

湘财证券研究所
交通运输小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

目标价格：18.19元
交易数据

当前价格：15.00元

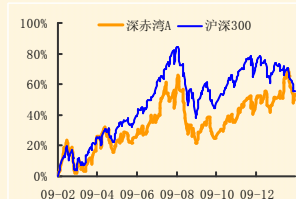
总股本：6.45亿股

流通A股：4.65亿股

流通B股：1.80亿股

总市值：99.29亿元

流通市值：71.58亿元

最近一年市场表现

投资要点

- **运营全球第四大集装箱港深圳港的赤湾和妈湾港区。**深赤湾以集装箱装卸业务为主，运营的赤湾港区和妈湾港区是深圳港的重要组成部分，公司业务所占深圳集装箱港口市场份额超过四分之一。
- **经济规模大、实力强和外向型经济特征的泛珠三角腹地是深圳港发展的坚实基础。**泛珠三角经济区或“9+2”经济区经济发达，经济规模大，且以加工贸易为主，外向型经济特征明显，2001年以来该区域经济的快速发展推动了深圳集装箱吞吐量的快速增长。
- **公司集装箱业务遭遇产能瓶颈和外部驱动因素趋弱影响公司长期成长性。**公司集装箱业务产能已经得到较好利用，且在深圳内外市场继续拓展业务的难度较大。此外，珠三角地区加工贸易面临人力成本上升、人民币升值等多方面的不利因素，对公司集装箱业务发展构成压力。
- **铜鼓航道投入使用、前海湾保税港区通过国家验收及周边道路的改善将继续提升公司的集疏体系。**深圳发达的高速公路网络和铁路网络及公司港区的驳船网络形成了较为完善的集疏体系。随着铜鼓航道投入使用及未来周边道路的改善将进一步提升公司的集疏体系。
- **麻涌港区投入使用是公司业务增长的主要驱动因素。**公司投资的麻涌港区两个5万吨散货泊位已经于1月中旬投入使用。该港区未来的吞吐能力可达千万吨以上，有望成为公司业务增长的主要驱动因素。
- **首次给予“增持”评级，目标价18.19元。**预计2009~2011年公司EPS分别为0.68元、0.79元和0.83元，首次给予公司“增持”评级，目标价18.19元。
- **投资风险提示：**珠三角地区外贸形势较差和麻涌港区业务达不到预期等风险。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	1914	1495	1718	1817
收入同比(%)	-4%	-22%	15%	6%
归属母公司净利润	643	439	508	534
净利润同比(%)	-3%	-32%	16%	5%
毛利率(%)	56.7%	53.9%	54.4%	54.5%
ROE(%)	23.3%	15.3%	16.3%	15.9%
每股收益(元)	1.00	0.68	0.79	0.83
P/E	13.86	20.30	17.54	16.69
P/B	3.23	3.10	2.85	2.65
EV/EBITDA	8	11	9	9

目 录

1、全球第四大集装箱港深圳港的重要组成部分	4
1.1 以集装箱业务为主，运营港区是深圳港重要组成部分	4
1.2 归属于公司集装箱吞吐量收益比例不足 50%	5
2 促进公司业务增长的外部驱动因素趋弱	6
2.1 腹地外向型经济特征是公司业务的基本保障	6
2.2 面临外部需求不振及外贸部门竞争力趋弱压力	8
3 产能瓶颈显现，未来集装箱市场份额稳中有降	9
3.1 集装箱装卸业务遭遇产能瓶颈，内生增长面临考验	9
3.2 市场份额将稳中有降	10
4 麻涌港区投入使用，集疏体系进一步改善	13
4.1 公司散货业务增长缓慢	13
4.2 麻涌港区投产将成业务增长主要推动因素	14
4.3 集疏体系进一步改善	14
5 盈利能力保持相对稳定，派息比例维持高位	16
5.1 成长性下降，盈利能力保持相对稳定	16
5.2 资本支出压力较小，分红比例维持在高水平	17
6 业绩水平将有提升，“增持”评级	18
6.1 业绩水平将逐渐得到修复	18
6.2 “增持”评级，目标价 18.19 元	19
6.3 风险提示	20

图目录

图 1 2008 年全球前五大集装箱港口排名	4
图 2 2009 年深赤湾散杂货货源结构	4
图 3 2009 年深赤湾预计收入构成	5
图 4 深赤湾股权关系图	5
图 5 深赤湾业务结构及主要子公司和参股公司	6
图 6 广东省 2009 年产业结构	7
图 7 广东省 2009 年贸易方式的比例	7
图 8 2001 年以来广东省分贸易方式出口额	8
图 9 深赤湾集装箱吞吐量及增速	8
图 10 美国月度零售额及同比增速	9
图 11 深赤湾集装箱 5~13 号泊位图	10
图 12 深圳三大港区位置图	11
图 13 深圳集装箱港口市场结构	12
图 14 深圳各集装箱港区构成图	13
图 15 深赤湾散货业务吞吐量	13
图 16 铁路和公路交通网络	15
图 17 驳船网络	15
图 18 深赤湾成长性趋势	17
图 19 深赤湾派息历史	17

