



内外兼修 多元投资带动长期成长

——盐田港（000088）调研快报

2012年9月22日

推荐/首次

盐田港

调研快报

陈霖	执业证书编号: S1480512040002 chenchen@dxzq.net.cn 010-66555181
----	---

事件:

近日，我们走访了盐田港，就盐田港目前的经营状况及未来的发展进行深入交流。观点如下：

关注 1:

内外兼修打造国内标杆型集装箱港口码头。盐田港自身拥有航面宽阔、水深浪小、泥沙淤积少等特点，其背靠中国最大的出口加工贸易区珠江三角洲，毗邻国际金融、贸易、航运中心香港，拥有较为优质的港口经济腹地，使其具备成为华南乃至国内标杆型能够容纳超大吨级远洋船舶停靠、装卸的深水良港的先天内在条件，而对外方面，盐田港的主要的生产经营管理者拥有着世界领先的港口管理经验，充分利用其在行业内多年积攒的人脉和比较优势，与世界上众多船公司建立了长期的战略合作伙伴关系，目前盐田港近八成左右的航线来自欧美，这种外放式的经营战略选择，使其一方面拥有较强议价能力，而且由于欧美远洋航线本身的停泊装卸费用高于其他航线，使得盐田港能够在目前全球港口的盈利能力中名列前茅。目前公司控股 29%的盐田国际一、二期港口的年设计吞吐总量为 200 万吨，三期年吞吐量是 240 万吨，三期扩建区域年设计吞吐量为 370 万吨，其中仅中港区的年设计吞吐量将达到 800 万吨以上，而位于港区西部的西港区（含目前正在建的西港区二期），预计年设计吞吐量为 200 万吨，其中一期的吞吐量为 40 万，而二期第一个 5 万吨级的泊位预计 2013 年将投入使用，届时盐田港整体年设计吞吐量将达到近千万吨级，将更加符合目前大型规模化集装箱码头建设潮流。

图 1：盐田港港区图



资料来源：盐田国际官网、东兴证券研究所

关注 2:

着眼长远、多元投资寻找新的盈利增长点。目前由于广东省外贸进出口处于产业升级的瓶颈期，港口经营从以前“吃不下”转变为目前的“吃不饱”，因此必须着眼未来，从多元化扩张中寻找新的盈利增长点。近年来，盐田港除了继续加强本部各港区的码头新建，扩大其自身集装箱吞吐能力外，还不断参与到其他各类港口的建设中，公司投资的曹妃甸港口和惠州荃湾港一期等都是煤炭等大型干散货为主的运营码头，走多元化发展路径，是公司港口业务寻找新盈利增长点的战略抉择。2011 年公司投资 13.55 亿元，获得曹妃甸港口 35% 的股权，曹妃甸港区位于唐山市南部 70 公里南堡地区曹妃甸岛，古滦河入海冲积而成，距离大陆岸线约 20KM，从甸头向前延伸 500 米，水深即达 25 米，甸前深槽水深达 36 米，是渤海最深点。由曹妃甸向渤海海峡延伸，有一条水深达 27 米的天然水道，直经海峡，通向黄海。水道与深槽的天然结合，构成了曹妃甸建设大型深水港口得天独厚的优势。这里 30 米水深岸线长达 6 公里之多，且不冻不淤，是渤海唯一不需要开挖航道和港池即可建设 30 万吨级大型泊位的天然港址。开发建设曹妃甸港区，是京津冀及周边地区钢铁、石化产业发展的客观需求。华北地区首钢集团、唐钢、宣钢、包钢、天钢、承钢六大钢厂进口矿石需求量以及燕山石化、天津石化公司、石家庄炼油厂、沧州炼油厂等石化企业的进口原油需求量很大。目前该港口上半年已贡献投资收益 3254 万元，随着经营的不断深入，预计未来该港口将负载盐田港未来盈利新亮点的重任。而广东省作为煤炭需求大省，目前专用的煤炭码头缺口较大，而预计 2014 年正式投产的惠州荃湾一期能够进一步分享到目前广东省煤炭码头兴建的红利，增加公司的主营业务收入。

关注 3:

高速公路收费收入仍是公司除港口经营外最大的利润来源。尽管受到下调高速公路收费系数，重大节假日高速公路免证通行费等不利影响，公司所辖的惠盐高速仍然是公司除了主营的港口业务外，最大的利润来源。惠盐高速全长约 20 公里，上半年车流量同比增长了 5% 左右，营业收入为 1.33 亿元，同比下降 6.51%，实现净利润 5694 万元较上年同期下降 15.62%，而公司所辖的另一家收费公路企业湘潭四航，则受益于莲城大桥周边区域的经济发展和城市私家车保有量的持续提升，上半年营业收入同比增长 25.25%，减少亏损 51 万元，基本达到营收平衡。

结论:

在目前包括广东省在内的出口高增长难以再现，且 PMI 新出口订单持续位于荣枯线下方等背景下，公司走出了立足集装箱运营码头，参与多元化码头投资的路径，但考虑到扩张战略必将带来的巨额投入，我们认为目前公司股价的上升动力主要来源于对于外延化发展带来盈利新增长点的预期，2012 到 2014 年营业收入为 3.22 亿元、3.29 亿元、3.50 亿元，EPS 为 0.18 元、0.18 元、0.19 元，对应的市盈率为 22.03 倍、21.87 倍、21.31 倍。首次给予“推荐”评级。

表 1：盐田港盈利预测和估值
资产负债表

单位: 百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,955	1,139	1,205	1,272	1,340
应收帐款	18	26	23	23	25
预付款项	6	7	7	7	7
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	1,998	1,197	1,259	1,326	1,397
固定资产	318	192	191	189	186
非流动资产	2,977	4,218	4,103	4,077	4,051
资产总计	4,975	5,414	5,362	5,404	5,448
短期借款	0	0	0	0	0
应付帐款	18	16	15	15	16
预收款项	3	0	0	0	0
流动负债合计	106	138	132	131	133
非流动负债	285	280	279	279	279
负债合计	391	417	411	410	412
少数股东权益	331	315	358	401	444
母公司股东权益	4,253	4,681	4,681	4,681	4,681
净营运资本	1,892	1,059	1,127	1,195	1,264
投入资本 IC	-386	843	813	789	3,944

现金流量表

单位: 百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	467	469	353	355	363
折旧摊销	51	40	37	38	38
净营运资金增加	165	-833	68	68	69
经营活动产生现金流	222	129	119	114	124
投资活动产生现金流	235	-54	261	261	261
融资活动产生现金流	-359	-140	-315	-309	-316
现金净增(减)	97	-65	66	67	69

价值比率

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
P / E	12.11	13.98	21.76	21.60	21.05
EV / 收入	7.63	13.83	17.68	14.76	13.66
EV / EBITDA	5.89	9.09	12.82	10.85	10.48
EV / EBIT	6.50	9.81	13.99	11.85	11.43
EV / NOPLAT	7.16	11.37	16.21	13.73	13.25
EV / IC	(8.24)	5.92	7.01	6.15	1.21
P / B	1.17	1.27	1.27	1.27	1.27
股息收益率	0.8%	8.8%	4.6%	4.6%	4.8%

利润表

单位: 百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	417	361	322	329	350
营业成本	146	138	125	128	137
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	56	57	51	52	55
财务费用	-24	-36	-3	-3	-4
投资收益	290	357	274	274	274
营业利润	513	545	410	413	422
利润总额	514	544	409	411	421
所得税	47	75	56	56	58
净利润	467	469	353	355	363
归属母公司所有者的净利润	410	426	310	312	320
NOPLAT	444	439	351	353	361

主要财务比率

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
毛利率	65.0%	61.7%	61.2%	61.0%	61.0%
营业利润率	123.0%	151.0%	127.2%	125.6%	120.6%
净利率	98.4%	118.2%	96.2%	95.0%	91.6%
净资产收益率	9.6%	9.1%	6.6%	6.7%	6.8%
偿债能力					
流动比率	18.8	8.7	9.5	10.1	10.5
速动比率	18.8	8.7	9.5	10.1	10.5
资产负债率	7.9%	7.7%	7.5%	7.5%	7.4%
成长能力					
营业收入增长率	3.9%	-13.5%	-10.7%	1.9%	6.5%
营业利润增长率	-8.4%	6.2%	-24.7%	0.6%	2.3%
净利润增长率	-10.9%	3.9%	-27.3%	0.7%	2.6%
净资产增长率	2.7%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营运能力					
应收账款周转率	26.2	16.5	13.3	14.2	14.5
存货周转率	540.2	843.2	1,234.0	1,056.0	1,176.8
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标					
基本 EPS	0.33	0.29	0.18	0.18	0.19
每股红利	0.03	0.35	0.18	0.18	0.19
每股经营现金流	0.18	0.09	0.08	0.08	0.08
每股净资产	3.42	3.13	3.13	3.13	3.13

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈暉

2008 年进入东兴证券，2012 年加盟东兴证券研究所，从事交通运输研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。