

今明两年产能翻番，业绩持续增长无忧

报告要点

■ 未来两年产能翻番，等同于再造一个保税科技

随着 2010 年 4 月和 2011 年上半年 8.9 万立方米和 11.65 万立方米储罐的相继投产，公司储罐容量由 22.7 立方米增至 43.25 立方米，2 年内产能扩张一倍；相当于再造一个保税科技。考虑后备供开发的土地，我们预期 2010-2014 年公司有效产能分别增长 25.99%、30.77%、15.51%、11.57% 和 10.37%。由于费率较稳定，持续产能扩张保证未来业绩确定增长。

■ 新项目投产之后立即显效

目前需求旺盛，保证公司新产能投产即能达产。我们看到，今年 4 月 8.9 万立方米项目投产之后，加上 PTA 贸易状况好转，3 季度公司营业收入同比、环比分别增长 222% 和 50%；净利润同比和环比分别增长 85% 和 86%；是物流公司中 3 季度利润唯一同比环比大幅度增长的公司。

■ 下游需求旺盛

张家港保税区是目前我国最大的液体化工交易和集散中心。保税科技同时拥有自身码头、输送管道和储罐整条链的业务，比其他小型的依靠公司码头和管道的储罐经营企业具有更大竞争优势。公司存储的主要品种为乙二醇和二甘醇，主要应用于下游纺织化工原料的生产。长三角是我国纺织服装的主要产地，服装产量接近全国的三分之一；而化纤布的生产有三分之二以上都集中在长三角，给公司的主要化纤原料类液体化工产品的存储带来了旺盛的需求。

■ 低估值优势提供股价足够安全边际

虽然恒基达鑫规模大于保税科技，但其仓储业务毛利率低于保税科技。2010 年恒基达鑫对应 PE 达到 47 倍；而保税科技 2010 年 PE 不到 30 倍。2011 年，即使考虑恒基达鑫折旧政策调整，其 EPS 与保税科技接近。但保税科技与恒基达鑫的股价差距达到 6 元，即使考虑恒基达鑫有高估之嫌，估值的显著差异也提供了公司股价一个足够的安全边际。

■ 盈利持续增长无忧，维持“推荐”评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.50 元、0.66 元和 0.72 元。乐观情景下，参照 2011 年恒基达鑫 30 倍 PE，可给予 20 元目标价格。今明两年产能扩张 1 倍，后背土地储备还将保证未来产能继续扩张，从而公司业绩持续增长可期，维持公司“推荐”评级。

当前股价：14.46
工业行业评级：看好

公司基本数据 2010.11.10

总股本(万股)	17826
流通 A 股/B 股(万股)	17826/0
资产负债率	35.46%
每股净资产(元)	1.75
市盈率(当前)	48.64
市净率(当前)	8.48
12 个月内最高/最低价	15.56/8.80

市场表现对比图(近 12 个月)

—— 保税科技 —— 上证综合指数

资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

澳洋顺昌	09A	10E	11E
PE	65	30	26
PB	5.94	5.02	4.40
EV/EBITDA	35	18	16
中储股份	09A	10E	11E
PE	40.68	27.03	19.82
PB	1.80	1.71	1.59
EV/EBITDA	10.43	11.63	8.83

相关研究

《油轮运输公司业绩对运价弹性有多大》
2010/11/7
《旺季延长，后期看点在国际》2010/11/4

《旺季更可期，海运处于估值修复期》2010/11/2

分析师：

吴云英
(8621)68751160
wuyy@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490208120194
联系人：
姜捷
(8621) 68751160
jiangjie@cjsc.com.cn

正文目录

公司概况.....	4
国资背景	4
地处张家港保税区，享区内优势	4
码头仓储盈利贡献者， PTA 贸易减亏锦上添花.....	6
码头仓储业务是利润主要来源	6
竞争优势突出	7
下游需求旺盛	8
持续产能扩张保证业绩增长	9
PTA 贸易减亏锦上添花	11
公司拟涉足金融业	12
与同类公司恒基达鑫比较，显低估值优势	12
持续增长无忧+低估值，维持“推荐”评级	14
预计 2010 年收入增长 197%，EPS 增长 67%	14
相对估值：每股价格 20 元	15
风险提示.....	15

