

上市公司调研研究报告

港口物流

今明两年罐容大增长

长江中下游最大的液化保税仓储企业

公司为长江中下游最大的液化保税仓储企业,拥有码头5座(5万、2万、5千吨级各一座、5百吨级2座),设计吞吐能力300万吨,控制储罐31.68万立方米,其中自有27.8万立方米,目前在建11.65万立方米,明年上半年投产后控制罐容43.33万立方米。

公司具有资源稀缺性和明显区位优势

目前张家港保税区岸线资源基本饱和,同时国家对内河危化品码头的控制较为严格,使公司码头成为相对稀缺资产;公司货种主要用于下游纺织化纤行业,而长三角这一产业较为发达。保税区现已经形成了全国最大的化工品交易市场,需求聚集作用巨大。

公司品牌优势明显定价具有一定溢价

公司吞吐货种都是一些价值量较高品种,业内经常有一些盗卖等行为,一旦发生,对客户损失非常大。公司作为张家港保税区管委会唯一一家控制的开发区内最大的同类公司,已经确立了信誉,并产生了一定品牌溢价。经营货种均为外贸,盈利能较强。

盈利预测和投资评级

随着8.9万和11.65万立方储罐今明两年相继投产,公司罐容大幅增长,如果没有其他因素影响产能释放进度,公司业绩将出现较大增长。2006年,我们在业内最早认识到了公司价值,并给予了首次增持投资评级,未来6个月内继续维持增持投资评级,并以绝对估值的13.63元作为合理定价。

风险分析

一季度看公司PTA贸易有增大趋势,4月以来PTA价格出现明显调整,如果价格较长时间走弱,PTA贸易将难以获利;随着储罐不断扩容,短期内如果为揽货而开展一些价值量较低品种,后续储罐盈利能力可能会低于预期,不过仍将保持较高的盈利能力。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入(百万)	249.21	560.99	641.09	697.74
主营收入增长率	118.26%	125.11%	14.28%	8.84%
EBITDA(百万)	93.37	136.19	178.62	188.80
EBITDA 增长率	26.88%	45.86%	31.15%	5.70%
净利润(百万)	54.36	81.98	111.07	119.38
净利润增长率	54.03%	50.82%	35.48%	7.49%
ROE	18.26%	22.57%	24.56%	21.80%
EPS(元)	0.300	0.460	0.623	0.670
P/E	37.47	24.44	18.04	16.78
P/B	6.73	5.52	4.43	3.66
EV/EBITDA	21.51	13.80	9.86	8.65

保税科技(600794)

维持

增持

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

021-68805057

执业证书编号: S1440207110190

当前股价: 11.24 元

目标价格6个月: 13.63 元

调研日期: 2010年06月30日

发布日期: 2010年07月05日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
2.8/12.8	7.7/23.3	73.0/80.8

12月最高/最低价(元) 13.58/0

总股本(万股) 17,826

流通A股(万股) 17,826

总市值(亿元) 21.93

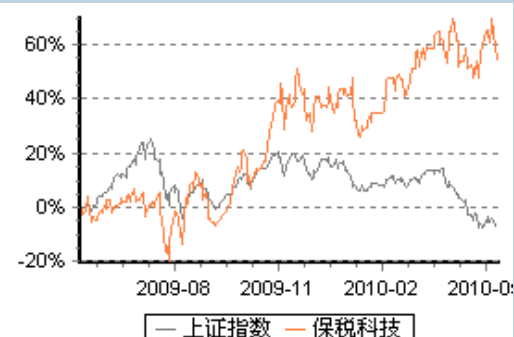
流通市值(亿元) 21.93

近3月日均成交量(万) 428

主要股东

张家港保税区金港资产经营有限公司 30.00%

股价表现



相关研究报告

2006-9-26 长江航运系列之: G 保税_港口资产存在价值重估

调研目的

了解公司经营情况、所处行业状况，以及未来的发展态势。

调研结论

公司为长江中下游地区最大的液化保税仓储企业，依托于长三角旺盛的终端需求，公司业务饱满，产能紧张。作为开发区内最大的同类公司和张家港保税区管委会旗下唯一一家上市公司，已经在多年经营中确立了信誉，并产生了一定品牌溢价。公司作业货物均为外贸品种，盈利能力强，目前正在积极推进储罐扩容工作。长期看，公司业务模式简单清晰，目前估值具有一定吸引力，维持增持投资评级。

基本情况介绍

公司为长江中下游地区最大的液化保税仓储企业，拥有码头 5 座，其中 5 万、2 万、5 千吨级各一座、5 百吨级 2 座，设计吞吐能力 300 万吨，目前控制储罐 31.68 万立方米，其中自有 27.8 万立方米，目前在建 11.65 万立方米，明年上半年投产后控制罐容 43.33 万立方米。

公司码头兼有货主和公用性质，2009 年码头吞吐量 283 万吨，其中供应后方储罐吞吐量约 80 万吨左右，归属自有储罐吞吐量 200 万吨左右。公司作业品种相对较为集中，主要品种有 5-6 个，其中乙二醇、二甘醇为最大两个品种，两品种合计吞吐量约 120 万吨，占长江国际总吞吐量的 42%，占自营仓储货种份额 60%。09 年乙二醇占全国进口量 15%，二甘醇占全国进口量 60%。

公司具有资源稀缺性和区位优势，目前张家港保税区岸线资源基本饱和，同时国家对内河危化品码头的控制较为严格，新批难度较大，使公司码头成为相对稀缺资产；同时仓储主要货种主要用于下游化纤纺织服装行业，而长三角这一产业链较为发达，公司区位优势明显。

公司客户主要为贸易商、保税客户、后方生产企业，其中贸易商业务量占一半左右。三类客户中，保税客户、生产企业基本依托于保税区，需求比较稳定。贸易商的需求最终也依托于长三角的真实需求。依附于实体需求，保税区已经形成了全国最大的化工品交易市场，贸易商在这里可以直接利用仓单背书交易，在公司仓库交割。

公司品牌优势越来越明显。公司吞吐货种都是一些价值量较高品种，业内经常会发生一些盗卖等行为，或者是化工品因温度而发生罐内反应事件。一旦发生这些事件，会对客户带来较大损失。公司作为张家港保税区管委会唯一一家控制的上市公司，具有极强的履约能力，在多年经营中，已经确立了信誉，并产生了一定品牌溢价。同时公司作业货种都是外贸品种，费率高，盈利能力强。

目前公司正在大力推进储罐扩容工作，以缓解储罐容量瓶颈。今年 4 月 8.9 万吨储罐投产，明年上半年 11.65 万吨储罐投产，此外公司尚有一块 59 亩土地可供进一步储罐建设。

盈利预测

根据新建储罐盈利预测、投产进度以及一季报情况，我们预测公司营业收入和营业成本如下表。并假设 11.65 万吨储罐明年 5 月初开始正式投产。

表 1：公司营业收入预测

单位：万元

	2009	2010e	2011e	2012e
主营业务	24630	55780	63773	69438
码头仓储	13468	18247	22464	23964
增速	21.3%	35.5%	23.1%	6.7%
化工品贸易	10768	36611	40272	44300
增速	-	240.0%	10.0%	10.0%
运输	130	598	688	791
增速	-	360.0%	15.0%	15.0%
其他销售	264	317	348	383
增速	119.2%	20.0%	10.0%	10.0%
其他业务	291	320	336	336
增速	49.0%	10.0%	5.0%	0.0%
营业收入	24921	56100	64110	69775
增速	118.3%	125.1%	14.3%	8.8%

资料来源：中信建投

表 2：公司营业成本预测

单位：万元

	2009	2010e	2011e	2012e
主营业务成本	13571	40135	43713	48096
码头仓储	2855	3123	3685	3922
毛利率	78.8%	82.9%	83.6%	83.6%
化工品贸易	10524	36428	39362	43414
毛利率	2.3%	0.5%	2.3%	2.0%
运输	104	478	550	633
毛利率	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
其他销售	87	105	115	126
毛利率	67.2%	67.0%	67.0%	67.0%
其他业务成本	115	288	319	336
毛利率	60.6%	10.0%	5.0%	0.0%
营业成本	13686	40423	44033	48432
毛利率	45.1%	27.9%	31.3%	30.6%

资料来源：中信建投

最终我们预测 2010-2012 年公司收入为 5.61 亿、6.41 亿和 6.98 亿，分别同比增长 125.11%、14.28%和 8.84%；实现净利润为 8198 万、11107 万和 11938 万，分别同比增长 50.82%、35.48%和 7.49%；每股收益分别为 0.46 元、0.62 元和 0.67 元。

估值和投资建议

采用 FCFF 绝对估值方法进行估值，考虑到未来的进一步发展空间，我们给了 6%的第二阶段增长率，公司合理股价测算为 13.63 元，对应的 2010-2012 年动态 PE 分别为 30、22 和 20 倍。

表 3：FCFF 估值假设

假设	数值
第二阶段(2015-2022)年数	8
第二阶段增长率	6.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	3.50%
β	0.97
Rm	10.00%
Ke	9.81%
税率	25.00%
Kd	4.32%
Ve	2,003.68
Vd	130.00
WACC	9.47%

资料来源：中信建投证券

表 4：FCFF 估值

单位：百万元

FCFF 估值	现金流折现值
第一阶段	602.56
第二阶段	727.24
第三阶段（终值）	965.66
企业价值 AEV	2,295.46
+ 非核心资产价值	279.39
- 少数股东权益	14.58
- 净债务	130.00
总股本价值	2,430.28
股本（百万股）	178.26
每股价值（元）	13.63

资料来源：中信建投证券

2006 年，我们在业内最早认识到了公司价值，并给予了首次增持投资评级，未来 6 个月内继续维持增持投资评级，并以绝对估值的 13.63 元作为合理定价。

风险分析

公司仓储业务盈利能力较为稳定，2009 年新开展的 PTA 贸易则可能会成为一定的风险点。

图 1：2009 年以来 PTA 价格走势



资料来源：中信建投证券

2009 年，PTA 价格总体呈现上升走势，从事 PTA 贸易的张家港保税区外商投资服务有限公司实现净利润 547.08 万元，扣除长江国际向股东实施 2008 年利润分配的 500 万元。外商投资服务基本处于盈亏平衡状态。

进入 2010 年 4 月份以来，PTA 价格出现调整走势，7 月 1 日价格较 4 月份最高价格下跌幅度达到 18.22%，而一季度看，公司 PTA 贸易规模有明显增大趋势，如果 PTA 价格较长时间走弱，公司 PTA 贸易将难以获利。

关于后续储罐盈利能力，随着储罐不断扩容，短期内如果为了揽货而开展一些价值量较低的产品，那么后续储罐总体的盈利能力可能会低于预期，不过总体上看仍将保持较高的盈利能力。

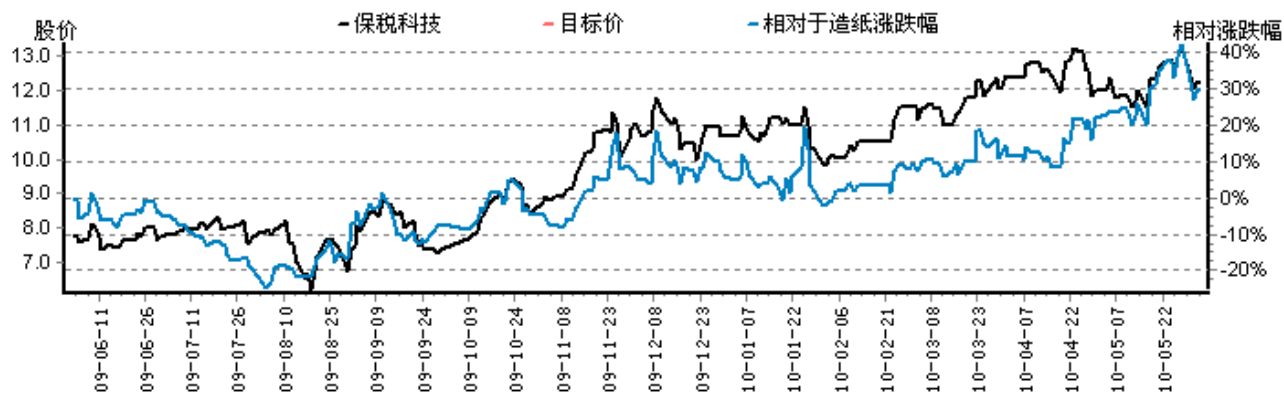


报表预测

	2008A	2009A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	114.18	249.21	560.99	125.11%	641.09	14.28%	697.74	8.84%
营业成本	30.65	136.85	404.22	195.38%	440.32	8.93%	484.31	9.99%
营业费用	2.03	2.82	3.41	20.78%	3.75	10.00%	3.94	5.00%
管理费用	20.79	27.39	28.76	5.00%	30.20	5.00%	31.71	5.00%
财务费用	4.99	1.87	5.45	192.08%	6.09	11.64%	5.11	-16.15%
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	51.56	73.17	109.79	50.04%	149.29	35.97%	160.45	7.48%
利润总额	47.19	75.04	109.97	46.55%	149.29	35.76%	160.45	7.48%
所得税	11.98	20.20	27.49	36.10%	37.32	35.76%	40.11	7.48%
净利润	35.20	54.84	82.47	50.40%	111.96	35.76%	120.34	7.48%
归属母公司股东净利	35.29	54.36	81.98	50.82%	111.07	35.48%	119.38	7.49%
NOPLAT	42.19	54.84	86.43	57.61%	116.53	34.82%	124.16	6.55%
资产负债表（百万元）								
货币资金	33.69	75.70	254.07	235.62%	363.00	42.88%	480.26	32.30%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	4.96	5.26	0.12	-97.66%	0.14	14.28%	0.15	8.84%
预付款项	1.22	1.75	3.37	92.39%	5.13	52.31%	7.07	37.78%
存货	1.45	27.08	44.30	63.61%	48.25	8.93%	53.08	9.99%
流动资产合计	41.64	110.90	303.22	173.42%	418.09	37.88%	542.26	29.70%
非流动资产	304.42	372.17	380.86	2.34%	357.61	-6.10%	334.36	-6.50%
资产总计	346.06	483.07	684.08	41.61%	775.70	13.39%	876.62	13.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	13.72	48.79	132.90	172.36%	144.76	8.93%	159.23	9.99%
预收款项	3.73	3.32	3.32	0.00%	3.32	0.00%	3.32	0.00%
流动负债合计	89.11	91.28	176.22	93.04%	188.08	6.74%	202.55	7.69%
非流动负债	0.00	80.00	130.00	62.50%	120.00	-7.69%	110.00	-8.33%
少数股东权益	13.60	14.08	14.58	3.52%	15.48	6.16%	16.43	6.17%
母公司股东权益	243.35	297.70	363.29	22.03%	452.14	24.46%	547.64	21.12%
净营运资本	(47.48)	19.62	127.01	547.39%	230.00	81.10%	339.71	47.70%
投入资本IC	250.56	290.76	228.47	-21.42%	199.29	-12.77%	168.49	-15.46%
现金流量表（百万元）								
净利润	35.20	54.84	82.47	50.40%	111.96	35.76%	120.34	7.48%
折旧摊销	17.04	18.33	20.95	14.28%	23.25	10.97%	23.25	0.00%
净营运资金增加	(25.75)	67.09	107.39	60.06%	103.00	-4.09%	109.71	6.51%
经营活动产生现金流	56.77	86.83	179.86	107.13%	147.24	-18.13%	156.24	6.11%
投资活动产生现金流	13.21	(78.52)	(29.64)	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(43.65)	33.73	28.15	-16.54%	(38.30)	N/A	(38.98)	N/A
现金净增（减）	26.33	42.04	178.36	324.31%	108.94	-38.92%	117.26	7.64%



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

钱宏伟，上海交通大学工学硕士，交通运输业高级分析师。研究过程中能够始终坚持客观理性的思路，特别注重对企业中长期发展前景的判断。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。