



保税科技(600794)：储罐容量翻番，盈利能力稳定

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	178
实际流通 A 股（百万股）	178
实际流通 A 股市值（亿元）	24.01

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 张娜

电话 025-83367888-3085

邮箱 nicolezn@126.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 保税科技(600794)主营业务为液体化工品的装卸和仓储，仓储的主要产品—乙二醇和二甘醇主要应用于纺织化工原料的生产。公司的主要竞争优势是自有5个石化码头，由于化工危险品的码头审批非常复杂，张家港保税区的岸线现已基本开发完毕，码头利用率非常高，仓储企业只有拥有前方自由码头才能进一步扩张仓储的容量。
- 公司的主要客户为保税区后方生产企业和保税外商，客户是比较稳定的，仓储产品的费用随产品的价格变动不大，即便在经济危机中，盈利的下滑也不十分严重。今年上半年保税储罐的运营情况良好，处于满负荷运作状态，仓储与装卸业务的毛利率基本维持在近80%。
- 公司新投产以及即将投产的8.9万和11.6万立方米液体化工品储罐项目将使得公司总罐容翻番，驱动未来两年业绩复合增速达到50%左右，每年能分别增厚EPS为0.15元与0.14元。由于液体化工品储罐需进行试运行，今年二季度暂为带来盈利，下半年将为公司贡献盈利。
- 公司与09年成立外服公司开展PTA贸易业务，公司将PTA贸易业务的定位为尝试性经营，由于这部分业务的毛利率很低（仅为2%-3%），对公司整体的盈利影响不大，公司的经营重点仍为仓储业务。
- 可比公司恒基达鑫将于近期登陆创业板，有利于提升公司的估值水平。预计公司2010、2011、2012年的EPS为0.44、0.58、0.65元，根据9月6日的收盘价13.49元计算，对应的PE分别为30.65、23.26、20.75，与物流行业的其他公司相比估值具有一定优势，给予推荐评级。

一 公司基本情况

张家港保税区金港资产经营有限公司和张家港保税区长江时代投资发展有限公司为保税科技主要股东，截至2010年上半年末，金港资产持有上市公司30%股份，为第一大股东，张家港保税区管委会持有金港资产100%股权，是上市公司实际控制人。

表一 公司上半年各子公司的盈利情况表

公司名称	持股比例	主要业务	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	占总营业利 润比重
张家港保税区长江国际港务有限公司	99.00%	在张家港保税区内从事液体化工品的码头装卸和仓储业务	8099.1	6289.2	96.2%
张家港保税区外商投资服务有限公司	91.00%	化工品 PTA 贸易	21447.3	208.8	3.2%
扬子江化学品运输物流服务有限公司	100.00%	液体化工品运输业务	343.6	31.1	0.5%
张家港保税区扬子江物流服务有限公司	100.00%	物流相关服务	8.1	6.2	0.1%

资料来源：公司半年报

二 主营业务情况

张家港保税区已经建成液体电子交易平台，后方的生产企业和经销商可通过这一平台利用套保功能，缩短了融资时间，提高了资金利用率，极大的降低了经营风险。依托于这一平台，张家港地区的液体化工品交易额增长迅速。

保税科技的子公司长江港务主要从事乙二醇、二甘醇等散装液体石化产品的码头装卸及保税仓储业务，是目前长江中下游地区从事散装液体化工品保税仓储业务规模最大的企业，公司仓储品种乙二醇和二甘醇为纺织业的初始化工原料。保税区地处长三角几何中心，周边的无锡、南通等地是我国纺织业集聚度最高的地区，整个区域纺织原料巨大需求量，为公司的主营业务的稳定增长带来了保证。即使在金融危机时期，化工原料商仍需将化工品进行仓储，甚至由于化工品价格的突然大幅度下跌，化工原料商还进行了补货的情况，使得公司的盈利下滑现象并不十分严重。

公司的仓储费率与仓储品种的价格变动不大，长江港务的客户为外商和保税区后方的生产型企业，客户相对稳定，近几年仓储与装卸业务的毛利率基本维持在近 80%。根据这次调研，我们了解到上半年保税储罐的运营情况良好，处于满负荷运作状态。

三 公司竞争优势

目前张家港地区已经形成 158.7 万立方米的液体化工品储罐，由 10 多家仓储企业经营。公司运营的 31.7 万立方米的储罐占区域内液体化工品总罐容的 20%，占保税储罐总量的 64%，是目前张家港地区最大的液体化工品仓储企业。

公司的核心竞争力在于公司拥有 5 座自由码头，其中 20,000 吨级（1#泊位）、50,000 吨级（2#泊位）、及 5000 吨级（3#泊位）散装液体石化产品专用码头各 1 座，500 吨级内河十字港疏运码头 2 座。由于整个张家港保税区的岸线已经基本开发完了，尤其是液体化工危险品码头的审批更加的不易，只有拥有自由码头，才能保证仓储货品能够不滞港，以便进一步扩张产能。公司现有码头的吞吐能力为 300 万吨/年，09 年完成货物吞吐量 283 万吨。通过加宽管道、提高船舶周转率等措施，公司码头吞吐能力将有显著提升，能够为未来几年罐区产能扩张提供保障。

张家港地区的液体化工品储罐运营商储罐供应相对紧张。由于张家港现有的岸线已经基本开发完了，除了拥有 9 个码头的仓储公司外，其他仓储公司很难扩大产能。近期各仓储公司的扩产情况也印证了这个判断，除孚宝公司近期要投产一个 10 万立方米的储罐项目外，其他的仓储公司并没有任何新项目，由于不具备码头优势，今后也很难投产新项目同公司产生竞争。从这点考虑，保税科技将占据张家港未来液体化工品仓储容量的增长重要的份额。

四 PTA 贸易及其他业务经营

保税科技于 09 年成立外服公司开始从事 PTA 贸易业务，PTA 主要的进口商为韩国、日本。

图一 国内 PTA 市场价格走势图



资料来源：百川资讯

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%。受到化工品市场行情下跌的不利影响，PTA贸易相关业务未能取得预期效益，在收入约2.2 亿元的情况下，净利润仅为-97.5 万，使得上半年公司营业成本大幅增长568%，高于营业收入的增长速度。

保税科技将 PTA 贸易的业务暂时定位为尝试性经营，外服公司所从事的 PTA 贸易量占比整个保税区 PTA 贸易量很小，PTA 贸易业务的毛利率在价格没有下跌前也仅为 3%左右，与公司的主营业务仓储服务相比，PTA 贸易业务贡献的利润不足以对公司的盈利产生较大的影响。

扬子江化学品运输公司有限公司现今运作规模还不大，主要为长江港务的仓储业务客户提供配套运输服务，提升公司整体的服务质量。

五 近期在建以及已投产的新项目

公司新建的 8.9 万和 11.6 万立方米液体化工品储罐将使得公司总罐容翻番，使得未来两年业绩复合增速近 50%。8.9 万立方米化工罐区工程项目投资金额 8473 万元（银行贷款 8000 万元），占地面积 56988 m²，项目于 2009 年 2 月开工建设。11.65 万立方米化工罐区工程项目投资金额 12759 万元（银行贷款 5000 万元），占地面积为 45570 m²，该项目 2010 年 5 月初开工，计划 2011 年上半年建成投产。

表二 新建项目盈利预测表

	8.9 万立方米储罐项目	11.65 万立方米储罐项目
预计投产时间	2010 年 4 月初，已达产	2011 年上半年投产，预计投产后即可达产
达产后年仓储量（万吨）	90	100
费率（元/吨）	50	45
营业收入（万元）	4,500	4,500
营业成本、营业税金及三 项费用（万元）	1,000	1,210
利润总额（万元）	3,500	3,290
所得税（万元）	875	823
净利润（万元）	2,625	2,468
增厚每股收益（元）	0.15	0.14
投资回收期（税后）	3.9 年	6.2 年
内部收益率（税后）	34.94%	19.28%

资料来源：公司资料

保税科技在今年 4 月份投产的 8.9 万立方米液体化工储罐项目，在二季度尚未给公司贡献利润，主要原因为液体化工储罐在投产后，需要经过测试才能正常

投入运营，新项目将在下半年为公司带来盈利。公司在针对明年上半年投产的 11.65 万立方米液体化工储罐项目做可行性研究盈利预测时，已考虑到随着储罐容量的增加，仓储费用可能降低情况，将仓储费用由 50 元/吨调至 45 元/吨，所以我们相信新项目能够带来的公司预期的盈利是有保证的。

此外，公司现有储罐后方还有储备土地可以建设 10 万立方米的罐区，为公司 2012 年以后的产能扩张预留了空间。

六 可比公司登录中小板，将提升公司估值

保税科技是目前是 A 股市场唯一一家从事液体化工品仓储的企业，只有近期将登陆创业板的恒基达鑫的业务模式与之类似。恒基达鑫是目前珠三角地区规模最大的液体化工品仓储企业，保税科技主要服务于长三角地区。恒基达鑫目前总储容为 68.4 万立方米，是保税科技的 2 倍。保税科技的储罐全部为保税储罐，而恒基达鑫保税罐比例占比仅为 45%，因此其仓储业务收费水平低于保税科技，毛利率为 50.8%，比保税科技低 26 个百分点左右。

恒基达鑫将于近期登陆A股市场，预计恒基达鑫上市后PE高于30倍是大概率事件，将有助于提升保税科技的估值水平。

●投资建议

预计公司2010、2011、2012年的EPS为0.44、0.58、0.65元，根据9月6日的收盘价13.49元计算，对应的PE分别为30.65、23.26、20.75，与物流行业的其他公司相比估值具有一定优势，给予推荐评级。

表三 物流行业各公司市盈率

序号	代码	简称	最新收盘价 (9月6日)	市盈率		
				10E	11E	12E
1	002245	澳洋顺昌	13.75	29.9	23.1	19.4
2	002183	怡亚通	14.83	40.1	34.9	22.5
3	600787	中储股份	8.85	24.4	18.9	15.2
4	300013	新宁物流	15.78	55.4	45.0	10.5
5	002210	飞马国际	10.96	38.8	28.8	21.3
6	600794	保税科技	13.49	30.6	23.3	20.7

附表 公司的利润表及预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	249.21	611.20	842.46	963.20
营业成本	136.85	445.30	630.23	783.69
营业税金及附加	6.73	16.50	22.75	26.03
营业费用	2.82	7.86	9.53	10.90
管理费用	27.39	30.72	33.79	37.17
财务费用	1.87	2.66	3.49	3.21
投资收益	0	0	0	0
营业利润	73.17	108.2	142.67	102.2
营业外收入	1.86	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	75.04	108.20	142.67	159.17
所得税	20.20	29.20	38.38	42.98
净利润	54.84	79.01	104.15	116.72
少数股东损益	0.48	0.69	0.91	1.02
母公司所有者利润	54.36	78.32	103.24	115.70
EPS(元)	0.30	0.44	0.58	0.65

南京证券上市公司投资评级标准:

强烈推荐: 预计 6 个月内涨幅大于 30%;

推 荐: 预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间;

中 性: 预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间;

回 避: 预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。