

買入

2007年11月21日

深圳物流行業龍頭，盈利前景可期

- 深圳物流業前景廣闊，三大物流園盈利快速增長：**現代物流業是深圳三大支柱產業之一，公司是深圳市物流產業的龍頭企業，擁有深圳七大物流園的三大物流園。受益於綠色通道的實施，倉儲業務和接駁業務的迅速發展，我們預期華南物流園未來3年的盈利的複合年均增長率將超過50%；西部物流園區將得益於深港西部通道的開通，及倉儲面積由現在的3.7萬平方米增長到09年的37萬平方米，其未來3年業務量可望有10倍的提升空間。此外機場快件中心的進口快件的處理量可望持續增大，為公司帶來更佳的經濟效益公司。
- 高速公路資產質地優良，盈利穩步上升：**公司控股深高速，武黃高速和龍大高速。深高速旗下的清連高速2009年建成後，2009年的收入和盈利較2006年增長100%。武黃高速是連接武漢和黃石的重要骨幹線。公司於今年10月收購的龍大高速地理位置優越，龍大高速的收購價相對低廉，未來將受益於福龍路的開通，車流有望達到1倍的增長，盈利有望增長120%。其他物流項目，經營業績也有望逐步提升。
- 出售非核心業務，集中資源於物流和基建行業：**公司戰略清晰，未來定位於物流和基建行業，公司已經逐步出售所持有的南玻集團6,363.9萬A股及所持B股，獲利約13.46億港元，尚有13%的股權也將在未來繼續出售；公司還將在未來伺機出售所持有的深圳航空10%的股權；公司集中資源於物流和基建行業，今年1月增持西部物流園股權至60%，10月又收購了深高速18.9%的股權至51%及龍大高速89.9%的股權；公司還有意收購深圳周邊優質的物流資產，如大鵬灣物流園，同時希望將業務擴大到廣東以外的地區。
- 首次關注，目標價格1.48港元，推薦買入：**目標價格相當於08年預期每股盈利的9倍或09年預期每股盈利的10倍，該目標價與現價相比，有40%的上升空間，我們給予投資評級為買入。

第一上海研究部

86755-33367015

主要資料

行業	交通運輸
股價	1.06 港元
目標價	1.48 港元 (+40%)
股票代碼	0152
已發行H股本	141.72 億股
H 股市值	150.23 億港元
52 周高/低	0.395-1.38 港元
每股淨現值	0.3 港元
主要股東	深圳市人民政府國有資產監督管理委員會 (40.73%) 長江實業 (5.7%)

★1 港元=0.96 人民幣

盈利摘要

截止12月31日	05年历史	06年历史	07年预测	08年预测	09年预测
營業額 (港币百万)	317	426	530	2,845	4,142
變動	25%	34%	12%	489%	46%
淨利潤 (港币百万)	360	220	1,629	2,392	2,110
每股盈利(港币元)	0.03	0.02	0.12	0.17	0.15
變動	14%	-33%	478%	47%	-12%
市盈率 (倍)	35.3	53.0	8.8	6.2	7.1
每股股息 (港币元)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02
股息現價比率(%)	0.38%	0.42%	0.49%	0.67%	2.01%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

深圳國際公司概況

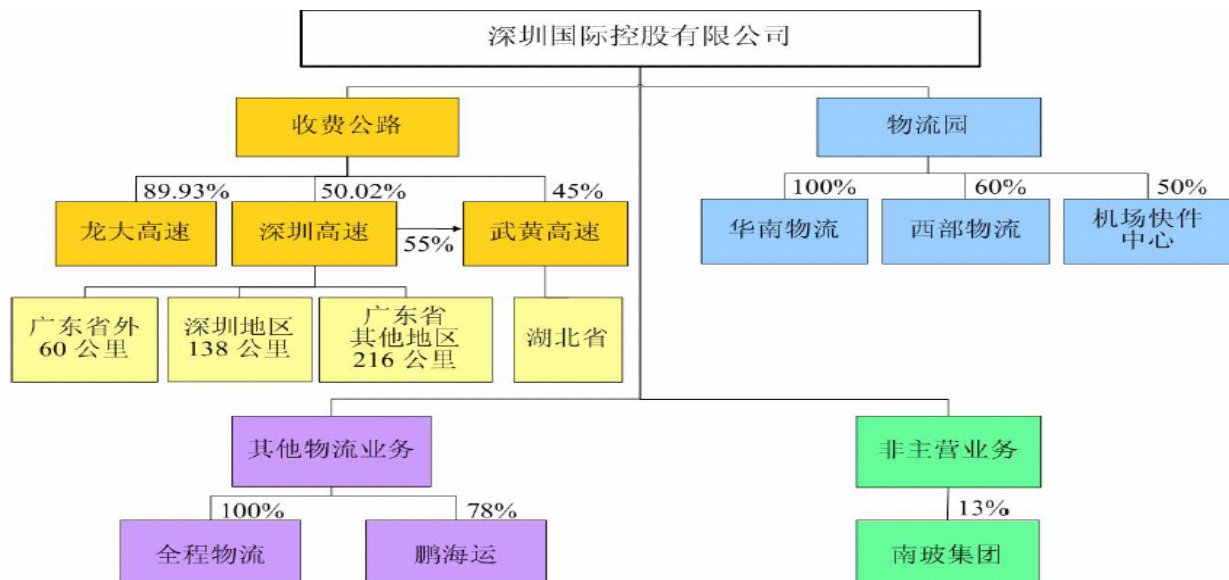
深圳國際以物流產業為長期戰略發展方向

深圳國際是在香港上市的紅籌公司，深圳市人民政府國有資產監督管理委員會持有公司已發行股本約 40.73%。公司的第二大股東為長江實業集團，持有公司已發行股本約 5.70%。

經過 2000 年的債務重組安排，深圳國際確定了物流產業為長期戰略發展方向。公司的物流業務主要由控股的華南國際物流，全程物流以及西部物流來開展，其他業務包括深圳高速，武黃高速以及南玻集團。

公司是深圳市八大產業集團中的物流產業集團，是深圳物流產業的龍頭企業。也是深圳高速（0548.HK，600548.SH）的控股股東和南玻集團（000012.SZ，200012.SZ）的最大股東。