表目录

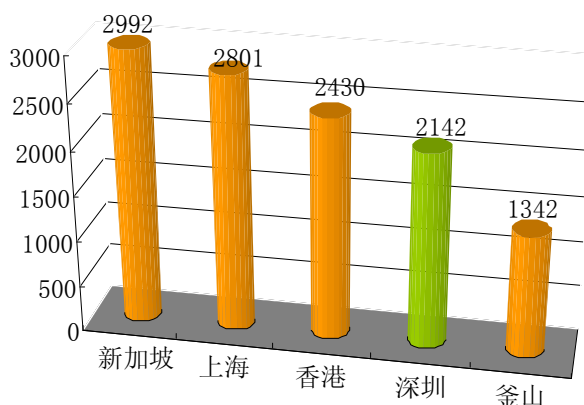
表 1 深赤湾腹地经济优势	7
表 2 珠三角加工贸易方式面临多种压力	9
表 3 深圳各港口区 2009 年吞吐量及港口参数	12
表 4 麻涌港区规划	14
表 5 西部港区集疏条件将得到改善	16
表 6 深赤湾收入预测表	18
表 7 深赤湾主要财务指标	19
表 8 深赤湾 DCF 估值关键假设	19
表 9 深赤湾 DCF 估值敏感性分析	20
表 10 深赤湾财务报表	21

1、全球第四大集装箱港深圳港的重要组成部分

1.1 以集装箱业务为主，运营港区是深圳港重要组成部分

深圳是我国第二大集装箱港口，从 2003 年起连续 7 年排名全球第四大港口，2008 年集装箱吞吐量达到 2,142 万 TEU。

图 1 2008 年全球前五大集装箱港口排名

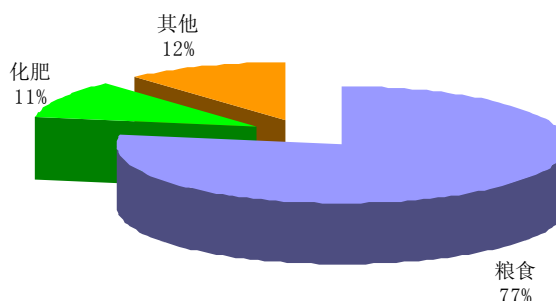


数据来源：湘财证券研究所

深赤湾主要运营和管理位于深圳南山港区的赤湾港和妈湾港，2009 年，深赤湾集装箱吞吐量 476.6 万 TEU，占深圳总吞吐量 1,825 万 TEU 的 26.12%，公司港口集装箱吞吐量超过深圳的四分之一。

此外，公司赤湾码头还营运粮食和化肥等散杂货的装卸业务，2009 年公司港口散杂货吞吐量 818 万吨，其中粮食吞吐量 636 万吨，占比 77%。

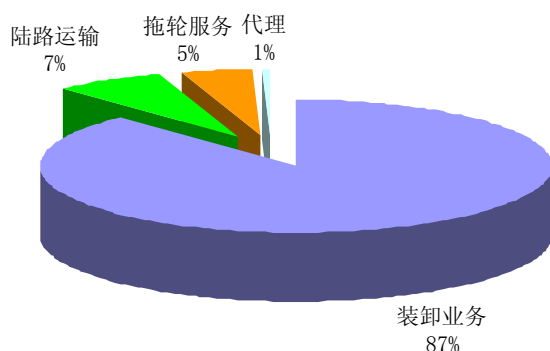
图 2 2009 年深赤湾散杂货货源结构



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

深赤湾收入来源包括装卸业务、陆路运输和拖轮服务等，其装卸业务是公司主要的收入和利润来源，2009 年上半年，公司赤湾港区装卸收入 63,516 万元，占当期营业收入的 88.91%，营业利润 34,253 万元，占比 107.03%。此外，来自妈湾港的投资收益 2,887 万元，占当期净利润的 14.40%。

图 3 2009 年深赤湾预计收入构成

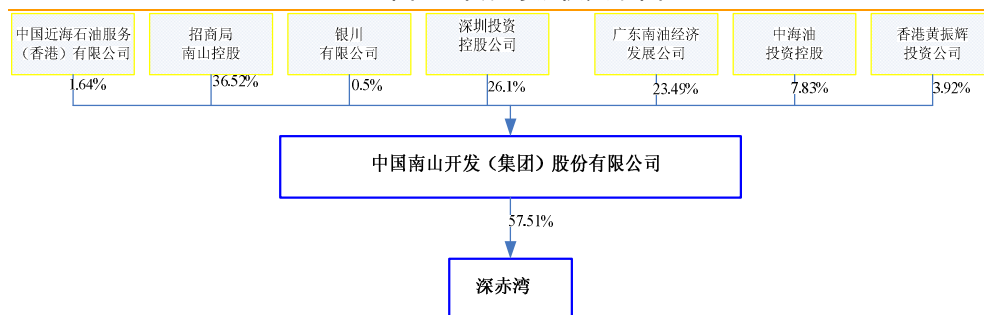


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

1.2 归属于公司集装箱吞吐量收益比例不足 50%

深赤湾控股股东为南山集团，持有公司 57.51%的股权。而南山集团的出资方较为分散，包括招商局集团下属的招商局南山控股和中海油下属的中海石油投资控股及中国近海石油服务（香港），以及广东省国资委和深圳市国资委下属的两家公司。南山集团出资方出资比例虽然不同，但各方拥有相同的投票权，因此深赤湾的实际控制人比较模糊。

