



宏川智慧:化工品仓储行业壁龛市场龙头, 并购式成长

宏川智慧 (002930)

► **公司储罐位于珠三角、长三角及东南沿海, 具有区位优势。**公司子公司三江港储、宏川仓储、宏元仓储以及新收购的嘉信仓储位于珠三角中心地带; 子公司太仓阳鸿、南通阳鸿位于长江南北岸; 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。

► **公司拥有自建码头, 地理位置优越, 可保障及促进仓储业务发展。**太仓阳鸿码头位于江苏省苏州市太仓港口开发区, 拥有 8 个泊位, 最大可靠泊 8 万吨级船舶; 南通阳鸿码头位于江苏省南通市如皋港区, 拥有 6 个泊位, 最大可靠泊 8 万吨级船舶; 三江港储码头位于东莞市沙田镇虎门港立沙岛, 拥有 2 个泊位, 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, 计划设有 2 个泊位, 按最大可靠泊 2 万吨级船舶设计; 福建港能拟建设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); 嘉信仓储码头位于珠江西岸, 具备 2 个 5000 吨级船舶泊位。

► **公司子公司是各大商品交易所指定交割库, 有利客户粘性。**截至 2019 年 9 月末, 公司子公司太仓阳鸿、南通阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库; 公司子公司三江港储、太仓阳鸿、南通阳鸿为大连商品交易所乙二醇指定交割库; 公司子公司南通阳鸿、三江港储为大连商品交易所苯乙烯指定交割仓库。

► **自公司成立以来, 并购是公司规模扩张的主要形式。**2012 年 11 月公司成立后, 先后同一控制下收购太仓阳鸿 100% 股权、收购南通阳鸿 100% 股权、收购三江港储 100% 股权、收购宏元仓储 100% 股权、非同一控制下增资及收购福建港能 85% 股权、非同一控制下收购嘉信仓储 100% 股权。通过并购, 公司的产能规模逐步提升, 至今已拥有码头 6 座, 储罐 455 座, 已运营及在建总罐容达 199.02 万立方米, 化工仓库建筑面积总计约 2.22 万平方米。

► **安全环保监管趋严凸显公司资产稀缺性; 行业集中度较低, 监管趋严有利于龙头企业扩张规模。**我们判断 2019 年江苏响水 321 爆炸事故或将引发新一轮的危险品仓储行业的整顿治理, 行业资源将进一步整合; 安全监管趋严, 行业内各公司的安全监管成本将上升, 安全监管能力较强的危化仓储上市公司的资产稀缺性进一步凸显。部分中小企业或因安全管理能力不达标、安全管理成本上升而难以生存。对于行业内龙头公司而言, 可利用其较为优秀的安全管理能力和资金优势借机扩张规模。

► **预计未来我国原油、成品油、乙二醇、甲醇等化工品仍将保持较大的进口量, 化工仓储行业需求有保障。**2018 年我国原油进口量 4.64 亿吨, 同比+10%; 成品油进口量 3348 万吨, 同比+13%; 乙二醇进口量 980 万吨, 同比+12.4%; 甲醇进口量 743 万吨, 同比-9%。除甲醇进口量稍有下降外, 原油、成品油、乙二醇进口量均保持增长。从过去几年的进口情况看, 我们判断, 未来我国的原油、成品油、乙二醇、甲醇仍将保持较大的进口量。

► **上调盈利预测及评级, 给予“买入”评级。**公司公告收购嘉信

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	14.62
股票代码:	002930
52 周最高价/最低价:	29.41/13.09
总市值(亿)	49.90
自由流通市值(亿)	20.13
自由流通股数(百万)	137.71



分析师: 丁一洪

邮箱: dingyh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070001
联系电话: 0755-83025232

分析师: 卓乃建

邮箱: zhuonj@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100003
联系电话: 0755-83025232

分析师: 洪奕昕

邮箱: hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080004
联系电话: 0755-83025232

研究助理: 李承鹏

邮箱: licp1@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话: 0755-83025232

相关研究

1. 规模效应带动公司业绩增长, 给予“增持”评级
2019.11.03

仓储后，罐容及仓库规模均有所增加，将给公司带来业绩增量，我们上调公司盈利预测，2019-2021 年公司营收分别从 4.9/5.5/6.4 亿元上调至 4.9/5.9/6.9 亿元；2019-2021 年公司归母净利润分别从 1.5/1.7/2.1 亿元上调至 1.5/1.8/2.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.44/0.52/0.66 元，按照 2019 年 12 月 10 日股票 14.52 元/股的收盘价，对应的 PE 分别为 33/28/22 倍。我们认为，公司收购嘉信仓储后，有望通过公司的管理能力发挥协同效应，且让市场看到公司又实现一件并购式成长的案例；未来宏川仓储、宏元仓储、福建港能项目投产，公司储罐规模还将进一步提升，我们认为未来规模效应将带动公司业绩增长，将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示

安全生产风险；宏观经济下行风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	364.55	398.09	487.21	588.27	693.29
YoY (%)	-0.74%	9.20%	22.39%	20.74%	17.85%
归母净利润(百万元)	92.13	102.71	149.04	177.51	223.99
YoY (%)	9.72%	11.48%	45.10%	19.11%	26.18%
毛利率 (%)	56.59%	58.05%	63.08%	64.85%	67.53%
每股收益 (元)	0.27	0.30	0.44	0.52	0.66
ROE	7.57%	5.80%	7.37%	8.07%	9.24%
市盈率	53.79	48.25	33.25	27.92	22.13

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内第三方石化仓储龙头	4
1.1. 实际控制人控股 54.45%	4
1.2. 储罐位于珠三角、长三角及东南沿海，具有区位优势	4
1.3. 资产稀缺性保障公司议价能力	5
1.4. 专注化工品仓储，公司业绩稳定增长	6
1.5. 成本结构造就公司业绩高弹性	7
2. 并购式成长，公司产能规模逐步扩张	8
2.1. 2012 年收购太仓阳鸿 100% 股权	8
2.2. 2014 年收购南通阳鸿 100% 股权	8
2.3. 2014-2015 年收购三江港储 100% 股权	8
2.4. 2018 年收购宏元仓储 100% 股权	9
2.5. 2018 年增资收购福建港能 85% 股权	9
2.6. 2019 年收购嘉信仓储 100% 股权	9
3. 石化仓储需求有保障，监管趋严提升行业壁垒，有利龙头企业规模扩张	10
3.1. 石化产品进口稳定保障石化储仓需求	10
3.2. 安全环保事件提高行业准入壁垒，优质企业稀缺性凸显	11
3.3. 行业集中度较低，监管趋严有利于龙头企业规模扩张	12
4. 盈利预测及估值	13
4.1. 未来储罐出租率有望继续提升	13
4.2. 罐容规模将进一步提升	13
4.3. 上调盈利预测及评级，给予“买入”评级	13
5. 风险因素	13
5.1. 安全生产风险	13
5.2. 宏观经济下行风险	13

图表目录

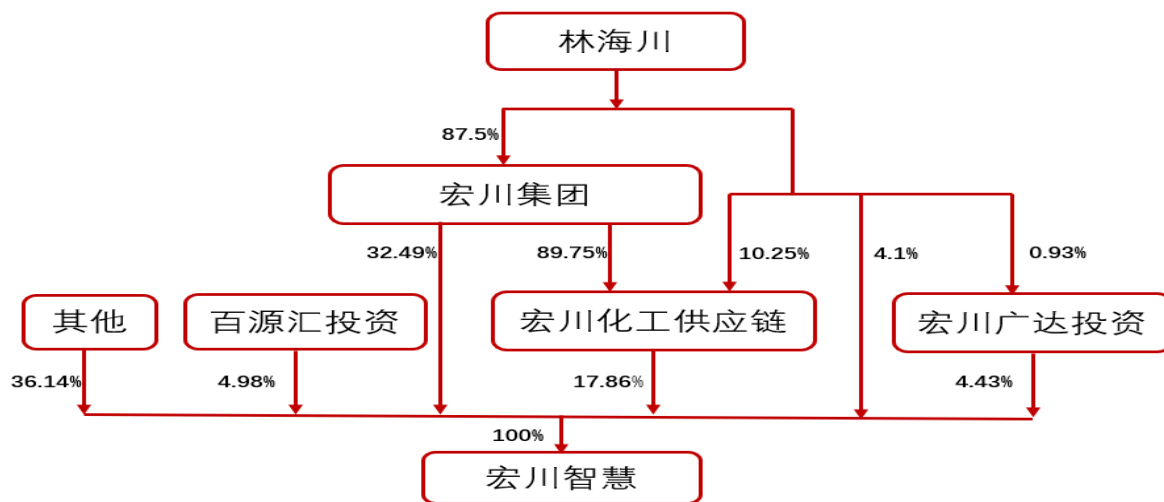
图 1 截至 2019 年 6 月 30 日，实际控制人林海川控股 54.45%	4
图 2 公司储罐位于珠三角、长三角及东南沿海地区	5
图 3 2015-2018 年公司单位罐容收费呈逐年上升的趋势	6
图 4 2019 年 1-9 月公司营收同比+23.4%	7
图 5 2019 年 1-9 月公司归母净利同比+52.4%	7
图 6 2018 年固定成本占公司营业成本的 79%	8
图 7 业务规模上升，2019H1 毛利率升至 62.84%	8
图 8 2018 年我国原油进口量同比+10.0%	11
图 9 2018 年我国成品油进口量同比+13%	11
图 10 2018 年我国乙二醇进口量同比+12.4%	11
图 11 2018 年我国甲醇进口量同比-9%	11
图 12 2016 年我国危险仓储业液（气）体储罐容量同比-1.9%	12
图 13 2016 年我国危险品仓储企业数量同比-9.1%	12
表 1 公司储罐罐容情况一览表	10

1. 国内第三方石化仓储龙头

1.1. 实际控制人控股 54.45%

公司成立于 2012 年 11 月 26 日，于 2018 年 3 月 28 日于深交所挂牌上市。截至 2019 年 6 月 30 日末，公司控股股东广东宏川集团有限公司持有上市公司股份 32.49%；公司实际控制人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间接持股以及直接持股的形式共控制上市公司 54.45% 的股份。

图 1 截至 2019 年 6 月 30 日，实际控制人林海川控股 54.45%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司系一家仓储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业务，主要从事仓储综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务三大业务：1) 仓储综合服务，依靠码头、管线、储罐、装车台等为客户提供一体化服务，业务涉及装卸及仓储全过程；2) 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；3) 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。

根据公司 2019 年半年报，上半年公司实现仓储及中转综合服务收入、物流链管理服务收入分别为 2.27 亿元/0.12 亿元，占营业收入的比重分别为 94.94%/4.90%。

