

恒基达鑫 (002492)

公司研究/深度报告

市场增容、产能扩张，恒基达鑫起飞正当时

民生精品---深度报告/交通运输业

2011 年 11 月 25 日

报告摘要:

➤ 石化仓储顺应国家和区域发展规划，未来空间巨大

国内经济的快速发展为石化工业创造了巨大的发展空间，我国良好的生产基础和巨大的市场潜力吸引了众多的大型跨国石化公司投资。国家发改委及广东、江苏等省份出台了多项发展石化产业的规划纲要，公司作为专业的石化仓储企业，将直接受益于上述规划，预计公司的未来发展将得到政策层面上的充分保障。

➤ 珠海和扬州石化产业“十二五”井喷发展，市场蛋糕迅速扩大

据高栏港经济区“十二五”规划显示，高栏港经济区将新建或达产 20 余项大中型石油化工项目，总投资额达 513 亿元，而根据扬州石化工业园区“十二五”规划显示，扬州石化工业园区石化产业拟建项目投资额达 562 亿元。珠海和扬州地区石化仓储市场容量将在“十二五”期间迎来井喷时代。

➤ 公司是珠海高栏港化工仓储龙头，经营情况好于其他对手

公司是珠海高栏港的化工仓储龙头，目前在珠海地区拥有储能 44.8 万立方米，存储能力位居前列，且储罐出租率好于周围同行企业，主要原因在于公司良好的管理运行机制和优异的服务质量。凭借着高效率的管理机制和精细化服务，使得公司在激烈的市场竞争中占据较为有利的地位。

➤ 明年公司储能扩容30%，竞争优势显现

2012 年公司将新增 20.5 万立方米的储能。扬州一期续扩建工程将新增储量 4 万立方米，目前已部分投产；珠海三期第一阶段 16.5 万立方米则需由明年二季度延至四季度达产；三期二阶段计划新增 13.1 万立方米，但达产时间尚未确定。

➤ 土地使用税和营业税有望下调，税赋成本或下降

目前国家发改委、财政部及税务总局正商讨研究下调仓储业土地使用税；此外，国务院之前提出要尽快解决物流行业运输和仓储等环节中税率不统一的问题，在营业税改增值税试点扩大之前，仓储环节的营业税率有望下降至同运输环节 3% 的水平。

➤ 给予公司“谨慎推荐”评级，6个月目标价17元

未来几年内，公司将进入产能的密集投放期。我们预计公司 11-13 年营业收入分别增长 0%、28.60% 和 29.40%，实现 EPS 分别为 0.50、0.67、0.93 元，目前股价对应的 PE 分别为 31.11、23.41 和 16.84 倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级，6 个月目标价为 17 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	173	173	222	288
增长率(%)	8.09%	0.00%	28.60%	29.40%
归属母公司股东净利润(百万元)	50	60	80	112
增长率(%)	14.39%	20.92%	32.88%	39.04%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.67	0.93
PE	37.61	31.11	23.41	16.84
PB	/	2.27	2.07	1.84

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

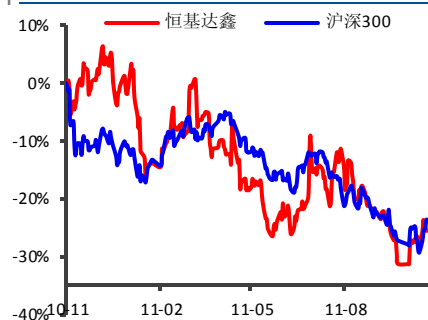
首次评级

合理估值：17 元

交易数据 (2011-11-25)

收盘价	14.82
近 12 个月最高/最低	22.60/14.22
总股本(百万股)	120
流通股本(百万股)	59.7
流通股比例	49.75%
总市值(亿元)	17.78
流通市值(亿元)	8.85

该股与沪深300走势比较



分析师

策略分析师：张琢

执业证号：S0100511010002

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

邮箱：sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

相关研究

目 录

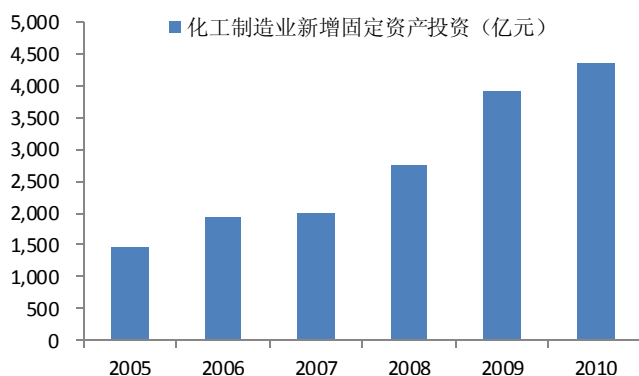
一、化工仓储：顺应国家和区域发展规划，未来前景广阔	3
（一）上游石化工业实现跨越式发展，为化工仓储提供发展沃土	3
（二）相关政策为石化和石化仓储产业保驾护航	4
（三）第三方石化仓储物流在我国的未来空间广阔	5
二、珠三角化工仓储龙头跨区发展步伐加大	5
（一）珠海和扬州同属石化重地，地理位置优越	5
（二）明年公司扩充储能达 30%	7
（三）竞争态势：珠海处于领先，扬州发力追赶	7
三、未来看点：新产能达产、市场扩容和纳税成本下降	8
（一）新产能达产匹配两地市场扩容，未来仍有储能扩展空间	8
（二）未来税赋成本有望下降	12
四、盈利关键假设	12
五、投资建议	13
六、风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

