

交通运输/港口

2009 年 9 月 16 日

公司研究

调研报告

跟踪评级_首次评级: 短期-推荐, 长期-B

盐田港 (000088): 受益出口回暖, 仍处在恢复性增长过程中

核心观点

高速公路收费业务和投资收益是公司利润的主要来源。公司利润主要来源有惠盐高速公路、盐田国际 27% 股权以及西港区公司 35% 的股权, 仅有惠盐高速公路收入并表, 股权部分均计入投资收益。2009 年上半年, 惠盐高速公路实现净利润 8621 万元, 占公司净利润的 35.4%; 公司实现投资收益 1.49 亿元, 占公司净利润的 61.4%, 主要来源于公司持有盐田国际 27% 股权以及西港区公司 35% 股权所带来的投资收益。

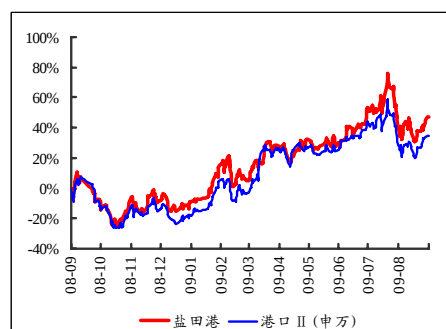
路桥方面:

(1) 惠盐高速公路是公司收入的主要来源, 占公司收入近 80%, 公司持有 66.7% 股权 (粤高速持有 33.3% 股权), 全长 31.43 公里, 收费期限是 1999 年 11 月至 2021 年 11 月, 剩余收费年限还有 12 年, 公路行业收入稳定很难有较大增长, 但是毛利率较高能够为公司提供长期稳定的利润来源。之前公司准备对该路进行大修, 考虑扩建的可能短期内可能不进行大修, 有可能大修和扩建同时进行, 我们认为在大修和扩建过程中以及建成初期可能会拖累业绩, 但是长期来看一般扩建之后都能够延长收费年限, 这样也为公司盈利持续性提供了保证。2009 年 1-7 月份, 惠盐高速实现通行费收入 1.71 亿元, 同比下降 2.3%, 其中 6 月份实现同比正增长, 7 月份同比虽然略有下降, 但是环比仍然增长 8.5%, 预计全年通行费收入将与去年基本持平。

(2) 梧桐山隧道公司上半年贡献收入 1904 万元, 占公司收入的 10.2%, 占公司净利润的 0.83%。08 年 7 月份深盐二通道通车, 并且免费通行费, 对梧桐山隧道车流产生很大分流影响, 导致该项目业绩大幅下滑, 公司目前就该项目转让与深圳市政府进行磋商, 尚未明确方案及时间表。

(3) 公司于去年以 1.88 亿元收购了湘潭四航建设有限公司 60% 股权及债权, 湘潭市政府于 2009 年实施路桥收费改革, 取消了湘潭市一、二、三桥的收费, 湘潭四航建设有限公司经营的湘潭四桥今年 1-4 月份车流量因此出现较大幅度分流; 湘潭市政府于 5 月 10 日实施了湘潭一桥禁行货运车辆、湘潭三桥禁行外地重、中型货车, 该部分车流分流行走湘潭四桥, 对湘潭四航建设有限公司的经营产生了积极的影响, 公司将继续加强与当地政府沟通协调, 减少湘潭四桥经营中面临的政策风险。

近一年股价走势:



公司主要财务指标

	数值
总股本	124,500 万股
实际流通股本 (A 股)	40,610 万股
每股净资产	3.01 元
资产负债率	7.83%
ROE	5.73%

数据来源: 公司数据

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

E-mail: wangli@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

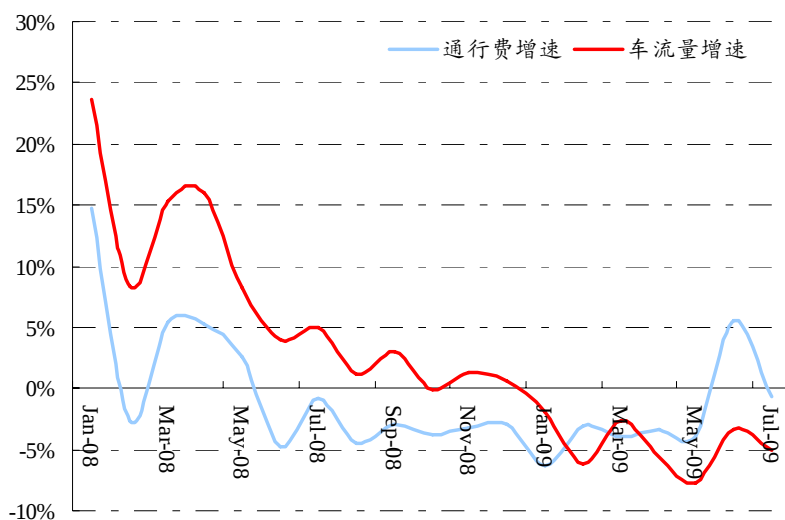
上半年，湘潭四桥车流总量为 23.87 万辆，同比下降 26%，亏损 440 万元。

港口方面：公司主要参股盐田国际 27%股权以及西港区公司 35%股权。盐田港港区股权结构相对复杂，盐田港分为东、中、西三个港区，目前大部分业务都集中在中港区，西港区泊位相对较少，东港区目前尚未开发。中港区分 1-4 期工程，其中 1-2 期公司持有 27%股权，剩下股权由盐田国际持有，3-4 期上市公司不持有股权，集团公司持有 35%股权。

公司联营公司盐田国际（一、二期）报告期内完成集装箱吞吐量 138.72 万 TEU，较上年同期下降 13.6%，实现净利润 39,209 万元，较上年同期下降 25.5%。公司联营公司西港区码头公司报告期内完成集装箱吞吐量 18.46 万 TEU，较上年同期下降 16.4%，实现净利润 5,540 万元，比上年同期下降 25.9%。09 年 8 月份，深圳港口完成集装箱吞吐量 173.01 万 TEU，同比下降 10.9%，降幅较上月明显收窄，环比上月增长 15.6%，近期出口形势明显好转，但是也有可能是季节性因素影响，预计短期集装箱吞吐量仍以恢复性上涨为主，很难实现持续快速增长。

首次给予公司“推荐-B”评级。在不考虑资产注入、惠盐高速大修扩建的前提下，我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.35 元、0.38 元、0.41 元，9 月 16 日公司收盘价为 7.84 元，对应 2009-2011 年动态市盈率为 22.4 倍、20.7 倍、19.3 倍，估值处于行业中端，考虑到公司将受益于出口恢复，我们给予公司“短期-推荐，长期-B”的投资评级。

图表 1：惠盐高速公路通行费收入和车流量同比增速一览



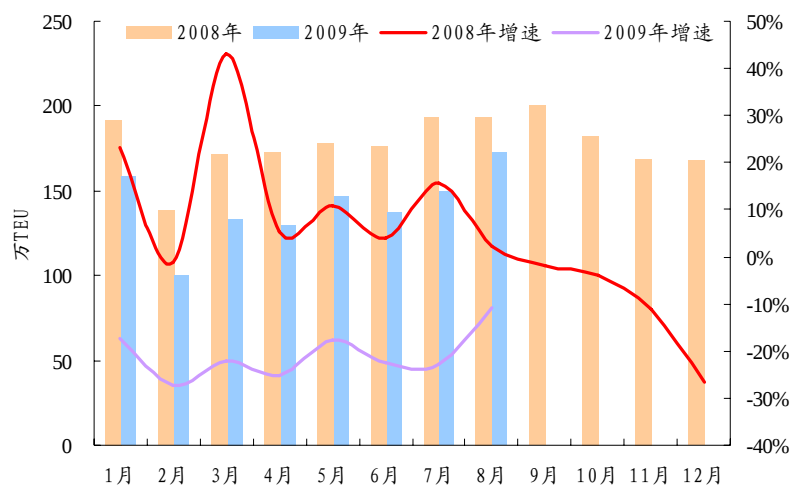
数据来源：粤高速网站

图表 2：西港区和盐田国际吞吐量一览

万 TEU	2005	2006	2007	2008	2009H
西港区	30.5	56.89	69.8	50	18.46
增长率	37%	86.50%	22.69%	-28.57%	-16.43%
盐田国际	432.94	474	396	362	138.72
增长率	-3.79%	9.48%	-16.46%	-8.58%	-13.61%

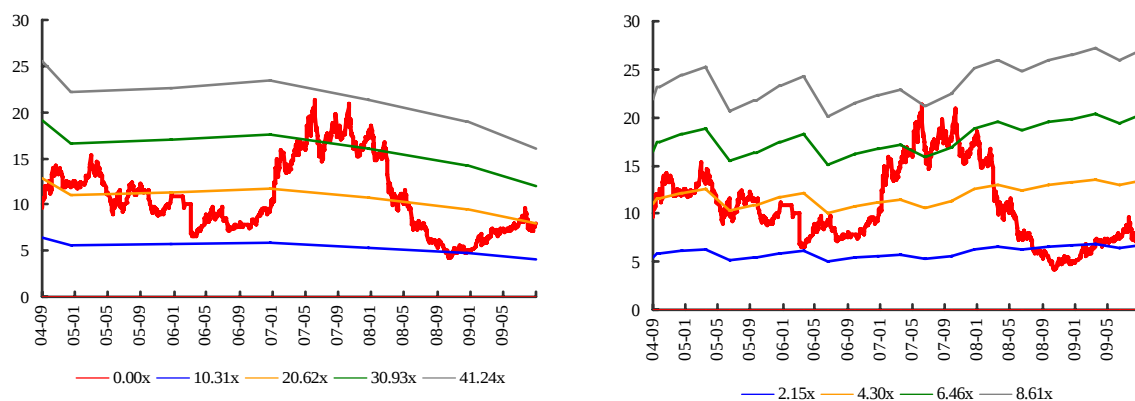
数据来源：公司年报及半年报

图表 3: 深圳港集装箱吞吐量环比持续增长



数据来源: WIND

图表 4: 盐田港 PE/PB Bands



数据来源: WIND

图表 5: 盐田港盈利预测

单位: 万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	42,981	40,311	42,184	44,157
营业收入增长 (%)	-38.84%	-6.21%	4.65%	4.68%
主营业务毛利率 (%)	63.44%	65.62%	66.23%	66.82%
二、营业总成本	19,011	16,508	16,740	17,295
其中: 主营业务成本	15,715	13,858	14,244	14,651
营业税金及附加	1,537	1,371	1,434	1,501
资产减值损失	148	0	0	0
期间费用	1,610	1,279	1,062	1,143
其中: 销售费用	306	645	422	486
管理费用	5,685	4,434	4,640	4,857
财务费用	-4,381	-3,800	-4,000	-4,200
期间费用率 (%)	3.75%	3.17%	2.52%	2.59%
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	44,475	31,361	33,870	36,580
加: 影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	68,445	55,164	59,314	63,442
营业利润增长 (%)	-11.75%	-19.40%	7.52%	6.96%
营业利润率 (%)	159.25%	136.85%	140.61%	143.67%
加: 营业外收入	92	0	0	0
减: 营业外支出	57	0	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	1	0	0	0
加: 影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	68,479	55,164	59,314	63,442
利润总额增长 (%)	-11.86%	-19.44%	7.52%	6.96%
减: 所得税	5,330	5,951	6,361	6,716
实际所得税率 (%)	7.78%	10.79%	10.72%	10.59%
五、净利润	63,150	49,214	52,953	56,727
净利润增长 (%)	-15.08%	-22.07%	7.60%	7.13%
其中: 归属母公司所有者净利润	57,300	43,614	47,073	50,553
母公司净利润增长 (%)	-11.11%	-23.89%	7.93%	7.39%
净利润率 (%)	133.32%	108.19%	111.59%	114.48%
少数股东损益	5,850	5,600	5,880	6,174
摊薄每股收益 (元/股)	0.46	0.35	0.38	0.41
每股净资产 (元/股)	3.08	3.43	3.81	4.21
净资产收益率 (%)	14.94%	10.21%	9.93%	9.63%

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。