

湘财证券研究所
交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

发行概况

发行股份	3000万股
发行后总股本	1.2亿股
推介日	10月13-15日
网上申购日	10月20日
定价公告日	10月18日
控股股东	珠海实友化工

投资要点
□ 建议询价区间 15.05-17.20 元

预计恒基达鑫 2010-2012 年 EPS 分别为 0.43/0.51/0.63 元, 盈利增长呈加速态势。我们主要以保税科技 (600794) 为估值主要参考标的, 考虑到公司的发展潜力, 我们给予其一定的溢价, 以 2010 年 35-40X 的动态 PE 估值, 建议询价区间为 15.05-17.20 元。

□ 专业的第三方石化物流企业, 仓储能力领先

公司主要从事第三方的石化物流业务, 为客户提供专业的装卸和仓储服务。公司拥有码头靠泊能力强, 未来航道加深后仍有提升空间, 而目前在珠海的仓储能力达 44.8 万立方米, 居珠三角首位, 仓储能力领先。

□ 区位优势明显, 长期租户比例高

公司发展业务的珠三角和长三角区域为我国核心的石化工业区, 石化物流需求增长快速。公司与主要客户如 BP、道达尔等建立了长期稳定的合作关系, 是香港国际机场航空煤油的唯一供应地, 目前公司收入的 9 成以上来自长期租户。

□ 仓储能力将持续提升, 后续增长动力强劲

目前公司的仓储能力已经得到充分利用, 未来的发展将得益于扬州续建项目 (募投项目) 的建设 (扬州仓储能力增长超 1 倍), 以及珠海库区可能获得新土地后仓储能力的持续提升。此外, 随着公司折旧率的下降以及财务费用的减少, 公司的盈利水平将有明显的提升。我们判断公司后续增长动力将持续强劲。

□ 风险提示: 大客户依赖风险、安全及环保风险。

主要财务指标 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	160	174	185	210
收入同比 (%)	30%	9%	6%	14%
归属母公司净利润	44	51	61	76
净利润同比 (%)	10%	17%	19%	24%
毛利率 (%)	50.5%	52.2%	53.6%	55.8%
ROE (%)	18.8%	7.5%	8.2%	9.2%
每股收益 (元)	0.36	0.43	0.51	0.63

目 录

1、综合优势明显，颇具发展空间	3
1.1 专业的第三方石化物流企业，灌容能力领先	3
1.2 拥有区位优势，码头靠泊能力大，长期租户比例高	4
1.3 行业发展将临长期上升期	5
1.4 仓储能力持续提升，后续成长动力强劲	6
2、募投项目：建成后扬州仓储能力增超一倍	7
3、盈利预测：未来两年盈利稳步增长	8
4、询价建议和风险提示	9
4.1 建议询价区间 15.05-17.20 元	9
4.2 风险	9

图表目录

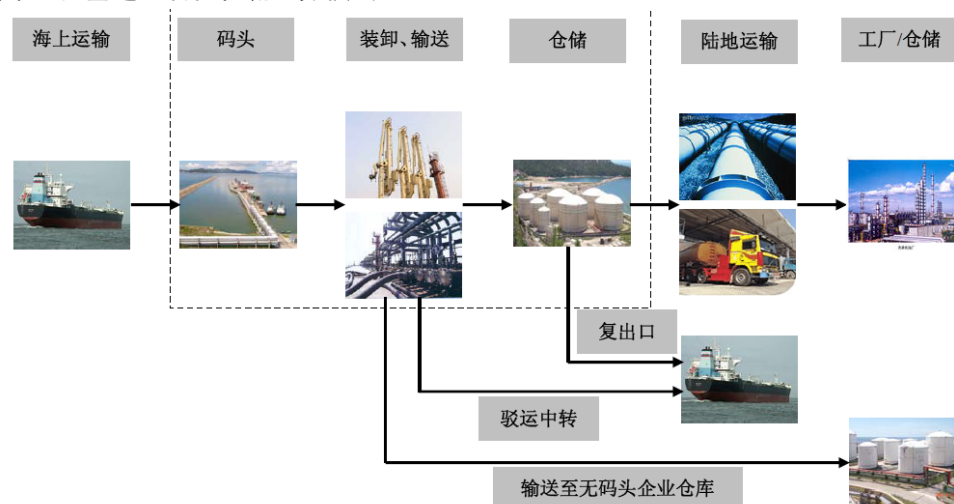
图 1 恒基达鑫石化物流业务模式	3
图 2 恒基达鑫在珠三角的灌容地位	3
图 3 恒基达鑫长期租罐比例高	5
图 4 我国原油进口保持快速增长态势	5
图 5 恒基达鑫发行前股东和参股公司情况	11
表 1 恒基达鑫高栏港码头概况	4
表 2 恒基达鑫营收预测假设	8
表 3 恒基达鑫主要财务数据和指标	10

