

强烈推荐-A (维持)

恒基达鑫 002492.SZ

目标估值: N/A
当前股价: 16.45 元
2011 年 7 月 27 日

基础数据

上证综指	2703
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	3000
总市值(亿元)	20
流通市值(亿元)	5
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	27.3%
主要股东	珠海实友化工
主要股东持股比例	50.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-5	4
相对表现	4	-5	-2



相关报告

- 1、《恒基达鑫(002492)-石化仓储是物流业优良标的,把握产能高速扩张的时点》2011/3/16
- 2、《恒基达鑫(002492)-直接受益珠海 BP 扩能,未来两年业绩高增长》2011/2/21

姚俊
S1090511040038

罗嫣嫣 0755-82960274
luoyanyan@cmschina.com.cn
S1090511060001

研究助理
常涛
changt@cmschina.com.cn

扬州公司环比改善,明后年外延式扩张加速

近日,我们调研了公司,与公司高管及相关人员就公司的经营发展情况进行了深入交流。

1、扬州子公司拖累公司一季度业绩,疏浚费存在时间上的错配。

□ 扬州子公司今年一季度部分合同到期重新续约时出现部分客户流失的现象,是今年一季度公司营业收入下降的主要原因。去年四季度扬州公司罐容出租率还是不错的。但是今年一季度部分合同到期,重新续约时出现了部分客户的流失,致公司整体营业收入和毛利率出现下滑。珠海总部罐区运营情况仍然良好。

□ 储罐周转率和码头配套产能利用率仍较低是目前扬州子公司盈利能力仍较低的主因,需求的逐步培育和规模效应的提升将逐步改善这一情况。尽管到去年底扬州子公司的储罐出租率也在 95%左右,但客户的货量仍不高导致整体周转率还有待提高,同时由于扬州子公司目前只投产了 23.6 万立方米库区,码头配套产能的利用率还不高,规模效应还没有体现,因此毛利率相比运作比较成熟的珠海库区来说仍有较大的提升空间。

□ 疏浚费在实际发生时按营业成本列支,今年与去年在发生时间上有错位。今年的疏浚费在 400 多万元,但由于去年同期疏浚费实际发生时间在二季度,而今年在一季度,因此对今年一季度同比业绩产生一定影响。但从上半年同比来看,将不受影响。

2、扬州子公司二季度情况环比改善,预计将在下半年起逐步体现在财报上。

□ 扬州公司目前罐容 23.6 万立方米,募投项目(扬州二期)罐容为 24.3 万立方米,预计明年投入使用。

□ 化工品仓储有明显的区域性特征,而扬州市场的培育需要一个过程。石化仓储企业的客户主要是化工厂和贸易商,化工厂都是就近选库,贸易商的选库范围可以稍远。目前公司扬州库区边上的扬州化工园区的成熟度低于珠海高栏。同时公司的母公司实友化工在珠海地区从事石化贸易,对珠海地区的价格形成有一定的影响力,但在扬州市场则尚不具备这样的影响力。

□ 公司对扬州市场有信心。公司在开拓扬州市场之前还是做过较为深入的调研的,收购扬州公司的剩余股权也体现了公司对扬州市场的信心,公司对扬州市场也并非着眼于一朝一夕的盈利。同时,扬州公司的压力球罐的市场供应相对较少,其需求还是有保证的。

□ 二季度环比情况改善,预计将在下半年起在逐步体现在财报上。二季度,公司加强了扬州项目的招商,逐步增加了一些新客户,扬州公司的环比情况将逐步好转。

3、珠海总部储罐供不应求，预计明年上半年扩容约 36%。

□ 公司珠海高栏港罐区现有罐容 45 万立方米，目前罐容利用率很高，处于供不应求的状态。

□ 公司是珠海高栏岛上为数不多拥有码头的石化仓储企业。公司在高栏岛拥有 2 个 5 万吨级泊位和 1 个 1 万吨级泊位。高栏岛上目前有码头的石化仓储企业除公司外，仅有中化格力和华南联合（主要服务于中石化和中石油集团内部）。其他石化仓储企业大多需要通过公司码头进行装卸，且在规模上较小，实际更多的是公司的客户而非竞争者。我们认为，未来在恰当的时机对这些小企业进行整合将有利于公司做大做强。

□ 珠海库区今年罐容没有扩张，营业收入和利润的提升主要依靠现有客户业务量的提升从而带来的周转率的提升。

□ 按预期进度，明年上半年公司珠海三期的一期工程 16.3 万立方米罐容的储罐区将投产，珠海库区扩容 36.2%。据了解，主要客户现已基本洽谈完毕。

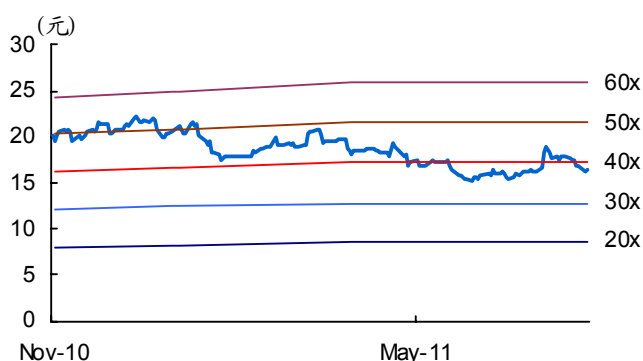
4、公司有望受益仓储业营业税率下调等未来可能出台的物流业振兴相关规划与细则。以去年 1.73 亿营业收入，其中 50% 为仓储业务收入做简单估算，假设仓储业营业税率从 5% 下调至 3%，则公司可少交营业税 173 万元，对 EPS 的影响约 0.01 元。

