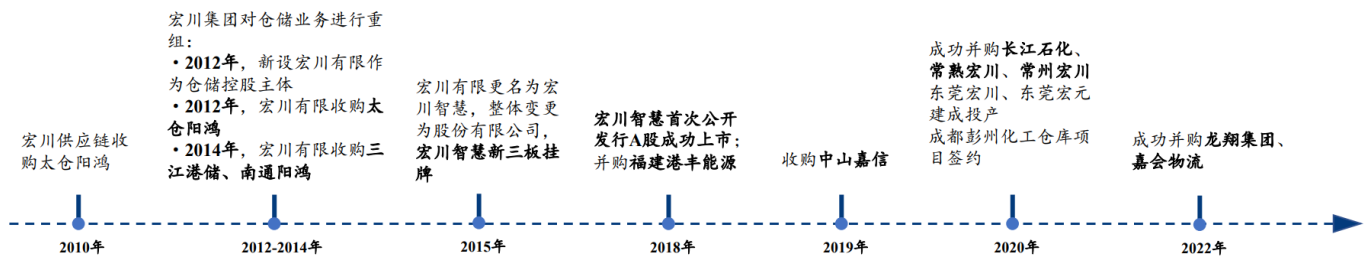
2019年，子公司东莞三江全资收购中山市嘉信化工仓储物流有限公司；

2020年，4月成功并购长江石化（30.4%股权），5月成功并购常熟宏川、常州宏川（56.91%股权），同月东莞宏川、东莞宏元建成投产，9月成都彭州化工仓库项目签约；

2022年，成功并购龙翔集团、嘉会物流。

我们梳理公司业务及区域拓展条线如下：

图表 44 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券整理

公司 2017-2021 运营储罐罐容 CAGR 为 38%。截至 2022 年中，公司拥有运营储罐罐容合计 433.3 万立方米(另有 1.2 万待投产)，其中控股子公司、参股子公司、合营罐容分别为 295、69、69 万立方米，占比分别为 68%、16%、16%。

公司通过内生增长与外延并购持续提升储罐罐容。

内生增长方面：近五年来公司扩建南通阳鸿 25.2 万立方米，福建港能二期 33.3 万立方米，自建宏川、宏元仓储罐容合计 21.8 万立方米；

外延并购方面：近五年来公司收购中山嘉信罐容 6.16 万立方米，常熟宏川、常州宏川罐容合计 70.41 万立方米，参股太仓长江石化 40.2 万立方米，并购龙翔集团获取南京龙翔 21 万立方米控股罐容及宁波基地 2.9 万立方米、潍坊森达美 66.1 万立方米合营罐容。

我们统计发现公司自成立到截止 2022 年末拥有的 434.5 万立方米罐容中，有高达 89% 是并购而来。

图表 45 公司自建及并购标的的时间进程

储罐	时间	状态	股比	罐容 (万 m ³)	化工仓 (万 m ²)
东莞三江	2007年9月	自建	100%	10.06	0.51
	2009年12月	扩建		14.07	
太仓阳鸿	2010年9月	并购	100%	33.6	
	2014年12月	扩建		27	
南通阳鸿	2012年12月	并购	100%	22.3	
	2018年9月	扩建		6	
	2019年3月	扩建		19.2	
福建港能	2018年12月	并购 (在建)	94%	-	0.24
	2021年12月	并购 (投产)		9.85	
	2022年6月	并购 (投产)		33.3	
	2022年10月	并购 (投产)		1.2	
中山嘉信	2019年12月	并购	100%	6.16	1.76
东莞宏川	2020年5月	自建	100%	20.75	0.15
宏元仓储	2020年5月	自建	100%	1.05	
常熟宏川	2020年5月	并购	100%	16.01	0.09
常州宏川	2020年5月	并购	57%	54.4	
太仓长江石化	2020年5月	参股	30%	40.2	
龙翔集团	南京龙翔	并购	90%	21	
	宁波基地	并购 (合营)	60%	2.9	
	潍坊森达美	并购 (合营)	50%	66.1	
常熟宏智	2022年11月	并购	100%	29.38	1.46
自建合计/占比				45.93	11%
并购合计/占比				388.6	89%
合计				434.53	

资料来源：公司公告，华创证券

2) 化工仓库成为第二增长曲线

化工仓储方面，截至 2022 年中公司拥有 6.5 万平方米，待投产两个项目合计 11.3 万平方米：

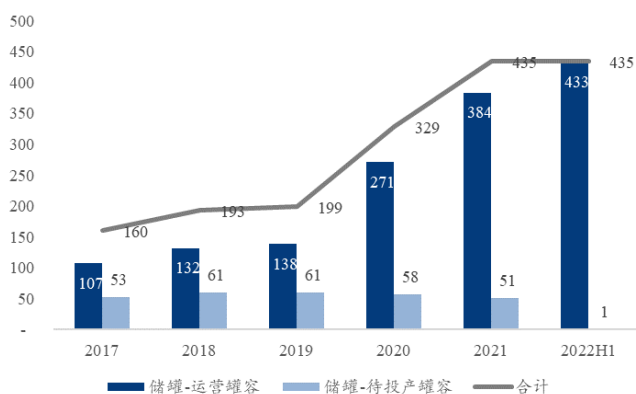
a) **南通阳鸿**：142 亩（约合 9.5 万平方米），2021 年 4 月 5 日公司与江苏省南通市如皋市长江镇人民政府就南通阳鸿拟在如皋市长江镇化工新材料产业园受让约 142 亩土地用于投资建设固体危化品仓储项目的投资意向事宜签订了《投资框架协议书》。

b) **成都宏智**：2022 年 10 月，公司完成以 530 万元受让控股股东广东宏川集团有限公司持有的成都宏智仓储有限公司（以下简称“成都宏智”）100% 股权，成都宏智是成都新材料产业功能区危化品仓储综合服务项目的实施主体。

成都新材料产业功能区重点发展化工新材料、精细化工、天然气利用三大产业，已落户投产中石油四川石化、三菱化学、美国空气化工、艾尔普气体、奥克化学等多家“世界 500 强”和行业龙头企业，

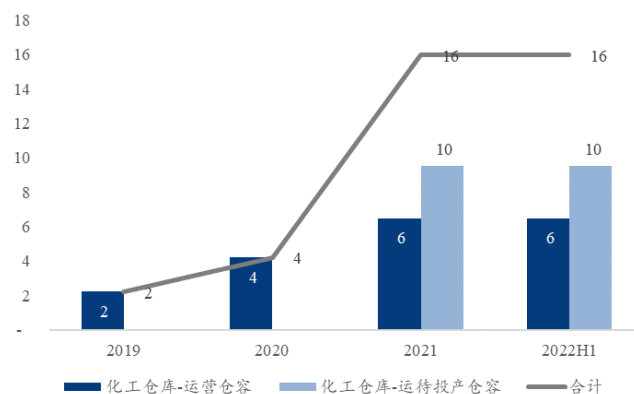
公司首次布局成渝地区双城经济圈，成都宏智拟进行危化品仓储综合服务项目之一期项目的建设，包括化工仓库 12 座（建筑面积合计约为 1.83 万平方米）、空桶及灌装棚、综合楼、危废仓库、辅助房等。待一期项目建设完毕后，公司将获得土地、化工仓库及配套设备设施等优质资产，公司的第二主业化工仓库仓储业务规模及业务辐射范围将进一步扩大，公司的综合服务实力将得到进一步提升。

图表 46 公司储罐罐容（万 m³）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 公司化工仓储容量（万 m²）



资料来源：公司公告，华创证券

2、出租率与租金水平：供需之外亦有赋能

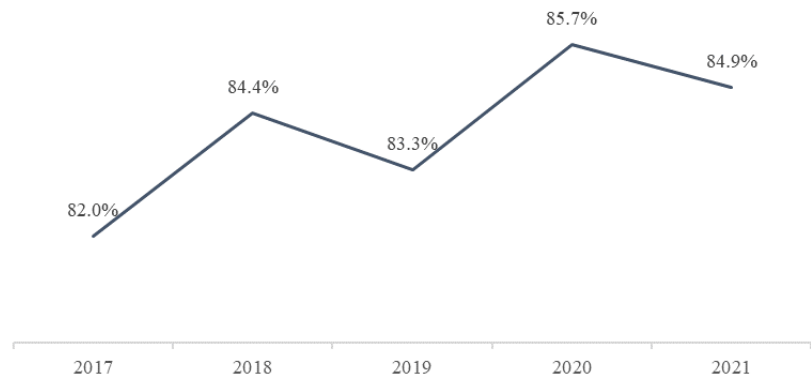
前文我们分析预计行业需求将长期大于供给，码头储罐业务出租率长期向上，而出租率的上升也将推动租金水平提高。

但除此之外，公司层面可以通过运营赋能进行提高。尤其对被收购标的的管理输出，提升储罐出租率，实现被收购仓储效益提升。包括：重新定位主打储存品类减少洗舱环节/统一管理与安全监管降低成本/输出优质客户资源等。

整体看公司出租率水平不断抬升：2017-2021 年出租率分别为 82%、84.4%、83.3%、

85.7%、84.9%，2020 年为近五年来最高水平。22 年下半年我们预计受到疫情和经济环境影响出租率有所下行。

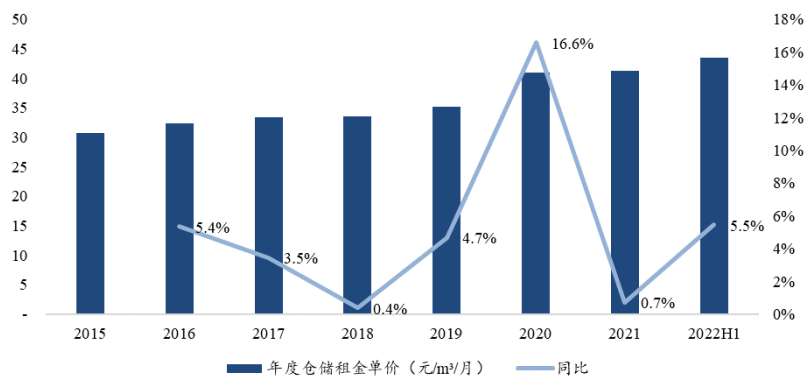
图表 48 公司综合储罐出租率



资料来源：公司公告，华创证券

租金水平上行更为稳定。我们测算 2015-2021 年，公司租金水平从 30.7 元/m³/月增至 41.3 元/m³/月，年均增长 5%。

图表 49 公司储罐月度租金及同比



资料来源：公司公告，华创证券测算

公司收购后进行赋能，实现被收购仓储效益提升。2020 年 5 月底，公司并购取得常州宏川 56.91% 股权、常熟宏川 100% 股权，常州宏川、常熟宏川 2020 年度净利润合计达 8797.65 万元，同比增长 136.49%，公司的经营管理赋能效果明显。

(三) 公司规模及盈利能力在民营企业中领先

化工品综合物流代表性企业密尔克卫业务更为多元，从化工品货代到仓储运输以及物贸一体化均有涉及，而公司业务模式则较为单一，与公司相仿的上市公司主要有保税科技与恒基达鑫。

保税科技：主营业务涉及码头仓储、智慧物流服务以及供应链金融，围绕苏州张家港基地开展业务；截至 2022H1 罐容容积为 110.8 万立方米。

恒基达鑫：主要专注于化工品的仓储及配套装卸业务，业务范围主要涉及珠三角、长三角和华中地区；截至 2022H1 罐容容积为 104.07 万立方米。

宏川智慧：截至 2022H1 合计运营储罐罐容 433 万立方米，布局区域涵盖粤港澳大湾区、长三角地区、东南沿海、环渤海经济区，服务于我国主要石化产品消费地，业务范围更为广泛。

图表 50 保税科技和恒基达鑫罐容情况

公司名称	库区所在地	罐容 (万立方米)	化工仓库 (万平方米)	码头情况	仓储种类
保税科技	苏州张家港	110.8	16.55	5万吨级*1、3万吨级*1；年吞吐量450万吨	储罐：乙二醇、二甘醇等 仓库：PTA、棉花等
	珠海高栏港	61.3	-	5千吨级*1、5万吨级*1、8万吨级*1； 年吞吐量可达1000万吨	对二甲苯、混合芳烃、航空煤油、苯乙烯等
恒基达鑫	扬州	41.75	-	5千吨级*1、4万吨级*1； 吞吐量可达350万吨	汽油、柴油、乙醇、液化气、甘油等
	武汉	1.02	货位数4万个，年吞吐量可达49万吨		常用液体化工品、固体包装货物及散水液体等。
	合计	104.07			