1、综合优势明显，颇具发展空间

1.1 专业的第三方石化物流企业，灌容能力领先

恒基达鑫是专业的第三方石化物流企业，主要为石化企业及贸易商提供专业的装卸、仓储和分装服务。主要的业务模式如下图所示。

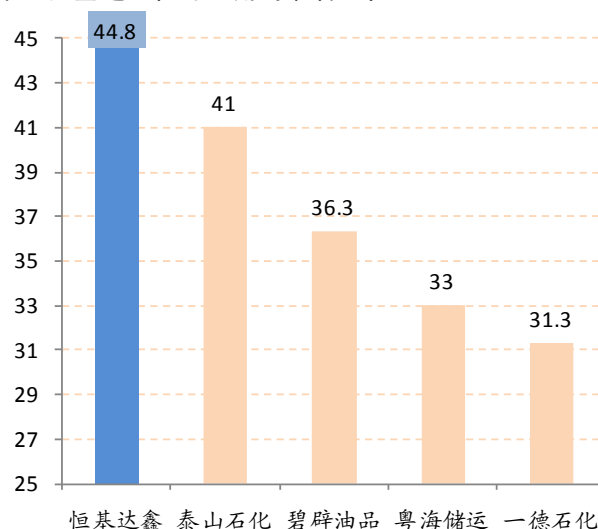
图 1 恒基达鑫石化物流业务模式



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司在珠海和扬州各月一个库区。公司的珠海库区占地面积13.34万平方米、储罐52个，仓储能力总计44.8万平方米。根据招股说明书的统计，**公司在珠三角地区中仓储能力位居第一位。**

图 2 恒基达鑫在珠三角的灌容地位



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

此外，公司还通过持股75%的扬州恒基达鑫在扬州-南京地区开展业务。扬州恒基达鑫位于扬州石化工业园内，是该园区唯一的提供石化物流服务的企业。

扬州恒基达鑫现有库区占地面积12万平方米，储罐32个，总容量合计23.6万立方米。该库区为2007年年初开建2008年6月底投入运营。

1.2 拥有区位优势，码头靠泊能力强，长期租户比例高

公司在珠海和扬州的两个库区位置均较优。公司珠海码头和库区所在位置自然条件好，航道水深-14米，居防波堤内侧根部，且居澳门、香港和珠海机场等距离较近。背靠的高栏港经济区化工专区位于公司码头所在的南迳湾，而扬州恒基达鑫亦位于扬州化工区。而区位优势还体现在珠三角和长三角地区规模庞大和发达、达的石油石化产业。

码头靠泊能力大，覆盖船型范围广。公司在珠海的两个码头虽然是5万吨级，但未来经过航道加深，将可供10万吨级船靠泊，年通过能力达500-600万吨。扬州为4万吨级、5千吨级泊位各一个，水工结构按照停靠5万吨级船舶设计建造。且公司拥有高靠泊能力的码头及拥有的31万立方米的储罐能够满足保税需求客户的要求。**近两年公司保税客户贡献的收入占比50%上下。**

表 1 恒基达鑫高栏港码头概况

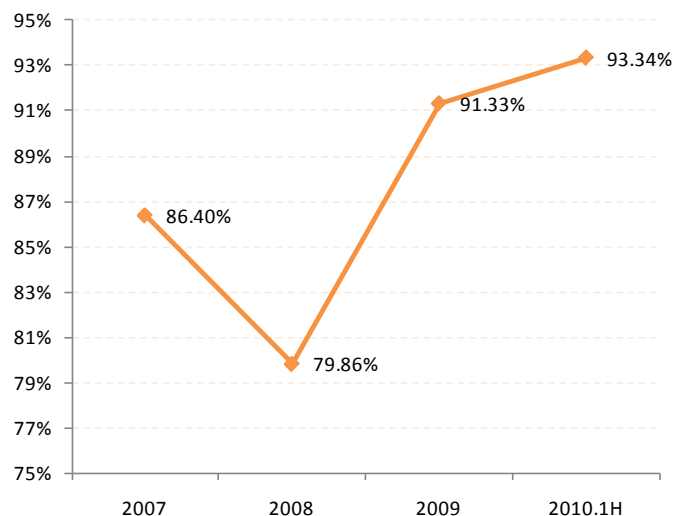
泊位	数量	前沿水深	长度	靠泊能力
5万吨级	1	-14.2	190	单个可同时停靠2条万吨级以上船舶，两个联合使用可停靠10万吨级以上油轮
5万吨级	1	-15.5	254	
1万吨级	1	-7.6	179	可同时停靠两条5000吨级以下船舶

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司客户优质，且与主要客户签订了长期仓储协议，收入中长期租罐比例高。公司长期客户包括BP、道达尔及中国石油等，且与其建立了良好的业务关系，公司石化物流服务得到了长期客户的认可。

从长期租罐看，由于2008年扬州恒基达鑫储罐刚投产，拉低了长期租罐的比例，但此后长期租罐比例持续提升，2010年上半年整体达到93.34%。

图 3 恒基达鑫长期租罐比例高

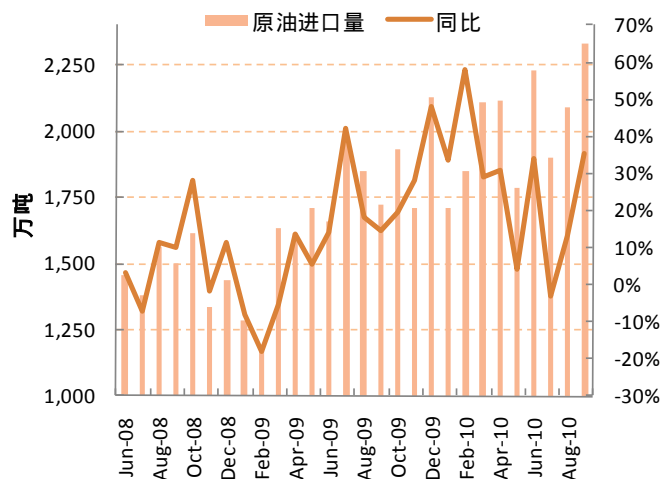


数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

1.3 行业发展将面临长期上升期

石化行业的快速发展带来石化物流业规模的扩大。我国经济的快速发展使得我国原油进口快速增长，从而带动了沿海石油化工业的发展。

图 4 我国原油进口保持快速增长态势



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

但第三方石化物流需求增长将更强劲。因为一方面石油石化工业自身将石化物流剥离，转向依靠更专业的第三方物流，这是行业发展的必然趋势；另一方面是石化产品贸易发展和物资流动的加强带来的需求增长。

1.4 仓储能力持续提升，后续成长动力强劲

灌容能力的持续增长可期。2002年以来，公司码头装卸能力和仓储能力快速增长，其中吞吐能力达637万吨，期间增长12倍，而仓储能力增长5倍。未来看，公司灌容能力持续快速增长可期。

一方面扬州恒基达鑫续建项目建成后灌容能力将增加超24万立方米；另一方面预计近期公司在珠海将获得8万平方米土地，可供公司建设30万立方米储罐。

高折旧率增强后续盈利提升动力。恒基达鑫采取了快速折旧的政策，港口设施及储罐折旧年限为10-20年，低于同类其他企业。2010年上半年折旧占主营成本的比例达到66%。未来随着折旧结束而资产继续使用，将带来盈利水平的持续上升。

权益融资、强劲现金流提供扩张动力。随着公司登陆资本市场，公司将打开业务发展的融资瓶颈。而另一方面，公司现金流量充沛，目前仅年折旧一项高达0.8亿元。公司强劲的现金流将为公司未来的快速扩张奠定基础。

