

保税科技 (600794)

乙二醇仓储业务有望随聚酯开工率提升而回升

事件:

保税科技发布 2020 年第一季度报告, 实现营业收入 1.87 亿元, 同比下降 23.10%; 归母净利润 3116.21 万元, 同比下降 10.20%; 扣非归母净利润 2014.04 万元, 同比下降 9.27%。

新冠疫情压制海外纺织服装消费, Q1 乙二醇需求减弱

本轮新冠疫情不同于以往的经济危机, 对人员的流动及出行造成了较为明显的影响, 受制于此, 全球的消费动力或都因此受到冲击。乙二醇的下游主要为聚酯, 而聚酯的主要下游之一为纺织服装, 作为中国出口欧美的主要品种之一, 纺织服装业需求降低导致其近期原材料的采购意愿降低, 乙二醇作为聚酯的上游, 进口需求亦因此承压。虽然炼厂开工率的下降有望拉长存储周期, 但是进口需求的降低将导致周转率的下降。

乙二醇行情低迷, 交易活跃度降低导致公司流量变现趋缓

2019 年, 公司液化储罐子公司长江国际自主研发的网上仓储智慧物流服务平台, 利用客户聚集优势拓展了交割费收入, 实现了流量变现的历史性突破, 但是今年 3 月以来, 沙特与俄罗斯的谈判决裂导致全球原油进入增产周期, 气头乙二醇的产量有望随之增长, 而这也导致了全球乙二醇供需格局进入较为明显的供过于求阶段, 价格短期或将持续承压, 交易活跃度的下降可能直接带来公司线上交割业务的收入降低。

长江沿岸液化储罐有望随 263 环境整治凸显稀缺性

子公司长江国际自有储罐 214 座, 罐容 110.79 万立方米, 已发展成为国内液体化工仓储的龙头企业之一, 在乙二醇和二甘醇的化工仓储业务方面具有绝对的规模优势。2019 年乙二醇和二甘醇的进口量分别约占全国总进口量的 33% 和 28%, 乙二醇月均库存量占华东地区乙二醇月均总库存量的 65% 左右。随着江苏省“263 环境整治生态保护和环境治理专项行动”的推进, VOCs 端的治理可能进一步趋严, 液化储罐稀缺性有望继续增强。

投资建议:

短期公司业务因新冠疫情及“长江国际被伪造公司印章案”等相关诉讼而受到冲击, 但是随着疫情逐步被控制, 欧美对纺织服装的刚性需求有望回补, 届时乙二醇的进口需求及交易需求有望同步回升。考虑到新冠疫情持续性暂时无法估算、长江国际诉讼明朗前上游对公司的信任度可能略有降低从而拉低业务量, 将公司 2020、2021 年净利润由 2.65、3.02 亿元下调至 1.20、1.70 亿元, 并引入 2022 年业绩预测 1.83 亿元, 对应 2020-2022 年 PE 估值 33.6、23.6、21.9X, 维持“增持”评级。

风险提示: 新冠疫情影响超预期、法律风险、安全事故、国内煤制乙二醇成本超预期下降。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,364.23	1,876.97	1,659.97	1,737.89	1,789.12
增长率(%)	30.11	37.58	(11.56)	4.69	2.95
EBITDA(百万元)	156.33	317.63	283.41	322.95	345.55
净利润(百万元)	35.51	157.49	119.59	170.18	183.01
增长率(%)	(115.68)	343.58	(24.06)	42.29	7.54
EPS(元/股)	0.03	0.13	0.10	0.14	0.15
市盈率(P/E)	113.00	25.48	33.55	23.58	21.92
市净率(P/B)	2.22	2.06	1.98	1.89	1.80
市销率(P/S)	2.94	2.14	2.42	2.31	2.24
EV/EBITDA	23.62	14.25	13.82	11.25	10.84

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 (维持评级)
当前价格	3.31 元
目标价格	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)	4,012.22
流通 A 股市值(百万元)	4,012.22
每股净资产(元)	1.64
资产负债率(%)	31.18
一年内最高/最低(元)	6.45/3.05

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

- 《保税科技-首次覆盖报告:传统主业为盾, 流量变现为矛, 液化仓储龙头再起航》2019-11-11
- 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	296.44	478.74	664.82	934.16	820.92
应收票据及应收账款	38.03	14.46	87.94	(6.82)	(7.02)
预付账款	7.48	13.79	1.61	14.17	3.04
存货	64.15	160.66	81.18	127.78	117.91
其他	959.55	534.56	997.87	608.99	956.71
流动资产合计	1,365.65	1,202.19	1,833.42	1,678.29	1,891.56
长期股权投资	290.66	270.00	270.00	270.00	270.00
固定资产	1,030.92	1,027.70	1,012.30	976.09	932.08
在建工程	48.26	3.42	25.37	27.22	16.33
无形资产	229.90	232.46	223.60	214.75	205.90
其他	164.09	90.38	57.71	52.47	51.01
非流动资产合计	1,763.83	1,623.96	1,588.98	1,540.54	1,475.33
资产总计	3,129.48	2,826.16	3,422.40	3,218.82	3,366.89
短期借款	258.21	39.14	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	19.55	18.92	71.31	37.62	80.87
其他	292.73	511.07	761.61	510.21	524.39
流动负债合计	570.50	569.13	832.91	547.83	605.27
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	348.23	0.00	231.76	193.33	141.70
其他	19.66	15.06	28.98	21.23	21.76
非流动负债合计	467.89	15.06	260.75	214.56	163.46
负债合计	1,038.38	584.19	1,093.66	762.39	768.72
少数股东权益	283.58	291.12	306.82	332.40	364.33
股本	1,212.15	1,212.15	1,212.15	1,212.15	1,212.15
资本公积	267.65	267.35	267.35	267.35	267.35
留存收益	599.23	738.01	809.77	911.88	1,021.68
其他	(271.52)	(266.68)	(267.35)	(267.35)	(267.35)
股东权益合计	2,091.10	2,241.96	2,328.74	2,456.43	2,598.17
负债和股东权益总	3,129.48	2,826.16	3,422.40	3,218.82	3,366.89

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	45.23	171.53	119.59	170.18	183.01
折旧摊销	86.70	89.62	62.30	63.21	63.75
财务费用	34.42	28.61	27.24	23.17	22.33
投资损失	66.43	(29.75)	(20.00)	(25.00)	(30.00)
营运资金变动	(550.80)	428.45	(83.48)	142.32	(287.10)
其它	303.42	(469.17)	(1.48)	24.02	30.65
经营活动现金流	(14.60)	219.29	104.18	397.89	(17.36)
资本支出	(46.61)	23.98	46.08	27.75	(0.53)
长期投资	(101.68)	(20.66)	0.00	0.00	0.00
其他	92.88	209.88	57.72	(8.37)	(5.33)
投资活动现金流	(55.41)	213.21	103.80	19.38	(5.85)
债权融资	726.45	388.51	443.19	386.93	393.16
股权融资	(55.77)	(20.11)	(27.91)	(23.17)	(22.33)
其他	(942.25)	(720.89)	(437.18)	(511.69)	(460.86)
筹资活动现金流	(271.58)	(352.49)	(21.90)	(147.93)	(90.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	10.00	8.00	7.00
现金净增加额	(341.59)	80.00	196.08	277.34	(106.23)

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,364.23	1,876.97	1,659.97	1,737.89	1,789.12
营业成本	1,208.86	1,554.91	1,353.40	1,400.49	1,421.88
营业税金及附加	7.48	8.35	9.70	12.53	12.96
营业费用	9.21	9.97	13.28	13.18	13.82
管理费用	62.09	81.35	89.48	93.96	98.66
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	35.12	24.35	27.24	23.17	22.33
资产减值损失	11.74	1.96	(15.00)	(11.00)	(5.00)
公允价值变动收益	75.15	(18.11)	(18.00)	(2.00)	(2.00)
投资净收益	(66.43)	29.75	30.00	33.00	37.00
其他	(26.22)	(45.27)	(24.00)	(62.00)	(70.00)
营业利润	47.23	229.71	193.86	236.57	259.47
营业外收入	19.90	0.91	1.25	1.25	1.25
营业外支出	5.05	8.08	7.00	7.00	7.00
利润总额	62.08	222.54	188.11	230.82	253.72
所得税	16.85	51.01	52.00	34.62	38.06
净利润	45.23	171.53	136.11	196.20	215.66
少数股东损益	9.72	14.03	16.52	26.02	32.65
归属于母公司净利润	35.51	157.49	119.59	170.18	183.01
每股收益(元)	0.03	0.13	0.10	0.14	0.15

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.11%	37.58%	-11.56%	4.69%	2.95%
营业利润	-128.08%	386.35%	-15.60%	22.03%	9.68%
归属于母公司净利润	-115.68%	343.58%	-24.06%	42.29%	7.54%
获利能力					
毛利率	11.39%	17.16%	18.47%	19.41%	20.53%
净利率	2.60%	8.39%	7.20%	9.79%	10.23%
ROE	1.96%	8.07%	5.91%	8.01%	8.19%
ROIC	3.16%	8.30%	8.67%	11.47%	13.73%
偿债能力					
资产负债率	33.18%	20.67%	31.96%	23.69%	22.83%
净负债率	20.56%	-4.02%	-9.52%	-22.28%	-16.46%
流动比率	2.39	2.11	2.20	3.06	3.13
速动比率	2.28	1.83	2.10	2.83	2.93
营运能力					
应收账款周转率	37.40	71.52	32.42	42.85	-258.60
存货周转率	18.15	16.70	13.73	16.63	14.56
总资产周转率	0.42	0.63	0.53	0.52	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.13	0.10	0.14	0.15
每股经营现金流	-0.01	0.18	0.09	0.33	-0.01
每股净资产	1.49	1.61	1.67	1.75	1.84
估值比率					
市盈率	113.00	25.48	33.55	23.58	21.92
市净率	2.22	2.06	1.98	1.89	1.80
EV/EBITDA	23.62	14.25	13.82	11.25	10.84
EV/EBIT	50.20	19.50	17.71	13.99	13.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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