

海越股份化茧成蝶，崛起中的 LPG
深加工龙头企业

研究结论

公司简介：海越股份 04 年上市后，主业为公路业务和加油站业务，并于 04 年和 08 年投资了商业地产和创投业务。今年年初，海越公告将建设 138 万吨 LPG 大石化和大猫岛成品油库项目，标志着公司大石化战略转型正式启动。

未来三大看点：

- **看点一：安全边际足：**公司现有业务的估值为，公路业务价值 6 亿元、加油站业务价值 7 亿元、商业地产业务价值 12 亿元、创投业务价值 26 亿元。扣除负债的净资产为 47 亿元，相当于 12.2 元的股价。
- **看点二：大石化项目盈利可观：**我们分析认为公司的大石化项目具有产品结构好、成本低和项目稀缺性强的三大优势。我们于近期发表了三篇报告《丙烯系产品盈利向好 看好海越股份、沈阳化工》、《LPG 石化深加工前景光明》和《海越股份 LPG 项目可研报告分析》，分别就这三个优势展开了深入的分析。
- **看点三：大猫岛项目有望超预期：**公司拥有舟山市宝岛一大猫岛的主体海岸线（具有航、港优越条件）。随着《浙江海洋经济发展示范区规划》的正式启动和国家战略成品油基地建设的逐步推进，公司大猫岛项目有望获得较好的盈利，我们预计 2013 年后将为公司贡献 1.4 亿元以上的净利润。

盈利预测：根据我们对于未来几年一次性收益和大石化及大猫岛项目达产后的盈利假设，我们预计公司 11-16 年摊薄后 EPS 分别为 1.16 元、1.56 元、1.76 元、2.4 元、4.8 元和 5.4 元。依照 DCF 法测算，我们预计公司的合理股价为 21 元，首次给予公司买入评级。

风险分析：

- **原料风险：**公司原料的充分供应尚有一定的不确定性
- **技术风险：**LPG 石化深加工为较为新颖的石化工艺，存在一定技术风险
- **其他风险：**公司投产期较长，中间还存在着诸多其他风险，如石化景气下降、投产时间和盈利能力不达预期等
- **收益不确定性风险：**非经常性损益兑现节奏存在较大不确定性，而造成的盈利波动、中小板及创业板如出现系统性下跌而造成的创投收益减少

发布时间	前期研究报告
2011.4.7	《丙烯系产品盈利向好 看好海越股份、沈阳化工》
2011.4.20	《LPG 石化深加工前景光明》
2011.4.28	《海越股份 LPG 项目可研报告分析》

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 x 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

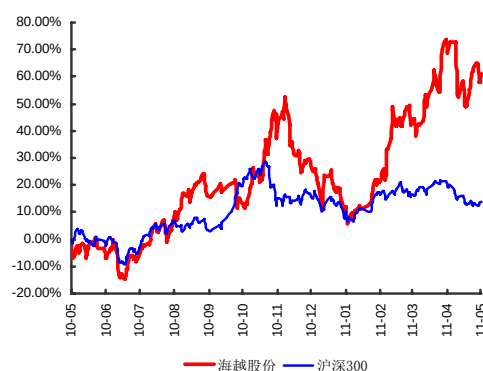
8621-63325888 x 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 19 日)	13.24 元
目标价格	21.00 元
总股本/A 股 (百万股)	386
A 股市值 (亿元)	52
国家/地区	中国
行业	化工行业
报告发布日期	2011 年 5 月 19 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1476	1692	1847	6982
同比(%)	62%	15%	9%	278%
归属母公司净利润	60	514	689	774
同比(%)	-73%	759%	34%	12%
毛利率(%)	4.4%	5.7%	5.7%	7.3%
ROE(%)	6.5%	23.0%	24.3%	21.5%
每股收益(元)	0.14	1.16	1.56	1.76
P/E (倍)	99.62	11.59	8.64	7.69
P/B (倍)	6.47	2.67	2.10	1.65
EV/EBITDA (倍)	46	8	6	5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

_Toc2931734021. 海越股份：正式步入大石化的战略转型	4
1.1 公司战略转型的原因探究	4
2. 看点一：现有业务安全边际足	5
2.1 公路业务	5
2.2 加油站业务	6
2.3 商业地产项目	6
2.4 创投项目	7
3. 看点二：大石化项目盈利能力可观	9
3.1 大石化项目优势分析	10
3.1.1 产品结构好	10
3.1.2 成本低	11
3.1.3 大石化项目稀缺性强，基本不可复制	12
4. 看点三：大猫岛项目有望超预期	12
4.1 大猫岛是浙江省的宝岛之一	13
4.2 浙江海洋经济发展示范区获批将为公司发展助力	13
4.3 大猫岛项目未来盈利预估	13
5. 盈利分析	13
6. 投资建议	16
7. 风险因素	16