图表目录

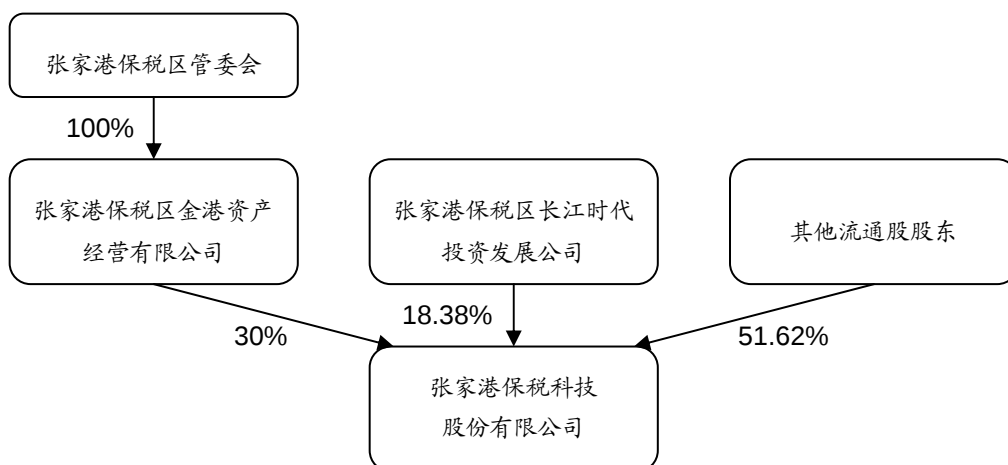
图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 张家港保税物流园区（西区）规划示意图	5
图 3: 张家港保税物流园区（东区）规划示意图	5
图 4: 张家港化工品进口量	5
图 5: 张家港 2009 年部分化工品进口增速	5
图 6: 张家港年初化工品进口量增加	6
图 7: 张家港年初化工品进口价上涨	6
图 8: 长江中下游化工储罐容积对比	6
图 9: 长三角地区服装产量接近全国三分之一	8
图 10: 化纤布生产主要集中在长三角	9
图 11: PTA 期价大幅度上涨	11
图 12: 恒基达鑫仓储业务毛利率低于保税科技	12
表 1: 子公司经营情况及业绩分析	7
表 2: 张家港主要万吨级码头分布	7
表 3: 张家港保税科技化工品罐容仅次于孚宝仓储	8
表 4: 8.9 万立方米化工罐区仓储工程规模	10
表 5: 11.65 万立方米化工罐区仓储工程规模	10
表 6: 保税科技有效产能扩张测算	11
表 7: 保税科技 VS 恒基达鑫	13
表 8: 公司收入及成本预测	14
表 9: 相对估值表	15
公司财务报表及指标预测	16

公司概况

国资背景

保税科技大股东是金港资产经营有限公司，实际控制人是张家港保税区管委会，保税科技目前是张家港保税区管委会下属的唯一一家上市公司。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

地处张家港保税区，享区内优势

公司是张家港保税区液体化工品仓储的龙头企业，业务辐射整个长三角地区。

张家港保税区是全国唯一的内河港型保税区，江苏省唯一的保税港区，也是目前我国最大的液体化工交易和集散中心。

依托保税区建有的液体化工专用码头、扬子江化工园内的产业集聚效应和保税区特有的保税功能，吸引了一批国内外知名的企业，全球化工行业 50 强中有 11 家进驻这里，世界 500 强企业中有包括雪佛龙、陶氏、瓦克、杜邦等 22 家已进区落户，从而带动了化工业及以化工产品为原料下游产业的迅猛发展，为张家港保税区液体化工品仓储物流业的发展和壮大提供了支撑。

图 2: 张家港保税物流园区(西区)规划示意图



资料来源：长江证券研究部

图 3: 张家港保税物流园区(东区)规划示意图

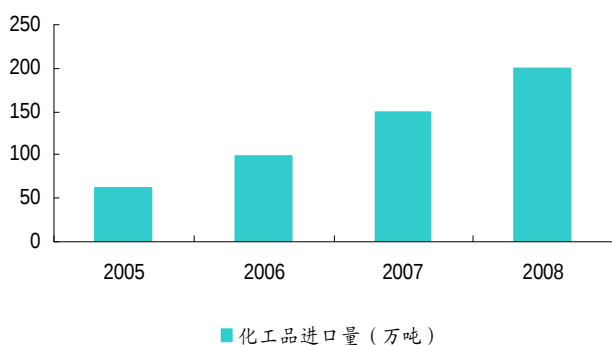


资料来源：长江证券研究部

自 2005 年张家港物流园区封关运作以来，张家港保税区液体散装化工品进口量更是呈现阶梯式增长的良好态势，从 2005 年的 61.7 万吨到 2006 年的 99.3 万吨，到 2007 年的 149.2 万吨，再到 2008 年的约 200 万吨。尽管 2009 年金融危机对我国进出口产生严重影响，但张家港保税区化工品进口贸易依旧全线飘红，乙二醇、苯酚、苯乙烯、二甘醇、甲醇等同比分别增长了 28.4%、18.5%、20.1%、44.7% 和 170.7%。2010 年以来，张家港保税区化工品进口贸易呈量价齐升态势，特别是丙二醇的进口量和进口价值分别增长 591.9% 和 738.7%。化工品进口贸易的快速发展主要得益于张家港得天独厚的港口优势和区位优势，区内已建成投入运营的万吨级化工码头有 9 个，年吞吐能力超过 2000 万吨，化工储罐林立，总容量超过 150 万立方米，其中近 100 万立方米储罐具有保税仓储功能。

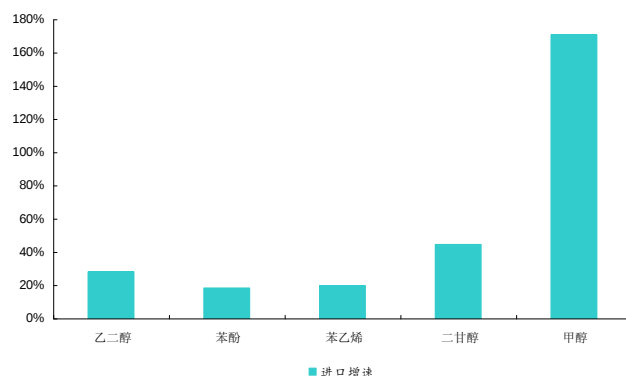
保税科技作为该区域化工品仓储业的龙头，充分受益港区内化工品贸易的高成长。

图 4: 张家港化工品进口量

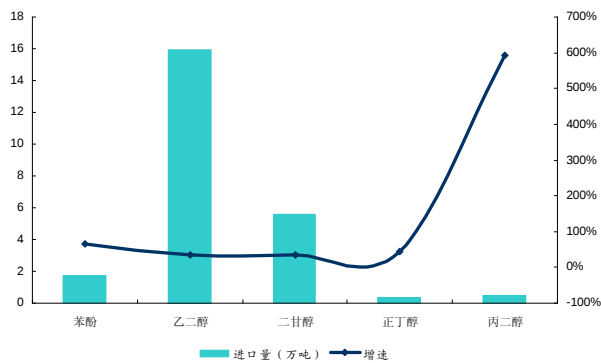


资料来源：中国通关网，长江证券研究部

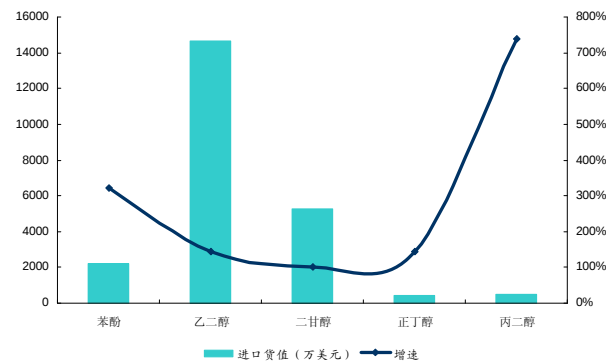
图 5: 张家港 2009 年部分化工品进口增速



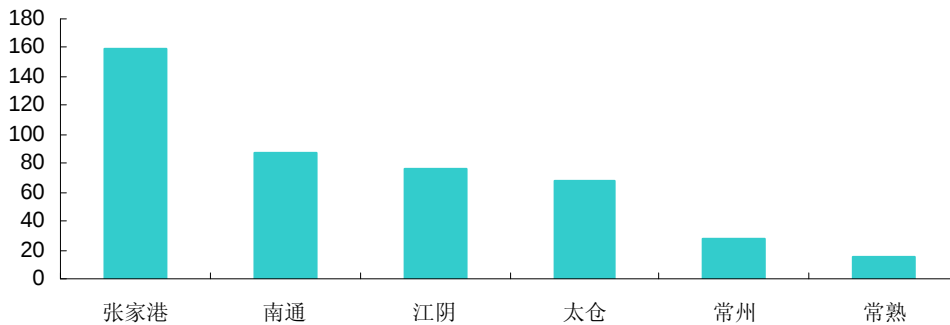
资料来源：中国通关网，长江证券研究部

图 6：张家港年初化工品进口量增加


资料来源：中国海关网，长江证券研究部

图 7：张家港年初化工品进口价上涨


资料来源：中国海关网，长江证券研究部

图 8：长江中下游化工储罐容积对比


资料来源：长江证券研究部

码头仓储盈利贡献者， PTA 贸易减亏锦上添花

码头仓储业务是利润主要来源

保税科技为控股型公司，本身不运营具体业务，主要业务开展由旗下控股公司开展。旗下投资了长江国际港务公司、外商投资服务公司、长鑫房地产开发公司、扬子江物流、化学品运输公司等；但从业务构成看，公司主营业务由保税仓储和 PTA 贸易组成，保税仓储由子公司张家港保税区长江国际港务有限公司完成，PTA 贸易主要由子公司张家港保税区外商投资服务有限公司完成，其中长江国际是公司收入和利润贡献的主要来源，09 年，其收入占公司营业总收入的 55.49%，其净利润占公司净利润的 99%。

