

## 仓储业务稳步发展，规模优势持续扩大

### 投资要点

- **事件：**宏川智慧公布 2022 半年度报告。公司上半年实现营收 6.1 亿元，同比+12.9%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比-13.4%；实现扣非归母 1.2 亿元，同比-13.1%。公司高度聚焦主营业务，仓储综合及中转服务实现营收 5.8 亿元，占比 95.3%，同比+11.6%。
- **持续并购助力成长，双赛道业务并进发展。**公司通过持续的并购成长路径，逐步实现第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务的双赛道并进发展。公司于 2022 年 4 月成功收购龙翔集团，完善了公司在长三角的布局，促进了公司创新服务相关业务开展，提升了公司的综合服务实力。公司上半年码头储罐综合服务实现营收 5.4 亿，同比+11.2%；化工仓库综合服务实现营收 0.2 亿，同比+5.9%。
- **增值服务稳定发展，有望创造更大价值。**公司以主营业务仓储综合服务为核心，以区位优势及仓储规模优势形成的集群效应为基础，通过洗舱及污水处理服务、危化车辆公路港服务、智慧客服服务等多种增值服务满足客户的多种交易需求。公司上半年洗舱及污水处理服务、危化车辆公路港服务和智慧客服服务的营业收入分别同比增加 34.4%、100%和 25.1%，盈利能力不断增强。
- **仓储规模持续增长，罐容规模优势明显。**石化仓储企业仓容、罐容的大小直接影响企业的经营实力。公司下属化工仓库主要为甲类库、乙类库，仓容总计 6.5 万平方米，能够满足绝大部分石化产品的仓储需求；公司下属仓储基地/库区有多种材质和多种特殊功能的储罐，单一储罐罐容从 100 至 50000 立方米不等，罐容总计 434.5 万立方米，亦能够满足绝大部分石化产品的仓储需求。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好石化物流行业发展和仓储市场需求增长，公司的自建码头优势、仓储规模优势和并购战略将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 3.2、4.1、5.1 亿元，每股净资产 BPS 分别为 5.6、6.3、7.3 元，给予 2023 年 4.3 倍 PB，对应目标价 27.09 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、疫情反复风险、并购失败风险等。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1087.96 | 1309.50 | 1631.83 | 1957.31 |
| 增长率           | 28.25%  | 20.36%  | 24.61%  | 19.95%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 272.23  | 316.54  | 414.96  | 513.85  |
| 增长率           | 19.54%  | 16.28%  | 31.09%  | 23.83%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.61    | 0.70    | 0.92    | 1.14    |
| 净资产收益率 ROE    | 10.49%  | 11.05%  | 13.18%  | 14.30%  |
| 每股净资产 BPS(元)  | 5.24    | 5.56    | 6.34    | 7.30    |
| PE            | 37      | 32      | 24      | 20      |
| PB            | 4.28    | 4.04    | 3.54    | 3.08    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58352190  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 4.49        |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.26        |
| 52 周内股价区间(元) | 16.31-27.16 |
| 总市值(亿元)      | 96.17       |
| 总资产(亿元)      | 69.86       |
| 每股净资产(元)     | 4.74        |

### 相关研究

## 目 录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 1 国内优秀的民营化工仓储企业.....        | 1 |
| 2 成品油需求逐步恢复，公司码头资源保障效益..... | 2 |
| 3 并购与运营共同影响，利润小幅下滑符合预期..... | 4 |
| 4 盈利预测及估值.....              | 5 |
| 5 风险提示.....                 | 6 |

## 图 目 录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程.....                  | 1 |
| 图 2：公司股东情况（截至 2022 年 3 月末） ..... | 1 |
| 图 3：公司 2019-2022H1 营业收入及增速.....  | 2 |
| 图 4：公司 2022H1 主营业务构成.....        | 2 |
| 图 5：全国石油成品进口量和原油进口量.....         | 3 |
| 图 6：港口码头长度.....                  | 3 |
| 图 7：万吨级以上生产用码头泊位数.....           | 3 |
| 图 8：全国港口货物吞吐量 .....              | 4 |
| 图 9：公司归母净利润 .....                | 5 |
| 图 10：公司扣非归母净利润.....              | 5 |

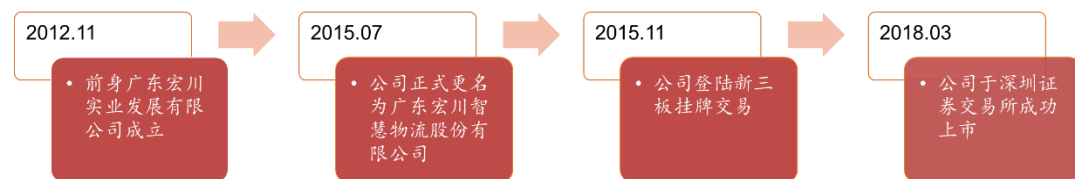
## 表 目 录

|                  |   |
|------------------|---|
| 表 1：盈利预测.....    | 5 |
| 表 2：可比公司估值.....  | 6 |
| 附表：财务预测与估值 ..... | 7 |

## 1 国内优秀的民营化工仓储企业

宏川智慧成立于 2012 年 11 月 6 日，于 2015 年在新三板挂牌上市，2018 年 3 月在 A 股上市。作为一家创新型石化产品物流综合服务提供商，宏川智慧主要为境内外石化产品生产、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。公司依托持续的创新能力和强大的安全管理能力、优秀的损耗控制能力和卓越的效率管理能力，在现有业务基础上开拓物流链管理服务、轻资产业务，不断为客户提供全过程个性化优质服务，树立了良好的竞争品牌，赢得了众多知名客户的认可。

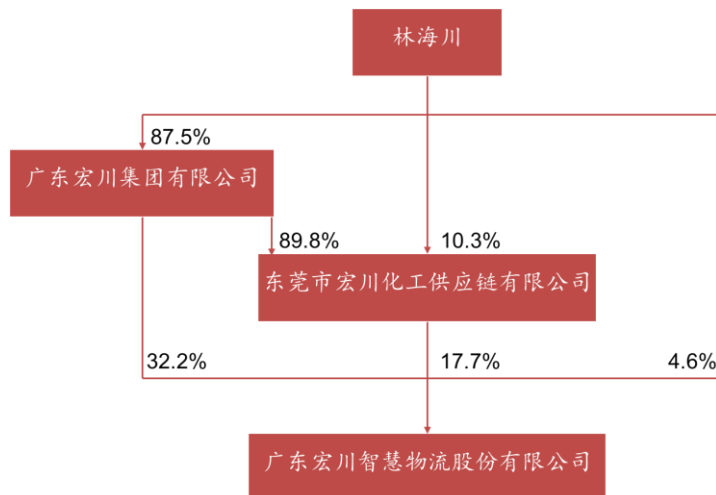
图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司控股股东为广东宏川集团有限公司，持股比例达 32.2%，实际控制人为林海川。广东宏川集团有限公司专注化工主业，业务范围涵盖化工品及油品的仓储物流、服务型贸易、供应链金融、企业软件管理、电子交易平台、连锁油站管理等，能给公司发展带来很好的协同效应。

图 2：公司股东情况（截至 2022 年 3 月末）



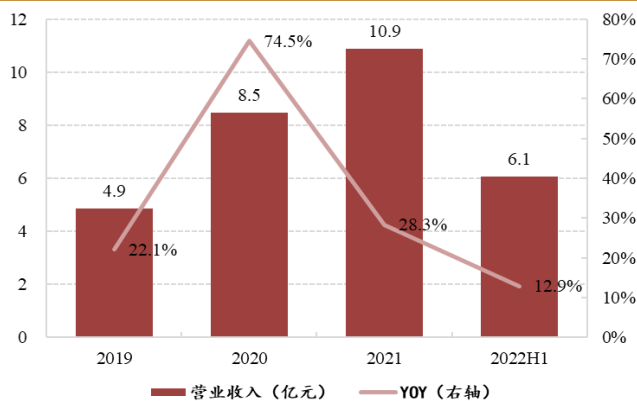
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是国内优秀的民营化工仓储企业。公司现有及在建码头共 13 座，储罐 905 座，总罐容超 400 万立方米。公司的 13 大仓储基地均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，总占地面积超过 5000 亩。

**双赛道并进发展，增值服务创造价值。**公司逐步实现第一主业码头储罐仓储业务、第二主业化工仓库仓储业务的双赛道并进发展，并通过增值服务各个业务与各仓储基地/库区有效联动，集群效应优势明显，增强客户粘性的同时也构建起了公司创新发展的良好基础。