图表目录

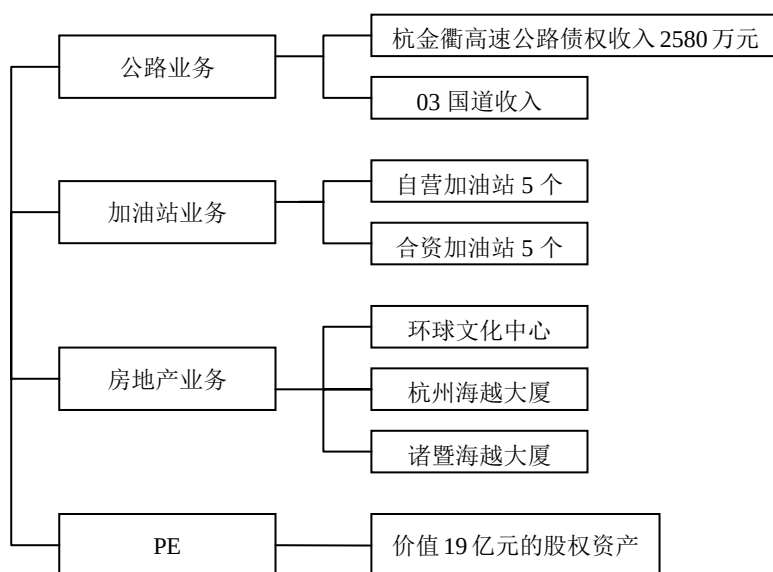
图表 1 海越股份业务板块示意图	4
图表 2 环球中心鸟瞰图	7
表格 1 各业务板块重估价值（亿元）	5
表格 2 2011 年主要上市公路类公司 PE 统计	6
表格 3 被投资创投公司股权占比统计（来自年报）	7
表格 4 上市公司股权价值统计	8
表格 5 部分公司投资项目持股比例及预测市值（亿元）	8
表格 6 LPG 深加工项目主要产品及副产品方案（万吨）	9
表格 7 2010—2015 年海越石化项目各主要基本假设	9
表格 8 2005—2014 年全球石化企业乙烯开工率统计（百万吨）	10
表格 9 2005—2013 年世界聚丙烯产能、产量及开工率统计（万吨）	11
表格 10 上市石化企业每万元市值烯烃产能及丙烯产能统计（吨）	11
表格 11 2010—2013 年石脑油及液化气价格统计及预测	11
表格 12 DCF 法基本假设	14
表格 13 2010—2016 年海越股份盈利示意图（百万元）	14
表格 14 WACC 和永续增长率敏感度分析	16

1. 海越股份：正式步入大石化的战略转型

海越是 04 年上市的公司，上市前为公路收费和成品油销售双主业。由于上市后收费公路业务环境发生了很大的负面变化，公司果断的逐步退出了该业务，并且回笼了大部分先期投入的资金。而另一主业成品油销售，由于国内市场基本上为两大石油巨头所掌控，上市后的发展也较为缓慢。有鉴于此，公司于 04 年和 08 年利用自有资金，分别介入商业地产项目和创投业务，并取得不错的成绩。

2011 年初，公司公告了 138 万吨 LPG 石化深加工和大猫岛两大项目。这标志着公司未来向着以大石化为主业，集石化仓储物流、成品油销售为一体的综合性石化企业的华丽转身正式启动。

图表 1 海越股份业务板块示意图



资料来源：东方证券整理

1.1 公司战略转型的原因探究

公司上市后整体上说，定位并不清晰，突出表现为“有价值、无主业”；而石化行业又是公认的高壁垒行业，因此公司能否从一个以公路、加油站和创投为主业的企业转型成为一家以石化生产为主业的企业就成为市场关注的焦点。

我们分析认为公司这一战略转型，虽然看似跨度很大，但实则有很强的可行性，原因有以下三点：

1. 公司在石化领域有很深的渊源：94 年以前的浙江成品油市场其实是为海越所主导，公司当时拥有原油进口资质，并通过与多家炼厂建立委托加工的方式，供应了浙江省内绝大部分成品油。后来随着两大石油巨头的成立，公司的成品油销售业务出现了停滞。但即使如此，公司也保留了 10 家加油站，并一直坚守在这一领域，因此公司对石化行业并不陌生。
2. 公司谋求战略转型由来已久：公司上市之初的主业为公路业务和加油站业务。由于上市后公路的经营环境发生了较大变化，低等级公路收费经常出现纠纷，并且伴随着浙江的公路村村通工程，收费

变得愈发困难，因此公司在 04、05 年公路还较为盈利的情况下，就毅然决然的退出了公路业务，回收了大量的资金。而公司的另一主业加油站业务，因为国内市场基本为两大石化巨头掌控，发展也受到了很大制约。因此公司一直以来都考虑转型，曾经考虑过房地产、资源（探矿权）等多个领域，但都没有找到合适的切入点。而公司 08 年介入的创投业务，也仅仅是一个过渡，直到决定启动大石化项目，公司才找到了未来明确的发展方向。

- 公司在投资上有优秀的商业直觉：公司在 04 年开始退出公路业务后，利用手上的资金投资了商业地产项目浙江环球中心。该楼位于杭州市最繁华的武林商圈，当时的拿地成本仅有 1.5 万元/平方米，而目前的售价已经达到了 5 万元/平方米。而 08 年，在经济危机后很多中小企业融资困难的大背景下，公司低价参与了三十多个创投项目。随着 09 年创业板的开板，公司的创投项目也有望获得丰厚的回报。从地产到创投这一系列成功的投资都彰显出公司优秀的商业直觉，也让我们更有理由相信公司在石化领域的投资有望获得成功！

从公司目前的情况看，我们总结下来有以下三大看点：1. 安全边际足；2. 大石化项目盈利能力强；3. 大猫岛项目有望超预期

2. 看点一：现有业务安全边际足

公司现有业务分为：公路业务、加油站业务、商业地产业务和创投业务。根据我们的测算，公司现有业务的重估价值应在 47 亿元左右，对应股价为 12.2 元，安全边际非常充裕。

表格 1 各业务板块重估价值（亿元）

业务板块	重估价值（亿元）	账面价值（亿元）
公路业务	6	1.3
加油站	7	1.3
房地产	12	5.8
股权投资（PE）	26	5.6
可供出售金融资产	2	0.7
总计	53	14.7
公司负债	6	6.0
公司净资产	47	8.7

资料来源：东方证券整理

2.1 公路业务

公司在公路业务上的主要资产为杭金衢高速公路、03 省道等收费公路的股权。公司在上市后因为业态生存环境的恶化就逐步退出公路业务。06 年公司以 2.17 亿元转让了平黎公路嘉善段的部分股权，取得股权转让收益 2111 万元；06 年还将杭金衢高速公路少数股权转为对省交投集团的债权，保证了今后 22 年每年 2528.8 万元的净回报，至 2028 年到期后，公司还将获得一次性支付 2.1876 亿元；09 年以 3.59 亿元转让了 03 省道诸暨至郑家坞段，转让收益为 1.38 亿元。目前公司剩余的公路业务每年贡献的盈利在 1000 万元左右，依照目前公路类上市公司近两年平均的 13.8 倍市盈率来计算，公司现有公路业务的

价值为 1.35 亿元左右。对于杭金衢债券价值，考虑到为政府债券，我们选取 4% 为贴现率（目前 10 年期无风险利率为 3.83%），则其价值为 4.64 亿元，因此公路业务总的价值为 6 亿元。

表格 2 2011 年主要上市公路类公司 PE 统计

公司	10 年 PE	11 年 PE
粤高速 A	15.6	15.0
东莞控股	19.5	14.1
现代投资	10.3	9.8
华北高速	19.1	17.1
皖通高速	12.5	9.7
福建高速	18.4	14.9
楚天高速	12.6	11.0
赣粤高速	10.4	9.3
山东高速	12.6	11.2
五洲交通	19.0	10.1
宁沪高速	13.5	12.8
深高速	14.5	12.6
四川成渝	17.7	15.9
平均	15.0	12.6

资料来源：wind 资料

2.2 加油站业务

公司经过十几年的发展，目前在加油站业务板块拥有 1 个成品油库（5 万吨成品油、1000 多吨的液化气库）、1 条铁路专营线和 5 个自有加油站（未来将继续每年新增 2 个加油站左右），还有 5 个 50% 控股的加油站，每年销售成品油 10 万吨，LPG2 万吨左右，贡献 1500-2000 万的净利润。

我们依照以下假设：1. 2011 年成品油销售收入 7.8 亿元，销售量 13 万吨、价格 6000 元/吨；2. 净利率为 2%；3. 每年收入增长率为 15%（受益于油价上涨和销量提高，过去五年的平均增长率为 29%）；4. 贴现率为 10%（10 年期国债 3.83%）；5. 使用年限为 25 年。则公司成品油业务板块的估值为 7 亿元。

依照目前两大石油巨头对加油站收购标准，日销量 1 吨成品油的加油站价值 170 万元计算，目前公司的价值也应该在 7 个亿左右。所以我们选取 7 亿元，作为加油站业务板块的合理估值。

2.3 商业地产项目

公司的商业地产分为以下三大部分：

1. 杭州环球中心项目（参股 30%），浙江环球中心由写字楼和底层群楼商场两部分组成，总建筑面积 11 万平方米左右，中心主楼高 170 米，共 41 层，其中购物中心包括地下一层至五层，建筑面积为 3.8 万平方米；写字楼包括 6 至 41 层，建筑面积为 5.1 万平方米。目前可售房源为购物中心和 36-41 层的写字楼。因为公司计划于今年启动增发，因此作为涉房业务，我们预测公司大概率将于今年出售对该项目所持股权。由于前期写字楼的销售已摊销了该项目的费用，因此未来所有销售收入

皆为利润。如果以购物中心每平米 4.5 万元、办公楼每平米 5.5 万元计算，则该项目的股权价值为 6.3 个亿。如果考虑到 20% 的股权受让成本，则该项目总价值为 5 亿元。

图表 2 环球中心鸟瞰图



资料来源：搜房网

2. 海越大厦，位于杭州市滨江区区政府旁，公司控股 75%，总建筑面积 4.8 万平方米左右，依照每平方米 2 万元、转让产生的相关成本占 30%（土地增值税，所得税等）其市场价值为 5 亿元。
3. 诸暨国贸大厦，位于诸暨市城区，该大厦共 15 层，价值 2 亿元左右。

因此综上所述，海越在商业地产板块的总价值为 12 亿元。

2.4 创投项目

从 08 年开始，公司总计投资了 5 亿元，投资了多家创投公司，间接持有了 38 个创投项目的股权，其中浙富股份、贝因美和迪威视讯已经登录 A 股市场，其对应的变现市值为 8500 万元。如果在考虑到公司持有的北辰实业股权，则总股权价值为 1.85 个亿。

表格 3 被投资创投公司股权占比统计（来自年报）

创投名称	投资额（万元）	持股数（万股）	占比
浙江泰银创业投资有限公司	1600	1000	10%
浙江华睿海越投资有限公司	50000	10000	20%
浙江华睿泰信创业投资有限公司	2004.2	2000	20%
浙江天越创业投资有限公司	10000	10000	100%
浙江海越创业投资有限公司	10000	10000	100%

睿银创业投资公司	10000	2200	22%
浙江华睿盛银创业投资有限公司	100000	2200	22%
浙江海越投资管理有限公司	3000	540	18%
浙江华睿现代服务业投资有限公司	4000	4000	20%
浙江华睿光电产业投资有限公司	4000	4000	20%

资料来源：公司年报

表格 4 上市公司股权价值统计

投资标的名称	总市值(万元)	持股比例	变现价值(亿元)
北辰实业	1235696.34	0.80%	0.99
浙富股份	630433.32	0.60%	0.38
贝因美	1973463.60	0.18%	0.36
迪威视讯	193932.80	0.60%	0.12
总计			1.85

资料来源：wind

目前公司未上市项目还有 35 家，我们了解绝大多数公司质地都非常优良有较大概率登陆资本市场。公司股权投资成本总计 5.6 亿元，如果我们假设股权收益为 5 倍，则股权收益总额为 28 亿元。我们依照如下假设推算，公司的股权价值为 26 亿元，因此取均值为 27 亿元。

1. 我们假设有 80%的企业能登录 A 股市场，则未来可上市企业将达到 30 家
2. 我们假设这些企业上市前的净利润为 5400 万元（过去几年创业板平均值）
3. 我们假设这些企业上市首日的 P/E 为 55 倍（与今年上市企业平均静态市盈率相当，低于去年平均动态市盈率 72 倍）
4. 我们假设变现价值为上市首日市值的 70%

表格 5 部分公司投资项目持股比例及预测市值（亿元）

投资标的名称	所属行业	预测利润	预测持股比例	预测市值
申科滑动轴承股份有限公司	普通机械	0.54	1%	0.2
浙江赞宇科技股份有限公司	化学制品	0.54	1%	0.2
杭州远方光电信息股份有限公司	电子元器件	0.54	1%	0.3
深圳茂硕电源	电气设备	0.54	0%	0.1
喜临门集团有限公司	纺织	0.54	1%	0.3
中南卡通	传媒	0.54	5%	1.2
北信源自动化	计算机设备	0.54	8%	2.2
浙江宏磊铜业	铜	0.54	5%	1.4
浙江海顿实业集团有限公司	商业物业经营	0.54	3%	0.9
中博集团	商业物业经营	0.54	2%	0.5
浙江宇天科技	通信设备	0.54	8%	2.2

建德市新化化工	化学制品	0.54	1%	0.1
杭州珍诚医药	医药商业	0.54	2%	0.6
浙江凯达机床	机床工具	0.54	0%	0.1
中文在线信息科技有限公司	传媒	0.54	3%	0.7
浙大人工环境工程	计算机设备	0.54	2%	0.6
浙江蓝天求是环保集团有限公司	环保	0.54	1%	0.3
杭州蓝天动力设备工程有限公司	电气设备	0.54	1%	0.3

资料来源：公司年报

3. 看点二：大石化项目盈利能力可观

公司于今年年初公告计划建设 138 万吨 LPG 深加工项目，并于前期公告了可研方案，其方案具体如下：

1. 投资概算：本项目预计投资总额 624,186.71 万元，其中，建设投资 547,729.91 万元，建设期利息 37,488.65 万元，铺底流动资金 38,968.14 万元。
2. 经济效益分析：本项目建成达产后，预计实现年营业收入 131.7 亿元，年净利润总额 17.8 亿元，权益净利润为 9 亿元。
3. 项目概述：本项目由控股子公司宁波海越新材料有限公司负责实施，公司与宁波海越其他股东以现金同比例增资方式投入资金。本项目预计建设周期为 3 年，产品及副产品方案如下

表格 6 LPG 深加工项目主要产品及副产品方案（万吨）

序号	产品名称	产能（万吨）	序号	产品名称	产能（万吨）
1	丙烯	17.53	6	甲乙酮	3.5
2	聚丙烯	30	7	硫磺	0.2
3	工业异辛烷	52.52	8	正丁烷	16.35
4	石脑油	24.92	9	仲丁醚	0.33
5	尾油	54.01	10	叔丁醇	0.02

资料来源：公司公告

我们结合公司的产品结构，依照如下假设，预测 2014 年和 2015 年的收入分别为 130 亿元和 152 亿元，净利润分别为 16.9 和 19.7 个亿，权益净利润为 8 亿和 10 亿元。

1. 开工率：2014 年为 80%、2015 年为 90%；
2. 净利率：2014、2015 年皆为 13%

表格 7 2010—2015 年海越石化项目各主要基本假设

	2010A	2011	2012	2013	2014	2015
原油价格（美元/桶）	80	94	99	104	109	115
同比增长		18%	5%	5%	5%	5%
聚丙烯价格（元/吨）	10,000	11,500	11,960	12,438	12,936	13,453
同比增长		15%	4%	4%	4%	4%

收入（亿元）					38.8	40.4
丙烯价格（元/吨）	9,000	10,620	11,151	11,709	12,294	12,909
同比增长		18%	5%	5%	5%	5%
收入（亿元）					18.4	19.4
石脑油价格（元/吨）	7,500	8,625	8,970	9,329	9,702	10,090
同比增长		15%	4%	4%	4%	4%
收入（亿元）					24.3	25.2
异辛烷价格（元/吨）	7,000	7,980	8,299	8,631	8,976	9,335
同比增长		14%	4%	4%	4%	4%
收入（亿元）					46.7	48.5
尾油价格（元/吨）	3,500	3,920	4,038	4,159	4,283	4,412
同比增长		12%	3%	3%	3%	3%
收入（亿元）					23.1	23.8
正丁烷（元/吨）	5,500	6,160	6,345	6,535	6,731	6,933
同比增长		12%	3%	3%	3%	3%
收入（亿元）					11.0	11.3
总收入（亿元）					130	152
净利润（亿元）					16.9	19.7

资料来源：东方证券研究所整理

3.1 大石化项目优势分析

我们相当看好公司大石化项目的发展前景，分析认为其具有以下三大优势：1. 产品结构好（丙烯收率极高）；2. 成本低（LPG 价格显著低于石脑油价格）；3. 项目有很强的稀缺性，在东南沿海极难复制。

3.1.1 产品结构好

我们近期发表的两篇行业报告《丙烯系产品盈利向好 看好海越股份、沈阳化工》和《以“乙烯”为代表研判未来大石化周期走势——石化企业将全面受益景气向上，业绩增长可期》，分别对丙烯和乙烯未来的供需做出深入的研究。我们的研究结论为，未来几年石化周期将震荡向上，开工率逐步回升，并将于13年后全面进入高景气阶段。并且丙烯系受益于现有石化乙烯丙烯联产工艺的产品结构限制（丙烯产量为乙烯一半），未来几年有望享受超越石化行业平均水平的更高景气。而公司一期项目达产后，将拥有50万吨的丙烯产能，是所有A股上市公司中丙烯弹性最大的企业，以目前市值衡量，其每万元市值的丙烯产能为1吨，远大于所有可比上市公司。

表格 8 2005—2014 年全球石化企业乙烯开工率统计（百万吨）

产能统计	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
上年产能	111.3	115.7	120.5	125.2	129.9	132.7	143.5	153.6	156.4	160.4
新增产能	4.4	4.8	4.8	4.7	2.8	9.3	7.2	0.2	1.7	1.3
总产能	115.7	120.5	125.2	129.9	132.7	142.0	150.7	153.8	158.1	161.6
开工率	90%	90%	91%	83%	83%	82%	82%	84%	86%	87%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 9 2005—2013 年世界聚丙烯产能、产量及开工率统计（万吨）

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
产能	4283	4645	4698	5168	5600	5980	6250	6258	6321
增速		8%	1%	10%	8%	7%	5%	0.1%	1%
产量	3992.4	4230.3	4462.2	4536.1	5460	5700	5928	6106	6289
增速		6%	5%	2%	20%	4%	3%	3%	3%
开工率	93%	91%	95%	88%	98%	95%	95%	98%	99%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 10 上市石化企业每万元市值烯烃产能及丙烯产能统计（吨）

	万元市值烯烃产能	万元市值丙烯产能
中国石化	0.11	0.04
辽通化工	0.5	0.17
沈阳化工	0.45	0.26
S 上石化	0.2	0.07
海越股份	1	1

资料来源：wind

3.1.2 成本低

在我们前期发表的报告《LPG 石化深加工前景光明》的行业报告中，我们详细分析了 LPG 石化深加工的优势。整体上说，LPG 是相对于石脑油更优良的石化原料，具有成分单纯，碳链短，烯烃收率高的特点。并且未来随着原油价格的提升，石脑油价格有望同步上涨。但 LPG 价格则受制于天然气和 LNG 的双重压制及炼厂扩能造成的供给放量，在华东地区将出现较为严重的供过于求的状况。因此我们判断未来几年 LPG 价格的上涨幅度将远远小于同期油价的涨幅。依照我们对国际油价未来走势的判断，我们预测未来几年石脑油、LPG 价差将会保持在 2500 元/吨以上。

表格 11 2010—2013 年石脑油及液化气价格统计及预测

	2010A	2011	2012	2013
原油价格（美元/桶）	80	95	100	105
同比增长		19%	5%	5%
石脑油价格（元/吨）	7,000	8,260	8,673	9,107
同比增长		18%	5%	5%
液化气价格（元/吨）	5,100	5610	5778	5952
同比增长		10%	3%	3%
价差	1,900	2650	2895	3155

资料来源：东方证券研究所整理

3.1.3 大石化项目稀缺性强，基本不可复制

我们分析认为，未来对于化工项目最大的壁垒并非是技术和资金，而是土地、原料和环评能否通过。而公司的大石化项目上述三个问题，都得到了圆满的解决：

1. 土地和码头优势：随着人们环境意识的增强，未来东部沿海发达地区对环保的要求将越来越高。可以预计，未来化工企业如果不能进入化工园区的话，发展将受到极大的制约。而公司目前在宁波经济技术开发区拿到了 1200 亩土地，配套设施完善，未来三废可以得到集中处理，环保压力大为降低，并且项目紧靠下游消费地，这将极大的降低销售成本和销售难度。并且公司还拥有自己的 5 万吨液体化工品码头，宁波作为天然的深水良港，其沿岸的码头资源非常稀缺。公司对面的大榭岛码头，每年的利税就有 80 亿元，远远高于其他同等规模码头的盈利能力。而从可比化工仓储上市公司来看，东华能源 5 万吨码头，23 亿市值；保税科技 7 万吨码头，30 亿市值，可见在华东沿海码头资源的价值。因此化工园的土地和码头资源是公司该项目最为核心的资源和优势。也基本决定了该项目未来在华东地区的不可复制性。
2. 原料易得优势：目前现有的石化原料都是依托原油，除中石化、中石油等央企巨头外，其他石化公司如辽通、沈化等也是拥有原油的供应才得以发展。但海越的 LPG 路线另辟蹊径，跳过了原油束缚，转而采取液化气路线。公司紧邻宁波最大的炼油企业镇海炼化，镇海炼化现有 LPG 产量 80 万吨左右，其中大部分对外销售。在十二五期间镇海炼油产能还有可能扩产到 4000 万吨以上，液化气产量有望增长到 180 万吨左右。如果从镇海采购原料的话，可以直接采用管道运输，成本将相当低。而且宁波地区周边的炼厂的液化气产量也很丰富，如：浙江天禄能源 8 万吨 LPG、宁波科元塑胶 30 万吨 LPG、舟山和邦 50 万吨 LPG 和中石油规划的台州石化 1000 万吨炼油也会副产 80 万吨以上的 LPG。另外公司拥有液体化工品码头，还可以从海外进口。因此公司在原料上可选路径较多，这样即分散了风险，也提高了充分供应的可能。
3. 项目审批优势：公司项目为宁波市重点项目，得到了政府的大力支持，项目审批上风险较小。国开行对宁波市有 2000 亿元贷款上的资金支持，其中地方政府上报了 18 家支持企业，就包含海越的项目公司，并且排名很靠前。由此政府支持的力度可见一斑，这也为未来公司的资金保证提供了助力。
4. 技术风险小：对于市场普遍担心的技术风险，其实海越大石化项目在立项之初就得到了我国石化行业鼻祖，工程院徐承恩院士的亲自参与和高度认可。并且依托民企机制灵活，激励到位的优势，吸引了多方人才的加盟。项目总负责人赵利勇，从事石化行业 20 余年，曾为中海油大榭岛 280 万吨炼油项目总负责人，实现了当年设计、当年施工、当年投产的行业奇迹。而其他技术核心人员也都有着多年的从业经验。并且引进的又都是国内外成熟的工艺，因此技术风险应该可控的范围之内。

综合而言，公司的大石化项目可谓占尽天时、地利、人和，是华东地区不可多得的好项目。我们预期未来的盈利能力将有充分保证，并且非常可观！

4. 看点三：大猫岛项目有望超预期

公司年初曾公告将于与振戎能源合作，共同建设大猫岛成品油储备基地项目。目标为两年内新建油品化工仓储库 200 万立方，力争成为国家或浙江的能源储备基地。5 年内建成不低于 500 万立方的石化储备库。虽然因种种原因，公司后来中止与振戎的合作，但这不是代表着大猫岛项目的终结，而恰恰是标志

着大猫岛项目一个新的开始。未来我们预测随着《浙江海洋经济发展示范区规划》的正式启动和国家战略成品油基地建设的逐步推进，公司大猫岛项目有望获得较好的盈利。

4.1 大猫岛是浙江省的宝岛之一

海越股份凭借 18 年油气供应链的经验,占据舟山市宝岛之一大猫岛的海岸线(具有航、港优越条件)。大猫岛曾是浙江省定海区大猫乡人民政府驻地,位于定海城区西南 9.8 公里处,西南与宁波市北仑区的大榭岛相距 3.85 公里,陆域面积 6.18 平方公里,海岸线长 14.45 公里。依照东方财富网披露,公司已取得 14.4 万立方油库项目立项、197 亩建设用地、634 米深水岸线使用权。

引自: <http://guba.eastmoney.com/look,600387,10003652939.html>

今年 1 月 7 日,商务部发布了《商务部 2011 年石油流通市场管理工作要点》,文中明确提出了探索建立地方成品油储备制度。各级商务主管部门要结合地区实际情况,积极协调财政、金融、税务等部门,探索建立成品油地方政府储备制度,提高市场供应保障和调控能力。这从制度上保证了未来大猫岛战略成品油储备库项目的顺利实施。

4.2 浙江海洋经济发展示范区获批将为公司发展助力

2011 年 3 月 1 日,国务院正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》,将浙江海洋经济发展示范区建设上升为国家战略。根据《规划》,浙江将充分挖掘浙江丰富的"海洋生产力",并把海洋经济作为经济转型升级的突破口。到 2015 年,浙江的海洋生产总值将突破 7200 亿元。同时,浙江将打造"一核两翼三圈九区多岛"为空间布局的海洋经济大平台;宁波-舟山港海域、海岛及其依托城市是核心区;在产业布局上以环杭州湾产业带为北翼,成为引领长三角海洋经济发展的重要平台,以温州台州沿海产业带为南翼,与福建海西经济区接轨;杭州、宁波、温州三大沿海都市圈通过增强现代都市服务功能和科技支撑功能,为产业升级服务。在此基础上形成九个沿海产业集聚区,并推进舟山、温州、台州等地诸多岛屿的开发和保护。

未来公司将有望凭借大猫岛的地理优势,积极筹建原油-成品油-石化-物流园区等多功能的能源储备基地。公司同时积极稳妥发展油气销售网络,向石油储备、委托加工、配送和批发零售一体化规模化企业发展。

4.3 大猫岛项目未来盈利预估

依照东方财富网披露:公司该项目建设总储量约为 120 万立方米的油罐群,共 7 个罐组 52 座油罐。配套建设 10 万吨级码头一座、3 万吨级码头一座、3000 吨级码头 2 座。项目全部达产后,将贡献销售收入 95 亿元。如果我们假设 2012 年正式启动,并于 2013 年贡献收入,公司在未来的合作中获得 50% 的权益收益,未来净利率为 3%,则 13 年后将每年贡献利润达到 1.4 亿元。

5. 盈利分析

目前公司现有业务利润分为:公路业务 1000 万元左右、债券收益 2529 万元、加油站业务 2000 万元、办公楼出租业务 1000 万元左右,总计 6500-7000 万元左右。考虑到这些业务模式都是以收费业务为主,我们预期未来公司现有业务板块的利润也将稳定在 7000 万元左右。并且假设年内完成增发,增发股份为 5500 万股。依照我们的如下假设,未来每年净利润和每股收益分别如下:

2011 年公司计划启动融资，因此出售杭州环球中心项目为大概率事件，依照我们预测将获得 5 亿元的利润。因此我们预测 2011 年净利润为 5.14 亿元，对应每股收益为 1.16 元左右。

2012 年公司绝大多数股权投资项目将进入解禁期，股权收益将成为一个重要的业绩支撑点。因此我们预测 2012 年股权收益为 8 亿元。由此对应的 2012 年净利润为 6.9 亿元，对应的每股收益为 1.56 元。

2013 年，我们预测大猫岛项目将每年稳定为公司贡献 1.4 亿元利润，股权收益也将达到 8 亿元，对应的总净利润为 7.7 亿元，每股盈利为 1.76 元。

2014 年，大石化一期项目以 70%开工率计算，将有望为公司提供 8 亿元以上的利润，股权收益将达到 3 亿元，对应的净利润总额为 10.6 亿元，每股收益为 2.4 元。

2015 年，大石化一期项目将有望为公司贡献 10 亿元净利，如果二期如丙烯腈等项目顺利达产，则也可贡献 8 亿元左右利润，股权收益为 3 亿元，因此总盈利将达到 21 亿元，对应每股收益为 4.8 元。

2016 年及其后，大石化一期及二期项目将为公司贡献 24 亿元利润，股权收益为 1 亿元，因此总盈利将达到 23.6 亿元，对应每股收益为 5.3 元。

由于公司在大石化项目完全达产前的绝大比例利润来自于一次性收益，因此我们选取 DCF 法作为测算公司合理价值的方法，我们依照如下假设，计算出公司的内含价值为 21.1 元。

表格 12 DCF 法基本假设

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率	n.a	0.00%
贝塔值 (β)	1.190	1.190
无风险利率 (%)	4.50%	4.50%
市场的预期收益率 (%)	7.00%	7.00%
公司特有风险 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K _e)	14.83%	14.83%
债务成本 K _d (%)	7.00%	7.00%
债务比率 D/(D+E) (%)	40.00%	40.00%
WACC	11.70%	11.70%
每股内在价值 (元)	21.1	

资料来源：东方证券研究所整理

表格 13 2010—2016 年海越股份盈利示意图 (百万元)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
成品油	加油站	12	12	14	16	18	20	20
	外销量 (万吨)	14.0	16.1	16.9	17.4	17.9	18.5	19.0
	单价 (元/吨)	7200	8496	8921	9367	9835	10327	10843
	毛利率	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	收入	1,008	1,368	1,508	1,631	1,764	1,908	2,063
	利润	40	68	75	82	88	95	103
	成本	968	1,299	1,433	1,549	1,676	1,812	1,960

液化气	销量（万吨）	3.2	3.7	3.9	4.0	4.1	4.2	4.4
	单价（元/吨）	4339	4470	4604	4742	4884	5031	5181
	毛利率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	收入	140	166	179	190	201	214	227
	利润	4	5	5	6	6	6	7
	成本	136	161	174	184	195	207	220
公路费	收入	40	40	40	40	40	40	40
	毛利率	75%	76%	76%	76%	76%	76%	76%
	利润	30	31	31	31	31	31	31
	成本	10	10	10	10	10	10	10
房屋租赁	收入	9	10	11	12	13	14	16
	毛利率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	利润	5	5	5	6	7	7	8
	成本	5	5	5	6	7	7	8
商品销售	收入	134	134	134	134	134	134	134
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	利润	13	13	13	13	13	13	13
	成本	120	120	120	120	120	120	120
大猫岛项目	收入				5,000	5,250	5,513	5,788
	毛利率				8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	利润				400	420	441	463
	成本				4,600	4,830	5,072	5,325
石化项目	收入					6,000	7,500	7,875
	毛利率					20.0%	20.0%	20.0%
	利润					1,200	1,500	1,575
	成本					4,800	6,000	6,300
石化二期项目	收入						5,200	6,760
	毛利率						25.0%	25.0%
	利润						1,300	1,690
	成本						3,900	5,070
地产项目变现	毛利润		700					
股权收益	毛利润	100	100	800	800	300	300	100
总毛利润		193	922	930	1,337	2,065	3,694	3,990

资料来源：东方证券研究所整理

考虑到 DCF 法对 WACC 值和永续增长率的假设有很大的依赖性。我们对不同的 WACC 和永续增长率，进行了敏感度分析，得到了如下结论：

表格 14 WACC 和永续增长率敏感度分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)					
	0%	1%	2%	3%	4%	5%
9.70%	29.4	32.7	36.9	42.4	49.8	60.3
10.70%	24.8	27.4	30.5	34.4	39.6	46.5
11.70%	21.1	23.1	25.5	28.4	32.1	36.9
12.70%	18.0	19.6	21.5	23.7	26.5	30.0
13.70%	15.5	16.8	18.2	20.0	22.1	24.7
14.70%	13.4	14.4	15.6	17.0	18.6	20.6
15.70%	11.5	12.4	13.3	14.5	15.8	17.3

资料来源：东方证券研究所整理

6. 投资建议

根据我们的预测公司 11—13 年的 EPS 分别为 1.16、1.56 和 1.76 元。考虑到公司大石化项目及大猫岛项目完全达产后，盈利将有望大幅提升，首次给予公司买入评级，以 DCF 法测算目标价为 21 元。

7. 风险因素

原料风险：公司原料的充分供应尚有一定的不确定性

技术风险：LPG 石化深加工为较为新颖的石化工艺，存在一定技术风险

其他风险：公司投产期较长，中间还存在着诸多其他风险，如石化景气下降、投产时间和盈利能力不达预期等

收益不确定性风险：非经常性损益兑现节奏存在较大不确定性，而造成的盈利波动、中小板及创业板如出现系统性下跌而造成的创投收益减少

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	425	1475	813	2729	营业收入	1476	1692	1847	6982
现金	123	1104	474	698	营业成本	1411	1595	1742	6470
应收账款	7	17	18	348	营业税金及附加	4	5	5	17
其它应收款	122	34	43	189	营业费用	24	34	37	140
预付账款	13	14	16	323	管理费用	45	42	46	175
存货	136	191	208	967	财务费用	33	31	25	88
其他	23	115	53	203	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1459	1747	3020	4197	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	578	280	323	361	投资净收益	103	628	830	830
固定资产	312	723	1845	2909	营业利润	61	612	822	922
无形资产	154	183	217	255	营业外收入	3	3	3	3
其他	415	561	635	672	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1883	3221	3833	6926	利润总额	61	611	821	922
流动负债	904	891	899	3220	所得税	4	92	123	138
短期借款	819	800	800	2592	净利润	58	520	698	783
应付账款	31	37	40	518	少数股东损益	-2	6	8	9
其他	54	55	59	110	归属于母公司净利润	60	514	689	774
非流动负债	28	60	53	42	EBITDA	126	686	953	1212
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	1.16	1.56	1.76
其他	28	60	53	42	主要财务比率				
负债合计	932	951	953	3262	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	32	38	46	56	成长能力				
股本	386	441	441	441	营业收入	1476	1692	1847	6982
资本公积	199	940	940	940	营业利润	61	612	822	922
留存收益	334	848	1449	2223	归属于母公司净利润	60	514	689	774
归属母公司股东权益合计	920	2230	2831	3606	获利能力				
负债和股东权益	1883	3219	3830	6923	毛利率	4.4%	5.7%	5.7%	7.3%
现金流量表					净利率		4.0%	30.4%	37.3%
单位:百万元					ROE	6.5%	23.0%	24.3%	21.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	14.5%	49.5%	34.0%	21.1%
经营活动现金流	-11	-59	33	-932	偿债能力				
净利润	58	520	698	783	资产负债率	49.5%	29.5%	24.9%	47.1%
折旧摊销	31	43	107	202	净负债比率				
财务费用	33	31	25	88	流动比率	0.47	1.65	0.90	0.85
投资损失	-103	-628	-830	-830	速动比率	0.32	1.44	0.67	0.55
营运资金变动	-31	-60	41	-1169	营运能力				
其它	1	35	-7	-5	总资产周转率	0.8	0.7	0.5	1.3
投资活动现金流	31	295	-551	-549	应收账款周转率	139.7			
资本支出	-18	-600	-1300	-1300	应付账款周转率	54.2	46.9	45.4	23.2
长期投资	23	-298	44	38	每股指标 (元)				
其他	26	1194	706	714	每股收益	0.14	1.16	1.56	1.76
筹资活动现金流	-53	745	-113	1704	每股经营现金流	-0.02	-0.13	0.08	-2.11
短期借款	170	-19	0	1792	每股净资产	2.09	5.06	6.42	8.18
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	89	55	0	0	P/E	99.6	11.6	8.6	7.7
资本公积增加	-64	741	0	0	P/B	6.5	2.7	2.1	1.7
其他	-248	-32	-113	-88	EV/EBITDA	45.6	8.3	6.0	4.7
现金净增加额	-32	982	-630	224					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn