

相关研究:

- 1、 保税科技：10 年业绩符合预期，增长可持续--2011.2.16
- 2、 保税科技：具有资源与品牌优势的区域龙头，未来成长需突破产能瓶颈——2011.12.22

投资评级: 增持

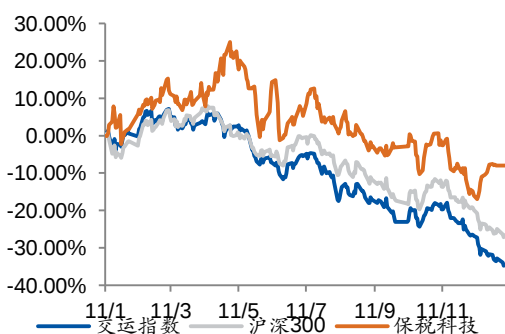
当前价格: 12.37 元
目标价格: 暂 无
目标期限: ---

市场数据

总股本(百万股)	213.92
A 股股本(百万股)	213.92
B/H 股股本(百万)	0
A 股流通比例(%)	100%
12 个月最高/最低	17.40 9.90
第一大股东	张家港保税区金港
第一大股东持股	24.89%
上证综指 / 沪深	2276.046 2435.608

注：2011 年 1 月 11 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	20.52	6.46	21.0
绝对收益	17.81	1.89	-1.0

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：金嘉欣

(8621) 68634510-8056

jjx3195@xcsc.com

执业证书编号：S0500511010002

募投符合预期，未来瓶颈依然存在

事件:

公司发布公告称，拟非公开向包括控股股东在内的 10 名以内投资者发行不超过 2310 万股，发行价不低于 9.92 元，募集资金净额不超过 2.11 亿元，募投资金主要用于对 1#库区罐容改造和岸线码头结构加固改造项目。

投资要点:

募投资金改建库区为扩产能，项目符合预期

公司计划募投资金净额 2.11 亿元，其中 1.65 亿元用于 1#罐区改扩建项目，0.46 亿元用于码头结构加固改造项目。

1#罐区当前罐容 5 万立方米，改扩建后增至 10.1 万，增 4.1 万立方米，扩容比例为 9.47%（当前总罐容为 43.3 万立方米）。

考虑公司 9#库区在建罐容 10 万立方米将于 2012 年 1 季度末投产，扩容比例为 22.57%。

综合 1#和 9#库区扩建罐容，公司未来罐容增长比例为 32.04%，基本符合我们此前判断，由于公司所在区域土地资源和岸线资源紧张，产能扩张局限于目前的 9#库区 10 万立方米及对当前部分小罐的改造。此次募投项目完工后，未来产能扩张则遭遇瓶颈。

改造罐容主要考虑罐储品类多元化，规避品类单一风险。

前期报告中我们提示公司当前 70-80%罐储品类为乙二醇，且处于高毛利状态，由于乙二醇的易存储以及未来国内乙二醇产能可能释放等因素，致使公司乙二醇存储价格存在向下调整风险，公司也考虑到未来盈利空间压缩风险，因此此次 1#罐储改造主要为不锈钢罐，以满足未来仓储品类的多元化，一定程度规避了乙二醇仓储价格下行风险。

跨区域战略具有不确定性，公司 2012 之后增长不确定。

考虑到此次募投扩建项目，公司 12 年极限罐储产能为 58.33 万立方米，而公司码头岸线吞吐量为 300 万吨，当前已经在 275 万吨左右，从公司罐容和码头吞吐两方面来看，2013 年均没有扩容空间，产能瓶颈较为突出；

公司目前在尝试跨区域发展，实现库区联动，2011 年初决策南下平湖选择跨区域发展，由于公司目前客户多以贸易型为主，生产型客户较少，跨区域发展面临重新开拓客户难点，同时当前各地码头岸线及土地资源紧张以及化工品罐储监管审批等均均为跨区域发展埋下障碍，因此该战略的拨云见日有较大难度，因此公司远期增长具有不确定性，高增长遭遇瓶颈。

估值和投资建议

由于公司 PTA 业务基本全面转为代理，当前营业收入结构发生较大变化，但对公司盈利影响相对较小，结合公司罐储扩容计划以及当前经营状况，我们维持此前对公司的公司业绩预测，预计公司 2011-2013 年营业收入增速分别为 -65%、22%和 10%，可实现每股收益为 0.62 元、0.73 元和 0.81 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、16 倍和 14 倍，相对物流行业均值，公司估值相对不高，考虑到公司未来发展面临产能瓶颈，跨区域战略具有较大不确定性，我们维持公司“增持”评级。

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面):

跨区域发展获得突破;

通过对区域内后方库区企业兼并从而扩张。

风险提示 (负面):

经济增速放缓, 公司业务开展低于预期;

未来国内乙二醇产能释放, 公司码头仓储需求下降;

产能瓶颈和毛利下滑可能。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	804	280	342	375
YOY%	222.68%	-65.19%	22.15%	9.71%
净利润 (百万元)	77	133	155	173
YOY%	43.33%	72.11%	17.17%	11.48%
EPS (元)	0.43	0.62	0.73	0.81
P/E (X)	32	18	16	14
P/B (X)	6.51	4.81	3.68	2.92

表 1、公司主要财务指标

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

附录(单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	558	405	511	628	营业收入	804	280	342	375
现金	254	226	280	357	营业成本	646	78	95	105
应收账款	50	29	19	29	营业税金及附加	10	4	5	5
其他应收款	209	39	60	61	营业费用	5	3	4	4
预付账款	43	2	2	2	管理费用	31	25	28	30
存货	1	108	148	178	财务费用	5	5	5	1
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	1	2	0	0
非流动资产	472	506	516	503	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	280	322	367	372	营业利润	107	163	206	230
无形资产	96	93	91	88	营业外收入	1	15	2	2
其他非流动资产	97	91	58	42	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	1030	911	1027	1130	利润总额	105	177	207	231
流动负债	489	198	148	109	所得税	28	44	52	58
短期借款	44	0	0	0	净利润	77	133	155	173
应付账款	122	110	60	70	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	323	88	88	39	归属母公司净利润	76	132	155	173
非流动负债	152	192	202	172	EBITDA	134	193	241	265
长期借款	152	192	202	172	EPS (元)	0.43	0.62	0.73	0.81
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	641	390	350	281					
少数股东权益	15	15	15	15	主要财务比率				
股本	178	214	214	214	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	128	92	92	92	成长能力				
留存收益	68	200	356	529	营业收入	222.7%	-65.2%	22.1%	9.7%
归属母公司股东权益	374	506	662	835	营业利润	45.9%	52.8%	26.3%	11.5%
负债和股东权益	1030	911	1027	1130	归属于母公司净利润	40.5%	73.3%	17.3%	11.5%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	19.7%	72.2%	72.3%	72.0%
单位: 百万元					净利率(%)	9.5%	47.3%	45.4%	46.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	20.4%	26.1%	23.5%	20.7%
经营活动现金流	205	40	89	128	ROIC(%)	26.8%	28.0%	28.1%	27.6%
净利润	77	133	155	173	偿债能力				
折旧摊销	23	25	30	34	资产负债率(%)	62.3%	42.8%	34.1%	24.8%
财务费用	5	5	5	1	净负债比率(%)	30.57%	49.23%	57.65%	61.30%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	1.14	2.05	3.44	5.78
营运资金变动	99	-134	-100	-83	速动比率	1.14	1.49	2.43	4.12
其他经营现金流	2	11	-1	3	营运能力				
投资活动现金流	-124	-58	-40	-20	总资产周转率	1.06	0.29	0.35	0.35
资本支出	102	50	40	20	应收账款周转率	28	7	14	15
长期投资	-42	8	0	0	应付账款周转率	7.54	0.67	1.11	1.61
其他投资现金流	-64	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	83	-9	5	-31	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.62	0.73	0.81
短期借款	44	-44	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.19	0.42	0.60
长期借款	72	40	10	-30	每股净资产(最新摊薄)	1.75	2.37	3.09	3.90
普通股增加	0	36	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-36	0	0	P/E	31.91	18.41	15.69	14.08
其他筹资现金流	-33	-5	-5	-1	P/B	6.51	4.81	3.68	2.92
现金净增加额	165	-28	54	77	EV/EBITDA	18	12	10	9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。

本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。