

国资危化品仓储龙头，看好未来智慧物流发展

投资要点

- 事件：**保税科技公布2023年半年度业绩预告公告。公司预计2023年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为1.33亿元至1.50亿元之间，与上年同期相比将增加50.42%至69.65%；预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.09亿元至1.26亿元之间，与上年同期相比将增加35.78%至56.96%。
- 深耕危化品仓储二十余年，国企背景提供发展保障。**公司在2001年成功配股后，将主营业务调整为港口、码头、物流业，已经深耕危化品仓储业二十多年，积累了丰富的行业发展经验。张家港保税区管委会通过控股张家港保税区金港资产经营有限公司的方式控制了公司35.68%的股份。政府背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司在对外参股、并购、合作等方面能够迈出更大的步伐，进一步拓展规模，推动仓储物流上下游产业链的布局与整合。
- 下游温和复苏，政策推动转型升级。**石化产业和物流产业实现资源整合是未来石化物流业的发展趋势。中国危化品物流市场规模从2015年的1.2万亿提升至2022年的2.4万亿，CAGR为11.3%。随着疫情后传统能源行业温和复苏，石化物流行业未来可期。从政策面看，国家从以规范行业标准为主走向推动石化物流业的数字化转型。
- 区位与仓储优势明显，传统与智慧双轮驱动。**公司所在地张家港保税区是全国液化产品的主要集散地之一，区位优势得天独厚。公司在仓库规模和种类方面具有优势，子公司长江国际拥有5万吨级和3万吨级两个长江岸线自有码头泊位。**传统物流：**公司持续提升拳头经营品种乙二醇的市场份额，稳固全国细分领域的龙头地位。**智慧物流：**公司以“清算通”为切入点，强化内部联动，加快外部拓展，在品种、模式和区域拓展等方面寻求新突破。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到危化品仓储政策收紧，公司积极开拓市场有望推动仓储出租率提升，同时通过对现有智慧物流业务进行升级改造，布局大宗商品交割业务，公司有望享受更高收益，给予公司2023年25倍估值，对应目标价5.25元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**石化行业和乙二醇市场波动风险、码头岸线和土地资源限制风险、安全生产风险等。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1341.35 | 1355.09 | 1429.01 | 1511.86 |
| 增长率 | -28.32% | 1.02% | 5.46% | 5.80% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 163.39 | 250.43 | 255.92 | 273.41 |
| 增长率 | 62.17% | 53.28% | 2.19% | 6.84% |
| 每股收益EPS(元) | 0.13 | 0.21 | 0.21 | 0.23 |
| 净资产收益率ROE | 6.71% | 8.81% | 8.39% | 8.34% |
| PE | 29 | 19 | 19 | 17 |
| PB | 2.04 | 1.73 | 1.61 | 1.50 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 12.12 |
| 流通A股(亿股) | 12.12 |
| 52周内股价区间(元) | 3.28-4.49 |
| 总市值(亿元) | 47.76 |
| 总资产(亿元) | 41.55 |
| 每股净资产(元) | 1.98 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1 深耕危化品仓储二十余年，国企背景提供发展保障 | 1 |
| 2 下游温和复苏，政策推动转型升级 | 3 |
| 2.1 后疫情时代下游温和复苏，石化物流行业前景可期..... | 3 |
| 2.2 天然条件形成区域化竞争格局，四大趋势推动行业高质量发展..... | 3 |
| 2.3 政策从规范标准到推动转型升级..... | 4 |
| 3 区位与仓储优势明显，传统与智慧双轮驱动 | 5 |
| 3.1 区位优势明显，子公司是华东液化仓储龙头之一..... | 5 |
| 3.2 码头仓储规模优势明显，奠定区域龙头地位..... | 5 |
| 3.3 “传统+智慧物流”两轮驱动，立足优势谋长远发展..... | 6 |
| 3.4 合规体系建设完善，应对突发事件能力强..... | 7 |
| 4 业务结构优化带动盈利能力回升 | 8 |
| 5 盈利预测与估值 | 9 |
| 5.1 盈利预测..... | 9 |
| 5.2 相对估值..... | 10 |
| 6 风险提示 | 11 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 保税科技发展历程..... | 1 |
| 图 2: 保税科技主要股权结构（截至 2023 年一季度）..... | 1 |
| 图 3: 公司 2022 年主营业务结构情况..... | 2 |
| 图 4: 公司 2022 年主营业务毛利情况..... | 2 |
| 图 5: 保税科技营业收入及增速..... | 2 |
| 图 6: 保税科技净利润及增速..... | 2 |
| 图 7: 石化物流行业上下游..... | 3 |
| 图 8: 保税科技智慧仓储物流五大优势与五大功能..... | 7 |
| 图 9: 保税科技存货周转天数和应收账款周转天数..... | 8 |
| 图 10: 保税科技期间费用率..... | 8 |
| 图 11: 保税科技 ROE（加权）..... | 8 |

表 目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 表 1: 2020 年以来石化物流行业重要政策..... | 5 |
| 表 2: 收入和成本预测（百万元）..... | 9 |
| 表 3: 仓储物流行业可比公司估值..... | 10 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 12 |

