

# 恒基达鑫(002492)新股定价

定价区间  
15.00—18.00 元

工业/交通运输/物流

发布时间: 2010 年 11 月 1 日

## 投资要点:

- 公司是专业的第三方石化物流服务提供商, 主要为石化企业及贸易商提供石化产品的码头装卸、管道输送及仓储服务, 业务辐射珠三角地区和长三角地区。
- 公司在珠海拥有两个5万吨泊位, 罐容44.8 万平方米。子公司扬州恒基达鑫拥有4万吨级泊位1个, 5千吨级泊位1个, 罐容量23.6万立方米。公司近几年依托港口基础设施, 积极开拓市场, 客户数量、业务货种及业务量逐步增长。
- 2007-2009年, 公司营业收入分别增长8.74%、16.74%、29.92%, 2010年1-6月仓储和装卸收入比去年同期增长率分别为9.57%、23.31%。2008 年、2009 年归属母公司股东的净利润增幅仅为-3%、10%。低于收入增幅, 原因为扬州恒基达鑫2008 年大量在建工程陆续结转固定资产, 折旧费用大幅增加; 另外所得税率提高导致所得税费用增加。
- 公司营业成本主要为折旧、摊销等固定成本, 变动成本较小, 随着收入的不断增长, 利润增长速度应会加快。
- 募集资金项目为子公司扬州恒基达鑫库区一期续扩建工程, 项目投资总额为20653万元, 公司以对扬州恒基达鑫增资方式投入, 增资额为15490 万元。
- 如果以传统港口仓储行业估值水平测算, 公司合理估值区间为13.00-15.00元, 以专业的第三方物流板块的估值水平测算, 公司估值区间为15.00-18.00元。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司股东净<br>利润 | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益<br>率(%) |
|-------|--------------|------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 16,000       | 29.92      | 4,373              | 10         | 0.17       |            |            |                  |
| 2010E | 17,200       | 7.5        | 4,900              | 9.8        | 0.41       |            |            |                  |
| 2011E | 18,100       | 5          | 5,500              | 12         | 0.46       |            |            |                  |
| 2012E |              |            |                    |            |            |            |            |                  |

| 发行数据           | 2010 年中期   |
|----------------|------------|
| 发行前股本 (万股)     | 9,000      |
| 发行数量 (万股)      | 3,000      |
| 发行价格 (元)       | 16.00      |
| 发行前 EPS (元) 中期 | 0.28       |
| 发行后 EPS (元)    | 0.22       |
| 发行前每股净资产 (元)   | 2.28       |
| 发行日期           | 2010-10-20 |
| 上市日期           | 2010-11-2  |
| 主承销商           | 国盛证券       |

分析师: 许祥

执业证书编号: S0550200010020

TEL: (8621)6337 7000 - 260

FAX: (8621)6337 3209

Email: xux@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼

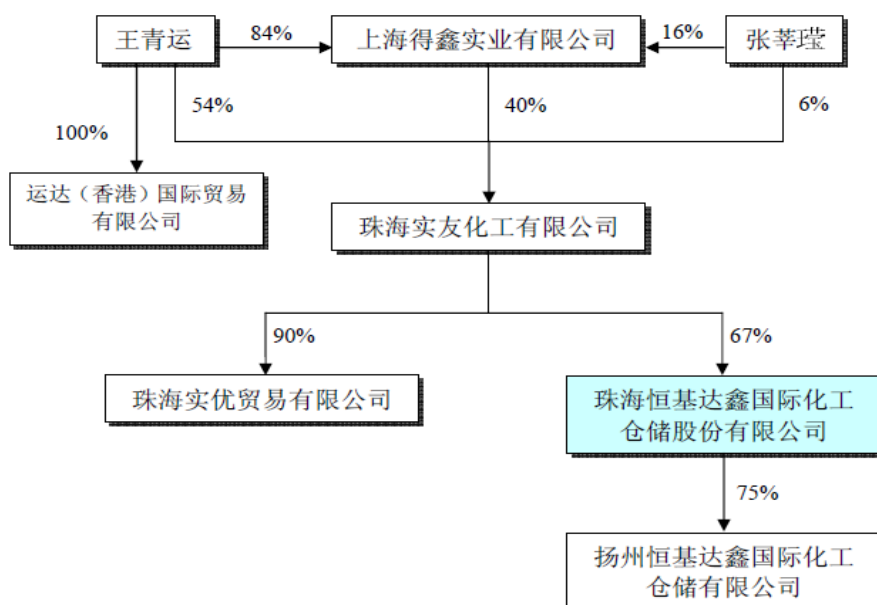
邮 编: 200002

## 公司概况:

公司是专业的第三方石化物流服务提供商，主要业务为石化产品的仓储、码头装卸及输送服务。业务辐射国内石化工业最发达的珠三角地区和长三角地区，在珠海及扬州拥有自己的装卸码头及石化仓储库区。

