

物流III



朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

强烈推荐 (维持)

王爽

S0190210030003

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

恒基达鑫 (002492)

扬巴石化扩产，利好公司石化物流业务

2010年12月21日

投资要点

事件:

中国石化和巴斯夫近日签署了谅解备忘录，进一步探讨扩建双方合资企业——一体化石化生产基地扬子石化-巴斯夫有限责任公司。为此，双方拟累计投资 10 亿美元。

拟探讨的新项目包括新建一套年产 16 万吨的精丙烯酸装置、一套丙烯酸丁酯装置，以及对现有 2-丙基庚醇、苯乙烯单体以及非离子表面活性剂等装置进行产能提升。新建的丙烯酸装置将为超强吸水剂聚合物(SAP)装置(目前正在进行的扩建项目的最后一部分)提供原料。这一新投资还将包括探讨新建一套世界级规模的采用过氧化氢制环氧丙烷(HPPO)工艺的联合装置。预计新项目累计投资约为 10 亿美元，可为中国市场提供更丰富的下游特种化学品。其中，目前正在进行的扩建项目主要服务于建筑、电子、制药、汽车和化工生产等多种行业，建设部分现已完成约 50%。

“此次双方以扬巴公司为基础，进一步扩大合作，提高一体化程度，拓宽下游产品范围，更好地满足华东乃至中国市场对化工新材料日益增长的需求，为社会提供更多优质产品。”中国石化股份公司副董事长、总裁王天普说。

点评:

- 正如我们在 12 月 3 日发布的公司深度报告中所述，石化行业由于投资大、产业链长，行业发展往往以产业集聚的形式出现，从而节约成本、提高效益，达到共生共赢的状态。扬州和南京周围密集分布着四个大型化工企业金陵石化、扬子石化、扬巴、仪征化纤，并以这四个化工巨头为依托，发展起来庞大的化工产业带——宁扬化工产业带。**此次扬巴扩产，且重点为下游提供特种化学品原料，将进一步吸引更多精细化工企业入驻宁扬化工带。**

表 1、宁扬化工四巨头及现有产能

公司	位置	概况
金陵石化	南京栖霞区	原油综合加工能力达到了 1300 万吨/年，是我国最大的洗涤剂原料和苯酚生产基地，拥有 30 万吨/年烷基苯、10 万吨/年苯酚的生产能力。
扬子石化	南京高新区	拥有以 800 万吨/年原油加工、65 万吨/年乙烯、140 万吨/年芳烃装置为核心的 43 套大型石油化工生产装

		置，年产聚烯烃塑料、聚酯原料、橡胶原料、基本有机化工原料、成品油等 5 大类 44 种商品 700 多万吨
扬子石化—巴斯夫	南京市六合区	以 60 万吨/年乙烯装置为核心，包括 10 套世界规模的工艺装置
仪征化纤	扬州仪征	具备 170.0 万吨 / 年聚酯聚合能力、42.0 万吨 / 年瓶级切片固相缩聚能力、75.0 万吨 / 年涤纶纤维抽丝能力、9.0 万吨 / 年涤纶长丝加弹能力、96.0 万吨 / 年 PTA 氧化精制能力

数据来源：兴业证券研发中心

- 石化工业的发展必然带来石化物流的发展，后者为前者提供产品运输、仓储、配送，是连接供给方和需求方的纽带。而扬州恒基达鑫正是这样一家专注于提供专业石化物流的第三方服务商。目前公司在扬州拥有罐容 23.6 万方，1 个 4 万吨级和 1 个 5000 吨级码头。罐容和码头能力在扬州位居前列。募投项目扬州一期扩建工程将新增罐容 24.3 万方，预计 2012 年中期投产。
- **公司在扬州募投项目将更契合精细化工的发展大趋势。**扬州一期工程的 23.6 万方罐容侧重于燃料油仓储，而募投的一期扩建项目罐容则更侧重于特种化工品仓储，可见公司对宁扬化工带精细化工的发展趋势把握极为准确。扬巴石化扩建将为公司扬州库区带来更大更稳定的市场需求，长期前景看好。

表 2、扬州恒基达鑫一期工程设计储运量

储罐类型	可储存品种	储罐容量（立方米）	设计年储存量（万吨）
内浮顶罐	汽油、甲基叔丁基醚、混合芳烃、甲苯、甲醇、苯/醋酸乙酯	74,000	47
固定顶罐	燃料油、二甘醇、柴油、船用燃料油	154,000	107
压力球罐	液化气/C3C4、丙烯	8,000	10

数据来源：公司招股书、兴业证券研发中心

表 2、扬州恒基达鑫一期扩建工程设计储运量

储罐类型	可储存品种	储罐容量（立方米）	设计年储存量（万吨）
内浮顶罐	异苯丙、苯、丙酮、溶剂油、混合芳烃、邻二甲苯、乙酸乙酯、乙醇、醋酸、2-丁醇	112,000	71
固定顶罐	燃料油、苯酚、1,2-氯乙烷、蜜糖、乙二醇、四氯化碳、三氯甲烷、苯胺	127,000	89
压力球罐	液化气（LPG）	4,000	5

数据来源：公司招股书、兴业证券研发中心

- 我们预测公司 2010~2012 年 EPS 为 0.45、0.56、0.70 元。考虑到公司处于快速扩张期，给予 45X PE，则估值 25.2 元，维持强烈推荐评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	106	597	229	354
货币资金	81	566	195	309
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	22	24	32
其他应收款	2	4	4	5
存货	0	0	0	1
非流动资产	562	541	964	931
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	514	498	518	852
在建工程	17	10	411	41
油气资产	0	0	0	0
无形资产	28	28	28	28
资产总计	668	1138	1192	1284
流动负债	77	83	74	85
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	40	46	42	58
其他	37	37	32	27
非流动负债	333	283	283	283
长期借款	333	283	283	283
其他	0	0	0	0
负债合计	410	366	357	368
股本	90	120	120	120
资本公积	61	487	487	487
未分配利润	75	123	172	235
少数股东权益	25	29	37	47
股东权益合计	258	772	835	917
负债及权益合计	668	1138	1192	1284

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	44	54	68	84
折旧和摊销	0	26	27	38
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	11	6	12
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	4	8	10
营运资金的变动	50	2	13	2
经营活动产生现金流量	14	92	96	141
投资活动产生现金流量	32	-3	-448	-3
融资活动产生现金流量	-1	395	-18	-24
现金净变动	45	485	-371	114
现金的期初余额	35	81	566	195
现金的期末余额	81	566	195	309

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	160	184	198	266
营业成本	79	84	77	105
营业税金及附加	7	8	8	11
销售费用	0	0	0	0
管理费用	12	16	18	24
财务费用	20	11	6	12
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	41	65	89	115
营业外收入	15	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	56	75	99	125
所得税	12	17	24	31
净利润	44	58	75	94
少数股东损益	0	4	8	10
归属母公司净利润	44	54	68	84
EPS (元)	0.36	0.45	0.56	0.70

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.9%	15.2%	7.6%	34.0%
营业利润增长率	-8.1%	57.6%	37.5%	28.4%
净利润增长率	10.0%	23.3%	25.2%	23.7%
盈利能力(%)				
毛利率	50.5%	54.2%	61.4%	60.7%
净利率	27.3%	29.2%	34.0%	31.4%
ROE	18.8%	7.3%	8.5%	9.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	61.3%	32.2%	29.9%	28.6%
流动比率	1.38	7.17	3.09	4.18
速动比率	1.38	7.16	3.08	4.17
营运能力(次)				
资产周转率	24.3%	20.4%	17.0%	21.5%
应收帐款周转率	933.4%	916.0%	864.0%	954.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.45	0.56	0.70
每股经营现金	0.94	0.77	0.80	1.18
每股净资产	1.94	6.19	6.65	7.25
估值比率(倍)				
PE	59.5	48.2	38.5	31.1
PB	11.2	3.5	3.3	3.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。