一、化工仓储：顺应国家和区域发展规划，未来前景广阔

(一) 上游石化工业实现跨越式发展，为化工仓储提供发展沃土

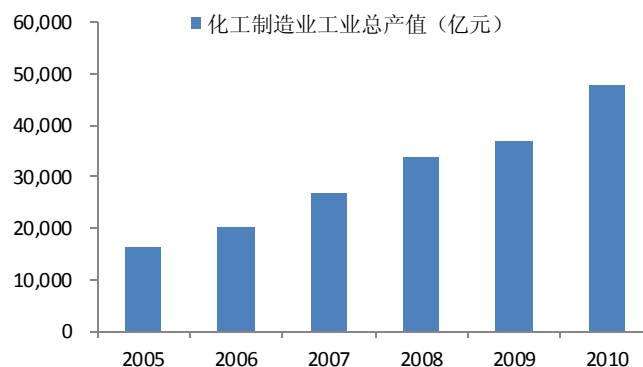
伴随着经济全球化的发展以及我国逐步兑现入世承诺，世界石化工业格局正在发生巨大的转变，中国正在成为世界石化产业格局的中心地。近年来，欧美及日本等发达国家和地区已经很少在本地新建大型石化项目，我国良好的生产基础和巨大的市场潜力吸引了众多的大型跨国石化公司前来投资。

图 1：化工业新增固定资产投资逐年上升



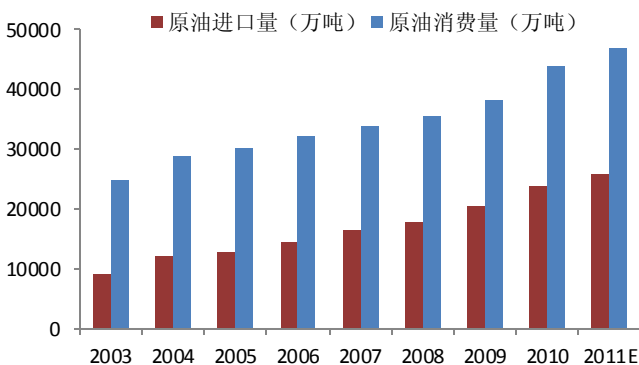
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：化学制造业工业总产值接近 5 万亿元



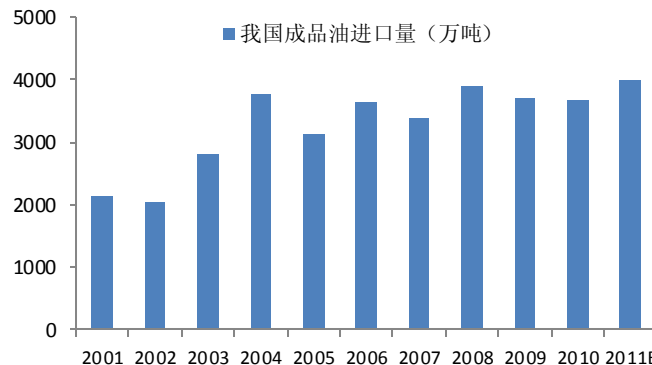
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 3：原油消费量和进口量增长迅速



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 4：我国成品油进口量逐渐攀升



资料来源：Wind，民生证券研究所

2010 年，我国石油化工产业细分有 20 多个行业，6 万余种产品，3.46 万家规模以上企业，实现总产值 8.88 万亿元，投资总额 1.15 亿元，进出口总额 4588 亿美元。预计 2011 年全行业总产值将突破 10 万亿元。从 1949 年的 1.77 亿元到 2010 年的 8.88 万亿元，中国石化产业经过 60 余年的发展，实现了跨越式的发展。

近年来，我国石油对外依存度逐年上升，目前已超过 50%。作为世界最大的原油消费国和净进口国，原油及相关产品的大量进口推动了石化物流的蓬勃发展。预计“十二五”期间，我国石化产业仍将保持良好的发展势头，石油及相关产品进口量仍将稳步增长。上游石化工业的跨越式发展，将为以恒基达鑫为代表的化工仓储企业提供良好的发展机遇和广阔的市场空间。

(二) 相关政策为石化和石化仓储产业保驾护航

1、广东省“十二五”规划重点发展石化及相关物流仓储服务

在广东省发布的“十二五”规划纲要的第三篇第二章第一节中提到，重点发展资金技术密集、关联度高、带动性强的装备、汽车、石化等产业；而在《规划》的第三篇第一章第一节中，重点提到将生产服务业作为重要的发力点，积极推进现代物流等面向生产的服务业，发展第三方物流、保税物流和国际物流等。

2、珠三角产业规划重点发展石化及相关物流仓储服务

《珠江三角洲产业布局一体化规划（2009-2020）》保持了同广东省“十二五”规划纲要相同的发展思路，对以石油化工产业为代表的先进制造业和以流通服务为代表的现代服务业给予重点扶持。文件中将区域石油流通枢纽（珠海）、石油储备基地、珠海临港石化基地以及珠海高栏保税港区列为重大项目（基地）。