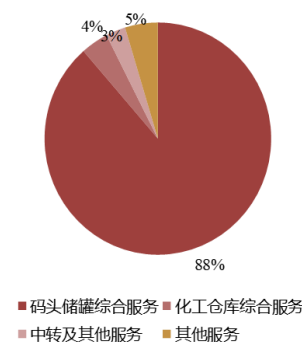
**营收稳定增长，业务结构持续优化。**2019-2021 年公司营业收入复合年均增长率达 49.6%。2022H1，公司实现营收 6.1 亿元，同比+12.9%。主营业务分产品来看，码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务收入分别为 5.4、0.2、0.2 亿元，占比 88.6%、3.9%、2.8%，同比+11.2%、+5.9%、+36.9%。可以看出，公司在巩固核心业务（码头储罐综合服务）的同时，也在积极扩展增值服务，持续优化业务结构。

图 3：公司 2019-2022H1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2022H1 主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

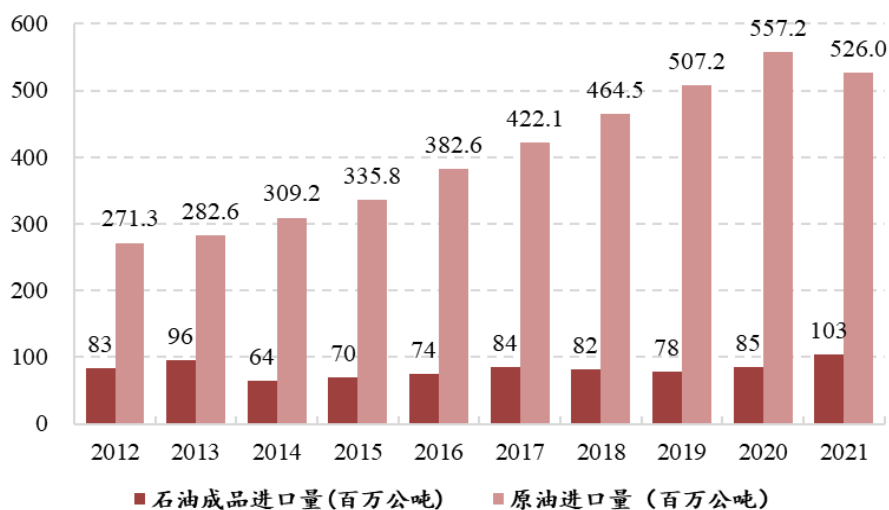
## 2 成品油需求逐步恢复，公司码头资源保障效益

在需求方面，作为服务于石化产业的配套行业，石化物流行业需求环境伴随着石化产业的发展而发展；供给方面，基于水路运输的各项优点，码头资源和码头吞吐能力是决定石化物流企业发展的的重要因素。

**国内疫情防控稳中向好，成品油需求逐步恢复。**根据国家发改委数据，2022 年 1-7 月，全国成品油消费量 19433 万吨，同比增长 0.2%，其中汽油、航空煤油同比分别下降 6.7%和 34.6%，柴油同比增长 14.4%。2021 年我国成品油消费量 34148 万吨，同比增长 3.2%，其中汽油、柴油、航空煤油同比分别增长 5.7%、0.5%、5.7%。由于成品油的液体属性，无论是运输还是存储都需要专业、安全的仓储环境来保证其顺利实现空间和时间的流转，而 2021 年之后成品油表观消费量的逐步恢复也一定程度上提高了成品油的仓储管理要求和仓储需求。

