



深圳国际

土地价值可观，盈利快速增长，重申推荐

观点聚焦

投资建议

考虑深圳国际基本面增长强劲，以及巨大土地升值潜力，我们利用分类加总法对公司进行重新估值，提升目标价至 17.48 港元，重申推荐。

理由

土地价值可观：深圳国际拥有三块总估值 140 亿元（8.18 港元/股）的地块：1）前海一期项目：已经准备开发 39,000 平米的盈利地块。深圳国际所占权益价值为 21 亿元（1.26 港元/股）。2）34.2 万平米的西部物流园地块：今年有望公布开发计划，估值为 90 亿元（5.25 港元/股）。3）梅林关项目：深圳国际所占权益价值为 29 亿元（1.67 港元/股）。

短期内，深圳国际或将通过出售上述项目的部分股权，释放土地收益，我们预计 2017 年或将产生 5.6 亿港元~14 亿港元的一次性收益（2016 年土地处置收益为 4.86 亿元）。

深圳航空驱动盈利增长：深圳国际持有深圳航空 49% 的股权，我们预计 2017 年该部分投资收益有望同比增长 73%，占深圳国际总盈利增长的 100%。我们预测深圳航空增长主要基于：1）客座率攀升，机票价格稳定；2）人民币贬值幅度收窄。

看好物流园区板块：1）国内现代化仓储供给不足；2）2016 年新建成的城市综合物流港经营表现良好；3）2017 年和 2018 年将分别增加 5/8 个物流港。

2017 年收费公路板块加速增长，主要因为财务成本趋稳。

盈利预测与估值

分别上调 2017 年和 2018 年盈利预期 5% 和 8%，盈利对应同比增速分别为 29% 和 8%。我们的盈利预测为较一致预期高 22%，主要由于我们对深圳航空的预期更加乐观。利用分类加总估值法，上调目标价 15% 至 17.48 港元，对应 2017 年预测市盈率 12.6 倍。当前股价对应 9.3 倍的 2017 年预测市盈率，股息收益率为 4.3%，具备吸引力。重申推荐。

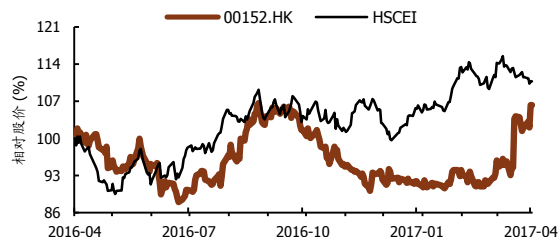
风险

人民币大幅贬值，原油价格大幅上涨。

维持推荐

股票代码 00152.HK
 评级 推荐
 最新收盘价 港币 13.00
 目标价 港币 17.48

52 周最高价/最低价 港币 13.20~10.74
 总市值(亿) 港币 250
 30 日均成交额(百万) 港币 66.68
 发行股数(百万) 1,958
 其中：自由流通股(%) 100
 30 日均成交量(百万股) 5.39
 主营行业 仓储物流



(港币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	6,738	7,787	8,236	9,067
增速	5.8%	15.6%	5.8%	10.1%
归属母公司净利润	2,198	2,116	2,723	2,931
增速	-1.4%	-3.8%	28.7%	7.6%
每股净利润	1.16	1.10	1.39	1.50
每股净资产	9.55	9.66	10.48	11.42
每股股利	0.50	0.44	0.55	0.60
每股经营现金流	1.12	2.37	0.94	2.91
市盈率	11.2	11.8	9.3	8.7
市净率	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	6.1	6.5	6.0
股息收益率	3.7%	3.3%	4.3%	4.6%
平均总资产收益率	4.1%	3.5%	4.4%	4.5%
平均净资产收益率	12.3%	11.5%	13.9%	13.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫，CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

李若木

分析师

ruomu.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516030001

丁泽

联系人

ze.ding@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116100053



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表				
营业收入	6,738	7,787	8,236	9,067
营业成本	-3,873	-4,657	-5,295	-5,799
营业费用	-73	-73	-77	-85
管理费用	-495	-510	-535	-562
其他	0	0	0	0
营业利润	3,703	3,525	3,229	3,401
财务费用	-693	-996	-602	-583
其他利润	789	1,225	1,826	2,075
利润总额	3,799	3,755	4,454	4,894
所得税	-736	-838	-994	-1,092
少数股东损益	-864	-801	-737	-871
归属母公司净利润	2,198	2,116	2,723	2,931
EBITDA	5,803	6,423	6,768	7,330
扣非后净利润	1,117	1,451	2,100	2,293
资产负债表				
货币资金	13,254	8,254	6,048	6,908
应收账款及票据	1,879	2,243	2,372	2,611
存货	1,399	2,919	3,320	3,636
其他流动资产	5,129	8,592	8,479	8,479
流动资产合计	21,661	22,009	20,219	21,635
固定资产及在建工程	3,962	4,234	6,417	3,247
无形资产及其他长期资产	33,375	34,498	36,113	41,921
非流动资产合计	37,337	38,732	42,530	45,168
资产合计	58,998	60,741	62,749	66,803
短期借款	3,876	4,809	4,000	4,000
应付账款	3,613	7,448	5,071	6,346
其他流动负债	569	563	635	697
流动负债合计	8,059	12,819	9,705	11,043
长期借款	9,161	7,575	10,075	10,075
非流动负债合计	22,240	19,486	21,990	21,988
负债合计	30,298	32,305	31,695	33,031
股本	7,626	8,324	8,324	8,324
未分配利润	10,535	10,311	12,192	14,039
股东权益合计	18,160	18,634	20,515	22,362
负债及股东权益合计	58,998	60,741	62,749	66,803
现金流量表				
税前利润	3,799	3,755	4,454	4,894
折旧和摊销	1,311	998	1,712	1,854
营运资本变动	1,315	1,999	-2,798	782
其他	-4,294	-2,186	-1,536	-1,836
经营活动现金流	2,130	4,566	1,833	5,693
资本开支	-3,636	-824	-6,305	-3,961
其他	1,156	-1,658	713	-658
投资活动现金流	-2,480	-2,483	-5,592	-4,619
股权融资	19	698	0	0
银行借款	-2,710	-654	1,691	0
其他	9,334	-2,539	-138	-214
筹资活动现金流	6,643	-2,494	1,553	-214
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	6,293	-411	-2,206	860

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	5.8%	15.6%	5.8%	10.1%
营业利润	-23.0%	-4.8%	-8.4%	5.3%
EBITDA	-16.5%	10.7%	5.4%	8.3%
净利润	-1.4%	-3.8%	28.7%	7.6%
盈利能力				
毛利率	42.5%	40.2%	35.7%	36.0%
营业利润率	54.9%	45.3%	39.2%	37.5%
EBITDA 利润率	86.1%	82.5%	82.2%	80.8%
净利润率	32.6%	27.2%	33.1%	32.3%
偿债能力				
流动比率	2.69	1.72	2.08	1.96
速动比率	2.51	1.49	1.74	1.63
现金比率	1.64	0.64	0.62	0.63
资产负债率	51.4%	53.2%	50.5%	49.4%
净债务资本比率	净现金	14.5%	25.8%	21.2%
回报率分析				
总资产收益率	4.1%	3.5%	4.4%	4.5%
净资产收益率	12.3%	11.5%	13.9%	13.7%
每股指标				
每股净利润 (港元)	1.16	1.10	1.39	1.50
每股净资产 (港元)	9.55	9.66	10.48	11.42
每股股利 (港元)	0.50	0.44	0.55	0.60
每股经营现金流 (港元)	1.12	2.37	0.94	2.91
估值分析				
市盈率	11.2	11.8	9.3	8.7
市净率	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	6.1	6.5	6.0
股息收益率	3.7%	3.3%	4.3%	4.6%

公司简介

深圳国际是由深圳市人民政府国有资产监督管理委员会控股的国有企业。公司主要从事物流交通基础设施的投资、建设和运营，包括物流园、高速公路、物流服务和港口运营。此外，公司持有深圳航空的 49% 股份。除目前 6 个已有物流园区外，公司正积极推进“中国城市综合物流港”的建设，在全国布局 10 个新物流中心。



目录

前海地块土地价值可观，将逐渐释放收益	4
前海一期项目：占地 38,800 平米的商住地块近期将产生收益	4
西部物流园：位于前海地区，占地 342,000 平米的工业用地	6
梅林关项目	7
深圳航空盈利保持高速增长	9
客座率攀升，机票价格稳定	9
人民币贬值趋于稳定	10
仍然看好城市综合物流港	11
2016 年新开综合物流港经营表现良好	11
2017 年和 2018 年预计将分别新开 5 家和 8 家物流港	11
一次性因素的负面影响消除，利好板块 2017 年增速	12
收费公路板块加速增长	13
盈利预期及估值	14

图表

图表 1：土地总估值以及一次性收益预期	4
图表 2：前海一期项目土地价值（第一部分）	5
图表 3：前海一期项目土地价值（第二部分）	6
图表 4：西部物流园土地估值	7
图表 5：梅林关项目地块估值（住宅用地）	8
图表 6：各航空公司历史客座率	9
图表 7：三大航空公司供需增速：国内市场	9
图表 8：总体乘客吞吐量和机票价格同比增速	10
图表 9：物流中心扩张规划	11
图表 10：物流园盈利和增速预期	12
图表 11：盈利预期调整	14
图表 12：各板块利润及增速	15
图表 13：2016 年净利润拆分结构	15
图表 14：2017 年净利润拆分结构	15
图表 15：分类加总法	16
图表 16：历史市盈率和市净率	16
图表 17：可比公司估值	17



前海地块土地价值可观，将逐渐释放收益

目前,深圳国际在深圳的三个地块具备可观的升值空间。预计土地总估值 **140 亿元(8.18 港元/股)**。1)前海项目一期: 在前海拥有占地 38,800 平米的商住用地; 2)西部物流园: 在前海拥有占地 342,000 平米的工业用地, 以及 3)梅林关项目。

我们认为公司将通过出售部分土地股权, 逐步释放土地收益。2016 年, 公司出售 1.26 万平米地块 50% 的股权, 获得 4.86 亿港元的收益。根据我们的测算, 公司 **2017 年** 将通过处置上述三个项目部分权益获得 **5.6 亿~14.4 亿港元** 的收益。

图表 1: 土地总估值以及一次性收益预期

项目	总价值 (百万元)	深国际权益价值 (百万元)	每股价值 (港元/股)	2017年可能税后净收益 (百万元)	2017年可能税后净收益 (百万港元)
梅林关项目	5,597	2,854	1.67	787	880
西部物流园	29,861	8,958	5.25		
前海项目一期	3,853	2,147	1.26	504	564
总计	39,311	13,959	8.18	1,292	1,443

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

前海一期项目: 占地 38,800 平米的商住地块近期将产生收益

深圳国际在西部物流园所在的前海地区拥有占地 380,000 平米的地块。2015 年 10 月, 深圳国际同前海政府签订土地整备框架协议, 首批占地 38,800 平米的土地已经被转为商业地块, 即前海项目一期。

根据深圳国际的开发计划, 前海一期项目总建面 100,000 平米, 其中 50,000 平米为住宅区, 35,000 平米为办公区, 15,000 平米为商业区。

