

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年8月4日

深赤湾 A (000022.SZ)/15.96元

出口复苏预期的当然受益者

交通运输·港口

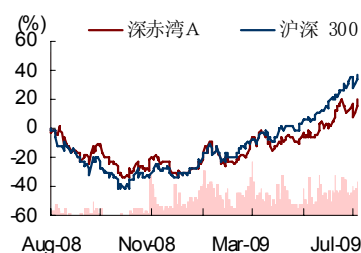
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3463
总股本(万股)	64476
已上市流通股(万股)	46479
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	20.0
资产负债率	32.2%
主要股东	中国南山开发(集团)
主要股东持股比例	57.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	59	16
相对表现	1	-20	-17



相关报告

- 1、《港口行业 2009 年 7 月跟踪报告-景气继续回暖,出口复苏或成后续动力》2009/7/28
- 2、《深赤湾(000022)-6 月空箱比例环比明显下降》2009/7/11
- 3、《深赤湾(000022)-4-5 月吞吐量与空箱比例环比上升》2009/6/12
- 4、《深赤湾(000022)-复苏之路漫漫,行业配置优选》2009/4/29
- 5、《深赤湾(000022)-09 筑底,亦是漫漫复苏之旅的起点》2009/4/13
- 6、《天津港(600717)-盈利增长回归港口本色,同业竞争有待解决》2009/4/23
- 7、《中国港口行业集装箱业务专题研究-外贸放缓、结构升级以及规划建设超前:港口集装箱业务景气下行》2008/10/21

09 年 7 月公司完成集装箱吞吐量 38.9 万 Teu, 环比增长 10%, 同比降幅基本与上月持平。主要码头的产能利用率继续小幅回升, 而低于 24%的空箱比例在 08 年末以来堪称优异。深圳港是沿海外贸货物占比最高的港口, 而区域内出色的码头运营商深赤湾(000022)无疑是外贸复苏预期的直接受益者。

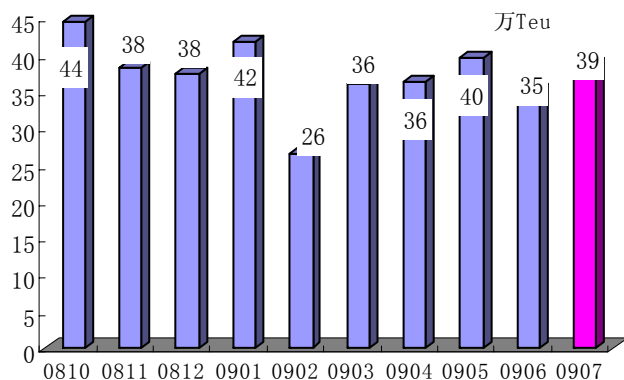
- 09 年 7 月深赤湾(000022)集装箱吞吐量环比增长 10%。7 月, 公司完成集装箱吞吐量 38.9 万 Teu, 较 6 月环比增长 10%; 7 月同比降幅 29%, 降幅基本与 6 月的 28.8%持平, 但较 5 月的-22.8%有所回调。1-7 月, 公司累计完成集装箱吞吐量 254 万 Teu, 同比减少 29.5%。现阶段来看, 外贸集装箱业务仍处于缓慢复苏中的初级阶段, 蓄势反弹可期。
- 当月集装箱空箱比例 24%, 基本与上月持平。2009 年 7 月, 公司集装箱空箱比例 24%, 与上月持平, 较 4-5 月份明显好转, 亦优于盐田(34%)、蛇口(28%)和大铲湾(58%)等深圳其他港区。09 年上半年, 深圳西部港区的赤湾(28%)和蛇口(28%)明显优于盐田(38%)和大铲湾(68%)。
- 产能利用率继续小幅回升, 瓶颈桎梏短期无虑。前 7 月公司主要集装箱码头资产的产能利用率较 1 季度继续回升, 其中公司主要利润来源赤湾集装箱码头的产能利用率较 1 季度回升 7 个百分点。总体而言, 09 年前 7 月公司码头资产的产能利用率较 07 年巅峰状态时仍大幅回落 20-30 个百分点, 过往困扰公司的产能瓶颈问题得到阶段性缓解, 重归盈利增长之路。
- 公司集装箱吞吐量在深圳市场份额维持稳定水平。截至 09 年前 7 月, 深赤湾集装箱吞吐量在深圳市场的份额为 27%, 较前两年饱和状态相对稳定。被视为未来竞争分流因素的深圳大铲湾港区前 7 月完成吞吐量 6.1 万 Teu, 影响有限。
- 深赤湾(000022)是受益于外贸缓慢复苏的港口类优选配置。PMI 新出口订单指数持续上升, 美国个人消费支出指数亦筑底蓄势反弹, 外围经济将于 09 年末逐步回暖, 预示中国外贸出口亦有望逐步复苏。深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口, 深赤湾(000022)将是外贸复苏的直接受益者。预计 09-2011 年 EPS 分别为 0.65、0.70 和 0.80 元, 维持“审慎推荐”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2004	1914	1656	1715	1891
同比增长	3%	-4%	-13%	4%	10%
营业利润(百万元)	1046	1026	731	772	885
同比增长	0%	-2%	-29%	6%	15%
净利润(百万元)	664	643	422	450	515
同比增长	6%	-3%	-34%	7%	14%
每股收益(元)	1.03	1.00	0.65	0.70	0.80
PE	14.7	15.2	24.5	22.8	19.9
PB	3.8	3.6	3.3	3.1	3.0

