

海越股份(600387)调研报告

——LPG 深加工项目是长期看点

原材料/石油化工

推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 3 月 4 日

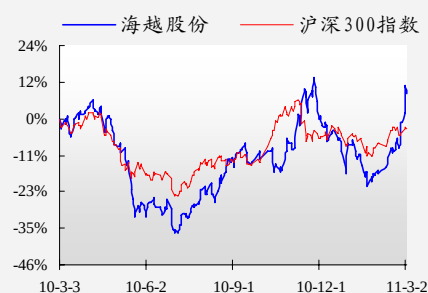
投资要点:

- 公司计划投资的 138 万吨/年 LPG 深加工项目正处于审批阶段, 今年年内开工建设的可能性很大。该项目属于非常规生产线路, 国内尚无大规模商用先例, 具有一定的技术风险。
- 全球约有 20% 的 LPG 用于生产化学制品, 其中大部分集中在中东。在今后的三年内, 全球 LPG 将继续呈现供过于求的局面, 因此, 用于石化生产的比例还会上升。
- 我国 LPG 仍处于净进口状态, 其中 80% 以上用于民、商用燃气, 其余用于工业用途。然而, 近年来, 随着天然气在城市燃气领域的大规模应用, 我国 LPG 消费的增速开始放缓, LPG 用于生产化学制品成为可能。
- 该项目一旦建成, 将使公司的主业发生重大的变化。公司将从主营油品贸易, 转变成为一家集油品储存、油品贸易和石化深加工为一体的大型综合性石油石化企业, 对公司发展来说是一种飞跃。
- 基于两种估值分析, 给予公司股票的目标价格为 18.00 元, 对应 2010 年、2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 128.57 倍、22.50 倍和 17.31 倍。给予公司股票“推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	9.12	-14.69	2.22		0.75	26.28	15.9	
2010E	15.00	64.47	0.55	-75.00	0.14		85.1	
2011E	18.00	20.00	3.09	461.82	0.81		14.7	
2012E	20.70	15.00	4.00	29.45	1.04		11.5	

走势图



市场数据 2011-3-3

收盘价:	11.92 元
52 周最高价:	12.86 元
52 周最低价:	6.66 元
平均持仓成本:	10.90 元

基本数据 2010Q3

总股本 (万股):	38,610
流通 A 股 (万股):	38,610
每股收益 (元):	0.15
每股净资产 (元):	2.40
每股经营现金流 (元):	-0.002
市净率:	4.97

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

TEL: (8621)6336 7000 - 255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

液化石油气深加工项目即将上马

公司计划投资的 138 万吨/年 LPG 深加工项目正处于审批阶段，今年年内开工建设的可能性很大。该项目属于非常规生产线路，国内尚无大规模商用先例，具有一定的技术风险。

使用 LPG 加工生产烯烃理论上是可行的，且也具备一定的经济性。目前在中东和北美等地区有所应用，其中，中东以 LPG 为原料生产乙烯的成本仅略高于以石脑油为原料的成本。根据有关分析报告给出的数据，全球约有 20% 的 LPG 用于生产化学制品，其中大部分集中在中东。该报告同时预测，在今后的三年内，全球 LPG 将继续呈现供过于求的局面，因此，用于石化生产的比例还会上升。

我国的 LPG 主要产自于炼油厂，2010 年产量为 2109.8 万吨，不到世界总量的 10%。我国 LPG 仍处于净进口状态，其中 80% 以上用于民、商用燃气，其余用于工业用途。然而，近年来，随着天然气在城市燃气领域的大规模应用，我国 LPG 消费的增速开始放缓。LPG 在我国城市燃气中的占比如图 1 所示。

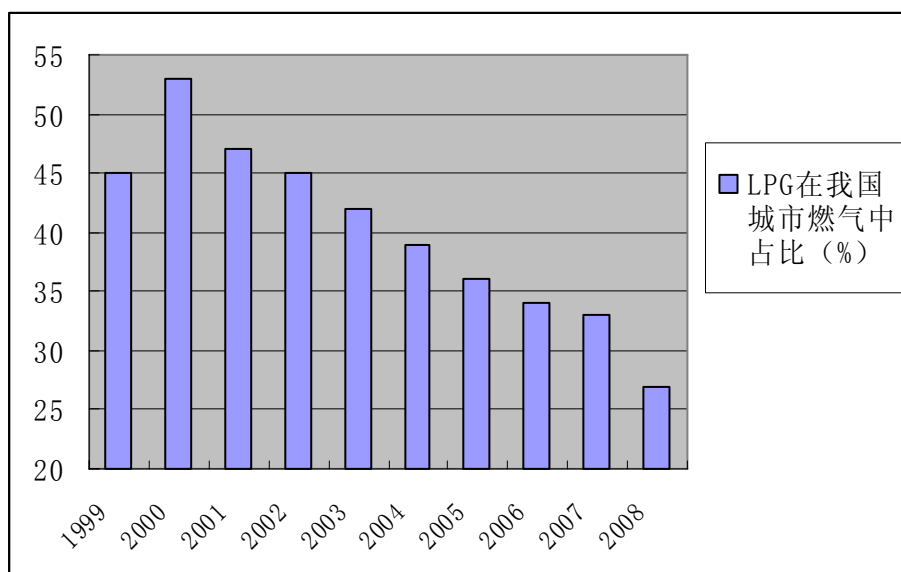


图 1 LPG 在我国城市燃气中的占比

数据来源：中金公司、东北证券

公司计划建设的 138 万吨/年 LPG 深加工项将落户于浙江宁波。我国最大的乙烯炼油基地，中石化镇海石化公司就位于宁波镇海，这为公司今后取得 LPG 提供了非常有利的条件。其次，宁波港是我国华东地区最大的深水港，这为公司取得进口的 LPG 也带来了便利。

最后就是项目建设的资金问题。公司截止 2010 年三季度末的总资产为 17.19 亿元，净资产为 9.60 亿元，要投资几十亿元建项目看来有一定的难度。然而，仔细分析可以看出，公司投资的浙江耀江文化广场项目已经进入销售尾声，预计可以收回数亿元的投资

收益。其次，公司投入 5 亿元的创投项目也将逐步进入回收期，预计也有非常可观的投资收益。这两部分投资收益可以为项目建设提供相当部分的资金来源。再者，银行贷款和股权融资都是可以选择的途径，抑或引入一些合资方也是非常现实的做法。

综上所述，公司计划建设的 138 万吨/年 LPG 深加工项是切实可行的，该项目的正式开工建设应该可以预期。同时，该项目一旦建成，将使公司的主业发生重大的变化。公司将从主营油品贸易，转变成为一家集油品储存、油品贸易和石化深加工为一体的大型综合性石油石化企业，对公司发展来说是一种飞跃。

近期业绩依赖投资收益

由于我国成品油定价机制的因素影响，公司的油品储存和销售业务始终处于微利状态，公司的业绩表现主要依靠投资收益。预计在新项目投产之前，这种状态仍将延续。公司的经营业绩及预测如图 2 所示。

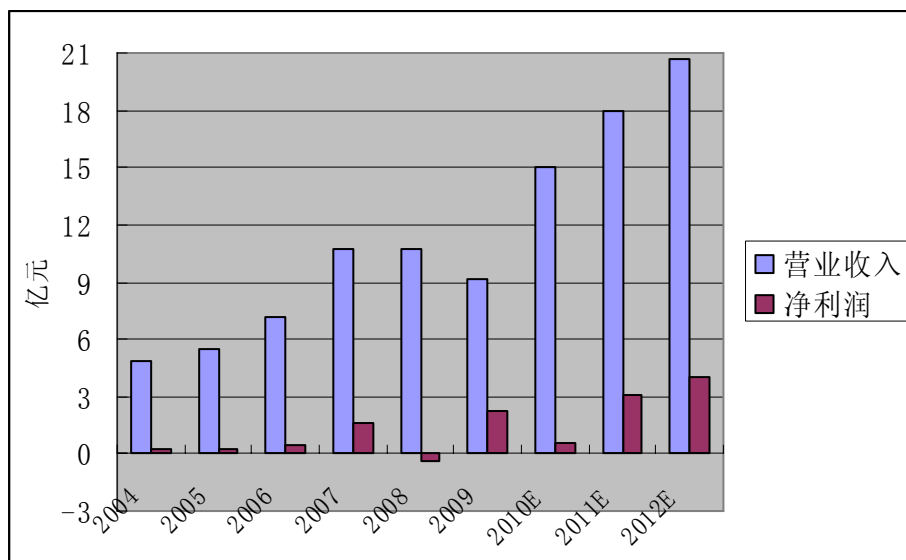


图 2 公司经营业绩及预期示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

公司投资的浙江耀江文化广场项目的投资收益将在今明两年集中体现，预计投资收益将不低于 4 亿元。公司投资的创投项目将从明年开始逐步产生回报，预计总收益将不低于 10 亿元。公司主营收入的增长主要由于油品价格的大幅上涨。

油品营销主业仍有发展空间

目前公司具有年销售成品油 10 万多吨，LPG 两万多吨的能力。公司拥有 10 座加油站，其中 5 座是与中石化合营的。公司计划进一步做大做强石油主业，向石油储备、配送和批发零售一体化规模化企业发展，逐步形成石油、创投、房地产三大业务“三足鼎

立”的多元化发展格局。

公司将积极推进成品油战略储备项目的申报进程。同时，将进一步建立与加强和石油、中石化等企业的长期战略合作，形成互利互惠的紧密合作关系，构建利益纽带，营造和谐环境，解决资源瓶颈，提高设施利用率和经济效益。此外，公司将重新规划大猫岛开发建设方案，争取与成品油战略储备项目协同发展。再者，将继续推进加油站点的新设和布点。

估值及评级

根据公司的经营状况以及基本面情况，对公司 2010 年、2011 年和 2012 年的经营业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2010、2011、2012 年业绩预测表

项目	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	9.12	15.00	18.00	20.70
营业成本	8.39	14.04	16.72	18.82
税金及附加	0.02	0.04	0.06	0.08
销售费用	0.20	0.24	0.30	0.35
管理费用	0.78	0.75	0.85	1.00
财务费用	0.27	0.35	0.65	1.00
资产减值损失	0.00	0.01	0.01	0.01
公允价值变动收益	0.11	-0.02	0.15	-0.05
投资收益	1.11	1.00	4.30	5.70
营业利润	0.67	0.55	3.86	5.09
营业外收入	2.07	0.02	0.05	0.05
营业外支出	0.02	0.03	0.04	0.05
利润总额	2.72	0.54	3.87	5.09
所得税	0.55	0.05	0.85	1.17
净利润	2.17	0.49	3.02	3.92
归属母公司净利润	2.22	0.55	3.09	4.00
少数股东损益	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08
EPS	0.75	0.14	0.80	1.04

数据来源：公司各期报告、东北证券

注：除 EPS 单位为元外，其余均为亿元。

估值方法一：以公司近年来的业绩平滑值为依据，考虑新项目的增长潜力，给予公司股票 45 倍左右的市盈率。即以每股收益 0.40 元计算，公司股票的合理估值为 18 元。

估值方法二：以公司新项目投产后的预期收益为依据，考虑一定的风险折让，给予公司股票 15 倍左右的市盈率。公司新项目一期工程达产后，预计新增营业收入 100 亿元以上，新增净利润 5 亿元以上，考虑可能的股本扩张，预计至 2014 年以后，公司的每股收益将不低于 1.00 元，照此计算，公司股票的合理估值为 15 元。此外，再加上预期投资收益折合每股 3 元左右，公司股票的估值也为 18 元。

基于如上的估值分析，给予公司股票的目标价格为 18.00 元，对应 2010 年、2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 128.57 倍、22.50 倍和 17.31 倍。给予公司股票“推荐”的投资评级。

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。