

宏川智慧 (002930.SZ)

宏：横向规模扩张，川：纵向品牌输出

国内液体石化品仓储龙头。宏川智慧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，经营品种以油品和醇类为主。公司石化品库区主要布局国内长三角、珠三角和东南沿海地区，截至2020H1，公司运营石化品储罐523座，罐容230.6万m³，罐容市占率达5.4%，其中2020年并购和新建投产罐容占比40%，公司处于规模快速扩张期。2019年实现营收4.86亿元，同比增长22.07%；实现归母净利润1.46亿元，同比增长41.96%，已经持续7年正增长。公司固定成本占比高，利润弹性大，2019年毛利率61.26%，净利率30%，ROE 8.05%，均处于上升状态。

石化品仓储需求较为刚性，行业区域竞争属性强。国内石化产业供需区域不平衡锁定物流仓储的刚性需求，油田和石化开发区主要集中于东北和西北，而精细化工生产主要集中于华东和华南地区。从量上，石化品消费、产量、进口量的持续增长保障仓储需求；从价格上，短期石化品原材料价格波动利好仓储环节获利。以市场经营效益平均值测算营收空间为57-77亿元，若以宏川智慧经营为参考，市场空间可达144亿元，利润空间44亿元。对标世界最大的港口储罐企业Vopak，公司所处赛道具备长寿、规模扩张空间大、营利性长期有保障的属性。

资产区位优势，模式复制盈利确定性高。公司资产位于经济发达、石化品生产集中地区，库区所在城市GDP全国领先。1)自有10座石化码头资源，支撑罐容快速扩张，降低成本、吸引客户。2)公司华东库区仓储功能集中，单位罐容投资成本低，品牌输出复制效率高，可充分享受规模扩张带来的利润增长。3)公司华南库区由于珠三角制造业发达，石化品需求较复杂，公司采用差异化竞争，布局有特殊储存需求的石化品细分市场，竞争优势凸显。2020年公司新增若干自建和并购项目，进一步强化华东和华南库区，以及开拓东南沿海市场。公司出租率和租金较市场溢价10%-20%，储罐周转和租金价格均有上升空间，利润弹性强。

高附加值业务开始发力。第二主业化工仓库存储解决具有多元化需求客户的痛点，对标密尔克卫，该业务净利率达40%。轻资产业务物流链管理服务可充分发挥公司规模、资源和品牌优势，获取第三方库的租金价差收益。

投资策略：预测2020至2022年公司实现归母净利润分别为2.47/3.27/4.32亿元，同比分别增长69.2%/32.7%/31.8%。公司所处赛道规模扩张空间大，核心资产区位优势，品牌输出能力强，具有较高利润弹性空间。给予公司2021年目标价24.42元，对应33倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：石化品下游需求过于旺盛的风险；新建、并购项目经营不及预期的风险；安全经营的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	398	486	853	1,174	1,501
增长率 yoy (%)	9.2	22.1	75.6	37.5	27.9
归母净利润(百万元)	103	146	247	327	432
增长率 yoy (%)	10.9	42.0	69.2	32.7	31.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.23	0.33	0.56	0.74	0.97
净资产收益率 (%)	5.6	7.5	12.6	15.6	17.9
P/E(倍)	86.2	60.8	35.9	27.1	20.5
P/B(倍)	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6

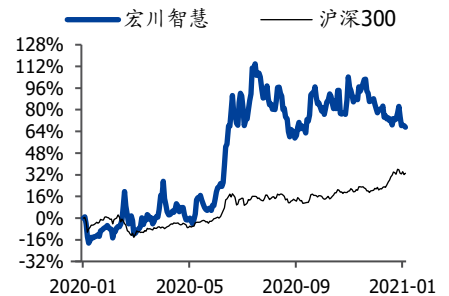
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	物流
最新收盘价	18.75
总市值(百万元)	8,324.90
总股本(百万股)	443.99
其中自由流通股(%)	40.44
30日日均成交量(百万股)	3.24

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号: S0680520040003

邮箱: zhengshuming@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	418	262	548	774	749
现金	315	139	123	402	206
应收票据及应收账款	47	61	150	117	232
其他应收款	8	3	29	1	40
预付账款	0	1	0	0	0
存货	1	1	7	3	8
其他流动资产	46	57	239	251	263
非流动资产	2462	3317	4799	6245	7648
长期投资	0	0	3	8	13
固定资产	1021	1476	2982	4247	5462
无形资产	579	676	881	1006	1143
其他非流动资产	862	1165	933	984	1031
资产总计	2880	3580	5347	7019	8397
流动负债	368	546	950	1665	1795
短期借款	0	30	18	19	20
应付票据及应付账款	128	150	191	335	280
其他流动负债	240	366	741	1311	1495
非流动负债	685	1131	2337	3071	3340
长期借款	635	1042	2193	2913	3166
其他非流动负债	51	89	144	158	174
负债合计	1053	1677	3287	4736	5135
少数股东权益	55	53	66	94	132
股本	243	341	444	444	444
资本公积	1022	936	833	833	833
留存收益	510	583	659	765	903
归属母公司股东权益	1772	1850	1994	2189	3130
负债和股东权益	2880	3580	5347	7019	8397

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	16	320	194	1154	1231
净利润	103	144	260	356	469
折旧摊销	101	114	159	249	325
财务费用	27	29	71	92	107
投资损失	-3	0	-4	-6	-6
营运资金变动	-214	39	-343	450	322
其他经营现金流	2	-6	52	13	14
投资活动现金流	-226	-629	-1636	-1689	-1721
资本支出	384	435	1429	1426	1383
长期投资	-10	10	-3	-5	-5
其他投资现金流	148	-183	-210	-267	-343
筹资活动现金流	449	133	1427	813	294
短期借款	0	30	-12	1	1
长期借款	130	407	1151	719	253
普通股增加	61	98	103	0	0
资本公积增加	417	-87	-102	0	0
其他筹资现金流	-158	-316	287	93	40
现金净增加额	239	-176	-16	278	-196

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	398	486	853	1174	1501
营业成本	167	188	303	413	516
营业税金及附加	5	5	8	11	14
营业费用	11	14	18	29	38
管理费用	48	63	95	141	180
研发费用	1	3	3	6	8
财务费用	27	29	71	92	107
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	3	0	4	6	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	146	197	364	493	650
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	0	5	2	1
利润总额	144	197	360	491	649
所得税	41	53	101	135	180
净利润	103	144	260	356	469
少数股东损益	0	-2	13	28	38
归属母公司净利润	103	146	247	327	432
EBITDA	278	378	570	818	1066
EPS (元/股)	0.23	0.33	0.56	0.74	0.97

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	9.2	22.1	75.6	37.5	27.9
营业利润 (%)	13.9	35.0	85.2	35.3	31.9
归属母公司净利润 (%)	10.9	42.0	69.2	32.7	31.8
获利能力					
毛利率 (%)	58.1	61.3	64.4	64.8	65.6
净利率 (%)	25.8	30.0	28.9	27.9	28.7
ROE (%)	6.9	8.1	12.6	15.6	17.9
ROIC (%)	5.0	6.4	6.2	6.9	7.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.6	46.9	61.5	67.5	61.2
净负债比率 (%)	23.4	53.9	128.2	149.0	157.8
流动比率	1.1	0.5	0.6	0.5	0.4
速动比率	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	9.3	9.0	8.1	8.8	8.6
应付账款周转率	2.2	1.4	1.8	1.6	1.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.33	0.56	0.74	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.72	0.44	2.60	2.77
每股净资产 (最新摊薄)	3.99	4.17	4.49	4.93	5.60
估值比率					
P/E	86.2	60.8	35.9	27.1	20.5
P/B	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	33.6	26.3	20.3	15.1	12.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、国内领先的石化品物流综合服务商	5
1.1 液体石化品仓储龙头	5
1.2 实际控制人为林海川先生	6
1.3 业绩连续 7 年正增长，大规模并购提升利润中枢	7
二、石化品仓储行业：刚需，集中度提升空间大	8
2.1 供需区域不平衡锁定石化品物流仓储刚性需求	8
2.2 供需增量促进石化品物流仓储的发展	10
2.3 港口运力为石化品物流仓储提供发展空间	11
2.4 石化仓储：准入门槛高，行业集中度提升空间大	12
三、资产区位优势，模式复制盈利确定性高	14
3.1 盈利要素：罐容、出租率和租金	14
3.2 前沿码头资源和储罐规模决定行业准入门槛和企业竞争力	15
3.3 华东库区凸显优势	16
3.4 华南库区差异化竞争	18
3.5 以并购为主的规模快速扩张	20
四、增值业务拓展发展空间	21
4.1 第二主业：化工仓库存储服务	21
4.2 探索轻资产业务：物流链管理服务	23
五、盈利预测与估值分析	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	25
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司整体业务流程	5
图表 2: 公司主要业务内容	5
图表 3: 公司分业务收入占比	6
图表 4: 公司分项目成本占比	6
图表 5: 公司经营石化品品类收入占比	6
图表 6: 公司分地域收入占比	6
图表 7: 公司股权结构 (截至 2020 年 9 月 30 日)	7
图表 8: 公司 2013-2020Q3 营收及增速	7
图表 9: 公司 2013-2020Q3 归母净利润及增速	7
图表 10: 公司毛利率和净利率呈上升趋势	8
图表 11: 公司费用率趋降	8
图表 12: 杜邦分析	8
图表 13: 石油化工产业链	9
图表 14: 我国主要省市石油化工开发区数量 (单位: 座)	9
图表 15: 我国主要省市精细化工产业园区数量 (单位: 座)	9
图表 16: 中国原油消费保持领先世界速度增长	10
图表 17: 原油贸易逆差不断加大	10
图表 18: 成品油产量快速增长	10

图表 19: 成品油出口逐步攀升.....	10
图表 20: 甲醇供给和消费稳定增长.....	11
图表 21: 乙二醇国内产能加速释放.....	11
图表 22: 港口货物吞吐量稳定增长.....	11
图表 23: 全国万吨级及以上专业化泊位(单位: 个).....	11
图表 24: 2014至2019年化学品内贸船运量.....	12
图表 25: 2019至2020年内贸沿海液化船运力分布(单位: 艘).....	12
图表 26: 宏川智慧与可比上市公司库区对比(2020H1).....	13
图表 27: 国内石化仓储营收市场空间测算(单位: 亿元).....	13
图表 28: Vopak 成立时间久、规模庞大.....	14
图表 29: Vopak 盈利性较持久(单位: 亿元).....	14
图表 30: 2019年公司各库区租罐价格.....	15
图表 31: 毛利率随仓储业务收入提升.....	15
图表 32: 2019年收入增长主要由罐容和租金增量贡献.....	15
图表 33: 公司库区资源及分布.....	16
图表 34: 公司华东地区仓储毛利率较高.....	17
图表 35: 单位罐容投资成本与单罐容量成反比(2019).....	17
图表 36: 太仓阳鸿吞吐量和出租率大幅提升.....	17
图表 37: 太仓阳鸿收益体量大, 收益水平高.....	17
图表 38: 南通阳鸿罐容快速扩张.....	18
图表 39: 南通阳鸿收入随罐容扩张快速拉升.....	18
图表 40: 公司华南地区仓储毛利率较高.....	19
图表 41: 公司华南地区单位罐容收入和成本均较高(2018, 单位: 元/m ³).....	19
图表 42: 三江港储收益水平较稳定.....	19
图表 43: 公司三大库区 ROE 水平.....	19
图表 44: 常州华润和常熟华润 2019 年收益水平(单位: 百万元).....	20
图表 45: 截至 2002H1 福建港能一期项目进度(单位: 亿元).....	21
图表 46: 宏川智慧盈利逻辑支撑.....	21
图表 47: 公司库区仓储服务示意图.....	22
图表 48: 公司化工仓库面积.....	22
图表 49: 公司仓库存储利润测算.....	22
图表 50: 2017-2019 年物流链管理服务收入和毛利率.....	23
图表 51: 公司物流链管理服务利润测算.....	23
图表 52: 宏川智慧营业收入预测(单位: 百万元).....	24
图表 53: 宏川智慧营业成本预测(单位: 百万元).....	24
图表 54: 宏川智慧费用预测(单位: 百万元).....	24
图表 55: 宏川智慧相对估值法.....	25