2016 年, 深圳国际以 11 亿元对价出售住宅区 50% 的股权 (42,000 元/平米), 产生 4.86 亿港元的盈利。深圳国际仍持有 26,000 平米 (50,000 平米建面) 土地的 100% 股权, 我们认为该权益将继续为公司带来盈利。

- **公司有望通过住宅项目开发而获利。**2016 年, 深圳国际向深业置地 (地产开发商) 出售该地块 50% 的股权, 获得 4.86 亿港元的一次性收益。未来, 公司将同深业置地共同开发该地块 (1.26 万平米), 我们预期土地开发盈利将达到 **6.88 亿元 (0.4 港元/股)**, 有望在 **2019 年** 确认。



图表 2: 前海一期项目土地价值 (第一部分)

百万元	
开发土地面积 (万平方米)	1.3
建筑面积 (万平方米)	5.3
容积率	4.2
作为住宅开发价值	
总收入	5,333
住宅面积 (万平方米)	5.3
单位售价 (元/平方米)	100,000
土地及建安成本	-1,502
土地成本 (元/平方米)	21,172
建筑成本 (元/平方米)	7,000
管理、销售及其他费用	-300
土地增值税	-1,235
税前盈利	2,294
税后盈利	1,721
折价率	20%
折价后价值	1,377
股权比例	50%
归属于深国际的价值 (百万元)	688
每股价值 (港元/股)	0.40

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

- 前海一期项目中, 深圳国际仍持有 2.63 万平米土地 100% 的股权, 截至 2015 年底的账面价值约为 14 亿元。根据我们的测算, 该地块目前的市场价值约为 27 亿元。深圳国际公告将其开发成总建面 50,000 平米的商业地产, 其中包括建筑面积 35,000 平米的办公区和建筑面积 15,000 平米的商业区。

深圳国际表示可能出售部分该地块的股权 (2016 年也曾出售部分地块的股权)。如果深圳国际出售其余 2.63 万平米地块 50% 的股权, 2017 年将产生约 5 亿元 (税后) 的一次性收益。深圳国际仍将分享土地进一步开发的 50% 的收益。

土地总价值或达到 15 亿元 (0.85 港元/股), 其中包括土地使用权以及土地开发价值。



图表 3: 前海一期项目土地价值 (第二部分)

百万元	
开发土地面积 (万平方米)	2.6
建筑面积 (万平方米)	5.0
容积率	1.9
土地价值	
账面价值	1,345
增值率	100%
税后土地价值	1,009
归属于深国际的价值 (百万元)	1,009
每股价值 (港元/股)	0.59
开发价值	
总收入	5,000
住宅面积 (万平方米)	5.0
单位售价 (元/平方米)	100,000
土地及建安成本	-1,670
土地成本 (元/平方米)	26,398
建筑成本 (元/平方米)	7,000
管理、销售及其他费用	-334
土地增值税	-1,498
税前盈利	1,498
税后盈利	1,124
折价率	20%
折价后价值	899
股权比例	50%
归属于深国际的价值 (百万元)	449
每股价值 (港元/股)	0.26
总价值	
归属于深国际的总价值 (百万元)	1,458
总每股价值 (港元/股)	0.85

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

西部物流园: 位于前海地区, 占地 342,000 平米的工业用地

除前海一期项目占地 3.9 万平方米的地块以外, 深圳国际在前海地区的大部分土地 (34.2 万平方米) 仍属于工业用地。根据公司的公告, 深圳国际将同前海政府共享土地升值带来的价值, 合作模式有望在 2017 年公布。参考招商局蛇口 (同样拥有前海地块) 的情况, 我们认为深圳国际可能采取以下两项措施:

- ▶ **成立合资公司:** 招商蛇口在前海拥有 2.9 平方千米的地块, 并于 2016 年 6 月同前海政府共同成立合资公司, 各持股 50%, 合资公司将负责未来的土地开发。深圳国际可能效仿招商蛇口的做法, 同政府共同设立合资公司, 合作开发 342,000 平米的土地。
- ▶ **土地征收:** 前海政府将以住宅和商业用途对该地块进行重新估值, 土地升值价值将根据 4:6 的比例在深圳国际和前海政府间进行分配。重新估值后, 前海政府将收回土地, 并分给公司另外一块土地 (商住用地), 其价值等于原有土地作为工业用地总价值和 40% 的土地增值价值之和。该地块将小于此前的地块, 但是已经转换过土地性质。

根据我们的初步测算, 假设是深圳国际和前海政府各持有 342,000 平米地块 50% 的股权, 占地 342,000 平米的地块估值将达到 90 亿元 (5.25 港元)。



图表 4: 西部物流园土地估值

百万元	
开发土地面积 (万平方米)	34
建筑面积 (万平方米)	73
容积率	2.1
土地及开发价值	
总收入	73,000
住宅面积 (万平方米)	73.0
单位售价 (元/平方米)	100,000
土地及建安成本	-5,110
土地成本 (元/平方米)	-
建筑成本 (元/平方米)	7,000
管理、销售及其他费用	-1,533
土地增值税	-26,543
税前盈利	39,814
税后盈利	29,861
折价率	40%
折价后价值	17,916
股权比例	50%
归属于深国际的价值 (百万元)	8,958
每股价值 (元/股)	5.25

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

梅林关项目

梅林关项目地块有望在 2017 年开工建设, 并从 2019 年起贡献盈利。深圳国际直接持有该项目 51% 的股权, 并且通过深圳高速间接持有 25% 的股权。如果我们假设深圳国际将梅林关地块 100% 开发为住宅区, 该项目的总估值或将达到 56 亿元, 其中直接归属深圳国际的权益为 29 亿元 (1.67 港元/股)。

