

国内石化仓储龙头，持续并购行稳致远

投资要点

- **事件：**宏川智慧公布2023年半年报。2023年上半年公司实现营收7.74亿元，同比增加27.81%；归属于上市公司股东的净利润1.6亿元，同比增加29.26%。
- **国内石化仓储龙头，持续并购构筑强大壁垒。**公司通过持续的并购成长路径逐步实现第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务的双赛道并进发展，并通过增值服务各个业务与各仓储基地/库区有效联动，集群效应优势明显，增强客户粘性的同时也构建起了公司创新发展的良好基础。公司仓储基地/库区主要布局在华东和华南区域，并已形成长江南北两岸联动、珠江东西两岸联动、东部经济带、西部经济圈多地联动等多维度的业务协同结构。石化仓储企业罐容、仓容的大小直接影响企业的经营实力。截至2023年上半年，公司运营罐容总计438.61万立方米，公司下属化工仓库主要为甲类库、乙类库，能够满足绝大部分石化产品的仓储需求，运营仓容总计6.49万平方米。
- **继续收购码头项目标的，进一步提升长三角地区协同效应。**易联南通目前拥有具备《港口危险货物作业附证》的储罐72座，罐容总量61.70万立方米，单罐容积从1,500-13,000立方米不等；3万吨级液体化工品码头1座（水工结构兼顾5万吨级），为对外开放码头，可停靠各类外籍船舶。8月22日，公司披露拟以8.9亿元收购标的公司100%股权，本次交易是公司自2018年3月上市以来收并购的第10个同类型标的项目。易联南通位于长三角地区，与公司全资子公司南通阳鸿同位于江苏省南通市如皋港区，两者可形成良好的业务协同效应，提升公司整体综合服务效能。
- **扩大公司指定交割库资质优势，进一步提升公司的盈利能力和市场竞争力。**公司子公司太仓阳鸿、南通阳鸿、常州宏川、长江石化为郑州商品交易所甲醇指定交割库。8月22日，公司控股子公司福建港丰能源有限公司拟向郑商所申请甲醇指定交割仓库资质，本次申请将有助于提高客户信任度、增强客户粘性，促进甲醇仓储业务开展，进一步提升公司的盈利能力和市场竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到危化品仓储政策收紧，公司运营罐容远超同行，加之不断开拓市场，仓储出租率有望回升，同时积极发力化工仓库业务，有望享受更高收益，我们看好公司作为行业龙头的中长期增长潜力，给予公司2024年28倍估值，对应目标价26.88元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**安全生产风险、石化市场波动风险、商誉减值风险等。

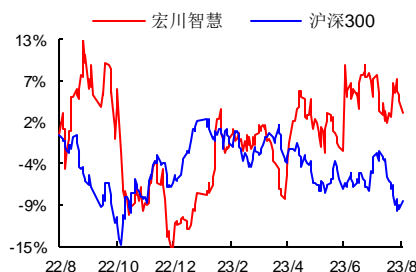
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1263.15	1520.07	1774.95	2087.71
增长率	16.10%	20.34%	16.77%	17.62%
归属母公司净利润（百万元）	223.66	343.83	436.92	564.23
增长率	-17.84%	53.73%	27.08%	29.14%
每股收益EPS（元）	0.49	0.76	0.96	1.24
净资产收益率ROE	8.97%	12.60%	14.08%	15.73%
PE	45	29	23	18
PB	4.25	3.87	3.39	2.92

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.54
流通A股(亿股)	4.31
52周内股价区间(元)	18.6-24.6
总市值(亿元)	100.63
总资产(亿元)	86.44
每股净资产(元)	5.05

相关研究

1. 宏川智慧(002930)：22Q3营收+24.6%，静待并购产能盈利改善 (2022-11-01)
2. 宏川智慧(002930)：仓储业务稳步发展，规模优势持续扩大 (2022-09-05)

盈利预测与估值

主营业务关键假设：

假设 1：2022 年华南地区储罐出租率大幅下降，公司整体平均出租率不足 75%，远低于往年平均水平，主要系福建港能处于业绩爬坡阶段所致。中长期来看，下游石化消费需求边际改善将会对产业复苏形成支持。同时，我国对于仓储行业的监管日趋严格，市场上新增仓储供给有限，预计未来公司储罐出租率有望持续提升，预计 2023-2025 年公司储罐出租率增速为+6%、+7%、+8%。同时公司持续推进并购战略，预计 2023-2025 年公司储罐总量同比+15%、+10%、+10%。

假设 2：公司未来将依托自身品牌优势，持续在经济活跃、产业聚集的区域通过扩建、新建以及并购等多种方式增加第二主业化工仓库体量，逐渐形成规模优势。基于以上因素，预计 2023-2025 年公司化工仓库出租率同比+15%、+15%、+10%。

假设 3：由于公司储罐及化工仓库综合服务固定成本相对稳定，因此预计 2023 年毛利会随着收入的大幅增长而有所改善。同时公司预计未来将不断提升综合服务的附加值水平，因此预计 2023-2025 年公司毛利率会维持在较高水平。

表 1：收入和成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入（百万元）	1263.2	1520.1	1774.9	2087.7
	YOY	16.1%	20.3%	16.8%	17.6%
	营业成本（百万元）	553.0	661.0	724.1	793.2
	毛利率	56.2%	56.5%	59.2%	62.0%
储罐综合服务	营业收入（百万元）	1111.8	1355.3	1595.2	1895.1
	YOY	14.1%	21.9%	17.7%	18.8%
	营业成本（百万元）	499.7	599.6	659.6	725.6
	毛利率	55.1%	55.8%	58.7%	61.7%
化工仓库综合服务	营业收入（百万元）	58.6	67.4	77.6	85.3
	YOY	23.3%	15.0%	15.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	28.0	32.2	33.8	35.5
	毛利率	52.3%	52.3%	56.4%	58.4%
其他	营业收入（百万元）	92.7	97.3	102.2	107.3
	YOY	39.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本（百万元）	25.3	29.2	30.7	32.2
	毛利率	72.7%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源：西南证券

我们选取仓储物流行业的两家 A 股上市企业，其中保税科技主要从事液体化工品、固体干散货仓储业务及代理等物流服务业务，密尔克卫作为专业化工供应链服务商，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。2022 年两家公司平均 PE 为 46 倍，2023 年平均 PE 为 19 倍。我们看好公司作为行业龙头的中长期增长潜力，给予 2024 年 28 倍 PE，对应目标价 26.88 元，维持“买入”评级。

表 2：储物流行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ
600794.SH	保税科技	3.81	0.1	0.2	0.2	47.0	18.5	15.9	2.1
603713.SH	密尔克卫	79.95	3.7	4.3	5.6	44.4	18.7	14.3	5.3
平均						45.7	18.6	15.1	3.7

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1263.15	1520.07	1774.95	2087.71	净利润	242.65	373.02	474.01	612.12
营业成本	552.98	661.03	724.06	793.25	折旧与摊销	358.88	432.86	444.89	450.77
营业税金及附加	11.51	13.63	15.97	14.41	财务费用	237.99	178.15	197.42	213.85
销售费用	36.63	42.90	50.53	59.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	142.39	166.48	194.32	229.72	经营营运资本变动	-35.76	59.27	-50.12	-41.82
财务费用	237.99	178.15	197.42	213.85	其他	45.02	-24.76	-29.17	-30.43
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	848.77	1018.54	1037.03	1204.49
投资收益	27.56	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1153.87	-129.00	-190.00	-287.00
公允价值变动损益	0.79	1.99	1.77	1.68	其他	-473.01	31.99	31.77	31.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1626.88	-97.01	-158.23	-255.32
营业利润	294.30	489.86	624.42	808.72	短期借款	1601.67	-898.73	-587.13	-248.97
其他非经营损益	-2.49	7.49	7.60	7.44	长期借款	528.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	291.81	497.36	632.02	816.17	股权融资	-35.73	40.00	0.00	0.00
所得税	49.15	124.34	158.00	204.04	支付股利	-134.70	-44.73	-68.77	-87.38
净利润	242.65	373.02	474.01	612.12	其他	-1569.90	-777.75	-197.42	-213.85
少数股东损益	18.99	29.19	37.09	47.90	筹资活动现金流净额	390.07	-1681.21	-853.31	-550.20
归属母公司股东净利润	223.66	343.83	436.92	564.23	现金流量净额	-451.14	-759.69	25.49	398.97
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	911.70	152.01	177.49	576.46	成长能力				
应收和预付款项	242.07	272.41	325.94	381.80	销售收入增长率	16.10%	20.34%	16.77%	17.62%
存货	7.14	8.53	7.34	9.24	营业利润增长率	-27.25%	66.45%	27.47%	29.52%
其他流动资产	102.26	123.06	143.69	169.01	净利润增长率	-19.69%	53.73%	27.08%	29.14%
长期股权投资	733.02	733.02	733.02	733.02	EBITDA 增长率	10.06%	23.53%	15.06%	16.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5077.29	4912.08	4795.85	4770.73	毛利率	56.22%	56.51%	59.21%	62.00%
无形资产和开发支出	1570.67	1442.00	1313.32	1184.64	三费率	33.01%	25.49%	24.92%	24.09%
其他非流动资产	516.77	506.79	496.81	486.83	净利率	19.21%	24.54%	26.71%	29.32%
资产总计	9160.91	8149.88	7993.47	8311.73	ROE	8.97%	12.60%	14.08%	15.73%
短期借款	1734.82	836.10	248.97	0.00	ROA	2.65%	4.58%	5.93%	7.36%
应付和预收款项	157.50	263.42	272.14	296.26	ROIC	7.41%	7.72%	9.88%	12.55%
长期借款	3076.89	3076.89	3076.89	3076.89	EBITDA/销售收入	70.55%	72.42%	71.37%	70.57%
其他负债	1487.68	1011.89	1028.63	1047.00	营运能力				
负债合计	6456.88	5188.29	4626.63	4420.15	总资产周转率	0.16	0.18	0.22	0.26
股本	452.04	454.08	454.08	454.08	固定资产周转率	0.31	0.31	0.37	0.45
资本公积	872.07	910.03	910.03	910.03	应收账款周转率	8.64	8.27	8.44	8.40
留存收益	935.05	1234.15	1602.31	2079.15	存货周转率	107.80	84.38	81.01	81.02
归属母公司股东权益	2369.89	2598.27	2966.42	3443.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.45%	—	—	—
少数股东权益	334.14	363.33	400.42	448.32	资本结构				
股东权益合计	2704.03	2961.59	3366.84	3891.58	资产负债率	70.48%	63.66%	57.88%	53.18%
负债和股东权益合计	9160.91	8149.88	7993.47	8311.73	带息债务/总负债	83.65%	86.78%	84.63%	82.95%
					流动比率	0.50	0.44	0.92	2.24
					速动比率	0.49	0.43	0.91	2.22
					股利支付率	60.23%	13.01%	15.74%	15.49%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.76	0.96	1.24
					每股净资产	5.22	5.72	6.53	7.58
					每股经营现金	1.87	2.24	2.28	2.65
					每股股利	0.30	0.10	0.15	0.19
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	891.16	1100.88	1266.72	1473.35					
PE	44.99	29.27	23.03	17.83					
PB	4.25	3.87	3.39	2.92					
PS	7.97	6.62	5.67	4.82					
EV/EBITDA	16.36	12.71	10.57	8.64					
股息率	1.34%	0.44%	0.68%	0.87%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

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