**油品进口温和增长，助力石化物流行业发展。**作为石油化工大国，我国常年保持对原油和石油的净进口状态，且油品合计对外依存度呈现逐年上升态势。我国进口原油及油品主要依赖海运形式，有利于推动港口石化物流行业的发展。

图 5：全国石油成品进口量和原油进口量



数据来源: choice, 西南证券整理

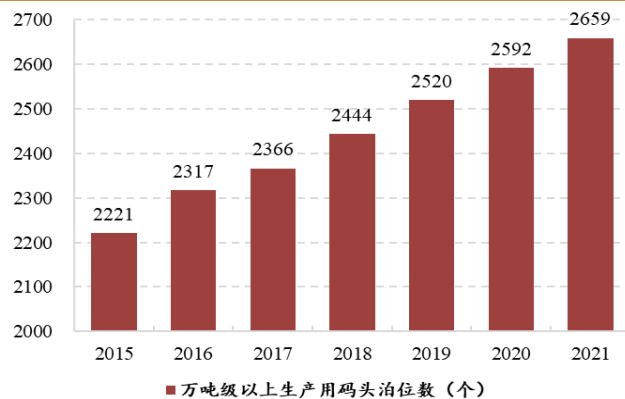
码头开发建设加快,长度与泊位逐年增长。石化产品在运输方式上普遍采用水运的形式,码头资源是影响行业发展的重要壁垒,前沿码头资源已然成为石化仓储企业的核心资产。近年来,码头长度及万吨级泊位数量均呈现逐年增长态势,为推动石化物流行业发展提供了有利保障。

图 6：港口码头长度



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

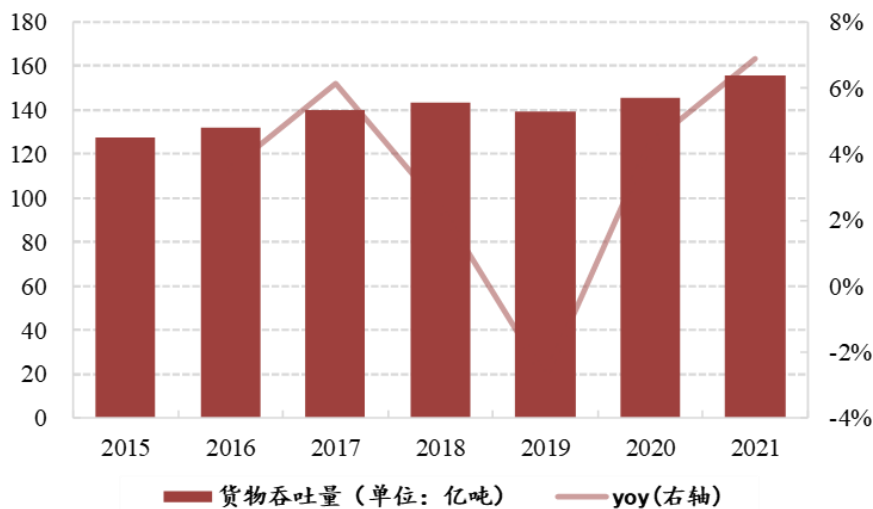
图 7：万吨级以上生产用码头泊位数



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

内外贸易稳定发展,码头吞吐量逐年增加。码头吞吐量是影响石化物流企业经营业绩的重要因素。我国宏观经济保持平稳增长,国内消费需求在常态化疫情防控下将逐步复苏,外贸进出口需求亦能实现稳步恢复。2021 年我国全年完成港口货物吞吐量 155.5 亿吨,较上年同比增长 6.8%。完成集装箱吞吐量 28272 万标箱,较上年同比增长 7%。

图 8：全国港口货物吞吐量



数据来源：交通运输部，西南证券整理

**公司自建码头优良，为仓储服务提供有力支撑。**石化码头属稀缺资源，拥有自有码头是保障和促进仓储综合业务发展的关键因素。公司拥有优良的自建码头，地理位置优越，码头可靠泊能力与储罐容量匹配度高，码头及储罐可最大程度地得到合理利用，为公司仓储综合服务提供有力支撑，为公司效益最大化提供有力保障。

**仓储规模优势明显，有效保障经营能力。**公司下属仓储基地/库区有多种材质和多种特殊功能的储罐，单一储罐罐容从 100 至 50000 立方米不等，能够满足绝大部分石化产品的仓储需求，罐容总计 434.5 万立方米。公司下属化工仓库主要为甲类库、乙类库，仓容总计 6.5 万平方米，亦能够满足绝大部分石化产品的仓储需求。

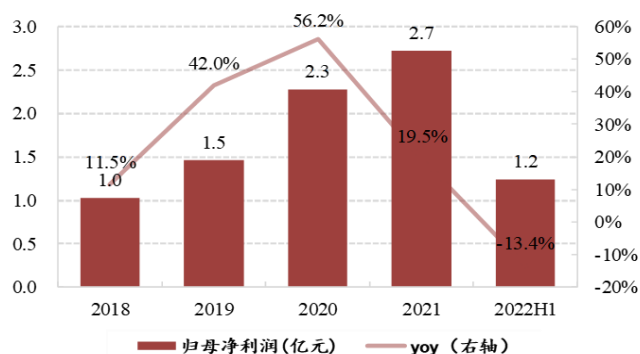
**增值服务稳定发展，有望创造更大价值。**公司以主营业务仓储综合服务为核心，以区位优势及仓储规模优势形成的集群效应为基础，通过智慧客服服务、洗舱及污水处理服务、货物通存通兑服务、危化车辆公路港服务等业务满足客户的多种需求。公司增值服务在降低客户综合物流成本以及提升客户运营效率等的同时，也使得公司增强客户粘性，获得新的利润增长点。

### 3 并购与运营共同影响，利润小幅下滑符合预期

**公司利润受并购子公司与运营新工程影响，22H1 出现小幅下滑。**2022H1 公司实现营业收入 6.1 亿元，同比+12.9%；归母净利润 1.2 亿元，同比-13.4%；实现扣非归母 1.2 亿元，同比-13.1%。利润小幅下滑，主要由于公司于 2022 年 4 月非同一控制下企业合并龙翔集团，较大幅度增加营业成本和期间费用；同时控股子公司福建港能一期工程通过新建投产运营审批，出租率尚待提升，亦增加一定运营成本。

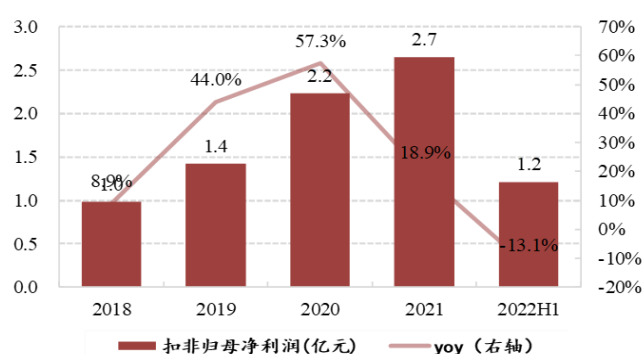
公司收购龙翔集团，可以加强公司在长三角的布局，提升公司仓储规模，有效联动配合，有利于促进公司创新服务相关业务开展，提升综合服务实力。同时港能二期项目出租率下半年有望提升，预计公司 2022H2 利润出现一定改善。

图 9：公司归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司扣非归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 盈利预测及估值

### 关键假设：

- 1) 仓储综合服务收入主要受储罐出租规模的影响。公司福建港能一期工程通过新建投产运营审批，二期项目于 2022 年 6 月底投入运营，预计 2022-2024 年储罐出租规模增长率为 +20%、+25%、+20%。
- 2) 公司上半年受并购龙翔集团与福建港能一期项目影响，毛利率有所降低，下半年福建港能二期项目投入运营，公司毛利率有望回升至正常水平，预计 2022-2024 年毛利率分别为 65.5%、65.6%、65.7%。

表 1：盈利预测

|                | 2019A | 2020A   | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 仓储综合服务收入（百万元）  | 455.6 | 818.4   | 1021.7 | 1226   | 1532.6 | 1839.1 |
| YoY            |       | 79.6%   | 24.8%  | 20%    | 25%    | 20%    |
| 物流链管理服务收入（百万元） | 20.5  | 8.2     | 4.6    | 4.6    | 4.7    | 4.7    |
| YoY            |       | -60%    | -44.5% | 1%     | 1%     | 1%     |
| 中转及其他服务收入（百万元） | 9.1   | 9.4     | 24.1   | 33.7   | 40.4   | 48.5   |
| YoY            |       | 3.4%    | 155.8% | 40%    | 20%    | 20%    |
| 其他业务收入（百万元）    | 0.7   | 12.3    | 37.6   | 45.2   | 54.2   | 65     |
| YoY            |       | 1599.3% | 204.7% | 20%    | 20%    | 20%    |
| 收入合计（百万元）      | 485.9 | 848.3   | 1088   | 1309.5 | 1631.8 | 1957.3 |
| YoY            |       | 74.6%   | 28.2%  | 20.4%  | 24.6%  | 19.9%  |
| 成本合计（百万元）      | 188.2 | 302.6   | 377.6  | 452.3  | 562.1  | 671.9  |
| YoY            |       | 60.7%   | 24.8%  | 19.8%  | 24.3%  | 19.5%  |
| 毛利率            | 61.3% | 64.3%   | 65.3%  | 65.5%  | 65.6%  | 65.7%  |

数据来源：西南证券

我们看好石化物流行业发展和仓储市场需求增长，公司的自建码头优势、仓储规模优势和并购战略将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 3.2、4.1、5.1 亿元，对应的每股净资产为 5.6、6.3、7.3 元。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码        | 可比公司             | 股价（元）        | 每股净资产（元）   |            |            |            | 市净率（倍）     |          |            |            |
|-------------|------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|------------|------------|
|             |                  |              | 21A        | 22E        | 23E        | 24E        | 21A        | 22E      | 23E        | 24E        |
| 密尔克卫        | 603713.SH        | 131.18       | 19.2       | 22.9       | 28.1       | 35         | 6.8        | 5.7      | 4.7        | 3.8        |
| 永泰运         | 001228.SZ        | 67.89        | 9.1        | 16.3       | 19.1       | 22.7       | 7.4        | 4.2      | 3.6        | 3          |
| 可比公司估值      |                  |              |            |            |            |            | 7.1        | 5.0      | 4.1        | 3.4        |
| <b>宏川智慧</b> | <b>002930.SZ</b> | <b>22.46</b> | <b>5.2</b> | <b>5.6</b> | <b>6.3</b> | <b>7.3</b> | <b>4.3</b> | <b>4</b> | <b>3.5</b> | <b>3.1</b> |

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取密尔克卫、永泰运作为可比公司，可比公司 2023 年 PB 为 4.1 倍。我们看好公司的长期增长能力，给予 2023 年 4.3 倍 PB，对应目标价 27.09 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