深圳国际可能出售该项目的部分股权, 在 2017 年获得一次性收益。梅林关地块的账面价值为 11,000 元/平米 (按建筑面积), 目前当地土地的均价为 22,000 元/平米 (按建筑面积)。梅林关项目的总建筑面积为 486,000 平米, 如果深圳国际出售梅林关项目 20% 的股权, 将另外获得 7.87 亿元 (税后) 的一次性收益。



图表 5: 梅林关项目地块估值 (住宅用地)

百万元	Meilinguan project
开发土地面积 (万平方米)	9.6
建筑面积 (万平方米)	48.6
容积率	5.1
住宅开发价值	
总收入	26,730
住宅面积 (万平方米)	48.6
单位售价 (元/平方米)	55,000
土地及建安成本	-8,602
土地成本 (元/平方米)	10,700
建筑成本 (元/平方米)	7,000
管理、销售及其他费用	-2,581
土地增值税	-6,219
税前盈利	9,328
税后盈利	6,996
折价率	20%
折价后价值	5,597
股权比例	51%
归属于深国际的价值 (百万元)	2,854
每股价值 (元/股)	1.67

资料来源: 公司资料、中金公司研究部



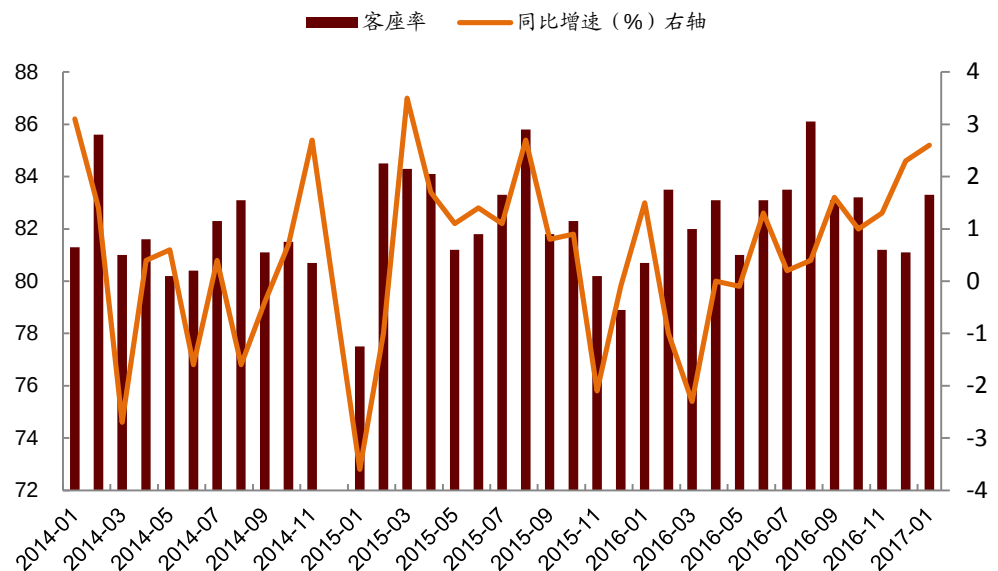
深圳航空盈利保持高速增长

深圳国际持有深圳航空 49% 的股权。深圳航空是深圳国际 2016 年业绩的主要驱动力, 运营利润增长 32%, 为深圳国际贡献 8.34 亿港元的净利润 (占净利润总额的 39%)。未来, 我们认为深圳航空的盈利有望保持快速增长, 或将成为 2017 年最重要的利润驱动力, 有望为深圳国际贡献 14 亿元的利润 (占净利润总额的 53%, 盈利增速达 100%), 同比增速达到 73%。

客座率攀升, 机票价格稳定

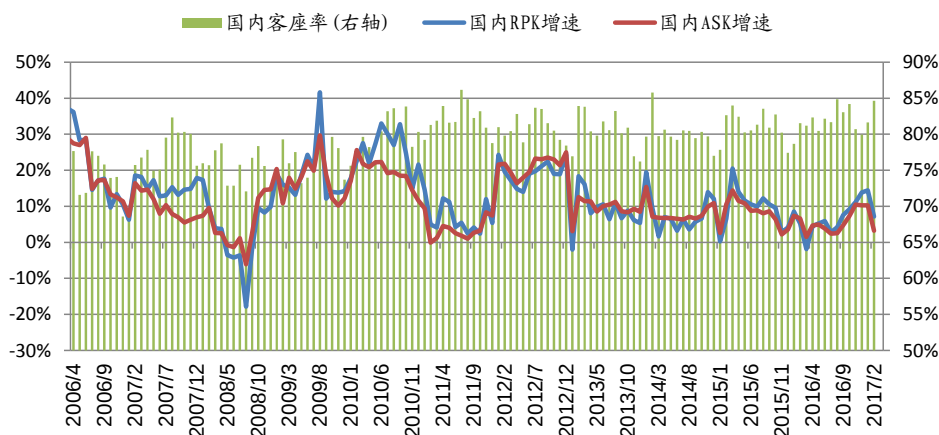
供需释放向好信号。根据中国民用航空总局的资料, 自 2016 年 8 月起, 国内航空公司的客座率同比增速开始保持增长, 2017 年 1 月份同比增长近 3 个百分点, 主要受到强劲需求的驱动。1 月和 2 月, 国内三大航空公司的 RPK 同比增长 10.7%, 高于去年同期的同比增长 6.8%, 国内 ASK 增速为 6.8%, 仅小幅低于 2016 年的 7.0%。

