

买入

2014年11月19日

财务结构优化，物流业务进展迅速

- **配售 1.76 亿股优化财务结构：** 近日公司以“先旧后新”的方式配售了 1.76 亿股票，占股本扩大后已发行股本的 9.31%，配售价为 11 港元，通过本次配售，公司获得款项净额为 18.96 亿元港币。本次配股可以优化公司的财务结构，补充运营资金。公司在开展“城市综合物流港”等物流业务前期需要投入大量资金来收购土地，建设仓库以及其他配套设施。虽然此次配股会摊薄公司今年的每股收益，但我们认为这是有利于公司长期发展。
- **“城市综合物流港”项目再下两城：** 公司分别在 10 月和 11 月在长沙和江西拿下两块物流用地，用来打造公司的“城市综合物流港”网络，占地面积分别为 34.6 和 26.6 万平米，预计公司最迟可以在 2015 年获取土地出让权。长沙和江西是华中地区的重要交通节点，对完善布局全国物流网络有重要作用。在此之前深圳国际已经在其他 5 个城市获取总计 181 万平米的土地，预计沈阳项目一期将在 2015 年下半年投入运营，无锡项目已经获得土地使用权，其他项目也进展顺利。公司的“城市综合物流港”不同于其他的物流中心，它是一个结合甩挂运输中心、集运分拨中心、综合仓储中心、信息与供应链管理中心、电子商务聚集区、物流区域总部基地及商务服务配套中心等功能，为客户及合作伙伴等提供高效率、多功能一站式的物流产业服务平台。预计公司未来 3-5 年会在中国各地投资建设 15 个综合物流港，形成覆盖全国范围的物流网络。
- **土地价值将获得重估：** 国家领导人指出要将上海自贸区的建设经验在其他地区推广，预计广东自贸区将成为国家第二批批准建设的自贸区。公司在前海地区有 38 万平米的土地，目前仅用作物流用地。自贸区成立后，这块地土地将会用于商业、商贸为主的产业，其价值将得到重估。今年公司在深圳梅林关的一块物流用地获准成为城市更新项目，公司以低于市场价格获得该项目，将会带来额外的收益，另外公司还获得相应的补偿物流用地。
- **目标价调升至 14.3 港元，维持买入评级：** 根据最新的盈利估算，我们上调其目标价至 14.3 港元，相当于 2015 年 14 倍市盈率，上升潜力为 23.3%，维持买入评级。

郑嘉梁

+852 2532 1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

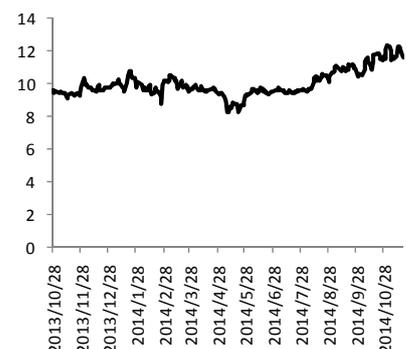
主要数据

| | |
|---------|----------------------|
| 行业 | 交通运输 |
| 股价 | 11.60 港元 |
| 目标价 | 14.30 港元 (+23.3%) |
| 股票代码 | 152 |
| 已发行股本 | 18.92 亿股 |
| 市值 | 219.46 亿港元 |
| 52 周高/低 | 12.42/8.16 港元 |
| 每股净资产 | 8.70 港元 |
| 主要股东 | 深圳国资委 (43.94%) |

盈利摘要

| 截止 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额 (港元百万) | 5,740 | 5,963 | 6,499 | 6,824 | 7,507 |
| 变动 (%) | 3% | 4% | 9% | 5% | 10% |
| 净利润 (港元百万) | 1,878 | 1,641 | 2,084 | 1,933 | 2,271 |
| 每股盈利 (港元) | 1.15 | 1.00 | 1.10 | 1.02 | 1.20 |
| 变动 | 8% | -13% | 11% | -7% | 18% |
| 市盈率 | 9.0 | 10.4 | 9.4 | 10.1 | 8.6 |
| 每股股息 (港元) | 0.37 | 0.38 | 0.42 | 0.39 | 0.45 |
| 股息现价比率 (%) | 3.22% | 3.24% | 3.59% | 3.33% | 3.91% |

