

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年8月5日

盐田港(000088.SZ)/9.57元

受益出口复苏，主题配置次选

交通运输·港口

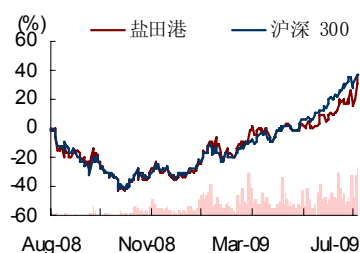
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3471
总股本(万股)	124500
已上市流通股(万股)	40603
总市值(亿元)	119
流通市值(亿元)	39
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	7.8%
主要股东	深圳市盐田港集团有
主要股东持股比例	67.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	85	32
相对表现	14	6	-2



相关报告

- 1、《深赤湾(000022)-出口复苏预期的当然受益者》2009/8/4
- 2、《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
- 3、《深赤湾(000022)-6 月空箱比例环比明显下降》2009/7/11
- 4、《深赤湾(000022)-4-5 月吞吐量与空箱比例环比上升》2009/6/12
- 5、《深赤湾(000022)-复苏之路漫漫,行业配置优选》2009/4/29
- 6、《深赤湾(000022)-09 筑底,亦是漫漫复苏之旅的起点》2009/4/13
- 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

深圳港是沿海外贸货物占比最高的港口，而盐田港(000088)的集装箱业务利润贡献达 6 成以上，公司被视为出口复苏的直接受益者。然而，较高的空箱比例、港区内竞争分流的风险以及盐田国际盈利能力的下滑都是基本面的不确定性所在。由此，我们认为其是出口复苏主题投资背景下深圳地区码头公司的次选。

- **深圳地区的盐田港(000088)亦是出口复苏的直接受益者。**公司以码头装卸和公路收费业务为主，其中港口集装箱装卸业务的利润贡献占比达 6 成以上。深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口，盐田港区的航线结构中又以欧美线居多。因此，与深赤湾类似，盐田港(000088)在特定阶段亦可以被认为外贸出口复苏的直接受益者，但是弹性弱于深赤湾(000022)。
- **09 年 7 月深圳盐田港区集装箱吞吐量环比增长 3.5%。**7 月，盐田港区完成集装箱吞吐量 71 万 Teu，较 6 月环比增长 3.5%；7 月同比降幅-16.8%，降幅基本与 6 月的-13.2%有所回调。1-7 月，盐田港区累计完成集装箱吞吐量 450 万 Teu，同比减少-12%。外贸集装箱业务处于缓慢复苏的初级阶段。
- **空箱比例呈下降态势，但整体水平在深圳地区并不占优。**空箱比例一定程度上决定了港口的收费与盈利水准，2008 年，正是由于空箱比例的变化导致了盐田国际一二期码头平均作业费率的下滑。这种结构性的变化是我们所不愿意意见到的。从 09 年的情况来看，7 月空箱比例 34%，较 1-7 月累计 38%的比例有所优化，但在深圳地区要逊于赤湾(24%)和蛇口(24%)港区。
- **区域内泊位竞争分流负面影响的不确定性较高。**相对于珠三角地区的其他码头，盐田港(000088)还要面临同一港区内新建泊位的分流影响。在盐田港区剩余规划泊位建设中，上市公司仅在西二期 3 个泊位享有权益。而目前来看，盐田国际三扩以及未来东港区的建设将会带来无法避免的分流影响。
- **估值吸引力不强，可作为出口复苏主题投资的次选。**暂不考虑 09 年港区内新增泊位的分流影响，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.34、0.35 和 0.39 元。当前股价相当于 2010 年 27.5 倍 PE，估值吸引力不明显。在西港区二期泊位投产以及盐田三期注入以前，公司盈利增长前景未有改观。出口复苏主题投资背景下，我们认为其是深圳地区集装箱码头类公司的次优选择。

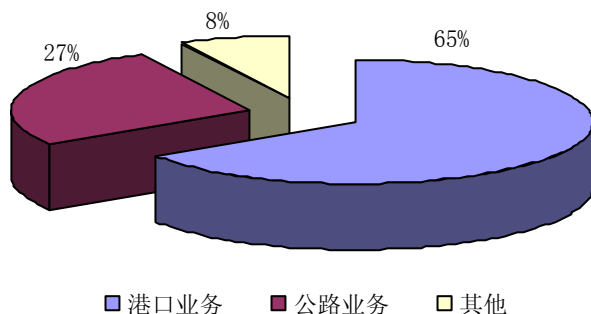
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	703	430	404	428	456
同比增长	-3%	-39%	-6%	6%	6%
营业利润(百万元)	778	684	534	559	629
同比增长	-6%	-12%	-22%	5%	13%
净利润(百万元)	646	573	424	433	486
同比增长	-9%	-11%	-26%	2%	13%
每股收益(元)	0.52	0.46	0.34	0.35	0.39
PE	18.4	20.8	28.1	27.5	24.5
PB	3.3	3.1	2.9	2.7	2.7

资料来源：招商证券

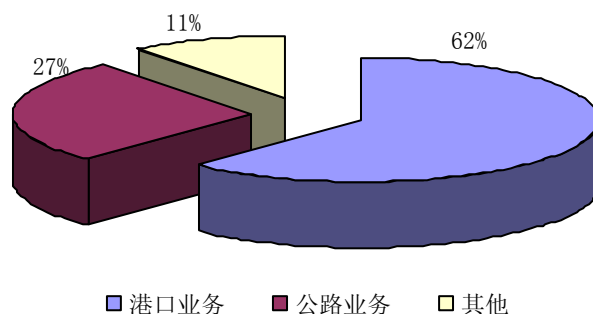
1、特定阶段, 盐田港（000088）是出口复苏的直接受益者

图1、09年盐田港（000088）各业务盈利贡献占比



资料来源：招商证券研发中心

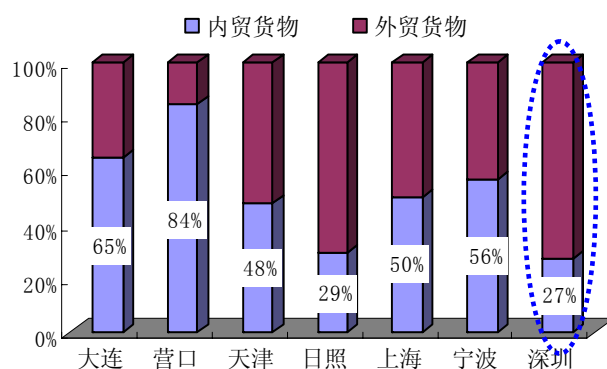
图2、2010年盐田港各项业务盈利贡献占比的预测



资料来源：招商证券研发中心

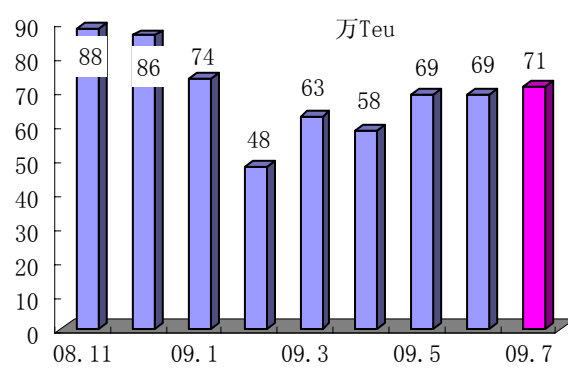
盐田港（000088）以码头装卸和公路收费业务为主，其中港口集装箱装卸业务的利润贡献占比达6成以上。深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口，盐田港的航线结构中欧美线占比达80%以上。因此，盐田港（000088）在特定阶段可以被认为是外贸出口复苏的直接受益者。

图3、深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口



资料来源：招商证券研发中心

图4、09年以来盐田港区的集装箱业务呈回暖趋势



资料来源：招商证券研发中心

2、区域内逊于深赤湾（000022）的出口复苏类次选配置

2.1 空箱比例在深圳地区处于相对高位

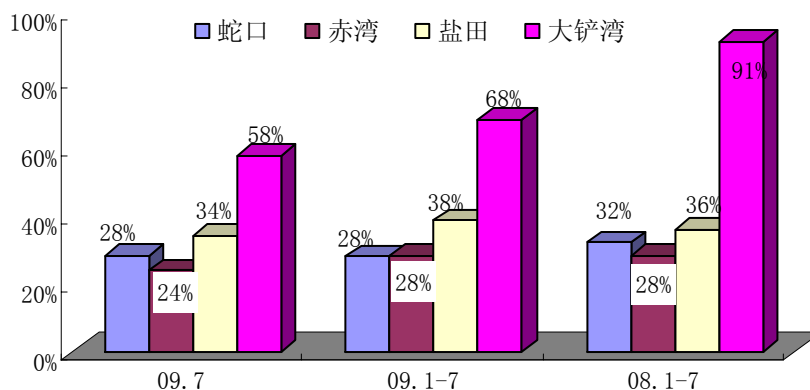
表1、盐田国际一二期的经营情况分析（2004-2008）

	2004	2005	2006	2007	2008
吞吐量(万 Teu)	450	433	474	396	362
%	-11.8%	-3.8%	9.5%	-16.5%	-8.6%
收入（百万元）		2990.6	3320.8	2611.4	1993.8
单箱费率（元）		690.8	700.6	659.4	550.8

资料来源：招商证券

关注港口，我们不仅比较吞吐量数据，同时也重视空箱比例的跟踪分析。因为空箱比例决定了港口的收费与盈利水准，2008 年，正是由于空箱比例的变化导致了盐田国际一二期码头平均作业费率的下滑。这种结构性的变化是我们所不愿意见到的。

图5、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

而从 2009 年 1-7 月的统计情况来看，深圳各大港区中，深赤湾（000022）无疑最优。

2.2 区域内竞争分流负面影响的不确定性更高

我们曾在 2008 年末对于中国集装箱港口的产能利用率进行分析。下表 5 中的数据尽管不能反映最新的情况，但集装箱码头的产能过剩已在业内形成共识。

表 2、2008-2010 年中国沿海八大集装箱港口的产能适应度将出现明显下滑

单位：万 Teu	2007	2008	2009E	2010E
设计吞吐能力	7578	9278	11453	13268
增长		22.4%	23.4%	15.8%
港口吞吐量	9094	10458	11294	11859
增长		15%	8%	5%
适应度	1.20	1.12	0.98	0.89

资料来源：CEIC、招商证券

事实上，深圳东西部港区的各大码头是区域内天然的竞争者。然而，不幸的是，相对于深赤湾（000022），盐田港（000088）所面临的竞争分流局面更为不利。

表 3、深圳市盐田港区的集装箱泊位规划建设情况

单位：Teu	上市公司权益	吞吐能力	投产情况
盐田国际一二期	27%	250 万	
西港区一期	35%	80 万	
西港区二期	35%	200 万	尚未正式动工
盐田国际三期	0%	360 万	
盐田国际三扩	0%	6 个泊位，370 万	尚有 1 个泊位未投产
盐田东部港区	0%	未知	尚未正式动工

资料来源：招商证券

因为根据《盐田港区集装箱码头统筹经营合同》以及《盐田港区集装箱码头统筹经营合

同补充协议》，盐田港区内新泊位的投产将参与集装箱货源的分配。在整个港区的剩余规划泊位建设中，上市公司仅在西二期享有权益。而盐田国际三扩工程以及未来东港区的陆续建设将会带来无法避免的分流影响。而 09 年 5 月，盐田三扩已有一新泊位投产。

2.3 盐田国际一二期的盈利能力面临下滑

盐田港（000088）持有 27% 股权的“盐田国际一二期”是公司重要的利润来源。其享有 5 年减半的优惠税率，将于 2009 年到期。于 2010 年起，即便不考虑港区内新增泊位的分流，盐田国际一二期对于公司的盈利贡献亦将打上折扣。

表 4、盐田国际一二期的盈利分析（2007-2011E）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
吞吐量(万 Teu)	396	362	328	348	369
%	-16.5%	-8.6%	-9.4%	6.0%	6.0%
收入(百万元)	2611.4	1993.8	1743.3	1847.9	1958.7
投资收益		321.2	235.3	219.5	248.6

资料来源：招商证券

3、估值吸引力不强,可作为出口复苏主题投资类的备选

表 4、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	9.56	0.42	0.38	0.39	20.8	28.1	27.5	3.1
深赤湾	000022	16.3	0.99	0.65	0.7	16.4	25.0	23.2	3.1
平均值						23.4	29.1	28.2	3.3
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	2.2

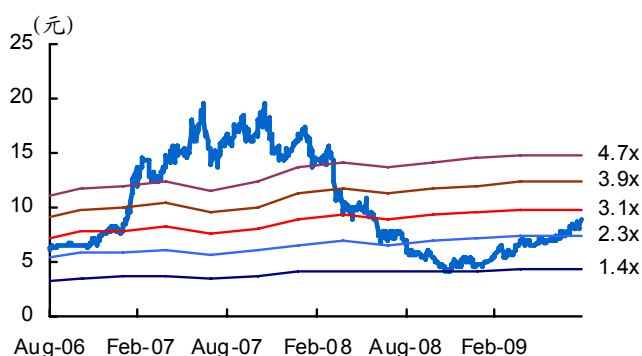
资料来源：Bloomberg、招商证券

图 6、盐田港历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7、盐田港历史 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	2078	1699	1995	2394	2535
现金	1730	1621	1937	2332	2469
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	76	16	15	16	17
其它应收款	18	55	2	2	2
存货	1	0	0	0	0
其他	252	7	40	43	46
非流动资产	2061	2873	2797	2748	2705
长期股权投资	1190	1608	1608	1608	1608
固定资产	721	375	408	432	455
无形资产	67	812	731	658	592
其他	84	78	50	50	50
资产总计	4139	4572	4792	5142	5240
流动负债	184	153	107	107	107
短期借款	5	0	0	0	0
应付账款	31	21	18	17	17
预收账款	0	3	2	2	2
其他	148	129	88	88	88
长期负债	0	216	126	111	96
长期借款	0	141	126	111	96
其他	0	75	0	0	0
负债合计	184	369	233	217	203
股本	1245	1245	1245	1245	1245
资本公积金	938	898	898	898	898
留存收益	1449	1692	1988	2291	2335
少数股东权益	323	368	428	491	559
母公司所有者权益	3632	3835	4131	4434	4478
负债及权益合计	4139	4572	4792	5142	5240

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	304	254	291	261	267
净利润		573	423	431	486
折旧摊销		0	105	99	93
财务费用		0	(10)	(13)	(17)
投资收益		0	(318)	(315)	(360)
营运资金变动		0	37	(4)	(4)
其它		(319)	53	63	69
投资活动现金流	156	(33)	(45)	(51)	(51)
资本支出		0	(50)	(50)	(50)
其他投资		(33)	5	(1)	(1)
筹资活动现金流	(395)	(404)	(23)	89	110
借款变动		0	(56)	(15)	(15)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(220)	(224)	(253)
其他		(404)	253	328	378
现金净增加额	65	(182)	223	299	326

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	703	430	404	428	456
营业成本	321	157	136	132	134
营业税金及附加	22	15	15	15	16
营业费用	5	3	5	5	5
管理费用	55	57	43	45	48
财务费用	10	(44)	(10)	(15)	(17)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	491	445	318	315	360
营业利润	778	684	534	559	629
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	780	685	534	559	629
所得税	34	53	51	64	74
净利润	746	632	483	495	555
少数股东损益	100	59	59	63	69
母公司所有者净利润	646	573	424	433	486
EPS (元)	0.52	0.46	0.34	0.35	0.39

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-3%	-39%	-6%	6%	6%
营业利润	-6%	-12%	-22%	5%	13%
净利润	-9%	-11%	-26%	2%	13%
获利能力					
毛利率	54.3%	63.4%	66.4%	69.1%	70.5%
净利率	91.9%	133.3%	105.0%	101.0%	106.6%
ROE	17.8%	14.9%	10.3%	9.8%	10.9%
ROIC	18.8%	13.4%	8.9%	8.4%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	4.4%	8.1%	4.9%	4.2%	3.9%
净负债比率	1.5%	4.3%	2.9%	2.4%	2.1%
流动比率	11.3	11.1	18.6	22.4	23.6
速动比率	11.3	11.1	18.6	22.4	23.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	93.9	229.4	738.7	4938.4	5037.5
应收帐款周转率	6.5	9.3	25.7	27.6	27.7
应付帐款周转率	6.8	6.0	6.9	7.6	7.8
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.46	0.34	0.35	0.39
每股经营现金	0.24	0.20	0.23	0.21	0.21
每股净资产	2.92	3.08	3.32	3.56	3.60
每股股利	0.14	0.24	0.10	0.10	0.20
估值比率					
PE	18.4	20.8	28.1	27.5	24.5
PB	3.3	3.1	2.9	2.7	2.7
EV/EBITDA	7.2	9.2	9.8	9.6	8.7

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±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。