

业绩低于预期 投资步伐持续迈进

增持 维持

目标价格：12.80

业绩和公告简评：

保税科技发布 2014 年三季度报告，2014 年 1-9 月，公司实现营业收入 3.90 亿元，同比增长 30.81%；归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元，同比减少 7.39%，对应 EPS 0.26 元。2014 年第三季度，公司实现营业收入 1.38 亿元，同比增长 19.50%，归属于上市公司股东的净利润 3379.78 万元，同比减少 34.17%。

经营分析：

- **成本叠加效应显著，拉低整体毛利率：**随着长江国际随着罐容增加，公司相应仓储收入有所增长，此外自营贸易收入有所增加。公司前三季度营业收入同比增长 30% 以上。另一方面，长江国际固定资产折旧、修理改造费用增加、化工品转存周边库区支付的仓储费增加以及三季度结转自营贸易库存商品导致成本增速大大高于收入增速，前三季度整体毛利率为 69.72%，同比减少 6 个百分点，单季度毛利率更是由去年的 78% 降至 67%。
- **三费迅速增长压低业绩。**今年前三季度公司营业费用、管理费用和财务费用同比分别增长 73.17%、62.68% 和 173.95%。华泰化工计提应付保税港务公司土地租赁费以及人力和管理支出增加导致管理费用迅速增长；另外，公司计提债券应计利息 1,581.48 万元，是财务费用大幅增长的主要原因。受上述因素影响，公司前三季度净利润同比减少 7.39%，其中第三季度净利润同比减少 34.17%。
- **外延式扩张拓展成长空间，投资步伐持续迈进。**除罐容迅速扩张外，公司于今年 10 月 9 日和 28 日分别公告将投资设立产业投资基金公司和江苏长江航运交易中心公司。通过以上投资行为，公司将完善服务链条，增强竞争力，进一步拓宽自身成长空间。
- **预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.36、0.45 元和 0.55 元，对应当前股价 33x14PE、26x15PE 和 22x16PE，维持“增持”评级。**

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	371.90	392.70	519.87	654.33	799.34
增长率(%)	3.97	5.59	32.38	25.86	22.16
归母净利润(百万)	163.02	173.05	194.34	242.62	296.44
增长率(%)	12.81	6.15	12.30	24.85	22.18
每股收益	0.30	0.32	0.36	0.45	0.55
市盈率	39.53	37.12	33.05	26.48	21.67

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀(S1180514050002)

电话：021-65051190

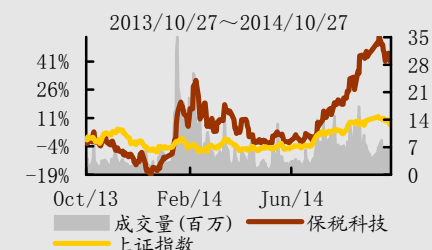
Email: liupan1@hysec.com

王滔(S1180514080003)

电话：010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《业绩增速放缓，扩容维系增长》
2014/8/19
- 《产能瓶颈突破，O2O 转型前景可期》
2014/3/13
- 《改造影响即将过去，稳步成长可期》
2013/10/28
- 《仓储主业稳定增长，业绩符合预期》
2013/8/26

图 1：三张表摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E	
现金及现金等价物	626	903	1249	1772	营业收入	393	520	654	799
应收款项	1038	1115	1403	1714	营业成本	95	147	196	244
存货净额	3	5	6	8	营业税金及附加	4	6	7	9
其他流动资产	3	8	7	9	销售费用	4	6	9	12
流动资产合计	1670	2030	2665	3503	管理费用	50	68	86	107
固定资产	784	953	1039	1067	财务费用	16	24	23	22
无形资产及其他	189	184	180	176	投资收益	(1)	0	0	0
投资性房地产	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	122	122	122	122	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2797	3322	4038	4900	营业利润	221	267	332	404
短期借款及交易性金融负债	239	113	132	161	营业外净收支	(5)	(5)	(5)	(5)
应付款项	49	50	73	106	利润总额	216	262	327	399
其他流动负债	1046	1558	2061	2651	所得税费用	41	65	82	100
流动负债合计	1334	1721	2265	2918	少数股东损益	2	2	3	3
长期借款及应付债券	439	439	439	439	归属于母公司净利润	173	194	243	296
其他长期负债	9	9	9	9	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	448	448	448	448	2013	2014E	2015E	2016E	
负债合计	1782	2169	2713	3365	净利润	173	194	243	296
少数股东权益	15	16	19	21	资产减值准备	1	1	0	0
股东权益	1000	1136	1306	1514	折旧摊销	36	53	66	74
负债和股东权益总计	2797	3322	4038	4900	公允价值变动损失	2	2	2	2
关键财务与估值指标					财务费用	16	24	23	22
2013	2014E	2015E	2016E		营运资本变动	(225)	432	237	307
每股收益	0.32	0.36	0.45	0.55	其它	0	1	2	2
每股红利	0.10	0.11	0.13	0.16	经营活动现金流	(13)	682	550	682
每股净资产	1.85	2.10	2.41	2.79	资本开支	(345)	(220)	(150)	(100)
ROIC	15%	16%	23%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	17%	19%	20%	投资活动现金流	(424)	(220)	(150)	(100)
毛利率	76%	72%	70%	69%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	61%	56%	55%	54%	负债净变化	9	0	0	0
EBITDA Margin	70%	66%	65%	63%	支付股利、利息	(56)	(58)	(73)	(89)
收入增长	6%	32%	26%	22%	其它融资现金流	500	(127)	19	30
净利润增长率	6%	12%	25%	22%	融资活动现金流	406	(185)	(54)	(59)
资产负债率	64%	66%	68%	69%	现金净变动	(31)	277	346	523
息率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	656	626	903	1249
P/E	37.1	33.1	26.5	21.7	货币资金的期末余额	626	903	1249	1772
P/B	6.4	5.7	4.9	4.2	企业自由现金流	(298)	483	421	602
EV/EBITDA	29.8	24.9	21.6	19.5	权益自由现金流	212	339	423	616

资料来源：宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。2013 年腾讯天眼第三名, 21 世纪金牌分析师亚军。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路产业链等行业。

刘 攀: 上海交通大学硕士, 3 年机械行业研究经验, 1 年产业融资租赁行业经验, 宏源证券交运行业组(设备方向)分析师。擅长草根挖掘投资机会, 重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

王滔: 中山大学硕士, 3 年交运行业研究经验, 重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李 倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。