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

附录 1: 主要财务报表

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|------|-------|-------|-------|------|
| 百万港币, 财年截: | | | | | | | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 营业额 | 5,740 | 5,963 | 6,499 | 6,824 | 7,507 | 盈利能力 | | | | | |
| 经营成本 | -3,102 | -3,025 | -3,285 | -3,449 | -3,603 | 经营利润率 (%) | 41% | 43% | 48% | 43% | 46% |
| 营业利润 | 2,638 | 2,937 | 3,215 | 3,376 | 3,904 | EBITDA 利润率 (%) | 41% | 44% | 48% | 44% | 46% |
| 其他收入 | 80 | 42 | 342 | 42 | 42 | 净利率 (%) | 33% | 28% | 32% | 28% | 30% |
| 财务开支 | -855 | -739 | -718 | -714 | -707 | 营运表现 | | | | | |
| 联营公司 | 1,276 | 759 | 835 | 835 | 835 | SG&A/收入 (%) | -6% | -6% | -6% | -6% | -6% |
| 管理费用 | -337 | -331 | -360 | -378 | -416 | 应付账款天数 | 245 | 231 | 274 | 226 | 270 |
| 其他费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款天数 | 74 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| 税前盈利 | 2,775 | 2,637 | 3,244 | 3,086 | 3,577 | 财务状况 | | | | | |
| 所得税 | -479 | -531 | -653 | -621 | -720 | 负债/权益 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 少数股东应占利润 | -417 | -465 | -507 | -532 | -586 | 收入/总资产 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | 0.15 |
| 净利润 | 1,878 | 1,641 | 2,084 | 1,933 | 2,271 | 总资产/股本 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 折旧及摊销 | 17.4 | 17.8 | 17.9 | 17.4 | 16.9 | 盈利对利息倍数 | 2.20 | 2.22 | 2.90 | 2.71 | 3.21 |
| EBITDA | 2,356 | 2,602 | 3,144 | 2,983 | 3,465 | | | | | | |
| 每股盈利 (港仙) | 1.15 | 1.00 | 1.10 | 1.02 | 1.20 | | | | | | |
| 总收入 (%) | 3% | 4% | 9% | 5% | 10% | | | | | | |
| EBITDA (%) | -18% | 10% | 21% | -5% | 16% | | | | | | |
| 每股收益 (%) | 8% | -13% | 11% | -7% | 18% | | | | | | |

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 百万港币, 财务年度截至12月31日 | | | | | | 百万港币, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 现金 | 4,866 | 4,950 | 6,109 | 6,783 | 7,796 | 经营利润 | 2,775 | 2,637 | 3,244 | 3,086 | 3,577 |
| 应收账款 | 1,165 | 1,340 | 1,460 | 1,533 | 1,686 | 折旧 | -289 | -300 | -345 | -364 | -378 |
| 存货 | 9 | 447 | 485 | 509 | 532 | 营运资金变动 | -131 | -280 | -267 | -268 | -267 |
| 预付租金和其他 | 1,649 | 1,278 | 1,279 | 1,280 | 1,281 | 税项 | -642 | -493 | -395 | -612 | -700 |
| 总流动资产 | 7,689 | 8,014 | 9,333 | 10,105 | 11,295 | 其他 | -362 | 172 | 207 | 192 | 192 |
| 非流动资产 | 34,694 | 35,209 | 36,513 | 37,727 | 38,978 | 营运现金流 | 1,929 | 2,336 | 3,133 | 2,762 | 3,180 |
| 固定资产 | 4,300 | 4,604 | 4,859 | 4,976 | 5,138 | 资本开支 | -1,318 | -1,319 | -2,000 | -2,100 | -2,205 |
| 无形资产 | 24,189 | 23,618 | 23,858 | 24,105 | 24,343 | 其他投资活动 | 172 | 894 | 603 | 614 | 631 |
| 其他 | 5,626 | 6,412 | 7,237 | 8,105 | 8,973 | 投资活动现金流 | -1,147 | -425 | -1,397 | -1,486 | -1,574 |
| 总资产 | 42,383 | 43,223 | 45,846 | 47,832 | 50,273 | 新增贷款 | 564 | 3,450 | 2,504 | 2,629 | 2,892 |
| 短期负债 | | | | | | 偿还贷款 | -2,896 | -4,679 | -2,297 | -2,504 | -2,629 |
| 应付帐款 | 2,082 | 1,918 | 2,461 | 2,137 | 2,667 | 其他融资活动 | 2,693 | -600 | -787 | -730 | -858 |
| 短期银行借款 | 3,898 | 2,297 | 2,504 | 2,629 | 2,892 | 融资活动现金流 | 360 | -1,828 | -580 | -605 | -595 |
| 公路养护拨备 | 377 | 135 | 135 | 135 | 135 | 现金变化 | 1,142 | 82 | 1,156 | 672 | 1,011 |
| 衍生财务工具 | 15 | 32 | 32 | 32 | 32 | 汇率变动 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他短期负债 | 123 | 173 | 359 | 1,379 | 1,375 | 期初持有现金 | 3,724 | 4,866 | 4,951 | 6,109 | 6,783 |
| 总短期负债 | 6,496 | 4,555 | 5,490 | 6,312 | 7,100 | 期末持有现金 | 4,866 | 4,951 | 6,109 | 6,783 | 7,796 |
| 长期银行贷款 | 14,072 | 15,025 | 15,025 | 15,025 | 15,025 | | | | | | |
| 其他长期负债 | 1,827 | 1,735 | 1,949 | 1,949 | 1,949 | | | | | | |
| 总负债 | 22,395 | 21,315 | 22,464 | 23,286 | 24,075 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 7,343 | 7,918 | 7,918 | 7,918 | 7,918 | | | | | | |
| 股东权益 | 12,645 | 13,990 | 15,463 | 16,628 | 18,280 | | | | | | |
| 负债权益合计 | 42,383 | 43,223 | 45,846 | 47,832 | 50,273 | | | | | | |

资料来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。