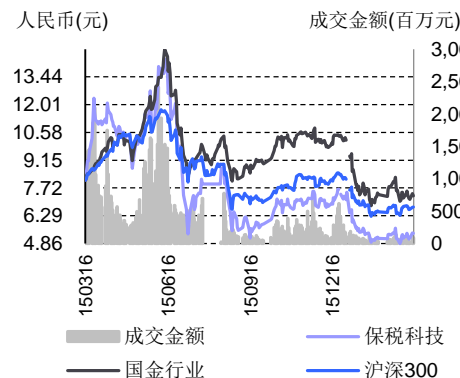


**保税科技 (600794.SH) 其它运输行业**
**评级：增持 维持评级**
**公司点评**

 市场价格 (人民币): 5.39 元  
 目标价格 (人民币): 6.00-7.00 元

**长期竞争力评级：高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	1,102.77
总市值(百万元)	6,422.58
年内股价最高最低(元)	14.35/4.86
沪深 300 指数	3074.78
上证指数	2864.37


**化工行业低迷，多元发展等待时机**
**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.365	0.186	0.039	0.076	0.132
每股净资产(元)	2.11	3.29	3.38	3.54	3.83
每股经营性现金流(元)	-0.06	1.33	0.77	0.33	0.43
市盈率(倍)	20.86	76.72	132.61	67.87	38.99
行业优化市盈率(倍)	16.52	29.22	50.43	42.16	42.16
净利润增长率(%)	6.15%	-30.65%	-61.44%	95.39%	74.08%
净资产收益率(%)	17.30%	6.73%	2.53%	4.71%	7.58%
总股本(百万股)	474.35	541.62	1,191.57	1,191.57	1,191.57

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

■ 保税科技 2015 年净利润预计同比下降 50%-95%。主要原因是本期化工品市场低迷，市场需求减少，公司为维持市场占有率，仓储价格降低约 30%。近期我们对公司进行了调研，期待公司后续发展。

**经营分析**

- **降低仓储价格，维持液体仓储市场占有率：**公司主要利润来源为液体码头仓储业务，约占毛利的 73%。公司子公司长江国际截至 2015 年 6 月安全停靠的国际货轮同比增加 3.14%，码头吞吐量同比增加 8.38%。说明仓储费用的降低还是有效的帮助公司提升了一定的市场占有率。
- **公司储罐规模超 105 万立方米，富裕容量有助多品种拓展：**公司近两年罐容扩张较快，截至 2015 年年末，储罐规模超过 105 万立方米。储罐扩容后，公司更加关注多品种拓展，主要关注甲醇，甲醇市场季节波动不明显，市场空间大，2015 年全国甲醇需求量预计 4500 万吨，而乙二醇全国需求量仅约 1000 万吨。但是甲醇价格较乙二醇较低，所以库存价格也较低。
- **乙二醇价格下降，市场将更依赖进口：**乙二醇的替代产品价格较高，乙二醇价格下降时，市场会更依赖进口，所以公司业务量在现在的市场情况下会有所上升。
- **行业进入洗牌期，小库区预计将被淘汰：**液态码头仓储行业也在低迷的市场环境下进入了洗牌期，小库区虽然经营成本比较低，但是主要迫于环保压力，预计未来会被淘汰。
- **行业规模保持稳定，供给端竞争稳定：**未来行业罐容的规模会保持稳定，除了在建的，新建的库区扩容比较少。所以整体行业服务提供端目前看来竞争压力不会继续恶化。

**盈利调整**

■ 我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.04 元、0.08 元、0.13 元。

**投资建议**

- 公司液体仓储市占率稳定，积极拓展多品种。未来若化工品市场回暖，公司业绩弹性大。公司积极推进员工持股计划，发展动力强，给予“增持”评级。

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

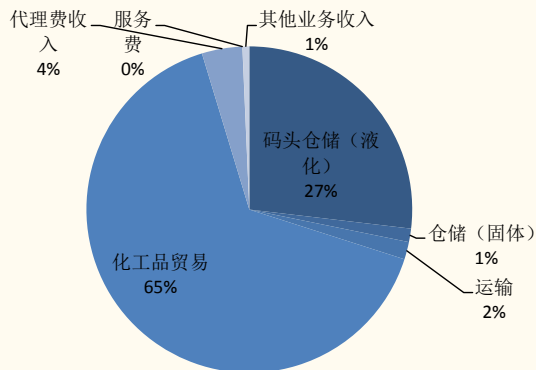
**戴亚雄** 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 市场低迷，降单价，扩罐容，双管齐下保业绩

### 下调仓储价格，保证市场占有率

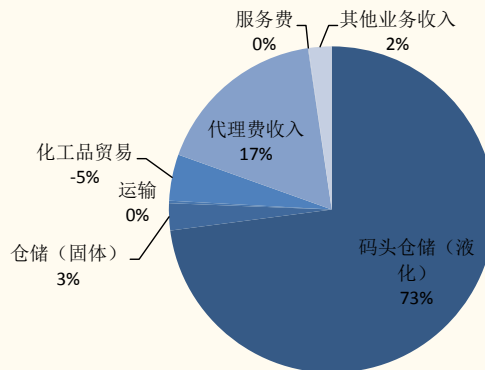
- 保税科技主营化工仓储，运输及贸易。根据营业收入分布，化工品贸易占比 65%，液体仓储占比 27%。但是由于化工品贸易业务刚刚开展还没有实现盈利。现在公司最主要的业绩来源为液体仓储，占总毛利的 73%，其次为代理费收入，占比 17%。

图表 1：营业收入分布



来源：2015 年公司半年报，国金证券研究所

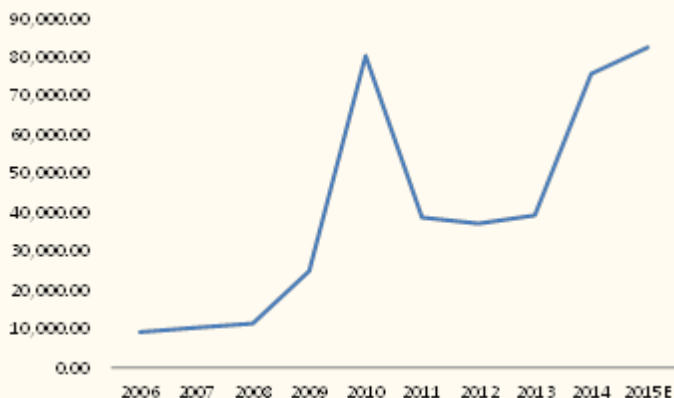
图表 2：毛利分布



来源：2015 年公司半年报，国金证券研究所

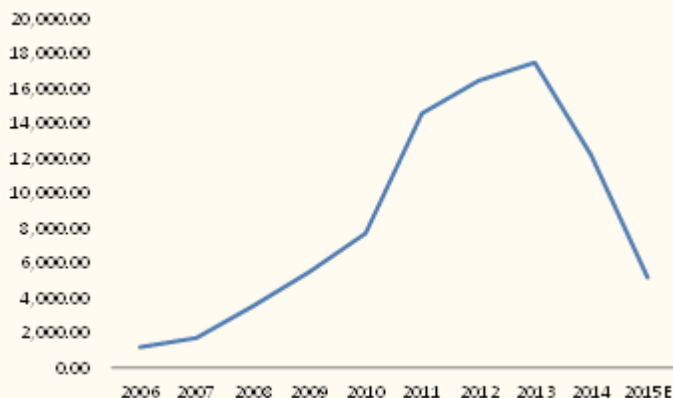
- 公司 2015 年前三季度主营业务收入达 5.4 亿，同比增长约 40%，主要是由于保税贸易公司增加了自营贸易业务。净利润同比下降 38%。2015 年公司业绩下滑约 50%-95%。本期业绩下降的主要原因是码头仓储业务利润的下降，市场需求减少，竞争加剧，为了保证市场占有率，公司下调仓储价格约 30%。

图表 3：营业收入（万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：净利润（万元）



来源：wind，国金证券研究所

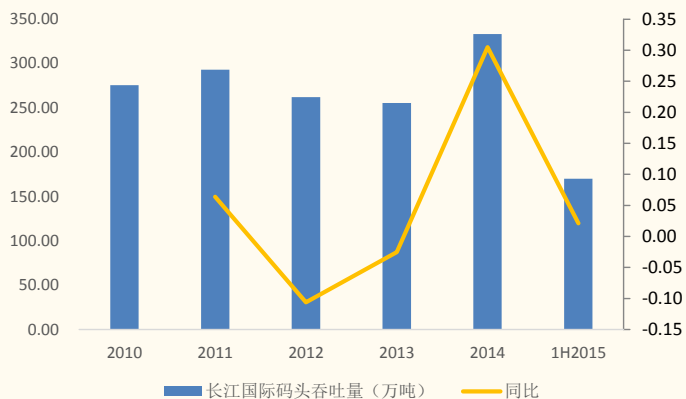
### 控股公司表现各异，多方寻求发展

- 张家港保税区长江国际港务有限公司，主营液体化工专业物流服务，包含码头接卸、保税仓储和分拨转运服务。其业务占保税可以主营业务收入的 27%。2015 年上半年安全靠泊国际货轮 273 艘次，同比增长 3.41%；码头吞吐量 170.11 万吨，同比下降 1.59%；仓储进货量 143.21 万吨，同比增长 8.38%。从数据上看长江国际停泊的货轮艘次及仓储的进货量均有所增长，说明仓储费用的降低还是有效的帮助公司提升了一定的市场占有率。其中乙二醇依旧为主打品种，占有率约 30% 左右。
- 张家港扬子江保税贸易有限公司主要开展化工品代理采购，代理仓储及运输业务，且于 2014 年下半年开展自营贸易业务。但是由于 2015 年全球

油价下跌，化工品市场行情出现下跌。所以该业务的营业收入不达预期，但是已经是化工品贸易成为公司营收占比最大的业务，约 65%。

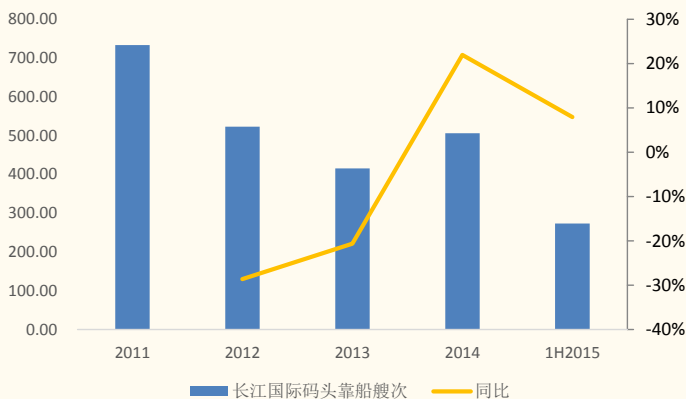
- 张家港保税区外商投资服务有限公司主要提供化工品代理业务及固体仓储业务。本期仓库投产，公司积极开发仓储业务，使仓储业务大幅上涨。

图表 5：长江国际码头吞吐量



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：长江国际码头船艘次

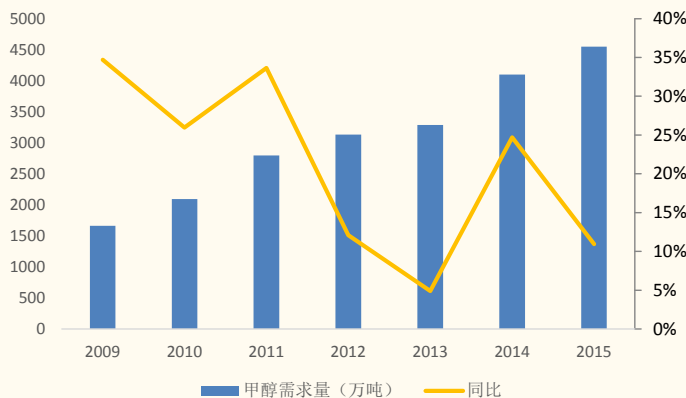


来源：wind，国金证券研究所

### 储罐规模超 105 万立方米，考虑多品种拓展

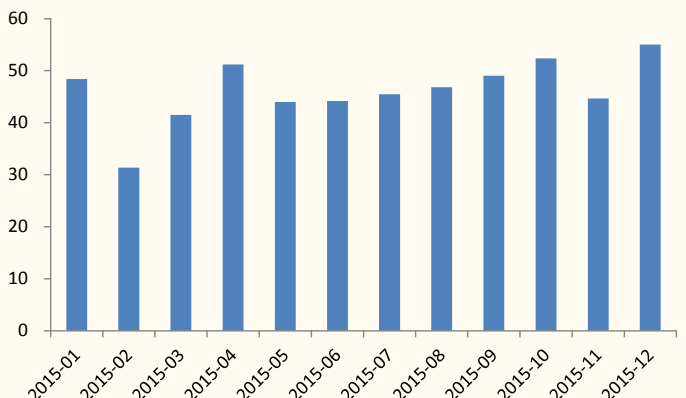
- 从资产上来看，公司罐容扩张比较快。公司原有储罐规模仅有 18.9 万立方米，后来自建约 30 万立方米，库区扩建罐容又再次增长 5 万立方米。之后又频频收购扩容，收购中油泰富 9 万立方米，仪征国华 13.6 万立方米，华泰化工 28.42 万立方米。目前储罐规模超过 105 万立方米。由于新增储罐投入使用，储罐利用率从 80-90% 下降至 70%，2015 年下半年基本持稳。
- 后期发展看好多品种拓展：公司关注甲醇市场，甲醇市场季节波动不明显，市场空间大，2015 年全国甲醇需求量预计 4500 万吨，先比乙二醇全国需求量仅约 1000 万吨。但是甲醇价格较乙二醇较低，所以库存价格也较低。储罐规模扩大前，公司仅集中在乙二醇及二甘醇业务，扩容后，公司预备开展其他品种的业务。

图表 7：甲醇需求数量 (万吨)



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：甲醇进口量 (万吨)

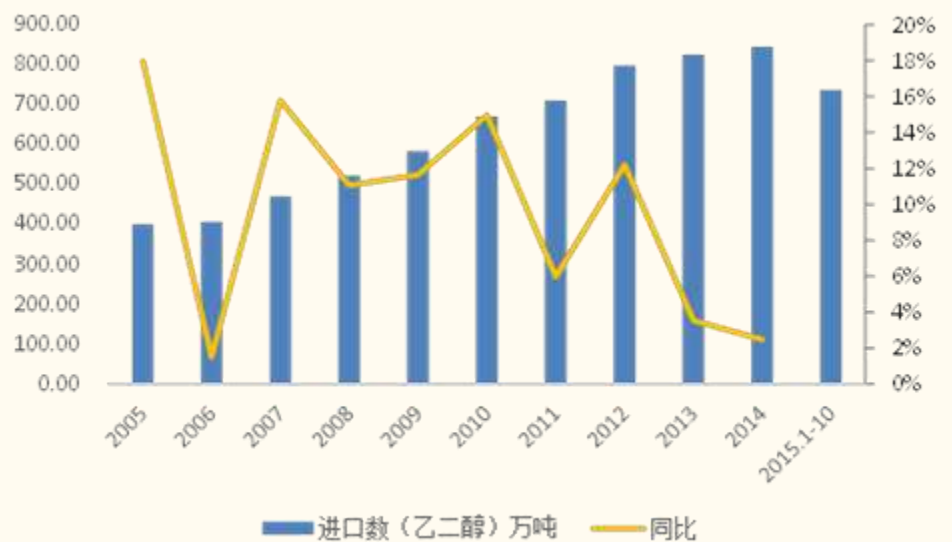


来源：wind，国金证券研究所

### 行业环境低迷，进口依赖加强，行业进入洗牌期

- 公司在张家港保税区拥有自主码头，主要从事长三角地区的乙二醇仓储业务。乙二醇国际进口量决定公司仓储业务的业绩。由于国内乙二醇单产偏低，且煤质乙二醇质量低，导致约 70% 乙二醇都需要依赖进口。2015 年在国际原油价格下挫的行情下，乙二醇在下半年价格由 7400 元/吨下跌至 4300 元/吨，终端需求表现不佳。
- 公司认为乙二醇的替代产品价格高，乙二醇价格下降时，市场会更依赖进口，所以公司业务量在现在的市场情况下会有所上升。
- 液态码头仓储行业也在低迷的市场环境下进入了洗牌期，小库区虽然经营成本比较低，但是主要迫于环保压力，不方便被受受，所以小库区预计会被淘汰。
- 未来行业罐容的规模会保持稳定，除了在建的，新建的库区扩容比较少。所以整体行业服务提供端目前看来竞争压力不会继续恶化。

图表 9：乙二醇进口数



来源：wind，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>372</b>	<b>393</b>	<b>758</b>	<b>913</b>	<b>1,125</b>	<b>1,319</b>
增长率		5.6%	93.1%	20.4%	23.3%	17.2%
主营业务成本	-98	-95	-431	-753	-878	-957
%销售收入	26.4%	24.3%	56.9%	82.5%	78.0%	72.5%
毛利	274	297	327	160	248	363
%销售收入	73.6%	75.7%	43.1%	17.5%	22.0%	27.5%
营业税金及附加	-14	-4	-4	-8	-11	-13
%销售收入	3.8%	1.1%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-4	-4	-6	-9	-11	-13
%销售收入	1.2%	1.1%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-46	-50	-78	-91	-113	-132
%销售收入	12.4%	12.6%	13.1%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	209	239	219	51	113	204
%销售收入	56.2%	60.9%	61.8%	5.6%	10.0%	15.5%
财务费用	-10	-16	-38	-30	-37	-24
%销售收入	2.6%	4.0%	5.0%	3.3%	3.2%	1.8%
资产减值损失	0	-2	-4	-18	18	0
公允价值变动收益	0	0	-2	-10	0	0
投资收益	0	-1	-10	50	20	20
%税前利润	n.a	n.a	n.a	95.2%	17.1%	9.8%
营业利润	199	221	166	43	114	200
%营业利润率	53.5%	56.2%	21.9%	4.7%	10.1%	15.2%
营业外收支	-2	-5	-4	10	3	3
税前利润	197	216	162	53	117	203
利润率	53.0%	54.9%	21.4%	5.8%	10.4%	15.4%
所得税	-33	-41	-60	-5	-26	-45
%所得税率	16.6%	18.9%	37.0%	10.0%	22.0%	22.0%
净利润	164	175	102	47	91	158
少数股东损益	1	2	2	1	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>163</b>	<b>173</b>	<b>101</b>	<b>46</b>	<b>90</b>	<b>157</b>
净利率	43.8%	44.1%	13.3%	5.1%	8.0%	11.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	164	175	122	47	91	158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	39	62	81	50	75
非经营收益	16	41	51	-18	18	6
营运资金变动	85	-281	-266	307	20	-6
<b>经营活动现金净流</b>	<b>301</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>416</b>	<b>179</b>	<b>234</b>
资本开支	-68	-313	-208	-180	-206	-207
投资	-65	-122	-41	-258	0	0
其他	11	0	0	40	20	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-123</b>	<b>-435</b>	<b>-248</b>	<b>-398</b>	<b>-186</b>	<b>-187</b>
股权募资	211	0	731	0	0	0
债权募资	-66	494	-53	-18	115	-18
其他	-27	-63	-91	-35	-41	-29
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>119</b>	<b>431</b>	<b>587</b>	<b>-53</b>	<b>74</b>	<b>-47</b>
<b>现金净流量</b>	<b>297</b>	<b>-31</b>	<b>307</b>	<b>-35</b>	<b>67</b>	<b>0</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	656	626	935	900	967	967
应收款项	824	1,038	811	197	242	284
存货	3	3	48	23	48	52
其他流动资产	2	3	23	10	12	14
流动资产	1,486	1,670	1,817	1,130	1,270	1,317
%总资产	69.7%	59.7%	58.3%	40.1%	41.0%	40.2%
长期投资	50	128	132	400	399	399
固定资产	471	784	925	1,024	1,159	1,287
%总资产	22.1%	28.0%	29.7%	36.4%	37.4%	39.3%
无形资产	124	212	221	261	268	274
非流动资产	646	1,127	1,298	1,687	1,828	1,962
%总资产	30.3%	40.3%	41.7%	59.9%	59.0%	59.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,132</b>	<b>2,797</b>	<b>3,115</b>	<b>2,817</b>	<b>3,097</b>	<b>3,280</b>
短期借款	43	239	150	193	378	430
应付款项	1,081	1,064	618	321	376	413
其他流动负债	24	31	34	12	31	36
流动负债	1,148	1,334	803	526	785	879
长期贷款	89	98	135	85	65	45
其他长期负债	4	350	363	345	295	245
<b>负债</b>	<b>1,240</b>	<b>1,782</b>	<b>1,301</b>	<b>956</b>	<b>1,145</b>	<b>1,169</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>878</b>	<b>1,000</b>	<b>1,782</b>	<b>1,828</b>	<b>1,919</b>	<b>2,076</b>
少数股东权益	14	15	32	33	34	35
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,132</b>	<b>2,797</b>	<b>3,115</b>	<b>2,817</b>	<b>3,097</b>	<b>3,280</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.762	0.365	0.186	0.039	0.076	0.132
每股净资产	3.701	2.109	3.290	3.376	3.543	3.833
每股经营现金净流	1.270	-0.055	-0.058	0.769	0.331	0.432
每股股利	0.000	0.000	0.070	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.57%	17.30%	6.73%	2.53%	4.71%	7.58%
总资产收益率	7.64%	6.19%	3.85%	1.64%	2.92%	4.80%
投入资本收益率	17.03%	11.42%	6.52%	1.86%	3.27%	5.63%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-3.97%	5.59%	93.09%	20.41%	23.27%	17.23%
EBIT 增长率	22.20%	14.43%	-0.19%	-78.54%	120.03%	81.28%
净利润增长率	12.81%	6.15%	-30.65%	-61.44%	95.39%	74.08%
总资产增长率	35.25%	31.17%	11.34%	-9.56%	9.96%	5.88%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	14.3	25.3	22.5	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	20.4	12.0	21.6	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	130.0	144.9	71.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	448.9	593.9	393.1	326.8	276.5	243.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-58.77%	5.16%	-17.32%	-14.76%	-11.62%	-11.59%
EBIT 利息保障倍数	21.8	15.2	6.3	1.7	3.1	8.5
资产负债率	58.17%	63.71%	41.76%	33.93%	36.96%	35.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-25	增持	8.89	10.00~11.00

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD