

石化仓储基业百年不老，行业龙头风景这边独好

投资要点

- **储罐是最适合大型石化企业的储存类型。**储罐是储存原油、成品油及其他易燃和可燃液体化学品的设备，是石油化工装置和储运系统设施的重要组成部分。储罐集安全性高、能适应多样化需求和经济效益好等多种优势于一身，现成为大型石化企业最适配的仓储类型。
- **“三高”壁垒+充沛现金+永续成长=绝好生意。**“三高”壁垒：高 CAPEX 构建资金壁垒，前期投资考验公司实力；高区域集中度构建资源壁垒，存量市场未来难有新增供给，石化储罐资源主要聚集在环渤海、长三角和珠三角；高监管构建资质壁垒，政府政策不断收紧。充沛现金：石化仓储的商业模式使得业内企业普遍呈现应收账款账期短、现金流情况好的独特特征。永续成长：盈利能力随时间增长有望持续提高。企业前期投入大，成本主要是固定资产（含使用权）折旧和有息负债所带来的财务费用；发展到中期，借款规模及资产价值都将减小，从而带来财务费用和折旧的减少；后期公司盈利能力有望大幅上升。
- **优质大型石化仓储极稀缺，行业迈向“GDP”时代。**储罐及其配套设施是企业核心资产，多建在码头周边。而海岸线几乎等同于不可再生资源，在危化岸线资源被严格管控后，近几年中国沿海及内河港口码头长度及增速趋缓。国家多次要求开展危化品储存领域安全专项检查整治，“安全+环保”两大因素使得行业未来无法大规模建设，预计危化品仓储行业将在国家的引导下迈向“GDP”时代，即绿色环保（Green）、数字智能（Digital）和园区集中（Park）。
- **统一大市场催生石化仓储行业迎来“蝶变”时刻。**2022 年中共中央和国务院印发的《关于加快建设全国统一大市场的意见》提出建设全国统一大市场有利于加快构建双循环新发展格局。统一能源大市场与石化期货共振，健全油气期货产品体系势在必行。而石化仓储是统一能源大市场的“蓄水池”和“压舱石”，以储罐为主的交割库将大力促进国内商品市场循环畅通，通过充分发挥期货交割功能，促进区域间的要素流动和供需间的有效对接，进而有助于消除市场分割，促进商品集散流通，发挥“蓄水池”的作用。石化仓储还发挥了战略能源“压舱石”作用，保障了能源安全。托克是全球最大的独立商品贸易商之一，其将长期资产投资更多地集中于中游物流存储资产。托克的兴起与全球供应链重构有重要的联系，对我国石化仓储企业在面对时代变化时有巨大借鉴意义。
- **当前国内石化仓储行业龙头面临新机会。**随着我国石化仓储体系标准化建设逐渐提速，未来行业运行标准将进一步规范，相关资质审批更加严格，资质健全的优质企业将快速发展，未达标及没有取得相关资质的企业则被逐渐淘汰。行业龙头可以提供给石化企业更加专业高效的物流资源，作为资源的整合者和协调者使得石化企业获得新的效益增长，行业龙头在新形势下将会成为石化仓储行业未来发展的最大受益者。我们重点推荐石化仓储板块宏川智慧（002930）、保税科技（600794）、中石化冠德（0934.HK），其他相关标的为恒基达鑫（002492）。
- **风险提示：**石化行业波动风险；宏观经济下行风险；环保及安全生产风险；市场竞争风险；自建及整合并购项目风险；开拓新业务风险；客户需求降低风险。

西南证券研究发展中心

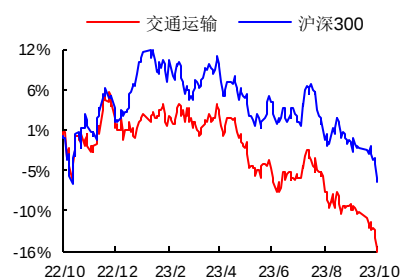
分析师：胡光峰

执业证号：S1250522070002

电话：021-58351859

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	124
行业总市值(亿元)	27,269.91
流通市值(亿元)	25,199.42
行业市盈率 TTM	13.6
沪深 300 市盈率 TTM	11.1

相关研究

1. 油运系列报告四：原油价差反映需求强度，影响 VLCC 运价走势（2023-10-12）
2. 油运系列报告三：原油期货作为价格导向，动态反应市场供求状况（2023-09-04）
3. 航空机场 7 月数据点评：多航司客座率显著增长，暑期表现可期（2023-08-30）
4. 交运行业周报（8.14-8.20）：巴拿马运河延长限行措施，中国成为世界第一船东国（2023-08-20）
5. 交运行业周报（8.7-8.13）：国航率先申请中美增班，国内新能源货车限行放宽（2023-08-14）
6. 油运系列报告二：俄乌冲突影响贸易结构，催生新石油运输需求。（2023-08-11）

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1 储罐是最适合大型石化企业的储存类型	1
2 “三高”壁垒+充沛现金+永续成长=绝好生意	4
2.1 高 CAPEX 构建资金壁垒，前期投资考验公司实力	4
2.2 高区域集中度构建资源壁垒，存量市场未来难有新增供给	5
2.3 高监管构建资质壁垒，政府政策不断收紧	8
2.4 商业模式决定企业拥有充沛的现金流	9
2.5 盈利能力随时间增长有望持续提高	15
3 优质大型石化仓储极稀缺，行业迈向“GDP”时代	16
3.1 建设增速已放缓，增量开发接近尾声	16
3.2 “安全+环保”两大因素使得行业未来无法大规模建设	17
3.3 国家引导下，行业将迈向“GDP”时代	19
4 统一大市场催生石化仓储行业迎来“蝶变”时刻	24
4.1 统一能源大市场与石化期货共振	24
4.2 石化仓储是统一能源大市场的“蓄水池”和“压舱石”	28
4.3 他山之石——以仓储为基，拥抱变革，终成石化能源帝国	30
5 当前国内石化仓储行业龙头面临新机会	34
5.1 宏川智慧	41
5.2 保税科技	50
5.3 中石化冠德	64
5.4 恒基达鑫	79
6 风险提示	87

图 目 录

图 1: 石化仓储行业上下游	1
图 2: 现代石化仓储综合服务	1
图 3: 储罐不同类型	2
图 4: 我国储罐发展历程	3
图 5: 石化仓储行业壁垒	4
图 6: 购建固定无形长期资产支付的现金/营业总收入比例高	4
图 7: (固定+无形+在建)/总资产比例高	4
图 8: 水路运输占比提升明显	5
图 9: 2021 年我国危化品运输方式分布	5
图 10: 2018-2022 年沿海省际原油运输量及成品油运量	5
图 11: 2018-2022 年沿海省际化学品运输量	5
图 12: 中国原油主要进口港口分布图	6
图 13: 中国石化产品流动趋势	6
图 14: 山东省是中国化工园区数量最多的省份 (不含港澳台)	6
图 15: 2021 年各地区储罐容积占比	7
图 16: 中国石化仓储分布在东部沿海	7
图 17: 国务院批复同意连云港口岸扩大开放	8
图 18: 福建港能取得《中华人民共和国港口经营许可证》	8
图 19: 天津港“812”事故	9
图 20: 江苏响水“321”事故	9
图 21: 应收账款一般占比较低	10
图 22: 石化产品每吨货值大多上千元	10
图 23: 宏川智慧出租率和销售毛利率、销售净利率趋势一致	10
图 24: 宏川智慧出租率受原油价格波动影响	10
图 25: 截至 2023 年 8 月中国原油产量 (万吨)	11
图 26: 截至 2023 年 8 月中国原油进口量 (万吨)	11
图 27: 截至 2023 年 8 月中国原油加工量 (万吨)	11
图 28: 国内主营炼厂产能利用率提升至 80% 以上	11
图 29: 甲醇产量震荡上涨 (万吨)	13
图 30: 甲醇产能利用率震荡上涨	13
图 31: 中国乙二醇产量及产能利用率	13
图 32: 中国聚酯产业链开工率	13
图 33: 固定资产 (含使用权) 折旧占总营业成本 30% 左右	14
图 34: 宏川智慧财务费用占总营业成本 20% 以上	14
图 35: 经营活动产生的现金流量净额占总营业收入比重	14
图 36: 2015-2021 年中国沿海港口码头长度及增速	16
图 37: 2015-2021 年中国内河港口码头长度及增速	16
图 38: 2015-2022 年原油和成品油泊位	16
图 39: 2015-2022 年液体化工泊位	16

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 40: 2020 年黎巴嫩首都贝鲁特港口发生严重爆炸事故.....	17
图 41: 2023 年 6 月马来西亚巴生港集装箱堆场发生大火.....	17
图 42: 臭氧形成与 VOCs 和氮氧化物之间的光化学反应相关	18
图 43: 进口原油装卸时挥发油气可能进入大气.....	18
图 44: 石化仓储行业未来.....	19
图 45: 成品油消费与经济发展高度相关	20
图 46: 2021 年我国石油下游应用领域.....	20
图 47: 我国碳排放来源.....	20
图 48: 石化行业二氧化碳排放占全国总量 15%左右.....	20
图 49: 石化仓储数字化方案.....	21
图 50: 2014-2022 年中国炼油能力 (亿吨)	22
图 51: 2022 年主营炼厂和独立炼厂原油加工量占比	22
图 52: 全国统一大市场建设框架	24
图 53: 2022 年我国期货和衍生品市场“基本法”正式出台	25
图 54: 2021 年欧洲柴汽比在 3 左右.....	25
图 55: 我国柴汽比下降到目前的 1.0 左右	25
图 56: 上海原油期货反映中国市场供需 (元/桶)	27
图 57: 2006 年 12 月 18 日 PTA 期货合约正式在郑州商品交易所挂牌上市	27
图 58: PTA 期货价格反映了行业供需情况及变化趋势 (元/吨)	28
图 59: 湛江原油商储分公司获批成为原油交割库.....	29
图 60: 战略石油储备的作用.....	29
图 61: 2017-2022 年我国原油进出口数据 (万吨)	30
图 62: 2017-2022 年我国原油净进口数据 (万吨)	30
图 63: 托克公司营业收入 (亿美元)	31
图 64: 托克公司 EBITDA 和净利润 (亿美元)	31
图 65: 托克公司储罐.....	31
图 66: 托克公司物流.....	31
图 67: Impala 全球业务.....	32
图 68: Puma 公司销售量和吞吐量 (万立方米)	32
图 69: Puma 公司 EBITDA 和净利润 (亿美元)	32
图 70: 俄乌冲突前全球石油主要贸易流向 (百万吨)	33
图 71: 目前已进入以原油期货为代表的石油金融定价时代 (美元/桶)	33
图 72: 石化仓储通用业务流程.....	34
图 73: 珠海恒基达鑫库区地理位置优越.....	34
图 74: 宏川智慧旗下中山嘉信临近中山市高新技术开发区	34
图 75: 石化仓储多种计价方式.....	35
图 76: 只有同一仓储设施占地面积超过规定面积的企业才能享受优惠	36
图 77: “卸、储、运”原油一体化储运体系	36
图 78: 化工物流行业头部企业类别情况 (家)	37
图 79: 我国化工品仓储企业不同性质分类占比 (%)	37
图 80: 化工仓储头部企业按性质划分 (家)	37
图 81: 我国第三方储罐集中度的提升存在很大空间.....	37

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 82: 皇家孚宝公司业务覆盖全球.....	38
图 83: 皇家孚宝每年营收超过 10 亿欧元 (亿欧元)	38
图 84: 皇家孚宝仓储总规模近超过 3600 万立方米 (万立方米)	38
图 85: 中国和北亚大区对公司贡献占比有所下滑	39
图 86: 近几年皇家孚宝在华仓储规模占比有所下滑.....	39
图 87: 皇家孚宝股价涨幅最大的时间段源于估值和业绩双击	40
图 88: 公司发展历程	41
图 89: 公司主要股权结构 (截至 2023 年 H1)	41
图 90: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况	42
图 91: 公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况	42
图 92: 公司营业收入及增速	42
图 93: 公司净利润及增速	42
图 94: 公司粤港澳大湾区	43
图 95: 公司长江三角洲布局	43
图 96: 公司东南沿海布局	43
图 97: 公司环渤海经济圈布局	43
图 98: 易联能源 (南通) 设施完善	44
图 99: 易联能源 (南通) 码头区	44
图 100: 常熟华润更名为常熟宏川	45
图 101: 常州华润更名为常州宏川	45
图 102: 常熟宏川	45
图 103: 常州宏川	45
图 104: 太仓阳鸿是华东地区大型商业仓储企业	46
图 105: 太仓阳鸿与常州宏川和常熟宏川同属长三角区域	46
图 106: 常州宏川 2018 年以来营收和净利润情况	46
图 107: 常熟宏川 2018 年以来营收和净利润情况	46
图 108: 2018-2023 年 H1 公司储罐收入与运营罐容	47
图 109: 2018-2023 年 H1 公司储罐业务毛利率	47
图 110: 公司优质客户资源	47
图 111: 2018-2022 年公司储罐出租率	47
图 112: 嘉会物流 (沧州) 化工仓库	48
图 113: 成都宏智项目开工仪式	48
图 114: 2018-2023 年 H1 公司运营化工仓库面积	48
图 115: 2021-2023 年 H1 公司化工仓库服务收入 (亿元)	48
图 116: 公司发展规划	49
图 117: 公司资产负债率和净资产收益率 (加权)	49
图 118: 公司销售毛利率和销售净利率	49
图 119: 公司发展历程	50
图 120: 公司主要股权结构 (截至 2023 年 H1)	50
图 121: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况	51
图 122: 公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况	51
图 123: 公司营业收入及增速	52

图 124: 公司净利润及增速	52
图 125: 张家港保税区地理位置优越.....	52
图 126: 长江国际码头泊位是稀缺资源	53
图 127: 长江国际码头后方配套自有储罐	53
图 128: 自 2014 年起外服公司转型为专业从事仓储的第三方物流公司	54
图 129: 外服公司位于张家港保税港区内	54
图 130: 2022 年我国乙二醇收发货地主要集中在江浙地区	55
图 131: 张家港在乙二醇仓储业务方面具有强大的规模优势	55
图 132: 外服公司是郑商所指定 PTA 和棉花期货交割库	55
图 133: 未来公司还将灵活推进码头等升级改造	55
图 134: 洋山港是长三角重要港区	56
图 135: 洋山申港近三年营收及净利润 (亿元)	56
图 136: 洋山申港是国内最大的石油储运基地之一	56
图 137: 保税燃料油期货交割库	57
图 138: 公司致力于打造一流大宗商品智慧物流运营商	57
图 139: 长江国际网上仓储服务平台	58
图 140: 苏交网是公司智慧物流电商平台 2.0 版本	58
图 141: 公司与互联网巨头京东合作共建供应链平台	58
图 142: 电子商务公司蓬勃发展	58
图 143: 2021 年公司推出“清算通”	59
图 144: “清算通”确定于 2021 年 3 月 1 日上线试运行	59
图 145: 2021 年 12 月 13 日“清算通”清算会员扩大至 10 家	59
图 146: 公司与河北省物流产业集团签订战略合作协议	60
图 147: 首批参与机构有工商银行等 8 家银行	61
图 148: 江阴恒阳物流集团是国内领先的石化产品供应链服务商	61
图 149: 恒阳物流数字化服务	62
图 150: 公司线上平台优势	63
图 151: 公司与恒基达鑫签署战略合作协议	63
图 152: 公司存货周转天数和应收账款周转天数	64
图 153: 公司费用率	64
图 154: 公司 ROE (加权)	64
图 155: 公司发展历程	65
图 156: 公司股权结构 (截至 2023 年 H1)	65
图 157: 公司主营业务结构	66
图 158: 公司主营业务毛利及增速	66
图 159: 公司营业收入及增速	66
图 160: 公司净利润及增速	66
图 161: 油轮运力对照图	67
图 162: 公司码头所在地 (截至 2023 年 H1)	68
图 163: 华德石化管道是广州石化的“生命线”	69
图 164: 稀释沥青以天然沥青、石油沥青等为基本成分	69
图 165: 目前稀释沥青进口量回归正常 (万吨)	69

图 166: 今年 7 月青岛炼化“四年一修”圆满完成	70
图 167: 霍尔木兹海峡具备极高的战略价值	71
图 168: 2022 年世界主要海上航线和紧张局势点	71
图 169: 富查伊拉是世界级成品油贸易中心	72
图 170: FOT 是富查伊拉最大的石化仓储公司之一	72
图 171: 2022 年俄乌冲突爆发	73
图 172: 受地理位置影响俄罗斯是 VTT 以往主要客户	73
图 173: 公司 LNG 运输业务利润情况	74
图 174: 榆济输气管道	75
图 175: 中石化是舟山实华大股东	76
图 176: 舟山实华二期 45 万吨油码头通过交工验收	76
图 177: 中石化是连云港实华大股东	76
图 178: 连云港徐圩港区 30 万吨级原油码头工程项目规划图	76
图 179: 中石化原计划将巴淡岛作为其在东南亚原油枢纽	77
图 180: 回归主业后公司可用现金大幅增加 (亿港元)	77
图 181: 今年上半年公司融资收入大幅上升 (亿港元)	77
图 182: 公司资产负债率	78
图 183: 公司销售毛利率和销售净利率	78
图 184: 公司 ROE	78
图 185: 恒基达鑫发展历程	79
图 186: 恒基达鑫主要股权结构 (截至 2023 年 H1)	79
图 187: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况	80
图 188: 公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况	80
图 189: 公司营业收入及增速	80
图 190: 公司净利润及增速	80
图 191: 高栏港区地理位置优越	81
图 192: 扬州库区加强涉 VOCs 储罐废气的治理	82
图 193: 中化能源是我国领先的石油石化仓储服务供应商	84
图 194: 公司客户主要为国内大型石化企业	85
图 195: 公司长期股权投资期末余额 (亿元)	85
图 196: 公司投资收益 (亿元)	85
图 197: 公司销售毛利率和净利率	86
图 198: 公司资产负债率	86
图 199: 公司 ROE (加权)	86

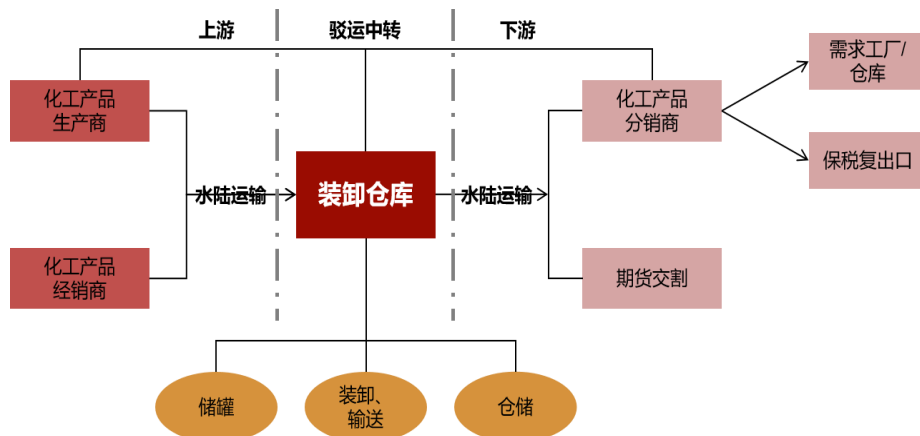
表 目 录

表 1: 中国危化品仓库类型	2
表 2: 储罐主要划分方式	2
表 3: 2021 年我国第三方石化储罐资源分布（不含原油和企业自用）	7
表 4: “十一五”规划以来石化仓储行业阶段重点	8
表 5: 近三年石化产业相关环保政策	9
表 6: 2023 年第三批成品油出口配额明细表（万吨）	12
表 7: 2023 年第三批成品油出口配额对比（万吨）	12
表 8: 恒基达鑫珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、乙二醇（2022 年）	13
表 9: 两家公司折旧方法	15
表 10: 两家公司调整折旧年限后 2022 年业绩弹性（亿元）	15
表 11: 国内外历史上重大化工事故	17
表 12: 今年我国部分化工泄漏事故	18
表 13: 部分重点石化化工领域能效水平对比	19
表 14: 近几年石化仓储龙头积极推动库区数字化建设	21
表 15: 未来国内炼油新增能力由主营和民营大炼化项目构成	22
表 16: 近几年政策层面积极引导化工产业集聚和规范化发展	23
表 17: 第一轮环保督察部分省市关停企业数量	23
表 18: 我国原油期货合约	26
表 19: 恒基达鑫长、短期租罐收入情况（万元）	35
表 20: 2022 年宏川智慧储罐定价标准	35
表 21: 孚宝公司中国业务分布	39
表 22: 2021-2022 年中国化工物流仓储 TOP20 服务商	40
表 23: 2020 年以来公司股权激励计划	42
表 24: 公司 2018 年以来重要收购	44
表 25: 公司境内原油码头（截至 2023 年 H1）	70
表 26: 公司境外仓储库区（截至 2023 年 H1）	73
表 27: 公司旗下 LNG 船舶（截至 2023 年 H1）	74
表 28: 中石化榆济管道有限责任公司 2016-2019 年运营和财务状况	75
表 29: 截至 2023 年 H1 公司库区情况	82
表 30: 公司主要储罐罐型及数量	83
表 31: 公司船舶靠泊和货物吞吐量情况	83
表 32: 公司仓储产品种类主要由市场需求决定	83
表 33: 公司及主要竞争对手情况（万立方米）	84

1 储罐是最适合大型石化企业的储存类型

现代石化仓储综合服务涉及石化装卸和仓储全过程，是石化物流企业提供服务的核心。仓储作为供应链上物流作业的一环，石化产品又具有毒害、腐蚀、爆炸等有别于其他商品的特殊性质，因此石化仓储在危化品流通过程中起着举足轻重的作用。同时，由于危化品销售随经济形势、期货市场紧密相连，因此除了规划贸易需要，危化品产生滞销库存也是常态。

图 1：石化仓储行业上下游

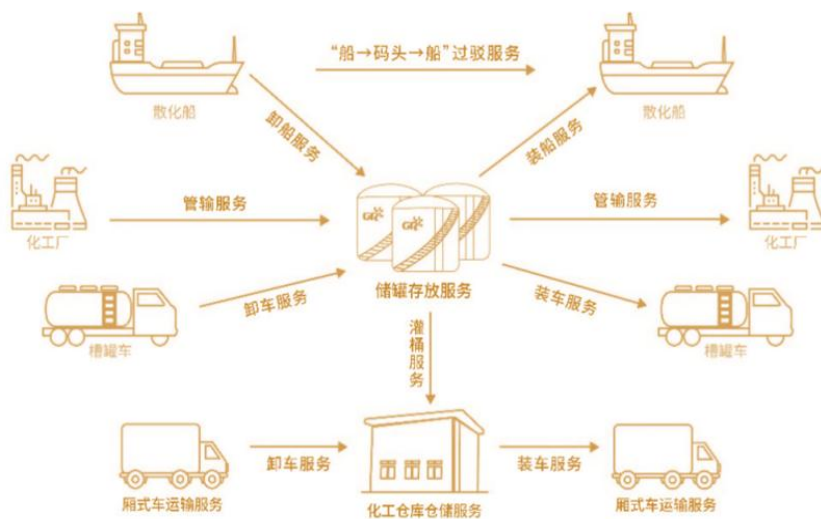


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

石化产业和仓储产业实现资源整合，是未来石化仓储的发展趋势，其主要特征之一就是**以港口为核心的运输系统的整合**并依托物流园区的大型石油化工物流设施，从而推动石化园区实现生产装置的集约化和装置之间的原料互供，以提高原料和能源的综合利用率。

随着石化产业的发展，石化仓储企业也由仅仅是按照客户要求提供货物储存、保管、中转等传统仓储服务，延伸至能够提供流通领域的加工、组装、包装、商品配送、信息分析、质押监管融资等增值服务以及仓库基础设施的建设租赁等业务。

图 2：现代石化仓储综合服务



数据来源：宏川智慧 2022 年年报，西南证券整理

我国危化品仓库主要有 7 种基本类型，即平仓、楼仓、立体仓、储罐、货棚、货场和地下半地下仓库。据前瞻产业研究院统计，目前我国平仓所占比例较大，储罐约占总量的 38%。

表 1：中国危化品仓库类型

类型	占比	特点
平仓	50%	造价低廉，作业方便
储罐	38%	近期发展较快
货棚和货场	6%	多建于车站、码头和中转库，储存货物以化工原料为主
立体仓	5%	比较符合现代仓储要求，目前数量不大
楼仓和地下仓库	1%	受危化品安全条件限制，数量很少

数据来源：中物联危化品物流分会、前瞻产业研究院，西南证券整理

储罐是储存原油、成品油及其他易燃和可燃液体化学品的设备。储罐有多种划分方式，除了最经典的按结构形式分为卧式、立式和球形等，还可以按温度、压力、材料等进行划分。

表 2：储罐主要划分方式

	类型
温度	低温储罐、常温储罐、高温储罐等
压力	常压储罐、接近常压储罐、低压储罐等
制造材料	非金属储罐、塑料防震及软体储罐、金属储罐等
所在位置	地上储罐、地下储罐、半地下储罐、山洞储罐、海中储罐等
结构形式	球罐、卧罐、立式拱顶罐等

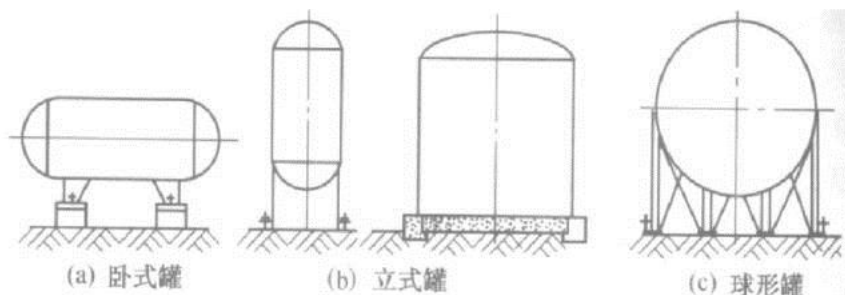
数据来源：中国石油天然气管道工程有限公司，西南证券整理

卧罐容积较小（一般都小于 100 立方米），占地面积大，主要用于酸碱等化学品的储存，在生产装置内也常用于小容量的其他介质的储存。

立式储罐是最常用的储罐之一，大型立式储罐可以存储较大的液体介质，如原料（乙醇、正丁醇、辛醇等）、成品（丙烯酸、丙烯酸乙酯等），小型立式储罐主要作为中间产品罐。立式储罐又可细分为锥顶、伞顶、球面网壳顶和拱顶储罐等。

球罐为大容量、承压的球形储存容器，广泛应用于石油、化工、冶金等流程工业，常用于作为液化石油气、液化天然气、液氧、液氮、液氩及其他介质的储存容器。球罐用于常温、低温或深冷储存，一般用于储存温度下饱和蒸汽压大于大气压的物料。

图 3：储罐不同类型



数据来源：四川特种设备，西南证券整理

国外大型储罐建造的历史较长、技术先进,经过不断改进和完善标准规范,在储罐设计、制造等方面做了大量的研究并拥有丰富的实践经验。19世纪中期,美国开始开采使用石油,早期利用木桶作为贮存容器。20世纪20年代,储油罐制造商开始利用焊接技术制造储油罐,钢制焊接储罐的出现,提高了储罐质量,推动了储油罐大型化的发展。20世纪50年代后期,以美国为代表的西方发达国家就已形成了较完善的钢制焊接储油罐技术标准。

我国储罐建造技术起步较晚,大致分为三个阶段:第一阶段为1985年以前,该阶段奠定了我国大型储罐设计技术和理论发展基础。期间组织研究了储罐的整个应力分布规律等理论问题;进行了油罐T形大角焊缝研究和大型储罐基础研究,提高了储罐罐体的整体安全性。

第二阶段为1986年-2003年,在这个阶段建成我国第一座国内10×10,000立方米储罐,完成了储罐设计建造技术的国产化。同时,这一阶段完善了我国储罐技术理论,于2003年编制完成第一部国家标准《立式圆筒形钢制焊接油罐设计规范》(GB50341-2003)。

第三阶段为2004年至今,是我国大型储罐建设腾飞阶段。2004年开始的国家石油储备极大地推动了我国10×10,000立方米及以上大型储罐的建设和技术发展,得益于我国大型储罐技术的提升和国内大型储罐行业的发展,中国已成为全球石化仓储能力最强的国家。

图4:我国储罐发展历程



数据来源:中国石油天然气管道工程有限公司,西南证券整理

目前对比其他仓库类型,储罐是最适合大型石化企业的储存类型,集安全性高、能适应多样化需求和经济效益好等多种优势于一身。

对于石化企业而言,安全永远是第一位的。储罐一般而言材质是不锈钢、高性能塑料、合金等,抗腐蚀性强,性能稳定。但如果采取平仓、立仓等则需要采取散装措施,散装的容器与储罐相比安全性则下降,加上平仓大多是由厂房改造,设施较为简单,安全措施相对不足,因此考虑到安全问题,大部分危化品尤其是液态的危化品都会选择储罐。

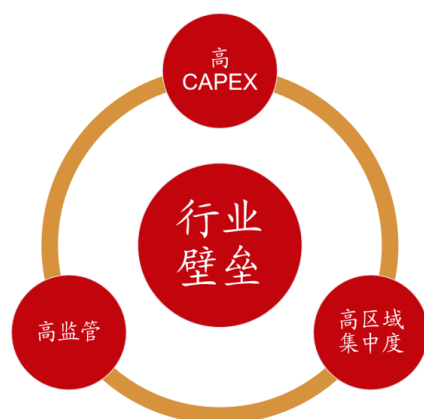
随着我国化工行业特别是石油化工行业近年来发展势头迅猛,我国石化产业产品也越来越多样化,各类石化产品有不同的储存需求。而储罐的多样性正好满足了不同产品的不同需求,同时部分液化气体也很难储存到平仓和立体仓等其他类型仓库。

储罐的经济效益同样不容小觑,大部分危化品为液体或液化的气体,对于大型石化企业的装卸和运输量而言,运输储存在平仓或立体仓的产品远远不便于储罐。同时,大部分危化品常温下是液态或者需要液化储存,因此使用平仓或立体仓需要把液体装到一定的小型容器中再进行储存,增加了大量的包装成本。此外,不少储罐由于其材质性能优良,达到使用年限后还可以回收再利用,达到了使用年限但仍可以储存其他货物的储罐能在二手市场上交易。

2 “三高”壁垒+充沛现金+永续成长=绝好生意

石化仓储行业具有前期投入大、建设周期长和行政审批复杂等特点。化工行业产品不仅危险性高、种类繁多，同时在贮存和使用等环节要求严格，因此石化仓储相较于普通仓库来说更具壁垒，具体表现为高 CAPEX、高区域集中度和高监管。

图 5：石化仓储行业壁垒

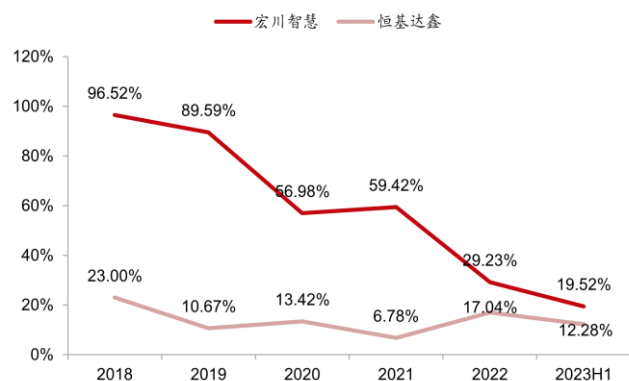


数据来源：西南证券整理

2.1 高 CAPEX 构建资金壁垒，前期投资考验公司实力

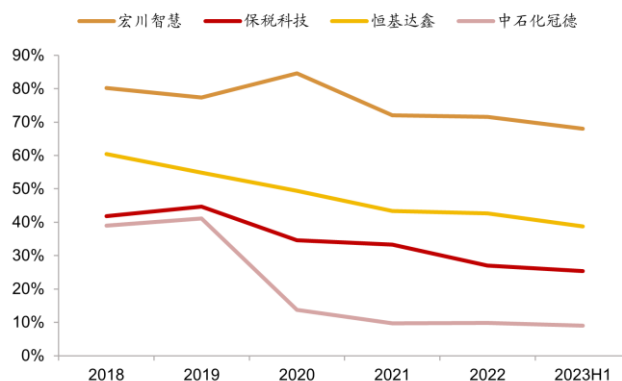
大型石化仓储项目建设期的前期资本开支很大且无任何收益，行业具有很强的资金壁垒。以宏川智慧近期“港丰石化仓储项目”为例，项目总投资约 15 亿元。信公咨询统计宏川智慧 2019 年以来每立方米石化储罐的单位投资额在 2000-3000 元左右。行业龙头（固定+无形+在建）/总资产比例普遍较高，保税科技和中石化冠德占比相对较低的主要原因是这两家近几年新建及并购节奏较缓，目前拥有的储罐建成年份较早，成本更低。随着未来的石化仓储企业拿地和人力等成本的持续增加，资金壁垒将不断提高。行业龙头在市场上的信用等级较高，能够发行利率更低的债券来融资。龙头企业的资金成本更低，显然在竞争中更有优势。

图 6：购建固定无形长期资产支付的现金/营业总收入比例高



数据来源：，西南证券整理

图 7：（固定+无形+在建）/总资产比例高

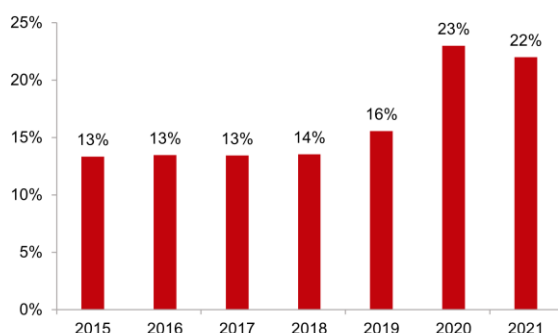


数据来源：，西南证券整理

2.2 高区域集中度构建资源壁垒，存量市场未来难有新增供给

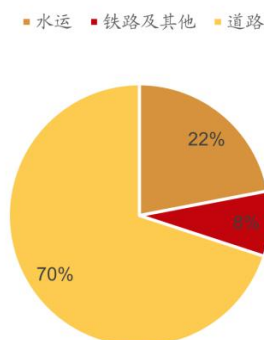
水路运输是危化品的主要运输方式之一，“公转水”是大势所趋。优化调整运输结构，是加快建设现代综合交通运输体系的一项重点工作。近几年“公转水”成效明显，运输结构持续优化。水路运输模式下运输量大，具备规模效应，可以降低下游公司物流成本，单次大规模运输也方便下游工厂进行集中的采购与销售。同时，水运模式的运营公司资质门槛通常更高，意味着水运企业安全管理相对道路运输更加正规。根据华经产业研究院整理，我国 2021 年通过水路运输的危化品占危化品运输总量的 22% 左右，仍存在很大的提升空间。

图 8：水路运输占比提升明显



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理（2019 年为平滑增速）

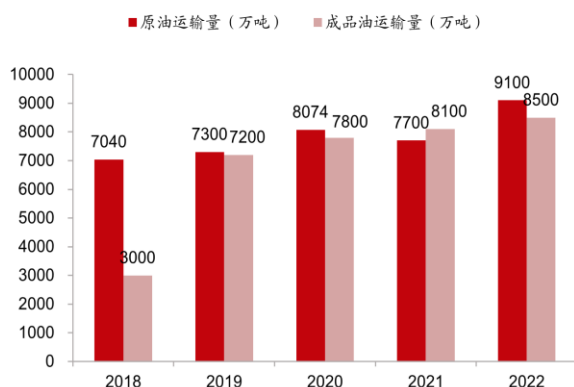
图 9：2021 年我国危化品运输方式分布



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

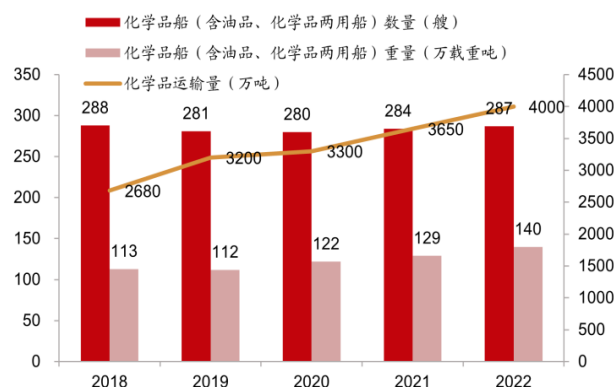
2022 年我国液货危险品运输市场需求总体平稳。原油方面，沿海省际原油运输量完成 9,100 万吨，同比增长 18.2%。成品油方面，沿海成品油运量完成约 8,500 万吨，同比增长 4.9%。由于我国化工品生产和消费仍处于稳健增长期，沿海散装液体化学品船水运市场需求持续增长，全年沿海省际化学品运输量约 4,000 万吨，同比增长约 9.6%。

图 10：2018-2022 年沿海省际原油运输量及成品油运输量



数据来源：共研产业咨询，西南证券整理

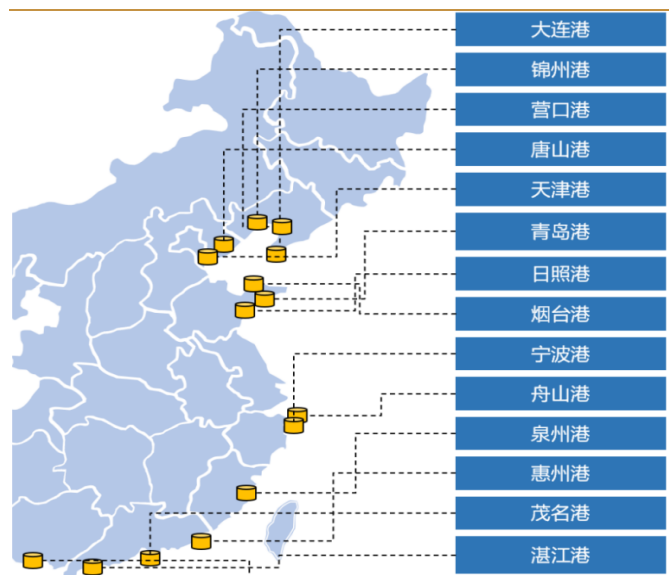
图 11：2018-2022 年沿海省际化学品运输量



数据来源：共研产业咨询，西南证券整理

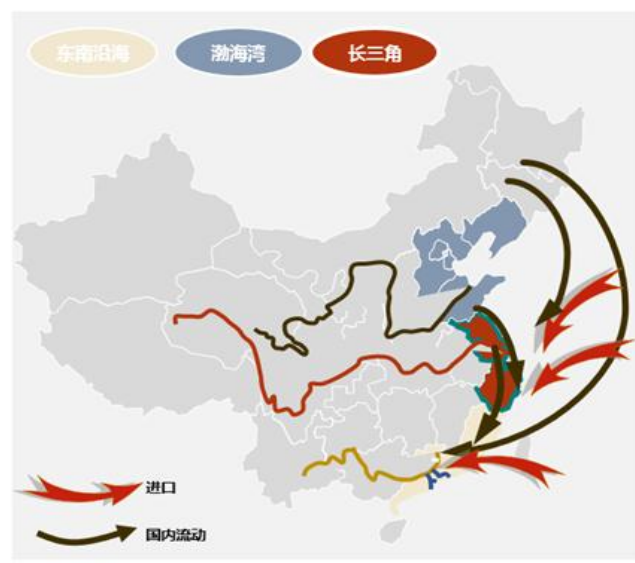
随着水路运输的发展，石化码头无疑成为稀缺资源。由于内陆地区有些港口没有适合的水深及航道，因此能够具备大型原油船舶靠岸的基本集中于东海、渤海、南海这些地区。石化储罐企业的服务范围受制于所拥有港口和储罐资源的辐射半径，因此具有明显的区域性特征，区域半径约为 100 公里。

图 12：中国原油主要进口港口分布图



数据来源：油化 52Hz，西南证券整理

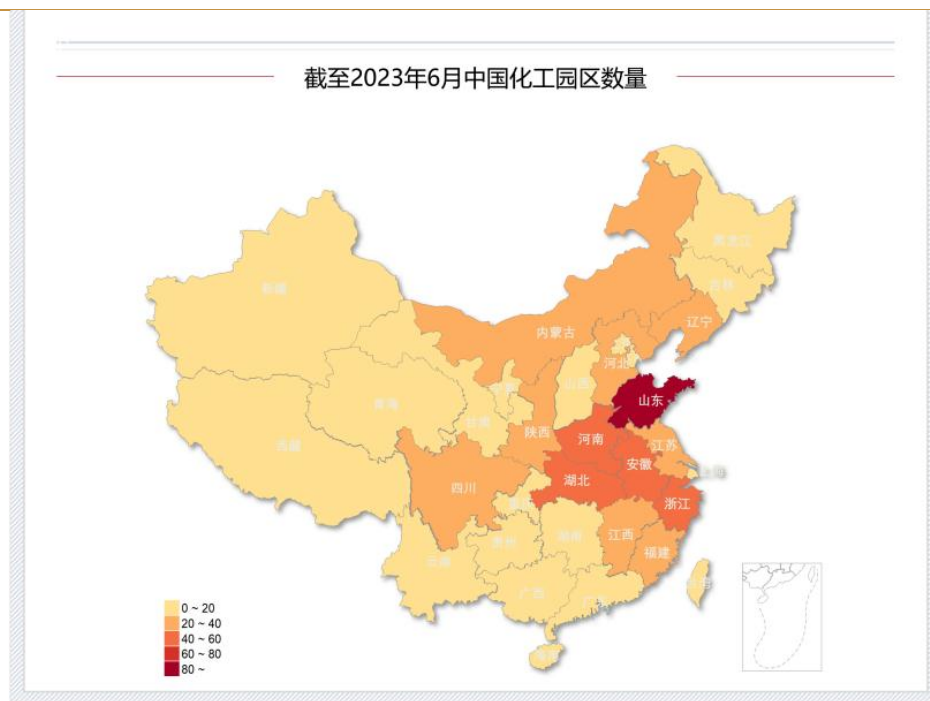
图 13：中国石化产品流动趋势



数据来源：隆众咨询、西南证券整理

我国的精细化工企业也主要集中在东部沿海，2021 年中国石油和化学工业联合会评选的全国化工园区 30 强主要集中在华东和华南地区。据贤集网工业资讯统计，全国主要的 15 个国家级精细化工园区中有 13 个在沿海省份，其中有 9 个位于长三角和珠三角。而从数量来看，截至 2023 年 6 月，山东省是中国化工园区数量最多的省份。

图 14：山东省是中国化工园区数量最多的省份（不含港澳台）



数据来源：兴园化工园区研究院，西南证券整理

石化仓储行业作为服务于石化产业的配套行业，与石化行业有较高关联度，所以布局于经济发达、石化产业聚集区域的石化仓储企业更具竞争力，更有利于为化工企业提供配套服务。基于以上因素，我国的石化储罐资源也主要聚集在环渤海、长三角和珠三角。

根据中国物流与采购联合会危化品物流分会和信公咨询统计，2021 年全国第三方石化罐容面积为 4,275 万立方米，我国长三角、粤港澳大湾区和东南沿海地区合计占 70% 以上，江苏、广东、山东总罐容在全国范围内位列前三，江苏占比近 30% 位居榜首。

表 3：2021 年我国第三方石化储罐资源分布（不含原油和企业自用）

地区	储罐面积（万立方米）	占比（%）
长三角	2,018	47
粤港澳大湾区	820	19
东南沿海	195	5
其它	1,242	29
全国合计	4,275	100

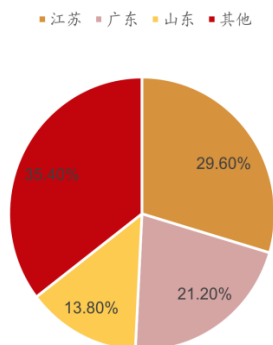
数据来源：中国物流与采购联合会危化品物流分会，信公咨询，西南证券整理

据隆众咨询的数据，截至 2020 年底，中国液体石化各类商业库、储备库（不含炼厂自用库）的总库容能力已经超过 3 亿立方米，其中，原油存储能力从 2010 年的 9000 万立方米，快速增至 2020 年超过 2 亿立方米。

中国石化仓储主要分布也在长三角、渤海湾和东南沿海三大经济圈，占比分别为 43%、39% 和 18%。其中，渤海湾地区石化仓储企业集中于大连、营口、锦州、天津、烟台、青岛、龙口、莱州和日照港；长三角地区石化仓储主要集中于长江下游流域的江阴、南通、太仓、张家港、上海和浙江宁波舟山港；东南沿海地区石化仓储企业集中于福建、广东、广西省的福州、东莞、广州、深圳、珠海、湛江和防城港等。

渤海湾地区石化仓储中，山东聚集有全国最多的民营炼化企业，因此渤海湾仓储类型以原油和液体化工为主。长三角地区石化仓储中，长江中下游各港口仓储类型以液体化工为主，而长三角舟山则以发展炼化一体化和保税船燃为主。东南沿海地区，福建各港口仓储企业类型以液体化工为主，而广东、广西各港口以原油、成品油、液体化工为主。

图 15：2021 年各地区储罐容积占比



数据来源：中国物流与采购联合会危化品物流分会，西南证券整理

图 16：中国石化仓储分布在东部沿海



数据来源：隆众咨询，西南证券整理

2.3 高监管构建资质壁垒，政府政策不断收紧

石化仓储需要做大量且复杂的前期工作，行业准入壁垒较高。根据国务院交通运输部2023年7月28日最新一版《港口危险货物安全管理规定》第六条，沿海罐区总容量100,000立方米以上、内河罐区总容量5,000立方米以上的危险货物仓储设施需要省级港口行政管理部门负责安全条件审查。实际上，大型码头港口的扩建需要上报至国务院批复，以连云港为例，2021年11月连云港市将连云港口岸扩大开放请示上报省政府，历经1年4个月的时间，连云港口岸扩大开放才获得国务院批复。

同时，石化仓储企业运营中需具备《中华人民共和国港口经营许可证》、《港口危险货物作业附证》、《危险化学品经营许可证》、《污染物排放许可证》等主要资质。而受制于当前安全环保政策趋严，市场监管力度加大，石化仓储行业的资质发放正面临格局化转变。

图 17：国务院批复同意连云港口岸扩大开放



数据来源：连云港自贸试验区，西南证券整理

图 18：福建港能取得《中华人民共和国港口经营许可证》



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

“十一五”规划以来，国家对于石化仓储行业政策支持力度不断加大，政策体系日趋完备。当前我国石化仓储行业相关的政策也从研究制定行业规范到推动行业高质量发展与转型升级。目前，国家发展改革委同交通运输部、商务部等部门研究制定的《“十四五”现代流通体系建设规划》聚焦完善危险化学品运输网络和强化港口等重点部位通行管理。

表 4：“十一五”规划以来石化仓储行业阶段重点

时间	阶段重点
“十一五”	行业发展仍处于初级阶段，相关规范仍不成熟，因此该时期侧重于要积极开展钢铁、机械、煤炭、铁矿石、石油石化、建材、棉花等大宗商品物流标准的研究制定工作。
“十二五”	石化仓储安全问题频发，因此该时期侧重于要防范危化品事故重点地区和领域，如城区内化学品输送管线、油气站、大型化学品储存设施、大型石化生产装置等。
“十三五”	安全问题得到改善，但信息化程度不足，管理效率较低，因此该时期侧重于要健全危化品生产、储存、使用、经营、运输和废弃处置等环节的信息共享机制。
“十四五”	工业信息化浪潮兴起，因此该时期侧重于完善危化品运输网络，优化运输通行管控措施，强化港口、隧道、闸坝等重点部位通行管理。

数据来源：国家发展改革委、前瞻产业研究院，西南证券整理

环保方面，石化仓储行业主要受到关于长江生态环境修复相关政策出台的影响。自 2016 年习近平总书记对于长江沿线生态保护，提出“共抓大保护、不搞大开发”的战略导向，沿江石化相关企业格局便开始经历重新洗牌的过程。据国家发展改革委披露，2016-2020 年 5 年时间内，关停、改造、搬迁、转型的化工企业超过 8000 家，截至 2021 年 4 月底，已累计关改搬转 8731 家。大批高污染高耗能企业被关停取缔，配套的石化仓储企业受市场变化影响，不得不跟随做出跟随搬迁等相应的调整。

表 5：近三年石化产业相关环保政策

时间	政策文件名称	政策相关内容
2021.09	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	对新增能耗 5 万吨标准煤以下的“两高”项目，各地区加强管理，严格把关，对不符合要求的“两高”项目，各地区要严把节能审查、环评审批等准入关，金融机构不得提供信贷支持。
2021.11	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	从严管控农药、化工等行业的重度污染地块规划用途，确需开发利用的，鼓励用于拓展生态空间。完成重点地区危险化学品生产企业搬迁改造，推进腾退地块风险管控和修复。
2023.08	《石化化工行业稳增长工作方案》	加强化工园区认定管理，开展化工园区认定管理“回头看”，指导推进化工园区规范化建设，依法依规倒逼不符合要求的化工园区加快改造提升或转型退出。

数据来源：国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、商务部、应急管理部、中华全国供销合作总社，西南证券整理

安全方面，2015 年天津港“812”事故、2019 年江苏响水“321”事故等的发生为行业敲响了警钟，国务院因此颁布《生产安全事故应急条例》，对生产安全事故应急体制等内容提出了规范和要求。江苏省于 2019 年 4 月紧跟发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，要求推进全省化工产业安全整治提升工作，其他地方政府也相继颁布地方制度，此系列举措不仅对石化生产企业严格准入要求，也对石化仓储行业提出了更高的安监要求。

图 19：天津港“812”事故



数据来源：消防界，西南证券整理

图 20：江苏响水“321”事故



数据来源：中国化学品安全协会，西南证券整理

危化品仓储过程中一旦管理不善，非常容易发生环保、安全事故。近年来国家出台了一系列的管控政策，对那些“小乱污”及坐落在化工区外的石化仓储企业逐步淘汰出清，而在政策要求趋严的大背景下，整个行业的资金、资源和资质三大壁垒均有所提高。

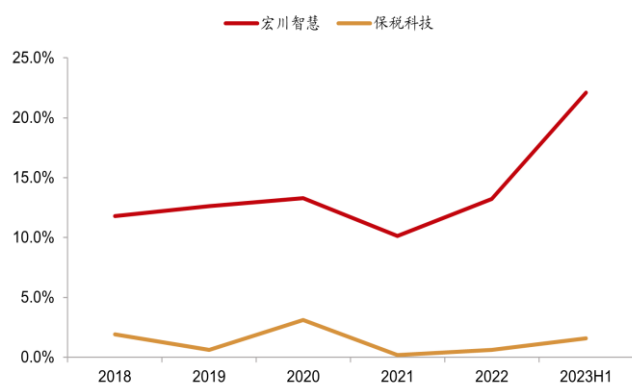
2.4 商业模式决定企业拥有充沛的现金流

石化仓储的商业模式使得业内企业普遍呈现应收账款账期短、现金流情况好的独特特征。化工品仓储行业的惯例是在仓储合同中会与客户约定留置条款，如果客户欠缴仓储费用，仓

储企业可留置相应价值的货物以保障仓储费的收取。为了加强对承储人的保护，法典还规定，如果货物交管人在承储人处存有或曾经存有其他货物，并有尚未支付的存储费，那么承储人也可以对没有欠费的现有货物享有留置权，只要该货物的仓单允许此种留置权。

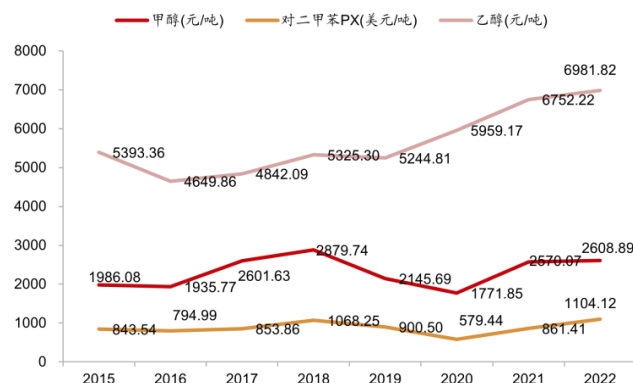
以宏川智慧为例，2022 年公司下属控股子公司中，储罐（不锈钢及碳钢材质）在华南地区的拼罐收费区间为 25-65 元/吨/月、包罐收费区间为 20-70 元/立方米/月；在华东地区的拼罐收费区间为 25-250 元/吨/月、包罐收费区间为 25.5-106 元/立方米/月。而公司储存的石化产品每吨货值大多上千元，仓储费与货值的比值悬殊，因此企业的坏账风险也较低。

图 21：应收账款一般占比较低



数据来源：，西南证券整理

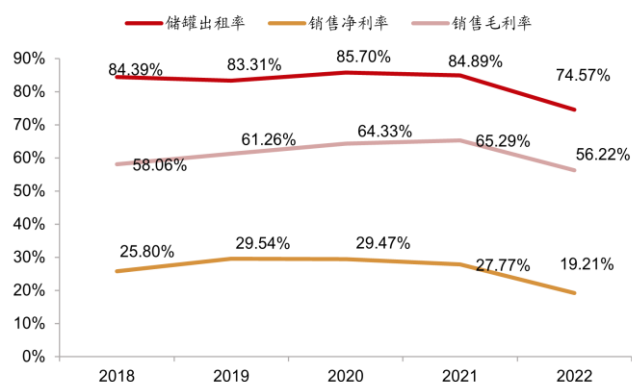
图 22：石化产品每吨货值大多上千元



数据来源：，西南证券整理

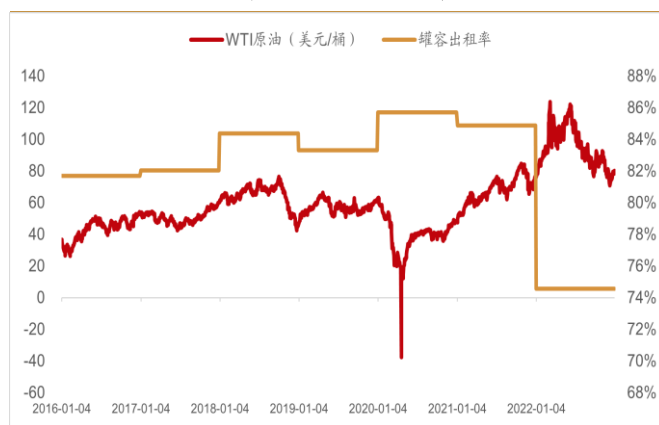
石化仓储企业通过向工厂或贸易商提供仓储综合服务获得收入，其收入情况决定于公司的罐容总量、出租率和租金水平，而储罐单位租金增速基本与出租率相挂钩，而受仓储品种影响，目前我国石化仓储企业大多服务于生产商，因而出租率大多受原油价格波动影响。原油价格波动大的年份，生产商为了保障生产会加剧囤货，从而带动罐容出租率的提升。

图 23：宏川智慧出租率和销售毛利率、销售净利率趋势一致



数据来源：，宏川智慧公司公告，西南证券整理

图 24：宏川智慧出租率受原油价格波动影响



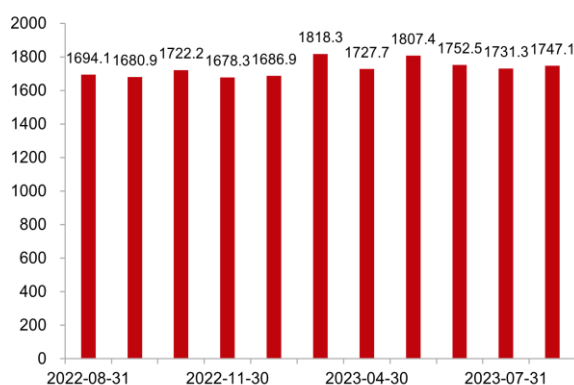
数据来源：，宏川智慧公司公告，西南证券整理

但从不同的角度而言，下游终端需求对于石化仓储企业的影响也是多元的。现阶段危化品的需求主要来源于三方面，一种是以产品形式存放在储罐的生产石化商，另一种是以生产原材料形式存放在储罐的加工石化商，还有以赚取购销差价为目的销售石化产品的贸易商。若化工产品下游应用需求增长较好，同时炼化及加工企业预期未来石化需求也将保持景气上行趋势，生产商便会加大备货力度，增加化工产品产量，相应带动仓储需求增长。

但若化工产品下游应用需求增长不佳甚至下滑，因为产品供过于求而被积压在储罐中，储罐利用率亦会持续提升，出现“被动累库”现象，也会相应带动仓储需求增长。虽然影响收入的因素比较复杂，但整体而言，未来下游需求复苏将对石化仓储企业收入产生正向作用。

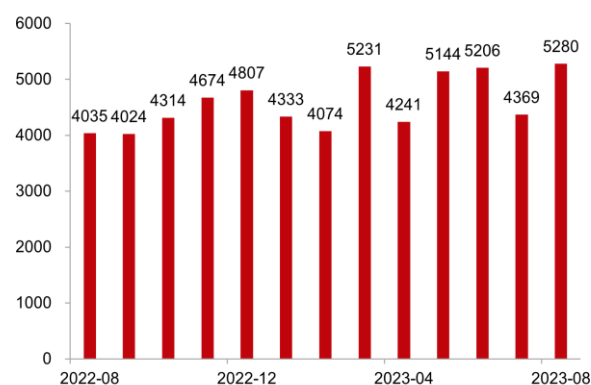
疫情结束后，当下复苏迹象明显。原油方面，今年上半年原油生产保持平稳，进口快速增长，原油加工较快增长。海关总署数据显示，今年上半年，生产原油 10,505 万吨，同比增长 2.1%；进口原油 28,208 万吨，同比增长 11.7%；加工原油 36,358 万吨，同比增长 9.9%。而最新的 8 月进口数据显示，原油进口量较去年猛增 30.9%，达到 5280.4 万吨/月，创历史第三高月度原油进口纪录，今年 1-8 月我国进口原油总量也来到 3.79 亿吨，较上年同期同比增长 14.7%，需求量显著上升，能源需求的超预期大增或进一步印证中国经济正稳步复苏。同时，国内主营炼厂产能利用率也提升至 80% 以上，助力原油加工量持续放量。

图 25：截至 2023 年 8 月中国原油产量（万吨）



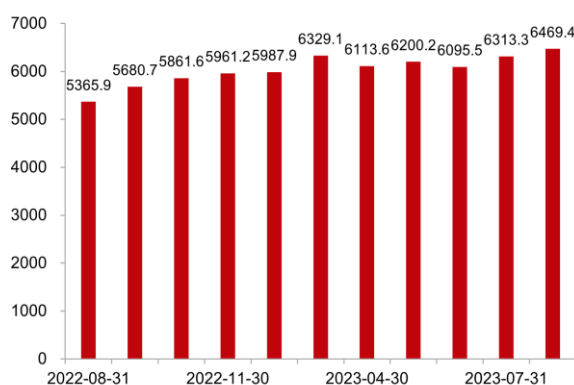
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 26：截至 2023 年 8 月中国原油进口量（万吨）



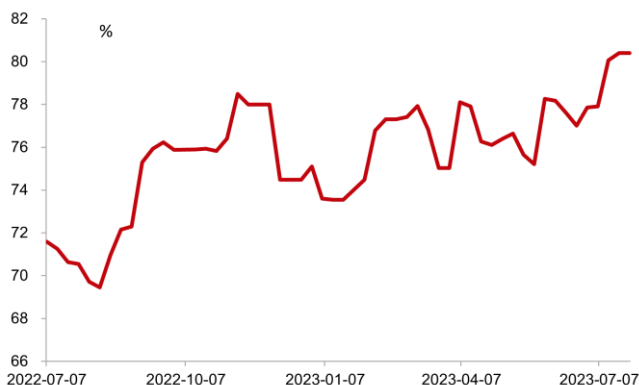
数据来源：，西南证券整理

图 27：截至 2023 年 8 月中国原油加工量（万吨）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 28：国内主营炼厂产能利用率提升至 80% 以上



数据来源：，西南证券整理

成品油方面，随着我国国内炼油产能持续释放，未来成品油出口量和消费量有望保持增长趋势。近期我国 2023 年第三批成品油出口配额正式下发，共计 1200 万吨，环比上涨 33%，同比上涨 140%。截至目前，国内共下发三个批次出口配额，总量为 3999 万吨，较去年总量增加 274 万吨。其中，一般贸易出口配额总量为 993 万吨，加工贸易出口配额为 207 万吨。目前受多种因素影响，国内出口主体出口积极性预期偏高。虽然近期中秋和十一假期已结束，汽油需求高峰回落，但年末交通运输业对需求仍存一定支撑，市场业者仍有备货可能。

表 6：2023 年第三批成品油出口配额明细表（万吨）

企业简称	一般贸易	加工贸易	船燃	合计
中石油	365	0	130	495
中石化	260	215	142	617
中海油	108	0	25	133
中化	136	-8	1	129
中航油	4	0	0	4
浙江石化	104	0	2	106
中国兵器	16	0	0	16
合计	993	207	300	1500

数据来源：商务部、隆众资讯，西南证券整理

表 7：2023 年第三批成品油出口配额对比（万吨）

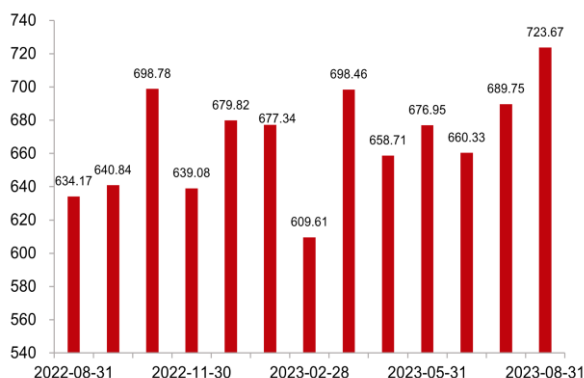
企业简称	2023 年第三批	2023 年第二批	2022 年第三批	环比	同比
中石油	365	263	147	39%	148%
中石化	475	355	127	34%	274%
中海油	108	84	46	29%	135%
中化	128	100	84	28%	52%
中航油	4	3	2	33%	100%
浙江石化	104	83	84	25%	24%
中国兵器	16	12	10	33%	60%
合计	1200	900	500	33%	140%

数据来源：商务部、隆众资讯，西南证券整理

化工品方面，参考我国石化仓储行业龙头的主要仓储产品，除油品外主要是甲醇、乙二醇和对二甲苯等。甲醇是一种重要的有机化工原料，目前主要消费在 MTO（甲醇制烯烃），传统下游主要用于生产甲醛、醋酸、二甲醚、甲烷氯化物等。

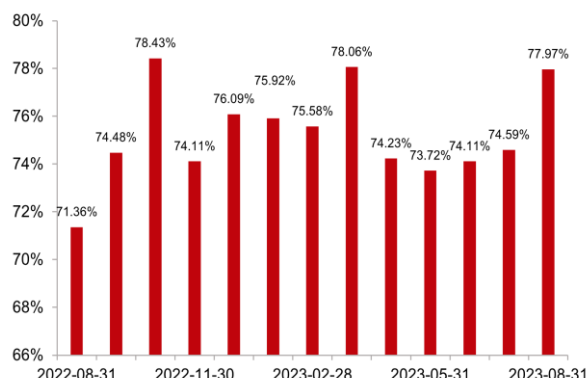
价格方面，据隆众资讯数据统计，2020 年受疫情影响为近几年均价最低年份，今年 7-8 月港口库存处于累库阶段，但累库不及预期，且需求处于向好阶段，价格处于上涨通道。而产量方面，从 6 月底至今甲醇产量及产能利用率呈现上涨趋势。截至 8 月底，甲醇产能利用率为 77.97%，较 7 月底上涨 3.38%，较去年同期上涨 6.61%，逼近年内最高点。预计今年甲醇“金九银十”效应相对明显，一方面在于成本面煤炭价格的季节性变动，随着天气转凉，对煤炭的需求上涨；另一方面在于供需面的变动，供应面部分装置存秋检计划，一般集中于天气相对合适的 9-10 月，但由于今年春检力度较大，秋检力度或偏弱，而需求面逐步进入需求旺季，基本面向好，后期甲醇供应或呈震荡上涨趋势。

图 29：甲醇产量震荡上涨（万吨）



数据来源：隆众资讯，西南证券整理

图 30：甲醇产能利用率震荡上涨



数据来源：金联创，西南证券整理

乙二醇是重要的化工原料和战略物资，主要应用于聚酯行业。我国是世界上最大的乙二醇生产国和消费国，为了减少乙二醇对海外资源的高依赖度，近几年国内煤化工和大炼化装置齐头并进，乙二醇产能快速增长。《2023 年度重点石化产品产能预警报告》中提到，2022 年我国新增煤制乙二醇产能 280 万吨/年，增幅达 34.9%，总产能达到 1083 万吨/年（未剔除 8 个合计产能共 150 万吨/年的长期停产项目），占我国乙二醇总产能的 43.2%。

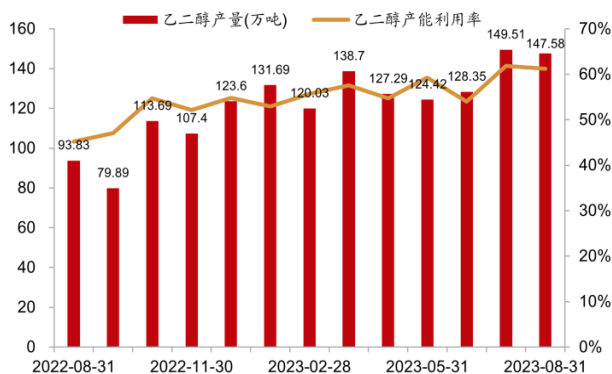
对二甲苯（PX）是一种重要的有机化工原料，主要用于生产精对苯二甲酸（PTA）或对苯二甲酸二甲酯（DMT），PTA 或 DMT 再和乙二醇反应生成聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），即聚酯。中国是世界最大的对二甲苯生产国。2022 年，随着中国多个对二甲苯项目的投产，中国对二甲苯产能同比增长 22.2%，产量同比增长 6.4%。我国目前还处于消费恢复期，随着纺织行业市场回暖，聚酯行业开工率提升，将拉动乙二醇和对二甲苯等化工原料需求增长。

表 8：恒基达鑫珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、乙二醇（2022 年）

	数量（万吨）	占比	同比
对二甲苯	235.41	34.85%	-21.37%
乙二醇	86.53	12.81%	17.54%

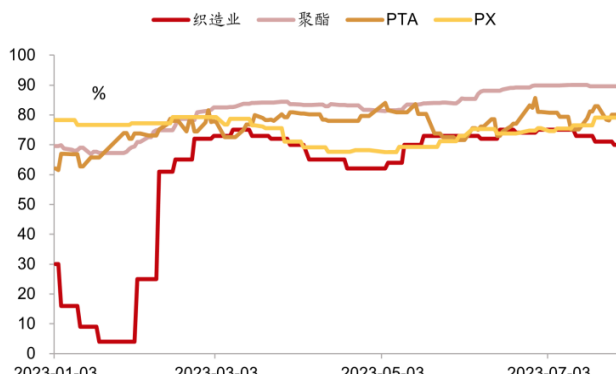
数据来源：珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)2023 年跟踪评级报告，西南证券整理

图 31：中国乙二醇产量及产能利用率



数据来源：隆众资讯，西南证券整理

图 32：中国聚酯产业链开工率

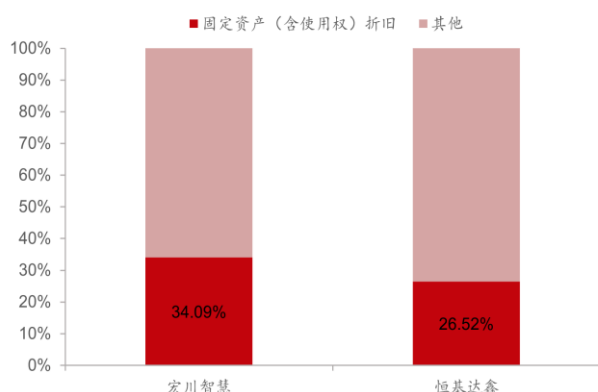


数据来源：，西南证券整理

石化仓储企业成本端以固定资产折旧和财务费用为主，而建设成本决定资产折旧规模。固定资产折旧通常能够占总营业成本的 30% 左右。石化仓储的建设成本主要包括港务及库场设施建设费用、房屋建筑物及构筑物建设费用和机器设备购置费用，这三项基本构成了石化仓储企业固定资产的规模。固定资产折旧期限大多一致，因此成本越高则资产折旧金额越大。

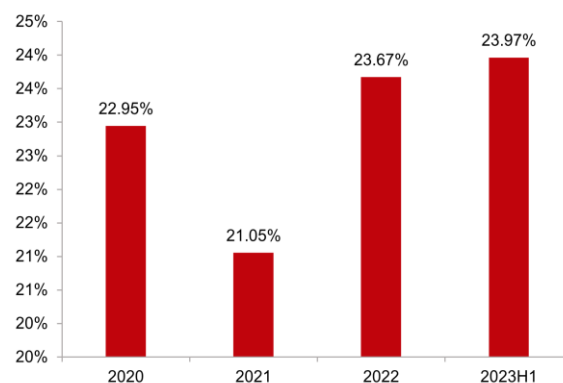
建设成本也能影响公司的财务费用，以宏川智慧近期“港丰石化仓储项目”为例，其超过 40% 来资金自于可转债渠道，宏川智慧的财务费用占到总成本的 20% 以上，因此建设的债务规模影响后期的财务费用规模，成本越高则后期的财务费用金额越大。

图 33：固定资产（含使用权）折旧占总营业成本 30% 左右



数据来源：，西南证券整理（选自两家公司 2023 年中报数据）

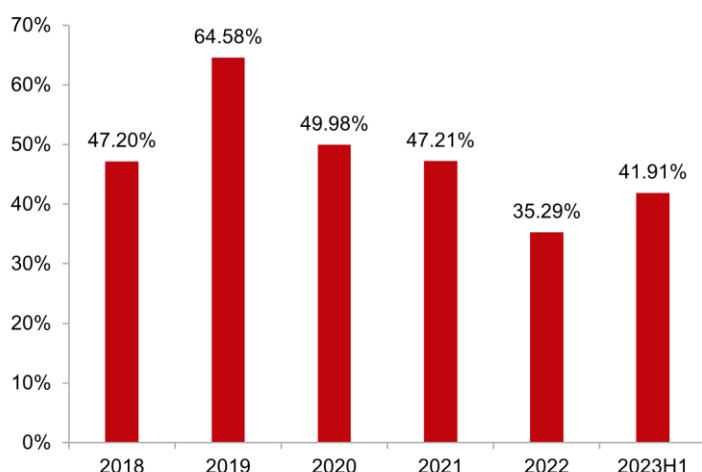
图 34：宏川智慧财务费用占总营业成本 20% 以上



数据来源：，西南证券整理

综上所述，石化仓储的商业模式和收入成本结构决定了其是典型的现金牛业务。我们选取了行业内三家 A 股上市公司及一家港股上市公司，从数据上看 2019 年是现金流较好的一年，四家平均的经营活动产生的现金流净额占总营业收入的比重超过了 60%，近几年几乎也在 40% 以上高水平。充沛的现金意味着企业将拥有更多的主动权，可以使用不断增加的现金进行新建或者并购等投资活动或者通过发放股利来与投资者共享企业发展的收益。

图 35：经营活动产生的现金流量净额占总营业收入比重



数据来源：，西南证券整理（四家公司分别为宏川智慧、保税科技、恒基达鑫、中石化冠德）

2.5 盈利能力随时间增长有望持续提高

石化仓储前期投入大，成本主要是固定资产（含使用权）折旧和有息负债所带来的财务费用，随着后期持续运营公司利润规模将持续提升，主要来源于石化仓储行业的所处不同阶段的不同特性。前期，石化仓储项目的建设需要企业投入大量资金且在几乎不产生任何收入。

到了中期，也就是目前行业龙头所处的阶段，即从建设完成到贷款偿还和资产折旧完毕的阶段，此阶段企业一方面需要用现金去偿还贷款和利息，另一方面还在计提固定资产折旧。在此阶段随着时间的推移，无论是借款规模还是资产价值都将减小，从而带来财务费用和折旧的减少，带动企业整体利润水平的稳步提高。后期则大概在 15-20 年后，在此阶段公司的成本费用中既没有财务费用，也没有资产折旧，成本中最主要的为可变成本，例如人力成本，而随着智慧物流的不断发展，可变成本预计也会有所下滑，届时公司的盈利能力将大幅上升。

石化仓储固定资产中港务及库场设施、房屋建筑物及构筑物和机械设备是最主要资产，我们选取宏川智慧和恒基达鑫作为分析，可以看到这两家公司都采用年限平均法计提折旧，即每年计入成本的折旧费用和固定资产的折旧摊销年限有直接关系。

表 9：两家公司折旧方法

类别	公司名称	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	宏川智慧	20-30	5	3.17-4.75
	恒基达鑫	20	10	4.5
机器设备	宏川智慧	10-15	5	6.33-9.50
	恒基达鑫	10	10	9
港务及库场设施	宏川智慧	20-25	5	3.80-4.75
	恒基达鑫	10-25	5-10	3.60-9.50

数据来源：公司公告，西南证券整理

经过测算，上述公司的固定资产综合年折旧率为 7%-10%，意味着如果没有新增的固定资产投入，上述公司的资产将在 15 年左右全部折旧完毕。但通常石化码头的运营年限可长达 50-100 年，如 1958 年建成的湛江港石化码头，是新中国第一个自行设计和建设的油港。2021 年经过专业机构的勘测评估，湛江市人民政府同意湛江港石化码头有限责任公司石化码头项目（原港池用海项目）海域使用权（国海证 04440803001 号）续期，用海年限为 2020 年 3 月 1 日至 2050 年 9 月 30 日。因此，待固定资产折旧完毕后，石化仓储企业的成本将大幅降低，导致其整体盈利水平将登上一个新的台阶。

我们假设上述企业获得了石化码头 30 年的特许经营权，并确定固定资产综合折旧年限为 30 年，年折旧率为 3.33%，那么上述企业业绩将会实现较大的提高。折旧年限和实际使用年限的不同，在很大程度上削弱了企业现阶段的盈利能力。

表 10：两家公司调整折旧年限后 2022 年业绩弹性（亿元）

公司名称	固定资产 账面价值	综合折旧率 （%）	原计提折旧额	现计提折旧额	折旧差异	净利润	业绩弹性 （%）
宏川智慧	48.62	3.33	3.03	1.62	1.41	2.43	58.12
恒基达鑫	6.76	3.33	0.64	0.23	0.41	1.29	31.98

数据来源：公司公告，西南证券整理

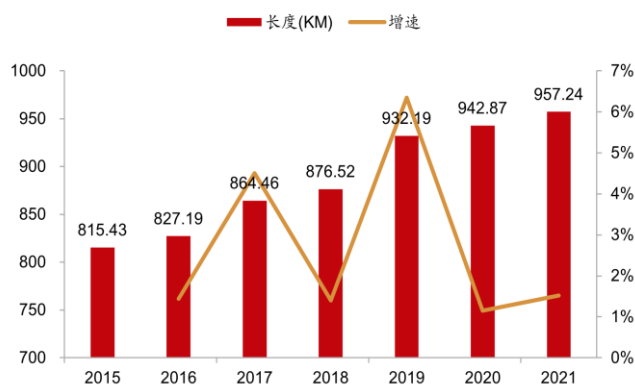
3 优质大型石化仓储极稀缺，行业迈向“GDP”时代

3.1 建设增速已放缓，增量开发接近尾声

对于石化储罐行业，储罐及其配套设施（含使用权）是核心资产，而第三方石化储罐多建在码头周边，因而码头岸线资源也是重要的核心资产。海岸线几乎等同于不可再生资源，在危化岸线资源被严格管控后，近几年中国沿海及内河港口码头长度及增速趋缓。

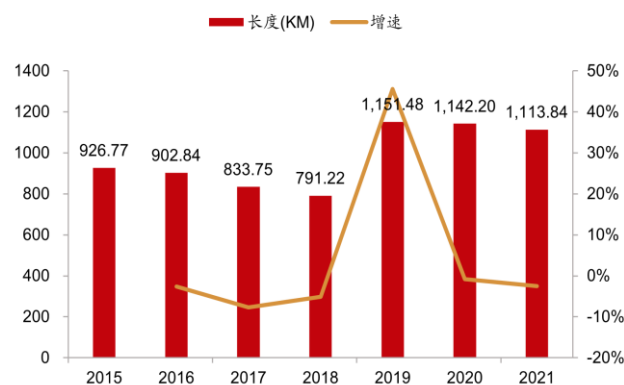
交通运输部规划研究院对港口岸线资源管理深化研究显示，在当前岸线使用审批时，应该以“严格调控”为导向，通过编制五年岸线使用规划和三年岸线使用评估等方式落实港口岸线资源总量控制的原则和思想。对于分区域、分主要货类的码头使用港口岸线申请时，应明确岸线开发的底线标准，低于利用效率标准的岸线使用申请，不予受理或者审批。

图 36：2015-2021 年中国沿海港口码头长度及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

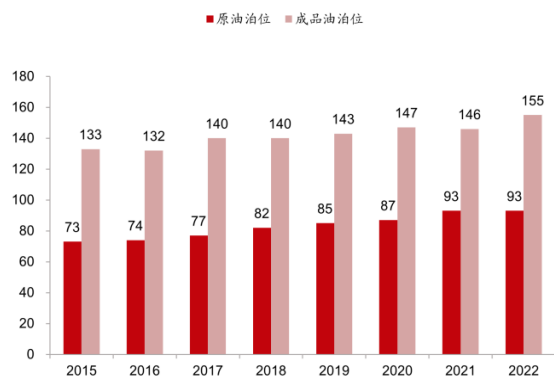
图 37：2015-2021 年中国内河港口码头长度及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

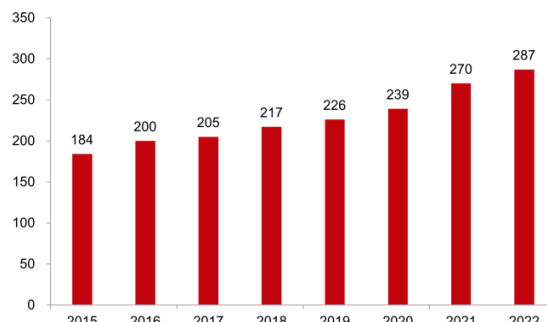
危化岸线资源被严格管控后，化工码头新建及扩建项目审批通过的难度性大大增加。近几年石化码头供给增速缓慢，新批化工码头主要为了配套大炼化厂项目。例如中科炼化港口隶属于中国石化在新时代建设的最大炼化一体化项目，也是广东省“十三五”重点建设工程。

图 38：2015-2022 年原油和成品油泊位



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 39：2015-2022 年液体化工泊位



数据来源：国家统计局，西南证券整理

3.2 “安全+环保”两大因素使得行业未来无法大规模建设

危化品的安全管控是各国均面临的难题，在历史上各时间段由危化品所引起的事故在多个国家都发生过，事故发生地又大多位于港口区域和化工企业所在地。国务院安委办和应急管理部召开的全国安全生产专题会议中多次要求开展危化品储存领域安全专项检查整治，而且格外强调港口、码头等地点必须作为检查的重中之重。

表 11：国内外历史上重大化工事故

时间	事故名称	事故情况和人员伤亡
1947	“4·16”美国得克萨斯城港口爆炸事故	得克萨斯城的这次爆炸事故被认为是美国历史上最严重的工业事故，目击者将爆炸现场同 1945 年长崎遭原子弹袭击的景象相提并论。爆炸造成超过 500 人死亡，其中只有 405 人被确定身份。
1984	墨西哥圣胡安尼科大爆炸	堪称历史上最严重的液化气爆炸事故，事后统计到的死亡人数为 542 人。然而由于爆炸中心很多受害者是瞬间化为灰烬无从辨认的，所以对于事故的死伤人数各方报道争议颇多。
1988	英国北海钻油台大爆炸事故	位于英国苏格兰沿岸的帕玻尔·阿尔法石油钻井平台由于天然气泄漏发生爆炸，造成 167 人丧生。这起事件是世界上最严重的海岸钻井平台爆炸事件之一。
2013	青岛市“11·22”中石化东黄输油管道泄漏爆炸特别重大事故	位于山东省青岛经济技术开发区的中国石油化工有限公司管道储运分公司东黄输油管道泄漏原油进入市政排水暗渠，在形成密闭空间的暗渠内油气积聚遇火花发生爆炸，造成 62 人死亡、136 人受伤，直接经济损失 75172 万元。

数据来源：学习时报、沧州应急管理、应急服务网，西南证券整理

虽然随着技术等各方面的发展，危化品仓储的安全保护设置有了很大改善，但近几年仍发生了如伤亡人数超 4000 的黎巴嫩首都贝鲁特港口爆炸事故，2020 年 8 月 4 日，伴随震耳欲聋的爆炸声，黎巴嫩首都贝鲁特的爆炸核心区沦为一片焦土。而今年 6 月马来西亚巴生港附近的集装箱区突发火灾，13 个集装箱被烧毁。据悉，这些被烧毁的集装箱疑似装有气溶胶类物质的易燃易爆危险品，所幸这起起火事故没有造成人员伤亡，港口的运营受到火灾的影响也有限，但未来危险品安全管理问题能力仍需要加强，石化仓储仍属于严控行业。

图 40：2020 年黎巴嫩首都贝鲁特港口发生严重爆炸事故



数据来源：RT、红星新闻，西南证券整理

图 41：2023 年 6 月马来西亚巴生港集装箱堆场发生大火



数据来源：海运网，西南证券整理

目前，空气污染仍是全球环境污染普遍面临的问题，亚洲首当其冲需要采取行动。基于世卫组织 2019 年全球 117 个国家 6000 多个城市的监测数据显示，几乎全球人口（99%）呼吸的空气都超过了新的指导值要求（5 微克/立方米），南亚、东亚和西非地区人口加权的年均 PM2.5 浓度处于或高于第一阶段过渡标准值（35 微克/立方米）。

多数亚洲国家对化石能源依赖度较高，近 50 年来亚洲主要污染物的排放增长幅度非常大，主导当前全球人为源污染物排放的发展势态。当前我国 PM2.5 浓度依然处于相对高位、臭氧污染逐渐凸显，特别是在夏季，臭氧已成为导致部分城市空气质量超标的首要因子。

VOCs 是 PM2.5 和臭氧污染的共同前体物，减少 VOCs 排放是降低 PM2.5 浓度、控制臭氧污染的主要途径。中国能源报数据显示，在 VOCs 排放总量中，油品存储和中转环节的挥发约占 8%。根据交通运输部规划研究院及生态环境部规划研究院相关研究，油品储运销是 VOCs 第五大排放源。在进口原油装卸时，由于温度变化以及储罐、管线、船舱等气液相体积变化等，挥发油气可能进入大气，不仅会造成油品损耗，同时也会对环境造成不良影响。

图 42：臭氧形成与 VOCs 和氮氧化物之间的光化学反应相关



数据来源：迪勤，西南证券整理

图 43：进口原油装卸时挥发油气可能进入大气



数据来源：中国能源报，西南证券整理

除了易挥发物料的逸散性泄漏，各种物料的主容器（源设备）泄漏堪称石化行业第一“隐形杀手”。此种泄漏出的易燃、易爆的物料进入生产装置区很容易引起燃爆事故，造成人员伤亡或者设备损毁，同时大量物料泄漏会对环境造成极大影响。

近年来我国化工仓储物流行业发展势态良好，社会对于仓储企业合规性、安全性的重视程度越来越高，社会监管越发严格，但面对量大面广的中小企业，安全和环保问题仍然不少。石化行业的特性使得安全和环保问题难以从根本上解决，未来石化配套项目无法大规模建设。

表 12：今年我国部分化工泄漏事故

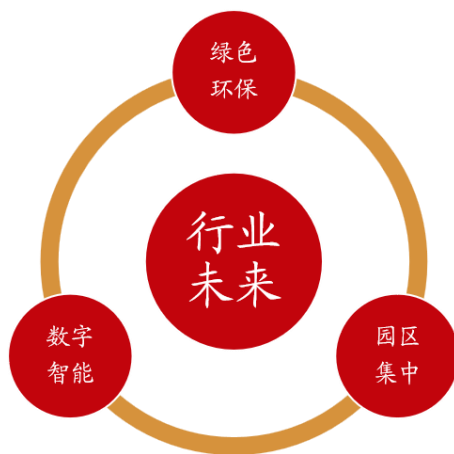
时间	事故	具体情况和人员伤亡
8 月 31 日	浙江绍兴一化工厂发生泄漏	浙江省绍兴市上虞区盖北镇镇海村附近一化工厂突发泄漏，许多村民感觉头疼、喉咙疼而就医。据悉，已有约 200 名村民就医检查，其中有 2 人正在抢救室抢救。
1 月 4 日	安徽蚌埠化工厂硫酸泄漏事故	位于蚌埠市淮上区化工园区的蚌埠市圣光化工有限公司发生混酸（硫酸和硝酸混合物）泄漏事故，事故虽未造成人员伤亡，但造成较大社会影响。

数据来源：南国早报、澎湃新闻安徽，西南证券整理

3.3 国家引导下，行业将迈向“GDP”时代

近年来，中国石化工业的发展，逐步形成了规模庞大的产业链，随着石化产品需求的不断增长，带动了油品、化工产品以及炼化产能的释放。同样，由于产销不匹配，区域不平衡等原因，相关仓储、物流的需求应声而起，在供给及需求的推动下化工物流所承担的任务越来越重要，仓储行业将迎来新一轮发展与挑战。我们预计危化品仓储行业将在国家的引导下迈向“GDP”时代，即绿色环保（Green）、数字智能（Digital）和园区集中（Park）时代。

图 44：石化仓储行业未来



数据来源：西南证券整理

2005 年时任浙江省委书记的习总书记在浙江安吉余村考察时首次提出“绿水青山就是金山银山”。2020 年习总书记再次来到余村考察调研，强调：“绿水青山就是金山银山”理念已经成为全党全社会的共识和行动，成为新发展理念的重要组成部分。2021 年以来，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》等顶层设计文件相继印发，碳达峰碳中和被纳入经济社会发展全局。“十四五”和“十五五”将是我国石化产业高质量发展的关键期。

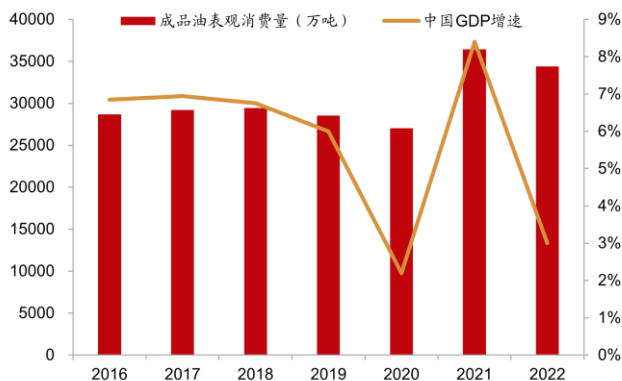
表 13：部分重点石化化工领域能效水平对比

指标名称	最新政策要求		现行国家标准	
	基准水平	标杆水平	限定值	先进值
炼油，单位能量因数能耗千克标准油/吨因数	8.5	7.5	11.5(现有) 8.0(新建)	7.0
石脑烃制乙烯，单位产品能耗千克标准油/吨	640	590	720(现有) 640(新建)	610
对二甲苯，单位产品能耗千克标准油/吨	550	380	700(现有) 530(新建)	500
烟煤制合成氨，单位产品能耗千克标准煤/吨	1550	1350	1680(现有) 1650(新建)	1500
天然气制合成氨，单位产品能耗千克标准煤/吨	1200	1000	1250(现有) 1100(新建)	1050

数据来源：《蓝海经济》、西南证券整理

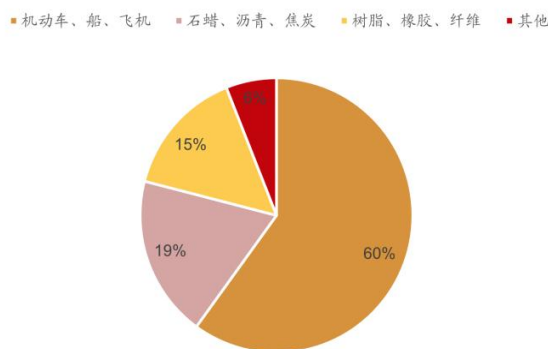
我国成品油消费与经济发展存在非常强的相关性，当前我国石油主要用于能源、化工材料两大领域。中咨公司预测 **2025 年左右我国成品油需求基本达到峰值**，之后逐年缓慢下降。化工材料领域，由于合成材料相对于钢铁、石材、木材等材料具有轻量化、可塑性强等优点，且更加符合生态文明建设的方向，**未来消费格局将由生产成品油转向生产化工材料为主。**

图 45：成品油消费与经济发展高度相关



数据来源：国家统计局、中石油经济技术研究院，西南证券整理

图 46：2021 年我国石油下游应用领域

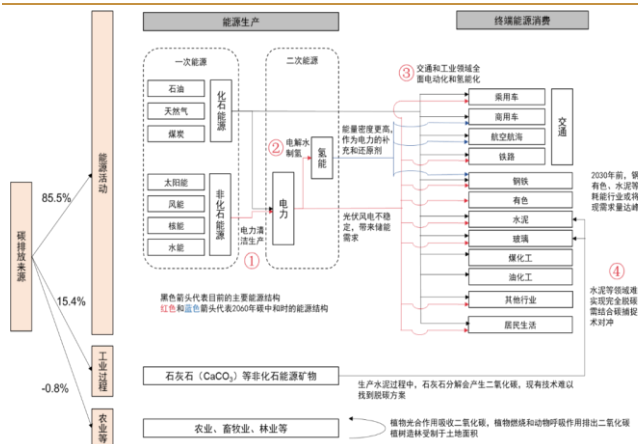


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2022 年中国石化行业的总能耗超过 2 亿吨标煤，如果将范围扩展到整个石化化工行业，包含原材料、能源和生产过程，**那么石化行业的二氧化碳排放将超过 10%**。今年 7 月，国家发展改革委等部门印发《关于发布〈工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）〉的通知》，进一步扩大了工业重点领域节能降碳改造升级范围，新增了乙二醇等 11 个新领域。同时适当提高了部分重点领域的能效水平指标值，强化了能效指标的约束和引领作用。

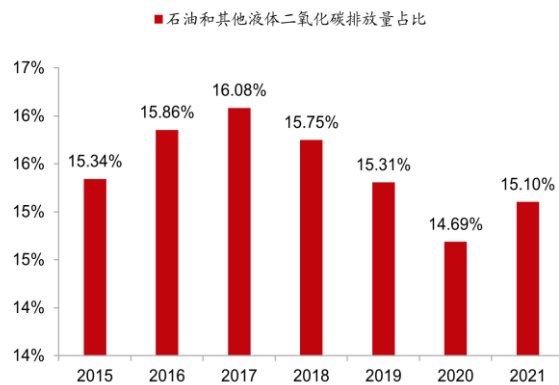
低碳转型将对石化行业带来一定的挑战，现阶段碳捕集、封存和利用等技术尚未成熟，存在能耗高、成本高、不确定性强等问题。从长期来看，“双碳”目标可以促进石化行业的技术革新与转型升级，帮助企业形成绿色低碳、安全环保与提质增效的新发展格局。国家双碳政策及各项环境治理的目标必将要求全行业采用更加节能环保的技术和管理模式，降低碳排放，从而推动行业各类环保节能技术的应用，促进行业发展质量提升。**石化仓储与石化产业深度融合、密不可分，未来绿色发展（Green）必将成为行业关注的焦点。**

图 47：我国碳排放来源



数据来源：《党委中心组学习》、华夏气候，西南证券整理

图 48：石化行业二氧化碳排放占全国总量 15% 左右



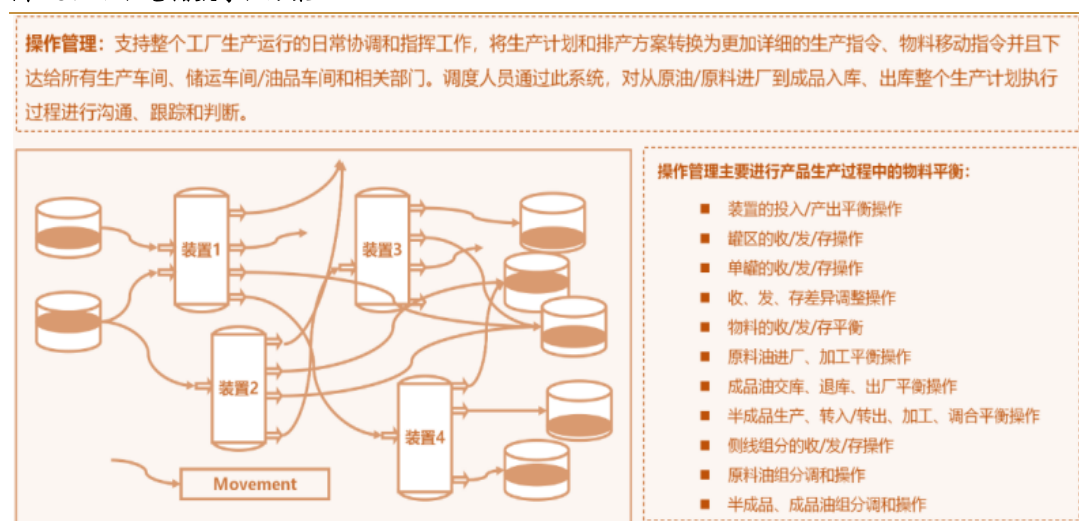
数据来源：，西南证券整理

利用信息化和互联网的技术建设智慧物流体系也会是今后的重要趋势，随着“十四五”建设的脚步逐渐加快，数字应用的不断深入促使仓储物流行业将向智能化转型升级，数字化智能化（Digital）的行业业态将成为未来重点布局方向。

成熟完善的技术是基本保障，根据国家技术创新中心的统计数据，能化行业是最早进入工业 3.0 时代的产业集群，在向工业 4.0 时代进化中，具备通过数字化打通整个产业链的基础条件。但能化产业数字化发展迄今，却仍未有巨头出现，根本原因就是 B 端尚未出现如 C 端像京东物流、菜鸟般等能支撑能化产业互联网的数字基础设施。

未来随着 5G 网络覆盖扩大，AI、大数据以及物联网等技术的快速进步和应用，各类数字化服务企业，特别是大型互联网厂商将经营重点从消费互联网转型产业互联网，对企业及行业客户的数字化研发投入将增加，必将促进包括石化仓储在内各个环节的数字化水平提升，对石化仓储的装卸储存的全过程跟踪、监控及预警能力将取得长足进步。

图 49：石化仓储数字化方案



数据来源：企业数字化咨询，西南证券整理

“安全+环保”的需求是核心动力，当前，安全环保管理提升等新形势推动石化仓储企业加快推进信息化建设，推动云计算、边缘计算和人工智能等数字技术在节能提效领域的研发应用，积极构建面向能效管理的数字孪生系统。同时，要求企业充分发挥数字技术对工业能效提升的赋能作用，推动构建状态感知、实时分析、科学决策、精确执行的能源管控体系，加速生产方式数字化、绿色化转型。企业在未来还要深化能源管控系统建设，通过对能量流、物质流等信息的采集监控、智能分析和精细管理，实现以能效为约束的多目标运行决策优化，不断提升精细化管理水平，提升仓储各环节的安全性，避免爆炸火灾等安全事故发生。

表 14：近几年石化仓储龙头积极推动库区数字化建设

企业	相关研究	具体情况
宏川智慧	关于船舶集油并洗舱水回收及油气检测技术的研发研究	降低安全风险，切实提高和增强库区生产的安全性和可靠性，从而提升企业经济效益和安全生产水平，形成石化库区软管站数字化建设的典范工程项目。
恒基达鑫	石化库罐区综合监测技术的研发	获得一套石化库罐区综合监测的技术方案，提高公司运营安全性能，实现罐区运营提供数据分析，提高公司智能化与数字化。

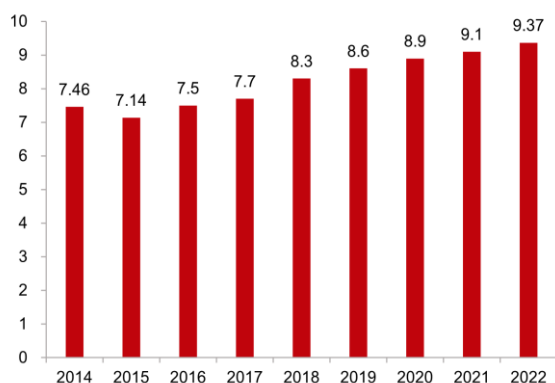
数据来源：宏川智慧 2022 年年报、恒基达鑫 2022 年年报，西南证券整理

未来安全环保监管的加强和数字化技术的进步将从压力和推力两头，促进石化仓储企业走向园区化和集中化，从而降低成本，提升效率。园区化集中管理可以方便政府统一管理，同时可以与市区等人口密集区域保持一定的安全距离，水电蒸汽与公共基础设施也可以降低企业独自运营成本，这使得未来石化仓储企业将以大型园区（Park）为载体展开服务。

石油方面，“十三五”期间，油价持续低迷极大地限制了业内市场主体的资本支出能力。因此，在环保等多方面因素下，为提高多元市场主体投资大型石化项目的积极性，国家发改委随即下放项目核准审批权限，促进了我国炼化项目的大型化、基地化和一体化。

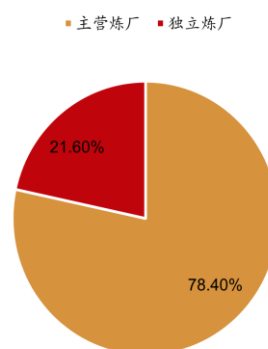
炼化项目的大型化推动了我国炼油能力持续增长。据中国石化集团经济技术研究院数据，2022 年中国炼油总能力增加至 9.37 亿吨/年，世界第一，炼厂平均规模达到 542 万吨/年。根据国家统计局数据，2022 年原油加工量中，主营炼厂原油加工量占比 78.4%。

图 50：2014-2022 年中国炼油能力（亿吨）



数据来源：中国化工报，西南证券整理

图 51：2022 年主营炼厂和独立炼厂原油加工量占比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

今年 7 月，国家发展改革委会同有关部门修订形成了《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》，征求意见稿中明确规定了新建装置的“门槛”：即 1000 万吨以下常减压、150 万吨以下催化裂化、100 万吨以下连续重整、150 万吨以下加氢裂化均不允许批复以及淘汰 200 万吨及以下的炼油装置。据隆众资讯统计，截至 2022 年 12 月底，全国拥有 200 万吨/年及以下常减压装置的炼厂还有 37 家，其中 80%都是民营为主体的独立炼厂。

在政策指导下，预计未来小型炼厂生存空间将进一步被挤压，炼能在 200 万吨/年以下的炼厂或将加速退出，炼油企业将持续向大型化、基地化、园区化、一体化趋势发展。因此，石化仓储企业未来需要自觉融入产业生态，做好配套工作，为园区产业生态赋能助力。

表 15：未来国内炼油新增能力由主营和民营大炼化项目构成

企业名称	所属集团	新增原油一次加工能力（万吨/年）	预计投产时间
镇海炼化	中石化	1100	2023 年
裕龙岛炼化一期	南山集团、万华集团、山东能源集团	2000	2024 年
大榭石化	中海油	600	2024 年
旭阳炼化	旭阳集团	1500	2025 年
华锦石化	北方华锦化学	1500	2025 年

数据来源：隆众资讯，西南证券整理

化工品方面，自 2008 年开始，国家就提出“新的化工建设项目必须进入产业集中区或化工园区，逐步推动现有化工企业进区入园”，通过“化工入园”来引导化工产业集聚和规范化发展，但由于种种原因，早期粗放式发展模式导致行业乱象丛生的问题在近几年才成为行业关注的焦点。随着经济高质量发展的任务重要性不断提升，为了解决这一行业发展的难点和痛点，国家进一步完善了相关行业政策和监管体制来有效管控。

表 16：近几年政策层面积极引导化工产业集聚和规范化发展

时间	相关文件	具体情况
2021	《化工园区“十四五”发展指南及 2035 中长期发展展望》	围绕化工园区产业发展提升、绿色化建设、智慧化建设、标准化建设和高质量发展示范的五项重点工程， 重点培育 70 个具有一流竞争力的化工园区，打造“5 个 50” ，也就是建成 50 个园区科创中心、创建 50 家“绿色化工园区”、新建 50 家“智慧化工园区”、制定并颁布 50 项化工园区管理与建设标准和培育 50 项高质量发展示范工程。
2022	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	三是优化产业布局，城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造任务全面完成，形成 70 个左右具有竞争优势的化工园区。到 2025 年，化工园区产值占行业总产值 70% 以上。四是推动数字化转型，石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率 95% 以上， 建成 30 个左右智能制造示范工厂、50 家左右智慧化工示范园区 。

数据来源：中化联、工业和信息化部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部、财政部、商务部、中华全国供销合作总社，西南证券整理

在推动合法合规化工企业入园的同时，对于“散乱污”化工企业的治理也在同步进行。“散乱污”企业是指：不符合产业政策，不符合当地产业布局规划，未办理工信、发改、土地、规划、环保、工商、质监、安监、电力等相关审批手续，不能稳定达标排放的企业。

在江苏省响水事件之后，人们对于化工行业的重视程度越来越高，各地对于化工企业和园区的治理也愈发正规和严格。第一轮环保督察过程中，有 **20 多万家化工企业被依法关停，而进行整改的化工企业数量达到近百万家**。截至 2023 年 6 月，第一轮督察“回头看”明确的 3294 项整改任务，总体完成率超过 97%；第二轮督察明确的 2164 项整改任务已经完成超过 64%。两轮督察共受理转办群众的信访举报 28.7 万件，已办结或阶段办结 28.6 万件。

今年是第三轮督察开局之年，未来随着中央环保督察在全国范围持续多层次深入推进，督察问责力度空前，预计中小企业的生存状况越发艰难，从而不得不面临关停和淘汰。

表 17：第一轮环保督察部分省市关停企业数量

省或直辖市	具体情况	地级市	具体情况
山东	整改化企 5545 家，关停化企 4415 家	成都	关闭取缔“散乱污”企业 14148 家
河北	整改 108000 家，关停取缔无证无照、治理无望的企业 69000 家	宜宾	关停 1944 家散乱污企业
天津	对其中污染严重、治理无望的 9081 家企业进行关停取缔	东莞	淘汰整治的企业达到了 23298 家，其中关停取缔的 12821 家
陕西	共整改 2931 家，关停 646 家	苏州	整改化企 9000 家，关停企业 27000 家

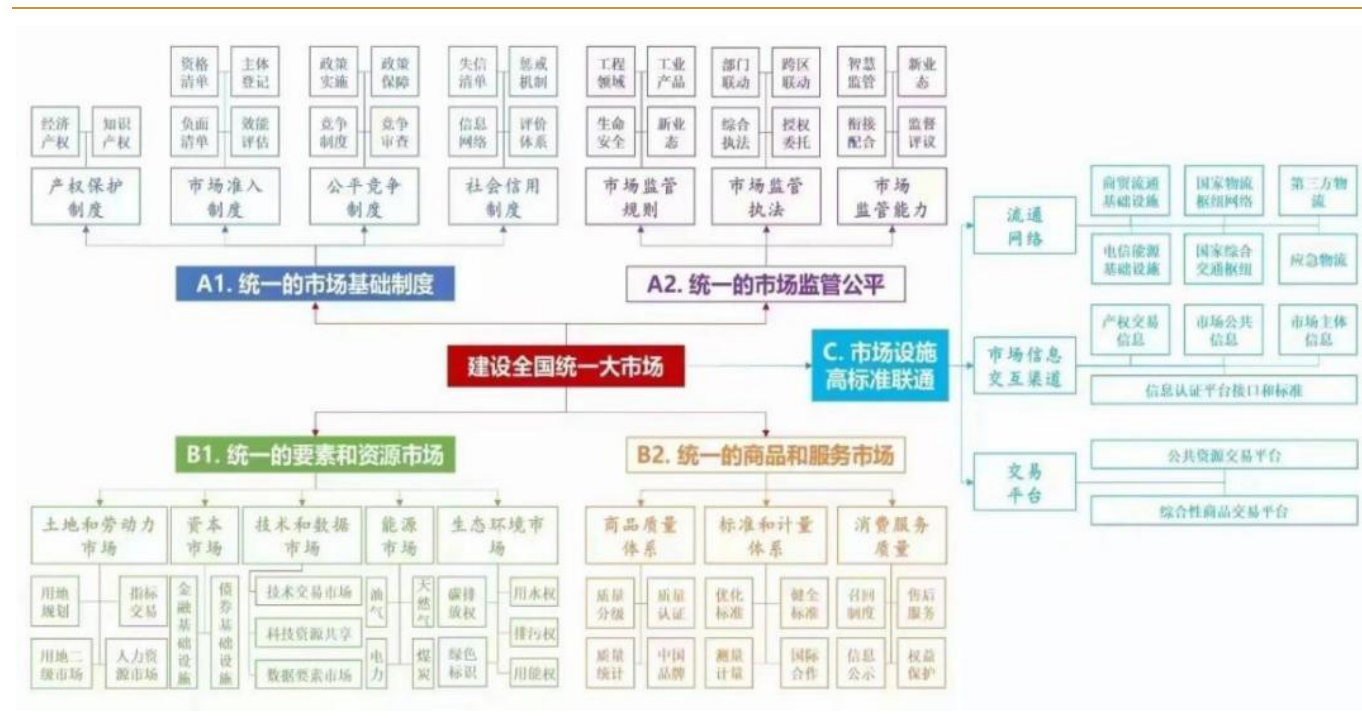
数据来源：涂料采购网、石油和化工园区，西南证券整理

4 统一大市场催生石化仓储行业迎来“蝶变”时刻

4.1 统一能源大市场与石化期货共振

近年来，随着百年未有之大变局加速演进，国际政治经济秩序正发生深刻变化，中国需要更好地统筹好国际与国内、发展与安全等多重矛盾。2022 年中共中央、国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，从全局和战略高度对加快建设全国统一大市场，筑牢构建新发展格局的基础支撑作出部署。建设全国统一大市场，加快构建双循环新发展格局。

图 52：全国统一大市场建设框架



数据来源：中国—上海合作组织技术转移中心，西南证券整理

我国是石化产品消费大国，市场规模巨大并呈持续增长态势，但价格影响力却并不匹配。《关于加快建设全国统一大市场的意见》明确提出“在有效保障能源安全供应的前提下，结合实现碳达峰碳中和目标任务，有序推进全国能源市场建设。在统筹规划、优化布局基础上，健全油气期货产品体系”。2022 年 4 月 20 日全国人大常委会通过了期货和衍生品法，规定“国家支持期货市场健康发展，发挥发现价格、管理风险、配置资源的功能”。要建设全国统一的能源大市场，一个能有效反映全国市场供需状况的价格体系是应有之义。

图 53：2022 年我国期货和衍生品市场“基本法”正式出台



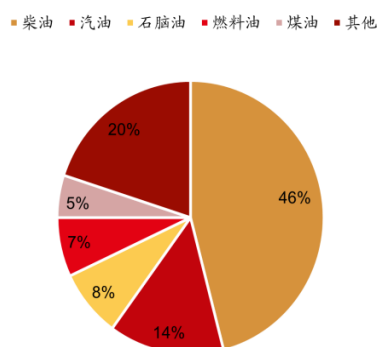
数据来源：期货日报，西南证券整理

石油方面，我国是全球最大原油进口国，市场规模巨大。石油市场既有国际性的一面，也有区域性的一面。我国石油市场结构、季节性习惯与国外差异很大。以成品油为例，美国的成品油消费以汽油为主，柴汽比小于 1，欧洲以柴油为主，柴汽比在 3 左右，而我国近十年则经历了柴汽比快速下降的过程，从 2008 年的 2.3 下降到目前的 1.0 左右。美国成品油的季节性表现为夏季驾车高峰和冬季取暖高峰，我国则体现为春节国庆、春耕秋收，国外价格基本无法准确地反映我国石化市场的供需关系。

但长期以来，国外价格已成为深入我国油气产业的神经和脉搏，中国的供需因素在油价形成中发挥的作用微乎其微。我国要形成有效的价格信号，参与国际油气价格形成，必须以建立完善的期货市场体系为重要抓手。

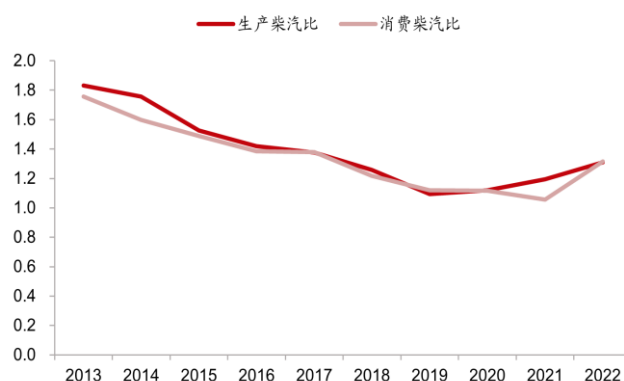
我国长期以来进口油气只能采用国外市场价格，甚至国内销售也以国外价格为定价基准，强化了国外价格在国内资源配置和宏观调控中的决定性作用。石油市场价格与市场供需脱节不利于国家经济安全和产业经济发展，需要彻底改变。

图 54：2021 年欧洲柴汽比在 3 左右



数据来源：BP、美尔雅期货，西南证券整理

图 55：我国柴汽比下降到目前的 1.0 左右



数据来源：，西南证券整理

从 2001 年上海期货交易所开始研究论证开展石油期货交易算起，我国原油期货的推出历时 17 年。2012 年我国对《期货交易管理条例》进行修改，删除了限制外国人参与国内期货交易的规定，允许外国投资者参与境内特定品种的期货交易，为原油期货上市打开了大门。

党的十八大以来，尤其是 2013 年习近平总书记对期货市场作出“要脚踏实地，大胆探索，努力走出一条成功之路”的重要指示后，中国证监会加快了推进国际化原油期货市场的建设的步伐。**2018 年 3 月 26 日上午 9 时，中国原油期货正式挂牌交易。**作为中国期货业首个对外开放的品种，原油期货的上市，标志着中国期货市场国际化扬帆起航。

我国原油期货合约设计方案最大的亮点和创新用十七字概括，即“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”。中国原油期货有助于形成反映中国乃至亚太地区市场供需关系的**原油定价基准**，也能够弥补 WTI、BRENT 原油期货在时区分工上的空白，形成 24 小时连续交易机制，补充完善国际原油定价体系。

境外参与者可使用美元作为保证金，交易产生的盈亏、手续费、交割货款等**必须以人民币支付结算**，盈利可以选择以人民币或者美元的方式提取，逐步为国际原油贸易、产油国官方销售原油使用人民币计价结算创造条件。在交割方面，**对于从事原油期货保税交割业务的境内外投资者，均暂免征收增值税。**

表 18：我国原油期货合约

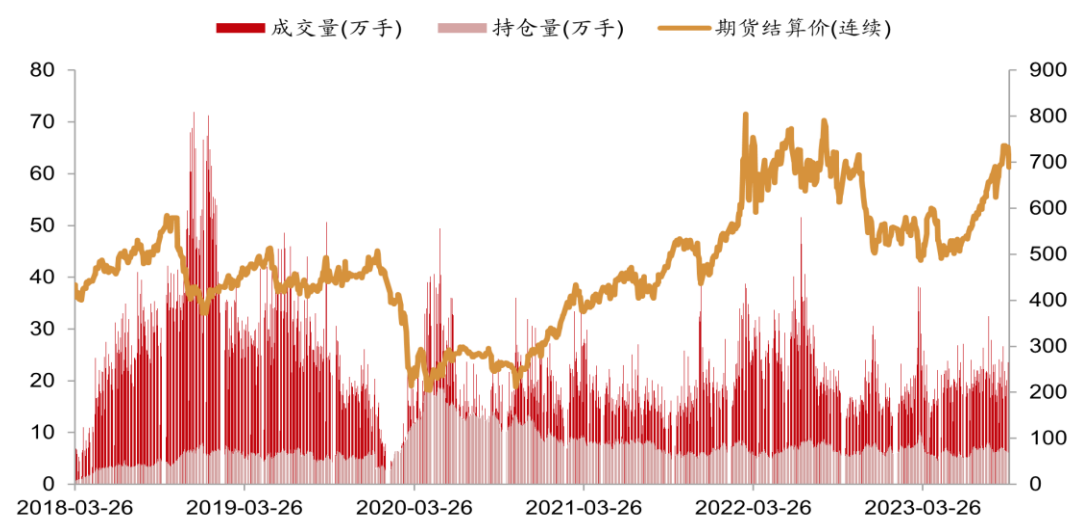
	SC.INE
交易品种	中质含硫原油
交易单位	1000 桶/手
报价单位	元(人民币)/桶(交易报价为不含税价格)
最小变动价位	0.1 元(人民币)/桶
交易时间	每周一至周五，9:00-10:15、10:30-11:30 和 13:30-15:00，下午 21:00-次日 02:30(夜盘)
合约交割月份	最近 1-12 个月为连续月份以及随后八个季月
最后交易日	交割月份前第一月的最后一个交易日；上海国际能源交易中心有权根据国家法定节假日调整最后交易日
交割日期	最后交易日后连续五个交易日
交割品质	中质含硫原油，基准品质为 API 度 32.0，硫含量 1.5%，具体可交割油种及升贴水由上海国际能源交易中心另行规定
交割地点	上海国际能源交易中心指定交割仓库
交割方式	实物交割
交割代码	SC
上市机构	上海国际能源交易中心

数据来源：上海国际能源交易中心，西南证券整理

上市至今，上海原油期货交割量近两亿桶，接近全球两天的消费量。市场规模方面，上海原油期货日均成交量约 25 万手，相当于 WTI 和 Brent 原油期货的 1/4 左右，位居全球第三，日均持仓量 7 万手左右，约为我国日消费量的 6 倍，具备了服务产业发展的承载力。

价格方面，上海原油期货价格走势在与国外保持一致的同时，更多是反映了中国乃至亚太市场的供需特点。2020 年疫情发生初期，我国较国外率先控制疫情并复工复产，上海原油价格有效反映国内原油需求复苏，较国外价格出现升水；2022 年上半年则情况相反，国内受疫情拖累需求不振，炼厂开工率下降，上海原油期货较国外价格出现贴水。

图 56：上海原油期货反映中国市场供需（元/桶）



数据来源：，西南证券整理

化工品方面，我国多年前就已是全球最大的 PTA 生产国及消费国，在国际大宗商品原料价格及供需剧烈波动的关键时期，国内 PTA 行业稳定价格、规避风险的需求日趋强烈。因此，2006 年，PTA 期货合约正式在郑州商品交易所挂牌上市，这是我国首个化工品期货品种。

图 57：2006 年 12 月 18 日 PTA 期货合约正式在郑州商品交易所挂牌上市

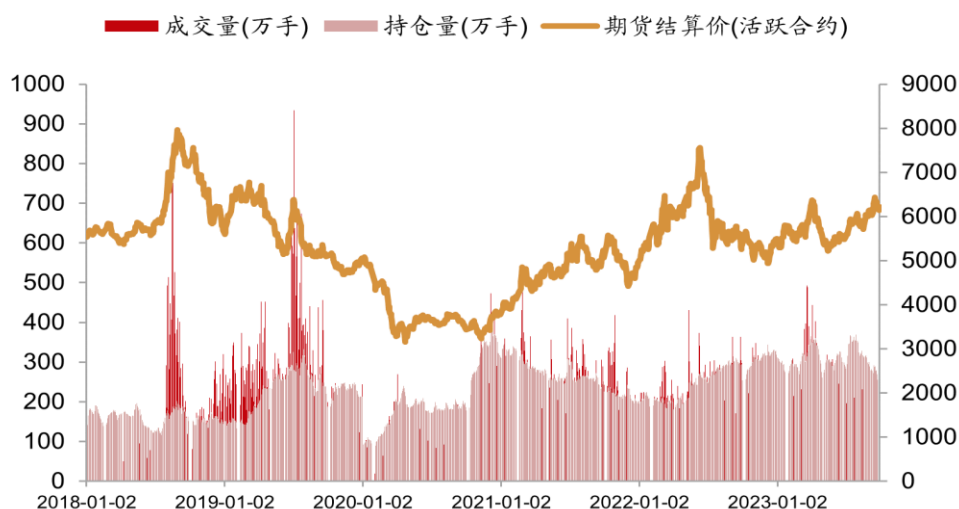


数据来源：中粮期货，西南证券整理

如今，PTA 期货日均成交量已从 2007 年的 4.1 万手增加至超过 200 万手，我国 PTA 期货市场成为全球主流的 PTA 交易市场。截至 2021 年，占据全国 PTA 总产能达 93% 以上的企业均已参与 PTA 期货市场的交易活动。

得益于产业链企业的深度参与，PTA 期货价格一方面可以指导聚酯产业链企业的生产经营活动，另一方面也为企业通过期货市场开展套期保值等操作提供有利条件。去年在国际原油价格大幅波动的背景下，PTA 价格涨幅相比国际原油低了 22.8 个百分点，一定程度缓冲了上游价格上涨对下游产业的冲击。PTA 期货不仅为我国 PTA 现货贸易打造了定价基准，而且逐渐成为聚酯产业链国际贸易的重要定价参考。

图 58：PTA 期货价格反映了行业供需情况及变化趋势（元/吨）



数据来源：，西南证券整理

4.2 石化仓储是统一能源大市场的“蓄水池”和“压舱石”

对于统一能源大市场和石化期货而言，石化仓储的储罐尤其是成为拥有交割资质的储罐毫无疑问是“蓄水池”，在整体环节发挥着重要作用。《关于加快建设全国统一大市场的意见》明确提出要优化交易场所、交割库等重点基础设施布局。2020 年在上海原油价格升水的行情下，贸易商运用期货市场机制，做了大量的卖出交割，原油仓单最高时达 4529 万桶，通过市场机制客观上为我国积累了大量低价资源，成为我国商业石油储备的重要组成部分。

对于石化产业而言，要成为交割仓库就是要有资质、有财力、有库容、有信誉、有规程、有人才、有便利。我国目前石化仓储企业有很多，但截至今年 6 月，我国国内原油期货交割库不足 20 家，甲醇、乙二醇交割仓库不足 20 家，苯乙烯交割仓库更是不足 10 家，可以说拥有交割库资质的石化仓储企业如宏川智慧、中石化冠德等是绝对的优质稀缺资源。

以湛江商储开始向上海国际能源交易中心申请成为原油期货指定交割仓库为例。湛江原油商储位于湛江港石化仓储区内，总库容 135 万立方，由中国石化管道储运有限公司湛江输油处代为管理，于 2017 年 7 月投产运行，对于保障华南地区炼化企业原油供应、促进地方经济发展具有重要意义。

2019 年年初，湛江输油处着手办理申报相关手续，为原油期货指定交割仓库存放点启用提前做好准备。2020 年 4 月 24 日，上海国际能源交易中心发布公告，同意湛江原油商储分公司成为该中心原油期货存放点，核定库容 60 万立方米，启用 40 万立方米。

图 59：湛江原油商储分公司获批成为原油交割库



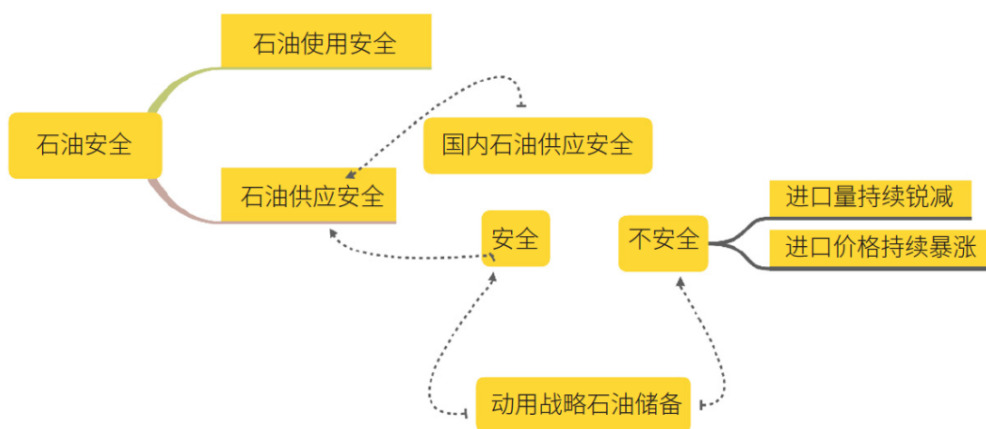
数据来源：国家管网东部储运，西南证券整理

湛江商储成为原油期货指定交割仓库后，交割仓库的仓储费用是一般仓储的 6 倍，这直接增加了企业的收入，而企业效益增加后纳税也随之提升，为国民经济发展作出贡献。同时，交割仓库对推动湛江当地炼化产业集群与深水良港资源的深度融合，构建集航运、贸易、金融等各要素为一体的油品全产业链生态体系提供助力，吸引更多产业投资者集聚。

简而言之，以储罐为主的交割库将大力促进国内商品市场循环畅通，通过充分发挥期货交割功能，便利产业企业进行实物交收，促进区域间的要素流动和供需间的有效对接，进而有助于消除市场分割，促进商品集散流通。建设全国统一能源大市场需要有效利用全球要素和市场资源、使国内市场与国际市场更好联通。建设石化期货市场也需要不断便利全球客户的资源配置和风险管理，这一切都离不开石化仓储企业的不断进步和继续发展。

由于石油的特殊性，石油储备对我国能源和经济安全十分重要，是统一能源大市场的“压舱石”。石油储备制度起源于 1973 年中东战争时期，当时欧佩克（OPEC）石油生产国对发达国家进行石油禁运，促使发达国家成立国际能源署（IEA），提出建立战略石油储备。石油储备可以控制国家石油的进口量和进口价格，对国家能源供应安全具有重要的保障作用。

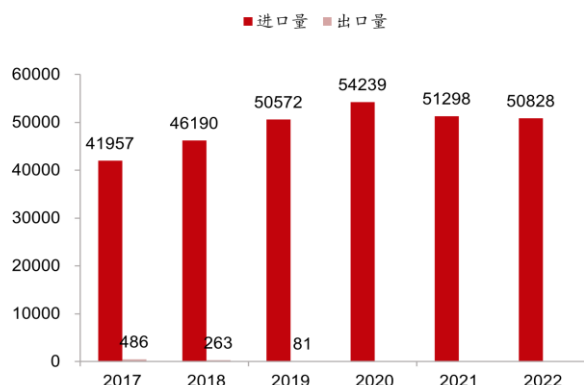
图 60：战略石油储备的作用



数据来源：《中国科学院院刊》，西南证券整理

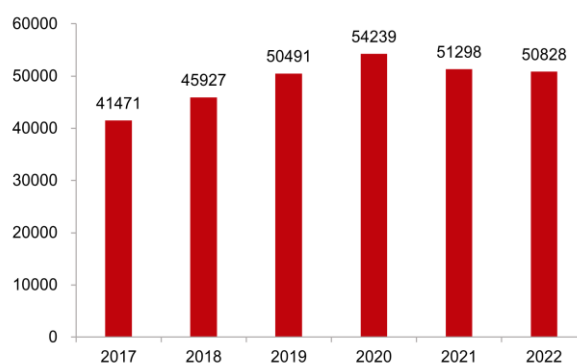
随着我国石油需求的增长,我国对石油的进口依赖日益增强。加之近几年国际局势动荡,我国正在扩大石油储存能力并开始大量购买战略石油储备,据大宗商品咨询公司 Vortexa 在 2023 年 7 月 13 日发布的报告估计,截至 2023 年 6 月底中国的原油储备库存约为 9.8 亿桶,相比之下,路孚特的数据显示 2020 年中国的战略石油储备约为 5.03 亿桶。

图 61: 2017-2022 年我国原油进出口数据(万吨)



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 62: 2017-2022 年我国原油净进口数据(万吨)



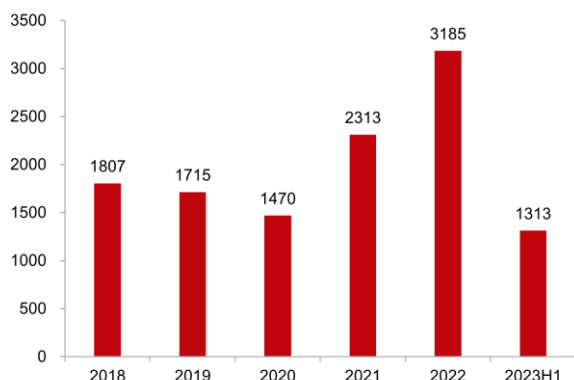
数据来源: 海关总署, 西南证券整理

国际能源署要求其成员至少储备相当于 90 天净进口量的石油,而实际上发达国家的石油储备都远大于该要求。相比于国外战略石油储备,我国战略石油储备严重不足,据全国人大代表江寿林 2020 年访谈时介绍,石油进口储备量最多的国家是日本,其政府石油储备量可以支撑 112 天,另有商业储备 79 天;其次是美国,其战略石油储备可支持天数达 154 天;德国的储备量大约可以支撑 100 天,法国为 85 天左右。2020 年我国商业和战略原油储备量可支撑天数均为 80 天,距离安全性仍有一段距离。在百年未有之大变局下,建立大规模石油储备是改善国家能源储备现状的必经之路,也是保障国民经济和社会发展的“压舱石”。

4.3 他山之石——以仓储为基,拥抱变革,终成石化能源帝国

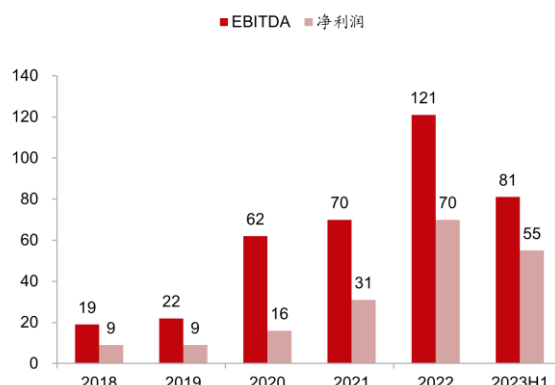
托克成立于 1993 年,总部位于瑞士日内瓦,目前是全球最大的独立商品贸易商之一,在全球有 12,000 多名员工分布在 60 多个办事处,与 150 多个国家和地区生产商和客户合作。公司专注于石油和石油产品以及金属和矿山的期现货交易服务及物流服务,并通过石油、金属、电力和可再生能源以及航运四个部门建立起全球贸易业务。截至 2023 年上半年托克公司营业收入及资产规模分别超过 1313 亿美元及 905 亿美元,人均创收超过 1000 万美元。

图 63：托克公司营业收入（亿美元）



数据来源：托克公司官网，西南证券整理

图 64：托克公司 EBITDA 和净利润（亿美元）



数据来源：托克公司官网，西南证券整理

托克在全球范围内进行石油和石油产品以及金属和矿产的采购、存储、混合和运输服务，并在此过程中基于地理、时间和形式的转换进行套利。托克利用其规模经济的优势进行大量采购，降低采购成本。同时，使用期货、交换等标准衍生工具来对冲平价风险，减小风险敞口，并通过全球采购来规避地区性风险。然后通过其分布在世界各地的中游资产对商品进行仓储、混合、运输，并时刻关注市场寻找实物套利机会。

公司的高效供应链管理策略涉及不同类型的运输以及在战略位置存储产品并大规模运输的能力。通过全球网络，公司可以为偏远地区提供石油产品。例如为了供应巴拉圭和玻利维亚的内陆地区，公司从世界各地的炼油厂采购产品，并将其运送到阿根廷坎帕纳码头。

图 65：托克公司储罐



数据来源：托克公司官网，西南证券整理

图 66：托克公司物流

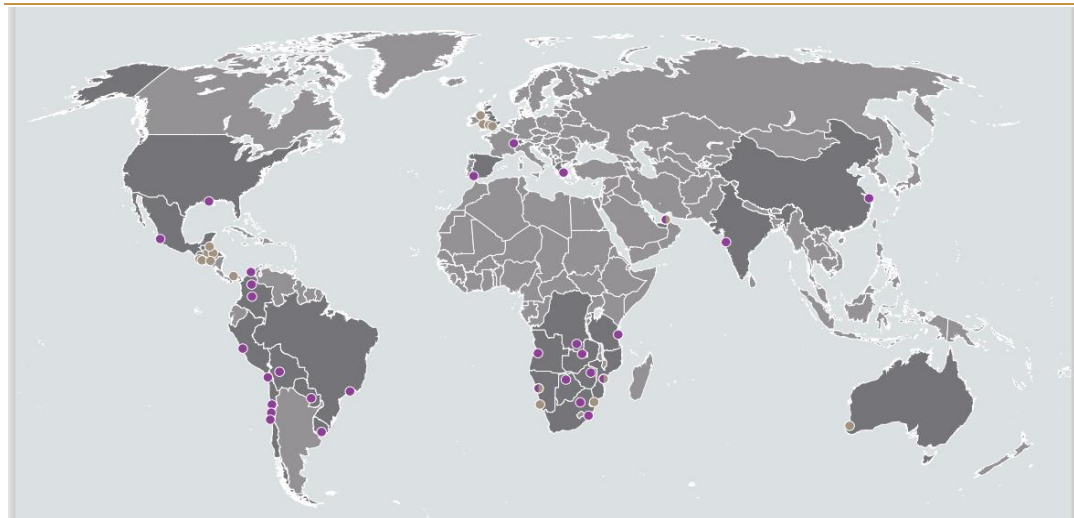


数据来源：托克公司官网，西南证券整理

托克没有通过资产并购形成类似嘉能可的“生产+贸易”双支柱的经营模式，而主要是将长期资产投资更多地集中于**中游物流存储资产**。公司在创立之初便开始大量投资大宗商品仓库、港口以及全球运输网络，主要由于商品套利过程中货权的把控尤其重要，卡位关键物流节点从而降低交易成本。具体来看，托克中下游物流仓储分销资产除托克本部外主要由 Impala 以及 Puma 运营，分别侧重于生产端到出口港口运输、海运以及消费端分销，形成物流全流程的资产布局。资产类别上，Impala 及 Puma 均投资了较多港口及仓储设施，有利于在国际贸易发生重大波动或结构变化时保持业务稳定；而卡车、船舶、铁路等的多式联运物流体系通过降本提效以及端到端定制化供应链服务给托克带来更高的业务量。

Impala 通过公司在 45 个国家拥有的 29 个资产和运营网络为世界各地的能源和干散货客户提供关键的存储和物流基础设施服务，公司是托克和 IFM Investors 的合资企业。

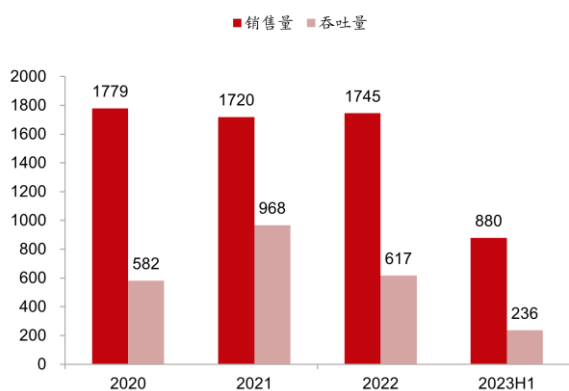
图 67：Impala 全球业务



数据来源：Impala 官网，西南证券整理

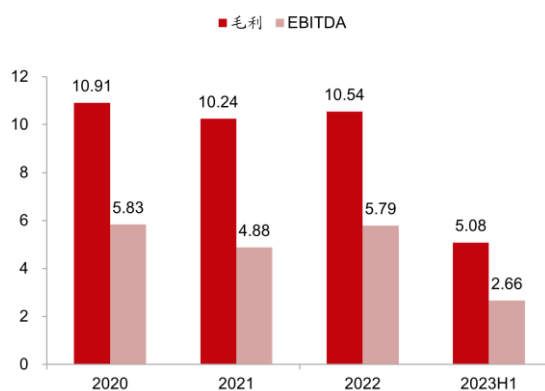
Puma 是一家全球性石油产品分销公司，在多个国家有强大的基础设施资源，提供产业链中下游服务。托克于 2000 年收购 Puma 所有股份，现在是公司最大股东，拥有超过 50% 的股份，公司的主要业务活动是石油产品储存和零售设施的所有权和运营以及销售和分销。

图 68：Puma 公司销售量和吞吐量（万立方米）



数据来源：Puma 公告，西南证券整理

图 69：Puma 公司 EBITDA 和净利润（亿美元）

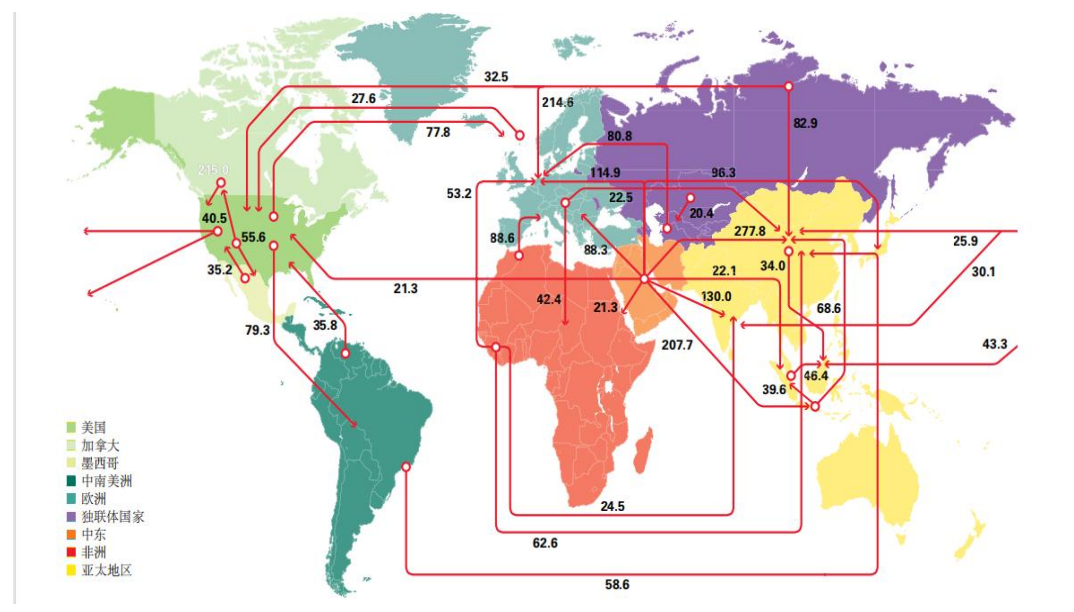


数据来源：Puma 公告，西南证券整理

原油定价权跟随政治与供需格局变迁，上世纪末众多石油巨头的上游开采权被收归国有，产油国成立国家石油公司进行统一销售，这些变化为托克等石油商品贸易商打开了突破口，可以说托克的发家史就是国际供应链的变革史。托克在世纪之交石油巨头的整合浪潮中战略性地收购了南美石油基础设施投资及分销商 Puma，以此强化公司在石油贸易中的渠道能力。随着 2000 年以来石油巨头逐渐整合退出中下游贸易分销业务，大宗商品供应链再度迎来重构，托克趁机收购并打造 Impala 仓储平台，持续的投资帮助公司巩固地位并增强套利能力。

当今，俄乌冲突后美国和欧洲国家对俄罗斯原油关闭市场和俄罗斯原油寻找替代市场这两种作用力导致原油贸易流向在全球范围大规模重构，给行业参与者带来了新的机遇。

图 70：俄乌冲突前全球石油主要贸易流向（百万吨）



数据来源：《世界能源统计年鉴2022》，西南证券整理

随着 1983 年纽约推出 WTI 原油期货和 1987 年伦敦推出 Brent 原油期货，石油价格与风险资产等形成密切联系，石油定价权逐渐进入全球金融定价时代。身为世界第二大经济体，我国对于新冠疫情结束后释放内需潜力做了重要顶层设计，积极促进大宗商品资源在更大范围内畅通流动。因此，我国石化仓储企业应该积极参与重构供应链，扩大规模增强实力的同时从传统商业模式向综合解决方案转型，应用先进技术以及建立强大的合规和风险管理能力。

图 71：目前已进入以原油期货为代表的石油金融定价时代（美元/桶）

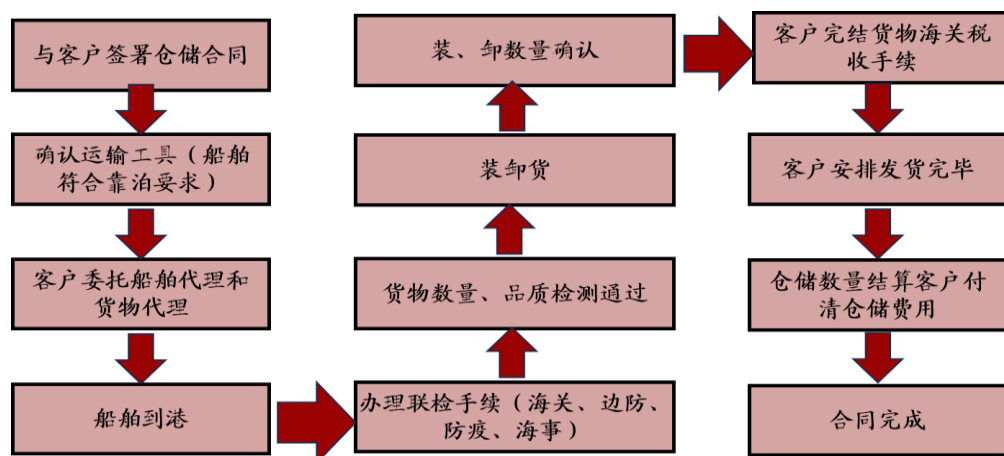


数据来源：《世界能源统计年鉴2023》，西南证券整理（使用 2021 年美国的消费者价格指数来衡量）

5 当前国内石化仓储行业龙头面临新机会

石化仓储公司通过出租储罐实现仓储服务收入，虽然行业所提供的服务具有一定同质化，但其具体的储存品种特性、客户对储存货物品质敏感度和租赁储罐期限的长短等却有不同。我国石化物流企业已经形成了因码头港口等自然条件割裂形成的区域竞争格局和因仓储品种差异形成的细分市场竞争格局。企业竞争时，往往行业龙头拥有更多优势，除资金成本外，还包括天然的资源禀赋特性、定价机制、税收政策、消纳能力等。

图 72：石化仓储通用业务流程



数据来源：恒基达鑫官网，西南证券整理

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。而受到陆运运输半径的限制，石化物流企业业务主要的覆盖范围为所拥有港口和码头资源的辐射半径内，跨地区企业彼此之间竞争关系不明显，但优质的库区往往拥有较大的罐容总量、稳定且偏高的出租率以及绝佳的地理位置，更靠近炼厂或化工园区能有效降低运输成本，提高企业的竞争力。

图 73：珠海恒基达鑫库区地理位置优越



数据来源：恒基达鑫官网，百度地图，西南证券整理

图 74：宏川智慧旗下中山嘉信临近中山市高新技术开发区



数据来源：宏川智慧官网，西南证券整理

行业龙头往往拥有多元的定价机制，能够在贴合不同客户需求的同时增加公司的收入。

图 75：石化仓储多种计价方式



数据来源：江阴恒阳物流集团官网，西南证券整理

按客户租赁储罐期限的长短来分，长期租罐有利于提升公司罐容利用率，获得稳定收入，但单价较低，而短期租罐单价高，有利于提升罐容的周转率，增加装卸收入，但也容易降低罐容利用率，增加公司的业务拓展压力，故长期与短期之间存在着一定的此起彼伏的联系。行业龙头由于拥有更优质的资源禀赋和更大的罐容总量，可以根据市场变化做结构性调整。如 2022 年珠海码头货物吞吐量有所收缩，对短期租罐收入有一定降低影响，但恒基达鑫由于具有良好的区位优势，库容规模较大，通过增加长期租罐占比稳定了仓储收入。

表 19：恒基达鑫长、短期租罐收入情况（万元）

类型	2022 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比
短期	7,200.22	36.50%	9,288.80	46.79%
长期	12,524.77	63.50%	10,562.09	53.21%
合计	19,724.99	100.00%	19,850.89	100.00%

数据来源：珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)2023 年跟踪评级报告，西南证券整理

同时，行业龙头大都在华东和华南等石化产业较发达地区，下游客户租金承受能力较强，公司可以根据客户的仓储需求与生产人员了解货物特性、仓储需求和储罐安排，在各罐型对应的价格范围内向客户报价，而差异化后的平均报价大多会比小企业的统一报价更高。

表 20：2022 年宏川智慧储罐定价标准

区域	储罐容量 (立方米)	拼罐价格 (元/吨/月)	包罐价格 (元/立方米/月)	
			短期租罐价格	长期租罐价格
华南地区	300-15,000	25-65	30-70	20-70
华东地区	100-20,000	25-250	28-58	25.5-106

数据来源：2020 年广东宏川智慧物流股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告，西南证券整理

行业龙头往往也能享受更具优惠的税收政策。今年3月印发的《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》显示，对物流企业自有(包括自用和出租)或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税，而公告所称的大宗商品仓储设施需同一仓储设施占地面积在6000平方米及以上。

图 76：只有同一仓储设施占地面积超过规定面积的企业才能享受优惠

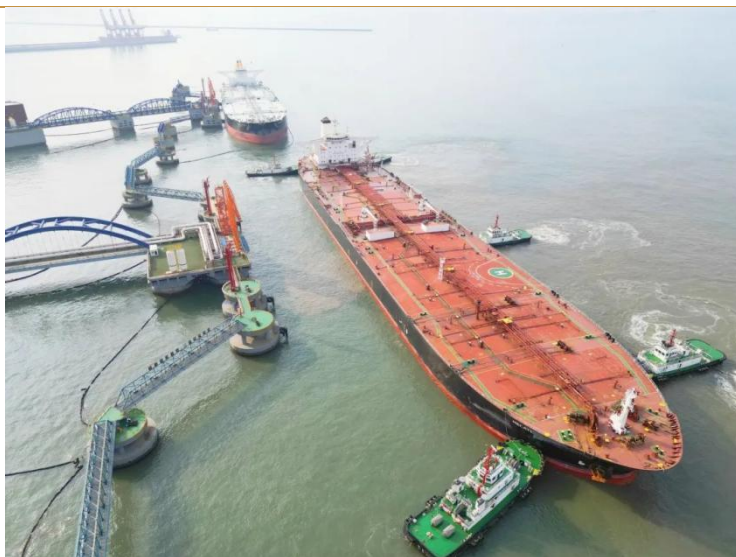
⇒ 本公告所称大宗商品仓储设施，是指同一仓储设施占地面积在6000平方米及以上，且主要储存粮食、棉花、油料、糖料、蔬菜、水果、肉类、水产品、化肥、农药、种子、饲料等农产品和农业生产资料，煤炭、焦炭、矿砂、非金属矿产品、原油、成品油、化工原料、木材、橡胶、纸浆及纸制品、钢材、水泥、有色金属、建材、塑料、纺织原料等矿产品和工业原材料的仓储设施。

数据来源：国家税务总局吉林省税务局，西南证券整理

据中物联危化品物流分会和前瞻产业研究院统计，2021年我国危化品仓储面积在1亿平方米的规模，危化品仓储需求则在1.3亿平方米左右。相比于固体而言，液体危化品的储存条件更加苛刻，疫情期间液体化工品的港口库存超过了300万吨，并处于持续胀库状态。虽然长期的供需紧张是推动服务价格增长的基础之一，但拥有更高利用效率的库区效益更好。

而石化储罐的利用效率不仅取决于码头吞吐量，消纳能力同样重要，包括当地的消纳能力和外送能力，不具备足够的消纳能力在吞吐量较好的情况下也无法转化为收益。大型库区由于靠泊的码头吞吐量大，往往有专修的转运线路来保障资源的有效利用，例如烟台港仅管线运输量就可达到一天10万吨，基本不会产生因罐容不足而港口无法正常安排接卸的情况。

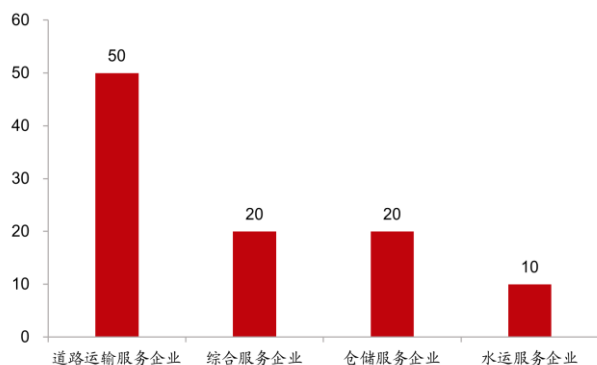
图 77：“卸、储、运”原油一体化储运体系



数据来源：山东港口，西南证券整理

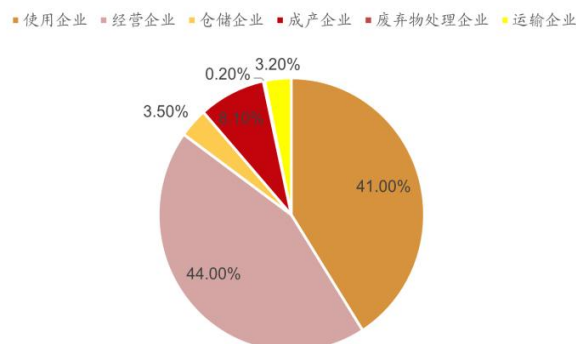
据中物联危化品物流分会数据，从化工物流整体来看，2021-2022 年中国化工物流头部企业类别占比最多的企业类别是道路运输服务企业，其次为综合服务企业和仓储服务企业。综合服务企业 TOP20 中主要以民营企业为主，在中国经济高速发展时期，综合服务企业具有运力规模大、仓储布局广泛，承运货物种类较多、一体化服务能力强等综合优势。目前国内的化工品相关仓储企业中主要还是以使用与综合物流为主，专门的仓储企业仅占 3.5%。

图 78：化工物流行业头部企业类别情况（家）



数据来源：中物联危化品物流分会，西南证券整理

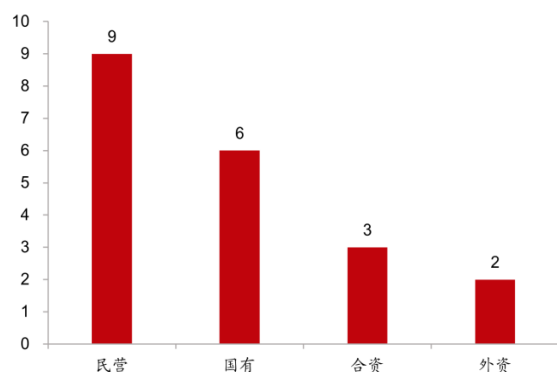
图 79：我国化工品仓储企业不同性质分类占比（%）



数据来源：中物联危化品物流分会，西南证券整理

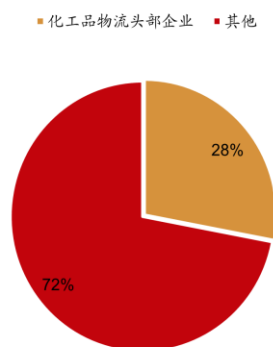
我国石化仓储行业目前呈现小规模、本地化的特点，竞争格局较为分散。从数量上看，目前石化仓储市场的主要参与者有三类：化工企业下的仓储公司、央企型石化仓储企业和民营第三方仓储公司。中物联危化品物流分会调查结果显示，目前我国液体化工仓储企业共 200 余家，2021-2022 年全国化工品物流头部企业的储罐总面积为 1,190 万立方米，占整个液体罐区市场份额不足 30%，集中度的提升存在很大空间。

图 80：化工仓储头部企业按性质划分（家）



数据来源：中物联危化品物流分会，西南证券整理

图 81：我国第三方储罐集中度的提升存在很大空间



数据来源：中物联危化品物流分会，西南证券整理

受到此行业竞争格局影响，中物联危化品物流分会调查结果显示，目前我国液体化工仓储企业容量在 30 万立方米及以上的液体化工品仓储约占总量的 20.5%、储罐容量在 50,000 立方米以下的液体化工品仓储约占总量的 33.4%。即使在化工仓储 TOP20 中，罐区容积 100 万立方米以上也仅仅占比 20%，绝大部分集中在 10 万-100 万立方米之间，占比 70%。从长期来看，小型储罐企业在合规成本、安全管理、营运效益等多个层面均处于劣势，行业龙头未来应做好带头作用，积极联动中小企业，共同推进更大范围的融合统一。

改革开放的政策红利，让许多外资企业进入中国开展本土化业务。虽然外资在华石化仓储企业的数量不多，但是由于外资入局早，提前抢占了很多好码头资源。以荷兰的皇家孚宝公司为例，皇家孚宝公司经过近 400 年的发展，历经数次业务调整及资产重组，业务范围更加专业化，现已成为世界上最大的独立石化仓储物流公司。

皇家孚宝在监事会指导下，由执行董事会和全球职能部门负责仓储资产的投资管理，在全球设有 1 个液化天然气公司和 4 个大区分支机构（美洲、欧洲和非洲、亚洲和中东、中国和北亚），专业从事液体石化产品的码头接卸和仓储，按照统一运营和管理标准体系运作，为全球客户提供公平优质的石化产品码头接卸和仓储管理物流服务。

图 82：皇家孚宝公司业务覆盖全球

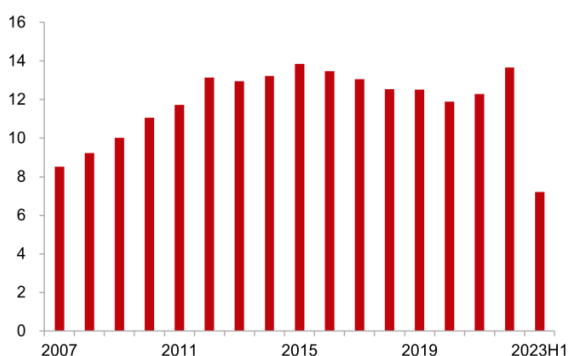


数据来源：皇家孚宝公司官网、谷歌地图，西南证券整理

独立仓储公司通常采取如下管理模式：总部设立职能部门负责投资决策，按照地理划分各大区域性部门和跨国职能部门，各大区域分支机构统一按照母公司自成体系的运营和管理标准在全球各地对市场、运营、质量进行管理。

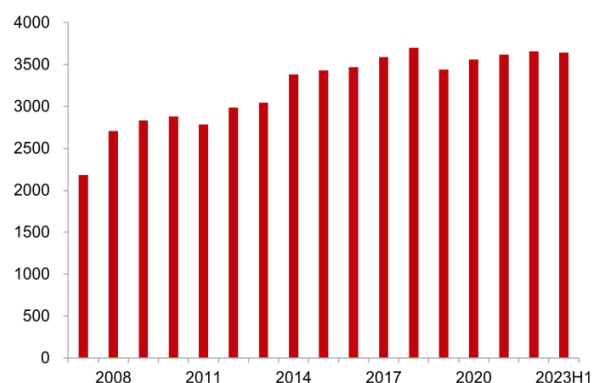
母公司长期累积的专业知识、仓储业务管理经验和成功做法使得这些国际公司的下辖部门可以判断当地存储产品的优势位置。截至 2023 年 6 月底，皇家孚宝公司在全球共拥有将近 80 个库区，仓储总规模近超过 3600 万立方米。

图 83：皇家孚宝每年营收超过 10 亿欧元（亿欧元）



数据来源：皇家孚宝公司官网，西南证券整理

图 84：皇家孚宝仓储总规模近超过 3600 万立方米（万立方米）



数据来源：皇家孚宝公司官网，西南证券整理

改革开放后皇家孚宝公司积极开拓中国业务，是最早在中国从事第三方物流的外资企业，目前已建成 7 个库区，总仓储规模近 300 万立方米，全部油库均可储存化工品。

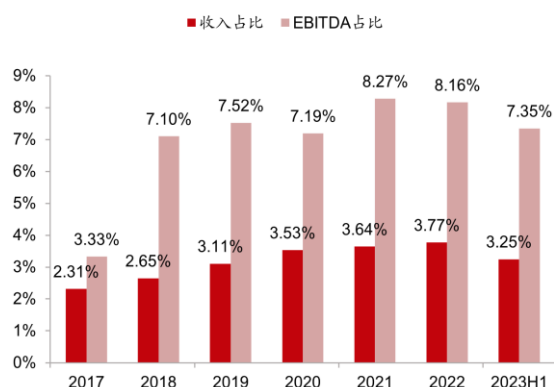
表 21：孚宝公司中国业务分布

地区	股份占比 (%)	仓储规模 (立方米)	建设状态
上海漕泾	50	539,986	已建成
福建漳州 (海腾)	30	896,000	已建成
浙江宁波	85	94,000	已建成
广西钦州	51	290,200	已建成
山东岚山	60	183,800	已建成
天津临港	50	375,300	已建成
江苏张家港	100	498,490	已建成
上海漕泾	50	110,000	在建
广东惠州	30	560,000	在建

数据来源：孚宝公司官网，西南证券整理

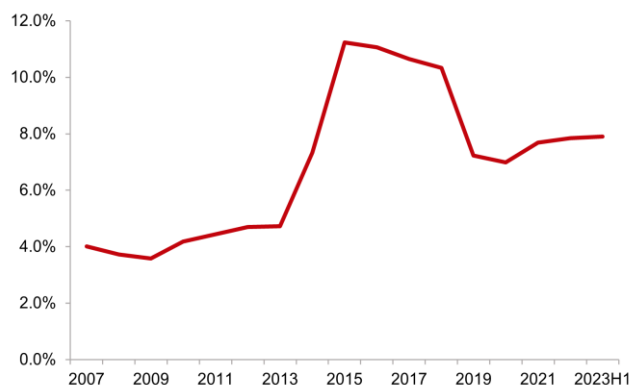
近年来，国际政治经济形势日趋复杂，地缘政治以及传统能源转型等因素相互叠加，全球能源产业格局发生巨大变化，将逐步导致未来石油流向改变、需求结构分化和数量下降。面对未来发展形势，部分大型国际公司已开始出售其石油仓储资产，同时面对现存仓储公司竞争加剧和能源转型发展趋势，国际石油仓储公司的业务发展也面临新的考验。作为全球性公司，外资扩张往往会关注码头的资源稀缺性和营利性，并不是盲目占有市场。因而皇家孚宝会根据需求调整全球布局 and 结构，目前可以看到皇家孚宝在中国的扩张速度已经开始放缓。

图 85：中国和北亚大区对公司贡献占比有所下滑



数据来源：皇家孚宝公司官网，西南证券整理

图 86：近几年皇家孚宝在华仓储规模占比有所下滑



数据来源：皇家孚宝公司官网，西南证券整理

随着我国石化仓储体系标准化建设逐渐提速，未来行业运行标准将进一步规范，相关资质审批更加严格，资质健全的优质企业将快速发展，没有达到标准以及没有取得相关资质的企业则被逐渐淘汰，因此，在外资扩张放缓的情况下，国内专业化能力更强的第三方石化仓储企业将脱颖而出。据中物联危化品物流分会数据，目前我国第三方仓储保持了快速发展，在第三方仓储需求稳定增长的情况下，经济周期波动并没有影响石化仓储企业的扩张步伐。

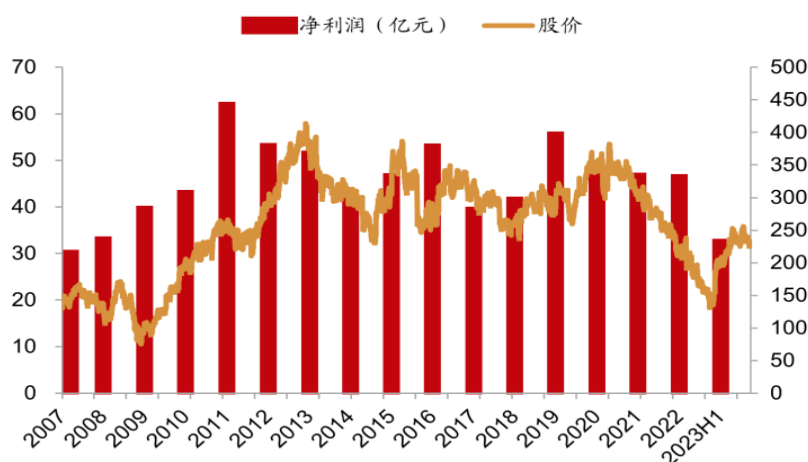
表 22：2021-2022 年中国化工物流仓储 TOP20 服务商

序号	企业名称	序号	企业名称
1	江阴恒阳化工储运有限公司	11	江苏长江石油化工有限公司
2	上海北芳储运集团有限公司	12	广州发展碧辟油品有限公司
3	珠海恒基达基国际化工仓储股份有限公司	13	扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司
4	东莞市百安石化仓储有限公司	14	江苏海企化工仓储股份有限公司
5	上海华谊天原化工物流有限公司	15	山东顺鑫港务有限公司
6	张家港保税区长江国际港务有限公司	16	江苏丽天石化码头有限公司
7	重庆川维物流有限公司	17	天津环捷物流有限公司
8	中石化南京清江物流有限公司	18	泉州宏海石化仓储有限公司
9	泰地石化集团股份有限公司	19	福建中远海运化工码头有限公司
10	江阴华西化工码头有限公司	20	东莞市金鑫实业有限公司

数据来源：中物联危化品物流分会、前瞻产业研究院，西南证券整理

目前，二级市场通常采用市盈率给石化仓储企业估值，大体量的进入成熟期的仓储企业由于成长性较差，其市盈率水平大概在不足 20 倍。我们认为此类估值方法忽视了优质企业的资源禀赋和其永续稳定的经营，且其拥有的资产极具稀缺性，理应获得一定的估值溢价。未来随着折旧和财务费用占比逐渐压缩以及行业龙头不断积极扩容，预计将增厚业绩并抬高行业龙头估值，股价也有望在新的竞争格局下“而今迈步从头越”。

图 87：皇家孚宝股价涨幅最大的时间段源于估值和业绩双击



数据来源：皇家孚宝公司官网，西南证券整理

危化品的仓储环节对技术以及设施设备要求比较特殊，若企业自建库区会使得运作成本巨大，未来把仓储业务外包出去或成为石化企业的普遍做法。不少第三方石化仓储企业拥有专业化技术化的服务能力，但是缺乏对物流系统和整个供应链的规划整合能力，普遍存在业态单一、区域协同不足、响应速度慢等痛点。而行业龙头可以提供给石化企业更加专业高效的物流资源，作为资源的整合者和协调者使得石化企业获得新的效益增长，行业龙头在新形势下将会成为石化仓储行业未来发展的最大受益者。我们重点推荐石化仓储板块宏川智慧（002930）、保税科技（600794）、中石化冠德（0934.HK），建议持续关注恒基达鑫（002492）。

5.1 宏川智慧

5.1.1 国内第三方石化仓储龙头，股权激励推动企业发展

1996 年，时任虎门化工总经理的林海川将虎门化工买下并更名为“宏川化工”，林海川成为宏川化工的实控人。2004 年，东莞三江港口储罐有限公司成立，进入化工仓储领域。2012 年公司前身广东宏川实业发展有限公司成立。2015 年 7 月，宏川发展整体变更为股份有限公司，更名为广东宏川智慧物流股份有限公司，同时，宏川智慧率先在新三板挂牌。2018 年 3 月，宏川智慧在深交所中小板成功挂牌上市，证券代码为 002930，简称“宏川智慧”。

目前，宏川智慧的仓储基地布局在中国经济最活跃、产业最聚集的粤港澳大湾区、长三角、环渤海、东南沿海地区和成渝双城经济圈，是国内第三方石化仓储龙头。

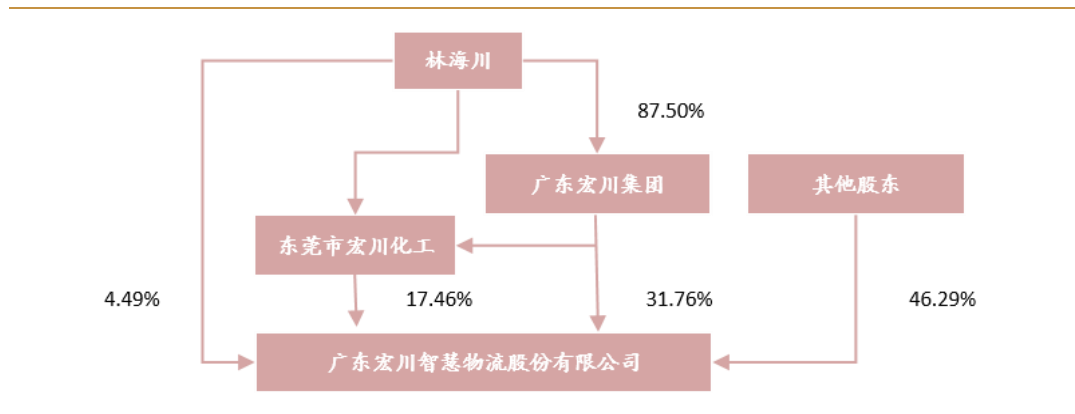
图 88：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权集中，董事长林海川有充分话语权。公司的实际控制人为林海川，截至 2023 年 H1，董事长林海川直接及通过广东宏川集团和东莞宏川化工供应链有限公司间接合计持有公司超过 50%的股权。对于成长型企业，股权集中有利于实控人决策推行，适合目前公司发展。

图 89：公司主要股权结构（截至 2023 年 H1）



数据来源：，西南证券整理

2018 年上市后，公司陆续实施股票期权与限制性股票激励计划。股权激励有助于有效激发团队的创新活力和工作热情，促进企业与员工共同成长，从而帮助企业实现长期目标。今年 9 月 29 日，公司发布了 2023 年度的股票期权激励计划，本次计划授权日为今年 10 月 11 日，向符合条件的 191 名激励对象授予 578 万份股票期权，行权价格为 22.28 元/份。

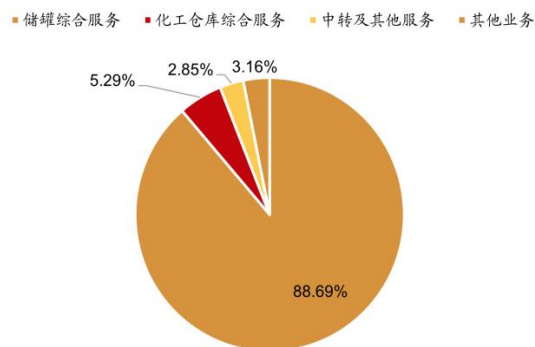
表 23：2020 年以来公司股权激励计划

时间	激励人数	政策相关内容
2020.02	87	向符合条件的 87 名激励对象授予 1,000.00 万份股票期权。
2021.04	119	向符合条件的 119 名激励对象授予 1,000.00 万份股票期权。
2022.04	153	向符合条件的 153 名激励对象授予 1,000.00 万份股票期权。
2023.09	191	向符合条件的 191 名激励对象授予 578.00 万份股票期权。

数据来源：公司公告，西南证券整理

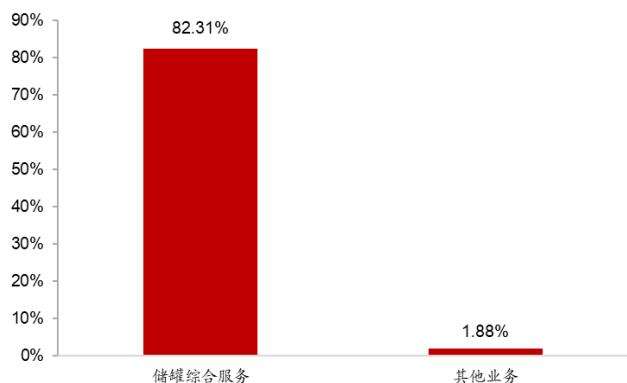
公司主营业务结构：根据 2023 年半年报，公司主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储、配送等综合服务及其他相关服务。报告期内，公司业务主要包括码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务五部分业务。公司收入主要来自码头储罐综合服务，占比 88.69%，化工仓库综合服务占比 5.29%，公司毛利也主要来自码头储罐综合服务。

图 90：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况



数据来源：iFind，西南证券整理

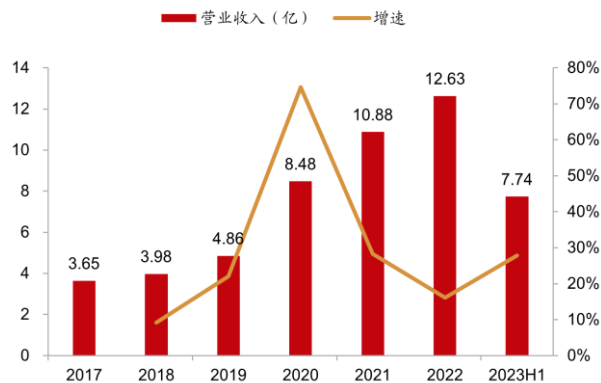
图 91：公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况



数据来源：iFind，西南证券整理

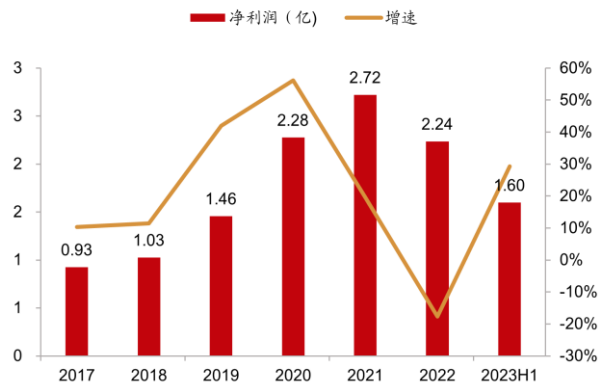
公司业绩状况：公司营业收入和净利润整体呈增长态势，2022 年净利润有所下滑主要原因是收购龙翔集团导致费用支出的增加，加之福建港能“港丰石化仓储项目”二期工程投入运营后的效益暂未充分释放。2023 年上半年公司实现归母净利润 1.6 亿元，同比+29.26%。

图 92：公司营业收入及增速



数据来源：iFind，西南证券整理

图 93：公司净利润及增速



数据来源：iFind，西南证券整理

5.1.2 并购式发展拓展市场份额，集群整合提高盈利能力

5.1.2.1 积极并购扩张市场份额，抢占优质资源

鉴于石化行业的特殊性，合理的空间规划布局能进一步凸显企业的核心竞争力。公司通过频繁并购现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。

公司东莞立沙岛基地和中山嘉信位于粤港澳大湾区核心地带，服务半径覆盖了粤港澳大湾区密集的制造企业群。太仓阳鸿、长江石化、南通阳鸿、南京龙翔、常州宏川、常熟基地和宁波宁翔则位于长江三角洲核心地带，为长江南北两岸的客户提供仓储综合服务。

图 94：公司粤港澳大湾区



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

图 95：公司长江三角洲布局



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

福建港能位于福建东南沿海地区，服务半径覆盖了中国石化产业振兴规划中的九大炼油基地之一的湄洲湾石化基地区域，是公司开拓东南市场的战略支撑点。潍坊港宏川、沧州宏川位于环渤海经济圈，服务半径覆盖了地炼大省山东以及京津冀地区。

图 96：公司东南沿海布局



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

图 97：公司环渤海经济圈布局



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

区域优势是公司持续强化的核心竞争力，整合优质资源也是公司的发展方向。因此在 2023 年 8 月 22 日，公司披露拟以现金方式收购位于江苏省南通市的南通御顺能源集团有限公司及南通御盛能源有限公司 100% 股权，标的公司下属 100% 控股企业易联能源（南通）

有限公司拥有土地使用权、码头岸线及储罐等优质石化仓储资产,本次交易总价为 8.9 亿元,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。

表 24: 公司 2018 年以来重要收购

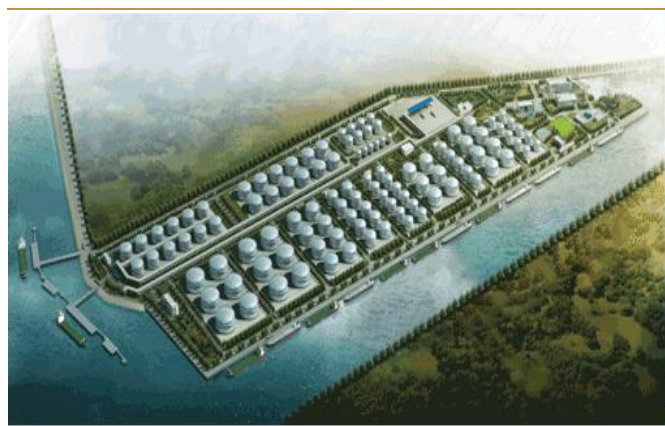
时间	并购企业	并购股权比例	新增罐容	所在区位
2018	福建港丰能源	85%	40.85 万立方米	福建东南沿海
2019	中山市嘉信化工仓储物流	100%	6.16 万立方米	粤港澳大湾区
2020	常熟华润化工	100%	54.40 万立方米	长三角
2020	常州华润化工仓储	56.91%	16.01 万立方米	长三角
2021	江苏长江石油化工	30.40%	40.20 万立方米	长三角
2022	常熟宏智	100%	29.38 万立方米	长三角
2022	龙翔集团	100%	90 万立方米	长三角、环渤海中心地带
2022	嘉会物流(沧州)	70%	/	环京津、环渤海中心地带
2022	成都宏智	100%	/	成渝地区
2023	南通御顺、南通御盛	100%	61.70 万立方米	长三角

数据来源:公司公告,西南证券整理

易联能源(南通)有限公司于 2004 年 2 月批准成立,自 2007 年开业以来,公司坚持精细化管理十多年,形成了公司独特的管理优势。易联能源(南通)与公司全资子公司南通阳鸿石化储运有限公司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。

易联能源(南通)油库占地面积 675 亩,拥有储罐 72 只,总罐容 61.7 万立方米,单罐容积从 1500 立方米~13000 立方米不等,可储存各类油品及液体化工品。油库码头为对外开放码头,位于长江下游北岸南通如皋港区(福沙江北水道),距上海吴淞口 127 公里,距南京 120 公里。码头岸线 286 米,码头前沿水深常年—15 米,可靠泊六万五千吨以下的船舶。本次交易完成有助于公司深耕长三角地区市场,进一步扩大公司品牌影响力,进而强化上市公司整体布局及整合协同,提升上市公司综合服务实力。

图 98: 易联能源(南通)设施完善



数据来源:宏川智慧,西南证券整理

图 99: 易联能源(南通)码头区



数据来源:宏川智慧,西南证券整理

5.1.2.2 经营管理赋能提升并购效益

距离公司成功并购中山嘉信刚刚过去两个月，在 2020 年 1 月底公司便抛出子公司参与竞拍收购股权的议案。2020 年 2 月公司子公司太仓阳鸿成功竞拍，通过上海联合产权交易所所以现金方式受让华润化学持有的常州华润 56.91% 的股权及至溢投资持有的常熟华润 100.00% 股权，合计受让金额高达 4.09 亿元，并将常熟华润更名为“常熟宏川”，常州华润更名为“常州宏川”。本次并购完成后，公司新增储罐罐容 70.41 万立方米，集群效应凸显。

图 100：常熟华润更名为常熟宏川



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

图 101：常州华润更名为常州宏川



数据来源：郑商所，西南证券整理

常熟华润成立于 1996 年，是常熟地区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，经过多年持续发展已成为常熟市最大的散装液体化工产品集散地之一。公司库区码头位于常熟港专用航道，外档可靠泊一艘 20000DWT 危险品船舶或者同时靠泊 2 艘 2000DWT 危险品船舶，内档靠泊一艘 500DWT 危险品船舶。常熟华润是乙二醇期货指定交割仓，通过了国际标准体系 ISO9001、OHSAS18001 认证等国内外先进体系认证。目前公司占地 200 亩，建有各类储罐 66 个及相关的储运配套设施，总储量 16 万立方米。

常州华润成立于 2009 年，是常州滨江化工园区及周边地区化工企业的仓储物流综合配套项目，目前公司占地面积约 650 亩，拥有长江、夹江两座码头，2 个 50000DWT 和 3 个 1000DWT 共 5 个泊位，库区共 80 个化工储罐，总罐容为 54.4 万立方米。

图 102：常熟宏川



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

图 103：常州宏川



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

由于成本相对固定，公司可以通过提高出租率带来净利润的放大，加之公司优先选择与公司现有仓储基地和库区可以产生协同效应的同一个区域的标的的项目，因此公司可通过商务中心客户资源共享机制以及货物通存通兑服务业务等增值服务引流客户至新并购库区，使其经营状况可在短期内迅速得到改善及提升。

例如竞拍常州宏川和常熟宏川的太仓阳鸿是公司 2018 年上市时旗下三大子公司之一，坐落于江苏省苏州市太仓港港口开发区，占地 458.45 亩，是华东地区大型商业仓储企业，与常州宏川和常熟宏川同属长三角区域。太仓阳鸿建有储罐有 77 座，总罐容量约为 60.6 万立方米，是全国最大的甲醇仓储基地和郑州期货交易所定点交割仓。同时，太仓阳鸿自有 8 万吨级石化专用码头，拥有长江黄金岸线 390 米，码头内外档共设有泊位 8 个，设计年吞吐能力 700 万吨，是长江流域的大型石化专用码头。

图 104：太仓阳鸿是华东地区大型商业仓储企业



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

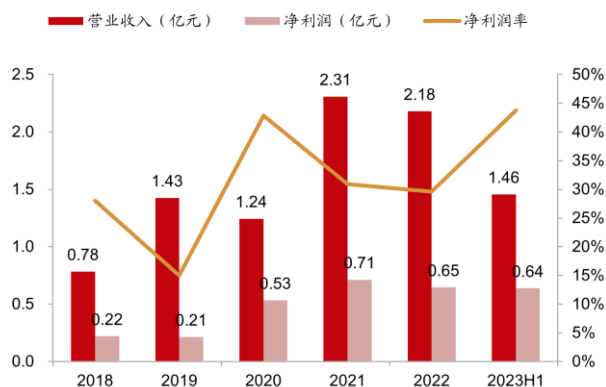
图 105：太仓阳鸿与常州宏川和常熟宏川同属长三角区域



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

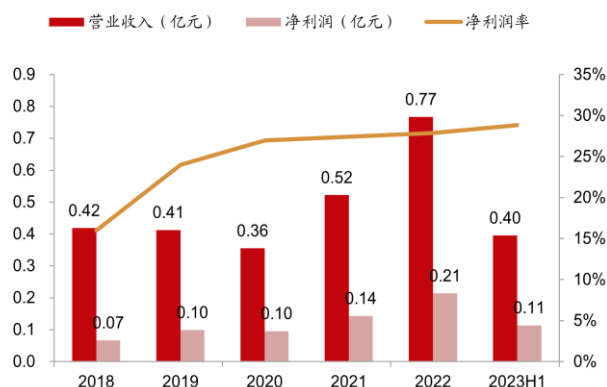
常州宏川和常熟宏川在被公司收购前的出租率显著低于公司平均水平，整体创收能力和盈利能力均较弱。而公司在总部设立了运营、商务、基建与采购、行政、财务五大管理中心，垂直对接新并购库区的对应部门，通过组织架构上的管理模式实现对新并购库区的快速整合和有效管控，从而能够实现并购后的人员稳定、经营正常和业绩增长。常州宏川和常熟宏川 2020 年度净利润合计达 8,797.65 万元，同比增长 136.49%，公司的经营管理赋能效果明显。

图 106：常州宏川 2018 年以来营收和净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理(2020 年为购买日至期末)

图 107：常熟宏川 2018 年以来营收和净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理(2020 年同左，2021 年平滑增速)

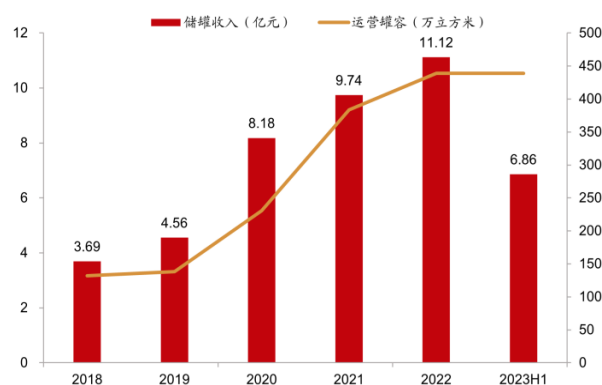
5.1.3 储罐与化工仓库双主业驱动

5.1.3.1 运营罐容持续扩张，出租率常年保持高位

公司的持续并购带来了运营罐容的持续扩张。截至 2023 年上半年，公司运营罐容总计 438.61 万立方米，其中控股子公司为 325.33 万立方米，合营公司为 73.08 万立方米，参股公司为 40.20 万立方米，储罐收入也从 2018 年的 3.69 亿元到 2023 年上半年的 6.86 亿元。

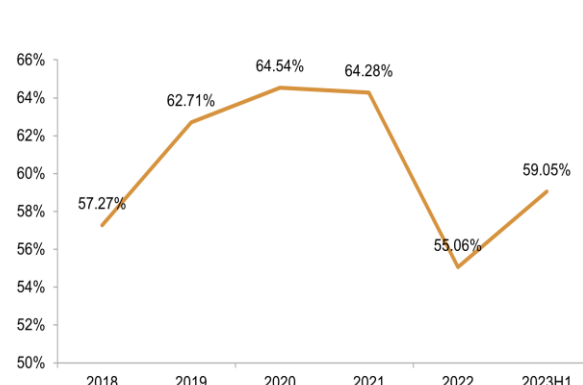
同时，高速增长储罐规模并没有影响公司的盈利质量，公司储罐综合服务毛利率始终保持在 50% 以上，今年上半年公司储罐综合服务毛利率为 59.05%，盈利能力良好。

图 108：2018-2023 年 H1 公司储罐收入与运营罐容



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 109：2018-2023 年 H1 公司储罐业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

高毛利离不开于公司多年累积下来的优质客户资源使得公司储罐出租率常年保持高位。从 1993 年到 2023 年，公司深耕化工行业三十载，在这期间公司不仅实现了规模的扩张，同时也赢得了客户的口碑，从而推动了效益的提升和成就了公司的行业地位。

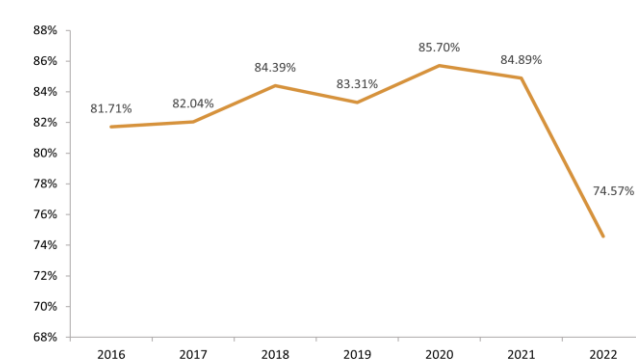
公司优质、充沛且稳定的客户资源使得公司的储罐出租率常年在 80% 以上，2022 年储罐出租率有所回落的主要原因是福建港能处于业绩爬坡阶段，但由于我国对于化工仓储行业的监管日趋严格，未来市场上新增仓储供给有限，据公司董事长林海川博士介绍，即使拿到新建批文，也需要约 6 年的建设周期，因此预计未来公司储罐出租率仍将维持高位。

图 110：公司优质客户资源



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 111：2018-2022 年公司储罐出租率



数据来源：公司公告，西南证券整理

5.1.3.2 化工仓库成为公司业绩增长第二曲线

公司在第一主业已经走上了一条持续发展的道路，在此基础上公司主动加码化工仓库，2021年4月公司旗下南通阳鸿拟在如皋市化工新材料产业园投资建设固体危化品仓储项目。当年，公司正式确立了码头储罐和化工仓库齐头并进的“双主业战略”，第二主业逐渐进入规模化发展的快车道。2022年4月，南通阳鸿成功收购嘉会物流（沧州）有限公司90%股权，获得其在沧州的2.72万平方米化工仓库，开拓了宏川智慧在环渤海经济圈的业务支点。

嘉会物流（沧州）成立于2017年，占地99.98亩，危险品化工仓27,200平方米，其中甲类化工仓库5座7,420平方米，乙类化工仓库6座19,800平方米。2022年12月，公司又成功收购了宏川集团持有的成都宏智仓储有限公司100%股权。成都宏智一期工程拟建设1.83万平方米的化工仓库，设甲乙丙类仓库总计12座，设计最大储存量15,560吨。

图 112：嘉会物流（沧州）化工仓库



数据来源：公司公告，西南证券整理

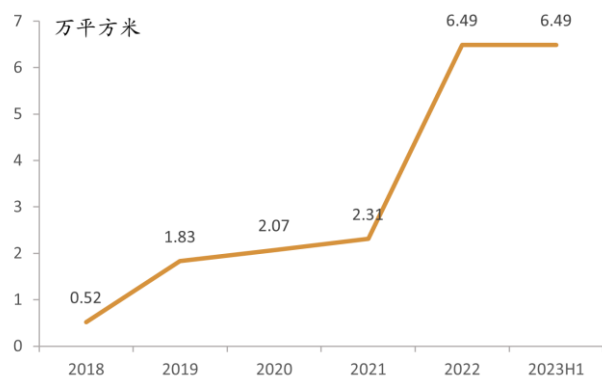
图 113：成都宏智项目开工仪式



数据来源：宏川智慧，西南证券整理

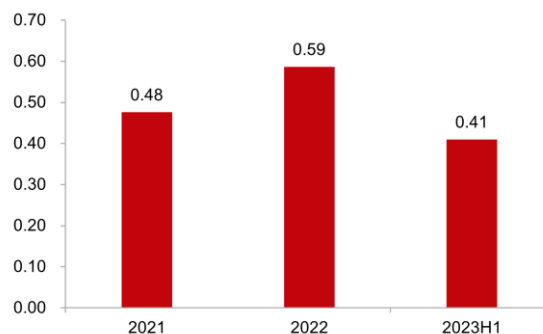
无论是码头储罐业务还是化工仓库业务都处于强监管约束之下，想快速增长主要还是由并购驱动。截至2023年上半年，公司运营仓容总计6.49万平方米，其中2022年增加4.18万平方米，主要就是由并购沧州宏川和常熟宏智带来的增量。同时，公司旗下南通阳鸿和成都宏智等的自建项目也在推进当中，预计未来三到五年内公司第二曲线业务量会有明显增长。

图 114：2018-2023 年 H1 公司运营化工仓库面积



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 115：2021-2023 年 H1 公司化工仓库服务收入（亿元）

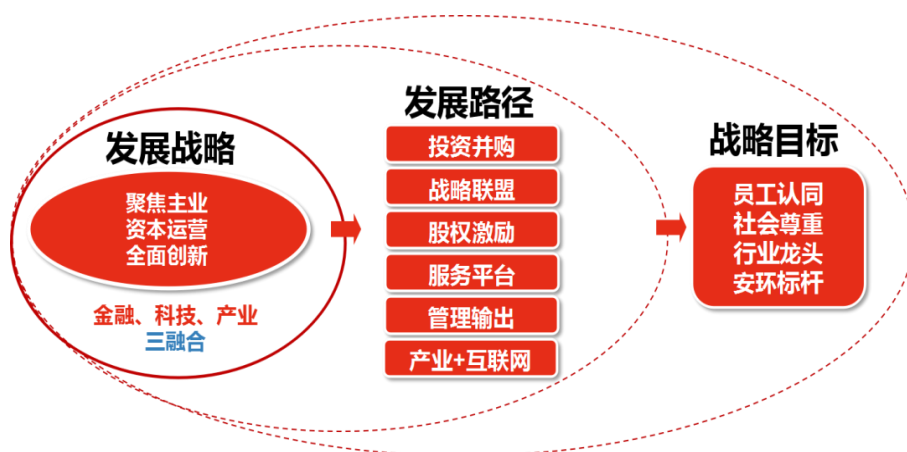


数据来源：公司公告，西南证券整理

5.1.4 高资产负债率与高盈利能力并举

公司上市当年资产负债率为 36.56%，此后呈升高态势，2022 年突破 70% 达到近年的高点，为 70.48%，今年上半年有所回落为 67.44%。较高的资产负债率与公司的发展战略紧密相关，包括上市后持续的并购投资和积极进行项目扩建。公司目前专注于成为一家高度聚焦化工仓储业务的龙头企业，而仓储环节是门槛最高、资源属性最强的环节，所以通过并购和自建等方式稳步提升市场占比，占据市场核心地位能更容易进入化工物流的其他领域，未来公司有望发展成提供综合性物流服务的化工物流服务商。

图 116：公司发展规划

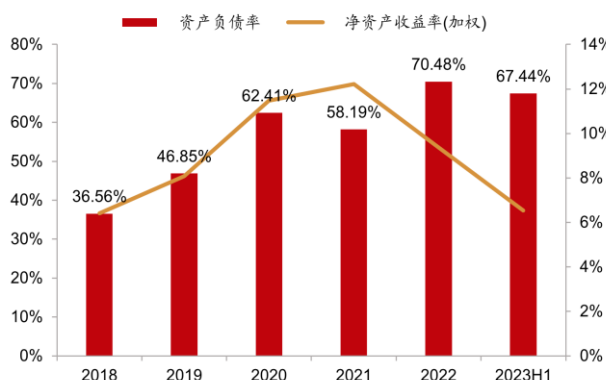


数据来源：宏川智慧，西南证券整理

与高资产负债率并行的是公司的高盈利能力，从 2017 年以来公司销售毛利率一直高于 55%，今年上半年公司销售毛利率为 59.35%。同时，除了 2022 年以外，公司的销售净利率均高于 20%，这得益于公司的行业龙头地位和强大的成本管控能力和团队治理能力。

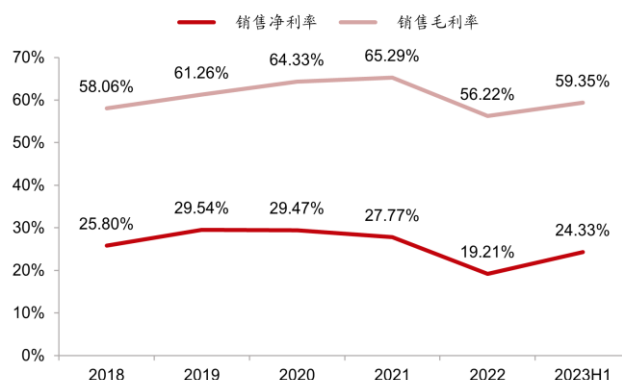
公司的加权净资产收益率也从上市时 2018 年的 6.41% 到 2021 年的 12.22%，2022 年受到净利润下滑影响稍有回落，2023 年上半年公司加权净资产收益率为 6.53%，公司整体资产盈利能力较强，预计今年全年加权净资产收益率会比去年更上一层楼，持续改善。

图 117：公司资产负债率和净资产收益率（加权）



数据来源：，西南证券整理

图 118：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：，西南证券整理

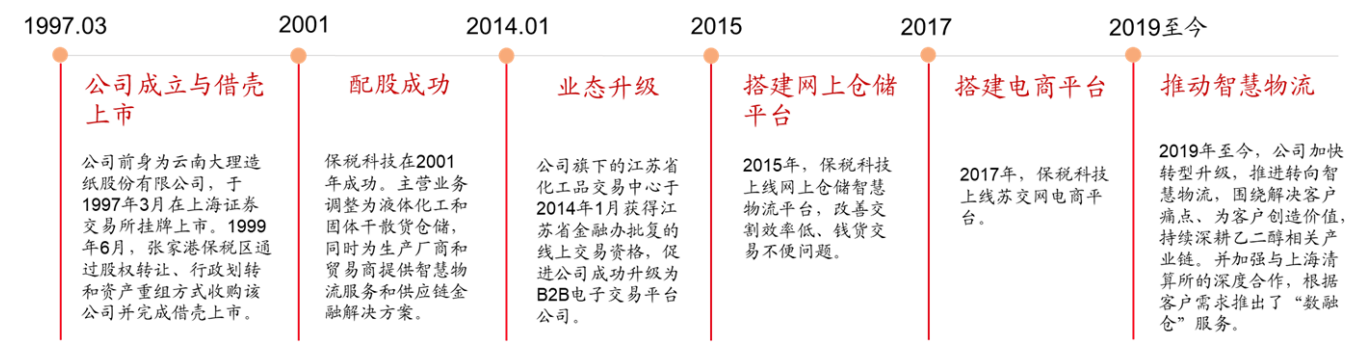
5.2 保税科技

5.2.1 深耕危化品仓储二十余年，国企背景提供发展保障

张家港保税科技（集团）股份有限公司是张家港市首家上市公司，是在上海证券交易所挂牌交易的 A 股上市公司。证券代码为 600794，简称“保税科技”。公司前身为云南大理造纸股份有限公司，于 1997 年 3 月上市。1999 年 6 月，张家港保税区借壳上市，对该公司实施收购。公司在 2001 年成功配股后，将主营业务调整为港口、码头、物流业。2009 年 7 月，公司迁址江苏省张家港保税区，同时更名为张家港保税科技股份有限公司。随着公司规模的进一步扩大，2017 年，公司再次更名为张家港保税科技（集团）股份有限公司。

经过多年的努力，保税科技现已发展成为一家集码头仓储业务、智慧物流电商平台和供应链金融为一体的创新型综合物流服务商，主营业务涵盖液体化工仓储和固体干散货仓储综合服务，为液体化工产品的生产厂商和贸易商等提供智慧物流服务和供应链金融解决方案。

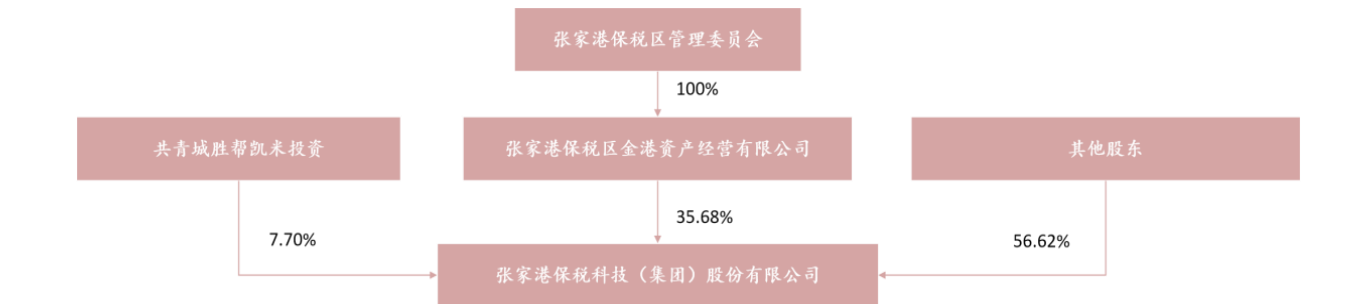
图 119：公司发展历程



数据来源：，西南证券整理

张家港保税区管委会为实控人，为公司发展提供了良好的保障。公司的实际控制人为江苏省张家港保税区管委会，通过控股张家港保税区金港资产经营有限公司的方式控制公司 35.68% 的股份。政府背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司在对外参股、并购、合作等方面能够迈出更大的步伐，进一步拓展规模，推动仓储物流上下游产业链的布局与整合。

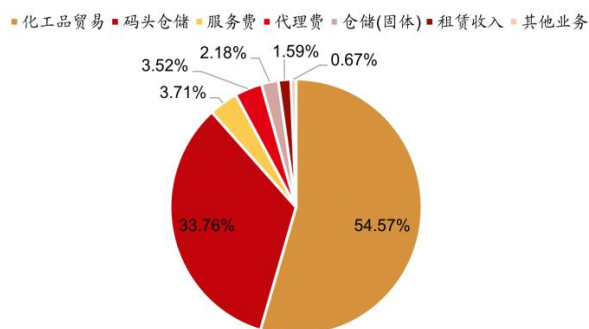
图 120：公司主要股权结构（截至 2023 年 H1）



数据来源：，西南证券整理

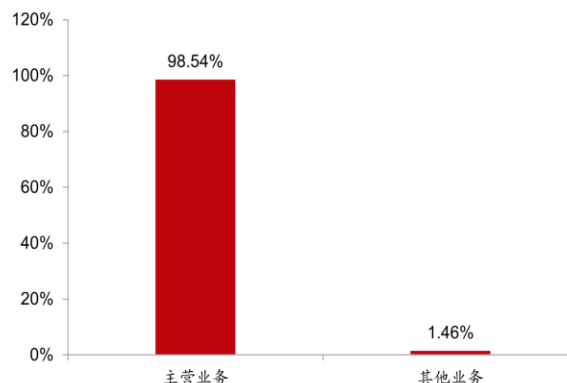
公司主营业务结构:根据 2023 年半年报,公司收入主要来自**化工品贸易**,占比 54.57%,其次是**码头仓储**,占比 33.76%,其余业务中,服务费贡献 3.71%、代理费收入贡献 3.52%、仓储(固体)贡献 2.18%、仓储租赁贡献 1.59%。公司积极做大做强主营业务,主营业务为公司贡献了大部分毛利,约占公司整体 98.54%的毛利。

图 121: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况



数据来源: iFind, 西南证券整理

图 122: 公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况



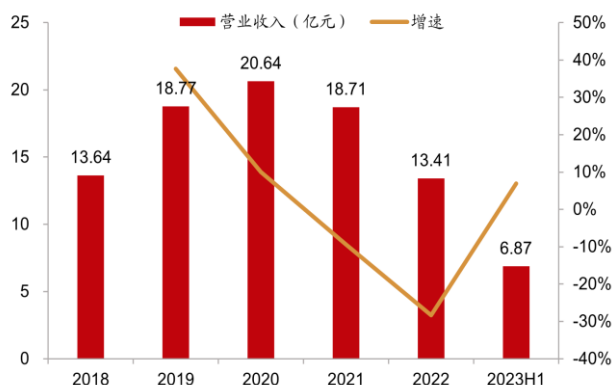
数据来源: iFind, 西南证券整理

公司业绩状况:2018-2020 年公司经营状况较好,2021 年净利大幅下降主要是子公司长江国际主要仓储品种受国外工厂减产和国内下游工厂需求旺盛的影响,导致仓储业务周转速度加快,仓储周期缩短,另外受疫情影响,到港船舶物流效率有所下降。2022 年净利能够正增长除了 2021 年同期基数低以外,传统物流方面长江国际开拓新货源并提高储罐利用率,智能物流方面优化智慧物流电商平台功能开拓新业务也是重要原因。

2023 年上半年公司实现营业收入 6.87 亿元,同比增长 6.94%,归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元,同比增长 58.26%。今年 9 月 26 日,保税科技公布 2023 年前三季度业绩预增公告,预计公司 2023 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.9 亿元-2.1 亿元,与上年同期相比将增加 45.18%-60.47%。预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.67 亿元-1.87 亿元,与上年同期相比将增加 42.98%-60.10%。

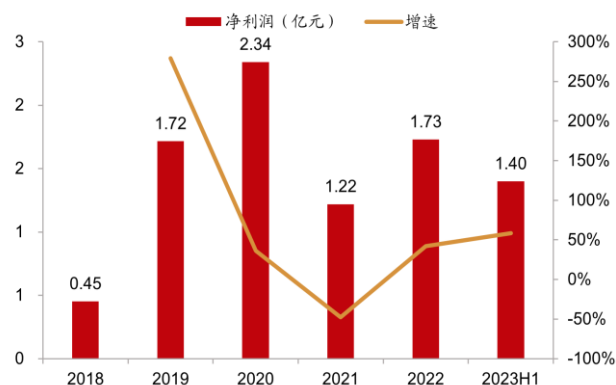
本期业绩变动的主要有三个原因,传统物流方面:公司加大揽货力度、积极拓展仓储品种,加强业务板块联动,提升资源整合效能,仓库利用率有所提升,本期仓储业务收入较去年同期增幅较大。智慧物流方面:公司进一步延伸产业链服务链条,拓展智慧物流服务区域和交割品种,有效提高了仓储运作效率和客户服务体验,本期智慧物流业务收入持续提升。同时,公司预计 2023 年前三季度非经常性损益为 2,300 万元左右,主要是子公司保港基金、保税贸易开展现金管理业务等短期投资收益增加。

图 123：公司营业收入及增速



数据来源：iFind，西南证券整理

图 124：公司净利润及增速



数据来源：iFind，西南证券整理

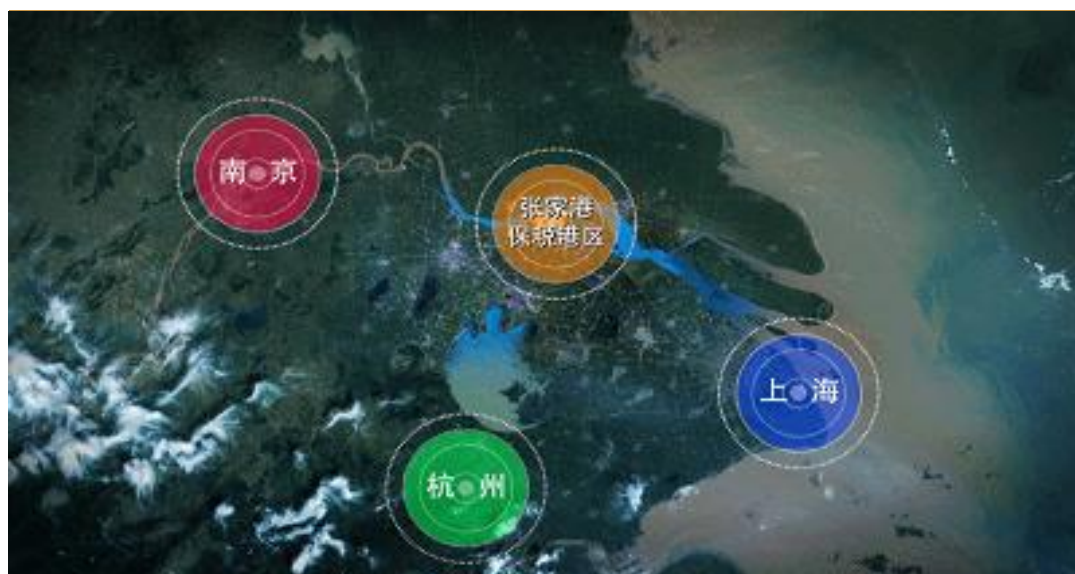
5.2.2 区位与仓储优势明显，传统与智慧双轮驱动

5.2.2.1 区位优势明显，子公司是华东液化仓储龙头之一

保税科技所处区域是石化消费密集区域，交通便利，区位优势明显。公司控股子公司长江国际经过多年的发展，现已成为华东地区龙头液化仓储企业之一。公司所在的长三角经济圈，是我国石化产品消费主要集中地区之一，客户覆盖江浙沪等经济发达地区。依托于素有黄金水道之称的长江，水运液体化工产品能够贯通长江、直通东海、辐射华东。

公司所在地张家港保税区位于长三角几何中心，与上海、杭州、南京的经济圈完美对接。陆路、铁路、水路、空路，路路贯通的立体化网络使之成为全国液化产品的主要集散地之一。作为全国第一家内河港型保税区，公司可享受港区内政策优势并借此平台开展保税仓储业务。

图 125：张家港保税区地理位置优越



数据来源：张家港电子口岸，西南证券整理

保税科技在长江岸线和靠泊码头方面具有优势。子公司长江国际拥有 501 米长江岸线和 5 万吨级和 3 万吨级两个自有码头泊位，另有 500 吨级内河十字港疏运码头 2 座，码头年吞吐量可达 450 万吨，后方多家化工品仓储企业也需要通过长江国际码头输送货物至其储罐。

图 126：长江国际码头泊位是稀缺资源



数据来源：保税科技，西南证券整理

长江国际码头后方配套自有储罐 214 座，罐容 110.79 万立方米，可利用储罐资源为张家港保税物流园区和张家港扬子江国际化学工业园区内企业提供仓储服务，现已发展成为国内液体化工仓储的龙头企业之一，在乙二醇等化工仓储业务方面具有强大的规模优势。

图 127：长江国际码头后方配套自有储罐



数据来源：保税科技，西南证券整理

保税科技另一家子公司张家港保税区外商投资服务有限公司成立于 1998 年 8 月，2009 年前，外服公司以土地开发、基础设施建设、招商引资等相关服务为主；2009 年至 2013 年公司主营开证代理业务；自 2014 年起，公司转型为专业从事仓储的第三方物流公司，主要存储物种为 PTA、棉花、木材、钛白粉、铬铁等丙二类货物。

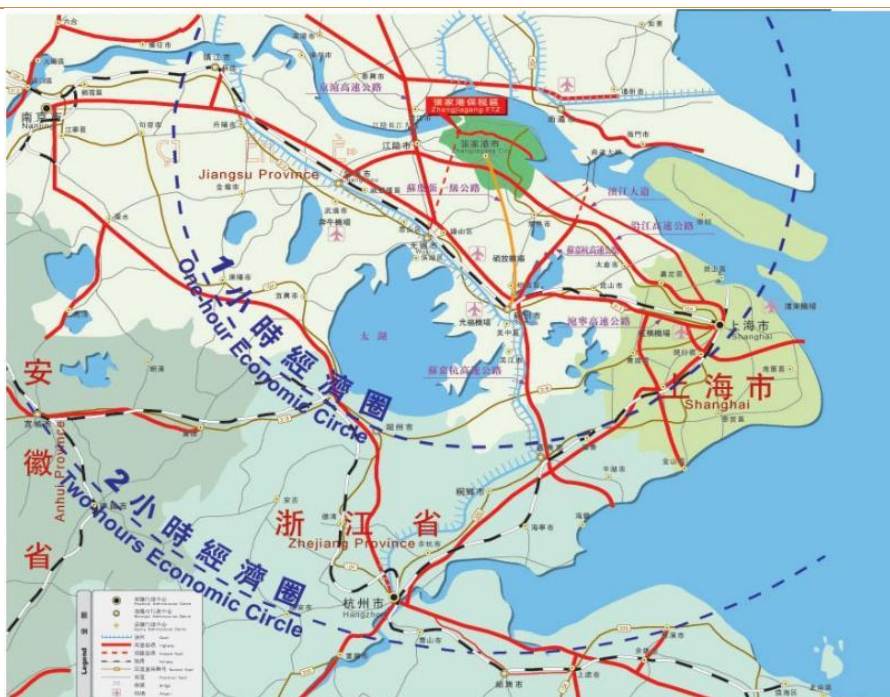
图 128：自 2014 年起外服公司转型为专业从事仓储的第三方物流公司



数据来源：保税科技官网，西南证券整理

外服公司位于张家港保税港区内，保税政策优惠，周边金融、人才、物流配套体系完备。仓库交通便利，物流成本低，距离沪通铁路，沿江城际铁路，通苏嘉城际铁路仅 30 公里，距无锡硕放机场仅 70 公里。外服公司目前拥有 16.55 万平方米库容，是保税区内最大的仓储企业，另外自主建设了 12 个画面的中控室，可向客户和交易所提供远程视频监控。

图 129：外服公司位于张家港保税港区内



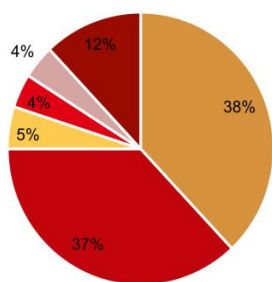
数据来源：保税科技官网，西南证券整理

长江国际是大连商品交易所 001 号乙二醇期货指定交割库和郑州商品交易所甲醇期货指定交割库，2022 年乙二醇进口量占全国总进口量持续保持在 35% 以上。

未来长江国际将继续巩固进口乙二醇的仓储市场份额，积极推进库区改造，在拓展了芳烃、油脂业务的基础上加大其他品种的揽货力度、提升客户租罐比例，不断优化仓储业务结构，提升罐容利用率。

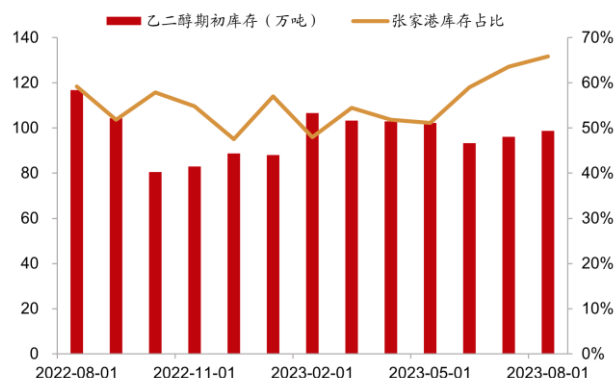
图 130：2022 年我国乙二醇收发货地主要集中在江浙地区

■ 江苏省 ■ 浙江省 ■ 福建省 ■ 上海市 ■ 海南省 ■ 其他



数据来源：金联创，西南证券整理

图 131：张家港在乙二醇仓储业务方面具有强大的规模优势



数据来源：Choice，西南证券整理

外服公司主营业务品种为 PTA 和棉花，是郑州商品交易所指定 PTA 和棉花期货交割库。未来外服公司将充分利用公司作为华东地区最大的 PTA 集散基地这一优势，全面提升张家港口岸 PTA 主港地位，同时将根据市场行情优化业务结构，推进多元化经营。

公司码头建于张家港港黄金口岸线上，港口全年不冻不淤，安全避风，深水贴岸。码头前沿水深平均可达 -13 米，最大可靠泊 65000 吨级船舶，全天候为客户提供船舶接卸服务。2022 年公司码头累计靠泊船舶 473 艘次，码头吞吐量达到 372.10 万吨，接卸货物总量 339.60 万吨，未来公司将灵活推进码头等升级改造，围绕前港后库格局，探索适宜商业模式。

图 132：外服公司是郑商所指定 PTA 和棉花期货交割库



数据来源：保税科技官网，西南证券整理

图 133：未来公司还将灵活推进码头等升级改造

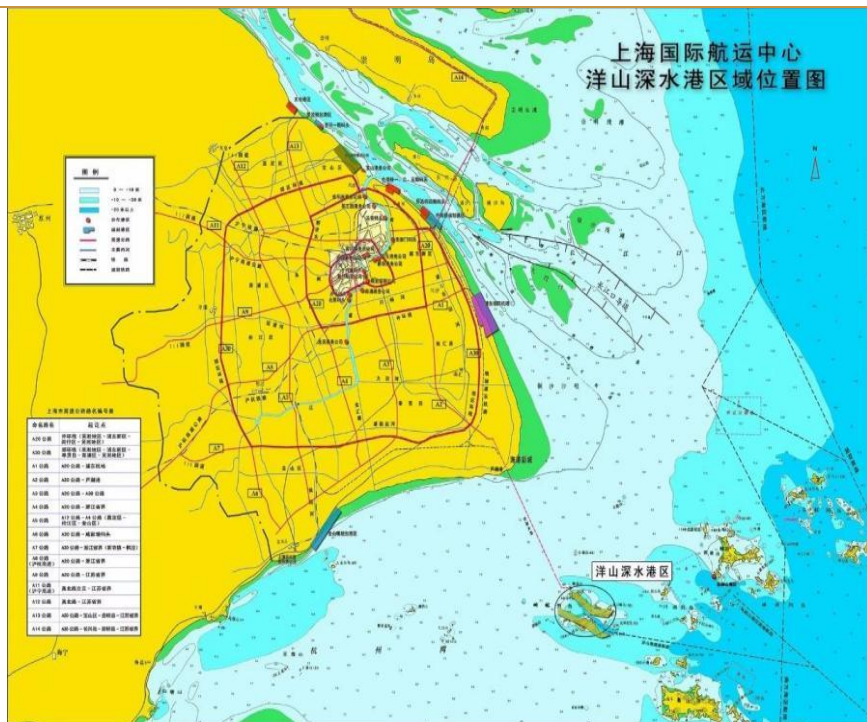


数据来源：保税科技官网，西南证券整理

公司将通过整合长三角和长江沿线沿海沿江的码头仓储资源，扩大公司资产规模。今年 9 月 5 日，公司与东莞元亨签署了《股权收购意向协议》，拟收购东莞元亨持有的洋山申港 28.0144% 的股权，交易标的股权价值预评估区间为人民币 4.2 亿元至 5.04 亿元。

洋山港位于杭州湾湾入海口，而洋山申港油库位于洋山深水港东港区的沈家湾岛，通过填海造陆和洋山深水港主港区连接，再由东海大桥与上海大陆连接，油库基建位于洋山港进港主航道北侧，是目前唯一可以为进出洋山港的船舶提供船舶供油服务的专业性海港油库。

图 134：洋山港是长三角重要港区

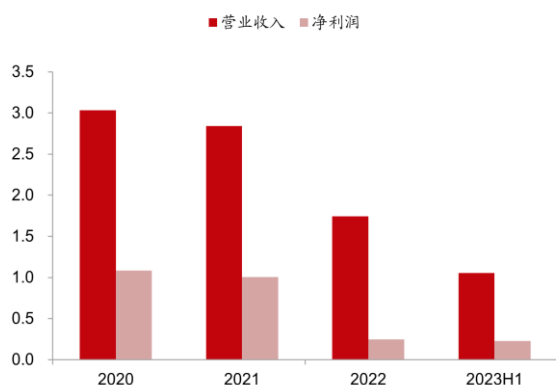


数据来源：明辉说油，西南证券整理

洋山申港国际石油储运有限公司成立于 2005 年 3 月，是一家主营成品油商业仓储的国有控股仓储企业，位于杭州湾外的上海国际航运中心洋山深水港东港区，距长江入海口约 60 海里，地处中国沿海南北航线和长江入海口的交汇点，是理想的油品物流中转基地。

2011 年 6 月洋山申港油库预留罐区投入运营后，目前公司拥有 10 万吨级码头一座、5000 吨级码头三座，自有储罐罐容 106.7 万方。三期工程建成后，作为洋山港的直接参与者，洋山申港公司将成为全国乃至远东地区最大的成品油商业仓储基地之一。

图 135：洋山申港近三年营收及净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 136：洋山申港是国内最大的石油储运基地之一



数据来源：权易汇每日优选，西南证券整理

公司主营业务包含成品油（航空煤油、石脑油、低硫燃料油、混合芳烃等）仓储、原油期货指定交割库业务、燃料油期货指定交割库业务、乙二醇期货指定交割库业务等，其中，公司是中国原油期货首批指定交割仓库之一。

图 137：保税燃料油期货交割库



数据来源：保税科技官网，西南证券整理

洋山申港与公司现有传统物流业务高度契合，此次签署股权收购意向协议有利于双方在具体经营品种和布局地域发挥互补协同效应。同时，公司作为深耕于大宗商品和石化产品领域的仓储物流企业，若后续交易成功，有利于公司智慧物流平台的对外拓展，共同探讨探究“清算通”等智慧物流服务接入洋山申港的后续合作，实现共赢，增厚双方收益。

5.2.2.2 立足传统业务优势，进军智慧物流谋长远发展

在市场竞争日趋激烈的形势下，公司围绕主营业务深耕细作的同时持续推进由传统仓储物流向智慧物流深入转型，新的历史时期，公司正加快转型升级步伐，实施创新驱动战略，“一流大宗商品智慧物流运营商”的战略布局日趋清晰。

图 138：公司致力于打造一流大宗商品智慧物流运营商



数据来源：保税科技，西南证券整理

2015年全国“两会”期间，李克强总理在政府工作报告中首次提出制定“互联网+”行动计划。早在多年前，长江国际就意识到了互联网发展的重要性，经过近两年时间的软件开发和功能测试，2015年1月1日，长江国际自主研发的集网上下单、费用结算、自主查询、金融服务等功能于一体的网上仓储服务平台正式上线运行，由此开启智慧物流模式1.0版本。

2017年保税科技苏交网平台上线，这是公司智慧物流电商平台2.0版本。该平台与银行合作，让货物的交付和货款的转账在一个平台上同步完成，不再存在谁先谁后的顺序，交割安全比以前有了极大提高。同时，交割效率也比线下一手钱一手货的方式有了大幅提高。

图 139：长江国际网上仓储服务平台



数据来源：保税科技，西南证券整理

图 140：苏交网是公司智慧物流电商平台 2.0 版本



数据来源：保税科技，西南证券整理

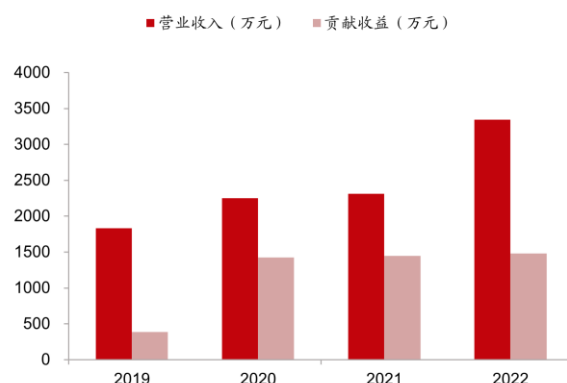
据相关数据显示，2017年8月苏交网上线后，到12月线上交割总量仅仅只有10万吨，但2018年交割量就达到了890万吨，2019年交割量达到了5631万吨，实现了爆发式增长。在网上仓储智慧物流服务平台推广期免费服务了四年之后，从2019年3月份开始，公司开始对交割收手续费，虽然手续费对每个客户来说不多，但对于公司来说，却是一笔不小的收入，据2019年半年报，报告期内公司新增网上仓储平台交割费及会员费为2,024.65万元。随着智慧物流平台开始变现和不断发展，公司越来越注重交易风险、数据安全风险和外部拓展风险，2019年9月公司与互联网巨头京东签署合作协议，进行供应链平台的共同建设。

图 141：公司与互联网巨头京东合作共建供应链平台



数据来源：保税科技，西南证券整理

图 142：电子商务公司蓬勃发展



数据来源：公司年报，西南证券整理

为了进一步实现大宗商品现货市场的交易流、资金流、货物流“三流合一”，2021年“清算通”应运而生，“清算通”的推出标志公司大宗商品智慧物流服务平台迈入3.0版本。“清算通”将有效解决当前大宗商品各类现货交易平台林立、标准不一、风控能力差的痛点，为大宗商品交易市场奠定坚实的数字化金融服务基础，同时进一步活跃地方贸易氛围。

图 143：2021 年公司推出“清算通”



数据来源：保税科技，西南证券整理

公司与上海清算所自2018年开始接洽，2020年6月，上海清算所获批同意开展大宗商品现货清算业务，经过数月的系统开发和积极筹备，“清算通”于2021年3月1日上线试运行。试运行首日，工商银行、建设银行、交通银行、浦发银行等四家结算银行和108家现货企业参与。同年12月随着中信银行完成系统接入工作，“清算通”清算会员扩大至10家。

图 144：“清算通”确定于2021年3月1日上线试运行



数据来源：保税科技，西南证券整理

图 145：2021 年 12 月 13 日“清算通”清算会员扩大至 10 家



数据来源：保税科技，西南证券整理

在大宗商品智慧物流服务平台正式迈入了3.0版本后，公司继续以“清算通”为依托，在搭建“仓储+数字化+金融”生态圈上迈出更为坚实的步伐。2022年7月22日，公司与河北省物流产业集团有限公司就电子商务领域合作签订战略合作协议。

自达成战略合作以来，双方充分利用自身功能优势，加快构建一体化、高质量的“第三方物流交付平台”体系，形成数字化仓储与支付结算的“统一大市场”。同年9月29日，大宗商品螺纹钢首单交割业务顺利运行，标志着“清算通”正式开启黑色金属现货交割结算业务。黑色金属现货交割业务的建立是公司助力“清算通”生态圈扩容的重要举措，有效带动产业链上下游企业共融发展，构建“清算通 1+N”高质量发展的新格局。

图 146：公司与河北省物流产业集团签订战略合作协议



数据来源：保税科技，西南证券整理

同时，电商公司创新平台发展，释放智慧物流“护城河”潜能，在 2022 年 6 月又创新推出了高效率、低成本的全流程在线融资服务“数融仓”，为大宗行业开创了数字金融先河，是中国金融领域的全新突破。推出一户多签、延长清算时间、“先货后款”链交割等服务。

今年 6 月 26 日，随着公司智慧物流服务平台首单大宗商品数字人民币交割结算在上海清算所“清算通”场景落地，标志着公司智慧物流成功迈入数字人民币结算新时代。大宗商品清算通数字人民币清结算服务是数字人民币在对公场景应用创新的重要突破，该业务拓展了数字人民币的应用场景，为后续数字人民币在大额对公场景、银行间市场的应用打下基础。

同时，为体现数字人民币普惠金融的设计理念，数币清结算服务暂不收费。该业务上线近一月，首批 8 家银行已纷纷落地大宗商品清算通数字人民币清结算服务。据了解，这 8 家银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行。据上海清算所 7 月 7 日发布的消息，首批 8 家现货清算成员已为 4 家现货平台的 19 家交易商提供该服务，清算金额 5.02 亿元。截至今年 8 月，公司智慧物流注册用户已超 2.8 万家，“清算通”累计交割量超 1.8 亿吨，清算金额超 8700 亿元。

图 147：首批参与机构有工商银行等 8 家银行



数据来源：保税科技，西南证券整理

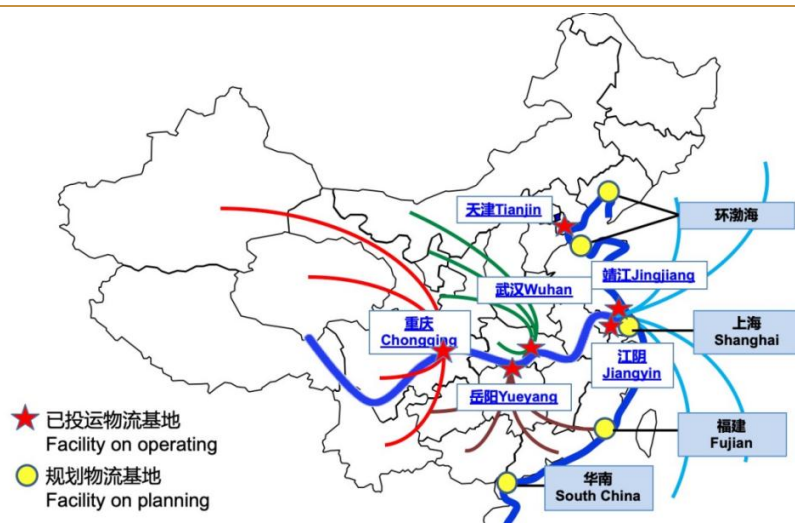
更重要的是，于行业而言，“清算通”的成功使得石化仓储这一过去相对闭塞的领域，掀起了数字化、智能化的转型浪潮。公司的大宗商品智慧物流服务平台改变了库区以往只依靠收取存储费的单一盈利模式，通过提供差异化的创新服务，为库区拓展增量收入，使公司可以在不用扩建储罐的情况下还能实现业绩的增长。

江阴与张家港同为“苏南四小龙”，两地距离不足 30 公里。江阴当地的石化仓储企业恒阳物流集团如今亦在大力发展智慧物流业务。江阴恒阳物流集团成立于 2002 年，是中国一家领先的石化产业物流服务商，于 2009 年 10 月份在新加坡成功上市。

恒阳物流集团自成立以来积极借鉴国内外先进的物流服务理念，目前是中国物流与采购联合会危化品物流分会的副会长单位，2017 至今每年获得“中国化工物流行业百强仓储服务企业”，2018 年获得国家八部委联合颁发的“科技进步奖一等奖”。

目前，集团在江苏江阴、江苏靖江、湖北武汉、湖南岳阳、重庆长寿、天津南港投资兴建了六家仓储公司和一家公路运输公司，致力于打造通江达海一体化的物流网络，实现长江上下游联动、长江南北联动、江海联动，继而进一步实现水、公、铁联动。

