

保税科技 (600794.sh)

细分行业龙头，产能扩张驱动主业三年高增长

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

执业编号: S0260511020011

区位优势+资源优势打造液体石化产品仓储龙头

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，当之无愧为张家港保税区化工品仓储业龙头，也使码头装卸与仓储业务毛利率长期保持在 69%以上的水平。

市场需求旺盛，储能爆发驱动主业三年高增长

我国乙二醇自给率仅有 25%，进口量中 15%通过子公司长江国际码头进入中国市场，市场需求旺盛。然而公司的储罐一直处于高位运行状态，加上部分设备老化，储能不足的问题长期存在。随着 20.55 万立方米储罐相继投产，10 万立方米化工储罐也将于明年年初投入使用，将解决公司短期内储能不足的问题。2011-2013 年码头仓储收入预计分别增长 31.79%、21.77%和 13.7%。

长期空间受限，静待突破契机

张家港保税区沿岸码头资源现已基本开发完毕，再难有扩充的空间，长期增长空间受限。公司若想进一步扩大业务范围，只能收购后方公司储罐或向外发展，但实施难度大。值得关注的是目前公司已与平湖中商港投资有限公司签署战略合作协议，迈出了异地扩张第一步，其实施进度和盈利能力还有待观察。

盈利预测与估值

根据我们的预测，公司 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 17.3 倍，16.2 倍和 13.8 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	17.26	16.15	13.76
市净率	6.44	7.22	4.74	3.66	2.89
EV/EBITDA	20.42	19.55	13.69	10.89	8.69

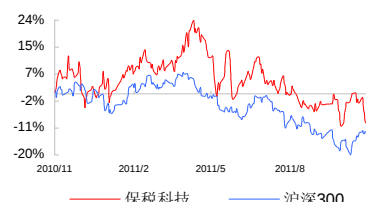
数据来源:张家港保税科技股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.43 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	0.89	-10.38	-25.00
沪深 300	4.06	-7.05	-17.90

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

目录索引

区位优势+资源优势打造液体石化产品仓储龙头.....	4
公司核心业务是液体石化产品仓储.....	4
区位优势：地处中国最大化工品集散和交易中心——张家港保税区.....	4
资源优势：独占保税区 38%的化工码头和 25%的化工储罐.....	7
细分行业龙头，充分享受高毛利.....	8
市场需求旺盛，瓶颈在储能限制.....	9
下游需求长期稳定增长.....	9
国内供给不足，进口量连年攀升.....	10
库存高位运行，储能不足制约高增长.....	12
储能爆发驱动三年主业高增长.....	12
四年三扩，增加 30.55 万立方米储能.....	12
储能爆发驱动码头仓储主业收入三年高增长.....	13
长期空间受限，静待突破契机.....	14
产能长期增长空间来自收购码头后方储罐与异地扩张.....	14
南下平湖，异地扩张迈出第一步.....	14
乙二醇进口需求趋缓，或倒逼公司拓展高价新品种.....	15
盈利预测与估值.....	17
关键假设.....	17
收入成本预测.....	17
风险提示.....	18

图表索引

图 1：保税科技股权结构.....	4
图 2：张家港具有良好的区位优势.....	5
图 3：扬子江国际化学工业园是江苏省重点化工园区.....	5
图 4：张家港保税区化工品交易市场交易额年均增速达 27.5%.....	6
图 5：张家港保税区化工储罐占长三角总量的 34.1%.....	6
图 6：张家港保税区已形成化工行业全产业链.....	7
图 7：公司提供码头装卸、管道输送、仓储一条龙服务.....	7
图 8：乙二醇进口量约 50%集中在江苏省.....	8
图 9：长江国际连续多年毛利保持在 69%以上.....	9
图 10：乙二醇是化学纤维的上游原料.....	9
图 11：化学纤维产量保持长期稳定增长.....	10
图 12：全球乙二醇产能分布.....	10
图 13：我国乙二醇自给率仅有 25%，进口量连年攀升.....	11
图 14：长江国际罐容快速增长.....	12
图 15：独山港区地处上海港与宁波港的地理位置中心.....	14
图 16：乙二醇消费量和化学纤维产量相关度非常高.....	15
图 17：2010 乙二醇的贸易流向.....	16

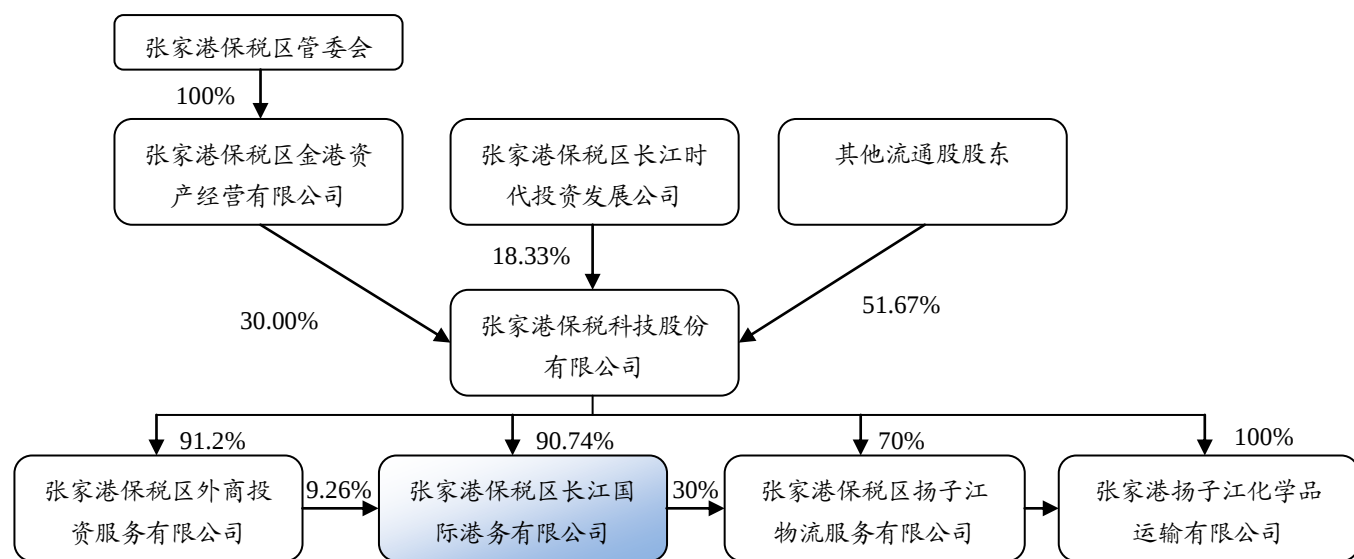
图 18: 预测 2012 乙二醇的贸易流向	16
图 19: 子公司长江国际营业收入增速和中国乙二醇进口增速走势一致	16
表 1: 保税科技各子公司经营状况	4
表 2: 区域码头泊位情况	8
表 3: 张家港罐区情况（万立方米）	8
表 4: 中国乙二醇厂商和产能分布情况	11
表 5: 长江国际三个扩产项目盈利预测	13
表 6: 2011-2013 年公司码头仓储收入预测	13
表 7: CCFA 预测十二五期间中国化纤产量年均增速为 6%	15

区位优势+资源优势打造液体石化产品仓储龙头

公司核心业务是液体石化产品仓储

保税科技旗下共有四家子公司，分别是张家港保税区长江国际港务有限公司（从事液体石化产品的码头接卸、保税仓储和分拨转运业务）；张家港保税区外商投资服务有限公司（从事化工品PTA贸易）；张家港保税区扬子江物流服务有限公司（从事物流相关服务）；张家港保税物流园区扬子江化学品运输公司（从事液体化工品运输业务）。

图1：保税科技股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

子公司长江国际港务公司主要从事醇类、酯类等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，2010年营业收入与净利润分别为1.87亿元和0.75亿元，在公司总营业收入和净利润总额的占比分别为23.27%和90.08%，是公司利润的最主要来源。

表1：保税科技各子公司经营状况

（单位：万元）	注册资本	2010年 营业收入	2010年 营业成本	2010年 净利润	营业收入占比	净利润占比
长江国际	10000	18691.7	4356.72	7464.39	23.27%	90.08%
外服公司	12800	53825.25	53323.14	740.1	67.00%	8.93%
扬子江物流	1500	6725.03	5846.55	259.31	8.37%	3.13%
扬子江化学品运输	500	1094.62	1030.02	-176.95	1.36%	-2.14%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

区位优势：地处中国最大化工品集散和交易中心——张家港保税区

张家港保税区紧靠沿江高速、沪宁高速公路、沪宁铁路和京沪高速公路，自港区出发，1小时车程可覆盖上海、苏州、无锡、常州、南通。2小时车程可到达南京、杭州，有着极其优越的区位优势。

作为全国唯一的内河港型保税区，张家港保税区位于长江黄金水道下游南岸，江面宽阔，水流疏缓，全年不冻不淤，是建造码头泊位的理想地段。完备的立体交通网络极大地提升了港口的货物集散能力，使其成为最佳的大宗货物集散地。

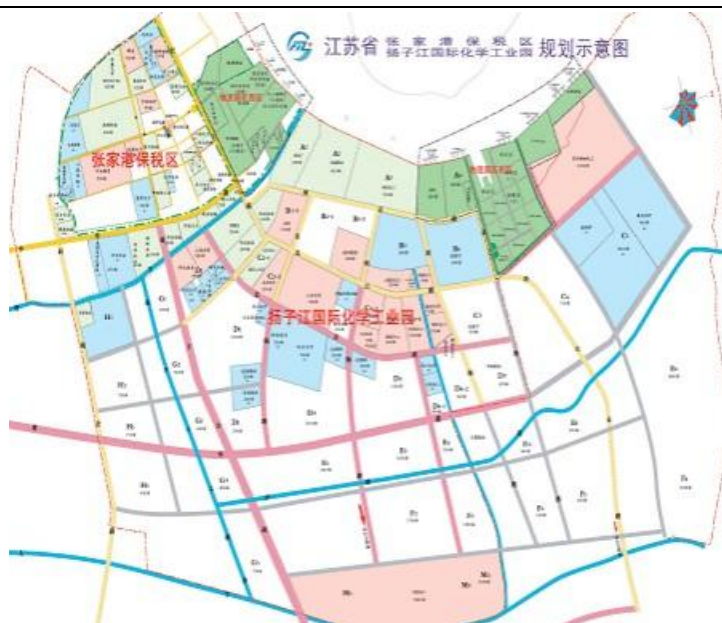
图2：张家港具有良好的区位优势



数据来源：广发证券发展研究中心

区内现有江苏扬子江国际化学工业园和张港保税区化工品交易市场。江苏扬子江国际化学工业园2001年成立，规划总面积为13.8平方公里，是江苏省重点化工园区和化工企业的聚集区，如今已拥有陶氏化学、道康宁、杜邦、雪佛龙、三井、旭化成、住友等20家世界500强企业。其中，11家属于全球化工50强，这些化工巨头在张家港扬子江化工园的投资额超过了20亿美元。

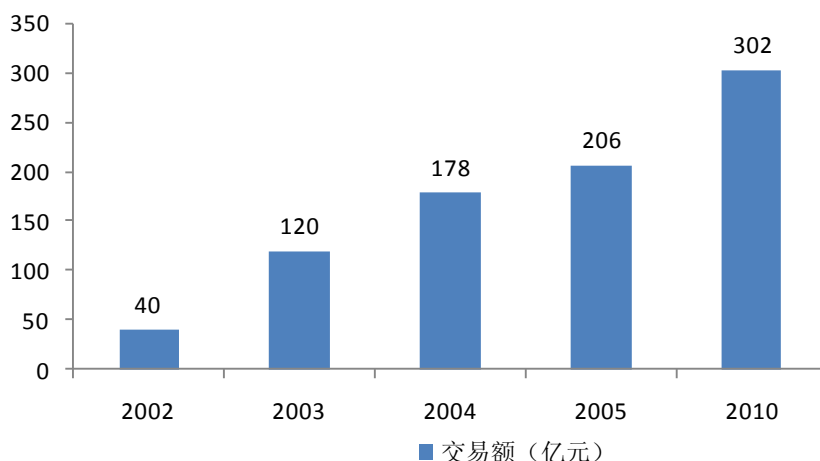
图3：扬子江国际化学工业园是江苏省重点化工园区



数据来源：广发证券发展研究中心

张家港保税区化工品交易市场是国内第一个化工品“美元挂牌、保税交割”电子交易平台，不仅实现了现场实施订货、交割业务，而且使贸易商缩短了融资时间，提高了资金利用率，极大地降低了经营风险。目前该价格信息平台已成为全国重要的液体化工品价格风向标。交易市场的交易额也突飞猛进，2002年刚成立时交易额仅40亿元，2010年底交易额达到302亿元，复合增速达28.7%。