资料来源：公司公告，华创证券

我们对比三家公司华东区域主要石化仓储平均单个储罐容量及单位收入：

平均单个储罐容量：宏川智慧太仓阳鸿平均单个储罐容量为 0.79 万 m³，高于保税科技苏州张家港 52%、恒基达鑫扬州库区 34%；宏川智慧南通阳鸿平均单个储罐容量为 0.72 万 m³，高于保税科技苏州张家港 39%、恒基达鑫扬州库区 22%。

单位收入：宏川智慧太仓阳鸿单位收入为 43 元/m³/月，高于保税科技苏州张家港 53%、恒基达鑫扬州库区 60%；宏川智慧南通阳鸿单位收入为 38 元/m³/月，高于保税科技苏州张家港 35%、恒基达鑫扬州库区 42%。

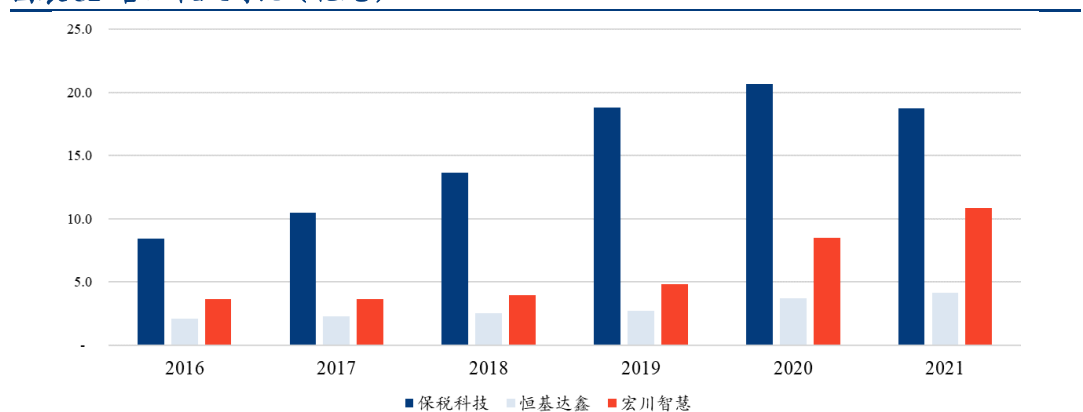
图表 51 2022H1 平均单个罐容量及单位收入对比

	罐容 (万 m ³)	储罐数	平均单个储罐容量	收入 (万元)	单位收入 (元/m ³ /月)
保税科技苏州张家港	110.8	214	0.52	18,628	28
恒基达鑫扬州库区	41.75	71	0.59	6,687	27
宏川智慧-太仓阳鸿	60.6	77	0.79	15,542	43
宏川智慧-南通阳鸿	47.5	66	0.72	10,766	38

资料来源：公司公告，华创证券

营业收入看，保税科技、恒基达鑫、宏川智慧 2021 年分别为 18.7、4.1、10.9 亿元，同比分别为-9%、12%、28%。保税科技营收较高主要由于开展了较多化工品贸易业务。

图表 52 营业收入对比 (亿元)

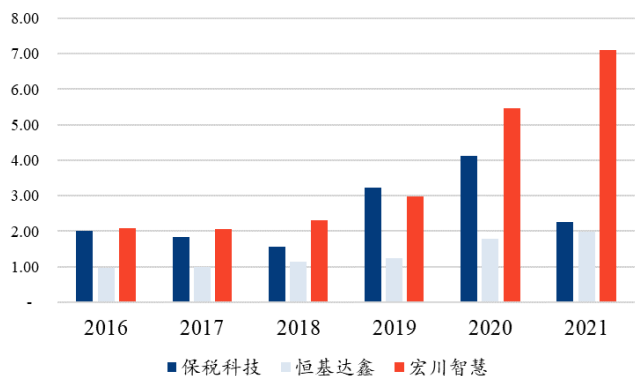


资料来源：公司公告，华创证券

毛利看，保税科技、恒基达鑫、宏川智慧 2021 年分别为 2.3、2、7.1 亿元，毛利率分别为 12%、48%、65%。

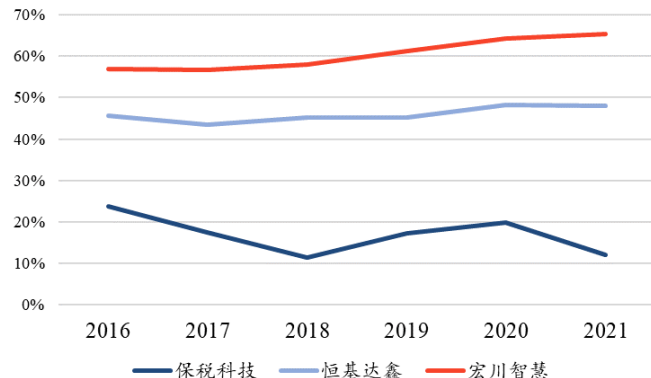
宏川智慧无论从运营规模还是盈利能力均领先于同行。

图表 53 毛利对比 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

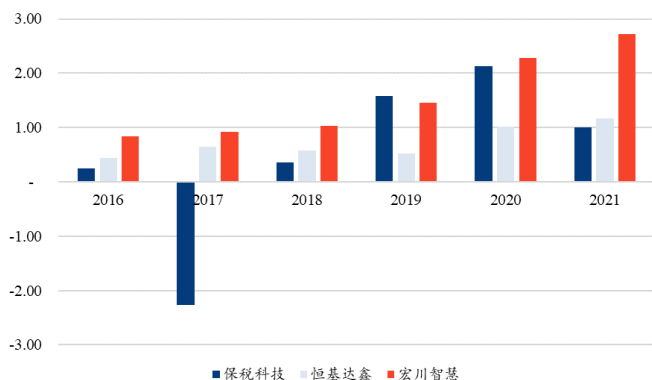
图表 54 毛利率对比 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