圖 1：公司結構圖

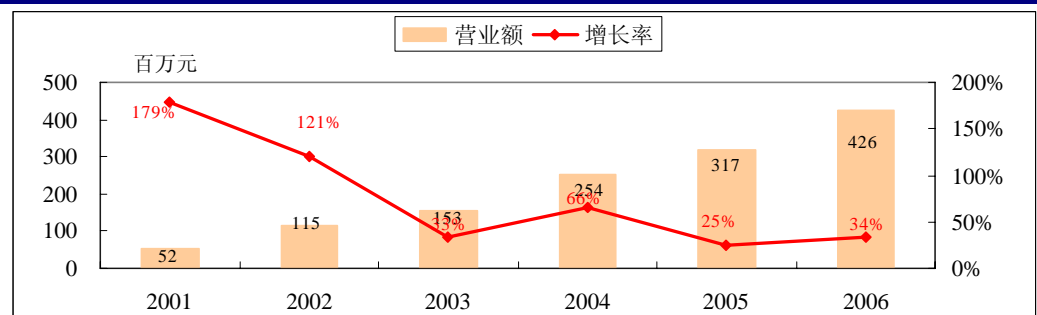


資料來源：公司資訊，第一上海

過去六年營業額年均複合增長高達 42%

公司的營業額由 2001 年的 5200 萬元增加到了 2006 年的 4.26 億元。年均複合增長率超過 42%。

圖 2：集團 2001 年—2006 年營業額及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

收入構成

公司的收入主要來源於物流園區業務及收費公路，其中物流園區業務開始進入快速增長期，收費公路業務 2009 年有爆發性增長。

另外，其他物流業務也能夠為公司帶來持續的盈利。

圖 3：2007 年上半年收入構成

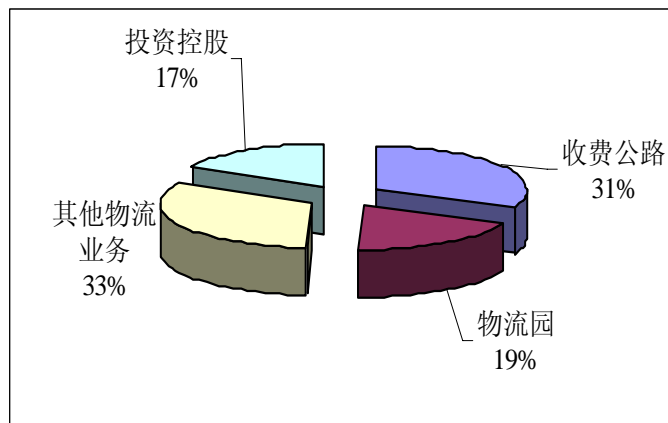
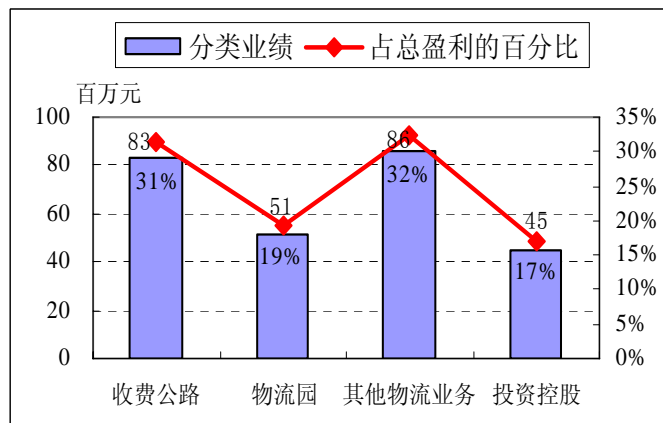


圖 4：2007 年上半年各業務營業額



資料來源：公司資訊，第一上海

資料來源：公司資訊，第一上海

深圳物流產業龍頭，受益於物流業快速發展

物流產業在全球範圍內迅速發展

隨著世界經濟的快速發展和現代科學技術的進步，物流產業作為國民經濟中一個新興的服務部門，正在全球範圍內迅速發展。國際上，物流產業被認為是國民經濟發展的動脈和基礎產業，其發展程度成為衡量一國現代化程度和綜合國力的重要標誌之一，被喻為經濟發展的加速器。

據有關資料顯示，美國和加拿大兩國物流業年產值已高達 9,000 億美元。目前，發達國家物流成本一般占 GDP 的 10%，發展中國家物流成本大多超過 30%。

物流成為中國經濟發展的重要環節之一

中國經濟持續發展，中國作為世界性的製造中心，初級商品的需求尤為迫切，由此帶來國際貿易的持續增長及國內區域間的物流增長，物流成為中國經濟發展的重要環節。

中國的“十五”規劃提出，要促進更多資本進入物流基礎設施建設領域，使物流投資適度超前，推動行業發展。特別是加強鐵路，港口，多式聯運和重要的物流節點建設，以及物流園區，公共資訊平臺等重要服務設施的建設。

深圳大力發展物流產業

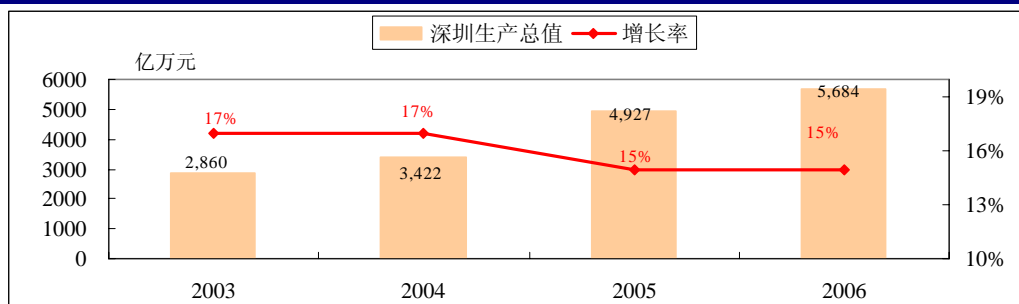
深圳是我國物流業最具發展潛力的城市，港口運輸、倉儲配運、貨運代理等物流企業迅速發展壯大。深圳市政府已經把物流產業列為深圳三大支柱產業之一。

2006 年深圳市物流業統計報告顯示，深圳現代物流業的整體規模繼續擴大，社會物流總費用為人民幣 1,374 億元，與去年相比增長人民幣 414 億元。

2006 年深圳全市生產總值實現了人民幣 5,684 億元，同比增長 15%，社會物流費用占全市生產總值比重接近中等發達國家平均水準。

在“十五”期末，深圳公路的總里程將達 1,750 公里，公路網密度為 86 公里/百平方公里，幹線公路網連通度達 3.0 以上，預計到 2010 年將建立以深圳特區中心，輻射整個珠三角地區的公路網。

圖 5：深圳生產總值及年增長率



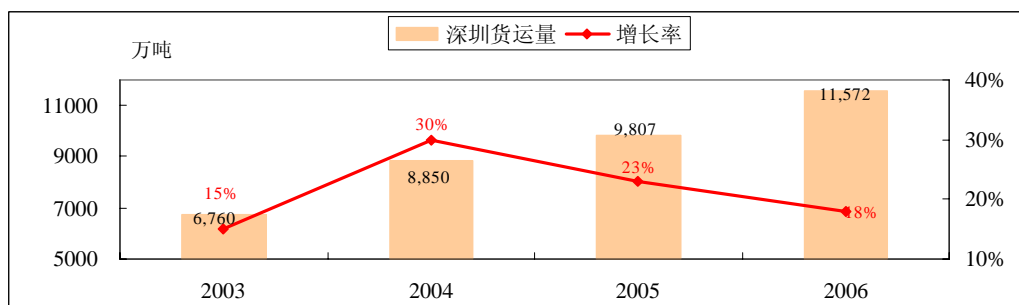
資料來源：公司資訊，第一上海

深圳貨運吞吐量保持穩定增長

據統計，深圳港 2006 年貨物吞吐量累計 1.76 億噸，增長約 15%，其中外貿貨物吞吐量占總吞吐量的 72%。

目前已有 50 家著名的船務公司在深圳港開遠洋國際集裝箱班輪航線 168 條，較去年同期淨增 14 條，進一步完善及優化了以深圳港為框架，覆蓋世界 12 大航區主要港口的國際集裝箱班輪航線結構，基本形成了國內綜合運輸體系中的主樞紐和華南地區集裝箱樞紐港的地位。

圖 6：深圳貨運量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

公司是深圳市物流產業龍頭

公司是深圳物流產業的龍頭企業，業務包括物流園，收費公路及其它物流業務。

在深圳的七大物流園中，公司就佔據三個，物流園業務主要由華南物流，西部物流及深圳市機場快件中心組成。

收費公路業務為深高速，武黃高速及龍大高速。

全程物流及其下屬的深圳鵬海運等對公司的其他物流及相關業務的盈利亦作出一定的貢獻。

公司在深港跨境口岸，港口，機場後方建立物流基建，產生戰略互補的協同效果。

圖 7：深圳七大物流園區計畫占地面積及用途

深圳七大物流園區	占地公頃	用途
航空物流園區	116	航空物流, 貨物代理及配送
平湖物流園區	251	貨物中轉運輸及鐵路公路聯運
龍華物流園區	53	消費性物流節點和配送服務中心
鹽田港區物流園區	440	國際集裝箱中轉、拆拼和倉儲加工
前海灣物流園區	867	散雜貨集散和集裝箱運輸
筲崗-清水河物流園	60	建設國際大宗商品展示、採購、交易市場
大鵬灣物流園區	283	消費性物流節點和配送服務中心

資料來源：公司資訊，第一上海

擁有深圳排名前七位的華南物流園，西部物流園及深圳機場航空物流園區

公司控股的深圳市華南國際物流有限公司，從事經深圳陸路口岸到香港轉口的貨運服務，貨物量呈增長趨勢。華南物流大力發展倉儲及轉關接駁業務，同時積極展開推廣「綠色通道」業務，並已於 2007 年 7 月與香港著名的貨櫃碼頭營運商達成協議，落實於華南國際物流中心設置香港貨櫃碼頭的「內陸開口」，因此，我們認為，華南物流中心的建設有重要的意義和不錯的發展前景。

西部物流園區，位於前海灣物流園區及深圳西部港區的後方，靠近正在興建中的大鵬灣集裝箱碼頭，臨近深港西部通道的首個出口，與南坪高速公路及伸展至沿海地區的公路網相連，享有便捷的運輸網路。2007 年 7 月 1 號，連接深圳和香港之間的深港西部通道正式通車，西部通道作為深港之間的物流主通道的功能將日益顯現。

深圳機場航空物流園區，總占地 116 萬平方米，包括空運中心、海運中心、臨港工貿園以及保稅加工貿易區等四大功能區。這其中，空運中心是整個航空物流園區的核心部分，提供包括國際貨運村、國際貨站、保稅倉庫、快件處理區、聯檢綜合樓以及海關貨物查驗場、貨物消殺處理庫房等配套服務設施服務。

深高速，武黃高速及龍大高速具有顯著的區位優勢

深高速公司依託深圳和泛珠江三角洲，具有顯著的區位優勢。公司的公路連接了深圳的主要港口、機場、海關和工業區，在深圳市內形成了完整的公路網，同時構築了連接深港兩地以及輻射珠江三角洲地區的公路主通道，是全面實施 CEPA 協議和建立泛珠三角經濟圈的重要基礎設施。

隨著龍大高速，常虎高速，水官延長段，鹽排高速，南坪一期，深港西部通道等先後通車，深圳及周邊地區的快速幹線網路已經基本形成，呈現路網效應。

武黃高速全長 70.3 公里，是一條連接湖北省武漢至黃石的重要骨幹線，也是滬蓉國道（上海—成都）的重要組成部分。隨著荆東高速和漢孝高速在 2006 年 9 月和 12 月先後建車，將會發揮路網效應，帶動武黃高速車流量的增長。

龍大高速是深圳通往東莞及珠江三角洲的重要出口通道之一，是繼廣深高速，莞深高速之後深莞之間又一南北走向幹道，被稱為第二廣深線。

全程物流增長可期

全程物流的 2006 年的營業額為港幣 1.89 億元，全程物流在穩定及發展原有物流業務的基礎上，不斷加強自身物流能力的建設，繼續優化其業務結構及營運品質監控，達到進一步優化自身的業務流程，降低業務成本。

全程物流持有的 78% 權益的鵬海運為深圳市政府，深圳海關，深圳出入境檢驗檢疫局和深圳海事局提供電子資料交換，傳輸和增值資訊共用服務。

出售南玻股權，發展主營業務

集團將通過重組、購並及業務拓展，積極介入物流業的四個重大部份，包括基礎設施、運力體系、物流和配套服務以及物流資訊服務，完善物流網路的構建和設施的建設，逐步與客戶及其供應鏈夥伴形成長期戰略合作夥伴關係。

為進一步集中資源于主營業務，本集團正逐步減少對非核心業務的投資，於本期間，本集團已出售所持的南玻集團 6,363.9 萬 A 股及所持 B 股，獲出售利潤約港幣 13.46 億元。

“綠色通道” 開通刺激華南物流業務增長

公司物流園業務具有協同效果

公司的物流及相關業務包括物流園及其它物流業務。在深圳的七大物流園中，公司物流園業務主要由華南物流，西部物流及深圳市機場快件中心組成。

全程物流及其下屬的深圳鵬海運等對公司的其他物流及相關業務的盈利亦作出一定的貢獻。公司在深港跨境口岸，港口，機場後方建立物流基建，產生戰略互補的協同效果。

華南物流地理位置優越

華南物流擁有卓越的地理優勢，位於深圳市中部，在梅林關口梅觀高速公路旁，交通網絡四通八達，車輛進出便利、順暢。

華南物流採用海關監管的經營模式，重點發展中港兩地的跨境集裝箱運輸業務。是面對珠三角，內地市場和海外市場，具備出口監管功能，保稅功能和國際進出口貨運代理權的物流中心。華南物流的業務範圍包括：綠色通道業務（重箱業務），倉儲業務，出口監管倉儲/進口保稅倉儲，轉關接駁業務和空箱堆場業務。

圖 8：華南物流地圖



資料來源：公司資訊，第一上海

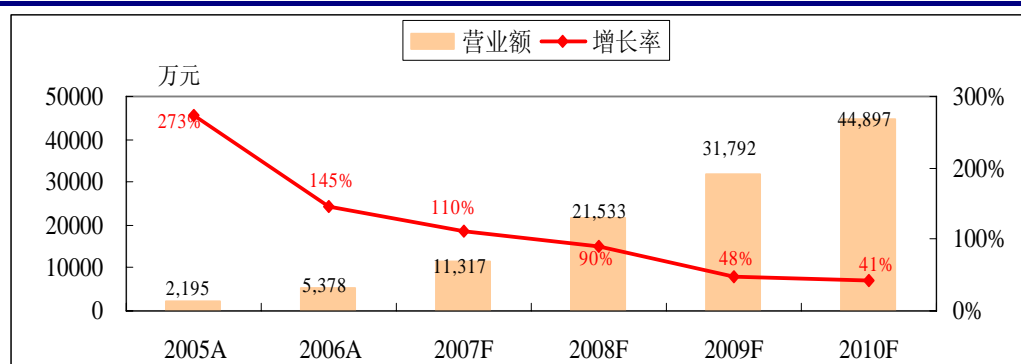
華南物流收入多年保持快速增長

華南物流由 2003 年正式開始第一階段的業務運作，當年的營業額僅為港幣 336 萬元，主要來自空箱堆放方面的收入。到 2006 年，主營業務收入進一步提升到港幣 5,378 萬元，在經營空箱堆場和開展保稅及監管倉儲業務的同時，開通了進出口轉關接駁業務。

2006 年 5 月開通的綠色通道也進入測試階段，對完善華南國際物流中心的服務功能及增強園區的競爭力，起了很好的促進作用。2007 年，倉儲業務及接駁業務得到增長，錄得主營業務收入約港幣 3,422 萬元，增長 70%。

華南物流未來 3 年將得益與倉儲及轉關接駁業務的快速發展，及綠色通道的推廣，預計 2009 年的收入將為 2006 年的 6 倍。

圖 9：華南物流 2005 年—2010 年營業額及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

華南物流倉儲收入可望
倍增

在 2007 年，華南物流倉儲收入的營業額有望達到 4,037 萬元，上升將近 1 倍。這主要是受益於 15,000 平方米的新倉庫於 2007 年 4 月建成並投入使用，在 2007 年第 4 季度還將新投入使用面積 52,000 平方米。

此外，華南物流計畫進一步提高倉儲面積，由今年底的 11.2 萬平方米提高到至少 20 萬平方米，同時，我們預計，未來租金依然有提高的可能性，因此，倉儲租金這塊收入會隨倉儲面積的擴大和租金水準提高而持續增長。

表 1：華南物流 2006—2010 年倉儲收入

港币(元)	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
可供出租面积	45,000	112,000	160,000	210,000	260,000
出租率	80%	92%	97%	100%	100%
实际出租面积	36,000	103,500	155,000	210,000	260,000
每平方米租金/月	49	52	56	61	66
增长率		6%	8%	8%	8%
实租月份	12	7.5	12	12	12
实际租金收入	21,168,000	40,365,000	104,160,000	153,720,000	205,920,000