1.2. 储罐位于珠三角、长三角及东南沿海，具有区位优势

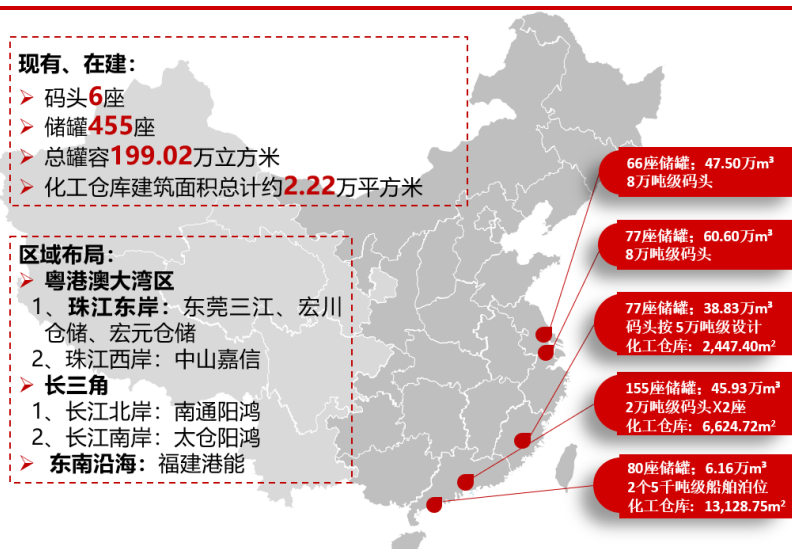
根据公司半年报及收购嘉信仓储的相关公告，公司拥有储罐 455 座（含在建储罐），在建及拟建的储罐罐容约为 60.63 万立方米，现有、在建及拟建储罐罐容总计约为 199.02 万立方米，公司单一储罐罐容 300 立方米至 20000 立方米，客户可选择性高。

公司子公司三江港储、宏川仓储、宏元仓储以及新收购的嘉信仓储位于珠三角中心地带，服务半径覆盖了珠三角密集的制造企业群；子公司太仓阳鸿、南通阳鸿位于长江南北岸，具有布局优势；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。

公司还拥有地理位置较为优越的自建码头。太仓阳鸿码头位于江苏省苏州市太仓港开发区，拥有 8 个泊位，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，拥有 6 个泊位，最大可靠泊 8 万吨级船舶；三江港储码头位于东莞市沙田镇虎门港立沙岛，拥有 2 个泊位，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，计划设有 2 个泊位，按最大可靠泊 2 万吨级船舶设计；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）；嘉信仓储码头位于珠江西岸，具备 2 个 5000 吨级船舶泊位。

由于水路运输成本低、运载能力强，水路运输适合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，因此石化仓储企业的前沿码头资源和储罐建设规模直接决定了行业的进入门槛和企业的竞争实力。

图 2 公司储罐位于珠三角、长三角及东南沿海地区



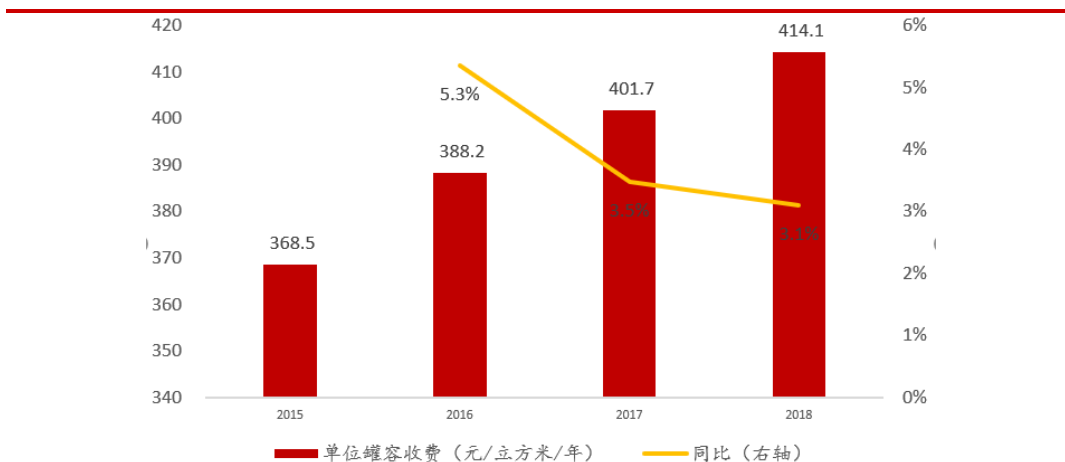
资料来源：公司公告，华西证券研究所

此外，公司子公司还是各大商品交易所的指定交割仓库，有利于提升客户粘性，具有竞争优势。截至 2019 年 9 月末，公司子公司太仓阳鸿、南通阳鸿为郑州商品交易所甲醇指定交割库；公司子公司三江港储、太仓阳鸿、南通阳鸿为大连商品交易所乙二醇指定交割库；公司子公司南通阳鸿、三江港储为大连商品交易所苯乙烯指定交割仓库。根据公司《招股说明书》，2015 年太仓阳鸿甲醇仓单数量位列郑州商品期货交易所主要甲醇交割库第 2 名。

1.3. 资产稀缺性保障公司议价能力

区域优势、码头资源性等一定程度上可以保障公司的议价能力，根据我们的测算 2015-2018 年公司单位罐容收费分别为 368.5/388.2/401.7/414.1（元/立方米/年），单位罐容收费呈逐年上升的趋势。

图 3 2015-2018 年公司单位罐容收费呈逐年上升的趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司历史的单位罐容收费每年基本保持微升，我们认为公司资产的稀缺性保障了公司的议价能力，单位罐容收费或许还有上升的空间。

1.4. 专注化工品仓储，公司业绩稳定增长

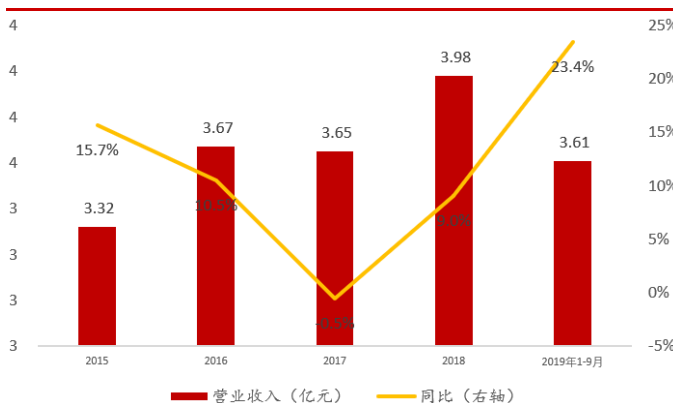
2018 年 12 月 5 日，公司与实际控制人林海川签订了《东莞市快易商业保理有限公司股权转让协议》，将公司持有的快易保理 100%股权转让给林海川。快易保理的经营经营范围包括：商业保理服务；融资租赁服务；实业投资等。股权转让完成后，上市公司不再从事商业保理相关业务，聚焦于化工品仓储业务。

根据公司半年报，2019 年上半年公司实现营收 2.39 亿元，其中仓储及中转综合服务收入 2.27 亿元，占比 94.94%。

2015-2019 年 1-9 月公司分别实现营收 3.32 亿元/3.67 亿元/3.64 亿元/3.98 亿元/3.61 亿元，同比分别为+15.7%/+10.5%/-0.5%/+9.0%/+23.4%。

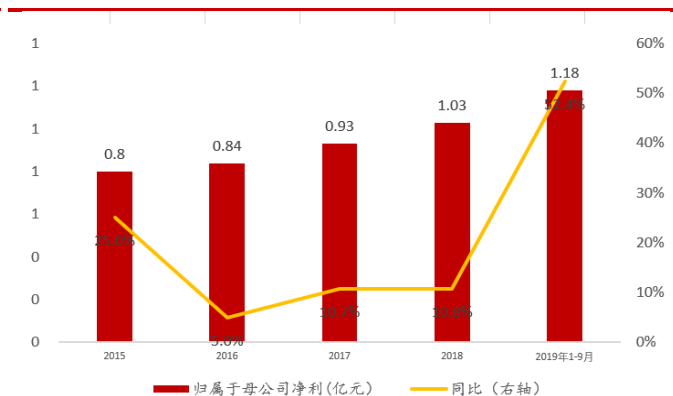
2015-2019 年 1-9 月公司分别实现归属于母公司的净利润 0.8 亿元/0.84 亿元/0.93 亿元/1.03 亿元/1.18 亿元，同比分别为+25.0%/+5.0%/+10.7%/+10.8%/+52.4%。

图 4 2019 年 1-9 月公司营收同比+23.4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2019 年 1-9 月公司归母净利同比+52.4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.5. 成本结构造就公司业绩高弹性

由于公司所从事的业务特点，其成本中以固定资产折旧、人工等相对固定的成本为主，因此公司业务规模提升会使边际利润有较大的改善，业绩弹性较大，规模效应较为明显。

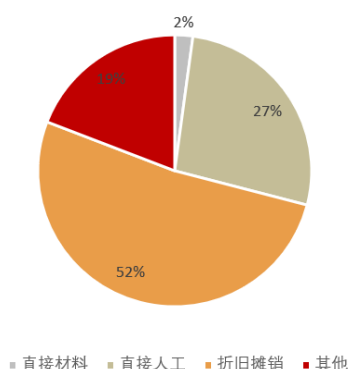
以 2018 年为例，2018 年营业成本共计 16698 万元，其中，直接材料成本 356 万元，占比 2%；直接人工成本 4496 万元，占比 27%；折旧摊销成本 8650 万元，占比 52%；其他成本 3195 万元，占比 19%。直接人工、折旧摊销两项相对固定的成本总计 13146 万元，占营业成本的比重为 79%，占比较大。

2015 年至 2018 年期间，公司储罐罐容总量基本没什么变化，保持在 107.03 万立方米，但出租率基本呈逐年上升的趋势，分别为 82.86%/81.71%/82.04%/84.39%，由于固定成本占比较大，公司的毛利率随出租率的提升而提升。2015 至 2018 年期间毛利率分别为 59.34%/56.68%/56.71%/58.04%。

2019 年上半年，由于南通阳鸿项目扩建项目投入使用，运营罐容由 107.03 万立方米增至 132.23 万立方米；同时，上半年公司整体储罐出租率为 84.69%，较 2018 年上升 0.3 个百分点，业务规模较 2018 年上半年有较大的提升。因公司成本结构的特点，2019 年上半年因规模效应所带来的业绩提升较为显著。

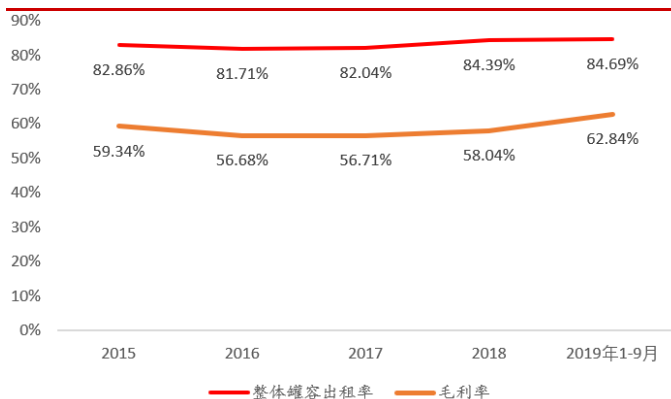
2019 年上半年实现营业收入 2.39 亿元，同比+26.15%；实现归属于母公司净利润 0.83 亿元，同比+74.66%；2019 年上半年毛利率为 62.84%，相比 2018 年毛利率上升 4.8 个百分点。

图 6 2018 年固定成本占公司营业成本的 79%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 业务规模上升，2019H1 毛利率升至 62.84%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 并购式成长，公司产能规模逐步扩张

2012 年 11 月公司成立后，公司先后同一控制下收购了太仓阳鸿 100% 股权、收购南通阳鸿 100% 股权、收购三江港储 100% 股权、收购宏元仓储 100% 股权、非同一控制下增资及收购福建港能 85% 股权、非同一控制下收购嘉信仓储 100% 股权。通过并购，公司的产能规模逐步提升，至今已拥有码头 6 座，储罐 455 座，已运营及在建总罐容达 199.02 万立方米，化工仓库建筑面积总计约 2.202 万平方米。

2.1. 2012 年收购太仓阳鸿 100% 股权

2012 年公司以 4.5 亿元的对价收购公司股东宏川供应链持有的太仓阳鸿 100% 股权。

太仓阳鸿一期工程于 2009 年 4 月开始运营，拥有 8 万吨级石化码头一座，长江岸线 390 米，码头内外档共设 8 个泊位，3000-20000 立方米的多种规格储罐 46 座，总罐容 33.6 万立方米。

2014 年太仓阳鸿二期扩建工程完工，总罐容增至 60.6 万立方米，此后罐容未发生变化。

2.2. 2014 年收购南通阳鸿 100% 股权

2014 年公司以 2.4 亿元的对价收购公司股东宏川供应链持有的南通阳鸿 100% 股权。

2016 年南通阳鸿开始扩建库容 25.2 万立方米（IPO 募投项目之一），建设总罐容 25.2 万立方米的 23 座储罐及有关配套设施。2018 年 9 月，南通阳鸿的库区总罐容从 2017 年末的 22.3 万立方米扩增至 28.3 万立方米，2019 年 3 月末扩增至 47.5 万立方米。

2.3. 2014-2015 年收购三江港储 100% 股权

2013 年 10 月，公司以 683.65 万美元收购宏川供应链持有的宏川发展（香港）100% 股权，收购完成后公司通过宏川发展（香港）间接持有三江港储 25% 股权。

2014 年 12 月，公司以 1.1 亿元对价收购宏川供应链持有的三江港储 55% 股权，收购完成后，公司直接和间接控制三江港储 80% 股权。

2015 年 5 月，公司以 0.41 万元对价收购蓝星港口持有的三江港储 20% 的股权，收购完成后，公司直接和间接控制三江港储 100% 股权。

根据招股说明书，三江港储是华南地区较大的无机化工产品仓储基地，码头拥有 2 个泊位，最大靠泊 2 万吨级船舶，单座储罐容量较小（700 立方米至 7000 立方米，平均罐容 2488 立方米），拥有储罐 97 座，总罐容 24.13 万立方米。

2.4. 2018 年收购宏元仓储 100% 股权

2018 年 1 月，公司与宏川能源签署了《东莞市宏元化工仓储有限公司股权转让补充协议》，约定宏川能源将持有的东莞宏元 100.00% 股权以 2530.50 万元转让给宏川智慧。

宏元仓储拥有 10560.6 平方米土地使用权，正在建设 1.05 万立方米储罐。

2.5. 2018 年增资收购福建港能 85% 股权

根据公司 2018 年 12 月 12 日公告，公司向福建港能增资 2.08 亿元，增资完成后公司持有福建港能 51% 的股权；同时，公司以 1.06 亿元受让福建港能 34% 股权。两项交易完成后，公司合计持有福建港能 85% 股权。

通过此次收购，公司的仓储业务版图扩展至东南沿海，填补了公司在东南沿海仓储业务的空白。福建港能地处湄洲湾石化基地，是国家级石化基地，所在地泉州石化工业园区是中国石化产业振兴规划中的九大炼油基地之一，石化产品仓储需求量大。

根据公司公告，福建港能的港丰石化仓储及 7# 泊位工程项目（可转债募投项目）尚处于在建阶段，占地约 25.17 公顷，液体码头规划等级 3 万吨级（结构按照 5 万吨级设计），岸线为 320 米，建设储罐 77 座，储罐总罐容约为 38.83 万立方米。

根据公司 2019 年 9 月公告的《公开发行可转换公司债券申请文件的反馈意见回复》，“港丰石化仓储项目”和“7# 泊位工程”两个项目建设期 2 年，达产期 1 年，项目建成后正常运行并完全投产后预计可实现销售收入 1.48 亿元，年利润总额（税前）0.67 亿元，税后内部收益率为 8.1%。

2.6. 2019 年收购嘉信仓储 100% 股权

根据公司 2019 年 12 月 6 日公告，公司全资子公司东莞三江港口储罐有限公司于 2019 年 12 月 5 日与新宁物流签署了《关于中山市嘉信化工仓储物流有限公司之股权转让协议》，拟使用自筹资金收购新宁物流持有的中山市嘉信化工仓储物流有限公司 100% 股权，股权转让价格 3 亿元。

嘉信仓储位于珠江西岸，占地 13.33 万平方米，其中预留用地约 0.6 万平方米，岸线长度 333 米。嘉信仓储拥有储罐 80 座，总罐容 6.16 万立方米；拥有化工仓库共计 10 座（其中，甲类化工仓库 8 座，建筑面积 1.2 万平方米，丙类化工仓库 2 座，建筑面积 0.11 万平方米），建筑面积约 1.31 万平方米；拥有石化液体船舶码头一座，具备 2 个 5000 吨级船舶的泊位。

此次收购完成后，公司运营及在建的码头个数由 5 座增至 6 座，运营及在建的储罐个数由 375 座增至 455 座，运营及在建的储罐总罐容由 192.86 万立方米增至 199.02 万立方米，运营及在建的化工仓库建筑面积由约 0.9 万平方米增至约 2.2 万平方米，增幅 144.72%。我们预计宏元仓储、宏川仓储在建的储罐将于 2020 年初投入运营，福建港能将在建储罐将于 2021 年中投入运营。

表 1 公司储罐罐容情况一览表

子公司名称	持股比例	拥有储罐罐容（万立方米）	取得方式	运营情况
三江港储	100%	24.13	收购	已运营
太仓阳鸿	100%	60.60	收购后扩建	已运营
南通阳鸿	100%	47.50	收购后扩建，扩建项目为 IPO 募投项目之一	已运营
宏川仓储	100%	20.75	新设, IPO 募投项目之一	在建
宏元仓储	100%	1.05	收购	在建
福建港能	85%	38.83	并购	在建
嘉信仓储	100%	6.16	收购	已运营
合计		199.02	-	-

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3. 石化仓储需求有保障，监管趋严提升行业壁垒，有利龙头企业规模扩张

3.1. 石化产品进口稳定保障石化储仓需求

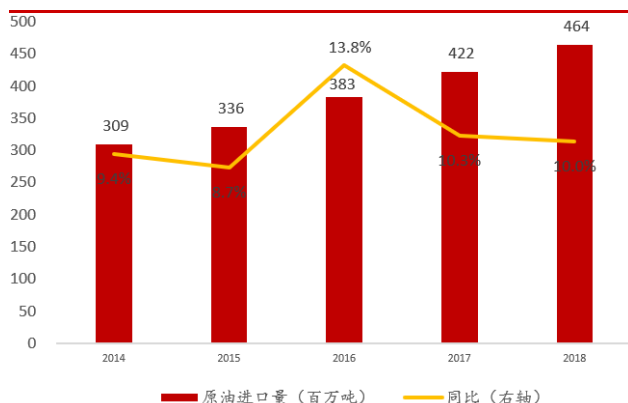
我国是石化产品生产和消费大国，在石化产品的大量消费需求带动下，石化仓储服务需求有保障。

2014-2018 年，我国原油进口量呈逐年上升的趋势，2018 年原油进口量 4.64 亿吨，同比+10.0%；成品油进口量也由 2014 年 3000 万吨增至 2018 年的 3348 万吨，同比+13%，油品类进口总体呈上升趋势。

2014-2018 年，我国乙二醇进口量由 2014 年的 839 万吨增至 2018 年的 980 万吨，进口量稳定在 700 至 1000 万吨之间；2014-2018 年，我国甲醇进口量由 433 万吨增至 2016 年的 881 万吨，2017/2018 年进口量分别下降至 813/743 万吨，仍保持 700 万吨以上的进口量。

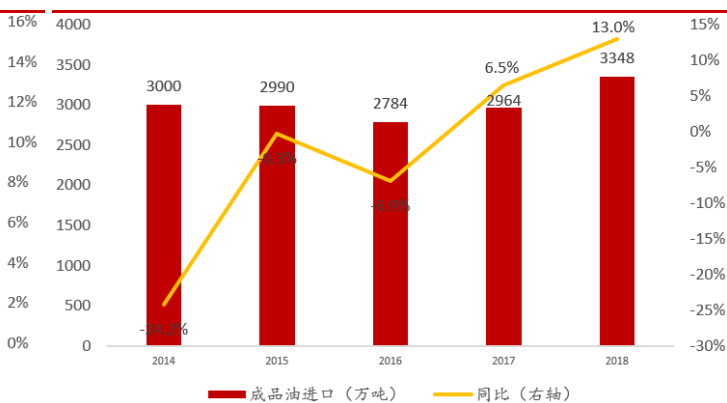
结合过去 5 年我国原油、成品油、乙二醇、甲醇的进口情况，我们认为未来我国的原油、成品油、乙二醇、甲醇仍将保持较大的进口量，化工仓储行业需求有保障。

图 8 2018 年我国原油进口量同比+10.0%



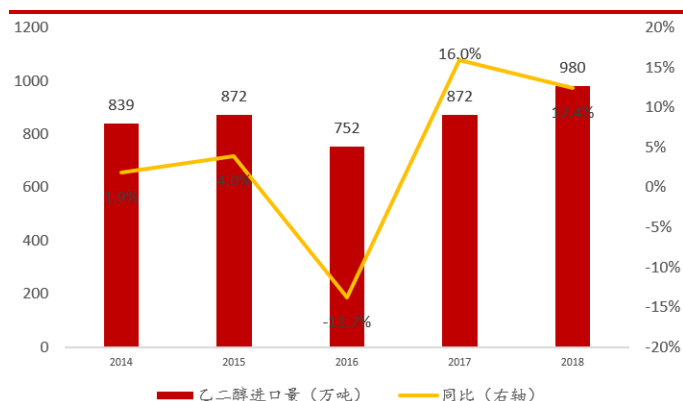
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 2018 年我国成品油进口量同比+13%



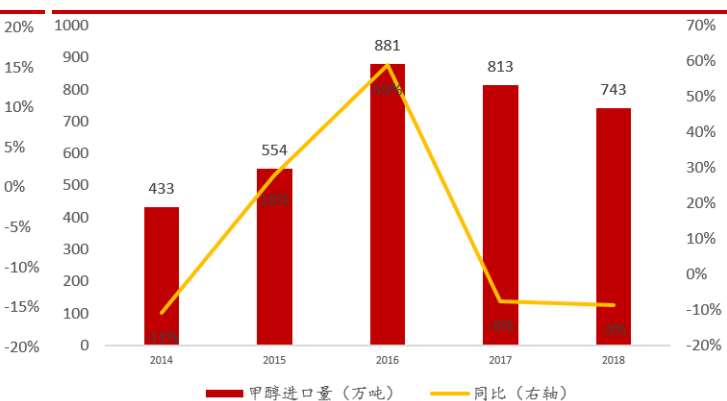
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 2018 年我国乙二醇进口量同比+12.4%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 2018 年我国甲醇进口量同比-9%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

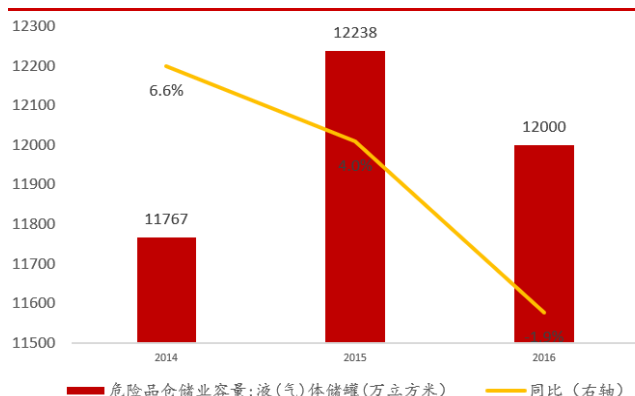
3.2. 安全环保事件提高行业准入壁垒，优质企业稀缺性凸显

2015 年天津港 812 事故、2019 年江苏响水 321 事故引起了化工行业全方面的整治，对化工品仓储行业提出了更高的安全监管要求，安全监管成本将上升。

根据 Wind 的数据，2016 年我国危险品仓储业液（气）体储罐容量为 12000 万立方米，较 2015 年下降了 238 万立方米；2016 年我国危险仓储企业数量为 5000 家，较 2015 年下降了 500 家。

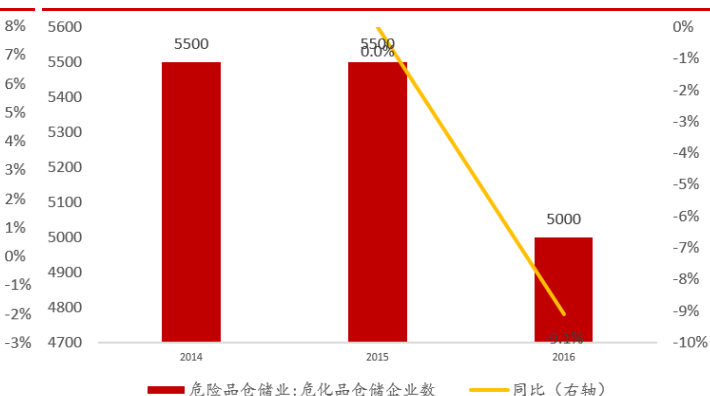
我们认为 2015 年天津港 812 事故后，危化品仓储行业整顿治理导致了 2016 年危险品仓储业液（气）体储罐容量、危险仓储企业的下降。

图 12 2016 年我国危险仓储业液（气）体储罐容量同比
-1.9%



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 13 2016 年我国危险品仓储企业数量同比-9.1%



资料来源：Wind, 华西证券研究所

2019 年江苏响水 321 事故发生后，江苏省委办公厅、江苏省政府办公厅联合印发了《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，提出“减压沿江地区化工生产企业数量。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。对确实不能搬迁的企业，逐一进行安全风险和环境风险评估，采用“一企一策”抓紧改造提升；对化工园区内的企业逐企评估并提出处置意见，凡是与所在园区无产业链关联、安全和环保隐患大的企业 2020 年底前依法关闭退出。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。”

《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》还提出“压减规模以下化工生产企业数量。对规模以下企业进一步排查摸底，评估安全和环保风险，不达标企业 2020 年底前全部关闭退出，达标的企业鼓励进入化工园区（集中区）发展。”

根据南方网 2019 年 4 月 26 日的报道，在江苏响水 321 事故发生后，广东省安委会立即发出紧急通知，要求全面加强我省化工和危险化学品安全防范工作，坚决防范和遏制生产安全事故尤其是爆炸事故的发生。广东省安委会提出“对企业没有技术力量又没有聘请专业团队等不符合安全生产条件的，要依法严肃查处，该立案处罚的立案处罚、该停产整顿的停产整顿、该关闭取缔的坚决关闭取缔。”

我们认为，2015 年天津港 812、2019 年江苏响水 321 等安全事件的发生，提高了行业安全监管要求，不仅提高了化工生产企业的准入要求，也提高了化工仓储企业的准入要求，同时也会淘汰一部分不达标企业，而对于存量安全监管能力较强、资产质量优良的企业，其稀缺性也会因行业整治凸显。

3.3. 行业集中度较低，监管趋严有利于龙头企业规模扩张

根据 Wind 的数据，2016 年我国危险品仓储业液（气）体储罐容量为 12000 万立方米，公司 2016 年罐容为 107.03 万立方米，占我国危险品仓储业液（气）体储罐容量的比重仅为 0.89%，占比较低。公司作为提供第三方仓储物流服务的上市公司，储罐规模已具备一定的优势，但相比全国的危险品液（气）储罐容量，占比仍然较低。因此，我们判断化工品液化（气）仓储行业集中度偏低。

江苏响水 321 等安全事件的发生以及环保政策的趋严，我们认为整个行业安全监管成本将上升，部分中小企业或因安全管理能力不达标、安全管理成本上升而难以生存；对于行业内龙头公司而言，可利用其较为优秀的安全管理能力、资金优势扩张规模。

4. 盈利预测及估值

4.1. 未来储罐出租率有望继续提升

自 2015 年以来，公司储罐出租率稳步提升，2019 年上半年，公司储罐出租率为 84.69%，相较 2018 年全年上升 0.3 个百分点。受 2019 年 321 江苏响水爆炸事件的影响，公司资产稀缺性进一步凸显，我们预计 2019 年、2020 年储罐出租率有望进一步提升，2021 年储罐出租率保持相对稳定，预计 2019/2020/2021 年储罐出租率分别为 85%/85.5%/85.5%。

4.2. 罐容规模将进一步提升

截至 2019 年 6 月末，公司已投入运营的罐容规模 132.23 万立方米。假设宏川仓储 20.75 万立方米罐容、宏元仓储 1.05 万立方米罐容将于 2020 年年初投运，叠加 2019 年 12 月收购的嘉信仓储 6.16 万立方米的罐容，则公司未来罐容规模将进一步提升。其中宏川仓储 20.75 万立方米储罐将部分出租给东佑仓储（已签租赁协议），约定租期为 10 年，租金总价不低于 2.89 亿元。

根据福建港能的建设进度（根据 2019 年半年报，截至 2019 年 6 月末，福建港能石化仓储项目（一期）工程累计投入占预算比例为 31.78%），我们假设福建港能项目于 2021 年年中投入运营，则 2021 年当年加权储罐罐容约为 179.6 万立方米。

结合罐容规模、储罐出租率的假设，我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收约 4.9 亿元/5.9 亿元/6.9 亿元，同比分别约为+22.4%/+20.7%/+17.9%。

4.3. 上调盈利预测及评级，给予“买入”评级

2019 年 12 月公司收购嘉信仓储后，其罐容规模增加 6.16 万平方米，化工仓库建筑面积增加 1.3 万平方米，公司盈利能力将提升，对此我们上调公司的盈利预测及评级。

2019-2021 年公司营收分别从 4.9/5.5/6.4 亿元上调至 4.9/5.9/6.9 亿元；2019-2021 年公司归母净利分别从 1.5/1.7/2.1 亿元上调至 1.5/1.8/2.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.44/0.52/0.66 元，按照 2019 年 12 月 10 日股票 14.52 元/股的收盘价，对应的 PE 分别为 33/28/22 倍。我们认为，公司收购嘉信仓储后，有望通过公司的管理能力发挥协同效应；未来福建港能项目投产，公司储罐规模进一步上升，规模效应将带动公司业绩快速增长，上调公司股票评级，由“增持”上调至“买入”评级。

5. 风险因素

5.1. 安全生产风险

公司所存储的货物大部分为易燃、有毒或腐蚀性的化学品，若发生操作失误或设备故障，会给公司带来不利的影响。

5.2. 宏观经济下行风险

宏观经济下行会影响整个石化行业的需求，从而影响石化仓储的需求以及公司的业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	398.09	487.21	588.27	693.29	净利润	102.71	147.26	175.40	221.32
YoY (%)	9.20%	22.39%	20.74%	17.85%	折旧和摊销	101.34	129.07	143.56	143.56
营业成本	166.98	179.89	206.75	225.09	营运资金变动	-214.38	-38.23	22.56	12.33
营业税金及附加	4.97	6.08	7.34	8.65	经营活动现金流	15.76	267.41	371.39	407.03
销售费用	11.49	14.07	16.98	20.01	资本开支	-384.16	-399.33	0.00	0.00
管理费用	48.42	59.26	71.55	84.32	投资	28.76	0.00	0.00	0.00
财务费用	27.13	30.47	48.59	54.91	投资活动现金流	-225.95	-398.21	1.23	1.29
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00	股权募资	493.88	98.02	0.00	0.00
投资收益	2.67	1.12	1.23	1.29	债务募资	27.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	145.71	199.95	238.92	301.47	筹资活动现金流	448.72	70.65	-31.10	-31.10
营业外收支	-1.76	0.63	0.00	0.00	现金净流量	238.53	-60.14	341.52	377.22
利润总额	143.96	200.58	238.92	301.47	主要财务指标				
所得税	41.25	53.33	63.52	80.15	成长能力 (%)				
净利润	102.71	147.26	175.40	221.32	营业收入增长率	9.20%	22.39%	20.74%	17.85%
归属于母公司净利润	102.71	149.04	177.51	223.99	净利润增长率	11.48%	45.10%	19.11%	26.18%
YoY (%)	11.48%	45.10%	19.11%	26.18%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.30	0.44	0.52	0.66	毛利率	58.05%	63.08%	64.85%	67.53%
资产负债表 (百万元)					净利率	25.80%	30.22%	29.82%	31.92%
货币资金	314.77	254.62	596.14	973.36	总资产收益率 ROA	3.57%	4.82%	5.37%	6.31%
预付款项	0.43	0.46	0.53	0.58	净资产收益率 ROE	5.80%	7.37%	8.07%	9.24%
存货	1.49	2.57	2.95	3.21	偿债能力 (%)				
其他流动资产	101.14	104.02	116.02	128.50	流动比率	1.14	1.09	1.94	2.81
流动资产合计	417.83	361.67	715.65	1105.65	速动比率	1.13	1.08	1.93	2.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.86	0.76	1.62	2.47
固定资产	1020.90	1605.24	1775.10	1644.95	资产负债率	36.56%	32.91%	31.88%	30.37%
无形资产	579.02	565.60	552.18	538.76	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2462.05	2732.98	2589.41	2445.85	总资产周转率	0.17	0.16	0.18	0.20
资产合计	2879.88	3094.64	3305.06	3551.50	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.30	0.44	0.52	0.66
应付账款及票据	127.96	81.37	93.52	101.82	每股净资产	5.19	5.93	6.45	7.10
其他流动负债	239.55	251.89	274.75	291.57	每股经营现金流	0.05	0.78	1.09	1.19
流动负债合计	367.50	333.26	368.27	393.39	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	634.75	634.75	634.75	634.75	估值分析				
其他长期负债	50.55	50.55	50.55	50.55	PE	48.25	33.25	27.92	22.13
非流动负债合计	685.30	685.30	685.30	685.30	PB	4.98	2.45	2.25	2.04
负债合计	1052.80	1018.55	1053.57	1078.68					
股本	243.30	341.32	341.32	341.32					
少数股东权益	54.92	53.15	51.03	48.36					
股东权益合计	1827.08	2076.09	2251.49	2472.82					
负债和股东权益合计	2879.88	3094.64	3305.06	3551.50					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。