

宏川智慧 (002930.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 21.43 元
 目标价格: 26.61 元

并购拓产助力发展, 静待花开

投资要点:

➤ **推荐逻辑: 化学品供应链核心节点, 石化储罐龙头。**①储罐天然岸线资源约束, 牌照供给受限, 储罐仓储业务长坡厚雪。基于监管对石化仓储的安全性及环保要求, 行业监管趋严, 供给端受限。宏川智慧的产能规模行业领先, 作为龙头公司, 其经营经验、资金实力和获得资质的能力突出, 产能扩张能力强, 具有较高的竞争壁垒。②短中期看, 以优质岸线资源为基石, 以储罐资源为壁垒, 新增产能不断释放业绩, 实现高产能利用率和优质现金流水平。③中长期看, 先发的资产资源带来稳定强大现金流, 优质的管理能力提供外延并购实力, 探索产业基金模式提高并购效率, 未来公司将不断夯实产能优势, 增强规模效应和集群效应。

➤ **稀缺核心资源筑高公司壁垒, 强盈利能力贡献优质现金流。**近年来, 政府针对增量和存量出台了多项政策, 供给显著承压。环境影响下, 石化仓储所需的储罐、化工仓库和码头均属于稀缺资源, 审批程序复杂且资金投入高昂、建设周期漫长。先发产能资源以及优质经营能力, 铸就宏川智慧较强的资金实力, 叠加丰富的并购经验, 公司不断通过并购获取稀缺资源; 22H1公司仓储综合业务毛利率59.7%, 全业务归母净利率20.9%, 经营性现金流净额同比+13.0%。截至22年底, 公司控股储罐罐容达325.33万立方米, 化工仓库8.32万m² (其中1.83万 m²拟建), 自有码头11个, 具有较强产能竞争壁垒。

➤ **公司外延并购能力强, 产能优势持续增长可期。**1) 公司并购项目均位于经济发达、产业集聚地区, 且优先选择具有稀缺产能资源、与现有仓储基地/库区可以形成协同、可以拓展服务覆盖面的标的, 有助于提高综合服务能力。各标的项目并表后经营数据也有所改善, 为公司业绩增长做出了贡献。2) 福建港能项目进展顺利, 虽然仍处于爬坡阶段, 但储罐投入、储存品种受限、外轮靠泊受限等问题得到解决, 产能进一步释放可期。3) 公司通过并购基金金联川, 将常熟宏智项目在体外运营成熟后再并表的模式成功落地, 为未来并购提供新的方向。

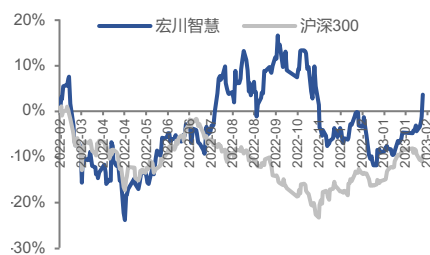
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们选取危化品供应链中的2家主流公司, 2023年平均PE为20.0倍。我们看好疫情放开后石化仓储行业需求修复, 监管趋严下公司固有产能愈加稀缺; 公司作为行业龙头具备产能优势, 已投入产能逐步爬坡并释放协同效应, 坚持“并购+自建”战略持续扩张产能规模, 拉动公司业绩增长。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为2.3、4.0、5.1亿元, 给予2023年30倍PE, 对应目标价26.61元, 首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 安全生产风险; 整合并购库区风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	452/429
总市值/流通市值 (百万元)	9687/9186
每股净资产 (元)	4.99
资产负债率 (%)	66.82
一年内最高/最低 (元)	24.6/16.07

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号: S0210522050006
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万 元)	848	1,088	1,067	1,556	1,888
增长率 (%)	75%	28%	-2%	46%	21%
净利润 (百万元)	228	272	229	401	506
增长率 (%)	56%	20%	-16%	75%	26%
EPS (元/股)	0.50	0.60	0.51	0.89	1.12
市盈率 (P/E)	42.5	35.6	42.3	24.2	19.1
市净率 (P/B)	4.5	4.1	3.9	3.6	3.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1：码头储罐综合服务收入主要受有效控股储罐罐容、出租率和租金影响，随着疫情放开后上下游开工率逐步改善，公司并购项目落地和产能爬坡结束，预计 22-24 年公司有效控股储罐罐容增长率分别为+18.3%、+30.7%（考虑 22 年并表时间，实际罐容增长率 10%）、+10.0%；储罐年平均出租率分别为 70%、75%、81%；月度租金同比分别为-2.0%、1.0%、1.2%。

假设 2：化工仓库综合服务收入主要受有效化工仓库仓容、出租率和租金影响，随着外部环境改善，公司发展第二主业，增加化工仓库自建及并购，预计 22-24 年公司有效化工仓库仓容增长率分别为+81.5%、+94.8%、+23.6%；仓库年平均出租率分别为 70%、80%、82%；月度租金分别为 175.0、190.0、200.0 元/平方米/月。

假设 3：受并购项目落地、产能爬坡等因素影响，公司 2022 年毛利率有所下降。随着并购项目产能爬坡和协同效应释放，毛利率有望回升并稳定，预计 22-24 年毛利率分别为 62.5%、65.5%、66.3%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司受 2022 年疫情期间上下游开工率低影响，短时间内盈利修复较难。我们认为：行业炼化产能逐步释放、监管政策趋严，石化仓储行业需求将进一步增长；疫情政策开放后，公司产能出租率将回升至高水平，出租价格有增长空间。随着并购项目陆续落地和产能爬坡，公司有效储罐罐容快速增长可期，促进规模效应和协同效应释放，从而使得公司盈利快速修复。

股价上涨的催化因素

石化仓储行业需求恢复超预期；产能爬坡完成进度超预期；产能规模增长超预期

估值和目标价格

我们选取危化品供应链中的 2 家主流公司，2023 年 2 家公司平均 PE 为 20.0 倍。我们看好疫情放开后石化仓储行业需求修复，监管趋严下公司固有产能愈加稀缺；公司作为行业龙头具备产能优势，已投入产能逐步爬坡并释放协同效应，坚持“并购+自建”战略持续扩张产能规模，拉动公司业绩增长。预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 2.3、4.0、5.1 亿元，考虑公司 22 年 PE 估值中枢为 34X，结合行业 23 年预期给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 26.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

安全生产风险；整合并购库区风险

正文目录

1	化工仓储领军企业，产能释放可期.....	5
1.1	全国先进民营化工仓储企业.....	5
1.2	林海川先生为公司实际控制人.....	5
1.3	仓储综合服务为公司核心业务.....	6
1.4	盈利短期波动，静待产能释放.....	7
2	后疫情时代需求修复可期，供给行业受限高壁垒.....	8
2.1	炼化产能持续扩张，石化仓储物流需求旺盛.....	8
2.2	供给受限明显，行业格局分散.....	10
3	外延为主，提升产能.....	11
3.1	并购是铸就公司经营业绩拓展的核心.....	11
3.2	持续并购筑高竞争壁垒，产能爬坡改善公司业绩.....	12
3.3	后疫情产能利用率和租金水平提升可期，内生建设辅助提升产能.....	16
3.4	金联川落地验证并购基金模式成功，提供新的并购途径.....	17
4	公司盈利预测与估值.....	18
4.1	盈利预测.....	18
4.2	相对估值.....	19
5	风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 09 月 30 日).....	5
图表 3: 公司主营业务类型.....	6
图表 4: 各业务类型占收入比.....	6
图表 5: 公司 2022H1 主营业务收入构成.....	6
图表 6: 营业收入 (亿元)、YOY.....	7
图表 7: 毛利润 (亿元)、毛利率.....	7
图表 8: 期间费用率.....	7
图表 9: 归母净利润 (亿元)、YOY、归母净利率.....	7
图表 10: 石化行业营业收入 (万亿元)、YOY.....	8
图表 11: 成品油消费量 (万吨)、YOY.....	8
图表 12: 乙二醇表观消费量 (万吨)、YOY.....	8
图表 13: 甲醇表观消费量 (万吨)、YOY.....	8
图表 14: 行业主要炼化一体化项目投产情况.....	9
图表 15: 沿海航运市场运输量情况.....	9
图表 16: 沿海航运市场运量情况.....	9
图表 17: 液体化工仓储储罐容量 (万立方米)、YOY.....	10
图表 18: 行业监管政策.....	10
图表 19: 储罐年平均出租率、YOY.....	11
图表 20: 公司产能建设情况 (截至 2022 年底).....	12
图表 21: 控股罐容、有效控股罐容 (万 m ³)、YOY.....	14
图表 22: 控股仓容、有效控股仓容 (万 m ²)、YOY.....	14
图表 23: 福建港能“港丰石化仓储项目”建设历程.....	15
图表 24: 被并购公司营业收入 (万元).....	15
图表 25: 被并购公司净利润 (万元).....	15
图表 26: 各项固定资产累计折旧 (亿元)、YOY.....	16

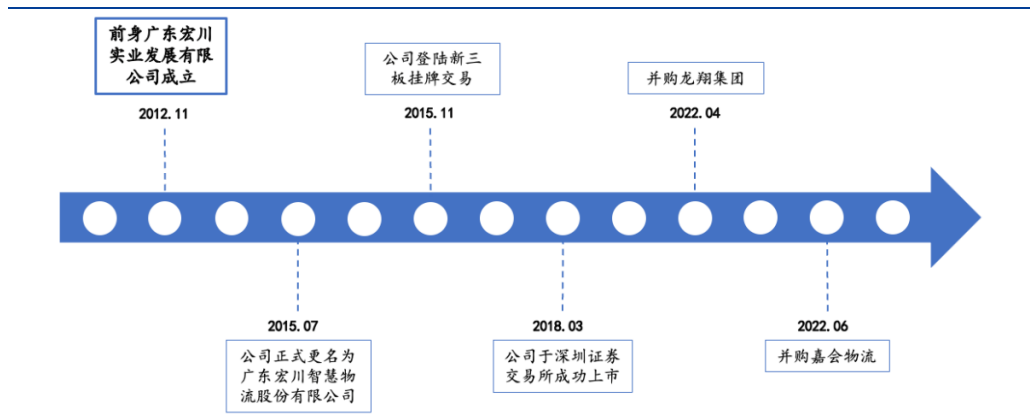
图表 27: 经营活动现金流净额 (亿元)、YOY.....	16
图表 28: 美国消费和制造业产能复苏情况	16
图表 29: 公司收购金联川股权变化情况	17
图表 30: 分业务收入及毛利率	18
图表 31: 可比公司估值 (2023 年 2 月 22 日)	19
图表 32: 财务预测摘要	20

1 化工仓储领军企业，产能释放可期

1.1 全国先进民营化工仓储企业

宏川智慧成立于2012年11月，前身为广东宏川实业发展有限公司，2015年正式更名为宏川智慧。公司位于东莞市沙田镇立沙岛化工区，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**，提供的服务品类主要为**醇类和油品**，是全国危险品物流安全管理先进单位和国内主要的民营化工仓储企业，2015年11月登陆新三板挂牌交易，2018年3月于深交所上市。

图表 1：公司发展历程

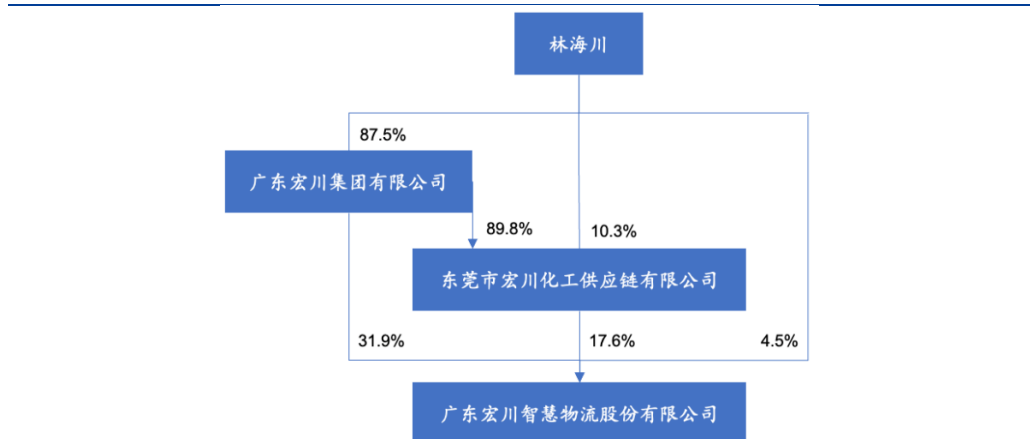


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

1.2 林海川先生为公司实际控制人

截至2022Q3，林海川先生直接持有公司4.5%的股权，并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共间接持有公司43.6%的股权，合计拥有公司48.1%的股权，为公司实际控制人。

图表 2：公司股权结构（截至2022年09月30日）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 仓储综合服务为公司核心业务

公司作为专业仓储物流综合服务提供商，主营业务包括仓储综合服务（码头储罐综合服务、化工仓库综合服务）、中转及其他服务、物流链管理服务及增值服务等。

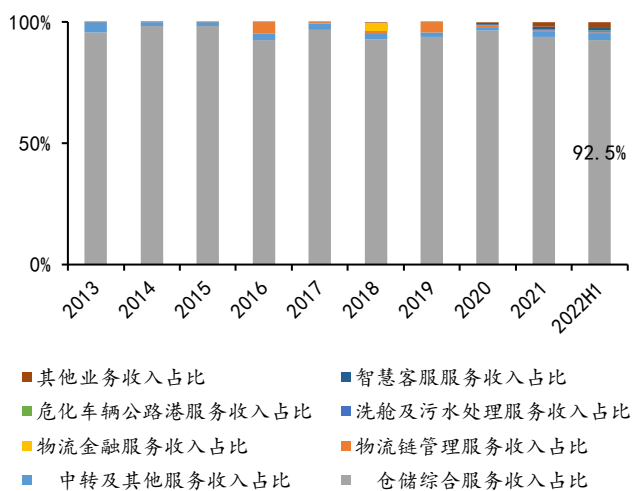
仓储综合服务贡献了公司绝大部分收入，毛利率保持稳定优秀水平。2022H1 仓储综合服务收入为 5.6 亿元，同比+11.0%，占总收入比 92.5%，毛利率达 59.7%。其中，码头储罐综合服务收入 5.4 亿元，同比+11.2%，占总收入比高达 88.6%，毛利率达 64.3%；化工仓库综合服务收入 0.2 亿元，同比+5.9%，占总收入比 3.9%，毛利率达 85.4%。近年来，公司在巩固核心业务（仓储综合服务）的同时，也积极扩展增值服务。

图表 3：公司主营业务类型

主营业务	细分业务	业务内容
仓储综合及中转服务	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	仓储代理服务	包含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。
	过程管控服务	包含为客户提供物流全过程提供时间、损耗、品质管控等服务。
增值服务	智慧客服服务	客户通过使用公司智慧客服系统实现仓单注册、交割的电子化交易在线转移储存货物的货权，智慧客服系统为客户提供了安全、高效、便捷的交易服务。
	洗舱及污水处理服务	公司利用自有码头建设了水上洗舱站，为液化船舶提供专业的货仓清洗服务；洗舱产生的污水通过接收、储存设施，最后输送到专设的污水处理设施处理后达标排放。
	货物通存通兑服务	依托公司分布在各地仓储库区的集群优势和庞大存货，为客户提供同品质、同数量的石化产品的异地存取服务，降低客户综合物流成本，提升客户运营效率。
	危化车辆公路港服务	依据国家相关规定和政府部门委托，为驶入化工园区的危化品车辆提供资质证照检查、车况检查、车辆存放、应急维修、车辆加油、罐箱清洗等服务，以及为驾驶员、押运员提供休息室及餐厅等生活配套服务。

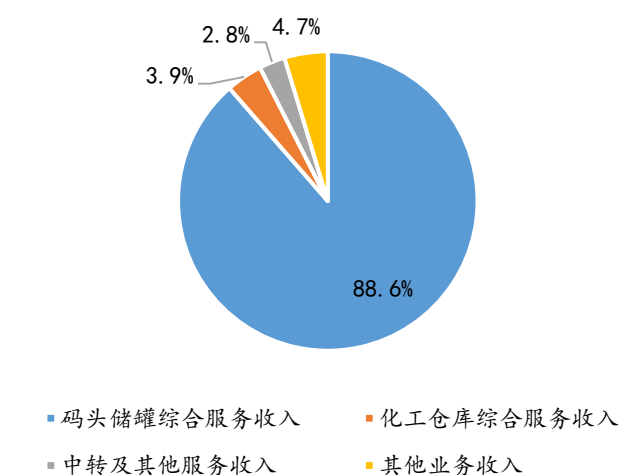
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：各业务类型占收入比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 5：公司 2022H1 主营业务收入构成