資料來源：公司資訊，第一上海

空箱堆場業務和轉關接
駁業務近年來保持平穩
增長

空箱堆場業務近年來保持平穩增長，但離每天處理 10,000TEU 的目標還有一定的差距，現在有 4 萬平方米的土地面積投入使用，預計未來幾年這塊收入能夠保持 50% 的年增長率。

表 2：華南物流空箱堆場業務 2006—2010 年收入

港币(元)	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
业务量TEU	264,206	343,468	480,855	625,111	812,645
每标准箱收费	90	97	105	113	122
增长率		8%	8%	8%	8%
实际收入	23,778,540	33,385,070	50,478,226	70,871,429	99,503,487

資料來源：公司資訊，第一上海

公司的永久性接駁場於 2007 年 4 月建成並投入使用，接駁月臺的面積也因此增加 4 倍，轉關接駁業務也將隨著通關車輛的增加，每車收費的提高以及接駁面積的提高而有所發展。

表 3：華南物流轉關接駁業務 2006—2010 年收入

港币(元)	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
业务量/天	132	304	425	595	833
每车收费	309	355	391	430	473
增长率		15%	10%	10%	10%
实际收入	14,683,680	38,800,080	59,752,123	92,018,270	141,708,135

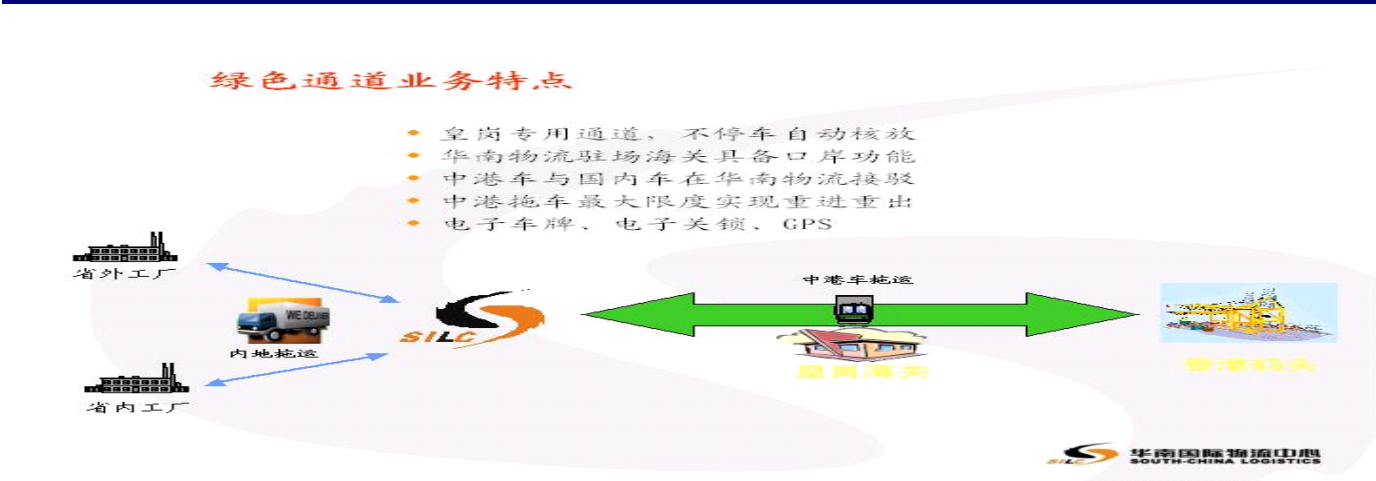
資料來源：公司資訊，第一上海

“綠色通道” 實現快速通關

在深圳海關與香港海關的大力支持下，華南物流開通了“綠色通道”。“綠色通道”是一個全新的深圳及香港貨櫃集裝箱的兩地跨境運輸模式。

由於目前皇崗口岸已經超負荷運作，“綠色通道”的建設可望在華南國際物流中心與皇崗口岸之間建立一條提供一次過清關服務的跨境快速通道，於皇崗海關報關的進出口貨物將分流到華南國際物流中心辦理，實現香港碼頭的功能延伸，方便國內進出口企業在華南國際物流中心辦理收發貨手續和報關手續，從而有效緩解皇崗口岸的通關壓力加快香港及國內兩地的陸路交通流量。

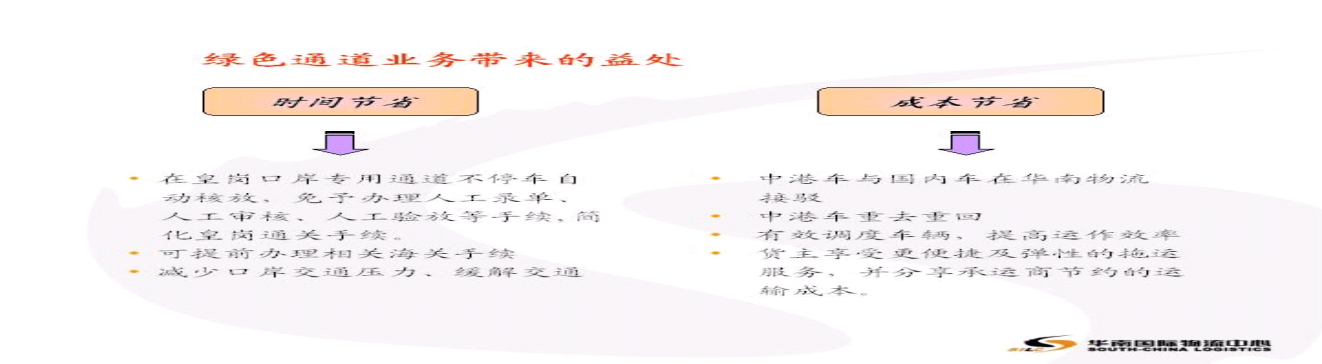
圖 10：綠色通道業務特點



資料來源：公司資訊，第一上海

“綠色通道” 帶來優勢 綠色通道開通後，能夠帶來成本優勢和時間優勢。

圖 11：綠色通道節約時間及成本



資料來源：公司資訊，第一上海

綠色通道逐步推進經營目標

華南物流推出的綠色通道目前處於運營的第一階段，現在每天的過往車輛是 50 台左右，以後將業務範圍由皇崗口岸通關程式前移擴大到香港碼頭和空港，實現綠色通道的全方位聯接，促進深港兩地物流業的發展。

表 4：華南物流綠色通道業務 2007—2011 年收入

港币(元)	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F
每日通行車輛	50	100	150	200	300
車流收費	500	525	551.25	579	608
增長率		5%	5%	5%	5%
綠色通道收入	9,000,000	18,900,000	29,767,500	41,674,500	65,637,338