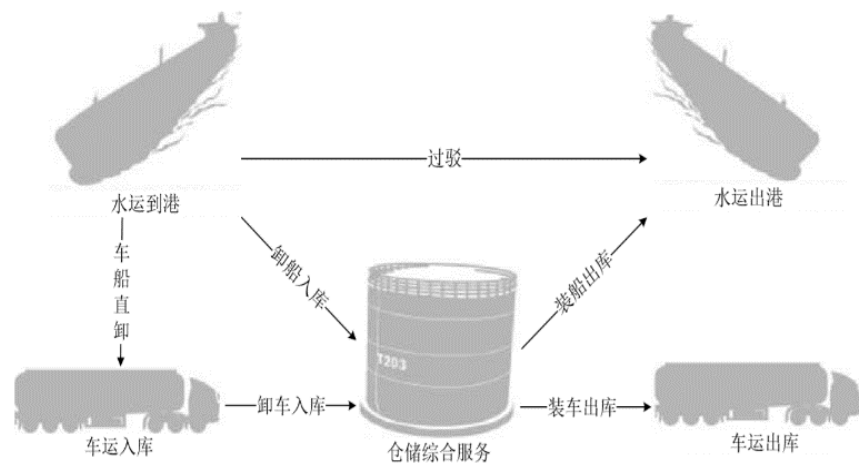
一、国内领先的石化品物流综合服务商

1.1 液体石化品仓储龙头

宏川智慧是全国规模最大的民营化工仓储集团之一，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。公司拥有罐容储罐优势、优良的自建码头及强大的安全管理能力。2012年11月宏川有限设立，法定代表人为林海川，注册资本6000万元；2015年7月，宏川有限整体变更为股份有限公司，并于同年11月在股转系统挂牌，证券简称“宏川智慧”；2018年3月，公司在深交所主板上市。

仓储综合服务是公司的核心业务，收入长期占总营收90%以上。仓储综合服务涉及石化品装卸和仓储全过程，是石化物流企业提供服务的核心，是产业链上各环节间的纽带。物流链管理服务不利用公司资产而是利用公司管理能力，为客户提供仓储物流一体化服务，增强客户粘性同时优化公司轻资产运营。从营收构成来看，仓储综合服务收入占比常年在90%以上，是收入的绝对主要来源。公司自2016年起开展物流链管理服务，2018年公司通过股权转让处置子公司快易保理100%股权，不再从事商业保理服务，继续专注于仓储物流业务。

图表1: 公司整体业务流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 公司主要业务内容

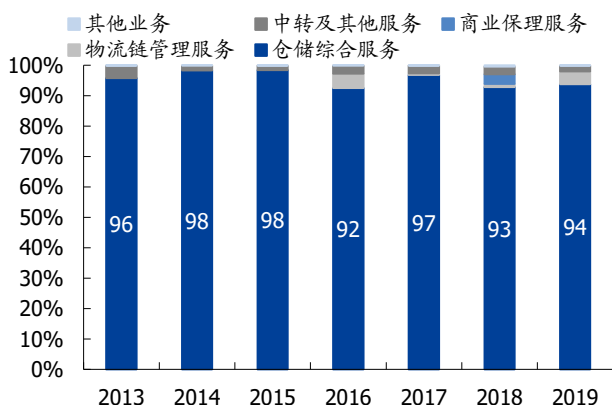
类别	具体内容
仓储综合服务	指依靠公司码头、管线、储罐、装车台等为客户提供货物一体化服务，业务涉及装卸及仓储全过程。
物流链管理服务	<p>仓储代理服务: 与客户签署《仓储代理服务合同》，为客户寻找合适的国内石化产品仓储库区，为客户提供货物存储期间的安全、品质检测、货权监管、代办出入库等服务。</p> <p>过程管控服务: 与客户签署《物流链管理服务协议》，为客户物流全过程提供时间、损耗、品质管控等服务。</p>
中转及其他服务	包括过驳、中转、车船直卸、船只补给等业务，不涉及仓储过程。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

成本主要为折旧摊销和直接人工成本。囿于石化仓储行业重资产特征，公司固定成本占

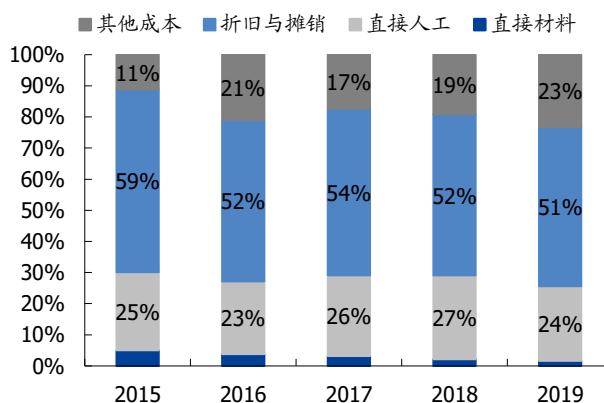
比高，其中折旧与摊销成本长期占总成本50%以上，人工成本占比稳定25%左右。其他成本主要是公司库区日常经营中涉及到的能源消耗、设备维修费、消防安全费、评审费等，随着公司资产规模不断扩张，其他成本占比增长明显。

图表3: 公司分业务收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

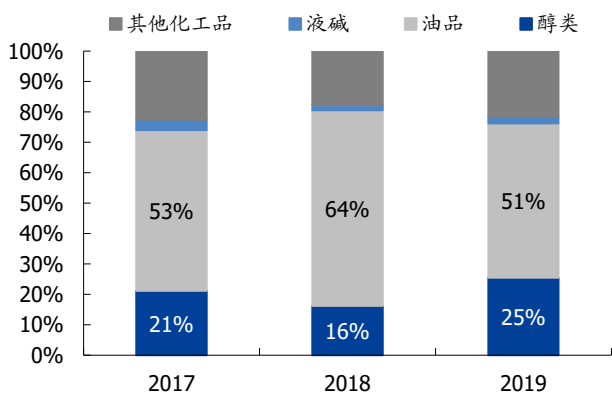
图表4: 公司分项目成本占比



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

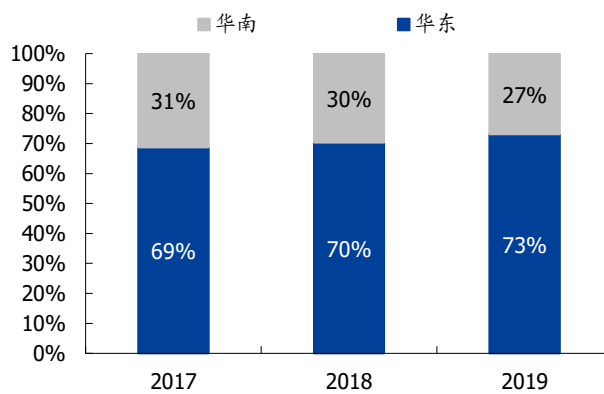
公司仓储石化品品类以液体化工品为主，其中油品和醇类占比较高，2019年收入贡献占比分别为51%和25%。油品品种主要为汽油和混合芳烃，醇类主要为甲醇和乙二醇。公司主要的经营品种较稳定，不同品类仓储需求受宏观经济等因素影响存在波动，2020年公司醇类仓储占比明显上升。公司储罐主要布局在华东长三角地区，2019年收入占比73%，呈增长趋势，长三角是全国核心的石化品生产区域，符合公司战略布局。

图表5: 公司经营石化品品类收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 公司分地域收入占比

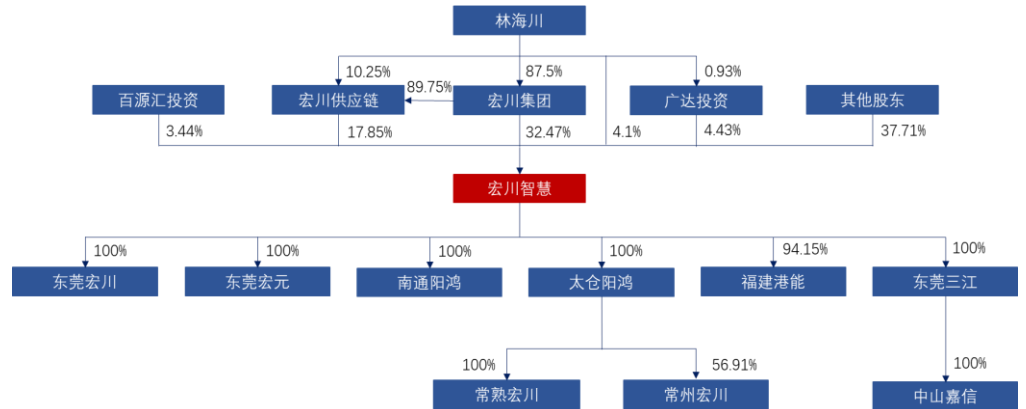


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 实际控制人为林海川先生

公司实际控制人为林海川，合计控制公司54.45%股权。截止2020年9月30日，林海川先生通过宏川集团有限公司、宏川化工供应链有限公司等间接及直接持有公司合计54.45%股权，是公司的实际控制人，股权高度稳定。公司自2012年11月成立，先后收购石化产品的仓储服务企业，扩大核心资产规模。包括有太仓阳鸿100%股权、南通阳鸿100%股权、东莞三江100%股权、东莞宏川100%股权、东莞宏元100%股权、福建港能94.15%股权、中山嘉信100%股权、常州宏川56.91%股权、常熟宏川100%股权等。

图表 7: 公司股权结构 (截至 2020 年 9 月 30 日)

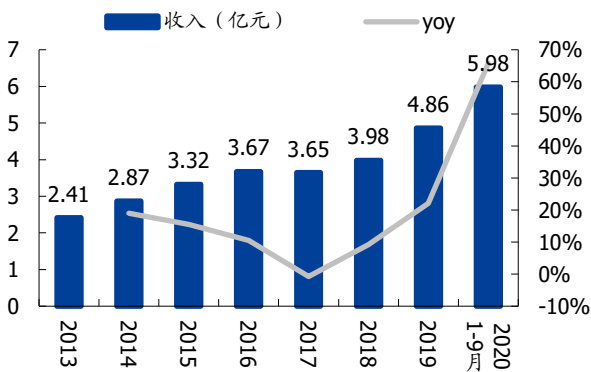


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 业绩连续 7 年正增长, 大规模并购提升利润中枢

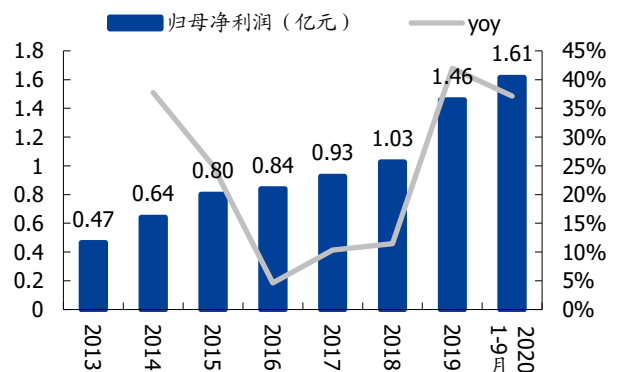
归母净利润连续七年增长, 业绩迎来加速期。2019 年公司实现营收 4.86 亿元, 同比增长 22.07%, 实现归母净利润 1.46 亿元, 同比增长 41.96%。2020 年前三季度公司实现营收 5.98 亿元, 同比增长 65.78%, 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 37.14%, 业绩已经超过 2019 年全年。2013-2018 年公司业绩稳步增长, 营收和归母净利润 CAGR 分别为 11%和 17%, 近两年业绩快速拉升, 主要系新增大量罐容以及石化品物流市场向好, 储罐出租率和租金一并提高。

图表 8: 公司 2013-2020Q3 营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

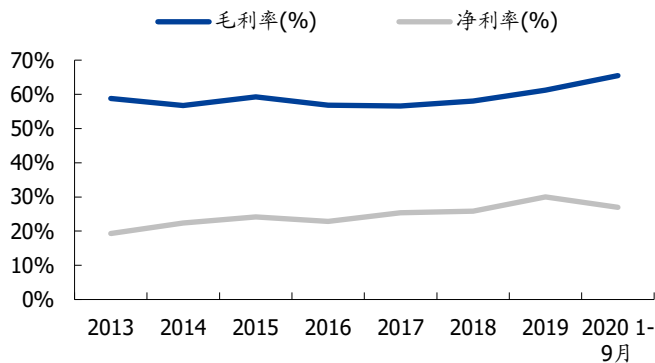
图表 9: 公司 2013-2020Q3 归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

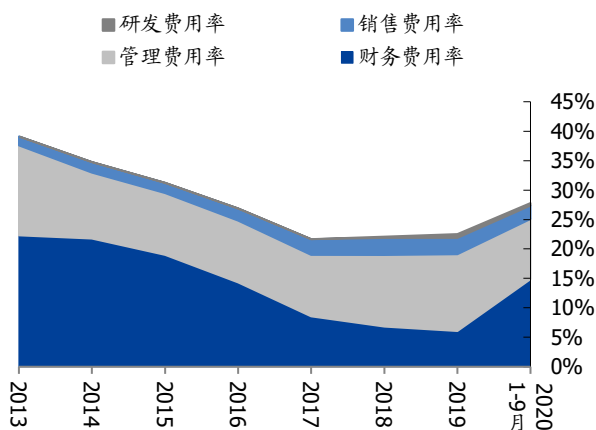
收益水平提升, 费用控制良好。2019 年公司毛利率和净利率达到历年最高水平, 分别为 61.26%和 30%, 2018 年以来的仓储规模扩张对收益水平提升明显。公司总体费用率逐年下降, 2019 年为 23%, 变动趋势与财务费用率波动相近, 管理费用率随资产规模扩大小幅升高。

图表 10: 公司毛利率和净利率呈上升趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司费用率趋降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资产规模持续扩张, 收益水平快速调整回升。2018 年公司通过收购和扩建, 资产规模大幅扩张, 但产能还未完全释放, 资产周转率下降, ROE 下跌明显至 6.93%。2019 年之后公司仍不断扩张资产规模, 但得益于公司卓越的管理、运营能力和市场景气向好, 净利率和净资产周转率有所提升, ROE 恢复较好, 2020 前三季度达到 8.17%。

图表 12: 杜邦分析

	2016	2017	2018	2019	2020 1-9月
销售净利率 (%)	22.86	25.41	25.8	30	26.98
权益乘数	1.87	1.64	1.6	1.78	2.49
总资产周转率 (次)	0.19	0.19	0.17	0.15	0.12
ROE (%)	8.32	8.08	6.93	8.05	8.17

资料来源: wind, 国盛证券研究所

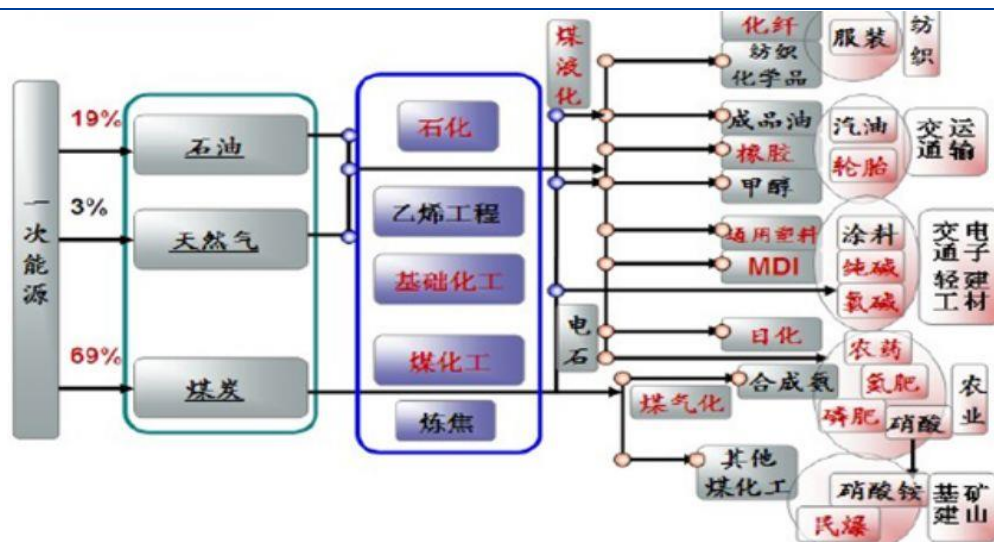
二、石化品仓储行业: 刚需, 集中度提升空间大

2.1 供需区域不平衡锁定石化品物流仓储刚性需求

石化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。

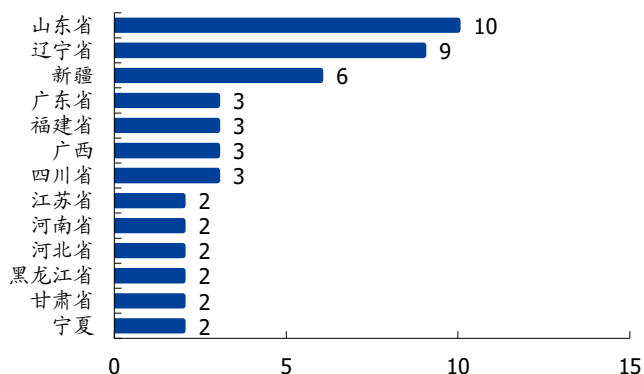
石油化工产业链结构复杂、国内石化产业供需区域不平衡锁定物流仓储的刚性需求。我国油田和石化开发区主要集中于东北和西北, 而精细化工生产主要集中于华东和华南地区, 平均物流运距 2,200km 以上, 国内石化产业供需地域的不平衡为石化品物流业和仓储业发展提供了基础。

图表 13: 石油化工产业链



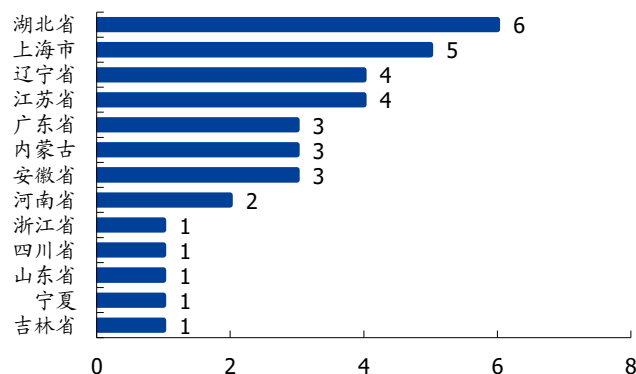
资料来源: 《“十四五”规划下石油化工行业发展环境与产业链分析研究报告》、国盛证券研究所

图表 14: 我国主要省市石油化工开发区数量 (单位: 座)



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

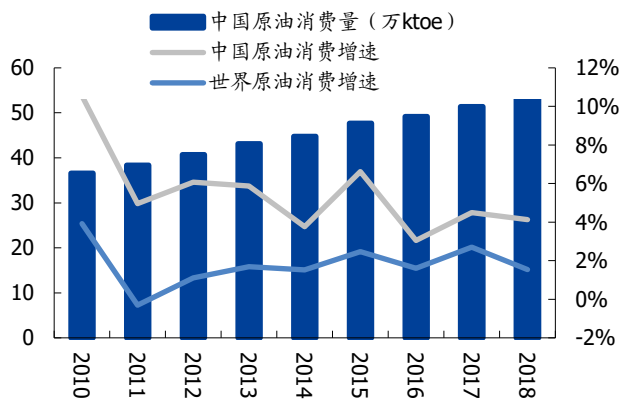
图表 15: 我国主要省市精细化工产业园区数量 (单位: 座)



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

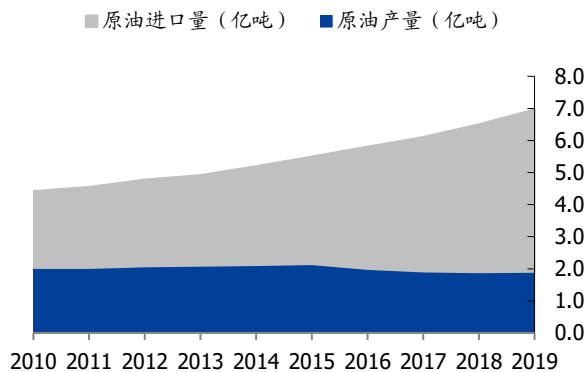
我国原油对外依存度持续走高, 推动港口石化物流行业的发展。我国原油消费需求保持旺盛, 消费量增速近年始终保持在世界平均的两倍水平。而由于我国原油资源的天然因素和经济发展的推动, 原油供给侧对外依存度持续走高, 2019年国内原油产量 1.9 亿吨, 而进口量达 5.1 亿吨, 进口占比达 73%, 且贸易逆差呈逐年扩大趋势。进口原油及油品主要依赖海运形式, 有利于推动港口石化物流行业的发展。

图表 16: 中国原油消费保持领先世界速度增长



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表 17: 原油贸易逆差不断加大

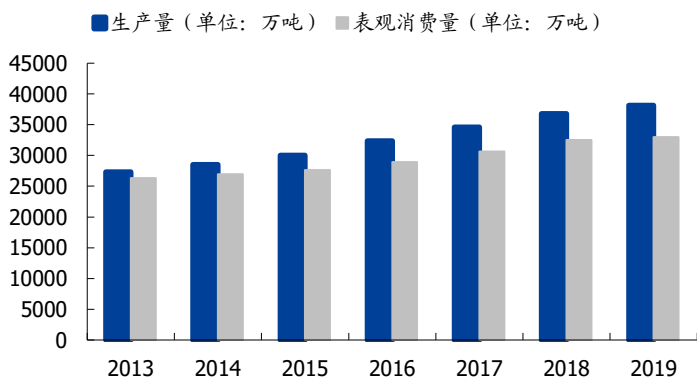


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 供需增量促进石化品物流仓储的发展

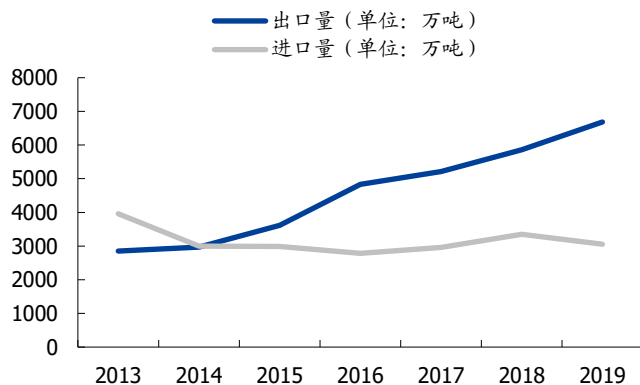
成品油需求稳定增长, 国内产量快速放量。由于我国工业发展的需要, 国内成品油需求较为刚性, 2013-2019 年成品油表观消费量年均增速 3.8%, 保持稳定增长。供给侧以国内生产为主导, 2019 年成品油自产占比为 93%, 2013-2019 年生产量年均增速 5.7%。成品油产能放量迅速, 出口不断扩大, 物流仓储需求空间也不断扩张。

图表 18: 成品油产量快速增长



资料来源: 国家发改委, 国盛证券研究所

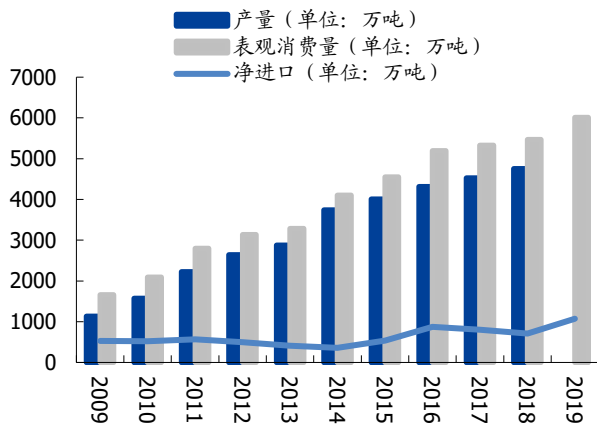
图表 19: 成品油出口逐步攀升



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

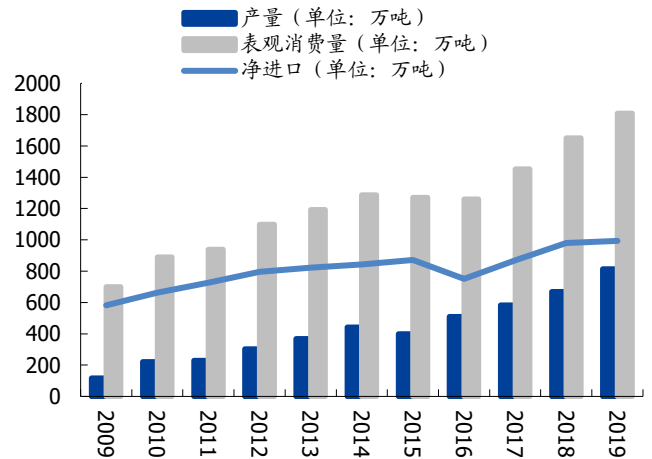
醇类需求快速上涨, 国内产能迅速拉升。甲醇的下游应用近年来不断拓展, 如作为制烯烃的原料以及清洁能源的需求不断上升, 带动甲醇产量和表观消费量的增长。2009-2019 年甲醇表观消费量年均增速为 14%, 2019 年同比增速为 5%, 供给侧国内产量占比超 80%。2016 年全球经济复苏, 石油价格回升, 我国的煤制乙二醇开始放量增长, 且随着国内聚酯、化纤产品市场的快速发展, 加速了乙二醇生产。2019 年乙二醇表观消费量同比增长 22%, 随着国内产能快速释放, 供给侧进口量占比由 2015 年的 69% 下降至 2019 年的 55%。甲醇、乙二醇为代表的醇类的需求和产量快速增长也带动相关物流仓储需求上升。

图表 20: 甲醇供给和消费稳定增长



资料来源: Wind、海关总署、国盛证券研究所

图表 21: 乙二醇国内产能加速释放

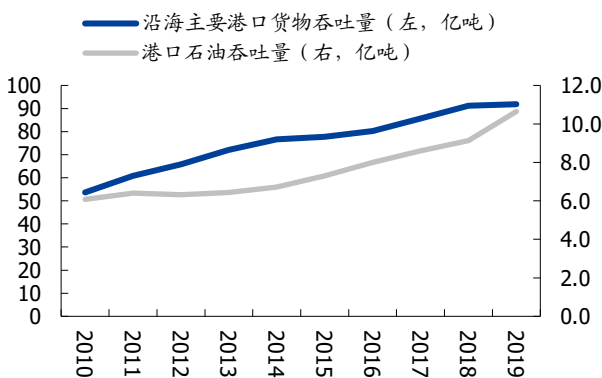


资料来源: 海关总署、国家统计局、国盛证券研究所

2.3 港口运力为石化品物流仓储提供发展空间

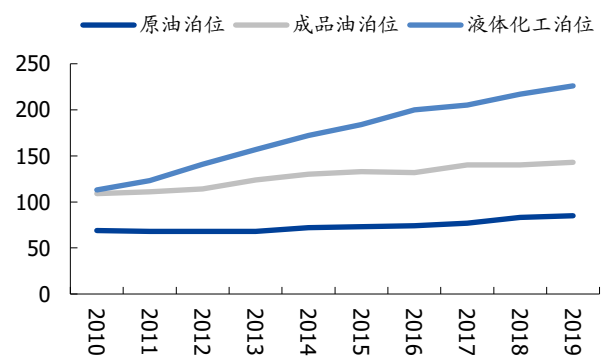
港口吞吐量逐年攀升，液体化工泊位急速增加。由于水路运输成本低、运载能力强，适合石化品国际贸易及国内沿海地区的远距离运输，而经水路运输后石化产品需在码头实现货物的中转或仓储，因此港口资源和运力尤为重要。2019年沿海主要港口货物吞吐量达92亿吨，港口石油吞吐量11亿吨，十年CAGR均为6%，水路运输需求增长稳健。从码头的大型泊位类型看，液体化工泊位增长明显，2019年达226个，是2010年的两倍，表明液体石化品运输市场发展迅速、需求上升迅速。

图表 22: 港口货物吞吐量稳定增长



资料来源: wind、国盛证券研究所

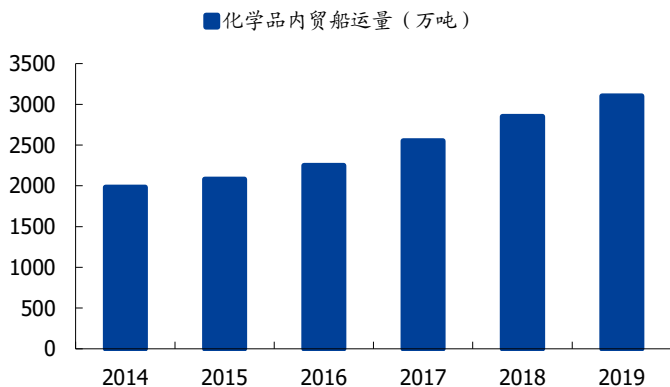
图表 23: 全国万吨级及以上专业化泊位 (单位: 个)



资料来源: 交通运输部、国家统计局、国盛证券研究所

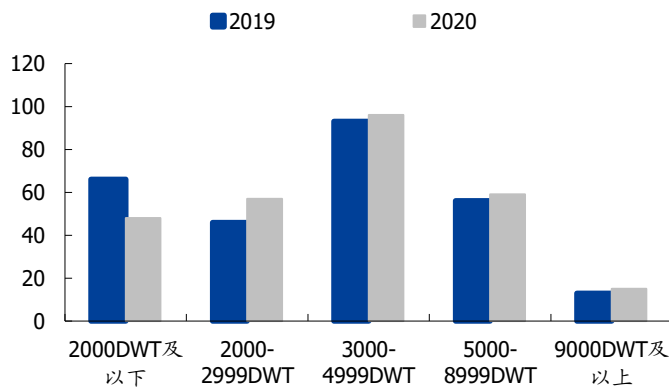
化学品船运力不断上升，船舶运力大型化趋势明显。交通运输部《2019年水路运输市场发展情况和2020年市场展望》中提到：随着部分大型石化基地项目投产，散装液体化学品、液化气水运需求量有所增加，运输市场发展平稳有序。化学品内贸船运量从2014年1980万吨上升到3100万吨，2020年2000载重吨以上的内贸沿海液化船数量相比2019年显著提高，大型化趋势明显。

图表 24: 2014 至 2019 年化学品内贸船运量



资料来源: 交通运输部水运局, 危化品物流分会, 国盛证券研究所

图表 25: 2019 至 2020 年内贸沿海液化船运力分布 (单位: 艘)



资料来源: 交通运输部水运局, 危化品物流分会, 国盛证券研究所

2.4 石化仓储: 准入门槛高, 行业集中度提升空间大

危化品管控趋严, 政策端去产能化。《危险化学品安全生产“十三五”规划》中规定, 从所有新建和搬迁的危化品生产、储存企业必须进入专业化工园区, 且入园率均要达到 100%, 因此非专业的小乱污企业大量关停。随着监管趋严, 将加速资质不健全、经营安全性差的企业淘汰。

新建产能周期长, 化工仓储库区为稀缺资产。化工储罐和仓库建设周期约 5 年, 码头建设周期约 6 年, 新建产能周期长。江苏省一律不批新的化工园区, 新建(含搬迁)化工项目必须进入合法的化工园区, 严禁在长江干流及主要支流岸线 1 公里范围内新建危化品码头。实行全国性的暂停填海造地, 码头建设更加困难。因此随着供给端劣质产能迅速出清, 而新建产能资质门槛高、周期长, 化工品仓储需求也持续增长, 优质的化工仓储库区实属稀缺资产。

石化品运输半径有限, 仓储区域性竞争明显。我国石化产品消费地区主要集中在华南和华东地区, 由于运输成本的原因, 石化产品港口物流运输半径受到一定限制。大宗产品由水路运至港口码头后, 再由管道、小船、槽车等进行仓储和分拨, 其辐射区域半径一般不超过 200 公里, 主要覆盖周围 100 公里。因此, 石化物流行业主要形成区域竞争格局, 上市公司中宏川智慧主要的竞争对手是保税科技和恒基达鑫。

行业集中度低, 国有企业占比较高。公司资料显示, 全国石化品储罐规模约 4275 万 m³, 主要集中在东部沿海地区。从市场竞争格局看, 由于区域性竞争特点, 石化品仓储企业数量多较分散, 经营质量差异大, 行业集中度低。市占率上看, 以国有企业为主, 民营和外资企业(荷兰福宝、奥特菲尔)占比不高。按罐容口径计算, 目前宏川智慧市占率达 5.4%, 为民用企业中的龙头, 保税科技和恒基达鑫各占 2.6%和 2.4%。

图表 26: 宏川智慧与可比上市公司库区对比 (2020H1)

上市公司	库区所在地	罐容 (万 m ³)	化工仓库 (万 m ²)
宏川智慧	苏州(太仓)	60.6	--
	苏州(常熟)	16.01	0.09
	泉州	44.35(在建)	0.24
	东莞	45.93	0.66
	南通	47.5	--
	常州	54.4	--
	中山	6.16	1.76
	10 座码头, 523 座储罐, 230.6 万 m³罐容, 2.51 万 m²化工仓库		
恒基达鑫	武汉	1.02	1.9
	扬州	42	--
	珠海	62	--
3 座码头, 165 座储罐, 105.02 万 m³罐容, 1.90 万 m²化工仓库			
保税科技	4 座码头, 214 座储罐, 110.79 万 m³罐容		

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

国内石化仓储营收市场空间测算。由于全国各仓储库区所在区位和经营情况的差异性, 导致各库区出租率和租金有较大差异。2019年宏川智慧库区租金水平在 30 元/m³/月-40 元/m³/月, 出租率在 70%-80%水平, 均处于行业较高水平。同期保税科技和恒基达鑫的租金水平在 20 元/m³/月-30 元/m³/月, 出租率在 60%左右。认为保税科技和恒基达鑫收益水平较高于全国平均水平, 国内石化仓储市场空间测算中, 选取租金范围 20 元/m³/月-25 元/m³/月, 出租率 50%-60%, 罐容 4275 万 m³, 则石化仓储营收规模在 51-77 亿元, 宏川智慧市占率在 6.4%-9.7%。但由于宏川智慧并入其他资产后, 通过规模优势和品牌输出, 可同化资产经营水平, 因此参考宏川智慧收益能力, 石化仓储市场潜在空间可达 144 亿元。

图表 27: 国内石化仓储营收市场空间测算 (单位: 亿元)

租金 (元/m ³ /月)	15	20	25	30	35	40
出租率						
40%	31	41	51	62	72	82
50%	38	51	64	77	90	103
60%	46	62	77	92	108	123
70%	54	72	90	108	126	144
80%	62	82	103	123	144	164
90%	69	92	115	139	162	185

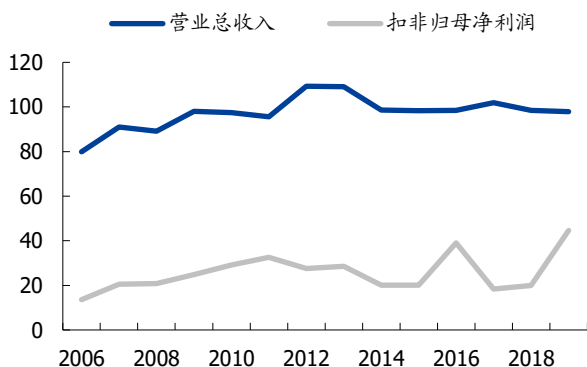
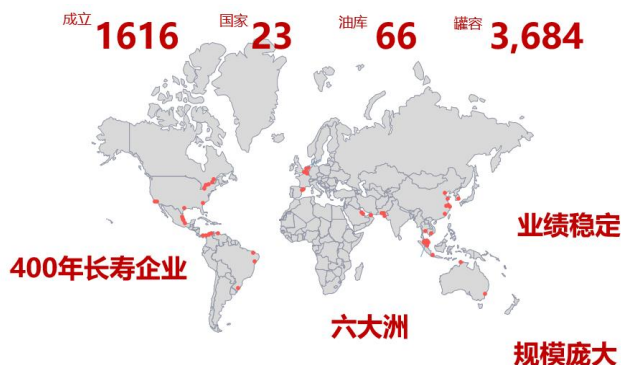
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对标荷兰福宝, 看好宏川智慧所处的的长寿赛道。Vopak(荷兰福宝)成立于 1616 年, 是世界最大的专业性港口储罐经营企业, 主要从事液体石化产品的码头接卸和仓储。截至 2019 年, 荷兰皇家孚宝在全球 23 个国家拥有 66 个码头罐区, 总储罐容量约 3,684 万立方米, 分布于亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲、大洋洲等 23 个国家。从营利性上看, 2019 年 Vopak 2019 年营业收入为 98 亿元, 是宏川智慧的 20 倍, 2006-2019

年扣非归母净利润 CAGR 为 10%，具备长期的盈利能力。对标 Vopak（当前市值 425 亿元），宏川智慧所在赛道十分长寿，长期营利性有较好保障，加上国内石化品仓储行业集中度低，监管仍在逐渐完善，看好宏川智慧的广大成长空间。

图表 28: Vopak 成立时间久，规模庞大

图表 29: Vopak 盈利性较持久（单位：亿元）



资料来源: Vopak 官网, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、资产区位优势，模式复制盈利确定性高

3.1 盈利要素：罐容、出租率和租金

根据客户对储存货物品质敏感度，公司采用包罐和拼罐两种租罐方式经营。

- 包罐是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，按客户租赁的单体罐容收费。
- 拼罐是指客户租赁时不限定储罐，仓储货物可与其他客户同产品、同质量的货物混放，按客户实际仓储货物吨数收费。

多元化储罐满足客户多元化需求，提高品牌吸引力和储罐利用率。公司库区现有多种材质和多种特殊功能的储罐，如拱顶罐、内浮顶罐、碳钢储罐、不锈钢罐、保温罐等；单一储罐罐容 300 m³ 至 20,000 m³，能满足绝大部分石化产品的仓储需求。其中碳钢储罐主要用于储存普通品种，不锈钢储罐可用于有特殊需求的石化产品。

罐容、出租率、租金决定仓储综合服务收入。公司收费单价与租赁时长、储罐大小、储罐材质、储存品种、储罐供需等相关，不存在统一标准收费。仓储综合服务收入=每立方米出租储罐费×罐容×储罐出租率。从 2019 年公司各库区的租罐价格看，区域内的租金定价相似，华南库区由于多存储有特殊需求的石化品种如醋酸、苯乙烯等，租金相对华东库区较高；使用大罐容储罐的租金相对较低，长租租金略低于短租。

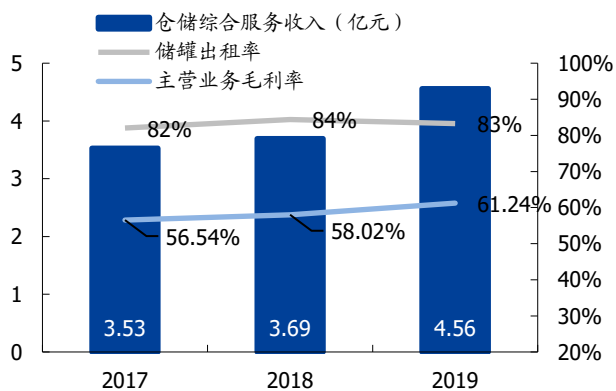
图表 30: 2019 年公司各库区租罐价格

子公司	储罐容量 (立方米)	拼罐价格 (元/吨)	包罐价格		储罐材质
			短期租罐价格 (元/m ³ /月)	长期租罐价格 (元/m ³ /月)	
东莞三江	700		40-50	40-50	不锈钢罐价格一般为碳钢罐价格的 1.5-2 倍
	1000-1500	45-57	33-45	30-45	
	2500-7000		30-40	26-35	
太仓阳鸿	3000				碳钢罐和不锈钢罐价格差异较小
	5000-10000	29-50	28-30	25.65-50	
	20000				
南通阳鸿	1000				碳钢罐和不锈钢罐价格差异较小
	2000-10000	30-55	27-35	27-35	
	16000				
中山嘉信	300-800	不适用	45-60	40-50	储罐均为碳钢材质，价格无差异
	1000-1500		38-45	35-40	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 *租罐价格为时期内平均值

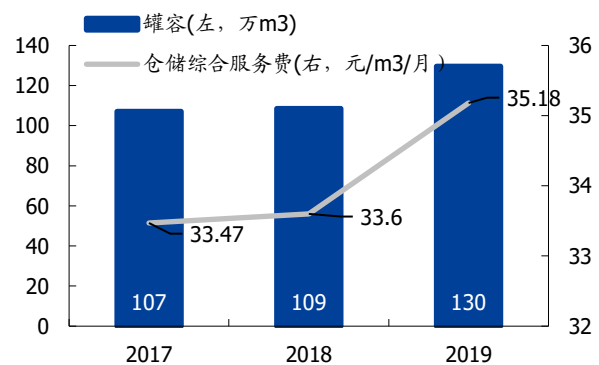
2017-2019 年公司主业毛利率由 56.54% 上升至 61.24%，一方面规模扩张分摊固定成本，一方面租金上涨增加毛利，2019 年罐容和租金分别同比增长 19% 和 5%，而整体出租率保持相对稳定。

图表 31: 毛利率随仓储业务收入提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 2019 年收入增长主要由罐容和租金增量贡献



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 前沿码头资源和储罐规模决定行业准入门槛和企业竞争力

石化码头属稀缺资源，自有码头是保障及促进仓储业务发展的关键。目前公司拥有 10 座自有码头，总吨级达 38.6 万吨，其中 8 万吨级码头 3 座，码头地理位置优越，靠泊等级较高。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。

- **成本优势:** 拥有自建码头的企业能更加灵活地运用码头进行业务的规划、扩张、优化，每年可节省码头使用费，且收入越高越能够分摊码头运营成本。

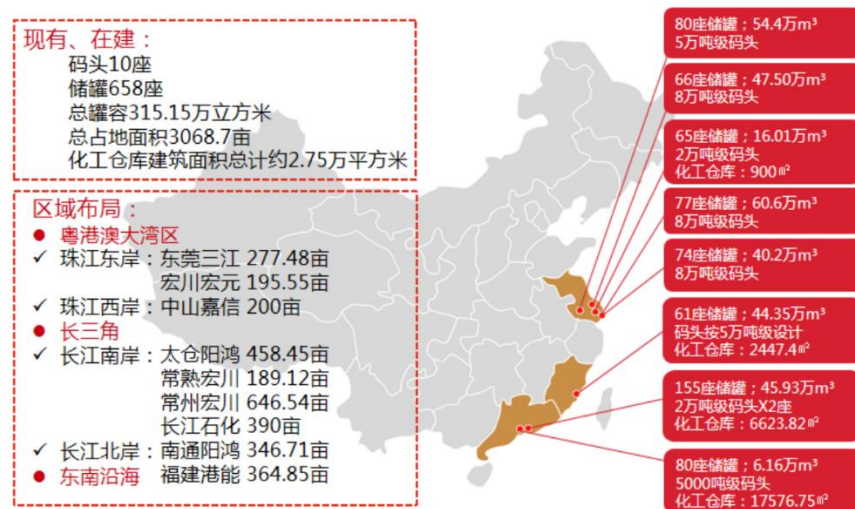
- **客户竞争优势:** 由于具有强大吞吐能力的码头可以满足大吨位船舶靠泊的要求,对客户具有较强吸引力。

石化仓储企业罐容规模直接影响企业的经营实力。截至 2020H1, 公司现有石化品储罐 523 座, 罐容为 230.6 万 m³, 市占率达 5.4%, 保税科技和恒基达鑫市占率分别为 2.6% 和 2.4%, 储罐规模优势明显。其中 2020 年公司新增并购常熟宏川和常州宏川罐容分别 16 m³ 和 54.4 万 m³, 新增新建东莞宏川、宏元罐容共 21.8 万 m³, 新增罐容占总体的 40%。

