

保税科技 (600794)

推荐 (首次)

未来三年成长无忧，跨区发展还待破局

市场数据

报告日期	2011-6-8
收盘价(元)	13.30
总股本(百万股)	213.92
流通股本(百万股)	213.92
总市值(百万元)	2845.08
流通市值(百万元)	2845.08
净资产(百万元)	421.29
总资产(百万元)	1256.35
每股净资产	1.97

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	804	499	629	772
同比增长(%)	222.7%	-38.0%	26.0%	22.8%
净利润(百万元)	76	144	144	161
同比增长(%)	40.5%	88.6%	0.2%	11.5%
毛利率(%)	19.7%	40.9%	38.8%	35.3%
净利率(%)	9.5%	28.9%	22.9%	20.6%
净资产收益率(%)	20.4%	27.9%	21.7%	19.3%
每股收益(元)	0.36	0.67	0.67	0.75
每股经营现金流(元)	0.96	0.83	0.80	0.98

相关报告

投资要点

- 公司是张家港地区最大的液体化工品仓储物流企业。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、分拨转运业务和 PTA 贸易等业务。张家港地区是全国最大的化工品进出口、加工和分拨基地，专业化工品码头仓储需求旺盛。公司液体化工品保税仓储在张家港市场份额约为 26%。
- 液体化工产品码头仓储是公司核心利润来源，近年来保持快速增长。公司在张家港区域拥有 5 座码头，年吞吐量达 300 万吨，后方控制储罐容积 43 万立方米。2010 年公司码头仓储业务占总毛利的 88%，是公司核心利润来源。2003 年-2010 年，公司控制的储罐容积年均增长 17%，相应的码头仓储业务收入年均增长 17%，毛利年均增长 19%。
- 罐容扩张+税收优惠，未来三年高增长无忧，跨区域发展有待破局。张家港保税区 8.9、11.68 和 10 万立方米储罐项目的投产将使公司 2011-2013 仓储容积增长 41%、17%和 10%，加上码头仓储业务自去年起可享受 10%的税收减免，公司近三年将继续保持高增长。排除公司本地扩张和其他领域扩张的可能性，异地扩张是公司长期发展的最佳方案。浙江平湖项目目前还在协商期，我们认为公司异地扩张面临以下风险 1) 政府招商引资门槛上升，2) 码头建设成本高企，3) 新客户开拓和市场培育难度大。
- 首次给予“推荐”评级，目标价 15.53 元。受益储罐产能的扩张和所得税优惠政策，公司近三年仍将保持高速增长，但公司未来在张家港地区继续扩张将受到码头产能瓶颈的制约，且公司异地扩张目前尚无实质进展，我们无法判断公司长期增长趋势。我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.67、0.68、0.75 元。考虑物流行业 2011 年 28.4 倍平均市盈率，我们给予公司 2011 年扣除非经常性损益 EPS (0.55 元) 28.4 倍的估值，公司的合理价值应该为 15.53 元，当前价格为 13.30 元，存在 16.77%的上涨空间，给予公司首次“推荐”评级。

分析师 纪云涛
021-38565573
jiyt@xyzq.com.cn
SAC:S1010208080147

联系人：龚里
021-38565596
gongli@xyzq.com.cn

分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S1010210030008

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司简介	- 4 -
公司发展历程	- 4 -
液体化工产品码头仓储是公司核心业务	- 5 -
2、主营分析——配套区域化工产业，码头仓储增长迅速	- 5 -
张家港地区是全国液体化工品重要集散地	- 5 -
专业化工品码头仓储供给偏紧	- 7 -
公司储罐容积增长推动收入增长	- 7 -
3、成长性分析——未来三年增长无忧，跨区域扩张有待破局	- 8 -
张家港储罐陆续投产，短期增长无忧	- 8 -
专一性极强导致跨行业扩张能力较弱	- 9 -
进军平湖，公司打破长期成长瓶颈的重大尝试	- 9 -
4、盈利预测	- 10 -
5、估值和投资建议	- 13 -
附录	- 14 -
图 1、公司股权结构	- 4 -
图 2、公司 2010 年收入结构（百万元）	- 5 -
图 3、公司 2010 年毛利结构（百万元）	- 5 -
图 4、张家港保税区化工产业配套结构	- 6 -
图 5、张家港保税区化工品交易市场成交额	- 6 -
图 6、公司控制液化仓储容积稳定增长	- 7 -
图 7、码头仓储业务毛利润和收费稳定	- 7 -
图 8、2005 年-2010 年公司主营业务收入增长情况	- 8 -
图 9、2005 年-2010 年公司主营业务毛利增长情况	- 8 -
表 1、公司储罐增长（万立方米）	- 8 -
表 2、8.9 万立方米储罐项目盈利预测（万元）	- 11 -
表 3、11.6 万立方米储罐项目（万元）	- 11 -
表 4、10 万平方米储罐项目（万元）	- 12 -
表 5、减税增厚 EPS 预测（万元）	- 12 -
表 6、2011-2013 年公司主营业务盈利预测（元）	- 13 -
表 7、A 股可比公司估值	- 13 -
附表	- 16 -

投资概要

1、估值及投资建议

受益储罐产能的扩张和所得税优惠政策，公司近三年仍将保持高速增长，但公司未来在张家港地区继续扩张将受到码头产能瓶颈的制约，且公司异地扩张目前尚无实质进展，我们无法判断公司长期增长趋势。我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.67、0.68、0.75 元。考虑物流行业 2011 年 28.4 倍平均市盈率，我们给予公司 2011 年扣除非经常性损益 EPS（0.55 元）28.4 倍的估值，公司的合理价值应该为 15.53 元，当前价格为 13.30 元，存在 16.77% 的上涨空间，给予公司首次“推荐”评级。

2、关键假设

- （1）2010-2012 年公司在张家港保税区投产的 8.9、11.68 和 10 万立方米的储罐，投产第一年产能利用率 70%，第二年产能利用率 100%。
- （2）所有储罐中液体化工品年周转 10 次。
- （3）码头实际产能利用率能达到 200%，即公司自有码头最大可达到年吞吐量 600 万吨。
- （4）公司除张家港地区码头仓储业务随储罐容积扩张自然增长外，其他业务盈利均保持不变。

3、股价表现催化剂

公司异地扩张出现突破性进展。

4、风险提示

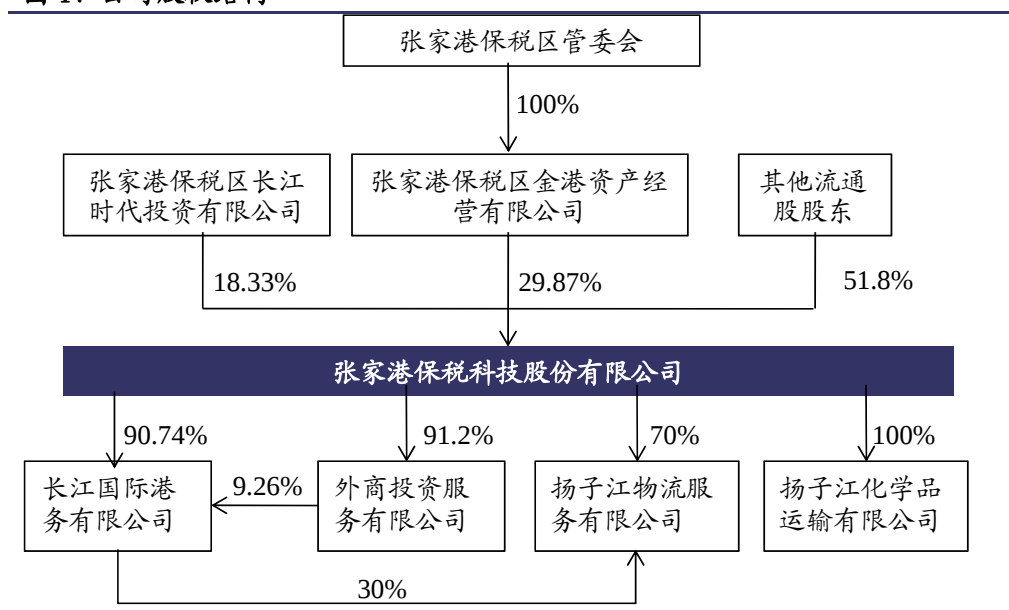
- （1）张家港化工产业转移
- （2）储罐费率下降
- （3）异地扩张中的政府招商引资门槛上升、码头建设成本高企、新客户开拓和市场培育等风险

1、公司简介

公司发展历程

公司是张家港地区最大的液体化工品仓储物流企业，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、分拨转运业务和 PTA 贸易等业务。

图 1、公司股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

公司主要业务由 4 家子公司经营：长江国际港务有限公司（持股 99.2%）主要经营张家港地区液体化工原料码头仓储业务；外商投资服务有限公司（持股 91.2%）主要开展 PTA 贸易；扬子江物流服务有限公司（持股 99.76%），开展固定和液体化学品的代理进口业务和自营业务；扬子江化学品运输有限公司（持股 100%）从事化学品运输业务。

公司前身为云南造纸股份有限公司，于 1997 年 3 月上市，主营造纸业务。1999 年 6 月 22 日，公司收购江苏省张家港保税区外商投资服务有限公司 50.78% 的股份，经营业务从单一的造纸拓展到了具有保税区独特优惠政策的外商投资、土地转让、房地产开发、基础设施建设等领域。2000 年，公司名称改为云南新概念保税科技股份有限公司，公司总部迁往云南省昆明市。2001 年 4 月 9 日，公司设立子公司张家港保税区长江国际港务有限公司，主营保税仓储、货物中转、装卸、转口贸易等业务。2002 年四季度，因木材原材料供应停止，公司造纸业务无法继续，大理造纸分公司停产关闭。1999 年-2007 年期间，位于云南的原三大股东逐步转让所有股份，位于张家港的金港资产经营有限公司和长江时代投资发展有限公司成为公司前两大股东。2009 年 7 月，公司名称改为张家港保税科技股份有限公司

公司，公司办公地址迁往张家港保税区。

液体化工产品码头仓储是公司核心业务

公司经营一体化的化工品装卸仓储转运体系，公司利用自有码头实现化工品的装卸，在化工品船靠泊码头后，通过输油管道的对接，将货物从船直接输送到后方的储罐中，然后根据客户需求，进行储存、分拨和转运。

公司在长江下游南岸的张家港区域拥有 1 万吨级（长江国际 1#泊位）、5 万吨级（长江国际 2#泊位）、3 千吨级（长江国际 3#泊位）散装液体石化产品专用码头各 1 座，5 百吨级内河十字港疏运码头 2 座，5 座码头年吞吐量可达 300 万吨。在码头后方配套自有储罐容积 39.48 万立方米，租入储罐容积 3.88 万立方米。公司自 2009 年起将主营业务延伸至化工品贸易，发展迅速，收入占比快速提高。

2010 年公司实现营业收入 8.04 亿元，其中码头仓储收入 1.82 亿元，占总收入的 23%，化工品贸易 5.98 亿元，占总收入的 74%，同期公司实现毛利润 1.58 亿元，其中码头仓储毛利润 1.39 亿元，占总毛利的 88%，化工品贸易毛利 1231 万元，占总毛利的 8%。由于在 2010 年度中码头仓储实现的是服务费收入，而化工品贸易是买卖差价收入，因此化工品的收入占比要远大于码头仓储业务收入，但从利润贡献角度，码头仓储依然是公司的最重要利润来源。

图 2、公司 2010 年收入结构（百万元）

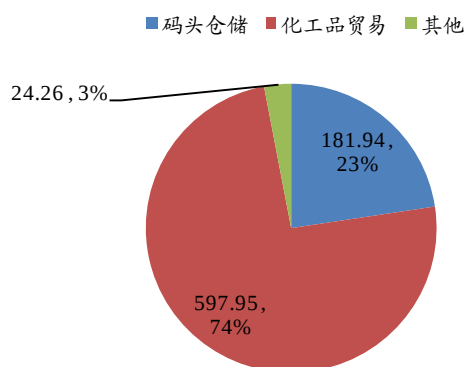
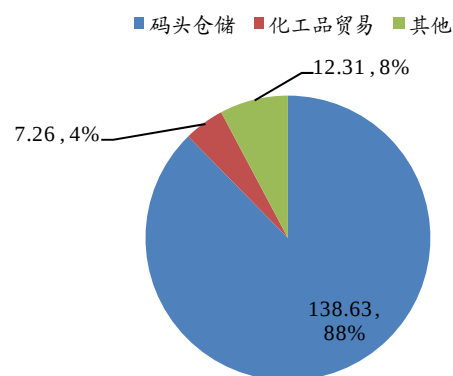


图 3、公司 2010 年毛利结构（百万元）



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

2、主营分析——配套区域化工产业，码头仓储增长迅速

张家港地区是全国液体化工品重要集散地

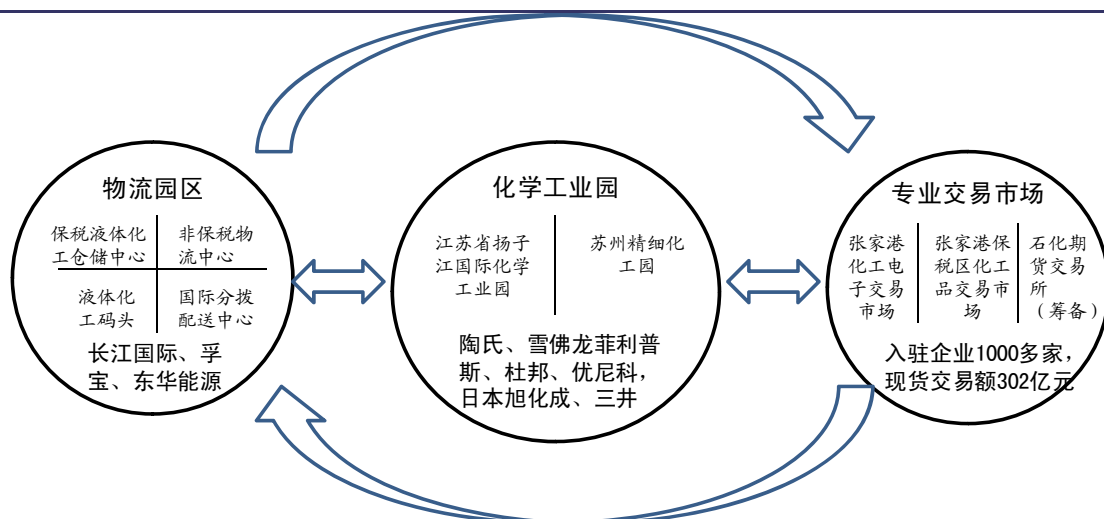
张家港地区是全国最大的化工品进出口、加工和分拨基地，围绕扬子国际化学工业园和苏州精细化工园，该地区建设配套了完善的物流园区和专业交易市场。

化学工业园内将重点发展以五大合成树脂工业为主的临港石油化工和以食品、饲料添加剂为主的精细化工。目前已吸引陶氏化学、雪佛龙菲利普斯、杜邦、优尼

科，日本旭化成、三井等国际知名企业进驻，根据保税区的发展规划，该园区总产值 2012 年要超过 1000 亿元。

其中物流园区拥有万吨级化工码头 9 个，液体化工储罐总容量近 180 万立方米（其中近 130 万储罐具有保税仓储功能）。目前进驻了包括长江国际港务公司、孚宝港务有限公司、张家港东华能源公司等在内的 13 家液体化工品码头装卸和仓储物流企业。

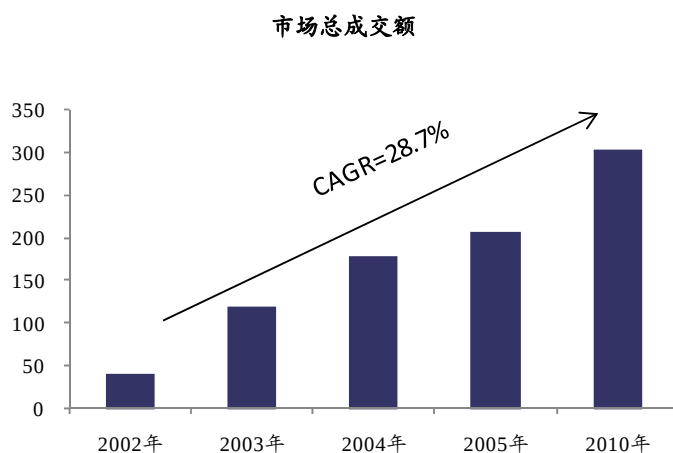
图 4、张家港保税区化工产业配套结构



资料来源：兴业证券研究所

专业交易市场方面，目前已建成张家港保税区化工品交易市场、张家港化工电子交易市场并筹建全国第一个石化期货交易所。截止 2010 年年底，化工品交易市场入驻企业已达 1000 多家，完成交易额 302 亿元，自 2002 年成立以来年符合增长率 28.7%，占全国散化市场交易份额 60%。目前已经成为中国液体化工价格的晴雨表、海关总署的审价依据。按照规划，交易力争 2015 年现货成交额超过 500 亿元，电子交易 2000 亿元。

图 5、张家港保税区化工品交易市场成交额



资料来源：张家港保税区化工品交易市场网站、兴业证券研究所

专业化工品码头仓储供给偏紧

张家港保税区已建成投入运营的万吨级化工码头有 9 座，其中 5 万吨级的码头 3 座，石油化工码头 4 座，在建和拟建的万吨级码头 8 座。在现有的 13 家液体化工品仓储企业中，目前仅有 6 家公司在罐区前方拥有码头，且目前张家港的长江岸线资源已经基本开发完，码头产能将持续处于偏紧状态。

张家港物流园区现有保税和非保税储罐容积在 170 万方左右，其中长江国际港务公司、孚宝港务有限公司和张家港东华能源公司分别控制 26%、12%、12% 的储罐资源，受码头资源的限制，过去几年储罐扩张较慢。按照保税区管委会的乐观估计，在 2015 年将形成 200 万方的储罐（含非保税），因此化工品仓储产能也将处于偏紧状态。

公司储罐容积增长推动收入增长

2010 年底公司控制的储罐面积为 31.68 万立方米，假设年周转 10 次（根据公司新建储罐项目公告测算），公司需要有年吞吐 300 吨左右的码头与之匹配。公司设计吞吐能力达 300 万吨的 5 座化工码头于 2006 年全部达产，因此在 2010 年底之前公司化工码头并不存在产能瓶颈，公司主营收入增长主要来自于储罐容积的增长。

2003 年-2010 年，公司码头仓储收费基本维持在 50-60 元/吨左右，和毛利润稳定在 68% 和 78% 期间，仓储容积增长是公司收入和利润增长的主要原因，2003 年-2010 年，公司控制的储罐容积年均增长 16.93%，相应的码头仓储业务收入年均增长 17%，毛利年均增长 19%，基本保持同步。

图 6、公司控制液化仓储容积稳定增长

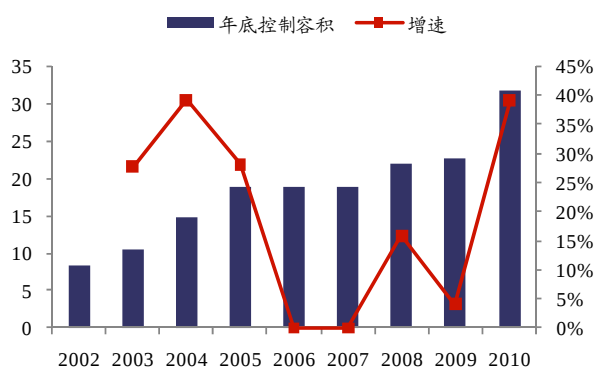
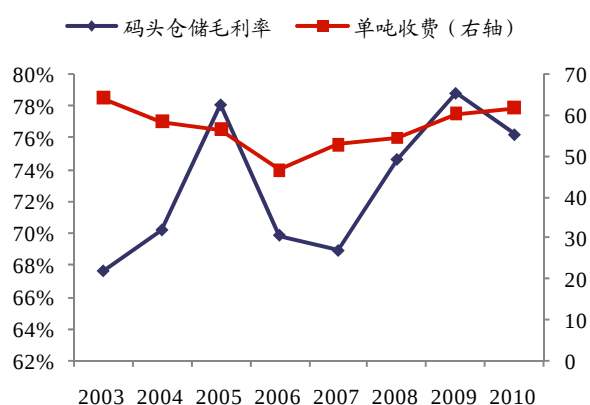


图 7、码头仓储业务毛利润和收费稳定



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

图 8、2005 年-2010 年公司主营业务收入增长情况

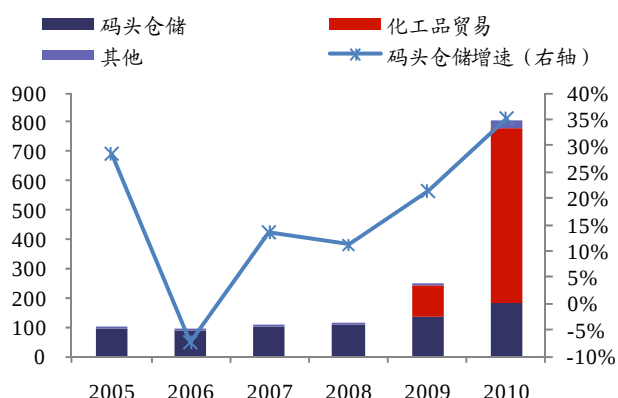
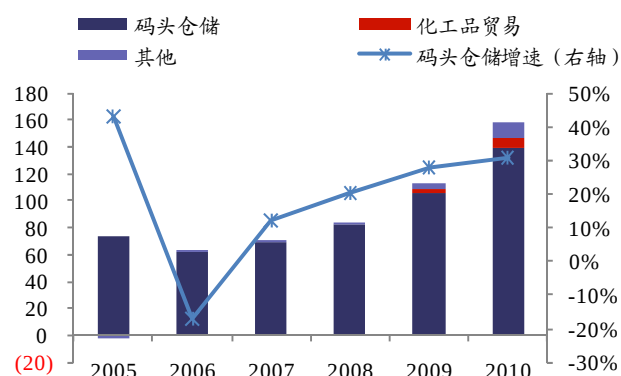


图 9、2005 年-2010 年公司主营业务毛利增长情况



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

3、成长性分析——未来三年增长无忧，跨区域扩张有待破局

张家港储罐陆续投产，短期增长无忧

2010-2012 年公司在张家港保税区分别投产 8.9、11.68 和 10 万立方米的储罐，这三个项目的投产将使公司 2011-2013 平均仓储容积增长 40.60%、16.77%和 10.34%。

在码头方面，公司自有码头设计年吞吐能力为 300 万吨，主要为码头后方的自有储罐提供装卸，有一小部分是其他公司的储罐提供装卸，自去年 8.9 万立方米的储罐投产后，公司自有码头差能处于偏紧状态，一方面公司会优先考虑优先满足自有储罐的装卸，另一方面公司一直在改造码头、更换输油管道以提升装卸能力，根据行业经验，码头极限吞吐能力可以超过设计吞吐能力的 100%，因此在 2013 年底，通过挖掘码头潜能，依然可以满足后方 53.36 万立方米的储罐储油需求。

表 1、公司储罐增长（万立方米）

	年底控制容积	增速	其中租赁容积	年内竣工容积	竣工月	加权平均仓储面积	增速
2002	8.3					4.15	
2003	10.6	27.71%				9.45	127.71%
2004	14.75	39.15%				12.68	34.13%
2005	18.9	28.14%				16.83	32.74%
2006	18.9	0.00%				18.90	12.33%
2007	18.9	0.00%				18.90	0.00%
2008	21.9	15.87%	3			20.40	7.94%
2009	22.78	4.02%	3.88			22.34	9.51%
2010	31.68	39.07%	3.88	8.9	3	29.46	31.85%
2011	43.36	36.87%	3.88	11.68	2	41.41	40.60%
2012	53.36	23.06%	3.88	10	6	48.36	16.77%
2013	53.36	0.00%	3.88			53.36	10.34%

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

受岸线资源和保税区土地资源的限制，2013 年公司实现 10 万立方米的储罐达产后，在张家港地区继续扩张的空间不大。

专一性极强导致跨行业扩张能力较弱

公司经营液体化工品的保税仓储，液体化工品储罐对于防爆和防腐蚀的要求比较高，且需要有专用的码头和管道装卸，专一性很强，公司储罐资产以及仓储管理经验只能用作液体化工品的仓储。因此我们认为，公司作为仓储管理企业向其他领域复制的可能性很小。

排除了张家港地区液化储罐产能持续扩张以及跨行业扩张的可能，公司实现持续增长最佳可行性方案是异地扩张。

进军平湖，公司打破长期成长瓶颈的重大尝试

今年 4 月 19 日，公司公告与平湖中商港投资有限公司签署战略合作协议，拟以独山港为核心构建集运输配送、装卸储运、中转换装、电子商务、信息服务等多功能为一体的仓储物流园区。

本项目位于浙江嘉兴平湖独山港，东接上海金山石化，南濒杭州湾，是杭州湾北岸唯一具备建设 5 万吨级码头深水港条件的区域，该区域规划面积达 111.9 平方公里，可建岸线长 12.6km，前沿水深-13~15m，可以建造 3~5 万吨级码头泊位 43 个，可承接上海金山石化产业的扩张和转移，被浙江省政府定为杭州湾北岸重要物流中心，和长三角地区新兴成品油、液体化工品仓储中转基地。

在现有框架协议下，公司负责码头及园区的方案设计、建设施工和后期的管理运营；在国际化工品交易中心建成后，负责开展招商工作，有序导入知名国际化工企业落户平湖。

如果该项目成功实施，公司三年后有望继续保持快速增长势头。由于该项目的具体实施方案还在谈判中，公司通过该项目能否实现异地成功扩张取决于项目本身的市场前景和各方的利益安排。我们认为，公司在异地扩张中将面临以下风险：

政府招商引资门槛上升。地方政府过去 10 年粗放式的招商引资一方面刺激了当地经济的快速发展，但另一方面也带来了资源和环境问题，在现有的经济发展水平下，考虑土地、海岸线、淡水资源的稀缺，以及重化工业可能对生存环境带来的损害，地方政府招商引资门槛已经大大提高。因此公司在异地扩张中将面临，1) 用昂贵的成本购买资源，2) 需要支付环境治理成本，3) 与当地政府分享项目的控制权和收益。

码头建设成本高企。公司在张家港地区的河港码头在 2006 年之前建成完工，建设成本较低。相比之下，在海港建码头，出于防台风要求以及航道因素，石油化工码头需要建设 1 公里以上的栈道，并留出消防通道，直接增加 1 亿元/公里的成本。

公司在张家港地区储罐的扩张并不带来额外码头建设成本的增长，而在异地扩张中，或需要承担码头建设成本，投资回收期可能更长。

新客户开拓和市场培育。尽管平湖辐射的腹地范围和张家港类似，周边聚集众多化工企业。但打破原有企业对固有物流模式的粘性需要 1) 提供低价或更高效的服务，2) 更长的时间让客户适应新的模式。这两点对于原本资金并不雄厚的地方企业而言并非可持续。

基于以上理由，我们认为公司异地扩张并非一路坦荡。具体效果还有待在项目谈判和实施过程中观察。

4、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.673、0.675、0.752 元，分别增长 88.57%、0.24%、11.42%，对应 PE 分别为 19.76 倍、19.71 倍、17.69 倍，扣除非经常性损益后的 EPS 分别为 0.547、0.675、0.752 元，分别增长 49.14%、23.37%、11.42%，我们做此预测的假设如下：

- (1) 2010-2012 年公司在张家港保税区投产的 8.9、11.68 和 10 万立方米的储罐，投产第一年产能利用率 70%，第二年产能利用率 100%。
- (2) 储罐液体化工品平均年周转 10 次（根据公司新建储罐项目公告测算）。
- (3) 码头实际产能利用率能达到 200%，即公司自有码头最大可达到年吞吐量 600 万吨。
- (4) 公司除张家港地区码头仓储业务随储罐容积扩张自然增长外，其他业务盈利均保持不变。

新增储罐盈利预测

(1) 8.9 万立方米储罐项目盈利预测

表 2、8.9 万立方米储罐项目盈利预测 (万元)

投资额	8473.34		
自有资金	473.34		
银行贷款	8000		
投产时间	2010 年 4 月		
折旧期限 (年)	11		
	2010 年	2011 年	2012 年
仓储量 (万吨)	42	81	90
费率 (元/吨)	50	50	50
营业收入	2,100	4,050	4,500
营业成本、营业税金及三项费用	1,147	1,560	1,560
占收入比%	54.61%	38.53%	34.67%
折旧	514	770	770
利息	480	560	560
其他成本	153	230	230
利润总额	953	2,490	2,940
税率%	15%	15%	15%
所得税	143	373	441
净利润	810	2,116	2,499
净利润率%	38.58%	52.25%	55.53%
总股本 (万股) 摊薄后	21,392	21,392	21,392
EPS(元)	0.038	0.099	0.117

资料来源: 公司公告、兴业证券研究所

(2) 11.6 万立方米储罐项目盈利预测

表 3、11.6 万立方米储罐项目 (万元)

投资额	12759		
自有资金	7759		
银行贷款	5000		
投产时间	2011 年 2 月		
折旧期限 (年)	14		
	2011 年	2012 年	2013 年
仓储量 (万吨)	68	110	116
费率 (元/吨)	50	50	50
营业收入	3,383	5,510	5,800
营业成本、营业税金及三项费用	1,301	1,561	1,561
占收入比%	38.46%	28.34%	26.92%
折旧	759	911	911
利息	292	350	350
其他成本	250	300	300
利润总额	2,082	3,949	4,239
税率%	15%	15%	15%
所得税	312	592	636
净利润	1,770	3,356	3,603
净利润率%	52.31%	60.91%	62.12%
总股本 (万股) 摊薄后	21,392	21,392	21,392
EPS(元)	0.083	0.157	0.168

资料来源: 公司公告、兴业证券研究所

(3) 10 万立方米储罐项目盈利预测

表 4、10 万立方米储罐项目（万元）

投资额	12197.7		
自有资金	4197.7		
银行贷款	8000		
投产时间	2012 年 6 月		
折旧期限（年）	14		
	2012 年	2013 年	2014 年
仓储量（万吨）	35	85	100
费率（元/吨）	50	50	50
营业收入	1,750	4,250	5000
营业成本、营业税金及三项费用	851	1,701	1,701
占收入比%	48.61%	40.03%	34.03%
折旧	436	871	871
利息	280	560	560
其他成本	135	270	270
利润总额	899	2,549	3,299
税率%	15%	15%	15%
所得税	135	382	495
净利润	764	2,166	2,804
净利润率%	43.68%	50.97%	56.08%
总股本（万股）摊薄后	21,392	21,392	21,392
EPS(元)	0.036	0.101	0.131

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

长江国际减按 15% 征税的盈利预测

2011 年 4 月 1 日公司公告称，公司控股子公司张家港保税区长江国际港务有限公司被认定为技术先进型服务企业，企业所得税自 2010 年起至 2013 年 12 月 31 日止减按 15% 的税率征收，其中长江国际 2010 年度企业所得税减免 10% 的部分将体现在公司 2011 年度。

根据上述信息，我们预测公司 2011 年收到 2010 年的税收返还将增厚 EPS12.93%，因所得税降低，2011-2013 年原有业务 EPS 在 2010 年的基础上也将各增厚 12.93%，2011 年合计将增厚 25.9%，其中 12.93% 属于非经常性损益。

表 5、减税增厚 EPS 预测（万元）

2010 年长江国际净利润	7464.39
利润总额	9952.52
减征所得税	995.252
本公司持有长江国际股份	99.19%
2011 年本公司收到税收返还	987.19
因税收返还增厚的 2011 年 EPS（元）	0.046
增厚比例	12.93%

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

2011-2013 年公司主营业务盈利预测

表 6、2011-2013 年公司主营业务盈利预测（元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
2010 年末投产项目 EPS	0.357	0.357	0.357	0.357
8.9 万立方米储罐项目产能利用率提高		0.061	0.079	0.079
11.6 万立方米储罐项目投入运营		0.083	0.157	0.168
10 万平方米储罐项目投入运营			0.036	0.101
原有储罐税收优惠		0.046	0.046	0.046
税收返还		0.046		
出售房产 EPS		0.080		
当年预测 EPS	0.357	0.673	0.675	0.752
增速		88.57%	0.24%	11.42%
当年预测扣除非经常性损益 EPS	0.367	0.547	0.675	0.752
增速		49.14%	23.37%	11.42%

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

5、估值和投资建议

受益 8.9、11.68 和 10 万立方米储罐的投产和公司所得税优惠政策，公司近三年仍将保持高速增长，但因张家港地区岸线资源所剩无几，新增码头投产有限，公司未来在张家港地区继续扩张将受到码头产能瓶颈的制约，且公司异地扩张目前尚无实质进展，我们无法判断公司长期增长趋势。考虑物流行业 2011 年 28.4 倍平均市盈率，我们给予公司 2011 年扣除非经常性损益 EPS 28.4 倍的估值，公司的合理价值应该为 15.53 元，当前价格为 13.30 元，存在 16.77% 的上涨空间，给予公司首次“推荐”评级。

表 7、A 股可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS		PE	
			2010	2011E	2010	2011E
002183	怡亚通	6.78	0.17	0.33	40.53	20.86
002210	飞马国际	8.70	0.16	0.24	55.31	36.25
002245	澳洋顺昌	8.20	0.23	0.31	36.33	26.61
002492	恒基达鑫	15.88	0.42	0.63	38.09	25.21
300013	新宁物流	11.59	0.19	0.28	61.55	41.39
600787	中储股份*	9.71	0.33	0.44	29.37	22.17
600125	铁龙物流	11.22	0.36	0.43	30.75	26.31
	平均值				41.70	28.40
600794	保税科技	13.30	0.36	0.67/0.55	37.25	

资料来源：Wind 一致预期、兴业证券研究所，带*为兴业预测，数据更新至 2011.6.8

附录

公司大事记

公司前身为 1997 年 3 月上市的云南造纸股份有限公司,前三大股东为云南大理造纸厂(49.93%)、云南大理卷烟厂(7.13%)和昆明水泥股份有限公司(7.13%)。公司注册地址为云南省大理市,主营机制纸、纸板纸系列和纸制品的生产,主要产品为“云松”牌纸袋纸、箱板纸、牛皮卡纸、瓦楞原纸。

1999 年 6 月 22 日,云南大理造纸厂转让 1,718 万股给张家港保税区保税实业有限公司,转让后张家港保税区保税实业有限公司持有 25.53%的股份成为公司第一大股东。江苏省张家港保税区保税实业有限公司成立于 1998 年 12 月 28 日,注册资本:24880 万元,主营:保税区基础设施建设、房地产开发经营、转口贸易、保税区企业间贸易、国内外贸易、储运集散、参与项目投资等。

1999 年 6 月 22 日,公司经过资产重组收购江苏省张家港保税区外商投资服务有限公司 50.78%的股份,经营业务从单一的造纸,拓展到了具有保税区独特优惠政策的外商投资、土地转让、房地产开发、基础设施建设等领域,成为跨地区跨行业的上市公司,使由于造纸行业因原料供应、环境保护及市场带来的经营风险得到了有效规避。

2000 年 6 月 13 日,公司股东云南大理造纸厂转让 985.2 万股给江苏省张家港保税区开发总公司,转让后云南大理造纸厂、张家港保税区开发总公司分别持有本公司总股份的 15.25%、9.15%。江苏省张家港保税区开发总公司成立于 1992 年 12 月 17 日,注册资本 2000 万元,是经江苏省人民政府批准,隶属于张家港保税区政府管理委员会领导和管理的国有企业,主营:基础设施建设开发、房地产开发经营、转口贸易、进出口业务、储运集散、包装、参与区内项目投资。

2000 年 7 月,公司名称改为云南新概念保税科技股份有限公司,公司上市股票简称改为“保税科技”。同年公司总部迁往昆明市,原公司所在地政府提出了公司的税收要留在当地的问题,为取得政府对公司的的大力支持,同时为鼓励公司造纸部份积极经营,增加收入改变亏损局面,决定设立云南新概念保税科技股份有限公司大理造纸分公司。

2001 年 4 月 9 日,为切实组织实施好码头项目的建设,理顺码头建成后的营运、管理等工作,公司设立子公司张家港保税区长江国际港务有限公司,经营范围:保税仓储、货物中转、装卸;转口贸易,国内保税区企业间的贸易,与区外有进出口经营权的企业间的贸易。注册资本:1 亿元;本公司持有该公司股份 9000 万股,占总股本的 90%。

2001 年 5 月 28 日,公司配股募集的资金,投资 1.81 亿元的吞吐量为 79 万吨多用途码头项目开工,其中江苏省张家港保税区外商投资服务有限公司投资 20%,本公司投资 80%。该项目于 2002 年 7 月 16 日竣工,10 月投产。建成的码头可靠泊 800-50000 吨级船舶,年实际吞吐量可达 90 万吨,仓储区建有总储量为 10.6 万立方米的 30 台储罐。

2002 年,长江国际港务有限公司自筹资金 7239.84 万元收购了张家港保税区扬子港务有限公司所拥有的一座万吨级化工品专用码头、一座内河十字港分拨码头、

8.3 万立方米化工储罐等相关资产。

2002 年四季度，因木材原材料供应停止，公司造纸业务无法继续，大理造纸分公司停产关闭。2003 年，完成了在职职工的安置，以及现有厂房、机器设备及库存备品备件等实物资产的出售。公司主营业务由原来的造纸业务、土地批租转向码头仓储物流业务。

