

增长动能衰减 防御价值犹存

——深赤湾A（000022）调研简报

研究员

宋伟亚

☎ (86-755) 83516085

✉ songwy@cgws.com

要点:

- **集装箱业务持续下滑。**深赤湾A以集装箱和散杂货装卸及相关配套服务为主导业务，其中集装箱占其吞吐量约85%，占主营业务收入约75%，贡献主营业务利润约85%，是公司的核心业务。

08年9月份以来，公司集装箱吞吐量开始呈现明显的持续下滑态势，09年1月份实现货物吞吐量404.9万吨，同比大幅下降27.3%；完成集装箱吞吐量41.8TEU，同比下降25.5%，其中赤湾港区完成28.9万TEU，同比下降约27%。这种状况假期因素可以有部分解释力，但整体下滑态势与宏观经济状况及公司自身发展情况密不可分，后期难有乐观预期。

散杂货业务相对平稳，92%的货类由进口粮食和化肥构成，08年全年吞吐量达776万吨，同比增长约10%；09年1月份同比增长约12%。西部港区包括赤湾、妈湾和蛇口港各有主营散杂货类，竞争格局较稳定。

- **内外部经济形势皆不乐观。**宏观经济冲击方面，IMF09年1月底再度大幅下调了09年全球经济增长预测，增速由去年11月的2.2%下降至0.5%，发达经济体陷入集体衰退，且2010年复苏前景存在很大不确定性。公司集装箱业务全为外贸箱，且航线分布多集中在美线和欧地线，其中09年1月份欧地线占比35%，美线占比29%，二者合计贡献箱量约63%，发达经济体的衰退和不确定的复苏前景对公司集装箱的外部业务需求构成明显冲击。公司亚洲线受不利影响相对较小，但其业务占比有限，航线占比达27%，箱量贡献仅13%，执行费率标准及区域消费力均远逊于欧美航线和市场。

内部经济影响方面，宏观经济政策和区域产业布局结构不断调整，受土地/资源/人口/环境等因素制约，珠三角加工贸易主导的贸易模式在可预见的未来若干时期内盛况难再复现，其制造业的转型和转移对外贸集装箱港口适箱货源形成和壮大的根基将会造成一定冲击，这一态势的影响值得持续关注。

- **经济环境的调整加速了行业及公司吞吐峰值的到来。**2008年全球前10大集装箱港口，我国已占据半壁江山。经过多年高速增长，南方一线集装箱港口吞吐量基数明显提高，行业增速逐渐由高速成长转至高位平稳增长再转至目前有绝对值下滑的趋势。受进出口“双

投资评级： 中性

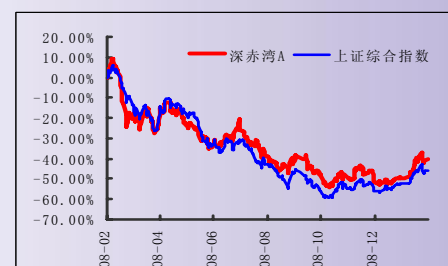
市场数据

总市值（亿元）	76.9
流通市值（亿元）	16.7
总股本（亿股）	6.4
流通股本（亿股）	1.4
12个月最高/最低股价（元）	23.3/9.3
十大流通股（%）	23.0
股东户数	31941

公司盈利预测

	2007A	2008E	2009E
营业收入（万元）	200356	196406	185535
(+/-%)	2.8%	-2.0%	-5.5%
净利润（万元）	66387	63592	60154
(+/-%)	5.9%	-4.2%	-5.4%
EPS（元）	1.03	0.99	0.93
市盈率	11.6	12.1	12.8

公司股价表现图



相关报告

独立声明

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

降”影响，09年1月份，港口集装箱行业吞吐量为889万TEU，近十年来首次呈现13.7%的两位数负增长，若干南方集装箱大港降幅平均在15%以上。种种现象表明，港口外贸货物尤其是集装箱吞吐量中短期内难以走出低谷。

图 1：09 年 1 月份公司航线分布

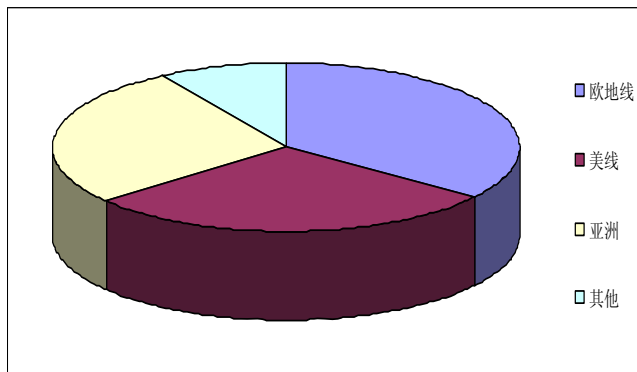


图 2：09 年 1 月份箱量分布

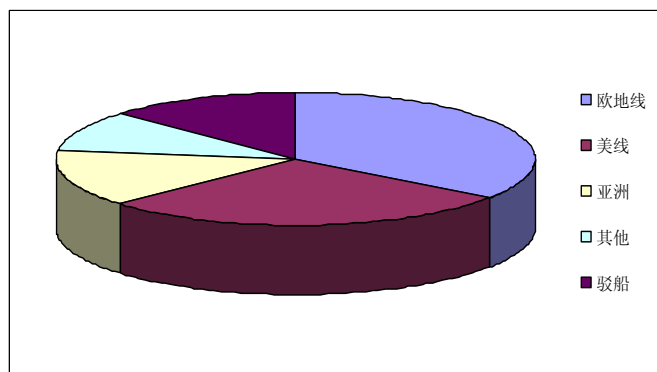


图 3：01 年以来公司集装箱吞吐量及增速

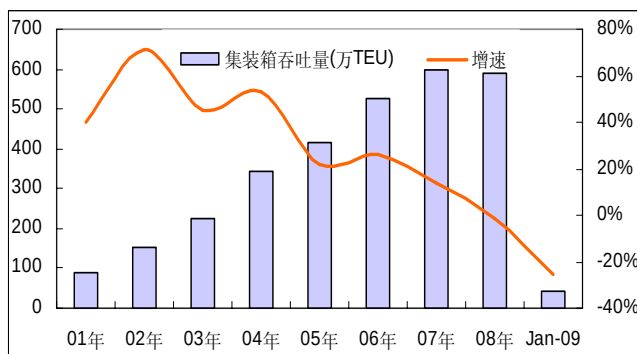
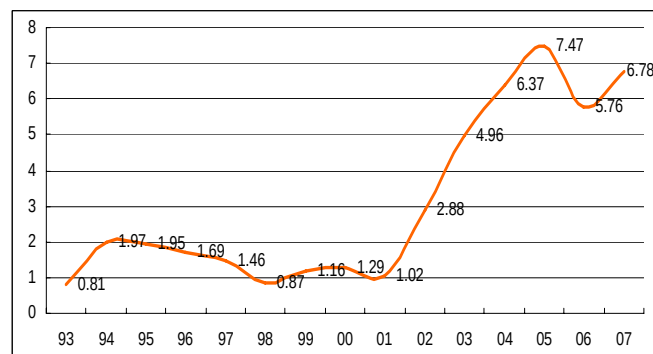


图 4：公司历年来每 10 股派现比例



资料来源：公司资料 长城证券研究所

- 深赤湾运营平淡，中短期内不宜抱以较高预期。**公司 01 - 07 年年均集装箱吞吐量增速高达 39%，基数的迅速提高以及经济环境的调整使得集装箱业务后继增长乏力，我们的担忧已由产能利用率饱和转向自然增长不足及区域集装箱操作能力过剩。事实上，公司已有选择的进行了投资收缩，赤湾港区原计划 5 年投资 16 个亿，改造 1 - 7# 散杂货泊、9、10 和 13 号集装箱泊位，增加 210 万 TEU 以缓解产能瓶颈，该计划已被大幅修正，投资规模已缩减至 7.7 亿，仅改造 7 号和 13 号泊位而不再转移散杂货至麻涌港区，2010 年相关改造完成后，将新增 100 万 TEU 的操作能力。大铲湾等项目的陆续投产将使得公司未来面临较大竞争压力，目前大铲湾投放 5 个泊位，尚在运营初期，月吞吐量仅约在 1 万 TEU，不景气的行业现状也将抑制其后续 15 个泊位的建设投放，当前尚不明显造成竞争分流。

在吞吐量增长乏力的情况下，我们也难以对公司集装箱装卸费率提高抱以希望，铜鼓航道的逐步投入运营相比引水费的节约更重要的是便利程度的提升，相关项目正在由单向航道向双向航道实施进程中。缺乏内生增长的同时，地方利益割据及投资项目收益率下滑也使得公司外延式扩张也基本陷于停滞，西部港区受自然条件限制，缺乏拓展空间，对既有项目的内部挖潜长期来看难以明显提振公司业务规模和盈利能力，麻涌项目顺利投资后，青岛四方港区投资计划功



败垂成，异地扩张并非易事，但公司表示并不放弃外延扩张计划，耐心等待伺机而动仍是较好选项。招商局国际对西部各港区的整合或可以期待，但时间和方案较难预期。

- 较低估值和较高股息率提供了基本的防御价值，但行业景气回升和突破资源瓶颈才能在根本上提升其估值水平。公司近 10 年来均保持每年 60% 左右的派现比例；预计公司 08-10 年分别可实现每股收益 0.99 元、0.93 元和 0.97 元，对应市盈率分别为 12.1X、12.8X 和 12.3X。综合考虑，给予公司“中性”投资评级。

图 5：港湾概况



利润表 (万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	200356	196406	185535	193134	成长性				
营业总成本	108608	103775	98295	101239	营业收入增长	2.8%	-2.0%	-5.5%	4.1%
营业成本	79224	80134	76997	80537	营业成本增长	8.4%	1.1%	-3.9%	4.6%
财务费用	2837	3504	2276	901	营业利润增长	0.5%	-0.6%	-5.4%	5.6%
销售费用	0	0	0	0	利润总额增长	0.1%	-0.4%	-5.4%	5.6%
管理费用	13536	13356	12616	13133	净利润增长	5.9%	-4.2%	-5.4%	3.9%
投资净收益	12809	11272	11046	11930	盈利能力				
营业利润	104557	103904	98287	103825	毛利率	60.5%	59.2%	58.5%	58.3%
营业外收支	-280	0	0	0	销售净利率	33.1%	32.4%	32.4%	32.4%
利润总额	104277	103904	98287	103825	ROE	21.1%	17.4%	14.7%	13.5%
所得税	5027	8832	8354	10383	ROIC	24.6%	22.8%	19.6%	19.2%
少数股东损益	32863	31480	29778	30940	营运效率				
净利润	66387	63592	60154	62502	销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
货币资金	78159	79182	106340	140367	投资收益/营业利润	12.3%	10.8%	11.2%	11.5%
应收帐款	21701	21273	20095	20918	所得税/利润总额	4.8%	8.5%	8.5%	10.0%
应收票据	117	114	108	113	应收帐款周转率	8.76	9.14	8.97	9.42
存货	2463	2491	2394	2504	存货周转率	32.85	32.35	31.52	32.89
流动资产合计	107994	107623	133258	168402	流动资产周转率	2.64	1.82	1.54	1.28
固定资产	256148	275385	290839	301238	总资产周转率	0.40	0.36	0.32	0.32
资产总计	545734	558176	592842	631961	偿债能力				
短期借款	122131	122131	122131	122131	资产负债率	42.4%	34.6%	30.9%	26.8%
应付款项	6389	6462	6209	6495	流动比率	0.48	0.58	0.76	1.05
流动负债合计	222844	184729	174578	160882	速动比率	0.47	0.57	0.75	1.03
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	231271	193156	183006	169309	摊薄 EPS	1.03	0.99	0.93	0.97
股本	64476	64476	64476	64476	每股净资产	4.88	5.66	6.36	7.18
留存收益	194110	213188	228226	250102	每股经营现金流	1.86	1.33	1.73	1.73
少数股东权益	55876	87355	117133	148073	每股经营现金/EPS	1.8	1.3	1.9	1.8
权益合计	314462	365020	409836	462652	估值				
权益总计	545734	558176	592842	631961	PE	11.6	12.1	12.8	12.3
现金流量表 (万元)					PEG	-5.82	-14.04	3.27	-
经营活动现金流	119749	85609	111556	111761	PB	2.4	2.1	1.9	1.7
营运资本减少	64814	-36721	-8627	-14814	EV/EBITDA	7.13	7.29	7.51	7.14
投资活动现金流	-42861	-40071	-39281	-37107	EV/SALES	4.49	4.58	4.85	4.66
资本支出	-39729	-40071	-39281	-37107	EV/IC	2.49	2.19	2.11	2.02
融资活动现金流	-15275	-44515	-45116	-40627	ROIC/WACC	2.62	2.44	2.09	2.05
净现金总变化	61306	1023	27159	34027	REP	0.95	0.90	1.01	0.99

研究员简介

宋伟亚：南京大学硕士研究生，交通运输行业研究员。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>