

永泰运 (001228.SZ)

始于宁波，布局全国，成长中的跨境化工物流服务企业

增持

核心观点

立足宁波，辐射全国，专注跨境化工物流供应链服务。公司发源于宁波，属于第三方物流服务企业，主要提供跨境综合化工供应链服务。后在上海、青岛、天津、嘉兴建立分支机构、搭建线下国际物流服务团队，服务范围辐射国内主要化工产业集群和化学品进出口港口。公司在中国香港、美国也设有物流服务公司，计划布局全球化国际物流服务网络。基于 20 年的业务积累，公司搭建了“运化工”物流电商服务平台，实现了对各基础物流资源的垂直整合，提供信息化、集成式服务。目前公司的主营业务包括跨境化工物流供应链服务、仓储堆存、道路运输三大板块，毛利率分别约为 15%、60%、20%。

全国布局整合产业链企业，扩大自有仓储物流资产规模。公司 2018 年至今完成了对永港物流、喜达储运、百世万邦、宁波凯密克、天津瀚诺威 5 次并购。目前拥有投入生产经营的危险品堆场 10000 余平米、化工品仓库近 40000 平米、危化品运输车 181 辆、岸线 150 米的宁波危化品散杂货内贸码头等仓储物流资产。通过并购扩充了危化品运输车队与仓储资源，完善了供应链物流一体化服务，实现全国布局。

募投项目立体化增强综合服务，盈利能力再提升。公司的募投方向包括升级改造现有的仓储堆场与码头、扩大运输车队规模、以及引进智能化设备，将提升公司宁波地区自有仓库、堆场容量、周转能力与码头装卸能力。进一步降本增收的同时，将扩大公司在宁波港乃至整个华东地区化工物流行业的影响力。

首次覆盖给予“增持”评级：预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.21/3.74/4.4 亿，对应当前市值 PE 分别 17.5x/15.3x/12.8x，公司 22-24 年归母净利润复合增速 38%，我们认为公司合理市值对应 2023 年 19-21x，市值在 70-77 亿元之间，相对于公司目前股价有 22-34%溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**外延并购项目经营不确定性；客户拓展不及预期；海运运价超预期波动的风险；安全事故风险；收并购商誉风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	952	2,145	3,328	3,802	4,679
(+/-%)	15.2%	125.2%	55.2%	14.2%	23.1%
净利润(百万元)	74	168	321.29	366.41	440.12
(+/-%)	16.8%	125.8%	91.8%	14.0%	20.1%
每股收益(元)	0.95	2.15	3.09	3.53	4.24
EBIT Margin	11.4%	11.8%	11.9%	12.9%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	23.6%	34.3%	30.7%	29.3%
市盈率 (PE)	56.8	25.1	17.5	15.3	12.8
EV/EBITDA	34.7	17.2	14.9	12.2	10.2
市净率 (PB)	7.76	5.93	6.00	4.71	3.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 物流

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

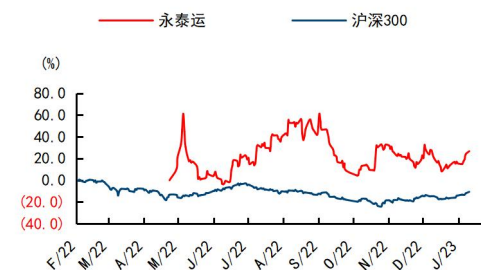
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	67.30 - 74.00 元
收盘价	55.23 元
总市值/流通市值	5736/1434 百万元
52 周最高价/最低价	73.05/36.55 元
近 3 个月日均成交额	95.62 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：跨境化工物流的全链条、一体化集成服务供应商	5
公司历史沿革	5
股权结构	5
主营业务与发展路径	6
主营业务：化工供应链一体化跨境物流服务	6
以宁波为起点，全国布局化工物流供应链服务资源	11
化工物流服务行业：空间广阔、竞争结构分散	15
化工物流发展阶段：自营物流向第三方物流、供应链管理发展	15
我国化工品物流服务市场规模约 1.2 万亿，第三方物流渗透率逐年提高	15
竞争格局：中小企业者为主，头部企业区位优势明显	16
发展趋势：监管趋严，有利于资质健全企业发展，减少恶性竞争	18
募投项目	19
宁波物流中心建设项目	20
“运化工”一站式可视化物流电商平台项目	20
物流运力升级项目	20
化工物流装备购置项目	20
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年盈利预测	21
盈利预测的敏感性分析	22
估值与投资建议	23
相对法估值：70-77 亿元	23
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	25
免责声明	26

图表目录

图 1: 永泰运历史沿革	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: “运化工”平台功能模块与服务架构	6
图 4: 永泰运一站式跨境化工物流供应链服务的具体内容	7
图 5: 永泰运 2018-2022 前三季度营业收入、归母净利润（亿元，左轴）与增速（右轴）	7
图 6: 2018-1H22 公司收入占比：按业务划分	8
图 7: 2018-2021 公司各主营业务操作箱量（TEU）	9
图 8: 2018-2021 公司各主营业务平均单箱收入（元）	9
图 9: 2018-1H22 公司毛利占比：按业务划分	9
图 10: 2018-2021 永泰运各项业务毛利率	9
图 11: 1Q2021-3Q2022 公司营收（百万）及其同比（%）	10
图 12: 1Q2021-4Q2022 公司归母净利润（百万）及其同比（%）	10
图 13: 1Q2018-4Q2022 SCFI 均值（点）	10
图 14: 2010-11M2022 我国化学品、轻纺及其制品、机械设备出口金额同比（%）	10
图 15: 2008-2021 年全国城市建设用地面积——物流仓储用地（平方公里）	11
图 16: 被收购公司于永泰运净利率比较	12
图 17: 被收购公司的收入贡献（百万元）	12
图 18: 截至 2021 公司自建、并购取得的仓库面积小计	12
图 19: 永泰运化工品物流运输车数量（按取得方式分类）	12
图 20: 永泰运并购整合的仓储资源概览	13
图 21: 永泰运并购整合的化工品运输车队	13
图 22: 2015 年（收购前）公司业务辐射范围	13
图 23: 2022 年公司业务辐射范围	13
图 24: 永泰运 2017-2021 前五名客户收入占比（由上至下分别为第五大至第一大客户）	14
图 25: 2017-2021 公司主要客户收入占比	14
图 26: 公司部分主要客户列示	14
图 27: 物流总费用（万亿元）占 GDP 现价比重（右轴）	15
图 28: 我国化工物流行业发展历程	15
图 29: 2017-2021 化工各分支企业营收总和（万亿元）	16
图 30: 综合服务企业前 20 企业营业额	17
图 31: 道路运输前 50 企业年运量	17
图 32: 我国八大炼化基地及代表项目分布	18

表1：永泰运收购项目与业务概览	11
表2：公司全部自有化工品仓库的相关信息	12
表3：化工品第三方物流服务市场规模测算	16
表4：中国化工物流百强企业之：综合服务企业前 20 榜单	17
表5：危险化学品经营许可证办理所需提交的材料	18
表6：2016 年以来危化品物流相关监管政策与安全标准	19
表7：具体募投计划（万元）	20
表8：公司 2022-2024E 收入分拆预测（百万元）	21
表9：公司 2022-2024E 盈利预测表（百万元）	21
表10：情景分析（乐观、中性、悲观）	22
表11：永泰运 VS 可比公司盈利预测与估值表	23

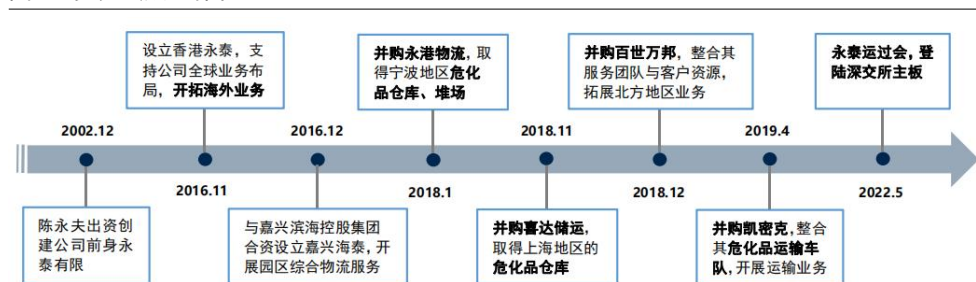
公司概况：跨境化工物流的全链条、一体化集成服务供应商

永泰运是一家主营跨境化工物流供应链服务的现代服务企业。公司致力于打造化工品行业最优化的产品流转协同平台，为危化品相关企业和厂商提供海运订舱、拖车、仓库内装、货运保险、罐箱服务等一站式的在线国际物流综合服务，帮助危化品相关企业有效降低物流成本、提升物流管理效率、简化物流运作环节。

公司历史沿革

永泰运前身永泰有限于 2002 年成立于宁波；2018 年先后完成对永港物流、喜达储运、百世万邦的收购，分别取得宁波临港、上海的化工仓储资源，整合了服务团队并拓展北方地区的化工物流供应链市场的能力。2019 年收购凯密克，整合其危险货物的道路运输业务，同年变更为股份有限公司（即永泰运）；2022 年拟在深交所主板上市。公司深耕危化品物流领域近 20 年，主营跨境化工物流供应链服务，获得了 2019 年-2020 年全国化工物流行业百强称号（综合服务类第 9 名）。

图 1：永泰运历史沿革

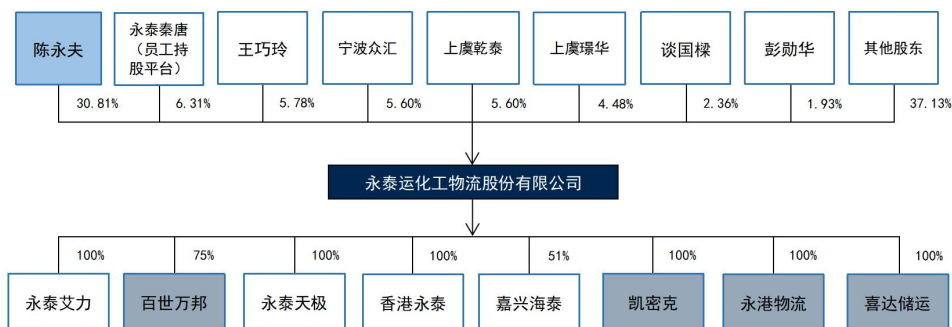


资料来源：永泰运招股书，国信证券经济研究所整理

股权结构

发行后公司实控人陈永夫持股 30.81%，员工持股平台永泰秦唐是控股股东陈永夫的一致行动人，其执事合伙人金萍女士通过永泰秦唐间接控制公司 6.31% 股份，陈永夫和金萍夫妇合计控制公司 37.12% 股份，股权结构稳定。王巧玲、谈国樑、彭勋华为公司骨干高层，与陈永夫、永泰秦唐的锁定期均为 36 个月，其余股东锁定期 12 个月。

图2：公司股权结构



资料来源：永泰运招股书，国信证券经济研究所整理

主营业务与发展路径

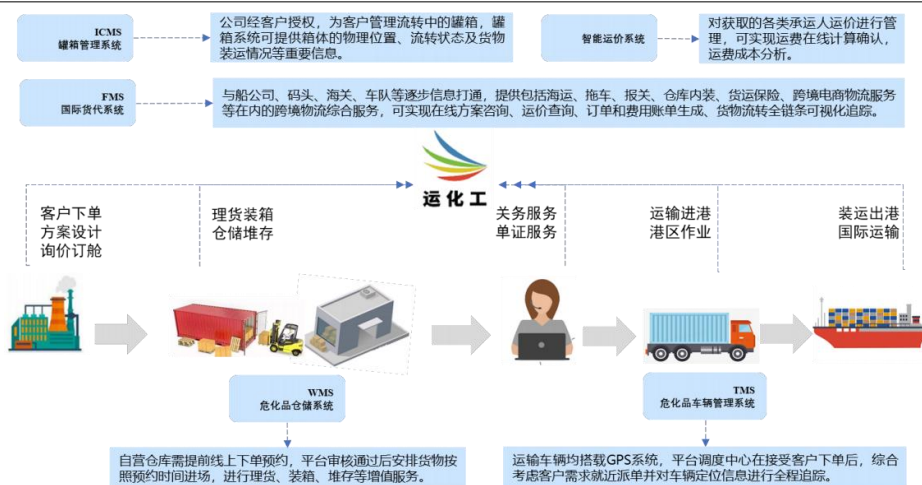
主营业务：化工供应链一体化跨境物流服务

公司深耕跨境化工物流供应链服务二十载，系为客户提供定制化服务的第三方化工物流供应商

公司早期侧重轻资产经营，近年来拓展重资产的仓储、运输体系，全国布局打造物流底盘。随着化工行业竞争加剧，传统分散式、多头对接、不可视的物流过程已无法满足客户服务需求以及政府对危化品物流的监管要求。

于是公司在 20 年业务积累基础上，利用互联网、大数据等技术，形成一站式、可视化跨境化工物流供应链服务平台——运化工。通过智能运价系统、国际货代系统（FMS）、危化品仓储系统（WMS）、危化品车辆管理系统（TMS）、罐箱管理系统（ICMS）等模块，将单一、分散的物流环节进行一体化集成，实现了物流服务全流程的信息化和线下资源的垂直整合。使客户通过“运化工”平台能够一站式的对接公司全部的服务资源。

图3：“运化工”平台功能模块与服务架构



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

客户根据自身产销计划提出物流需求，由公司提供方案设计、询价订舱、国际海运、理货装箱、仓储堆存、境内运输、报关报检、港务关务等基础物流服务，并协调内外部资源执行。公司采用成本加成的定价方式，依靠提供跨境化工物流的全链条、一体化集成服务进行盈利。

图4：永泰运一站式跨境化工物流供应链服务的具体内容



资料来源：永泰运招股申请文件审核问询函的回复，国信证券经济研究所整理

2019-2022 年前三季度，公司分别实现营业收入 8.27/9.52/21.44/24.11 亿元，同比增长为 15.2%、125.2%、71.4%；分别实现归母净利润 0.64/0.74/1.68/2.45 亿元，同比增长 17.9%、125.8%、121.2%。2018-1H22 年公司净利率稳定在 7%至 8%，但 3Q22 公司净利率达到 14%。一方面作为货代公司，在人民币相对美元贬值的环境下公司享受了约 2000 万汇兑收益；另一方面，三季度内海运价格快速下跌，公司对客户报价与客户货物实际装船缴费存在时间差，期间海运费又有下跌，使公司期内毛利率、净利率均有提升。

图5：永泰运 2018-2022 前三季度营业收入、归母净利润（亿元，左轴）与增速（右轴）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

公司的三项主营业务收入在整体营收中占比稳定，其中以跨境物流为主。

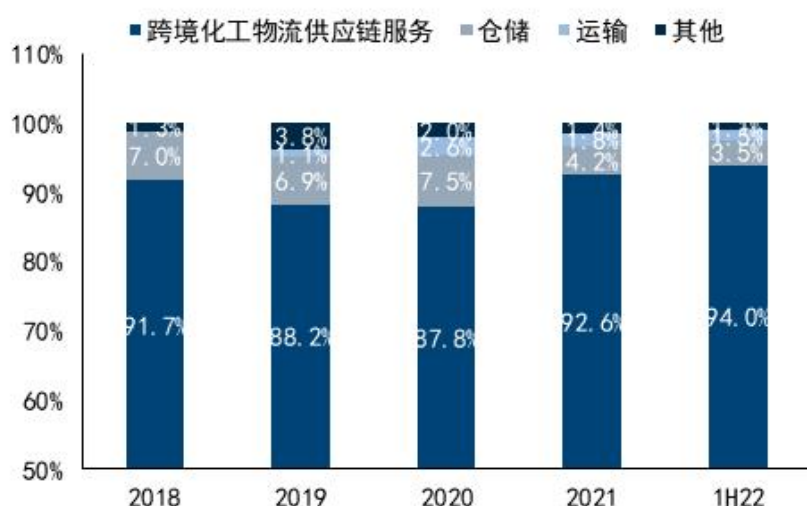
1) **跨境化工供应链物流服务**：不同于分散式、碎片化的物流服务，公司会根据化工企业与贸易商客户的委托，综合考虑港口政策、航线资源、货物特征后量身定制物流方案，提供包括海运、拖车、报关、仓库内装、货运保险、跨境电商物流服务等综合服务。业务围绕宁波港、上海港、青岛港、天津港开展，是公司的主要收入来源，历年收入占比接近 90%。2019-2021 年此业务操作箱量为 72701/78953/80586TEU，每标准箱收入 1.0/1.06/2.46 万元。17-20 年，公司的跨境业务收入从 5.13 亿成长至 8.33 亿，21 年由于单箱收入增长，该收入增长至 19.81 亿。