2004 年 6 月 22 日，昆明水泥股份有限公司转让 768 万股法人股（占总股份 6.44%）给张家港保税区长江时代投资发展有限公司，转让后昆明水泥股份有限公司不再持有公司股份。

2004 年 12 月 15 日，云南大理造纸厂转让 1642 万股（占总股份 13.77%）给张家港保税区长江时代投资发展有限公司。

2004 年 12 月 24 日，公司第一大股东张家港保税区保税实业有限公司转让 2590 万股（占总股本的 21.72%）给张家港保税区金港资产经营有限公司；同时公司第三大股东张家港保税区开发总公司以行政划转方式转让 985.2 万股（占总股本的 8.26%）给张家港保税区金港资产经营有限公司。张家港保税区金港资产经营有限公司成为本公司控股股东，共持有本公司股份 3575.2 万股，占总股本的 29.98%，张家港保税区保税实业有限公司继续持有本公司股份 158.8 万股，占总股本的 1.33%，张家港保税区开发总公司不再持有本公司股份。

2005 年，公司控股子公司外服公司与控股子公司长江国际共同出资创办张家港保税物流园区扬子江物流有限公司，其中外服公司出资 1200 万元，占注册资本的 80%，长江国际出资 300 万元，占注册资本的 20%。

2007 年 4 月 26 日，大理卷烟厂转让 781 万股（占总股份 5.04%）给张家港保税区金港资产经营有限公司。

2009 年 2 月 2 日，子公司张家港保税区长江国际港务有限公司自筹资金 8473 万扩建 8.9 万立方米化工罐区仓储工程项目正式开工建设，于 2010 年 4 月竣工。

2009 年 7 月，公司名称改为张家港保税科技股份有限公司，公司办公地址迁往张家港保税区。

2009 年起，子公司张家港保税区外商投资服务有限公司以 1000 万元人民币的资金规模，开展化工品 PTA（精对苯二甲酸）的经营贸易。

2009 年，公司收购了扬子江化学品运输有限公司，并将其迁入保税物流园区。同时公司对控股子公司扬子江物流大幅增资，并更名为扬子江物流服务公司。

2010 年 5 月，子公司张家港保税区长江国际港务有限公司自筹资金 1.28 亿扩建 11.65 万立方米化工罐区仓储工程项目正式开工建设，于 2011 年 2 月竣工。投产后公司总产能将达到 43.3 万立方米，得到大幅提升。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	558	343	417	453
货币资金	254	195	214	208
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	50	25	34	41
其他应收款	209	88	128	150
存货	1	21	18	27
非流动资产	472	771	920	1067
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	16	27	26	27
固定资产	280	443	597	740
在建工程	79	190	195	197
油气资产	0	0	0	0
无形资产	96	96	96	96
资产总计	1030	1114	1337	1521
流动负债	489	428	506	529
短期借款	44	116	175	173
应付票据	0	0	0	0
应付账款	122	72	87	116
其他	323	240	244	240
非流动负债	152	152	152	152
长期借款	152	152	152	152
其他	0	0	0	0
负债合计	641	580	658	681
股本	178	214	214	214
资本公积	128	92	92	92
未分配利润	54	198	343	503
少数股东权益	15	15	16	17
股东权益合计	389	533	678	840
负债及权益合计	1030	1114	1337	1521

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	77	144	144	161
折旧和摊销	20	27	41	55
资产减值准备	1	-10	0	0
无形资产摊销	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	7	12	14
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	99	-24	35	19
经营活动产生现金流量	205	179	172	210
投资活动产生现金流量	-124	-303	-199	-200
融资活动产生现金流量	83	65	47	-16
现金净变动	165	-59	20	-7
现金的期初余额	76	254	195	214
现金的期末余额	240	195	214	208

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	804	499	629	772
营业成本	646	294	384	500
营业税金及附加	10	12	14	17
销售费用	5	7	9	10
管理费用	31	33	39	42
财务费用	5	7	12	14
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	107	143	168	189
营业外收入	1	27	3	2
营业外支出	3	0	1	1
利润总额	105	170	170	190
所得税	28	26	26	28
净利润	77	145	145	161
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	76	144	144	161
EPS (元)	0.36	0.67	0.67	0.75

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	222.7%	-38.0%	26.0%	22.8%
营业利润增长率	45.9%	34.1%	17.6%	12.0%
净利润增长率	40.5%	88.6%	0.2%	11.5%
盈利能力(%)				
毛利率	19.7%	40.9%	38.8%	35.3%
净利率	9.5%	28.9%	23.0%	20.8%
ROE	20.4%	27.8%	21.8%	19.5%

偿债能力(%)

资产负债率	62.3%	52.1%	49.3%	44.8%
流动比率	1.14	0.80	0.82	0.86
速动比率	1.14	0.75	0.79	0.81

营运能力(次)

资产周转率	106.3%	46.5%	51.3%	54.0%
应收帐款周转率	2822.0	1306.3	2117.4	2047.1

每股资料(元)

每股收益	0.36	0.67	0.67	0.75
每股经营现金	0.96	0.83	0.80	0.98
每股净资产	1.75	2.42	3.10	3.85

估值比率(倍)

PE	37.1	19.7	19.6	17.6
PB	7.6	5.5	4.3	3.4

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。