



盐田港 (000088.SZ/000088 CH)

现有泊位仍面临分流压力

Rmb5.52

持有
维持

动态更新

吕 王志霖

☎ 886.2.2181.8730

✉ stephen.wang@kgi.com.tw

吕 张家麟 (Coordinator)

☎ 86.21.6125.8685

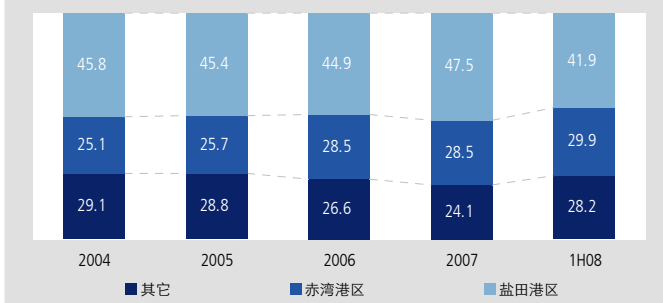
- 上半年盐田港区集装箱吞吐量下降, 主要因为中国对美出口增速下降及受周边码头分流影响
- 到 2010 年, 盐田港区将新增年吞吐能力 280 万 TEU, 新增泊位将分流现有泊位货源
- 我们根据折价现金流法计算出的净资产价值为每股 5.13 元, 维持「持有」评级

集装箱吞吐量下降

上半年, 盐田港区完成集装箱吞吐量 426.5 万 TEU, 同比下降 5.3%。其中, 公司联营公司盐田国际 (盐田港一、二期) 完成集装箱吞吐量 160.6 万 TEU, 同比下降 14.1%, 实现净利润港币 5.81 亿元, 同比下降 23.3%。盐田港区吞吐量下降, 主要因为: 1、盐田港区主要挂靠美洲航线集装箱班轮, 对美出口增速下降影响公司业绩。上半年中国对美出口增长不足 9%, 远低于去年同期 17.8% 的增长水准。2、珠三角集装箱码头竞争激烈, 货源被分流。盐田港区占深圳市集装箱吞吐量比重由 47.5% 下降到 41.9%。

图一: 盐田港区市场份额下降

占深圳市集装箱吞吐量比重, 百分比



资料来源: 凯基集团整理

现有泊位仍面临分流压力

到 2010 年, 盐田港区将新增年吞吐能力 280 万 TEU, 新增泊位将分流现有泊位货源。盐田三期扩建项目最后两个集装箱泊位将于 2010 年投产, 设计年吞吐能力 100

万 TEU。盐田港西港区二期项目包括 4 个 5 万吨级集装箱泊位, 设计年吞吐量为 180 万标箱, 预计在 2010 年前建成投产。公司持有西港区二期 35% 股权, 未持有盐田三期扩股份。在中国对外贸易增速下降, 集装箱吞吐量增速下降的背景下, 新建泊位将分流现有泊位货源。我们认为公司参股的盐田国际 (盐田港一、二期) 恢复增长的可能性不大, 西港区二期将成公司新增长点。

惠盐高速车流量增长 11.6%

深圳市区至盐田第二条隧道于 7 月 4 日正式建成通车, 这将影响梧桐山隧道公司收益。公司正与深圳市政府商谈隧道公司股权或资产的转让问题。由于混凝土业务亏损, 公司已退出商品混凝土市场。公司现在非码头业务公司包括惠盐高速和海峡航运公司等, 其中惠盐高速对公司利润贡献为 22.1%, 海峡航运对公司利润贡献为 5.3%。盐排高速至盐田港区路段于 2007 年 10 月底开通, 今年上半年惠盐高速车流量增长 11.6%, 未受到盐排高速至盐田港区路段开通影响, 好于我们预估。预计惠盐高速业绩仍将保持平稳增长。

公司评价与投资建议

在中国对外贸易增速下降, 集装箱吞吐量增速下降的背景下, 新建泊位将分流现有泊位货源。我们将公司 2008-10 年每股收益由 0.49 元、0.45 元和 0.49 元下调至 0.47 元、0.44 元和 0.44 元。我们根据折价现金流法计算出的净资产价值为每股 5.13 元, 维持「持有」评级。公司目前现金充裕, 截至 6 月 30 日, 公司货币资金为 14.3 亿元。能否利用现有资金开拓新业务将是公司未来业绩增长的关键。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	703	359	298	368	646	0.52
2008F	405	286	229	362	582	0.47
2009F	362	255	197	340	551	0.44
2010F	380	268	207	359	553	0.44
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	26.5	62.5	50.5	31.2	4.7	19.0
2008F	11.6	20.6	14.3	11.8	1.0	14.8
2009F	13.4	24.7	13.0	12.5	1.0	12.8
2010F	13.2	24.3	14.3	12.4	1.0	12.3
产业			运输			
12个月目标价 (人民币元)			52 周股价 (低/高):			5.5 - 20.3
上涨/下跌空间 (%)			市值 (十亿元/美金百万):			6.9/955
上涨空间排名 (percentile, %)			流通在外股数 (百万股):			1,245
股利收益率-12/08估 (%)			不受大股东掌控股数 (百万股):			839
每股净值-12/08估 (人民币元)			外资持有股数 (百万股):			N.A.
价格每股净值比-12/08估 (x)			3 个月平均日成交量 (百万股):			2
净负债比率-12/08估 (%)			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月):			-21.7; -53; -69.1
			股价相对表现 % (3, 6, 12个月):			8.9; -2.7; -16.5



资产负债表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	4,110	4,139	4,738	4,944	5,127
流动资产	1,601	2,078	2,321	2,170	2,004
现金及短期投资	1,438	1,730	2,192	2,041	1,875
存货	6	1	4	4	4
应收帐款及票据	141	77	100	100	100
其它流动资产	17	270	25	25	25
非流动资产	2,509	2,061	2,416	2,774	3,123
长期投资	1,046	1,190	1,573	1,968	2,365
固定资产	1,364	768	743	705	658
什项资产	98	103	100	100	100
负债总额	946	507	523	527	531
流动负债	264	184	200	200	200
应付帐款及票据	65	31	50	50	50
短期借款	22	5	0	0	0
什项负债	177	147	150	150	150
长期负债	681	323	323	327	331
长期借款	0	0	23	27	31
其它负债及准备	681	323	300	300	300
股东权益总额	3,164	3,632	4,214	4,417	4,596
普通股本	1,245	1,245	1,245	1,245	1,245
资本公积	743	938	938	938	938
保留盈余	1,177	1,449	2,031	2,234	2,414

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率(%)					
营业收入	12.1	(2.6)	(42.4)	(10.5)	5.0
营业利益	1.8	25.2	(23.1)	(14.0)	5.0
EBITDA	3.2	(13.6)	(1.8)	(6.1)	5.8
税后纯益	3.1	(8.5)	(9.8)	(5.3)	0.3
每股盈余	3.1	(8.5)	(9.8)	(5.3)	0.3

获利能力分析(%)

营业毛利率	44.6	51.1	70.5	70.4	70.4
营业利益率	33.0	42.4	56.5	54.4	54.4
EBITDA 利益率	59.1	52.4	89.3	93.8	94.5
税后纯益率	108.2	106.1	160.4	169.9	163.1
平均资产报酬率	19.2	18.1	14.6	12.7	12.3
平均净值报酬率	21.6	19.0	14.8	12.8	12.3

稳定\偿债能力分析

毛负债比率(%)	0.7	0.1	0.6	0.6	0.7
净负债比率(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍数(X)	(74.8)	79.4	238.4	130.0	115.2
利息及短期债保障倍数(X)	72.5	51.4	238.4	130.0	115.2
Cash Flow Int. Coverage (X)	(40.0)	7.7	215.6	71.9	65.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	38.7	5.0	215.6	71.9	65.3
流动比率(X)	6.1	11.3	11.6	10.9	10.0
速动比率(X)	6.0	11.3	11.6	10.8	10.0
净负债(Rmb百万)	(1,146.8)	(1,570.0)	(1,946.5)	(2,091.5)	(1,929.3)

每股资料分析(人民币元)

每股盈余	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
每股现金盈余	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股净值	2.5	2.9	3.4	3.5	3.7
每股营收	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
EBITDA/shr	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股股利	0.3	N.D.	0.3	0.3	0.3

资产运用状况

资产周转率(X)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
应收帐款周转天数	71.2	39.9	90.2	100.8	96.0
存货周转天数	2.9	0.5	3.6	4.0	3.8
应付帐款周转天数	32.8	16.2	45.1	50.4	48.0
现金转换循环天数	41.4	24.2	48.7	54.4	51.8

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	721	703	405	362	380
营业成本	399	343	119	107	113
营业毛利	322	359	286	255	268
营业费用	84	62	57	58	61
营业利益	238	298	229	197	207
利息收入净额	11	(10)	56	58	53
利息收入	0	0	59	64	59
利息支出	(11)	10	3	5	6
投资收益净额	579	491	400	395	397
其它营业外收入净额	(2)	1	1	1	1
税前纯益	825	780	686	651	657
所得税费用	44	34	36	36	37
非常项目税前利润	781	746	649	615	620
非常项目(包括少数股东权益)	(75)	(100)	(67)	(64)	(67)
税后纯益	706	646	582	551	553
EBITDA	426	368	362	340	359
每股盈余(人民币元)	0.57	0.52	0.47	0.44	0.44

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	435	77	622	363	376
本期纯益	781	746	649	615	620
折旧及摊提	189	71	133	143	153
本期运用资金变动	45	(248)	241	0	0
其它营业资产及负债变动	(579)	(491)	(400)	(395)	(397)
投资活动之现金流量	745	868	(88)	(105)	(105)
资本支出净额	(262)	528	(103)	(100)	(100)
本期长期投资变动	1,038	347	17	0	0
其它资产变动	(31)	(7)	(2)	(5)	(5)
Free Cash Flow	1,180	945	535	258	271
融资活动之现金流量	(686)	(553)	(5)	(345)	(370)
现金增资	(918)	(178)	0	(349)	(374)
本期负债变动	(118)	(17)	18	4	3
其它长期负债变动	351	(358)	(23)	0	0
本期产生现金流量	494	391	530	(87)	(99)

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}}$	= 营业利益率
2006A	29.2%	26.1%	11.7%	33.0%
2007A	38.8%	10.0%	8.8%	42.4%
2008F	(3.3%)	32.8%	14.0%	56.5%
2009F	(9.8%)	39.4%	16.0%	54.4%
2010F	(10.5%)	40.1%	16.0%	54.4%
至12月31日	1/ $\frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}}$	+ $\frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}}$	= 资本周转率
2006A	(0.1)	1.9	0.1	0.5
2007A	0.3	1.1	0.1	0.7
2008F	(0.1)	1.8	0.2	0.5
2009F	(0.1)	1.9	0.3	0.5
2010F	(0.1)	1.7	0.3	0.5
至12月31日	营业利益率	x 资本周转率	x 1 - 有效现金税率	= 税后 ROIC
2006A	33.0%	0.5	94.6%	15.9%
2007A	42.4%	0.7	95.6%	26.5%
2008F	56.5%	0.5	94.7%	27.4%
2009F	54.4%	0.5	94.5%	24.7%
2010F	54.4%	0.5	94.3%	27.6%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估