資料來源：公司資訊，第一上海

華南物流未來增長可期

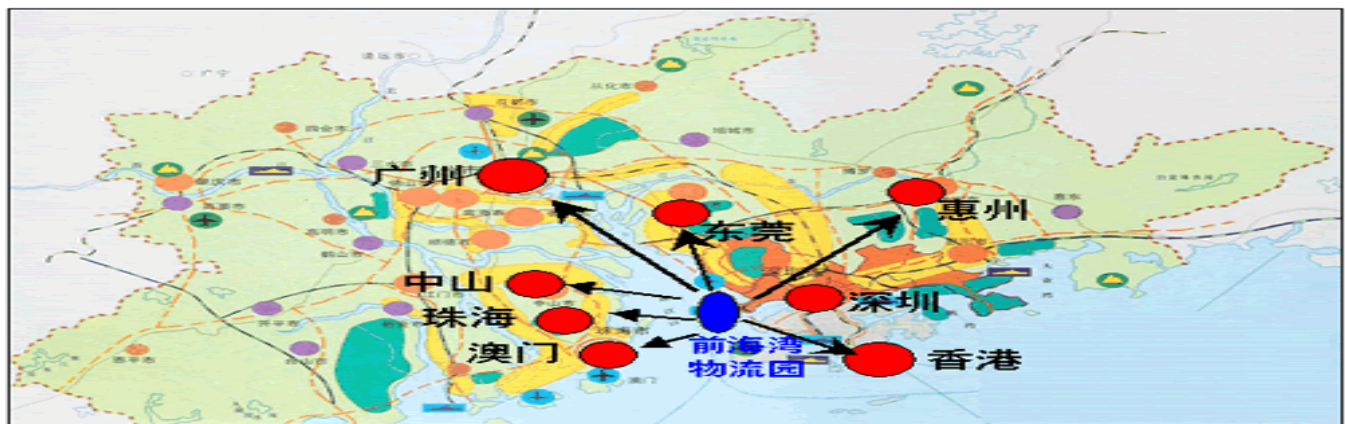
華南物流的綠色通道業務，轉關接駁，倉儲業務將得到繼續發展，未來的營運規模進一步提高，華南物流將成為珠江三角洲地區，具備出口監管功能，保稅功能和國際進出口貨運代理權的物流中心。

西部物流將受益於深港西部通道開通

西部物流園享有便捷的運輸網路

西部物流園區為深圳七大物流園區之一，占地 40 萬平方米，為深圳西部港區的運作提供倉庫儲存方面的支援。

圖 12：西部物流地圖



資料來源：公司資訊，第一上海

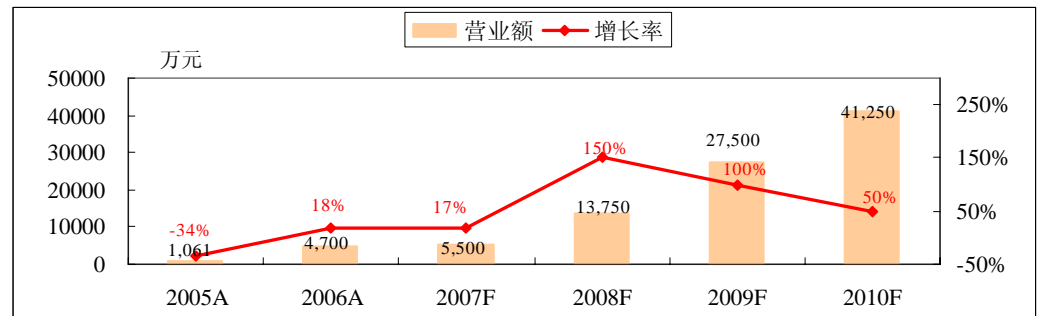
西部物流租金逐年增長

西部物流自成立以來開展了倉儲，集裝箱堆場，土地出租等項目的經營，收入大多來自倉儲的租金。

在 2006 年底，西部物流已完成收購西部物流園區 40 萬平方米土地的所有手續，並積極籌畫建設物流園區內的主體物流項目。首期倉庫項目為建設一棟兩層的框架結構倉庫，建設面積約 3.7 萬平方米，預計 2007 年底能夠完工並投入使用。

西部物流園計畫在 2010 年前總計投入 37.2 萬平方米的土地用於倉儲業務，因而營業額有 10 倍的增長空間，對未來收入的增長提供了保障。

圖 13：西部物流 2005 年—2010 年營業額及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

西部物流將長期受益於深港西部通道開通

深圳是香港與內陸地區聯繫的必經之路，2007 年 7 月 1 號，深圳和香港的第四條跨境陸路通道深港西部通道正式通車，西部通道作為深港之間的物流主通道的功能將日益顯現。

西部通道開通後，深港之間陸路運輸服務的倉儲設施將逐步轉移至前海灣物流園區內。西部物流將利用其優越的地理位置及市場環境，結合利用深港西部通道「一地兩檢」的高效通關模式，西部物流將確立建設「深港國際物流園」的發展戰略，提供海、空、陸運跨境貨物集散、流通加工、配送、轉運、資訊等物流增值服務。

機場快件是航空物流園區的重要項目之一

機場快件是深圳市航空物流園區的重要項目

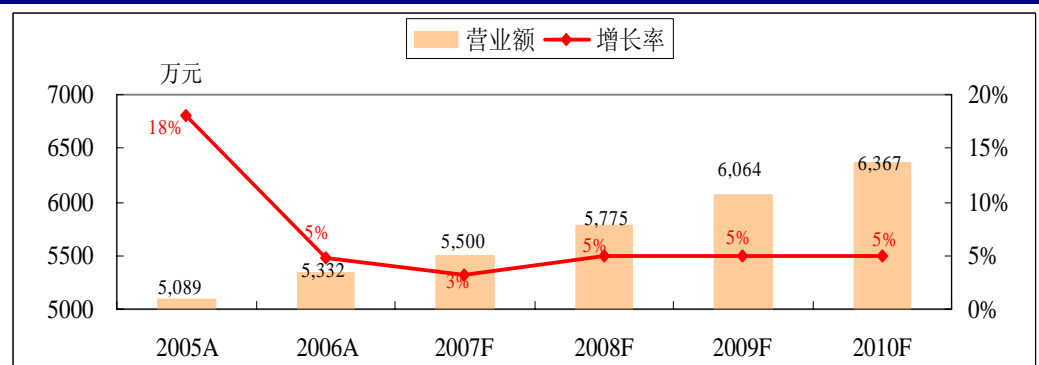
公司持有機場快件 50% 的股權，它是深圳市七大物流園區之一的航空物流園區的重要項目之一，負責經營管理位於深圳機場的國際快件海關監管中心，為海關，檢驗檢疫和快件企業提供海關協調服務，設備，設施及配套的相關服務，現場查驗輔助服務，倉儲服務及資訊服務。

擴大進口快件處理量

機場快件中心的營業額，盈利水準自 2004 年的 2,144 萬元到 2006 年的 2,130 萬元，一直保持平穩增長。其中，進口快件處理量 2006 年較 2005 年增長 60%，2007 年中期又較去年同期上升 42%，因為進口處理的收費較出口處理的收費為高，對機場快件中心整體收入的增長起了積極的作用。

公司未來將繼續擴大進口快件的處理量，降低出口快件的處理量，提高盈利水準。

圖 14：機場快件 2005 年—2010 年營業額及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

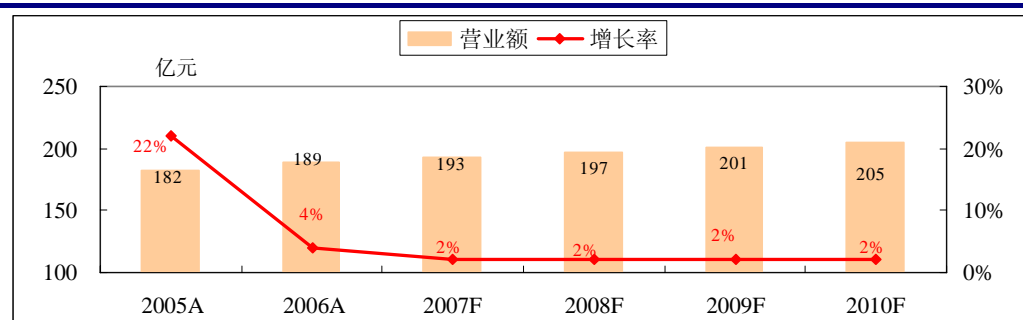
其他物流業務的業績有望逐步提升

其他物流業務，經營業績有望逐步提升

公司的其他物流業務主要為客戶提供第三方物流及運輸配套服務，物流資訊軟體系統的研究和建立，以及企業資料交換分流平臺的構建等服務。

其中，全程物流的營業額由 2003 年的港幣 1.16 億元提高到 2006 年的港幣 1.89 億元，此後將保持穩定增長。全程物流提供海陸空鐵多式運輸倉儲、配送、分撥、轉運受託管理及外包運營等多項服務，能夠提供面向華南輻射全國的區域倉儲、配送和異地倉管理等服務。

圖 15：全程物流 2005 年—2010 年營業額及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

鵬海運營業收入持續增長

全程物流持有的 78% 權益的鵬海運，主營業務收入由 2003 年的港幣 1,217 萬元增加到了 2006 年的港幣 2,596 萬元。於本期間，鵬海運積極發展海運商務網項目，基本完成專案的整體框架及系統功能開發，並全面進入市場推廣工作之中，根據客戶意見務求完善整個系統的功能，這嶄新的服務系統將帶領行業進入新里程碑。

中信飛馳成爲中海殼牌主要合作夥伴

全程物流於 2006 年 7 月完成以港幣 3,863 萬元收購中信飛馳 43% 的股本權益。中信飛馳自 2003 年年底成立至今主要是爲中海殼牌石油化工有限公司南海石化專案的前期建設做配套的物流服務。

隨著 2006 年 3 月底中海殼牌項目的正式投產，中信飛馳繼續和其保持了物流合作夥伴關係，成爲其投產後在物流運輸業務方面的主要合作夥伴之一，因此我們預期中信飛馳的經營業績有望逐步提升。

深圳航空是中國效益及服務最佳的航空公司

由全程物流參股的深圳航空公司，以深圳機場爲基地，擁有 16 架最先進的波音系列飛機，其客運、貨運影響力已經可以直達國內所有經濟中心城市、旅遊城市，而且是國內連續多年的效益及服務最佳的航空公司。

深圳航空公司專門擬訂了航空貨運物流的發展戰略，重點啓動和發展航空貨運業務，支援全程物流綜合物流服務中航空運力的建設。

高速公路資產質地優良，盈利穩步上升

公司持有深高速，武黃高速及龍大高速股權

深高速擁有覆蓋深圳，連接深港及輻射珠江三角洲地區的公路主通道

本集團的收費公路業務由持有 50.02% 權益的深圳高速，持有 45% 權益的武黃高速，及持有 89.93% 權益的龍大高速組成，都是國家幹線公路網的重要組成部分。

深圳高速主要從事中國收費公路及道路的投資、建設及經營管理，其在深圳市和廣東省其他地區經營和投資的收費公路專案均是廣東省幹線公路網的重要組成部分。其中深圳地區 7 個運營專案占 2006 年通行費收入的 84%。其在廣東省外的三個項目位於湖北，湖南和江蘇三省的武漢，長沙及南京。

表 5：深高速主要資產

收費公路	權益	長度(公里)	車道	狀況	開始運營時間	特許經營至
梅觀高速	100%	19.3	6, 4	營運	1995年5月	2027年3月
机荷西段	100%	21	6	營運	1999年5月	2027年3月
机荷東段	55%	23.3	6	營運	1997年10月	2027年3月
鹽壩高速A&B	100%	18.8	6	營運	2001年4月	2031年12月
水官高速	40%	20.14	6	營運	2002年2月	2025年12月
水官延長段	40%	5.25	6	營運	2005年10月	2025年12月
鹽排高速	100%	15.2	6	營運	2006年5月	2027年3月
陽茂高速	25%	79.76	4	營運	2004年11月	2027年11月
廣梧高速	30%	36.5	4	營運	2004年12月	2027年11月
江中高速	25%	38.82	4	營運	2005年11月	2027年11月
廣州二環	25%	42.09	6	營運	2006年12月	
武黃高速	55%	70.3	4	出售	1997年9月	2022年9月
長沙環路	51%	34.52	4	營運	1999年11月	2029年12月
南京長江三橋	25%	15.6	6	營運	2005年10月	2030年10月
南光高速	100%	31.2	6	在建		
鹽壩高速C段	100%	9.8	6	在建		
清連高速	76.37%	215.85	4	在建		

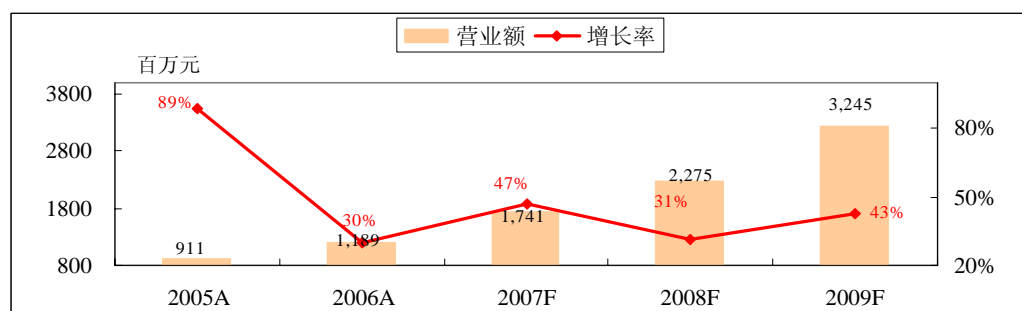
資料來源：公司資訊，第一上海

深高速路費收入遞增，2009年為業績爆發年

近年來，龍大高速，常虎高速，水官延長段，鹽排高速，南坪一期，深港西部通道等先後通車，深圳及周邊地區的快速幹線網路已經基本形成，公路網路的完善使公司的總體車流量增加，能有效促進路費收入的增加。

公司在建的清連高速，南光高速以及鹽壩 C 段建成後，營運里程擴大一倍，預計深高速 2009 年的收入會有爆發性增長，2009 年的收入將為 2006 年的 2.7 倍。

圖 16：2005-2009 年深高速營業收入及盈利增長



資料來源：公司資訊，第一上海

武黃高速收入提升

武黃高速是連接武漢和黃石的重要骨幹線。于 2007 年上半年，武黃高速的主營業務收入及除稅及財務成本前盈利分別為港幣 1.85 億元及港幣 8,600 萬，較去年增長 28% 及 49%，本集團應占部份分別約為港幣 8,300 萬元及港幣 3,900 萬元。

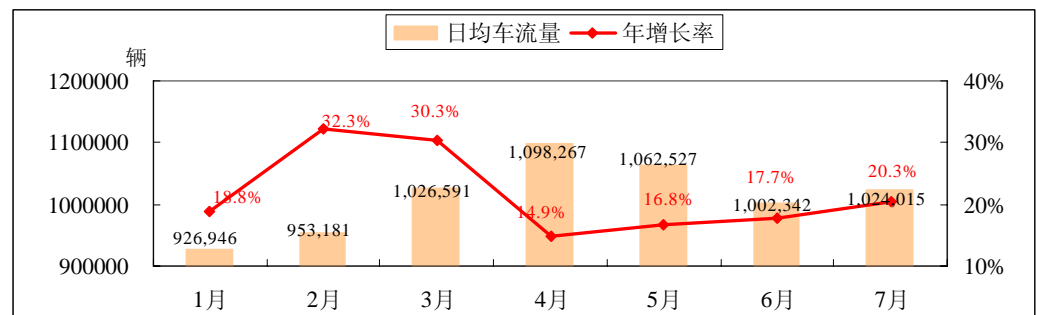
由於湖北省自 2006 年 4 月起開始實施計重收費政策，對貨車收費方式的改變以及對超載貨車實施懲罰性的收費政策，為武黃高速的路費收入帶來可觀的增長。

武黃高速公路車流量有望持續增長

2007 年上半年，湖北省的本地生產總值較去年同期增長了約 12%，仍然保持大幅增長，並較全國平均水準為高；湖北省公路貨物及旅客的周轉量分別達 143 億噸公里及 209 億人公里，較去年同期上升 11% 及 12%，公路客運及貨運量的大幅增長對武黃高速的車流量及路費收入帶來了增長動力。

目前，湖北省交通廳積極爭取建成九路一橋的基建，為未來高速公路通車總里程帶來新的突破，而即將於 2007 年建成完工的路段，尤其是陽羅長江大橋的開通，能拉近武黃高速與其他機場及電廠的距離，將更直接地為武黃高速車流量帶來增長。隨著湖北及全國高速公路網的不斷完善，武黃高速作為湖北省東西向的交通大動脈，車流量及路費收入增長必將會更上一個新階段。

圖 17：武黃高速 2007 年前 7 月日均車流量及年增長率



資料來源：公司資訊，第一上海

龍大高速地理位置優越，07 年底福龍路開通後，其車流量及路費收入可望顯著增長

龍大高速地理位置優越，是深圳通往東莞及珠江三角洲的重要出口通道之一，是繼廣深高速，莞深高速之後深莞之間又一南北走向幹道，被稱為第二條廣深線。龍大高速公路的建成通車是深圳「一橫八縱」快速路網和「七橫十三縱」幹線路網建設的重要成果，其全線通車有效緩解廣深高速公路、107 國道和松白一級公路等幹道交通壓力，改善深圳西北部地區的交通路網結構，對推動區域社會經濟持續、穩步發展有深遠意義。

龍大高速公路獲授予收費年限為自 2005 年 10 月起 22 年。自 2005 年第 4 季度開通，龍大高速公路的車流量及路費收入取得顯著增長。截至 2006 年 12 月 31 日止年度的日均車流量及日均收入分別約 23,000 輛及人民幣 183,000 元；而 2007 年上半年的 6 個月的日均車流量及日均收入分別約為 47,000 輛及人民幣 572,000 元。

根據政府規劃，連接龍大高速和深圳市福田中心區的福龍快速路將於 2007 年底開通，該公司全長 14.38 公里，雙向 6 車道，屬於免費城市快速幹線，我們預期福龍路開通後，對龍大高速的車流將起正面的影響，車流有望提高 1 倍左右。而未來收入將持續提高。

此外，公司收購龍大高速的成本是 6,600 萬/公里，相比於同質路段梅觀高速的 1 億/公里和南光高速 1.02 億/公里的建造價值，收購價格非常低廉。

圖 18：龍大高速地理位置



資料來源：公司資訊，第一上海

出售非核心業務，集中資源於物流和基建行業

公司將積極把握增持物流資源的契機

深圳市於 2006 年 7 月啟動了全市事業單位的改革，超過 300 家資產淨值合共約人民幣 80 億元的市屬企業及事業單位被劃歸深圳市國有資產監督管理委員會，當中包括若干優質高速公路與物流基建項目，業務與本集團主營物流業務相符。

公司將積極把握這一增持物流資源的契機，在深圳市國資委及深圳政府的支持下，通過收購物流基建類資產及介入深圳市物流園區的快速發展，分享區域經濟增長帶來的資源價值提升及資產回報增長。公司在增持西部物流股權的同時，也積極增加對華南國際物流有限公司以及優質收費公路資產的投資。

逐步出售南玻股權

為進一步集中資源于主營物流業務，本集團正逐步減少對非核心業務的投資，並正積極處理南玻集團的股權。

於本期間，本集團已出售所持的南玻集團 13% 的股權 B 股，獲出售利潤約港幣 8,055 萬元，出售所持的南玻集團流通 A 股合共 32,028,044 股，實現稅前盈利約港幣 5.37 億元。此外，出售所持天津南玻工程玻璃有限公司 25% 股權的工作，收回資金擬用於下一步對主營物流業務的投資與收購。

未來計畫出售深圳航空的股權

公司於 2002 年以 3,500 萬人民幣購買深圳航空 10% 的股權，這幾年的累計分紅為 8,000 萬元，已經遠遠超過成本。

公司計畫在深圳航空未來上市後將所持股權賣出，將所得資金用於物流園的收購和發展中。

有意收購大鏞灣物流園及南京的物流項目

公司現在積極尋求收購優質的物流資源，在深圳境內，公司有意收購大鏞灣的物流園，該物流園處於初步建設階段，是服務于正在建設中的大鏞灣港區港口集裝箱國際物流園，一期工程占地將達 100 多萬平方米，與現有的西部物流園區地理位置十分接近，能夠產生協同效應。

同時，公司正在考察南京的物流園區，希望能夠將業務範圍擴大到廣東以外。

盈利預測和估值

深高速併入合併報表，
分部估值

公司增持深高速股權到 50.02%，深高速併入財務報表。

1. 深高速及武黃高速按 DCF 估值，具體參照 0548 的報告。
2. 龍大高速按 DCF 估值，預計 2007 年較 2006 年車流增長 1 倍，2008 年較 2007 年車流增長 50%，其後保持穩定。
3. 物流園區按 DCF 分部估值。
4. 全程物流按 DCF 估值，假設每年營業額保持 2% 的穩定增長。
5. 南玻集團按市值入賬。
6. 分部加總算出每股價值後，給予 35% 的折讓。

表 7：深圳國際分部收入假設

港币(百万)	2006A	2007F	2008F	2009F	2010F
华南物流					
仓储业务	21	40	104	154	206
空箱堆场业务	24	34	51	72	101
转关接驳业务	15	39	60	92	142
绿色通道收入		9	19	30	42
西部通道	47	55	14	28	41
全程物流	189	193	197	201	205
机场快件中心	53	55	58	61	64
龙大高速					
日均车流量(千辆)	23	50	75	83	87
日均每车收费(元)	8	12	13	14	15

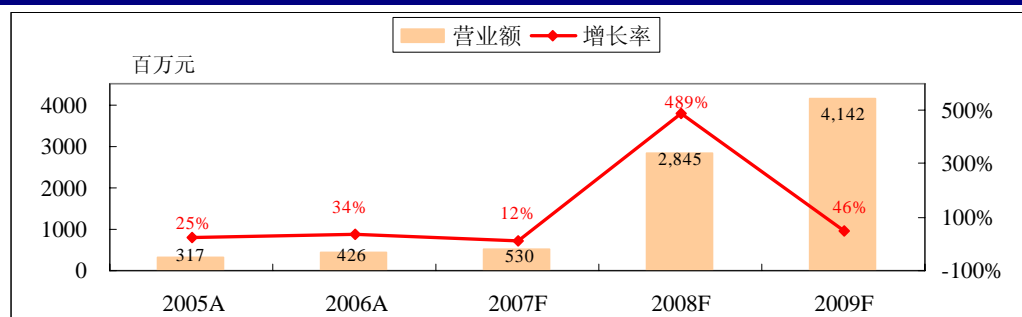
資料來源：公司資訊，第一上海

營業額三年翻倍，年均
複合增長超過 40%

根據我們的假設條件，我們計算出公司未來三年的營業收入增長幅度均超過 40%。主要原因是物流園及收費公路項目的快速發展。

到 2009 年，公司的營業收入接近 41.42 億港元，較 2006 年的營業額增加近 16 倍。

圖 19：2005-2009 年營業額和年增長率

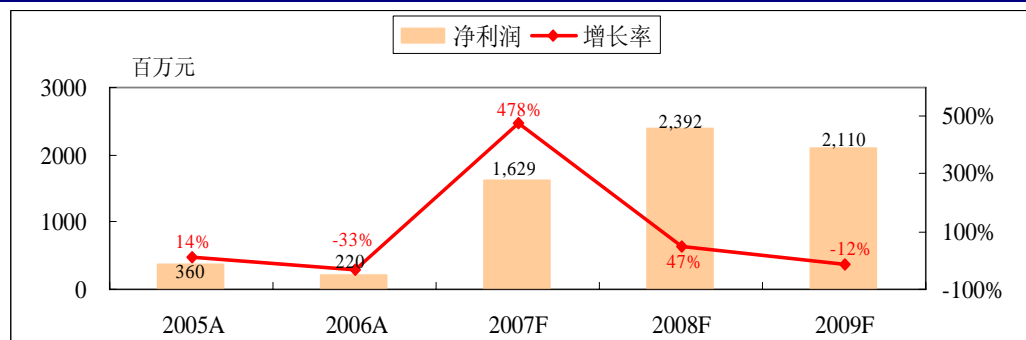


資料來源：公司資訊，第一上海

2009年將是公司收入和盈利爆發年

公司未來幾年是業績爆發年，2009年公司的淨利潤可望達到人民幣12.1億元，較2006年增長將近5.5倍。

圖 20：2005-2009年淨利潤和每股盈利



資料來源：彭博，第一上海

DCF 估值

分部估值每股價值為 1.48 港元

深圳國際專注於物流園及收費公路業務，我們根據其不同的業務按現金流折現方法計算物流園及高速公路專案，按市值計算所持南波集團的股權價值，按市盈率法估計深圳航空的股權價值，然後按權益比例來合併計算公司擁有的所有股權的現金總價值。

我們計算出深圳國際的每股價值為 1.48 港元。

表 8：公司估值

項目	權益	估值方法	WACC	現值
華南物流	100%	DCF	10.25%	8,797
西部物流	60%	DCF	10.25%	1,688
全程物流	100%	DCF	10.25%	120
機場快件中心	50%	DCF	10.25%	128
龍大高速	90%	DCF	10.25%	2,527
深高速	50%	DCF	10.25%	11,140
武黃高速	45%	DCF	10.25%	1,284
			08年盈利	20PE
深圳航空	10%	PE	500	1,000
南波集團	13%	市值		3,282
合計				29,966
估計淨負債(百萬)				2,000
淨資產值(百萬)				31,966
流通股數(百萬)				14,093
每股淨值(港幣元)				2.28
折讓35%				0.80
目標價				1.48

資料來源：公司資訊，第一上海

敏感性分析

根據敏感性分析，在樂觀的情況下，公司的目標價能夠到達 1.6 港幣，在保守的估計下，公司的目標價為 1.22 港幣

表 9：敏感性分析

		車流量	
		增加 5%	降低 5%
加權平均資本成本 (WACC)	降低 1%	1.6	1.55
	降低 2%	1.77	1.7
	增加 1%	1.34	1.31
	增加 2%	1.29	1.22

資料來源：公司資訊，第一上海

同業比較

同業比較，估值富有吸引力

我們將深圳國際的市盈率和市淨率 and 香港的同行做了比較。按 2008 年的動態市盈率來看，深圳國際遠低於行業平均水準，由 2006 年的靜態市淨率看，高於行業平均，但是，在 2008 年深高速合併報表後，深圳國際的市淨率有望降低。

深圳國際最近三年的平均營業收入增長率將達到 50%，公司物流園區倉儲業務發展迅速，高速公路項目收入穩定增長，公司的估值水準有較強吸引力。

表 7：同業比較

公司名称	代码	货币	股价	总市值	08年市盈率	06年市净率
北京控股	392	HKD	39.3	44,657	26	3.02
越秀投资	123	HKD	2.57	22,199	15	1.91
粤海投资	270	HKD	4.62	30,759	14	2.43
平均值					18	2.45
深圳国际	152	HKD	1.06	17,290	6	4.08

資料來源：彭博，第一上海

投資建議

首次評級為買入，目標價格 1.48 港元

我們將深圳國際未來 12 個月的目標價設定為 1.48 港元，該目標價按 08 年預期每股盈利計算的市盈率為 9 倍，以及 09 年預期每股盈利計算的市盈率為 10 倍。

深圳國際 1.06 港元的現價僅相當於 2008 年每股盈利 6 倍的市盈率水準，及 2009 年每股盈利的 7 倍市盈率水準。

深圳國際現價與目標價 1.48 港元相比，有 40% 的上升空間。我們看好物流行業及公司的未來發展前景，我們給予它的首次投資評級為買入。

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	317	426	530	2,845	4,142	盈利能力					
营业税	0	0	(53)	(35)	(50)	经营利润率 (%)	29%	30%	33%	50%	58%
营业额	317	426	477	2,810	4,092	EBITDA 利润率 (%)	43%	37%	315%	106%	70%
经营成本	(225)	(298)	(300)	(1,399)	(1,680)	净利率 (%)	114%	52%	307%	84%	51%
营业利润	92	128	177	1,411	2,412	营运表现					
其他收入	139	91	2,000	1,700	1,300	SG&A/收入 (%)	24%	21%	11%	5%	3%
财务开支	(21)	(134)	(200)	(291)	(416)	库存周转	4.2	0.0	0.0	349.8	420.0
联营公司	254	256	266	(20)	(20)	应付账款天数	227.7	163.1	240.0	265.0	225.0
管理费用	(77)	(88)	(60)	(130)	(130)	应收账款天数	134.2	137.7	127.0	31.8	24.7
其他费用	(23)	(20)				财务状况					
税前盈利	364	233	2,183	2,670	3,146	负债/权益	0.42	0.47	0.19	1.44	1.31
所得税	(4)	(10)	(550)	(787)	(439)	收入/总资产	0.07	0.08	0.07	0.12	0.17
少数股东应占利润	0	(3)	(4)	(402)	(597)	总资产/股本	1.44	1.49	1.23	2.91	2.79
净利润	360	220	1,629	2,392	2,110	盈利对利息倍数	4.39	0.96	0.89	4.85	5.80
折旧及摊销	43	30	40	626	801	增长					
EBITDA	135	158	1,669	3,018	2,911	总收入 (%)	25%	34%	12%	489%	46%
每股盈利 (元)	0.03	0.02	0.12	0.17	0.15	EBITDA (%)	20%	17%	956%	81%	-4%
增长						每股收益 (%)	14%	-33%	478%	47%	-12%
总收入 (%)	25%	34%	12%	489%	46%						
EBITDA (%)	20%	17%	956%	81%	-4%						
每股收益 (%)	14%	-33%	478%	47%	-12%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	05年	06年	07年	08年	09年		05年	06年	07年	08年	09年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	262	882	3,000	4,300	4,300	EBITDA	135	158	1,669	3,018	2,911
应收账款	118	163	187	251	284	融资成本	(21)	(134)	(200)	(291)	(416)
存货	54	0	3	4	4	营运资金变化	0	2	38	765	(13)
预付租金和其他	5	179	92	102	122	其他	(69)	37	186	(193)	(480)
总流动资产	438	1,224	3,282	4,657	4,710	所得税	(4)	(10)	(550)	(787)	(439)
固定资产						营运现金流	41	14	1,143	2,512	1,563
固定资产	525	575	1,210	15,382	16,432	资本开支	(200)	(230)	(357)	(4,007)	(1,821)
联营公司投资	3,505	3,581	3,600	3,600	3,600	其他投资活动	(178)	345	843	442	258
总资产	4,468	5,380	8,092	23,639	24,742	投资活动现金流	(378)	115	486	(3,565)	(1,563)
短期负债						长期贷款变化	440	(37)	300	3,264	(336)
应付帐款	142	135	200	1,030	1,050	短期贷款变化	(57)	(1)	300	115	100
短期银行借款	263	140	300	1,727	1,787	股息	(57)	(62)	(73)	(427)	(693)
其他短期负债	19	613	67	63	67	其他融资活动	38	592	(38)	(599)	929
总短期负债	424	888	567	2,820	2,904	融资活动现金流	364	492	489	2,353	0
长期银行贷款	347	289	250	8,480	8,300	现金变化	28	620	2,118	1,300	0
其他长期负债	525	513	401	401	401	期初持有现金	234	262	882	3,000	4,300
总负债	1,297	1,690	1,218	11,701	11,605	期末持有现金	262	882	3,000	4,300	4,300
少数股东权益	72	77	80	3,805	4,268						
股东权益	3,099	3,613	6,579	8,133	8,869						
负债权益合计	4,468	5,380	7,877	23,639	24,742						

資料來源：公司資訊，第一上海

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2007 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。