2、募投项目：建成后扬州仓储能力增超一倍

公司募投项目主要投向扬州恒基达鑫库区一期续扩建工程。该项目建设周期为 18 个月。

建成后，扬州恒基达鑫储罐将增加 23 个、年储运量增 165 万吨，仓储能力将提升 24.3 万立方米，即在原来的基础上增长 102%。

我们分析，由于公司业务毛利率稳定，在仓储能力得到充分利用后，盈利的增长将主要依靠仓储能力的提升。

此外，随着公司仓储能力的提升，将增强公司在扬州-南京地区的市场份额，为公司进一步打开长三角地区广阔市场奠定坚实基础。

预计公司募集资金后，将置换此前在扬州的投资，偿还借款。超过 1000 万的财务费用将转化为利润，因此扬州恒基达鑫的利润长期增长空间将达 4000 万元。

3、盈利预测：未来两年盈利稳步增长

我们预计 2010-2012 年，公司收入在业务量增长的带动下将实现稳步增长，预计增速在 6-14%。

但考虑到扬州恒基达鑫储罐利用率的提升，公司整体毛利率水平将保持持续上升态势，预计 2012 年可达 56% 上下。

表 2 恒基达鑫营收预测假设

单位：万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
仓储收入	5,270	6,272	8,226	9,049	9,773	10,945
yoy%		19.02%	31.15%	10.00%	8.00%	12.00%
装卸收入	4,496	5,256	7,128	7,841	8,468	9,484
yoy%		16.89%	35.63%	10.00%	8.00%	12.00%
主营业务收入	9,766	11,528	15,354	16,890	18,241	20,430
yoy%		18.04%	33.19%	10.00%	8.00%	12.00%
营业收入	10,550	12,316	16,000	17,400	18,500	21,000
yoy%		16.74%	29.92%	8.75%	6.32%	13.51%
仓储成本	2,480	2,967	4,338	4,705	4,886	5,363
装卸成本	1,742	1,817	3,215	3,215	3,303	3,509
主营业务成本	4,222	4,784	7,553	7,920	8,189	8,873
营业成本	4,486	5,079	7,924	8,320	8,589	9,273
仓储毛利率	52.94%	52.70%	47.27%	48.00%	50.00%	51.00%
装卸毛利率	61.26%	65.42%	54.90%	59.00%	61.00%	63.00%
综合毛利率	57.48%	58.76%	50.47%	52.18%	53.57%	55.85%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

此外，公司权益融资的完成和经营性现金流的增加将快速降低公司的财务费用，扬州恒基达鑫的净利润将增长至 1500-2000 万元。

综合来看，我们预计 2010-2012 年净利润增速分别为 16.7%、19.4% 和 23.9%，增长速度呈上升趋势，EPS 分别为 0.43 元、0.51 元和 0.63 元。

4、询价建议和风险提示

4.1 建议询价区间 15.05-17.20 元

尽管恒基达鑫业务与港口类公司相近，但考虑到业务规模和主要的业务模式不同，我们不采用港口公司作为可比对象。

在业务和规模相近的可比公司中，保税科技（600794.SH）当前估值为 28X 的 2010 年预期市盈率。考虑到恒基达鑫在未来业务拓展和盈利能力上会占优，我们给予其一定的估值溢价，建议询价区间 35-40X 的 PE，**即 15.05-17.20 元。**

4.2 风险提示

1) 客户集中度高带来的风险：2010 年上半年，公司前五大客户贡献的收入占营业收入的比例近 66%。单个客户的经营策略和生产变化可能会对公司的业务和收入造成不利影响。