此外，广东省在将珠海高栏港石化基地纳入全省产业发展总体布局的文件中指出，目前广东省正进入重化工业化阶段，需加快发展石化支柱产业。

图 5：在广东省，石化仓储业作为现代服务业将得到重点扶持



资料来源：广东省人民政府网站，民生证券研究所

3、江苏省制定专门的“十二五”石化产业发展规划

江苏省“十二五”石化产业规划提出，未来将重点打造三大石化产业聚集区：一是做精做优沿江化工产业带，大力发展高端精细化工产品；二是做大做强沿海化工产业带，重点发展石油化工、基本有机化工等基础产业，发展石油化工及下游延伸产品，形成炼油、乙烯及衍生产品加工一体化的产业格局；三是做专做特优质资源聚集区。预计到“十二五”末，江苏省石化行业总产值将达到 3 万亿元，占全省工业经济总量 14% 左右。

4、长三角重点发展沿江、沿海化工产业带

国家发改委 2010 年出台的《长江三角洲地区区域规划》第五章中指出，长三角地区要加快建设具有国际竞争力的石化产业基地。在充分考虑资源环境承载能力的基础上，依托现有大型石化企业加快建设具有国际水平的上海化工区、南京化学工业园区和宁波—舟山化工区，发挥沿海地区深水岸线和管道运输优势建设利用境外资源合作加工的大型石化基地，进一步壮大炼油、乙烯生产规模，建设大型基础石化产业密集区。

综合以上，我们认为恒基达鑫作为以化工仓储为主营业务的上市公司，将直接受益于上述规划，公司的未来发展将得到充分的政策保障。

（三）第三方石化仓储物流在我国未来空间广阔

1、石化仓储物流起步晚、发展迅速，未来市场空间广阔

石化仓储物流是专为石油化工企业提供产品运输、仓储和配送服务的服务体系。仓储是石化物流体系中的中转环节，目的是解决石化产品在不同运输方式之间进行转换时的存放问题。随着石化工业和石化物流的快速发展，石化仓储的重要性日渐凸显，未来发展空间十分广阔。

第三方石化物流在国外已较为成熟，目前在我国还处于起步阶段，但发展速度已然十分迅速。恒基达鑫便是在这一浪潮中涌现出的地区行业龙头。通过对石化企业提供一体化的物流服务管理，第三方石化物流仓储能够有效降低企业成本。随着我国石化工业和物流仓储服务体系的不断发展和完善，第三方石化物流仓储服务将向着更加专业化、精细化、规模化的目标不断发展。

2、高危仓储安全性升级，利好具有安全管理优势行业龙头

目前 6 万多种化工品中，80% 以上具有危险性。随着石化工业和石化物流的快速发展，石化仓储的安全性日渐凸显。特别是大连油罐事件之后，石化仓储行业的安全性成为政府和全社会关注的焦点。

我们认为，随着未来石化仓储行业安全监管力度的加强，将会有一批生产安全存在问题的化工仓储企业或产能将被淘汰或兼并，具有安全管理优势的龙头企业有望获得更好的发展良机 and 更多的资源倾斜。

二、珠三角化工仓储龙头跨区发展步伐加大

（一）珠海和扬州同属石化重地，地理位置优越

公司目前在珠海和扬州两地拥有石化仓储业务。珠江三角洲地区和长江三角洲地区同属我国四大石化产业集群（另两个分别是环渤海地区和东北重工业基地）。

公司总部位于国家一类口岸、全国沿海枢纽港之一的珠海港高栏港区南迳湾，设于南迳湾的化工专区是珠海市石化工业的最主要基地，吸引了如 BP 阿莫科、和记黄埔、岩谷、

台湾长兴化工等一大批跨国石化公司。高栏港与广珠高铁（在建）、京珠高速公路、京广铁路连接，码头距国际航线大西水道仅有 1 海里，距珠海机场 16 公里，据澳门 23 海里，据香港 55 海里，陆上距广州 140 公里，交通条件十分优越。

图 6：公司总部所在的高栏港南迳湾海陆空交通均十分便利



资料来源：公司资料，民生证券研究所

恒基达鑫扬州分公司位于扬州化学工业园区，是扬州化学工业园区的基础配套项目。扬州化学工业园区设立于 2005 年 5 月，园内主要以生产性化工企业为主，目前已形成了约 170 万吨聚酯、90 万吨 PTA、10 万吨烧碱、5 万吨丙烯醇、5 万吨氯化苯、4 万吨聚酯薄膜、4 万吨 PTMEG、3.6 万吨 1,4-丁二醇、3 万吨 EVA 乳胶、2 万吨顺酐、1 万吨对氨基苯酚和 0.4 万吨拟除虫菊酯的生产能力。

图 7：恒基达鑫扬州分公司位于扬州化学工业园区内



资料来源：公司资料，民生证券研究所

(二) 明年公司扩充储能达 30%

目前公司储罐可以存储的石化产品主要包括：醇类、苯类、烷烯烃类等液体化工品；各类轻质油和燃油，包括汽油、航空煤油、柴油、石脑油、润滑油及基础油等。

石化仓储行业属于自由竞争行业，价格主要由市场决定，变化幅度相对较小，因此业绩增长主要依靠储能的增加。公司现有储能 68.4 万立方米，其中珠海地区储能 44.8 万立方米，扬州地区储能 23.6 万立方米。公司在珠三角地区化工仓储业中储能居前，拥有雄厚的实力和强大的客户资源；扬州募投项目达产后，公司在扬州地区的硬件条件也将达到领头羊位置。

