

盐田港 (000088.SZ)

现有业务增长有限 等待注入预期明朗

黄永琳 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

现有业务增长有限

盐田港的主要利润来源有四部分: 一为梧桐山隧道的收费业务, 二是惠盐高速的收费业务, 三是盐田西港区的装卸业务, 四是对盐田国际的投资收益, 其中, 盐田国际贡献的投资收益占到了公司净利润的80%左右。由于公司最主要的利润来源盐田国际的吞吐箱量已经接近饱和, 再加上盐田三期以及三扩泊位的投产分流, 使得盐田国际基本没有增长空间。总体而言, 除非公司拥有新的外延式增长机会, 否则公司的业绩难以出现大幅度的增长。

机会来自三期注入

由于盐田港的增长空间有限, 市场期盼集团能够把盐田三期和三扩的权益注入到上市公司中。今年以来, 公司股价在二级市场上的每一波上扬都伴随着三期即将注入的传言。我们的判断是, 三期注入是集团在多个公开场合承诺的, 不管是站在上市公司、集团还是深圳市政府的立场, 三期都有注入的需求, 但是时间并不会太快, 有一个侧面的印证就是如果三期注入, 上市公司可能会有资金上的需求, 对外投资步伐很有可能会放缓, 但是近期公司加快了“走出去”的步伐, 今年7月份公司参与虎门大桥10%股权的竞标, 虽然最终没有中标。

投资评级

以2008年度EPS0.47元计, 公司目前动态市盈率32倍, 在板块中处于中等水平, 仅仅看公司现有资产的盈利情况, 公司的投资价值确实有限。但是我们仍旧看好三期注入将给公司带来的盈利增长空间, 认为长期看公司仍有较好的投资机会, 只是我们预计注入的时间不会太快, 下调评级为“持有”。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	643.58	717.04	753.06	581.28	634.37
EBITDA(百万元)	885.55	909.12	821.74	705.83	753.02
净利润(百万元)	684.48	706.42	706.09	589.90	626.45
净利润增长率	2.39%	3.21%	-0.05%	-16.46%	6.20%
每股收益(元)	0.550	0.567	0.57	0.47	0.50
市盈率	17.95	16.17	26.96	32.27	30.39
市净率	3.64	3.54	5.37	4.84	4.45
EV/EBITDA	13.85	11.28	12.48	14.53	13.62
每股红利(元)	0.65	0.95	0.24	0.20	0.21
股息率(%)	6.59	10.45	1.58	1.32	1.40

来源: 深圳市盐田港股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	15.29
目标价格(元)	18.24
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-12.63%	-18.71%	70.39%
上证综指	-9.91%	-16.04%	149.68%

股票数据

总股本(万股)	124500.00
流通A股(万股)	40,597.12
主要股东:	

深圳市盐田港集团有限公司

主要股东持股比例	67.37%
流通A股比例	32.61%

财务比率

ROE	21.87%
ROA	17.04%
资产负债率	6.34%
每股净资产(元)	2.59

2006年报数据。

目录索引

一、业务分析.....	3
(一) 梧桐山隧道面临转让 (占比 50%)	3
(二) 惠盐高速增长稳定 (占比 66.67%)	4
(三) 西港区是主要增长看点 (占比 35%)	5
(四) 盐田国际出现下降趋势 (占比 27%)	7
二、整合预期.....	8
三、估值水平.....	9
(一) 盈利预测.....	9
(二) 估值与评级.....	9

图表索引

图 1 深盐二通道设计图	4
图 2 深盐二通道与盐田港相对位置图	4
图 3 惠盐高速收入增长比率	5
图 4 惠盐高速地图	5
图 5 盐田港区规划图	6
图 6 盐田国际与西港区单箱净利比较	7
图 7 香港深圳广州集装箱吞吐量	8
表 1 梧桐山隧道近三年盈利数据	3
表 2 盐田港区码头资料	6
表 3 近期珠三角新建集装箱项目	7
表 4 香港深圳广州集装箱吞吐增速及占比	8
表 5 盐田港区泊位股权结构	8
表 6 盐田港盈利预测简表	9
表 7 国内港口上市公司比较	9
表 8 盐田港资产负债简表	11
表 9 盐田港利润简表	11

盐田港（000088.SZ）的主要利润来源有四部分，一为梧桐山隧道的收费业务，二是惠盐高速的收费业务，三是盐田西港区的装卸业务，四是对盐田国际的投资收益，其中，盐田国际贡献的投资收益占到了公司净利润的80%左右。由于公司最主要的利润来源盐田国际的吞吐箱量已经接近饱和，同处盐田港区的盐田三期以及三扩泊位的陆续投产使得盐田国际基本没有增长空间。总体而言，除非公司拥有新的外延式增长机会，否则公司的业绩难以出现大幅度的增长。

一、业务分析

（一）梧桐山隧道面临转让（占比50%）

梧桐山隧道（含长岭隧道）位于深圳东部梧桐山下，是连接罗湖和盐田两区的交通纽带，上行和下行两部分均为单向双车道，隧道总长度约为2400米，设计车流量为60000辆/日。1985年10月，该工程由深圳市东部开发（集团）公司、深圳国际信托投资公司和深圳市社会劳动保险公司（后改称“社会保险管理局”）三家合作投资建设，并于1987年9月投入运行。1994年7月，梧桐山隧道公司由盐田港集团全资收购，1997年1月，改由深圳盐田港集团和香港达佳集团（属和黄旗下）合资经营，双方各占50%股权，共出资5.01亿元人民币。2000年，盐田港集团将其持有的50%股权全部转让给上市公司盐田港。

表 1 梧桐山隧道近三年盈利数据

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 上半年
收入（万元）	14254	15005	12157	-
净利润（万元）	7793	8099	5789	1856
对盐田港的 EPS 贡献（元）	0.031	0.033	0.023	0.0075

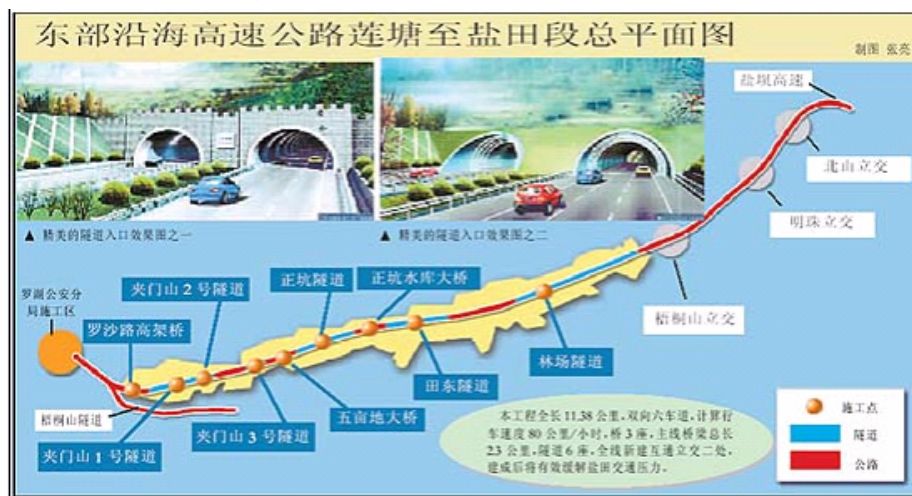
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

梧桐山隧道的合同经营期限从1997年至2027年，车辆每次通过根据车型不同需要交费10-35元人民币不等。2006年，由于深圳市政府出台罗沙路禁行大货车的交通管制，导致隧道收入出现下滑，从2005年的1.5亿元降至2006年的1.2亿元，2007年全年受此影响收入将进一步大幅下滑。

2007年底，深圳市政府修建的深盐二通道将建成通车。深盐二通道全长11.34公里，设计车速80公里/小时，是东部地区第二过境通道。由于深盐二通道建成后全线免费通行，通车后将代替现有的梧桐山隧道成为过往车辆的首选，目前公司正与深圳市政府就隧道公司股权或资产转让进行洽谈，未来隧道对公司的利润贡献取决于转让价格的谈判结果。

虽然我们认为在谈判中隧道公司并不占有优势，对转让价格的预期不能太乐观，但是以2007年6月公司对梧桐山隧道投资的账面价值1.08亿计算，隧道权益的转让价格只要超过2.15亿元（相当于隧道公司前三年的盈利总和），就能对公司的业绩有贡献。当然，如果转让不成功，假设深盐二通道通车后，隧道股份按现有模式继续经营，我们依据公司历年的经营数据估算，梧桐山隧道将给公司带来的2000万元~2500万元左右的亏损。

图 1 深盐二通道设计图



资料来源：深圳视窗

图 2 深盐二通道与盐田港相对位置图



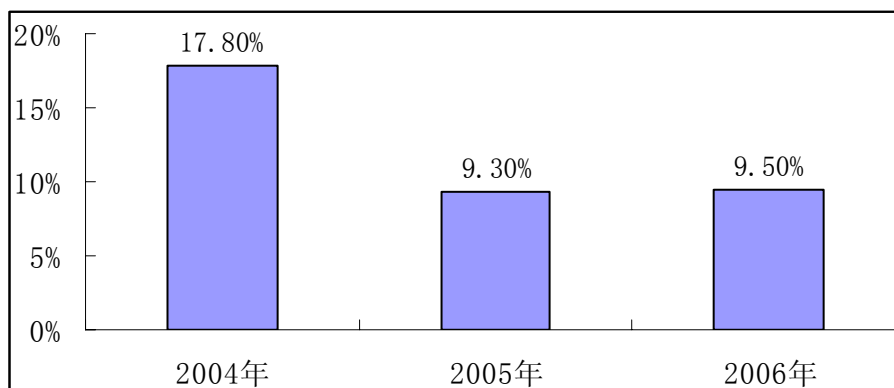
资料来源：盐田国际

（二）惠盐高速增长稳定（占比66.67%）

惠盐高速公路有限公司成立于1991年，最初由盐田港集团（原深圳市东鹏实业有限公司）、广东省高速公路公司与深圳市公路局（原深圳市公路公司）三家股东共同成立。1997年1月盐田港通过受让盐田港集团在公司的2/3股权成为公司股东，1997年12月深圳市公路局退出股东会，1999年10月粤高速（000429.SZ）通过受让广东省高速公路公司在公司的1/3股权成为公司股东。

惠盐高速公路有限公司经营惠盐高速深圳段，东接机荷高速公路，西接深汕高速公路，北联惠盐高速公路惠州段，荷坳立交与205国道相连，是深圳乃至珠三角与粤东交通的枢纽，经营期限为1999年-2021年。2006年度，公司总资产为48906万元，净资产为42102万元，主营业务收入26118万元，净利润为14993万元。

图 3 惠盐高速收入增长比率



数据来源：公司公告

2006年5月，随着深圳首条疏港专用通道盐排高速的全线贯通，惠盐高速的车流量受到盐排高速分流的影响。盐排高速较惠盐高速偏西，更接近珠三角的主要箱量生成地，受惠盐田港区发展的程度更大。从地理位置看，盐排高速将主要分流东莞、广州方向的货柜车，惠盐高速主要保留惠州、汕头方向货柜车。

07年上半年，惠盐高速车流量为11871.06万辆次，同比增长12.84%，路费收入14380.76万元，同比增长9.88%。受益于盐田港区现有泊位货物吞吐的增长，以及08年后盐田三扩以及东港区的泊位投产，惠盐高速的车流量将稳定增长，我们预计惠盐高速未来几年的收入增速在10%左右。

图 4 惠盐高速地图



注A：盐田港区

注B：惠盐高速深圳段

资料来源：GOOGLE地图

（三）西港区是主要增长看点（占比35%）

西港区码头由盐田港和黄合资经营，一期工程共有三个泊位，年吞吐能力达100万TEU，其中1#2#泊位前沿水深较浅，3#泊位码头条件较好，为5万吨级泊位。二期规划建设3个5万吨级（4#-6#）集装箱专用泊位，于2010年前建成，其中4#泊位预计可以在2008年底前完工。

图 5 盐田港区规划图



资料来源：盐田港

表 2 盐田港区码头资料

	泊位数	岸线	航道水深	吞吐能力	投产时间
一二期码头	5	2350 米	14-16 米	480 万 TEU	2000 年
三期码头	4	1400 米	16 米	400 万 TEU	2004 年
三期扩建	6	3297 米	16 米	600 万 TEU	2006 年投产 1 个，07-09 年投产 5 个
西港区码头一期	3	758 米	14-16 米	100 万 TEU	2004 年
西港区码头二期	3	1002 米	14-16 米	240 万 TEU	2008-2010 年陆续投产

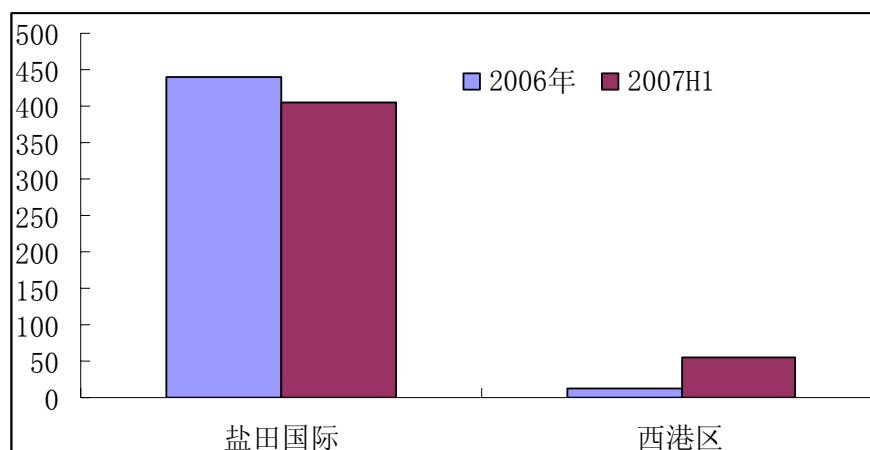
数据来源：广发证券发展研究中心

公司近年来的主要增长看点就是西港区：

一方面是吞吐能力的增长。西港区一期吞吐能力为100万TEU，大的泊位只有3#一个，而08年底开始投产的二期吞吐能力可达240万TEU，接近盐田国际的一半。二期投产后，西港区的吞吐能力约是目前的3.5倍。

另一方面是西港区开始纳入盐田港区的统筹经营。今年11月份，盐田港将西港区23.33%的股权转给和黄，公司和和黄在西港区上的股比实现了35: 65，与盐田三期的股比一致，从而使西港区纳入整个盐田港区的统筹经营。从箱量上看，统筹经营有利于盐田港区的航线调配，使西港区公司箱量的增长更有保障，从经济效益上看，我们比较2006年度参与统筹经营的盐田一、二期的数据以及2006年度未参与统筹经营的西港区一期的数据：盐田一二期（岸线长2350米，堆场面积118万平方米，最大吞吐能力500万TEU）完成箱量474万TEU，简单测算单箱收入700元，而西港区一期完成箱量56.89万TEU（岸线长758M，堆场面积17万平方米，最大吞吐能力100万TEU），简单测算单箱收入250元。通过上述对比，我们认为列入全港区的统筹经营可大幅增加西港区一期的利润贡献。虽然西港区股比下降，我们测算在现有的箱量基础上，利润贡献反而会增加40%。此外，全港区统筹经营也有力地保证了未来西港区二期的盈利能力。

图 6 盐田国际与西港区单箱净利比较



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心 单位：元

(四) 盐田国际出现下降趋势 (占比27%)

负责盐田港一、二期码头经营的盐田国际是公司主要的利润来源，2006年，盐田国际的利润增长开始停滞，全年完成集装箱吞吐量474万TEU，同比增长9.48%，净利润20.86亿元，同比仅增长2.70%。07年上半年，盐田国际箱量开始回落，同比下降了15.77%，实现的净利润同比下降了17.22%。

我们判断盐田国际的箱量下降趋势还将持续，一方面是深圳本地港口的影响，十一五期间，深圳将新增港口吞吐能力近1600万TEU，其中同属盐田港区的就有840万TEU，因此泊位利用率将有所下降。

表 3 近期珠三角新建集装箱项目

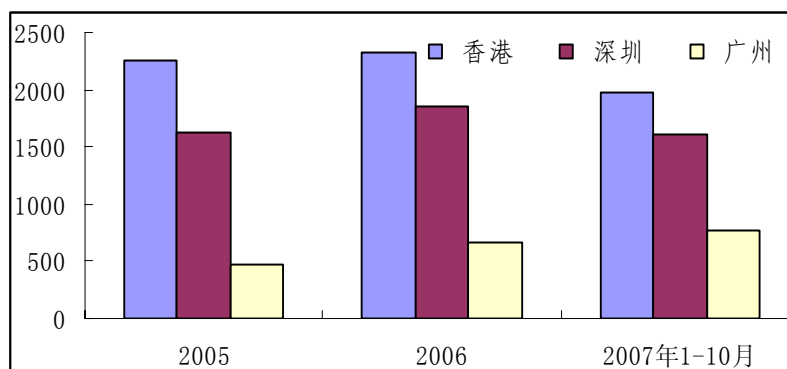
项目	吞吐能力	投产时间
妈湾 7 号	70 万 TEU	2007 年
蛇口三期 6#7#泊位	160 万 TEU	2006 年
大铲湾	500 万 TEU	2007 年投产 2 个泊位，2008 年投产 3 个，远期还将再建 10 个泊位
盐田三扩	600 万 TEU	2006 年投产 1 个，07-09 年投产 5 个
盐田西港区	240 万 TEU	2008-2010 年陆续投产
广州南沙	700 万 TEU	二期 6 个泊位已投产 2 个，剩余 4 个 2009 年前建成；三期 4 个泊位计划于 2008-2010 年陆续建成。

数据来源：广发证券发展研究中心

另一方面是广州南沙港对珠三角港口的影响。自 2004 年 9 月南沙一期投产后，南沙港集装箱吞吐量迅速从 2005 年的 108 万 TEU 增长到 2006 年的超过 241 万 TEU，今年前 9 个月，南沙吞吐量为 272 万 TEU，增幅高达 65%，占了珠三角新增箱量的近 30%，预计全年南沙港区有望完成 430 万 TEU 箱量。目前我们并未看到广州港增长趋势减缓的势头，相比深圳港、香港港集装箱吞吐增速的逐年下滑，广州港的集装箱吞吐增速始终保持在 40%以上的高水平上。在新增货量方面，广州港的分流效应还将持续，

首先是由于地理位置的优势，广州港是珠江西岸的深水港口，而深圳、香港处于珠江东岸，对于珠三角西岸的货源来说，广州港的地理优势十分明显；其次，对于整个华南地区来说，南沙港区是华南地区距箱源生成地加权平均经济距离最小的港口，物流费用最省；第三，南沙港费率上具有优势，南沙港费率约较赤湾、蛇口低 10%，较盐田港低 30%-40%。

图 7 香港深圳广州集装箱吞吐量



数据来源：中贸物流资讯 单位（万 TEU）

表 4 香港深圳广州集装箱吞吐增速及占比

	2005 年	2006 年	2007 年 1-10 月
香港增速	2.81%	2.80%	1.70%
深圳增速	18.64%	14.03%	11.30%
广州增速	41.26%	40.94%	40%
香港占比	51.98%	48.10%	45.47%
深圳占比	37.26%	38.24%	36.94%
广州占比	10.76%	13.66%	17.59%

数据来源：中贸物流资讯

二、整合预期

由于上市公司盐田港的增长空间有限，市场盼望着集团能够把盐田三期和三扩的权益注入到上市公司中，今年以来，公司股价在二级市场上的每一波上扬都伴随着三期即将注入的传言。我们的判断是，三期注入是集团在多个公开场合承诺的，不管是站在上市公司、集团还是深圳市政府的立场，三期都有注入的需求，但是时间并不会太快，有一个侧面的印证就是如果三期注入，上市公司可能会有资金上的需求，对外投资步伐有可能会放缓，但是近期公司加快了“走出去”的步伐，今年7月份公司参与虎门大桥10%股权的竞标，虽然最终没有中标。

表 5 盐田港区泊位股权结构

投资方	
盐田一、二期	盐田港 27%；和记黄埔盐田港口投资有限公司 73%

盐田三期 盐田港集团 35%; 和记黄埔 65%
 西港区 盐田港 35%; 和记黄埔 65%

数据来源: 广发证券发展研究中心

三、估值水平

(一) 盈利预测

在下述前提下我们预计公司 2007 年每股盈利 0.56 元:

- ① 不考虑尚未进行的三期资产注入;
- ② 假设 07 年完成梧桐山隧道股权转让工作, 公司盈利 1.2 个亿;
- ③ 根据大股东的股改承诺, 从 2005 年度起至 2010 年度止, 每年利润分配比例不低于当年实现的可供股东分配利润的 50%;
- ④ 西港区纳入盐田港区的统筹经营;
- ⑤ 根据企业所得税法实施条例草案, 假设公司从 08 年开始之后的五年分别实行 18%、20%、22%、24% 和 25% 的企业所得税率。

表 6 盐田港盈利预测简表

单位: 万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	64358	71704	75306	58128	63437
主营业务成本	31243	37496	36900	28483	31084
主营业务利润	30959	31948	36033	27813	30354
营业利润	24982	26260	30479	24254	27419
利润总额	80425	82008	83639	71186	76676
净利润	68448	70642	70609	58990	62645
EPS	0.55	0.57	0.57	0.47	0.50
ROE	19.83%	21.39%	20.85%	15.78%	15.26%

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 估值与评级

我们选取 A 股港口上市公司的估值水平进行比较 (样本中剔除了持续亏损的北海港), 样本公司 2008 年动态平均市盈率是 39 倍, 扣除 PE 明显偏高的南京港, 修正后的 2008 年动态平均市盈率为 32 倍。以盐田港 2008 年的每股收益 0.47 元计, 目标价格区间为 [15.04 元-18.24 元], 考虑到公司始终存在的三期注入预期, 我们认为目标价可以取 18.24 元。

表 7 国内港口上市公司比较

名称	2008PE	ROE
天津港	30.23	11.96%
深赤湾 A	22.55	27.33%
营口港	25.32	14.24%
上港集团	44.48	12.33%
日照港	29.61	7.77%
南京港	83.51	5.99%

厦门港务	27.77	10.74%
连云港	47.08	11.35%
均值	38.82	
均值（剔除南京港）	32.00	

说明：价格取 2007 年 11 月 30 日收盘价

数据来源：广发证券发展研究中心

以2008年度EPS0.47元计，公司目前动态市盈率32倍，在板块中处于中等水平，仅仅看公司现有资产的盈利情况，公司的投资价值确实有限。但是我们仍旧看好三期注入将给公司带来的盈利增长空间，认为长期看公司仍有较好的投资机会，只是我们预计注入的时间不会太快，下调评级为“持有”。

附表

表 8 盐田港资产负债简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
货币资金	101810	143795	194959	233380	164880
应收及预付	11503	15468	13433	22489	25293
存 货	439	581	260	595	793
其他流动资产	84	134	0	0	0
长期投资	150551	113822	95122	95122	95122
固定资产原值	174625	184365	191740	210447	218865
固定资产净额	123861	126479	125977	135894	135171
在建工程	4458	7324	11038	0	0
无形资产	7386	6970	7048	6709	6371
其他资产	73	100	28	0	0
资 产 总 计	400164	414673	447864	494190	427630
短期借款	3800	2000	0	0	0
应付款项	15160	17809	16536	16467	16896
其他流动负债	537	6475	571	303	286
长期负债合计	9976	0	2580	2580	2580
少数股东权益	33062	65437	73871	81677	90196
股本	124500	124500	124500	124500	124500
股东权益合计	337629	322952	354305	393163	427630
负债及股东权益总计	400164	414673	447864	494190	537588

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9 盐田港利润简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	64358	71704	75306	58128	63437
减：主营业务成本	31243	37496	36900	28483	31084
主营业务税金及附加	2156	2259	2373	1832	1999
主营业务利润	30959	31948	36033	27813	30354
加：其他业务利润	144	232	267	215	238
减：营业费用	275	603	633	665	698
管理费用	7329	6406	6725	5193	5667
财务费用	-1482	-1088	-1537	-2084	-2494
营业利润	24982	26260	30479	24254	27419
加：投资收益	55474	57389	53000	46796	49115
补贴收入	--	--	0	0	0
营业外收支净额	-31	-1641	160	136	142
利润总额	80425	82008	83639	71186	76676
减：所得税	3992	3888	4596	4390	5512
少数股东损益	7985	7478	8434	7806	8519

净利润	68448	70642	70609	58990	62645
EPS (元/股)	0.55	0.57	0.57	0.47	0.50

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。