1 深耕危化品仓储二十余年，国企背景提供发展保障

张家港保税科技（集团）股份有限公司是张家港市首家上市公司，是在上海证券交易所挂牌交易的 A 股上市公司。证券代码为 600794，简称“保税科技”。公司前身为云南大理造纸股份有限公司，于 1997 年 3 月上市。1999 年 6 月，张家港保税区借壳上市，对该公司实施收购。公司在 2001 年成功配股后，将主营业务调整为港口、码头、物流业。2009 年 7 月，公司迁址江苏省张家港保税区，同时更名为张家港保税科技股份有限公司。随着公司规模进一步扩大，2017 年，公司再次更名为张家港保税科技（集团）股份有限公司。经过多年的努力，保税科技现已发展成为一家集码头仓储业务、智慧物流电商平台和供应链金融为一体的创新型综合物流服务商，主营业务涵盖液体化工仓储和固体干散货仓储综合服务，为液体化工产品的生产厂商和贸易商等提供智慧物流服务和供应链金融解决方案，适量参与化工品贸易、代理业务和证券投资。

图 1：保税科技发展历程



数据来源：Wind, 西南证券整理

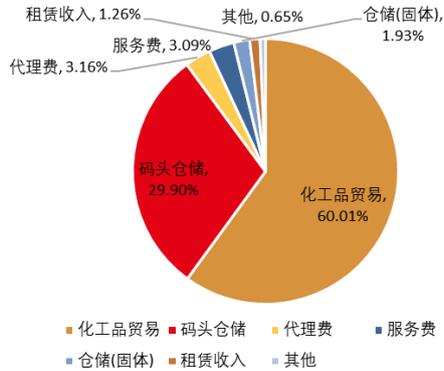
张家港保税区管委会为实控人，为公司发展提供了良好的保障。公司的实际控制人为江苏省张家港保税区管委会，通过控股张家港保税区金港资产经营有限公司的方式控制公司 35.68% 的股份。政府背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司在对外参股、并购、合作等方面能够迈出更大的步伐，进一步拓展规模，推动仓储物流上下游产业链的布局与整合。

图 2：保税科技主要股权结构（截至 2023 年一季度）

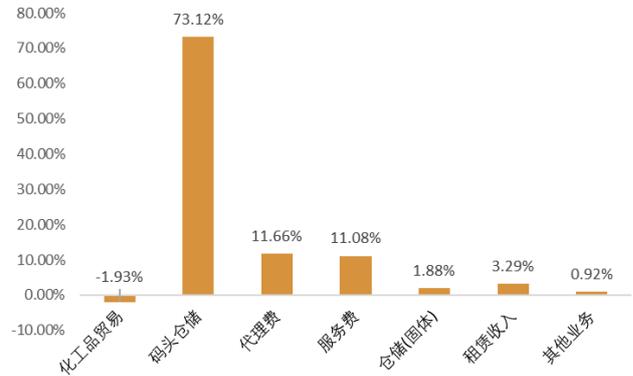


数据来源：Wind, 西南证券整理（注：其他股东中最大股东占总股本比例不超过 1.2%）

公司主营业务结构：根据 2022 年年报，公司收入主要来自**化工品贸易**，占比 60.01%，其次是**码头仓储**，占比 29.90%，其余业务中，代理费收入贡献 3.16%、服务费贡献 3.09%、仓储(固体)贡献 1.93%、仓储租赁贡献 1.26%。公司毛利则主要来自**码头仓储**，贡献 73.12% 的毛利，代理费和服务费分别贡献 11.66%和 11.08%的毛利。

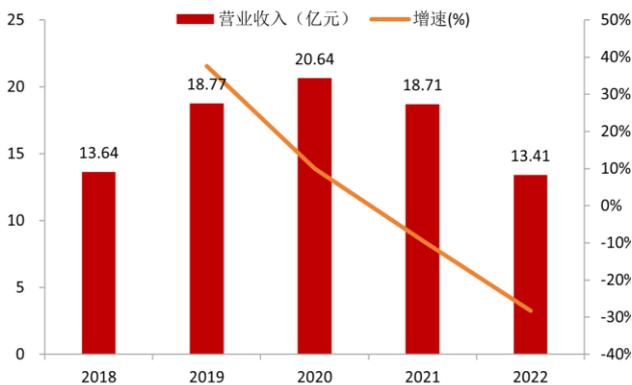
图 3：公司 2022 年主营业务结构情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2022 年主营业务毛利情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：2018-2020 年公司经营状况较好，营业收入 CAGR 为 25.3%，净利润 CAGR 为 28.5%。2021 年和 2022 年受疫情与化工行业周期影响，营收分别下降 9.36%和 28.32%；净利润则分别下降 47.9%和增长 41.8%。2021 年净利大幅下降主要是子公司长江国际主要仓储品种受国外工厂减产和国内下游工厂需求旺盛的影响，导致仓储业务周转速度加快，仓储周期缩短，另外受疫情影响，到港船舶物流效率有所下降。2022 年净利能够正增长除了 2021 年同期基数低以外，传统物流方面长江国际开拓新货源并提高储罐利用率，智能物流方面优化智慧物流电商平台功能开拓新业务也是重要原因。根据公司今年半年报预增报告,2023 年上半年预计实现归属于上市公司股东的净利润为 1.33 亿元至 1.50 亿元之间，与上年同期相比将增加 50.42%至 69.65%。

图 5：保税科技营业收入及增速


数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 6：保税科技净利润及增速


数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 下游温和复苏，政策推动转型升级

2.1 后疫情时代下游温和复苏，石化物流行业前景可期

石化物流是指石化产品从生产者到消费者之间的物理经济活动，包括运输、仓储、装卸搬运、流通加工、配送、回收、信息活动等过程的有机结合，最终实现物的价值增值和组织目标。石化产业和物流产业实现资源整合是未来石化物流业的发展趋势，其主要特征是以港口为核心的运输系统的整合并依托物流园区的大型石油化工物流设施，从而推动石化园区实现生产装置的集约化和装置之间的原料互供，以提高原料和能源的综合利用率。

石油物流上游参与者主要为石化品生产商、石化品运输车生产商与石化品包装容器生产商，中游主要有石化物流运输商和仓储商，下游则主要是产品的分销商等。根据中物联危化品物流分会数据，中国危化品物流市场规模从由 2015 年的 1.2 万亿提升至 2022 年的 2.4 万亿，CAGR 为 11.3%。随着疫情后传统能源行业温和复苏，石化物流行业未来可期。

公司主要仓储品种为乙二醇（MEG）。乙二醇主要应用于聚酯涤纶、聚酯树脂、PET、合成纤维、吸湿剂、增塑剂等多种化工产品的生产。长期以来，我国乙二醇需求量远大于产量，以至于依赖进口来填补需求空缺。近年来随着国内石化大炼化产业的发展，国内优质乙二醇产能逐步取代进口产能。根据海关总署的数据，乙二醇 2020 年进口量为 1055 万吨，2022 年降至 751 万吨，进口依存度从 2020 年的 60% 以上降至 40% 以内。2023 年随着海外装置的集中检修，进口依存度或将继续下降至 30% 附近。虽然进口量明显下滑，但短期内国内终端订单仍未明显放量，乙二醇供应仍维持正增长，或导致乙二醇供需被动累库。

图 7：石化物流行业上下游



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

2.2 天然条件形成区域化竞争格局，四大趋势推动行业高质量发展

目前，国内石化物流行业企业竞争呈现“三足鼎立”的格局：石化企业下属物流子公司、大型综合物流服务商及其化工物流子公司、专业第三方化工物流服务商。近年来，随着物流行业整体朝向专业化的第三方物流服务方向发展，在石化物流领域涌现出密尔克卫、宏川智

慧、恒基达鑫等一批优秀的专业第三方化工物流服务商，凭借着专业化、高水平的石化物流服务，竞争优势愈发突出，发展势头不容小觑。

石化物流产业链因码头港口等自然条件割裂形成的区域竞争格局和因仓储品种差异形成的细分市场格局。区域竞争格局产生的原因主要是石化产品普遍通过水路运输，在船舶大型化发展趋势下，具有强大吞吐能力的港口和大吨位级泊位的码头对于完成货物的中转和仓储显得非常重要。随着石化产品需求总量的大幅提升，成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类等石化产品都有较大的细分市场的需求，积极寻找差异化的竞争战略，根据不同石化产品的储存条件和产品特点形成进一步的细分市场。

石化物流行业发展呈现四大趋势：

1) 监管严格化。天津港“8.12”和江苏响水“3.21”等重大安全责任事件发生后，监管日趋严格，对环保等要求日益提升，预计未来国家和各地将相继出台更为严格的危化品储运资格审查监管制度，并加强危化品物流安全体系和应急处理机制建设。

2) 园区化与集中化。国务院相关部委多次出台规定，强调化工生产和储运等环境风险较大的企业，必须迁入依法设立、环境保护基础设施齐全并经规划环境影响评价的产业园区，无法入园的企业或面临直接关停退出的风险。未来，危化品物流园区数量和规模将会进一步扩大，行业集中度将进一步提高，区域性将更加明显。

3) 物流智能化。智慧物流体系将成为未来石化物流企业发展的重要趋势。石化物流行业移动互联网、物联网、大数据等信息技术的应用将更加广泛，将有更多信息化产品应用到石化物流运输的各环节，打破不同储运方式、不同储运区域、不同管理机构的信息壁垒，使危化品物流产业链的管理向扁平化、协同化、职能化和网络化方向发展。现代信息技术用于物流的流程设计和改造，也将有效降低管理成本，增强客户粘性，提高管理效率。同时，通过智能化科学管理，我国在石化物流安全领域的管理能力将进一步增强，从而能够更好地提前预防，降低石化物流风险。

4) 服务平台化。目前国内石化物流企业普遍处于传统的单一运营模式，缺乏新的商业模式和盈利模式。未来市场参与者将通过资源整合，创新商业模式，打通供应链上下游，延伸服务链条，开展增值服务，通过信息技术的应用，打造现代危化品物流服务平台，实现政府、行业、企业之间信息的交换和互联互通。

2.3 政策从规范标准到推动转型升级

我国国民经济“十一五”计划至“十四五”规划，国家对石化物流行业的支持政策经历了从“积极着手标准的研究制订工作”到“完善危险化学品运输网络”的变化。当前中国石化物流行业相关的发展政策以指导和规范类为主。石化产品中大部分产品被列为危化品，石化物流行业政策主要集中在对石化产品中的危化品的运输和储存上。同时，政策鼓励利用当前的人工智能、物联网技术在石化物流上发挥作用，引导石化物流行业发展向数字化、信息化、高端化发展，推动“互联网+”技术在石化物流各环节的应用，鼓励传统石化物流行业转型升级。

表 1：2020 年以来石化物流行业重要政策

| 时间 | 政策文件名称 | 政策相关内容 |
|---------|------------------------------|--|
| 2022.12 | 《“十四五”现代物流发展规划》 | 推动完善危化品等物流标准规范，推进危险货物在铁路、公路、水路等运输环节标准衔接。发展危化品罐箱多式联运，推动危化品物流向专业化定制、高品质服务和全供应链服务转型升级等。 |
| 2022.08 | 《关于印发“十四五”国家应急体系规划的通知》 | 深化应急管理综合行政执法改革，组建国家矿山安全监察局，加强危化品安全监督力量。 |
| 2021.11 | 《关于印发“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》 | 完善危化品运输网络，优化运输通行管控措施，强化港口、隧道、闸坝等重点部位的通行管理。 |
| 2021.03 | 《“工业互联网+危化安全生产”试点建设方案》 | 打造一批应用场景、工业 APP 和工业机理模型，力争通过三年努力，构建“工业互联网+危化安全生产”的初步框架。 |
| 2020.05 | 《全面加强危险化学品安全运输生产工作的意见》 | 对危险货物运输企业、港口危化品集中区域组织实施精确化安全风险排查评估，实行精细化管控。 |

数据来源：国务院，国务院办公厅，应急管理部，交通运输部，西南证券整理

3 区位与仓储优势明显，传统与智慧双轮驱动

3.1 区位优势明显，子公司是华东液化仓储龙头之一

保税科技所处区域是石化消费密集区域，交通便利，区位优势明显。公司所在地张家港保税区是全国液化产品的主要集散地之一，液体化工品进口量居全国前列。公司控股子公司长江国际经过多年的发展，现已成为华东地区龙头液化仓储企业之一。公司所在的长三角经济圈，是我国石化产品消费主要集中地区之一，客户覆盖江浙沪等经济发达地区。依托于素有黄金水道之称的长江，水运液体化工产品能够贯通长江、直通东海、辐射华东，近年来长三角一体化更是上升为国家战略。另外，作为全国唯一的内河港型保税区，张家港保税区地理位置优越。公司享受保税港区内政策优势，可开展保税仓储业务。

3.2 码头仓储规模优势明显，奠定区域龙头地位

保税科技在仓库规模和种类方面具有优势。子公司长江国际拥有 5 万吨级和 3 万吨级两个长江岸线自有码头泊位，另有 500 吨级内河十字港疏运码头 2 座，码头年吞吐量可达 450 万吨。此外，张家港保税港区后方多家化工品仓储企业也需要通过长江国际码头输送货物至其储罐；长江国际自有储罐 214 座，罐容 110.79 万立方米，现已发展成为国内液体化工仓储的龙头企业之一，在乙二醇和二甘醇的化工仓储业务方面具有强大的规模优势，乙二醇和二甘醇进口量常年位居全国第一。另外子公司外服公司拥有 16.55 万平方米的干散货仓库，目前主营业务品种为 PTA 和棉花等，是全国最大的 PTA 期货交割库。子公司长江国际是大连商品交易所 001 号乙二醇期货指定交割库和郑州商品交易所甲醇期货指定交割库。子公司外服公司是郑州商品交易所指定 PTA 和棉花期货交割库。上述期货交割库资质的取得，有利于提高客户信任度，增强客户粘性，巩固和促进仓储业务的开展，进一步提高公司的盈利能力和市场竞争力。

3.3 “传统+智慧物流”两轮驱动，立足优势谋长远发展

近年来保税科技大力实施“两轮驱动”战略，传统物流与智慧物流齐头并进，共融发展。在市场竞争日趋激烈的形势下，公司围绕主营业务深耕细作的同时，持续推进由传统仓储物流向智慧物流深入转型，公司构建大宗商品智慧物流服务平台的战略布局日趋清晰。

3.3.1 传统物流

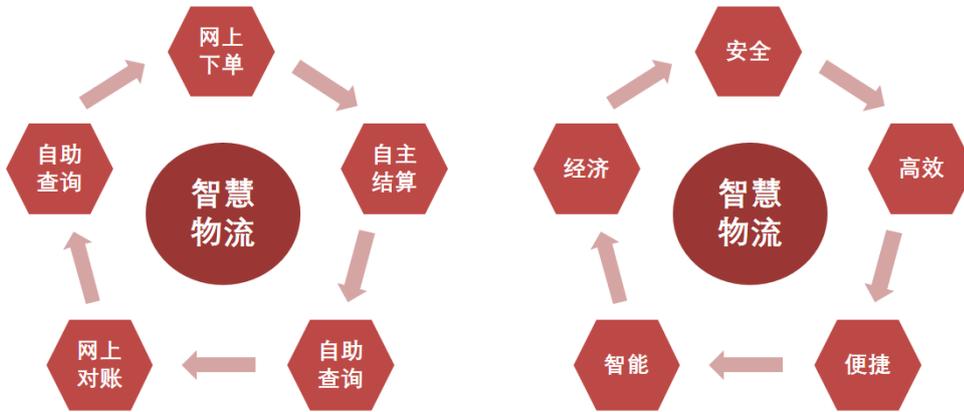
公司持续提升公司拳头经营品种乙二醇的市场份额，稳固全球细分领域的龙头地位。充分利用公司作为华东地区最大的 PTA 集散基地这一优势，全面提升张家港口岸 PTA 主港地位。与此同时，公司还将灵活推进码头、储罐、仓库、堆场升等改造，新增其他货种，提升平均仓储利用率。围绕前港后库格局，探索适宜的商业模式。公司也将择机通过整合长三角和长江沿线沿海沿江的码头仓储资源，扩大公司资产规模，盘活存量、挖掘增量。