2012 年，公司将新增 20.5 万立方米的储能。其中，扬州一期续扩建工程将新增储能 4 万立方米；珠海三期工程第一阶段将新建库区新增储能 16.5 万立方米，二期二阶段计划新增 13.1 万立方米，但投产时间尚未确定。明年公司的总储能将达到 88.9 万立方米，扩容 29.97%。储能的扩大将进一步巩固公司在珠三角地区的龙头地位，在扬州地区的竞争力也将得到提高。

表 1: 2012 年公司储能相比今年扩充 30%

地点	码头泊位数量	罐容 (万立方米)
珠海	1 个 1 万吨级, 2 个 5 万吨级	61.3
扬州	1 个 4 万吨级, 1 个 5 千吨级	27.6
合计	5 个	88.9

资料来源：公司年报，民生证券研究所

(三) 竞争态势：珠海处于领先，扬州发力追赶

珠海高栏港区中，公司的主要竞争对手是中化格力、珠海一德石化、华南联合等公司。目前，公司在珠海的业务开展情况要好于其他竞争对手，这主要得益于公司良好的运行机制和优异的服务质量。凭借着较高的工作效率以及实施的精细化和差异化服务，公司在珠海地区的竞争中占据较为有利的地位。

表 2: 公司在高栏港的主要竞争对手

公司名称	码头泊位	罐容 (万立方米)
中化格力仓储 (港务) 有限公司	2 个 8 万吨级、4 个 5000 吨级	67.2
恒基达鑫 (珠海)	1 个 1 万吨级, 2 个 5 万吨级	61.3 (明年)
中油 (珠海) 石化有限公司	NA	52
珠海一德石化有限公司	3 个 3 万吨级	31.3
珠海中南汇化化工有限公司	NA	28.3
珠海华南联合石油有限公司	1 个 8 万吨级、1 个 5 千吨级, 2 个 1 千吨级	24

资料来源：公司年报，民生证券研究所

公司扬州业务的主要竞争对手是南京港 (仪征港区)、中化扬州石化仓储和仪征国华仓储等。南京港 (仪征港区) 是目前国内最大的液体石化中转仓储服务供应商，其拥有的

码头资源以及储罐容量都领先于其他公司。公司另外一个重要的竞争对手是中化扬州石化，两家公司储能相近，码头吞吐能力也不相上下，因此两者的竞争势均力敌，重点则在于客户的开拓和维护上。国华仓储的罐容仅有 16 万立方米，且无自用码头，和公司相比并无优势。

表 3: 公司主要竞争对手（扬州地区）

公司名称	码头泊位	码头位置	罐容（万立方米）
南京港（仪征港区）	13 个泊位，最大靠泊能力 8 万吨	南京港	37.69
恒基达鑫（扬州）	1 个 4 万吨级，1 个 5 千吨级	扬州港	27.6
中化扬州石化码头仓储有限公司	3 个泊位，最大靠泊能力 4.75 万吨	扬州港	23.6
仪征国华仓储有限公司			16

资料来源：公司年报，民生证券研究所

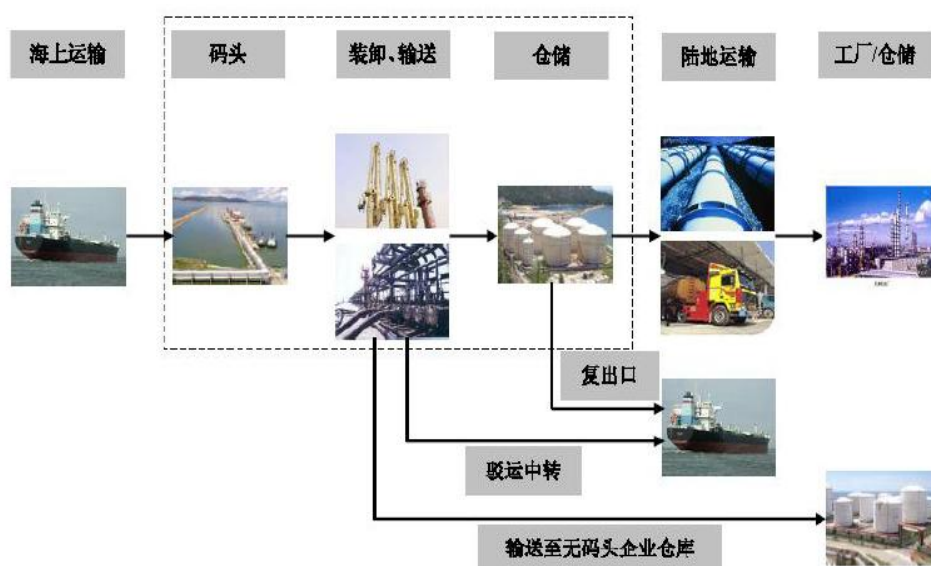
三、未来看点：新产能达产、市场扩容和纳税成本下降

（一）新产能达产匹配两地市场扩容，未来仍有储能扩展空间

据了解，公司仓储的油品和化工品均通过公司的自有码头接卸后进入公司储罐，两项业务具有高度的相关性。由于装卸业务收费执行的是固定收费（20 元/吨），因此装卸业务收入的增长完全取决于储量的增长，而储量的增长则主要取决于罐容的增长。

公司主营业务分为装卸、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。

图 10: 公司的装卸和仓储业务高度相关

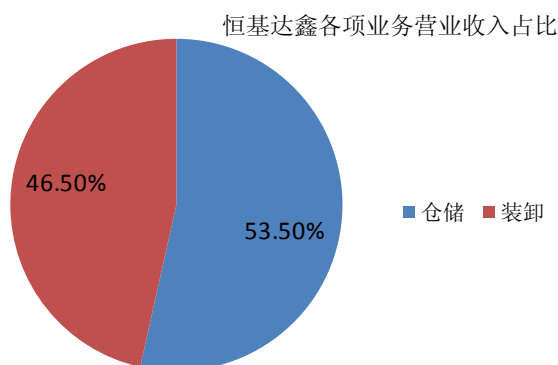


资料来源：公司资料，民生证券研究所

2010 年，公司仓储业务和装卸业务的营业收入分别占公司营业收入的 53.50%和

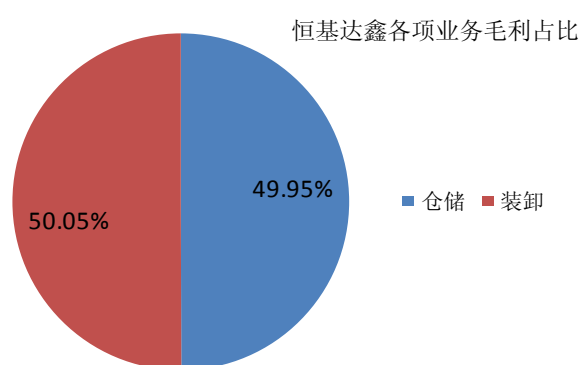
46.50%，但由于仓储业务毛利率低于装卸业务，因此在毛利贡献上，两项业务各占半壁江山，分别为 50.05% 和 49.95%，基本处于均衡状态。

图 8：2010 年公司仓储业务收入略高于装卸业务



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 9：2010 年公司毛利仓储和装卸业务各占半壁江山



资料来源：Wind，民生证券研究所

1、珠海业务未来看点：珠海 BP 扩产等多项石化投资使高栏港石化市场得到极大扩容

珠海三期募投项目将分成两个阶段，第一阶段新增储能为 16.5 万立方米，第二阶段新增储能 13.1 万立方米。第一阶段新增储能预计将于 2012 年第四季度建成投产，第二阶段的 13.1 立方米何时达产尚无定论。

(1) 公司的第一大客户珠海碧辟化工将在原 PTA 一期、二期工程基础上投资 6 亿美元新建 125 万吨/年的三期工程。项目达产后，珠海 BP 产能将达 295 万吨/年。基于公司与 BP 化工的良好关系，这将成为公司业绩腾飞的重要保障。

(2) 据高栏港经济区“十二五”规划显示，除 BP 项目外，未来几年高栏港经济区还将新建或达产 20 余项大中型石油化工项目，总投资额达 513 亿元，珠海石化仓储市场容量将在“十二五”期间迎来井喷时代。因此珠海地区业务发展短期在于新储能达产，中长期则在于市场扩容后公司所占份额的变化。

表 4：高栏港经济区未来三年可能达产的在建石化项目（部分）

公司名称	建设项目	建设年限	总投资（亿元）
宝塔石化重油制烯烃项目	聚丙烯、烯烃等基础原料及油品	2010-	30
成城沥青项目	60 万吨/年道路沥青工程项目	2009-2011	22
路博润润滑油添加剂	年产 20 万吨，占地 40 万平米	2010-2011	13.6
联成化学扩建项目	5 万吨/年顺酐、4 万吨/年电子级环氧树脂，3000 吨/年固化剂、24 万吨/年增塑剂	2011-2013	13
华润聚酯项目	60 万吨/年 PET 聚酯	2011-2013	12
万通化工项目	碳纤维、完全生物降解塑料、改性聚苯醚、高耐温聚酰胺等材料 100 万吨/年	2010-2012	10
广州化工集团化工项目	涂料 10 万吨/年，造纸化学品 6 万吨/年	2010-2012	10
裕华聚酯项目	50 万吨/年聚酯切片	2011-2013	10
台湾宏昌电子级环氧树脂项目	电子级环氧树脂 80000 吨/年	2011-2012	6.79

长岭炼化石化项目	5万吨/年碳五分离、10万吨/年重芳烃加工、3万吨/年苯加氢项目	2010-2012	5
壳牌（珠海）润滑油润滑脂项目	生产润滑脂3万吨/年	2011-2012	3.4
塞拉尼斯大型醋酸及工业乙醇	首期产能为60万吨/年冰醋酸及乙醇	2012-2014	68
宝塔石化二期	300万吨/年常减压、200万吨/延迟焦化、200万吨/年加氢制氢和100万吨/年DCC	2011-2014	22
印度拉玛聚酯项目	60万吨/年PET聚酯	2011-2013	6.82
瑞士斯泰隆水性聚合物项目	水性聚合物	2011-2013	5
澳大利亚纽佩斯项目	6万吨/年丙烯酸及醇酸树脂	2011-2013	2