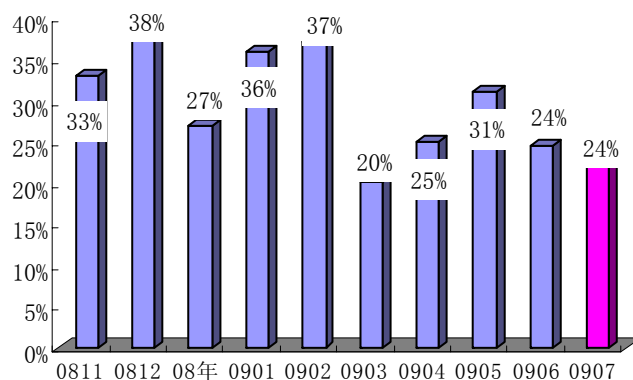
资料来源: 招商证券

图1、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量



资料来源：招商证券研发中心

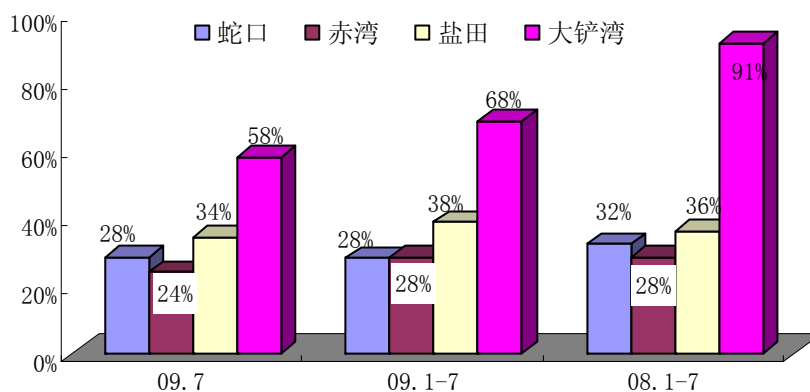
图2、2008.11 以来深赤湾(000022)的空箱比例统计



资料来源：招商证券研发中心

2009年6月, 公司完成集装箱吞吐量 38.9 万 Teu, 环比增长 10%, 同比减少 29%, 降幅基本与上月持平。1-7 月, 公司累计完成集装箱吞吐量 254 万 Teu, 同比减少 29.5%。

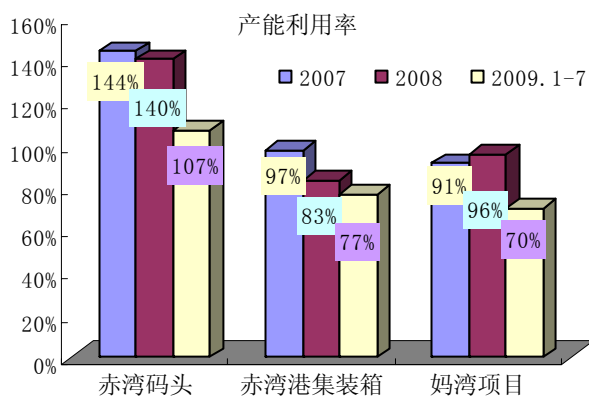
图3、2009年1-7月深圳港各大港区集装箱空箱比例统计



数据来源：招商证券

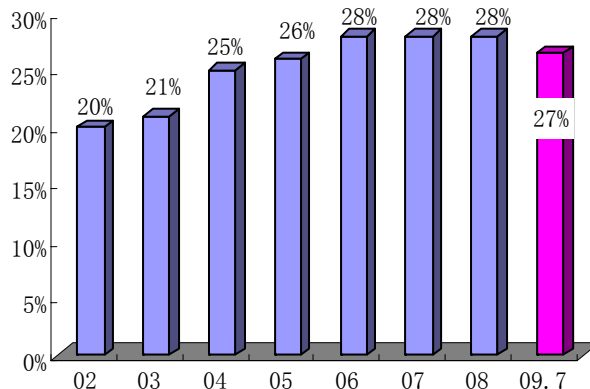
对于集装箱港口而言, 我们不仅关注吞吐量的变化, 同时密切跟踪空箱比例。对比发现, 深赤湾 (000022) 的空箱比例在整个深圳港口处于低位, 明显优于盐田和大铲湾。

图4、近年来困扰公司的产能瓶颈问题已然得到缓解



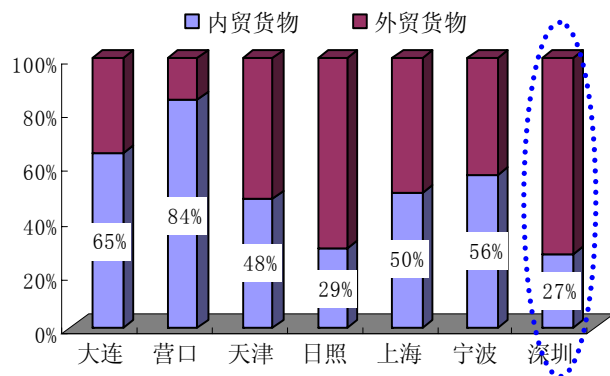
资料来源：招商证券研发中心

图5、稳定客户结构确保公司在深圳地区的市场份额



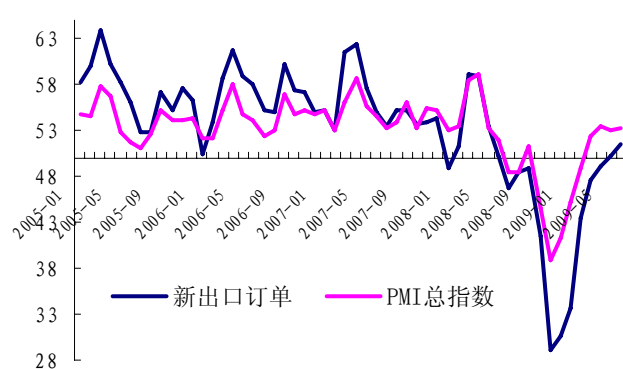
资料来源：招商证券研发中心

图6、深圳港的外贸货物占比居于沿海港口高位



资料来源：招商证券研发中心

图7、09年以来PMI新出口订单指数处于持续反弹中



资料来源：招商证券研发中心

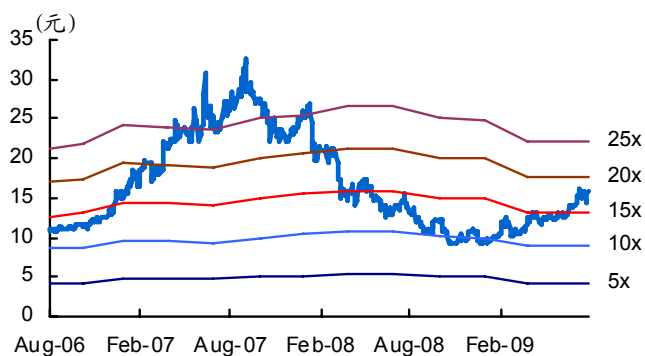
09年以来，PMI新出口订单指数处于持续上升中，美国个人消费支出指数亦在筑底蓄势反弹，预示外贸出口将逐步回暖。深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口，深赤湾（000022）将是外贸复苏的直接受益者，维持“审慎推荐”评级。

表1、A股港口行业重点上市公司估值表

上 市 公 司			EPS			PE			PB
			08	09E	10E	08	09E	10E	
A 股港口公司（集装箱为主）									
上港集团	600018	6.40	0.22	0.2	0.2	29.1	32.0	32.0	3.7
盐田港	000088	9.16	0.42	0.38	0.39	21.8	24.1	23.5	2.2
深赤湾	000022	16.3	0.99	0.65	0.7	16.4	25.0	23.2	3.1
平均值						22.4	27.1	26.2	3.0
A 股港口公司（散杂货为主）									
天津港	600717	14.6	0.56	0.55	0.6	26.1	26.6	24.4	2.1
日照港	600017	7.35	0.21	0.19	0.22	35.0	38.7	33.4	2.5
营口港	600317	12.2	0.57	0.39	0.48	21.4	31.2	25.4	1.7
平均值						25.0	29.5	26.4	1.9

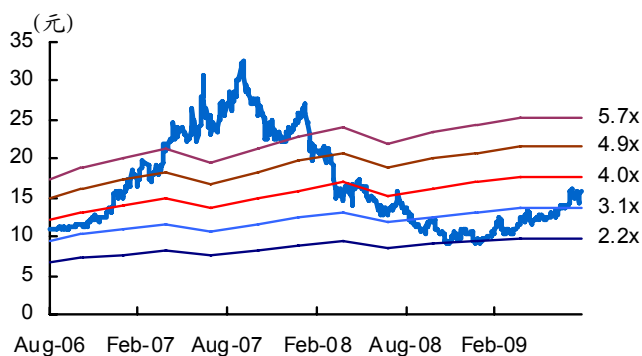
资料来源：Bloomberg、招商证券

图8、深赤湾A历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图9、深赤湾A历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1080	844	558	548	895
现金	782	641	400	385	716
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	8	7	7	8
应收款项	217	146	118	123	135
其它应收款	10	10	5	5	6
存货	25	28	19	20	21
其他	46	11	8	9	10
非流动资产	4377	4310	4827	4908	5040
长期股权投资	336	283	283	283	283
固定资产	2273	2262	2829	2755	2880
无形资产	1139	1075	1039	1005	971
其他	630	690	676	865	906
资产总计	5457	5154	5385	5456	5935
流动负债	2228	1351	1189	848	823
短期借款	1221	830	643	300	300
应付账款	57	59	57	58	62
预收账款	0	1	1	1	1
其他	950	462	489	490	461
长期负债	84	475	445	415	415
长期借款	0	405	375	345	345
其他	84	71	71	71	71
负债合计	2313	1826	1634	1264	1238
股本	645	645	645	645	645
资本公积金	169	144	144	144	144
留存收益	1774	1980	2154	2339	2551
少数股东权益	559	572	821	1078	1371
母公司所有者权益	2587	2769	2943	3128	3340
负债及权益合计	5459	5154	5385	5456	5935

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1197	1090	923	930	1015
净利润		643	437	465	532
折旧摊销		0	253	269	268
财务费用		0	36	27	33
投资收益		0	(81)	(84)	(99)
营运资金变动		0	45	(4)	(13)
其它		447	232	257	294
投资活动现金流	(429)	(57)	(759)	(350)	(400)
资本支出		0	(760)	(350)	(400)
其他投资		(57)	1	0	0
筹资活动现金流	(153)	(1164)	(405)	(595)	(284)
借款变动		0	(187)	(373)	(30)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(263)	(280)	(320)
其他		(1164)	46	57	66
现金净增加额	616	(131)	(241)	(15)	331

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2004	1914	1675	1735	1914
营业成本	792	829	796	817	867
营业税金及附加	69	66	59	61	67
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	135	138	114	121	138
财务费用	28	(59)	36	27	33
资产减值损失	61	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	128	91	81	84	99
营业利润	1046	1026	752	793	908
营业外收入	3	10	0	0	0
营业外支出	5	3	0	0	0
利润总额	1043	1033	752	793	908
所得税	50	89	66	71	84
净利润	992	944	686	721	825
少数股东损益	329	302	249	257	293
母公司所有者净利润	664	643	437	465	532
EPS (元)	1.03	1.00	0.65	0.70	0.80

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	3%	-4%	-12%	4%	10%
营业利润	0%	-2%	-27%	5%	15%
净利润	6%	-3%	-32%	6%	14%
获利能力					
毛利率	60.5%	56.7%	52.5%	52.9%	54.7%
净利率	33.1%	33.6%	26.1%	26.8%	27.8%
ROE	25.7%	23.2%	14.9%	14.9%	15.9%
ROIC	23.4%	19.4%	15.0%	15.3%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	42.4%	35.4%	30.4%	23.2%	20.9%
净负债比率	22.4%	24.0%	19.4%	12.4%	10.9%
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.6	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.6	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	32.9	31.6	33.7	41.6	42.2
应收帐款周转率	8.8	10.6	12.7	14.4	14.8
应付帐款周转率	10.6	14.3	13.8	14.3	14.5
每股资料(元)					
每股收益	1.03	1.00	0.65	0.70	0.80
每股经营现金	1.86	1.69	1.43	1.44	1.57
每股净资产	4.01	4.29	4.56	4.85	5.18
每股股利	0.67	0.60	0.41	0.43	0.50
估值比率					
PE	11.7	12.1	17.8	16.8	14.6
PB	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	4.6	5.2	5.9	5.6	5.1

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》杂志特约通讯员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。