



业绩符合预期，期待油气行业突破

增持 维持

目标价格：22.00 元

投资要点：

公司 13 年营收 16397.76 万元，同比下滑 6.6%，毛利 7691 万元，同比下滑 27%；实现归属净利润 4867 万元，同比下滑 24%，对应 EPS 0.41 元，基本符合预期（0.44 元）。其中 Q3 单季净利 672 万元，对应 EPS 0.06 元，同比大幅下滑 52%。此外公司公告每 10 股派发现金红利 0.3 元，送红股 1 股，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 9 股。

报告摘要：

- ▶ **珠海基地需求波动加剧和新投产能折旧增加拖累整体业绩。**13 年珠海基地营收和净利润分别为 10426.78 万元和 3462 万元，同比分别下滑 -16.6% 和 26.4%。毛利率由 12 年的 66.2% 下滑至 47.4%，下滑十分明显。我们认为这主要是两部分原因引起：首先是宏观经济下滑导致公司长期租用储罐客户减少、部分客户的货物年周转量下降，储罐出租率下滑；其次是珠海三期一阶段的 13.6 万方罐容于 13 年 7 月底转固，新增固定资产带来约年 1200 万元折旧规模，加上新储罐出租率不达预期，因此珠海基地下滑明显，从而导致整体业绩下滑。
- ▶ **扬州基地罐容利用率回升带来较大业绩弹性，业绩贡献提升。**13 年扬州基地营收和净利润分别为 5971 万元和 1561 万元，同比分别增长 18% 和 59.6%，毛利率由 12 年 45% 小幅升至 46%。我们认为地区在储罐结构调整和中小客户开拓为主后，储罐出租水平持续提升，加上危急中长三角液体化工贸易和生产环境整体优于珠三角地区，因此罐容利用率回升带来业绩明显回升，业绩贡献占比提升至 31%。
- ▶ **期待油气行业获得突破。**公司 1 月通过增资旗下恒投控股参股山东油气投资公司（占 12% 股权），切入高景气天然气产业链，尽管短期可能带来的投资收益有限，但未来有望通过经验积累进一步加大油气行业投资规模，充分分享我国天然气产业高增长红利。
- ▶ **由于仓储需求波动较大，调整公司 14-15 年 EPS 为 0.48 元和 0.54 元（原 0.57 和 0.66），对应当前股价分别为 40x14PE，估值偏高，考虑到罐容利用率提升对业绩弹性大，高送转对股价带来的刺激，并且切入高景气油气行业有望享受一定估值溢价，暂维持“增持”评级。**

主要经营指标	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	160.41	178.48	166.9	192.6	214.6
增长率(%)	-7.25	11.27	-6.48	15.37	11.41
归母净利润(百万)	55.56	64.1	48.7	57.6	65.1
增长率(%)	11.07	15.37	-24.06	18.27	13.11
每股收益	0.46	0.53	0.406	0.480	0.543
市盈率	25.61	23.40	47.01	39.75	35.14

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

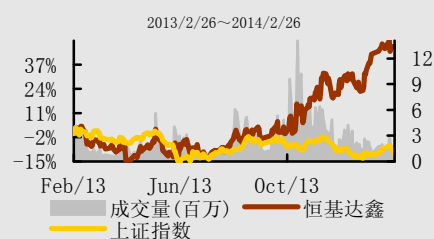
研究助理：

冯超

电话：18017006251

Email: fengchao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《Q3 业绩有改善，珠海基地仍低迷》