公司控股股东为珠海实友化工有限公司，公司原董事长及实际控制人张培弟 2010 年 6 月 20 日因突发心肌梗塞去世，目前实际控制人为王青运，为张培弟的夫人，亦有多年石化行业工作经历。

公司控股股东及实际控制人控股及参股企业情况如下:



## 自有码头与储罐资产:

公司码头位于珠海高栏港防波堤内侧根部，全长 754.7 米，其中引桥长 86.7 米，码头岸线长 668 米，海域面积为 7.3 公顷，公司拥有两个 5 万吨级泊位和一个 1 万吨级泊位，年通过能力 500-600 万吨。高栏港是个海港码头，距离珠海港锚地仅一小时航程，外轮来码头靠泊非常便利，装卸发生滞期的概率极低。公司库区占地面积 13.07 万平方米，现有 7 个储罐区，共有储罐 52 个，罐容总计 44.8 万平方米。

子公司扬州恒基达鑫拥有扬州港唯一的对外开放液体化工品公共码头，码头位于江苏省长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距南京约 45km。码头拥有 4 万吨级泊位 1 个，5 千吨级泊位 1 个，年通过能力 325 万吨。库区占地面积 12 万平方米，现有储罐 32 个，总容量 23.6 万立方米。

## 主要业务模式:

公司业务分为装卸、仓储两部分，装卸业务指利用自有码头，为客户提供货物的装卸服务，收取装卸费；仓储业务指货物通过连接码头的专用管道输送至储罐，为客户提

供货物仓储服务，收取仓储费。为使客户顺利办理通关手续，公司还为客户提供通关代办服务，同时收取一定的代理费。管道输送是公司吸引长期客户的重要手段，公司向客户收取管道输送费。码头装卸量的大小、长期租罐的比例是影响公司收益的主要因素。

### 业务发展及经营状况：

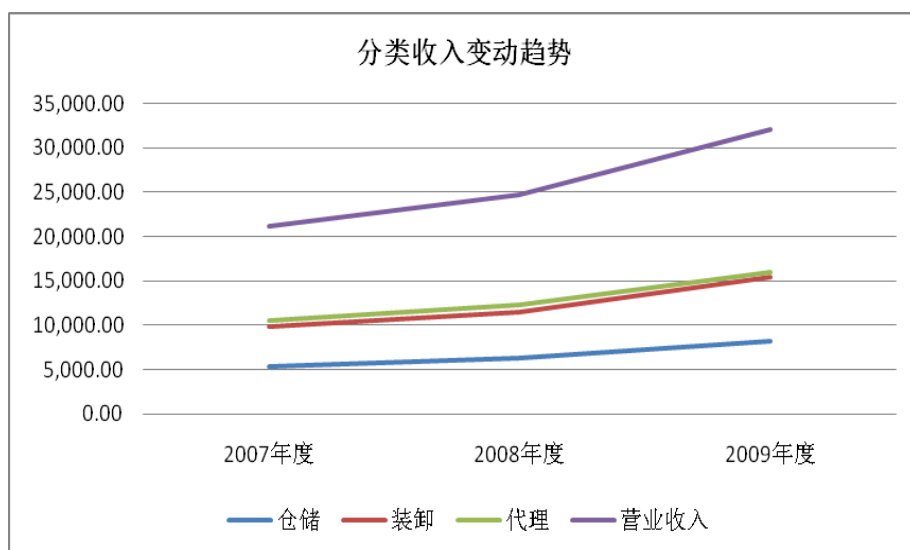
公司的主要目标客户包括珠三角地区及长三角地区的石化生产企业和贸易商。公司近几年依托港口基础设施，积极开拓市场，发展了更多的客户，如中石化（香港）石油有限公司、科威特国际航空燃油有限公司和联合石化（新加坡）有限公司等，增加了许多品种如柴油、航空煤油、冰醋酸等。公司业务量逐步增长。

公司化工品和油品储运数量如下：

单位：万吨

|              |    | 油品     | 化工品    | 合计     |
|--------------|----|--------|--------|--------|
| 2010 年 1-6 月 | 储量 | 120.74 | 77.10  | 197.84 |
|              | 占比 | 61.03% | 38.97% | 100%   |
| 2009 年       | 储量 | 308.80 | 122.26 | 431.06 |
|              | 占比 | 71.64% | 28.36% | 100%   |
| 2008 年       | 储量 | 124.90 | 106.79 | 231.69 |
|              | 占比 | 53.91% | 46.09% | 100%   |
| 2007 年       | 储量 | 91.20  | 109.16 | 200.36 |
|              | 占比 | 45.52% | 54.48% | 100%   |

随着业务量的逐步增长，2007-2009 年，公司营业收入分别增长 8.74%、16.74%、29.92%，2010 年 1-6 月仓储和装卸收入比去年同期增长率分别为 9.57%、23.31%。