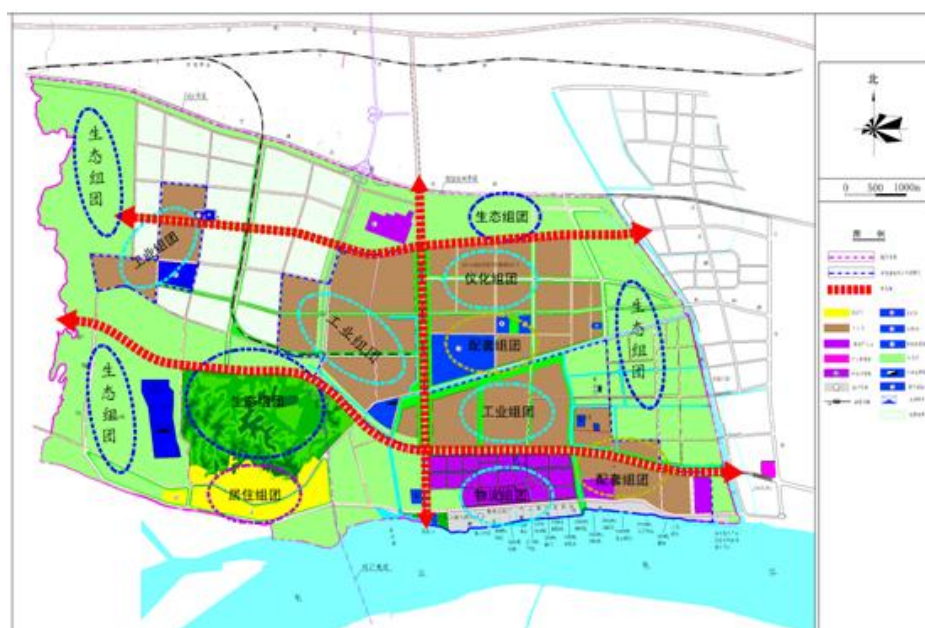
资料来源：高栏港经济区网站，民生证券研究所

2、扬州业务未来看点：客户拓展发力，“十二五”期间扬州化学工业园将面临飞速发展

扬州市场处于前期的培育和发展阶段，但从今年二季度开始，公司开始加大了对扬州市场的开拓力度，加快了同重点客户的谈判。公司在扬州地区的业务开展的时间不长，加之扬州化学工业园区发展至今仅有六年时间，和珠海高栏港化工产业集群相比，成熟程度相对较低，因此扬州市场目前正处于积极开拓的阶段。目前扬州一期续扩建的4万立方米的储罐已部分达产并达成出租意向。预计今年下半年，扬州地区储罐的出租率和周转率有望进入上升通道。

恒基达鑫扬州分公司所处的长江三角洲地区是我国经济实力最强的区域，苏、浙、沪三地所实现的经济总值占全国经济总量的五分之一以上。石油和化工产业是长江三角洲地区的经济支柱产业，化工原料需求约占全国总需求的60%，且大批量依赖进口。根据中国化工在线对主要液体化工品进口的统计，长三角地区液体化工品进口量占到全国进口量的60%，对于石化仓储物流的需求十分巨大。

图 11：扬州化学工业园区功能分区示意图（2011-2015）



资料来源：扬州化学工业园区“十二五”发展规划，民生证券研究所

表 5：公司周边重点客户（扬州地区）

公司名称	经营品种	年储运规模
扬州贸仪物流有限公司	汽油、柴油等油品	170 万吨，约合 242 万立方米
中石化仪征化纤股份有限公司	对二甲苯、乙二醇等化工品	100 万吨，约合 150 万立方米
实友化工（扬州）有限公司	燃料油、丙烯、MTBE 等	85 万吨，约合 100 万立方米
仪征润洋国泰石化仓储有限公司	各类化工品	50 万吨/年（仅装卸业务）
亚东石化（扬州）有限公司	乙醇胺、碳酸乙烯酯等	8 万吨，约合 13 万立方米
大连化工（江苏）有限公司	丙烯等化工品	4 万吨，约合 7 万立方米
江苏扬农化工集团有限公司	丙烯等化工品	3 万吨，约合 5 万立方米
扬州群发化工有限公司	己内酰胺等化工品	3 万吨，约合 5 万立方米
扬州石油化工厂	重油等油品	3 万吨，约合 4 万立方米
安徽六国化工有限公司	邻二甲苯等	3 万吨，约合 5 万立方米
安徽乐斯福（明光）有限公司	糖蜜等化工品	3 万吨，约合 4 万立方米

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

据扬州化学工业园区“十二五”规划显示：“十二五”期间，扬州化学工业园区拟新建大中型化工项目 40 余项，总投资额高达 562 亿元。除此之外，还有 10 项、共计 100 亿元的项目拟进行规划。至 2015 年，园区计划实现工业总产值 1000 亿元，固定资产投资额完成 600 亿元，石化物流营业收入超过 100 亿元。我们认为，公司将直接受益于扬州化学工业园区的发展壮大。