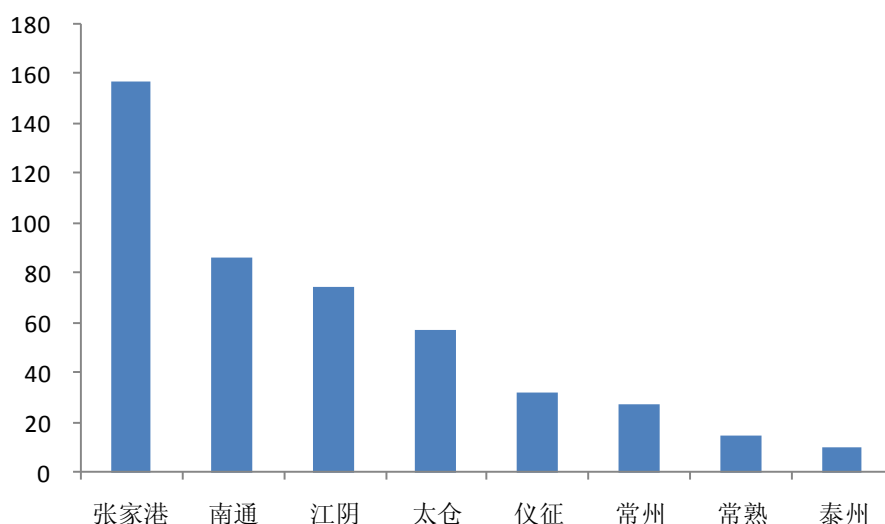
图4：张家港保税区化工品交易市场交易额复合增速达28.7%



数据来源：广发证券发展研究中心

坐拥化工专业园区和交易市场，张家港保税区的化工行业发展迅猛，如今已经成为区内五大支柱产业之一，产值占比达到35%。区内共有化工储罐157万立方米，占长三角化工总储罐的34.1%，远高于其他城市。

图5：张家港保税区化工储罐占长三角总量的34.1%



数据来源：广发证券发展研究中心

区内已形成了完整的化工产业流通体系，贸易商从国外进口化工品到张家港保税区，经化工码头卸货至化工仓储罐区，大小贸易商齐聚张家港保税区化工品交易市场进行交易，交易完毕再运输到各目的地进行生产。

图6：张家港保税区已形成化工行业全产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

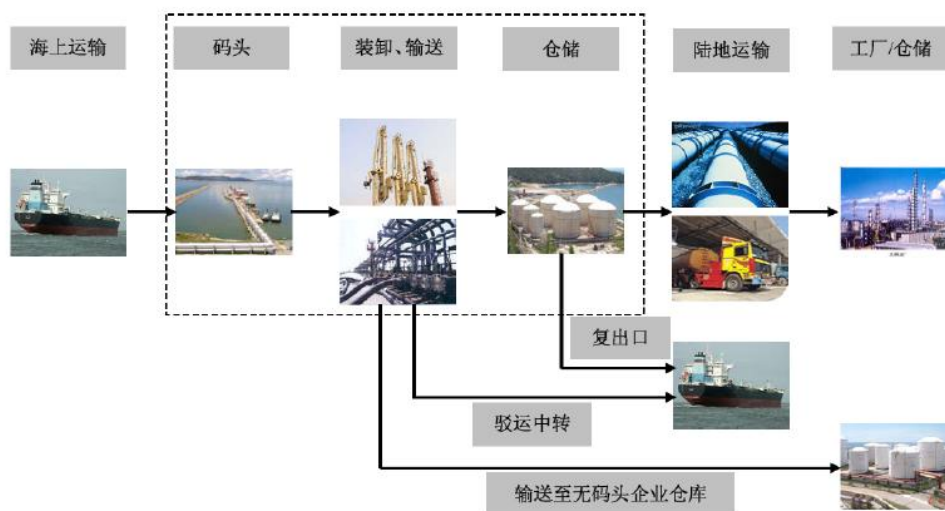
资源优势：独占保税区38%的化工码头和25%的化工储罐

公司拥有码头、输送管道、储罐等一系列资源，现有泊位5座，设计年吞吐量可达300万吨，码头最大靠泊船舶载重吨6.5万吨。

- 2万吨级（1号泊位）1座，泊位全长196米；
- 5万吨级（2号泊位）1座，泊位全长280米；
- 5千吨级（3号泊位）1座，泊位全长137米；
- 500吨级内河泊位（十字港疏运码头）2座，泊位全长208米。

公司的仓储运输模式是依托于码头及储罐资产，为进口到岸货物提供码头装卸、管道输送、仓储一条龙服务。

图7：公司提供码头装卸、管道输送、仓储一条龙服务



数据来源：广发证券发展研究中心

与码头配套的后方仓储罐区供有70万立方米的储罐需要通过公司的码头进行装卸，其中公司自有104台储罐，总罐容39.45万立方米，另有3.88万立方米是公司租用储罐，中油泰富、兵吉燕、凯伦、开诚、力凯、凯腾等仓储公司合计约30万立方米储罐位于公司码头后方区域，也必须依赖公司的码头进行中转。

依赖外部码头进行中转的化工仓储企业通常需要交付给码头企业约10元/吨的中转费用，且接卸的先后顺序也受制于码头经营者。由于张家港保税区沿岸码头岸线基本开发完毕，没有扩容空间，拥有码头的企业竞争优势明显。

目前公司拥有的5个化工品码头占区域码头泊位总数的38%，43.33万立方米的化工品储罐占据了张家港保税区化工储罐25%左右的份额，当之无愧为张家港保税区化工品仓储业龙头。

表 2：区域码头泊位情况

长江国际	孚宝仓储	中油泰富	越洋实业	东华能源	中东石化	兴港合作公社
5	2	2	1	1	1	1

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：张家港罐区情况（万立方米）

长江国际	凯腾	凯伦	力凯	开诚	兵吉燕	中油泰富	大新储库	孚宝仓储	东华能源	中东石化	越洋码头	兴菱储库
43.33	0.7	4.8	3.5	3.7	5	10	20	40	20	10	20	8.3

数据来源：广发证券发展研究中心

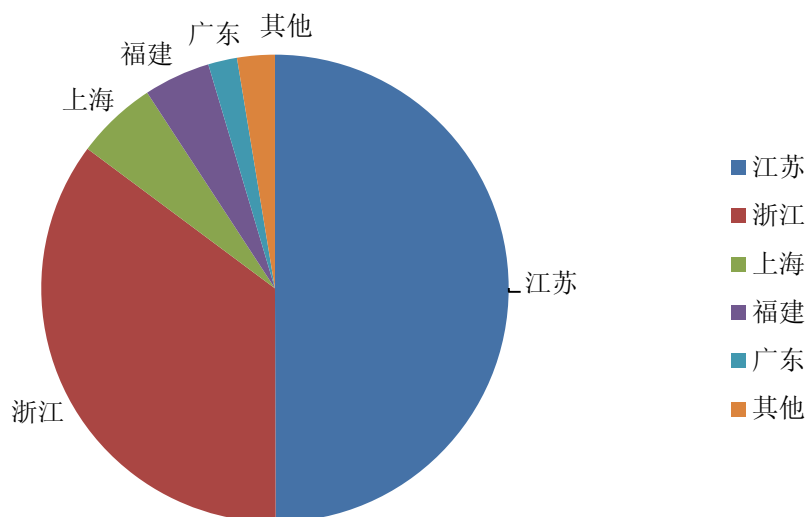
此外，子公司长江国际是保税区化工仓储企业中唯一一家国有企业，也是上市公司的核心资产，最终控股股东是张家港保税区管委会，自2001年经营至今，积累了丰富的管理经验和良好的品牌声誉。

由于液体化工品价值高，为防止业内出现盗卖，诈骗的行为，客户通常倾向于选择具有较强经营能力和履约能力的仓储公司，公司的品牌优势进一步转化为业务占用率。

细分行业龙头，充分享受高毛利

中国乙二醇进口量的约50%是集中在江苏省，江苏省30%的乙二醇进口集中在张家港，而张家港地区乙二醇的进口量的几乎100%都是通过子公司长江国际进行装卸仓储，即全国乙二醇进口量的15%左右通过长江国际进入中国市场。

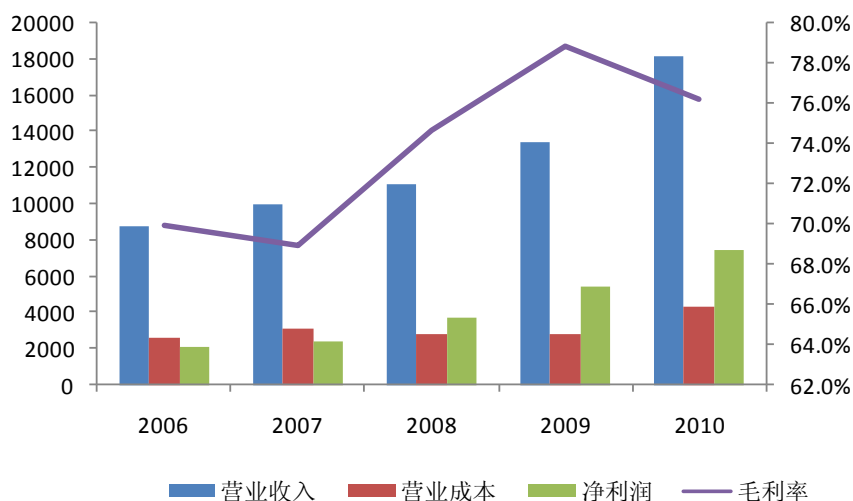
图8：乙二醇进口量约50%集中在江苏省



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

子公司长江国际的盈利模式主要是收取液体化工品装卸船的装卸费和储罐的存储费，依托于巨大的乙二醇进口需求、辐射区域的化工贸易市场以及码头资源的垄断地位，两项业务毛利率连续多年保持在69%以上，2009年更达到79%。

图9：长江国际连续多年毛利保持在69%以上



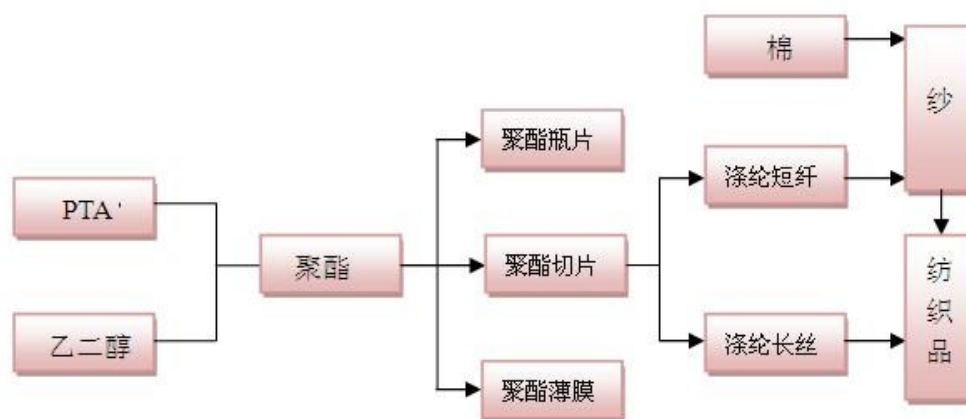
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

市场需求旺盛，瓶颈在储能限制

下游需求长期稳定增长

乙二醇是化学纤维行业上游的重要原料，化学稳定性强易仓储，符合政府关于环保要求，长三角进口需求旺盛，是公司码头仓储业务的主力优势品种，占总仓储量的75%以上。

图10：乙二醇是化学纤维的上游原料

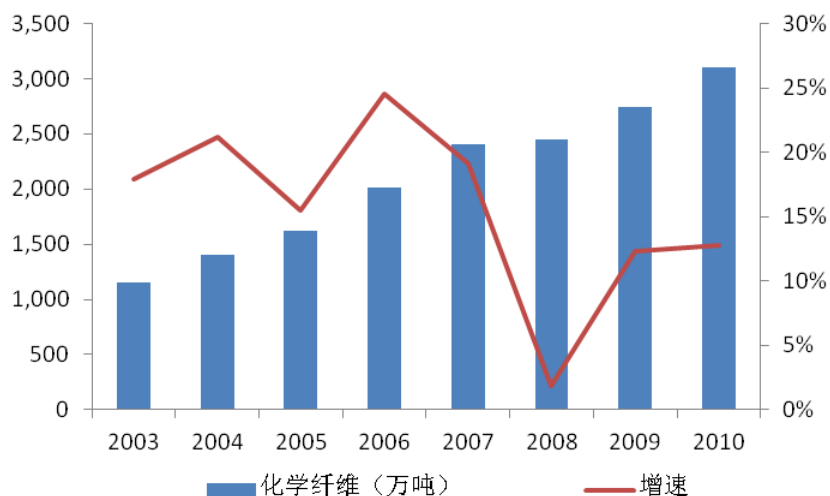


数据来源：广发证券发展研究中心

由于受到资源条件、生长周期等因素的限制，天然纤维的增长缓慢，无法适应纤维数量增长与多样性的需求。化学纤维愈发成为支撑人类衣着、环境装饰以及其他各类产业的重要原材料。

过去十年中国化学纤维产量增速除了2008年受宏观环境影响有所放缓外，其余年份均保持10%以上的增长，年均增速16.4%。

图11：化学纤维产量保持长期稳定增长



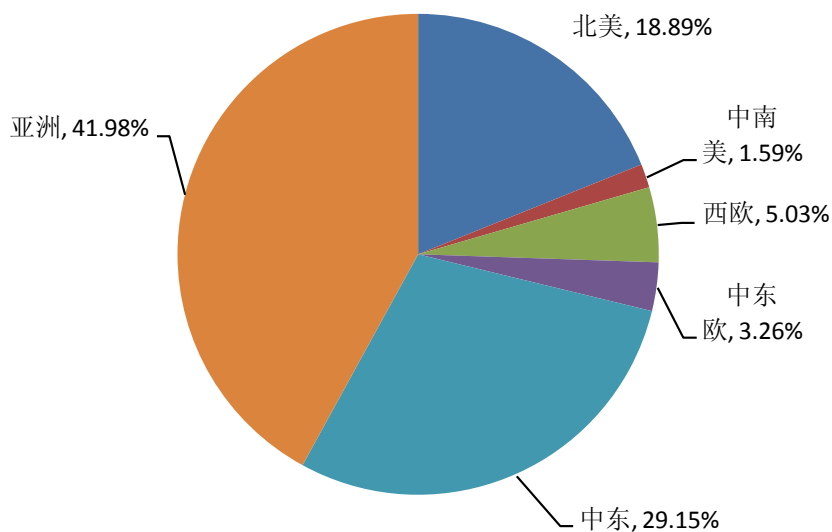
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

国内供给不足，进口量连年攀升

乙二醇的上游产品是乙烯，所以乙二醇的产能大多集中在炼油能力集中的地区，近年来中东地区乙二醇行业发展迅速，2007-2010年，世界新增产能606.7万吨，其中中东地区增加产能342.7万吨，亚洲地区增加224万吨，美洲地区增加40万吨。目前乙二醇产能主要分布在亚洲，中东和北美，三个地区占比分别为41.98%，29.15%和18.89%。

2010年全球乙二醇产能达到2709.3万吨，据统计，2010年全球乙二醇的总消费量为2188万吨，开工率仅80%。总体来看，世界乙二醇的产能出现了过剩的态势。

图12：全球乙二醇产能分布



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

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。

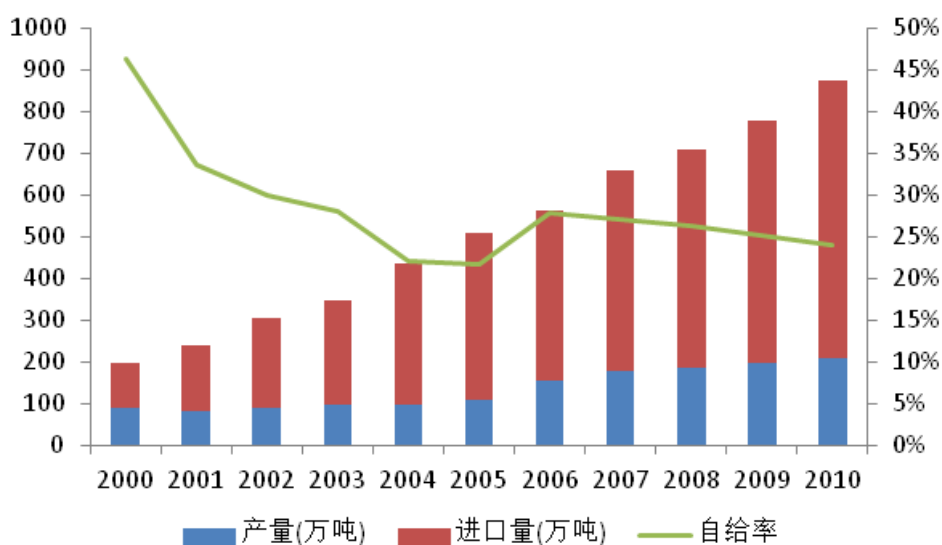
- 乙二醇生产受原料制约。传统乙二醇生产核心原料是环氧乙烷，而环氧乙烷受运输限制，国内乙二醇的产能主要集中在大型石化企业；
- 生产成本没有竞争力。中东地区生产企业就地取材，生产成本仅为250-300美元，将产品以海运的方式运往亚洲市场依然具有竞争力。
- 中国乙二醇生产技术落后，国内13家厂家除通过金煤化工采用自己开发的技术外，其余均采用国外引用技术。这也增加了产品成本。

表4：中国乙二醇厂商和产能分布情况

厂家	生产能力（万吨）
中国石化北京燕山分公司	8
中国石油辽阳石油化纤公司	20
中国石油抚顺石油化工公司	6
中国石油吉林石油化工公司	15.9
中国石化北京东方石油化工有限公司	4
中国石化扬子石化分公司	26.2
中国石化上海石油化工股份有限公司	60.5
中国石化茂名分公司	10
中国石化天津联合化学有限公司	6.2
中国石油新疆独山子石油化工公司	5
内蒙古通辽金煤化工有限公司	30
南京扬子-巴斯夫有限公司	32
中海-壳牌石油化工有限公司	20
合计	243.8

数据来源：广发证券发展研究中心

图13：我国乙二醇自给率仅有25%，进口量连年攀升



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

库存高位运行，储能不足制约高增长

虽然公司未披露储罐库存利用率情况，但根据我们到公司调研以及对上下游企业草根调研了解到的情况，最近几年公司的储罐一直处于高位运行状态，加上部分设备老化，储能不足的问题长期存在。

- 新罐抢手：2010年新罐投产2个月即实现满负荷，2011年新储罐投产半年内迅速达产；
- 储罐难订：非承包客户租用储罐空间需提前半个月以上时间预定；
- 自给不足：公司在自由储罐之外还需长期租用中油泰富3.88万立方米的储罐以填补供给缺口。

结合以上对于业务需求持续旺盛的判断，我们认为公司目前的增长瓶颈在于储能不足，亟需投放新罐容增大储能支持业绩高增长。

储能爆发驱动三年主业高增长

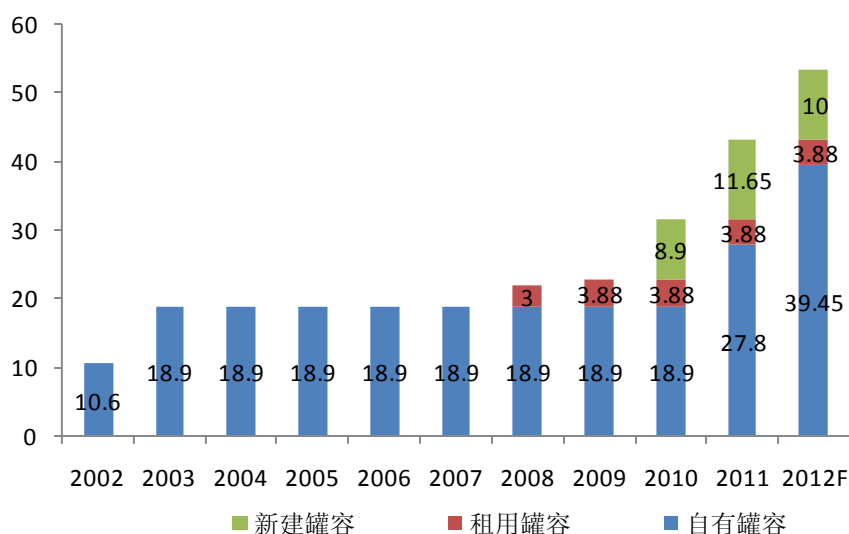
四年三扩，增加30.55万立方米储能

为了解决储能不足的问题，公司于2008年3月和2009年10月分别扩建8.9万立方米和11.65万立方米化工储罐，这两次扩容储罐已分别于2010年4月和2011年2月投入使用。如今，公司现有化工储罐43.33万立方米，占保税区总储罐的25%。

公司2011年3月再次决定在之前预留的翠德地块58.96亩地块上兴建10万立方米储罐，其中1万立方米4台，5千立方米12台，预计明年公司的罐容将达到53.33万立方米，储容规模位居全国第一。

公司现有码头的吞吐能力为300万吨/年，产能利用率最高达到94%。为了配合此次扩张，公司正在对1、3号泊位进行加固升等改造，同时通过拓宽码头与罐区间的输送管道，提升管道流量；缩短船舶到岸后的货品送检时间，提高船舶周转率。预计吞吐能力将有望达到350万吨，能够为公司这三次产能扩张提供前方保障。

图14：长江国际罐容快速增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

储能爆发驱动码头仓储主业收入三年高增长

20.55万立方米储罐相继投产，10万立方米化工储罐也将于明年年初投入使用，基本解决目前储能不足的问题，码头仓储收入将因此得到大幅提升。

目前储存费用包括首期费（入库起第一个月内的仓储费用，按不同货种收取固定金额，大约60-70元/吨，我们取公司新罐项目建设公告中的平均仓储中转费50元/吨来计算）和超期费（超过一个月后额外征收的费用，按天计费，考虑到大部分货品储存时间小于一个月，不考虑超期费对业绩的影响）。

区内化工品仓储是典型的垄断竞争格局，市场比较成熟，化工仓储费率已经十分稳定，难有提价的空间。以下是我们对三个扩产项目的盈利预测。

表5：长江国际三个扩产项目盈利预测

	8.9 万立方米储罐项目	11.65 万立方米储罐项目	10 万立方米储罐项目
总投资（万元）	8743.34	12759	12197.7
投产时间	2010 年 4 月	2011 年 2 月	2012 年 3 月（预计）
储罐（万立方米）	8.9	11.65	10
预计年仓储中转总量（万吨）	90	90	100
仓储中转费（元/吨）	50	50	50
年营业收入（万元）	4500	4500	5000
营业成本、税金及三费（万元）	999.9	1210.0	1334.7
年均利润总额（万元）	3500.1	3290.0	3665.4
年均所得税（2011-2013 年长江国际所得税率调整为 15%）	525.0	493.5	549.8
年均净利润（万元）	2975.1	2796.5	3115.5
增厚 EPS(元)	0.14	0.13	0.15

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据上文对新增储能的盈利的拆分，我们预测2011-2013年码头仓储收入分别增长31.79%、21.77%和13.7%。

表6：2011-2013年公司码头仓储收入预测

	2011	2012	2013
新储罐仓储中转增量（万吨）	97.5	90	62.5
平均仓储中转费（元/吨）	50	50	50
预计仓储中转收入（万元）	4875	4500	3125
惯性增长（万元）	910	719	876
收入增长合计（万元）	5785	5219	4001
码头仓储总收入（万元）	23,979.10	29,198.47	33,199.42
增长率	31.79%	21.77%	13.70%

数据来源：广发证券发展研究中心

注：惯性增长是指由于乙二醇等液体化工品进口增长带来的常规增长，根据历史增长数据，我们预测这个增速为5%。

长期空间受限，静待突破契机

产能长期增长空间来自收购码头后方储罐与异地扩张

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具体扩张方式有以下两种。

- 区内收购后方储罐：公司5个化工码头后方约有70万立方米的储罐需要通过码头进行装卸，其中39.3万立方米是公司自有储罐，其余约30万立方米是其他公司储罐。由于码头后方其他公司的储罐长期受制于前方码头经营者，经营效率较低，在草根调研中我们也发现部分企业愿意以合理价格出让储罐，但普遍出价较高，收购计划难以实施。
- 跨地区购买码头：张家港保税区沿岸码头资源现已基本开发完毕，再难有扩充的空间，公司若想进一步扩大业务范围，只能向外地发展。但由于土地、码头资源的购置和建设成本都很高，危险品作业审批难度较大，在张家港享受的后方贸易市场优势也难以复制，公司在异地扩张的道路上困难巨大。即便实现异地扩张，也很难复制现有的经营模式（服务贸易客户为主，获取高毛利），而更有可能学习“孚宝模式”，为生产企业作配套，毛利率降低难以避免。

南下平湖，异地扩张迈出第一步

公司已经在今年4月下旬与平湖中商港投资有限公司签署战略合作协议，迈出异地扩张第一步。

双方拟以独山港为核心，以主要产业链集群为主体，以创新金融工具“易通”为手段，根据港口经济的特点，围绕港口经济辐射范围的主要产业，针对进出港口地区的物流和资金流，构建一个以金融服务为主题，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——“中国商务港临港金融物流园”。

图15：独山港区地处上海港与宁波港的地理位置中心



数据来源：时代先锋网，广发证券发展研究中心

项目所在的平湖市独山港区处在中国两大港口（上海港、宁波港）的地理位置中心，是国家一类开放口岸嘉兴港（原乍浦港）的重要组成部分，是浙江省距离上海国家航运中心（洋山港）最便捷的工业区（1小时车程）

港区内拥有前沿水深13米的海岸资源达12.6公里，是当前环杭州湾地区为数不多的可建深水码头的区域之一，规划建设4个3万吨及4个5万吨石化作业码头，为落户企业及周边地区提供液体化工品、油品的中转、仓储等服务。

如上节所述的原因，我们认为此次扩张更多是作为企业长远的战略性部署，短期内难贡献业绩。但从长期来看，如果该项目顺利实施，将是公司产能扩张的重要突破，为主业远期增长带来新动力。

乙二醇进口需求趋缓，或倒逼公司拓展高价新品种

虽然过去十年下游化纤产品产量增长迅速，但由于十二五的发展目标更注重产业升级、增强产品质量，预计十二五期间中国化纤新增产能增速将较十一五期间有所下滑。根据中国化学纤维工业协会（CCFA）的预测，十二五期间中国化纤新增产能增速为8%，产量增速为6%。

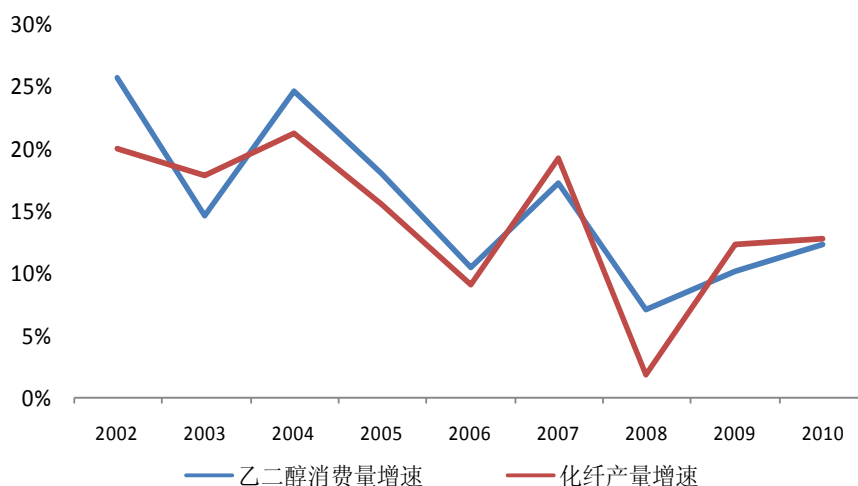
表7：CCFA预测十二五期间中国化纤产量年均增速为6%

	2008	2010	2015	年均增长率
化纤产能（万吨）	2712	3200	4600	8%
化纤产量（万吨）	2405	2950	3900	6%
化纤进口量（万吨）	82	80	60	-3%
化纤出口量（万吨）	171	163	300	8%
化纤消费量（万吨）	2316	2800	3700	5.4%

数据来源：CCFA、广发证券发展研究中心

乙二醇的消费量直接取决于化学纤维产量，2001-2010年，我国化学纤维产量的年均复合增速为15.4%，乙二醇消费量年均复合增速16.0%。化学纤维产量和乙二醇消费量的相关系数为0.996。我国化学纤维产量增速和乙二醇消费量增速的弹性系数为1.04，据此预测未来5年乙二醇消费增速为6.3%。

图16：乙二醇消费量和化学纤维产量相关度非常高



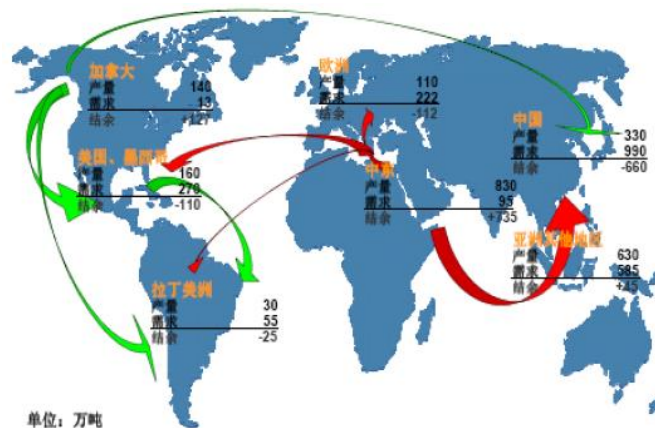
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

2009年底国内乙二醇的总产能为244万吨，到2010年大幅扩张至400万吨，产量释放将于2011-2013年间逐渐显现，国内产量的增长将一定程度上抵消进口量增长。据MEGoble预测，2012年中国乙二醇的产量将达到330万吨，进口量达到660万吨，年均复合增速为5%，远低于过去8年14.9%的年均增速。

图17：2010乙二醇的贸易流向



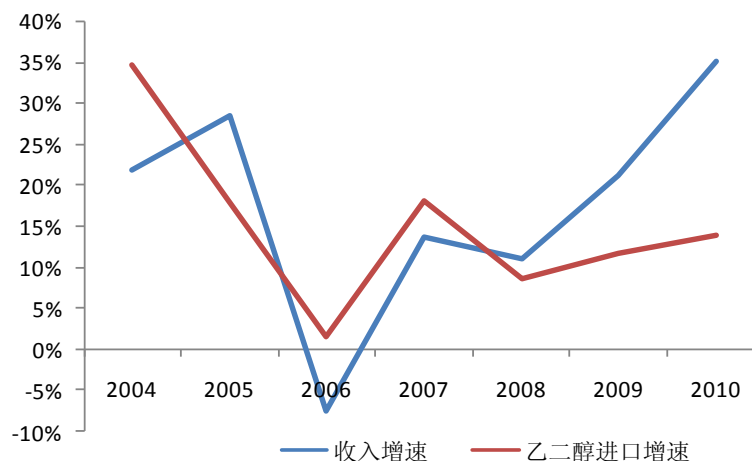
图18：预测2012乙二醇的贸易流向



数据来源：MEGoble,广发证券发展研究中心

子公司长江国际多年来的储运品种以乙二醇为主，2004年到2010年的码头仓储收入与中国乙二醇的进口量的相关系数为0.957，码头仓储收入增速和乙二醇进口增速走势一致，只在2010年储能大幅扩张时，相关性有所减弱。

图19：子公司长江国际营业收入增速和中国乙二醇进口增速走势一致



数据来源：广发证券发展研究中心

过去由于乙二醇进口量的高速增长，公司的仓储业务供不应求，随着未来乙二醇进口增速放缓，公司或将增加受理管理难度大但附加值较高的危化品。

- 2010年公司年报披露公司经营的主导方针是“调结构、防风险、强管理、提质量”，其中“调结构”被置于首要位置。报告中还强调“2011年度更应优化罐容结构，以市场为主导，适度实现品种的多样化，对做精做强的要继续发扬，做得更精更强；对于强而不精的，继续加强做精；对于相关其他品种行情，及时关注。”公司已经将“调结构”和“品种多样化”提高到战略高度。

- 公司曾尝试收购码头后方的不锈钢储罐，直接目的便是增加高附加值的危险货物品种。

公司过去除了经营现有的乙二醇、二甘醇、甲醇、零二甲苯、二甲苯等品种外，还曾经营过苯乙烯、丙酮、正丁醇、甲苯、脂肪醇、异丁醇、油脂、沥青等30多种化工品仓储业务，具备多种液态化工品仓储管理能力。

如果能够顺利实现货物品类结构优化调整，一方面可能产生一定的不确定因素，引起业绩短期波动，另一方面或将提高单位库存的收益率，实现主营业务的内生性增长。总体来看，利大于弊，但具体实施效果有待观察。

盈利预测与估值

关键假设

根据我们上文的分析，我们对公司未来业绩的预测有以下几个重要的假设：

- 长江国际11.65万立方米储罐在2011年2月投产，2012年达产后年储存中转量达到90万吨的水平，10万立方米储罐在2012年5月投产，2013年达产后年储存中转量将达到100万吨。
- 未来两年公司码头仓储业务费率不上调。
- 未来两年码头仓储业务增长一方面来自新储罐投入带来的新业务量的增长，一方面由于未来两年经济环境稳定，张家港地区化工进口稳定增长带来的惯性增速效应约5%。

收入成本预测

- 码头仓储业务

根据上文的分析，我们预测2011-2013年码头仓储收入分别增长31.79%、21.77%和13.7%，我们可以看出公司2006-2009年成本控制得较稳定，2010年由于新产能投入新增折旧成本、库区维修费用、劳务费、污水处理费、新进员工薪酬支出等增加导致当年营业成本大幅增长52%。考虑到2011、2012年新产能集中投放，我们粗略预测2011-2013年码头仓储成本增速分别为52%、30%和10%。随着新产能的投产，总产能的利用率将在投放初期略有下降，预计2011-2013年码头仓储毛利率略有下跌，分别为72.55%、70.69%和71.64%。

- 化工品贸易业务

由于外服公司为防范经营风险，部分自营贸易业务将转向代理业务，扩大代理进口的贸易量。预计2011年化工品贸易收入锐减至700万元，之后略有回升，2012年和2013年的贸易收入分别为770万元和1001万元。

根据我们的预测，公司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17.3倍，16.2倍和13.8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

1. 宏观经济波动风险
2. 新罐仓储量低于预期的风险
3. 乙二醇进口需求快速下降的风险

资产负债表

单位：百万元

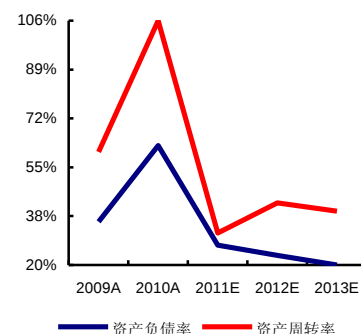
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	111	558	231	329	529
货币资金	76	254	202	294	489
应收及预付	8	303	27	33	37
存货	27	1	2	2	3
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	372	472	501	568	554
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	196	280	324	379	435
在建工程	52	79	68	81	14
无形资产	98	96	93	91	88
其他长期资产	27	18	16	16	16
资产总计	483	1,030	732	897	1,083
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

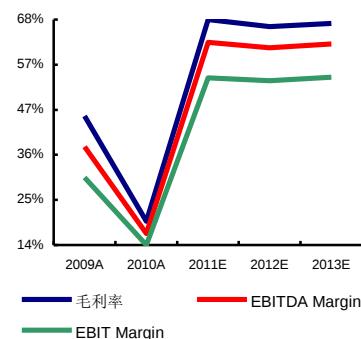
单位：百万元

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

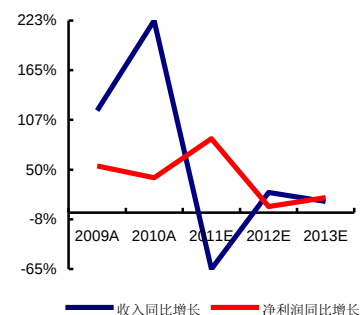
资产负债率趋势



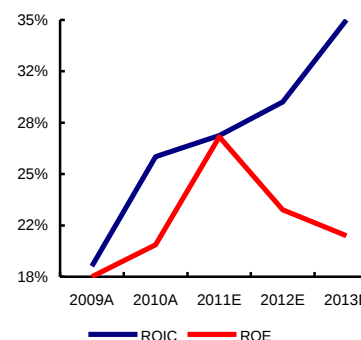
经营利润率趋势



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

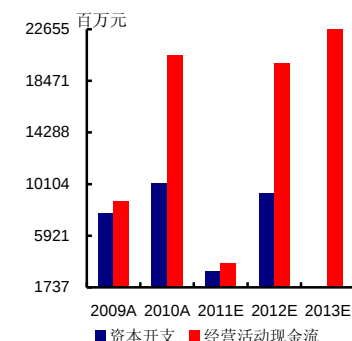
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	87	205	36	198	225
净利润	55	77	143	153	179
折旧摊销	19	23	24	27	31
营运资金变动	12	99	-122	6	2
其它	1	6	-9	12	12
投资活动现金流	-79	-124	-31	-94	-17
资本支出	-78	-102	-31	-94	-17
投资变动	-1	-22	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	34	84	-57	-12	-12
银行借款	80	111	-44	0	0
债券融资	-43	-8	0	0	0
股权融资	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

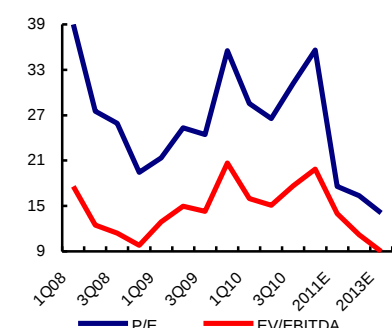
单位：%

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	17.3	16.1	13.8
P/B	6.4	7.2	4.7	3.7	2.9
EV/EBITDA	20.4	19.6	13.7	10.9	8.7

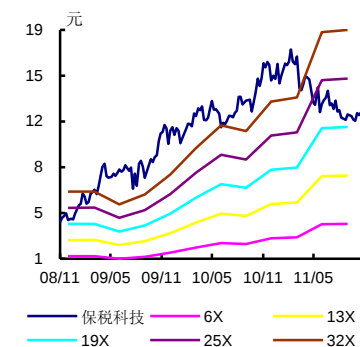
资本支出与经营活动现金流



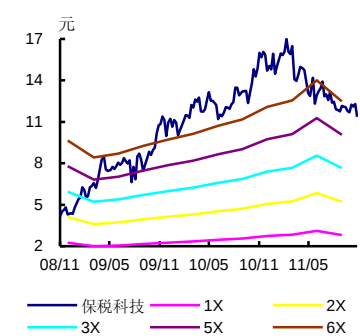
相对估值



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

保税科技（600794.sh）：新罐带来短期高增长，长期发展遭遇天花板

谢平

2011-11-22

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。