

2023年10月30日  
宏川智慧(002930.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

物流综合

## 石化仓储龙头壁垒高筑，外延并购空间广阔

**目 民营石化仓储龙头，持续并购稳健成长：**公司创立于2012年，成立以来持续推进并购战略，实现并巩固石化仓储龙头地位。公司聚焦液体化工品码头储罐仓储业务、化工仓库仓储业务，兼有中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务，是国内领先的创新型石化物流综合服务商。码头储罐主业2022年贡献收入占比高达88.0%，毛利占比达86.3%。公司布局长三角地区、粤港澳大湾区、东南沿海地区、环渤海经济圈、成渝地区双城经济圈五大核心经济圈，发挥集群效应，推动码头储罐仓储业务+化工仓库仓储业务并进发展。

**目 沿海大炼化产能释放及水运渗透率提升，仓储需求有望保持平稳增长：**石化产业发展及化工品产销地域不均催生石化仓储需求，下游需求与宏观经济相关，总量需求平稳，石化行业收入2013-2022年CAGR达2.8%，原油加工量2013-2022年CAGR达1.7%。当前行业需求疲软，开工率短期承压，但产销差异及细分品类产量增长仍为石化仓储需求提供支撑。中长期看，民营大炼化项目相继投产，仅考虑部分大炼化项目，预计2026年底至少有12600万吨/年炼油、1470万吨/年乙烯、1090万吨/年芳烃的规划产能投产，推动危化品仓储需求增长。从运输方式来看，公转水推动水运渗透率提升，2018-2021年水运渗透率由18%提升至22%。产能提升及运输方式变化下仓储需求有望保持平稳增长。

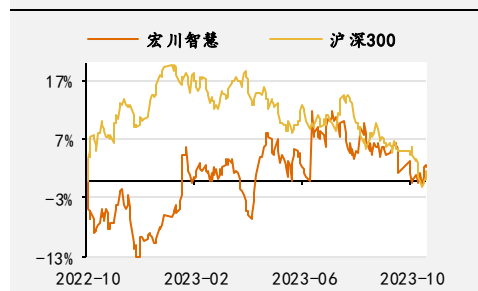
**目 监管趋严壁垒高筑，行业集中度有望提升：**石化仓储企业的前沿码头资源和储罐建设规模直接决定了行业的进入门槛和企业的竞争实力，环保政策及安全监管制度陆续颁布实行，行业准入壁垒持续提高，石化仓储供给增长受限。2013-2017年罐容容量增速由5%同比回落至0%，行业罐容趋于稳定。沿岸码头资源增长受限，沿海港口万吨级及以上泊位由2015年的6%回落至2021年的3%。行业格局分散，石化仓储企业区域特征显著且普遍规模较小，CR3约为15.5%，公司作为行业领头羊，2022年市占率约为10.4%，随着监管不断趋严，“小散乱差”污染企业会面临关停整治的风险，行业存量也受到压缩。预计规模化的石化仓储龙头将加快产业布局，行业集中度有望提高。

**目 产能扩张及优质服务赋能码头储罐业绩表现：**码头储罐业务主要服务于境内外石化产品的生产商、贸易商以及终端用户，存储

投资评级	买入-A 首次评级
12个月目标价	24.81元
股价(2023-10-27)	21.57元

交易数据	
总市值(百万元)	9,846.16
流通市值(百万元)	9,346.97
总股本(百万股)	456.47
流通股本(百万股)	433.33
12个月价格区间	18.6/23.56元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.8	4.0	-5.1
绝对收益	-2.9	-4.7	-6.9

孙延 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004

sunyan1@essence.com.cn

相关报告

油品、醇类、液碱和其它化工品，收入主要由罐容、出租率和单位租金决定。1) 相较于上市同行，公司外延+内生下储罐罐容领先且保持扩张步伐，目前运营罐容约 439 万 m<sup>3</sup>，在长三角等核心地区形成网络化。随着公司并购和扩建项目逐步落地，预计公司储罐罐容有望保持持续稳健的成长；2) 储罐出租率长期保持稳定，除 2022 年外，2015-2022 年间储罐使用率在 81-86% 之间浮动。展望未来，福建港能项目产能爬坡下公司出租率有望回升，储罐出租率有望随品类扩张及长租客户提升持续稳定增长；3) 公司坐拥优质码头，区域竞争有限，规模优势构筑仓储综合服务能力，储罐单位租金自 2015 年起稳步提升，2015-2022 单位租金由 30.71 元/ m<sup>3</sup>/月提升至 44.83 元/ m<sup>3</sup>/月。展望未来，区域竞争优势维持，综合服务能力稳步提升下公司租金水平有望稳中有升。

**目 化工仓库仓储业务进入快速发展阶段：**化工仓库综合服务仍处于发展初期阶段，预期通过自建、并购发展路径快速发展，未来有望成为第二增长曲线。截至 2023 年 7 月，公司已运营仓库面积 6.49 万 m<sup>2</sup>，以甲类和乙类仓为主。该业务 2022 年收入为 0.59 亿元，占比 4.7%。2022 年毛利为 0.31 亿元，毛利率为 52.5%。与储罐业务相比，化工仓库产能扩张不受码头资源限制，成长空间广阔。

**目 投资建议：**民营大炼化项目相继投产，产能提升下石化仓储需求有望持续增长，监管趋严提高石化仓储行业准入壁垒，公司通过自建和并购持续推进产能扩张，储罐和仓库核心资产增加，主营业务收入保持较快增长，公司自身规模优势推动盈利能力稳步提升，业绩较快增长且具有很强的确定性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.5/4.5/5.3 亿元，增速 56.7%/29.1%/18.1%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 28x/22x/18x，给予“买入-A”评级。公司商业模式壁垒较高，盈利有望保持稳定增长，由于行业内暂无业务范围一致的可比公司，参考公司历史 PE 估值区间 20x-35x 给予 2024 年 25x 估值，对应目标价为 24.81 元。

**目 风险提示：**1) 宏观经济景气波动导致需求低于预期；2) 行业监管政策变动影响公司扩张节奏；3) 危化品仓储事故风险。4) 假设及盈利预测不及预期的风险

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	10.9	12.6	17.6	20.9	24.4
净利润	2.7	2.2	3.5	4.5	5.3
每股收益(元)	0.60	0.49	0.77	0.99	1.17

每股净资产(元)	5.16	5.19	5.30	5.74	6.24
<hr/>					
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	36.2	44.0	28.1	21.7	18.4
市净率(倍)	4.2	4.2	4.1	3.8	3.5
净利润率	25.0%	17.7%	20.0%	21.6%	21.9%
净资产收益率	11.6%	9.4%	14.5%	17.3%	18.8%
股息收益率	1.4%	1.4%	2.0%	2.6%	3.1%
ROIC	8.6%	7.9%	8.7%	10.1%	10.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 民营石化仓储龙头，持续并购稳健成长.....	6
1.1. 聚焦码头储罐主业，并购助力业绩高增.....	6
1.2. 公司股权集中，业绩激励稳筑利益共同体.....	10
2. 大炼化投产催化仓储需求，监管趋严行业集中度有望提升.....	11
2.1. 需求端：产销差异、大炼化投产及运输方式变化提振仓储需求.....	11
2.2. 供给端：监管趋严壁垒高筑，行业集中度有望提升.....	15
3. 聚焦石化仓储核心资产，内生外延优势凸显.....	17
3.1. 码头储罐业务：产能扩张铸就规模优势，优质服务赋能业绩表现.....	18
3.1.1. 罐容领先且持续扩张，仓储能力不断提升.....	19
3.1.2. 以“长约+包罐”为主，储罐出租率中枢上移.....	21
3.1.3. 区域竞争有限，公司议价能力突出，租金稳中有升.....	23
3.2. 化工仓库综合服务：自建+并购扩张，有望成为第二增长极.....	26
3.3. 增值服务：依托仓储核心资产，流量变现下成长空间可期.....	27
4. 盈利预测与投资建议.....	28
5. 风险提示.....	31

## 目 录

图 1. 宏川智慧发展历程.....	6
图 2. 宏川智慧业务模式.....	6
图 3. 2022 年各主营业务营收占比.....	7
图 4. 2022 年各主营业务毛利占比.....	7
图 5. 宏川智慧下属仓储基地/库区分布图（截至 2023.6）.....	8
图 6. 2017-2023 年 H1 年公司营业收入及增速.....	8
图 7. 2017-2023 年 H1 年公司净利润及增速.....	8
图 8. 2017-2023 年 H1 年公司毛利及毛利率.....	9
图 9. 2017-2023 年 H1 年公司费用率.....	9
图 10. 2017-2023 年 H1 石化仓储上市公司经营性现金净流量（亿元）.....	9
图 11. 2018-2023 年 H1 公司长期借款利率（%）.....	9
图 12. 2018-2023 年 H1 年抵押资产所属子公司营收（百万元）.....	10
图 13. 2018-2023 年 H1 年抵押资产所属子公司净利（百万元）.....	10
图 14. 宏川智慧股权结构及部分参控股、合营公司（截止 2023.6）.....	10
图 15. 2021-2025 年公司预设基础指标营收及增速.....	11
图 16. 2021-2025 年公司预设最高指标营收及增速.....	11
图 17. 石化仓储行业产业链.....	11
图 18. 石化产品消费市场主要集中于华东和华南地区.....	12
图 19. 2018-2023 年 H1 我国石化行业收入.....	12
图 20. 2018-2023 年 H1 我国原油加工量.....	12
图 21. 2022 年我国石化行业原材料价格大幅上涨.....	13
图 22. 成品油主营炼厂开工率.....	13
图 23. 2013-2022 年成品油产量、表观消费量及各自增速.....	13
图 24. 我国乙二醇产量呈上升趋势.....	13
图 25. 2016 年-2021 年原油加工成品对外依存度%.....	14
图 26. 2018 年（图左）-2021 年（图右）危化品运输中水运占比提升.....	15

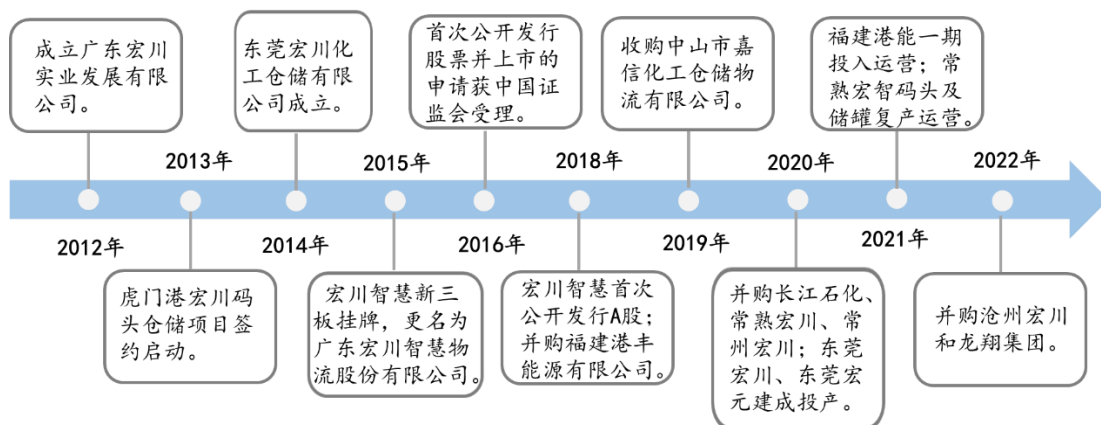
图 27. 2015-2021 年我国沿海港口万吨级及以上泊位及增速	17
图 28. 2011-2017 年国内液体仓储储罐容量及增速	17
图 29. 2022 年石化仓储行业公司普遍规模较小	17
图 30. 2021 年石化仓储储罐市占率	17
图 31. 太仓阳鸿库区-鸟瞰图	18
图 32. 太仓阳鸿库区-近景图	18
图 33. 2015-2021 年存储种类贡献吞吐量结构	18
图 34. 2015-2019 年存储种类贡献营收结构	18
图 35. 2017-2023 年 H1 营收及增速	19
图 36. 2015-2023 年 H1 毛利及毛利率	19
图 37. 发展至今公司储罐产能扩张历程（仅含并表子公司）	19
图 38. 2017-2022 年公司合计罐容（包含参控股子公司）	20
图 39. 截至 2023 年 6 月 3 家上市公司储罐数量及罐容（现有及在建）	21
图 40. 2013-2022 年公司储罐年均使用率	21
图 41. 2015-2022 年公司储罐分地区出租率情况	22
图 42. 不同租赁期限对码头储罐业务收入贡献的比例	22
图 43. 2013-2022 年出租储罐单位罐容月租金及增速	24
图 44. 2022 年全国液体储罐罐容前 3 名的省份及对应罐容和市占率	25
图 45. 公司华东地区的储罐布局具备网格化结构（截至 2023.6）	26
图 46. 2019-2023 年 H1 化工仓库综合服务营业收入	27
图 47. 2019-2022 年化工仓库综合服务毛利及毛利率	27
图 48. 2018-2023 年增值服务 H1 营业收入	28
图 49. 2018-2023 年增值服务 H1 毛利及毛利率	28
图 50. 公司 2020-2023 年 PE band	30
表 1: 宏川智慧 5 大业务模式	7
表 2: 2023-2026 年部分大炼化项目统计	14
表 3: 国家接连出台相关规范指导意见和政策	16
表 4: 宏川智慧下属仓储基地/库区分布表（截止 2023 年 6 月）	20
表 5: 宏川智慧下属仓储基地/库区的指定交割库资质	23
表 6: 公司储罐定价标准（2023 年 6 月）	23
表 7: 公司码头、岸线资源（截至 2023.6）	24
表 8: 公司主要库区市占率及主要竞争对手	25
表 9: 公司现有仓库（截止 2023 年 6 月）	27
表 10: 宏川智慧增值服务	28
表 11: 宏川智慧估值模型核心假设	29
表 12: 宏川智慧主要财务和估值指标	30

## 1. 民营石化仓储龙头，持续并购稳健成长

### 1.1. 聚焦码头储罐主业，并购助力业绩高增

持续推进并购战略，巩固石化仓储龙头地位。宏川智慧创立于2012年，原名广东宏川实业发展有限公司；2015年，公司登陆新三板挂牌交易；2018年3月在深交所上市。2018-2022年期间，公司陆续并购福建港能、中山嘉信、常熟宏川、常州宏川、常熟宏智、沧州宏川、龙翔集团等公司，同时通过自建和扩建增加储罐罐容，巩固石化仓储龙头地位。

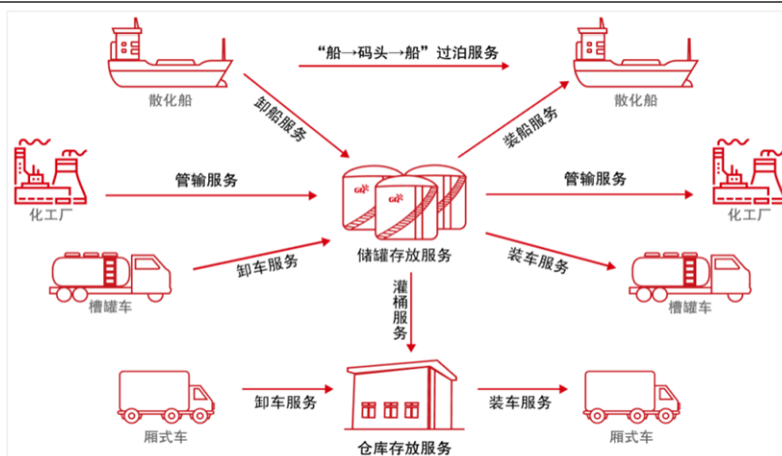
图1. 宏川智慧发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

聚焦液体化工品码头储罐业务，是国内领先的创新型石化物流综合服务商。目前公司主营业务包括码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务。主要客户为境内外石化产品生产厂商、贸易商以及终端用户；可储存的产品包括油品及相关产品、醇类、酮类、酯类等化工产品。公司以码头储罐为第一主业，2022年贡献收入占比高达88.0%，毛利占比达86.3%，化工仓库综合服务为第二主业，作为公司第二增长曲线，2022年收入达4.7%，毛利占比达4.4%。

图2. 宏川智慧业务模式



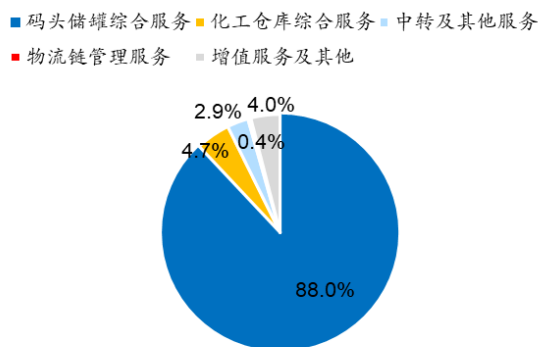
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表1：宏川智慧5大业务模式

业务	内容
码头储罐综合服务	依靠码头、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（船运货物利用码头管线输送到同时靠泊的另一艘船上）、中转、车船直卸（车运货物利用管线输送到靠泊在码头的船上或者反向输送）、船只补给（向靠泊在码头的船舶补给淡水等物质）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。其中，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物流全过程提供时间、损耗、品质管控等服务
增值服务及其他	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

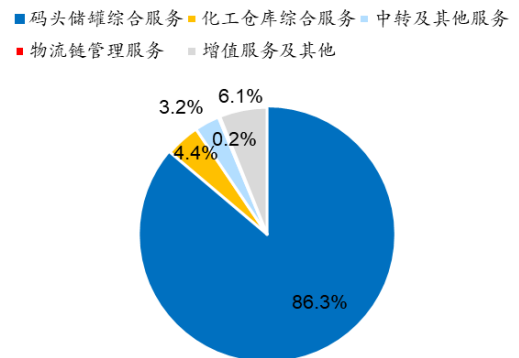
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图3. 2022年各主营业务营收占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

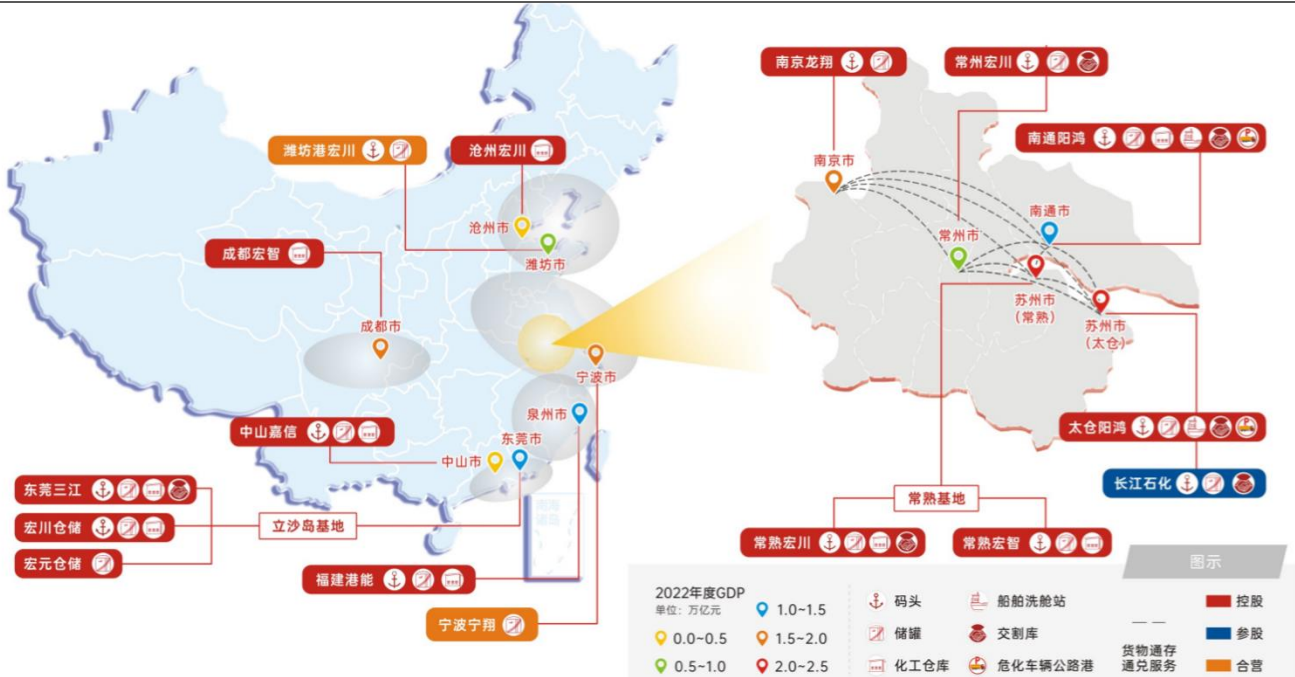
图4. 2022年各主营业务毛利占比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

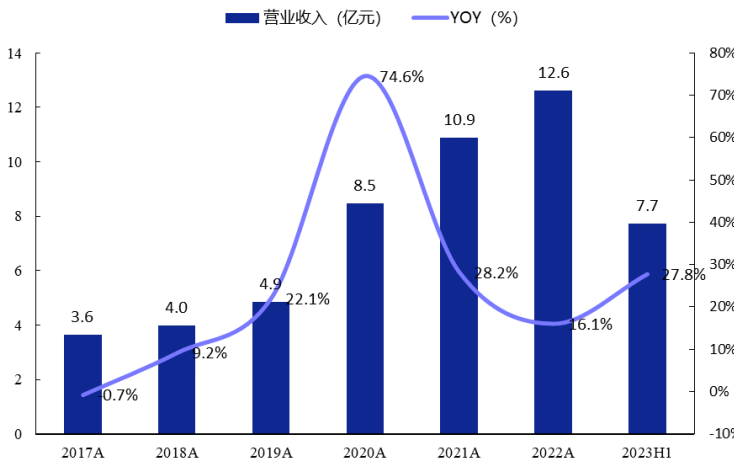
布局5大核心经济圈，受益于罐容增长，公司业绩增长势头强劲。公司下属子公司分布于长三角地区、粤港澳大湾区、东南沿海地区、环渤海经济圈、成渝地区双城经济圈，谋求“第一主业码头储罐仓储业务+第二主业化工仓库仓储业务”并进发展。2018年上市以来，公司持续推进罐容扩张，营收及利润保持较快增长，2018-2022年，公司营收规模从4.0亿元提升至12.6亿元，CAGR为33.5%，归母净利润从1.0亿元提升至2.2亿元，CAGR为21.5%。

图5. 宏川智慧下属仓储基地/库区分布图（截至 2023.6）



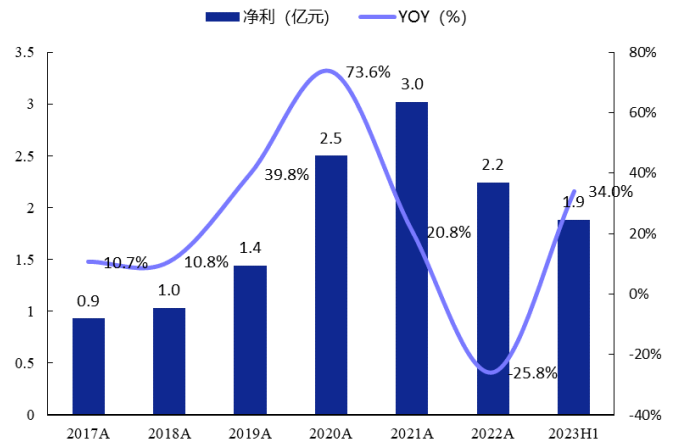
资料来源：公司 ESG 报告，安信证券研究中心

图6. 2017-2023 年 H1 年公司营业收入及增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图7. 2017-2023 年 H1 年公司净利润及增速

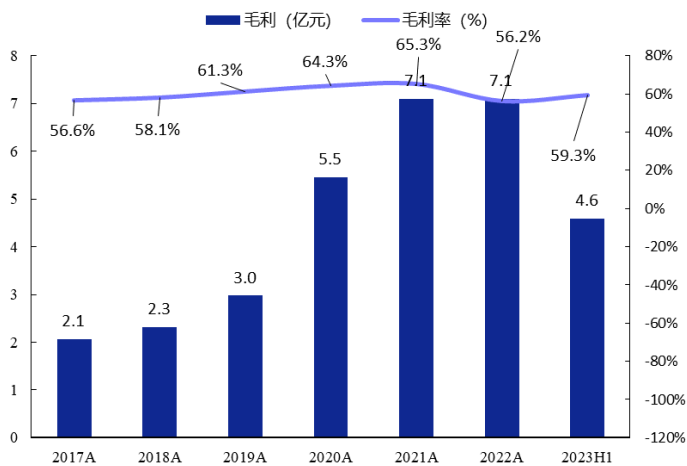


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2018-2022 年，公司毛利规模从 2.3 亿元提升至 7.1 亿元，CAGR 为 32.4%，2018-2021 年，毛利率由 58.1% 提升至 65.3%，2022 年毛利率因福建港能项目仍处于产能爬坡期而短期回落至 56.2%。公司期间费用率整体相对稳定，财务费用率由 2019 年的 6.1% 逐步提升至 2022 年的 18.8%，主要源于公司持续并购下银行借款增加并确认利息费用。

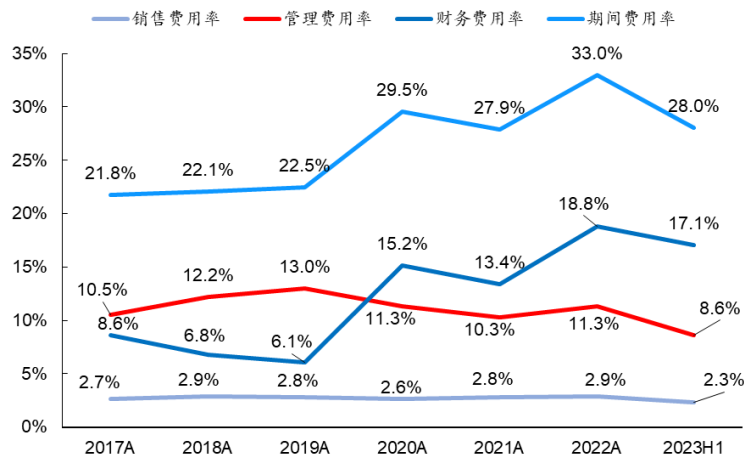


图8. 2017-2023 年 H1 公司毛利及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

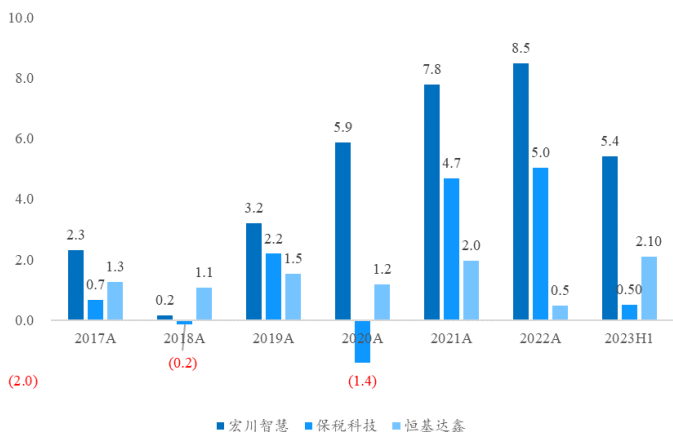
图9. 2017-2023 年 H1 公司费用率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

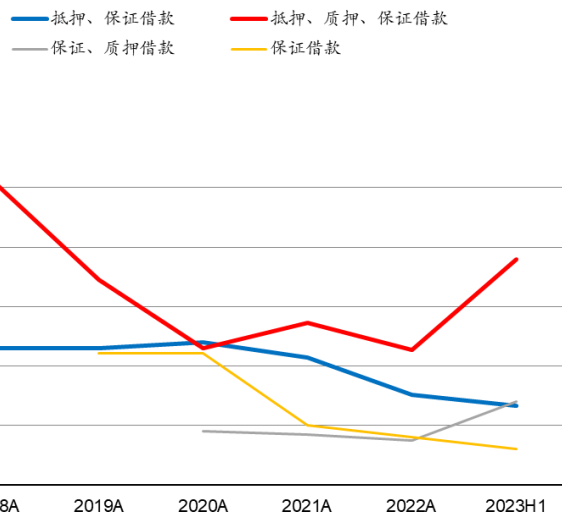
现金流稳定增长，具备持续并购能力。经营性现金流高于同行中可比上市公司，除 2018 年支付 5.83 亿元保理本金外，现金流随公司扩张稳中有升。公司通过资产抵押等方式实现融资，旗下多个库区资产优质，营收及净利实现稳健增长，长期借款利率位于 4%-6%。

图10. 2017-2023 年 H1 石化仓储上市公司经营性现金净流量（亿元）



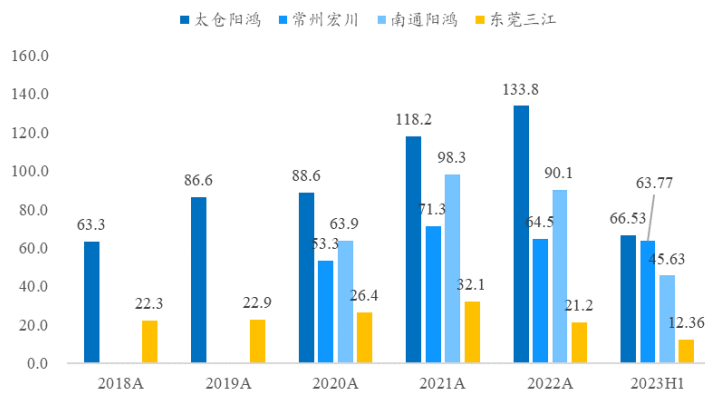
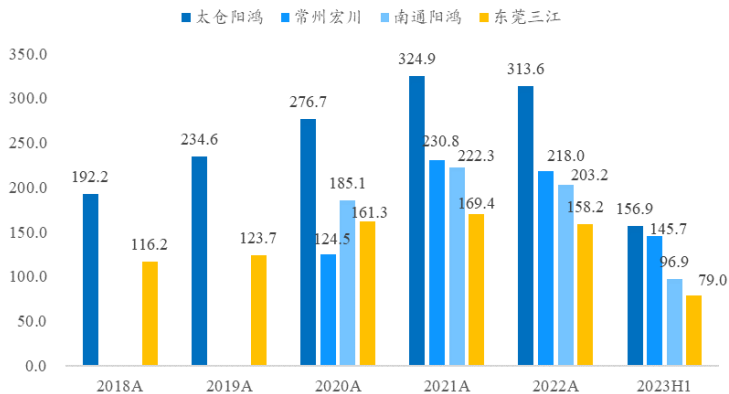
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图11. 2018-2023 年 H1 公司长期借款利率（%）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图12. 2018-2023年H1年抵押资产所属子公司营收(百万元) 图13. 2018-2023年H1年抵押资产所属子公司净利(百万元)



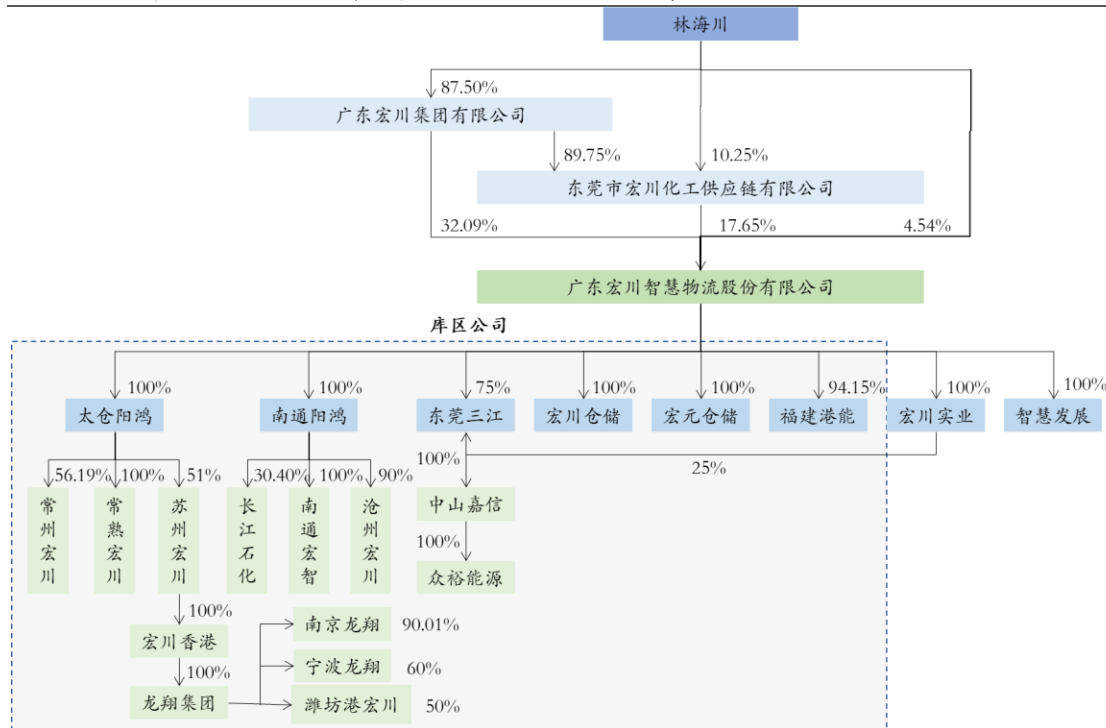
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

## 1.2. 公司股权集中, 业绩激励稳筑利益共同体

宏川智慧的实控人是林海川先生, 截止 2023H1, 公司实际控制人林海川先生通过宏川集团、宏川化工供应链间接持股及直接持股的形式, 共控制上市公司 53.91% 的股份。公司上市五年, 坚持横向并购式发展路径, 坐拥下属仓储基地/库区 13 个 (含 18 家子公司), 其中控股子公司 15 个, 合营公司 2 个, 参股公司 1 个, 规模稳步提升。

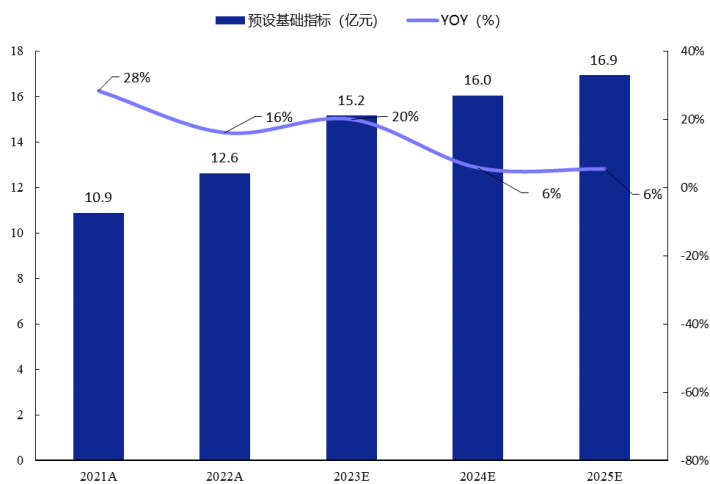
图14. 宏川智慧股权结构及部分参控股、合营公司 (截止 2023.6)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

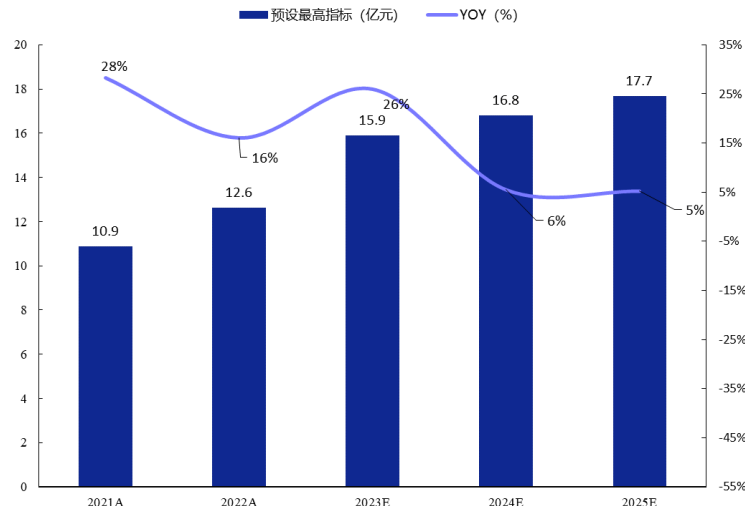
公司上市后连续推出股权激励计划，2023年9月股权激励计划（草案）在授权完成日起满一年后分三期行权，每期行权比例为33%、33%、34%，以2022年营收为基数分别考核2023-2025年的营收增长率。

图15. 2021-2025年公司预设基础指标营收及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 2021-2025年公司预设最高指标营收及增速



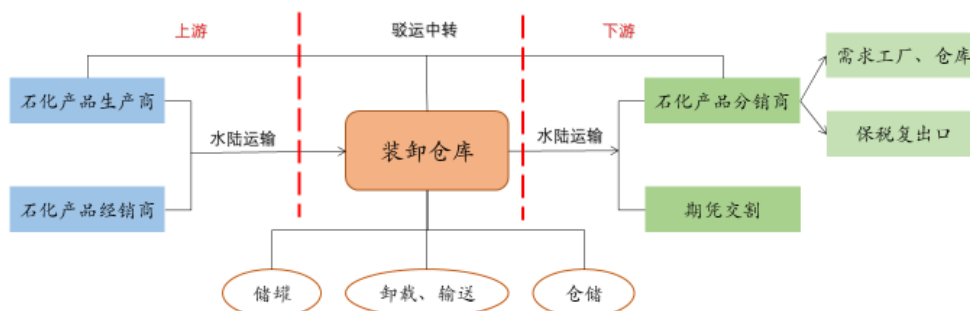
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 大炼化投产催化仓储需求，监管趋严行业集中度有望提升

### 2.1. 需求端：产销差异、大炼化投产及运输方式变化提振仓储需求

石化仓储物流行业是指为包括成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类及其他液体化学品在内的石化产品提供运输、仓储、装卸、配送、信息平台服务的体系，是连接石化产品供应方和需求方的纽带。国内油田和炼油厂主要集中于东北和西北，而石化产品消费市场主要集中于华东和华南地区，产销不均衡下催生出石化仓储需求。

图17. 石化仓储行业产业链



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图18. 石化产品消费市场主要集中于华东和华南地区



资料来源：亚化咨询，安信证券研究中心

作为服务于石化产业的配套行业，石化物流行业需求环境伴随着石化产业的发展而发展，根据国家统计局和中国石油和化学工业联合会发布信息显示，2018-2022年我国石化行业营收从12.4万亿增长至16.6万亿，CAGR为7.5%，2018-2022年国内原油加工量从6.0亿吨增长至6.8亿吨，CAGR为3.0%。

图19. 2018-2023年H1我国石化行业收入

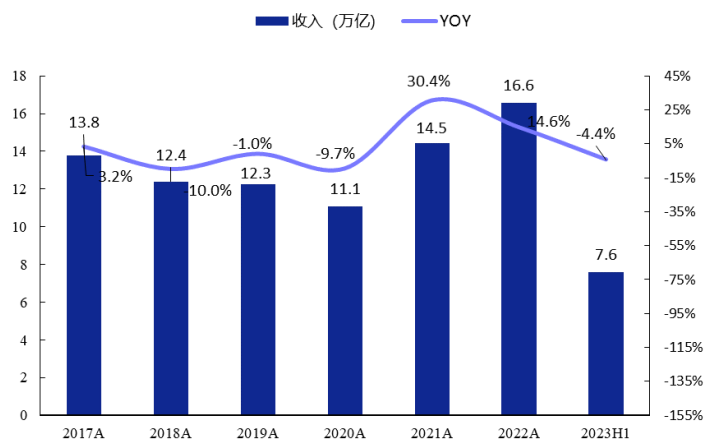
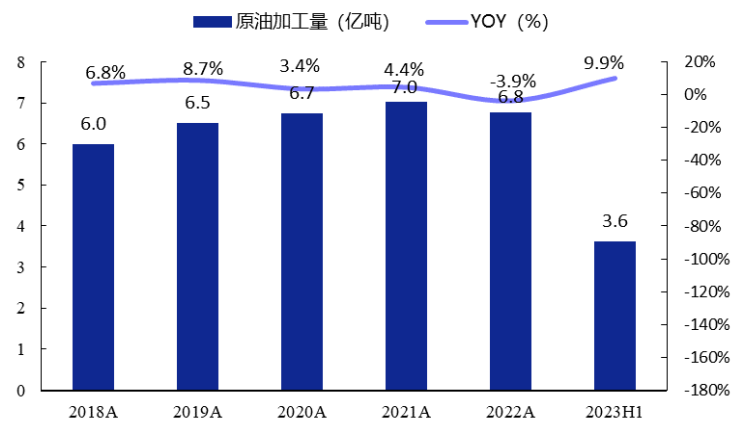


图20. 2018-2023年H1我国原油加工量



资料来源：国家统计局，中国石油和化学工业联合会，安信证券研究中心整理

资料来源：中国石油和化学工业联合会，安信证券研究中心整理

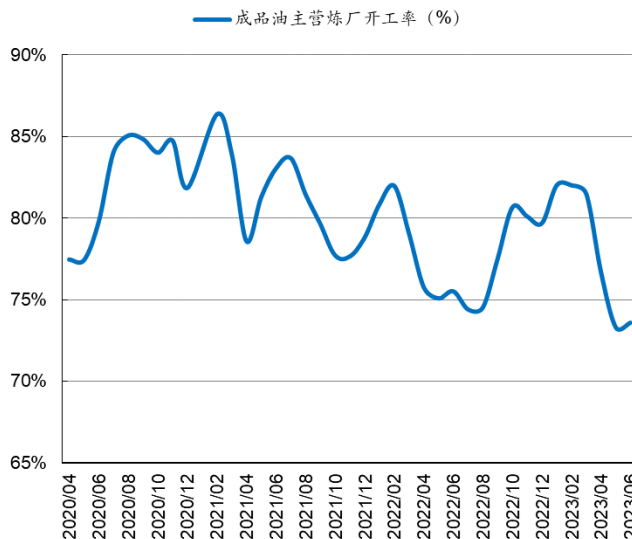
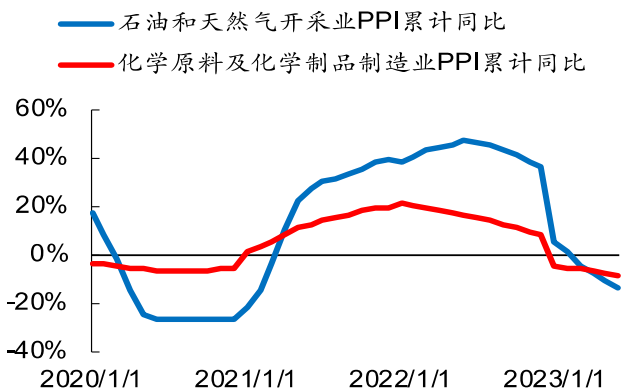
**2022年原材料价格上涨，下游需求乏力，开工率短期承压。**化工产品作为国民经济活动的上游原材料，下游涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求受宏观经济景气度影响而波动。2022年随着海外政策收紧需求端受损叠加国内疫情反复，化工下游多数领域的需求受到冲击，根据中国石油和化学工业联合会发布数据，全年原油天然气表观消费总量10.39亿吨(油当量)同比下降0.3%，主要化学品表观消费总量同比下降1.4%。

原材料价格上涨下，化工品价格仍然维持在较高水平，但由于需求疲软，价格传导不利，根据国家统计局价格指数显示，2022年石油和天然气开采业出厂价格同比上涨35.9%，化学原

料及化学品制造业出厂价格指数同比仅上涨 7.7%，炼厂生产意愿较弱，成品油主营炼厂开工率从 82.0% 下滑至 74.4%。

图21. 2022 年我国石化行业原材料价格大幅上涨

图22. 成品油主营炼厂开工率



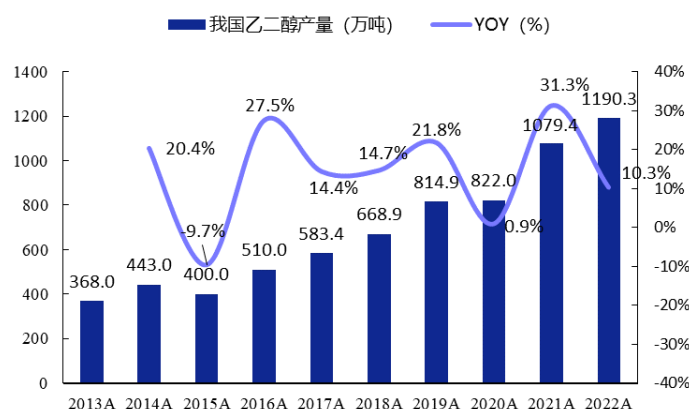
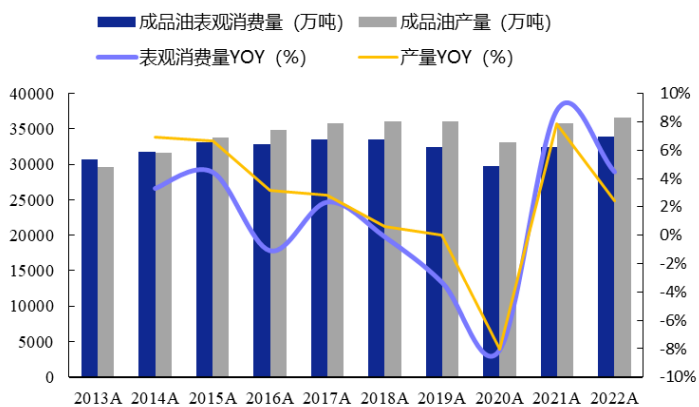
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

资料来源：百川盈孚，安信证券研究中心

尽管行业需求疲软，产销差异及细分品类产量增长仍为石化仓储需求提供支撑。我国石化产品主要为油品和醇类等有机化学品。根据国家发改委数据，2022 年国内成品油产量为 3.66 亿吨，表观消费量为 3.45 亿吨，行业供过于求下仍为石化仓储需求提供支撑；醇类产量保持增长，以乙二醇为例，国内乙二醇 2013-2022 年产量由 368.0 万吨上升到 1190.3 万吨，CAGR 为 13.93%，2022 年同比增长 10.3%，产量持续增长下亦催生石化仓储需求。

图23. 2013-2022 年成品油产量、表观消费量及各自增速

图24. 我国乙二醇产量呈上升趋势



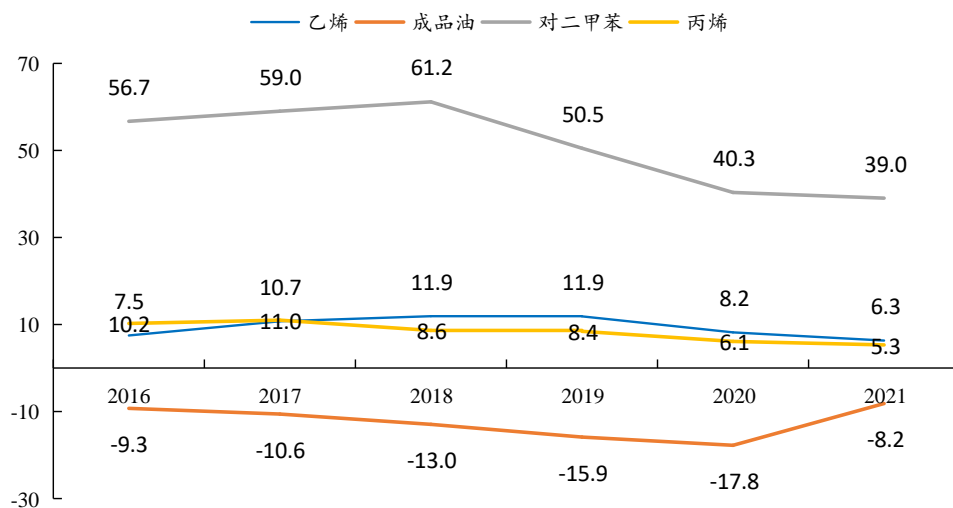
资料来源：国家发改委，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

中长期看，民营大炼化项目相继投产，产能提升及运输方式变化下仓储需求有望持续增长：  
1) 大炼化项目持续投产，产能扩张下仓储需求有望持续增长：为推动石化行业落后产能汰换，减少我国基础化工品对外依赖，“十三五”期间一系列民营大炼化项目相继启动，随着 2017-2020 年七大石化产业集群陆续落地以及部分大型炼化一体化项目陆续投产，化工产能显著扩大，乙烯、成品油、对二甲苯、丙烯等化工品对外依存度逐年降低。根据中石油经济技术研究院数据，截止至 2022 年，我国炼油能力达 9.2 亿吨/年，相比 2017 年提升 1.7 亿

吨。仅考虑部分大炼化项目，预计 2026 年底至少有 10700 万吨/年炼油、1080 万吨/年乙烯、710 万吨/年芳烃的规划产能投产，推动危化品仓储需求增长。

图25. 2016 年-2021 年原油加工成品对外依存度%



资料来源：国家统计局，中国海关，Wind，安信证券研究中心  
注：对外依存度=(进口-出口)/表观需求量

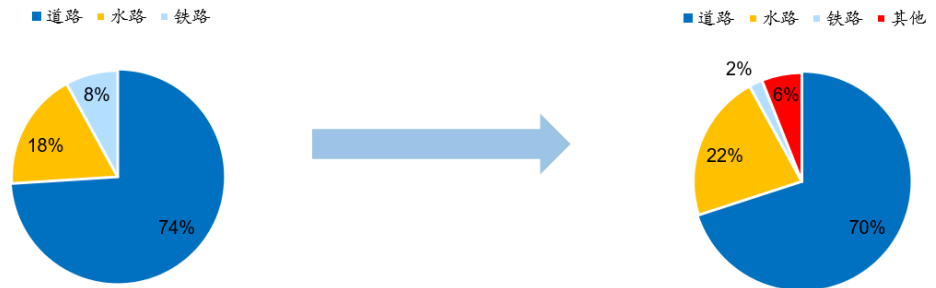
表2：2023-2026 年部分大炼化项目统计

区位	地址	项目	投产/预计投产时间	产能规划
环渤海经济圈	天津南港	天津南港 120 万吨大乙烯及高端材料项目	2023	120 万吨/年乙烯
	大连长兴岛	大连石化搬迁改造建设炼化一体化一期项目	2024	1000 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯
	山东龙口	裕龙岛炼化一体化一期项目	2024	2000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯
	辽宁盘锦	中国东北地区大型炼化一体化项目	2024	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、130 万吨/年芳烃
珠江三角洲	广东湛江	中科炼化一体化二期项目	2025	1500 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯
	广东惠州	埃克森美孚惠州乙烯一期项目	2024	170 万吨/年聚乙烯、96 万吨/年聚丙烯
		埃克森美孚惠州乙烯二期项目	2026	120 万吨/年乙烯、聚乙烯、聚丙烯、丁基橡胶等工艺装置
东南沿海经济带	广东揭阳	中委合资广东石化 2000 万吨/年重油加工工程	2023.01	2000 万吨/年炼油、260 万吨/年芳香烃、120 万吨/年乙烯
长江经济带	浙江宁波	镇海炼化炼油升级扩建项目	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
	湖南岳阳	岳阳炼化一体化项目	待定	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯
北部湾经济区	广西钦州	广西石化炼化一体化转型升级项目	待定	120 万吨/年的乙烯及下游装置
厦漳泉经济圈	福建漳州	古雷炼化一体化二期项目	2025	1600 万吨/年炼油、320 万吨/年芳烃、60 万吨/年己内酰胺、150 万吨/年乙烯
合计				12600 万吨/年炼油、1470 万吨/年乙烯、1090 万吨/年芳烃

资料来源：兴通股份招股书，安信证券研究中心

2) 水运渗透率提升下，仓储需求有望持续增长：由于水路运输成本低、运载能力强，水路运输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，根据中物联危化品物流分会，沿海大炼化产能的持续投放提升危化品水运渗透率，2018 年水路运输占危险品运输 18%，2021 年提升至 22%。未来随着大炼化产能的持续投放，水运渗透率的不断提升，沿海储罐需求有望持续增长。

图26. 2018年（图左）-2021年（图右）危化品运输中水运占比提升



资料来源：中物联危化品物流分会，立鼎产业研究，安信证券研究中心

## 2.2. 供给端：监管趋严壁垒高筑，行业集中度有望提升

**供给方面**，由于水路运输成本低、运载能力强，水路运输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，因此石化仓储企业的前沿码头资源和储罐建设规模直接决定了行业的进入门槛和企业的竞争实力。

环保政策及安全监管制度陆续颁布实行，行业准入壁垒持续提高。为保障社会公共安全，国家陆续出台危化品储运资格审查监管制度，岸线、码头等石化仓储资源从严审批。2012年交通运输部发布《港口岸线使用审批管理办法》，规范港口岸线使用审批管理；2018年起国家环保政策频发，国务院发布《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》，各省陆续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，岸线、码头等核心资源获取难度提升，行业准入壁垒持续提高。

表3：国家接连出台相关规范指导意见和政策

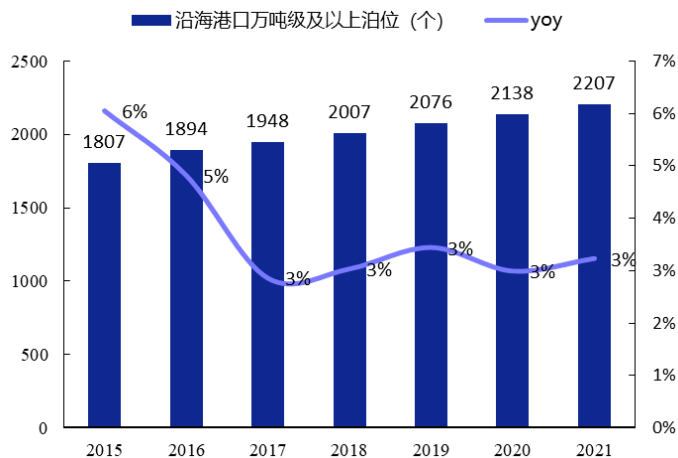
时间	相关部门	文件名称	核心内容
2012.02	工信部	《危险化学品“十二五”发展布局规划》	对不在化工园区等专业工业园区的危险化学品生产、储存企业制定“关、停、并、转（迁）”计划，推动重大危险源过多或分散、安全防护距离不达标的危险化学品生产企业搬迁、远离城区及江河水资源保护地等环境敏感地区，避免企业二次搬迁
2016.08	江苏省政府	《加强长江流域生态环境保护工作》	严禁在干流及主要支流岸线1公里范围内新建布局重化工园区和危化品码头，排查危险化学品生产仓储运输等环节缺乏防控设施及应急管理制度的问题
2018.05	浙江省政府	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确提出浙江全省禁止新增化工园区，并加大现有化工园区整治力度
2018.07	国务院	《滨海湿地保护严格管控围填海》	严控新增围填海造地；确保海洋生态保护红线面积不减少、大陆自然岸线保有率不降低
2019.01	生态环境部	《长江保护修复攻坚战行动计划》	原则上在长江干流、主要支流及重点湖库周边一定范围划定生态缓冲带，依法严厉打击侵占河湖水域岸线、围垦湖泊、填湖造地等行为；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，全面开展“散乱污”涉水企业综合整治
2019.01	广东省政府	《广东省打赢蓝天保卫战行动方案》	严格控制新增化工园区，加大现有化工园区整治力度；修订完善高耗能、高污染和资源型行业准入条件；排查整治“散乱污”工业企业
2019.04	省委办公厅	《江苏化工产业安全环保整治提升方案》	提出依法推进整治提升、压减沿江地区化工生产企业数量、压减环境敏感区域化工生产企业数量等严厉举措
2019.07	国家发改委	《严格管控长江干线港口岸线资源利用》	沿江各港规划的港口岸线总规模只减不增；全面清查长江干线危险化学品码头和港口岸线利用情况，新建危险化学品公用码头使用港口岸线，不符合产业政策、安全要求或同港区同类码头能力富余的原则上依法不予批准
2019.09	应急管理部	《化工园区安全风险排查治理导则》	化工园区应建设安全监管和应急救援信息平台，构建基础信息库和风险隐患数据库，至少应接入企业重大危险源（储罐区和库区）实时在线监测监控相关数据、关键岗位视频监控、安全仪表等异常报警数据
2020.05	国务院	《全面加强危险化学品安全生产工作》	深化港口在役危险化学品储罐安全治理，严格落实新建、改建、扩建危险化学品港口建设项目审查制度，研究建立常压危险货物储罐强制检测制度，严格危险化学品船舶装卸、洗舱、过驳等作业环节的安全监管
2021.04	南通市监管局	《危险化学品常压储罐安全管理办法》	加强危化品常压储罐的安全管理，全面提升危险化学品常压储罐本质安全水平，预防和减少生产安全事故
2022.07	交通运输部	《港口安全类重大风险专项防控措施》	加强储罐监测工作，杜绝罐区内违规动火作业，加强罐体维修管理，坚决遏制港口重特大事故发生
2022.10	生态环境部	《深入打好长江保护修复攻坚战行动》	到2023年底，长江经济带所有化工园区完成认定工作。严禁落后化工产能跨区域转移，推动重点地区沿江1公里内化工企业搬改关

资料来源：中国石油和化学工业联合会，安信证券研究中心

岸线码头资源审批趋严背景下，石化仓储供给受限。库区建设周期长，且在环保政策推行、安全监管趋严的大背景下，岸线使用权获取、码头及仓储基地建设审批愈发严格，根据智研咨询，国内液体仓储储罐容量增长放缓，2013-2017年罐容容量增速由5%同比回落至0%，行业罐容趋于稳定。沿岸码头资源增长受限，沿海港口万吨级及以上泊位由2015年的6%回落至2021年的3%。

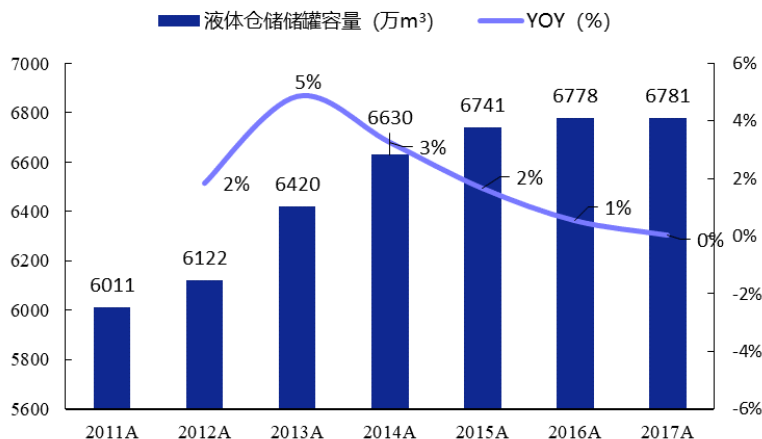


图27. 2015-2021年我国沿海港口万吨级及以上泊位及增速



资料来源：国家发改委，安信证券研究中心

图28. 2011-2017年国内液体仓储罐容量及增速

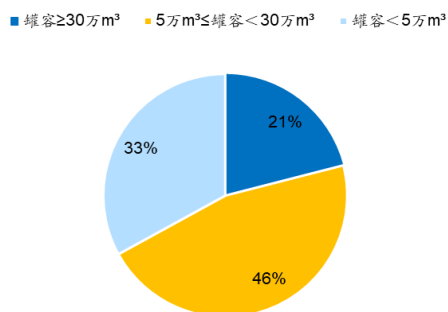


资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

石化仓储企业区域特征显著且普遍规模较小。水路运输成本低、运载能力强，石化产品以水运为主，石化企业主要分布于长三角、珠三角、环渤海地区等港口吞吐量大、码头条件好且经济发达、石化产业聚集地区，石化仓储区域性特征显著；石化产品运输要求特殊、监管措施严格，运输成本远高于仓储成本，下游客户基本避免跨区域仓储，导致库区服务范围限制在港口码头资源100km以内，跨区域企业竞争关系薄弱。业内公司普遍规模较小，根据中物联危化品物流分会公布数据，2022年石化仓储行业中只有约21%的企业合计罐容大于30万m³。

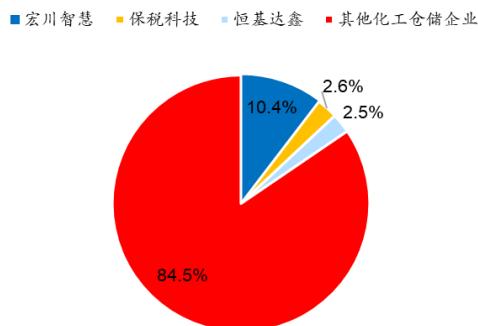
行业格局分散，政策监管下集中度有望提高。根据中物联危化品分会数据，2022年全国三方储罐罐容约为4221万立方米，其中江苏地区以1306.37万立方米，占比30.9%位列榜首。公司作为行业领头羊，市占率约为10.4%。环保政策推行、安全监管趋严，石化仓储新增产能进一步受到约束；“小散乱差”污染企业会面临关停整治的风险，行业存量也受到压缩。预计规模化的石化仓储龙头将加快产业布局，行业集中度有望提高。

图29. 2022年石化仓储行业公司普遍规模较小



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

图30. 2021年石化仓储罐市占率



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

### 3. 聚焦石化仓储核心资产，内生外延优势凸显

### 3.1. 码头储罐业务：产能扩张铸就规模优势，优质服务赋能业绩表现

**码头储罐业务：**主要服务于境内外石化产品的生产商、贸易商以及终端用户，依靠码头、管线、储罐、装车台为客户提供装卸及仓储服务。根据公司公告，公司目前主要存储油品、醇类、液碱和其它化工品，油品品种主要为汽油和混合芳烃，醇类品种主要为甲醇和乙二醇，其中2021年公司油品吞吐量占比达46.6%，醇类占比达28.4%，液碱占比达2.9%，其他类化工品占比达22.1%。

图31. 太仓阳鸿库区-鸟瞰图



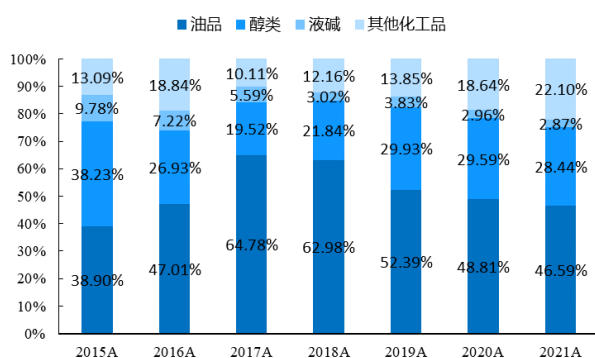
资料来源：南方+，安信证券研究中心

图32. 太仓阳鸿库区-近景图



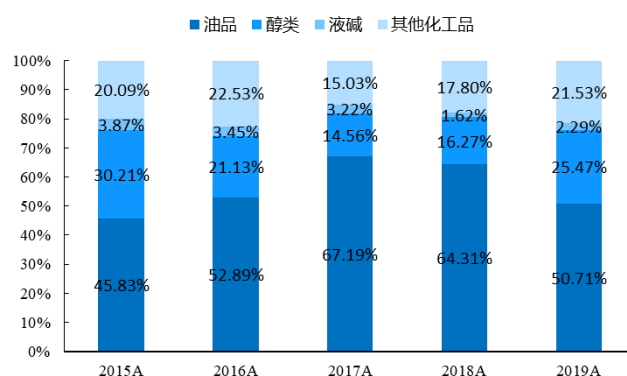
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图33. 2015-2021年存储种类贡献吞吐量结构



资料来源：可转债募集说明书，安信证券研究中心

图34. 2015-2019年存储种类贡献营收结构



资料来源：可转债募集说明书，安信证券研究中心

公司码头储罐综合服务收入主要由罐容、出租率和单位租金决定，罐容受产能扩张与释放影响，出租率受库区定位和客户类型影响，单位租金市场化定价。2017-2022年，公司主业稳健扩张，营收规模不断增长。公司码头储罐营收规模从3.5亿元提升至11.1亿元，毛利从2.0亿元提升至6.1亿元，CAGR分别为25.8%和25.1%。

图35. 2017-2023 年 H1 营收及增速

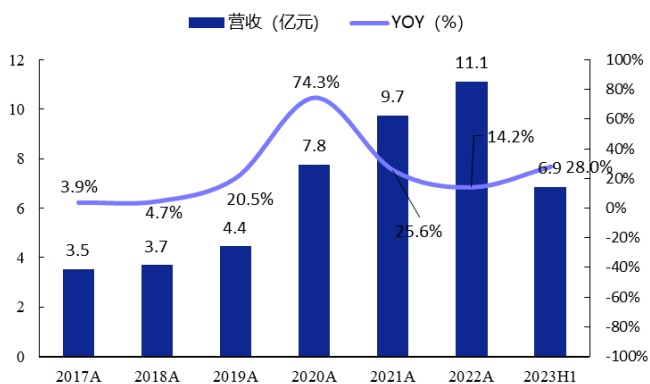
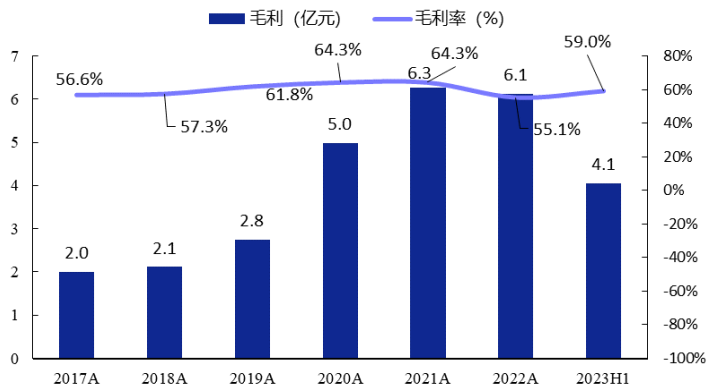


图36. 2015-2023 年 H1 毛利及毛利率



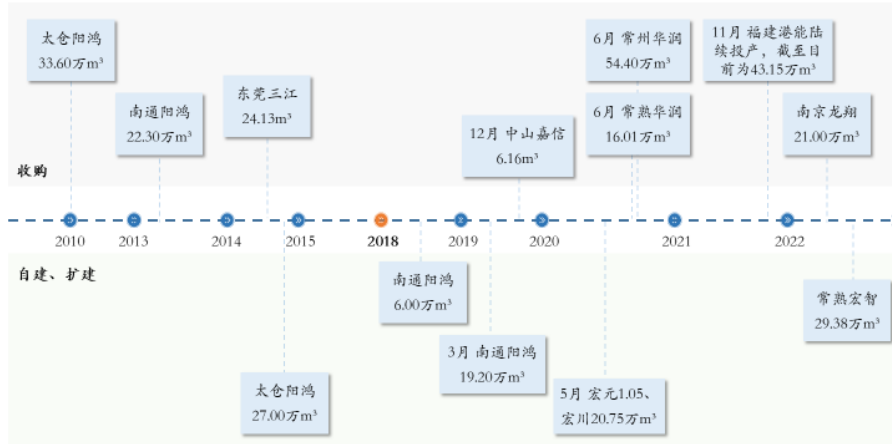
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.1.1. 罐容领先且持续扩张，仓储能力不断提升

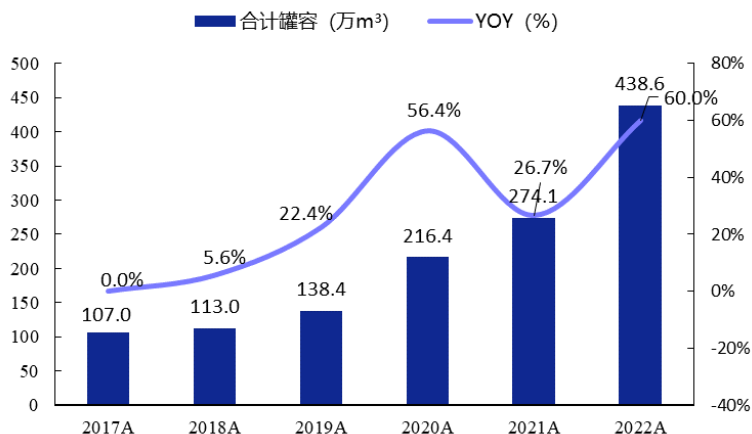
外延+内生使得仓储能力不断提升。成立至今，公司围绕“整合稀缺资源，为庞大的化工市场提供专业仓储服务”的发展方向，完成多项并购工作，新建库区产能顺利投产。截至2023年6月，公司旗下控股、合营、参股子公司合计储罐罐容为438.6万m<sup>3</sup>，权益罐容346.7万m<sup>3</sup>，单一储罐罐容从100-50000m<sup>3</sup>不等，公司仓储能力明显提升。

图37. 发展至今公司储罐产能扩张历程（仅含并表子公司）



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图38. 2017-2022 年公司合计罐容（包含参控股子公司）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

罐容颇具规模，在核心区域形成网络化。截至 2023 年 6 月，宏川智慧（含下属 13 个仓储基地/库区）已运营储罐 922 座、已运营储罐 438.61 万 m<sup>3</sup>（IPO 上市时为 107.03 万 m<sup>3</sup>），规模优势形成。公司存储种类具备丰富多样性，公司库区拥有多种材质和多种特殊功能的储罐，客户可选择性高。

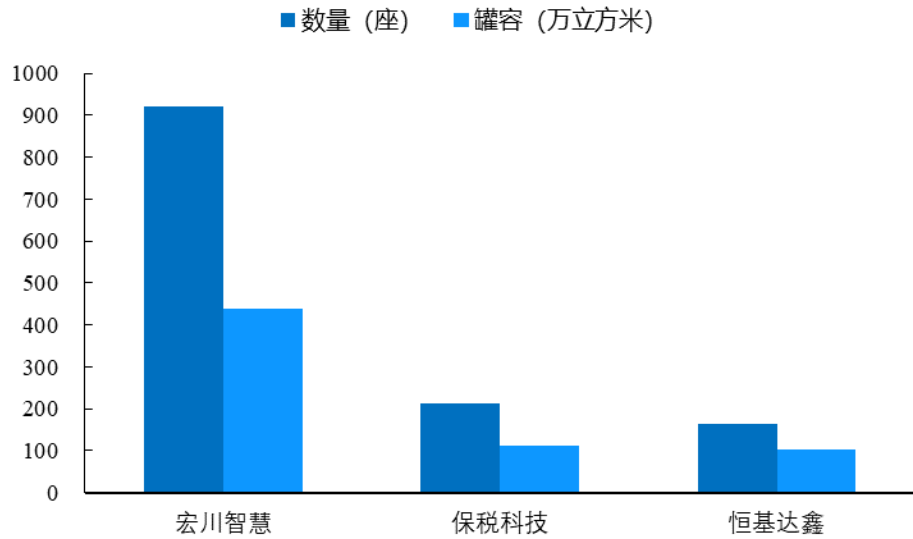
表4：宏川智慧下属仓储基地/库区分布表（截止 2023 年 6 月）

区位	公司简称	持股比例	罐容（万立方米）
东莞（立沙岛基地）	东莞三江	100.00%	24.13
	宏川仓储	100.00%	20.75
	宏元仓储	100.00%	1.05
	区域合计		45.93
中山	中山嘉信	100.00%	6.16
太仓	太仓阳鸿	100.00%	60.60
	长江石化	30.40%	40.20
	区域合计		100.80
南通	南通阳鸿	100.00%	47.50
常熟（常熟基地）	常熟宏川	100.00%	16.01
	常熟宏智	100.00%	29.38
	区域合计		45.39
常州	常州宏川	56.91%	54.40
南京	南京龙翔	90.01%	21.00
宁波	宁波基地	60.00%	6.98
泉州	福建港能	94.15%	44.35
潍坊	潍坊港宏川	50.00%	66.10
合计			438.61（权益罐容 345.66）

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

相较于上市同行，公司储罐罐容领先且保持扩张步伐。除公司之外，A 股主营液体化工品码头仓储和装卸的企业为保税科技（1994 年成立、1997 年上市）和恒基达鑫（2000 年成立、2010 年上市）。通过对比 3 家的储罐规模可以看到，公司储罐体量远高于同行，储罐罐容是另外两家的 4 倍。

图39. 截至 2023 年 6 月 3 家上市公司储罐数量及罐容（现有及在建）



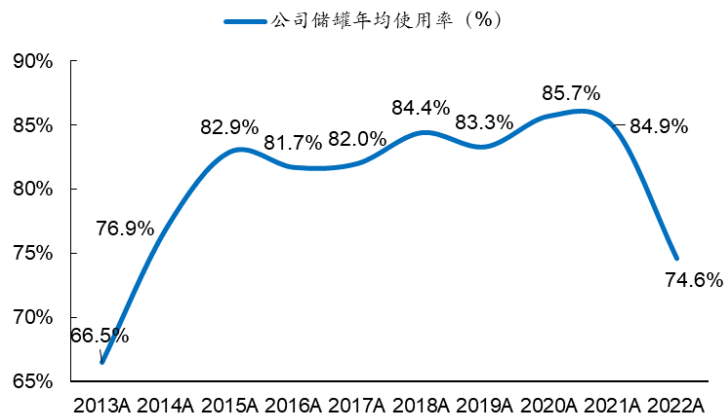
资料来源：各公司公告，安信证券研究中心整理

持续并购扩张，预期公司罐容有望保持持续稳定的增长。由于行业供给较严，自建罐容周期较长，扩张相对缓慢，公司一直保持着并购扩建的积极性。近期公司公告，拟以现金形式出资收购，实现对易联南通的控股，易联南通共有 74 个储罐，提供约 62 万立方米罐容，当前公司储罐合计罐容 439 万立方米，权益罐容 347 万立方米，以合计罐容计算对应增长 14%。展望未来，随着公司并购和扩建项目逐步落地，预计公司储罐罐容有望保持持续稳健的成长。

### 3.1.2. 以“长约+包罐”为主，储罐出租率中枢上移

公司经营高效，除 2022 年疫情扰动外，2015-2022 年间储罐使用率在 81%-86% 之间浮动。(1) 2013→2015：经营初期，产能利用率快速爬坡，公司储罐使用率从 66.5% 提升至 82.9%，增长 16.4pts，此后始终高于 80%。(2) 2016→2018：公司大力开发长租客户，公司长租收入占比从 2016 年的 48.6% 提升至 2018 年的 71.52%。受益于客户开发策略调整，公司储罐使用率提升至 2018 年的 84.4% (3) 2019→2020：疫情期间，上游生产源源不断，而消费端迟迟不开工，造成压库，公司储罐使用率上行。(4) 2021→2022：福建港能处于业绩爬坡阶段，公司 2022 年华南地区储罐使用率大幅下降，整体使用率从 2021 年 84.9% 的降至 2022 年的 74.6%。

图40. 2013-2022 年公司储罐年均使用率



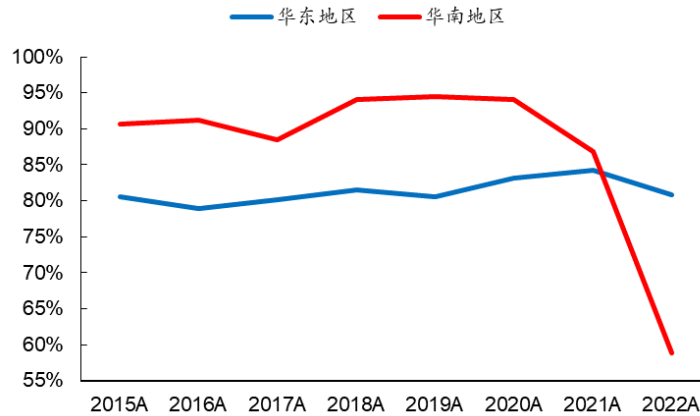
资料来源：招股说明书，可转债评级报告，安信证券研究中心

分地区看有两个特点，华南地区储罐使用率更高且波动也较大——与库区定位与客户结构有关：

(1) 使用率更高：华南储罐单体 V 小(2500m<sup>3</sup>) → 客户多为贸易型，华南的单体 V 大(8500m<sup>3</sup>) → 客户多为大的生产型客户。小罐进出货衔接好，大罐易有空闲时间。

(2) 波幅更大：生产型客户仓储需求更稳定，贸易型客户仓储需求易受商品价格波动/市场竞争的影响。2021 年华南储罐使用率下降 7.2pts，主要是受到福建港能项目投产影响（储存品种受限、外轮靠泊受限）。

图41. 2015-2022 年公司储罐分地区出租率情况

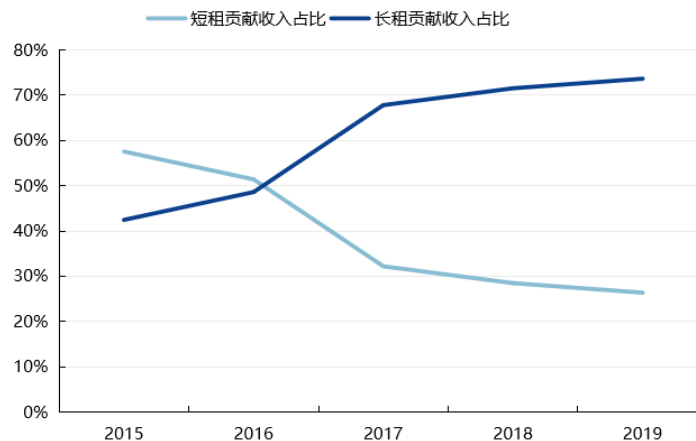


资料来源：招股说明书，可转债评级报告，安信证券研究中心

福建港能项目持续推进，产能爬坡下公司出租率有望回升。2022 年 6 月福建港能二期项目投产，但由于货物品种受限+外船靠泊受限，加之当地下游市场需求有待培育，导致整体出租率表现较差。2022 年 10 月，公司申请了新增品种变更，码头及库区的经营货种由 27 个增加至 58 个品种；2023 年 3 月，泉州港口岸部分泊位通过省级验收，公司福建港能码头外船靠泊问题逐渐得到解决。随着未来经营品类的进一步增加，公司有针对性地开拓福建市场，预计公司福建港能项目出租率有望快速提升。

我们认为在市场不发生重大变化的情况下，未来储罐出租率有望持续稳定增长。1) 公司储存品种丰富，单一品种集中出库对出租率的影响低。另外公司目前长租客户降低了储罐闲置概率。2) 公司下属仓储基地具备指定交割库资质，持续的贸易需求为储罐出租率提供支撑。

图42. 不同租赁期限对码头储罐业务收入贡献的比例



资料来源：公司公告，可转债评级报告，安信证券研究中心

表5：宏川智慧下属仓储基地/库区的指定交割库资质

交易所定点交割仓	全国数量	具备资质的子公司
郑州商品交易所 甲醇指定交割库	15	4家：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	15	6家：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	8	3家：东莞三江、南通阳鸿、常州宏川

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

### 3.1.3. 区域竞争有限，公司议价能力突出，租金稳中有升

经营方式上，公司采用拼罐和包罐两种租罐方式。拼罐仓储货物可与其他客户同产品、同质量的货物混放，包罐指客户租赁指定储罐，按该储罐的标称容量进行租赁，仓储货物单独存放。其中，基本租期1年及以上为长租，1年以下为短租。

其他条件相同时，租金有以下3个特点：

- 1) P 华南 > P 华东：华南地区单体罐容小，投资成本高；华南地区储存的特殊品种较多。
- 2) P 拼罐 > P 包罐：拼罐模式下的储罐收费通常已包含操作费，包罐模式下另行收取操作费。
- 3) P 短租 > P 长租：长租带来稳定需求，短租为临时租赁，有空余罐容时出租。

表6：公司储罐定价标准（2023年6月）

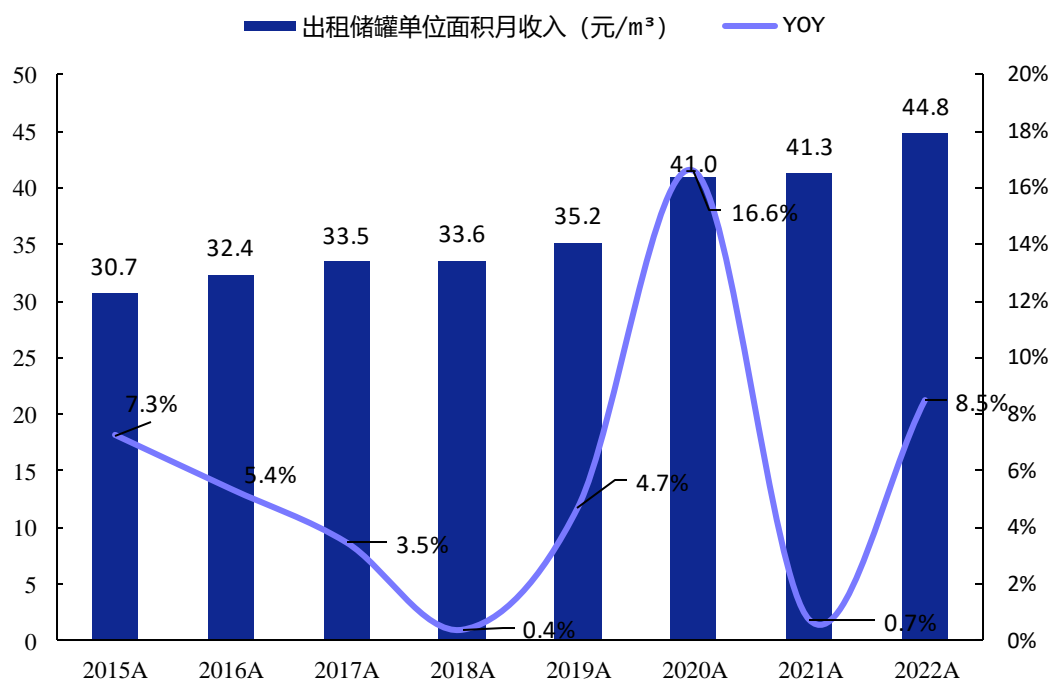
区域	储罐容量 (m³)	拼罐价格 (元/吨)	包罐价格		不同储罐材质的价格
			短租价格 (元/m³/月)	长租价格 (元/m³/月)	
华南地区	300-15,000	25-65	30-70	20-70	P 不锈钢罐 ≈ P 碳钢罐
华东地区	100-20,000	25-250	28-58	25.5-106	P 不锈钢罐 ≈ 2P 碳钢罐

资料来源：可转债评级报告，安信证券研究中心

注：表中价格均指碳钢罐租金

公司区域竞争压力有限，服务质量突出，公司储罐租金自2015年起逐年提升，2022年公司平均租金提升至约44.8元/m³/月。

图43. 2013-2022 年出租储罐单位罐容月租金及增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心测算

公司坐拥优质码头、黄金岸线，泊位停靠能力有保障。公司现有码头 13 座；岸线近 5000 米，泊位 51 个。其中，太仓阳鸿码头地段优质，是长江入海口第一座液体化工公用码头；长江石化 8 万吨级码头是长江流域同等级中最大的液体危化品专用泊位，公司自有码头优势仍较明显。

表7：公司码头、岸线资源（截至 2023.6）

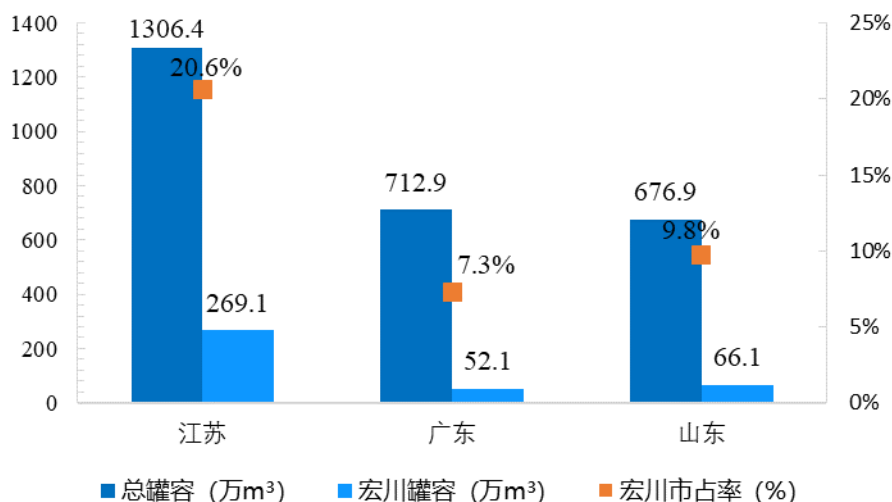
区位布局	下属仓储基地/库区	码头数量 (座)	码头最大靠泊能力 (万吨级)	岸线长度 (米)	码头泊位数量 (个)
长三角地区	太仓阳鸿	1	8	390	8
	南通阳鸿	1	8	600	6
	常州宏川	2	5	550	5
	常熟宏川	1	2	264	3
	常熟宏智	1	2	210	4
	长江石化	1	8	693	7
	南京龙翔	1	2	574	3
粤港澳大湾区	东莞三江	1	2	300	6
	宏川仓储	1	2	245	2
	宏元仓储	1	0.5	333	2
东南沿海地区	福建港能	1	3	320	3
环渤海经济圈	潍坊森达美	1	3	475	2
	合计	现有码头 12 座， 在建 1 座		岸线 4951 米	泊位 51 个

资料来源：公司官网，安信证券研究中心



公司区域市占率高，服务半径内竞争有限，让价保量的压力较小。根据中物联危化品物流分会统计，2022年全国总罐容为4221万m<sup>3</sup>，公司市占率约为10.4%，其中公司在江苏省的储罐269万m<sup>3</sup>，市占率为20.6%。受到运输成本的限制，库区服务覆盖范围是所拥有港口和码头资源辐射半径的100km以内，因此跨城市企业之间竞争关系不明显。长三角地区范围内，南通竞争压力稍大，在其他城市都是龙头。

图44. 2022年全国液体储罐罐容前3名的省份及对应罐容和市占率



资料来源：中物联危化品分会，安信证券研究中心

表8：公司主要库区市占率及主要竞争对手

省份	城市	公司库区及主要竞争对手	储罐罐容 (万m <sup>3</sup> )	公司市占率
江苏省	太仓	太仓阳鸿	60.6	100%
		长江石化	47.5	
	常州	常州宏川	54.4	≈80%
		常州建滔	15.5	
		常熟宏智	29.4	
	常熟	常熟宏川	16.0	≈75%
		常熟千红	15.2	
	南通	南通阳鸿	47.5	30%-40%
易联南通 (拟收购项目)		63.2		
南通千红		18.6		
广东省	东莞	东莞三江	24.1	20%-30%
		宏川仓储	20.8	
		宏元仓储	1.1	
		东莞东洲	25.9	
		东莞阳鸿	38.5	
		东莞百安	48.0	
福建省	泉州	福建港能	43.2	≈50%
		泉州振戎	43.0	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司通过极低的损耗率和时间管理能力赢得口碑。在仓储方面，公司具备优秀的损耗管控能力，做到了较低的损耗率；在作业方面，公司通过系统精准调度、把控船舶和车辆的作业全段的时间和地点，避免客户产生高昂的滞期费。低损耗率+时间管理提高品牌价值。

业内首创通存通兑模式让利客户，增强客户对公司的品牌忠诚度。2014 年独家推出通存通兑服务：依托华东的网络化布局，同品质、同数量的石化产品（主要是甲醇、乙二醇、苯乙烯等标品）可实现异地存取。指定存货地，提货时选择对自己有利的库区。因为货物通过近洋/远洋的万吨级船入库，靠岸太仓港/常州港几乎没有区别，而客户提货是通过小船/槽罐车（对运输价格更敏感），降低客户物流成本、提升客户运营效率的同时，增强客户粘性。

图45. 公司华东地区的储罐布局具备网格化结构（截至 2023.6）



资料来源：公司 ESG 报告，安信证券研究中心

截止 2022 年底，公司平均租金为 44.8 元/m<sup>2</sup>/月，未来几年有望保持稳健增长：1) 区域寡头垄断保障议价能力；2) 规模优势构筑仓储综合服务能力。

### 3.2. 化工仓库综合服务：自建+并购扩张，有望成为第二增长极

化工仓库综合服务仍处于起步阶段，未来有望成为第二增长曲线。公司依托于现有库区开发化工仓储业务，仓库主要位于江浙，大湾区、福建沿海、环渤海和成渝经济区，目前仍处于起步阶段。截至 2023.6，公司已运营仓库面积 6.49 万 m<sup>2</sup>，以甲类和乙类仓为主。与储罐业务相比，化工仓库虽然同样受行业强监管约束，但产能扩张并不局限于码头资源的限制，随着公司化工仓库自建+并购的快速推进，化工仓库综合服务有望成为公司的第二增长曲线。

表9：公司现有仓库（截止 2023 年 6 月）

区位布局	下属仓储基地/库区	面积（万㎡）	备注
长三角地区	常熟宏川	0.09	-
	常熟宏智	1.46	甲类仓库 5 幢，面积 0.36 万㎡ 乙类仓库 5 幢，面积 1.00 万㎡ 丙类仓库 1 幢，面积 0.10 万㎡
东南沿海地区	福建港能	0.25	-
粤港澳大湾区	东莞三江	0.51	甲乙类仓库 3 幢，丙类仓库 1 幢
	宏川仓储	0.15	-
	宏元仓储		甲类仓库 8 幢，面积 1.20 万㎡
内陆地区	中山嘉信	1.31	丙类仓库 2 幢，面积 0.11 万㎡
	成都宏智	1.83	在建
环渤海经济圈	嘉会物流	2.72	甲类仓库面积 0.74 万㎡ 乙类仓库面积 1.98 万㎡

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

化工仓库营收稳步增长，盈利能力维持较高水平。公司化工仓库综合服务 2022 年收入为 0.6 亿元，同比增长 22.9%。2022 年公司化工仓库综合服务毛利为 0.3 亿元，毛利率为 52.5%，毛利率维持高位，新项目投产及公司持续兼并下，直接人工、折旧摊销及其他成本较上期大幅增长，毛利率同比下降 13.1pts。

图46. 2019-2023 年 H1 化工仓库综合服务营业收入

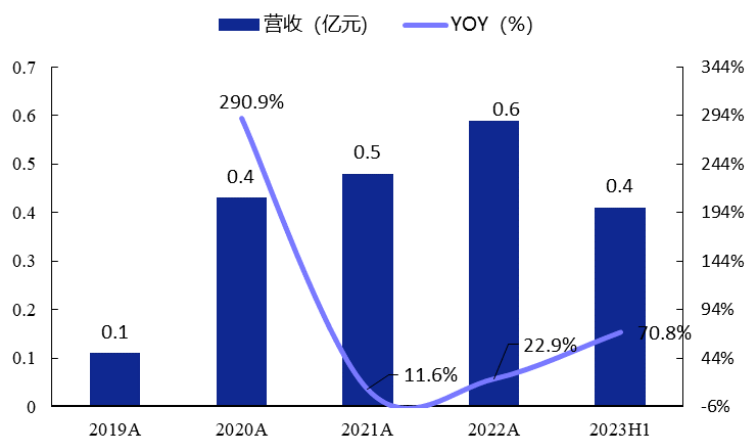
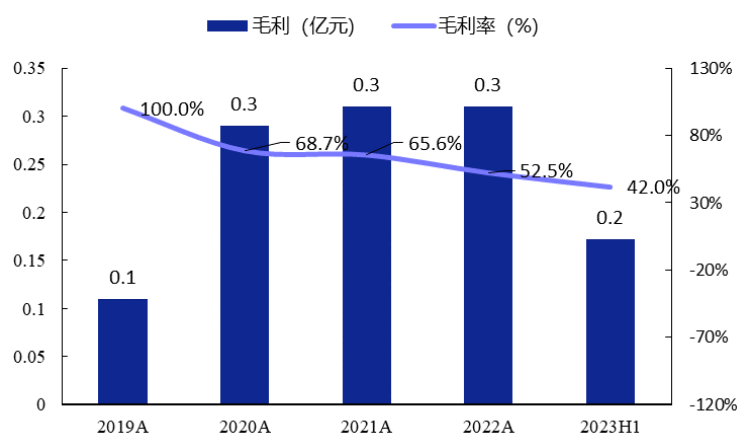


图47. 2019-2022 年化工仓库综合服务毛利及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

### 3.3. 增值服务：依托仓储核心资产，流量变现下成长空间可期

依托化工仓储核心资产，通过增值服务流量变现。公司目前增值服务包括智慧客服服务、洗舱及污水处理服务、货物通存通兑服务、危化车辆公路港服务等其他服务，多种增值服务与各仓储基地/库区有效联动，实现流量变现。公司增值服务营收从 2018 年的 0.15 亿元增长到 2022 年的 0.51 亿元，CAGR 为 34.9%；毛利率维持高位，2022 年毛利率 85.18%。增值服

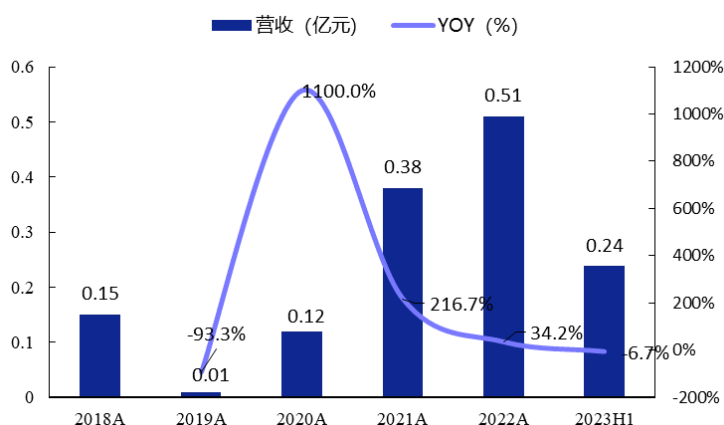
务毛利率高，附加属性明显，联结码头储罐业务和化工仓库综合服务发挥协同效应。未来随着公司核心仓储资产的不断扩张，增值服务成长空间可期。

表10: 宏川智慧增值服务

服务	描述
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。

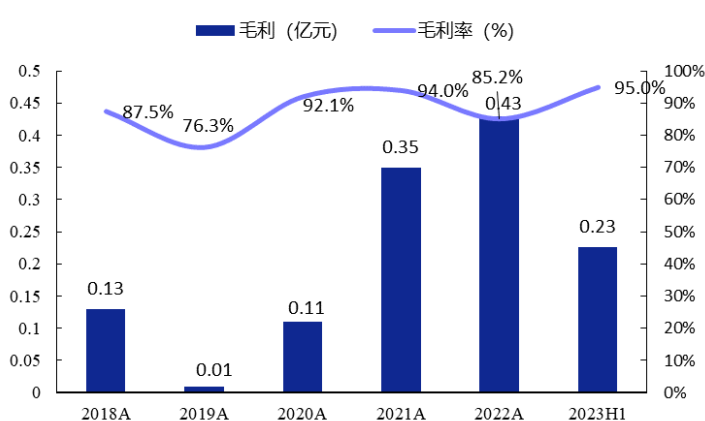
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图48. 2018-2023 年增值服务 H1 营业收入



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图49. 2018-2023 年增值服务 H1 毛利及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

## 4. 盈利预测与投资建议

**核心假设：**预计 2023-2025 年营收分别为 18.1、21.6 以及 25.7 亿元，同比增长 43.4%、19.2% 以及 19.2%。

### 1) 仓储综合及中转服务

- (1) 码头储罐综合服务：2021-2022 年收入同比+25.3%/14.2%。预计公司码头储罐业务随罐容兼并扩张及产能爬坡而持续发展，储罐产能投产及服务能力提升推动营收及盈利能力共同增长。预计 2023-2025 年码头储罐综合服务收入同比+33.5%/+17.1%/+15.6%，毛利率为 60.7%/61.1%/61.0%；
- (2) 化工仓库综合服务：2021-2022 年收入同比+11.6%/24.0%。预计核心资产投产推动仓库业务高速扩张，营收随兼并收购推进和产能释放持续提升，2023-2025 年化工仓库综合服务收入同比+155.0%/+32.6%/+17.3%，毛利率为 57.3%/58.9%/60.0%；
- (3) 中转及其他服务：2021-2022 年收入同比+155.8%/53.7%，基数较小导致变化较大。预计未来随主业及第二增长曲线业务扩张而稳健增长，预计 2023-2025 年中转及其他服务收入同比+20.0%/+15.0%/+15.0%，毛利率为 59.4%/59.8%/60.2%。

- 2) 物流链管理服务：2021-2022 年收入同比-44.5%/7.5%，基数较小导致变化较大；码头储罐业务及仓库业务持续增长，物流链管理服务渐趋稳定，2023-2025 年收入同比+2.0%/+0.0%/+0.0%，毛利率为 28.0%/20.0%/20.0%；
- 3) 增值服务及其他：2021-2022 年收入同比+204.7%/34.3%，预计公司增值业务随产能扩张及主业营收增加而仍能保持较快增长，2023-2025 年收入同比+41.1%/+34.8%/+34.9%，毛利率为 86.3%/87.8%/89.2%；
- 4) 费用端：预计 2023-2025 年公司销售费用率，管理费用率以及财务费用率保持稳定。

表11：宏川智慧估值模型核心假设

(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>10.88</b>	<b>12.63</b>	<b>17.56</b>	<b>20.90</b>	<b>24.38</b>
yoy	28.2%	16.1%	39.0%	19.0%	16.6%
1-仓储综合及中转服务	10.46	12.08	16.79	19.89	23.03
yoy	26.3%	15.5%	39.02%	18.43%	15.78%
1.1-码头储罐综合服务	9.74	11.12	14.85	17.38	20.10
yoy	25.6%	14.2%	33.5%	17.1%	15.6%
1.2-化工仓库综合服务	0.48	0.59	1.50	1.99	2.34
yoy	11.6%	24.0%	155.0%	32.6%	17.3%
1.3-中转及其他服务	0.24	0.37	0.44	0.51	0.59
yoy	155.8%	53.7%	20.0%	15.0%	15.0%
2-物流链管理服务	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
yoy	-44.5%	7.5%	2.0%	0.0%	0.0%
3-增值服务及其他	0.38	0.51	0.71	0.96	1.30
yoy	204.7%	34.3%	41.1%	34.8%	34.9%
<b>毛利率</b>	<b>65.3%</b>	<b>56.2%</b>	<b>61.3%</b>	<b>62.0%</b>	<b>62.3%</b>
1-仓储综合及中转服务	64.5%	55.1%	60.4%	60.9%	60.9%
1.1-码头储罐综合服务	64.3%	55.1%	60.7%	61.1%	61.0%
1.2-化工仓库综合服务	65.6%	52.5%	57.3%	58.9%	60.0%
1.3-中转及其他服务	71.2%	61.2%	59.4%	59.8%	60.2%
2-物流链管理服务	9.0%	29.2%	28.0%	20.0%	20.0%
3-增值服务及其他	94.0%	85.2%	86.3%	87.8%	89.2%
<b>费用率</b>					
销售费用率	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用率	10.3%	11.3%	11.0%	10.5%	10.5%
财务费用率	13.4%	18.8%	17.0%	16.0%	16.0%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**投资建议:** 民营大炼化项目相继投产, 产能提升下石化仓储需求有望持续增长, 监管趋严提高石化仓储行业准入壁垒, 公司通过自建和并购持续推进产能扩张, 储罐和仓库核心资产增加, 主营业务收入保持较快增长, 行业景气上行及公司自身规模优势推动盈利能力稳步提升, 业绩较快增长且具有很强的确定性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.5/4.5/5.3 亿元, 增速 56.7%/29.1%/18.1%, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 28x/22x/18x, 给予“买入-A”评级。公司商业模式壁垒较高, 盈利有望保持稳定增长, 由于行业内暂无业务范围一致的可比公司, 参考公司历史 PE 估值区间 20x-35x 给予 2024 年 25x 估值, 对应目标价为 24.81 元。

表12: 宏川智慧主要财务和估值指标

(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.9	12.6	17.6	20.9	24.4
yoy	28.2%	16.1%	39.0%	19.0%	16.6%
毛利率	65.3%	56.2%	61.3%	62.0%	62.3%
归母净利润	2.7	2.2	3.5	4.5	5.3
yoy	17.4%	-18.5%	56.7%	29.1%	18.1%
PE	36.2	44.0	28.1	21.7	18.4

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图50. 公司 2020-2023 年 PE band



资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 5. 风险提示

- 1) 宏观经济景气波动导致需求低于预期：石化仓储需求受石化行业景气影响，而化工品作为国民经济活动的原材料，涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求因宏观经济景气变化而波动。若宏观经济景气波动导致化工需求低于预期，公司码头储罐及仓库业务需求也会相应的受到影响。
- 2) 行业监管政策变动影响公司扩张节奏：如监管政策对于行业并购扩张有更为严格的限制或约束，公司扩张节奏或受影响。
- 3) 危化品仓储事故风险：公司从事石化仓储服务，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，对于物流仓储环节的安全性有较高要求。为防范可能出现的风险事故，公司结合实际情况，根据国家《生产经营单位生产安全事故应急预案编制导则》要求编制了《生产安全事故应急预案》，从事前事中事后多角度控制风险事故发生的可能性，但仍不能完全排除因意外发生而引发的安全事故，进而对公司经营产生影响。
- 4) 假设及盈利预测不及预期的风险：如经济环境，行业趋势的变化超出盈利预测的假设，公司盈利预测或不及预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.9	12.6	17.6	20.9	24.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3.8	5.5	6.8	7.9	9.2	营业收入增长率	28.2%	16.1%	39.0%	19.0%	16.6%
营业税费	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	营业利润增长率	37.3%	-27.3%	65.5%	29.1%	17.6%
销售费用	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	净利润增长率	19.5%	-17.8%	56.7%	29.1%	18.1%
管理费用	1.1	1.4	1.9	2.2	2.6	EBITDA 增长率	28.1%	8.6%	32.7%	22.8%	17.7%
研发费用	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	EBIT 增长率	30.0%	-4.5%	49.8%	22.6%	17.3%
财务费用	1.5	2.4	3.0	3.3	3.9	NOPLAT 增长率	12.6%	7.9%	40.2%	22.6%	17.3%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.3%	28.6%	4.9%	17.5%	0.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	20.5%	-6.1%	3.0%	8.8%	9.1%
投资和汇兑收益	-	0.3	-	-	-						
营业利润	4.0	2.9	4.9	6.3	7.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	65.3%	56.2%	61.3%	62.0%	62.3%
利润总额	4.1	2.9	4.9	6.3	7.4	营业利润率	37.2%	23.3%	27.7%	30.1%	30.3%
减:所得税	1.0	0.5	1.0	1.3	1.6	净利润率	25.0%	17.7%	20.0%	21.6%	21.9%
净利润	2.7	2.2	3.5	4.5	5.3	EBITDA/营业收入	72.5%	67.8%	64.7%	66.8%	67.4%
						EBIT/营业收入	50.5%	41.5%	44.7%	46.1%	46.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	1,067	1,180	1,051	985	934
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	12	8	-32	-10	-10
货币资金	6.7	9.1	3.5	4.2	4.9	流动资产周转天数	347	318	207	145	142
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	52	61	51	54	55
应收账款	1.9	2.3	2.6	3.7	3.8	存货周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,191	2,287	1,876	1,652	1,540
预付帐款	-	0.1	-	0.1	0.1	投资资本周转天数	1,715	1,815	1,505	1,408	1,310
存货	-	0.1	0.1	0.1	0.1						
其他流动资产	1.0	1.0	1.4	1.1	1.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	9.4%	14.5%	17.3%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	2.6%	4.2%	4.9%	5.4%
长期股权投资	4.6	7.3	7.3	7.3	7.3	ROIC	8.6%	7.9%	8.7%	10.1%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	34.2	48.6	53.9	60.4	66.1	销售费用率	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
在建工程	6.4	2.2	1.7	1.4	1.1	管理费用率	10.3%	11.3%	11.0%	10.5%	10.5%
无形资产	8.8	11.5	13.1	14.7	16.2	研发费用率	1.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	5.2	9.3	7.7	7.4	7.5	财务费用率	13.4%	18.8%	17.0%	16.0%	16.0%
资产总额	68.9	91.6	91.4	100.5	108.2	四费/营业收入	27.9%	34.9%	32.7%	31.1%	31.1%
短期债务	1.3	17.3	24.9	30.3	37.1	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2.2	2.5	6.8	2.2	8.1	资产负债率	58.2%	70.5%	69.5%	69.8%	69.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	139.2%	238.8%	228.3%	231.5%	227.0%
其他流动负债	4.1	5.6	4.3	4.7	4.9	流动比率	1.28	0.50	0.21	0.25	0.20
长期借款	25.5	30.8	20.2	25.4	17.3	速动比率	1.28	0.49	0.21	0.25	0.20
其他非流动负债	7.0	8.4	7.3	7.6	7.7	利息保障倍数	3.78	2.20	2.63	2.88	2.90
负债总额	40.1	64.6	63.6	70.2	75.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	5.2	3.3	3.7	4.1	4.6	DPS(元)	0.29	0.30	0.43	0.55	0.67
股本	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	分红比率	49.4%	60.7%	56.3%	55.5%	57.5%
留存收益	17.6	18.1	19.6	21.6	23.9	股息收益率	1.4%	1.4%	2.0%	2.6%	3.1%
股东权益	28.8	27.0	27.8	30.3	33.1						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.60	0.49	0.77	0.99	1.17
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	5.16	5.19	5.30	5.74	6.24
净利润	3.0	2.4	3.5	4.5	5.3	PE(X)	36.2	44.0	28.1	21.7	18.4
加:折旧和摊销	2.6	3.6	3.5	4.3	5.1	PB(X)	4.2	4.2	4.1	3.8	3.5
资产减值准备	0.1	-	-	-	-	P/FCF	-20.5	10.5	-21.9	41.0	29.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	9.1	7.8	5.6	4.7	4.0
财务费用	1.5	2.5	3.0	3.3	3.9	EV/EBITDA	18.7	15.7	13.1	11.5	9.7
投资收益	-	-0.3	-	-	-	CAGR(%)	18.0%	34.0%	15.5%	18.0%	34.0%
少数股东损益	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	PEG	2.0	1.3	1.8	1.2	0.5
营运资金的变动	3.5	-1.7	4.6	-5.1	5.9	ROIC/WACC	1.1	1.0	1.1	1.3	1.2
经营活动产生现金流量	7.8	8.5	14.9	7.5	20.8	REP	2.5	1.9	1.9	1.5	1.4
投资活动产生现金流量	-7.0	-16.3	-10.0	-12.0	-12.0						
融资活动产生现金流量	-0.1	3.9	-10.5	5.2	-8.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 录 免责声明 ■■■

接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034