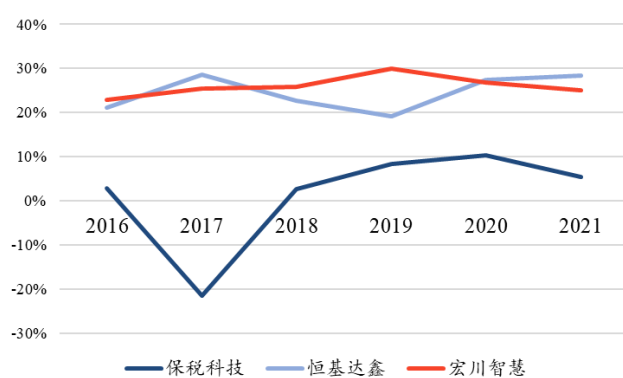
净利润看，宏川智慧近几年保持在最高水平。保税科技、恒基达鑫、宏川智慧 2021 年分别为 1、1.1、2.7 亿元，净利率分别为 5.4%、28.3%、25%。宏川自 2020 年加速自建投产与并购后，净利率低于恒基达鑫。

图表 55 净利润对比 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 净利率对比



资料来源：公司公告，华创证券

(四) 核心子公司：贡献集中度高，潜力明确

根据公司 2022 年半年报，主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司包括太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、龙翔集团、东莞三江五家。2022 年 5 家子公司加权罐容占公司总罐容 60%。

图表 57 主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司利润

	2018	2019	2020	2021	2022H1	21/18 CAGR	22H1同比	罐容 (万m ³)
太仓阳鸿	6,332	8,658	8,857	11,819	6,302	23%	29%	60.6
南通阳鸿	2,535	5,336	6,387	9,831	4,497	57%	-14%	47.5
常州宏川				7,131	3,189	-	-11%	54.4
龙翔集团					2,889	-	-	55.8
东莞三江	2,226	2,289	2,641	3,209	1,384	13%	-16%	24.1

资料来源：公司公告，华创证券整理

注：龙翔集团为 22Q2 利润，罐容为股权加权合计罐容

1、太仓阳鸿：收入利润贡献最高，盈利能力持续提升

太仓阳鸿为宏川智慧 100% 控股的子公司，位于江苏省苏州市太仓市，公司于 2012 年自宏川供应链取得太仓阳鸿 100% 股权，目前太仓阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库以及大连商品交易所乙二醇指定交割库。2021 年度乙二醇入库量达到了 100.48 万吨，创乙二醇入库量历史新高。

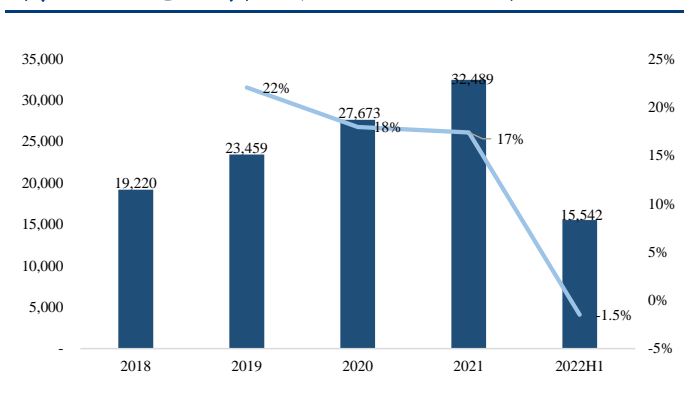
储罐罐容达 60.6 万 m³，占公司总罐容约 14%，拥有最大靠泊 8 万吨级船舶的码头，长江黄金岸线 390 米，是长江入海口第一座液体化学品公用码头。

营业收入：太仓阳鸿 2021 年实现收入 3.2 亿元，同比增 17%；2018-2021 年 CAGR 为 19%；2022 上半年受疫情等影响，营业收入同比下降 1.5%。

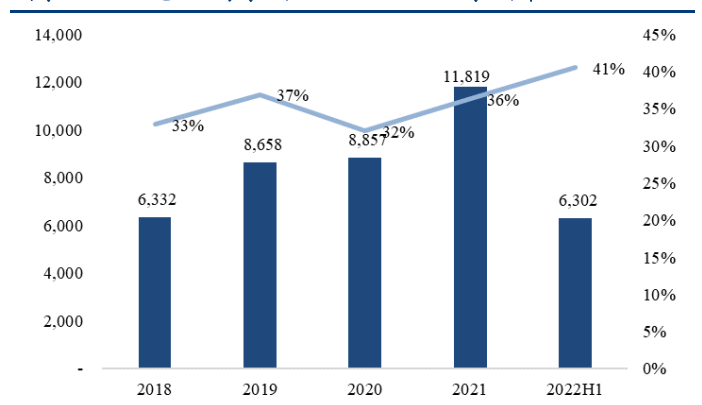
净利润：太仓阳鸿 2021 年实现 1.2 亿元净利润，同比增 33%；2018-2021 年 CAGR 为 23%。2022H1 净利率从 2018 年的 33% 提升至 41%。

高 ROE 水平：2021 年达到 26.1%。

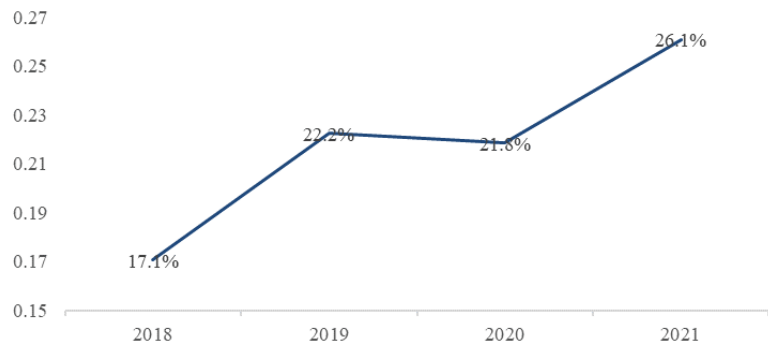
区域竞争：作为贡献营收最高的子公司，太仓阳鸿主要服务于长江入海口南岸的化工企业，主要辐射范围内缺少同规模的竞争对手，受到的竞争影响较小。

图表 58 太仓阳鸿营业收入 (万元) 及同比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 59 太仓阳鸿净利润 (万元) 及净利率


资料来源：公司公告，华创证券

图表 60 太仓阳鸿 ROE


资料来源：公司公告，华创证券

2、南通阳鸿：ROE 水平不断攀升

南通阳鸿为宏川智慧 100%控股的子公司，位于江苏省南通市，公司于 2014 年自宏川供应链取得南通阳鸿 100%股权。目前南通阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库、大连商品交易所乙二醇指定交割库、大连商品交易所苯乙烯指定交割库。

南通阳鸿储罐罐容达 47.5 万 m³，拥有最大靠泊 8 万吨级船舶的码头。

营业收入：南通阳鸿 2021 年实现 2.2 亿元营收，同比增 20%；2018-2021 年 CAGR 为 42%；2022 上半年受疫情等影响，营业收入同比下降 2.6%。

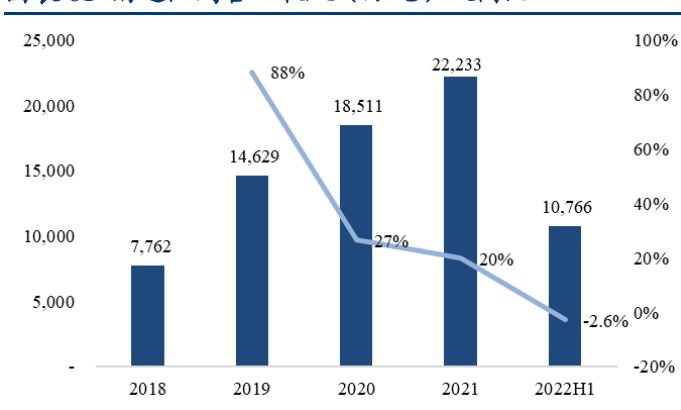
2019 年南通阳鸿营收同比增 88%，主要由于 2019 年 3 月新建产能 19.2 万 m³ 投入运营使用，罐容扩大至 47.5 万 m³。

净利润：南通阳鸿 2021 年实现 1 亿元净利润，同比增 54%；2018-2021 年 CAGR 高达 57%。净利率自 2021 年提升至 40%以上，2022H1 为 42%。

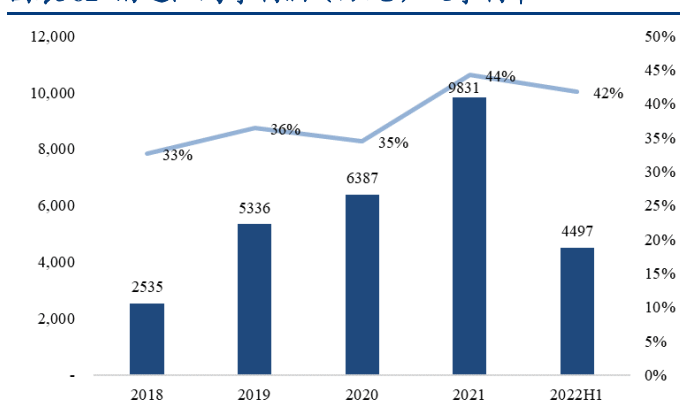
ROE 大幅攀升：自 2019 年产能扩建后，公司净资产收益率持续大幅提升，2021 年实现新高 28.8%。

区域竞争：南通阳鸿主要影响范围为长江入海口北岸，周边主要竞争对手有德桥仓储（拥有 2 个石化专用码头以及 54.8 万 m³罐容）以及易联能源（拥有 1 个 6.5 万吨级码头以及 61.7 万 m³罐容），行业竞争相对激烈。

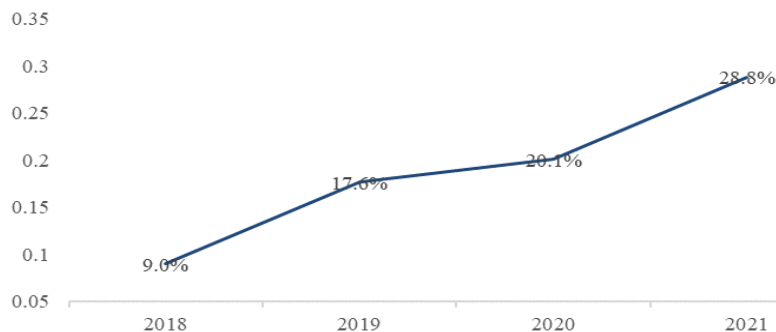
拓展化工仓库：南通阳鸿 2021 年起在江苏省南通市如皋市长江镇化工新材料产业园投资建设固体危化品仓储项目，占地约 142 亩（约 9.5 万平方米），当前处于待建设阶段。该地块邻近南通阳鸿的储罐及码头资源，是公司在固体仓储业务方面的重要拓展项目。

图表 61 南通阳鸿营业收入（万元）及同比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 62 南通阳鸿净利润（万元）及净利率


资料来源：公司公告，华创证券

图表 63 太仓阳鸿 ROE


资料来源：公司公告，华创证券

3、常州宏川：收购后赋能效果显著

2020 年，子公司太仓阳鸿收购常州宏川 56.91% 股权，常州宏川成为公司的控股子公司。常州宏川拥有一座 5 万吨级码头与一座 1 千吨级码头，储罐罐容达 54.4 万 m³，其位于长江南岸的江苏省常州市、太仓市的上游，收购常州宏川将形成对宏川智慧仓储资源在长江南岸辐射范围的补充。

常州宏川为郑州商品交易所甲醇指定交割库、大连商品交易所乙二醇指定交割库以及大连商品交易所苯乙烯指定交割库。

2020 年 5 月底，公司并购取得常州宏川 56.91% 股权、常熟宏川 100% 股权，常州宏川、常熟宏川 2020 年度净利润合计达 8,797.65 万元，同比增长 136.49%。

财务数据：2021 年常州宏川营收实现 2.3 亿元，同比增 85%；净利润 7131 万元，同比增 34%，净利率 31%；ROE 为 14.4%，增加 1.8 个百分点。

公司的经营管理赋能效果明显。

区域竞争：周边区域的竞争对手为华西股份，其拥有一座 5 万吨级码头，以及 30.5 万 m³ 的罐容。

图表 64 常州宏川财务情况

单位：万元	2020	2021	2022H1
净资产	42,256	49,427	52,682
营业收入	12,448	23,084	10,871
同比		85%	-4%
净利润	5,331	7,131	3,189
同比		34%	-11%
净利率	42.8%	30.9%	29.3%
ROE	12.6%	14.4%	

资料来源：公司公告，华创证券

4、龙翔集团：2022 年成功收购，获取核心资产

2022 年 8 月，公司完成以现金方式，通过境外间接控股子公司宏川香港取得龙翔集团控股有限公司 100% 的股权，收购对价为 13.2 亿元，2022 年 4 月龙翔集团控股有限公司被纳入合并报表范围。

