

# 保税科技 (600794)

证券研究报告

2019年11月11日

## 传统主业为盾，流量变现为矛，液化仓储龙头再起航

**液化仓储主业受益于供需格局改善，有望给公司带来向上弹性。需求侧维持强劲：**民营炼化产能近年大幅投产，根据天风石化团队的测算，涤纶2019-2020产能增速为8.4%、7.5%，且盈利能力良好，或将带来乙二醇的需求量稳步提升。而国内的煤制乙二醇受制于品质瓶颈、成本较高、环保需求等因素，中期对进口乙二醇的替代能力有限，我们认为进口乙二醇的仓储需求有望维持高位。**供给侧有望去化：**公司主营品种乙二醇为可挥发有机物，本就在江苏省263环保行动的重点整治目标之中，近年华东地区化工品爆炸案频发，有望带来化工相关产业链安全、环保监管的同步趋严。中小落后产能本就因缺乏岸线资源盈利能力较弱，又将面临对于安全环保升级的二次投入，两难局面下产能有望进入快速去化期。**成本“类固定”，量价提升有望带来业绩高弹性。**目前保税科技的首期仓储费率约为40-45元/吨/月，占货值比例约为1%，如从40提升至50，仓储业务收入或将提升约25%，而客户总成本仅提升0.25%，我们认为供需格局改善的背景下公司具备提价能力。而成本端16-18固定成本占比高达64%、70%、68%，其余均为类固定，业务具备高弹性。

**自主研发线上仓储物流平台，流量变现意义重大，后续高增可期。**为解决货权交割安全性和效率之间的矛盾，公司自主研发线上平台，在管控交割风险、提高交割效率、降低交割成本上为客户创造价值。经4年发展、培育，于今年开始收费，2019H1贡献交割费及会员费为2024.65万元，实现产业链向下游的延伸，战略意义重大。**流量方面，**随着与京东数科的深入合作并引入供应链金融服务，会员费有望维持高增长。**品类上，**线上平台交割的收费品类仅为乙二醇、收费对象仅为中间环节的贸易商，后续有望进一步扩展空间。**费率上，**当前的交割手续费率约为万分之一，具备提升空间。

**调整贸易模式、剥离亏损子公司，盈利波动性有望下降。**公司主动调整贸易业务模式为代理、于2018年完成化工交易中心及航交中心股权的交割、并完成对中远证券、苏高新的减持，种种举措均将缩小公司盈利受资本市场波动的影响，盈利质量有望随之提升。

**投资建议：**公司液化仓储主业受益于供需格局改善而企稳回升，创新研发线上仓储物流平台流量成功变现，实现了产业链延伸，有望持续增厚公司利润。我们给予2019-2021年净利润预测分别为2.18、2.65、3.02亿，对应未来6个月目标价4.71元/股，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：**聚酯行业产能增速不及预期、宏观经济超预期下滑、线上平台增长不及预期、法律纠纷、安全事故等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,048.54	1,364.23	1,957.04	2,115.99	2,228.81
增长率(%)	24.55	30.11	43.45	8.12	5.33
EBITDA(百万元)	(50.74)	156.33	381.13	427.83	479.46
净利润(百万元)	(226.48)	35.51	217.64	264.75	301.69
增长率(%)	(1,018.30)	(115.68)	512.97	21.64	13.95
EPS(元/股)	(0.19)	0.03	0.18	0.22	0.25
市盈率(P/E)	(21.35)	136.22	22.22	18.27	16.03
市净率(P/B)	2.70	2.68	2.49	2.30	2.12
市销率(P/S)	4.61	3.55	2.47	2.29	2.17
EV/EBITDA	(108.43)	23.62	12.47	11.58	9.27

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	4.09元
目标价格	4.71元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,212.15
流通A股股本(百万股)	1,212.15
A股总市值(百万元)	4,957.70
流通A股市值(百万元)	4,957.70
每股净资产(元)	1.63
资产负债率(%)	23.18
一年内最高/最低(元)	6.45/2.56

### 作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
高晟	联系人
gaosheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《保税科技-年报点评报告:仓储贸易主业稳健，投资收益影响业绩》2017-02-19



## 内容目录

1. 前言：保税科技关注度较低的原因.....	4
2. 保税科技：深耕进口乙二醇的仓储龙头 .....	6
2.1. 历史沿革 .....	6
2.2. 公司产能情况介绍 .....	7
3. 公司主营产品乙二醇及其上下游介绍.....	8
3.1. 乙二醇介绍.....	8
3.2. 乙二醇的制备方式.....	8
3.3. 乙二醇的下游 .....	9
4. 行业供需格局逐步改善，仓储业务有望迎来业绩拐点 .....	10
4.1. 聚酯产业链增长迅速，乙二醇进口量有望持续高增 .....	10
4.2. 安全和环保需求倒逼盈利能力较弱的落后产能去化 .....	11
4.3. 公司充分受益供需格局改善，产能利用率提升带来业绩高弹性 .....	13
5. 线上仓储物流平台打破传统服务模式，打开业绩想象空间.....	15
5.1. 设身处地为客户着想，开发乙二醇线上交割平台 .....	15
5.2. 线上流量成功变现，战略意义重大 .....	17
5.3. 签约京东数科，线上流量有望加速增长 .....	18
5.4. 苏交网在品类和地域上均具备扩张空间 .....	19
6. 调整贸易模式、剥离亏损公司，盈利质量有望大幅提升 .....	19
7. 盈利预测及投资建议.....	20
7.1. 核心假设 .....	20
7.2. 盈利预测及投资建议 .....	21
8. 风险提示.....	23

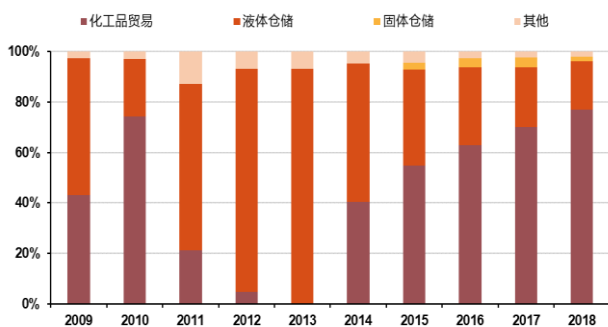
## 图表目录

图 1: 09 年起保税营业收入占比拆分 .....	4
图 2: 09 年起保税毛利额占比拆分 .....	4
图 3: 公司 ROE 及杜邦三因子拆解 .....	4
图 4: 过去几年聚酯景气度较低 .....	5
图 5: 公司发展历史 .....	6
图 6: 公司股权结构 .....	6
图 7: 一张图看懂乙二醇产业链上下游 .....	9
图 8: 乙二醇进口依赖度虽有下降但维持高位 .....	11
图 9: 国内乙二醇产能开工率下行 .....	11
图 10: 公司历史液化仓储业务毛利及毛利率 .....	13
图 11: 长江国际 (1.0) 平台页面展示 .....	16
图 12: 苏交网 (2.0) 平台乙二醇交易页面展示 .....	17
图 13: 公司历史贸易业务毛利额及毛利率 .....	19
图 14: 公司历史运输业务毛利额及毛利率 .....	19
表 1: 保税港区、保税区及港口的功能及政策优惠对比 .....	7
表 2: 公司产能发展史 .....	8
表 3: 下游聚酯产能近年大幅投产 .....	10
表 4: 2019 以来部分化工爆炸案梳理 .....	11
表 5: 江苏省《“两减六治三提升”专项行动方案》 .....	12
表 6: 《江苏省化工行业整治提升方案》在推出速度、细化程度上均展现出高层的决心 .....	14
表 7: 保税科技与京东合作内容一览 .....	18
表 8: 保税科技主营收入拆分 .....	21
表 9: 保税科技与仓储公司横向比较 (数据截止至 2019.11.08 收盘) .....	22
表 10: 保税科技与贸易公司横向比较 (数据截止至 2019.11.08 收盘) .....	22
表 11: 保税科技目标价 .....	22

## 1. 前言：保税科技关注度较低的原因

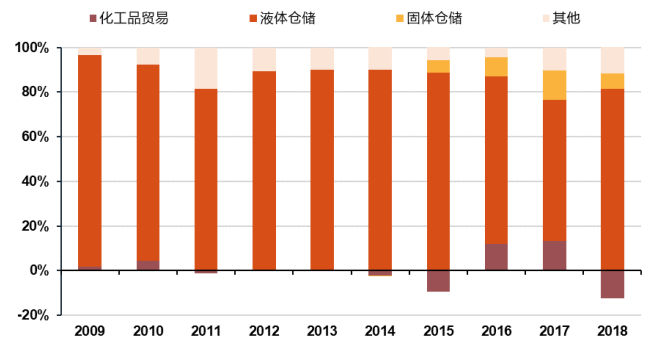
**原因 1：贸易业务导致报表“失真”，拖累公司整体数据。**翻看公司历年经营数据，我们发现近 10 年来公司的 ROE 水平表现疲软，于 2011 年达到高点 27.87% 后逐年走低，2017 年甚至出现负值的情况，其核心原因之一在于，化工品贸易业务对公司整体营业收入的贡献率逐步提升，但由于行情波动风险等原因未能贡献利润，最终导致净利率的走低。而保税科技作为地方国企，肩负为地区创造 GDP 及就业岗位的重任，贸易业务体量较大且可以增加客户黏度，是保税科技的最优选择之一。

图 1：09 年起保税营业收入占比拆分



资料来源：WIND，天风证券研究所

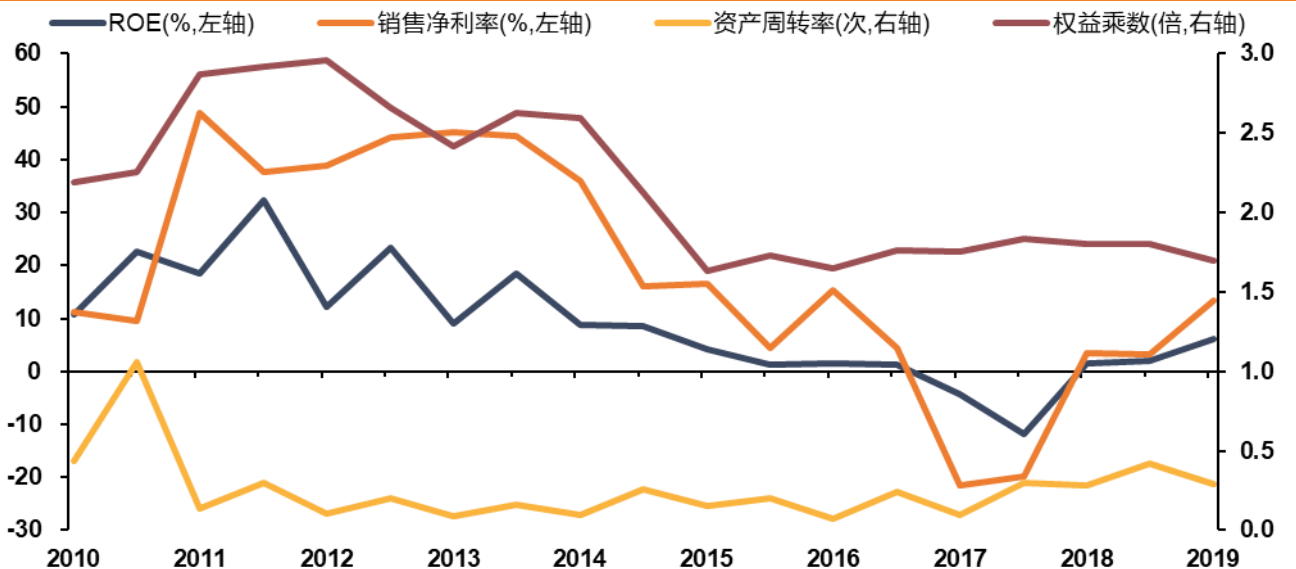
图 2：09 年起保税毛利额占比拆分



资料来源：WIND，天风证券研究所

ROE 走低的另一个在于权益乘数的下降。保税科技在经营理念上较为保守加上国内去杠杆的政策，我们可以看到，公司的资产负债率也同样呈现逐年走低的状况。即便公司的资产周转率稳中有升，净利率和权益乘数的下降对 ROE 指标形成了明显的拖累。

图 3：公司 ROE 及杜邦三因子拆解

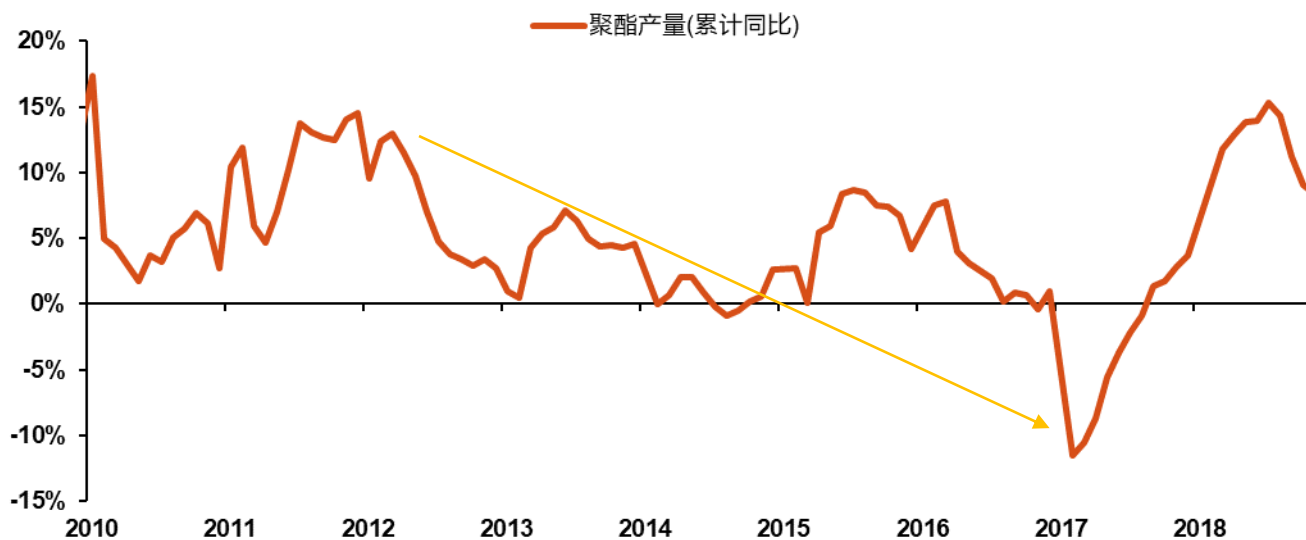


资料来源：WIND，天风证券研究所

**原因 2：过去几年下游聚酯行业景气度低迷，液化仓储行业供需格局恶化。**公司主要仓储品种为进口乙二醇，主要应用于聚酯、增塑剂、防冻液等产品的生产。而进口乙二醇在过

去主要应用于聚酯的生产。从需求侧来看，12 年起，全球经济均陷入了不同程度的停滞，外需的不足导致纺织服装出口行业供过于求，从而传导至聚酯行业并最终影响乙二醇的进口量。而与此同时，华东地区的液化仓储产能正处于高速扩张当中，公司的仓储产能利用率的下降导致主业毛利也被削薄。

图 4：过去几年聚酯景气度较低



资料来源：WIND，天风证券研究所

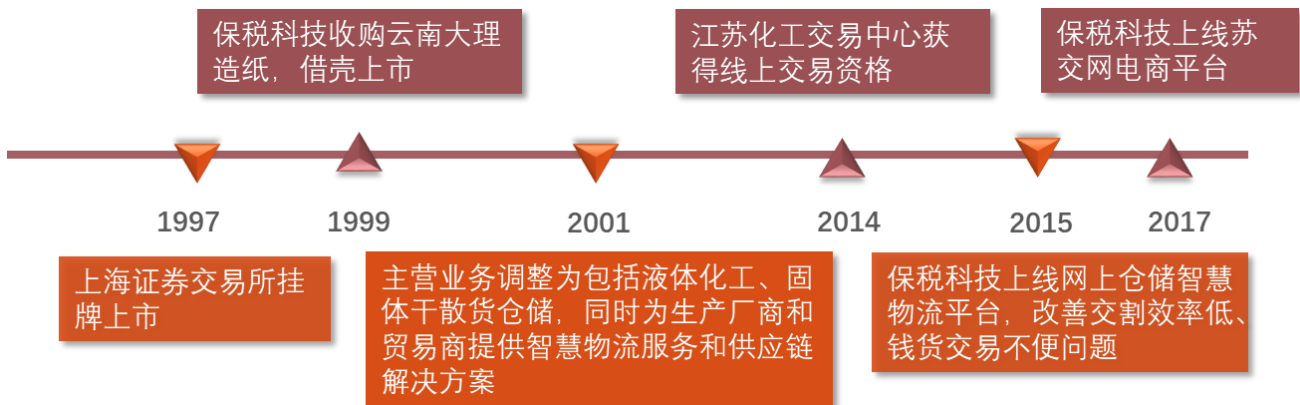
注：数据剔除 2014 年 2 月因低基数带来的异常值

## 2. 保税科技：深耕进口乙二醇的仓储龙头

### 2.1. 历史沿革

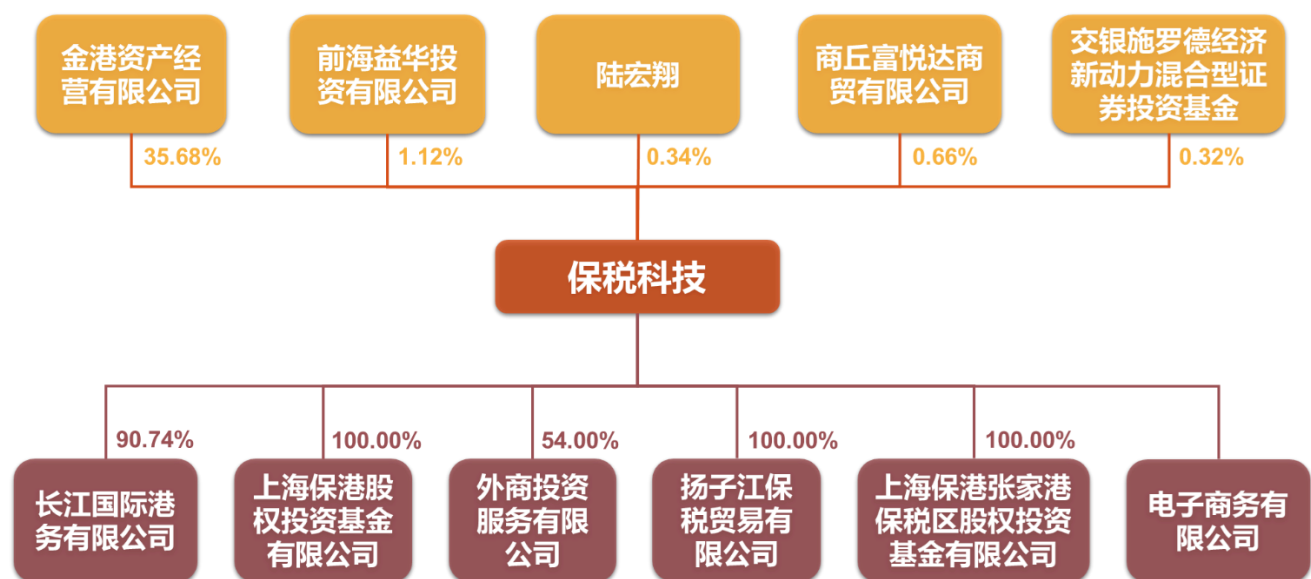
公司前身是云南大理造纸股份有限公司,于1997年3月在上海证券交易所挂牌上市。1999年6月,张家港保税区通过股权转让、行政划转和资产重组方式收购该公司并完成借壳上市。保税科技是集码头仓储业务、智慧物流电商平台和供应链金融为一体的创新型综合物流服务商,在2001年成功配股后,主营业务调整为包括液体化工、固体干散货仓储,同时为生产厂商和贸易商提供智慧物流服务和供应链金融解决方案。2018年,化工品贸易占营业收入76.1%,仓储运输占比20.9%。公司旗下的江苏省化工品交易中心于2014年1月获得江苏省金融办批复的线上交易资格,促进公司成功升级为B2B电子交易平台公司。2019年上半年,公司加快转型升级,推进转向智慧物流,围绕解决客户痛点、为客户创造价值,持续深耕乙二醇相关产业链。

图 5：公司发展历史



资料来源：公司公告、公司官网、中研网、天风证券研究所

图 6：公司股权结构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 2.2. 公司产能情况介绍

保税科技地处江苏省张家港市保税区，区位优势显著。张家港境内有天然良港张家港港，不冻不淤，深水贴岸，安全避风。为全国最大的液体化工品、羊毛、名贵木材和全省最大的整车、冷冻肉、棉花等进口基地，汽车口岸平行进口量跻身全国前五。

表 1：保税港区、保税区及港口的功能及政策优惠对比

功能及政策优惠		保税港区	保税区	港口
国际物流功能	快速进入国内市场	有	有	无
	区港联动（港口直接配套服务，如集卡运输、装箱、拆箱、仓储、货代等）	有	因涉及税收问题，流程繁琐	无
	国外货物在保税区与港口、境外自由进出，方便转口（无须办理出入境手续）	有	有	无
国际贸易功能	区内与境内区外之间交易以人民币计价或外币计价	有	有	无
	区内企业可开设外汇现汇账户，不办理收付汇核销手续	有	有	无
加工功能	加工	有	有	无
商品展示功能	商品展示	有	有	无
税收	国外货物入港区保税	有	有	无
	国内货物入港区退税	货物入港区直接退税	国内货物离境后才能退税	国内货物离境后才能退税
	区内货物交易免增值税和消费税	有	无	无
	区内自用设备进口免税	有	有	无
	区内企业所得税优惠	有	有	无
监管	一个海关统一监管，同时具备口岸海关和区域主管海关职能	有	无，保税区、港口分属两个海关监管，区内货物单独登记管理制度，手续繁琐	无，保税区、港口分属两个海关监管，区内货物单独登记管理制度，手续繁琐
	商品入港区后可以拆散、储存、分级、修理、再制造、重新包装、标签等，海关不予监督控制	有	有	无

资料来源：《中国保税港区的布局特征与发展战略》张耀光，天风证券研究所

公司目前拥有 3 万吨级、5 万吨级泊位各一个，自有码头泊位数量居张家港地区前列。截止至 2019 年上半年，全资子公司长江国际公司拥有 110 万立方米化工仓储库容，自有储罐 214 座，罐容 110.79 万立方米，罐容量较竞争对手具备明显规模优势。子公司外服公司拥有 18.42 万立方米的干散货仓库。

表 2：公司产能发展史

年份	发展历程
2001	建设一座 5 万吨级码头（2#）和 10.6 万立方米储容
2002	收购张家港保税区扬子港务 2 万吨级化工码头（1#）和 8.3 万立方米储罐资产
2006	投资建设 5000 吨级泊位（3#）
2010	扩建 8.9 万立方米储罐工程完工投产，
2011	扩建 11.65 万立方米储罐工程竣工，于 2011 年 2 月投产。
2012	扩建 10 万立方米甲 B 类第九罐区储罐工程，占地面积 37260 平方米，项目总投资 12197.7 万元；收购凯腾公司 4200 米储罐资产
2013	投资建设保税物流配套仓储项目，项目总投资 4000 万元，总仓储面积 25316 平方米。分 3 个仓库贮存丙类固体：棉花、羊毛、精对苯二甲酸等，年贮存量 10 万吨；加固改造长江国际 1#泊位，靠泊能力由原 10000 吨级增至 30000 吨级
2014	收购中油泰富 9 万立方米化工罐区；增资华泰化工以实施 31.58 万立方米液体化工储罐建设项目；拆除原有罐区 5 万立方库容，扩建为 10.1 万立方库容，建成投产
2015	公司拥有长江码头 5 万吨级泊位、3 万吨级泊位各一个，自有罐容 77.57 万立方米，28.42 万立方米待投产
2016	华泰化工仓储有限公司新建 28.42 万立方米化工仓储工程建成投用；自有码头泊位 3 个，自有罐容 105.99 万立方米
2017	自有码头改造完成，码头吞吐量达 450 万吨
2018	自有罐容达 110.79 万立方米

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 公司主营产品乙二醇及其上下游介绍

#### 3.1. 乙二醇介绍

乙二醇（Mono ethylene glycol，简称 MEG 或 EG）又名“甘醇”，是最简单的二元醇，分子式为(CH<sub>2</sub>OH)<sub>2</sub>，常温下为无色、无臭、有甜味的黏稠液体，比重约为 1.11，沸点 197.3℃，凝固点-12.6℃，闪点 111.1℃，自燃点 418℃。乙二醇易吸湿，能与水、乙醇和丙酮等溶液混溶，微溶于乙醚，不溶于石油烃及油类。

#### 3.2. 乙二醇的制备方式

目前全球乙二醇有多种生产工艺，按大类可以分为两种，即乙烯制和煤基合成气草酸酯制，前者根据乙烯来源的不同又可以分为石脑油裂解制乙烯、乙烷裂解制乙烯(石油伴生气、页岩气)和煤制甲醇制乙烯，而后者煤基草酸酯制目前则多用于中国。

石油路线可以分为石脑油原料法和乙烷原料法两种。石脑油原料法采用的是“原油→石脑油→乙烯→环氧乙烷→乙二醇”路线，其产能约占全球石油路线法总产能的 70%，是目前全球普遍采用的生产方法。乙烷原料法采用的是“乙烷→乙烯→环氧乙烷→乙二醇”路线，其产能约占全球石油路线法总产能的 30%，是目前中东和北美采用的主要生产方法。从生产成本来看，中东伴生气头的乙二醇成本最低，北美页岩气头其次。

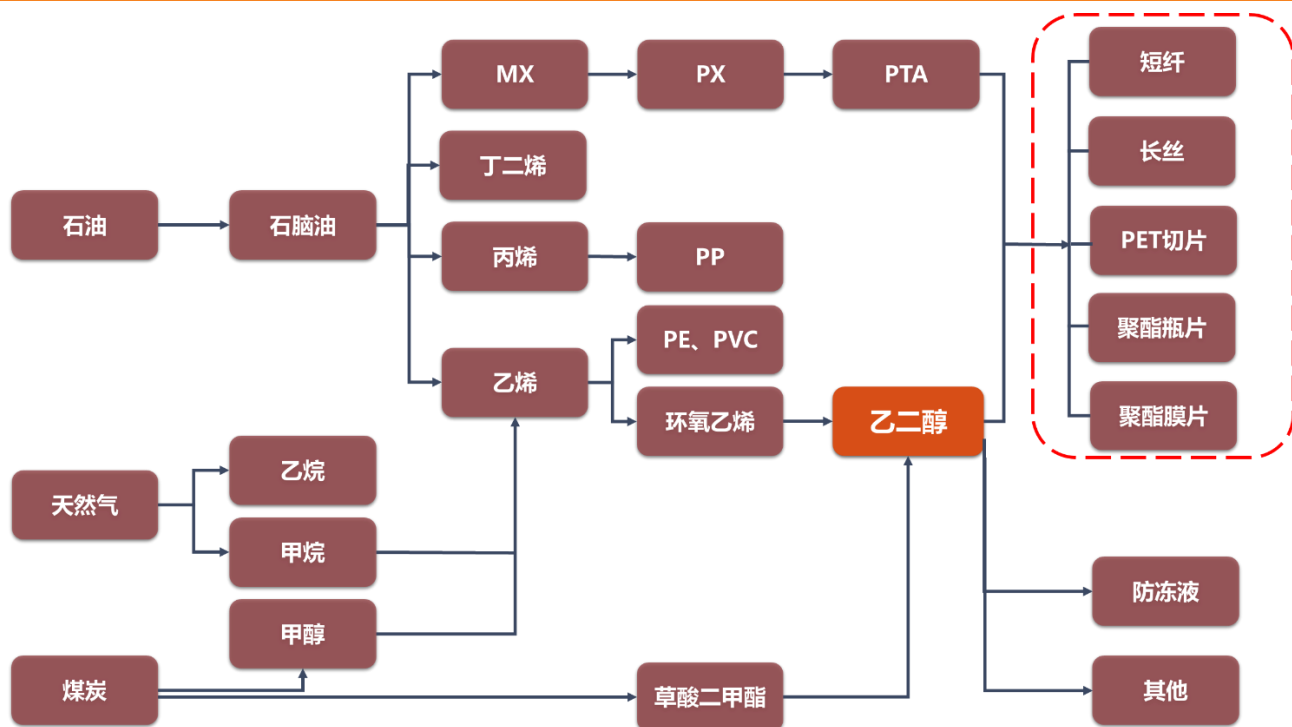


非石油路线法是以天然气、煤炭或生物质资源为原料，采用不同的方法合成乙二醇。其中，以天然气和煤炭为原料制取乙二醇采用的是“天然气/煤炭→合成气（CO+H<sub>2</sub>）→环氧乙烷→乙二醇”路线。我国目前已大规模工业化的是褐煤制乙二醇，近年我国乙二醇产量大幅增长，增速高于乙二醇的表观消费量，但是目前仍存在色度及纯度不足、成本相对较高等问题。

### 3.3. 乙二醇的下游

下游需求端方面，我国乙二醇 90% 以上的需求来自于聚酯，其余主要来自于 UPR、防冻液等产品；2018 年我国聚酯产能增速 11.72%，聚酯行业的稳定发展保障了国内乙二醇需求的稳中有升。从表观消费量数据看，2008 年我国乙二醇消费量为 690 万吨，2018 年则达到 1649.9 万吨，复合增长率为 9.11%。巨大的下游市场需求造就了我国全球最大的乙二醇消费国地位，目前我国乙二醇的消费量已经超过全球消费量的 50%。

图 7：一张图看懂乙二醇产业链上下游



资料来源：PROCESS 化工网、天风证券研究所

## 4. 行业供需格局逐步改善，仓储业务有望迎来业绩拐点

### 4.1. 聚酯产业链增长迅速，乙二醇进口量有望持续高增

民营炼化近年大幅投产，根据天风石化团队的测算，涤纶 2019-2020 产能增速为 8.4%、7.5%，盈利能力良好，或将带来乙二醇的需求量稳步提升。由于 90%的乙二醇被用作聚酯的生产，进口乙二醇的需求量与聚酯的产量具备正相关的关系。2016 年起，随着民营炼化项目在国内陆续投产，国内的聚酯产量整体维持高增长，对应 MEG 的需求总量持续提升。

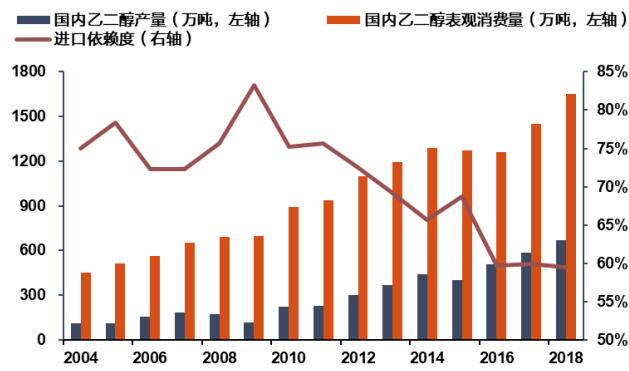
表 3：下游聚酯产能近年大幅投产

企业名称	设计产能(万吨)	投产时间	产品类型
大连逸盛	50+50	2018	聚酯瓶片
盛虹国望	50	2018	涤纶长丝
桐昆	30	2018.2	涤纶长丝
	20	2018.3	涤纶长丝
	60	2018.5	涤纶长丝
新风鸣	90	2018.9	涤纶长丝
三房巷	50	2018.5	聚酯瓶片
海欣纤维	25	2018.3	涤纶长丝
嘉兴石化	30	2018.12	涤纶长丝
恒逸石化	20	2018.12	涤纶短丝
福建百宏	22	2018.8	涤纶长丝
福建经纬	20	2018.7	涤纶长丝
江阴澄星（二期）	60	2018	聚酯瓶片
福建山力	20	2018	涤纶长丝
新风鸣	110	2019-2020	待定
恒力石化	60+60	2019-2021	涤纶长丝
恒逸石化	55	2019	涤纶长丝
萧山荣盛	60	2019	涤纶长丝
嘉兴石化	30+30	2019	涤纶长丝
河北宝亿	20	待定	涤纶长丝
华洋高纤	60	待定	涤纶长丝
浙江双丰	20	待定	涤纶长丝(工业丝)
山东华伦	10	待定	涤纶长丝(工业丝)
四川晟达	50	待定	聚酯瓶片
新疆蓝山屯河	10	待定	聚酯瓶片
安化聚酯	50	待定	聚酯瓶片

资料来源：中国报告网，天风证券研究所

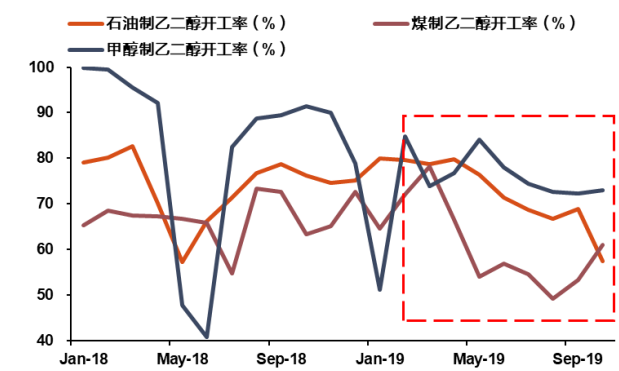
虽然近年国内乙二醇制备企业也跟随炼化产业链加速投产，但是受制于煤头乙二醇品质较低、成本较高、环保性成疑等劣势，国产乙二醇的竞争力相对偏弱，过去三年乙二醇的进口依存度并未出现明显下降，2016-2018年乙二醇进口量分别达到752.6、871.6、979.0万吨，同期国内乙二醇产量510.0、583.4、668.9万吨，对应进口依存度59.7%、60.0%、59.5%。此外，2018年7月国务院正式印发《蓝天保卫战三年计划》后，内蒙、山西、河南等煤制乙二醇主要生产地先后公布本地行动计划，国内煤制乙二醇开工率大幅下滑，乙二醇进口量有望迎来更高的增长空间。我们认为，中东伴生气、美国页岩气及油头乙二醇具备明显的成本优势，即便未来煤头乙二醇的品质提升，相对进口乙二醇的竞争力仍将偏弱，国内乙二醇的进口依存度料将居高不下。

图 8：乙二醇进口依存度虽有下降但维持高位



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：国内乙二醇产能开工率下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4.2. 安全和环保需求倒逼盈利能力较弱的落后产能去化

**中小产能缺乏岸线资源，盈利能力较弱。**张家港地区虽为国内最大的液体化工集散地之一，仓储需求旺盛，但是岸线资源、码头资源及液化码头的配套管线资源有限，部分仓储公司即便拥有储罐也需要通过长江国际的码头及管道，造成仓储费用的提升，侵蚀了部分利润。根据张家港 2018 年年鉴，张家港市政府自 2017 年起开启了码头整治，18 年共取缔无证非法码头 125 家，码头资源日益紧张。

**国内化工品爆炸事件频发，带动相关产业链监管趋严。**继 2015 年天津特大化工品爆炸案以来，顶层对化工品安全问题的重视度大幅提升，但是化工品存放及运输事故量仍较为可观。2018 年，国内收录在案的化工品事故共 1902 起，其中火灾爆炸事故 817 起，共造成 522 人死亡。2019 年 3 月底以来化工品相关爆炸案频发，事故地区为盐城、昆山、马鞍山、泰兴等地，我们认为一系列事件将带来化工生产及物流行业的监管持续从严，尤其是本次事故多发的华东地区。

表 4：2019 年以来部分化工爆炸案梳理

日期	具体地点	事件
2019/3/21	江苏省盐城市	江苏天嘉宜化工有限公司化学储罐发生爆炸，波及周边 16 家企业，事故造成 78 人死亡。
华东 2019/3/31	江苏省昆山市	汉鼎精密金属有限公司加工中心车间室外场地上存放废金属的一个集装箱发生一起燃爆，引起车间起火，导致 7 人死亡。
2019/4/3	江苏省泰兴市	江苏中丹化工技术有限公司发生火灾事故。

	2019/5/22	江苏省泰州市	泰州东联化工有限公司突发火灾。
	2019/5/29	江西省南昌市	方大特钢公司焦化厂 2 号高炉在维修中发生气体泄露，产生燃烧爆炸，1 人不幸遇难。
	2019/7/29	江西省南昌市	一化工原料公司仓库发生爆炸。
	2019/3/25	山东省烟台市	招远金恒化工有限公司发生爆裂着火事故，造成 1 人死亡，4 人受伤。
	2019/3/29	山东省青州市	永利珍珠岩长珍珠岩车间发生爆炸事故，造成 5 人死亡。
	2019/4/15	山东省济南市	齐鲁天河惠世制药有限公司在对冻干粉剂生产车间地下室冷媒水系统管道改造过程中发生重大事故，造成 10 人死亡。
	2019/4/23	陕西省榆林市	榆横工业园区一停车场内装载危化品的罐车发生燃爆
非华东	2019/7/19	河南省三门峡市	河南能源化工集团义马气化厂空气分离车间发生爆炸事故，导致 15 人死亡
	2019/10/15	广西省玉林市	广西兰科新材料有限公司发生反应釜爆炸，造成 4 人死亡

资料来源：新华网、人民网、各地政府官网等，天风证券研究所

公司主营的乙二醇虽非危险化学品，但属可挥发有机物（VOCs），亦为江苏省重点治理对象。VOC 在室外太阳光和热的作用下能参与氧化氮反应并形成臭氧，臭氧导致空气质量变差并且是夏季烟雾主要组分之一。短期如大量吸入空气中的乙二醇可能引起头痛恶心、呕吐乏力等症状；长期暴露于 VOC 挥发物下可能会伤害到人的肝脏、肾脏、血液、大脑和神经系统，甚至引发抽搐、昏迷，伤害造成记忆力减退等严重后果。早在 2016 年 12 月 14 日，江苏省就已举行“两减六治三提升”专项行动新闻发布会，重点提出治理太湖水环境、生活垃圾、黑臭水体、畜禽养殖污染、挥发性有机物污染和环境隐患这六大问题，今年发生的化工品爆炸案有望催化顶层对化工相关产业链的监管进一步趋严。

表 5：江苏省《“两减六治三提升”专项行动方案》

目标	主要工作举措	方案项目具体指标
两减	减少煤炭消费总量	全省煤炭消费总量比 2015 年减少 3200 万吨 电力行业煤炭消费占煤炭消费总量的比重提高到 65%以上
	减少落后化工产能	全省化工企业数量大幅减少 <b>化工行业主要污染物排放总量大幅减少</b> 化工园区内化工企业数量占比全省化工企业总数的 50%以上
六治	治理太湖水环境	流域总氮、总磷污染物排放量均比 2015 年消减 16%以上
	治理生活垃圾	设区市建成区生活垃圾分类设施覆盖率达到 70%
		其他城市建成区生活垃圾分类设施覆盖率达到 60%
	治理黑臭水体	全省城乡生活垃圾无害化处理率达到 98%
		设区市建成区基本消除城乡黑臭水体
		相关设区市人民政府同步牵头推进太湖流域所辖县(市)建成区黑臭水体整治工作
治理畜禽养殖污染	规模化养殖场治理率达到 90%	
治理挥发性有机物污染	<b>全省挥发性有机物(VOCs)排放总量削减 20%以上</b>	
治理环境隐患	环境风险隐患得到有效防范和化解	
三提升	提升生态保护水平	打造“一圈、一带、一网、两区”生态格局
	提升环境经济政策调控水平	建立与污染物排放总量挂钩的财政政策
		全面推开排污权有偿使用和交易
		加大财政转移支付力度
	严格落实差别化的环境价格政策	
	推进绿色金融政策	

提升环境监管执法水平	建立省生态环境保护投资基金
	加大执法力度
	加大环境执法与刑事司法联动力度
	曝光环境违法行为
	开展综合督查

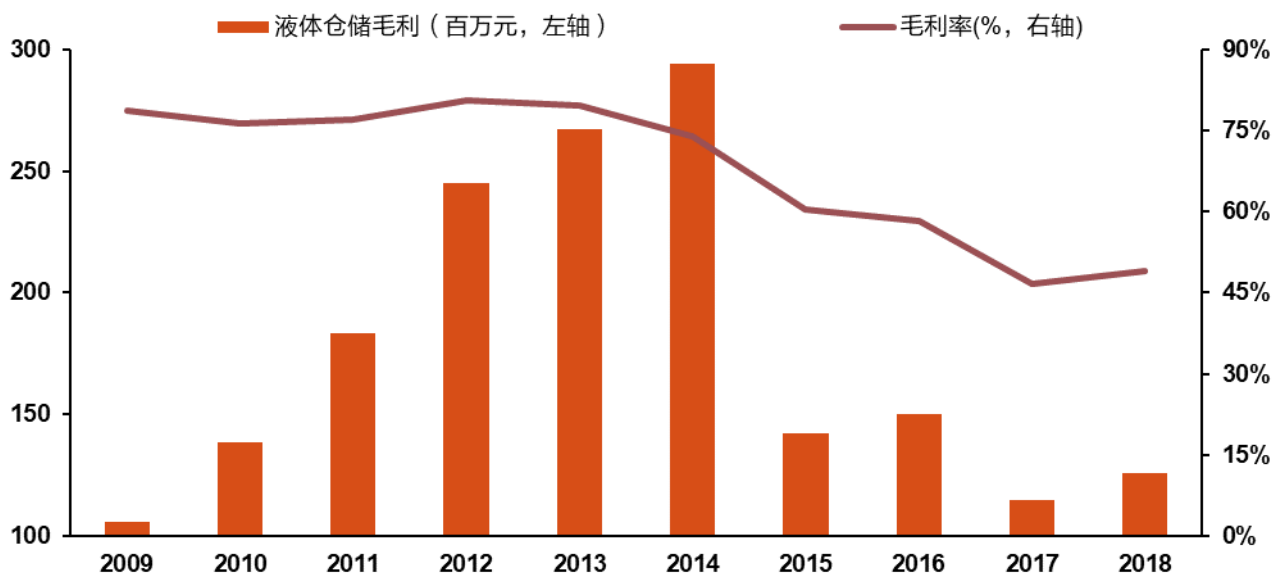
资料来源：江苏政府官网，天风证券研究所

安全环保达标倒逼储罐运营商二次投入，中小产能面临两难困境，产能有望迎来快速去化。应江苏省对化工企业的要求，目前保税科技已经对储罐加装了油气回收设备及防爆装置，并加强对污水排放的管控，从源头开始抓环保，截止至 2018 年末，公司就环保、安全改造升级项目已投入至少 635 万元，且仍在持续投入过程当中。而由于中小型的罐储仓库大多由民营资本运营，且过去几年的行情景气度较低，是否加大投入并继续运营成为一个两难困境，不具备融资、改造能力的罐储公司或将被迫停止运营，行业有望迎来产能加速去化期。

### 4.3. 公司充分受益供需格局改善，产能利用率提升带来业绩高弹性

乙二醇仓储龙头地位难以撼动，行业格局改善下马太效应或将逐步体现。根据公司披露的数据，2018 年长江国际乙二醇和二甘醇的进口量分别占全国总进口量的 33%和 40%，截至 2019 年上半年，长江国际乙二醇库存量占华东地区乙二醇总库存量的 65%以上，龙头地位显著。受益于行业格局的改善，公司 2019H1 液体化工仓储取得营业收入 2.1 亿元，同比增长 67.1%，实现毛利 1.1 亿元，同比增长 196.9%。

图 10：公司历史液化仓储业务毛利及毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

未来江苏地区的化工仓储产能增加有限，公司仓储产能利用率有望维持高位。继江苏盐城化工爆炸案后，江苏省于 4 月 1 日推出《江苏省化工行业整治提升方案》，要求加大对化工园区外 2339 家企业整治、减压、转移、转型力度，2020 年底前高安全风险、安全环保管理水平差、技术水平低的企业加大力度关闭退出；对 1660 家规模以下企业进一步排查

摸底，评估安全环保风险，不达标企业 2020 年底前全部关停退出。同时提高行业准入门槛，新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元，禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目。该方案在推出速度、细化程度上均表现出高层严厉监管的决心，我们有理由相信在后续的执行力度上大概率不会低于预期。

表 6:《江苏省化工行业整治提升方案》在推出速度、细化程度上均展现出高层的决心

整治目标	方案项目具体指标	时间截点
化工行业整治提升目标	全省化工生产企业数量减少到 2000 家	2020 年底前
	全省化工生产企业数量不超过 1000 家	2022 年
调整优化化工行业布局	城镇人口密集区安全卫生防护距离不达标的 89 家危险化学品生产企业退出 30 家	2019 年底前
	沿长江干支流两侧 1 公里范围内、化工园区外的 34 家企业原则上全部退出	2020 年底前
	化工园区内的 254 家企业，2019 年底前完成逐企评估并提出处置意见，凡和所在园区无产业链关联、安全环保隐患大的企业退出	2020 年底前
	太湖一级保护区内 37 家企业基本关闭或搬迁	2020 年底前
	京杭大运河和通榆河清水通道沿岸两侧 1 公里范围内 34 家企业关闭或搬迁	2020 年底前
	加大 2339 家园区外企业整治、压减、转移、转型力度，高安全风险、安全环保管理水平差、技术水平低的企业加大力度关闭退出	2020 年底前
	<b>对 1660 家规模以下企业进一步排查摸底，评估安全环保风险，不达标企业全部关闭退出</b>	2020 年底前
全力推动化工园区整治改造提升	新建项目自动化控制系统装备率 100%	
	在役装置涉及“两重点一重大”的自动化控制改造升级率达 100%	
	重大危险源在线监测监控率达 100%	
严格化工行业准入	<b>新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元</b>	
加强化工行业监管	企业发生安全生产、火灾爆炸、环境等重大事故，受到重大行政处罚累计 3 次以上，一律停工整顿，严重的关闭退出	

资料来源：江苏政府官网，天风证券研究所

**仓储业务收费较为合理，价格具备提升空间，仓储业绩具备高弹性。**当前保税科技的储罐业务首期（不满 30 天按 30 天计算）价格约为 40-45 元/吨。假设仓储一个月，按当前的乙二醇价格约 4500 元/吨计算，仓储成本仅为货值的 1%，如平均价格从 40 元每吨上涨至 50 元每吨，上游客户的成本仅增加 0.25%，客户的敏感性不至于很高，但是将增加公司该业务收入 25%，且由于储罐业务的固定成本占比较高（2016、2017、2018 年报显示折旧及场地租赁费占比 64%、70%、68%，其余项目也均为“类固定”），提价和提升产能利用率均有望为净利润贡献高弹性。

**立足自有客户群体，自主研发液体化工网上仓储服务平台，增加客户黏度。**受益于保税科技的区位优势及保税罐量，保税科技的客户群当中有相当一部分为贸易商，而贸易商作为中间商，在进口过程完成后仍需对货品进行交易及交割。针对书面交易程序费时费力、电子交易系统先发货还是先付款等难题，保税科技自主研发液体化工网上仓储服务平台，为客户提供更加安全、高效、便捷的交易平台，有效降低了货权交易环节风险并缓解了单证审核和费用结算的压力。2018 年 5 月，子公司长江国际获得国家知识产权局关于该平台授权发明专利。（详见下节）

## 5. 线上仓储物流平台打破传统服务模式，打开业绩想象空间

### 5.1. 设身处地为客户着想，开发乙二醇线上交割平台

上文提及保税科技的客户群体中有相当一部分为贸易商，在贸易商完成进口后，随之而来便会产生交易的需求，存储于保税科技的乙二醇在货权转让这一环节上大致经历了到场交易——电子邮件（传真）——线上交割三个阶段的演变：

第一阶段：也就是传统仓储服务交割模式（当前大多仓储企业仍在使用的这一模式），该模式下的交割手续较为原始、复杂，买卖双方需双双到场，在柜台提供货权转让证明正本并完成交割登记。由于需要双方相约到场，且保税科技的柜台常年处于繁忙的状态，流程冗长缓慢且保税科技的人力成本、场地使用成本较高，货权转移效率的低下使得贸易流转效率较低，对于买卖双方及保税科技均较为不利。

第二阶段：保税科技引入了电子邮件、传真等媒介，避免了买卖双方必须到场的环节，这样一来节省了买卖双方相约到场的的时间，在交割进程的前端为客户节省了时间和金钱成本，整体的周转效率有所提升，但是由于业务繁忙导致的效率低下局面依旧没有明显改善且传真及扫描件存在造假的可能，为催促进程并保证安全，大多客户仍选择到场交易。

第三阶段：为解决交割效率与安全性之间存在的矛盾，并彻底为客户解决人工审批慢、到场交易不便等问题，保税科技于 2015 年 1 月 1 日上线网上仓储智慧物流平台，服务内容包括为客户提供费用结算、货权查询、在线货权转让、交割、自主查询等业务。平台引入了江苏数字证书（CA），为客户提供电子货转单，货主仅需输入买家的名字即可完成货权的转让，受益于数字证书自带身份认证且保密、完整、不可否认等特点，交割的安全性得到了保证；其次，将流程从线下搬到线上，流程处理的过程直接在系统当中完成，提高交割效率的同时降低了公司的人力成本。该方案是为线上交割平台的 1.0 版本，虽然效率及交割安全性大幅提升，但新问题也应运而生：客户之家交易的付款环节由原本的“一手交钱、一手交货”模式转为私下的转账付款，而银行转账、货款交割均可在几秒内完成，且存在不可逆性，贸易商之间缺乏相互信任度，在先付款和先交割货物之间的矛盾逐渐突出，争执不下后交易告吹的概率提升，只得寻找比自身小的交易方（交易中可以取得强势地位，但体量有限，交易量下降），导致存货周转效率降级，损害了客户加大进口、增加库存的意愿。

图 11：长江国际（1.0）平台页面展示



资料来源：长江国际官网，天风证券研究所



为解决 1.0 版本的问题，保税科技于 2017 年 8 月 1 日推出线上交割 2.0 版本，即苏交网电商平台，与华夏银行合作为客户打造资金结算系统，在原有基础上为客户的付款渠道也提供了媒介，彻底解决了 1.0 时代网上仓储物流平台的货物流与资金流无法同步转移以及付款和发货的先后问题。苏交网依托于自身独有的仓库资源打造，主要服务于仓储子公司长江国际的客户，由于货物均储存于保税科技的储罐之中，当买方确认购买，公司可以暂时冻结储藏于储罐中的乙二醇，以保障买方客户的资金安全，此外这一模式下货物的结算更为清晰，后续如仓储超期等问题的责任也随之更为明确，同时也避免了货物流、资金流经过第三方或将导致的税务问题，因此客户对平台的接受度进一步提升，注册会员量大幅增加。

图 12：苏交网（2.0）平台乙二醇交易页面展示



资料来源：苏交网，天风证券研究所

## 5.2. 线上流量成功变现，战略意义重大

苏交网在管控交割风险、提高交割效率、降低交割成本上为客户创造价值，线上流量有望持续高增。2017 年苏交网上线伊始，由于缺乏用户基础，平台的推广遭遇较强的阻力，当年线上交割总量只有 10 万吨（年化约 30 万吨），2018 年苏交网交割量达到了 880 万吨；2019 年 1-6 月交割量已经达到 3500 万吨（口径包括长江国际作为大商所 001 号乙二醇交割库带来的乙二醇期货交割量），实现了成倍的增长，随着线上用户基础的扩大，我们认为线上流量有望维持高增。

线上流量于今年起实现成功变现，完成战略性突破。经过 4 年的努力培育，2019 年 3 月起，公司开始对交割服务征收手续费，2019H1 平台累计总注册用户 9076 家，其中有 5901 家进行了网上货物交割操作，新增交割费及会员费 2024.65 万元，顺利实现流量变现。公

司持续深耕乙二醇的战略，成功完成向产业链下游的延伸，为公司业绩打开增量空间。

**线上平台在收费对象上仍具备拓展空间，瓶颈可以继续向上突破。**以 2.0 平台苏交网为例，当前苏交网的服务分为易交割和链交割，两种服务的模式类似，但是服务对象不同。易交割是点对点的交割服务，主要服务于大型贸易商、生产商等实业账户，这一类人往往具备真正的买卖刚需，这一服务目前全部免费；而链交割则服务于对乙二醇具有转手需求的中小型贸易商及一些现货投资者，这一部分人的周转率往往更高，在过去的线下交割模式当中占用了大量的人力资源，目前保税科技对该服务的收费标准为 0.5 元/吨。我们认为，出于买卖双方对资金（货物）安全的刚性需求，当用户习惯培育完成后，保税科技有望在易交割服务当中也收取一定的费用。

**当前公司线上业务收费合理，随着流量增长，公司有能力加大流量变现的力度。**公司目前 1.0 线上平台的交割费用为 0.3 元/吨，2.0 线上平台的交割费用为 0.5 元/吨，以当前乙二醇的期货价格 4500 元计算，2.0 平台的收费标准仅为货值的万分之 1.1，费率较低。假设客户之间单次的交割量为 100 吨，使用 2.0 线上平台进行交割的费用仅为 50 元人民币，相较于货值（约 45 万元）以及派人亲临柜台的人工成本、交通、住宿等成本来说微乎其微，且可以享受到更为高效的交割过程。我们有理由相信客户对交割费用的敏感度不会太高，保税科技仍具备后续提价的基础，且提价的增量部分将直接转化为净利润，弹性巨大。

**苏交网的安全、便捷、高效有望提升现有客户黏性，同时吸引外部客户，反哺公司仓储主业。**受益于平台安全、便捷、高效的交割及其它增值服务，而目前苏交网仅服务于仓储于保税科技旗下储罐的货品，现有客户对保税科技的黏度有望提升；此外，如果使用苏交网的乙二醇贸易商持续增加，类似于支付宝的发展路径，苏交网线上交割或将成为乙二醇贸易商最为常用的交割方式，外部客户为使用该项服务，有望转而成为保税科技的客户，反哺公司仓储主业。

### 5.3. 签约京东数科，线上流量有望加速增长

2019 年 9 月 1 日，保税科技与京东签署战略合作意向书，借力京东为大宗商品客户提供支付结算、融资服务、智慧物流等一站式供应链服务综合解决方案，为提升全行业供应链效率，降低全行业供应链成本作出贡献。当前苏交网在使用 2.0 线上平台结算时，仅可以使用华夏银行作为支付手段，阻拦了部分客户上线的意向，通过与京东数科的合作，保税科技有望较快取得多银行支付渠道的使用权。此外，保税与京东有望共同建设供应链管理平台，在当前中小企业融资能力较弱的背景下，该业务有望成为线上流量的下一个增长点。

表 7：保税科技与京东合作内容一览

时间	合作内容
初期	优化智慧物流电商平台功能，提升“现金+票据”的多银行综合支付结算服务能力
	持续加强和优化智慧物流电商平台在线融资服务能力
	布局研发增值税专用发票电子化技术
中长期	在条件成熟的情况下，双方进一步设立合资公司，围绕拓展模式、拓展品种、拓展区域等开展业务和工作
	开发集智慧物流、交易交割、金融服务等为一体的综合应用系统，并与初期合作形成的服务能力进行整合，全力打造大宗商品产业互联网平台
	立足张家港保税区大宗商品商贸流通领域数字经济赋能升级模式探索，以单品类商贸流通垂直领域供应链体系为模

板，实现品类横向衍生，行业纵向衍生，服务深度衍生的立体化融合发展

双方共同探讨在数字科技及人才交流合作领域的合作模式，充分利用双方合作机会，持续强化在数字科技领域的创新交流和专业人才培养，实现双方资源共享、优势互补、共同发展

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.4. 苏交网在品类和地域上均具备扩张空间

品类上，公司目前的线上交易平台的收费品种仅为乙二醇，当前的业务模式可以较为轻松地切换至其它存放于长江国际储罐内的液体化工品，并向存放于子公司外服公司旗下的干散货、汽车、消费品延伸。

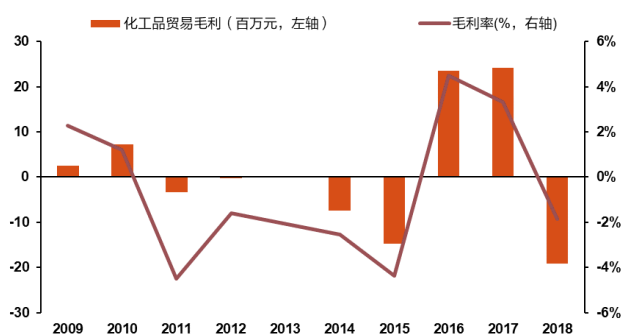
地域上，公司的仓库产能集中于张家港地区和扬州地区。目前保税科技具有一定数量的在手现金，且身为地方国企有能力以较低成本进行融资，如果线上交割平台进展顺利，保税科技有能力通过外延式并购，推动华东一带的仓库整合。

## 6. 调整贸易模式、剥离亏损公司，盈利质量有望大幅提升

**调整贸易业务模式为代理，南北联动提升盈利稳定性。**保税贸易主营化工品代理业务受行情波动影响较大，化工品价格呈现阶段性震荡的行情，自营贸易的风险较大，对于公司的经营业绩存在较大不确定性。公司 2011、2012、2014、2015 年和 2018 年化工贸易业务均出现了不同程度的亏损，侵蚀当年利润。为了降低自营贸易业务风险对业绩的影响，公司主动调整业务结构，围绕公司南北联动整体经营目标开展业务，不仅提升了子公司扬州公司罐容利用率，同时通过期现结合经营业务模式，降低了经营风险，经营业绩大幅改善。

**剥离低毛利运输业务，专注仓储环节持续发力。**公司于 2017 年剥离孙公司扬子江运输公司，此前由于规模较小，未能形成规模效应，且公司专注于仓储环节，没有足够的精力去进行运输公司的运营，因而在 14、15、16 三年当中仅实现毛利额 0.82、0.39、0.87 百万元，对应毛利率 3.94%、2.53%、5.92%，17 年当年更是出现了亏损的状况，管理层讨论分析后决定停止该公司的运营，更好地保护股东权益。

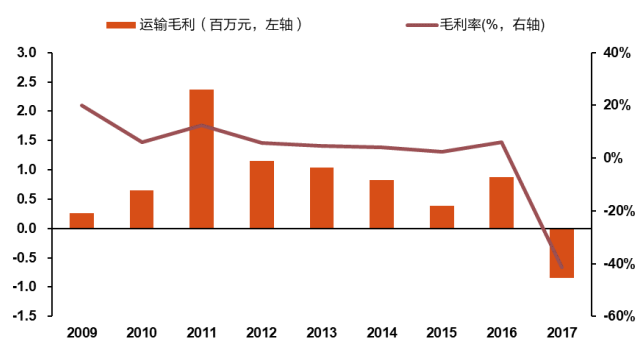
图 13：公司历史贸易业务毛利额及毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：公司未披露 2013 年贸易业务成本，故无数据，做平滑处理

图 14：公司历史运输业务毛利额及毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

**降低自身受金融市场风险影响，优化对外投资。**2018年，公司对持有的1,000万股中原证券股份有限公司股份及子公司上海保港基金持有的1,364.11万股苏州新区高新技术产业股份有限公司股份全部完成减持。12月公司将持有的交易中心40%的股权转让给保税港务，不再直接持有交易中心股权，交易中心的盈利对保税科技的影响从40%降低至13.91%，假设交易中心的盈利情况与去年相同，则预计减亏2000万元；同期，保税贸易将持有的航交中心10%的股权转让给张家港保税区扬子江物产控股有限公司，保税贸易不再持有航交中心股权。

## 7. 盈利预测及投资建议

### 7.1. 核心假设

**液化仓储：**2019年H1，张家港地区乙二醇平均库存量较2018年同比增长超70%，保税科技作为行业龙头，液体化工仓储业务的营业收入（剔除线上交割及会员费收入）同比增长超50%，我们预计全年有望实现40%的增长，对应仓储营业收入3.60亿元。考虑到20年下游聚酯仍在投产周期、液体储罐产能去化过程中保税具备提价能力，保守预计2020-2021年营业收入增速为15%，则2020-2021液化仓储业务营业收入有望达到4.13、4.47亿元。此外，由于成本“类固定”的属性，主营业务毛利率有望向上修复。

**线上交割：**自年初开始收取会员费及交割费，2019H1线上服务产生营业收入2024.65万元。随着公司与京东合作的深化，线上平台对现有客户的渗透率有望继续快速提升，在不提价的前提假设下，预计2019全年实现营业收入0.6亿元，如2020-2021年顺利引入供应链金融服务并实现收费品类的拓展，我们认为线上收入有望实现45%、35%的增长至0.87、1.17亿元。

**化工品贸易及代理：**公司对中原证券、苏高新完成减持后在手现金充沛，为继续增加客户黏度并提高资金利用效率，公司或将增加化工品贸易及代理业务的参与度，预计2019年实现40%的营业收入增长，2020-2021实现5%、3%的温和增长，对应2019-2021营业收入14.53、15.26、15.71亿元。且随着公司调整业务结构、开展期现结合，经营业绩有望由负转正。

**固体仓储：**公司2018年报表显示，固体仓储上半年实现营业收入23.21百万元，而全年仅实现25.51百万元，下半年的基数明显偏低。2019H1外服公司努力拓展业务量，仓储及装卸收入均有所增加，实现营业收入2,823.40万元，同比增长21.63%，我们认为受益于低基数，全年该业务有望实现50%的收入增长，但是干散货（普货）仓库的竞争环境较为恶劣，2020-2021年增长能力或将较为有限，预计2020-2021实现8%、5%的增长，对应2019-2021年营业收入为38.27、41.33、43.39百万元。类似于液化仓储，业务毛利率同样或将跨入上升通道。

**其余业务：**我们认为公司经营能力良好，其余业务均有望实现5%的温和增长。

## 7.2. 盈利预测及投资建议

基于上述核心假设，我们预计保税科技 2019-2021 年营业收入达到 19.57、21.16、22.29 亿元。其中仓储业务的成本较为固定，营业收入的增长有望为毛利增长贡献高弹性；化工品贸易及代理业务由于结构的调整及期现结合模式的引入，毛利也有望大幅改善。

表 8：保税科技主营收入拆分

单位 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,364.24	1,957.05	2,116.00	2,228.82
YOY (%)	30.11%	43.45%	8.12%	5.33%
化工品贸易	1,037.84	1,452.98	1,525.62	1,571.39
YOY (%)	43.16%	40.00%	5.00%	3.00%
占比 (%)	76.07%	74.24%	72.10%	70.50%
码头仓储	256.79	359.51	413.43	446.51
YOY (%)	4.47%	40.00%	15.00%	8.00%
占比 (%)	18.82%	18.37%	19.54%	20.03%
仓储(固体)	25.51	38.27	41.33	43.39
YOY (%)	-38.93%	50.00%	8.00%	5.00%
占比 (%)	1.87%	1.96%	1.95%	1.95%
代理费	17.46	18.33	19.25	19.83
YOY (%)	34.51%	5.00%	5.00%	3.00%
占比 (%)	1.28%	0.94%	0.91%	0.89%
服务收入	16.68	17.51	18.39	18.94
YOY (%)	24.01%	5.00%	5.00%	3.00%
占比 (%)	1.22%	0.89%	0.87%	0.85%
其他业务	9.96	10.46	10.98	11.31
YOY (%)	32.27%	5.00%	5.00%	3.00%
占比 (%)	0.73%	0.53%	0.52%	0.51%
线上收入		60.00	87.00	117.45
YOY (%)			45.00%	35.00%
占比 (%)		3.07%	4.11%	5.27%

资料来源：WIND，天风证券研究所

公司的业绩受资本市场的影响已经明显缩小。财务费用也有望因 2013 公司债已于 2018 年 5 月到期、子公司长江国际于 2019H1 偿付长期借款而大幅下降，今年净利润有望放量增长，给予 2019-2021 年归母净利润预测分别为 2.18、2.65、3.02 亿元。

估值方面，截至 2019.11.08 收盘，公司市值对应 2019-2021 年 PE 为 22.8X、18.7X、16.4X，为进行估值的横向比较，我们进行了以下工作：

仓储业务方面：参考公司过往毛利数据，液化仓储业务占据了公司业务的大头，故首先选取主营业务同为液化仓储的上市公司恒基达鑫、宏川智慧来进行对比；因华东地区液化仓储行业与危化品仓库均受到江苏省化工监管趋严的影响，未来的产能扩张可能受限，故选取危化品仓储龙头密尔克卫进行比较。

表 9：保税科技与仓储公司横向比较（数据截止至 2019.11.08 收盘）

代码	简称	总市值（亿元）	PE-TTM	2019E-PE	2020E-PE	2021E-PE
002930	宏川智慧	56.45	39.42	34.85	30.68	27.54
002492	恒基达鑫	21.02	43.97	-	-	-
603713	密尔克卫	59.01	34.34	30.62	22.29	16.63
<b>600794</b>	<b>保税科技</b>	<b>49.58</b>	<b>26.60</b>	<b>22.78</b>	<b>18.73</b>	<b>16.43</b>

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：可比公司净利润预测数据来自 WIND 一致预期

贸易业务方面：贸易业务由于其盈利稳定性较低、资产较轻的特点，PE 和 PB 估值法对估值的指导能力较弱，综合考虑下我们认为 PS 估值指标较为适用，选取贸易业务为主营业务的上海物贸、兰生股份与公司进行比较。

表 10：保税科技与贸易公司横向比较（数据截止至 2019.11.08 收盘）

代码	简称	总市值（亿元）	PS-TTM	PE-TTM
600822	上海物贸	53.32	0.82	103.29
600826	兰生股份	50.10	1.43	32.52
<b>600794</b>	<b>保税科技</b>	<b>49.58</b>	<b>2.50</b>	<b>26.60</b>

资料来源：WIND，天风证券研究所

综合上述分析，我们采用分步估值，给予公司仓储业务 25 倍 PE 估值、贸易业务 0.8 倍 PS 估值，线上平台业务缺乏可比公司，但是增速较高，给予 2019-2021 分别为 35、30、25 倍 PE 估值，则 2019-2021 目标总市值为 57.1、72.0、78.9 亿元，对应未来 6 个月目标价 4.71 元/股，首次覆盖给予增持评级。

表 11：保税科技目标价

预测市值（亿元）	2019E	2020E	2021E
化工品贸易	11.6	12.2	12.6
仓储运输	35.3	45.6	50.0
线上平台	10.1	14.2	16.4
总市值	57.1	72.0	78.9
<b>未来 6 个月对应目标价（元/股）</b>	<b>4.71</b>		

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 8. 风险提示

聚酯行业产能增速不及预期：公司目前液体仓储品种主要为乙二醇，如果下游聚酯产能增长不及预期，将对公司业绩造成重大影响。

宏观经济超预期下滑：聚酯的用途主要为纺织服装，宏观经济超预期下行或将导致纺织服装企业盈利能力承压，并最终传导至乙二醇进口、仓储需求降低。

线上平台增长不及预期：线上平台目前正处在高速增长的过程当中，在公司经营及发展战略上占据较高地位，如增长不及预期，公司估值可能会受到较为明显的影响。

法律纠纷：保税科技控股子公司张家港保税区长江国际自9月份以来，10家单位携带伪造单证前往提取货物，长江国际知悉上述情况后立即向公安机关报案，并于9月24日收到张家港市公安局《立案告知单》【张公（港区）立告字（2019）4425号】、武汉海事法院送达的《应诉通知书》及《民事裁定书》，如出现败诉将计提巨额损失。

安全事故等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	590.03	296.44	605.71	470.52	993.74
应收票据及应收账款	34.93	38.03	143.06	29.25	32.37
预付账款	3.12	7.48	10.92	7.19	10.90
存货	86.17	64.15	300.06	50.84	343.19
其他	593.69	959.55	852.95	1,091.23	948.52
<b>流动资产合计</b>	<b>1,307.93</b>	<b>1,365.65</b>	<b>1,912.68</b>	<b>1,649.03</b>	<b>2,328.72</b>
长期股权投资	392.35	290.66	290.66	290.66	290.66
固定资产	1,106.93	1,030.92	1,037.28	1,002.74	957.32
在建工程	16.04	48.26	43.30	37.98	22.79
无形资产	246.39	229.90	221.51	213.12	204.73
其他	279.70	164.09	128.10	122.57	121.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,041.41</b>	<b>1,763.83</b>	<b>1,720.86</b>	<b>1,667.08</b>	<b>1,596.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,349.35</b>	<b>3,129.48</b>	<b>3,633.54</b>	<b>3,316.10</b>	<b>3,925.67</b>
短期借款	89.78	258.21	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	51.01	19.55	85.90	45.79	99.73
其他	580.89	292.73	832.92	434.78	776.01
<b>流动负债合计</b>	<b>721.68</b>	<b>570.50</b>	<b>918.82</b>	<b>480.56</b>	<b>875.74</b>
长期借款	150.00	100.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	347.06	348.23	434.63	376.64	386.50
其他	52.23	19.66	38.85	36.91	31.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>549.29</b>	<b>467.89</b>	<b>473.48</b>	<b>413.55</b>	<b>418.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,270.98</b>	<b>1,038.38</b>	<b>1,392.30</b>	<b>894.12</b>	<b>1,294.04</b>
少数股东权益	285.70	283.58	299.28	321.17	349.79
股本	1,212.15	1,212.15	1,212.15	1,212.15	1,212.15
资本公积	267.65	267.65	267.65	267.65	267.65
留存收益	563.73	599.23	729.82	888.67	1,069.68
其他	(250.86)	(271.52)	(267.65)	(267.65)	(267.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,078.37</b>	<b>2,091.10</b>	<b>2,241.25</b>	<b>2,421.99</b>	<b>2,631.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,349.35</b>	<b>3,129.48</b>	<b>3,633.54</b>	<b>3,316.10</b>	<b>3,925.67</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(208.70)	45.23	217.64	264.75	301.69
折旧摊销	84.40	86.70	66.99	68.25	69.01
财务费用	47.10	34.42	22.24	16.17	15.33
投资损失	88.16	66.43	(20.00)	(25.00)	(30.00)
营运资金变动	(85.66)	(550.80)	492.87	(404.09)	264.67
其它	141.92	303.42	8.52	20.27	27.27
<b>经营活动现金流</b>	<b>67.23</b>	<b>(14.60)</b>	<b>788.26</b>	<b>(59.66)</b>	<b>647.97</b>
资本支出	42.29	(46.61)	40.80	21.94	5.11
长期投资	(48.14)	(101.68)	0.00	0.00	0.00
其他	3.31	92.88	(216.69)	51.30	43.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2.54)</b>	<b>(55.41)</b>	<b>(175.89)</b>	<b>73.24</b>	<b>48.14</b>
债权融资	851.75	726.45	529.60	503.26	467.03
股权融资	(19.22)	(55.77)	(18.37)	(16.17)	(15.33)
其他	(954.27)	(942.25)	(814.33)	(635.86)	(624.59)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(121.75)</b>	<b>(271.58)</b>	<b>(303.10)</b>	<b>(148.77)</b>	<b>(172.89)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	10.00	8.00	7.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(57.06)</b>	<b>(341.59)</b>	<b>319.26</b>	<b>(127.19)</b>	<b>530.22</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,048.54</b>	<b>1,364.23</b>	<b>1,957.04</b>	<b>2,115.99</b>	<b>2,228.81</b>
营业成本	866.22	1,208.86	1,581.75	1,693.12	1,746.17
营业税金及附加	7.40	7.48	17.12	19.65	22.29
营业费用	8.08	9.21	12.72	13.93	14.61
管理费用	69.28	62.09	68.30	71.71	75.30
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	42.75	35.12	22.24	16.17	15.33
资产减值损失	50.88	11.74	(15.00)	(11.00)	(5.00)
公允价值变动收益	(90.10)	75.15	(8.00)	(2.00)	(2.00)
投资净收益	(88.16)	(66.43)	30.00	33.00	37.00
其他	350.39	(26.22)	(44.00)	(62.00)	(70.00)
<b>营业利润</b>	<b>(168.20)</b>	<b>47.23</b>	<b>291.91</b>	<b>343.41</b>	<b>395.11</b>
营业外收入	0.71	19.90	1.25	1.25	1.25
营业外支出	21.27	5.05	7.00	7.00	7.00
<b>利润总额</b>	<b>(188.76)</b>	<b>62.08</b>	<b>286.16</b>	<b>337.66</b>	<b>389.36</b>
所得税	19.94	16.85	52.00	50.65	58.40
<b>净利润</b>	<b>(208.70)</b>	<b>45.23</b>	<b>234.16</b>	<b>287.01</b>	<b>330.96</b>
少数股东损益	17.78	9.72	16.52	22.27	29.27
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(226.48)</b>	<b>35.51</b>	<b>217.64</b>	<b>264.75</b>	<b>301.69</b>
每股收益(元)	(0.19)	0.03	0.18	0.22	0.25

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.55%	30.11%	43.45%	8.12%	5.33%
营业利润	-418.76%	-128.08%	518.04%	17.64%	15.06%
归属于母公司净利润	-1018.30%	-115.68%	512.97%	21.64%	13.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.39%	11.39%	19.18%	19.98%	21.65%
净利率	-21.60%	2.60%	11.12%	12.51%	13.54%
ROE	-12.63%	1.96%	11.21%	12.60%	13.22%
ROIC	-7.57%	3.16%	10.89%	16.45%	15.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.95%	33.18%	38.32%	26.96%	32.96%
净负债率	12.59%	20.56%	-3.40%	1.35%	-20.01%
流动比率	1.81	2.39	2.08	3.43	2.66
速动比率	1.69	2.28	1.76	3.33	2.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.30	37.40	21.61	24.56	72.33
存货周转率	9.06	18.15	10.75	12.06	11.31
总资产周转率	0.30	0.42	0.58	0.61	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.19	0.03	0.18	0.22	0.25
每股经营现金流	0.06	-0.01	0.65	-0.05	0.53
每股净资产	1.48	1.49	1.60	1.73	1.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	-21.35	136.22	22.22	18.27	16.03
市净率	2.70	2.68	2.49	2.30	2.12
EV/EBITDA	-108.43	23.62	12.47	11.58	9.27
EV/EBIT	-41.82	50.20	15.13	13.78	10.82



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com