表 6：扬州化学工业园区未来三年可能达产的石化在建项目（部分）

公司名称	建设项目	建设年限	总投资（亿元）
置年石化	30 万吨丙烯、500 万吨重油催化、6 万吨环氧氯丙烷、10 万吨烧碱	2011-2014	14.95
远东集团	200 万吨 PTA、20 万吨再生瓶片	2011-2013	8.4
旭升化工	20 万吨聚丙烯	2010-2012	3.15
亚东石化	40 万吨环氧乙烷/28 万吨乙二醇	2011-2013	3
大连化工	4 万吨 EVA、5 万吨四氢呋喃、12 万吨 1, 4-丁二醇	2011-2014	1.7
住友精化	3000 吨高纯度氨、10 万吨丙烯酸甲酯、5 万吨高吸水性树脂	2011-2014	1
长连化工	35 万吨醋酸乙烯	2011-2012	0.9

资料来源：扬州化学工业园区“十二五”发展规划，民生证券研究所

2014 年之前，扬州化学工业园区可能达产的物流项目共有 4 项，罐容总量约为 85 万立方米。从罐容增量和市场扩容对比情况来看，扬州化学工业园区内储罐将明显处于供小于求的状况。未来三年内，恒基达鑫在扬州化学工业园区的扩张将不会碰触园区市场容量的“天花板”。作为园区最重要的基础配套设施供应商之一，恒基达鑫未来面临的扬州市场将是一片“蓝海”，其储罐容量未来仍有发展的空间。

表 7：扬州化学工业园区未来三年可能达产的液体石化仓储项目

建设单位名称	罐容	达产时间	占地（亩）
中化扬州石化码头仓储有限公司	35 万立方米	2014	500
园区投资公司	27 万立方米（公用）	2012	400
润洋国泰	18 万立方米	2011	
园区投资公司	5 万立方米（低温罐）	2012	130

资料来源：扬州化学工业园区“十二五”发展规划，民生证券研究所

（二）未来税赋成本有望下降

1、未来仓储业土地使用税有望下调

2006 年国家对于城镇土地使用税暂行条例进行修改后，各地仓储行业的土地使用税普遍上浮了 3 倍，而执行中的实际税率或更高，极端例子更在 10 倍以上。高额的土地使用税和营业税使得仓储物流企业经营困难，并在一定程度上推高了商品的终端成本。

目前国家发改委、财政部及国家税务总局正就仓储业土地使用税下调进行商讨和研究，我们认为在目前通货膨胀高企和国家大力发展物流业的大背景下，仓储业土地使用税的下调是大概率事件，政策出台的时间点可能在今年年底或明年年初。

2、营业税下调有望在增值税改革试点扩大之前来临

目前，我国仓储行业的营业税率是 5%，高于运输环节的 3% 税率。仓储环节与运输环节税率不统一的问题，加重了企业经营的负担，不利于整个物流行业的健康发展。国务院之前发布的《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》中提出，要尽快解决物流行业运输和仓储等环节中税率不统一的问题。

我们认为，营业税有望在增值税改革试点扩大之前来临。物流仓储行业营业税改革未来的大方向将是营业税改增值税，改革已在上海作为试点展开。试点方案中，物流仓储行业将适用 6% 的增值税税率。但考虑到试点扩大所面临的不确定性和时滞性，我们认为仓储环节的营业税率下调至运输环节 3% 的水平将在营业税改增值税试点扩大之前来临。而一旦未来营业税改增值税试点成功并推广至全国，更将对公司产生实质性的利好。

四、盈利关键假设

我们的盈利假设：

- （1）公司募投项目按预期达产，其中珠海三期明年四季度达产；
- （2）公司仓储和装卸收费标准保持不变；
- （3）储罐出租率以 90% 测算、周转率以 7.2 次测算；
- （4）综合折旧率为 5.7%；
- （5）暂不考虑土地使用税和营业税的下调可能产生的盈利影响。

我们的结论:

今明两年,公司在珠海和扬州地区的募投项目将相继达产,产能将得到快速释放。预计 2011-2013 年,公司主营业务收入复合增速将达 19%以上,营业收入分别为 1.73 亿元、2.22 亿元和 2.88 亿元,分别同比增长 0%、28.60%和 29.40%。

成本方面,公司在今年年初对固定资产折旧政策进行调整,我们测算出 2011 年的综合折旧率约为 5.7%-5.8% (采用 5.7%进行测算),本年度折旧合计减少约 1400 万元。其他成本则保持相对稳定,预计 2011-2013 年营业成本为 0.7 亿元、0.81 亿元和 0.96 亿元。

根据前述假设,我们测算出公司的合理股价约为 17 元。预计 2011-2013 年,公司实现归属母公司股东净利润分别为 0.6 亿、0.8 亿和 1.11 亿元,实现 EPS 分别为 0.50 元、0.67 元和 0.93 元,目前股价对应的 PE 分别为 30.48、22.75 和 16.39 倍。

表 8: 恒基达鑫收入和利润预测

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	173	173	222	288
增长率 (%)	8.09%	0.00%	28.60%	29.40%
归属母公司股东净利润 (百万元)	50	60	80	111
增长率 (%)	14.39%	19.33%	33.80%	39.36%
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.67	0.93

资料来源: 民生证券研究所

五、投资建议

我们给予恒基达鑫“**谨慎推荐**”评级,6 个月目标价 17 元。预计未来两年收入复合增长率达到 29%,净利润复合增长率 36%。主要原因如下:

(1) 珠海和扬州石化仓储市场在“十二五”期间将迎来井喷式发展,公司有望在市场扩容阶段获得更大的市场份额;

(2) 扬州一期续扩建及珠海三期第一阶段明年将达产,珠海三期第二阶段新建项目亦纳入规划,未来两年公司储能将大幅度提升。

表 9: 物流行业主要上市公司估值水平,截至 2011 年 11 月 25 日

证券代码	证券简称	自由流通市值 (亿元)	PE (TTM)	PB
600794.SH	保税科技	24.56	19.82	5.08
600787.SH	中储股份	41.87	20.51	1.81
300240.SZ	飞力达	5.62	27.46	2.89
002492.SZ	恒基达鑫	8.85	32.29	2.36
002183.SZ	怡亚通	50.05	36.65	3.87
002210.SZ	飞马国际	22.06	36.85	4.54
300013.SZ	新宁物流	3.83	158.49	3.02

资料来源: wind, 民生证券研究所

六、风险提示

市场开拓进度不达预期、生产安全风险以及大盘系统性风险

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	173	173	222	288
减：营业成本	80	70	81	96
营业税金及附加	7	8	10	13
销售费用	0	0	0	0
管理费用	16	17	23	29
财务费用	16	8	12	12
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	53	70	96	139
加：营业外收支净额	13	10	11	10
三、利润总额	66	81	107	149
减：所得税费用	15	19	25	35
四、净利润	51	62	82	114
归属于母公司的利润	50	60	80	112
五、基本每股收益 (元)	0.42	0.50	0.67	0.93

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	24.40	16.49	12.11	8.56
成长能力:				
营业收入同比	8.09%	0.00%	28.60%	29.40%
营业利润同比	27.2%	33.6%	36.8%	44.7%
净利润同比	15.45%	21.78%	32.88%	39.0%
营运能力:				
应收账款周转率	9.77	10.26	10.89	10.56
存货周转率	566.50	619.66	762.92	844.54
总资产周转率	0.20	0.16	0.20	0.23
盈利能力与收益质量:				
毛利率	53.5%	59.5%	63.4%	66.8%
净利率	28.9%	35.0%	36.1%	38.8%
总资产净利率 ROA	5.8%	5.7%	7.2%	9.2%
净资产收益率 ROE	9.9%	7.7%	9.4%	11.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	12.42	10.69	10.11	11.53
资产负债率	28.9%	24.0%	23.1%	19.6%
长期借款/总负债	85.1%	79.0%	76.1%	74.6%
每股指标:				
每股收益	0.42	0.50	0.67	0.93
每股经营现金流量	1.01	1.02	0.98	1.08
每股净资产	6.38	6.90	7.58	8.53

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	513	547	610	667
应收票据	0	1	1	1
应收账款	17	16	24	30
预付账款	43	18	22	34
其他应收款	1	3	3	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	575	586	661	735
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	472	424	430	431
在建工程	1	51	71	91
无形资产	27	26	25	25
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	503	501	526	546
资产总计	1,078	1,087	1,187	1,282
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	17	16	25	24
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	15	23	23	23
应交税费	6	6	6	6
其他流动负债	9	11	11	11
流动负债合计	46	55	65	64
长期借款	266	206	208	187
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	266	206	208	187
负债合计	312	260	274	251
股本	120	120	120	120
资本公积	477	477	477	477
留存收益	132	193	273	385
少数股东权益	37	38	40	42
所有者权益合计	766	828	910	1,023
负债和股东权益合计	1,078	1,088	1,183	1,274

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	121	122	117	130
投资活动现金流量	(60)	(20)	(45)	(40)
筹资活动现金流量	371	(68)	(9)	(33)
现金及等价物净增加	432	34	63	57

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 化工业新增固定资产投资逐年上升	3
图 2: 化学制造业工业总产值接近 5 万亿元	3
图 3: 原油消费量和进口量增长迅速	3
图 4: 我国成品油进口量逐渐攀升	3
图 5: 在广东省, 石化仓储业作为现代服务业将得到重点扶持	4
图 6: 公司总部所在的高栏港南湾海陆空交通均十分便利	6
图 7: 恒基达鑫扬州分公司位于扬州化学工业园区内	6
图 10: 公司的装卸和仓储业务高度相关	8
图 8: 2010 年公司仓储业务收入略高于装卸业务	9
图 9: 2010 年公司毛利仓储和装卸业务各占半壁江山	9
图 11: 扬州化学工业园区功能分区示意图 (2011-2015)	10

表格目录

表 1: 2012 年公司储能相比今年扩充 30%	7
表 2: 公司在高栏港的主要竞争对手	7
表 3: 公司主要竞争对手 (扬州地区)	8
表 4: 高栏港经济区未来三年可能达产的在建石化项目 (部分)	9
表 5: 公司周边重点客户 (扬州地区)	11
表 6: 扬州化学工业园区未来三年可能达产的石化在建项目 (部分)	11
表 7: 扬州化学工业园区未来三年可能达产的液体石化仓储项目	12
表 8: 恒基达鑫收入和利润预测	13
表 9: 物流行业主要上市公司估值水平, 截至 2011 年 11 月 25 日	13

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。