聚焦仓储物流及其上下游的并购投资活动，夯实公司规模化发展目标，源源不断获得优质项目资产。保税科技于 2022 年 12 月以自有或自筹资金 9.8 亿元与胜帮凯米和胜帮基金共同设立共青城保税胜帮物流产业投资，合计规模 20 亿元。胜帮基金是陕西煤业化工集团有限责任公司的子公司，作为国有特大型能源化工企业，有丰富的收购兼并经验。在盛帮基金的帮助下，通过保税胜帮产业并购基金，公司在对外参股、并购、合作等方面将迈出更大的步伐，进一步拓展传统物流规模，推动仓储物流上下游产业链的布局与整合。

3.3.2 智慧物流

公司以“清算通”为切入点，强化内部联动，加快外部拓展，在品种、模式和区域拓展方面寻求新突破。一方面，智慧物流电商平台将继续充分发挥“清算通”集成度高、通用性强的特性，大力拓展交割库概念，坚持智慧物流电商平台“1+N”的发展模式，与公司传统物流不断协同发展的基础上，继续依托河北物流模式，对符合条件的目标仓库实施数字化改造，将智慧物流服务的触角延伸到更多优质的目标企业；另一方面，公司将充分依托“清算通”良好的发展势头，努力扩大在线融资服务“数融仓”业务规模，为参与大宗商品交易的市场主体提供高效率、低成本的全流程融资服务水平。作为张家港市数字人民币试点平台，进一步与上海清算所推进数字人民币应用场景创新、数字普惠金融创新等合作项目，深化数字人民币在大宗商品领域的应用探索。

“清算通”黑色金属现货交割业务开启大宗交割新时代。在大宗商品交割方面，公司积极响应上期所提出的“加快新品种上市、研发，推动建设现代仓储物流体系”，实现了大宗商品交易交割全场景的数字化，交易流、资金流、货物流三流合一。2022 年 9 月河北省物流产业集团与保税科技共同推进的大宗商品黑色金属交割业务在苏交网平台与河北省智慧物流产业园区仓库成功落地，标志着“清算通”黑色金属现货交割业务正式开启。双方在“平台+园区+金融”领域进行深度合作的重要举措对加快构建一体化、高质量的“第三方物流交付平台”体系，形成数字化仓储与支付结算的“统一大市场”，具有积极的促进作用。未来公司将继续积极响应国家统一大市场和场内全国性大宗商品仓单注册登记中心建设号召，协同物流行业，强化期货市场交割仓储基本盘，推动建设现代仓储物流体系，与全国各地的实体企业进行深度合作，智慧物流板块大有可为。

图 8：保税科技智慧仓储物流五大优势与五大功能


数据来源：保税科技官方公众号，西南证券整理

3.4 合规体系建设完善，应对突发事件能力强

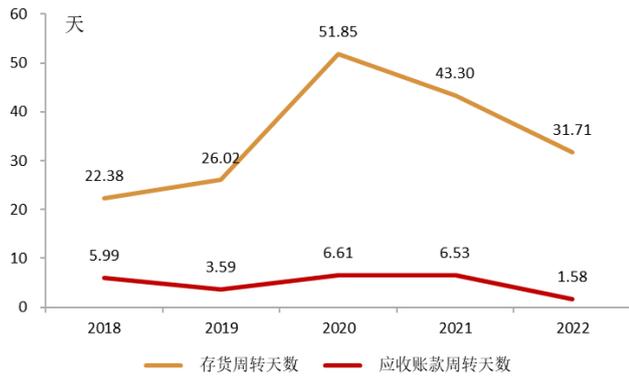
“长江国际被伪造公司印章案”冲击公司 2019 年正常运营。2019 年 9 月 24 日长江国际收到武汉海事法院送达的新兴公司对长江国际的起诉状称：2019 年 8 月底，原告要求提货时（乙二醇数量 110608 吨，价值人民币 480,528,300 元），长江国际（被告）拒不同意原告的提货要求，致原告的乙二醇无法提货。原告向法院申请诉讼保全，将长江国际十个经常使用的账户均进行了查封冻结，被查封冻结账户资金超过 4 亿元，另查封了长江国际公司全部房产土地，涉案标的总计达 11 亿元。该案使得公司 2019 年第四季度库存量、营业收入等有所下降，严重影响了公司的正常运营。

事件发生后，公司积极应诉，就他人涉嫌伪造公司印章罪向张家港公安机关报案，通过刑事侦查手段调查伪造印章、制作假单证的犯罪嫌疑人及事实经过，为民事案件提供佐证。最终调查发现并未发现长江国际人员牵涉其中，至目前长江国际已经解除了全部 4 亿元现金及全部不动产的查封冻结，企业重回良性经营的轨道。目前，长江国际已经全部终止了线下交易模式，全部转为会员制的线上平台交易，在充分审查转让双方有真实货物的基础上进行买卖交易。同时，公司重新修改了交易规则，并在网站上进行公示，故预计长江国际再次受到民事起诉的可能性微乎其微。公司多年的合规体系建设和依法依规经营理念使得公司在应对突发事件时处理得游刃有余，最终转危为安。

4 业务结构优化带动盈利能力回升

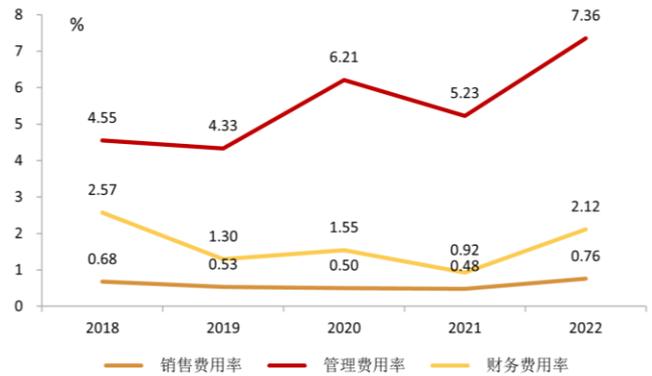
2022 年公司存货周转天数为 31.71 天，同比-26.8%，应收账款周转天数为 1.58 天，同比-75.76%。2018-2022 年保税科技应收账款周转天数从 5.99 天下降到 1.58 天，减少 73.62%，智慧物流和数字化发展为其营运能力提升保驾护航。2018-2022 年保税科技期间费用控制能力则稍显弱化，尤其管理费用与销售收入匹配度较低，管理费用率从 4.55% 上升到 7.36%，而销售费用率和财务费用率整体变化不大。

图 9：保税科技存货周转天数和应收账款周转天数



数据来源：公司公告，西南证券整理

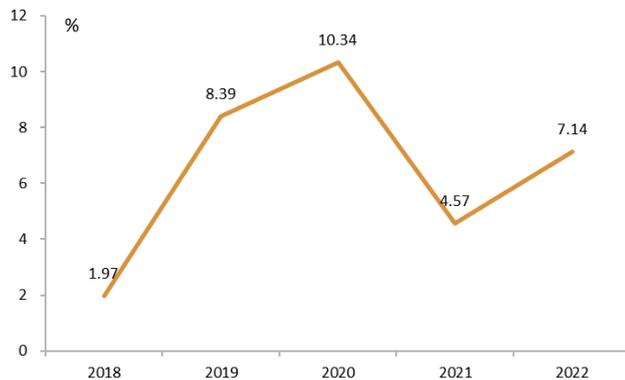
图 10：保税科技期间费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

受益于业务结构优化及储罐利用率提升，公司销售净利率在 2022 年明显提升，从 2021 年的 6.52% 上升至 2022 年的 12.89%，同比+97.86%。而其 ROE（加权）也经历了 2021 年的探底后，在 2022 年快速回升至 7.14%，同比+56.24%。

图 11：保税科技 ROE（加权）



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

主营业务关键假设：

码头仓储（液化）业务：公司子公司长江国际自有储罐罐容 110.79 万立方米，不考虑后续扩容和并购的情况下，预计未来公司将积极拓展仓储货源及其他仓储品种，提升储罐利用率。因此，我们预计 2023 年全年罐容利用率为 77%，2024 年和 2025 年的利用率分别为 80%和 85%。仓储价格方面，参考同行在华东地区仓储费及考虑到码头仓储的稀缺性，假设 2023-2025 年仓储费用维持与 2022 年同一水平。基于以上因素，该业务 2023-2025 年收入增速分别为 14.8%/3.9%/6.3%。毛利率方面，取历史 3 年均值水平。

仓储（固体）业务：公司固体干散货仓储综合服务中目前主营业务品种为 PTA 和棉花等，未来公司将积极优化固体干散货仓库结构，提升业务量。因此，对该业务 2023-2025 年业务量增速进行假设，分别为 40%/20%/10%。仓储价格方面，取历史 3 年均值水平。毛利率方面，由于公司固体干散货仓储综合服务固定成本相对稳定，因此预计 2023 年毛利会随着收入的大幅增长而有所改善。同时公司预计未来将引入附加值更高的的仓储品种，因此预计未来该业务毛利率会维持在较高水平，基于以上因素，假设该业务 2023-2025 年毛利率分别为 44.3%/41.7%/36.8%。

化工品贸易业务：受市场下行影响，2022 年公司化工品贸易业务收入大幅降低，预计未来大宗商品行情会有所复苏。基于以上因素，对该业务 2023-2025 年业务量增速进行假设，分别为 -10%/5%/5%。价格方面，取历史 3 年均值水平。同时，我们预计公司未来在贸易套期保值及风险管理上会有所改善，因此假设该业务 2023-2025 年毛利率都取 1%水平。

代理和服务业务：公司 2022 年尝试开展电池片等其他业务，预计公司未来代理业务收入会有所增加。公司还加强与上海清算所的深度合作，根据客户需求推出了“数融仓”服务。基于以上因素，对代理和服务业务 2023-2025 年业务量增速进行假设，分别为 25%/10%/8%。价格和毛利率方面，假设 2023-2025 年两项业务都取历史 3 年均值水平。

租赁业务：公司通过外服公司为客户提供仓库租赁等服务，预计未来公司将根据市场情况增加长租库面积，积极推进综合物流项目。基于以上因素，对该业务 2023-2025 年业务量增速进行假设，分别为 20%/10%/6%。租赁价格和毛利率都取历史 3 年均值水平。

表 2：收入和成本预测（百万元）

| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | 营业收入 | 1341.3 | 1355.1 | 1429.0 | 1511.9 |
| | YOY | -28.3% | 1.0% | 5.5% | 5.8% |
| | 营业成本 | 1006.2 | 942.8 | 1005.8 | 1051.6 |
| | 毛利率 | 25.0% | 30.4% | 29.6% | 30.4% |
| 化工品贸易 | 营业收入 | 804.92 | 724.4 | 760.6 | 798.7 |
| | YOY | -45.8% | -10.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 营业成本 | 811.4 | 717.2 | 753.0 | 790.7 |
| | 毛利率 | -0.8% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |

| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 码头仓储 (液化) | 营业收入 | 401.1 | 460.7 | 478.6 | 508.5 |
| | YOY | 45.6% | 14.8% | 3.9% | 6.3% |
| | 营业成本 | 156.1 | 184.1 | 203.0 | 205.6 |
| | 毛利率 | 61.1% | 60.0% | 57.6% | 59.6% |
| 仓储 (固体) | 营业收入 | 25.9 | 36.3 | 43.6 | 47.9 |
| | YOY | -30.6% | 40.0% | 20.0% | 10.0% |
| | 营业成本 | 19.6 | 20.2 | 25.4 | 30.3 |
| | 毛利率 | 24.3% | 44.3% | 41.7% | 36.8% |
| 代理费 | 营业收入 | 42.4 | 53.0 | 58.3 | 62.9 |
| | YOY | 948.8% | 25.0% | 10.0% | 8.0% |
| | 营业成本 | 3.3 | 2.2 | 2.4 | 3.4 |
| | 毛利率 | 92.2% | 95.9% | 95.8% | 94.6% |
| 服务费 | 营业收入 | 41.4 | 51.8 | 57.0 | 61.5 |
| | YOY | 23.4% | 25.0% | 10.0% | 8.0% |
| | 营业成本 | 4.3 | 5.6 | 7.4 | 7.0 |
| | 毛利率 | 89.6% | 89.1% | 87.0% | 88.6% |
| 租赁收入 | 营业收入 | 16.8 | 20.2 | 22.2 | 23.6 |
| | YOY | -37.2% | 20.0% | 10.0% | 6.0% |
| | 营业成本 | 5.8 | 7.8 | 8.9 | 8.9 |
| | 毛利率 | 65.4% | 61.3% | 60.1% | 62.3% |

数据来源：西南证券

基于上述假设和测算：预计 2023-2025 年，公司分别实现营业收入 13.55 亿元、14.29 亿元、15.12 亿元，同比分别+1.0%、+5.5%、+5.8%；实现归母净利润分别为 2.5 亿元、2.6 亿元、2.7 亿元，EPS 分别为 0.21 元、0.21 元、0.23 元，对应的 PE 为 19 倍、19 倍、17 倍。

5.2 相对估值

我们选取仓储物流行业中的四家主流公司，2022 年四家公司平均 PE 为 27 倍，2023 年平均 PE 为 23 倍。我们看好公司的中长期增长潜力，给予 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 5.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：仓储物流行业可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 每股收益 (元) | | | PE (倍) | | | PB (倍) |
|-----------|------|------------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | MRQ |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 90.66 | 3.7 | 4.8 | 6.3 | 31.7 | 17.9 | 13.7 | 3.7 |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 23.13 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 38.8 | 28.6 | 22.3 | 4.6 |
| 002492.SZ | 恒基达鑫 | 6.12 | 0.3 | - | - | 20.0 | - | - | 1.5 |
| 600787.SH | 中储股份 | 5.78 | 0.3 | - | - | 17.0 | - | - | 1.0 |
| 平均 | | | | | | 26.9 | 23.3 | 18.0 | 2.7 |

数据来源：wind，西南证券整理（收盘价日期为 2023.7.28）

6 风险提示

石化行业和乙二醇市场波动风险、码头岸线和土地资源限制风险、安全生产风险等。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1341.35 | 1355.09 | 1429.01 | 1511.86 | 净利润 | 172.93 | 265.05 | 270.85 | 289.37 |
| 营业成本 | 1006.20 | 942.84 | 1005.83 | 1051.58 | 折旧与摊销 | 90.56 | 94.79 | 94.79 | 94.79 |
| 营业税金及附加 | 6.33 | 5.78 | 6.19 | 10.43 | 财务费用 | 28.39 | 14.06 | 10.06 | 8.29 |
| 销售费用 | 10.14 | 7.88 | 8.68 | 9.80 | 资产减值损失 | -4.54 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 管理费用 | 83.34 | 104.34 | 110.03 | 116.41 | 经营营运资本变动 | -211.53 | 148.20 | -37.09 | -29.64 |
| 财务费用 | 28.39 | 14.06 | 10.06 | 8.29 | 其他 | 427.70 | -33.45 | -31.22 | -27.88 |
| 资产减值损失 | -4.54 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 经营活动现金流净额 | 503.51 | 493.65 | 312.39 | 339.93 |
| 投资收益 | 65.93 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | 88.00 | 20.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -37.64 | -0.99 | -2.47 | -7.84 | 其他 | -124.50 | 55.80 | 27.53 | 22.16 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -36.50 | 75.80 | 27.53 | 22.16 |
| 营业利润 | 220.16 | 304.20 | 310.76 | 332.51 | 短期借款 | 76.06 | -146.10 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.99 | 7.63 | 7.89 | 7.92 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 219.17 | 311.82 | 318.65 | 340.44 | 股权融资 | -2.51 | 200.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 46.25 | 46.77 | 47.80 | 51.07 | 支付股利 | -36.36 | -32.68 | -50.09 | -51.18 |
| 净利润 | 172.93 | 265.05 | 270.85 | 289.37 | 其他 | -136.65 | -424.38 | -10.06 | -8.29 |
| 少数股东损益 | 9.54 | 14.62 | 14.94 | 15.96 | 筹资活动现金流净额 | -99.47 | -403.16 | -60.14 | -59.47 |
| 归属母公司股东净利润 | 163.39 | 250.43 | 255.92 | 273.41 | 现金流量净额 | 367.81 | 166.29 | 279.78 | 302.62 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 723.80 | 890.09 | 1169.87 | 1472.49 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 629.05 | 364.10 | 431.02 | 481.46 | 销售收入增长率 | -28.32% | 1.02% | 5.46% | 5.80% |
| 存货 | 96.86 | 90.08 | 94.82 | 100.00 | 营业利润增长率 | 40.02% | 38.17% | 2.16% | 7.00% |
| 其他流动资产 | 610.51 | 577.89 | 579.94 | 582.23 | 净利润增长率 | 41.83% | 53.28% | 2.19% | 6.84% |
| 长期股权投资 | 285.88 | 285.88 | 285.88 | 285.88 | EBITDA 增长率 | 25.11% | 21.80% | 0.62% | 4.81% |
| 投资性房地产 | 62.09 | 62.09 | 62.09 | 62.09 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 813.81 | 745.79 | 677.78 | 609.76 | 毛利率 | 24.99% | 30.42% | 29.61% | 30.44% |
| 无形资产和开发支出 | 204.53 | 158.45 | 132.36 | 106.28 | 三费率 | 9.09% | 9.32% | 9.01% | 8.90% |
| 其他非流动资产 | 301.26 | 300.57 | 299.87 | 299.18 | 净利率 | 12.89% | 19.56% | 18.95% | 19.14% |
| 资产总计 | 3727.80 | 3474.95 | 3733.65 | 3999.39 | ROE | 6.71% | 8.81% | 8.39% | 8.34% |
| 短期借款 | 146.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.64% | 7.63% | 7.25% | 7.24% |
| 应付和预收款项 | 245.03 | 156.85 | 178.93 | 194.97 | ROIC | 15.09% | 22.49% | 26.05% | 29.15% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 25.28% | 30.48% | 29.08% | 28.81% |
| 其他负债 | 757.89 | 309.23 | 325.08 | 336.60 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1149.01 | 466.09 | 504.02 | 531.57 | 总资产周转率 | 0.38 | 0.38 | 0.40 | 0.39 |
| 股本 | 1212.15 | 1212.15 | 1212.15 | 1212.15 | 固定资产周转率 | 1.60 | 1.74 | 2.01 | 2.35 |
| 资本公积 | 264.69 | 414.69 | 414.69 | 414.69 | 应收账款周转率 | 220.42 | 128.69 | 127.98 | 140.26 |
| 留存收益 | 892.95 | 1110.70 | 1316.53 | 1538.76 | 存货周转率 | 11.23 | 10.05 | 10.72 | 10.62 |
| 归属母公司股东权益 | 2332.40 | 2747.86 | 2953.69 | 3175.92 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 124.75% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 246.39 | 261.01 | 275.95 | 291.90 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2578.79 | 3008.86 | 3229.63 | 3467.82 | 资产负债率 | 30.82% | 13.41% | 13.50% | 13.29% |
| 负债和股东权益合计 | 3727.80 | 3474.95 | 3733.65 | 3999.39 | 带息债务/总负债 | 12.72% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.91 | 4.88 | 5.27 | 5.74 |
| | | | | | 速动比率 | 1.82 | 4.65 | 5.05 | 5.52 |
| | | | | | 股利支付率 | 22.26% | 13.05% | 19.57% | 18.72% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 339.11 | 413.05 | 415.61 | 435.60 | 每股收益 | 0.13 | 0.21 | 0.21 | 0.23 |
| PE | 29.08 | 18.97 | 18.57 | 17.38 | 每股净资产 | 1.92 | 2.27 | 2.44 | 2.62 |
| PB | 2.04 | 1.73 | 1.61 | 1.50 | 每股经营现金 | 0.42 | 0.41 | 0.26 | 0.28 |
| PS | 3.54 | 3.51 | 3.33 | 3.14 | 每股股利 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.04 |
| EV/EBITDA | 10.50 | 7.35 | 6.63 | 5.63 | | | | | |
| 股息率 | 0.77% | 0.69% | 1.05% | 1.08% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 |
| | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 徐铭婉 | 销售经理 | 15204539291 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
