



Research and
Development Center

并购与自建双轮驱动，液体石化仓储龙头大展宏图

—宏川智慧(002930)公司深度报告

2020年01月07日

陈淑娴 首席分析师
S1500519080001
021-61678597
chenshuxian@cindasc.com

曹熠 研究助理
+86 21 61678597
caoyi@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

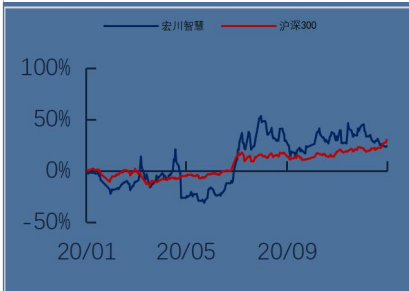
公司研究

公司深度报告

宏川智慧 (002930)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	19.45
52 周内股价波动区间 (元)	23.99-10.77
最近一月涨跌幅 (%)	-14.24%
总股本 (亿股)	4.44
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	86.35

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

自建与并购双轮驱动，液体石化仓储龙头大展宏图

2021 年 01 月 07 日

本期内容提要：

- ◆ **国内液体石化仓储领先者，业绩增长稳定且高效。** 宏川智慧是国内诸多液体石化仓储提供商中的领先者，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。截至 3Q2020 年，公司拥有储罐罐容 274.95 万 m³，其中权益罐容为 243.04 万 m³，极大的领先于其他 A 股主要竞争者（保税科技和恒基达鑫罐容分别为 110.79 万 m³/105.02 万 m³）。公司 2014 年-3Q2020 年间营业收入及净利润由 2.87 亿元/0.66 亿元增长到 5.98 亿元/1.74 亿元，期间复合增速为 13.61% 和 18.36%，毛利率及净利率常年维持在 60% 和 25% 附近，业绩增长稳定且高效。
- ◆ **内生自建与外延并购促进罐容急速增长。** 由于受政策监管及建设周期的影响，并购是当前国内液体石化仓储行业扩大罐容的最有效手段。宏川智慧自 2010 年开始先后并购了包括太仓阳鸿、南通阳鸿、东莞三江等在内的 7 家企业（2018 年上市至今，3 年内 4 个并购项目落地），加之自建项目的实施，公司罐容爆发性增长。从 2018 年-3Q2020 年，公司罐容由 113.03 万 m³ 增长到 274.95 万 m³，扩张迅速。
- ◆ **布局粤港澳、长三角及东南沿海地区，区域优势显现。** 多个并购项目落地情况下，公司在粤港澳、长三角及东南沿海地区多个仓储区进行布局（长三角地区 178.5 万 m³ 罐容、粤港澳地区 52.09 万 m³ 罐容、东南沿海地区 44.35 万 m³ 罐容），服务半径覆盖当地主要的制造企业及石化企业集群，为公司提供稳定的大体量仓储需求，加之吞吐能力强、泊位等级高的港口码头配套设施配合，公司在三个区域协同效应与规模竞争优势显著。
- ◆ **供需趋紧，液体石化仓储行业景气度持续上升。** 近年来国内油品、醇类等化工产品进口维持稳定增长的状态，加之国内炼化产能释放，石化仓储需求稳定提升。但在市场监管严格的环境下，仓储新建项目几乎停滞，“退城入园”下大批量安全系数低的小型化工仓储企业被关停，仓储供给受限。随行业供需趋紧，液体石化仓储行业景气度持续提升，公司储罐自 15 年起使用率长期维持 83% 以上的高水平位，租金也有 5% 的年均涨幅，仓储综合服务支撑强劲。
- ◆ **切入固体化工仓储赛道，未来盈利能力有望再度提升。** 相比于需要优质港口码头配套、建设成本高、盈利能力偏低的液体化工仓储领域，固体化工仓储具备建设配套需求少，盈利能力高的特性。2020 年 9 月公司控股股东宏川集团与金联川签署《关于成都投资事项的意向协议》，拟在成都建立占地 400 亩固体化工仓库，我们认为这代表公司有望切入固体化工仓储赛道，有益于公司未来业绩提速。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2020-2022 年 EPS (摊薄) 分别为 0.56 元/股、0.72 元/股和 1.12 元/股，对应 2021 年 01 月 07 日的收盘价 PE 为 35 倍、27 倍和 17 倍，考虑到并购逻辑验证下公司历年来市场表现均高于预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 财报业绩高速增长、新建罐容投运、并购项目落地、储罐使用率与单价持续提升。
- ◆ **风险因素：** 宏观经济下行风险、并购项目落地不及预期风险、安全经营风险。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	398	486	847	1,108	1,538
增长率 YoY %	9.2%	22.1%	74.4%	30.7%	38.8%
归属母公司净利润 (百万元)	103	146	248	321	498
增长率 YoY%	11.5%	42.0%	70.0%	29.5%	55.1%
毛利率%	58.1%	61.3%	68.7%	66.6%	68.0%
净资产收益率ROE%	5.8%	7.9%	9.6%	10.7%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.33	0.56	0.72	1.12
市盈率 P/E(倍)	111.74	45.74	34.95	26.99	17.40
市净率 P/B(倍)	6.48	3.61	3.35	2.89	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2021年01月07日收盘价

国内领先的液体石化仓储提供商	9
一、公司并购成长史.....	9
二、实际控制人与配偶合计控股 54.46%.....	10
三、上市以来连续实行股权激励计划，业绩增长超预期.....	10
四、核心管理层持有公司股份且任职时间长久.....	11
行业分散且准入壁垒高，利好头部企业规模扩张	12
一、石化产品进口数量逐年提升，石化仓储行业市场空间广阔.....	12
二、受益于油价下跌、石化仓储需求大幅提升.....	14
三、政策监管严格，石化仓储供给受限.....	14
四、受益于区域经济及水陆交通，区域竞争格局显现.....	16
五、行业准入壁垒高且集中度低，看好领先企业通过并购扩大市场份额.....	17
自建与并购双轮驱动，助力公司业绩超速增长	17
一、公司业绩增长稳定，利率水平持续改善.....	18
二、疫情助力公司业绩提速.....	18
三、仓储综合服务收入占比超 95%，盈利模式直观可测.....	20
四、内生自建与外延并购促进罐容扩大.....	22
五、并购频繁导致财务费用增多，公司期间费用占比呈现上升趋势.....	23
六、七大核心竞争优势助力公司行业领先.....	24
扩宽公司业务范围，切入固体化工仓储赛道	29
一、固体化工仓储赛道分析.....	29
二、签署成都投资意向协议，切入固体化工仓储赛道.....	30
三、可比公司比对：密尔克卫.....	30
盈利预测、估值与投资评级	33
一、收入成本假设.....	33
二、费用讨论.....	37
三、公司盈利预测.....	38
四、估值.....	38
风险因素	38

表目录

表 1 公司 2019 年股权激励计划考核内容.....	11
表 2 公司 2020 年股权激励计划考核内容.....	11
表 3 公司 2020 年股权激励计划个人考核要求.....	11
表 4 公司核心管理层情况.....	12
表 5 近年来石化行业相关政策.....	15
表 6 公司自建及并购情况.....	22
表 7 宏川智慧自建港口、码头情况.....	26
表 8 港口码头对比（2019 年）.....	26
表 9 公司部分荣誉证书.....	28
表 10 公司液体化工仓储服务收入预测.....	34
表 11 公司直接人工成本预测.....	35
表 12 公司折旧摊销费用预测.....	36
表 13 公司仓储综合服务总体情况预测（亿元）.....	36
表 14 公司营收情况预测（亿元）.....	37
表 15 公司近年来并购标的情况.....	37
表 16 公司费用情况预测（亿元）.....	38
表 17 重要财务指标（百万元）.....	38
表 18 公司 PE 估值.....	38

图 目 录

图 1	宏川智慧业务流程.....	9
图 2	宏川智慧发展历程.....	10
图 3	宏川智慧股权结构.....	10
图 4	石化仓储行业分析.....	12
图 5	我国 2010-2019 年原油加工量及增速 (百万吨, %)	13
图 6	我国 2010-2019 年成品油进口量及增速 (万吨, %)	13
图 7	我国 2010-2019 年甲醇进口量及增速 (万吨, %)	13
图 8	我国 2010-2019 年乙二醇进口量及增速 (万吨, %)	13
图 9	我国 2010-2019 年苯乙烯进口量及增速 (万吨, %)	14
图 10	宏川智慧 2019 年公司储品占比情况 (%)	14
图 11	国际原油价格走势 (美元/桶)	14
图 12	我国石化仓储行业核心布局区.....	17
图 13	2019 年我国原油加工量前十省份加工量占比 (%)	17
图 14	2019 年我国乙烯产量前十省份产量占比 (%)	17
图 15	2014-2019 年间公司营业收入与净利润及相关增长率 (百万元, %)	18
图 16	2014-2019 年间公司期间费用占营业收入比重 (%)	18
图 17	2014-2019 年间公司毛利率与净利率 (%)	18
图 18	公司仓储综合服务及物流链管理服务毛利率 (%)	18
图 19	1Q2014-3Q2020 年间公司营业收入与净利润及相关增长率 (百万元, %)	19
图 20	2017-3Q2020 年间公司毛利率与净利率 (%)	19
图 21	2015-3Q2020 年间公司罐容 (万 m ³)	19
图 22	2015-3Q2020 年间公司储罐单价及使用率 (元/m ³ /月, %)	19
图 23	2020 年上半年甲醇江苏港口库存 (万吨)	20
图 24	2020 年上半年乙二醇、苯乙烯华东主港库存 (万吨)	20
图 25	公司 2020 年 1-9 月营业收入占比 (%)	20
图 26	2014-1H2020 年主营业务收入占比 (%)	20
图 27	公司 2019 年仓储业务成本占比 (%)	20
图 28	公司 2018 年仓储业务成本占比 (%)	20
图 29	公司仓储综合服务收入增长率 (%)	21
图 30	公司物流链管理服务、中转及其他服务和其他业务增长率 (%)	21
图 31	公司主营业务毛利率情况 (%)	21
图 32	公司主营业务毛利率占比 (%)	21
图 33	公司运营罐容增长来源 (万 m ³)	22
图 34	1-3Q2020 年公司运营罐容增长分析 (万 m ³)	22
图 35	2019 年公司与标的公司储罐使用率及单位储罐收益 (% , 元/m ³ /月)	23
图 36	2019 年公司与标的公司毛利率和净利率 (%)	23
图 37	2014-3Q2020 年公司期间费用占比 (%)	24
图 38	2014-3Q2020 年公司期间费用分类占比 (%)	24
图 39	公司罐区布局.....	25
图 40	公司 2019 年营业收入地区分布情况 (%)	25
图 41	宏川智慧及其主要竞争对手储罐数量情况 (座)	27
图 42	宏川智慧及其主要竞争对手罐容情况 (万 m ³)	27
图 43	公司 2015-2017 年十大客户中贸易型客户数量 (位)	27
图 44	公司 2015-2017 年十大客户中贸易型客户销售金额占比 (%)	27
图 45	泰达股份与亿兆华盛化工贸易业务毛利率 (%)	27
图 46	泰达股份与亿兆华盛公司整体净利率 (%)	27
图 47	公司与竞争对手资产负债率情况 (%)	29
图 48	公司与竞争对手财务费用占比情况 (%)	29
图 49	密尔克卫主营业务.....	30
图 50	密尔克卫收入及净利润增速 (%)	30
图 51	公司与密尔克卫毛利率情况 (%)	31
图 52	公司与密尔克卫净利率情况 (%)	31
图 53	密尔克卫各业务收入占比 (%)	31
图 54	密尔克卫各业务毛利率情况 (%)	31
图 55	公司与密尔克卫 ROA&ROE 情况 (%)	31
图 56	公司与密尔克卫资产周转率情况 (%)	31
图 57	公司与密尔克卫前五大客户销售额和销售占比对比 (百万元, %)	32
图 58	密尔克卫经营仓库面积 (万 m ²)	33
图 59	公司与密尔克卫资产负债率 (%)	33
图 60	2018 年我国化工园区 (个)	33

图 61 第三方物流运作模式.....	33
图 62 宏川智慧每立方米储罐折旧与摊销费用情况（元）.....	36

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

国内液体石化仓储领先者，业绩增长稳定且高效。宏川智慧是国内诸多液体石化仓储提供商中的领先者，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。截至3Q2020年，公司拥有储罐罐容274.95万m³，其中权益罐容为243.04万m³，极大的领先于其他A股主要竞争者（保税科技和恒基达鑫罐容分别为110.79万m³/105.02万m³）。公司2014年-3Q2020年间营业收入及净利润由2.87亿元/0.66亿元增长到5.98亿元/1.74亿元，期间复合增速为13.61%和18.36%，毛利率及净利率常年维持在60%和25%附近，业绩增长稳定且高效。

内生自建与外延并购促进罐容急速增长。由于受政策监管及建设周期的影响，并购是当前国内液体石化仓储行业扩大罐容的最有效手段。宏川智慧自2010年开始先后并购了包括太仓阳鸿、南通阳鸿、东莞三江等在内的7家企业（2018年上市至今，3年内4个并购项目落地），加之自建项目的实施，公司罐容爆发性增长。从2018年-3Q2020年，公司罐容由113.03万m³增长到274.95万m³，扩张迅速。

布局粤港澳、长三角及东南沿海地区，区域优势显现。多个并购项目落地情况下，公司在粤港澳、长三角及东南沿海地区多个仓储区进行布局（长三角地区178.5万m³罐容、粤港澳地区52.09万m³罐容、东南沿海地区44.35万m³罐容），服务半径覆盖当地主要的制造企业及石化企业集群，为公司提供稳定的大体量仓储需求，加之吞吐能力强、泊位等级高的港口码头配套设施配合，公司在三个区域协同效应与规模竞争优势显著。

供需趋紧，液体石化仓储行业景气度持续上升。近年来国内油品、醇类等化工产品进口维持稳定增长的状态，加之国内炼化产能释放，石化仓储需求稳定提升。但在市场监管严格的环境下，仓储新建项目几乎停滞，“退城入园”下大批量安全系数低的小型化工仓储企业被关停，仓储供给受限。随行业供需趋紧，液体石化仓储行业景气度持续提升，公司储罐自15年起使用率长期维持83%以上的高水平位，租金也有5%的年均涨幅，仓储综合服务支撑强劲。

切入固体化工仓储赛道，未来盈利能力有望再度提升。相比于需要优质港口码头配套、建设成本高、盈利能力偏低的液体化工仓储领域，固体化工仓储具备建设配套需求少，盈利能力高的特性。2020年9月公司控股股东宏川集团与金联川签署《关于成都投资事项的意向协议》，拟在成都建立占地400亩固体化工仓库，我们认为这代表公司有望切入固体化工仓储赛道，有益于公司未来业绩提速。

与市场不同:

市场普遍担忧公司今年业绩增长主要受益于疫情条件下带来的量价齐升，不具备可持续性。但我们认为液体石化仓储行业政策监管严格，准入门槛高，新增供给有限。但另一方面，受益于炼化产能释放及进口石化产品数量的稳定提升，未来几年石化仓储行业需求仍将稳定增长，市场供需关系将趋紧，储罐使用率仍会保持较高水平位且储罐单位出租价格仍有提升空间。并且公司为行业龙头，近年来并购项目接连落地，罐容规模快速提升，在高毛利、高利率仓储服务模式业绩增长具备高效率。

盈利预测与投资评级:

我们预测公司2020-2022年EPS（摊薄）分别为0.56元/股、0.72元/股和1.12元/股，对应2021年01月07日的收盘价PE为35倍、27倍和17倍，考虑到并购逻辑验证下公司历年来市场表现均高于预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价催化剂：

财报业绩高速增长、新建罐容投运、并购项目落地、储罐使用率与单价持续提升。

风险因素：

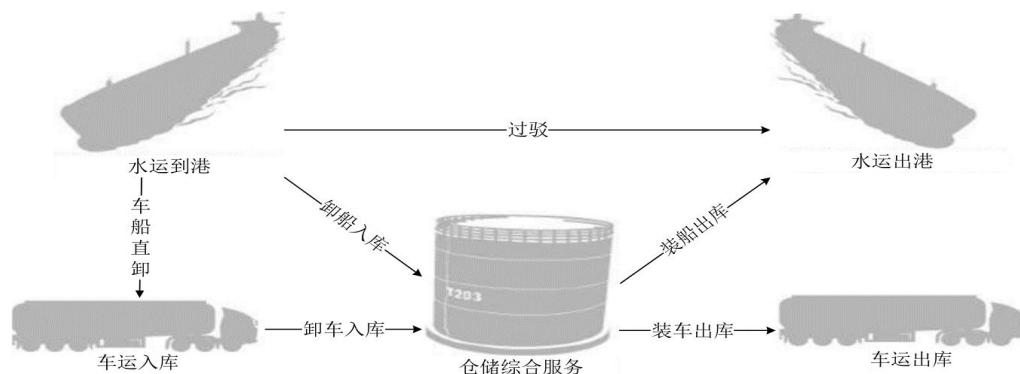
宏观经济下行风险、并购项目落地不及预期风险、安全经营风险。

国内领先的液体石化仓储提供商

宏川智慧是国内诸多液体石化仓储提供商中的领先者，其罐容容量遥遥领先其液态仓储领域主要竞争对手保税科技、恒基达鑫。宏川智慧是一家创新型石化产品物流综合服务提供商，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。报告期内，公司主要从事的四类业务分别为仓储综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务、创新业务。

1. **仓储综合服务：**依靠公司码头、管线、储罐、装车台以及化工仓库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，是公司收入及盈利的主要来源。截至目前，公司可储品种包括醇类、油品、液碱等石化产品，现有储罐 584 座，总罐容 274.95 万 m³，权益罐容 243.04 万 m³。其中已投入运营的储罐有 230.60 万 m³，已投入运营的权益罐容 201.28 万 m³，极大的领先于其主要竞争对手保税科技和恒基达鑫（罐容分别为 110.79 万 m³和 104.07 万 m³）。
2. **物流链管理服务：**通过服务输出，利用公司管理能力，为客户提供仓储物流一体化服务，主要包括仓储代理服务、过程管控服务。
3. **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。
4. **创新业务：**包括通存通兑异地存取服务、CA 系统服务、水上洗舱相关业务等服务。

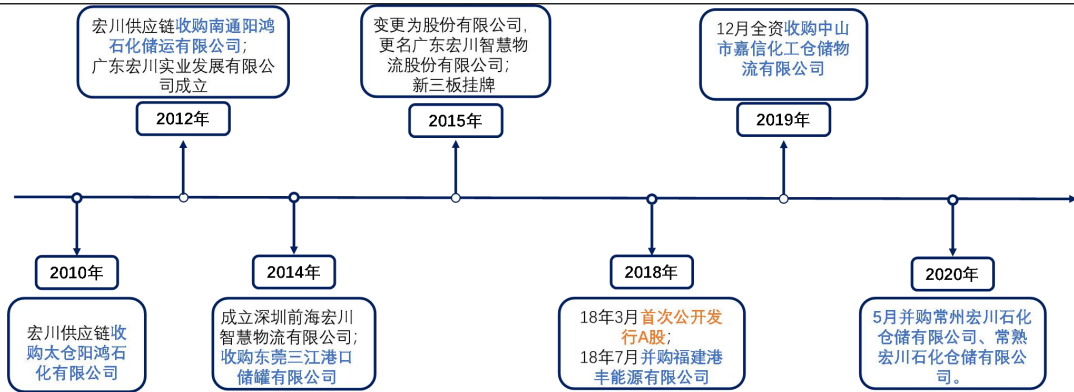
图 1 宏川智慧业务流程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

一、公司并购成长史

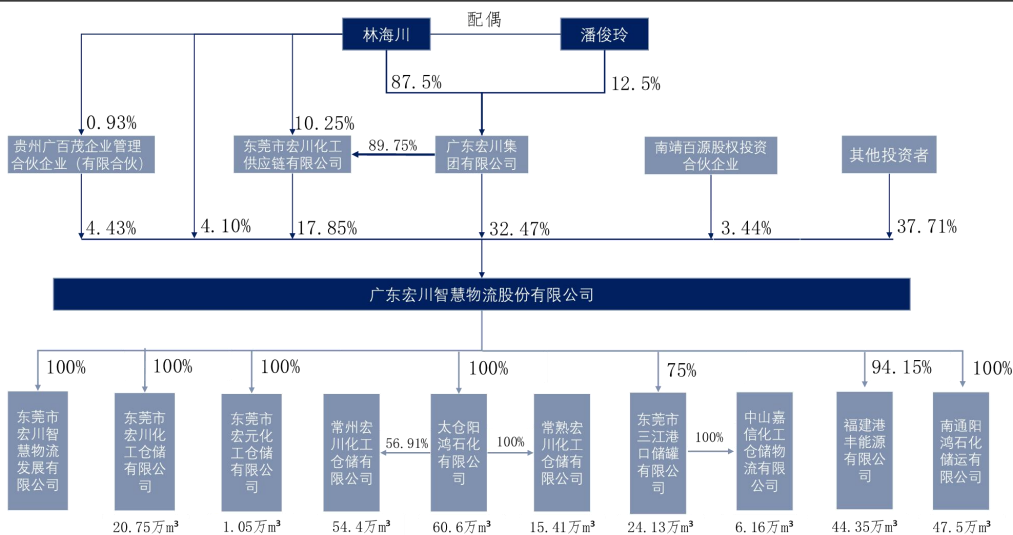
从 1996 年公司前身宏川供应链成立再到 2018 年公司上市至今，公司经历了 24 年的发展，先后并购了太仓阳鸿、南通阳鸿、三江港储、宏元仓储、福建港能和嘉信仓储等公司，加上自建与扩建等工程，公司储罐容量急剧扩大，从 2018 年的 107.03 万 m³扩张到 3Q2020 的 274.95 万 m³，其中权益罐容 243.04 万 m³，权益占比为 88.39%。

图 2 宏川智慧发展历程


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

二、实际控制人与配偶合计控股 54.46%

公司于 2018 年 3 月 28 日在深交所挂牌上市, 截至目前, 公司实际控制人林海川先生个人持股 48.39%, 并与其配偶潘俊玲女士合计控制股份 54.45%, 其控制权稳定。

图 3 宏川智慧股权结构


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、上市以来连续实行股权激励计划, 业绩增长超预期

股权激励助力公司未来发展。公司自上市以来, 除 18 年末实施股权激励计划外, 19 与 20 两年连续两年推出股权激励计划, 其考核指标、激励股权数量及激励对象人数均发生较大变化。从结果来看, **2 次激励计划目标均已初步达成, 公司业绩与效率均获得显著提升, 激励效果得到体现。**同时, 公司股权激励计划的不断加码也体现了公司对于建设企业文化、健全公司激励制度与促进公司业绩增长的期望。

公司 **2019 年股权激励计划**以公司 **2017 年净利润**作为考核指标, 以**达到业绩考核目标**作为当年行权条件。根据公司 2019 年股票激励计划公告, 公司拟授予包括核心管理层、核心技术 & 业务人员在内的 66 名员工共 150 万股股份, 其中限制性股票 50 万股(授予价格为 13.59 元/股), 股票期权 100 万股 (行权价格为 27.17 元/股), 涉及的股票数量占当时公司 2.43 亿股本总额的 0.6165%。

表 1 公司 2019 年股权激励计划考核内容

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2019 年净利润/2017 年净利润 \geq 1.15
第二个行权期	2020 年净利润/2017 年净利润 \geq 1.20
第三个行权期	2021 年净利润/2017 年净利润 \geq 1.30

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与 2019 年激励计划相比，公司 2020 年股权激励计划授予的股票期权行权价格为 13.75 元/股，其考核指标由净利润增长变更为营业收入增长，同时在激励股权数量及激励对象人数上均有较大提升。首先，激励涉及的股权数量上讲，由 2019 年的 150 股股份（50 万股限制性股票，100 万股股票期权）提升到 1,000 万股股票期权，分别占当年总股本的比重由 0.6165% 提升到 2.93%。其次，激励对象主体无发生变化，仍为核心管理层、核心技术与业务人员，但激励对象数量由 2019 年的 66 人上升到 87 人。2020 年股权激励计划在涉及的公司股权数量、比重与涉及的激励主题数量上均取得较多的提升。

表 2 公司 2020 年股权激励计划考核内容

		业绩考核指标		
各行权期营	考核年度	2020 年	2021 年	2022 年
业收入/2018 年营业收入 =A	预设最高考核指标(B)	1.7	2.5	2.8
	预设最低考核指标(C)	1.5	2.2	2.5
考核指标完 成度(D)	A \geq B	D=100%		
	C \leq A<B	D=A/B*100%		
	A<C	D=0		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3 公司 2020 年股权激励计划个人考核要求

评价结果	优良	良好	合格	待改进
个人行权系数(Z)	90%-100%	70%-89%	50%-69%	20%-49%
各人各期实际行权数量=各期可行权额度 \times D \times Z				

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司两次股权激励计划均进行顺利，截至 3Q2020 年，2019 年股权激励计划前两期行权标准条件均已达成，2020 年股权激励计划第一期也已达成最低行权标准条件，并全年有望达成最高考核标准要求。公司 2019 年激励计划经过中间多次调整，其股票期权授予数量变为 134.86 万份，行权价格变更为 15.53 元/份，一期激励于 2020 年 9 月已经行权成功，合计行权 28.17 万分，占激励计划总数的 20.89%，公司新增股本 0.06%。此外，公司 3Q2020 年净利润为 1.74 亿元，与 2017 年 0.93 亿元净利润之比为 1.88，2019 年股权激励计划第二期行权标准也已达成。同时公司 3Q2020 年营业收入为 5.98 亿元，与 2018 年营业收入为 3.98 亿元之比为 1.502，已经达到 2020 年最低考核标准，并且根据我们预测，19 年三期激励计划与 20 年二、三期激励计划均有望达成最高考核指标额度。

四、核心管理层持有公司股份且任职时间长久

公司核心管理层持有公司股份且任期一直比较稳定，其核心利益与公司利益相一致，有利于公司的长久发展。公司目前董事会成员共 7 人，其中，林南通董事为公司实际控制人林海川董事长父亲；黄韵涛董事与李军印董事在公司任职时间长久，分别为 15 年与 12 年且均持有公司 218,400 股股份；巢志雄、高香林与肖治三位先生均为独立董事。此外副总经理甘毅先生入职时间有 11 年且持有公司 109,200 股股份；财务负责人李小力先生入职时间也有 9 年且持有公司 109,200 股股份。综上，公司核心管理层均任职时间长久且持有所属公

司股份，我们认为这对公司业务稳定发展及战略方向的一致性保持具有重要意义。

表 4 公司核心管理层情况

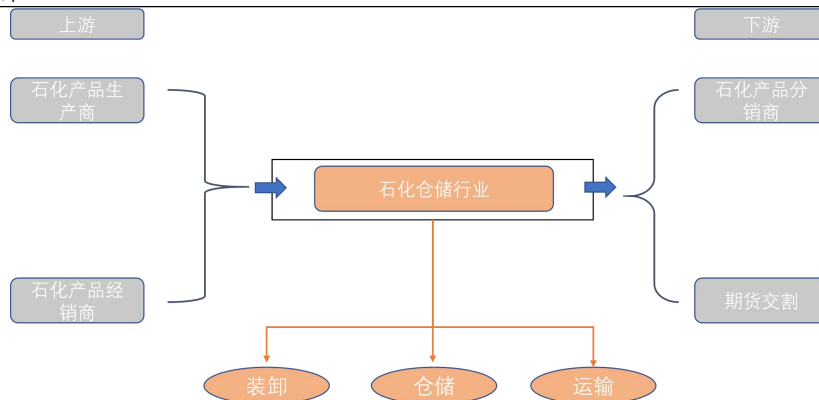
姓名	职位	持有股份数量 (1H2020)	任职时间
林海川	董事长, 总经理	18,200,000	16 年
黄韵涛	董事, 高级副总经理	218,400	15 年
李军印	董事, 高级副总经理	218,400	12 年
甘毅	副总经理	109,200	11 年
李小力	财务负责人	109,200	9 年

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业分散且准入壁垒高，利好头部企业规模扩张

石化仓储行业作为石化供应链的中游承接环节，通过连接石化行业供应方与需求方，并提供仓储、物流服务获得经营收益，其核心为客户石化产品生产商与石化产品贸易商（经销商）。

图 4 石化仓储行业分析



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

影响石化仓储行业收入来源的主要因素是仓储空间的使用率和使用时间及存储价格，还有一部分属于进出仓库及运输的物流服务费用。

- 1) 对于石化产品生产商来讲，其储存石化产品的主要目的在于生产加工使用，因此终端行业整体的需求对其仓储需求影响较大。当终端行业需求旺盛或者终端行业需求短期低迷时，都会利好仓储行业。首先，当终端行业需求旺盛时，生产量扩大需要更多的石化材料，带动石化仓储需求扩大。而终端行业短期低迷时，由于短期供过于求，产品积压也会产生较多的仓储需求。
- 2) 对于石化产品分销商来讲，其存储石化产品的主要目的在于赚取差额收益，石化产品价格大幅波动对其仓储需求较大。价格大幅波动会带来更多的交易机会及交易利益，刺激石化交易商的化工产品采购，石化仓储需求也会随之增多。
- 3) 国家相关政策对化工仓储行业影响深远。化工能源作为国家战略型能源，向来得到国家的重视，同时化工材料具备的易燃、易爆炸、易腐蚀特性也需要极其安全的存储条件，加之近年来国内多起化工仓库爆炸事件，目前我国对于化工仓储行业的监管十分严格，对于新项目的审批更为谨慎，新增仓储供给有限。

一、石化产品进口数量逐年提升，石化仓储行业市场空间广阔

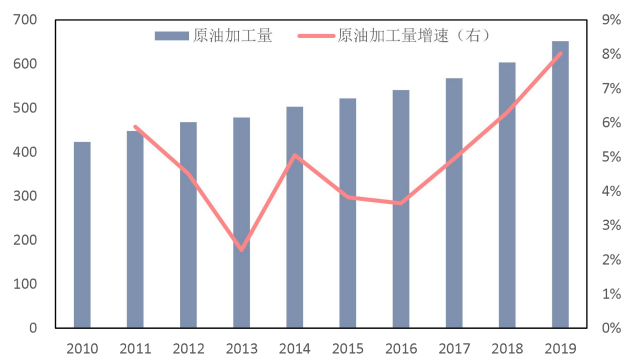
我国是石化产品进口和消耗大国，逐年提升的石化产品进口量带动石化仓储行业市场空间

的扩大。据石油和化学工业规划院统计，2019年中国的石化市场规模已经达到11.17万亿元，约占当年全球市场规模的40%。石化产业作为国民经济的基础产业和支柱产业，将保持增长态势，其市场空间依然较大。

从2010年开始到2019年，随着我国炼油产能持续释放，我国原油加工量保持持续增长，从2010年的4.23亿吨增长到2019年的6.52亿吨。并且我们认为随着2021年浙江石化2,000万吨/年炼化一体化项目二期、东方盛虹1600万吨/年盛虹炼化一体化项目的建成，以及之后几年诸如裕龙岛2,000万吨/年炼化一体化项目、恒逸文莱炼化一体化等项目投产，我国整体炼化产能还会进一步释放，石化仓储需求也会随着增长。成品油进口量尽管呈现一定程度的下降，从2010年的3,690万吨减少至2019年的3,060万吨，但仍然具有相当体量的进口规模。2010-2019年间，我国甲醇和乙二醇进口量呈现曲折上升，尽管个别年间会出现负增长，但甲醇进口量仍然从2010年的518万吨增长到2019年的1,089万吨，10年内复合增速7.71%。乙二醇进口量从2010年670万吨增长到2019年的995万吨，十年内复合增速为4.49%。10年间苯乙烯进口量呈现稳定状态，从2010-2019年始终保持在300万吨左右的规模。综合过去10年我国以上化工产品进口量及加工量状况，我们认为未来几年随着我国炼油产能的释放及石化产品进口量的提升，在供需关系推动下石化仓储市场会保持较好的景气度。

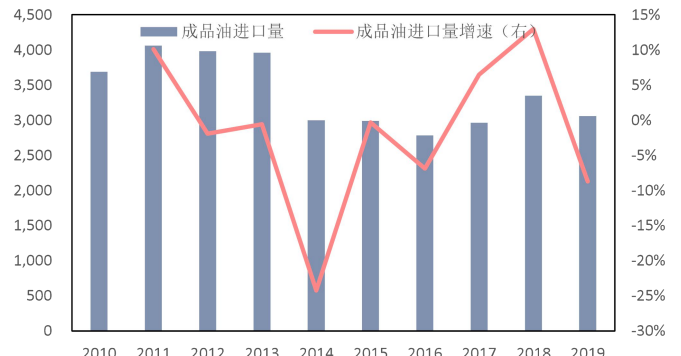
同时，宏川智慧的石化储品主要以成品油、甲醇、乙二醇、苯乙烯和液碱为主，2019年公司油品、醇类其他化工品和液碱储存占比分别为50.71%、25.47%、21.53%和2.29%，整体储存品种未来几年仓储需求旺盛，利好公司发展。

图5 我国2010-2019年原油加工量及增速（百万吨，%）



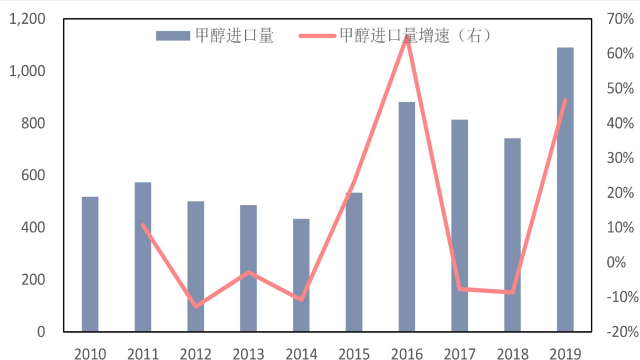
资料来源：万得，信达证券研发中心

图6 我国2010-2019年成品油进口量及增速（万吨，%）



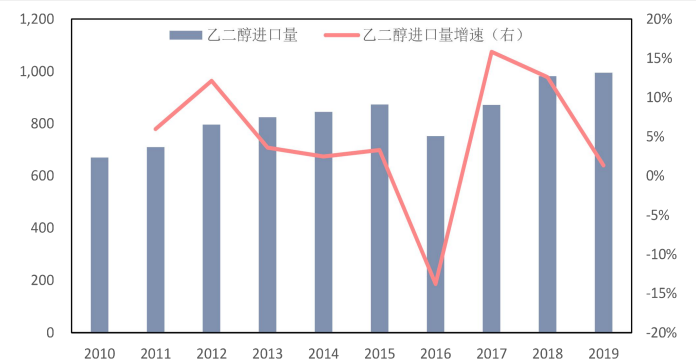
资料来源：万得，信达证券研发中心

图7 我国2010-2019年甲醇进口量及增速（万吨，%）

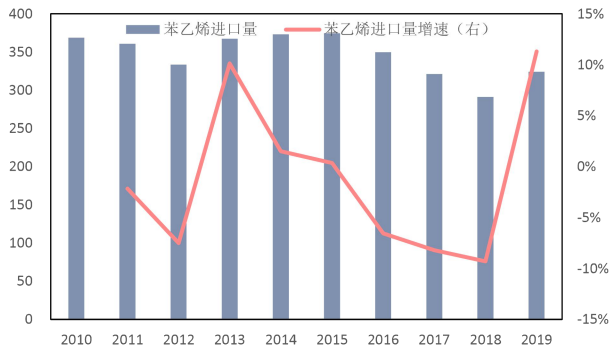


资料来源：万得，信达证券研发中心

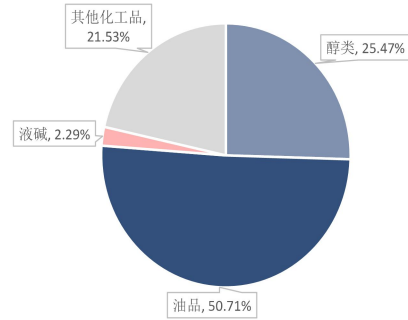
图8 我国2010-2019年乙二醇进口量及增速（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9 我国 2010-2019 年苯乙烯进口量及增速 (万吨, %)


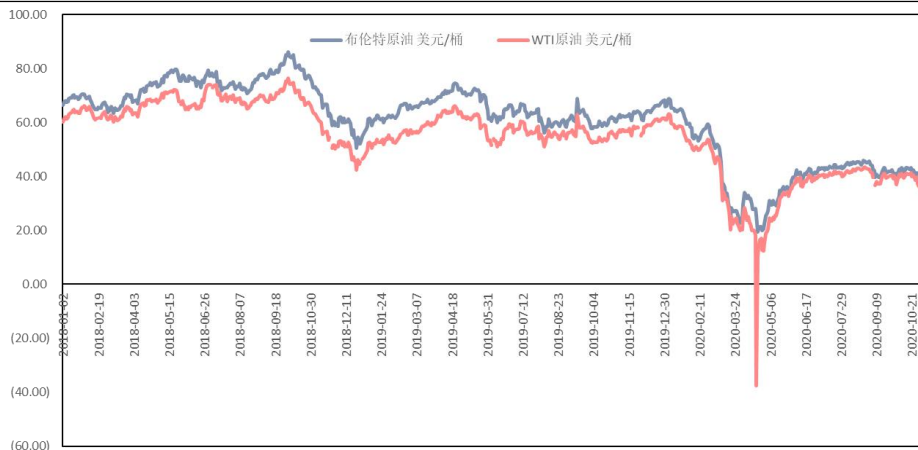
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10 宏川智慧 2019 年公司储备占比情况 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二、受益于油价下跌、石化仓储需求大幅提升

近年来国际原油价格持续走低, 加之今年年初疫情影响, 油价大跌, 下游终端需求放缓, 而上游生产不断, 石化仓储需求大幅提升。今年上半年受疫情影响, 全国性封路、封城、工厂停工的事件多发, 行业低迷情况明显, 需求疲惫导致库存积压, 液体化工仓储需求规模扩大。同时, 对于分销商来讲, 疫情情况下断崖式价格下跌带来巨额的套利空间, 买进更多的石化产品来寻求价格恢复时的套利机会, 这也推动了石化仓储需求的大幅提升。

图 11 国际原油价格走势 (美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、政策监管严格, 石化仓储供给受限

自 2015 年天津港爆炸事件以来, 石化仓储安全问题便饱受关注, 国家政策方面对石化仓储行业的监管力度也大幅趋严, 近年来石化仓储行业的新建项目屈指可数, 总体供给水平并无多大提升 (据中物联危化品物流分会统计, 2019 年我国百强化工物流企业总罐容同比增幅仅为 3.4%)。

在全国大范围整治落后化工企业, 规范重化工园区建设, 实现产业转型的过程中, 规模小、模式落后、坐落于重化工园区之外的大量石化仓储企业也被逐步淘汰、清理。从 2015 年到 2016 年, 我国危化品仓储企业数量便从 5500 家左右减少到 5000 家左右。“十三五”规划时期, 我国高度重视绿色经济发展, 作为容易发生环保、安全事故的化工企业也因此被重点关注。2017 年 2 月 4 日, 国务院办公厅发布《安全生产“十三五”规划》, 要求各省市要重点

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。同年9月11日，国家安全监管总局也针对石化产业发布《危险化学品安全生产“十三五”规划》，要求到2020年，建成危险化学品生产储存企业在线监控预警系统，建立“国家—省—市—县”四级危险化学品重大危险源信息管理平台，构建全国危险化学品重大危险源监控预警分布图。2020年7月30日，针对“十四五”规划新目标，石油和化学工业规划院发布《石化和化工行业“十四五”规划指南》，提出提升化工企业布局科学化和集约化水平，解决化工园区过多和企业布局分散问题，确保各省化工园区认定工作和城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作进行顺利。

据交通运输部办公厅数据显示，2016年我国长江沿岸分布有40余万家化工企业，约占当年全国总量的46%，国家也因此特别重视长江流域化工行业的治理。从2016年3月25日中共中央政治局发布《长江经济带发展规划纲要》，提出把保护和修复长江生态环境摆在首要位置，共抓大保护，不搞大开发。到2019年交通运输部办公厅发布《国家发展改革委关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》。严格管制岸线开发利用，严厉禁止长江干流和主要支流1公里岸线内布局重化工业园区，加快重污染企业搬迁或关闭，化解“化工围江”问题已经成为根本要求。

江苏省作为传统的化工大省，到2018年年底有约70%的化工企业分布在沿江地区，分布在长江干流和主要支流岸线1千米内的化工企业也有288家。早在“十二五”期间江苏省人民政府就发布了《江苏省化学工业发展规划（2016-2020年）》并通过化工生产企业专项整治关闭了2000余家生产规模较小、安全与环保风险较高的化工生产企业。进入“十三五”之后，江苏省又出台了规范园区发展、化工行业转型升级高质量发展的多项文件，在过去几年全国环保督察的背景下积极推进化工行业的供给侧改革，完成了3年关闭落后化工企业3000家并将园区由原来63家缩减至目前50家的任务工作。

表 5 近年来石化行业相关政策

	时间	发布方	政策	相关内容
行业整体	2017/2/4	国务院办公厅	《安全生产“十三五”规划》	重点防范化学品仓储区、城区内化学品输送管线、油气站等易燃易爆剧毒设施；大型石化、煤化等生产装置；国家重要油气储运设施等重大危险源可能发生的事故
	2017/9/11	国家安全监管总局	《危险化学品安全生产“十三五”规划》	到2020年，危险化学品生产储存企业建成重大危险源在线监控预警系统，建立“国家—省—市—县”四级危险化学品重大危险源信息管理平台，构建全国危险化学品重大危险源监控预警分布图。全面推动化工园区和涉及危险化学品重大风险功能区开展区域定量安全风险评估，用信息化、智能化手段建设化工园区一体化安全管理平台。到2020年，创建10个安全管理一体化示范园区。
	2020/7/30	石油和化学工业规划院	《石化和化工行业“十四五”规划指南》	促进产业结构优化、改善企业数量过多、产品同质化的局面，发展各行业领军企业。提升布局科学化和集约化水平，解决化工园区过多和企业布局分散问题，确保各省化工园区认定工作和城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作进行顺利。
长江沿岸	2016/3/25	中共中央政治局	《长江经济带发展规划纲要》	《规划纲要》明确提出，把保护和修复长江生态环境摆在首要位置，共抓大保护，不搞大开发，全面落实主体功能区规划，明确生态功能分区，划定生态保护红线、水资源开发利用红线和水功能区限制纳污红线，强化水质跨界断面考核，推动协同治理，严格保护一江清水，努力建成上中下游相协调、人与自然相和谐绿色生态廊道。
	2017/7/13	环保部、国家发改委、水利部	《长江经济带生态环境保护规划》	严格管控岸线开发利用。科学划定岸线功能区，合理划定保护区、保留区、控制利用区和开发利用区边界，合理安排沿江工业和港口岸线。除在建项目外，严禁在干流和主要支流1公里岸线内布局新建重化工业园区。
	2019/1/25	生态环境部、发展改革委	《长江保护修复攻坚战行动计划》	加快重污染企业搬迁改造或关闭退出，严禁污染产业、企业向长江中上游地区转移。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，依法淘汰取缔违法违规工业园区。

	2019/7/19	交通运输部办公厅	《国家发展改革委关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》	第七点要求：严控危险化学品码头岸线。沿江省市要结合破解“化工围江”问题要求，推动化工企业入园进区，全面清查长江干线危险化学品码头和港口岸线利用情况，提出总量控制、布局优化、结构调整方案，建立危险化学品码头与化工园区联动发展机制。除国家重大战略项目配套、LNG等清洁能源发展、化工企业产能置换和搬迁需要、已有码头安全和环保技术改造外，从严控制沿江化工企业改扩建和新建自备化工码头岸线。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。
江苏省	2016/12/1	江苏省委、省政府	《“两减六治三提升”专项行动》	减少落后产能，到2020年要求全省化工企业数量大幅减少，污染物排放大幅减少，化工园区内化工企业占全省总数的50%以上。
	2019/4/27	江苏省委办公厅	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	压减化工园区数量。对规模小、产业关联度低、基础设施不完善、安全问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。被取消化工定位的园区严禁新建化工项目，同时大幅压减现有企业数量。
	2019/6/11	江苏省人民政府	《江苏省长江保护修复攻坚战行动计划实施方案》	优化产业结构布局，严禁在长江干支流1公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目，依法淘汰取缔违法违规工业园区。对沿江1公里范围内违法违规危化品码头、化工企业限期整改或依法关停，沿长江干支流两侧1公里范围内且在化工园区外的化工生产企业原则上2020年底前全部退出或搬迁，到2020年底，全省化工企业入园率不低于50%。

资料来源：各政府部门官网，信达证券研发中心

强监管体系下，石化仓储扩建周期长达3-5年。在诸多化工监管政策下，化工产业建设的各环节都受到相关部门的密切监督，石化仓储项目审批流程就包括经贸委立项、环评批准、安全批准、建筑施工、申领土地证、开工报告等6个环节。诸多环节涉及经贸委、环保局、安监局、消防大队、规划局、质监站、建设局、土地局、气象局、白蚂蚁防治中心、安评中介机构、环评中介机构、设计院、施工单位、监理单位等相关部门审核，需要大量耗时来完成审理，新建一个石化仓储区需要的时间在3-5年，甚至更久。与此同时，**各省市对于新建石化仓储项目审批管控严格、谨慎**，近几年内过审的新建项目屈指可数，长江沿线甚至再无过审项目，石化仓储行业供给水平受限。

四、受益于区域经济及水陆交通，区域竞争格局显现

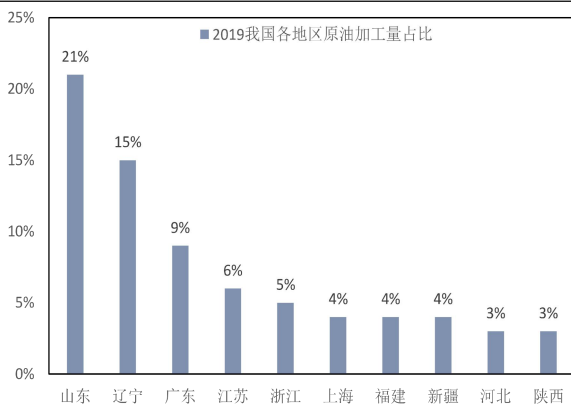
石化产品普遍通过水路运输，在船舶大型化发展趋势下，具有强大吞吐能力和大吨位级泊位的港口、码头对于完成货物的中转和仓储显得非常重要。而受到陆运运输半径的限制，企业业务主要的覆盖范围为所拥有港口和码头资源的100公里辐射半径内，跨地区企业彼此之间竞争关系不明显。我国石化仓储行业主要形成了京津冀、长三角、粤港澳和川渝四大布局区。

- 1) **京津冀区域**：主要布局于北京、天津等一线城市。
- 2) **长三角区域**：主要布局于上海、江苏、江浙一带。
- 3) **粤港澳区域**：主要布局于深圳、广州、厦门、澳门、香港等城市。
- 4) **川渝区域**：主要布局于成都等中西部区域城市，其固体石化仓储需求不断扩大。

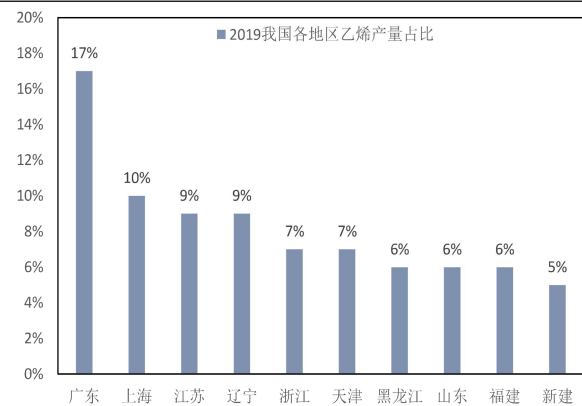
图 12 我国石化仓储行业核心布局区


资料来源：当代石油石化杂志，信达证券研发中心

目前我国石化产品主要消费地区集中在华东和华南地区，2019年我国原油加工量最多的地区是山东地区，总量达到1.35亿吨，占全国原油加工总量的20.82%。乙烯产量最多的省份是广东省，总量为348.23万吨，占全国总产量的16.97%。石化生产与消费的供需低于不平衡为石化物流行业及石化仓储行业的繁荣发展提供了基础条件。

图 13 2019 年我国原油加工量前十省份加工量占比 (%)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 14 2019 年我国乙烯产量前十省份产量占比 (%)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

五、行业准入壁垒高且集中度低，看好领先企业通过并购扩大市场份额

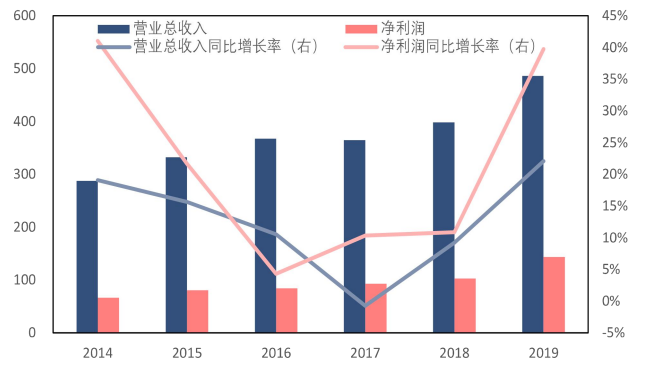
石化仓储行业较为分散，但准入壁垒高，新增供给受限，有利于领先企业通过并购等方式扩大规模。据中物联危化品物流分会统计，2019年我国百强化化工物流企业石化罐容共计1,551.02万m³，同比增幅仅为3.4%。同时截至目前，A股三家石化仓储企业宏川智慧、恒基达鑫保税科技罐容总计约为490.76万m³，行业整体目前较为分散，通过并购整合，头部企业罐容规模存在极大的提升空间。此外，一方面由于政府对于新建项目审批严格，储罐新建产能周期长。另一方面石化仓储属于重资产行业，新建储罐需要搭配具有强大吞吐能力和大吨位级泊位的港口、码头来完成货物的中转、装卸，对于企业资质要求较高。因此行业准入壁垒较高且仓储供给新增能力有限，并购是当下市场领先企业快速扩大市场占有率的最有效途径。

自建与并购双轮驱动，助力公司业绩超速增长

一、公司业绩增长稳定，利率水平持续改善

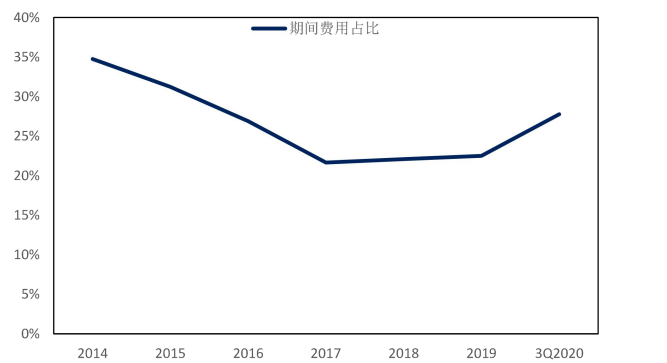
公司营业收入与净利润呈现稳定增长，且净利润增速普遍高于营业收入增速。公司2014-2019年期间营业总收入由2.87亿元增长到4.86亿元，净利润由0.66亿元增长到1.44亿元，6年间复合增速分别为9.16%和13.78%。公司净利润增速普遍高于营业收入增速，一方面是因为2014-2017年间公司期间费用逐年降低，由2014年占总营业收入比重的34.75%逐年降低至2017年21.67%。另一方面，公司仓储业务成本中折旧摊销、直接人工成本等不随营业收入变动的固定成本随着公司营业收入增加，其成本占比将逐渐降低，公司毛利将快速提高，净利润也将随之提高。

图 15 2014-2019 年间公司营业收入与净利润及相关增长率 (百万元, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

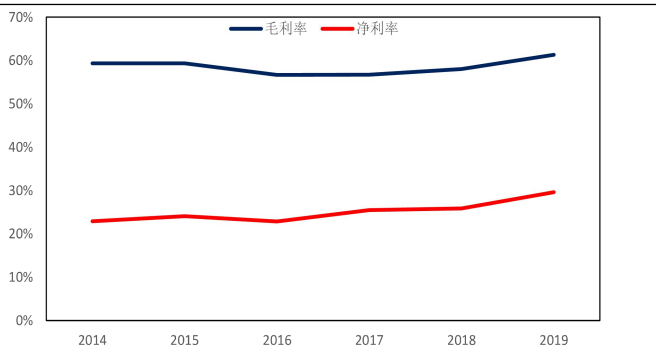
图 16 2014-2019 年间公司期间费用占营业收入比重 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

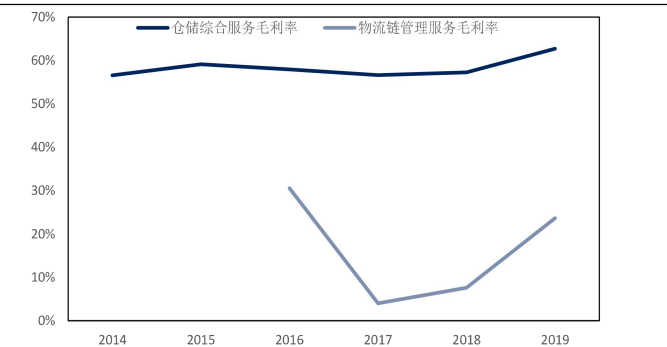
公司毛利率保持平稳，净利率显著提升。公司2014-2019年间毛利率始终稳定在60%左右，而净利率由22.92%提升至29.63%。公司毛利率与净利率在2016年出现过一次下降情况，分别降低了2.38%与1.37%。其主要原因有两点，一是该年度仓储综合服务毛利率较2015年下降1.16%，二是该年度首次引入的物流链管理服务的毛利率较仓储综合服务的毛利率低30%左右。上诉原因使得该年度毛、净利率出现轻微降低。之后随着营业收入提高，资产折旧等直接成本占营业收入比重逐渐降低，公司毛、净利率逐年提高。

图 17 2014-2019 年间公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18 公司仓储综合服务及物流链管理服务毛利率 (%)



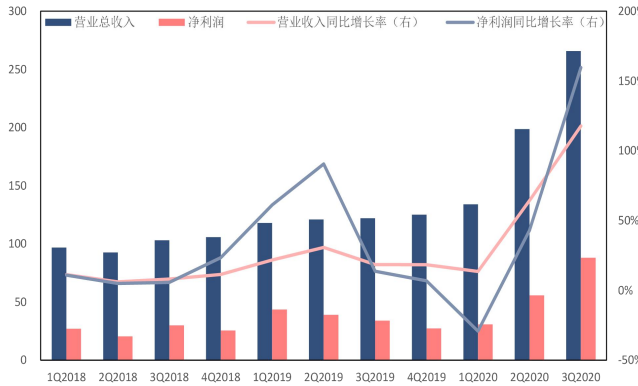
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、疫情助力公司业绩提速

疫情期间公司营业收入与净利润水平大幅提高，毛利率与净利率水平也呈现上升状态。营业收入方面，公司单季度收入从1Q2020年的1.34亿元增长到3Q2020年的2.66亿元，与去年比同比增幅分别为13.56%，64.27%与117.74%。净利润方面，公司单季度净利润由

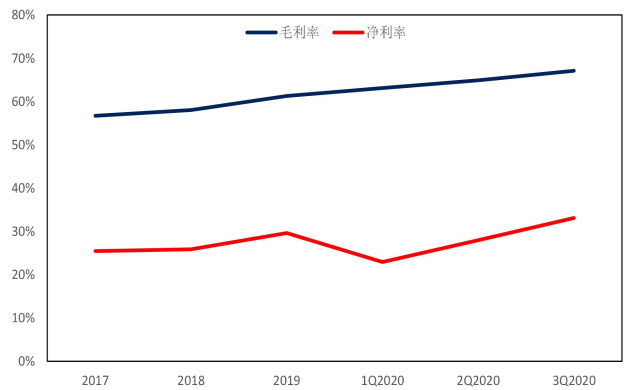
1Q2020年的0.31亿元增长到3Q2020年的1.60亿元,与去年比同比增幅分别为-29.23%,42.85%,159.65%。毛利率和净利率水平水平由2019年的61.26%、29.54%上升到3Q2020年的67.11%、33.12%,增益明显。

图 19 1Q2014-3Q2020 年间公司营业收入与净利润及相关增长率 (百万元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

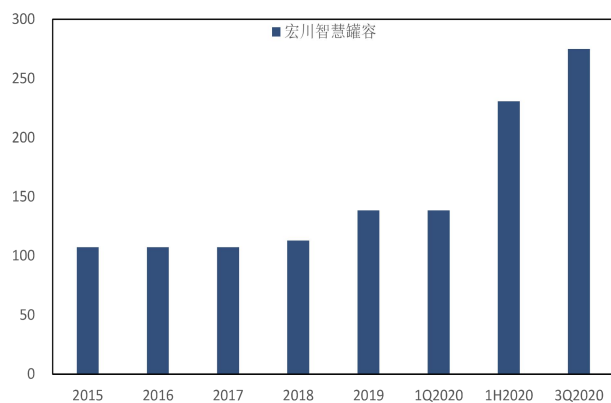
图 20 2017-3Q2020 年间公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

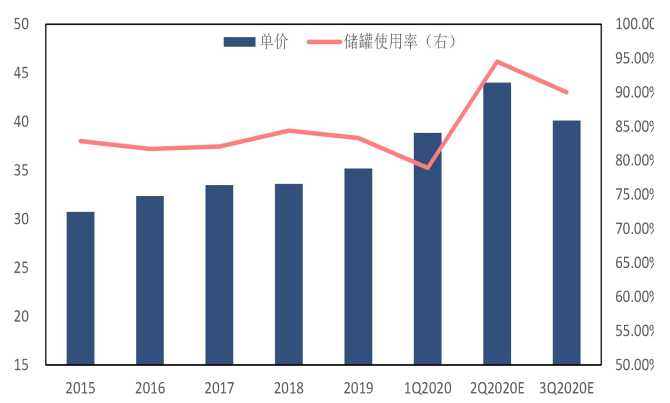
公司疫情期间业绩水平大幅提升的原因主要有两点,一是随着自建及并购项目落地,公司储罐罐容大幅提高,由 2020 年初的 138.39 万 m^3 增加到 3Q2020 年的 274.95 万 m^3 (其中已投入运营的储罐共计 230.6 万 m^3),增长高达 98.68%。其次,油价大跌情况促使下游需求放缓,大量生产出的液体石化产品只能积压在储罐中,叠加贸易商趁低价屯仓因素,胀库情况逐渐增强,供需关系趋紧。尽管在疫情初始时由于国内交通受堵导致公司罐容使用率下降 4.39%。但随着交通的恢复,受益于疫情条件下供需关系趋紧的态势,公司罐容使用率及单价均有较大提升,疫情助力公司业绩提速。公司罐容使用率常年保持在 83% 以上的高水平位,在疫情初始阶段,尽管受制于交通情况,罐容使用率下降了 4.39%,但仓储综合服务费率却由 2019 年的 35.18 元/ m^3 /月上涨到 38.82 元/ m^3 /月。假设 2Q2020 年与 3Q2020 年的单价保持在 40 元/ m^3 /月的水平不再上涨,我们估算其当季度罐容使用率高达 94.5% 和 90.12%,疫情对于公司业绩提速的作用显著体现。

图 21 2015-3Q2020 年间公司罐容 (万 m^3)

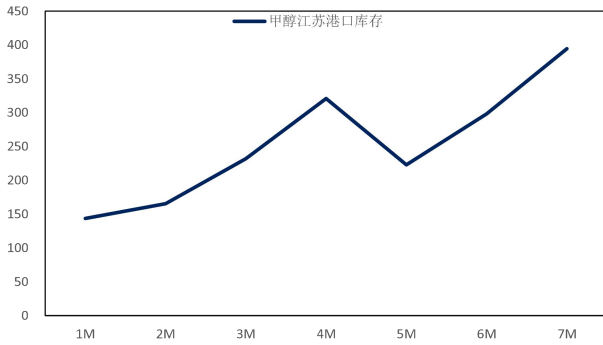


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

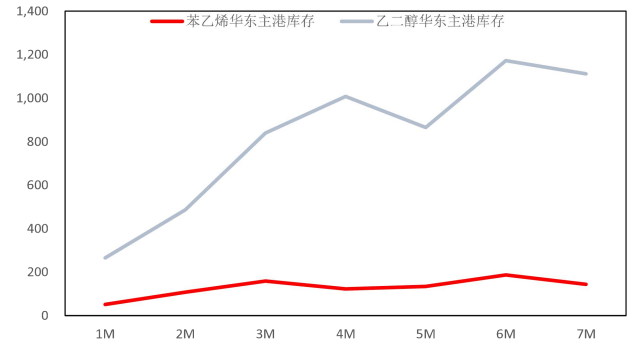
图 22 2015-3Q2020 年间公司储罐单价及使用率 (元/ m^3 /月, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23 2020 年上半年甲醇江苏港口库存 (万吨)


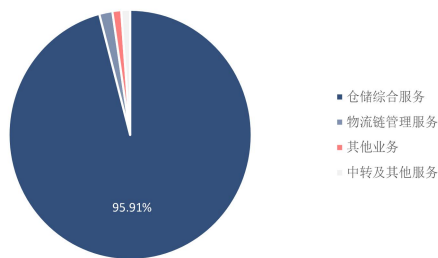
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24 2020 年上半年乙二醇、苯乙烯华东主港库存 (万吨)


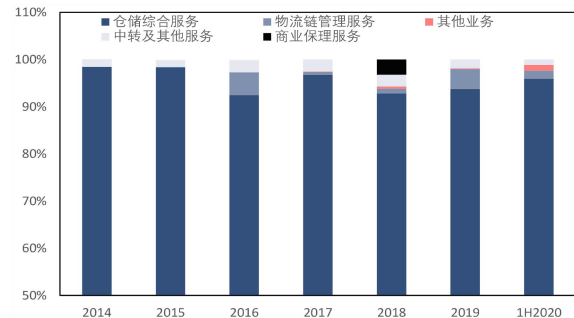
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、仓储综合服务收入占比超 95%，盈利模式直观可测

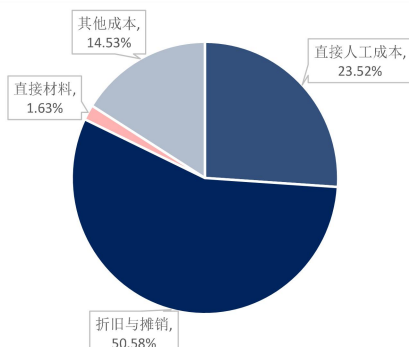
公司仓储综合服务收入占比一直保持 92% 以上，1H2020 年占营业总收入比重为 95.91%，是公司主要的收入来源。仓储综合服务营业收入取决于储罐容积、储罐使用率及单价。其主要成本为资产折旧及直接人工成本，变动成本较少，成本占总收入比重会随也也收入增加而降低。仓储业务主要成本以折旧摊销和直接人工成本为主，直接材料及其他费用占比较低。公司 2019 年仓储业务成本中，折旧与摊销成本占比 50.58%，直接人工成本占比为 23.52%。以上数据统计及测量难度较低，公司盈利模式直观可测。

图 25 公司 2020 年 1-9 月营业收入占比 (%)


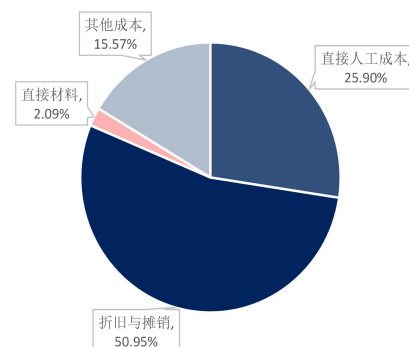
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26 2014-1H2020 年主营业务收入占比 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27 公司 2019 年仓储业务成本占比 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28 公司 2018 年仓储业务成本占比 (%)


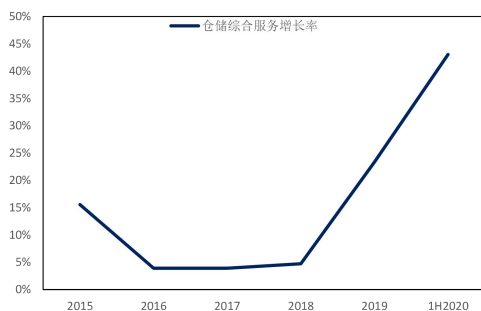
资料来源：万得，信达证券研发中心

公司仓储综合服务增长是公司营业收入增长的主要推动力。2014 年-2019 年间，公司仓储综合服务收入由 2.83 亿元增长到 4.56 亿元，6 年复合增速为 8.27%。其中，2014-2018 年
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

间增速较慢，5年复合增速仅为6.74%。2019-1H2020年增速大幅提升，其同比增速分别为23.37%及43.05%。**14-18年内公司罐容几乎无增长，营业收入主要增长因素在于储罐使用率及单价的轻微提升。**19年开始，随着公司自建及并购项目的落地，公司罐容规模大幅提升。2018年公司罐容由113.03万m³增长到2019年的138.49万m³，同比增幅为22.44%。**重资产规模效益下的毛利率提升与罐容变化共同构成19年仓储综合服务收入增速提升。**公司2020年1季度罐容无较大变化，但二季度随着并购新库区项目落地，公司罐容增长到230.6万m³，与年初年底相比增长66.51%。**同时疫情情况下公司储罐使用率及单价的提升与罐容扩大起到协同效应，构成2020年上半年仓储综合服务收入提速增长。**

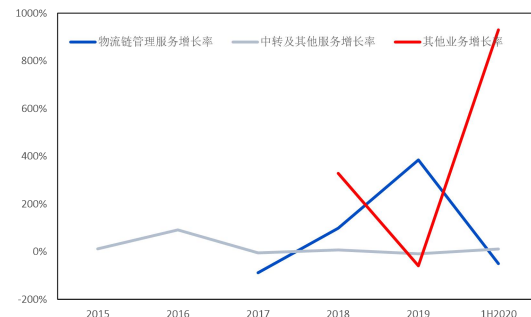
物流链管理服务、中转及其他项目服务和其他业务在公司营业收入中的比重较低。1H2020年该三项业务类型收入占营业总收入的比重分别为1.75%、1.18%、1.17%，其中物流链管理服务和其他业务的收入变化巨大。物流链管理服务于2016年引入公司经营体系，当年营业收入为1,700万元，2017年由于公司的过程管控服务大减，2020年上半年由于疫情条件下交通受限及石化仓储供不应求影响，仓储代理服务减少，其营业收入大减，同比增长率分别为-87.93%和-50.43%。其他业务收入在2020年上半年较上年同期增长高达930.06%，主要原因是其前期收入基数较小及2020年上半年公司新收一笔资金占用费导致，不具备普遍性。

图 29 公司仓储综合服务收入增长率 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

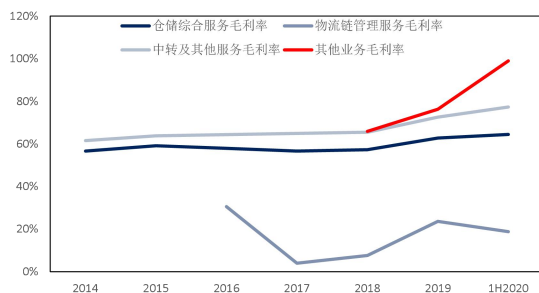
图 30 公司物流链管理服务、中转及其他服务和其他业务增长率 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

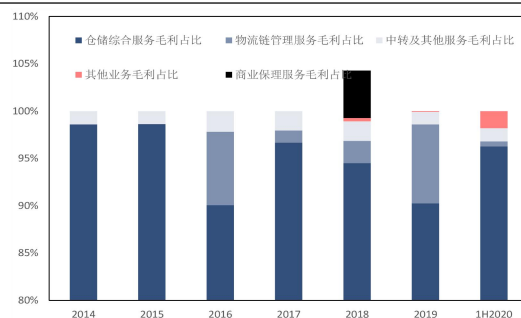
公司仓储综合服务毛利率整体随营业收入扩大而呈现上升态势。由2014年的56.59%增加到1H2020年的64.42%，增长7.83%，增幅较大。整体而言，由于公司主营业务中仓储综合服务收入占比超95%，其余业务收入占比较小，公司毛利水平主要受仓储综合服务毛利率变动影响，具有重资产行业的特点，随着营业收入方面的提升，毛利率水平呈现稳定上升的态势。

图 31 公司主营业务毛利率情况 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32 公司主营业务毛利率占比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、内生自建与外延并购促进罐容扩大

自成立以来，公司通过自建、并购、参股等多种方式促进罐容扩大。上文提到，石化仓储行业由于其独特性质，罐区建设周期长且政策监管严格、审批通过率低，除自建外，公司主要依靠外延式并购来实现短期内罐容的扩大。公司目前拥有七家子公司，4家孙公司和一家参股公司，523座储罐及61座在建储罐，274.95万m³罐容，其中44.35万m³为在建罐容（预计11万m³储罐将于2020年年底投入运营，其余罐容将于2021年年底投入运营），均处于行业领先地位。

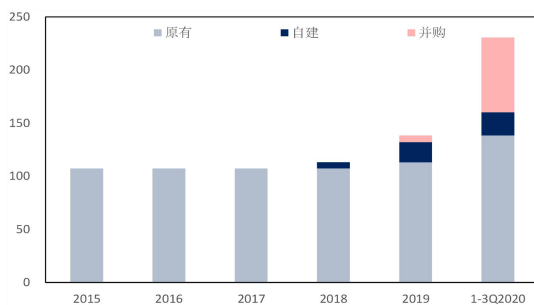
表 6 公司自建及并购情况

日期	方式	企业	罐容增加量 (万 m ³)
2010年9月	并购	太仓阳鸿石化有限公司	33.6
2012年12月	并购	南通阳鸿石化储运有限公司	22.3
2014年12月	自建	太仓阳鸿石化有限公司	27
2014年12月	并购 (75%)	东莞三江港口储罐有限公司	24.13
2018年9月	自建	南通阳鸿石化储运有限公司	6
2018年12月	并购 (94.15%)	福建港丰能源有限公司	44.35 (在建中, 原计划 38.83, 预期一期 11 万 m ³ 将于 2020 年底完成, 二期项目将于 2021 年完成)
2019年3月	自建	南通阳鸿石化储运有限公司	19.2
2019年12月	并购	中山市嘉信化工仓储物流有限公司	6.16
2020年5月	自建	东莞宏川化工仓储有限公司	20.75
2020年5月	自建	东莞宏元化工仓储有限公司	1.05
2020年5月	并购 (56.91%)	常州华润石化仓储有限公司	54.4
2020年5月	并购	常熟华润石化仓储有限公司	16
2020年5月	参股 (30%)	江苏长江石油化工有限公司	40.2

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

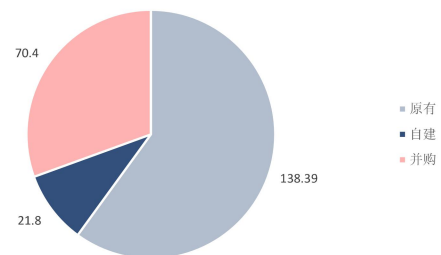
并购项目落地带动公司罐容爆发式提高。自公司18年上市以来，便通过自建与并购来提升罐容规模，但由于自建项目周期较长，并购为扩张的主要推动力。自上市以来，公司已投入运行的罐容增长量为123.56万m³，与17年相比共计增长115.15%，其中并购项目增长量共计76.56万m³，占总增长量的61.96%。2020年前三季度，公司运营罐容规模提升92.2万m³，其中有70.4万m³的罐容增加量来自于并购项目，占总增长量的76.36%。

图 33 公司运营罐容增长来源 (万 m³)



资料来源：万得，信达证券研发中心

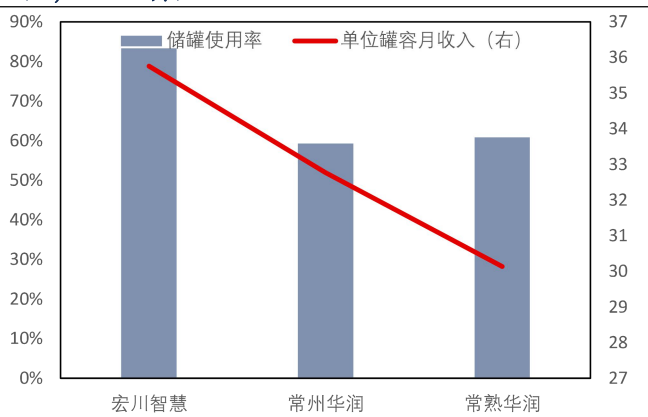
图 34 1-3Q2020 年公司运营罐容增长分析 (万 m³)



资料来源：万得，信达证券研发中心

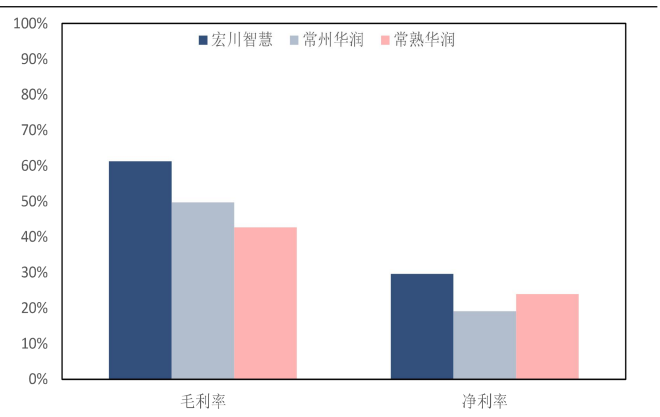
公司管理层并购经验丰富，对于并购标的的鉴别、选择能力优秀，并购项目对公司长远经营具有积极影响。自 2010 年开始，公司直接或间接并购的标的公司有 7 家，从公司早期并购的标的公司太仓阳鸿和南通阳鸿来看，持续经营能力和业绩表现均十分良好。太仓阳鸿在 2014 年进行罐容扩建，自建罐容 27 万 m³。南通阳鸿则在 2018 与 2019 年共计扩建罐容 25.2 万 m³。此外，公司本身处于行业领先地位，公司内部的经营体系更为完善、成熟，公司整体收益情况也都高于并购标的公司。公司 2019 年 5 月并购了常州、常熟华润两家石化仓储公司，在储罐使用率、单位罐容月收入、毛利率及净利率等多方面，宏川智慧均极大的高于这两家标的公司（储罐使用率 83.31%：59.31%：60.84%；单位罐容价格 35.76 元/m³/月：32.77 元/m³/月：30.14 元/m³/月；毛利率 61.26%：49.74%：42.71%；净利率 29.63%：19.15%：23.96%）。从长远角度来看，并购后通过输送公司更为先进的管理体系、更强大的品牌效益与更雄厚的客户资源优势，同时通过与位于同一区域的太仓阳鸿和南通阳鸿之间相互进行业务协同，可以使标的公司的收益情况得到改善，并增强公司区域协同效应，完善公司战略布局，反补公司发展。通过近两年的并购，公司目前在深度布局的长三角区域拥有包括太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川和常熟宏川 4 个子公司及长江石化参股公司，每个库区的相距离均在 50km 内，实现了对长江下游地区的全面覆盖，有助于公司在长江下游地区市场占有率及客户粘性的提升，区位优势显现。

图 35 2019 年公司与标的公司储罐使用率及单位储罐收益（%，元/m³/月）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36 2019 年公司与标的公司毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

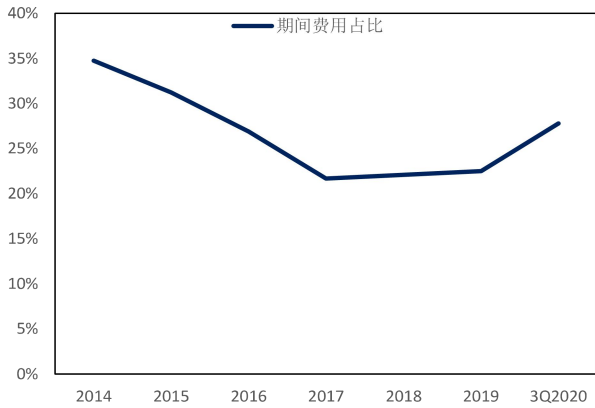
五、并购频繁导致财务费用增多，公司期间费用占比呈现上升趋势

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，销售费用及研发费用较少。不同于制造型企业和科技企业，公司销售人员及研发人员数量较少，销售费用及研发费用占比较低，常年保持在 2%和 0.5%左右，管理费用与财务费用变动较大。管理费用主要为职工薪酬、折旧及摊销和办公费用，财务费用主要为偿还银行贷款。

公司期间费用经历 3 个阶段，14-17 年的降低期间，18-19 年的较为平稳期以及 20 年以来的上涨期。14-17 年期间费用变动的主要影响因素是财务费用的改变。2014-2017 年，公司通过减少及提前偿还借款等手段，使得财务费用支出明显降低。由 2014 年占收入总比的 21.75%降低到 2017 年的 8.56%，降低了 13.19 个百分点。在其余费用保持稳定的情况下，期间费用占比由 34.75%降低至 21.67%。18-19 年，公司在深交所上市，通过募集资金提前偿还银行贷款等手段，财务费用支出进一步得到改善，但公司由于 IPO、并购业务等导致管理费用上升，因此该年度期间费用没有下降。20 年期间，公司用于偿还前两年并购业务银行贷款的财务费用大增，由 2019 年的 6.06%上升到 3Q2020 年的 14.86%，增加了 8.8 个

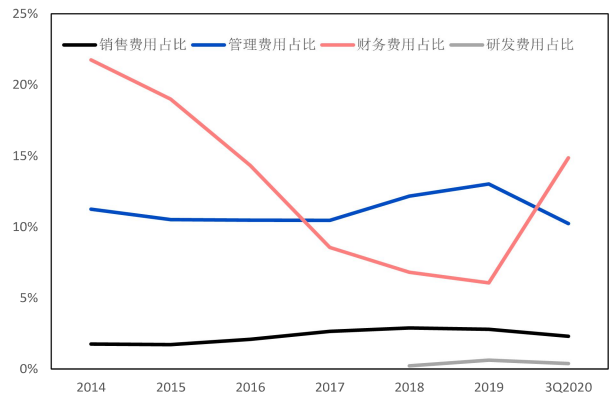
百分点，使得期间费用占比也呈现上升趋势。我们认为随着公司并购规模的扩张，公司未来两年财务费用仍有上升的压力，但财务费用占总收入比重会随营业收入增长而降低。

图 37 2014-3Q2020 年公司期间费用占比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38 2014-3Q2020 年公司期间费用分类占比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

六、七大核心竞争优势助力公司行业领先

一) 布局三大核心石化仓储区，集群效应显现

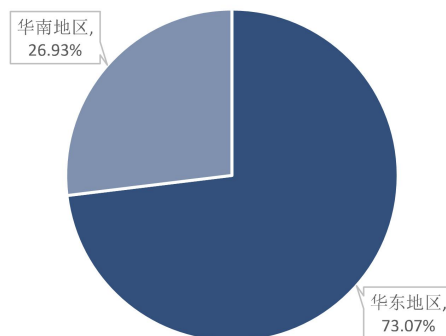
目前，公司的仓储业务分布于国内经济发达且石化仓储行业发展潜力巨大的粤港澳、长三角及东南沿海区域，公司各仓储基地相互协同，优势互补，区位优势显著。我国石化产品消费地区主要集中在华东和华南地区，公司子公司东莞三江、东莞宏川与东莞宏元位于东莞立沙岛，与分布于珠江东西两岸的子公司中山嘉信相互协同，发挥联动效应，服务半径覆盖粤港澳当地密集的制造业企业集群，为公司石化仓储提供了大量的潜在需求环境；公司子公司太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、常熟宏川和参股公司长江石化位于长江南北两岸，有效联动配合，充分发挥布局优势，并且子公司所在地长三角地区经济实力雄厚、水运便利，石化企业发布众多（约全国 46% 的石化企业分布于长江地区），为公司提供了较多的石化产品储存需求；公司子公司福建港能位于东南沿海，所在地湄洲湾石化基地泉惠石化园区是中国石化产业振兴规划中的九大炼油基地之一，可为其提供较多的石化产品储存需求。

- 1) 粤港澳布局区：公司共有 4 个子公司，共计 235 座储罐，52.09 万 m³ 罐容布局于此。
- 2) 长三角布局区：公司共有 4 个子公司，1 个参股公司，共计 362 座储罐，178.5 万 m³ 控股罐容及 40.2 万 m³ 参股罐容布局于此。
- 3) 东南沿海布局区：公司有 1 个子公司，61 座储罐，44.35 万 m³ 罐容布局于此。

图 39 公司罐区布局


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从公司营收收入的地区分布上也可以看出公司区域布局的特点。公司 2019 年公司营业收入共计 4.86 亿元，其中华东地区收入占比为 73.07%，华南地区占比为 26.93%。

图 40 公司 2019 年营业收入地区分布情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二) 拥有优良的自建港口和码头资源

石化产品普遍通过水路运输，在船舶大型化发展趋势下，具有强大吞吐能力和大吨位级泊位的港口、码头对于完成货物的中转和仓储显得非常重要。**港口和码头显然已经成为液体化工仓储行业重要的战略资源及准入壁垒。**公司拥有 9 座地理位置优越、靠泊等级较高的优良自建码头、港口。

- 1) 粤港澳布局区：东莞三江码头位于东莞市沙田镇虎门港立沙岛，最大可靠泊 2 万吨级船舶；宏川仓储在建码头位于东莞市沙田镇虎门港立沙岛，按最大可靠泊 2 万吨级船舶设计；中山嘉信码头位于中山市民众镇，最大可靠泊 5 千吨级船舶。
- 2) 长三角布局区：太仓阳鸿码头位于江苏省苏州市太仓港口开发区，最大可靠泊 8 万吨级船舶，是长江入海口第一座液体化学品公用码头；南通阳鸿码头位于江苏省南通市如皋港区，最大可靠泊 8 万吨级船舶；常州宏川码头位于常州港录安洲港区，最大可靠泊 5 万吨级船舶；常熟宏川码头位于常熟经济开发区，最大可靠泊 2 万吨级船舶。

- 3) 东南沿海: 福建港能 在建码头位于福建省泉州市湄洲湾港斗尾港区, 规划等级为 3 万吨级 (结构按照 5 万吨级设计)

表 7 宏川智慧自建港口、码头情况

区域	公司	数量	地点	停泊等级
粤港澳	东莞三江	1	东莞三江立沙岛	三个 1000 吨级泊位, 两个 5000 吨级泊位, 一个 1 万-2 万吨级泊位
	东莞宏川仓储	1	东莞沙田镇虎门港立沙岛	最大可停泊两万吨级船舶
	中山嘉信	1	中山市民众镇	拥有两个作业泊位, 最大可以靠泊 5000 吨级船舶
长三角	太仓阳鸿	1	江苏省苏州市太仓港口开发区	一个八万吨级码头, 共 8 个泊位
	南通阳鸿	1	江苏省南通市如皋港区	一个 8 万吨级泊位, 两个 1 万吨级泊位
	常州宏川	2	长江码头和夹江码头	长江码头布置 3 个泊位, 分别为 5 万吨级、1 万吨级和 1 千吨级泊位 夹江码头布置 2 个泊位, 均为 1 千吨级
	常熟宏川	1	常熟经济开发区	拥有 3 个作业泊位, 最大可以靠泊 2 万吨级船舶, 另外兼顾两条 2000 吨级化工船舶同时作业。
	东南沿海	福建港能	1	福建省泉州市湄洲湾斗尾港区

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司拥有的众多优质码头有利于实现从运输到仓储的一体化流程, 提高运输效率, 增强客户粘性及其自身营运能力。例如公司太仓阳鸿和南通阳鸿定位于枢纽型仓储及中转基地, 码头泊位多且吨位级别高, 当国外港口石化产品由 3-5 万吨大级别船舶运载入库后, 可以由 3 千吨以下的小型船舶运输至长江沿岸及国内沿海其他港口, 物流便利。与同业竞争者恒基达鑫和保税科技相比, 公司在主要布局区长三角地区具有港口距海近, 可容纳船舶吨位大及泊位多等优势, 交通更为便利。

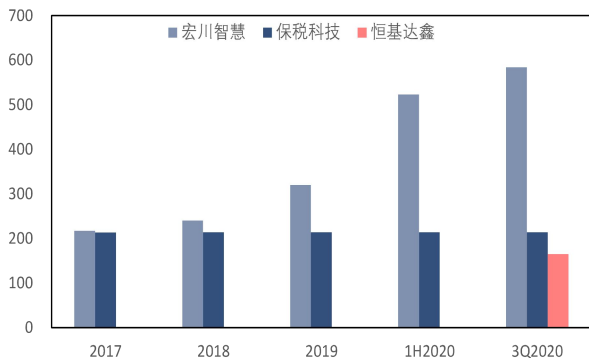
表 8 港口码头对比 (2019 年)

公司	地区	罐容 (万 m ³)	吞吐量 (万吨/年)	码头具体情况
宏川智慧	太仓阳鸿	60.6	638.84	长江入海口, 8 个泊位, 最大可停泊 8 万吨级船舶
	南通阳鸿	47.5	401.67	3 个泊位, 2 个 1 万吨和 1 个 8 万吨级别泊位
	常州宏川	54.4	—	5 万、1 万、1 千吨级别泊位各一个
	中山嘉信	6.16	1.11	2 个 5 千吨级别泊位
恒基达鑫	扬州库区	41.75	350	扬州码头位于长江南京河段, 5 千和 4 万吨级泊位各一个。
	珠海库区	61.3	1000	珠海码头拥有 5 千、5 万和 8 万吨级泊位各一个,
保税科技	张家港长江国际	110	450	长江岸线 2 个泊位, 5 万吨级和 3 万吨级各一个。

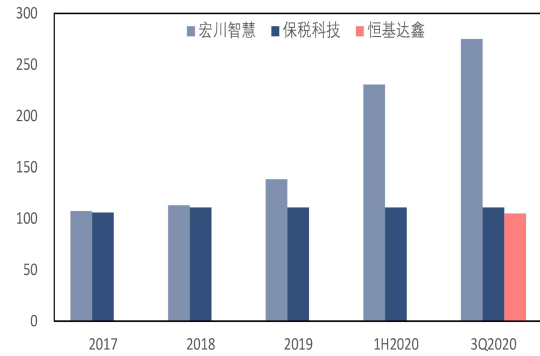
资料来源: 宏川智慧公司公告, 保税科技公司公告, 恒基达鑫公司公告, 信达证券研发中心

三) 极大领先竞争对手的仓储能力优势

石化仓储企业罐容的大小直接影响企业的经营业绩。截至 3Q2020, 公司现有储罐 523 座, 罐容为 230.6 万 m³, 现有权益罐容约为 201.28 万 m³; 在建储罐 61 座, 在建罐容约为 44.35 万 m³; 现有及在建储罐合计 584 座, 合计罐容约为 274.95 万 m³, 合计权益罐容合计为 243.04 万 m³。与保税科技和恒基达鑫这两家主要竞争者相比, 公司储罐规模及增速优势明显。

图 41 宏川智慧及其主要竞争对手储罐数量情况 (座)


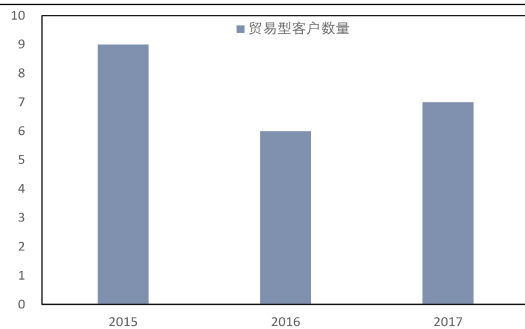
资料来源：宏川智慧公司公告，保税科技公司公告，恒基达鑫公司公告，信达证券研发中心

图 42 宏川智慧及其主要竞争对手罐容情况 (万 m³)


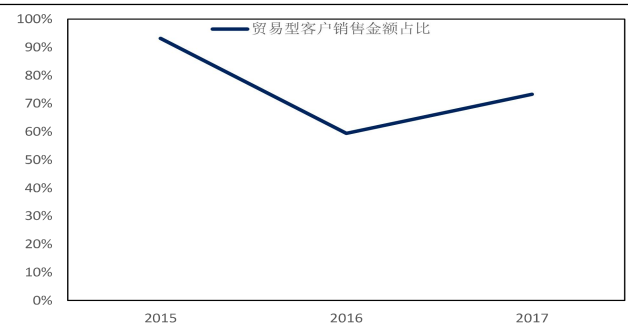
资料来源：宏川智慧公司公告，保税科技公司公告，恒基达鑫公司公告，信达证券研发中心

四) 低损耗率提升公司仓储吸引力

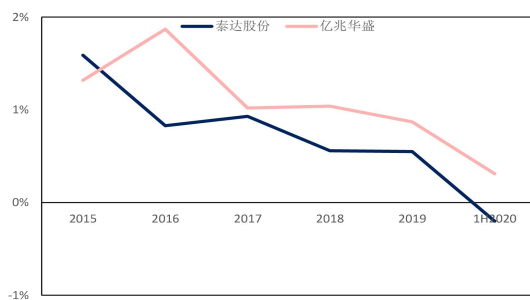
相比于业内 0.3% 的仓储损耗率，公司 0.08% 的低损耗率带来额外竞争优势。公司主要客户以贸易型企业为主，2015-2017 年公司十大客户中贸易型客户数量分别为 9、6、7 名，十大客户中贸易型客户销售金额占比分别为 93.13%、59.38% 和 73.30%。化工贸易企业整体毛利率及净利率水平偏低，泰达股份、亿兆华盛等专营化工品贸易企业的化工品贸易业务毛利率常年在 1% 左右，近年来甚至低于 1%。公司整体净利率水平近年来更是接近 0.5% 的水平。因此，公司与业内损耗率之间 0.22% 的差别对于化工贸易企业来讲有较强的吸引力。以甲醇为例，2020 年 12 月 3 日甲醇现货价为 2097 元/吨，假设甲醇贸易商的毛利润在 1-2% 间，则单吨毛利润为 20.97 元-41.94 元之间，公司仓储的低损耗率可以为贸易商节约 5 元/吨的成本，仓储吸引力较强。

图 43 公司 2015-2017 年十大客户中贸易型客户数量 (位)


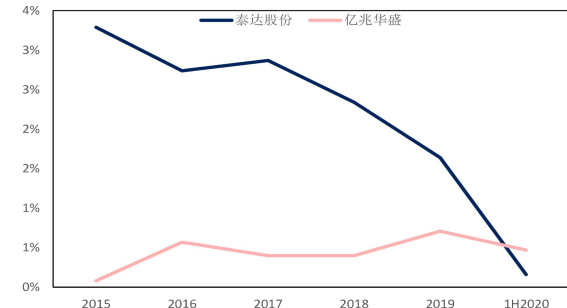
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44 公司 2015-2017 年十大客户中贸易型客户销售金额占比 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 45 泰达股份与亿兆华盛化工贸易业务毛利率 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46 泰达股份与亿兆华盛公司整体净利率 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

五) 热门化工品指定交割库及保税库提供独特交易优势

公司子公司具备甲醇、乙二醇、苯乙烯指定交割库资质。同时，公司东莞三江、太仓阳鸿和南通阳鸿均可为客户提供保税储罐。这些优势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。

- 1) 公司子公司南通阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库。
- 2) 公司子公司东莞三江(2万吨)、太仓阳鸿(3万吨)、南通阳鸿(2万吨)、常州宏川(8万吨)、常熟宏川(4万吨)为大连商品交易所17个乙二醇指定交割库中的5个。
- 3) 公司子公司东莞三江(2万吨)、南通阳鸿(2万吨)、常州宏川(5万吨)为大连商品交易所12个苯乙烯指定交割库中的3个仓库。

六) “零”事故安全生产优势带来足量信任

由于化工产品独特性质，危险化工品仓储运输一直以来便多发事故。公司自成立以来，一直重视安全管控，多年经营过程中从未发生一起事故，多次荣获国家、省、市各级安全生产荣誉称号，深得社会认可。2020年联合成立的东莞市金联川创新产业投资合伙企业，合作方实际控制人是东莞市国资委，签署的成都投资意向也得到成都市石油化学工业园区管理委员会的支持，体现公司品牌形象力量。

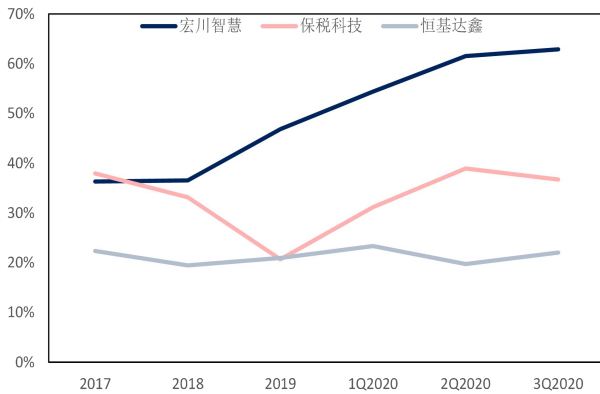
表 9 公司部分荣誉证书

日期	颁发单位	证书
2018年2月	中共太仓市委组织部	太仓市基层党建示范点
2018年2月	太仓市人民政府	2017年度外贸进出口十强企业
2018年1月	太仓港经济技术开发区管委会	2017年度安全生产先进企业
2017年12月	中国物流与采购联合会	金罐奖安全管理奖
2017年1月	中国物流与采购联合会	AAAA物流企业
2015年12月	中国物流与采购联合会	2015年度中国化工物流30强企业

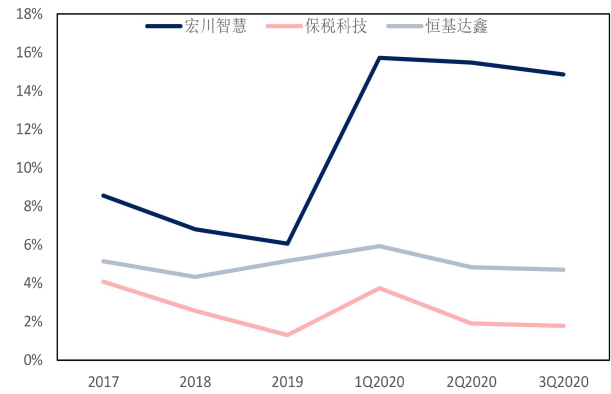
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

七) 成立产业并购基金，扩展公司并购渠道

从18年上市以来，公司接连并购、增资了福建港能、中山嘉信、常州宏川和常熟宏川，参股了长江石化共5家公司，涉及金额19.12亿元，其中6.39亿元对福建港能的增资来源于可转债发行募得资金，其余主要通过公司自有现金流和银行借贷。在公司储罐容量快速扩张，区域竞争能力加强的同时，也导致公司资产负债率的快速上升(由2017年36.32%上升到3Q2020年62.89%)，带来较大的财务压力。公司近年来资产负债率以及财务费用占比持续上涨，并且都远远高出其A股主要竞争对手恒基达鑫和保税科技。截至3Q2020年，公司资产负债率和财务费用占比分别为62.89%和14.86%，而主要竞争对手最高相关比例为36.71%和4.71%，过高的资产负债率和财务费用占比将不利于公司未来的净利润增长。

图 47 公司与竞争对手资产负债率情况(%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48 公司与竞争对手财务费用占比情况(%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

获东莞市国资委支持，成立产业并购基金，加强公司并购能力。2020年8月16日，公司发布《关于公司参与投资设立并购合伙企业》的公告，与东莞金控股权投资基金管理有限公司、东莞市上市莞企二号发展投资合伙企业（有限合伙）三方拟共同出资设立东莞市金联川创新产业投资合伙企业，总规模将不超过10亿元，从事石化仓储业务领域的并购投资活动，其中公司认缴合伙企业中不超过3亿元的部分。东莞金控股权投资基金管理有限公司、东莞市上市莞企二号发展投资合伙企业（有限合伙）实际控制人是东莞市国资委，这意味着公司在东莞的运营活动得到东莞市国资委支持，将依托东莞市关于扶优扶强东莞上市公司长效发展以及助推东莞上市企业做大做强的大力支持，聚焦于石化仓储业务领域的并购项目进行投资，助力公司持续抓住并购发展的市场机遇扩大自身仓储规模。此次产业并购基金的设立将在自有资金和银行借贷外拓宽公司融资渠道，缓解公司的资金压力。同时，并购基金的设立也有利于缩短公司并购流程、提高公司并购效率。

扩宽公司业务范围，切入固体化工仓储赛道

一、固体化工仓储赛道分析

市场空间广阔、集中度低、政策监管严格导致供需关系趋紧，利于领先企业扩大市场占有率。与液体化工仓储同属化工仓储领域，在很大程度上，固体化工仓储与液体化工仓储具有一致性。首先在全球化工中心持续向中国转移的情况下，国内化工市场空间广阔。其次固体化工仓储市场供给端也呈现高度分散的格局，据中物联统计，2019年化工物流百强企业仓储面积仅为232.96万平方米，其中领先企业密尔克卫的仓库面积在2019年底仅为40万平方米。与此同时，受制于政策监管、审批严格，市场供需关系也在趋紧。根据《安全生产“十三五”规划》，到2020年底，现有位于城镇人口密集区或城区内安全距离不达标的危险化学品仓储企业要全部搬迁入园。在退城入园的政策大背景下，很多无法入园的小型仓储企业将面临关停的风险。大背景下对于公司切入固体化工仓储赛道，通过自建与并购扩大固体化工仓储领域地位十分有利。

配套设施需求较低但回报更高。相比于液体化工仓储罐区在建设时需要配套的大吞吐量、大泊位级的码头和港口，建设成本相对较高，以福建港能为例，修建码头需要1.7亿元，此外每立方米液体储罐的修建费用约为2,275元。而固体化工仓储仓库对于配套实施需求较少，即使是安全系数最高的甲类仓库修建费用也仅为每平方米3,000-4,000元左右。但相比而言，固体化工仓储回报率更高，2019年宏川智慧液体储罐仓储每年出租费用约为395元/m³，即使抛开港口等配套设施费用，成本覆盖时间也要5-6年。而甲类固体化工仓库每平方米仓

储每年出租费用约为 2000/ m²，成本覆盖时间约为 2 年。

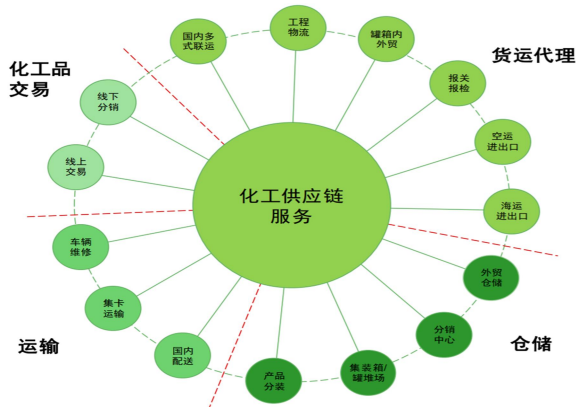
二、签署成都投资意向协议，切入固体化工仓储赛道

公司自成立以来，一直主营液体化工仓储，但也具备长期的固体化工仓库运营经验。公司自 2007 年开始便运营 0.51 万平方米的固体化工仓库。截至 2Q20 年，公司固体化工仓库共计 2.75 万平方米，其中权益仓库为 2.61 万平方米。2020 年 9 月 18 日经公司披露，公司参与设立的东莞市金联川创新产业投资合伙企业（有限合伙）与公司控股股东广东宏川集团有限公司于近日在东莞市签署了《关于成都投资事项的意向协议》，就在成都新材料产业功能区建设危化品仓储综合服务项目、危运车辆汽车港项目达成合作意向。该项目获得成都石油化学工业园区管理委员的支持，包括固体化工仓库及配套设施、危化品车辆汽车港的建立，占地约 400 亩，预计投资额 13 亿元，目前金联川成立金额为 10 亿元，仍有至少 3 亿元资金需要增加以满足需求。我们认为，此次事项预示着公司开始切入固体化工仓储赛道，对于公司未来盈利能力的提升意义深刻。

三、可比公司对比：密尔克卫

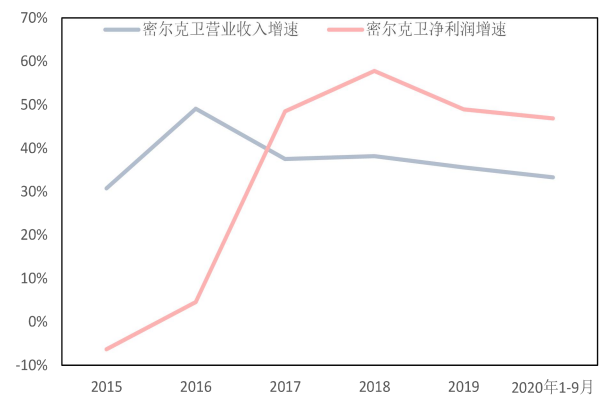
密尔克卫是一家综合化工供应链服务商，主要提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务以及化工品交易服务。通过 20 多年的行业运营，公司已与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，客户数量超过 3,000 个，近年来业绩表现优秀，15-19 年营业收入复合增速高达 38.1%，净利润复合增速高达 27.9%。

图 49 密尔克卫主营业务



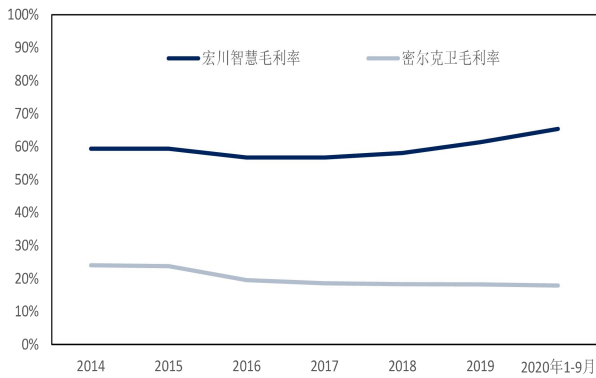
资料来源：密尔克卫公司公告，信达证券研发中心

图 50 密尔克卫收入及净利润增速(%)

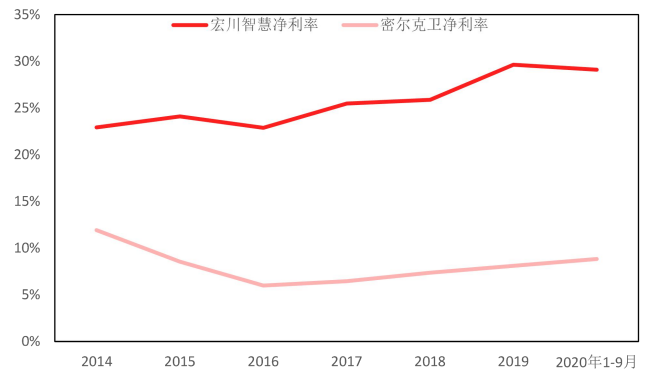


资料来源：万得，信达证券研发中心

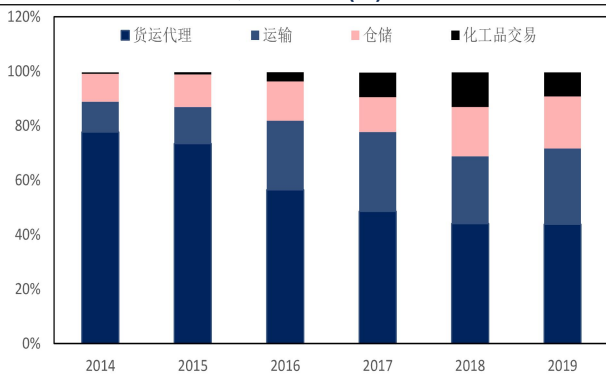
公司毛利率与净利率极大的领先于密尔克卫。从 2014 年到 2019 年第三季度，公司与密尔克卫毛利率之差由 35.32% 增加到 47.52%，净利率之差由 11% 增加到 20.26%。差距扩大的主要原因是公司与密尔克卫的主营业务不同，公司主营液体石化仓储业务，仓储业务收入占总收入比重常年超 92%，此项业务毛利率较高且会随营业收入增长持续提升。而毛利率较高的仓储业务收入在密尔克卫业务收入中占比并不高，在 2019 年也只有 19.08% 的比重，公司占收入比例较高的业务为货运代理及运输服务（43.85% 和 27.80%），但这两项业务毛利率较低，只有 12.25% 和 12.05%。

图 51 公司与密尔克卫毛利率情况(%)


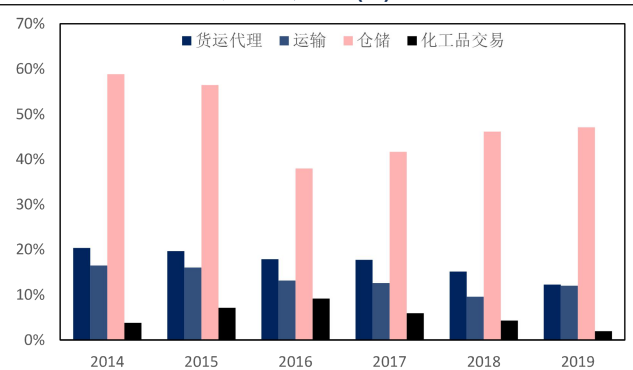
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 52 公司与密尔克卫净利率情况(%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

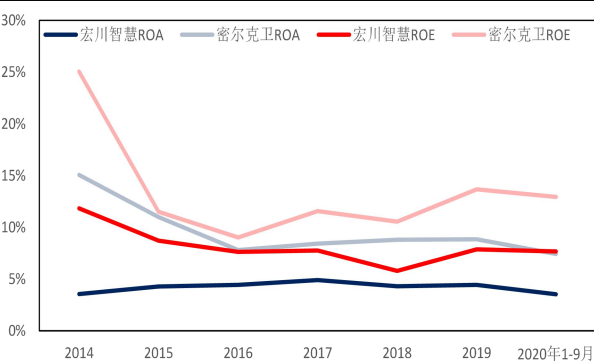
图 53 密尔克卫各业务收入占比(%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

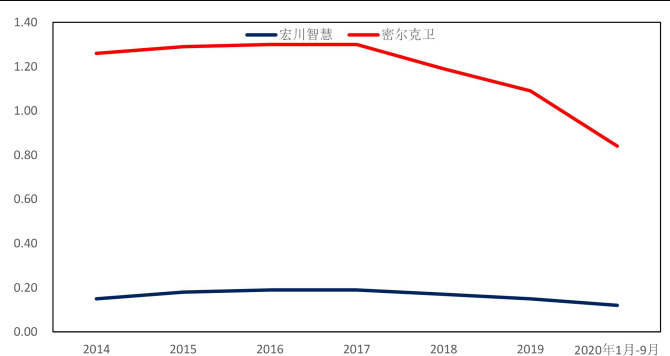
图 54 密尔克卫各业务毛利率情况(%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

宏川智慧是重资产行业特性明显的石化仓储服务商，而密尔克卫为偏轻资产的运输、仓储和交易一体化服务商。这一点在二者 ROA 和 ROE 之间的差距上也可以体现，公司的 ROA 与 ROE 全面低于密尔克卫。在公司销售净利率高于密尔克卫的情况下，由于公司常年资产周转率较低，导致公司 ROE 指数较低。从长远角度看，随着公司并购项目的持续落地、协同效应及规模效益的兑现以及对固体石化仓储赛道的布局，不断提高公司资产周转率，公司 ROA 与 ROE 有望持续改善。

图 55 公司与密尔克卫 ROA&ROE 情况 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

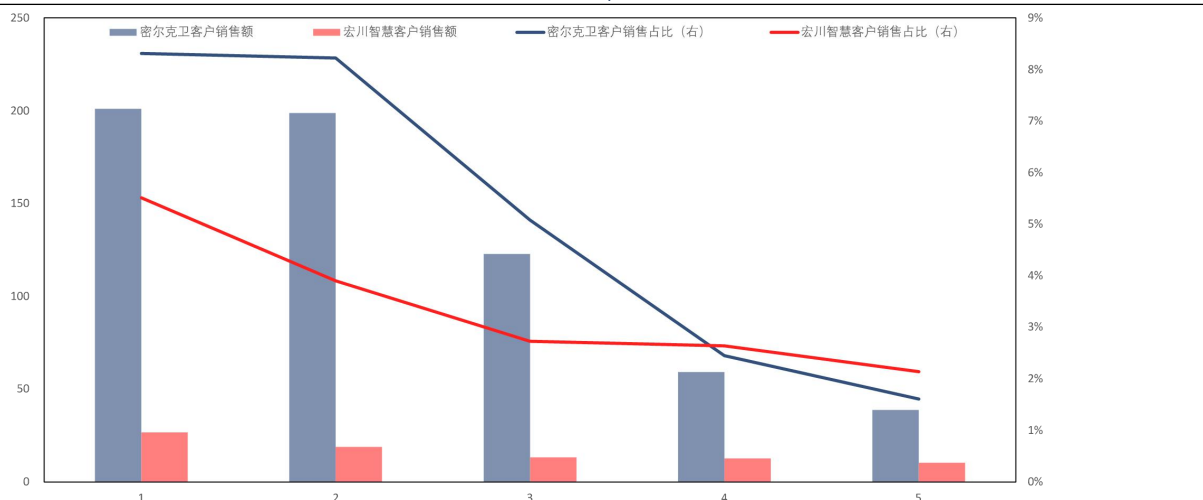
图 56 公司与密尔克卫资产周转率情况 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

目前公司客户多为贸易型企业，与密尔克卫客户相比，前五大客户收入占比较低且更替情况较频繁。公司 2019 年第一大客户销售额占总销售额的 5.51%，前五大客户销售额仅占总销售额的 16.93%，与之相比密尔克卫第一大客户陶氏的销售额占比为 8.31%，前五大客户

销售额占比高达 25.67%。同时，由于公司罐容扩张迅速，且交易型客户受市场供求信息影响较大，公司 2015-2017 年前五大客户年年都有改变，而密尔克卫主要客户群体较为稳定，陶氏、巴斯夫、阿克苏、反特鲁斯多年占据其前五大客户席位，且每年销售额都呈现增加状态。公司之后可以通过调整客户领域，加大与产业链上下游企业合作力度，扩展持续且稳定的仓储需求，增强客户的粘性。公司 2020 年 8 月 24 日公告与上游企业诚志股份签署 10 年期的战略合作协议，将为该公司优先提供储罐及配套服务，我们认为考虑到供需格局趋紧态势，日后公司与上下游企业的长期合作事项或许将不是个例。

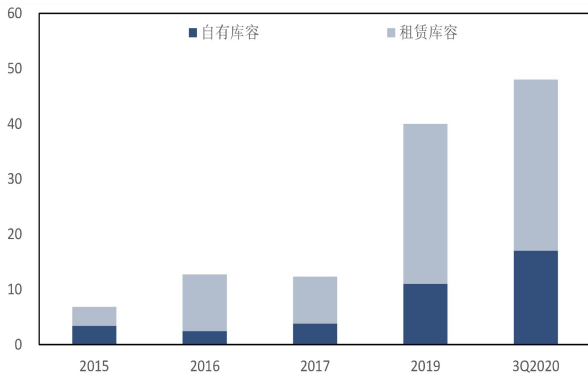
图 57 公司与密尔克卫前五大客户销售额和销售额占比对比（百万元，%）



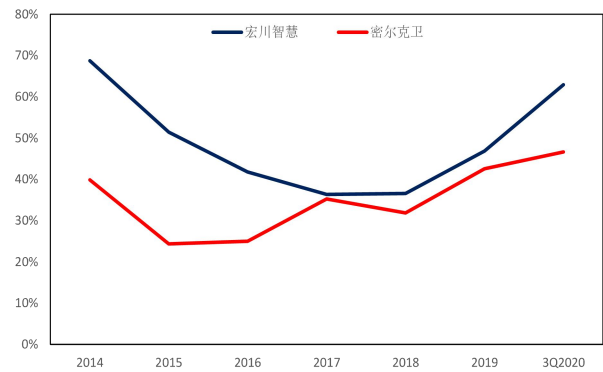
资料来源：宏川智慧公司公告，密尔克卫公司公告，信达证券研发中心

公司与密尔克卫均坚持内生自建与外延并购的扩张逻辑，但公司石化仓储业务专精程度远强于密尔克卫。密尔克卫在过去几年间并购项目频出，已收购上海振义、镇江宝华物流、天津东旭物流、天津志远等企业，并通过自建工程共拥有 32 家子公司，覆盖长三角、珠三角及中西部地区。然而考虑到业务专精能力，密尔克卫更多在于一体化布局，并购与自建项目落实在仓储业务上的并不是很多。密尔克卫公司仓库面积由仅仅由 2015 年的 6.85 万 m² 增长到 3Q2020 年的 48 万 m²，并且绝大部分的仓库是从外界租赁来的（2019 年 40 万 m² 仓库面积中有 29 万 m² 仓库面积来自租赁）。尤其考虑到密尔克卫用于危险化学品仓储的仓库比例并不高，据公司招股说明书显示，2017 年密尔克卫危险化学品仓储仓库面积占比仅为 38%。我们认为考虑到密尔克卫近年来仓储业务规模的扩展，假设其今年的危险化学品仓储面积占比为 70%，那么截至 3Q2020 年，密尔克卫用于甲乙丙类固体化工仓储的仓库面积也仅有 33.6 万 m²。与之相比，宏川智慧 2018-3Q2020 年内，液体石化储罐罐容增加了 161.93 万 m³，目前拥有 274.95 万 m³ 储罐，罐容体量巨大且增速极快，在液体石化仓储领域已经遥遥领先其余竞争者，且公司拥有多年固体仓库运营经验，切入固体石化仓储赛道并非难事。

截至目前，公司多数使用自有现金及银行借贷进行并购，资产负债率远高于密尔克卫，这将给公司带来巨大的财务压力。3Q2020 年公司财务费用占比为 14.86%，而密尔克卫的财务支出占比仅为 0.81%。我们认为公司需要在之后尝试别的融资渠道及并购方式去平衡资产负债率，今年成立的产业并购基金可能是公司之后的主要手段之一。

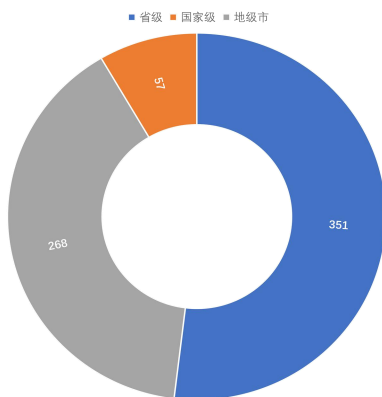
图 58 密尔克卫经营仓库面积 (万m²)


资料来源：密尔克卫公司公告，信达证券研发中心

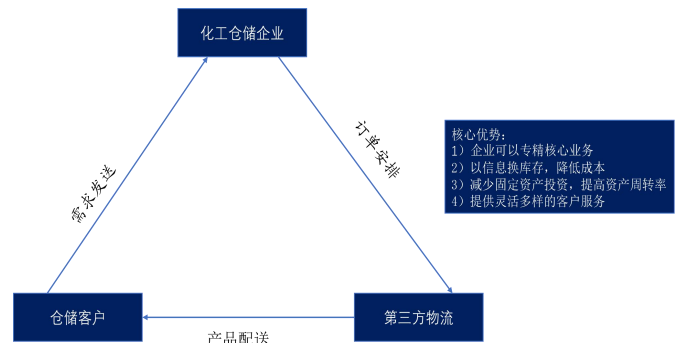
图 59 公司与密尔克卫资产负债率 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

“**危化企业入园**”有望弥补公司**物流链短板**。公司物流链管理服务更多的是提供仓储时的代理及过程管控服务，在公司经营体系中只是补充部分，2019年物流链管理服务占收入比重为1.75%。而密尔克卫运输体系完善，拥有2,000余量配送车辆，具备陆运、水运、空运三重运输途径。在物流领域，密尔克卫显然更占优势。但近年来国务院、各省市等国家机关颁布政策来推进危化企业退城入园事项，截至2018年底，全国以石油和化工为主导产业的工业园区共有676家，其中国家级化工园区57家、省级351家、地市级化工园区268家。其中，30强园区规模以上化工企业数量超过1800家。我们认为在退城入园、集约化发展成为主流趋势的情况下，物流外包及路程缩短将随之成为行业趋势，这将很大程度上弥补公司在物流领域的劣势，帮助公司更好的发挥仓储优势，扩大市场占有率。

图 60 2018年我国化工园区 (个)


资料来源：中国石化联合会，信达证券研发中心

图 61 第三方物流运作模式


资料来源：信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

一、收入成本假设

一) 仓储综合服务假设

液体化工仓储综合服务是公司的主营业务，其收入常年占据总收入的92%以上，是影响公司营业收入及净利润增速最主要的因素。液体化工仓储服务收入的主要影响因素有三点，分别是储罐罐容、储罐使用率以及单位仓储的出租价格。

1) 仓储综合服务收入：截至3Q2020年，公司现有运营罐容230.60万m³。在建项目方面，

福建港能 1 期及二期自建项目各有 11 和 33.43 万 m³罐容将于 20 年年底和 21 年年底完工。并购项目方面，在正常估计下，公司 20 年第四季度、21 年和 22 年无并购项目落地，并购罐容增长为 0；乐观估计下，公司 20 年第四季度，21 年 6 月和 22 年 6 月并购罐容增加量分别为 0、50 和 70 万 m³。储罐使用率及单位罐容出租费用方面，我们认为随着公司近年来并购项目落地，区域布局及规模效益下公司品牌力量的增强，储罐使用率及价格在接下来几年应当呈现上升趋势。但考虑到今年疫情条件下额外高的使用率及价格，我们认为 21 和 22 年公司储罐使用率比起 20 年会有一定程度的下降，但与 19 年相比使用率是上升的。同时价格方面会经历先下调再增长的阶段。对于已有的罐容，我们给予 20 年第四季度，21 年和 22 年储罐使用率乐观估计 88%，86.5%和 85.5%。而对于新增罐容，我们认为需要经过一段时间经营才能逐渐赶上公司成熟罐区平均水平，因此给予乐观估计下 21 年与 22 年新增有效罐容出租率水平为 71.5%和 70.5%。正常估计下公司 20-22 年仓储综合服务营业收入增速分别为 78.16%，19.90%和 17.87%；乐观估计下公司 20-22 年营业收入增速分别为 79.37%，31.56%和 39.76%；

此处引入有效罐容概念，即投入运营的罐容以年度单位来重新计算规模。例如 6 月份并购完成标的，7 月开始计算收益，那么 50 万 m³的新增罐容换算成有效罐容为 50 万 m³ × 6/12=25 万 m³。

表 10 公司液体化工仓储服务收入预测

时间	方式	正常估计	乐观估计		
4Q2020	罐容增加量	自建 (年底)	11	11 万 m ³	
		并购	0	0	
	年末罐容		241.6 万 m ³	241.6 万 m ³	
	有效罐容		230.6 万 m ³	230.6 万 m ³	
	储罐使用率		86%	88%	
	单位罐容出租费用		40 元/ m ³ /月	40 元/ m ³ /月	
	仓储服务营业收入		2.38 亿元	2.44 亿元	
2020 年	仓储服务营业收入		8.12 亿元	8.17 亿元	
	YOY		78.16%	79.37%	
2021	罐容增加量	自建 (年底)	33.35 万 m ³	33.35 万 m ³	
		并购 (6 月份)	0	50 万 m ³	
	年末罐容		274.95 万 m ³	324.95 万 m ³	
	原有罐容		241.6 万 m ³	241.6 万 m ³	
		出租率		85%	86.5%
		单位罐容出租费用		39.5 元/ m ³ /月	39.5 元/ m ³ /月
		新增有效罐容			25 万 m ³
		出租率			71.5%
		单位罐容出租费用			39.5 元/ m ³ /月
		仓储服务收入		9.73 亿元	10.75 亿元
	YOY		19.90%	31.56%	
2022 年	罐容增加量	自建	0	0	
		并购 (6 月份)	0	70 万 m ³	
	年末罐容		274.95	394.95 万 m ³	
	原有罐容		274.95	324.95	
		储罐使用率		84%	85.5%

单位罐容出租费用	41.4 元/ m ³ /月	41.4 元/ m ³ /月
新增有效罐容		35
出租率		70.5%
单位罐容出租费用		41.4 元/ m ³ /月
仓储服务营业收入	11.47	15.02
YOY	17.87%	39.76%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 仓储综合服务成本：主要有直接人工、折旧摊销、直接材料和其他四个部分。其中直接人工成本和折旧摊销成本随公司罐容量变动而变化较大，直接材料与其他成本变动较小。

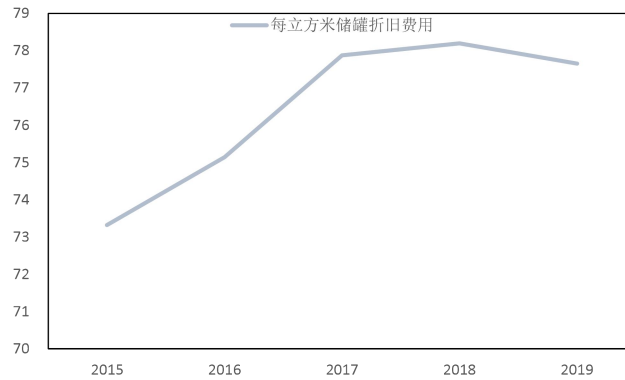
直接人工成本方面，每万立方米罐容所需员工数量在 3.8 和 4 人之间变动，我们认为随着公司管理体系的不断完善，每立方米罐容所需人数会保持稳定状态，我们给予 20-22 年每立方米罐容所需员工数量为 3.86 人。同时，我们假设相应人员工资增幅为每年 5%。正常估计下，20-22 年公司直接人工成本分别为 0.75、1.03 和 1.23 亿元；乐观估计下，公司 3 年直接人工成本分别为 0.75、1.14、1.61 亿元。

表 11 公司直接人工成本预测

分类	时间	有效罐容 (万 m ³)	员工数量/万 m ³	有效员工数量	员工平均工资 (万/年)	直接人工成本 (亿元)
正常估计	2020	184.50	3.86	712	10.53	0.75
	2021	241.60	3.86	933	11.06	1.03
	2022	274.95	3.86	1061	11.61	1.23
乐观估计	2020	184.50	3.86	712	10.53	0.75
	2021	266.60	3.86	1029	11.06	1.14
	2022	359.95	3.86	1389	11.61	1.61

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司折旧摊销费用近年来整体呈现上升趋势，在 17 年后整体水平较为稳定，假设 20-22 年公司折旧摊销费用为 78 元/m³，那么正常估计下公司 20-22 年折旧摊销费用分别为 1.44、1.88 和 2.14 亿元；乐观估计下三年折旧费用分别为 1.44、2.08 和 2.81 亿元。

图 62 宏川智慧每立方米储罐折旧与摊销费用情况（元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 12 公司折旧摊销费用预测

	正常估计			乐观估计		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
有效罐容 (万 m ³)	184.50	241.60	274.95	184.50	266.60	359.95
折旧与摊销费用 (元/m ³)	78	78	78	78	78	78
折旧与摊销费用 (亿元)	1.44	1.88	2.14	1.44	2.08	2.81

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

考虑到仓储综合服务成本中直接材料及其他费用占比极低，增长极慢，我们直接使用该项 17-19 年 3 年间复合增速做预测。直接材料增速为 -13.93%，其他成本增速为 2.98%。

3) 仓储综合服务整体情况

乐观估计下，20-22 年公司仓储综合服务营业收入分别为 8.17、10.75 和 15.03 亿元，毛利率为 69.45%、67.17%和 68.47%。正常估计下公司三年仓储综合服务收入分别为 8.12、9.73 和 11.47 亿元，毛利率为 69.24%、66.83%和 67.80%。

表 13 公司仓储综合服务总体情况预测（亿元）

	正常估计			乐观估计		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
仓储营业收入	8.12	9.73	11.47	8.17	10.75	15.03
YOY	78.16%	19.90%	17.87%	79.37%	31.56%	39.76%
毛利	5.56	6.37	8.24	5.68	7.22	10.29
毛利率	69.24%	66.83%	67.80%	69.45%	67.17%	68.47%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二) 公司总收入及总成本预测

综合以上假设与分析，乐观估计下，公司 20-22 年营业总收入分别为 8.47、11.08 和 15.38 亿元，营收增速为 74.36%、30.72%和 38.83%，毛利率为 68.66%、66.59%和 67.99%；正常估计下，公司 20-22 年营业收入分别为 8.42、10.06 和 11.82 亿元，营收增速分别为 73.22%、19.47%、17.55%，毛利率为 68.46%、66.21%和 67.20%。

表 14 公司营收情况预测 (亿元)

	正常估计			乐观估计		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	8.42	10.06	11.82	8.47	11.08	15.38
YOY	73.22%	19.47%	17.55%	74.36%	30.72%	38.83%
毛利	5.76	6.66	7.94	5.82	7.38	10.45
毛利率	68.46%	66.21%	67.20%	68.66%	66.59%	67.99%
仓储综合服务收入	8.12	9.73	11.47	8.17	10.69	14.94
毛利率	69.24%	66.83%	67.80%	69.45%	66.99%	68.28%
物流链管理服务收入	0.16	0.18	0.20	0.16	0.18	0.20
毛利率	24.60%	25.60%	26.60%	24.60%	25.60%	26.60%
中转及其他业务服务收入	0.10	0.10	0.11	0.10	0.10	0.11
毛利率	73.60%	74.10%	74.30%	73.60%	74.10%	74.30%
其他业务收入	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率	76.30%	76.30%	76.30%	76.30%	76.30%	76.30%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、费用讨论

作为重资产行业公司，公司销售费用规模效应较强，而管理费用与财务费用涉及并购项目费用及长期借贷支出，往往伴随资产规模增长。研发费用方面公司目前研发投入较少，应当在之后适当提升研发投入来提高客户体验，增强客户粘性。

财务费用方面，由于近年来公司多个并购项目落地，长期贷款支出快速增加，2020年1-9月公司财务费用同比增长314.47%，我们给予2020年财务费用350%的增长率。根据公司近两年并购标的罐容规模以及所需费用情况，公司储罐并购费用约为2500万元/万m³。

表 15 公司近年来并购标的情况

项目名称	收购股权比例	时间	罐容规模 (万 m ³)	收购价格 (万元)	承担债务本息费用(万元)
中山嘉信	100%	2019年	6.16	30,000	21,139
常州华润	56.91%	2020年	54.4	24,699	41,952
常熟华润	100%	2020年	16	16,208	8,237

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

正常估计下公司无并购项目落地，我们给予公司21-22年财务费用5%的增长率。乐观估计下，公司两年并购项目所需金额约为30亿元，假设公司采取并购基金的融资并购方式，我们给予乐观估计下21年、22年财务费用增长率分别为24.94%、22.81%。

管理费用方面，2020年1-9月公司相关费用增长率为47.40%，同时涉及薪资增长，并购项目费用等方面，我们给予公司20-22年正常估计下管理费用增长率为40%、10%和10%；乐观估计下为40%、20%和20%。

销售费用与研发费用较低且稳定。我们给予销售费用三年预期增长率为30%、25%和20%，研发费用为10%、20%和20%。

表 16 公司费用情况预测 (亿元)

	正常估计			乐观估计		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
财务费用	1.33	1.39	1.46	1.33	1.59	2.06
YOY	350.00%	5%	5%	350.00%	24.94%	22.81%
管理费用	0.89	0.97	1.07	0.89	1.06	1.28
YOY	40.00%	10.00%	10.00%	40.00%	20.00%	20.00%
销售费用	0.18	0.23	0.28	0.18	0.23	0.28
YOY	30%	25%	20%	30%	25%	20%
研发费用	0.03	0.04	0.05	0.03	0.04	0.05
YOY	10%	20%	20%	10%	20%	20%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三. 公司盈利预测

表 17 重要财务指标 (百万元)

	正常估计			乐观估计		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	842	1,006	1,182	847	1,108	1,538
同比(%)	73.2%	19.5%	17.6%	74.4%	30.7%	38.8%
归属母公司净利润	242	292	370	248	321	498
同比(%)	65.6%	20.8%	26.8%	70.0%	29.5%	55.1%
毛利率(%)	68.5%	66.2%	67.2%	68.7%	66.6%	68.0%
ROE(%)	11.8%	13.4%	16.3%	9.6%	10.7%	14.4%
EPS (摊薄) (元)	0.54	0.66	0.83	0.56	0.72	1.12
P/E	37.69	31.20	24.61	34.95	26.99	17.40
P/B	4.44	4.19	4.00	3.35	2.89	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心

四、估值

公司作为唯一一家有丰富并购成功经历的石化仓储服务公司，近年来罐容规模增长快速。受益于公司罐容扩张与疫情影响，叠加使用率上升及出租价格提升影响，2020 年是公司产能兑现大年，并且有效罐容方面在 21 年仍有较大提升的支撑，未来三年业绩有望持续增长。鉴于公司属于证监会行业分类之“仓储业”，我们选取了“证监会仓储业指数”可选公司近几年的 PE 数据，同时由于该行业公司数据有限，增添了主营化工链服务的密尔克卫作为额外指标进行统计。估计下公司 20-22 年三年 EPS 分别为 0.56、0.72 和 1.12 元，对应 2021 年 01 月 07 日的收盘价 PE 为 35 倍、27 倍和 17 倍。考虑到并购逻辑验证下公司历年来市场表现均高于预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18 公司 PE 估值

公司代码	公司名称	2019A	2020E	2021E	2022E
300240 SZ	飞力达	75.87	46.43	32.52	25.01
603535 SH	嘉诚国际	21.31	33.71	15.75	10.90
603066 SH	音飞储存	29.56	26.81	21.14	17.39
600794 SH	保税科技	29.4	17.59	14.70	13.82
603713 SH	密尔克卫	31.15	67.97	48.32	16.16
	平均值	37.46	38.50	26.49	16.65

资料来源：万得，信达证券研发中心，股价为 2021 年 01 月 07 日收盘价

风险因素

1. **宏观经济下行风险：**宏观经济下行会影响化工行业景气度，进而影响仓储需求，影响公司盈利表现。
2. **并购项目不及预期风险：**公司为典型的重资产经营模式公司，近年来罐容扩大的主要手段为并购，若接下来纪念并购项目落地情况不及预期，将会极大地影响公司盈利表现。
3. **安全经营风险：**公司主要从事液体化工产品仓储业务，由于该产品具有易燃、易爆和易腐蚀等特点，公司经营过程中存在安全风险因素。

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	418	262	1,642	2,064	2,215
货币资金	315	139	601	688	480
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	47	61	105	138	191
预付账款	0	1	1	1	1
存货	1	1	2	3	4
其他	54	60	934	1,235	1,540
非流动资产	2,462	3,317	5,178	6,302	7,862
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,021	1,476	3,038	4,014	5,407
无形资产	579	675	897	997	1,102
其他	862	1,167	1,243	1,291	1,353
资产总计	2,880	3,580	6,819	8,366	10,077
流动负债	368	546	618	1,054	1,501
短期借款	0	30	13	213	413
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	128	150	196	278	373
其他	240	366	409	563	714
非流动负债	685	1,131	3,566	4,266	5,066
长期借款	635	1,042	2,807	3,507	4,307
其他	51	89	759	759	759
负债合计	1,053	1,677	4,184	5,320	6,566
少数股东权益	55	53	51	48	43
归属母公司股东权益	1,772	1,850	2,585	2,998	3,467
负债和股东权益	2,880	3,580	6,819	8,366	10,077

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	398	486	847	1,108	1,538
同比(%)	9.2%	22.1%	74.4%	30.7%	38.8%
归属母公司净利润	103	146	248	321	498
同比(%)	11.5%	42.0%	70.0%	29.5%	55.1%
毛利率(%)	58.1%	61.3%	68.7%	66.6%	68.0%
ROE%	5.8%	7.9%	9.6%	10.7%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.33	0.56	0.72	1.12
P/E	111.74	45.74	34.95	26.99	17.40
P/B	6.48	3.61	3.35	2.89	2.50
EV/EBITDA	25.18	18.80	19.18	15.55	11.87

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	398	486	847	1,108	1,538
营业成本	167	188	250	353	474
营业税金及附加	5	5	9	11	16
销售费用	11	14	18	22	27
管理费用	48	63	89	107	128
研发费用	1	3	3	4	5
财务费用	27	29	129	161	200
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	2	2	3
其他	5	13	-12	-11	-10
营业利润	146	197	340	440	681
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	144	197	340	440	681
所得税	41	53	94	122	188
净利润	103	144	246	318	493
少数股东损益	0	-2	-2	-3	-5
归属母公司净利润	103	146	248	321	498
EBITDA	267	327	607	801	1,151
EPS(当年)(元)	0.23	0.33	0.56	0.72	1.12

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	16	320	351	242	402
净利润	103	144	246	318	493
折旧摊销	101	114	243	25	25
财务费用	28	29	0	0	0
投资损失	-3	0	-2	-2	-3
营运资金变动	-214	39	-135	-99	-113
其它	1	-6	0	0	0
投资活动现金流	-226	-629	-2,241	-812	-1,247
资本支出	-384	-435	-1,535	-801	-1,237
长期投资	29	-195	-694	0	0
其他	129	1	-12	-12	-11
筹资活动现金流	449	133	2,351	658	638
吸收投资	494	0	103	0	0
借款	28	240	1,748	900	1,000
支付利息或股息	-35	-111	-170	-242	-362
现金流净增加额	239	-176	461	87	-208

研究团队简介

陈淑娴，石化&交运行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“21世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019年第7届Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化&交运行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工和交通运输行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。