表 1: 子公司经营情况及业绩分析

公司名称	注册资本	持股比例(%)	2009 年 总资产	2009 年 净资产	2009 年 营业收入	2009 年 净利润
张家港保税区长江国际港务有限公司	10,000	100	40344.74	21679.03	13817.50	5452.26
张家港保税区外商投资服务有限公司	12,800	91.2	22341.42	16002.24	11080.07	547.08
张家港保税区长鑫房地产开发有限公司	2,000	100	1940.39	1937.31	-	-0.25
张家港保税区扬子江物流服务有限公司	1,500	100	1607.35	1495.38	73.08	0.59
张家港保税物流园区扬子江化学品运输有限公司	500	100	781.55	611.2	129.72	7.42

资料来源：公司公告，长江证券研究部

竞争优势突出

张家港保税区长江国际港务有限公司专业从事醇类、酯类等近 30 余种散装液体石油化工产品的码头接卸、保税仓储和分拨转运业务，为目前长江中下游从事该业务的规模最大的企业。

公司现拥有码头 20,000 吨级（长江国际 1#泊位）1 座，泊位全长 196 米；50,000 吨级（长江国际 2#泊位）1 座，泊位全长 280 米；5000 吨级（长江国际 3#泊位）1 座，泊位全长 137 米；500 吨级内河十字港疏运码头 2 座，泊位全长 208 米。设计年吞吐量可达 300 万吨。

表 2: 张家港主要万吨级码头分布

	1 万吨级	2 万吨级	3 万吨级	4 万吨级	5 万吨级	5.4 万吨级
久盛船业			2		1	
孚宝仓储	1		1			
华达码头	2	3				
东华能源		1				1
中东石化		1				
越洋实业	1			1		
中油泰富	1		1		1	
保税科技		1			1	

资料来源：长江证券研究部

公司同时拥有自身的储罐资产、码头、输送管道和储罐整条链的、业务，比其他小型的依靠公司码头和管道的储罐经营企业具有更大竞争优势。由于张家港岸线资源紧张，泊位控制成为公司核心优势之一，也为持续的产能扩张提供了保障。

公司目前在运营储罐 96 台，储罐容积规格分为 1000-5000 立方米不等，合计 31.6 万立方米，占张家港全部储罐容积的 20%，保税储罐容积的 35%；其中公司自有储罐 88 台，合计容积为 27.8 万立方米；剩余的 3.88 万立方米为租赁中油泰富的储罐。

公司储罐的经营优势在于可以为不同的客户混装产品，不像孚宝或恒基达鑫那样采用包罐的政策；因此保税科技毛利率高于恒基达鑫。公司大多数客户是贸易商，他们的储量需求对市场需求波动更为敏感。

表 3：张家港保税科技化工品罐容仅次于孚宝仓储

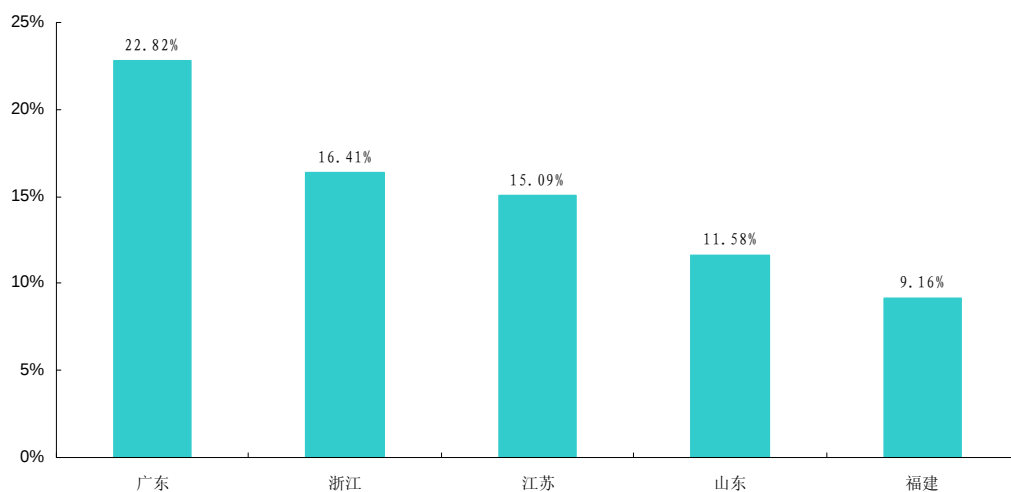
	现有产能	新增产能	总产能
保税科技	31.6	11.65	43.25
孚宝仓储	20.15	50.4	70.55
东华能源	20		20
中油泰富	18	9	27

资料来源：公司公告，长江证券研究部

下游需求旺盛

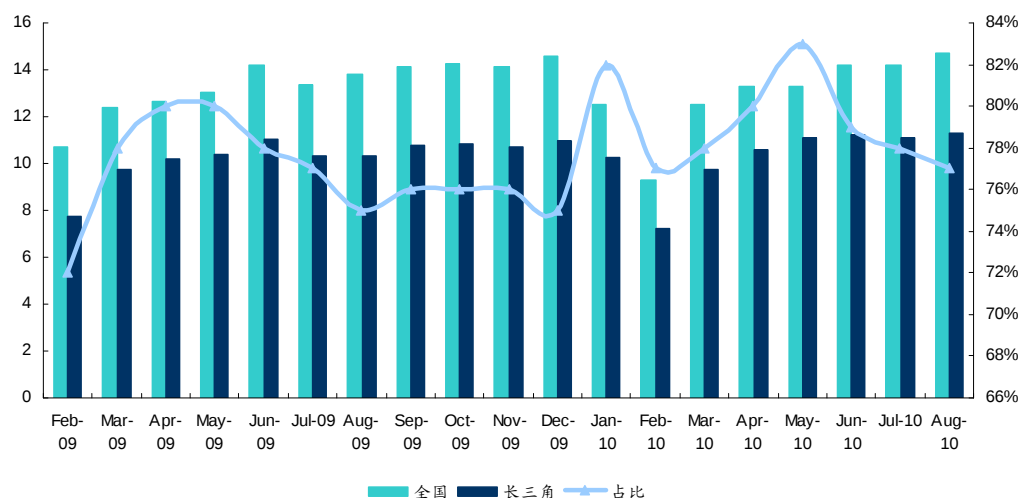
公司存储的主要品种为乙二醇和二甘醇，主要应用于下游纺织化工原料的生产。由于长三角是我国纺织服装的主要产地，服装产量接近全国的三分之一；而化纤布的生产有三分之二以上都集中在长三角，给公司的主要化纤原料类液体化工产品的存储带来了旺盛的需求。

公司 09 年乙二醇存储量为华东地区进口量的 90%，二甘醇存储量占全国进口量的 60%。

图 9：长三角地区服装产量接近全国三分之一


资料来源：聚源数据，长江证券研究部

图 10：化纤布生产主要集中在长三角



资料来源：聚源数据，长江证券研究部

持续产能扩张保证业绩增长

扩建 8.9 万立方米储罐工程项目今年 4 月份完工投产

由于公司原有罐容已不能满足企业的经营需求，为缓解储罐紧张的压力、培植企业新的利润增长点，公司在张家港保税物流园区西区以独资形式扩建 8.9 万立方米化工罐区仓储工程。

该项目投资金额 8473 万元，拟建 1#罐区、2#罐区、客户接待室，占地面积 56988 m²。项目于去年 2 月 2 日正式开工建设，今年 4 月初已经投入运营。

根据市场情况，该项目实施运行后，预计年仓储中转总量为 900,000 吨，仓储中转费平均按 50 元/吨计算，达产年营业收入约 4500 万元。考虑项目 1 年左右的建设期，投产期 1 年，达产期为 10 年，计算期为 12 年，故年均营业收入约 4377.27 万元。经计算生产成本、营业税金、营业费用、管理费用、财务费用、固定资产折旧等费用年均总成本约 999.92 万元，年均利润总额为 3320.7 万元，年均所得税为 830.18 万元，年均净利润为 2490.53 万元。据此测算，项目投资回收期为 3.89 年（税后）。即完全达产后，单季度可贡献 600-700 万净利润。

新项目投产后立即显效

我们看到在今年 4 月，8.9 万立方米项目投产之后，加上 PTA 贸易状况好转，3 季度公司营业收入同比、环比分别增长 222%和 50%；净利润同比和环比分别增长 85%和 86%；是物流公司中 3 季度利润唯一同比环比大幅度增长的公司。

测算 2010 年 3 季度项目实际贡献利润与公司预算报告中所测算的单季度平均 600-700 万的数额接近。3 季度净利润环比 2 季度增加 1300 万，除去资产减值准备冲回等非主营业务贡献的利润（环比 2 季度增加接近 600 万），我们测算由于罐容增加带来的利润增加在 600-700 万。

表 4：8.9 万立方米化工罐区仓储工程规模

储存品种	贮罐数量	单位容积 (m ³)	容积 (m ³)
甲 B 类罐区 1	12	3000	36000
甲 B 类罐区 2	10	5000	50000
	2	1500	3000
合计	24		89000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

扩建 11.65 万立方米储罐工程项目明年上半年建成投用

该项目投资金额 12759 万元，为 8.9 万立方米项目的二期扩容，拟建 1#罐区（7×5000m³+1×1500m³）、2#罐区（8×10000m³）以及配套的给排水、消防系统等，占地面积为 45570 平方米；项目已于今年 5 月投入建设，预计明年上半年可建成投用。

根据目前的市场情况，该项目实施运行后，年仓储收入 4500 万元。项目建设期为 1 年，预计使用年限 20 年。计算项目维护成本、固定资产折旧、贷款利息等费用年均总成本、销售税金及附加，年均利润总额为 3290 万元，年均所得税为 822.5 万元，年均净利润为 2467.5 万元。据此测算，项目投资回收期为 6.2 年（税后）。

表 5：11.65 万立方米化工罐区仓储工程规模

储存品种	贮罐数量	单位容积 (m ³)	容积 (m ³)
1 号罐区	7	5000	35000
	1	1500	1500
2 号罐区	8	10000	80000
合计	16		116500

资料来源：公司公告，长江证券研究部

58.96 亩翠德土地规划

08 年底，长江国际港务有限公司向张家港保税区翠德仓储有限公司购买了 58.96 亩国有土地使用权及土地相应附着物及相应桩基基础工程所有权，用于后续储备项目的开发。

我们测算，这部分用地将可以建设 10 万立方米的罐区，为保税科技 2012 年以后的产能扩张预留空间。

未来 5 年产能扩张，业绩持续增长无忧

我们假定 2011 年，11.65 万立方米储罐工程于年中 6 月底投产；假定后备翠德土地 10 万立方米于 2012 年动工，于 2013 年投产（实际可能提前）。

则我们测算，2010-2014 年有效产能分别增长 25.99%、30.77%、15.51%、11.57% 和 10.37%。同时，费率一直较稳定，我们认为未来总体费率上调的可能性大于下调，持续产能扩张保证未来业绩稳定增长。

表 6: 保税科技有效产能扩张测算

年	2009	2010	2011	2012	2013	2014
有效产能增加 (万立方米)		5.9	8.8	5.8	5	5
有效产能(万 立方米)	22.7	28.6	37.4	43.2	48.2	53.2
增幅(%)		25.99%	30.77%	15.51%	11.57%	10.37%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

码头接卸能力相应提升

公司正在持续改造输送管道，以250毫米管道替代原有的150毫米管道，改造完成后，接卸能力为原先的三倍，化工品泊位接卸的瓶颈可以解决。

储罐利用效率提升

公司正在通过调整储存产品结构、建设综合检测楼等提升储罐的利用效率。

PTA 贸易减亏锦上添花

外服公司化工品贸易规模快速扩大，2009 年营业收入 1 亿元，今年仅上半年就实现了 1.83 亿元，同比增长 745.36%。但由于 PTA 市场价格下跌，公司对库存商品计提了资产减值准备，外服公司今年上半年亏损 97.48 万元。

但今年 PTA 价格大幅度上涨，价格由 6 月底的 7112 元/吨一路攀升到最近 11 月 11 日的 10500 元/吨。

在量价齐升的增长态势下，公司 PTA 贸易有望摆脱亏损，今年贡献利润，成为公司新的利润增长点。

图 11: PTA 期价大幅度上涨



资料来源：聚源数据，长江证券研究部

公司拟涉足金融业

公司拟认购中原证券 1,000 万股股份，占该公司股份比例为 0.492%，每股认购价格为 3.98 元，总投资额为人民币 3,980 万元。该股份的出让方为许继集团有限公司，许继集团系中原证券的第二大股东，持有中原证券 82,615.96 万股，持股比例为 40.627%。平安信托投资有限公司受许继集团委托，代为出售许继集团持有的中原证券的股份，并提供咨询服务，收取每股 0.20 元咨询费，咨询费用总额为 200 万元。此次投资合计需要资金 4180 万元。

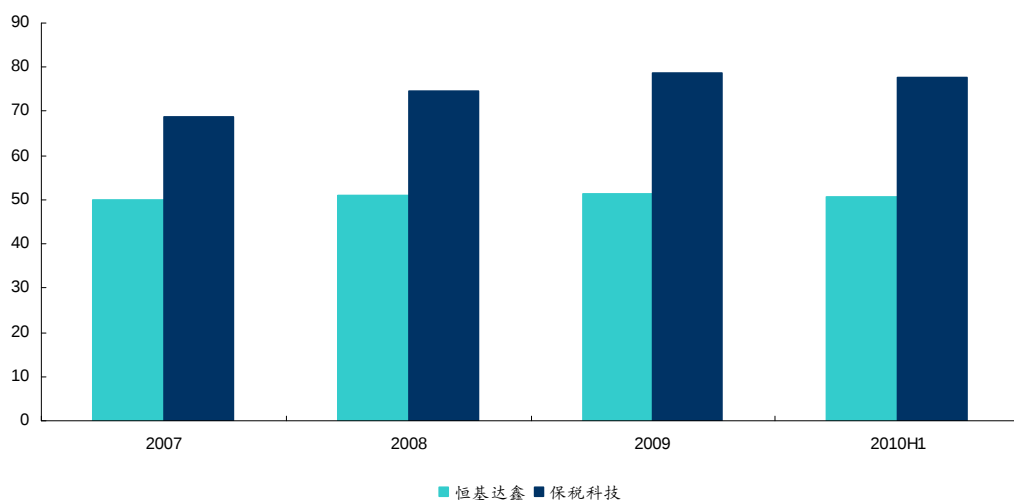
中原证券是在河南财政证券公司与安阳市信托投资公司证券营业部合并重组的基础上，联合其他符合条件的公司增资扩股组建而成的，注册资本为人民币 20.34 亿元。中原证券目前拥有营业网点数量 26 家，截止 2009 年末，总资产 138.15 亿元，所有者权益 35.56 亿元，2009 年营业收入 183,761 万元，净利润 87,669 万元。按此次公司收购股权比例测算，即使中原证券利润稳定在去年水平上，则该项投资每年可增加投资收益约 400 万元。

与同类公司恒基达鑫比较，显低估值优势

同样从事化工品仓储的珠三角龙头企业——恒基达鑫日前顺利登录中小板，发行价 16 元/股，虽然恒基达鑫规模大于保税科技，短期其仓储业务毛利率低于保税科技，未来 2 年内，主业增速低于保税科技（恒基达鑫 2011 年有计划延长折旧年限，毛利率将提升）。

预计 2010 年恒基达鑫 EPS 为 0.42 元，按当前股价，对应 PE 接近 50 倍；而保税科技 2010 年 EPS 可达到 5 毛钱，但 PE 仅 30 倍。2011 年，即使考虑恒基达鑫折旧政策调整，其 EPS 与保税科技基本接近，目前保税科技估值明显低于恒基达鑫。

图 12：恒基达鑫仓储业务毛利率低于保税科技



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 7：保税科技 VS 恒基达鑫

项目	保税科技	恒基达鑫
总股本（万股）	17826	12000
股东背景	国有	民营
地域	江苏张家港	珠海、扬州
主营业务	仓储码头、PTA 贸易	码头装卸、仓储、管道输送服务
主要货种	乙二醇、二甲苯、二甘醇、甲苯、二辛酯和苯乙烯	醇类、苯类化工品、成品油
储罐数量	96	84
储罐容积（万立方米）	31.6	68.4
保税储罐容积（万立方米）	31.6	31
码头泊位	拥有 2 万吨级、5 万吨级和 3000 吨级各 1 座	珠海：两个 5 万吨级，一个 1 万吨级；扬州：4 万吨级、5000 吨级各 1 个
码头年吞吐能力（万吨）	300	600+325
收费情况	靠收取液体化工品卸船的装卸费和储罐的储存费，其中储存费包括首期费（入库起第一个自然月内的仓储费用，按货种征收固定金额）和超期费（超过一个自然月后额外征收的仓储费用，按自然天计征）。公司费率总体比较平稳，目前综合收费一般为 50 元/吨。 公司装卸费按货物卸货数量收取，收费标准为每吨 20 元；仓储费分按仓储货物数量收费和按包罐立方米数收费。短期客户按仓储货物数量收费，为 40-45 元/吨，长期客户在短期租罐格基础上每立方米优惠 2 元左右。	
前五位客户销售额占比	51%	66%
扩能效益	2010-2011 年，公司扩建项目增加罐容 20.55 立方米，等同于产能翻倍，年均净利润贡献预计为 4958 万元，公司 09 年净利润为 5484 万元，相当于再造一个保税科技。 2012-2013 年，公司将新增珠海港用地 8 万平方米用于扩建 30 万立方米储罐，扩建后，珠海罐容总量由目前的 44.8 万立方米增至 74.8 万立方米，满负荷运转下有望新增净利润 3000 万元； 2012-2013 年，扬州恒基达鑫的罐容总量由目前的 23.6 万立方米增至 47.9 万立方米，仓储能力实现翻番。项目满负荷运转下年净利润有望达到 2244.45 万元； 公司 09 年净利润 4384 万元，产能扩张有望使公司净利润在 09 年基础上增长近 120%。	
主要竞争对手	荷兰皇家孚宝公司	中化格力仓储（港务）有限公司
09 年仓储业务收入（万元）	13468	16000
09 年净利润（万元）	5436	4384

资料来源：长江证券研究部

持续增长无忧+低估值，维持“推荐”评级

预计 2010 年收入增长 197%，EPS 增长 67%

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 7.41 亿元、9.74 亿元和 12.07 亿元，归属于母公司的净利润分别为 8960 万元、11710 万元和 12890 万元，对应的 EPS 分别为 0.50 元、0.66 元和 0.72 元。

表 8: 公司收入及成本预测

单位: 万元	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务				
码头仓储				
收入	13468	19536	25417	28273
增速	21.30%	45.05%	30.10%	11.24%
毛利率	78.80%	77.35%	76.65%	77.80%
化工品贸易				
收入	10768	53095	70000	90000
增速	-	393.08%	31.84%	28.57%
毛利率	2.26%	2.30%	2.30%	2.30%
仓储运输				
收入	130	750	1000	1200
增速	-	476.92%	33.33%	20.00%
毛利率	19.90%	10.00%	15.00%	20.00%
其他业务				
收入	264	50	50	50
增速	-	-81.06%	0.00%	0.00%
毛利率	67.20%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务				
收入	291	620	900	1200
增速	49.00%	113.06%	45.16%	33.33%
毛利率	60.60%	80%	80%	80%
营业收入	24921	74051	97367	120723
增速	118%	197%	31%	24%
营业成本	13685	57113	75370	95422
毛利率	45%	23%	23%	21%

资料来源: 长江证券研究部

相对估值：每股价格 20 元

参考同行业其他上市公司的平均估值,我们基于公司 2010 年预测的 EPS 给予 39.4X 的 PE,对应的股价为 20 元/股。再参照 2011 年恒基达鑫及主要物流公司 2011 年接近 30 倍 PE,也可给予保税科技 20 元目标价格。

表 9: 相对估值表

公司	收盘价	EPS			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
怡亚通	13.50	0.2100	0.3507	0.4496	64.29	38.49	30.03
飞马国际	10.36	0.0852	0.2508	0.3309	121.60	41.31	31.31
澳洋顺昌	15.37	0.3069	0.4545	0.5755	50.08	33.82	26.71
恒基达鑫	19.90	0.4859	0.4250	0.4911	40.95	46.82	40.52
新宁物流	15.40	0.5500	0.3021	0.3799	28.00	50.98	40.54
长江投资*	8.45	0.0429	0.0933	0.1549	196.97	90.57	54.55
中储股份	8.18	0.2477	0.3271	0.4301	33.02	25.01	19.02
平均值	13.79	0.3143	0.3517	0.4429	56.32	39.40	31.35

资料来源：长江证券研究部(*表示在计算平均值时被剔除)

长期来看,张家港地区可供开发的土地资源十分有限。我们认为公司还可通过以下方式实现增长: (1) 收购张家港其它化工品仓储企业; (2) 跨区域扩张; (3) 进入其他业务领域。

今明两年产能扩张 1 倍,未来 2-3 年业绩维持 30%左右的增长确定,而后续土地储备还可保证之后 3-5 年增长,维持公司“推荐”评级。

风险提示

- ✓ 产能投放进展不如预期
- ✓ PTA 市场价格再度下跌

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012
	A	E	E	E		A	E	E	E
营业收入	249	740	970	1202	货币资金	76	74	97	130
营业成本	137	570	747	950	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	112	170	223	252	应收账款	6	84	111	139
% 营业收入	45.1%	23.0%	23.0%	21.0%	存货	27	0	0	0
营业税金及附加	7	20	26	32	预付账款	2	132	173	220
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	3	4	5	6	流动资产合计	111	294	386	494
% 营业收入	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	24	31	38	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.0%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	5	7	6	投资性房地产	25	25	25	25
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	固定资产合计	327	415	547	553
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	98	93	88	84
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	73	117	154	170	其他非流动资产	-80	-80	-80	-80
% 营业收入	29.4%	15.9%	15.9%	14.1%	资产总计	483	748	967	1077
营业外收支	2	2	2	2	短期贷款	0	40	85	0
利润总额	75	119	156	172	应付款项	49	151	197	251
% 营业收入	30.1%	16.1%	16.1%	14.3%	预收账款	3	7	10	12
所得税费用	20	30	39	43	应付职工薪酬	4	16	22	28
净利润	55	90	117	129	应交税费	17	2	3	3
归属于母公司所有者的净利润	54.4	89.6	117.1	128.9	其他流动负债	18	64	83	106
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	91	280	400	400
EPS (元/股)	0.30	0.50	0.66	0.72	长期借款	80	80	80	80
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009	2010	2011	2012	递延所得税负债	0	0	0	0
	A	E	E	E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	87	69	140	155	负债合计	171	360	480	480
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	298	374	473	583
长期股权投资	-1	0	0	0	少数股东权益	14	14	14	14
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	312	388	487	597
固定资产投资	-78	-92	-137	-12	负债及股东权益	483	748	967	1077
其他	0	0	0	0					
投资活动现金流净额	-79	-92	-137	-12	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.305	0.503	0.657	0.723
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.67	2.10	2.66	3.27
银行贷款增加 (减少)	38	40	45	-85	PE	47.42	28.77	22.02	19.99
筹资成本	4	-18	-24	-25	PEG	1.42	0.86	0.66	0.60
其他	-8	0	0	0	PB	8.66	6.89	5.45	4.42
筹资活动现金流净额	34	22	21	-110	EV/EBITDA	27.65	19.94	15.47	13.56
现金净流量	42	-2	23	33	ROE	18.3%	24.0%	24.7%	22.1%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。