

依托稀缺资源，发展智慧物流电商平台

保税科技(600794)

评级:	增持	股票代码:	600794
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	6.36/2.49
目标价格:		总市值(亿)	50.79
最新收盘价:	4.10	自由流通市值(亿)	50.79
		自由流通股数(百万)	1,212.15

事件概述: 公司2019年10月23日发布三季报,2019年1-9月公司实现营业收入16.98亿元,同比+57.24%;实现归属于上市公司股东的净利润1.80亿元,同比+517.64%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.72亿元,同比+1288.24%。

►依托稀缺资源，量价齐升，毛利率同比增加3.94个百分点

公司位于张家港保税区，依托长江作为水路运输的天然优势，可辐射华东地区整个经济腹地，同时享受保税区内政策优势，区域优势明显。同时，随着江苏省“263”（两减六治三提升）环境整治生态保护和环境治理专项行动等项目的推进，液体化工储罐亦成为稀缺资源。

根据公司2019年9月3日披露的《投资者关系活动记录表》，上半年公司接卸货物203.76万吨，同比+7.5%，但整体提货量减少，使公司罐容利用率一直处于高位，罐容利用率在86%左右，导致上半年公司在液体码头仓储收入同比+67.06%，我们判断这一情况在三季度有所延续；同时，受规划、安全环保等部门监管力度的增大，公司化工储罐资源的稀缺性愈发明显，公司7月1日上调了仓储价格，首期费用提高了5元/吨，对公司的业绩产生了积极作用。我们认为，量及价两项因素的提升使公司前三季度毛利率上升至16.51%，同比上升3.94个百分点。

►智慧物流电商平台是公司业务的增量，或是未来业绩增长的关键

公司目前的罐容稳定在110万立方米左右，这块业务的增长将主要取决于罐容利用率及仓储价格的提价，空间有限。依托仓储库容以及自有码头等基础设施优势，公司自主开发了集网上下单、费用结算、货权转移、自助提货、自主查询等功能于一体全国首家网上仓储智慧物流服务平台。根据公司半年报，截至2019年上半年该平台累计注册用户9076家，其中有5901家进行了网上货物交割操作，上半年开始收费，上半年新增平台交割费及会员费2024.65万元。我们认为，这块新增业务也是公司三季度业绩新增贡献的主要来源之一，也可能是未来业绩实现持续增长的关键。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

依托资源的稀缺性以及我国对乙二醇进口依赖性，公司在液体化工品仓储方面具有一定的业绩保障，同时智慧物流电商平台或是公司未来业绩增长的亮点。我们预计公司2019-21年实现归母净利润分别约为2.2亿元/2.5亿元/2.8亿元，同比分别约为+53%/+10%/+12%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行；公司公告应诉，诉讼结果存在不确定性；公司贸易业务的营收及毛利率存在波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1048.54	1364.23	2150.49	2693.23	3172.63
YoY (%)	24.55%	30.11%	57.63%	25.24%	17.80%
归母净利润(百万元)	-226.48	35.51	223.70	245.81	275.71
YoY (%)	-1018.30%	115.68%	530.03%	9.89%	12.16%
毛利率 (%)	17.39%	11.39%	19.02%	17.15%	16.51%
每股收益(元)	-0.19	0.03	0.18	0.20	0.23
ROE	-12.63%	1.96%	10.99%	10.78%	10.78%
市盈率	-22.21	141.68	22.49	20.46	18.25

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话：0755-83025232

分析师：卓乃建

邮箱：zhuonj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100003

联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话：0755-83025232

联系人：李承鹏

邮箱：licp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：0755-83025232

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1364.23	2150.49	2693.23	3172.63	净利润	45.23	284.96	313.13	351.22
YoY (%)	30.11%	57.63%	25.24%	17.80%	折旧和摊销	86.70	82.77	82.77	82.77
营业成本	1208.86	1741.54	2231.34	2648.71	营运资金变动	-180.66	-87.71	-109.60	-99.38
营业税金及附加	7.48	8.30	10.40	12.25	经营活动现金流	-14.60	270.23	275.84	322.45
销售费用	9.21	6.25	7.83	9.23	资本开支	-64.66	0.94	0.00	0.00
管理费用	62.09	59.47	74.48	87.74	投资	-4.66	0.00	0.00	0.00
财务费用	35.12	23.46	23.46	23.46	投资活动现金流	-55.41	33.25	33.92	35.62
资产减值损失	11.74	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-66.43	32.31	33.92	35.62	债务募资	-169.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.23	352.40	388.27	435.50	筹资活动现金流	-271.58	-367.82	-23.46	-23.46
营业外收支	14.85	0.94	0.00	0.00	现金净流量	-341.59	-64.34	286.30	334.61
利润总额	62.08	353.34	388.27	435.50	主要财务指标				
所得税	16.85	68.38	75.14	84.28	成长能力 (%)				
净利润	45.23	284.96	313.13	351.22	营业收入增长率	30.11%	57.63%	25.24%	17.80%
归属于母公司净利润	35.51	223.70	245.81	275.71	净利润增长率	115.68%	530.03%	9.89%	12.16%
YoY (%)	115.68%	530.03%	9.89%	12.16%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.03	0.18	0.20	0.23	毛利率	11.39%	19.02%	17.15%	16.51%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.32%	13.25%	11.63%	11.07%
货币资金	296.44	232.10	518.40	853.01	总资产收益率 ROA	1.13%	6.94%	6.71%	6.69%
预付款项	7.48	10.77	13.80	16.38	净资产收益率 ROE	1.96%	10.99%	10.78%	10.78%
存货	64.15	108.28	138.73	164.68	偿债能力 (%)				
其他流动资产	997.58	1192.27	1393.03	1570.36	流动比率	2.39	2.13	2.43	2.72
流动资产合计	1365.65	1543.42	2063.97	2604.43	速动比率	2.27	1.96	2.25	2.53
长期股权投资	290.66	290.66	290.66	290.66	现金比率	0.52	0.32	0.61	0.89
固定资产	1030.92	956.84	882.76	808.67	资产负债率	33.18%	26.19%	26.46%	26.11%
无形资产	229.90	221.21	212.52	203.83	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1763.83	1681.06	1598.28	1515.51	总资产周转率	0.42	0.68	0.78	0.82
资产合计	3129.48	3224.48	3662.25	4119.94	每股指标 (元)				
短期借款	258.21	258.21	258.21	258.21	每股收益	0.03	0.18	0.20	0.23
应付账款及票据	19.55	50.83	65.12	77.30	每股净资产	1.49	1.68	1.88	2.11
其他流动负债	292.73	415.86	526.20	620.50	每股经营现金流	-0.01	0.22	0.23	0.27
流动负债合计	570.50	724.90	849.54	956.02	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	估值分析				
其他长期负债	367.89	19.66	19.66	19.66	PE	141.68	22.49	20.46	18.25
非流动负债合计	467.89	119.66	119.66	119.66	PB	1.74	2.47	2.21	1.97
负债合计	1038.38	844.55	969.19	1075.67					
股本	1212.15	1212.15	1212.15	1212.15					
少数股东权益	283.58	344.84	412.16	487.66					
股东权益合计	2091.10	2379.93	2693.06	3044.27					
负债和股东权益合计	3129.48	3224.48	3662.25	4119.94					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造、出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后就职于立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源资管、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。