5、由于扬州市场开拓低于预期，我们小幅下调公司 2011-13 年 EPS 至 0.62 元、0.89 元和 1.22 元的预测，维持强烈推荐-A 的评级。石化仓储行业具有较高的准入门槛高，毛利率较高，但价格相对透明，业绩的增长主要依靠外延式的扩张。由于公司新罐容的投产集中在明后年，今年公司盈利的增速主要依靠储罐周转率的提升和折旧政策调整带来的折旧减少。

短期来看，由于扬州市场尚处培育期，在一定程度上拖累了公司的业绩。但立足当下，放眼未来，扬州子公司经营情况将呈环比改善态势。随着明年上半年扬州二期和珠海三期一期工程和后年珠海三期的二期工程的投产，公司的罐容将在未来两年增长 70%。同时，公司对在海内外市场的扩张持积极态度，公司业绩将进入快速增长期，未来两年复合增长率约 40%，而公司目前股价对应的 2011 年 PE 仅 26.5 倍，维持强烈推荐-A 的评级。

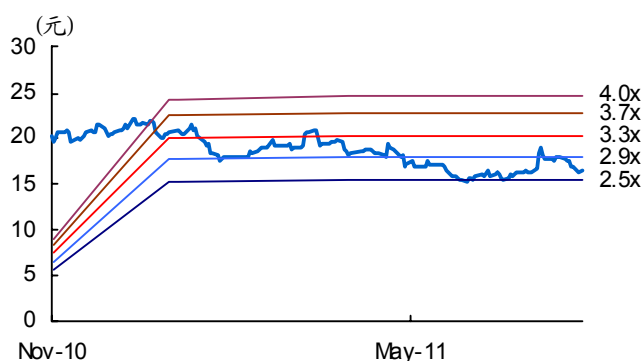
风险提示：扬州市场拓展低于预期、石化行业需求疲软、发生生产安全事故等。

图 1：恒基达鑫历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2：恒基达鑫历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	106	575	706	768	878
现金	81	513	681	733	832
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	2	3	3
应收款项	18	17	18	26	34
其它应收款	2	1	3	4	5
存货	0	0	0	0	0
其他	2	(2976)	2	2	3
非流动资产	562	503	447	405	367
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	514	472	419	380	344
无形资产	28	27	25	22	20
其他	21	(2237)	3	3	3
资产总计	668	1078	1153	1174	1244
流动负债	77	46	141	130	122
短期借款	0	0	5	5	5
应付账款	40	17	29	40	47
预收账款	0	0	0	0	0
其他	36	(169)	107	85	70
长期负债	333	266	186	130	91
长期借款	333	266	186	130	91
其他	0	(1)	0	0	0
负债合计	410	312	327	261	213
股本	90	120	120	120	120
资本公积金	61	477	477	477	477
留存收益	82	132	192	277	394
少数股东权益	25	37	38	39	41
母公司所有者权益	233	729	788	874	991
负债及权益合计	668	1078	1153	1174	1244

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	113	121	190	162	190
净利润	44	50	74	107	146
折旧摊销	0	0	48	44	39
财务费用	0	0	11	8	6
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	47	3	(2)
其它	69	(567)	10	1	1
投资活动现金流	(66)	(60)	(1)	(1)	0
资本支出	0	0	(1)	(1)	0
其他投资	(66)	(1)	0	0	0
筹资活动现金流	(1)	371	(21)	(109)	(91)
借款变动	0	0	5	(80)	(56)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(15)	(21)	(29)
其他	(1)	264	(11)	(8)	(6)
现金净增加额	45	432	168	52	99

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	160	173	184	261	339
营业成本	79	80	58	80	93
营业税金及附加	7	7	8	12	15
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	12	16	18	26	34
财务费用	20	16	11	8	6
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	53	88	135	191
营业外收入	15	14	12	12	12
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	56	66	100	146	202
所得税	12	15	25	38	55
净利润	44	51	75	108	148
少数股东损益	0	1	1	1	2
母公司所有者净利润	44	50	74	107	146
EPS (元)	0.49	0.42	0.62	0.89	1.22

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	30%	8%	7%	42%	30%
营业利润	-8%	27%	68%	53%	42%
净利润	10%	14%	48%	45%	36%
获利能力					
毛利率	50.5%	53.5%	68.5%	69.2%	72.5%
净利率	27.3%	28.9%	40.1%	41.0%	43.1%
ROE	18.8%	6.9%	9.4%	12.2%	14.7%
ROIC	8.2%	5.1%	6.8%	9.6%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	28.9%	28.3%	22.2%	17.1%
净负债比率	49.9%	24.6%	23.5%	16.3%	10.9%
流动比率	1.4	12.4	5.0	5.9	7.2
速动比率	1.4	12.4	5.0	5.9	7.2
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	303.4	263.5	395.7	16126.6	14923.8
应收帐款周转率	9.3	9.8	10.3	11.7	11.3
应付帐款周转率	1.3	2.8	2.5	2.3	2.1
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.42	0.62	0.89	1.22
每股经营现金	1.26	1.01	1.58	1.35	1.58
每股净资产	2.59	6.08	6.57	7.28	8.26
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.18	0.24
估值比率					
PE	43.6	50.8	34.4	23.7	17.4
PB	8.2	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	14.8	13.9	11.6	9.2	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，从事航空机场、铁路和物流行业研究。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。