宏观经济波动风险、疫情反复风险、并购失败风险等。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1087.96        | 1309.50        | 1631.83        | 1957.31        | 净利润               | 302.16         | 335.82         | 451.93         | 558.18         |
| 营业成本          | 377.62         | 452.25         | 562.14         | 671.92         | 折旧与摊销             | 259.74         | 246.29         | 246.29         | 246.29         |
| 营业税金及附加       | 9.65           | 11.93          | 14.53          | 17.54          | 财务费用              | 145.39         | 242.23         | 259.72         | 287.30         |
| 销售费用          | 30.64          | 35.89          | 44.38          | 54.00          | 资产减值损失            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 111.89         | 151.15         | 180.34         | 214.51         | 经营营运资本变动          | 14.01          | 71.22          | -21.52         | -6.13          |
| 财务费用          | 145.39         | 242.23         | 259.72         | 287.30         | 其他                | 57.86          | -32.82         | -33.00         | -32.96         |
| 资产减值损失        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>779.16</b>  | <b>862.74</b>  | <b>903.43</b>  | <b>1052.70</b> |
| 投资收益          | 3.00           | 30.00          | 30.00          | 30.00          | 资本支出              | -604.93        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 3.09           | 2.82           | 3.00           | 2.96           | 其他                | -97.84         | -11.56         | -22.80         | 52.59          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-702.77</b> | <b>-11.56</b>  | <b>-22.80</b>  | <b>52.59</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>404.54</b>  | <b>448.88</b>  | <b>603.72</b>  | <b>745.00</b>  | 短期借款              | 133.16         | -133.16        | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 0.62           | -1.11          | -1.14          | -0.75          | 长期借款              | -205.01        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>405.16</b>  | <b>447.76</b>  | <b>602.58</b>  | <b>744.25</b>  | 股权融资              | 57.44          | 27.36          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 103.00         | 111.94         | 150.64         | 186.06         | 支付股利              | -133.64        | -54.45         | -63.31         | -82.99         |
| 净利润           | 302.16         | 335.82         | 451.93         | 558.18         | 其他                | 134.62         | -469.01        | -186.99        | -267.26        |
| 少数股东损益        | 29.93          | 19.28          | 36.97          | 44.34          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-13.44</b>  | <b>-629.26</b> | <b>-250.29</b> | <b>-350.26</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 272.23         | 316.54         | 414.96         | 513.85         | <b>现金流量净额</b>     | <b>62.72</b>   | <b>221.92</b>  | <b>630.34</b>  | <b>755.03</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 666.17         | 888.09         | 1518.43        | 2273.46        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 198.09         | 201.29         | 261.75         | 323.69         | 销售收入增长率           | 28.25%         | 20.36%         | 24.61%         | 19.95%         |
| 存货            | 3.12           | 4.25           | 5.68           | 6.22           | 营业利润增长率           | 37.30%         | 10.96%         | 34.50%         | 23.40%         |
| 其他流动资产        | 101.13         | 121.72         | 151.68         | 181.94         | 净利润增长率            | 20.88%         | 11.14%         | 34.58%         | 23.51%         |
| 长期股权投资        | 464.56         | 464.56         | 464.56         | 464.56         | EBITDA 增长率        | 28.34%         | 15.77%         | 18.39%         | 15.22%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 4053.13        | 3833.47        | 3613.81        | 3394.15        | 毛利率               | 65.29%         | 65.46%         | 65.55%         | 65.67%         |
| 无形资产和开发支出     | 1179.07        | 1159.15        | 1139.24        | 1119.33        | 三费率               | 26.46%         | 32.78%         | 29.69%         | 28.40%         |
| 其他非流动资产       | 221.61         | 259.27         | 308.36         | 282.01         | 净利率               | 27.77%         | 25.65%         | 27.69%         | 28.52%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>6886.88</b> | <b>6931.81</b> | <b>7463.51</b> | <b>8045.35</b> | ROE               | 10.49%         | 11.05%         | 13.18%         | 14.30%         |
| 短期借款          | 133.16         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 4.39%          | 4.84%          | 6.06%          | 6.94%          |
| 应付和预收款项       | 183.43         | 272.18         | 317.58         | 379.28         | ROIC              | 8.03%          | 10.11%         | 13.32%         | 16.65%         |
| 长期借款          | 2548.15        | 2548.15        | 2548.15        | 2548.15        | EBITDA/销售收入       | 74.42%         | 71.58%         | 68.01%         | 65.32%         |
| 其他负债          | 1142.56        | 1071.10        | 1168.77        | 1213.72        | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>4007.30</b> | <b>3891.43</b> | <b>4034.50</b> | <b>4141.15</b> | 总资产周转率            | 0.16           | 0.19           | 0.23           | 0.25           |
| 股本            | 446.83         | 449.18         | 449.18         | 449.18         | 固定资产周转率           | 0.34           | 0.40           | 0.53           | 0.68           |
| 资本公积          | 913.02         | 938.03         | 938.03         | 938.03         | 应收账款周转率           | 9.76           | 9.78           | 9.32           | 9.44           |
| 留存收益          | 846.79         | 1108.88        | 1460.54        | 1891.39        | 存货周转率             | 108.57         | 122.64         | 113.14         | 112.85         |
| 归属母公司股东权益     | 2354.73        | 2496.25        | 2847.91        | 3278.76        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.39%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 524.85         | 544.13         | 581.11         | 625.44         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2879.58</b> | <b>3040.38</b> | <b>3429.01</b> | <b>3904.20</b> | 资产负债率             | 58.19%         | 56.14%         | 54.06%         | 51.47%         |
| 负债和股东权益合计     | 6886.88        | 6931.81        | 7463.51        | 8045.35        | 带息债务/总负债          | 80.76%         | 79.74%         | 76.92%         | 74.93%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.28           | 1.98           | 2.65           | 3.39           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.28           | 1.98           | 2.64           | 3.38           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 49.09%         | 17.20%         | 15.26%         | 16.15%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.61           | 0.70           | 0.92           | 1.14           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.24           | 5.56           | 6.34           | 7.30           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.73           | 1.92           | 2.01           | 2.34           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.30           | 0.12           | 0.14           | 0.18           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 809.67         | 937.39         | 1109.74        | 1278.60        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 37.06          | 31.87          | 24.31          | 19.63          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 4.28           | 4.04           | 3.54           | 3.08           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 9.27           | 7.70           | 6.18           | 5.15           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 15.80          | 13.17          | 10.55          | 8.58           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 1.32%          | 0.54%          | 0.63%          | 0.82%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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

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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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 | 高级销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理         | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 高宇乐 | 销售经理         | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 岑宇婷 | 销售经理         | 18616243268  | 18616243268 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 张玉梅 | 销售经理         | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@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 |
|    | 杜小双 | 高级销售经理       | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理         | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理         | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理         | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理         | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理         | 18208801355  | 18208801355 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售经理         | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 陈慧玲 | 销售经理         | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |