

2014年08月19日

# 保税科技 (600794)

——2014 中报点评：业绩略超预期，“扩容”的规模效应显著

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入

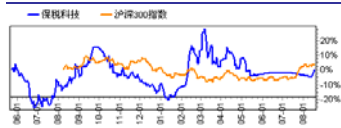
维持

市场数据： 2014年08月18日	
收盘价(元)	9.74
一年内最高/最低(元)	11.28/6.65
上证指数/深证成指	2240/8046
市净率	4.5
息率(分红/股价)	1.13
流通A股市值(百万元)	4486

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日	
每股净资产(元)	2.19
资产负债率%	57.81
总股本/流通A股(百万)	474/461
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《保税科技(600794)——非公开发行获通过助力新一轮发展，上调至“买入”》 2014/08/07

### 证券分析师

张西林 A0230512070001  
zhangxl@swsresearch.com  
谢平 A0230514070001  
xieping@swsresearch.com

### 联系人

吴一凡  
(8621)23297818x7469  
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	393	6	173	6	0.36	75.7	17.3	27	13
2014H1	252	38	89	10	0.19	71.1	8.6		
2014E	484	23.3	200	15.7	0.42	76.2	17.4	23.1	16.3
2015E	653	34.9	290	45.0	0.61	79.1	21.1	15.9	11.6
2016E	807	23.5	381	31.3	0.80	81.1	22.8	12.1	8.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点：

- **公司公告/新闻：**公司公告2014年中报业绩，报告期公司实现营业收入2.52亿元、利润总额1.25亿元、归属于上市公司股东的净利润8883.30万元，分别较去年同期增长37.94%、25.15%和9.56%。
- **业绩略超预期，罐容驱动收入稳定增长。**(1)我们业绩前瞻报告(2014/7/14)中预计公司实现归属净利为8800万元，公司公告业绩8883.30万元略超预期；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为9013.35万元，同比增长12.37%。业绩略超预期的主要原因来自于下属联营公司的投资收益。(2)报告期公司营业收入同比增长37.94%至2.52亿元，公司1#罐区在2014年上半年投产后贡献主要利润增长。报告期公司子公司长江国际安全靠泊货轮264艘次、码头吞吐量172.85万吨，对应营业收入同比增长40.48%至2.18亿元、营业利润同比增长30.90%至1.34亿元。
- **受益于规模效应，公司毛利率环比提升且期间费用率较前2个季度大幅下降。**我们一直认为公司受益于罐容规模的扩大和化工品物流高自动化水平，公司有望发生显著的规模效应：毛利率水平有望提高、期间费用率降低。2014年2季度公司毛利率达到75.37%，较前2个季度74.40%和63.75%均有提升，位于历史第三高水平；期间费用率水平为17.93%，其中销售费用率、管理费用率分别为0.71%和8.85%，较前2个季度大幅下降。二季度数据初步验证我们之前的判断，我们认为伴随着公司罐容的进一步扩大和高效的达产率未来毛利率水平有望进一步提升、期间费用率有望进一步下降。

中长期看，公司迎来新一轮发展的判断正逐步得到验证。（1）非公开发行助力公司新一轮发展。我们在2013年8月14日发布深度报告时认为，公司在股权集中后将迎来新一轮的发展，且公司有望受益于市场容量和市场占比双“升”。公司近日公告非公开发行获得通过，所募集的7.4亿资金主要用于收购仪征国华100%股权、收购中油泰富9万立方米化工罐区资产、建设31.58万立方米液体化工储罐项目和补充流动资金，外购项目向张家港之外区域扩张、建设新项目打开张家港区的罐区瓶颈。公司新一轮发展的逻辑判断正在一步步验证，此次非公开发行获通过将有力保障公司的发展。（2）化工品交易中心开拓新的业绩增长点，并增强线下客户黏性。公司积极向网“上”转型，4/11化工品交易中心长江国际电子交易平台试运行，目前平台运行正常且日均交易额稳定在6-8亿元，在未来贡献佣金和交割费率的同时有望提升公司客户的黏性，进一步推动公司中长期发展。

**维持盈利预测和“买入”评级。**维持盈利预测，预计2014-2016年EPS分别为0.42元、0.61元和0.80元（未考虑非公开发行摊薄），对应最新股价PE为23.1X、15.9X和12.1X；考虑20%的新增发行则为0.35元、0.51元和0.67元，对应最新股价PE为27.7X、19.1X和14.6X。若考虑长江国际电子交易平台的业绩弹性，公司未来2年业绩有进一步上调空间。我们看好公司新一轮发展和向线“上”轻资产运营模式转型带来的业绩弹性，维持“买入”评级建议积极配置。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	372	393	484	653	807
码头仓储	303	336	411	544	680
化工品贸易	16	0	0	0	0
代理	29	32	42	56	67
运输	20	22	29	39	47
其他	4	3	3	14	14
营业总成本	173	171	215	257	296
营业成本	98	95	115	137	152
折旧	28	28	45	56	63
工资	26	39	41	43	44
其他费用	28	28	29	39	46
营业税金及附加	14	4	5	7	9
销售费用	4	4	5	7	9
管理费用	46	50	61	83	102
财务费用	10	16	27	22	23
资产减值损失	0	2	1	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	0	0	2
营业利润	199	221	270	396	513
营业外收支	(2)	(5)	0	(5)	0
利润总额	197	216	270	391	513
所得税	33	41	67	98	128
净利润	164	175	202	293	385
少数股东损益	1	2	2	3	4
归属于母公司所有者的净利润	163	173	200	290	381

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	164	175	202	293	385
加: 折旧摊销减值	36	39	51	62	69
财务费用	9	23	27	22	23
非经营损失	(0)	5	0	0	(2)
营运资本变动	85	(281)	4	(4)	(6)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	301	(26)	283	374	469
资本开支	68	313	489	215	0
其它投资现金流	(2)	(80)	0	0	2
投资活动现金流	(123)	(435)	(489)	(215)	2
吸收投资	211	0	0	0	0
负债净变化	(66)	153	314	(77)	(258)
支付股利、利息	27	56	79	82	110
其它融资现金流	1	(2)	0	0	0
融资活动现金流	119	436	236	(159)	(368)
净现金流	297	(31)	31	0	103

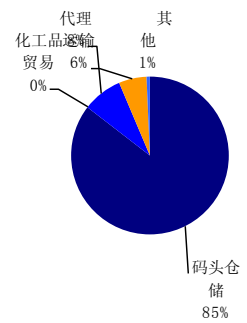
资料来源:申万研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
罐容同比增速:	6%	30%	35%	18%
费率同比增速:	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%

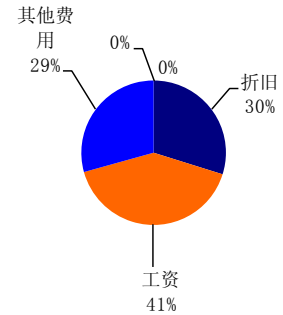
收入结构

2013年收入结构

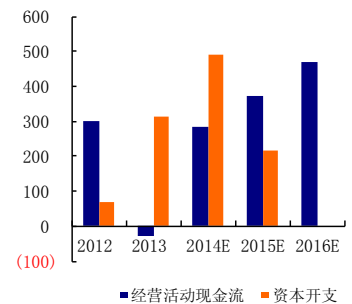


成本结构

2013年成本结构



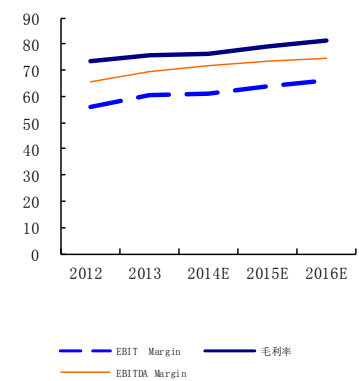
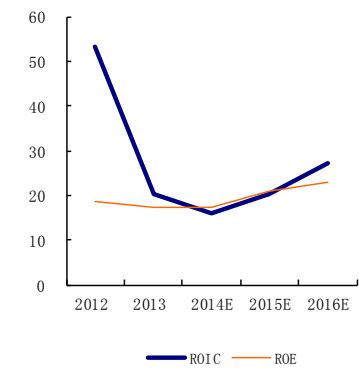
资本开支与经营活动现金流



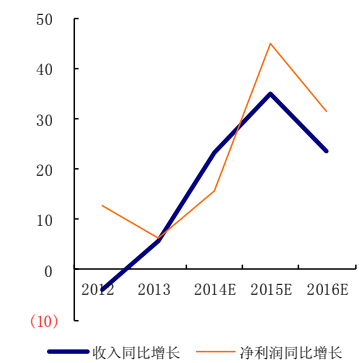
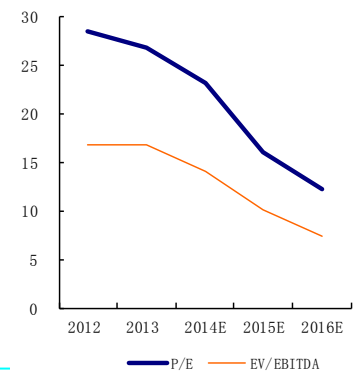
**合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,486	1,670	1,711	1,728	1,847
现金及等价物	656	626	656	656	759
应收款项	827	1,042	1,051	1,068	1,083
存货净额	3	3	4	4	5
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	44	122	122	122	122
固定资产	471	784	1,224	1,379	1,312
无形资产及其他资产	131	220	220	219	219
资产总计	2,132	2,797	3,276	3,449	3,500
流动负债	1,148	1,334	1,623	1,522	1,276
短期借款	43	239	514	397	139
应付款项	52	70	84	100	111
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	93	448	488	528	528
负债合计	1,240	1,782	2,111	2,050	1,803
股本	237	474	474	474	474
资本公积	280	42	42	42	42
盈余公积	28	40	54	75	102
未分配利润	333	444	578	788	1,055
少数股东权益	14	15	17	20	24
股东权益	892	1,015	1,166	1,399	1,697
负债和股东权益合计	2,132	2,797	3,276	3,449	3,500

资料来源:申万研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**重要财务指标**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.36	0.42	0.61	0.80
每股经营现金流	0.63	-0.06	0.60	0.79	0.99
每股红利	0.00	0.00	0.11	0.13	0.18
每股净资产	1.85	2.11	2.42	2.91	3.53
关键运营指标(%)					
ROIC	53.2	20.2	16.0	20.3	27.1
ROE	18.6	17.3	17.4	21.1	22.8
毛利率	73.6	75.7	76.2	79.1	81.1
EBITDA Margin	65.5	69.6	71.5	73.2	74.5
EBIT Margin	56.1	60.4	61.2	64.0	66.1
收入同比增长	(4.0)	5.6	23.3	34.9	23.5
净利润同比增长	12.8	6.1	15.7	45.0	31.3
资产负债率	58.2	63.7	64.4	59.4	51.5
净资产周转率	0.42	0.39	0.42	0.47	0.48
总资产周转率	0.17	0.14	0.15	0.19	0.23
有效税率	16.5	18.8	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	1.1	1.3	1.9
估值指标(倍)					
P/E	28.3	26.7	23.1	15.9	12.1
P/B	5.3	4.6	4.0	3.4	2.8
EV/Sale	10.9	11.6	10.0	7.3	5.5
EV/EBITDA	16.7	16.7	14.0	10.0	7.4

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。