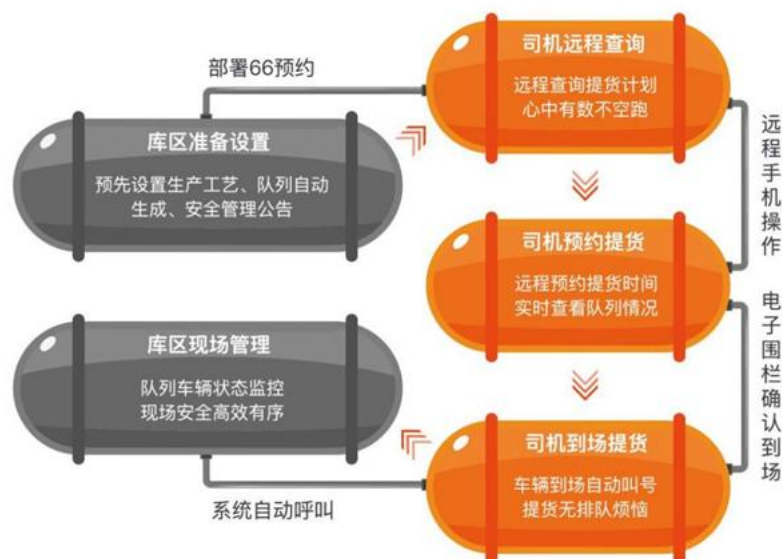
图 148：江阴恒阳物流集团是国内领先的石化产品供应链服务商



数据来源：中物联危化品物流分会，西南证券整理

2019 年 4 月，恒阳物流与中化能源科技有限公司结成战略合作伙伴，先期以武汉恒阳库区为首个试点，通过中化能源科技智慧供应链为存货客户提供智慧仓储的创新服务，不仅大大提高了存货客户的提货效率，也降低了库区因提货车辆积压所带来的安全风险。

图 149：恒阳物流数字化服务



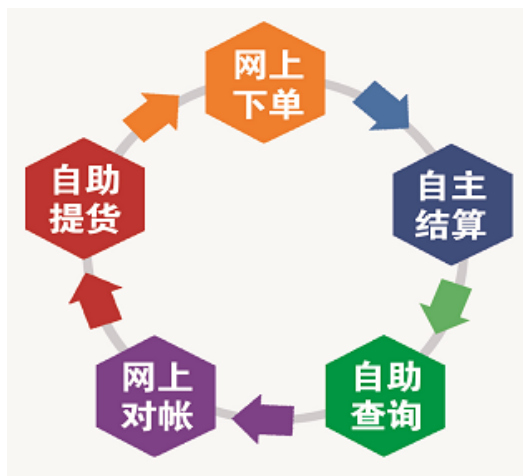
数据来源：恒阳物流，西南证券整理

目前中国从国际贸易的物流到资金流，很大程度上要依赖国外的基础设施。而一旦一国基础物资的进口情况被别人掌握，就可以大致推算出这个国家的工业生产计划。我国在石化乃至大宗商品供应链数字化上并没有与国外有太大的差距。未来在保税科技和恒阳物流集团等石化仓储企业的努力下，我国有望构建出贯穿国际贸易与国内贸易的供应链数字化体系，提升我国在国际贸易供应链上的话语权。

5.2.2.3 “被伪造公司印章案”后再启航，携手恒基达鑫做大做强

“长江国际被伪造公司印章案”冲击公司近几年正常运营。2019 年 9 月 24 日长江国际收到武汉海事法院送达的新兴公司对长江国际的起诉，涉案标的总计达 11 亿元，该案严重影响了公司的正常运营。事件发生后，公司积极应诉，目前长江国际已经重回良性经营的轨道。事件发生后，长江国际全部终止了线下交易模式，转为会员制的线上平台交易。同时，公司重新修改了交易规则，并在网站上进行公示，故再次受到民事起诉的可能性微乎其微。

图 150：公司线上平台优势



数据来源：保税科技，西南证券整理

为进一步做大做强仓储物流主业，促进上市公司高质量发展，今年 8 月公司与恒基达鑫签署战略合作协议。双方将统筹码头、罐区资源，在大宗商品或石化产品仓储物流领域开展全面深入合作。双方还共同组建投资调研考察小组，考察仓储物流资产，使得双方规模体量得到共同提升。此次合作使得公司与恒基达鑫将在资源整合、创新驱动等方面形成新的合力。

图 151：公司与恒基达鑫签署战略合作协议



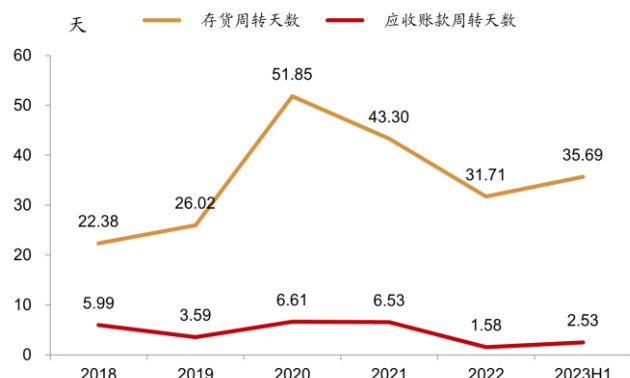
数据来源：恒基达鑫，西南证券整理

5.2.3 业务结构优化带动盈利能力回升

2022 年公司存货周转天数为 31.71 天，同比大幅下降 26.8%，应收账款周转天数为 1.58 天，同比大幅下降 75.76%。2023 年上半年公司存货周转天数为 35.69 天，应收账款周转天数为 2.53 天，得益于智慧物流和数字化发展，公司整体营运能力运转良好。

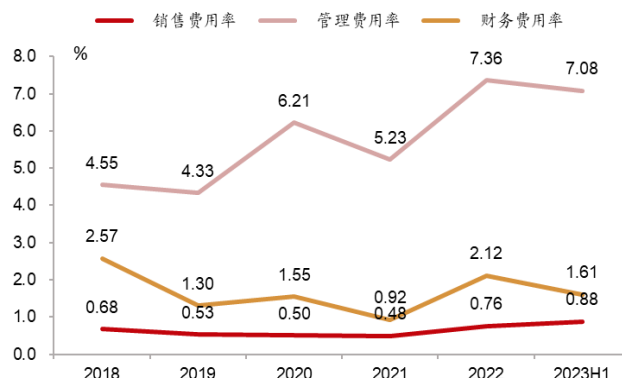
因公司持续增大研发投入，故 2018-2022 年公司管理费用整体呈上升趋势，但 2023 年上半年公司管理费用率有所下降，公司销售费用率和财务费用率变化不大，保持相对低位。

图 152：公司存货周转天数和应收账款周转天数



数据来源：公司公告，西南证券整理

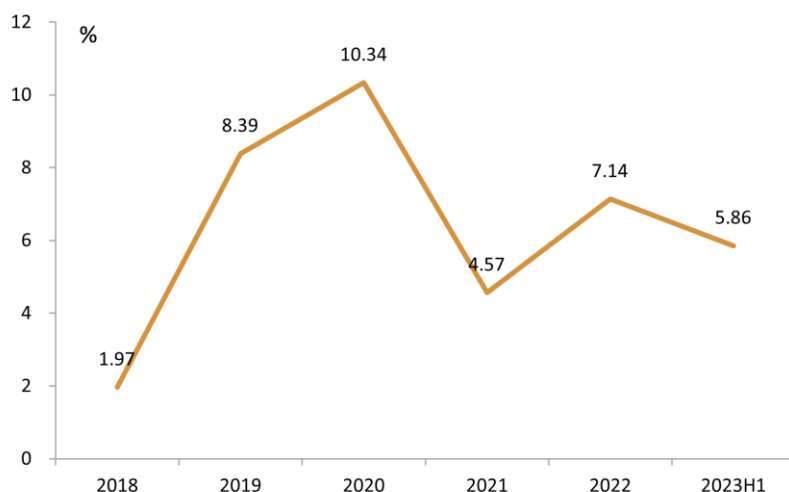
图 153：公司费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

受益于业务结构优化及储罐利用率提升，公司销售净利率从 2021 年的 6.52% 上升至 2022 年的 12.89%，同比大幅增长 97.86%。公司加权净资产收益率从 2021 年的不足 5% 到 2022 年快速回升至 7.14%，同比大幅增长 56.24%。2023 年上半年公司加权净资产收益率为 5.86%，预计今年全年加权净资产收益率会比去年更上一层楼，持续改善。

图 154：公司 ROE（加权）



数据来源：，西南证券整理

5.3 中石化冠德

5.3.1 在港上市红筹股子公司，国内最大原油码头服务商

1999 年 6 月，中石化冠德在香港联交所挂牌上市，成为中国石化旗下唯一一家在香港上市的红筹股子公司，证券代码为“0934.HK”。公司长期以来主要从事原油贸易业务，2010 年公司确立新的发展目标，旨在成为一家一流的国际石化仓储物流公司。2011 年公司与中海发展股份有限公司签订合资协议，开始涉足 LNG 运输业务。同年向中国石化收购宁波、青岛、天津、日照以及曹妃甸原油码头部分股权，至此公司原油码头仓储基本盘成型。2012

年公司收购阿联酋富查伊拉原油仓库 50%股权，加快实施“走出去”战略。2014 年收购中石化榆济管道有限公司 100%股权，进入天然气管道运输业务。尽管依托强劲的盈利能力，公司一度向非主业和海外业务扩展，但随着新冠疫情及俄乌冲突等一系列事件的爆发，公司开始实施收缩战略，先后在 2020-2022 年出售管道业务及叫停海外新业务。如今公司投资重心重新聚焦国内原油码头这一传统优势领域，继续巩固国内最大原油码头服务商的龙头地位。

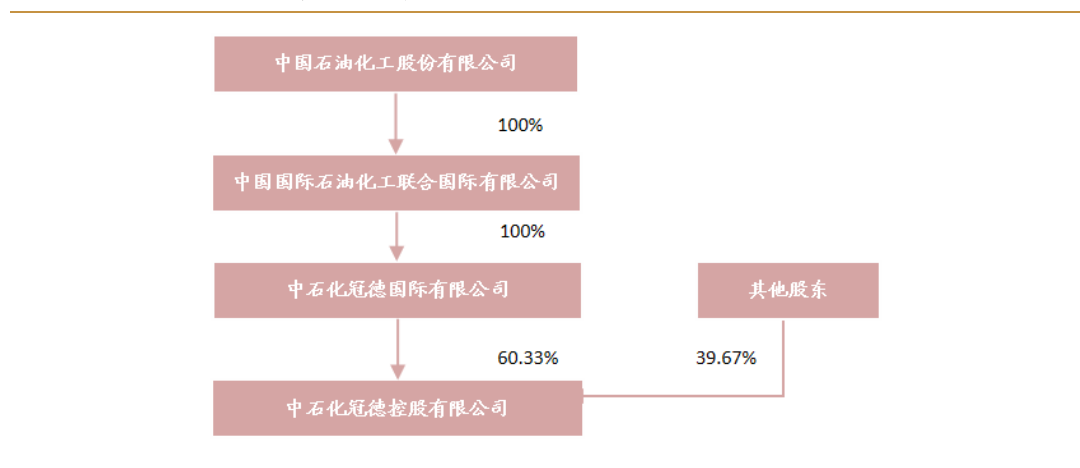
图 155：公司发展历程



数据来源：，公司官网，西南证券整理

央企背景为公司发展提供良好的运营保障。公司实控人为中石化，通过中国国际石油化工联合有限公司持有公司超过 60%的股权。中石化是中国最大的成品油和石化产品供应商、第二大油气生产商，是世界第一大炼油公司、第二大化工公司。背靠强大的母公司，公司能够在对外参股、并购、合作等方面迈出更大的步伐，进一步拓展规模。

图 156：公司股权结构（截至 2023 年 H1）

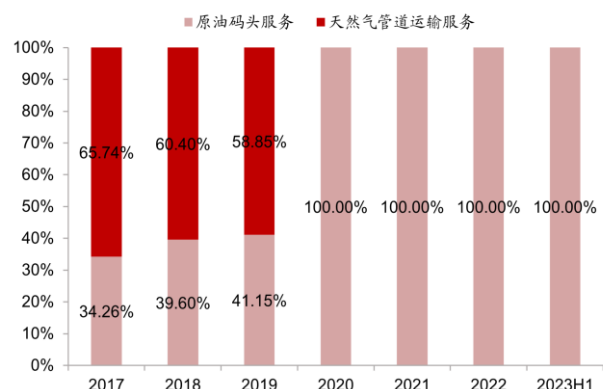


数据来源：，西南证券整理

公司主营业务结构：收购中石化榆济管道有限公司后，公司主营包括原油码头服务和天然气管道运输服务，2019 年天然气管道运输服务和提供原油码头服务业务占比分别为 41.15% 和 58.85%。受到疫情及其他因素影响，为持续优化资产配置和提升资产回报率，2020 年公司将管道业务出售，专注提供原油码头服务。

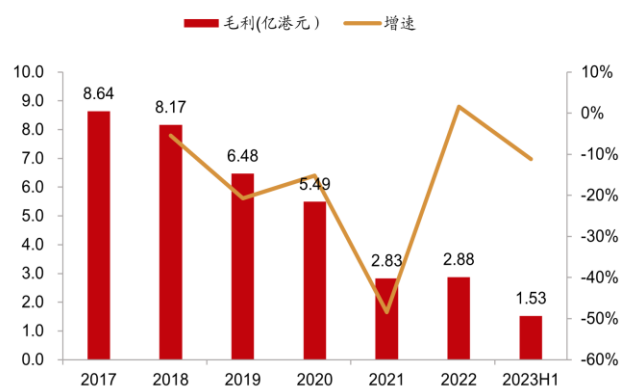
公司主营业务毛利在 2017 年以后持续回落，从 2017 年的 8.64 亿港元回落至 2021 年的 2.83 亿港元。2023 年 H1 公司主营毛利为 1.53 亿港元，同比下降 11.14%，主要受公司下游主要客户广州石化生产调整和人民币汇率变动影响。

图 157：公司主营业务结构



数据来源：，西南证券整理

图 158：公司主营业务毛利及增速

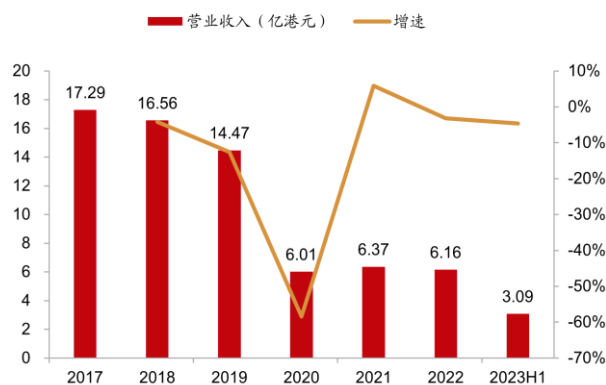


数据来源：，西南证券整理

公司业绩状况：2017-2019 年公司同时经营原油码头和天然气管道运输业务，受到上游天然气田供应不足等原因，营收持续下滑。2020 年公司决定出售管道业务，营收因而大幅下降，2020 年全年营收仅 6.01 亿港元，2022 年营收虽同比略有回落，但仍维持在 6 亿港元以上。今年上半年，公司收入 3.09 亿港元，同比小幅下滑 4.62%。

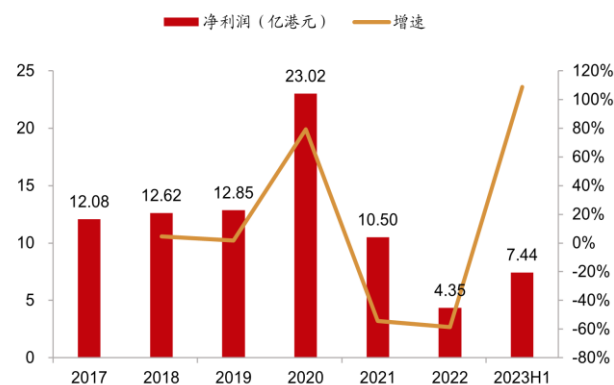
公司 2020 年受出售管道业务及人民币升值影响，净利润达到空前的 23.02 亿港元，但随后两年，公司对海外仓储资产大幅计提减值，公司净利润也不断下滑，2022 年净利润为 4.35 亿港元，较 2021 年同比下跌 58.60%。今年以来，公司经营重回正常轨道，受益于合资及联营公司的高额分红，2023 年 H1 净利润为 7.44 亿港元，同比大增 108.73%。

图 159：公司营业收入及增速



数据来源：，西南证券整理

图 160：公司净利润及增速



数据来源：，西南证券整理

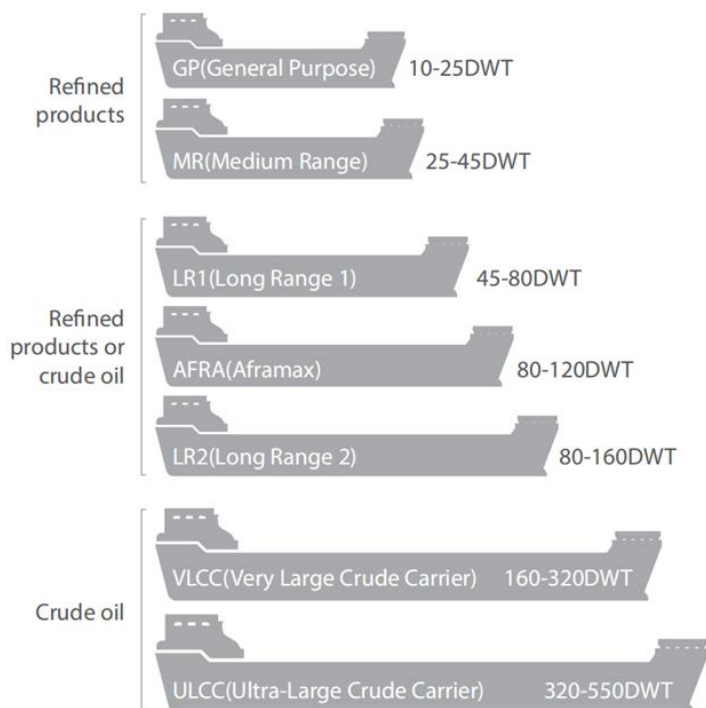
5.3.2 石化仓储实力雄厚，LNG 运输提供业绩安全垫

5.3.2.1 深耕仓储物流多年，占据国内大型原油码头半壁江山

由于中俄石油贸易中有约 50% 的量通过石油管道运输，因此中国第一大海运原油进口国仍然是沙特，而沙特至中国海运航程较远，因此大型原油轮在运输成本上更具优势。中国是全球最大的原油进口国，自然也是全球最大的 VLCC 使用国，2022 年，中国约 81% 的海运原油进口量由 VLCC 承运，约 7% 由苏伊士型油轮承运，约 11% 由阿芙拉型油轮承运。

基于 AFRA 评估标准,油轮按载重吨位可分为小型轮 General Purpose(1万-2.5万吨)、中型轮 Medium Range (2.5万-4.5万吨)、LR1 型轮 (4.5万-8万吨)、LR2 型轮 (8万-16万吨)、超大型轮 VLCC (16万-32万吨)、巨型轮 ULCC (大于 32万吨)。

图 161: 油轮运力对照图



数据来源: EIA、上海国际能源交易中心, 西南证券整理

如此船型意味着,如果国内的港口如果没有深水航道和深水泊位,就不能接纳大型油轮,只能为大型深水港配套服务而沦为支线港、喂给港。全球深水港名单在 2003 年之前只包含 20 个左右的港口,其中没有一个位于中国大陆地区。时至今日,深水港在全球范围内仍然属于稀缺资源,能停泊 VLCC 级别的大型专业化深水码头更是少之又少。

目前,公司是中国最大的石化仓储码头公司,拥有 7 家境内仓储码头。同时公司共拥有各类油品泊位 38 座,其中 30 万吨级及以上原油泊位 13 座,占全国 VLCC 原油泊位的一半以上,7 家码头总接卸能力约 3 亿吨/年,码头规模总量居全国首位,各类油品仓储总量约 340 万立方米,其中宁波实华拥有的 45 万吨级原油码头是国内乃至亚洲最大的原油码头。

同时,公司所处区域是石化消费密集区域,区位优势明显。公司在中国境内拥有的石化仓储码头公司均匀地分布于中国沿海,占据中国经济最活跃的长三角、珠三角和环渤海经济圈三大区域的入海口位置,并连通中石化集团的绝大部分沿海、沿江炼油企业的原油管输网路,同时也为地方炼厂企业提供了有效的原油及液体化工产品的接卸及中转服务。

图 162：公司码头所在地（截至 2023 年 H1）



数据来源：中石化冠德官网，西南证券整理

公司全资拥有的惠州市大亚湾华德石化最早创建于 1994 年，自 1997 年正式投产以来，在原油码头接卸、输送、存储等安全生产管理方面积累了丰富的生产及管理经验。因今年上半年华德石化主要客户广石化主要消耗原油库存，华德石化业务量有所下滑。今年上半年共接卸油轮 44 艘，完成原油接卸约 598 万吨，同比减少约 6.85%；输送原油约 579 万吨，同比上升约 0.17%。加上报告期内人民币兑港元贬值，分部业绩收入和业绩数额均有所减少，华德石化实现分部业绩收入约 3.09 亿港元，同比下跌约 4.62%；分部业绩约 1.38 亿港元，同比下跌约 11.37%。但公司大力推进的石脑油项目取得突破进展，为第三方服务的马鞭洲石脑油接卸升级改造工程项目即将完工，预计将公司带来 20%-40% 业务增量，同时新海底原油管线于 2022 年底置换，为未来提高华德石化收入规模奠定基础。

图 163: 华德石化管道是广州石化的“生命线”



数据来源：惠州市大亚湾华德石化有限公司，西南证券整理

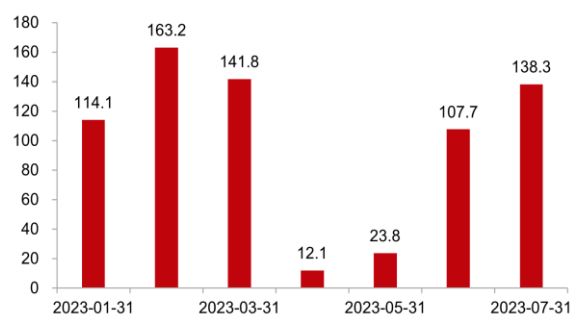
今年上半年公司其余 6 家国内码头公司吞吐量合计约为 1.05 亿吨,同比减少约 4.55%,主要受青岛实华吞吐量下滑影响。而青岛实华吞吐量下降主要有三个原因,首先是今年 4-5 月**稀释沥青进口通关受阻**。稀释沥青作为地方炼厂沥青生产的重要原料具有很多的优势,比如沥青收率高、进口不需要配额、价格优势明显等,与沥青混合物不同,**原油受严格的进口配额限制**,而政府通过更宽松的配额制度管理燃料油进口。因此当原油配额不足时,独立炼油厂通常会改用价格较低的燃料油或沥青混合物。但今年 4 月海关总署 29 号公告颁布后,海关对稀释沥青通关进行严格检验,国内多数港口通关困难,但 6 月末山东省商务厅召开关于稀释沥青、原油、燃料油等商品进口的相关工作座谈会,山东炼油中心已开始释放因查验限制进口而滞留在港口的数百万桶石油,目前**稀释沥青通关问题基本解决**,2023 年 6 月全国稀释沥青进口量高达 107.69 万吨,较 4-5 月 10 万-20 万吨左右的异常低值暴涨。

图 164: 稀释沥青以天然沥青、石油沥青等为基本成分



数据来源：华闻期货，西南证券整理

图 165: 目前稀释沥青进口量回归正常 (万吨)



数据来源：隆众资讯，西南证券整理

其次是今年上半年，青岛实华的主要客户青岛炼化等三家企业完成“四年一次”大检修工作，7月底，大检修工作圆满完成，为下一个四年的安全生产打下了坚实的基础。其中，青岛炼化全厂装置大检修“停检开”历时 50 天，本次检修是企业内部规定的四年一次的大检修，而企业每一次停工，都会让当年的产值和效益受到损失。根据历年生产经营数据和今

年生产情况估算，大检修停工期间影响青岛炼化产值约 100 亿元，减少利润约 5 亿元，减少纳税约 20 亿元，青岛炼化的检修停工也直接减少了青岛实华的原油运输需求。

图 166：今年 7 月青岛炼化“四年一修”圆满完成



数据来源：青炼小蓝帽，西南证券整理

最后一个原因就是为烟台裕龙岛炼化项目，上半年有多家小型地炼被关停。裕龙石化有限公司位于山东省烟台市龙口裕龙岛，4000 万吨/年裕龙岛炼化一体化项目是山东省产业升级推动高质量发展的重大工程、新旧动能转换的标杆工程。

项目实行总体规划，分两期实施，项目一期拟建设 2000 万吨/年原油加工能力和 300 万吨/年乙烯装置，主要建设 1000 万吨/年常压蒸馏装置和 1000 万吨/年常减压蒸馏装置等一系列炼油加工装置及两套 150 万吨/年乙烯装置和 50 万吨/年苯乙烯装置等数套工艺先进的化工工艺装置。根据山东省此前制定的先上新、后淘汰的地炼转型原则，并按照 1：1.25 的比例来实施，即新上 4000 万吨炼油产能，需淘汰 5000 万吨落后产能。

由于青岛实华有部分第三方客户，因此部分小型地炼的关停也会影响其原油运输需求。因此综上，今年上半年国内 6 家码头公司为公司实现投资收益合计约 4.10 亿港元，同比减少约 11.06%，但主要受人民币兑港元贬值影响，港元和美元挂钩，今年以来港元兑人民币的汇率跟随美元呈上涨态势，若以人民币计价，国内 6 家码头公司贡献收益并未有明显下降。

表 25：公司境内原油码头（截至 2023 年 H1）

名称	泊位（座）	仓储容量	设计吞吐能力
湛江港石化	13	100.8 万立方米	4400 万吨/年
唐山曹妃甸实华	1	/	2000 万吨/年
天津港实华	1	/	2000 万吨/年
青岛实华	13	103.2 万立方米	8400 万吨/年
日照实华	3	/	5600 万吨/年
宁波实华	3	/	3500 万吨/年
惠州华德石化	4	134 万立方米	3190 万吨/年
合计	38	338 万立方米	2.91 亿吨/年

数据来源：公司公告，西南证券整理

5.3.2.2 海外仓储业务初具规模，出租率保障业绩

为积极拓展国际仓储业务，公司通过新建、收购、兼并等方式积极开拓境外仓储项目。目前公司在境外三个仓储合资公司拥有相应股权，并通过其中两家合资公司在中东和欧洲各拥有相应仓储设施，截至 2023 年 H1 公司境外总罐容达近 300 万立方米，初具规模。

霍尔木兹海峡位于亚洲大陆西南部，中东区域的东部，东部接阿曼湾，西接波斯湾，北面为伊朗，南面为阿曼和阿联酋，是连接波斯湾和印度洋的唯一海上通道。霍尔木兹海峡在世界能源运输通道中具备极高的战略价值，每天通过该海峡的石油近 2000 万桶，约占全球海运石油的 30%，其中 85% 流向亚洲市场，远东和印度是最大的亚洲流入地。

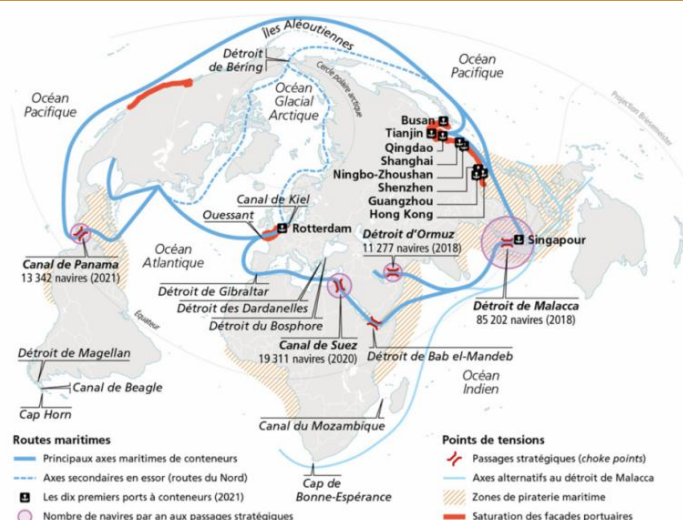
图 167：霍尔木兹海峡具备极高的战略价值



数据来源：Reuters、《阿拉伯世界研究》2023 年第 4 期，西南证券整理

俄罗斯是世界三大原油生产国之一，在世界能源格局中的地位举足轻重。俄乌冲突后，随着俄罗斯能源出口受阻，霍尔木兹海峡在全球战略性地位愈加提升。海峡和运河是许多海上航线的重要通道，也是货物自由流通的战略要地。因此，它们对于地区甚至全球安全以及海军部队的部署，都是潜在的重大挑战，有时候海峡可能就是地区紧张关系乃至冲突的根源。

图 168：2022 年世界主要海上航线和紧张局势点



数据来源：文化纵横，西南证券整理

富查伊拉在上世纪 90 年代中期最初是一个主要用于船用燃料的石油枢纽，目前是仅次于新加坡的世界第二大加油中心。2012 年公司通过全资子公司经贸冠德收购富查伊拉油品仓储公司（FOT）50% 股权。富查伊拉港的战略位置对 FOT 来说极其有利，因为富查伊拉是阿联酋七个酋长国中唯一一个完全位于波斯湾之外，位于霍尔木兹海峡印度洋一侧的酋长国。这个独特的位置绕过了霍尔木兹海峡，以防受引发地缘政治紧张局势的突发事件影响。

今年上半年，全球油品仓储市场出现前低后高结构，经营环境对储罐租赁业务较为有利。富查伊拉公司抓住有利时机，在确保 100% 出租率基础上不断推高出租费率水平。此外，公司加快推进库区与港口超大油轮码头连接管网工程，以提升其业务能力，增加未来收入和利润规模。今年上半年，富查伊拉公司为公司创造投资收益约 4,979 万港元，同比上升约 57.66%。

图 169：富查伊拉是世界级成品油贸易中心



数据来源：FOT 官网，西南证券整理

图 170：FOT 是富查伊拉最大的石化仓储公司之一



数据来源：中石化冠德官网，西南证券整理

公司旗下的 Vesta 公司主要于欧洲从事营运仓储业务，包括专项服务，如按客户特定要求提供产品调混或加热。公司通过其全资子公司经贸冠德持有该公司 50% 股权。Vesta 公司目前于西北欧 ARA（阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普）和波罗的海地区经营三个石油产品和生物燃料仓储码头，其中一个码头位于比利时安特卫普（Vesta Terminal Antwerp——VTA），一个码头位于荷兰法拉盛（Vesta Terminal Flushing——VTF），一个码头位于爱沙尼亚塔林（Vesta Terminal Tallinn——VTT）。

VTA 位于的安特卫普地区是欧洲的炼油及贸易中心，可辐射欧洲 60% 的石化市场，拥有海路、陆路、铁路及管道设施，拥有储罐 65 个，总罐容 93.4 万立方米，单罐罐容 1,000 到 32,500 立方米不等，主要储存汽油、柴油、石脑油、凝析油、燃料油和生物柴油等。码头有 5 个泊位，最大可停靠 16 万吨级排水量的船舶。

VTF 位于斯凯尔特河（流经法国北部、比利时西部及荷兰西南部）入口，连接欧洲第三大港口安特卫普港和北海，拥有陆路、水路及管道设施，总库容 38.8 万立方米，储罐 27 个（1,000-32,000 立方米不等），包括 12 座加温罐，其中 2 座还具有调混功能，储存品种为柴油、生物柴油和燃料油等。VTF 码头拥有 4 个泊位，最大可停靠 6.3 万吨排水量的船舶。

VTA 和 VTF 位于的 ARA 原油现货交易市场是国际五大原油现货市场之一，西北欧市场主要为德国、英国、荷兰、法国服务，这一地区集中了西欧重要的油港码头和炼油厂。原油主要来自独联体国家，其次是北海油田原油和 ARA 地区独立炼油厂油品。其中，北海地区的布伦特油田由于其品质等各方面具有标杆作用，目前已是原油交易的标杆交易品种。

VTT 位于波罗的海中心的常年不冻港穆格港，拥有 3,000-30,000 立方米不等的储罐 35 座，总库容 40.56 万立方米，平均罐龄为 10 年，储存品种为原油和燃料油等。VTT 码头共拥有 5 个泊位，最大吃水 18 米，具有两个可停靠减载的 VLCC 的泊位。

表 26：公司境外仓储库区（截至 2023 年 H1）

名称	储罐（座）	仓储容量
爱沙尼亚塔林	35	40.56 万立方米
荷兰法拉盛	27	38.85 万立方米
比利时安特卫普	45	93.40 万立方米
中东阿联酋富查伊拉	34	115.5 万立方米
合计	141	288.31 万立方米

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年，受地理位置影响，VTT 过往主要客户为俄罗斯客户，俄乌冲突后，欧洲对俄实施能源制裁致使 VTT 经营环境极度恶化，出租率一度降至 5%，加上区域仓储市场环境变化等影响，去年公司对持有 Vesta 的权益计提了大额减值损失。Vesta 去年亏损约 2.72 亿港元，由于计提减值损失约 2.61 亿港元。面对突发情况，为改善 Vesta 的经营状况，经协商 Vesta 调整了公司管理层的同时加强了爱沙尼亚库区的市场营销力度，积极寻找本地客源。

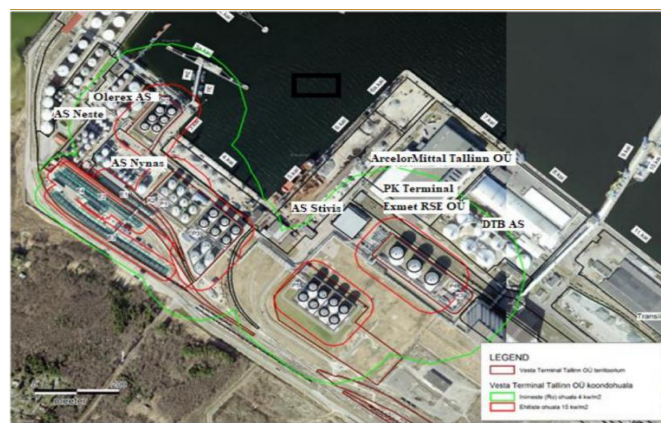
今年上半年，Vesta 公司进一步加大市场开拓力度，储罐出租率及平均租金水平都得到了改善，VTT 出租率回升至近 30%，加上之前推出的降本增效措施初见成效，整体经营业绩因而得到提升。相对于去年同期，Vesta 为公司实现投资收益约 1,010 万港元，扭亏为盈。同时，Vesta 高度关切绿色能源转型趋势，氨作为一种“无碳”清洁能源，为实现能源结构快速调整、加快碳中和进程提供了新选择，许多国家积极开展绿氨技术研究并规划产业布局。Vesta 正与第三方共同探索绿氨接卸和仓储项目的可行性，推进业务转型。

图 171：2022 年俄乌冲突爆发



数据来源：澎湃新闻，西南证券整理

图 172：受地理位置影响俄罗斯是 VTT 以往主要客户



数据来源：Vesta 官网，西南证券整理

5.3.2.3 液化天然气运输项目持续向好

物流业务也是公司开展的主要业务之一，主要涉及原油及石化特种运输业务，包括液化天然气船和液化石油气船等。物流业务包括期租船业务，公司从国内外船东公司以长期合约的形式租入 VLCC 油轮，再向市场客户租出油轮进行经营管理。公司于 2011 年开始涉足 LNG

运输项目，目前与中海集团液化天然气投资有限公司成立了两家合资公司，中国东方液化天然气运输投资有限公司和中国能源运输投资有限公司。

其中，中国能源运输投资有限公司于 2012 年 4 月在香港注册成立，公司通过全资子公司冠德国际投资持有该合资公司 49% 股权。公司通过与日本商船三井株式会社成立单船公司，共同投资建造 6 条 LNG 船舶，为中石化每年从澳大利亚太平洋液化天然气有限公司进口 600 万吨 LNG 项目提供运输服务。中国东方液化天然气运输投资有限公司于 2011 年 2 月在香港注册成立，公司通过全资子公司冠德国际投资持有该合资公司 30% 股权，同样通过与日本商船三井株式会社成立单船公司，共同投资建造 2 条 LNG 船舶，为中石化每年从巴布亚新几内亚进口 200 万吨 LNG 项目提供运输服务。

2023 年 8 月 22 日，公司董事会宣布公司全资附属公司冠德国际投资及上海中远海运 LNG 有意通过注资方式按比例进一步投资于中国能源运输投资，以参与投资有关建造三艘 LNG 船舶项目，三艘 LNG 船舶将根据美国维吉 LNG 项目协议以长期期租的方式指定用于支持中石化运力。该订单有助于进一步扩大公司 LNG 船队规模 and 市场份额，增强盈利能力。

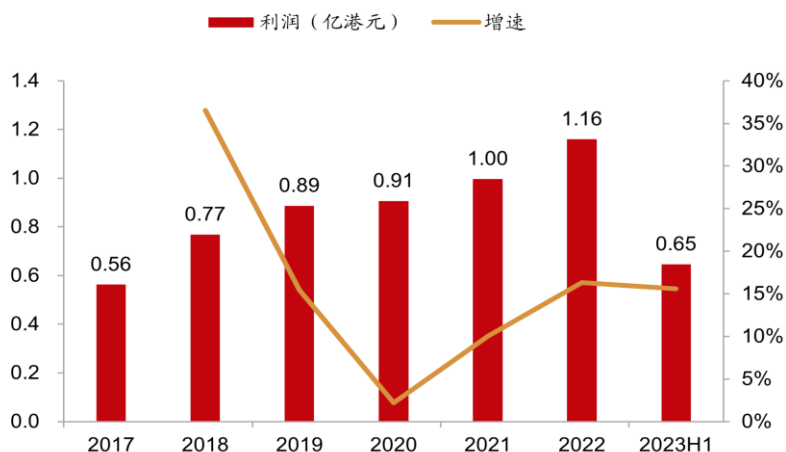
表 27：公司旗下 LNG 船舶（截至 2023 年 H1）

项目名称	数量（艘）	单船容量
澳大利亚太平洋液化天然气项目	2	17.2 万立方米
巴布亚新几内亚液化天然气项目	6	17.4 万立方米
美国维吉天然气项目	3	17.5 万立方米

数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年上半年，公司 LNG 船舶运输业务继续保持稳定运行，8 艘 LNG 船共完成 45 个航次，合计实现投资收益约 6,465 万港元，同比增加约 15.59%，LNG 船舶运输业务既能壮大公司物流业务，又保障国家能源运输安全和中石化进口 LNG 的运输安全。

图 173：公司 LNG 运输业务利润情况



数据来源：，西南证券整理

5.3.3 手握充沛现金，迈向国际一流石化仓储物流企业新征程

中石化榆济管道于 2010 年 10 月 22 日正式投产运行，榆林-济南输气管道全长 997 公里，起点为榆林首站，终点为宣章屯输气站。管线东西横穿毛乌素沙漠边缘、黄土高原、吕梁山脉、太岳山脉、太行山脉、采空区等复杂地段，起于陕西榆林市，止于山东德州市，途经陕西、山西、河南、山东 4 省市。其中，主干线全长 911.6 公里，支线全长 85.6 公里。其最初建设设计的输送能力为 30 亿立方米，目前年设计能力约为 40 亿立方米，预计未来将改造至输送能力 50 亿立方米/年。2015 年中石化冠德全资子公司经贸冠德公司完成对榆济管道的收购，收购价格为 25.77 亿元，不到 5 年，榆济天然气管道被再次转手出售，2020 年国家管网公司对价 32.2 亿元收购中石化榆济管道公司 100% 股权。

图 174：榆济输气管道



数据来源：中石化冠德 2019 年年报，西南证券整理

出售管道业务主要是两个原因，首先是 2015 年完成收购后，在 2017 年国家发展和改革委员会颁布实施了新的天然气管道输送收费标准，将管输服务计费由原先按“一省一价”的计费模式改成按单位管输距离的计费模式，对目标公司的盈利能力带来了一定的负面影响。实际运行过程中，管道业务又受到上游与榆济管线相连的上游天然气田供应资源不足和下游客户需求疲软双重影响，盈利能力不及预期。

表 28：中石化榆济管道有限责任公司 2016-2019 年运营和财务状况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
输送天然气（亿立方米）	10.4	11.37	10	8.52
收入（亿港元）	29.7	41.14	46.58	39.99
收入增速（%）	-	38.52%	13.22%	-14.15%
贡献业绩（亿港元）	1.91	4.75	3.8	2.66
贡献业绩增速（%）	-	148.69%	-20.00%	-30.00%

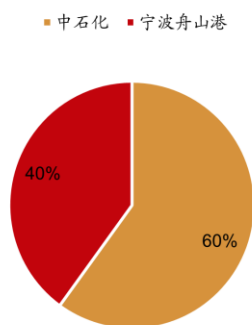
数据来源：公司公告，西南证券整理

其次是 2019 年国家石油天然气管网集团有限公司正式成立，加之 2019 年 3 月，国家发改委再次调整跨省天然气管道运输企业管道运输价格，榆济线的运输价格为 0.4363 元/千立方米/公里。基于多方面考虑，虽然天然气长输管道是优质资产，且榆济线建设比较早，当时的管道造价相对较低，管道负荷率很高，其未来收益相对稳定，但最终公司还是顺应国家管网改革的要求，将管道出售给国家管网，实现公司与国家管网“双赢”。

实现股东利益最大化和持续提升各业务板块资产回报率一直是公司所努力追求的目标，因此虽出售管道业务后公司在短时间内手握充沛现金，但公司当年没有立刻分红，除了将出售事项部分所得款项净额用于改善财务状况及补充营运资金外，公司更多的是积极继续争取母公司的支持，将出售所得用于进一步做优做强公司传统主营业务。

目前公司正在积极筹划并购母公司旗下舟山和连云港两个码头。舟山实华原油码头有限公司主要承接长三角及长江沿线地区石化企业的原油接卸、计量和中转任务。近年来，该公司持续深化原油中转“一条龙”服务，优化整体作业计划及接卸方案，做好设备维修保养，确保到港油轮“快进、早靠”。同时公司还自主开发船岸管控一体化数字平台，具备码头生产作业管理、手机巡检、船岸实时管控等功能，舟山实华设计总吞吐能力可达 3,800 万吨。

图 175：中石化是舟山实华大股东



数据来源：天眼查，西南证券整理

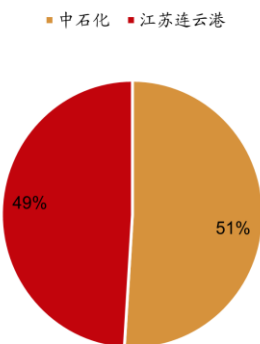
图 176：舟山实华二期 45 万吨油码头通过交工验收



数据来源：浙江海港，西南证券整理

2019 年中国石化管道储运有限公司与连云港港口控股集团有限公司在徐州举行了合资建设和经营 30 万吨级原油码头的签约仪式，双方合资成立连云港实华原油码头有限公司。作为国家规划的七大石化产业基地之一，连云港徐圩新区的海岸线和深水港口，是实现高质量发展的稀缺优势资源。目前原油码头即将投入运营，设计总吞吐能力可达 1,800 万吨。

图 177：中石化是连云港实华大股东



数据来源：天眼查，西南证券整理

图 178：连云港徐圩港区 30 万吨级原油码头工程项目规划图



数据来源：港口圈，西南证券整理

除了并购和对外投资，充沛的现金也让公司在面对不利情况时敢于“刮骨疗毒”式进行资产减值和“大刀阔斧”终止对公司未来成长不利的项目，轻装上阵。巴淡项目曾经被公司寄予厚望，2010 年在公司确立把公司打造成一流的国际石化仓储物流公司的发展战略后便

签署了巴淡项目。项目所在地地理条件优越，自然条件良好，位于大新加坡油品交易圈内，距公海主航道马六甲海峡通道仅 3 海里，占地面积约 75 公顷，市场可辐射东南亚、东北亚及中东地区，是开展仓储和码头业务的理想区域。原本预计项目总投资约 8.41 亿美元，建成后，总仓储规模约 260 万立方米，拥有码头泊位 9 座，设计年吞吐量为 5,056 万吨。

图 179：中石化原计划将巴淡岛作为其在东南亚原油枢纽

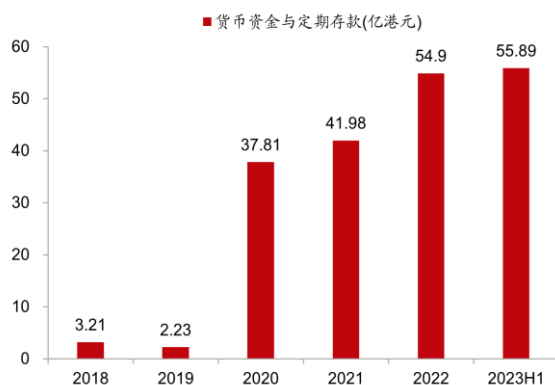


数据来源：2B1st Consulting，西南证券整理

去年，受到能源转型对传统油品仓储市场的影响以及来自大新加坡地区的油品仓储竞争日益激烈等因素，经重新研究巴淡项目经济上已不可行。因此，公司壮士断臂，确认计提了约 6.30 亿港元的非流动资产全额减值，终止了这个会带来长期亏损的项目。多年大额海外仓储资产减值使得公司洗尽铅华，未来大规模资产减值几无可能。

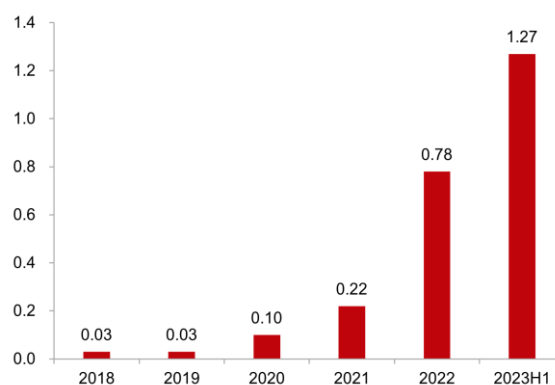
而公司持有存款主要为港元及美元，今年受中美货币政策分化导致香港和内地利差扩大影响，美联储将利率加到 5.25%-5.5% 的区间，港元实行的是盯住美元的联系汇率制度，香港金管局也不断跟随美联储加息。就香港的银行定期存款而言，港元存款普遍在 3.5% 以上，而美元存款则为 4% 以上，因此今年上半年公司融资收入大幅上升，同比增加约 1,080.07%。

图 180：回归主业后公司可用现金大幅增加（亿港元）



数据来源：，西南证券整理

图 181：今年上半年公司融资收入大幅上升（亿港元）

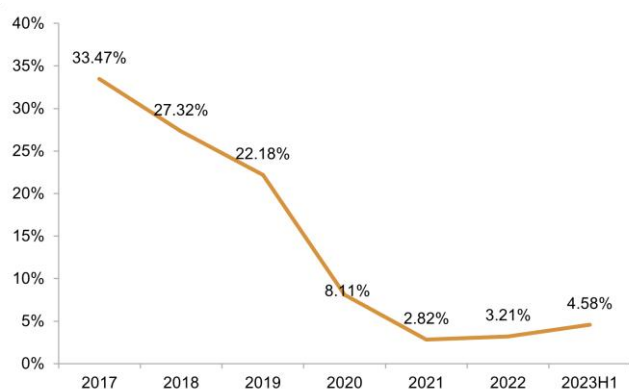


数据来源：，西南证券整理

5.3.4 业务结构优化，整体负债率偏低

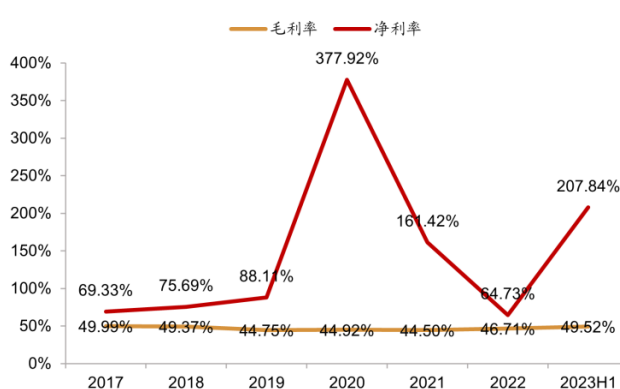
截至 2023 年 H1，中石化冠德总资产 158.3 亿港元，其中可用现金 55.9 亿港元、应收账款 9.9 亿港元，而总负债仅为 7.3 亿港元，资产负债率不足 5%。公司整体营收及成本控制能力较强，2017 年以来毛利率保持在 44% 以上，2020 年因处置管道业务使得公司毛利大增。公司净利率常年维持在较高水平，2020 年受出售管道业务影响一次性突增至 300% 以上，2022 年虽受大额海外资产减值的影响有所下降，但仍在 60% 以上，而 2023 年 H1 公司轻装上阵后叠加中国原油需求复苏，合资及联营公司业绩向好，净利率超过 200%。

图 182：公司资产负债率



数据来源：，西南证券整理

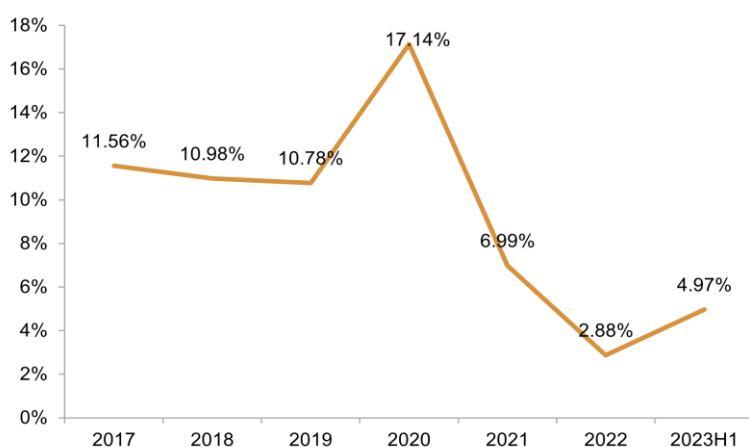
图 183：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：，西南证券整理

2017-2019 年公司 ROE 在 11% 上下，受益于出售榆济管道的一次性收益，2020 年大幅提升超过 17%，但 2021 和 2022 年因出售后巨额现金未动用，且连续对海外资产计提资产减值导致 ROE 大幅下滑，今年上半年有所回升，全年 ROE 有望回升至 10% 水平。

图 184：公司 ROE



数据来源：，西南证券整理

5.4 恒基达鑫

5.4.1 业务覆盖华南和华东地区，股权集中业绩韧性十足

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司创立于 2000 年，公司创始人为原董事长张培弟先生，为抢抓国际石化产业资本向长三角及长江经济带加速转移的历史机遇，公司于 2007 年 1 月在江苏扬州化工产业园区设立全资子公司——扬州恒基达鑫。

2010 年公司过会后，原董事长张培弟突发心肌梗死去世，其夫人王青运临危受命担任董事长，其子张辛聿担任董事，最终在同年 11 月成功在深交所上市，股票代码为 002492，简称“恒基达鑫”。

恒基达鑫自建成投运以来，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区，现已发展成为华南地区和华东地区的储罐龙头。

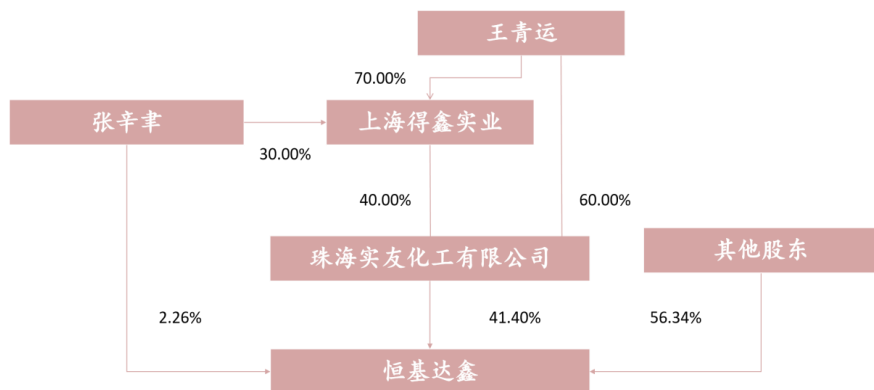
图 185：恒基达鑫发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权集中，王青运与张辛聿为一致行动人。公司的实际控制人为王青运，王青运与张辛聿为母子关系，分别通过持有上海得鑫实业和珠海实友化工合计控制公司超过 40%的股份，其他股东持股比例都不高于 1.3%，公司的股权集中度较高。

图 186：恒基达鑫主要股权结构（截至 2023 年 H1）

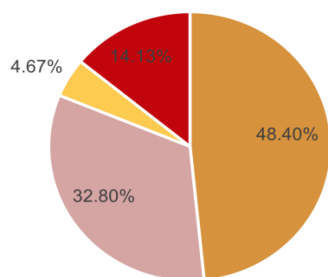


数据来源：iFind，西南证券整理

公司主营业务结构：根据 2023 半年报，公司收入主要来自仓储，占比 48.40%，其次是码头装卸，占比 32.80%。毛利率方面，仓储毛利率为 35.75%，码头装卸毛利率为 56.96%。具体来看，公司毛利主要来自码头装卸业务，贡献 38.45%的毛利，仓储贡献 35.62%的毛利，管理服务贡献 21.54%的毛利，其他业务贡献 4.39%的毛利。

图 187：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况

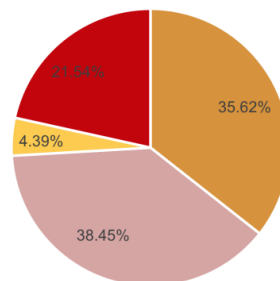
■ 仓储 ■ 码头装卸 ■ 管理服务 ■ 其他业务



数据来源：iFind, 西南证券整理

图 188：公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况

■ 仓储 ■ 码头装卸 ■ 管理服务 ■ 其他业务



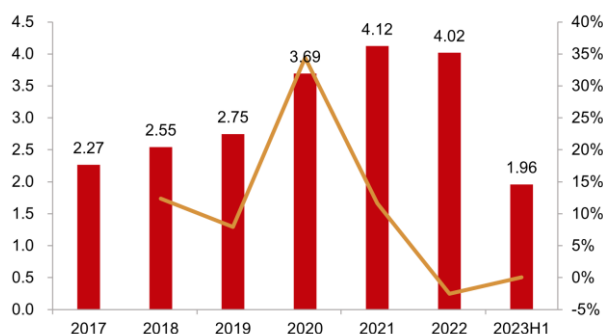
数据来源：iFind, 西南证券整理

公司业绩状况：受益于公司较好的库区位置及仓储能力，公司主营业务能够在石化行业景气度波动较大的情况下持续稳定地经营。公司近几年主营业务经营状况较好带动公司整体营业收入和净利润都较 2017 年有所增加。

同时根据公司发展战略，公司近几年也在积极发展新业务，逐步实现公司跨地区、上下游产业链、主业和其他业务多样发展，从而提升公司综合盈利能力。公司通过保理业务和股权、债权及银行理财等方式进行对外投资，参与类金融业务。2023 年上半年营业收入约 1.96 亿元，同比增加 0.07%，归属于上市公司股东的净利润约 5,625 万元，同比减少 1.36%。

图 189：公司营业收入及增速

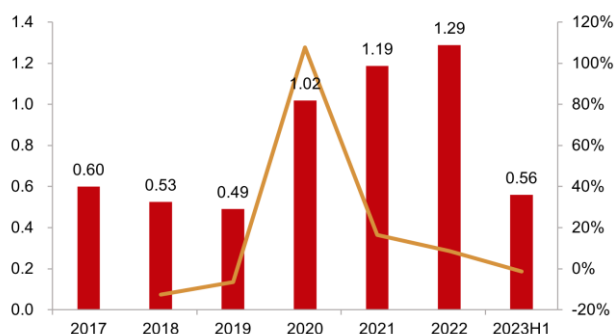
■ 营业收入（亿元） ■ 增速



数据来源：iFind, 西南证券整理

图 190：公司净利润及增速

■ 净利润（亿元） ■ 增速



数据来源：iFind, 西南证券整理

5.4.2 公司库区具有良好的区位优势及仓储能力

5.4.2.1 三大库区区位优势明显，设施完善

公司三大库区均位于水道附近，依托珠海、扬州、武汉等地石化企业聚集效应，业务覆盖长三角、珠三角、长江中游等国家中心城市区域。珠海库区所处的珠三角地区为石化工业发达地区，广东省是我国石化产品需求大省，自给严重不足，需要从国内外输入。

珠江三角洲地区港口群以广州港、深圳港、珠海港为主要港口，由于珠三角各港口地理位置毗邻，经济腹地互相重叠，吞吐货物类型相似，港口之间竞争较为激烈。2022 年受到疫情等多种因素影响，珠海港货物吞吐量同比有所下降，第三方仓储服务企业市场压力增加。

珠海港由主体港区高栏港区及万山等 7 大港区组成，1988 年珠海市决定在高栏列岛建设港口。经过 40 多年的发展，目前高栏港经济区工业体系完备、制造业基础扎实、通江达海优势突出，拥有珠三角最大吨位的液体化工品码头泊位与特定的油气化学品码头仓储区，年货物吞吐量约占珠海港的 25%，是广东省化工产业集群升级示范区和重要化工基地之一。

图 191：高栏港区地理位置优越



数据来源：珠海经济技术开发区，西南证券整理

公司珠海库区码头位于珠海高栏港防波堤内侧根部，距国际航线大西水道仅 1 海里，距珠海机场 16km，澳门 23 海里，香港 55 海里，地理位置优越。由于防波堤的掩护作用，港内水域泊稳条件良好，年平均可操作天数 350 天，能保障大吨位级船舶的安全靠泊。

珠海恒基达鑫库区码头长 754.7 米，年吞吐量可达 1,000 万吨，拥有 5 千吨级、5 万吨级、8 万吨级（水工结构按 10 万吨级设计）泊位各 1 个，后期政府将把主航道疏浚到 -16.5 米。珠海库区共有 29 个装车位，每个储罐均配备独立的装车鹤管连接装车站，码头装卸臂最大口径 400 毫米，最大卸货速度 2200 立方米/小时。去年珠海库区改扩建三期工程 10 区项目正式投入运营，标志公司发展又迈入一个崭新的阶段，实现新的突破。

扬州库区所处的长三角地区是我国经济实力最强的区域之一，位于长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，上游距南京约 45 公里。扬州库区码头为高桩梁板连片式、双层系统平台结构，能同时满足长江汛期和枯水期对船舶作业的要求。扬州库区码头岸线长 390 米，宽 20 米，引桥长 136 米，前沿水深-13 米，吞吐量可达 350 万吨，拥有 5 千吨级、4 万吨级（水工结构按 5 万吨级设计）泊位各 1 个。库区共有 30 个装车位，部分装车量大的物料可以同时多车作业。码头装卸臂最大口径 250 毫米，最大卸货速度 1500 立方米/小时。

今年，扬州恒基达鑫公司将进一步加大市场开拓力度，积极培育新的增长点，全力服务好园区及周边企业。同时，坚持绿色发展理念，不断加大环保基础设施投入力度，努力实现可持续发展。今年公司在有关 VOC 焚烧项目上投资了 2600 万，该项目可以把库区所有的尾气全部吸收起来，然后通过燃烧达标排放，从而改善库区及周边环境的空气质量。

图 192：扬州库区加强涉 VOCs 储罐废气的治理



数据来源：仪征生态环境局，西南证券整理

武汉库区所处的武汉市是湖北省内的物流核心，作为辐射华中、西南和西北地区的区域核心，是客户设立区域分拨中心的选择之一。武汉库区（一期）主要仓储品含常用液体化工产品、固体包装货物及散水液体等，主要存储固体危化品，是武汉市唯一一家拥有甲、乙、丙类库及储罐的危化品仓储企业。总体而言，公司三大库区装置配套齐全，并有完备的各项管理制度，为公司能够安全、稳定、长周期运转提供了充分的保证。

表 29：截至 2023 年 H1 公司库区情况

库区	位置	规划吞吐量	储能
珠海	珠海高栏港防波堤内侧根部，拥有珠海码头岸线长 668 米，占地约 22 万平方米	1,000 万吨	储罐 67 个，储罐容量 1,500 立方米至 50,000 立方米，总罐容为 64.30 万立方米
扬州	长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距离南京约 45 公里，占地约 20.18 万平方米	345 万吨	储罐 71 个，总罐容 41.75 万立方米
武汉（一期）	武汉地区唯一的化学品物流中心化工港口物流区内	49 万吨	总货位数约 4 万个，货位年吞吐量可达 49 万吨，液体储罐 34 个，储罐库容约 1.02 万立方米

数据来源：公司公告，中证鹏元，西南证券整理

5.4.2.2 储罐规模大品种多，长租占比高稳定仓储收入

储罐品种多样，覆盖各种需求。公司所有的储罐配备有制氮装置，用以对每个罐进行氮封，针对某些物料储存的特殊要求，部分储罐配备有专门的冷却系统、加热系统。公司储罐包括碳钢常压罐、碳钢压力球罐和不锈钢罐，单一储罐罐容 0.03 万立方米-5.00 万立方米，其中压力球罐可满足客户储存液化石油气和丙烯等高压货物的需求。截至 2023 年 H1，公司拥有 172 个储罐，罐容总量为 107.07 万立方米，因 2022 年珠海库区三期十区扩建工程完工投产，公司较 2021 年新增 7 个储罐，共计 3 万立方米储量。

表 30：公司主要储罐罐型及数量

所属子公司	储罐数量	单个储罐容积	罐型分配
珠海	67 个	最大为 5 万立方米，最小为 1500 立方米	全部为立式储罐，其中有 8 个不锈钢储罐
扬州	71 个	最大为 3.5 万立方米，最小为 2000 立方米	球形罐：20 个；立式储罐：51 个
武汉	34 个	单个储罐 300 立方米	全部为立式储罐

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司仓储产品种类主要由市场需求决定，故码头具体的货物吞吐会影响库区的仓储品种。但公司储罐对不同仓储产品有较高的兼容性，故产品结构变化对储罐利用率影响较小。

表 31：公司船舶靠泊和货物吞吐量情况

	码头靠泊船舶数量（艘次）			货物吞吐量（万吨）		
	2022 年	2021 年	同比	2022 年	2021 年	同比
珠海泊位	824	832	-0.96%	675.50	735.87	-8.20%
扬州泊位	887	989	-10.31%	165.25	160.78	2.78%
合计	1711	1821	-6.04%	840.75	896.65	-6.23%

数据来源：恒基达鑫、中证鹏元，西南证券整理

公司在珠海库区和扬州库区仓储产品区别较大，珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、乙二醇及航空煤油等，2022 年公司珠海库区吞吐量同比下降 8.20%，以 2021 年产品种类为基准，对二甲苯和混合芳烃两大主要产品的吞吐量均大幅减少，产品结构上出现明显变化。而扬州库区主要仓储产品为油品、乙醇、液化气等，其中油品的需求客户主要为贸易商类客户，2022 年各类油品吞吐量均有所增加，但泊位整体吞吐量较上年保持稳定。

表 32：公司仓储产品种类主要由市场需求决定

珠海库区	2022 年			2021 年		
	数量	占比	同比	数量	占比	同比
对二甲苯	235.41	34.85%	-21.37%	299.4	40.69%	-0.44%
乙二醇	86.53	12.81%	17.54%	73.62	10%	18.88%
航空煤油	65.31	9.67%	14.18%	57.2	7.77%	-10.78%
石脑油	50.26	7.44%	-	0	0%	-
冰醋酸	32.80	4.86%	55.89%	21.04	2.86%	1.15%
生物柴油	30.27	4.48%	-	0	0%	-
乙醇	25.64	3.80%	-	0	0%	-

数据来源：恒基达鑫、中证鹏元，西南证券整理

公司在珠海和扬州两地库区拥有较好的区位优势及仓储能力，仓储装卸业务有较好的客户基础，整体而言在当地区域优势强，是华南及华东地区石化产品仓储的知名企业。公司在两地的主要竞争对手为中化能源股份有限公司。

表 33：公司及主要竞争对手情况（万立方米）

库区	公司名称	码头位置	码头/泊位	罐容	港口类型
珠海	中化珠海石化储运有限公司	珠海高栏港	1个10万吨级，1个8万吨级，4个1万吨级	67.00	临海港
	恒基达鑫	珠海高栏港	1个8万吨级，1个5万吨级，1个5千吨级	64.30	临海港
扬州	恒基达鑫	南京港	1个4万吨级，1个5千吨级	41.75	内河港
	中化扬州石化码头仓储有限公司	南京港	1个1万吨级，1个4万吨级	23.60	内河港

数据来源：珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)2023年跟踪评级报告，西南证券整理

作为世界500强之一中化集团能源业务的主要经营载体，中化能源是我国领先的石油石化仓储服务供应商，第三方业务规模位居全国前列、辐射区域广阔、经营品种丰富。公司在江苏、浙江、广东等地布局了6大库区，拥有储罐393个，仓储容量512.27万立方米。但国企石化仓储业务大部分是为了产业链一体化做配套，区域扩张受限于母公司的炼化基地，且公司库区面对的中化能源当地体量不落下风，加之市场需求相对饱满，竞争较为温和。

图 193：中化能源是我国领先的石油石化仓储服务供应商



数据来源：中化能源官网，西南证券整理

5.4.2.3 立足基本盘，涉足供应链保理及金融投资业务

公司仓储业务客户主要为国内大型石化企业，装卸业务主要面向贸易商。公司化工园区海岸线和码头的稀缺性使得公司客户结构相对稳定，公司也以此为基本盘积极拓宽业务范围。

图 194：公司客户主要为国内大型石化企业



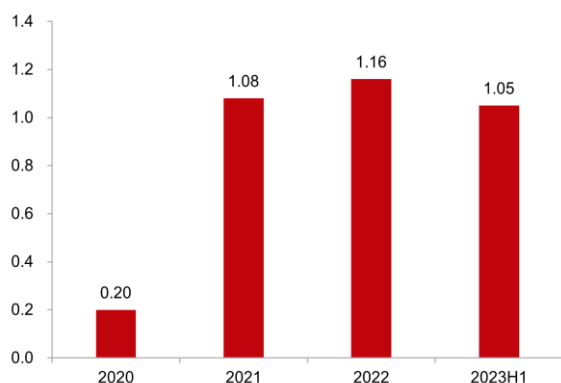
数据来源：恒基达鑫，西南证券整理

公司供应链业务由子公司恒基达鑫（香港）国际有限公司及珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司负责运营，通过要求融资方向中国出口信用保险公司投保或监控其货物的物权等方式来规避回款风险，提供服务的货物在公司控制的储罐内，资金回收风险相对较小。

公司保理业务由子公司珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司运营，实际业务开展中公司仅对有货物存在自己储罐内的客户提供服务。总体来看，公司设立有专门的法人主体、业务人员从事供应链、保理业务，并以仓储物流业务为基础拓展客户，以客户上下游货物的物权做隐性担保，能在较大程度上控制风险，业务盈利表现较好，对公司利润有较好地补充。

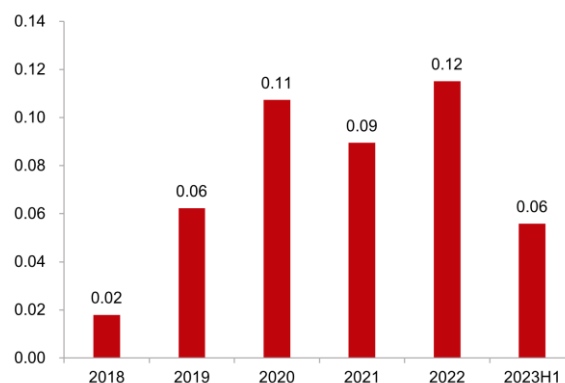
公司还通过股权、债权及银行理财等产品进行对外投资。今年 9 月 22 日，公司子公司珠海横琴新区恒投创业投资有限公司认缴出资人民币 1000 万元参与投资上海三复创业投资合伙企业，合伙企业重点聚焦硬科技领域，继续向多元化方向发展。截至 2023 年上半年，公司长期股权投资期末余额 1.05 亿元，获得近 600 万元投资收益。

图 195：公司长期股权投资期末余额（亿元）



数据来源：，西南证券整理

图 196：公司投资收益（亿元）



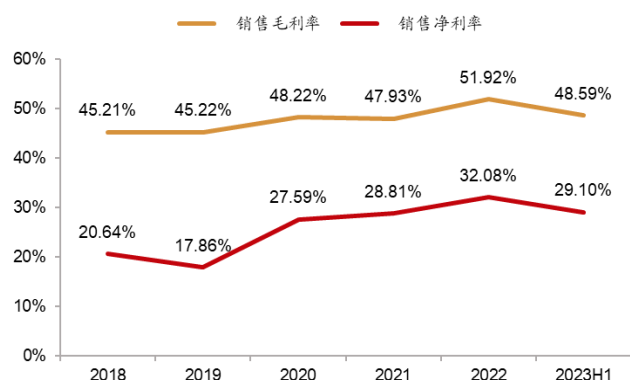
数据来源：，西南证券整理

5.4.3 盈利能力稳定，资产质量高

2022 年受石化行业整体需求影响，石化仓储市场行情有所回落，公司本部及扬州恒基达鑫作为仓储装卸业务的主要经营主体，收入均有下降，但其他业务收入与来自武汉恒基达鑫的仓储业务收入有所增加，故 2022 年公司整体营业收入表现基本稳定。同时，因当年主营业务成本分摊减小，实际盈利表现有所提升，且当年开展的供应链及保理等类金融业务规模增加且盈利表现较好，带动公司整体毛利率由 2021 年的 47.83% 提升至 2022 年的 51.92%。2023 年上半年，公司毛利率轻微下滑至 48.59%，但依然维持在较高水平。

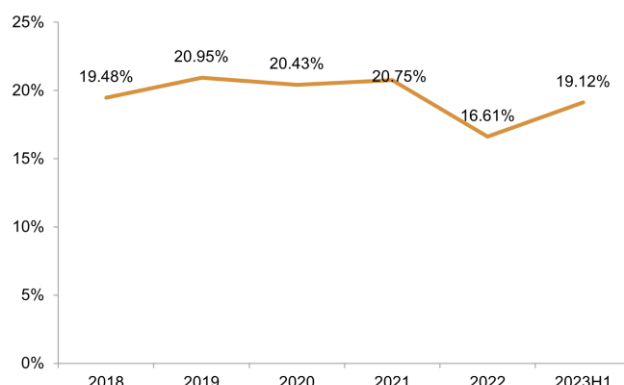
公司资产以所有者权益为主，结构与规模整体相对稳定。公司负债规模较小，2022 年较上期有所下降，今年上半年有所上升，但仍未超过 20%，整体相对健康。受益于 2022 年公司较为稳定的经营表现，未分配利润稳定增加，推升所有者权益继续增长，从公司的主营业务收入表现等综合因素来看，公司整体资产质量较高。

图 197：公司销售毛利率和净利率



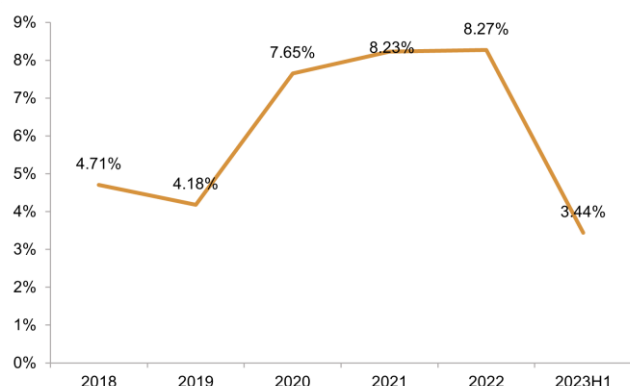
数据来源：iFind，西南证券整理

图 198：公司资产负债率



数据来源：iFind，西南证券整理

图 199：公司 ROE（加权）



数据来源：iFind，西南证券整理

6 风险提示

1) 石化行业波动风险。石化仓储公司客户主要为境内外大型石化产品生产商和贸易商，公司业绩受该类企业的开工率，订单粘性的影响较大。近年来，受宏观经济波动的影响，石化行业发展存在一定的不确定性。虽然石化仓储公司客户主要以长期租罐为主，但若石化行业景气度走低，将对公司经营造成不利影响。

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。尽管在下游景气度降低的时候，化工生产型企业开工率下降，生产资料被动在储罐储存周期拉长，这时通过储存周期拉长来推动储罐需求增长。但如果石化行业景气度下行时间过长，也会影响石化仓储的需求以及公司的业绩。

3) 环保及安全生产风险。石化物流行业对安全性和环保性要求较高，随着国家对安全生产和环保方面的要求越来越高，企业的维护成本也将逐步提高。而且石化物流企业库区存储的货物大部分是油品、危险化学品等，如人为因素导致发生安全事故，将对石化仓储公司经营造成不利影响。

4) 市场竞争风险。运输成本与运输距离存在直接的关系，石化物流企业服务覆盖范围受制于所拥有码头资源的辐射半径，石化物流市场的竞争具有明显的区域性特征。石化仓储公司受行业地域特征和规模不断扩张等因素的影响，公司往往面临一定的市场竞争风险。

5) 自建及整合并购项目风险。由于储罐项目建设较为复杂，并购项目洽谈涉及环节多，一旦自建项目及并购项目进展不及预期，将对短期业绩增速形成不利影响。而且不同区域的经营环境以及并购标的的管理水平差异较大，如石化仓储公司未能对新并购库区进行有效整合，其业务未能与公司整体业务实现同步增长，将对公司业绩造成不利影响。

6) 开拓新业务风险。为了实现跨地区、上下游产业链、主业和其他业务多样发展，石化仓储公司在新业务拓展过程中，可能会面临一定的新行业经营及投资的风险。

7) 客户需求降低风险。因石化产品仓储市场需求的变化，存在客户对储罐罐型需求与公司现有储罐罐型不匹配的情况。受国际原油价格及国内外宏观经济环境影响，当地化工厂原料仓储客户的需求下降，国际贸易客户的市场运作放缓，将影响客户对储罐的需求。

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。

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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
	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
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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

请务必阅读正文后的重要声明部分

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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	xy@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

请务必阅读正文后的重要声明部分