图 4 深赤湾股权关系图

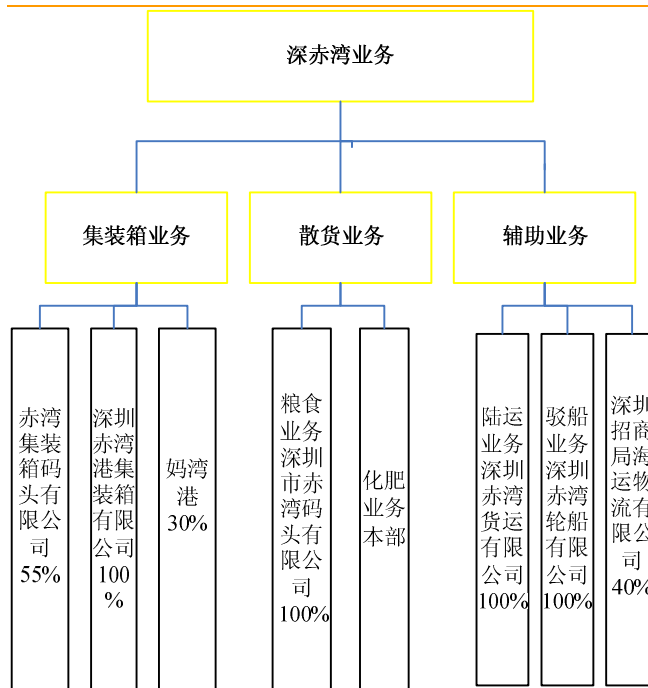


数据来源：公司资料，湘财证券研究所

深赤湾的集装箱业务由其持股 55%的赤湾集装箱码头有限公司和持股 100%的深圳赤湾港集装箱有限公司以及持股 50%的 MPIL 来运营，而粮食的装卸业务则由其全资的深圳市赤湾码头有限公司来运营。

公司实际持有从事集装箱业务的两个码头妈湾 30%和赤湾集装箱码头 55%权益，以此来推算，能够给深赤湾（归属于母公司）带来利润的集装箱吞吐量占其运营和管理总量的 50%以下。

图 5 深赤湾业务结构及主要子公司和参股公司



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

2 促进公司业务增长的外部驱动因素趋弱

2.1 腹地外向型经济特征是公司业务的基本保障

珠江三角洲地区是我国改革开放以来发展最快、外向型经济特征最明显的经济区域。该经济区是全球最大的外贸商品加工基地，外贸商品大部分适合集装箱运输，出口增长是深圳港集装箱业务发展的主要推动因素。

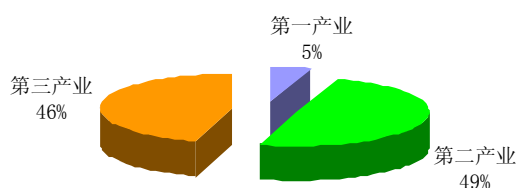
表 1 深赤湾腹地经济优势

改革开放最早、最成功的经济区	早在1979年，我国就在深圳、珠海、汕头及厦门试办经济特区，广东省占据三席，且试办效果最为成功
外商投资积聚地	2009年广东省实际利用外资203亿美元；外资在广东省进出口总额中的比例高达62.58%；
来料和进料加工基地	加工贸易占出口总额的58.24%
泛珠三角经济圈，即“9+2”经济圈	广东省的广州、深圳、珠海、佛山、江门、东莞、中山、惠州和肇庆市为主体，辐射泛珠江三角洲区域，以及港澳地区，经济发达、规模庞大、区域辽阔

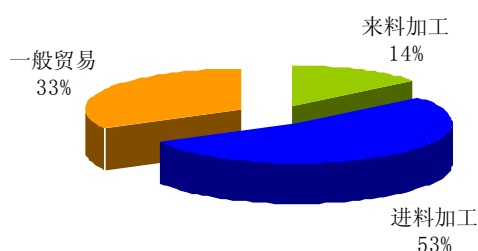
数据来源：湘财证券研究所

2009年，广东省进出口总额6,111亿美元，占全国的比例达27.7%，出口额占全国的比例达29.9%，集装箱吞吐量3,661万TEU，而深圳承担了其中的1,825万TEU或50%的吞吐量。

图 6 广东省 2009 年产业结构图



7 广东省 2009 年贸易方式的比例

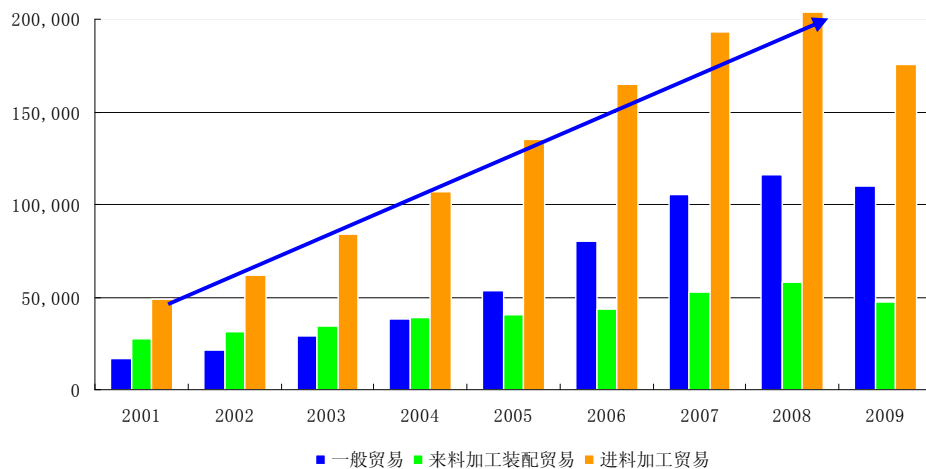


数据来源：广东省统计局，湘财证券研究所

数据来源：广东省统计局，湘财证券研究所

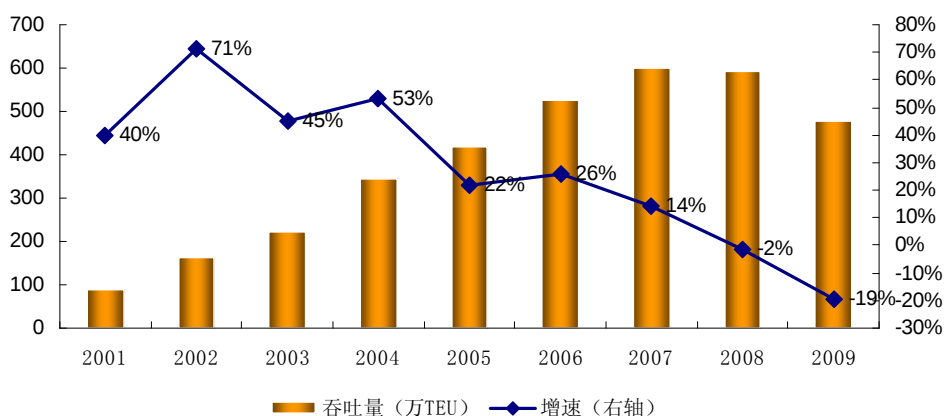
随着珠三角地区对外经济的快速发展，深赤湾集装箱吞吐量快速增长。自2001~2007年的7年间，公司集装箱业务快速增长，吞吐量复合增长率高达37.67%，从2000年的64万TEU增长至2007年的600万TEU，市场份额亦从18%增长至28%。腹地的经济规模和经济发展特征为公司集装箱业务发展提供了较好的保障。

图 8 2001 年以来广东省进料加工贸易发展迅速



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图 9 深赤湾集装箱吞吐量及增速



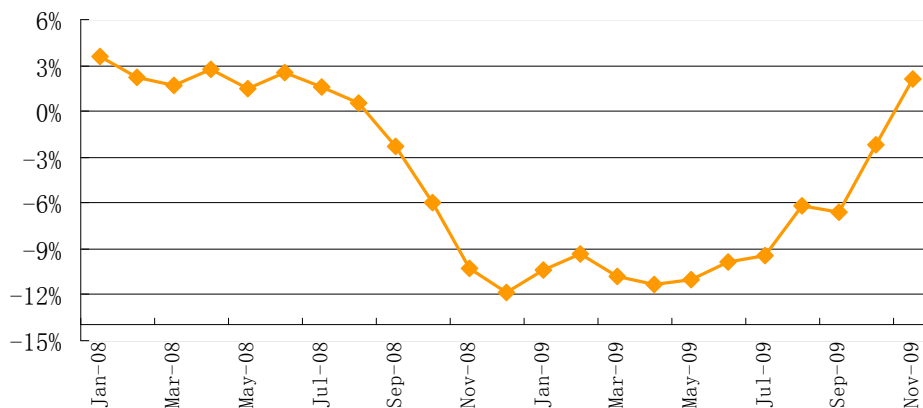
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2.2 面临外部需求不振及外贸部门竞争力趋弱压力

外部需求不足使公司 2009 年业务量明显下降

外部需求不振是 2008 年以来深圳集装箱吞吐量增速放缓甚至下降的主要因素。全球经济自金融危机以来遭受巨大打击，欧美经济的下滑及消费的疲软（见图 10）导致我国出口尤其是珠三角地区的出口受到较大的影响。

图 10 美国月度零售额及同比增速



数据来源: CEIC, 湘财证券研究所

深圳集装箱吞吐量 2008 年和 2009 年增速分别微增 1.56%和大幅下降 14.84%，同时，深赤湾集装箱吞吐量分别下降 1.5%和 19.4%，2009 年下降幅度高于整个深圳集装箱吞吐量的下降幅度。

进料加工经济方式面临压力不利集装箱量的增长

来料和进料加工最大的特点就是毛利率水平较低。在多种不利因素的作用下,这种低毛利率容易遭受冲击,使未来珠江三角洲地区集装箱生成量面临挑战,深圳港集装箱吞吐量快速增长的局面将被打破。

表 2 珠三角加工贸易方式面临多种压力

1	人民币升值压力
2	劳动力成本上升压力
3	产业结构调整压力
4	能源成本上涨压力
5	其他发展中国家竞争压力
6	碳排放成本上升压力

资料来源: 湘财证券研究所

3 产能瓶颈显现，未来集装箱市场份额稳中有降

3.1 集装箱装卸业务遭遇产能瓶颈，内生增长面临考验

深赤湾包括赤湾港区 6 个码头和妈湾港区 3 个码头在内的集装箱吞吐能力合计 400~450 万 TEU，从近 3 年的实际吞吐量看，公司的产能已经得到了较好的利用。

图 11 深赤湾集装箱 5~13 号泊位图



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

面对深圳港区产能约束的不利形式，公司曾试图发展广东省之外的码头业务，2007 年，深赤湾欲收购胜通公司股权开发青岛四方港区以发展 6 个 10 万吨级泊位，但由于中间出现变故，公司此次收购未能成功。目前来看，公司在深圳的集装箱业务发展已经遇到瓶颈。

3.2 市场份额将稳中有降

公司营运港区定位为规模化集装箱运输，但与其他两港区差异不明显

根据 2009 年初交通运输部通过的《深圳港规划》，深圳港未来发展格局定位为“两翼、六区、三主”，其中“三主”是指以集装箱运输为重点，包括深圳港的盐田、南山和大铲湾三大主体港区。

公司营运的两个港区所在的南山港区定位以规模化集装箱业务为主，兼顾客运和通用散杂货运输及修造船基地等多功能综合性港区，主要由蛇口、赤湾、妈湾、前海湾四个作业区和修船基地组成。而盐田港区和大铲湾港区则是以远洋集装箱干线运输为主。但从实际的运营情况来看，三大港区业务对象实则没有本质区别。

图 12 深圳三大港区位置图

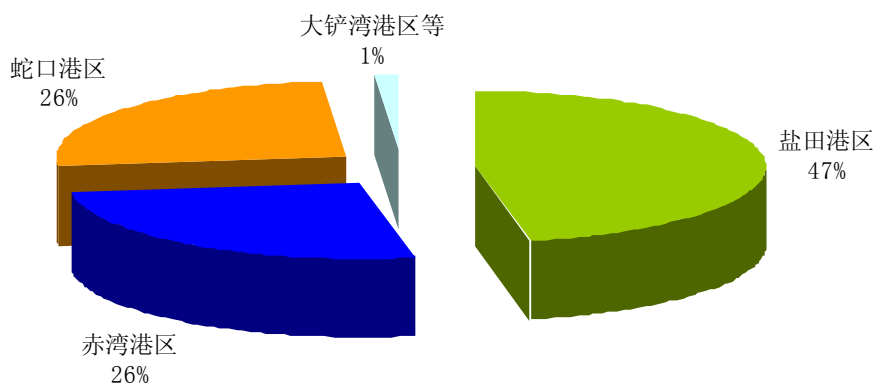


数据来源：深圳大铲湾现代港口发展有限公司，湘财证券研究所

公司所在的南山港区仍占据市场主要地位,但市场增量将主要被大铲湾获得

目前深圳集装箱港口市场包括三大港口,其中蛇口港区和赤湾港区各占 26%,合计占 52%,盐田港区占 47%,南山港区的市场份额仍占据着主要地位。

图 13 深圳集装箱港口市场结构



数据来源：湘财证券研究所

但值得注意的是，深圳大铲湾港区已经建成 5 个泊位，年生产能力达 250 万 TEU，而根据大铲湾港区远期规划，2015 年吞吐能力将达 1300 万 TEU。预计未来大铲湾港区是新增集装箱量的主要港口，赤湾港区所占市场份额因遇产能瓶颈将呈现稳中有降的趋势。

表 3 深圳各港口区 2009 年吞吐量及港口参数

	2009年吞吐量 (万TEU)	泊位数	岸线长度 (米)	前沿水深 (米)	岸吊 (台)	龙门吊 (台)
盐田港区	858	15	6,092	15-16	74	210
赤湾港区	477	9	3,140	14-16	37	113
蛇口港区	466	8	3,000	16	33	84
大铲湾港区一期	24	5	1,830			

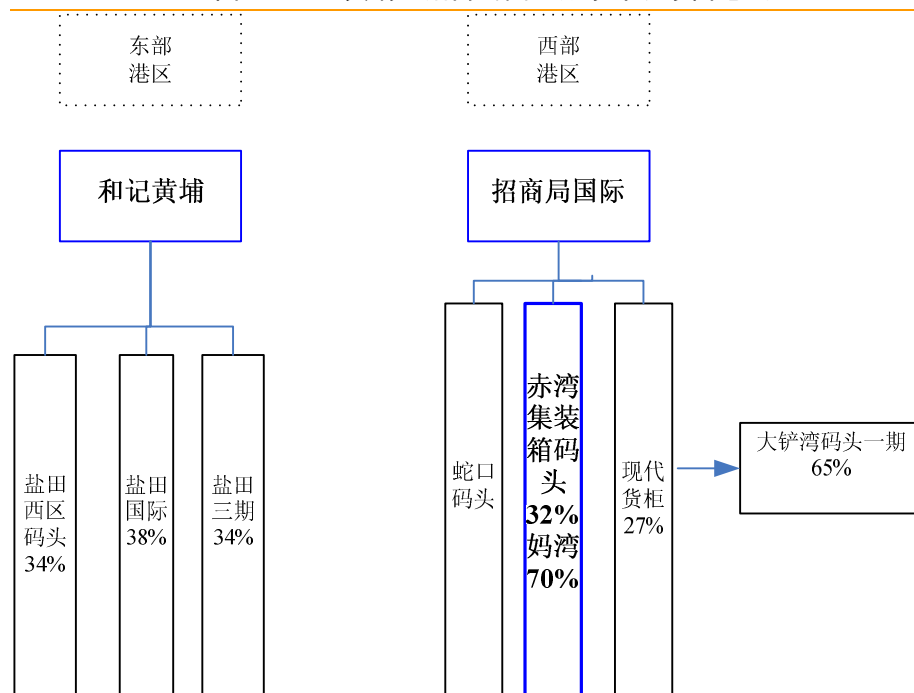
资料来源：各港区网站，湘财证券研究所

公司面临的深圳港各港区间竞争将会有序

深圳港集装箱业务最终是由和记黄埔和招商局国际/现代货柜来运营。虽然公司面临西部港区的蛇口和大铲湾竞争，以及东部盐田港区的竞争，但考虑到和记黄埔和招商局国际成熟的码头管理经验，预计市场竞争将较为有序，装卸费率等方面不会出现恶性竞争现象。

此外，招商局国际已经取得西部港区大部分资源，占深赤湾不到 20% 的股权，没有动力支持公司开拓其他港口资源。而其他出资方的资源也会通过其他方式，如深圳国资委，与其他人合作开拓港口市场，且招商局国际已经在中国各沿海有了较好的布局。因此，我们认为公司难以获得各关联方的业务发展支持。

图 14 和记黄埔和招商局国际分享深圳东西港区



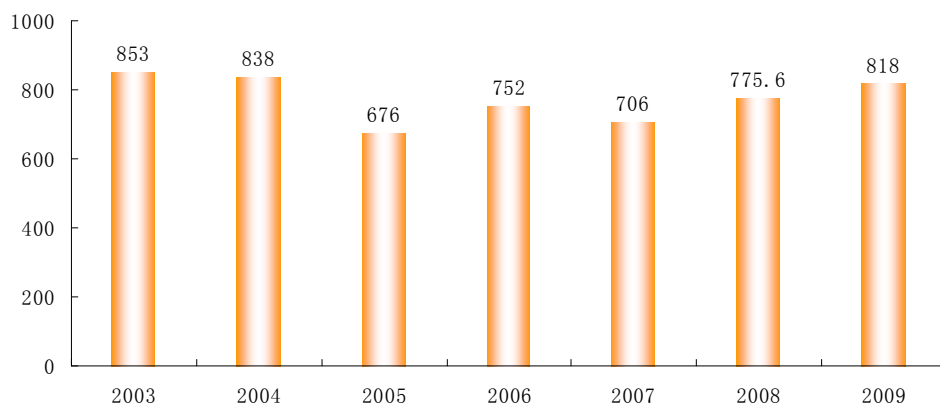
数据来源：湘财证券研究所

4 麻涌港区投入使用，集疏体系进一步改善

4.1 公司散货业务增长缓慢

深赤湾散杂货业务主要是以粮食为主，还包括化肥的罐装及其他业务。公司的该项业务多年来没有增长，甚至总体上下降的趋势。从上述深圳的规划来看，公司散货业务所在的赤湾港区主要以集装箱业务为主，此外码头资源也较为有限，因此阻碍了散货业务的发展。

图 15 深赤湾散货业务吞吐量



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

此外，我国以铁矿石为首的大宗散货进口强劲，为以散货业务为主的港口提供了发展机遇。但是，深圳港腹地钢铁等产业基础薄弱，铁矿石需求远不及北方旺盛，因此公司散货业务错失增长机遇。

4.2 麻涌港区投产将成业务增长主要推动因素

麻涌港区是公司全额投资的拥有 4 个 5 万吨泊位的散货码头，2010 年 1 月，麻涌港区一期两个泊位已经投入使用。预计 2010 年能够为公司带来 100-200 万吨的散货业务增量。

长期来看，该港区能够为公司带来 1000 万吨以上的散货业务，成为公司业务新的增长点。此外，原赤湾散货港区可以改造成 4,000TEU 以下泊位，预计可增加 100 万 TEU 的年吞吐能力。

表 4 麻涌港区规划

泊位概况及建设周期	东莞市虎门港麻涌港区 2# - 5# 共 4 个 5 万吨级泊位，岸线 1200 米，纵深 500 米左右，占地面积 900 亩；分两期建设，每期建设两个泊位，分四年建成
堆场	70 万平方米堆场，通行能力 1000 ~ 1200 万吨业务量
效应	促进散货业务的增长，提高可持续发展能力
其他效应	可腾出赤湾港区 26 万平方米左右堆场和 600 米左右码头岸线用于集装箱业务，理论上可增加 100 万 TEU / 年的通过能力
风险因素	疏港条件不成熟；新沙港的竞争；南沙港区的威胁
投资及收益	内部收益率 11%，总投资额超过 16 亿元

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

4.3 集疏体系进一步改善

赤湾港集疏体系相对较为成熟

公司所在的港口区有平南铁路连接京广、京九铁路干线，而深圳的高速公路网络交往发达，可以辐射到泛珠三角各个地区。

图 16 铁路和公路交通网络



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

此外，发达的水路网络系统与珠三角各货源地紧密相连。赤湾集装箱码头有限公司与蛇口港一起开辟的驳船快线已覆盖至广州（黄埔）、顺德、江门、中山、南海、佛山、湛江、茂名、珠海、广西、九江、肇庆、云浮等 17 个地区、46 个码头共开通 34 条航线，为国际班轮提供了较好的运输保障。

图 17 驳船网络



数据来源：赤湾集装箱码头有限公司，湘财证券研究所

当前交通体系仍是拖车和下车等混行，且没有专用通道，通行效率不高，码头附近的道路交通需要进一步改善。

周边道路的修建和铜鼓航道的投入使用将提升港区的集疏体系

前海湾保税港区通过国家验收以及 2010 年铜鼓航道已经投入使用将会对西部港区的发展起到较好的支撑作用。而沿江高速和西部港区周边道路在 2011 年后开始投入使用也将改善公司所在港区的集疏体系，这对于赤湾港和妈湾港的长期发展起到较好的正面作用。

表 5 西部港区集疏条件将得到改善

沿江高速	广深沿江高速是广东省“十一五”规划重点建设项目，将在2012年通行，通过深港西部通道侧接线连接香港，比原广深高速缩短三分之一路程，能够缓解深圳交通压力，促进西部港口发展
前海湾物流园区和保税港区	2008年国务院批准设立，2009年通过验收，规划总面积3.71平方公里，融合保税区、出口加工区、保税物流园乃至港口码头通关的功能，能够使国际中转、国际采购和配送、出口加工贸易向保税区的转移，有利于增加西部港区的集装箱生成量
铜鼓航道	2005年开工建设的铜鼓航道于2010年1月正式投入使用，该航道航道起点始于深圳湾口，终点为大屿山西南部海域，全长20.2km，改深水航道能够保证船舶全天候进出港，克服马湾水道制约集装箱运输发展的瓶颈
周边道路	能够直达高速公路的拖车专用通道将在2011年投入使用，提高集装箱的通行效率

数据来源：湘财证券研究所

5 盈利能力保持相对稳定，派息比例维持高位

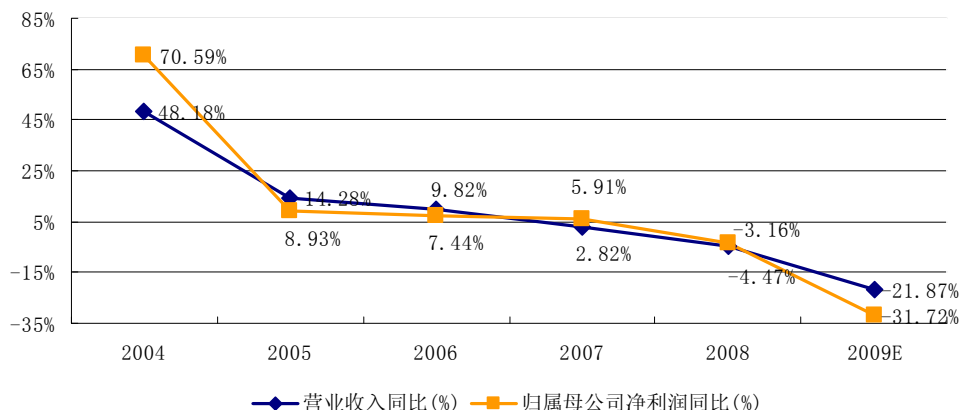
5.1 成长性下降，盈利能力保持相对稳定

受产能约束和外部驱动因素的趋弱，发展速度趋缓，但盈利能力相对稳定

2004 年以后，受到产能的约束，以及 2008 年金融危机的影响，公司集装箱吞吐量增速总体上呈下降趋势，而粮食等散货装卸业务出现了绝对下降，此后的 5 年一直没有超过 2004 年的水平，导致公司营收增速持续下降，预计 2009 年公司营业收入同比下降幅度超过 20%。

随着营业收入增速的下降，公司利润增速亦明显的下降，2009 年公司净利润下降幅度将超过 30%。2010 年起，受益于贸易形势的好转以及公司麻涌港区两个泊位投入使用，公司收入增速不断下滑的局面有望得到扭转，但长期成长性仍将受制于集装箱业务的停滞影响。

图 18 深赤湾成长性趋势



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

盈利能力保持相对稳定

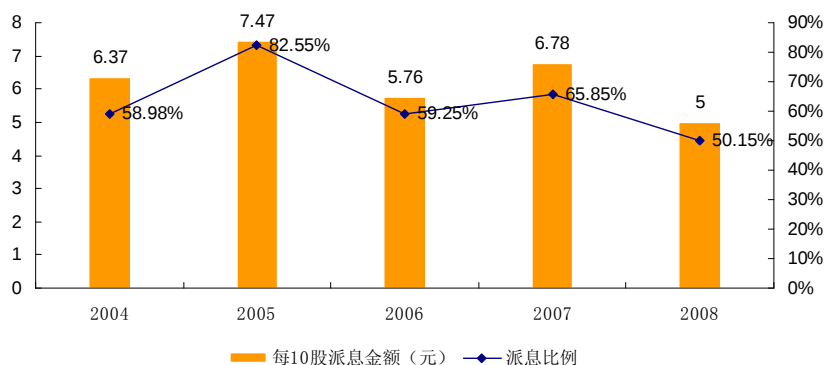
公司业务毛利水平自 2005 年以来呈现一定的下降趋势，2009 年公司毛利率预计为 54%，比 2008 年下降两个百分点，毛利仍维持在较高水平。公司毛利透露出以下信息：行业产能的提升使行业整体毛利下降；金融危机对港口行业的影响相对其他周期行业相比程度较低；深圳港口市场竞争较为有序。预计 2010 年公司毛利水平有所提升，但很难回到 60% 以上的水平。

公司较好的控制了财务费用和管理费用，使公司的总资产回报率保持在 12% 以上、净资产收益率保持在 25% 左右的水平，盈利能力相对稳定。

5.2 资本支出压力较小，分红比例维持在高水平

目前公司财务结构较为稳健，资产负债率较低，未来面临的资本支出压力较低。此外公司自上市以来，坚持高比例现金分红，预计未来公司的分红比例仍将维持在 50% 以上的较高水平。

图 19 深赤湾派息历史



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

6 业绩水平将有提升，“增持”评级

6.1 业绩水平将逐渐得到修复

2010 年，随着欧美经济的逐渐恢复和消费需求的提供，我国的对外贸易形势将有所好转，预计深圳集装箱吞吐量能够实现 5-10% 的增长，赤湾港区和妈湾港区的集装箱吞吐量将实现 5% 以上的增长。

深赤湾麻涌港区能够为公司的营收增长带来动力，此外，集疏体系的改善为公司的集装箱业务增加保障。

预计深赤湾 2010 年和 2011 年营业收入将分别增长 17.51% 和 6.11%，2009-2011 年 EPS 分别为 0.69 元、0.79 元和 0.82 元。

表 6 深赤湾收入预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,905.31	2,003.55	1,914.01	1,495.44	1,717.82	1,816.69
YOY	7.38%	5.16%	-4.47%	-21.87%	14.87%	5.76%
装卸业务收入	1,766.09	1,846.20	1,746.38	1,359.24	1,563.13	1,656.91
YOY	6.23%	4.54%	-5.41%	-22.17%	15.00%	6.00%
陆路运输业务	131.74	141.74	134.97	108.00	120.96	127.01
YOY	18.79%	7.59%	-4.78%	-19.98%	12.00%	5.00%
拖轮服务	68.47	71.01	77.61	70.20	80.73	84.77
YOY	16.66%	3.71%	9.29%	-9.55%	15.00%	5.00%
代理业务及其他	7.11	7.48	8.88	8.00	8.00	8.00
抵消	68.10	62.88	53.83	50.00	55.00	60.00

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

表 7 深赤湾主要财务指标

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	1914	1495	1718	1817
收入同比(%)	-4%	-22%	15%	6%
归属母公司净利润	643	439	508	534
净利润同比(%)	-3%	-32%	16%	5%
毛利率(%)	56.7%	53.9%	54.4%	54.5%
ROE(%)	23.3%	15.3%	16.3%	15.9%
每股收益(元)	1.00	0.68	0.79	0.83
P/E	13.86	20.30	17.54	16.69
P/B	3.23	3.10	2.85	2.65
EV/EBITDA	8	11	9	9

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

6.2 “增持”评级，目标价 18.19 元

根据湘财证券 DCF 估值模型，深赤湾每股内在价值区间为 15.94~21.07 元，核心内在价值为 18.19 元。公司当期股价为 15 元，对应 2010 年和 2011 年市盈率分别为 19 倍和 18 倍，结合公司的内在价值，公司尚具有 20% 的上升空间，首次给予“增持”评级，目标价 18.19 元。

表 8 深赤湾 DCF 估值关键假设

贝塔值（ β ）	1.00
无风险利率（%）	3.50%
市场的预期收益率（%）	11.00%
股权资本成本（ K_e ）	11.01%
债务成本 K_d （%）	6.00%
债务比率 $D/(D+E)$ （%）	30.00%
WACC	9.50%

资料来源：湘财证券研究所

表 9 深赤湾 DCF 估值敏感性分析

WACC	永续增长率g				
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
7.50%	23.83	25.29	26.98	28.95	31.28
8.00%	21.64	22.86	24.26	25.88	27.77
8.50%	19.73	20.77	21.94	23.29	24.84
9.00%	18.06	18.94	19.94	21.07	22.36
9.50%	16.58	17.34	18.19	19.14	20.23
10.00%	15.29	15.94	16.67	17.48	18.40
10.50%	14.12	14.69	15.32	16.02	16.81
11.00%	13.09	13.58	14.13	14.74	15.41
11.50%	12.15	12.59	13.07	13.59	14.17

资料来源：湘财证券研究所

6.3 风险提示

珠三角地区出口形势达不到预期的风险。欧美经济复苏程度将直接影响到珠三角地区的外贸形势，如若进出口形势依然严峻将影响公司 2010 年业绩。

麻涌港区业务量不足的风险。该港区面临市场竞争、集疏体系不完善等形势，导致业务增长达不到预期的风险。

表 10 深赤湾财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	844	1133	1658	2303	营业收入	1914	1495	1718	1817
现金	641	942	1398	2078	营业成本	829	690	783	827
应收账款	146	154	187	176	营业税金及附加	66	52	59	63
其他应收款	10	9	11	11	营业费用	0	0	0	0
预付账款	10	8	9	9	管理费用	138	114	120	125
存货	28	16	34	18	财务费用	-59	8	3	-4
其他流动资产	8	5	19	11	资产减值损失	3	-1	0	0
非流动资产	4310	4355	4274	4135	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	283	350	360	370	投资净收益	91	75	85	90
固定资产	2262	2428	2440	2400	营业利润	1026	707	838	896
无形资产	1075	1036	997	958	营业外收入	10	13	10	10
其他非流动资产	690	541	477	407	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	5154	5488	5931	6438	利润总额	1033	720	847	905
流动负债	1351	1441	1347	1358	所得税	89	83	102	109
短期借款	830	909	800	800	净利润	944	637	745	796
应付账款	59	49	56	59	少数股东损益	302	198	237	262
其他流动负债	462	483	492	499	归属母公司净利润	643	439	508	534
非流动负债	475	405	455	445	EBITDA	1191	911	1050	1112
长期借款	405	405	405	405	EPS (元)	1.00	0.68	0.79	0.83
其他非流动负债	71	0	50	40	主要财务比率				
负债合计	1826	1846	1802	1802	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	572	770	1007	1270	成长能力				
股本	645	645	645	645	营业收入	-4.5%	-21.9%	14.9%	5.8%
资本公积	144	144	144	144	营业利润	-1.8%	-31.1%	18.4%	7.0%
留存收益	1980	2096	2346	2590	归属于母公司净利润	-3.2%	-31.7%	15.7%	5.1%
归属母公司股东权益	2755	2872	3122	3366	获利能力				
负债和股东权益	5154	5488	5931	6438	毛利率(%)	56.7%	53.9%	54.4%	54.5%
现金流量表					净利率(%)	33.6%	29.4%	29.6%	29.4%
单位: 百万元					ROE(%)	23.3%	15.3%	16.3%	15.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	22.9%	16.0%	19.0%	21.3%
经营活动现金流	1090	714	853	984	偿债能力				
净利润	944	637	745	796	资产负债率(%)	35.4%	33.6%	30.4%	28.0%
折旧摊销	224	196	210	220	净负债比率(%)	67.61%	71.18%	66.87%	66.85%
财务费用	-59	8	3	-4	流动比率	0.62	0.79	1.23	1.70
投资损失	-91	-75	-85	-90	速动比率	0.60	0.77	1.20	1.68
营运资金变动	46	25	-52	79	营运能力				
其他经营现金流	26	-76	33	-17	总资产周转率	0.36	0.28	0.30	0.29
投资活动现金流	-57	-166	-25	-20	应收账款周转率	10	10	10	10
资本支出	265	176	100	100	应付账款周转率	14.33	12.83	14.97	14.48
长期投资	-40	65	10	10	每股指标 (元)				
其他投资现金流	168	75	85	90	每股收益(最新摊薄)	1.00	0.68	0.79	0.83
筹资活动现金流	-1164	-248	-372	-285	每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	1.11	1.32	1.53
短期借款	-391	79	-109	0	每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.45	4.84	5.22
长期借款	405	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.86	20.30	17.54	16.69
资本公积增加	-24	0	0	0	P/B	3.23	3.10	2.85	2.65
其他筹资现金流	-1153	-327	-263	-285	EV/EBITDA	8	11	9	9
现金净增加额	140	301	456	680					

资料来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。