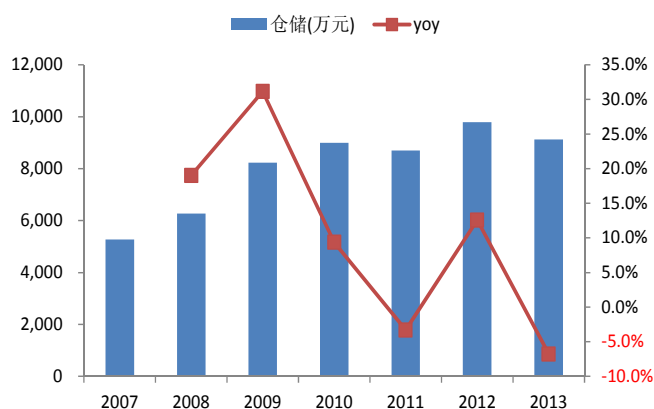
2013/10/28

《珠海基地下滑致业绩下降明显》

2013/8/8

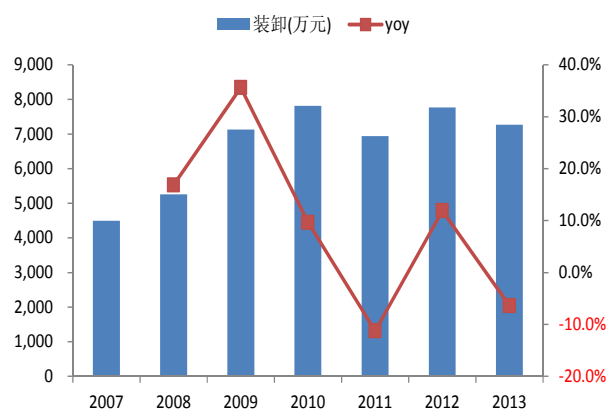
(一) 主业经营相关图表

图 1: 公司历年仓储业务营收和增长



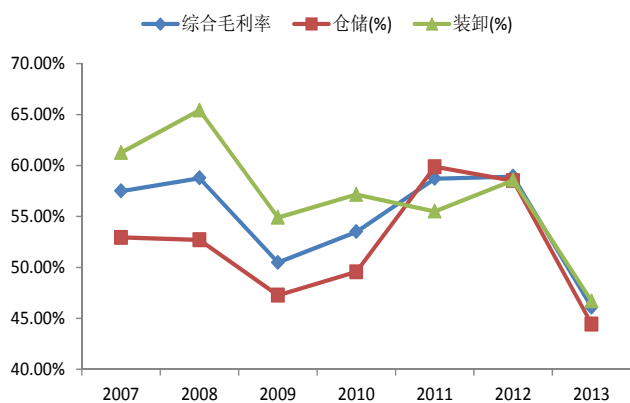
资料来源: 上市公司,宏源证券

图 2: 公司历年装卸业务营收和增长



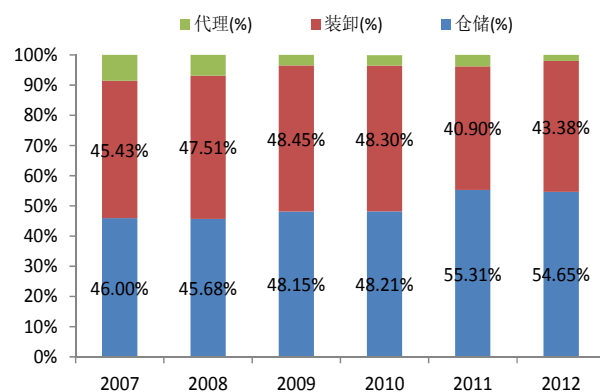
资料来源: 上市公司,宏源证券

图 3: 公司主营业务毛利率



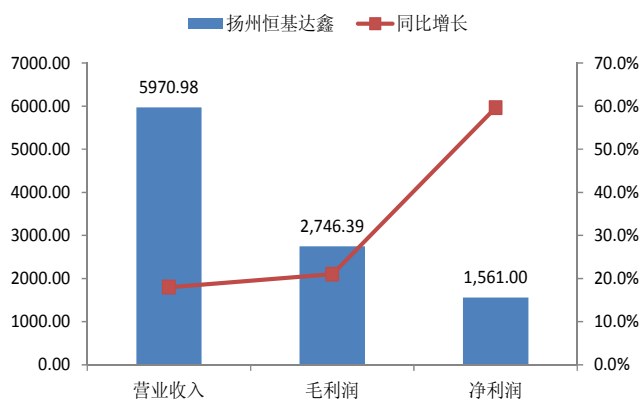
资料来源: 上市公司,宏源证券

图 4: 公司历年毛利润构成



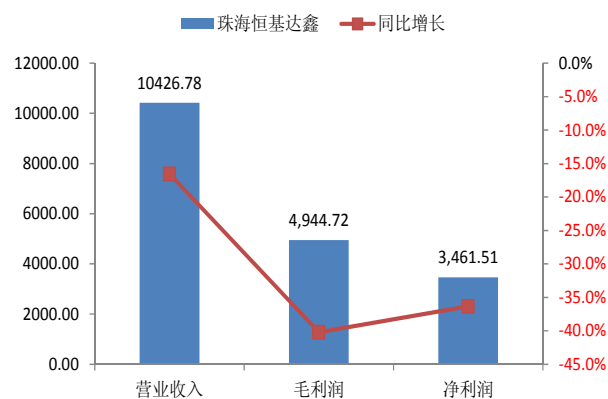
资料来源: 上市公司,宏源证券

图 5: 扬州恒基达鑫 13 年业绩和增长情况



资料来源: 上市公司,宏源证券

图 6: 珠海恒基达鑫 13 年业绩和增长情况



资料来源: 上市公司,宏源证券

图 7：三张表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	173	160	178	167	193	215	229
增长率		-7.3%	11.3%	-6.5%	15.4%	11.4%	6.8%
主营业务成本	-80	-66	-73	-90	-104	-113	-118
%销售收入	46.5%	41.3%	40.9%	53.9%	53.9%	52.8%	51.4%
毛利	92	94	105	77	89	101	111
%销售收入	53.5%	58.7%	59.1%	46.1%	46.1%	47.2%	48.6%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-1	-1	-1	-1
%销售收入	4.2%	4.7%	3.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-16	-18	-19	-19	-20	-23	-24
%销售收入	9.5%	11.4%	10.5%	11.6%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	69	68	80	57	68	78	86
%销售收入	39.8%	42.7%	44.7%	34.0%	35.2%	36.3%	37.6%
财务费用	-16	-5	-5	-4	-3	-3	-3
%销售收入	9.4%	3.0%	2.7%	2.5%	1.5%	1.3%	1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	53	64	75	52.7	65	75	84
营业利润率	30.4%	39.7%	42.1%	31.6%	33.7%	35.0%	36.5%
营业外收支	13	12	7	9.0	9	9	9
税前利润	66	75	82	62	74	84	93
利润率	38.1%	47.0%	46.1%	37.0%	38.3%	39.2%	40.5%
所得税	-15	-20	-18	-13	-16	-19	-23
所得税率	23.2%	26.3%	22.1%	21.1%	22.0%	22.5%	25.0%
净利润	51	56	64	49	58	65	70
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	50	56	64	49	58	65	70
净利率	28.9%	34.6%	35.9%	29.2%	29.9%	30.4%	30.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	51	56	64	49	58	65	70
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	36	39	48	48	52	52
非经营收益	18	14	12	-2	-3	-3	0
营运资金变动	-3	-6	-11	-23	-1	-1	5
经营活动现金净流	121	99	104	72	102	113	126
资本开支	-60	-137	-123	-129	30	9	9
投资	0	-42	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-60	-179	-123	-130	30	9	9
股权募资	465	11	0	0	-24	0	0
债权募资	-68	-82	-49	49	-154	-20	2
其他	-26	-48	-24	-13	-24	-28	-33
筹资活动现金净流	371	-120	-72	36	-202	-48	-31
现金净流量	432	-200	-91	-22	-70	74	105

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	513	314	222	200	130	204	309
应收款项	19	28	33	31	36	40	43
存货	0	0	0	1	1	1	1
其他流动资产	43	5	2	11	12	13	14
流动资产	575	347	258	243	179	259	366
%总资产	53.4%	35.2%	25.6%	22.4%	18.9%	26.5%	35.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0	0
固定资产	473	569	658	735	671	623	574
%总资产	43.9%	57.7%	65.5%	67.9%	70.6%	63.7%	55.6%
无形资产	29	70	90	101	98	94	91
非流动资产	503	639	748	840	771	719	667
%总资产	46.6%	64.8%	74.4%	77.6%	81.1%	73.5%	64.5%
资产总计	1,078	987	1,006	1,083	950	978	1,033
短期借款	0	0	31	90	0	0	0
应付款项	32	23	40	28	33	36	44
其他流动负债	15	14	13	26	31	35	10
流动负债	46	37	84	145	64	71	55
长期贷款	266	183	103	93	30	10	12
其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
负债	312	221	188	238	94	80	67
普通股股东权益	729	766	818	844	856	897	967
少数股东权益	37	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,078	987	1,006	1,083	950	978	1,033

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标							
每股收益	0.417	0.463	0.534	0.406	0.480	0.543	0.580
每股净资产	6.076	6.383	6.817	7.036	7.134	7.477	8.057
每股经营现金净流	1.011	0.825	0.863	0.598	0.849	0.942	1.052
每股股利	0.000	0.200	0.100	0.150	0.180	0.200	0.000
回报率							
净资产收益率	6.86%	7.25%	7.84%	5.77%	6.72%	7.26%	7.20%
总资产收益率	4.64%	5.63%	6.37%	4.50%	6.06%	6.66%	6.73%
投入资本收益率	5.13%	5.32%	6.53%	4.36%	5.96%	6.65%	6.61%
增长率							
主营业务收入增长率	8.09%	-7.25%	11.27%	-6.48%	15.37%	11.41%	6.82%
EBIT增长率	11.59%	-0.60%	16.71%	-28.89%	19.25%	14.98%	10.78%
净利润增长率	14.80%	11.07%	15.37%	-24.06%	18.27%	13.11%	6.82%
总资产增长率	61.43%	-8.47%	1.93%	7.66%	-12.25%	2.90%	5.69%
资产管理能力							
应收账款周转天数	37.4	37.9	45.3	40.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	1.4	1.8	1.3	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转天数	129.1	103.9	142.6	102.0	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	995.4	1,006.7	1,010.9	1,399.7	1,243.0	1,033.4	890.3
偿债能力							
净负债/股东权益	-32.34%	-17.02%	-10.72%	-1.95%	-11.68%	-21.65%	-30.70%
EBIT利息保障倍数	4.2	14.3	16.8	13.9	23.2	27.3	34.2
资产负债率	28.94%	22.37%	18.66%	22.02%	9.89%	8.23%	6.44%

资料来源：宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。