1) 财务数据：

营收、毛利率在 17-21 年整体稳定，年均分别为 2.1 亿元、52%；

净利润：2020 年实现 0.71 亿元，同比大增 103%，净利率由 2019 年 20% 提升至 38%，主要由于：甲醇及醋酸相关收入增加、潍坊合营企业扭亏为盈、汇兑损益（2020 汇兑收益净额 1262.8 万港币，占当年利润比重 14%）。剔除汇兑收益后，2020 年实现利润 0.61 亿元，同比增 75%。

2) 资产方面：

控股子公司南京龙翔：拥有 32 座储罐，罐容总量 21 万立方米；

合营公司潍坊森达美、宁波基地（宁波宁翔、宁波新翔）：合计拥有 97 座储罐，罐容总量 69 万立方米。

码头泊位方面，龙翔集团拥有位于南京的两个 2 万吨级和一个 5,000 吨级码头泊位，以及位于潍坊的两个 3 万吨级码头泊位。

图表 65 龙翔集团财务情况及主要资产

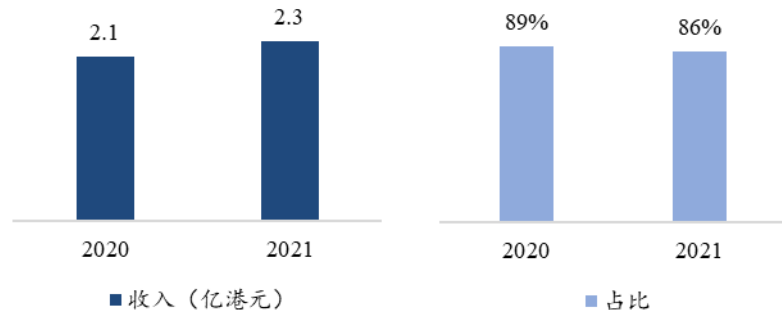
财务情况	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（亿元）	2.0	2.3	2.1	2.0	2.1
净利润（亿元）	0.42	0.59	0.35	0.71	0.51
毛利率	52%	55%	49%	52%	52%
净利率	24%	29%	20%	38%	27%
				75%	
主要资产	南京龙翔	宁波基地	潍坊森达美		
2022H1 储罐容量（万 m ³ ）	21	2.9	66.1		
2021 吞吐量（万吨）	173.4	36.5	435.7		
股权比例	90%	60%	50%		
罐容占宏川比重	5%	1%	15%		

资料来源：公司公告，华创证券

龙翔集团的收入及利润主要来自于公司座落于南京江北新材料科技园（前称南京化学工

业园）的旗舰码头，龙翔最大的客户塞拉尼斯公司（纽约证券交易所：CE）在此科技园，该客户在2021年为公司贡献收入2.3亿港元，占比86%（2020年贡献收入2.1亿港元，占比89%）。

图表 66 南京龙翔收入及占比



资料来源：公司公告，华创证券

南京龙翔通过签订长期协议贡献稳定收入：2020年，南京龙翔与塞拉尼斯（南京）化工有限公司签订新**10年服务合同**（将于2022年及2023年先前的合同分别到期后无缝生效），塞拉尼斯（南京）是世界一流醋酸、醋酸乙烯、醋酸酐及其他化学产品生产商，南京龙翔为其提供各种液体化学品批量码头、储存及其他相关服务，成为的稳定收入来源。

潍坊森达美将实现快速增长：潍坊液化品码头位于环渤海经济圈以及东北亚地区全国及外国船舶的一个主要物流枢纽，该港口为当地炼油厂提供有效的液体石化品的储存及处理服务。2022年潍坊森达美储罐三期工程顺利通过新建投产运营审批，新增16.4万立方米罐容。

3) 收购龙翔集团可以为公司带来协同：

a) 深耕长三角地区市场，形成区域协同

龙翔集团的重要子公司南京龙翔毗邻南京港，位于江苏省西南部长江下游，是亚洲最大的内河港之一，且为天然深水港，是长江沿线的重要货物中转站，无论公路或水路都拥有进入腹地的便利通道。

收购龙翔集团将使上市公司在长三角地区的业务覆盖范围进一步扩大，从而使公司仓储业务版图中的长三角区域的仓储基地形成集群效应，实现了对长江下游地区较为全面的覆盖，有助于公司在长江下游地区市场占有率及客户粘性的提高，提升综合服务实力。

b) 获得核心码头罐区核心资产，形成规模效应

储罐、码头是石化仓储物流企业的核心资产，罐容的大小直接影响企业的经营实力，而石化码头属稀缺资源，拥有与罐区匹配的自有码头是保障和促进综合仓储业务发展的关键因素。

收购龙翔集团有利于公司获得新增储罐罐容及自有码头数量，巩固及拓展长三角地区石化仓储物流服务范围及能力，进一步提升业务规模及盈利能力。

5、东莞三江：稳健增长

东莞三江位于东莞市立沙岛、珠江入海口东岸，东莞三江拥有 2 个 2 万吨级码头（1 座待投产）、24.13 万 m³ 储罐罐容以及 0.51 万 m² 的化工仓库，目前为大连商品交易所乙二醇指定交割库、大连商品交易所苯乙烯指定交割库。

营业收入：东莞三江 2021 年实现 1.7 亿元营收，同比增 5%；2018-2021 年 CAGR 为 13.4%；2022 上半年受疫情等影响，营业收入同比下降 1.8%。

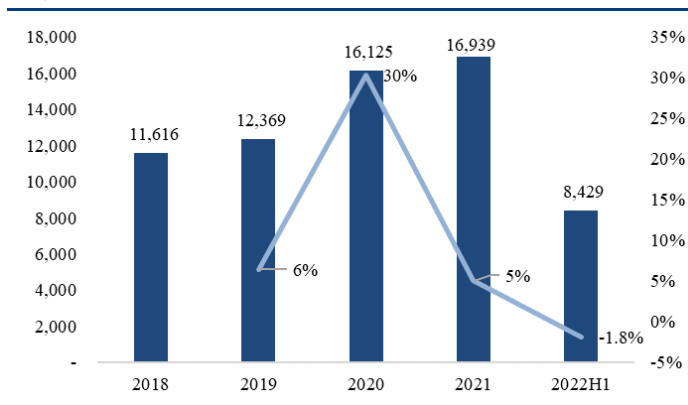
2020 年东莞三江营收增 30%，主要由于 2019 年 12 月，东莞三江收购中山嘉信 100% 股权，中山嘉信拥有罐容 6.16 万 m³、化工仓库 1.31 万 m²。

净利润：东莞三江 2021 年实现 3209 万元净利润，同比增 22%；2018-2021 年 CAGR 为 13%；净利率为 19%。

ROE：自 2019 年 12 月收购中山嘉信后，公司净资产收益率持续提升，2021 年为 9.8%。

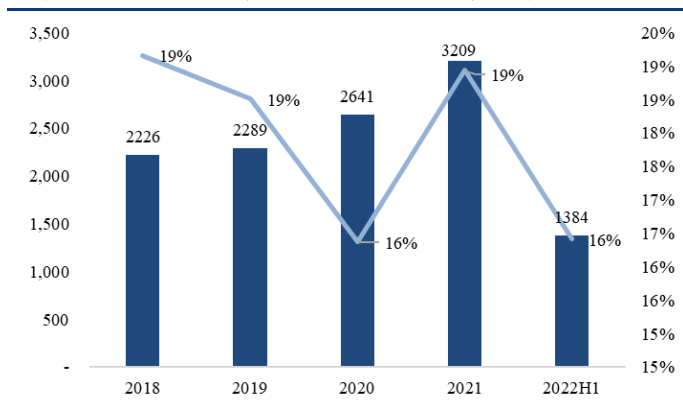
区域竞争：东莞市立沙岛化工仓储竞争较为激烈，对应的竞争企业主要有东莞百安（2 座 3 万吨级码头、1 座 8 万吨级码头、48 万 m³ 罐容）、盛源仓储（1 座 3 万吨级码头、54 万 m³ 罐容）、东莞东洲（1 座 10 万吨级码头、42.8 万 m³ 罐容），作为宏川智慧在华南的主要基地。公司华南库区服务对象主要为终端贸易型客户，区域客户整体需求较为分散，华东库区服务对象主要为大型生产型客户，区域客户整体需求量较大，因此华南地区库区单体规模较华东要小。

图表 67 东莞三江营业收入（万元）及同比



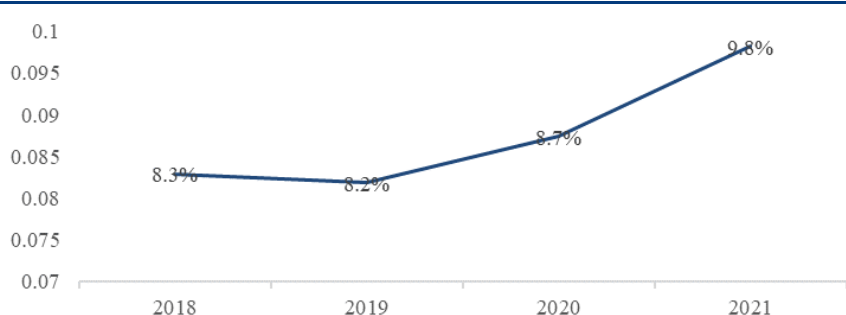
资料来源：公司公告，华创证券

图表 68 东莞三江净利润（万元）及净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 69 东莞三江 ROE



资料来源：公司公告，华创证券

2022H1 受疫情管控影响，五大仓储中南通阳鸿、常州宏川、东莞三江净利润同比分别

下滑 14%、11%、16%。展望未来，五大核心仓储仍具备持续增长空间。

罐容：我们测算，龙翔集团 90%控股子公司南京龙翔 22-23 年加权罐容分别为 8.8、18.9 万立方米；龙翔集团 60%参股宁波基地 22-23 年加权罐容分别为 0.8、2.9 万立方米；龙翔集团 50%参股潍坊森达美 22-24 年加权罐容分别为 14、76、86 万立方米。

出租率与租金水平：供给受限、需求抬升推动租金增长。

结合公司过去利润增速，太仓阳鸿、南通阳鸿和东莞三江在 18-21 年利润年化复合增速分别高达 23%、57%、13%，其中只有南通阳鸿有新产能投产——即“罐容容量”增加因素影响，太仓阳鸿和东莞三江的高复合增长均由“出租率+租金增长”贡献，由此可推测未来“出租率+租金增长”将持续为公司主要仓储提供增长动能。

其他库区罐容，均为公司 2019-2020 年自建、并购或参股项目，随着新增产能投产爬坡、并购仓储赋能后运营能力持续提升，未来其他项目同样具备盈利能力持续增长的潜力。

三、投资建议：复苏预期下，预计公司拐点将至

1、盈利预测：

《预见 2023，把脉大物流时代》报告中，我们认为化工品仓储行业在 2023 年面临“需求回升+供给受限—>出租率及价格上行”的投资机会。

2022 年下半年多重因素叠加，从生产企业需求端对仓储物流企业罐容出租率带来了一定的不利冲击。预计公司 22Q4 承受一定压力。但在 23 年经济复苏背景下，预计需求呈现景气向上，带来仓储出租率及价格上行。

我们预计公司罐容保持持续增长。2023 年现有业务增量来自于龙翔集团、常熟宏智全年并表，以及福建港能在 2022 年投产后逐步爬坡带来贡献。

a) 龙翔集团：2023 年全年并表，包括 90%控股子公司南京龙翔 21 万立方米储罐，合营公司潍坊森达美、宁波基地 69 万立方米储罐。2023 年 1 月 9 日，南京龙翔新增储存品种换证评价顺利通过，为公司后续经营提供了较大的灵活性、便利性。

b) 常熟宏智：罐容合计 29.4 万立方米，该项目于 2021 年通过并购基金金联川收购，公司持股比例 30%，2022 年末 100%并表。2022 年 4 月常熟宏智二期投产，新增运营罐容 16 万 m³。

c) 福建港能：罐容合计 44.4 万立方米，其中福建港能二期 33.3 万立方米于 2022 年 6 月投产，一期剩余 1.2 万立方米于 2022 年 10 月投入运营。

2022 年 10 月，福建港能取得了福建省交通运输厅颁发的《中华人民共和国港口经营许可证》和《港口危险货物作业附证》，许可福建港能一期工程中的合计罐容 1.20 万 m³ 的 4 座储罐投入运营，调整码头及库区的经营货种由 27 个增加至 58 个品种，新货种按照最新的市场调研情况进行了优化，有利于福建港能后续提升出租率水平。

