

业绩小幅增长，化工仓储值得关注

投资要点:

- 📖 业绩小幅增长，存货和应付账款增加较快
- 📖 液化石油业务新增产能对公司业绩贡献有限，钢材板块业务大幅压缩调整，张家港基地需到4季度方可陆续投运，化工仓储值得关注。

报告摘要:

- **业绩小幅增长，但存货和应付账款增加较快。**公司2010年上半年实现营业收入7.4亿元，同比下降7.26%。归属上市公司股东净利润589.3万元，同比增长5.72%。基本每股收益0.027元，同比增长8%。但是公司存货同比增加2.25倍，应付账款增加13.72倍，可能的原因在于国际LPG价格自二季度以来一直走低，下游消费渠道观望气氛浓厚。
- **液化石油气新增产能对公司业绩贡献有限。**收购BP太仓基地及租用集团宁波基地致使公司LPG仓储能力大幅增加，但2010年上半年液化石油气销售量8.6万吨，同比减少1.2万吨，预计全年液化石油销售量维持在25~30万吨。
- **钢材板块业务大幅压缩。**由于行业景气度较差，公司压缩钢材贸易业务规模，并将废钢再利用业务让予参股公司，相关板块营业收入同比下降69.08%。
- **张家港基地业务需要到10年四季度方可陆续恢复。**受撞击事故影响，公司张家港基地的化工仓储业务需要到10年4季度方可投运，LPG业务需要到11年方可投运。
- **公司估值中性，暂不予评级。**预计公司未来的2010-2012的EPS能够达到：0.20元，0.23元，0.35元。对应当前9.77元股价，P/E分别为48X，42X，28X。暂不予评级。
- **风险因素:**国际天然气市场供需出现重大转折，对公司的LPG业务推进构成制约；公司的码头、储罐能力匹配调整进展。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1653	2379.75	2058.62	1929.0	2289.79
增长率(%)		43.96%	-13.49	-6.30%	18.70%
净利润(百万元)	33.7	35.12	41.22	47.68	74.68
增长率(%)		4.12%	17.37%	15.67%	56.63%
每股收益(元)	0.14	0.173	0.201	0.230	0.351

柴沁虎

电话: 010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

康铁牛

电话: 010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话: 010-88085610

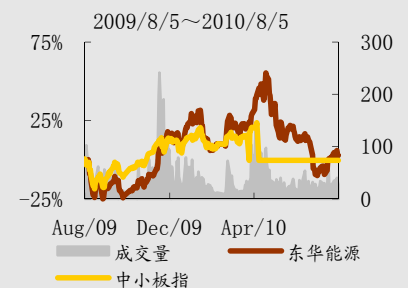
zuguangping@hysec.com

张延明

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	5828	
20100331	5390	
20091231	5099	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

目录

一、	国际天然气供需格局发生变化，LPG 推广面临阻力	4
二、	化工仓储是公司未来亮点.....	6
三、	码头和储罐的能力匹配是关键.....	7

插图

图 1: 美国非常规天然气产业发展概况.....	4
图 2: 国际天然气产能利用水平 (十亿方)	4
图 3: 原油和 LPG 的价格高度一致	5
图 4: LNG 的价格和原油价格离心倾向加剧.....	5
图 5: LPG 加气站盈亏平衡价格 (元/kg)	5
图 6: 压缩天然气加气站盈亏平衡价格 (元/方)	5
图 7: 公司 2010 年 LPG 销售量预计 (万吨)	5
图 8: 张家港保税区 2009 年主要大宗化工产品进口量值同比变化.....	6
图 9: 中国主要大宗化工产品进口量 (万吨)	6
图 10: 周边主要公司的码头能力和码头月周转次数 (万吨)	7

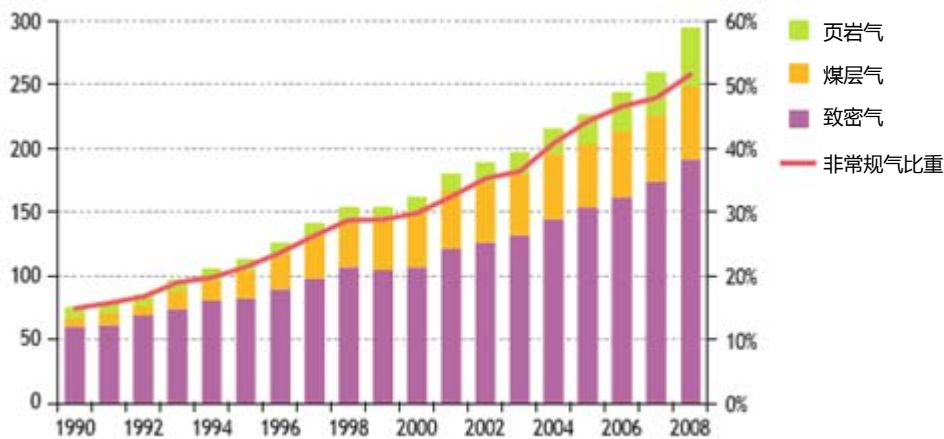
表格

表 1: 公司主要设施能力以及周转情况.....	7
表 2: 利润表 (百万元)	8
表 3: 资产负债表 (百万元)	9

一、国际天然气供需格局发生变化，LPG 推广面临阻力

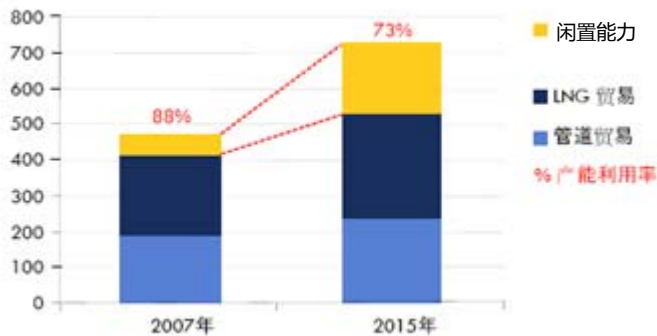
北美地区的煤层气、页岩气等非常规天然气产业快速崛起，目前美国地区的非常规天然气产量已经占到国内天然气产量的 50%。目前北美地区天然气供过于需的局面已经开始出现，进口液化天然气开始下降。按照 IEA (International Energy Agency, 国际能源署) 预测，到 2015 年国际天然气产能过剩 2000 亿方，产能利用率大约 73%。

图 1: 美国非常规天然气产业发展概况



资料来源: IEA、宏源证券

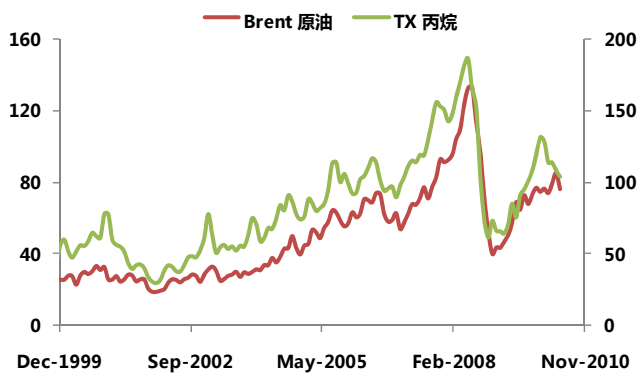
图 2: 国际天然气产能利用水平 (十亿方)



资料来源: IEA、宏源证券

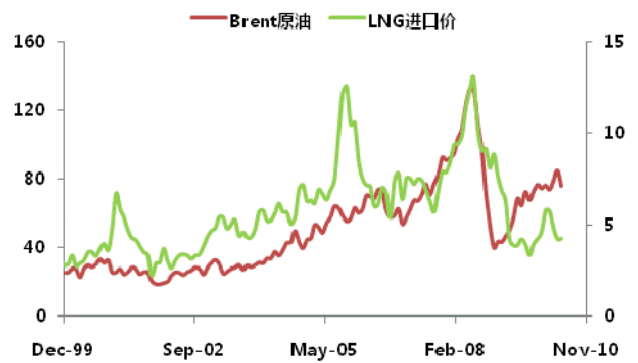
国际天然气市场供需变化带来的另一大后果就是传统天然气定价体系面临解体。长期以来，由于天然气市场是典型的卖方市场，资源主要集中在俄罗斯，卡塔尔等少数国家和地区，天然气的定价基本和原油价格绑定。但是北美地区天然气进口量的大幅度削减使得天然气和原油价格离心倾向加剧，尤其是金融危机后这一趋势更为明显。

图 3: 原油和 LPG 的价格高度一致



资料来源: 宏源证券

图 4: LNG 的价格和原油价格离心倾向加剧

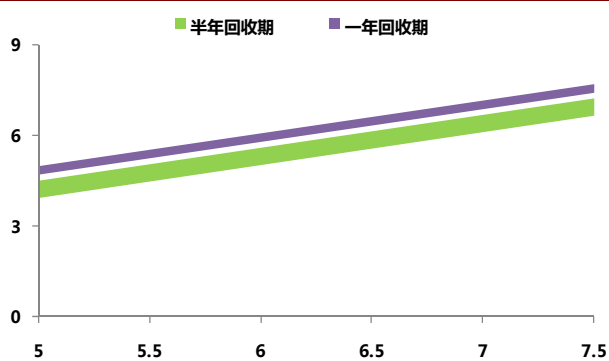


资料来源: 宏源证券

二三线城市液化气业务是公司传统客户, 近年来, 公司开始向周边的一些特钢公司、陶瓷公司拓展业务, 并取得一定的效果, 但是从中期看将会面临江浙一带的 LNG 项目以及西气东输项目的冲击。

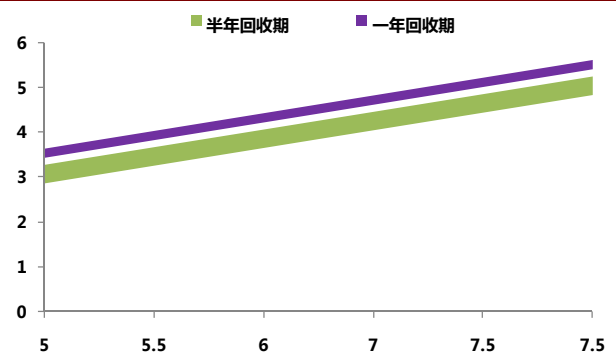
LPG 汽车业务是公司着力发展的一项业务, 但公司 90% 以上的 LPG 从海外进口, 将会面临低迷的国际天然气价格、国内快速扩张的 LPG 能力的双重考验。

图 5: LPG 加气站盈亏平衡价格 (元/kg)



资料来源: 宏源证券

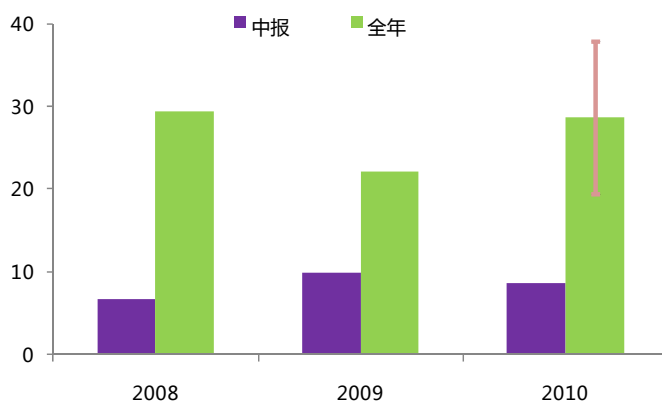
图 6: 压缩天然气加气站盈亏平衡价格 (元/方)



资料来源: 宏源证券

尽管收购了 BP 太仓基地, 租用了集团公司宁波基地, 但是和一般机构预测不同, 我们认为公司全面的 LPG 销售量基本上在 20-35 万吨左右, 中准水平大约 28.5 万吨。

图 7: 公司 2010 年 LPG 销售量预计 (万吨)



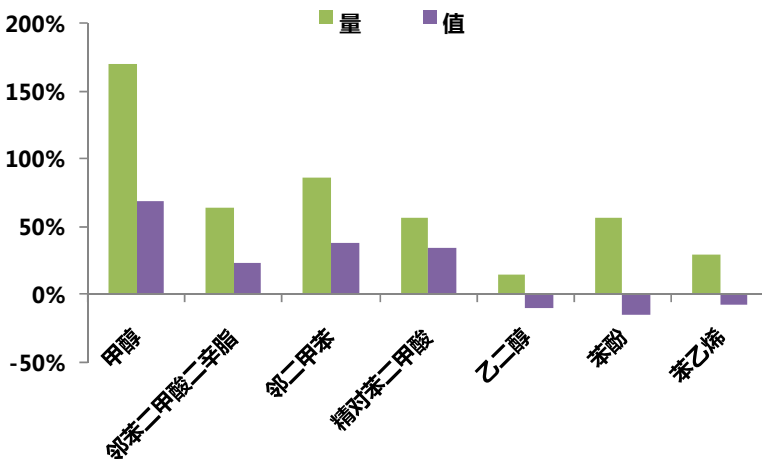
资料来源: IEA、宏源证券

二、化工仓储是公司未来亮点

中东地区拥有非常丰富的难以长距离运输的甲烷、乙烷资源，近年来该地区发展了一批以甲烷、乙烷等资源为原料的石化产业，这些产品，尤其是伊朗的产品，基本上定位于东北亚市场。08年下半年以来，一方面由于欧美经济低迷，另一方面中东，尤其是伊朗的石化项目资金压力较大，该地区向中国出口的石化产品数量激增，单价下降。未来，随着全球经济逐步走出低谷，沙特、卡塔尔等地的石化产品也开始陆续增加向中国的石化产品出口，整个“十二五”期间，甲醇、乙二醇、苯乙烯、PTA以及增塑剂等产品的进口量仍会快速增加，并可能出现量价齐升的局面。

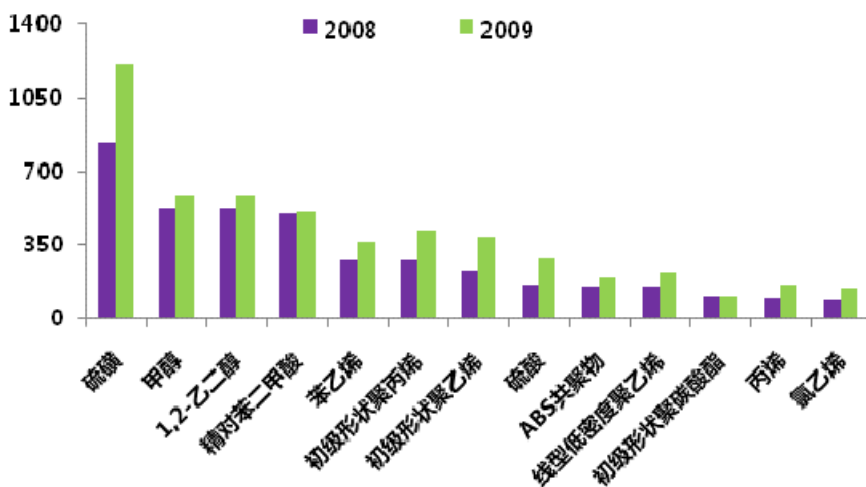
公司仓储业务地处张家港保税区内，该保税区是长江三角洲区域内最具影响的化工仓储分拨基地，离江苏省内五大出口城市南京、苏州、无锡、常州和南通的公路运输时间均在两小时以内。不仅如此，该保税区是国内唯一的“区港合一”的保税区，具有独特的保税仓储、分拨功能，不仅利于货物的快速集散，而且更适合化工原料大规模存放小批量分拨业务的开展。

图 8: 张家港保税区 2009 年主要大宗化工产品进口量值同比变化



资料来源: 石化协会、宏源证券

图 9: 中国主要大宗化工产品进口量 (万吨)



资料来源: 石化协会、宏源证券

目前保税区内有 13 家液体化工品仓储企业，现有大小液体化工品储罐共计 285 个，储罐总容量约为 107.89 万立方米，但是拥有专用码头的企业大约只有 5-6 家。公司的化工产品仓储能力约占 18%，具有码头优势和一定规模优势。公司的化工仓储收益主要分为卸船的接卸费和储罐的储存费，接卸费大约是 15-20 吨，毛利 45% 左右，储存费按批次平均约 50 元/吨，毛利 60-70%，业务拓展空间极大。

受 2009 年 7 月 9 日安民山号货轮撞击事故影响，张家港基地目前尚处于维修过程中，预计今年 4 季度会陆续投运，当年可实现周转量 20-30 万吨，11 年基本恢复正常。

三、码头和储罐的能力匹配是关键

公司的宁波基地、张家港基地的码头和仓储设施之间匹配失衡，制约装置能力的发挥。目前张家港基地的月周转次数大约 0.5 次，宁波基地的月周转次数约 1.8 次，码头接卸能力闲置严重。

随着公司 2 万吨化工专用码头的投运，公司的张家港基地的月周转次数可以改进到 2.6 次左右，但和周边的兄弟企业相比，码头实际吞吐量仍有不小的改进空间。

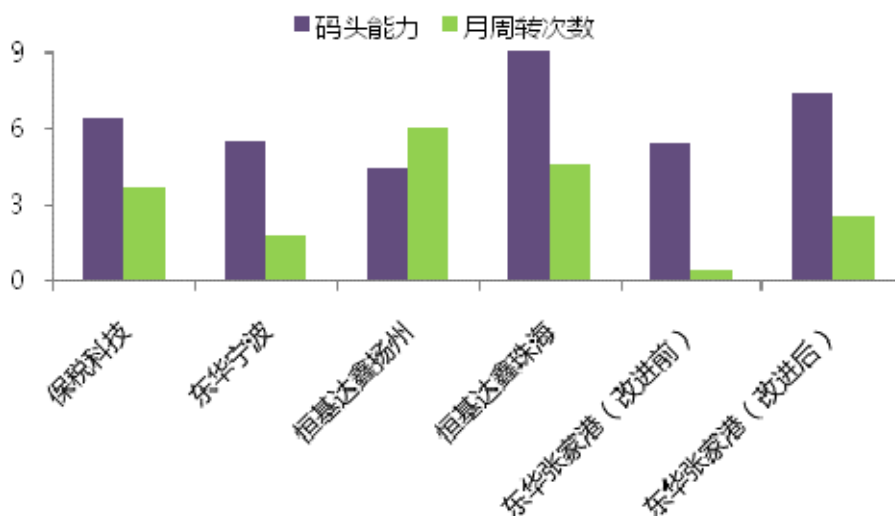
未来业绩，一方面需要公司稳定现有客户，开拓新客户资源，另一方面，需要平衡好码头和仓储设施的利用水平，尤其是提高码头的利用水平。

表 1: 公司主要设施能力以及周转情况

地点	码头能力 (万吨)	冷冻库容 (万方)	压力库容 (万方)	年周转率	备注
张家港 LPG	5.4	2*3.1	2*0.1	大约 10 次	11 年投运，实际周转量 30 万吨左右
张家港化工	2	18.8	N/A	大约 10~12 次	10 年 4 季度投运，化工仓储
太仓	N/A	2*3.1	0.62	大约 8 次	租用外单位码头，实际周转量 20 万吨左右
宁波	5+0.5	2*25	2*0.3		120 万吨能力

资料来源：公司年报、宏源证券

图 10: 周边主要公司的码头能力和码头月周转次数 (万吨)



资料来源：宏源证券

表 2: 利润表 (百万元)

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1310.17	1653.01	2379.75	2058.62	1929.01	2289.79
减: 营业成本	1246.05	1590.00	2274.84	1960.53	1783.01	2098.42
营业税金及附加	0.44	0.48	9.29	3.11	2.92	3.46
营业费用	4.93	8.04	27.07	23.42	21.94	26.05
管理费用	15.43	17.16	24.22	22.19	20.79	24.68
财务费用	-2.22	1.85	15.07	36.66	36.66	36.66
资产减值损失	-1.06	-1.03	0.96	0.96	0.96	0.96
加: 投资收益	0.00	0.28	-2.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.60	36.78	25.65	11.75	62.73	99.57
加: 其他非经营损益	0.01	2.09	15.32	41.09	0.00	0.00
利润总额	46.60	38.87	40.97	52.84	62.73	99.57
减: 所得税	3.65	5.14	5.85	11.63	15.06	24.89
净利润	42.95	33.73	35.12	41.22	47.68	74.68
减: 少数股东损益	-0.13	1.08	-3.30	-3.30	-3.30	-3.30
归属母公司股东净利润	43.08	32.65	38.42	44.52	50.98	77.98
每股收益(EPS)	0.194	0.147	0.173	0.201	0.230	0.351

表 3: 资产负债表 (百万元)

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	232.89	494.21	433.00	308.79	289.35	343.47
应收和预付款项	164.64	164.08	328.01	162.08	149.87	177.22
存货	107.50	136.15	192.41	87.51	167.06	132.54
其他流动资产	0.72	0.98	0.68	0.68	0.68	0.68
长期股权投资	0.00	10.78	10.26	10.26	10.26	10.26
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	211.80	360.81	362.88	502.47	459.66	416.29
无形资产和开发支出	54.40	55.82	73.40	71.82	70.24	68.67
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	771.96	1222.84	1400.63	1143.61	1147.12	1149.13
短期借款	90.91	65.00	690.32	690.32	690.32	690.32
应付和预收款项	400.20	565.41	129.37	115.93	98.79	146.38
长期借款	60.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.10	20.66	3.07	3.07	3.07	3.07
负债合计	552.21	671.06	822.76	809.31	792.18	839.76
股本	166.00	222.00	222.00	222.00	222.00	222.00
资本公积	0.40	240.21	240.17	240.17	240.17	240.17
留存收益	43.08	71.74	111.26	150.63	195.72	264.69
归属母公司股东权益	209.48	533.95	573.42	612.80	657.89	726.86
少数股东权益	10.27	17.83	4.45	1.15	-2.16	-5.46
股东权益合计	219.75	551.77	577.88	613.95	655.73	721.40
负债和股东权益合计	771.96	1222.84	1400.63	1423.26	1447.91	1561.16

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明: 宏源宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@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。