2) 安全风险：公司装卸和仓储货物均为石化产品，环境污染威胁大，操作不当可能会给社会带来威胁，及影响公司业绩的风险。

3) 竞争加剧风险：当前行业处于快速发展期，但未来随着行业仓储能力的提升，存在供大于求风险，储罐利用率和价格下降对业绩造成压力的风险。

表 3 恒基达鑫主要财务数据和指标

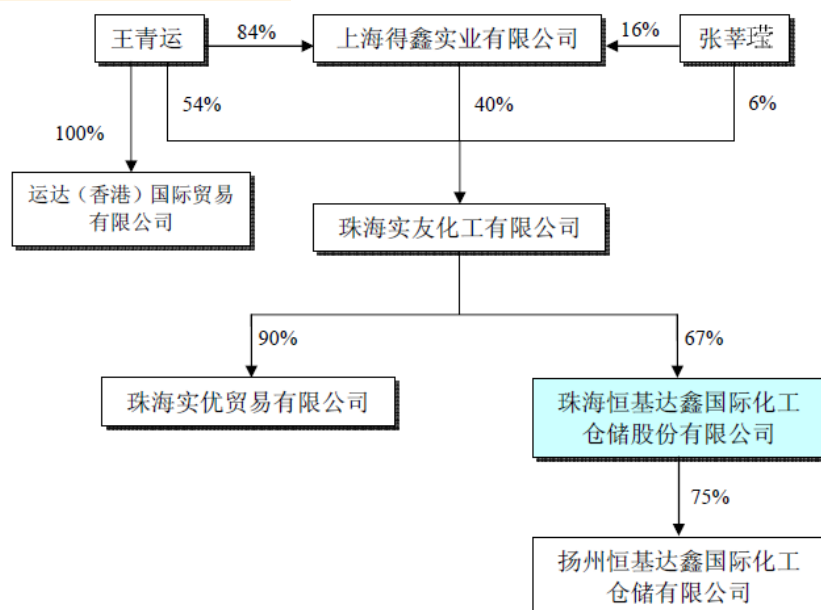
资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	106	552	405	513	营业收入	160	174	185	210
现金	81	525	378	485	营业成本	79	83	86	93
应收账款	18	17	20	22	营业税金及附加	7	7	8	9
其他应收款	2	3	4	4	营业费用	0	0	0	0
预付账款	2	2	3	3	管理费用	12	16	19	22
存货	0	0	0	0	财务费用	20	12	2	-4
其他流动资产	2	3	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	562	518	528	500	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	514	467	470	452	营业利润	41	55	70	90
无形资产	28	27	27	26	营业外收入	15	12	12	12
其他非流动资产	21	24	32	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	668	1070	933	1013	利润总额	56	67	82	102
流动负债	77	77	78	82	所得税	12	15	21	26
短期借款	0	0	0	0	净利润	44	52	62	77
应付账款	40	46	47	51	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	37	31	31	31	归属母公司净利润	44	51	61	76
非流动负债	333	283	83	83	EBITDA	62	133	144	166
长期借款	333	283	83	83	EPS (元)	0.49	0.43	0.51	0.63
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	410	360	161	165					
少数股东权益	25	26	27	28					
股本	90	120	120	120					
资本公积	61	431	431	431					
留存收益	82	133	194	270					
归属母公司股东权益	233	684	745	820					
负债和股东权益	668	1070	933	1013					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	113	126	134	152	成长能力				
净利润	44	52	62	77	营业收入	29.9%	8.7%	6.3%	13.5%
折旧摊销	0	65	71	80	营业利润	-8.1%	33.6%	27.8%	28.0%
财务费用	20	12	2	-4	归属于母公司净利润	10.0%	16.7%	19.4%	23.9%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	0	-3	-1	-0	毛利率(%)	50.5%	52.2%	53.6%	55.8%
其他经营现金流	49	0	-0	0	净利率(%)	27.3%	29.3%	32.9%	36.0%
投资活动现金流	-66	-19	-79	-49	ROE(%)	18.8%	7.5%	8.2%	9.2%
资本支出	66	20	80	50	ROIC(%)	9.4%	11.0%	11.2%	14.2%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	1	1	1	资产负债率(%)	61.3%	33.6%	17.3%	16.3%
筹资活动现金流	-1	338	-202	4	净负债比率(%)	81.31%	78.70%	51.54%	50.35%
短期借款	-20	0	0	0	流动比率	1.38	7.20	5.18	6.27
长期借款	40	-50	-200	0	速动比率	1.38	7.20	5.18	6.27
普通股增加	0	30	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	370	0	0	总资产周转率	0.24	0.20	0.18	0.22
其他筹资现金流	-21	-12	-2	4	应收账款周转率	9	10	10	10
现金净增加额	45	444	-147	107	应付账款周转率	1.28	1.94	1.85	1.89

每股指标 (元)					估值比率				
单位: 元					会计年度				
					会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益(最新摊薄)					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流(最新摊薄)					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)					EV/EBITDA	4	2	2	2

数据来源: 湘财证券研究所

图 5 恒基达鑫发行前股东和参股公司情况



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。