库区布局优质区位, 发挥协同效应。公司石化品仓储库区主要位于华东和华南经济发达、石化品生产集中区域, 所在城市 GDP 基本位于全国前 30。

- 公司子公司太仓阳鸿、南通阳鸿位于长江南北两岸, 有效联动配合, 充分发挥布局优势。长三角地区一直是中国经济发展的中坚力量, 支撑石化产品储存需求。区域经济方面, 库区所在主要城市苏州 2019 年 GDP 全国第 6, 南通和常州排名分别为第 23 和第 26, 全国领先。
- 公司子公司三江港储、中山嘉信、宏川仓储及宏元仓储布局珠江东西两岸, 服务半径覆盖了珠三角密集的制造企业群, 为其提供了较多的石化产品储存需求。2019 年东莞 GDP 全国排第 19 名。
- 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, 石化产品储存需求旺盛。2019 年泉州市 GDP 全国排第 18 名。

图表 33: 公司库区资源及分布



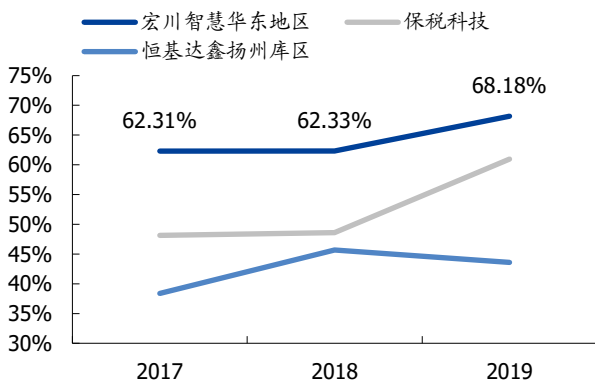
资料来源: 宏川集团官网, 国盛证券研究所

3.3 华东库区凸显优势

华东库区单位罐容投资成本较低, 经营毛利率高于同业。对比三家公司华东地区储罐经营毛利率, 宏川智慧始终高于同业水平, 2019 年毛利率达 68%, 而保税科技和恒基达鑫分别为 61% 和 44%。对于华东而言, 三家公司单位罐容收入差异不大, 产生毛利率差异的主要原因是单位罐容投资成本不同。而平均单个储罐容量越高, 分摊的单位成本就越低, 此外公司华东地区库区主要是太仓阳鸿、南通阳鸿两个库区, 主要作为生产经营基地定位, 配套设施、功能相对较少, 从而每个储罐承担的非生产经营投资成本很少。以 2019 年为例, 公司华东库区平均单个罐容约为 7,600m³, 高出另两家 29%-46%,

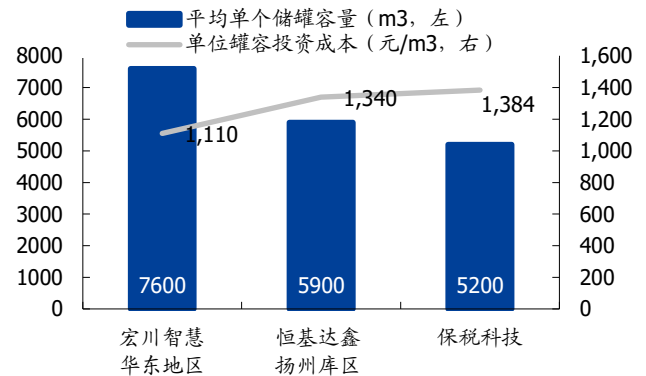
而单位罐容投资成本仅为 1,110 元/m³，低于另两家 17%-20%。

图表 34: 公司华东地区仓储毛利率较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 单位罐容投资成本与单罐容量成反比 (2019)

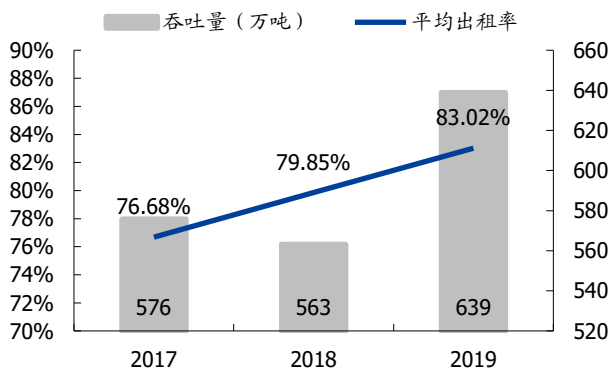


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

太仓阳鸿是公司目前罐容和收益体量最大的库区。太仓阳鸿位于江苏省苏州市太仓港口开发区, 拥有可靠泊 8 万吨级船舶的石化专用码头和 390 米岸线, 共设有 8 个泊位。现有液体石化产品储罐 77 座, 总罐容 60.60 万 m³。太仓阳鸿紧邻上海, 背靠经济发达的苏州、无锡、常熟地区, 拥有临江近海的优势, 地理位置和岸线条件优越, 具备郑州商品交易所甲醇指定交割库和大连商品交易所乙二醇指定交割库。

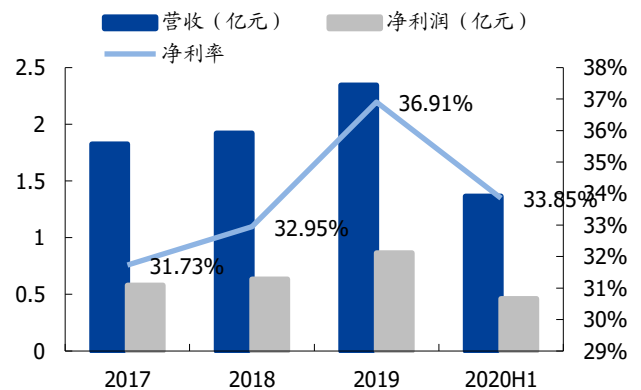
2017 至 2019 年太仓阳鸿库区罐容未变, 但平均出租率由 76.68% 提升至 83.02%, 2019 年的吞吐量达 639 万吨。收益方面, 2019 年实现营收 2.35 亿元, 同比增长 22%, 实现净利润 0.87 亿元, 同比增长 37%, 贡献公司主要业绩。

图表 36: 太仓阳鸿吞吐量和出租率大幅提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 太仓阳鸿收益体量大, 收益水平高



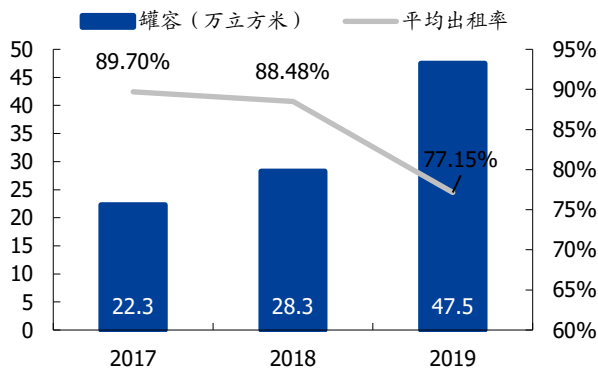
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

南通阳鸿位于江苏省南通市如皋港区, 拥有可靠泊 8 万吨级船舶作业的石化专用码头和 330 米岸线, 共经营 6 个泊位。现有液体石化产品储罐 66 座, 总罐容 47.50 万 m³。南通阳鸿地处长江入海口北岸, 来往船只频繁, 发展潜力巨大, 具备郑州商品期货交易所甲醇指定交割库、大连商品交易所乙二醇指定交割库和大连商品交易所苯乙烯指定交割仓资质。

南通阳鸿库区扩张迅速, 收益转化效率高。其分别在 2018 和 2019 年分别新增扩建 6 万 m³和 19.2 万 m³, 扩建前其出租率接近 90%, 利用率极高。受扩建罐容影响, 2019

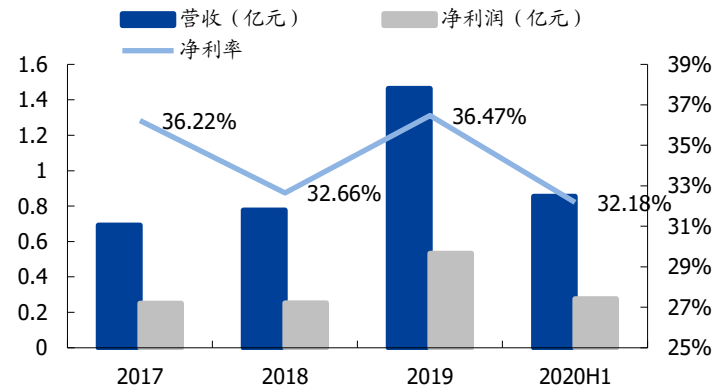
年出租率虽然下降至 77%，但收益水平明显上升，2019 年实现营收 1.46 亿元，同比增长 88%，实现净利润 0.53 亿元，同比增长 110%。

图表 38: 南通阳鸿罐容快速扩张



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 南通阳鸿收入随罐容扩张快速拉升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华东库区适合发挥规模优势，品牌输出复制性强。对于华东库区，储罐功能较单一、集中，出租率较高，这使得华东库区的规模扩张、品牌输出的可复制性强，并购效率高。华东库区非生产经营投资成本低，且由于平均单位罐容大，可分摊更多生产经营投资成本，成本优势保障了规模扩张的营利性，及随着收入规模扩大，成本分摊越高，利润空间越大（租金和出租率的提升空间），更好的发挥华东库区的规模优势。综上，华东库区仓储业务毛利率和净利率分别超 60%和 30%，营利性极强且稳定，扩建、并购所获得的收益高于支出成本。

3.4 华南库区差异化竞争

三江港储坐落于广东省东莞市沙田镇虎门港立沙岛，位于珠三角地区中心位置、服务半径覆盖了中国最密集的制造企业群，是华南地区较大的无机化学品仓储基地。其拥有可靠泊 2 万吨级船舶作业的石化专用码头和 300 米岸线。现有石化产品储罐 97 座，总罐容 24.13 万立方米，单座储罐容量在 700m³-7,000m³，可根据客户需求灵活申请保税罐容。同时三江港储具备大连商品交易所乙二醇指定交割库和大连商品交易所苯乙烯指定交割仓资质。

中山嘉信位于广东省珠江西岸的中山市，北接广州市和佛山市、西邻江门市和珠海市、东南连珠海市，其石化仓储服务可全面辐射珠江西岸的制造业集群。其拥有可靠泊 5,000 吨级船舶作业的石化专用码头和 333 米岸线，共设有 2 个泊位。现有石化产品储罐 80 座，总罐容 6.16 万立方米，单座储罐容量在 300m³-1,000m³，化工仓库 10 座。中山嘉信于 2019 年 12 月纳入合并范围，其 2020 年第一季度尚处于经营磨合期，尚未达到稳定运营状态，出租率亦是逐渐由年初的 50%左右上升至 80%左右。

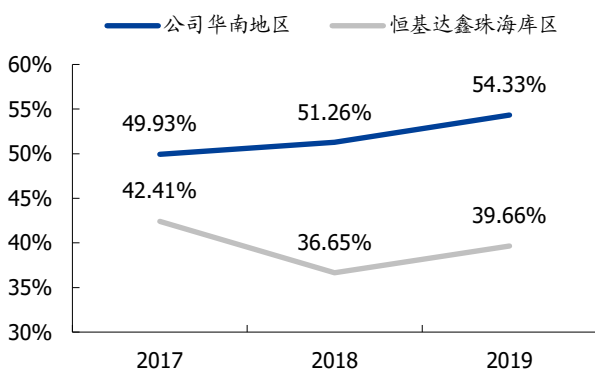
公司华南库区多元化经营，差异化竞争。随着石化产品需求总量的大幅提升，成品油、醇类、芳烃、酯类、醚类、酮类等石化产品都有较大的细分市场需求，公司在较大的外部竞争压力下，积极寻找差异化的竞争战略，根据不同石化产品的储存条件和产品特点在华南形成进一步的细分市场。华南库区主体为东莞三江港储，2019 年 12 月又并入中山嘉信库区。

- 公司华南库区定位于为深圳、东莞经济带的客户提供多种化工危险品的包罐服务。

由于仓储特殊需求如保温、隔绝空气等技术要求，使得单个储罐投资成本较大，但其与区域内竞争对手形成了差异化竞争，实现了更高的单位收入。以2018年为例，东莞三江的单位罐容投资成本为2,443元/m³，是公司华东库区和恒基达鑫珠海库区的两倍，但单位罐容收入却是同区位恒基达鑫的3倍，差异化竞争优势明显。

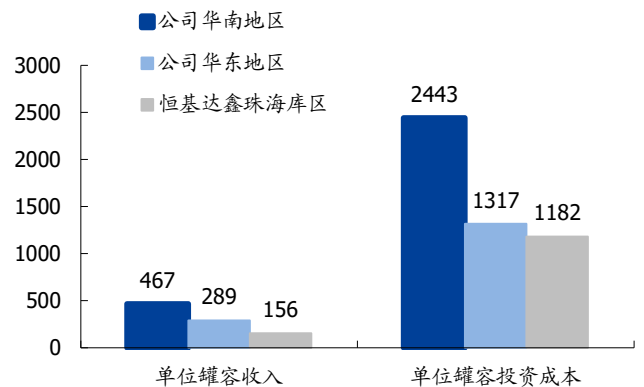
- **华南库区储罐数量多，单个罐容小，出租方式灵活，促进更多包罐订单。**华南库区储罐数量达177座，且种类丰富，可以满足大部分客户对危险化学品储存的需求。东莞三江港储平均单个罐容为2,488m³，并入中山嘉信后华南库区平均单个罐容为1,711m³，仅为华东库区的1/5。小罐容一方面方便出租管理，出租更灵活，提高出租率，另一方面大部分客户选择包罐存储，亦提升了华南库区的出租率，进而提高了单位罐容收入。随着库区规模扩大和多元化经营模式的成熟，华南库区仓储业务毛利率由2017年的50%上升至2019年的54%，远高于恒基达鑫，竞争优势凸显。

图表 40: 公司华南地区仓储毛利率较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

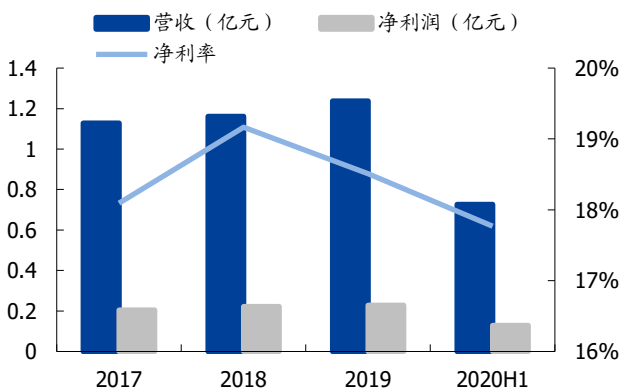
图表 41: 公司华南地区单位罐容收入和成本均较高(2018, 单位: 元/m³)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

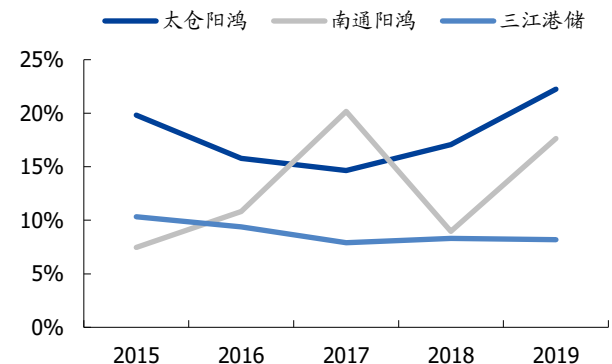
从收益水平上看，2019年东莞三江港储实现营收1.24亿元，同比增长6%，实现净利润0.23亿元，同比增长3%。对比公司三大库区ROE水平不难发现，东部库区太仓阳鸿和南通阳鸿在公司上市后，凭借规模扩张和成本优势，ROE修复调整，呈上升趋势，2019年两大库区ROE分别为22%和18%。而反观三江港储，ROE从2015年的10%缓慢滑落至2019年的8%，一方面华南石化品仓储市场细分领域参与者众多，集中度低，竞争较激烈，另一方面，储罐多、罐容小使得单位罐容成本较高、管理难度大、收入端承压，利润弹性空间相比华东地区较小。

图表 42: 三江港储收益水平较稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司三大库区 ROE 水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.5 以并购为主的规模快速扩张

2020年5月公司完成常州华润（56.91%）和常熟华润并购。

- **常州华润库区定位中转型物流，形成以醇类、芳烃类为主的集散地，可对标太仓阳鸿、南通阳鸿。**常州华润是专业从事液体化工品码头接卸、仓储服务的第三方仓储物流企业，也是常州滨江化工园区及周边地区化工企业的综合配套仓储物流服务商。目前库区罐容 54.4 万立方米，自建码头含有 5 万吨级、1 万吨级和 1,000 吨级的三个泊位，具备罐容和码头优势。区位上东靠上海、南临苏州，北边与南通隔江相望，可与宏川智慧的太仓阳鸿和南通阳鸿形成联动，规模优势进一步加强。
- **常熟华润具有品种优势，已形成醋酸仲丁酯、叔丁醇、丁酮的集散地，可对标三江港储。**常熟华润是常熟首家散装液体化工品和拥有液体化工公共保税仓库的仓储企业，可储存化学品多达 39 种品类。目前库区罐容 16.01 万立方米，拥有较多 0.5 万至 1.5 万立方米小罐容的储罐，适合精细化工原料的仓储，自建码头有一个 2 万吨级的泊位。区位上与太仓临近，亦可以与宏川智慧现有库区形成联动。

2021年1月竞拍收购常熟汇海仓储和汇海置业的相关资产。收购资产主要包括长度为 210 米的沿江岸线、一个 2 万吨级（或二个 2,000 吨级、二个 500 吨级）码头泊位、合计罐容为 13.39 万立方米的 90 个储罐、合计面积为 1.46 万平方米的化工仓库以及相关附属设施。成交价格 43,584.63 万元，另有 28 个储罐（合计罐容为 16 万立方米）后续与公司协商购买事宜。若收购顺利，将进一步加强公司长三角地区的库区协同和规模效应。

成熟并购路线：物色优质标的，品牌输出，盈利改善，规模效应加强。收购前，2019 年常州华润和常熟华润的出租率为 60%，净利率分别为 19.2% 和 24%，而公司华东库区出租率在 80% 左右，净利率达 37%。因此可以看到常州华润和常熟华润资产优质，但盈利能力低于公司现有资产，可以以合理的价格并购（16 倍 PE），然后凭借公司全国性的客户资源进行品牌输出，可以快速同化并购资产，改善盈利。同时公司华东地区储罐规模进一步扩张，集群效应进一步加强，仓储能力和处理多品类的的能力完善，商品交割更为便利，可帮助公司获取更多客户。

规模效应具体体现：通存通兑。即根据罐容紧缺情况，客户可以异地取货，如太仓地区甲醇下游需求较高，而客户的甲醇存放在常州库区，可允许客户在太仓直接取货，达到各库区存取互通的效果，提高储罐周转率，也降低了客户的运输成本。

图表 44：常州华润和常熟华润 2019 年收益水平（单位：百万元）

	出租率	营收	净利润	净利率	并购价格	PE
常州华润	59.31%	142.6	27.3	19.2%	247	16
常熟华润	60.84%	41.3	9.9	24.0%	162.1	16

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

自建福建港能库区，顺应湄洲湾石化基地发展规划。福建港能库区位于福建省泉州市，泉州市是福建省重点港口城市，库区所在湄洲湾石化基地是国家规划的九大炼油基地之一，亦是目前福建最大成品油出口基地。根据《福建省湄洲湾石化基地发展规划》，将形成“一湾三区”的总体布局架构，即湄洲湾和泉港石化工业区、泉惠石化工业区、莆田枫亭石化工业区协同发展。按照整体规划，仓储物流企业应建设液体化工品仓储库区与石化生产项目相互配套，实现物流企业与生产企业之间的原料供应与产品储存的相互协作关系。因此公司的福建港能库区项目顺应了地区发展需要，拟新增储罐 61 座，新增罐容 44.35 万立方米，一期项目为 10 万立方米。截至 2020H1 一期项目进度超 90%，有望 2020 年投产。

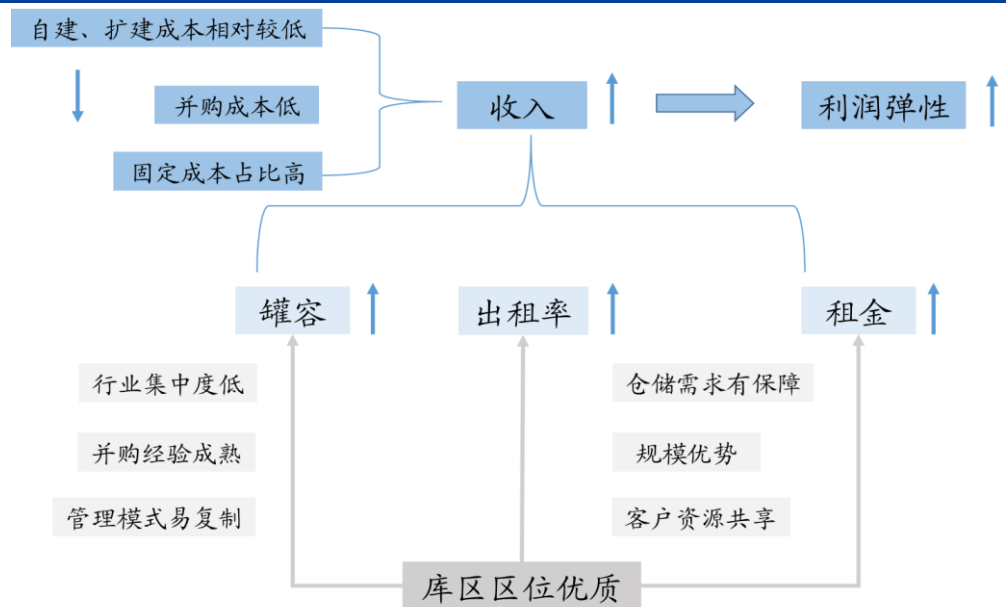
图表 45: 截至 2020H1 福建港能一期项目进度 (单位: 亿元)

项目名称	计划投资总额	截至 2020H1 累计实际投入	项目进度
福建港能 7# 泊位工程 (码头)	1.9	1.7	90.97%
福建港能石化仓储项目 (一期)	2.5	2.4	94.96%
合计	4.4	4.0	90.91%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华南东莞新增 21.8 万立方米罐容, 解决储罐供不应求的情形。2020 年 4 月 27 日公司公告宣布其首次公开发行募投项目“宏川仓储新建项目”和自有资金建设项目“宏元仓储仓储项目”投入运营, 合计新增储罐 58 座, 新增罐容 21.8 万立方米。宏川和宏元仓储库区毗邻东莞三江港储库区, 地处珠江东侧、珠三角中心地带, 地理位置优越。该部分新增投入运营储罐可以有效缓解公司粤港澳大湾区仓储基地现阶段的储罐供不应求的情形, 为更多客户提供仓储服务, 也将进一步提升公司的盈利能力。

图表 46: 宏川智慧盈利逻辑支撑



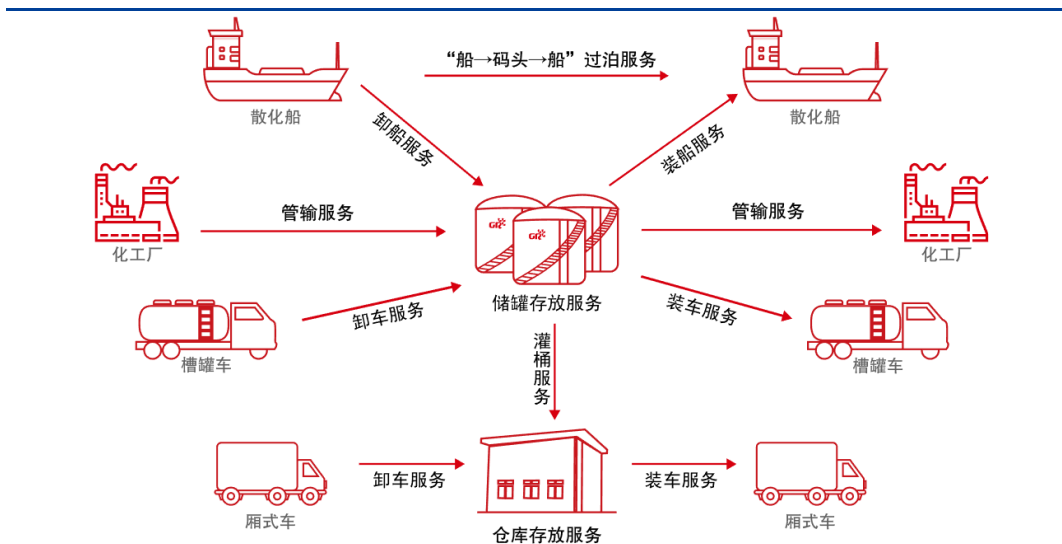
资料来源: 国盛证券研究所

四、增值业务拓展发展空间

4.1 第二主业: 化工仓库存储服务

加速化工仓库存储服务布局, 解决客户多元化需求痛点。公司自上市以来通过自建、并购不仅快速扩张储罐规模, 同时也加速化工仓库的布局, 其中 2019 年中山嘉信的并入新增化工仓库面积 1.76 万 m², 2021 年常熟宏智新增 1.46 万 m² 的化工仓库(待交割), 公司仓库面积即将达 4.21 万 m²。化工仓库主要用于液体化工品的桶装存贮、中转, 桶装后的液体化工品可通过普通厢式车运送给客户, 而非使用专业运输单一品种的槽罐车, 因此配送更加灵活, 解决客户多元化的需求痛点。

图表 47: 公司库区仓储服务示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 公司化工仓库面积

库区	化工仓库 (万 m ²)
东莞立沙岛基地 (三江、宏川、宏元)	0.66
中山嘉信	1.76
常州宏川	0.09
福建港能	0.24 (在建)
常熟宏智	1.46 (待交割)
合计	4.21

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对标密尔克卫，危化品仓库储存利润水平高。密尔克卫主要切入固体化工品物流赛道，2019年密尔克卫仓库面积达40万m³，其中自有仓库占1/3，基本为危化品仓库，剩余2/3为普货仓。2019年密尔克卫实现仓储收入4.6亿元，毛利率47%，平均仓储价格为96元/m²/月。估算危化品仓库的平均仓储价格为160元/m²/月-180元/m²/月，出租率接近100%，毛利率达70%，净利率达40%。测算宏川智慧2020年仓库存储净利润贡献8%左右，贡献比重有望快速提升。

图表 49: 公司仓库存储利润测算

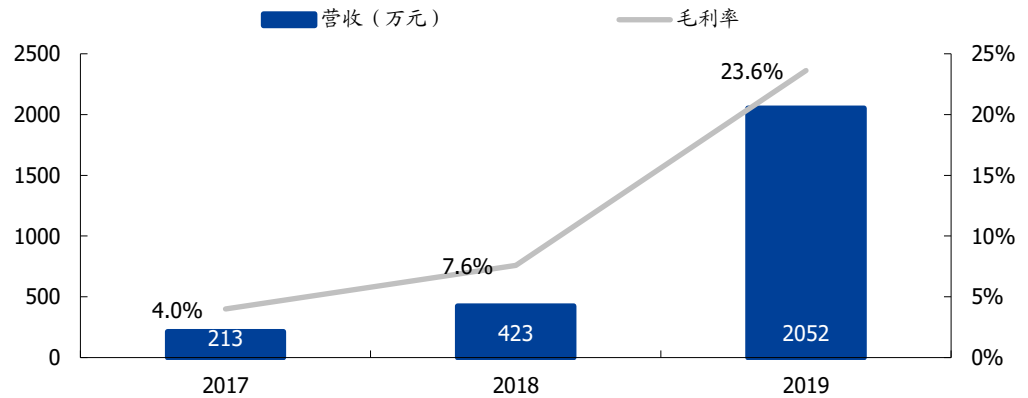
	2020E	2021E	2022E
仓库面积 (万 m ²)	2.51	5.20	8.32
租金 (元/m ² /月)	175	180	185
出租率	95%	95%	95%
收入 (万元)	5007	10670	17547
净利润 (万元)	2003	4268	7019
净利润占比	8.1%	13.1%	16.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 探索轻资产业务：物流链管理服务

轻资产模式支撑高盈利空间。公司于2016年开始为客户提供物流链管理服务，主要是在公司库区容量紧张时，租用第三方库区为客户提供货物管理和存储服务。公司与客户之间约定的租金高于租用第三方库的租金，公司赚取中间差价，该项业务成本较固定，利润弹性较大。支撑公司该项业务的是全国性的客户资源优势、品牌优势等。物流链管理服务自开展以来，营收规模和毛利率水平快速上升，2019年实现营收2,052万元，毛利率23.6%，未来利润成长空间大。

图表 50: 2017-2019 年物流链管理服务收入和毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 51: 公司物流链管理服务利润测算

	2020E	2021E	2022E
营收 (万元)	3077	4616	6924
净利率	10%	15%	20%
净利润 (万元)	308	692	1385
净利润贡献	1.2%	2.1%	3.2%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

五、盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

收入端，2020年公司并购常熟宏川、常州宏川56.91%股权，宏川仓储和宏元仓储投入运营，新增罐容92万m³。2020年受疫情影响，国内石化品下游需求大幅收缩，仓储环节需求旺盛，租金大幅上涨。判断随着石化品产能的持续投入和消费需求回暖，中短期仓储租金和出租率处于较高水平，而长期看公司资产并购加速，规模优势逐渐增强，品牌优势明显，出租率和一定的租金溢价皆有保障。预测公司2020-2022年的营业收入分别为8.53/11.74/15.0亿元，同比分别增长75.6%/37.5%/27.9%。

图表 52: 宏川智慧营业收入预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
仓储综合服务	369.3	455.6	811.3	1115.6	1419.3
yoy	4.7%	23.4%	78.1%	37.5%	27.2%
物流链管理服务	4.2	20.5	30.8	46.2	69.2
yoy	98.8%	384.8%	50%	50%	50%
中转及其他服务	10.0	9.1	10.0	10.5	11.0
yoy	7.3%	-8.9%	10%	5%	5%
其他	1.8	0.7	1.1	1.3	1.5
yoy	328.3%	-59.3%	50%	20%	20%
总收入	398.1	485.9	853.2	1173.5	1501.1
yoy	9.2%	22.1%	75.6%	37.5%	27.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

成本端, 折旧摊销成本随公司新建、并购资产规模扩张而涨幅较大, 受益公司规模效应, 人工、材料和其他成本增幅较小, 整体成本涨幅小于收入。预测公司 2020-2022 年的营业成本分别为 3.03/4.13/5.16 亿元, 同比分别增长 52.1%/36.0%/24.9%。

图表 53: 宏川智慧营业成本预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
仓储综合服务	157.8	169.9	275.9	379.3	482.5
中转及其他服务	10.0	9.1	6.0	5.8	5.5
物流链管理服务	4.2	20.5	21.5	27.7	27.7
总成本	172.0	199.5	303.4	412.8	515.8
yoy	4.6%	16.0%	52.1%	36.0%	24.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

费用端, 公司业务对服务质量、安全性要求较高, 又属于重资产行业, 管理费用较高, 预测 2020-2022 年管理费用率分别为 11.1%/12%/12%。2020 年由于公司加大资产并购, 债务规模加重, 财务费用上升明显, 预测 2020-2022 年财务费用率分别为 8.3%/7.8%/7.2%。预测 2020-2022 年销售费用率分别为 2.2%/2.5%/2.5%, 研发费用率分别为 0.3%/0.5%/0.5%。

图表 54: 宏川智慧费用预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税金及附加	5.0	4.7	7.6	10.6	13.5
销售费用	11.5	13.6	18.4	29.3	37.5
费用率	2.9%	2.8%	2.2%	2.5%	2.5%
管理费用	48.4	63.2	94.9	140.8	180.1
费用率	12.2%	13.0%	11.1%	12.0%	12.0%
研发费用	0.9	3.0	2.7	5.9	7.5
费用率	0.2%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%
财务费用	27.1	29.5	70.5	91.6	107.4
费用率	6.8%	6.1%	8.3%	7.8%	7.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

利润端，2020年公司并购常州宏川56.91%股权，新添一项重要的少数股东损益，又参股长江石化30.4%股权，新添一项投资收益。综上，预测2020至2022年公司实现归母净利润分别为2.47/3.27/4.32亿元，同比分别增长69.2%/32.7%/31.8%。

5.2 估值分析

采用相对估值法，选取宏川智慧可比公司保税科技、密尔克卫、恒基达鑫和南京港，参考wind一致盈利预测（恒基达鑫和南京港暂无），可比公司2021年平均PE为32倍，考虑2021年石化品消费需求持续回暖，以及公司并购计划和福建港二期投产的预期，给予公司2021年33倍PE，对应目标价24.42元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 55: 宏川智慧相对估值法

股票代码	公司简称	股 价 (元)	EPS					PE				
			18A	19A	20E	21E	22E	18A	19A	20E	21E	22E
600794.SH	保税科技	3.18	0.03	0.13	0.18	0.22	0.23	109	24	17	14	14
603713.SH	密尔克卫	134.34	0.87	1.27	1.91	2.68	3.58	155	106	71	50	38
002492.SZ	恒基达鑫	4.93	0.14	0.13				35	38			
002040.SZ	南京港	6.76	0.44	0.27				15	25			
平均								78	48	44	32	26
002930.SZ	宏川智慧	18.75	0.23	0.33	0.56	0.74	0.97	86	61	36	28	21

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *股价为2021/1/20日的收盘价

风险提示

石化品下游需求过于旺盛的风险。若石化品下游消费市场需求远超于供给，供不应求的市场将减少仓储环节需求，租金和长租需求将会下降。

新建、并购项目经营不及预期的风险。尽管公司并购和管理经验丰富，但也存在新项目并入公司后表现不及预期的可能。

安全经营的风险。石化物流企业库区存储的货物大部分是易燃、有毒或腐蚀性的化学品，若发生操作失误或设备故障，工作人员的健康和生命安全将受到威胁，也将引发社会负面影响。

免责声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com