此外，行业逻辑下，预计公司未来存在继续外延增长的机会。

不考虑并购潜在可能，我们测算公司控股罐容在 2023 年同比增长将达到 20%左右。

我们预计 2022-2024 年公司归母净利分别为 2.6、4、5.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.89、1.13 元，对应 PE 分别为 39、25、20 倍。

2、投资建议

石化仓储行业模式清晰，公司作为行业龙头，在分散的市场中有望不断提升市场份额，实现快速增长。

考虑公司资源稀缺性与未来成长性，同时结合行业估值以及公司近三年估值中枢 36 倍，给予公司 2023 年预期利润 33 倍 PE，对应 2023 年目标市值为 132 亿元，目标价 29.2 元，预期较现价有 29% 增长空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 70 行业 PE 均值

代码	可比公司	市值（截至 2022/2/10） 亿元	归母净利（亿元）			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002930	宏川智慧	101	2.72	2.61	4.04	37	39	25
002492	恒基达鑫	29	1.17	/	/	21	/	/
600794	保税科技	51	1.01	/	/	39	/	/
603713	密尔克卫	220	4.32	6.42	8.98	51	34	25
603209	兴通股份	81	1.99	2.26	3.43	34	34	22
001205	盛航股份	49	1.3	1.87	2.67	22	26	18
	平均					34	33	23

资料来源：Wind，华创证券测算

注：兴通股份、盛航股份利润为 Wind 一致预期

四、风险提示

1、公司外延并购拓展不及预期

多重约束下，行业新增码头储罐极其困难，若公司外延并购不及预期，则会影响公司成长性。

2、石化仓储面临安全问题

由于石化仓库存储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。

根据公司公告，应对措施如下：

第一，公司始终把安全生产放在第一位，公司严格遵守相关法律法规及公司内部规范指引，高度重视安全生产，建立了由董事长亲自主导的安全管理组织机构和管理系统，配备了充足的专职安全及环保人员；

第二，公司运行了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系、国家交通运输部港口码头企业安全生产标准化体系、国家安全生产监督管理总局安全生产标准化体系，通过了欧洲化学品分拨协会 CDI-T 审核认证，从制度体系上严格把控安全生产；

第三，公司各库区均已安装精良的安全监控系统和消防系统；

第四，公司各库区均定期和不定期组织内部安全消防演练和外部联合演练，有效提高公司应对突发事件的处理能力；

最后，公司通过购买财产一切险、公众责任保险、安全生产责任险等保险，为公司主要财产安全、库区仓储物安全、员工人身安全及发生其他意外事故时提供有效保障。

3、经济大幅波动引发对石化仓储需求大幅下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	666	1,139	1,221	1,522
应收票据	1	1	1	1
应收账款	110	143	198	241
预付账款	4	9	12	15
存货	3	8	7	10
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	185	116	129	158
流动资产合计	969	1,416	1,568	1,947
其他长期投资	0	234	242	256
长期股权投资	465	830	830	830
固定资产	3,418	3,886	4,223	4,378
在建工程	635	735	860	960
无形资产	877	1,039	935	842
其他非流动资产	523	672	661	651
非流动资产合计	5,918	7,396	7,751	7,917
资产合计	6,887	8,812	9,319	9,864
短期借款	133	1,753	1,753	1,753
应付票据	0	0	0	0
应付账款	132	158	214	269
预收款项	0	0	0	0
合同负债	10	18	24	30
其他应付款	85	100	100	100
一年内到期的非流动负债	344	380	380	380
其他流动负债	52	51	78	95
流动负债合计	756	2,460	2,549	2,627
长期借款	2,548	2,698	2,798	2,898
应付债券	555	580	580	580
其他非流动负债	148	182	182	182
非流动负债合计	3,251	3,460	3,560	3,660
负债合计	4,007	5,920	6,109	6,287
归属母公司所有者权益	2,355	2,338	2,612	2,923
少数股东权益	525	554	598	654
所有者权益合计	2,880	2,892	3,210	3,577
负债和股东权益	6,887	8,812	9,319	9,864

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	779	653	990	1,094
现金收益	707	825	1,029	1,157
存货影响	1	-5	1	-3
经营性应收影响	1	-38	-59	-46
经营性应付影响	-13	41	56	55
其他影响	82	-171	-37	-69
投资活动现金流	-703	-1,415	-725	-540
资本支出	-613	-1,063	-736	-549
股权投资	-465	-365	0	0
其他长期资产变化	375	13	11	9
融资活动现金流	-13	1,235	-183	-253
借款增加	28	1,831	100	100

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,088	1,171	1,612	1,973
营业成本	378	452	613	770
税金及附加	10	10	15	18
销售费用	31	32	44	53
管理费用	112	120	166	203
研发费用	15	14	16	16
财务费用	145	203	203	204
信用减值损失	-7	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	1	0	0
投资收益	3	43	36	39
其他收益	8	8	10	10
营业利润	405	391	601	758
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	3	1	1
利润总额	405	389	601	758
所得税	103	99	153	193
净利润	302	290	448	565
少数股东损益	30	29	44	56
归属母公司净利润	272	261	404	509
NOPLAT	411	441	600	717
EPS(薄) (元)	0.61	0.58	0.89	1.13

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	28.2%	7.6%	37.7%	22.4%
EBIT 增长率	31.4%	7.5%	35.8%	19.6%
归母净利润增长率	19.5%	-3.9%	54.3%	26.2%
获利能力				
毛利率	65.3%	61.4%	62.0%	61.0%
净利率	27.8%	24.8%	27.8%	28.7%
ROE	9.5%	9.0%	12.6%	14.2%
ROIC	9.3%	8.2%	10.5%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	67.2%	65.5%	63.7%
债务权益比	129.5%	193.4%	177.3%	161.9%
流动比率	1.3	0.6	0.6	0.7
速动比率	1.3	0.6	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转天数	37	39	38	40
应付账款周转天数	130	116	109	113
存货周转天数	3	4	4	4
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.58	0.89	1.13
每股经营现金流	1.72	1.44	2.19	2.42
每股净资产	5.21	5.17	5.78	6.47
估值比率				

股利及利息支付	-287	-343	-421	-478	P/E	37	39	25	20
股东融资	261	261	261	261	P/B	4	4	4	4
其他影响	-15	-514	-123	-136	EV/EBITDA	22	19	15	13

资料来源：公司公告，华创证券预测

交通运输组团队介绍

副所长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2021 年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21 世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

分析师：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

分析师：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522