2) **仓储堆存服务**：在提供跨境物流服务时，一般均需要仓库堆存、中转危化品。公司通过自有的临港危化品仓储资源，用于堆存客户即将进出口的化工品。客户需线上下单预约，平台审核通过后安排货物按照预约时间进场，进行理货、拆装箱、堆存暂放等增值服务。17-21 年，公司仓储收入分别为 0.20、0.47、0.57、0.71、0.90 亿元。

2019-2021 年该业务操作箱量为 40386/41362/45284TEU，每标准箱收入 0.13/0.16/0.19 万元，占主营收入的 6.9%、7.5%、3.9%。

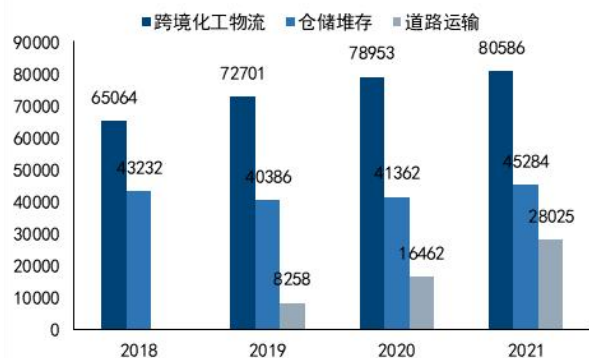
3) **道路运输服务**：公司 2019 年 4 月开始自营危化品运输车辆，由公司全资子公司凯密克、控股子公司嘉兴海泰开展。业务主要为配套跨境化工物流供应链的基础物流服务需要，提供港区内的堆场与码头之间提箱、送箱的短驳运输，以及前往客户工厂提箱、送箱的门点运输。此外，凯密克也承担宁波港的危险品集装箱疏港运输。2019-2021 年该业务操作箱量为 8258/16462/28025TEU，每标准箱收入 0.11/0.15/0.14 万元，营收占比 1.1%、2.6%、1.8%。

图 6：2018-1H22 公司收入占比：按业务划分



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：2018-2021 公司各主营业务操作箱量（TEU）



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图8：2018-2021 公司各主营业务平均单箱收入（元）



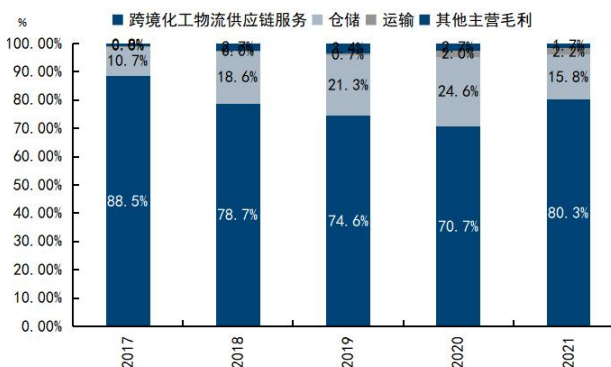
资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理。

2018-2021 公司整体毛利率分别为 18.6%、17.6%、17.9%、16.3%。其中，收入占比最大的跨境化工物流供应链服务毛利率分别为 16%、14.7%、14.4%、14.1%。

毛利额占比方面，公司跨境业务占比随着公司仓储业务的崛起，在 17-20 年有所下降，但随着 21 年海运运价的提升，21 年占比重回 80%以上。17-21 年，公司跨境业务毛利额分别为 0.75、0.98、1.07、1.20、2.80 亿元。

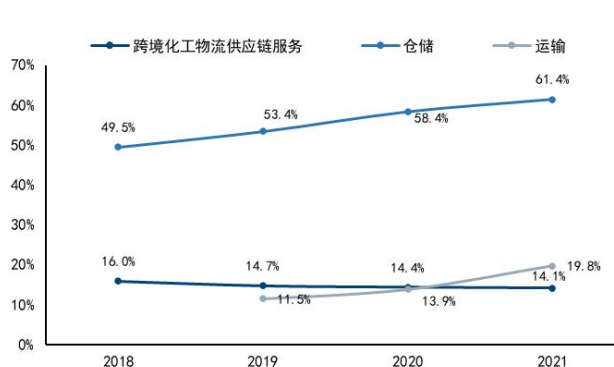
公司的仓储利润占比今年有所扩张，从 17 年的 10.7%提升至 20 年的 24.6%，21 年由于跨境业务增长下滑至 15.8%。17-21 年，公司仓储毛利额分别为 0.09、0.23、0.30、0.42、0.55 亿元。

图9：2018-1H22 公司毛利占比：按业务划分



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图10：2018-2021 永泰运各项业务毛利率



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理。

公司季度业绩方面，公司近期披露 2022 年年报业绩预告，公司预计 2022 全年归属上市公司股东净利润 3.0-3.4 亿元，同比增长 79.06-102.93%，扣非净利润 2.9-3.3 亿元，同比增长 82.24%-107.37%。根据公告阐述，上海疫情导致出口的外溢效应，周边口岸有所获益；此外，公司自身提升了服务的协同效应，行业竞争力显著提升。

按照公司本次业绩预告计算，公司 4Q22 单季度利润在 5466 万-9466 万元之间，按照预告下限，公司单季度业绩增速为-3%，按照上限则为 67%。若为中位数，则 4Q22 业绩增速为 32%。环比来看，跌幅在 12%-49%之间。

图 11: 1Q2021-3Q2022 公司营收（百万）及其同比（%）



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 12: 1Q2021-4Q2022 公司归母净利润（百万）及其同比（%）



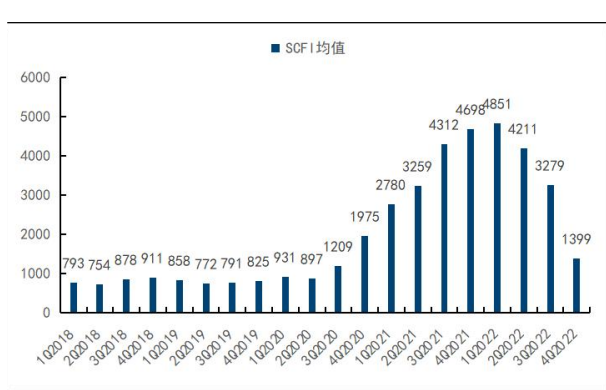
资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理。

前文已述，公司收入中 94% 来自于进出口跨境业务，该业务与国际海运的运价波动息息相关。疫情之后，海运市场的新船供给瓶颈、海外港口周转受阻等因素大幅影响了全球海运有效供给，表征我国出口海运运价水平的上海出口集装箱运价指数 SCFI 在 3Q2020 开始逐季走高，并在 1Q2022 达到运价指数的顶点，这一阶段，SCFI 运价指数从 3Q20 的 1209 升至 1Q22 的 4851。但随着后续海外库存行至高位，叠加以东南亚国家为典型的其他出口国生产恢复、海运运力紧张问题得到缓解，国际集装箱运输市场的供需差逐渐熨平，因此运价开始快速回落，4Q2022 的 SCFI 指数均值回到 1399 点，接近本次繁荣的起点。

因此结合行业面看，面对四季度运价，公司业绩环比下滑属于情理之中，且对比国际海运市场的波动，公司的业绩相对更强，已经展现出了头部公司在剧烈波动的市场中的能力，我们判断随着国际供应链市场的温度回落，公司在箱量上增长将会更为明显，且销售费用也有望获得节约。展望 2023 年，在度过运费高基数季度之后，公司有望凭借自身箱量的增长以及仓储环节的努力重回增长。

