

保税科技 (600794.sh)

新储罐带来短期高增长，长期发展遭遇天花板

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

执业编号: S0260511020011

乙二醇进口需求旺盛，坐守码头资源享受高毛利

我国乙二醇的产能只有 244 万吨，仅占全球产能的 9%，而我国乙二醇的消费达到 777 万吨，占全球消费量的 38%，国内产量严重供不应求，长三角进口需求旺盛。公司地处中国最大的化工品集散和交易中心——张家港保税区，拥有区域内 38%的码头和 23%的储罐资源，享受区域内非充分竞争带来的高毛利，其码头装卸与仓储业务毛利率长期保持在 69%以上的水平。

新储罐明年 2 月投入使用，预计半年内达产带来短期高增长

公司目前保有 43.33 万立方米储罐，长期处于高位运行状态，加上部分设备老化，储能不足的问题长期存在。新建 10 万立方米化工储罐工程进展顺利，将于明年 2 月投入使用，暂时解决公司储能不足的问题。考虑到公司储罐供不应求的现状，我们预计新储罐将在半年内达到满负荷，2011-2013 年码头仓储收入预计分别增长 31.79%、21.77%和 13.7%。

产能扩张遭遇天花板，远期发展长路漫漫

公司仓储利用率稳定，提价难度较大，长期发展主要依赖产能扩张，但目前来看难度较大。一方面，由于保税区内液体化工仓储需求旺盛，储罐供小于求，收购计划难以实施。另一方面，跨区域建造码头储罐需要与当地企业竞争，支付较高的拿地成本和建造费用，辐射区域内也难在短时间内快速形成大型贸易市场，无法保持现有的高毛利。

盈利预测与估值

2011-2013 年的 EPS 预计为 0.66 元(含 0.11 元非经常性损益)、0.71 元和 0.83 元，对应市盈率为 17.1 倍，16.0 倍和 13.6 倍，处于行业内较低水平，考虑到未来两年主营业务增长确定，给予买入评级。

风险提示

宏观经济波动风险；新投入化工储罐仓储量低于预期的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	249.21	804.15	278.33	343.84	388.36
增长率(%)	118.26%	222.68%	-65.39%	23.54%	12.95%
EBITDA(百万元)	94.05	135.16	174.88	211.58	242.52
净利润(百万元)	54.36	76.35	141.67	151.42	177.69
增长率(%)	54.03%	40.46%	85.56%	6.88%	17.35%
每股收益(元)	0.30	0.43	0.66	0.71	0.83
市盈率	35.26	35.37	17.08	15.98	13.62
市净率	6.44	7.22	4.69	3.63	2.86
EV/EBITDA	20.42	19.55	13.55	10.76	8.59

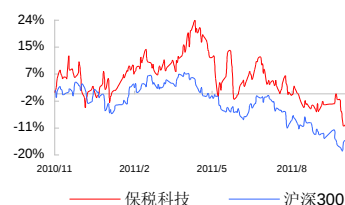
数据来源:张家港保税科技股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	11.31 元
合理价值	14.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.97	-9.25	-24.54
沪深 300	0.55	-8.04	-17.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

214/214

主要股东:

张家港保税区金港资产经营有限公司

主要股东持股比例 30.00%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE	20.41%
ROA	10.09%
资产负债率	62.25%

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

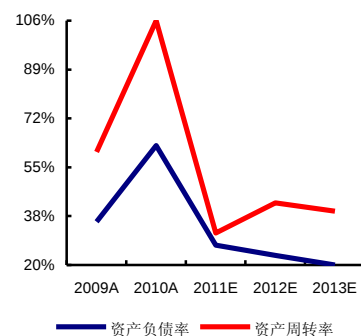
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	111	558	231	329	529
货币资金	76	254	202	294	489
应收及预付	8	303	27	33	37
存货	27	1	2	2	3
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	372	472	501	568	554
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	196	280	324	379	435
在建工程	52	79	68	81	14
无形资产	98	96	93	91	88
其他长期资产	27	18	16	16	16
资产总计	483	1,030	732	897	1,083
流动负债	91	489	48	61	67
短期借款	0	44	0	0	0
应付及预收	91	445	48	61	67
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	80	152	152	152	152
长期借款	80	152	152	152	152
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	171	641	200	213	219
股本	178	178	214	214	214
资本公积	128	128	92	92	92
留存收益	-8	68	210	361	539
归属母公司股东权益	298	374	516	667	845
少数股东权益	14	15	16	17	19
负债和股东权益	483	1,030	732	897	1,083

利润表

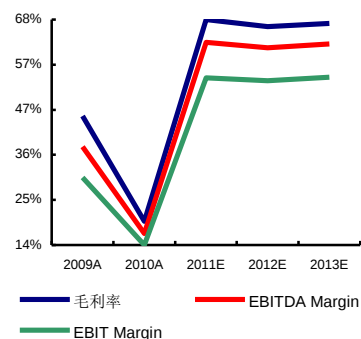
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	249	804	278	344	388
营业成本	137	646	88	115	127
营业税金及附加	7	10	8	10	12
销售费用	3	5	3	3	4
管理费用	27	31	28	31	35
财务费用	2	5	6	5	0
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	107	145	180	211
营业外收入	3	1	23	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	75	105	168	180	211
所得税	20	28	25	27	32
净利润	55	77	143	153	179
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	54	76	142	151	178
EBITDA	94	135	175	212	243
EPS (元)	0.30	0.43	0.66	0.71	0.83

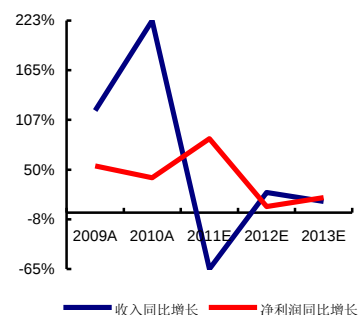
资产负债率趋势



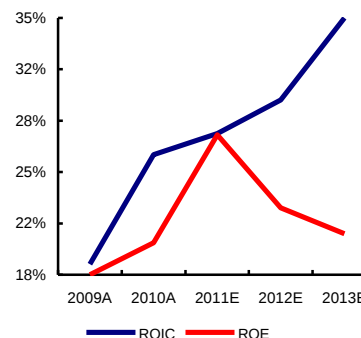
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

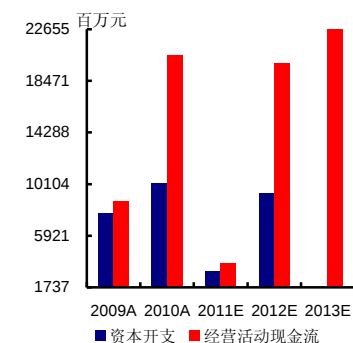
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	87	205	36	198	225
净利润	55	77	143	153	179
折旧摊销	19	23	24	27	31
营运资金变动	12	99	-122	6	2
其它	1	6	-9	12	12
投资活动现金流	-79	-124	-31	-94	-17
资本支出	-78	-102	-31	-94	-17
投资变动	-1	-22	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	34	84	-57	-12	-12
银行借款	80	111	-44	0	0
债券融资	-43	-8	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4	-19	-13	-12	-12
现金净增加额	42	165	-52	92	196
期初现金余额	34	76	254	202	294
期末现金余额	76	240	202	294	489

主要财务比率

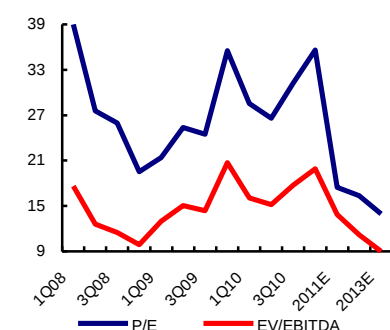
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	118.3%	222.7%	-65.4%	23.5%	13.0%
营业利润	41.9%	45.9%	36.1%	23.7%	17.4%
归属于母公司净利润	54.0%	40.5%	85.6%	6.9%	17.4%
获利能力					
毛利率	45.1%	19.7%	68.3%	66.6%	67.4%
净利率	22.0%	9.6%	51.3%	44.4%	46.1%
ROE	18.3%	20.4%	27.5%	22.7%	21.0%
ROIC	19.0%	26.2%	27.6%	29.8%	35.2%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	62.3%	27.3%	23.7%	20.3%
净负债比率	1.4%	-14.9%	-9.4%	-20.7%	-39.1%
流动比率	1.21	1.14	4.81	5.43	7.85
速动比率	0.90	1.05	4.65	5.27	7.69
营运能力					
总资产周转率	0.60	1.06	0.32	0.42	0.39
应收账款周转率	48.75	28.88	21.73	21.73	21.73
存货周转率	9.59	46.54	46.54	46.54	46.54
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.43	0.66	0.71	0.83
每股经营现金流	0.49	1.15	0.17	0.92	1.05
每股净资产	1.67	2.10	2.41	3.12	3.95
估值比率					
P/E	35.3	35.4	17.1	16.0	13.6
P/B	6.4	7.2	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA	20.4	19.6	13.5	10.8	8.6

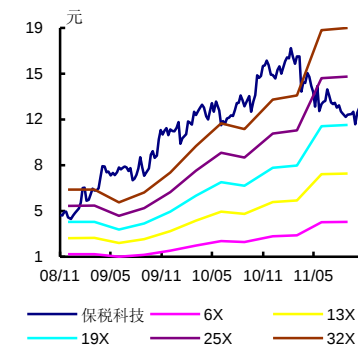
资本支出与经营活动现金流



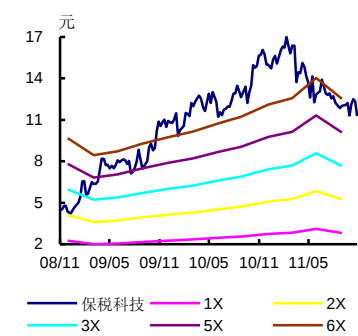
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。