图表 6: 各航空公司历史客座率



资料来源: 中国民用航空总局, 中金公司研究部

图表 7: 三大航空公司供需增速: 国内市场

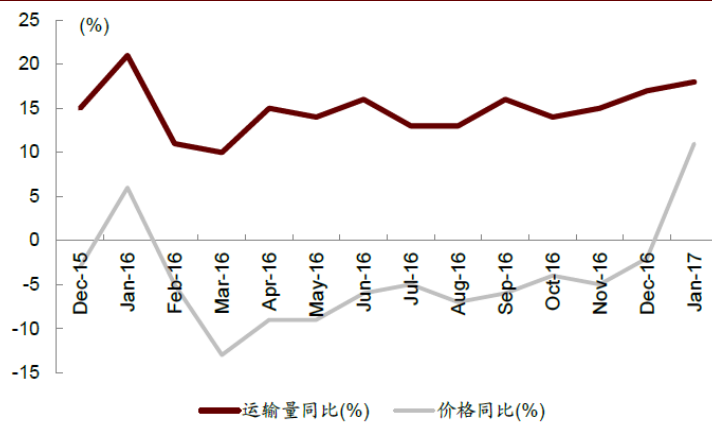


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



飞机票价释放企稳信号。2016 年 12 月机票价格同比增速延续自 2016 年下半年以来的降幅收窄趋势。国内航线, 2017 年 1 月机票价格同比提高 10%, 考虑到去年同比增长 13% 基数已经较高, 1 月增速小幅高于我们的预期。

图表 8: 总体乘客吞吐量 and 机票价格同比增速



资料来源: 中国航信、中金公司研究部

人民币贬值趋于稳定

根据中金宏观组的预测, 到 2017 年底人民币兑美元汇率或将达到 6.98, 同比贬值 0.6%。因此, 2017 年深圳航空的汇兑损失可能仅为 1 亿~1.5 亿元, 同比减少 85~90% (约 10 亿元)。

假设 2017 年深圳航空带来 14 亿港元的投资收益, 同比增速为 73%。



仍然看好城市综合物流港

深圳国际对于城市综合物流港有一整套完整详细的计划,并将按照计划不断推进该项目。尽管物流(包括老物流园以及新综合物流港)以前以及近期内可能不会成为主要的盈利因素(2015/16/17 年分别占净利润的 11%/11%/9%),但是我们仍然看好物流板块业务,并且认为该板块盈利在未来 2~3 年将开始快速增长。

2016 年新开综合物流港经营表现良好

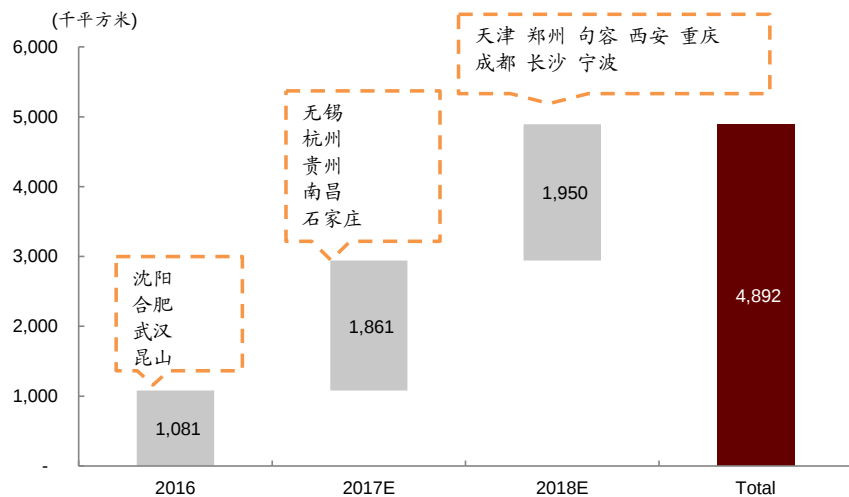
虽然所有的综合物流港仍处于初始阶段,合肥、昆山和武汉的物流港的出租率均超过了 80%,而根据世邦魏理仕的报告,“China Logistics MarketView Q4 2016”,国内物流设施的平均出租率为 83%。

沈阳物流港的租用率低于 50%,是唯一拖累总体表现的物流港。截至 2016 年底,所有运营中的物流港的总体租用率为 60%。上述物流港 2016 年仅亏损 400 万港元,我们认为 2017 年很可能实现收支平衡。

2017 年和 2018 年预计将分别新开 5 家和 8 家物流港

预计 2017 年和 2018 年将分别有 5 家和 8 家综合物流港投入运营,占地面积分别为 186 万和 195 万平方米。此后物流中心总数将达到 17 家,总面积达到 489 万平方米。

图表 9: 物流中心扩张规划

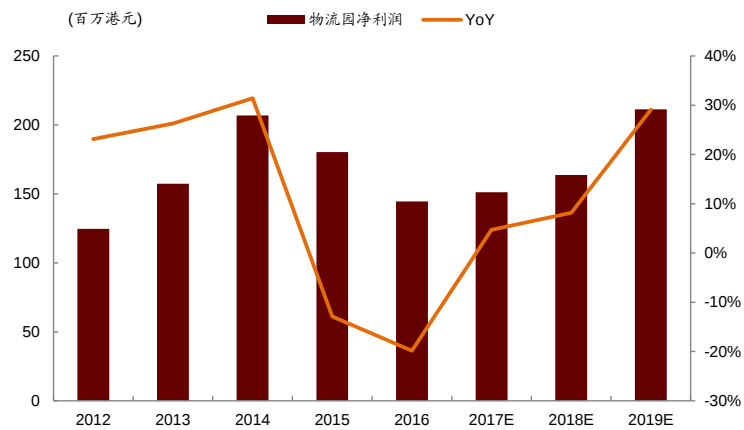


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

我们看好综合物流中心的长期表现,主要考虑到需求强劲且国内缺少现代化仓库。一般而言,物流园需要 2~3 年时间达到收支平衡,而最早的物流中心也是 2016 年开始运营。因此,我们认为公司的物流板块有望在 2018~2019 年迎来盈利拐点。需要注意的是,考虑到物流中心 2016 年表现亮眼,物流板块实现盈利时间可能早于我们的预期。



图表 10：物流园盈利和增速预期



资料来源：公司资料、中金公司研究部

一次性因素的负面影响消除，利好板块 2017 年增速

物流园盈利同比下降 20%，主要因为华通源物流中心搬迁，以及部分西部物流园进行土地开发。上述为一次性影响因素，2017 年将不会再出现。进一步考虑宏观经济的复苏，我们认为即使考虑 5 个刚运营 1 年的综合物流港，2017 年该板块盈利仍有望实现低单位数增长。



收费公路板块加速增长

收费公路运营是公司重要业务板块之一。2016 年，该板块贡献 40% 的总利润以及 58% 的经常性收益。公司主要通过深圳高速（持股 51%；A+H 股）运营收费公路业务。此外，公司还运营龙大公路。

我们认为未来两年收费公路业务将实现显著改善，2017 年和 2018 年板块净利润有望分别增长 7% 和 8%，贡献 10%/36% 的盈利增速。

- ▶ **财务成本带来的负面影响有望消失。**2016 年，该板块净利润下滑 10%，主要因为财务费用大幅增长（同比增长 47%）。因此，截至 2015 年底深圳政府取消了南光、盐排、盐坝和龙大公路收费站，并提前支付了相关补偿款，公司将其确认为有息债务。因此，财务费用大幅增长。但是，财务费用有望维稳，负面影响有望消失。
- ▶ **车流量或将保持强劲增长。**2016 年深圳高速车流量实现 10.8% 的增长，小幅高于 2015 年的 10.6%。值得注意的是，机荷东段已经完成了维修建设，2016 年 4 季度增速较 1~3 季度的 3.2% 增长至 10%，我们预计今年仍将保持高增速。
- ▶ **深圳高速宣布收购益常高速**（2014~2016 复合年均增长率为 22%，2016 年该项目的净利润为 1.4 亿元，ROE 为 16%），有望进一步增厚盈利能力。



盈利预期及估值

分别上调 2017 年和 2018 年盈利预期至 27.2 亿港元和 29.3 亿港元, 分别对应同比增速 28.8%/7.6%。

- ▶ 深圳航空快速增长, 将成为利润增长主要驱动力。深圳航空盈利增长占总盈利增长的 100%。物流园区和收费公路板块有望止跌, 2017 年分别实现同比 5% 和 7% 的单位数增长。
- ▶ 我们预计处置前海一期项目部分权益将带来 5.04 亿元盈利, 同比基本持平。
- ▶ 预计 2017 年处置 CSG-A 股收益为 6,000 万港元, 同比减少 66%。
- ▶ 需要注意的是, 我们当前的预测并未包括处置梅林关项目的收益 (预计为 8.8 亿港元)。如果深圳国际出售 20% 的梅林站股权, 2017 年的盈利预期将增长 32% 至 36 亿港元。
- ▶ 我们对 2017 年和 2018 年的盈利预测分别较一致预期高 22% 和 22%, 主要因为我们对深圳航空的预期更加乐观。

图表 11: 盈利预期调整

百万港元		2017E	2018E
收入	调整前	8,417	9,391
	调整后	8,236	9,067
	(+/-%)	-2%	-3%
净利润	调整前	2,586	2,714
	调整后	2,723	2,931
	(+/-%)	5%	8%
每股盈利 (港元)	调整前	1.36	1.43
	调整后	1.43	1.54
	(+/-%)	5%	8%

资料来源: 中金公司研究部

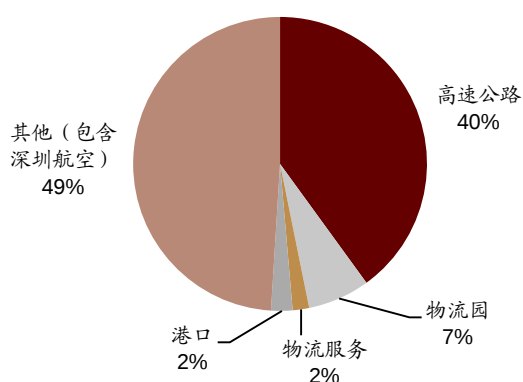


图表 12: 各板块利润及增速

损益表 (百万港元)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	5,963	6,370	6,738	7,787	8,236	9,067
(+/-%)	4%	7%	6%	16%	6%	10%
高速公路	4,934	5,178	4,808	6,057	6,145	6,705
(+/-%)	2%	5%	-7%	26%	1%	9%
物流园	518	598	616	572	784	918
(+/-%)	-44%	15%	3%	-7%	37%	17%
物流服务	365	426	1,129	630	724	833
(+/-%)	17%	17%	165%	-44%	15%	15%
港口	146	169	186	529	582	611
(+/-%)	25%	16%	10%	185%	10%	5%
营业成本	(3,025)	(3,228)	(3,873)	(4,657)	(5,295)	(5,799)
毛利	2,937	3,142	2,865	3,130	2,941	3,268
(+/-%)	11%	7%	-9%	9%	-6%	11%
毛利率	49%	49%	43%	40%	36%	36%
其他损益	(31)	1,999	1,328	867	831	700
营业利润	2,584	4,812	3,703	3,525	3,229	3,401
(+/-%)	11%	86%	-23%	-5%	-8%	5%
减: 财务费用	(739)	(770)	(693)	(996)	(602)	(583)
加: 投资收益	792	714	789	1,225	1,826	2,075
税前利润	3,376	5,526	4,492	4,750	5,055	5,476
减: 所得税	(531)	(1,069)	(736)	(838)	(994)	(1,092)
少数股东损益	465	1,458	864	801	737	871
归母净利润	1,641	2,229	2,198	2,116	2,723	2,931
(+/-%)	-13%	36%	-1%	-4%	29%	8%
净利润	1,641	2,229	2,198	2,116	2,723	2,931
(+/-%)	-13%	36%	-1%	-4%	29%	8%
高速公路	836	1,795	1,289	846	905	979
(+/-%)	5%	115%	-28%	-34%	7%	8%
物流园	157	207	180	144	151	164
(+/-%)	26%	31%	-13%	-20%	5%	8%
深圳航空	480	405	381	834	1,443	1,660
(+/-%)	-55%	-16%	-6%	119%	73%	15%
其他	168	(177)	348	291	224	128
(+/-%)	-264%	-206%	-296%	-16%	-23%	-43%

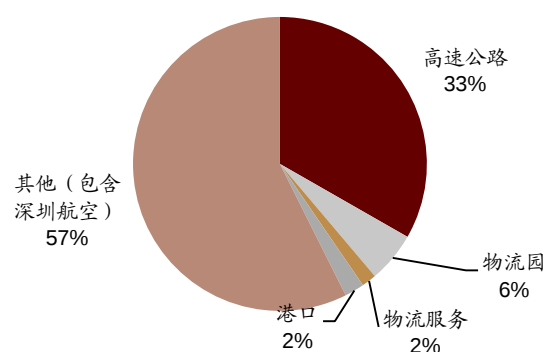
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 13: 2016 年净利润拆分结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 14: 2017 年净利润拆分结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



我们利用分类加总估值法重估深圳国际,提升目标价至 **17.48 港元**,较目前股价有 **34%** 的上升幅度。1) 根据现金流贴现法,收费公路业务为 5.18 港元/股; 2) 物流业务为 1.78 港元/股,对应 15 倍的 2017 年市盈率; 3) 深圳航空投资收入为 2.15 港元/股,对应 1 倍的 2017 年市净率; 4) 1.5% 的南玻 A 股份估值为 0.18 港元/股,基于南玻 A 当前的市值; 5) 地块总估值为 8.18 港元/股。

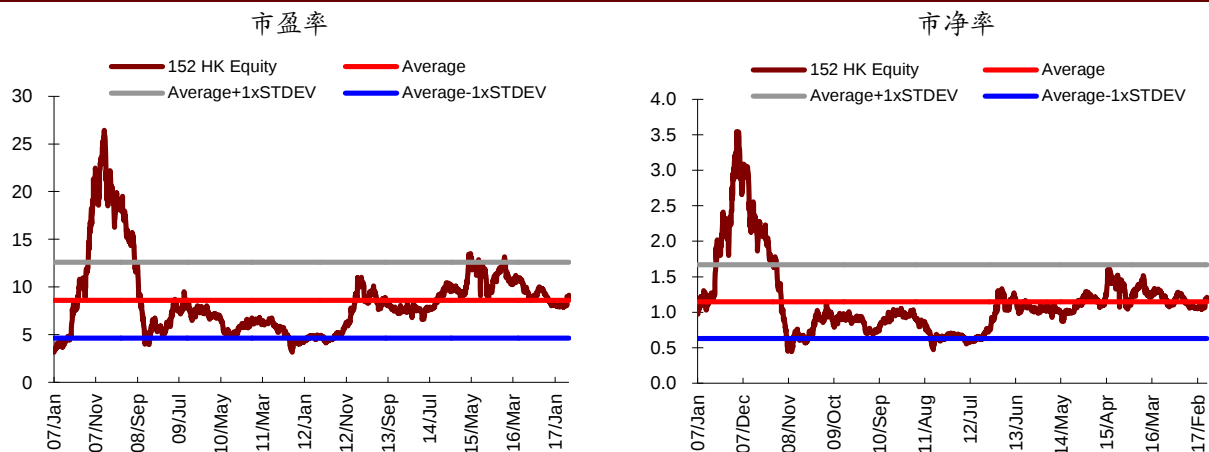
即使不考虑土地升值的隐含价值,目前股价仍仅对应 **9.3 倍的 2017 年市盈率**,股息收益率为 **4.3%**。

图表 15: 分类加总法

业务分部	估值方法	每股价值 (港元)	占比
高速公路	DCF	5.18	30%
物流业务	15x P/E	1.78	10%
深圳航空投资	1x P/B	2.15	12%
土地价值	NAV	8.18	47%
南玻 A 持股	A 股市值	0.18	1%
总计		17.48	

资料来源: 中金公司研究部

图表 16: 历史市盈率和市净率



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 17: 可比公司估值

公司	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)			
				2017/04/17	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E
A股上市公司															
建发股份*	600153.SH	RMB	11.53	12.4	11.6	10.6	9.6	1.7	1.6	1.4	1.3	14.6	14.2	14.1	13.8
中储股份	600787.SH	RMB	9.71	27.0	32.5	28.2	25.2	2.4	2.3	2.1	1.9	9.0	7.1	8.0	8.0
外运发展*	600270.SH	RMB	17.87	16.0	15.6	14.8	13.6	2.2	2.1	1.9	1.8	14.6	13.7	13.3	13.5
怡亚通*	002183.SZ	RMB	10.21	21.3	21.7	18.2	12.7	2.1	3.8	3.4	2.9	15.0	12.6	19.8	24.7
保税科技	600794.SH	RMB	5.29	264.5	82.7	58.8	48.1	3.3	3.3	3.0	2.9	1.3	2.9	3.6	4.7
澳洋顺昌*	002245.SZ	RMB	9.14	36.9	31.0	19.7	12.8	5.5	4.7	3.9	3.0	10.2	16.3	21.6	26.5
飞力达	300240.SZ	RMB	9.94	82.8	52.3	49.7	48.5	3.7	n.a.	3.3	3.1	4.5	n.a.	6.4	6.4
华贸物流	603218.SH	RMB	9.04	50.2	29.0	21.5	17.4	4.8	2.8	2.5	2.3	9.9	10.7	12.9	14.5
厦门国贸	600755.SH	RMB	9.07	23.3	11.6	9.7	6.8	1.9	1.6	1.1	0.9	8.3	13.6	12.3	15.1
象屿股份	600057.SH	RMB	10.87	38.8	32.3	25.9	20.6	2.1	2.0	1.8	n.a.	5.9	6.5	7.3	7.8
瑞茂通	600180.SH	RMB	13.28	29.4	23.5	19.4	15.8	3.3	2.9	2.5	2.2	13.6	12.1	12.8	13.0
音飞储存*	603066.SH	RMB	46.46	68.9	57.2	49.7	41.6	6.4	5.9	5.4	4.8	12.0	10.7	11.3	12.2
长久物流*	603569.SH	RMB	37.67	44.3	47.8	36.7	31.9	15.2	8.9	7.4	6.2	36.9	26.9	27.9	27.9
韵达股份*	002120.SZ	RMB	43.44	82.6	35.7	27.2	22.2	25.9	15.0	10.2	7.4	39.2	53.2	44.7	38.6
申通快递	002468.SZ	RMB	26.1	52.2	34.1	28.5	25.0	11.9	2.8	2.6	2.6	0.5	5.7	6.6	7.4
顺丰控股	002352.SZ	RMB	50.48	225.0	50.5	75.0	60.5	29.1	5.4	5.0	5.0	15.3	15.8	17.5	17.4
平均值				67.2	35.6	30.9	25.8	7.6	4.3	3.6	3.2	13.2	14.8	15.0	15.7
中值				41.6	32.4	26.6	21.4	3.5	2.9	2.8	2.9	11.1	12.6	12.9	13.7
H股上市公司															
利丰	494.HK	HKD	3.29	10.1	13.9	16.8	15.2	1.7	1.3	1.2	1.2	16.5	9.7	7.6	8.2
中国外运*	598.HK	HKD	3.69	9.5	9.3	8.8	8.3	0.9	0.9	0.9	0.8	10.3	10.3	10.1	10.1
深圳国际*	152.HK	HKD	13.00	11.2	11.9	9.3	8.7	1.4	1.3	1.2	1.1	12.3	11.5	13.9	13.7
嘉里物流*	636.HK	HKD	11.14	10.5	10.1	9.4	9.0	1.2	1.2	1.1	1.0	12.0	12.2	12.4	11.8
平均值				1.2	11.3	11.1	10.3	4.1	1.2	1.1	1.0	0.5	10.9	11.0	10.9
中值				10.1	11.0	9.4	8.8	1.4	1.2	1.2	1.1	12.0	10.9	11.3	10.9
国际上市公司															
普洛斯	GLP.SP	USD	2.85	67.9	53.8	59.4	52.8	1.6	1.6	1.5	1.5	5.6	4.9	4.1	4.6
UPS	UPS.US	USD	103.7	19.1	17.8	17.4	16.1	37.2	34.6	80.4	25.5	210.1	196.9	479.1	284.5
FedEx	FDX.US	USD	183.7	20.5	17.1	15.5	13.6	3.5	3.3	3.1	2.7	6.9	19.2	20.9	20.5
CH Robinson	CHRW.US	USD	74.5	21.1	20.9	20.3	19.0	9.3	8.4	7.6	7.0	46.4	42.3	39.8	39.2
大和控股	9064.JP	JPY	2,349	26.0	24.0	27.1	25.4	1.7	1.7	1.7	1.6	6.7	7.0	6.5	6.5
三菱仓库	9301.JP	JPY	1,428	27.4	27.8	25.3	24.7	1.0	0.9	1.0	0.9	3.7	3.4	3.7	3.7
Glovis	086280.KS	KRW	141,500	14.1	9.2	9.0	8.5	1.7	1.5	1.3	1.2	12.8	17.3	15.8	14.9
平均值				28.0	24.4	24.9	22.9	8.0	7.4	13.8	5.8	41.7	41.6	81.4	53.4
中值				21.1	20.9	20.3	19.0	1.7	1.7	1.7	1.6	6.9	17.3	15.8	14.9
中概股上市公司															
中通快递*	ZTO.US	RMB	12.63	49.0	29.8	19.8	15.2	7.6	3.3	2.8	2.4	21.8	15.7	15.5	17.2
阿里巴巴	BABA.US	RMB	110.21	41.3	32.2	25.8	n.a.	8.2	7.0	5.6	n.a.	27.5	30.2	19.4	19.9
唯品会	VIPS.US	RMB	13.15	32.6	19.9	16.3	13.6	14.1	8.8	6.2	4.4	52.2	48.3	37.5	32.6
聚美优品	JMEI.US	USD	3.55	27.3	7.1	5.5	4.4	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	9.3	n.a.	n.a.
平均值				37.5	22.3	16.8	11.1	9.0	6.3	4.9	3.4	26.2	25.9	24.1	23.2
中值				36.9	24.8	18.0	13.6	7.9	7.0	5.6	3.4	24.7	22.9	19.4	19.9
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind；中通快递与顺丰根据业绩承诺估算。															

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind; 申通快递与顺丰根据业绩承诺估算。

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：张懿

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