单位：万元

|              |    | 装卸费      | 仓储费      | 代理费    | 合计        |
|--------------|----|----------|----------|--------|-----------|
| 2010 年 1-6 月 | 收入 | 3,947.82 | 4,413.45 | 345.75 | 8,707.02  |
|              | 占比 | 45.34%   | 50.69%   | 3.97%  | 100%      |
| 2009 年       | 收入 | 7,128.17 | 8,226.21 | 645.96 | 16,000.34 |
|              | 占比 | 44.55%   | 51.41%   | 4.04%  | 100%      |
| 2008 年       | 收入 | 5,255.62 | 6,272.47 | 787.86 | 12,315.94 |
|              | 占比 | 42.67%   | 50.93%   | 6.40%  | 100%      |
| 2007 年       | 收入 | 4,496.29 | 5,269.90 | 783.34 | 10,549.53 |
|              | 占比 | 42.62%   | 49.95%   | 7.43%  | 100%      |

公司 2009 年、2008 年净利润增幅低于收入增幅，主要因为扬州恒基达鑫 2008 年大量在建工程陆续结转固定资产，导致 2008 年、2009 年折旧费用大幅增加；另一方面公司所得税率提高导致所得税费用增加；同时，新增贷款导致财务费用增加。公司营业成本主要为折旧、摊销等固定成本，变动成本较小，随着收入的不断增长，利润增长幅度应会提升

公司盈利情况如下：

| 项 目        | 2010 年 1-6 月 | 2009 年    | 2008 年度   | 2007 年度  |
|------------|--------------|-----------|-----------|----------|
| 主营业务收入（万元） | 8,361.27     | 15,354.38 | 11,528.08 | 9,766.18 |
| 主营业务成本（万元） | 3,947.79     | 7,552.75  | 4,784.10  | 4,221.95 |
| 毛利率        | 52.78%       | 50.81%    | 58.50%    | 56.77%   |
| 净利（万元）     | 2,612.68     | 4,383.90  | 4,147.91  | 4,059.35 |
| 营业收入净利率    | 30.00%       | 28.55%    | 33.68%    | 38.48%   |
| 股东权益净利率    | 10.00%       | 18.78%    | 21.01%    | 27.41%   |

## 募集资金投向

公司募集资金投资项目将通过控股子公司扬州恒基达鑫（公司占 75% 股权，信威国际占 25% 股权）实施，募集资金将以对扬州恒基达鑫增资方式投入，其中本公司投入 15,490 万元，信威国际投入 5,163 万元。

| 项目名称            | 投资总额(万元)  | 建设期   | 审批备案情况                            |
|-----------------|-----------|-------|-----------------------------------|
| 扬州恒基达鑫库区一期续扩建工程 | 20,653.13 | 18 个月 | 扬发改许发[2009]180 号<br>扬环函[2009]29 号 |

扬州恒基达鑫库区一期续建工程为化工品、LPG、油品库区建设，工程占地面积 7.87 万平方米，包括储罐 23 个，罐容总量 24.3 万立方米，设计年储运量 165 万吨。储运品种包括液化气、异丙苯、苯、苯酚等 19 个品种。

工程位于扬州港仪征港区内，北邻扬州化学工业园区，主要承担扬州化学工业园区内位于码头后方的企业所需化工原材料及产成品进出口任务。项目建成后，每年增加折旧 1,581.56 万元，公司的固定成本增加较大，如果新建储罐的出租率不高，收入不能覆盖新增成本，对当期利润产生一定的影响。根据测算，项目达产后的盈亏平衡点较低，仅为 35.01%，因此项目亏损的风险较低。

### 未来扩张预期：

公司业务模式是利用自有码头及储罐，开展石化物流服务。由于装卸、输送及储罐出租的收费相对比较稳定，业绩增长主要来自码头装卸量及储罐容量的扩大。除前述募集资金项目外，公司高管透露，公司可能将于高栏港库获批一块 8 万平方米土地，可建设 30 万立方米储罐。该罐区可共用公司现有的罐区公共设施，若进展顺利，2011 年中期以后，可能有 10 万立方米储罐投入运营，完整年度可实现营业收入 2400 万，毛利 1500 万。

另外公司与珠海港控集团签订框架协议，合作在高栏港开发仓储项目，初步规划，未来可能填海建设一个 15 万吨级泊位，150 万立方米储罐容量。

### 估值分析：

公司细分行业属于石化物流，主要以自有的泊位及储罐资产开展业务，与石化港口及仓储公司具有一定的可比性。目前港口公司 PE 区间为 15-35 倍，PB 区间为 1.5-4 倍，传统物流公司 PE 区间为 30-40 倍，PB 区间为 2-7 倍。

预计 2010 年公司归属母公司股东的净利润为 4900 万元，以发行后总股本摊薄每股收益 0.41 元。

如果以传统港口仓储行业估值水平测算，公司合理估值区间为 13.00-15.00 元，以专业的第三方物流板块的估值水平测算，公司估值区间为 15.00-18.00 元。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。