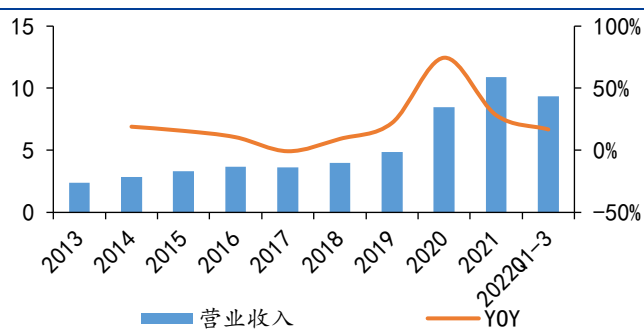
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.4 盈利短期波动，静待产能释放

并购及项目投产下，业绩短期波动。2022Q1-3 公司实现营业收入 9.4 亿元，同比+16.8%；实现毛利润 5.5 亿元，同比+4.0%，毛利率 58.4%，同比-7.2pp。盈利波动主要系并购龙翔集团和嘉会物流以及投产福建港能二期，公司仍处于产能爬坡期。公司期间费用率整体控制良好，2022Q1-3 销售费用率 2.6%，同比-0.1pp；管理费用率 10.4%，同比+0.5pp；财务费用率 17.3%，同比+3.8pp，主要系用于并购项目支出的银行借款增加，项目包括常熟华润、常州华润、中山嘉信、长江石化等。2022Q1-3 公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比-12.6%，归母净利率 19.7%，同比-6.6pp。2021 年全年实现总营收 10.9 亿元（同比+28.2%），总毛利 7.1 亿元（同比+30.2%），毛利率 65.3%；归母 2.7 亿元，同比+19.5%，归母净利率 25%。

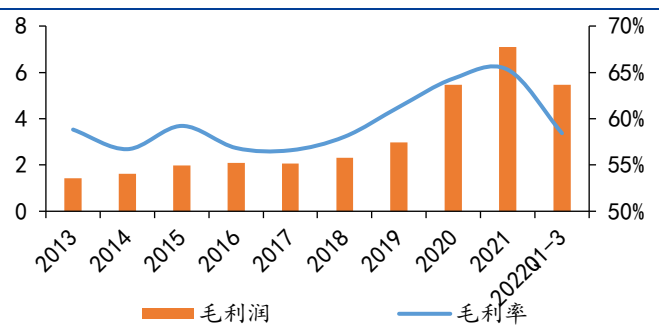
福建港能项目进展顺利，产能有待释放。据公司官网披露，2022 年 8 月 17 日，福建港能码头 7#泊位顺利靠泊首艘外轮，解决了外轮靠泊受限的问题，进一步促进公司产能释放。2022 年 10 月 26 日，福建港能取得了双证，许可一期工程中的合计罐容 1.20 万 m³ 的 4 座储罐投入运营，标志着福建港能项目全部投入运营；码头及库区的经营货种由 27 个增加至 58 个品种，未来将进一步增加储罐储存品种，产能增长可预期。

图表 6：营业收入（亿元）、YOY



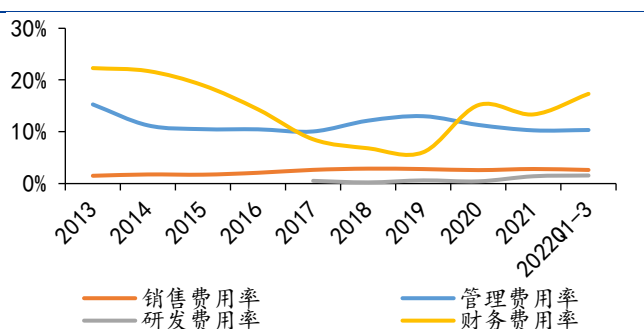
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：毛利润（亿元）、毛利率



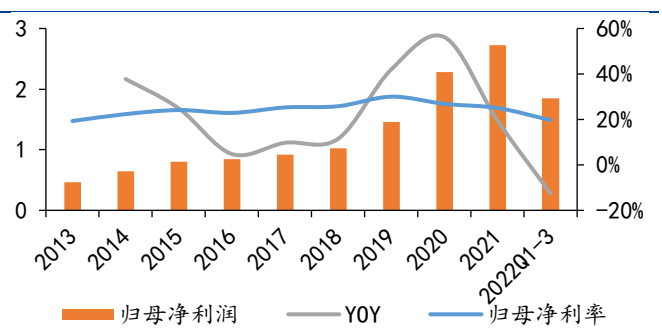
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 8：期间费用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：归母净利润（亿元）、YOY、归母净利率



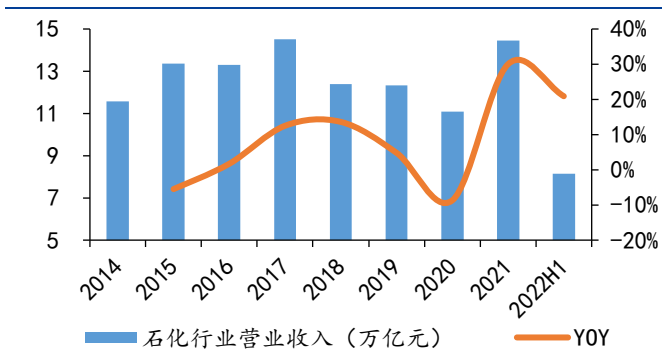
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 后疫情时代需求修复可期，供给行业受限高壁垒

2.1 炼化产能持续扩张，石化仓储物流需求旺盛

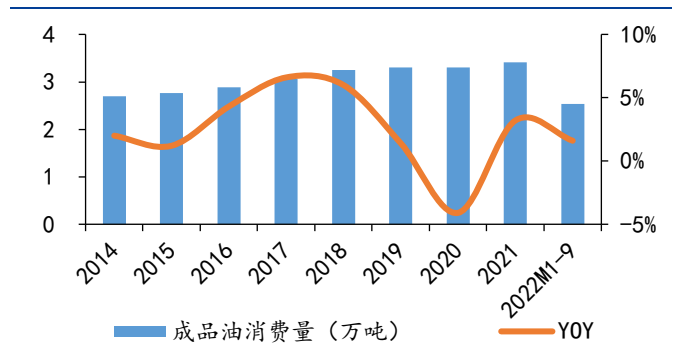
成品油需求逐步恢复，醇类化工品保持增长。2020年疫情后，石化行业规模反弹迅速。2021年石化行业营业收入为14.5万亿元，同比增速由负转正至30.0%；22H1营收同比增速20.9%。据国家发改委数据，成品油消费量2020年受疫情影响负增长，2021年达3.4万吨，同比增速转正至3.2%；2022年保持增长，12月成品油消费量同比+11.1%。2020-2022年我国乙二醇、甲醇表观消费量亦实现稳定增长。我国是石化产品生产和消费大国，随着疫情全面放开，石化行业需求将进一步增长，派生的物流需求将促进石化供应链增长。

图表 10：石化行业营业收入（万亿元）、YOY



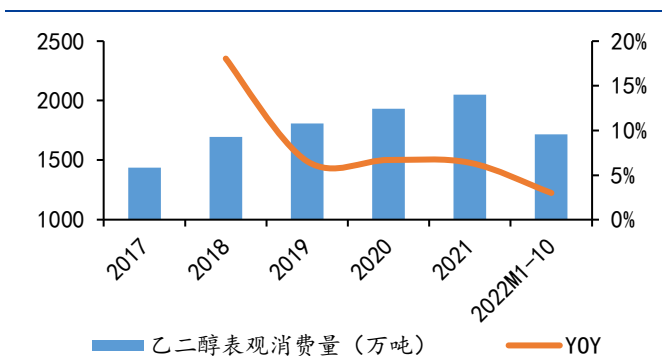
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11：成品油消费量（万吨）、YOY



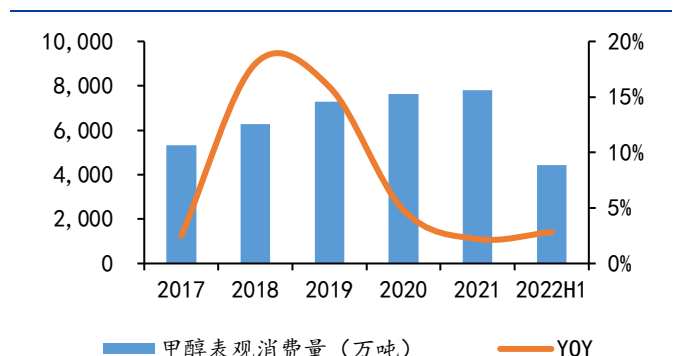
数据来源：公司公告，国家发改委，华福证券研究所

图表 12：乙二醇表观消费量（万吨）、YOY



数据来源：公开资料整理，华福证券研究所

图表 13：甲醇表观消费量（万吨）、YOY



数据来源：公开资料整理，华福证券研究所

炼油行业产能扩张，原油加工量保持增长，促进石化仓储及物流市场需求旺盛。

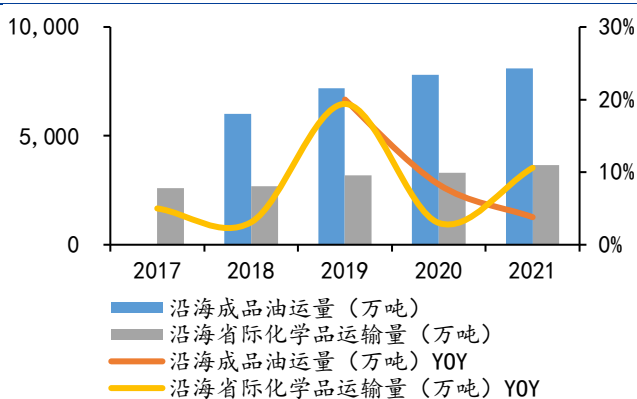
根据中国石油流通协会数据，中国炼油行业产能持续呈扩张趋势，2021年中国炼油能力达9.25亿吨/年，净增3900万吨/年。近年来，一体化炼化项目先后达产，2022年后炼油能力增长空间可期。据国家统计局，2021年中国原油加工量45.1亿吨，同比+7.7%，恢复疫情前水平，政策放开后或可进一步增长。

图表 14：行业主要炼化一体化项目投产情况

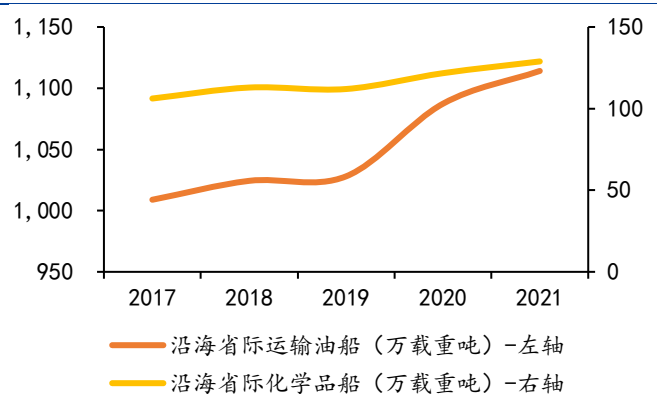
序号	投产/预计投产时间	项目名称	所属基地/位置	产能情况
1	2019.05/2020.07	恒力炼化一体化项目	大连长兴岛(西中岛)石化产业基地	2,000 万吨/年炼油、450 万吨/年 PX。2018 年扩增了 150 万吨/年乙烯项目
2	2019.11	浙江石化炼化一体化项目(一期)	浙江舟山绿色石化基地	4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯
3	2020.06	中科炼化一体化项目	广东茂湛炼化一体化基地	1,000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯
4	2020.09	中化泉州炼化一体化扩建项目(二期)	泉州湄洲湾石化基地	由 1200 万吨/年扩建至 1,500 万吨/年炼油,新建 100 万吨/年乙烯装置
5	2020.11	浙江石化炼化一体化项目(二期)	浙江舟山绿色石化基地	2,000 万吨/年炼油、年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨
6	2021.04	惠州中海油/壳牌南海联合工厂二期项目	惠州大亚湾石化产业基地	乙烯总产能达到 220 万吨/年,每年可生产 600 多万吨石化产品
7	2021.08	古雷炼化一体化一期项目	福建漳州古雷石化产业基地	1000 万吨/年炼油、130 万吨/年 PX
8	2021Q4	盛虹石化炼化一体化项目	连云港石化产业基地	1,600 万吨/年炼油、280 万吨/年芳烃、110 万吨/年乙烯
9	2022 年 5 月中交	海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	洋浦经济开发区	扩建为 500 万吨/年炼油,并同步建设 100 万吨/年乙烯工程
10	2022H2	中石油广东石化炼化项目	广东省揭阳大南海国际石化工业区	2000 万吨/年炼油、260 万吨/年芳烃、120 万吨/年乙烯
11	2022H2	连云港盛虹石化炼化项目	连云港石化产业基地	1600 万吨/年常减压蒸馏装置
12	2022H2	海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	海南省洋浦经济开发区	100 万吨/年乙烯装置、2 套 30 万吨/年 PE 装置、20 万吨/年 EG 装置、20 万吨/年环管法 PP 装置以及 25 万吨/年气相法 PP 装置。
13	暂未投产	山东裕龙岛炼化一体化项目(一期)	山东省烟台市龙口裕龙岛	一期 2000 万吨/年原油加工能力和 2×150 万吨/年乙烯装置;总产能 4000 万吨/年
14	2024Q4	镇海炼化炼油升级扩建项目	宁波石化产业基地	1,500 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/年乙烯产能

数据来源：公司公告，华福证券研究所

沿海成品油及化学品运输持续提升，码头货物吞吐量逐年增加。鉴于水运的成本优势及便利性优势，石化产品在运输方式上普遍采用水运的形式。2021 年沿海成品油运量 8100 万吨，同比+3.8%，沿海省际运输油船 1114.1 万载重吨，同比+2.5%；沿海省际化学品运输量 3650 万吨，同比+10.6%，沿海省际化学品船 128.9 万载重吨，同比+6.0%。除此之外，我国港口货物吞吐量持续增长，2021 年达 155.5 亿吨，同比+6.8%。

图表 15：沿海航运市场运输量情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 16：沿海航运市场运量情况


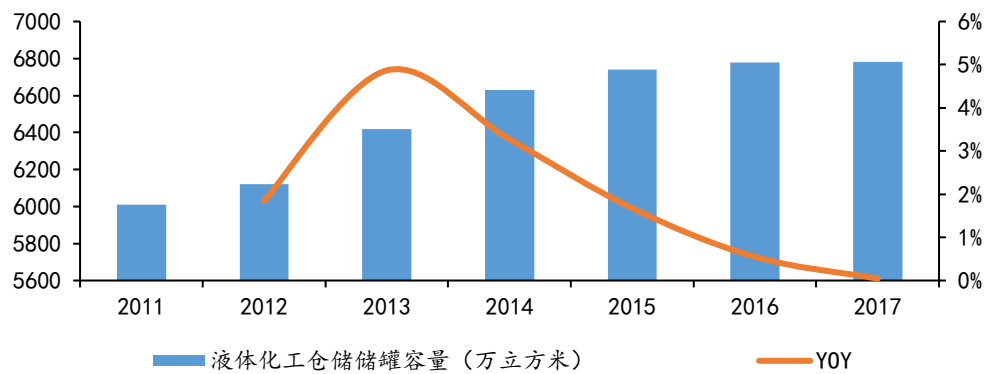
数据来源：公司公告，国家发改委，华福证券研究所

2.2 供给受限明显，行业格局分散

供给受限环境下，行业门槛较高。资源稀缺、审批程序复杂、前期投入高、建设周期长、运营和资金能力要求高等共同构成了石化仓储行业的行业壁垒。

1) 行业监管趋严，处于存量市场，资质审批难度大。基于环保和安全需求，近年来，政府在批准新项目上愈加谨慎，针对增量和存量出台了多项文件和政策，严格限制增量审批，关停“小污乱”存量并进行化工园化，供给显著承压。根据智研咨询数据，2015年业内安全事故发生后，液体化工仓储储罐容量增速迅速降低。

图表 17：液体化工仓储储罐容量（万立方米）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18：行业监管政策

年份	颁发部门	文件	内容	分类
2014	国务院	《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》	强调推进危险货物运输等专业类物流园区的建设	
2012	工信部	《危险化学品“十二五”发展布局规划》	所有新建和搬迁的危化品生产、储存企业必须进入专业化工园区，且入园率均要达到100%。	
2017	国务院	《安全生产“十三五”规划》	各省市要重点防范化学品储区、输送管线和油气站等重大危险源可能发生的事故。	
2018	国务院	《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》	对沿海石化码头及仓储基地建设形成较大制约	
2019	经国务院同意，生态环境部、发展改革委联合印发	《长江保护修复攻坚战行动计划》	较大程度约束长江沿线的供给增加	针对增量
2019	交通运输部	《关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》	较大程度约束长江沿线的供给增加	
2021	全国人大常委会	《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	
2021	全国人大常委会	《关于修改〈中华人民共和国安全生产法〉的决定》（第三次修正）	对石化仓储企业提出了更高的要求	
2021	政府	关停“小乱污”及坐落在化工区外化工仓储企业	去产能，对存量供给亦起到一定的压缩作用	针对存量

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2) 重资产投入高，建设周期长，对资金实力要求高。石化仓储属重资产行业，公司前期建设码头、投入仓储设备耗费资金高昂，建设周期长，对公司资金流转和

运营能力要求高；公司的福建港能项目从 2018 年 12 月开始建设，直到 2022 年 10 月才全部投入运营。

竞争格局“小、散、乱”，可并购标的资源丰富。石化仓储行业集中度分散，据宏川智慧《2021 年度环境、社会及公司治理报告》，公司作为行业领头羊，市占率仍不到 10%。在监管趋严的大环境下，行业中大量中小民营企业运营能力受到考验，面临产能建设时间长、资金流转压力大、出租率低、规模效应弱等问题，为行业龙头企业提供了大量的并购空间。行业龙头企业具有行业专业人才和充足的并购资金，对监管法规、客户需求、设备需求等信息都了解充分，能够快速复制经验，完成对并购项目的整合以期实现与原有项目的协同，并购实现规模增长可期。

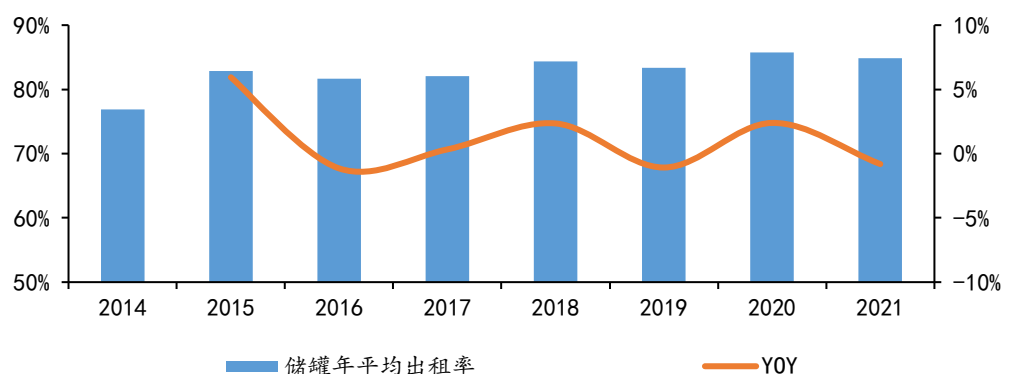
3 外延为主，提升产能

在需求恢复、供给受限的行业环境下，公司业绩增长逻辑是外延为主、内生为辅。我们认为公司短期关注石化行业需求复苏对产能利用率和租金的提升，22 年新并购产能在 23 年的释放，以及福建港能项目爬坡进展情况；中长期关注公司持续外延并购产能拓展进展。

3.1 并购是铸就公司经营业绩拓展的核心

提升产能是对公司业绩的增长最有效的方式。宏川智慧业绩增长主要来源于产能、产能利用率和租金的提升。公司产能利用率和租金水平受行业环境和公司口碑溢价影响，可控范围较小，提升难以一蹴而就；而运营服务能力和口碑效应的培养需要长期产能建设，盲目提升租金水平会造成客户流失。除 2022 年上下游开工率降低可能对行业出租率产生下降影响外，近年来公司产能利用率和租金水平相对平稳。

图表 19：储罐年平均出租率、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所

并购是公司实现产能提升最主要的方式。产能的提升来源于自建、扩建和并购。受制于对安全环保的考虑，近年来政府出台了多项政策限制罐容、岸线、码头的增量审批，存量资源愈发稀缺，新建项目获取资格难度高，扩建项目虽相对有一定的产能资源和客户基础，但拓展空间也被大幅压缩。除此之外，自建、扩建项目建设周期长，受不确定因素影响大；项目投产耗时久，投资回收期长，对公司资金压力较大。例如，公司 2018 年 12 月开始建设的福建港能项目，直至 2022 年 10 月才全部投入运营：一期项目受码头下方深处处不可预测的暗礁影响有所延后，且清礁和疏浚产生了数千万的费用；二期项目受疫情影响原定于 2021 年 6 月投产延迟至 2022 年 6 月投产。

与自建和扩建相比，并购项目不需要进行资质审批，取得产能方式简单，获得了更大的后期可扩建空间；且收购周期相对建设较短，产能变现速度快，不确定性较小。受行业监管趋严和竞争格局散乱影响，行业可并购标的资源丰富，并购成为了公司主要的产能扩张途径。

3.2 持续并购筑高竞争壁垒，产能爬坡改善公司业绩

1) 坚持并购扩张发展路径，已投产项目领先可比公司。储罐、化工仓库和码头属稀缺资源，监管趋严和疫情背景下，众多中小石化仓储企业经营不善，为公司提供了充足的并购标的资源，疫情期间并购项目增多。自 2010 年并购太仓阳鸿以来，公司通过持续并购获得稀缺资源，扩充地区产能，形成集群效应和网络效应。

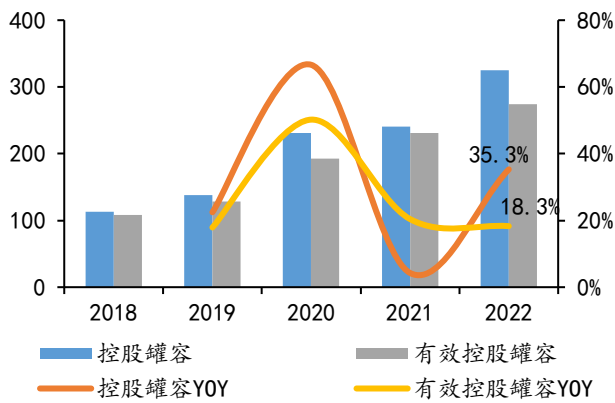
截至 2022 年底，公司已运营的储罐罐容 434.53 万 m³，化工仓库（主要为甲类、乙类库）8.32 万 m²（其中 1.83 万 m² 拟建），自有码头 14 个；待建南通阳鸿化工仓库 142 亩，在建立沙岛基地 2 万吨级码头 1 个。其中，公司控股的储罐罐容 325.33 万 m³，化工仓库（主要为甲类、乙类库）8.32 万 m²（其中 1.83 m² 拟建），自有码头 11 个。

图表 20：公司产能建设情况（截至 2022 年底）

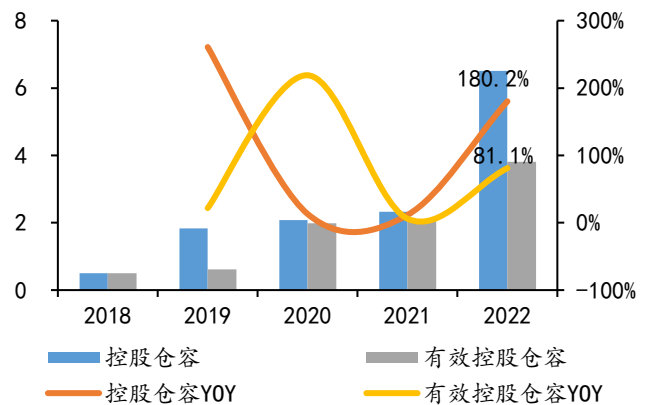
区位	地点	性质	持股比例	公司简称	产能取得时间	产能取得方式	罐容(万m ³)	化工仓库(万m ²)	码头
福建东南沿海的海峡西岸经济区	泉州	控股	94.15%	福建港能	2021.11	并购+自建	9.85	0.25	3万吨*1
					2022.06	并购+自建	33.30		
					2022.10	并购+自建	1.20		
					合计		44.35	0.25	
粤港澳大湾区核心地带	东莞(立沙岛基地)	全资	100%	东莞三江	2007.09	自建	10.06	0.51	2万吨*2, 其中1在建
					2009.12	扩建	14.07		
					合计		24.13	0.51	
	宏川仓储	2020.05	自建	20.75	0.15				
	宏元仓储	2020.05	自建	1.05					
中山	全资	100%	中山嘉信	2019.12	并购	6.16	1.33	5千吨级*1	
长江三角洲核心地带	太仓	全资	100%	太仓阳鸿	2010.09	并购	33.60		8万吨级*1
					2014.12	扩建	27.00		
					合计		60.60		
	南通	全资	100%	南通阳鸿	2021.01	并购	40.20		8万吨级*1
					2012.12	并购	22.30	142亩土地待招拍挂	
					2018.09	扩建	6.00		
					2019.03	扩建	19.20		
	合计		47.50						
	南京	控股	90%	南京龙翔	2022.04	并购	21.00		2万吨级*2 +5000吨级*1
	常州	控股	56.91%	常州宏川	2020.05	并购	54.40		5万吨级*1+1千吨级*1
常熟(常熟基地)	参股->全资	100%	常熟宏智	常熟宏川	2020.05	并购	16.01	0.09	2万吨级*1
				2021.06/2022.11	并购+复产	13.38	1.46	2万吨级*1	
				2022.04/2022.11	并购+复产	16.00			
合计		29.38	1.46						
宁波(宁波基地)	合营	60%	宁波宁翔、宁波新翔	2022.04	并购	2.90			
环渤海经济圈	潍坊	合营	潍坊森达美	2022.04	并购	49.70		3万吨级*1*2	
				2022.06	并购+自建	16.40			
	合计		66.10						
沧州	控股	90%	嘉会物流	2022.06	并购		2.72		
成渝地区双城经济圈	成都	全资	100%	成都宏智	2022.12	并购+自建		拟建设12座, 1.83万m ²	
截至2022年底合计							434.53	8.32(其中拟建1.83)	14
控股							325.33	8.32(其中拟建1.83)	11
参股							40.20	0.0	1
合营							69.00	0.0	2

数据来源：公司公告，华福证券研究所；标黄为2022年新增产能（深色为全资/控股，浅色为合营），标灰为截止至2022年底的产能情况

2) 2022年新增并购产能增多，与现有库区协同，贡献2023年有效控股产能增长。公司2022年在长三角地区的南京、常熟、宁波，环渤海地区的潍坊、沧州和福建东南沿海的泉州地区都大力投入了优质储罐、化工仓库和码头产能，与原有项目地区形成协同，拓展服务覆盖面，提升了公司石化仓储业务的综合服务能力和竞争壁垒。2022年公司控股和有效控股产能都实现了大幅增长，新增产能将为2023年公司有效控股产能的增长打下铺垫。

图表 21：控股罐容、有效控股罐容（万 m³）、YOY


数据来源：公司公告，华福证券研究所；有效控股罐容=2022 年实际投入运营时间/12 月*罐容

图表 22：控股仓容、有效控股仓容（万 m²）、YOY


数据来源：公司公告，华福证券研究所；有效控股仓容=2022 年实际投入运营时间/12 月*罐容

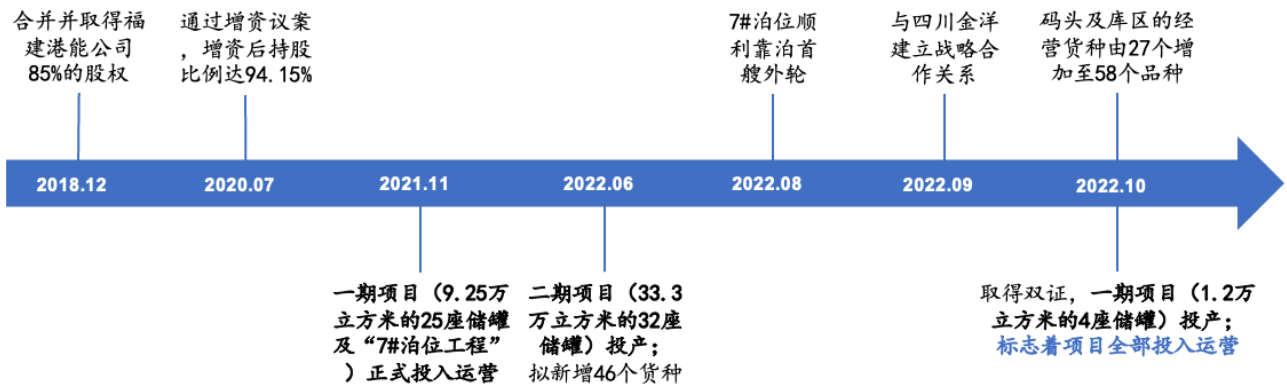
2022 年 4 月，公司通过间接控股子公司宏川香港收购了龙翔集团 99.15% 股权（22 年 8 月达 100%），其旗下 4 个库区中：①控股子公司“南京龙翔”拥有 21 万立方米罐容和 2 个 2 万吨级和 1 个 5,000 吨级码头泊位，所在南京江北新材料科技园是国内经济总量最大的化工园区；②合营公司“潍坊森美达”拥有 66.1 万立方米罐容（其中 16.4 万立方米罐容为 2022 年 6 月投产的三期工程）和 2 个 3 万吨级码头泊位；③合营公司“宁波龙翔”和“宁波新翔”共拥有 2.9 万立方米罐容。2022 年 6 月，公司通过全资子公司南通阳鸿收购了嘉会物流 90% 股权，其拥有 2.72 万平方米化工仓库；潍坊森美达三期项目的 16.4 万立方米罐容投产；福建港能二期项目的 33.3 万立方米罐容投产。2022 年 10 月，福建港能三期项目的 1.2 万立方米罐容投产。**2022 年 11 月**，公司通过全资子公司智慧发展和太仓阳鸿合计收购了金联川 70% 股权，因此直接和间接共持有 100% 股权，金联川旗下常熟宏智的 29.38 万立方米罐容、1.46 万平方米化工仓库和 1 个 2 万吨级码头泊位纳入公司并表范围。**2022 年 12 月**，公司直接收购了成都宏智 100% 股权，拟建设 1.83 万平方米化工仓库，其将公司的第二主业化工仓库仓储业务版图拓展至成渝地区双城经济圈，填补西部地区业务空白。

3) 静待福建港能产能爬坡，产能利用率有望提升。福建港能“港丰石化仓储项目”位于福建东南沿海的海峡西岸经济区，是公司开拓东南市场的战略支撑点，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。项目分为两期建设，进度受暗礁和疫情影响有所推迟。

2021 年 11 月，一期工程合计罐容 9.25 万立方米的 25 座储罐投产。2022 年 6 月，二期工程的合计罐容 33.3 万立方米的 32 座储罐投产。2022 年 8 月，7#泊位

顺利靠泊了首艘外轮，成功检验了面向国际油品储运市场开放的能力，促进产能释放。2022年10月，公司取得了《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》，许可一期工程中的合计罐容1.20万立方米的4座储罐投入运营，标志着福建港能项目全部投入运营，并调整码头及库区的经营货种由27个增加至58个，产能有望进一步得到释放。

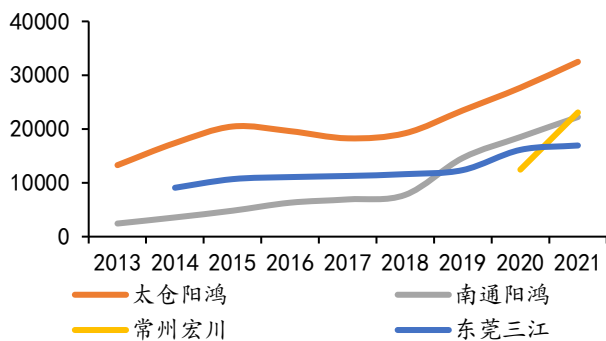
图表 23：福建港能“港丰石化仓储项目”建设历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

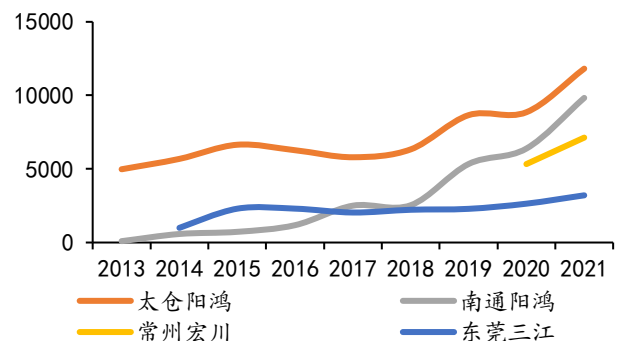
4) 公司并购项目均位于经济发达、产业集聚地区，业务版图覆盖长三角、粤港澳大湾区、东南沿海、环渤海和成渝地区双城经济圈。除此之外，公司优先选择与现有仓库基地/库区协同、码头条件优异、拥有证照资质、并购后盈利能力较强的项目。被并购后，各子公司营业收入和净利润都有显著的改善，支撑公司业绩增长。

图表 24：被并购公司营业收入（万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：被并购公司净利润（万元）

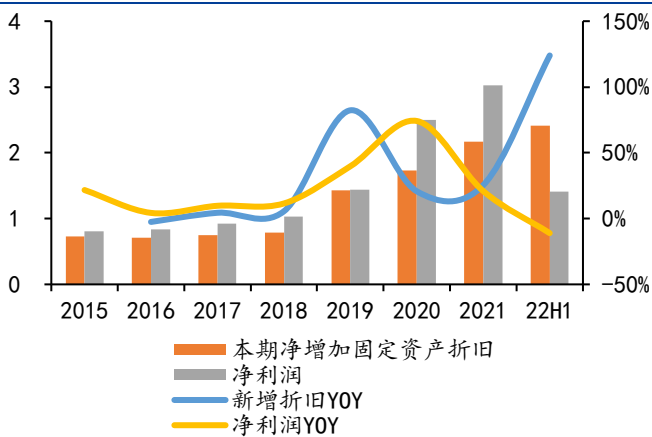


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2019-2021年，公司产能投入逐步增加，带动营收快速增长，使得净利润增速高于固定资产折旧新增速度，推动公司经营现金流净额保持较高速增长。2022年受上下游开工率下降和公司大规模产能投入影响，公司营收增速放缓，净利润增速低于固定资产折旧新增速度，公司经营现金流净额增速有所下滑。未来随着公司产能建设及产能爬坡度过，净利润增速改善可期，固定资产新增折旧增速

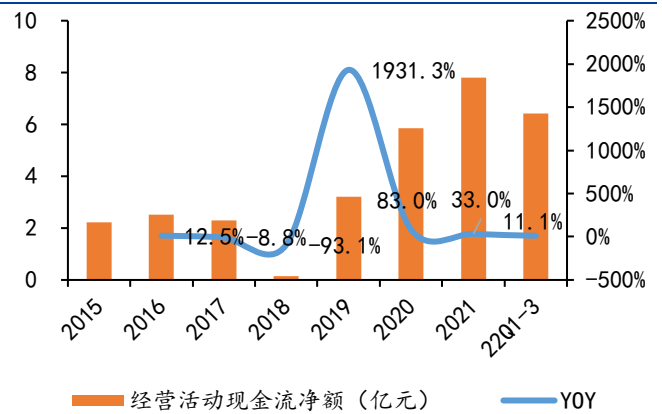
有望降低，经营性现金流量净额有望进一步提高。

图表 26: 各项固定资产累计折旧 (亿元)、YOY



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 27: 经营活动现金流净额 (亿元)、YOY

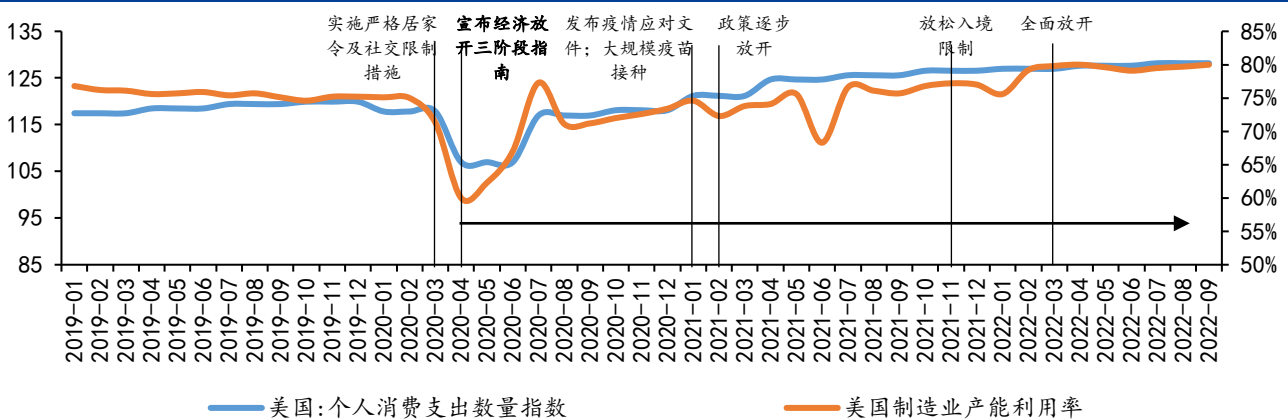


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.3 后疫情产能利用率和租金水平提升可期，内生建设辅助提升产能

22H2 需求萎缩，公司产能利用率有待恢复，租金水平有望修复。经过三年的疫情发酵，下游收产影响到上游开工率，降低了石化仓储环节需求，或将对公司产能利用率水平产生不利影响。根据美国疫情后制造业复苏情况，我们预期随着疫情放开，22H2 制造业产能利用率将随着消费复苏有所恢复，进而带动石化仓储行业发展；随着上下游逐步达到满产，公司租金水平有望修复。

图表 28: 美国消费和制造业产能复苏情况



数据来源: Choice, 华福证券研究所

公司通过自建罐容和化工仓库夯实产能优势。2020年5月，东莞立沙岛基地的“宏川仓储新建项目”和“宏元仓储仓储项目”顺利通过新建投产运营审批，共获得了21.8万立方米罐容和0.15万平方米化工仓库。2022年12月，“成都宏智建设项目”拟在成渝地区双城经济圈建设12座共1.83万平方米的化工仓库，扩大公司化工仓库业务规模和辐射范围。

3.4 金联川落地验证并购基金模式成功，提供新的并购途径

需要中长期过渡的并购标的，在过渡期内成本没有对应营收，会对公司业绩产生影响。公司将需要中长期过渡的并购标的放在体外参股的并购基金运作，运营成熟后并入表内，可有效实现降低并购对成本的影响。

金联川的落地验证了公司通过并购基金收购标的的模式成功。

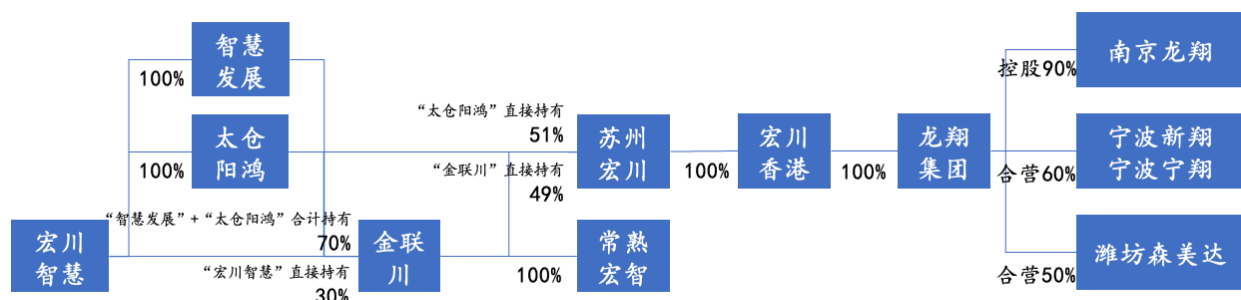
1) 通过并购基金收购标的：2020年8月，公司与金控基金、莞企二号共同出资设立了金联川，从事并购投资活动，公司参股30%。2021年1月，公司通过金联川并购基金收购了常熟宏智13.38万立方米的90座储罐和1.46万平方米的化工仓库；2021年9月，公司再次通过金联川收购了常熟宏智剩余16万立方米的28座储罐。

2) 通过并购基金，将标的放在表外运作：在此期间，公司通过金联川，将常熟宏智放在表外进行升级改造、复工复产等，并用公司旗下的常熟宏川库区对常熟宏智完成商务、运营、安全等资源能力倒入，软硬件全方位升级改造，实现了常熟宏智项目的成熟运营。2021年6月，13.38万立方米罐容和1.46万平方米仓容投入运营；2022年4月，剩余的16万立方米罐容投入运营。

3) 项目运营成熟后收归表内：2022年11月，公司通过全资子公司智慧发展和太仓阳鸿合计收购了金联川70%股权，收购完成后公司直接和间接持有金联川100%份额。金联川资产包括常熟宏智100%股权和苏州宏川49%的股权，因此，公司通过此次并购，间接控制了常熟宏智和龙翔集团100%股权，常熟宏智被纳入公司合并报表范围，龙翔集团完全并表，金联川并购基金运作形成闭环。常熟宏智运营情况良好，将进一步提升公司产能规模和核心竞争力。

金联川并购的落地，用对成本影响更小的方式实现了公司产能规模提升，模式的成功验证也为公司未来并购提供了新的途径。未来并购标的时再涉及需要较长过渡期的项目，公司可复制常熟宏智项目经验，抓住市场投资机遇，降低并购成本对公司业绩的影响。

图表 29：公司收购金联川股权变化情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：码头储罐综合服务收入主要受有效控股储罐罐容、出租率和租金影响，随着疫情放开后上下游开工率逐步改善，公司并购项目落地和产能爬坡结束，预计 22-24 年公司有效控股储罐罐容增长率分别为+18.3%、+30.7%（考虑 22 年并表时间，实际罐容增长率 10%）、+10.0%；储罐年平均出租率分别为 70%、75%、81%；月度租金同比分别为-2.0%、1.0%、1.2%。

假设 2：化工仓库综合服务收入主要受有效化工仓库仓容、出租率和租金影响，随着外部环境改善，公司发展第二主业，增加化工仓库自建及并购，预计 22-24 年公司有效化工仓库仓容增长率分别为+81.5%、+94.8%、+23.6%；仓库年平均出租率分别为 70%、80%、82%；月度租金分别为 175.0、190.0、200.0 元/平方米/月。

假设 3：受并购项目落地、产能爬坡等因素影响，公司 2022 年毛利率有所下降。随着并购项目产能爬坡和协同效应释放，毛利率有望回升并稳定，预计 22-24 年毛利率分别为 62.5%、65.5%、66.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

图表 30：分业务收入及毛利率

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
码头储罐综合服务收入	775.74	974.13	931.18	1,317.29	1,583.72
YOY	0.0%	25.6%	-4.4%	41.5%	20.2%
码头储罐综合服务成本	276.89	347.94	365.33	474.93	560.42
码头储罐综合服务毛利率	64.3%	64.3%	60.8%	63.9%	64.6%
化工仓库综合服务收入	42.61	47.57	56.04	135.46	180.57
YOY		11.6%	17.8%	141.7%	33.3%
化工仓库综合服务成本	13.31	16.35	19.62	45.13	57.76
化工仓库综合服务毛利率	68.8%	65.6%	65.0%	66.7%	68.0%
其他服务收入	29.97	66.27	79.52	103.38	124.05
YOY		121.1%	20.0%	30.0%	20.0%
其他服务成本	12.40	13.33	14.67	16.13	17.75
其他务毛利率	58.6%	79.9%	81.6%	84.4%	85.7%
营业总收入	848.32	1,087.96	1,066.74	1,556.12	1,888.35
YOY		28.2%	-2.0%	45.9%	21.3%
营业总成本	302.60	377.62	399.62	536.19	635.93
毛利润	545.72	710.34	667.12	1,019.93	1,252.42

毛利率	64.3%	65.3%	62.5%	65.5%	66.3%
-----	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们选取危化品供应链中的 2 家主流公司，2023 年 2 家公司平均 PE 为 20.0 倍。我们看好疫情放开后石化仓储行业需求修复，监管趋严下公司固有产能愈加稀缺；公司作为行业龙头具备产能优势，已投入产能逐步爬坡并释放协同效应，坚持“并购+自建”战略持续扩张产能规模，拉动公司业绩增长。预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 2.3、4.0、5.1 亿元，考虑公司 22 年 PE 估值中枢为 34X，结合行业 23 年预期给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 26.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值（2023 年 2 月 22 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603713.SH	密尔克卫	129.94	2.6	4.2	5.5	7.0	52.7	32.7	25.0	19.7
001228.SZ	永泰运	58.35	2.2	3.0	3.9	5.0		19.3	14.9	11.7
平均值							52.7	26.0	20.0	15.7
002930.SZ	宏川智慧	21.43	0.6	0.5	0.9	1.1	35.6	42.3	24.2	19.1

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：密尔克卫、宏川智慧使用华福证券预测值，永泰运为 wind 一致预期

5 风险提示

- 1) 安全生产风险。石化物流企业库区存储的货物大部分是油品、危险化学品等，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。
- 2) 整合并购库区风险。虽然公司具备丰富的行业并购经验，但不同区域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。

图表 32: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	666	640	860	1,169	营业收入	1,088	1,067	1,556	1,888
应收票据及账款	111	100	133	156	营业成本	378	400	536	636
预付账款	4	4	6	7	税金及附加	10	11	15	17
存货	3	3	4	5	销售费用	31	30	43	52
合同资产	0	0	0	0	管理费用	112	125	180	219
其他流动资产	184	181	264	320	研发费用	15	10	14	17
流动资产合计	969	928	1,266	1,656	财务费用	145	164	181	203
长期股权投资	465	465	465	465	信用减值损失	-7	0	-3	-4
固定资产	3,418	3,967	4,659	5,382	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	635	820	823	803	公允价值变动收益	3	2	3	3
无形资产	877	906	936	925	投资收益	3	2	2	2
商誉	300	300	300	300	其他收益	8	8	8	8
其他非流动资产	224	234	246	257	营业利润	405	340	596	753
非流动资产合计	5,918	6,692	7,428	8,131	营业外收入	1	2	2	2
资产合计	6,887	7,620	8,694	9,787	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	133	840	1,734	2,576	利润总额	405	341	597	754
应付票据及账款	132	237	296	312	所得税	103	87	152	192
预收款项	0	3	3	2	净利润	302	254	445	562
合同负债	10	5	10	15	少数股东损益	30	25	44	56
其他应付款	85	85	85	85	归属母公司净利润	272	229	401	506
其他流动负债	396	399	411	419	EPS (摊薄)	0.60	0.51	0.89	1.12
流动负债合计	756	1,570	2,538	3,409					
长期借款	2,548	2,343	2,138	1,933					
应付债券	555	555	555	555					
其他非流动负债	148	148	148	148					
非流动负债合计	3,251	3,046	2,841	2,636					
负债合计	4,007	4,616	5,379	6,045					
归属母公司所有者权益	2,355	2,454	2,721	3,093					
少数股东权益	525	550	594	650					
所有者权益合计	2,880	3,004	3,315	3,743					
负债和股东权益	6,887	7,620	8,694	9,787					

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	779	871	951	1,134
现金收益	707	750	1,001	1,192
存货影响	1	0	-1	-1
经营性应收影响	1	11	-35	-24
经营性应付影响	-13	108	58	15
其他影响	82	2	-72	-49
投资活动现金流	-703	-1,102	-1,105	-1,125
资本支出	-613	-1,095	-1,099	-1,119
股权投资	-465	0	0	0
其他长期资产变化	375	-7	-6	-6
融资活动现金流	-13	205	374	300
借款增加	28	502	689	637
股利及利息支付	-287	-326	-346	-368
股东融资	261	0	0	0
其他影响	-15	29	31	31

主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	28.2%	-2.0%	45.9%	21.3%
EBIT 增长率	31.4%	-8.4%	54.3%	22.9%
归母净利润增长率	19.5%	-15.9%	75.1%	26.3%
获利能力				
毛利率	65.3%	62.5%	65.5%	66.3%
净利率	27.8%	23.8%	28.6%	29.8%
ROE	9.5%	7.6%	12.1%	13.5%
ROIC	9.7%	8.0%	10.6%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	60.6%	61.9%	61.8%
流动比率	1.3	0.6	0.5	0.5
速动比率	1.3	0.6	0.5	0.5
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	35	27	27
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.51	0.89	1.12
每股经营现金流	1.72	1.93	2.10	2.51
每股净资产	5.21	5.43	6.02	6.84
估值比率				
P/E	36	42	24	19
P/B	4.1	3.9	3.6	3.1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn