

交通运输—港口

报告原因：中报公布

2011年8月17日

市场数据：2011年8月17日

收盘价（元）	5.94
一年内最高/最低（元）	8.95/5.13
市净率	1.99
市盈率	18.42
流通A股市值（百万元）	3148

基础数据：2011年6月30日

每股净资产（元）	3.03
资产负债率%	8.42
总股本/流通A股(百万)	1245/406
流通B股/H股(百万)	/-

相关研究

分析师：孟令茹

执业证书编号：S0760210080007

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn

盐田港 (000088)

增持

不良业务剥离、外延扩张开启，盈利空间打开在望

评级

公司研究/点评报告

盈利预测：单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	401.42	-6.60	460.21	-19.68	0.37	114.64	11.12	16.07
2010A	416.94	3.86	410.23	-10.86	0.33	98.39	14.94	18.03
2011E	395.00	-5.26	401.52	-2.12	0.32	101.65	8.05	18.42
2012E	422.00	6.84	467.91	16.54	0.37	110.88	8.58	16.05

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **2011年中期公司实现每股收益0.16元，略低于预期。**2011年上半年共实现营业收入1.80亿元，同比下降10.32%，营业成本为0.66亿元，同比下降7.13%，公司业务毛利率为63.53%，较上年同期回落1.25个百分点，实现归属于母公司净利润2.35亿元，同比增长13.81%，当期每股收益为0.16元，较去年同期增加0.02元。其中，贡献公司利润最大部分的投资收益实现2.35亿元，同比增长42.33%。
- **公司投资收益大幅增长却难以掩饰构成公司主要利润结构的港口业务的下滑态势。**上半年公司投资收益来源主要包括三项：经营盐田港一、二期泊位的盐田国际（一、二期）和负责经营的盐田港西港区泊位的西港区码头公司的投资收益，以及隧道公司50%股权转让收益（上述三项收益占公司投资收益总额的75%，而投资收益又占公司利润总额66%）。上半年由于公司转让隧道公司50%股权，导致公司当期投资收益大幅增长42.33%，假如扣除上述非经常性的股权收益，则当期公司投资收益仅能实现7%的增长幅度，主要原因在于上半年珠三角港口群受海外经济增长放缓、人民币升值、经济腹地产业经营成本上升及信贷压缩提高中小企业资金使用成本等因素影响，珠三角港口群集装箱吞吐量增速远低于长三角及环渤海港口群。上半年公司控股27%的盐田国际（一二期）集装箱吞吐量仅完成142.19万TEU，同比下降6.91%，净利润为3.2亿元，同比下降11.8%；公司控股的西港区码头公司完成集装箱吞吐量19.51%，同比下降6.95%，净利润为5423.15万元，同比下降14.47%。我们认为珠三角港口群经济腹地的产业转移是必然趋势，而2011年来我国贸易顺差不断创下新高将进一步加大人民币升值压力，这将对珠三角外贸企业产生不利影响，将继续影响该港区集装箱吞吐量的增长，意味着未来公司港口投资收益也会受到一定拖累。

面对不利的经营环境，公司发展思路明确，积极剥离不良的业务，外延扩张开启。由于港口投资收益是构成公司利润结构的重要组成部分，面对不利的竞争环境，为巩固港口业务的市场份额，公司已经通过行使优先权增持盐田国际（一、二）2%股权的方式壮大现有港区业务，目前该项目正在报国家商务部做最后审批。此外，公司也全力推进西港区二期项目的发展，积极与和记黄盐田港口投资有限公司沟通协调，加快完成西港区码头公司增资工作。2011年5月公司投资人民币2.34亿元实现对深圳能源集团股份有限公司的全资子公司惠控公司的增资，达到拥有惠控公司70%股权、增加公司煤炭等散货装卸业务、实现公司码头业务多元化，降低经营风险的目标。在积极布局珠三角业务的同时，公司已经开始剥离不良业务，由于深盐二隧道修通后对车流量产生的分流影响，该公司业绩从2009年起开始大幅下滑，2010年净利润仅仅实现415万元，较2008年净利润下降70%之多，为此公司决定转售上述股权。通过剥离上述不良资产，可以有效地降低公司未来经营风险。同时，公司外延扩张开启，2011年8月15日公司董事会审议通过《关于公司投资唐山曹妃甸港口有限公司的议案》，公司将投资13.55亿元对唐山曹妃甸港口有限公司进行增资，此次增资完成后，公司将持有曹妃甸港口公司35%的股权。此次增资意义非同小可，表明面对珠三角不利的竞争环境，公司已经放开眼界，把视线瞄准增长潜力非常巨大的环渤海港口群，尤其自然条件优良，业绩增长空间十分广阔的曹妃甸港口，这一事项的完成将大大打开公司的盈利空间。

充足的货币资金为公司外延扩张提供丰厚的资金保障。公司扩张的背后，重要的财力支持是公司扩张的重要保障，我们统计了截止目前已经公布2011年中报的港口上市公司货币资金与在建工程的比值，盐田港的上述指标为744.53，远高于锦州港(0.372)、营口港(0.642)、日照港(2.994)、南京港(0.782)、厦门港务(18.829)、芜湖港(94.118)，我们认为，充足的资金流将为公司大幅扩张奠定丰富的物质基础。

投资建议：假定增持盐田国际（一、二期）股权2%至29%事项将于2011年余下数月内完成，增资唐山曹妃甸港口有限公司事项将对公司2012年的投资收益产生影响；此外，针对珠三角港口群集装箱吞吐量增速不容乐观的环境，下调2011年公司港口业务的盈利预期。预计2011-2012年公司每股收益有望实现0.32元和0.37元，对应PE分别为18倍和16倍，尚低于港口估值水平。尽管短期内公司盈利能力将会放缓，但是基于公司明确的发展思路，我们维持公司的“增持”评级。

投资风险：欧美国家消费低于预期，二级市场系统性风险。

盈利预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入(万元)	42980.67	40142.23	41693.71	39500	42200
营业收入(万元)	42980.67	40142.23	41693.71	39500	42200
同比增长: %	-38.84%	-6.60%	3.86%	-5.26%	6.84%
二、营业总成本(万元)	19010.86	16895.67	19361.80	21529.15	21990.38
营业成本(万元)	15714.79	13643.97	14603.11	14812.5	14780.43847
同比增长: %	-51.08%	-13.18%	7.03%	1.43%	-0.22%
毛利率: %	63.44%	66.01%	64.98%	62.50%	64.98%
营业税金及附加(万元)	1537.21	1460.44	1529.47	1449.00	1548.04
销售费用(万元)	306.33				
管理费用(万元)	5685.47	4192.25	5581.04	5767.65	6161.89
财务费用(万元)	-4381.33	-2864.76	-2405.33	-500	-500
资产减值损失(万元)	148.39	463.77	53.51	53.51	53.51
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	44474.92	32745.08	28962.68	32820.46201	38980.30359
四、营业利润(万元)	68444.73	55991.65	51294.59	50791.31	59189.93
加: 营业外收入(万元)	91.85	78.24	126.66	0.00	0.00
减: 营业外支出(万元)	57.08	53.87	28.34	0.00	0.00
五、利润总额(万元)	68479.50	56016.02	51392.90	50791.31	59189.93
同比增长: %	-12.18%	-18.20%	-8.25%	-1.17%	16.54%
减: 所得税(万元)	5329.69	4331.34	4689.46	5079.131458	5918.992787
六、净利润(万元)	63149.81	51684.68	46703.44	45712.18	53270.94
减: 少数股东损益(万元)	5849.63	5663.88	5680.73	5560.163476	6479.566
归属于母公司所有者的净利润(万元)	57300.18	46020.80	41022.70	40152.02	46791.37
同比增长: %	-11.28%	-19.68%	-10.86%	-2.12%	16.54%
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.46	0.37	0.33	0.32	0.37
(二) 稀释每股收益(元)	0.46	0.37	0.33	0.32	0.37

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。