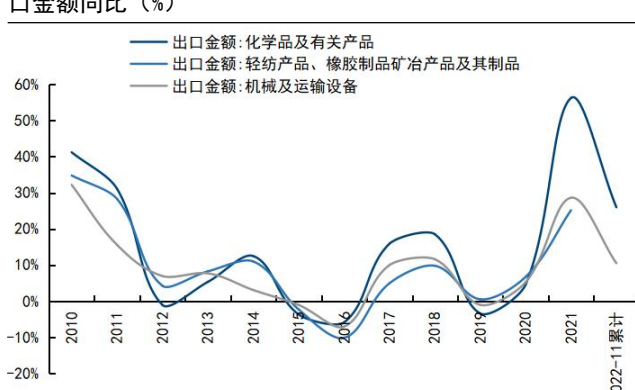
此外，复盘过去 13 年我国化学品、轻纺产品及其制品、机械及运输设备的出口增速，我们发现从 2016 年起的大部分年份（19 与 20 年除外），化学品的出口增速都远高于其他产品，因此在量上，为公司成长提供了强大的背景支持。

图 13: 1Q2018-4Q2022 SCFI 均值（点）



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 14: 2010-11M2022 我国化学品、轻纺及其制品、机械设备出口金额同比（%）

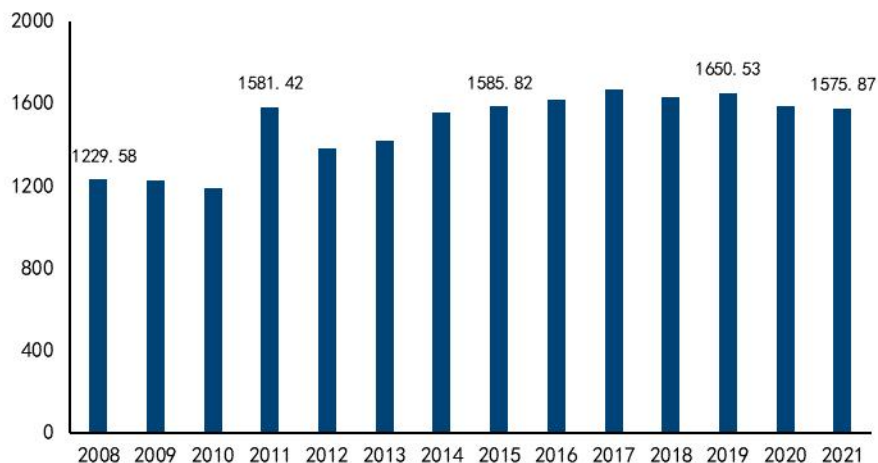


资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理。

以宁波为起点，全国布局化工物流供应链服务资源

外延收并购是化工物流企业网络布局的有效手段。一方面，化工物流行业集中度低，同时新增危化品仓储等设施较少，从我国城市土地规划情况看，物流仓储用地属于核心稀缺资源，2015 年至今基本无增长。通过并购进行存量整合是最合适的扩张方式。

图 15：2008-2021 年全国城市建设用地面积——物流仓储用地（平方公里）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

另一方面，行业内中小企业受限于核心资产规模，业务局限于自身所在地区的客户，收购这些标的有利于公司吸收客户资源，通过公司的管理赋能与资源调配，发挥区域协同效应。永泰运自 2002 年起深耕危化品物流领域近 20 载，善于利用轻资产进行运营。在行业集中化、一体化发展背景下，公司通过布局物流网络与信息化建设，轻重资产结合，完善供应链整体服务能力。

公司 2015 年底开启第一轮并购，2017 年两次引入外界资本加速了并购扩张脚步。目前已拥有永港物流、喜达储运、百世万邦、凯密克、天津瀚诺威五家化工品物流企业的控股权。通过外延并购，公司整合了标的企业的资产，扩充了运力、仓储网络，实现了宁波、上海、青岛、天津等地的物流资源全覆盖。

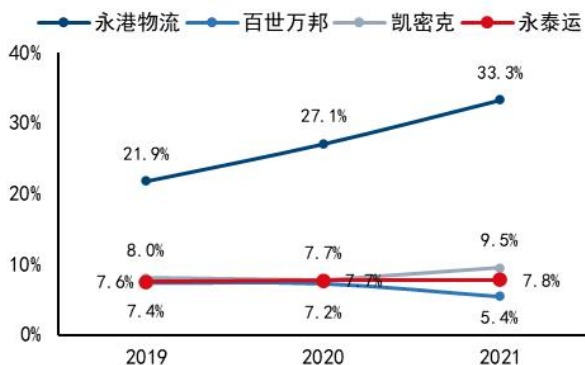
表 1：永泰运收购项目与业务概览

收购完成时间	标的	并表时间	持股比例	收购价值
2018 年 1 月	永港物流	2017 年 7 月	100%	整合其危化品仓库
2018 年 11 月	喜达储运	2018 年 12 月	100%	整合其危化品仓库
2018 年 12 月	青岛百世万邦	2018 年 12 月	75%	扩充物流供应链服务团队
2019 年 4 月	宁波凯密克	2019 年 4 月	100%	整合危化品运输车队
2022 年 10 月	天津瀚诺威	2022 年 10 月	100%	拓展环渤海地区业务与市场

资料来源：永泰运招股书，国信证券经济研究所整理

尽管并购完成后，公司的 ROA 没有显著增长，但分开看各收购标的的经营表现仍然亮眼。2019-2021 年永港物流、百世万邦、凯密克合计为公司贡献了 8.4%、11.2%、8.0% 的收入，净利率同样可观。

图16: 被收购公司于永泰运净利率比较



资料来源: 永泰运招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图17: 被收购公司的收入贡献 (百万元)



资料来源: 永泰运招股说明书, 国信证券经济研究所整理

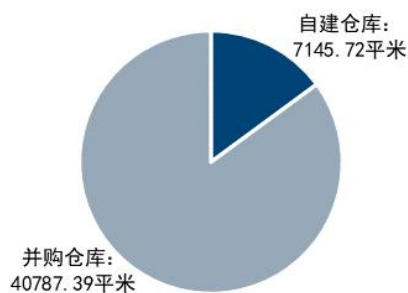
资产端, 公司并购扩充自有仓库与运输车队, 启动化工品道路运输业务, 提升了综合物流服务能力。截至 3Q22, 公司在宁波、上海和嘉兴等地区拥有近 5 万平方资质齐全、地理位置优越的化工品仓库及集装箱堆场 (其中超 80% 为并购取得), 并购天津瀚诺威又带来位于天津港的库容面积增量 2.7 万平方。运输车队上, 公司在宁波、嘉兴拥有专业危化品运输车 181 辆, 其中半数以上重型半挂牵引车均为并购取得。此外, 公司还拥有宁波危化品散杂货内贸码头, 岸线长达 150 米, 可停靠 5000 吨级综合类运输船, 可通向全国各口岸及内陆码头。

表2: 公司全部自有化工品仓库的相关信息

序号	所属公司	所属公司性质	地区	仓库类型	建筑面积 (m ²)	备注
1	永港物流	并购控股公司	宁波	甲、丙类仓库	5377.93	为公司仓储堆场分部的主要收入贡献来源。
2	永港物流	并购控股公司	宁波	丙类仓库	11636.82	18-20 年对仓储堆存分部的收入贡献分别为
3	永港物流	并购控股公司	宁波	危险货物与集装箱堆场	10226.00	4668.1 万元、5172.33 万元和 6384.75 万元
4	喜达储运	并购控股公司	上海	甲、乙、戊类仓库	13546.64	上海的优质临港化工仓储资源。整体提供给喜达物流使用并提供相应服务, 公司按年收取固定的仓库使用费
5	嘉兴海泰	设立子公司	嘉兴	甲类仓库	250.40	
6	嘉兴海泰	设立子公司	嘉兴	乙、丙类仓库	6896.32	2020 年底投运。为化工园区专业配套的智能化物流综合服务园区, 实现园区化工品物流仓储与生产相分离
7	瀚诺威	并购控股公司	天津	甲、乙、丙类仓库	约 27000	尚未投入运营
总计					约 75000	

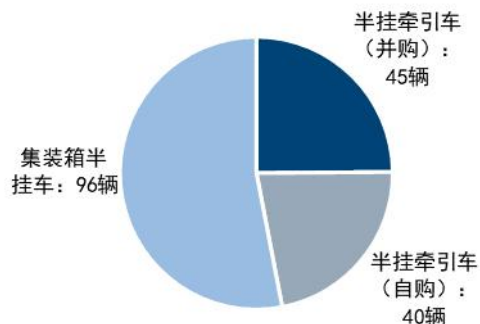
资料来源: 永泰运招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图18: 截至 2021 公司自建、并购取得的仓库面积小计



资料来源: 永泰运招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图19: 永泰运化工品物流运输车数量 (按取得方式分类)



资料来源: 永泰运招股说明书, 国信证券经济研究所整理

2022 年 6 月前，除喜达储运的仓库用于整体提供给喜达物流并按年收取固定的使用费，公司其他自有仓库均已用于开展危化品仓储与物流供应链服务。经测算，公司实际用于危化品仓储与堆存的仓库，2021 年坪效为 2643 元。

图 20：永泰运并购整合的仓储资源概览



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

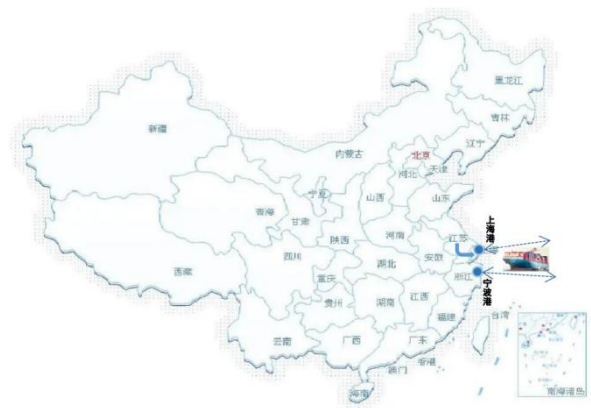
图 21：永泰运并购整合的危化品运输车队



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

并购同样带来了业务覆盖范围的显著提升。公司主营跨境化工物流供应链服务，其规模取决于腹地城市的经济发展和对外贸易水平，以及所在港口的地理位置、服务条件和便利程度。公司的业务主要集中在宁波港、上海港、青岛港和天津港周边地区，身处中国经济总量最大、最具发展活力的长三角经济带和环渤海经济带，为公司提供了庞大的客户群和充裕的货源基础，拥有较大的发展潜力。

图 22：2015 年（收购前）公司业务辐射范围



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 23：2022 年公司业务辐射范围

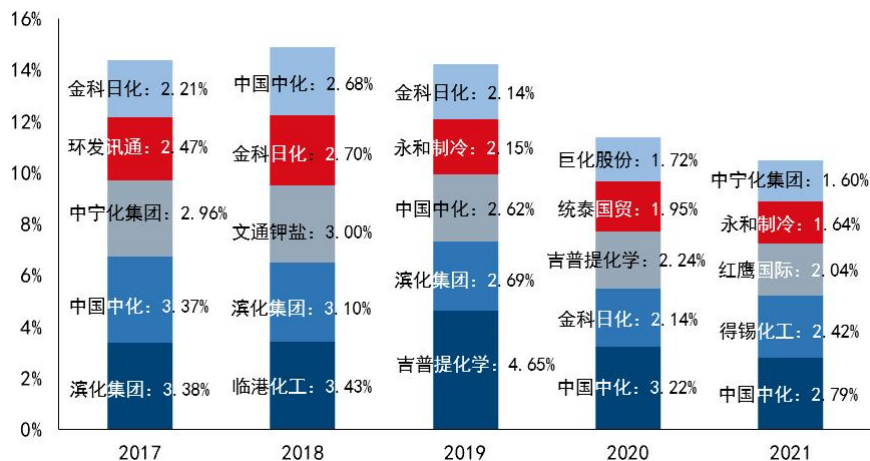


资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

收购直接强化了永泰运在更多地区的服务能力，便于发展新客户。从结构上看，公司 2021 年客户达 3000 多家，前五大客户合计占比 10.5%，密尔克卫同期前五大客户收入占比为 24%。相较密尔克卫，公司更多服务于中小型化工企业。公司在收入持续增长的过程中，前五大客户的收入占比有所降低。从客户所处地理位

置看，金科化工位于浙江、海王化工与滨化集团位于山东、临港化工位于河北，体现了公司资产扩张与客户发掘的区位协同发展。

图 24：永泰运 2017-2021 前五名客户收入占比（由上至下分别为第五大至第一大客户）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

图 25：2017-2021 公司主要客户收入占比



资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 26：公司部分主要客户列示



资料来源：永泰运招股书，各公司官网，国信证券经济研究所整理

化工物流服务行业：空间广阔、竞争结构分散

化工物流发展阶段：自营物流向第三方物流、供应链管理发展

20 世纪 90 年代前，化工企业处于粗放式发展阶段，产品的采购、生产、加工、仓储和运输、营销等环节均集中在企业内部。化工物流仅含货运仓储、运输职能，由化工企业或其客户完成（第一、二方物流）。

随着我国石油、化学工业的加速发展，产业集群效应显现，产品质量与增值成为企业核心竞争力。仓储、物流等投资规模大、资产利用效率低的环节开始外包，国际货运代理公司、运输车队、报关行等第三方物流服务商加速兴起。第三方物流服务是指报关报检等一般性口岸代理服务以及保税仓储、物流加工、物流监管和过境转口等诸多物流增值服务，具有标准化、服务全面、低成本、安全性高的特征。从宏观视角来看，社会物流总费用占 GDP 比重逐年下降，由 2009 年的 17.5% 降至 2021 年的 14.6%，企业物流成本的下降体现了物流行业效率的提高。

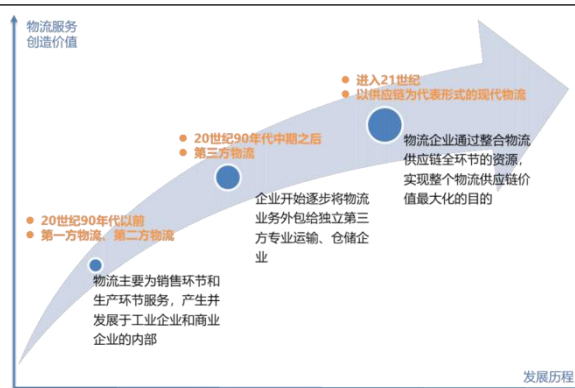
21 世纪以来，手续复杂、安全要求高的化工产品跨境贸易量持续增长，拉动化工企业对第三方专业物流企业的的需求，应运而生了一批集物流设计、运输、仓储、整理、配送等全链条服务的供应链管理企业。

图 27：物流总费用（万亿元）占 GDP 现价比重（右轴）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 28：我国化工物流行业发展历程



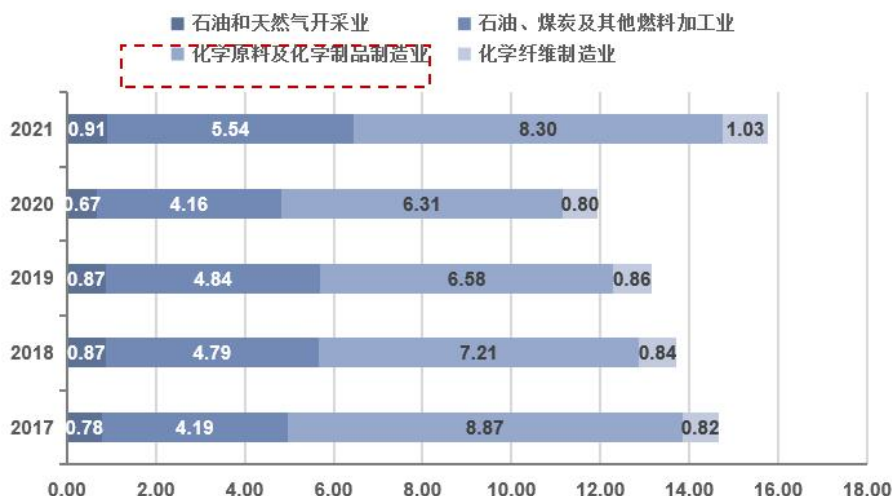
资料来源：永泰运招股说明书，国信证券经济研究所整理

我国化工品物流服务市场规模约 1.2 万亿，第三方物流渗透率逐年提高

GDP 的三种核算方法中，收入法与企业年入口口径接近，因此我们参考社会物流总费用占 GDP 比重，以及全国化工企业年收入，对化工品物流市场规模进行测算。根据国家统计局，2021 年我国化学原料及化学制品制造业营业收入为 8.3 万亿元。按当年物流费用占 GDP 比重 14.6% 计算，2021 年化工品物流市场规模约 1.21 万亿元。当下海外能源价格高企，部分全球性化工企业在中国布局，22 年化工物流市场规模有望进一步提升。

随着物流市场的开放，国外物流商进入中国，更多化工企业意识到借助第三方物流可以降低成本，促进了行业快速发展。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计，2021 年危化品物流行业第三方物流占比升至 40%，市场规模 4847 亿元。

图 29: 2017-2021 化工各分支企业营收总和 (万亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表 3: 化工品第三方物流服务市场规模测算

前提假设	2018	2019	2020	2021
化学原料及化学制品制造业收入 (万亿元)	7.21	6.58	6.31	8.30
物流费用占 GDP 比重	14.5%	14.8%	14.7%	14.6%
化工品物流市场规模 (亿元)	10449.6	9801.4	9380	12118
第三方化工品物流渗透率	25%	28%	30%	40%
化工品第三方物流服务市场规模 (亿元)	2612.4	2744.4	2814	4847.2

资料来源: 国家统计局, WIND, 国信证券经济研究所估算

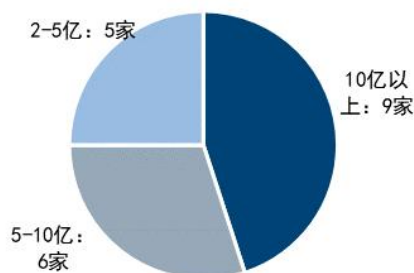
竞争格局: 中小企业者为主, 头部企业区位优势明显

中国化工品第三方物流服务市场参与者众多, 大部分为中小企业

化工物流业主要参与者可大致分为三类: 中央背景企业 (中远海化工、中外运化工等)、化工企业物流子公司 (浙江巨化物流、新奥能源物流、君正物流等)、民营第三方物流公司 (永泰运、密尔克卫等)。业内多数小而散的物流企业只能提供简单基础的货运代理、运输仓储服务, 作业方式和服务手段原始单一, 产品同质化程度高。

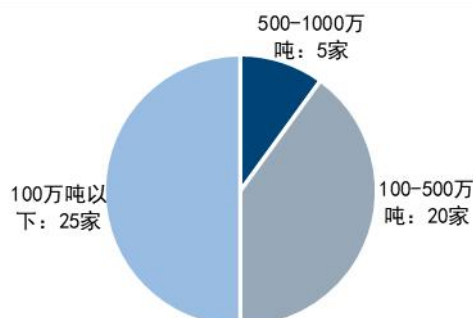
2019-2020 年度百强企业道路运输市场规模、运输量、自有车辆总额仅占行业 4.9%、11.3%、5.7%。2021 年前三季度, 自有运输车辆在 50 辆以下的危化品物流企业占比超过 60%; 拥有 300 辆以上的企业仅有 35 家, 占比 0.26%, 绝大部分企业年运量不足 100 万吨。

图30：综合服务企业前20企业营业额



资料来源：中物联危化品物流分会，国信证券经济研究所整理

图31：道路运输前50企业年运量



资料来源：中物联危化品物流分会，国信证券经济研究所整理

根据中物联危化品物流分会统计，2019-2020年评选的化工物流百强企业总营收554.35亿元，在第三方物流服务市场占有率仅20%。从榜单前五名中君正物流（原中化物流）、密尔克卫、中外运化工、京博物流公布的经营数据来看，2019年几家公司的市场份额分别约1.9%、0.8%、0.55%、0.4%，估算**第三方物流服务行业CR5仅约5%（正本物流未公布业绩，假设市占率为1.3%）**。永泰运2019年相关领域收入为8.23亿元，市占率约0.3%；21年市占率已达0.44%。

表4：中国化工物流百强企业之：综合服务企业前20榜单

排名	2017-2018 年度	排名	2019-2020 年度
1	中化国际物流有限公司	1	上海君正物流（原中化国际物流）
2	正本物流有限公司	2	正本物流集团有限公司
3	中外运化工国际物流有限公司	3	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司
4	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	4	中外运化工国际物流有限公司
5	中远海运化工物流有限公司	5	山东京博物流股份有限公司
6	山东京博物流股份有限公司	6	镇海石化物流有限责任公司
7	中化辽宁有限公司	7	中远海运化工物流有限公司
8	上海环世物流（集团）有限公司	8	希杰荣庆物流供应链有限公司
9	镇海石化物流有限责任公司	9	永泰运化工物流股份有限公司
10	希杰荣庆物流供应链有限公司	10	浙江荣通物流有限公司
11	宝供物流企业集团有限公司	11	山东中汇物流实业有限公司
12	浙江永泰物流有限公司	12	中化辽宁有限公司
13	吉林石化物流有限责任公司	13	吉林石化物流有限责任公司
14	南京扬子物流有限责任公司	14	山东齐鲁物流有限公司
15	河南心连心深冷能源股份有限公司	15	南京扬子物流有限责任公司
16	东莞市百安石化仓储有限公司	16	宝供物流企业集团有限公司
17	山东齐鲁物流有限公司	17	中仓国际物流有限公司
18	成都欣华欣物流有限公司	18	恒百锐物流管理有限公司
19	重庆川维物流有限公司	19	上海中硕国际物流有限公司
20	中仓国际物流有限公司	20	四川省巴蜀危险品运输有限公司

资料来源：中物联危化品物流分会，国信证券经济研究所整理

头部企业集中于化工大省，区位优势明显。企业投资区位的选择要受到生产要素和市场的地理分布、运输成本和投资环境等诸因素的影响。山东、江苏、浙江、广东为中国化工大省，我国八大炼化基地大多分布于这些省份。与此同时，化工物流百强企业名单中67%位于华东地区，11%位于华南地区；江苏、上海、山东分别占21/16/13家。大量的物流需求与便利的海运、陆运是促进当地物流企业发展

主要因素，形成独有的区位优势。

图 32：我国八大炼化基地及代表项目分布



资料来源：中物联危化品物流分会《化危为机，稳中求进（君正物流）》，国信证券经济研究所整理

发展趋势：监管趋严，有利于资质健全企业发展，减少恶性竞争

我国石油和化学工业品种达四万多个，80%以上是危化品，因此在物流的各个环节都有许多细节要求（例如不得产生静电、要求避光、减少碰撞等）。**资质审批上**，我国要求从事化工贸易，或者其他经营危险化学品的企业，经营前需向安监局提出公司所需要的品种或者类别，提交相应资料，拿到危险化学品经营许可证。带有仓储设施的企业需提交更多证明文件。

表 5：危险化学品经营许可证办理所需提交的材料

法律依据	需提交材料
《危险化学品安全管理条例》	申请经营许可证的文件及申请书（危化品生产和使用危化品从事生产的企业利用自有储存设施从事危化品经营活动的，应提交危化品储存设施设置管理手册）
《危险化学品经营许可证管理办法》	安全生产规章制度和岗位操作规程的目录清单
《安全生产法》	企业主要负责人、安全生产管理人员、特种作业人员的相关资格证书（复印件）和其他从业人员培训合格的证明材料
《生产经营单位安全培训规定》	经营场所产权证明文件或者租赁证明文件（复印件） 工商行政管理部门颁发的企业性质营业执照或者企业名称预先核准文件（复印件） 危险化学品事故应急预案备案登记表（复印件）
	带有储存设施经营危险化学品的，申请人还应当提交：
	1. 储存设施相关证明文件（复印件）；租赁储存设施的，需要提交租赁证明文件（复印件）； 储存设施新建、改建、扩建的，需要提交危险化学品建设项目安全设施竣工验收意见书（复印件）
	2. 重大危险源备案证明材料、专职安全生产管理人员的学历证书、技术职称证书或者危险物品安全类注册安全工程师资格证书（复印件）
	3. 安全评价报告

资料来源：国家政务服务平台网站，国信证券经济研究所整理

然而为了不影响业务扩展并节约成本，很多企业资质、技术不过关，行业犹存的

小散乱问题导致危化品运输事故多发。据国家应急管理部，我国危化品物流业 2017 年发生重大事故 2 起、死亡 20 人；2018 年发生重大事故 2 起、死亡 43 人；2019 年 1-8 月份发生重特大事故 3 起、死亡 103 人；“6·13 温岭槽罐车爆炸事故”造成 19 人遇难，172 人住院治疗。重特大事故的发生给人民生命财产安全带来巨大损失，危化品运输、储存安全问题愈发受社会关注。

安全为第一要义，危化品物流行业监管趋严

2020 年 5 月，交通运输部发布《关于全面加强危险化学品运输安全生产工作的意见》，对高危货物运输、装卸、储存等管理做了严格要求。随后相继出台的《全国危险化学品道路运输安全集中整治方案》、《道路运输安全专项整治三年行动实施方案》等，对增量资质获取进行严格限制，对于存量企业不断加严监管、规范行业标准。

随着监管政策的持续出台与实施，我国化工物流体系的标准化建设亦将提速。相关资质审批更加严格，有利于资质健全企业的快速发展。通过减少安全管理领域投资打价格战的小型、不达标、缺资质的危化企业受监管及经营压力将被逐步淘汰，行业集中度有望提高。

表 6：2016 年以来危化品物流相关监管政策与安全标准

发布时间	监管政策	部门
2016.01	《化工(危险化学品)企业安全检查重点指导目录》	国家安监总局
2017.03	《道路危险货物运输管理规定》	交通运输部
2017.06	《港口危险货物集中区域安全风险评估指南》	交通运输部
2019.11	《危险货物道路运输安全管理办法》	交通运输部
2020.5	《关于全面加强危险化学品运输安全生产工作的意见》	交通运输部
2020.12	《危险化学品道路运输挂靠运营整治工作方案》	交通运输部
2020/2021	《危险化学品中间储存设施安全管理规范》	深圳、无锡等市应急管理局

资料来源：各政府部门网站，国信证券经济研究所整理

化工物流将继续呈现园区化、集中化的发展趋势

安全环保监管要求的不断提升，促使下游化工企业“退城入园”，对化工物流企业的需求也有所变化。根据《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，强调推进专业类物流园区的建设，政策引导和市场需求的推动下，化工物流园区的数量和规模将进一步扩大。园区化的发展趋势下，中小企业将加速退场；资金雄厚、规模大、运营经验丰富的大型企业竞争优势有望进一步凸显。

2022 年 10 月，中国化工新材料（嘉兴）园区再度入围全国化工园区十强，永泰运下设子公司嘉兴海泰为其配套的智慧化物流综合服务园区，实现物流仓储与生产分离、入园化工品信息化采集全透明、危化物流仓储土地集约化管理等目标，受当地政府认可。在未来专业化化工园区物流服务中具有较高推广价值。

募投项目

公司 IPO 时以每股 30.46 元公开发行 2597 万股人民币普通股，合计募集 7.91 亿元。扣除发行费用后，全部围绕跨境化工供应链服务投资，用于加大信息化建设、增强线下自有仓储、道路运输资源的服务能力、境内水上短驳运输服务能力、化工品罐箱设备提供以及补充流动资金。具体项目及投资金额如下：

表7：具体募投计划（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	建设期（年）
1	宁波物流中心升级建设项目	15070.83	2
2	“运化工”一站式可视化物流电商平台项目	8783.26	3
3	物流运力提升项目	6281.26	1
4	化工物流装备购置项目	28034.83	2
5	补充流动性资金	9000	-
合计		67170.18	-

资料来源：永泰运招股说明书、国信证券经济研究所整理

宁波物流中心建设项目

公司计划升级宁波部分地块与堆场，建设成符合一智慧物流概念的自动化丙类仓库、加工及分装车间、综合车间、停车场、多用途码头。预计全部达产后可实现年营业收入 7953.95 万元，年净利润 2685.04 万元，**相较公司 2020 年 7143 万的仓储收入增加 111%**。项目建设期 2 年，预计第 2 年仓库与堆场实现 50%使用率，第 3 年仓库与堆场实现 100%使用率、码头实现 50%使用率，第 4 年码头实现 100%。

“运化工”一站式可视化物流电商平台项目

公司计划升级运化工平台现有的国际货代（FMS）、危化品仓储（WMS）、危化品车辆管理（TMS）和罐箱（ISOTMS）等系统，并增加化工品交易系统和内部管理模块。虽然系统升级不直接带来收入增长，但将大幅度提高公司决策能力和运营效率，提升信息、数据收集和分析能力。

物流运力升级项目

公司计划扩大升级现有的运输服务，增加线下自有道路运输资源的服务能力。在 第一年 Q1 完成第一批 60 辆运输车、配套设备购置与人员招聘培训，Q4 完成第二批 60 辆运输车及配套设备购置、人员招聘培训。预计第一年 Q1 可顺利实现第一批 60 辆运输车辆的正常经营运输，当年达产 37.5%，第二年开始实现全部 120 辆运输车辆的正常经营运输。**达产后预计可实现年营业收入 9600 万元。**

化工物流装备购置项目

公司拟围绕跨境化工供应链的主业，通过购置化工品集装箱运输船舶、化工品罐式集装箱以及正面吊等化工物流装备，进一步完善跨境化工供应链服务的服务链条并扩大市占率。计划一年内购置 600 个自有罐式集装箱，代替原本短租获取罐箱资源的模式；两年内完成驳船与正面吊的购置，在第二年下半年完成设备调试并投产，**达产后预计可实现年营业收入 8969.35 万元，净利润 3689.31 万元。**

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

公司未来三年内仍维持当下的跨境化工供应链物流、运输、仓储三部分业务；

公司募投的各增收项目能按期投产达产，同时经济效益符合预期，按照公司各项募投项目计划时间，预计物流运力提升项目在 23 年下半年爬产，宁波物流中心升级项目、化工物流装备购置项目在 24 年下半年爬产，“运化工”一站式可视化物流电商平台项目预计在 25 年下半年爬产；

未来的单位经济效益（即仓库储存的各类危化品占比、仓库坪效、平均每辆车年运输 TEU 数与运输半径）基本稳定。

表8：公司 2022-2024E 收入分拆预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	952.29	2,144.58	3327.75	3801.62	4679.10
营业总收入 YOY	15.2%	125.2%	55.2%	14.2%	23.1%
跨境化工物流供应链服务（货代）	833.15	1,980.95	3129.90	3536.78	4350.24
YOY	14.7%	137.8%	58%	13%	23%
占比	87.5%	92.4%	94.1%	93.0%	93.0%
仓储	71.43	89.55	112.83	157.97	197.46
YOY	25.3%	25.4%	26%	40%	25%
占比	7.5%	4.2%	3.4%	4.2%	4.2%
运输	24.98	38.80	48.50	63.05	78.81
YOY	187.5%	55.3%	25%	30%	25%
占比	2.6%	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%
其他主营收入	19.20	30.95	36.52	43.82	52.58
YOY	-38.8%	61.2%	18%	20%	20%
占比	2.0%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%
非主营业务收入	3.53	4.33	0.00	0.00	0.00
YOY	7.3%	22.5%	-100%	0%	0%
占比	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

备注：1H22 起公司其他业务收入为 0

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司 22-24 年收入分别为 33.3/38.0/46.8 亿元，归属母公司净利润 3.2/3.7/4.4 亿元，利润年增速分别为 91.8%/14.0%/20.1%。

表9：公司 2022-2024E 盈利预测表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2144.58	3327.75	3801.62	4679.10
营业成本	1,791.43	2788.18	3164.27	3902.53
销售费用	35.65	52.25	51.32	59.89

研发费用	2.71	1.66	2.70	3.70
管理费用	56.96	85.19	87.44	102.94
财务费用	9.58	-36.61	7.60	7.02
营业利润	232.13	433.65	486.41	602.24
归属于母公司所有者的净利润	167.54	321.29	366.41	440.12
EPS	2.15	3.09	3.53	4.24
ROE	23.6%	34.3%	30.7%	29.3%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性与悲观三种假设，我们给予的业绩预测为中性预测，乐观、悲观预期则分别体现订单量超预期和低于预期的结果，在乐观假设下，订单量比中性预测高出 10%，从而带来规模效应下的利润率提升；悲观假设下，利润率将随订单量共同下调。

表 10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	952.29	2144.58	3446.07	3985.86	4997.87
(+/-%)	15.2%	125.2%	60.7%	15.7%	25.4%
净利润(百万元)	74.21	167.54	576.19	665.84	819.47
(+/-%)	16.8%	125.8%	243.9%	15.6%	23.1%
摊薄 EPS	0.95	2.15	5.55	6.41	7.89
中性预测					
营业收入(百万元)	952.29	2144.58	3327.75	3801.62	4679.10
(+/-%)	15.2%	125.2%	55.2%	14.2%	23.1%
净利润(百万元)	73.66	174.99	321.29	366.41	440.12
(+/-%)	16.8%	125.8%	91.8%	14.0%	20.1%
摊薄 EPS(元)	0.95	2.15	3.09	3.53	4.24
悲观的预测					
营业收入(百万元)	952.29	2144.58	3209.43	3620.76	4372.91
(+/-%)	15.2%	125.2%	49.7%	12.8%	20.8%
净利润(百万元)	74.21	167.54	95.72	106.68	123.35
(+/-%)	16.8%	125.8%	-42.9%	11.7%	15.4%
摊薄 EPS	0.95	2.15	0.92	1.03	1.19
总股本（百万股）	78	78	104	104	104

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

相对法估值：70-77 亿元

我们的估值方法既参照可比公司估值法，也考虑公司 PEG。

1) 可比公司我们选取提供货代、仓储和运输为核心的危化品一站式综合物流服务，并衍生化工品交易服务的密尔克卫；主营跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储等跨境多式联运综合物流服务的嘉友国际；以及石化产品物流综合服务提供商，主营码头储罐、化工仓储与保税物流的宏川智慧。根据机构一致预期，可比公司 2022 年平均 PE 在 26.2x，23 年均值在 19.0x。

结合我们对于公司未来三年的业绩预测，我们预测之下 2022-2024 年的净利润增速将分别达到 92%、14%、20%；22-24 年净利润 CAGR 为 38%，与可比公司较接近。按照 22 年 PE，公司当前对应 22-24 年的 PEG 为 0.46x，在可比公司中处于较低水平。

表 11：永泰运 VS 可比公司盈利预测与估值表

简称	市值（亿元）	盈利预测（亿元）				PE			2021-2024 利润复合增 速（%）	3 年复合 增长 PEG
	2023 年 1 月 16 日	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
永泰运	57.36	1.68	3.21	3.66	4.40	17.85	15.66	13.03	38%	0.47
同类公司										
密尔克卫	195.55	4.32	6.52	8.79	11.55	30.01	22.26	16.93	39%	0.77
嘉友国际	105.61	3.43	5.98	8.02	10.10	17.67	13.17	10.46	43%	0.41
宏川智慧	89.14	2.72	2.88	4.11	5.31	30.90	21.67	16.77	25%	1.24
		均值				26.19	19.03	14.72	36%	0.81

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资建议

结合 PEG 估值与可比公司估值，我们认为，永泰运作为国内较大的一站式跨境化工物流供应链服务公司，拥有危化品经营资质与稀缺的自营仓库、堆场、运输车队资源。结合罐式集装箱自购取代短租，以及扩张境内水上化工品短驳物流的计划，我们认为公司的盈利能力将有所提升。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.2/3.7/4.4 亿，对应当前市值 PE 分别 17.5x/15.3x/12.8x，公司 22-24 年归母净利润复合增速 38%，我们假设公司估值在未来 3 年 PEG 在 0.53x 较为合理，认为公司合理市值对应 2023 年 19-21x，市值在 70-77 亿元之间，相对于公司目前股价有 22-34%溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

◆ 估值的风险

我们采取相对估值法对公司进行估值，因此假设是可比公司的估值水平处在合理区间，此方法可能未充分考虑市场给予该行业的溢价，因此可能可比公司的估值水平较高。

◆ 盈利预测的风险

公司未来三年盈利预测的准确度基于以下几点：1) 公司仅在现有业务结构内进行优化，不新增服务项目；2) 公司三年内仅一次收购仓储物流资源的计划；3) 募投项目按计划进行，能够如期兑现收入利润；

◆ 海运运价超预期波动的风险

公司主营进出口业务，业绩与国际海运运价具有一定相关性，若未来海运运价超预期波动，有可能损害公司业绩。

◆ 经营与融资风险

收并购是化工物流供应链服务企业扩张业务覆盖范围的主要途径，公司未来可能通过围绕其他沿海港口新设分、子公司及外延式并购的方式，将业务范围拓展至其他地区，有可能存在一定融资需求，短期内可能导致净资产收益率下降；

化工供应链服务产业链较长，公司在并购扩张中员工数量短期存在缺口。人才短缺可能导致公司收入增长不及预期；

天津港瀚诺威项目投入经营效果存在不确定性；

公司大量业务与危化品相关，虽然概率极低但仍存在安全事故风险；

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	93	222	322	482	684	营业收入	952	2145	3328	3802	4679
应收款项	219	480	744	850	1046	营业成本	782	1794	2788	3164	3903
存货净额	2	11	17	19	24	营业税金及附加	2	3	4	4	5
其他流动资产	32	38	59	68	83	销售费用	20	36	52	51	60
流动资产合计	352	753	1144	1421	1840	管理费用	39	57	92	94	110
固定资产	198	199	237	310	382	研发费用	2	3	2	3	4
无形资产及其他	167	169	163	157	152	财务费用	14	10	(37)	8	7
投资性房地产	185	193	193	193	193	投资收益	0	1	1	1	1
						资产减值及公允价值变动	1	1	(0)	2	4
长期股权投资	2	3	4	5	6	其他收入	4	(15)	5	4	3
资产总计	903	1318	1742	2087	2573	营业利润	101	232	434	486	602
短期借款及交易性金融负债	153	180	171	166	170	营业外净收支	(2)	3	1	1	1
应付款项	119	293	435	500	621	利润总额	99	235	435	487	603
其他流动负债	35	67	116	131	161	所得税费用	25	60	100	110	145
流动负债合计	307	539	723	797	953	少数股东损益	(1)	7	13	11	18
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	74	168	321	366	440
其他长期负债	16	24	26	29	34	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	16	24	26	29	34		2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	323	563	749	826	987	净利润	74	168	321	366	440
少数股东权益	38	45	58	68	86	资产减值准备	(1)	19	4	6	7
股东权益	543	711	935	1192	1500	折旧摊销	23	25	30	35	41
负债和股东权益总计	903	1318	1742	2087	2573	公允价值变动损失	(1)	(1)	0	(2)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	14	10	(37)	8	7
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(19)	(51)	(94)	(28)	(53)
每股收益	0.95	2.15	3.09	3.53	4.24	其它	0	(11)	9	5	11
每股红利	0.09	0.08	0.93	1.06	1.27	经营活动现金流	77	148	271	382	442
每股净资产	6.97	9.12	9.01	11.48	14.44	资本开支	0	(40)	(66)	(106)	(111)
ROIC	12%	23%	29%	33%	38%	其它投资现金流	0	3	0	0	0
ROE	14%	24%	34%	31%	29%	投资活动现金流	0	(39)	(67)	(107)	(112)
毛利率	18%	16%	16%	17%	17%	权益性融资	(7)	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(7)	(7)	(96)	(110)	(132)
收入增长	15%	125%	55%	14%	23%	其它融资现金流	(91)	34	(8)	(5)	4
净利润增长率	17%	126%	92%	14%	20%	融资活动现金流	(112)	21	(105)	(115)	(128)
资产负债率	40%	46%	46%	43%	42%	现金净变动	(35)	130	99	160	202
息率	0.2%	0.2%	2.3%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	127	93	222	322	482
P/E	56.8	25.1	17.5	15.3	12.8	货币资金的期末余额	93	222	322	482	684
P/B	7.8	5.9	6.0	4.7	3.7	企业自由现金流	0	121	176	281	336
EV/EBITDA	34.7	17.2	14.9	12.2	10.2	权益自由现金流	0	155	196	270	335

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032