

纪敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn

2009年8月20日

天津港(600717.SH)/11.6元

2季盈利强劲复苏，长期前景看高一线

交通运输·港口

目标估值：15元

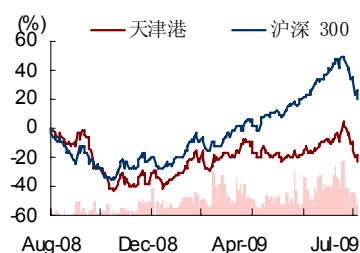
强烈推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	2786
总股本(万股)	167477
已上市流通股(万股)	86930
总市值(亿元)	187
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	7.5
资产负债率	39.4%
主要股东	天津港(集团)有限公司
主要股东持股比例	56.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-1	-17
相对表现	-3	-32	-45



相关报告

- 1、《日照港(600017)-巅峰时刻盈利未超预期》2009/8/18
- 2、《营口港(600317)-09年2季度吞吐量与盈利环比下滑》2009/8/11
- 2、《深赤湾(000022)-出口复苏预期的当然受益者》2009/8/4
- 3、《中储股份(600787)-土地价值丰厚,物流前景光明》2009/5/25
- 4、《天津港(600717)-盈利增长回归港口本色,同业竞争有待解决》2009/4/23
- 5、《日照港(600017)-09年盈利将大幅放缓,融资收购短期效应不明显》2009/2/17
- 6、《港口行业2008年12月散杂货业务数据点评-去库存化背景下的谷底徘徊》2009/2/3

公司09年上半年实现盈利3.5亿元,同比下滑40%;经济复苏背景下,2季度盈利环比大增99%。预期下半年经营态势将继续好转。腹地经济良好的发展前景、北方国际航运中心的建设以及集团资产整合的预期令我们对天津港看高一线。

- **天津港(600717)上半年吞吐量同比下滑11%。**“金融海啸”冲击之下,2009年上半年,公司完成吞吐量总计11764万吨,比上年同期下降11.08%。其中:散杂货吞吐量9888万吨,比上年同期下降9.91%;集装箱吞吐量198.4万TEU,比上年同期下降1.44%。由于天津港口两大运营商天津港股份(600717)与天津港发展(3382.Hk)之间的同业竞争,A股上市公司的集装箱吞吐量表现逊于天津港全港水平(前6月同比增长1.9%)。
- **天津港(600717)09年2季度盈利环比大增99%。**受吞吐量下滑影响,上半年营业收入42.7亿元,较去年同期下降25.74%;净利润3.45亿元,较去年同期下降40.8%。步入2季度,受益于国内经济复苏,公司实现营业收入24亿元,净利润2.3亿元,分别环比增长29%和99%。
- **预期2009年下半年公司经营态势将继续向好。**作为北方综合型码头,我们认为天津港的煤炭业务将受益于旺季反弹,而盈利能力较强的集装箱业务亦将伴随外贸复苏而日趋回暖;具有相对不确定性的矿石业务在下半年可能面临环比下滑,但其利润贡献占比约为15%,影响并不明显。
- **破解同业竞争困扰:红筹回归吸收合并A股公司?**与天津港发展(3382.HK)之间同业竞争问题的存在,将在一定程度上限制天津港股份(600717)利用A股融资收购天津港集团的剩余资产,如原油码头,物流及临港工业等资产。相对而言,天津港发展(3382.HK)未来红筹回归吸收合并A股公司或许是较为可行的选择;但考虑到政策尚未放开,短期内或难以付诸实施。
- **估值优势、良好腹地前景以及整合预期:港口业中长期投资优选。**预计2009-2011年EPS分别为0.55、0.60和0.64元。经历市场调整后,当前股价对应2010年19倍PE,估值吸引力较强。我们对作为北方国际航运中心重要载体的天津港口的长期发展前景看高一线;同时,天津港A+H的整合预期亦在一定程度上对股价构成支撑。给予“强烈推荐”评级。

财务数据与估值

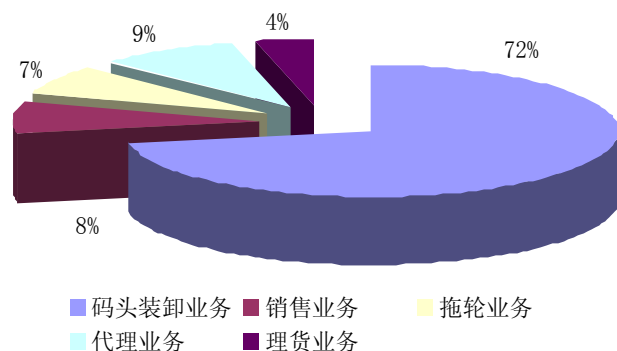
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2931	11266	9895	10509	11194
同比增长	15%	284%	-12%	6%	7%
营业利润(百万元)	898	1370	1412	1590	1712
同比增长	25%	53%	3%	13%	8%
净利润(百万元)	600	942	916	1005	1067
同比增长	17%	57%	-3%	10%	6%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.55	0.60	0.64
PE	28.0	20.6	21.2	19.3	18.2
PB	3.5	2.2	2.0	1.9	1.8

资料来源:招商证券

1、天津港（600717）09 年上半年吞吐量同比下滑 11%

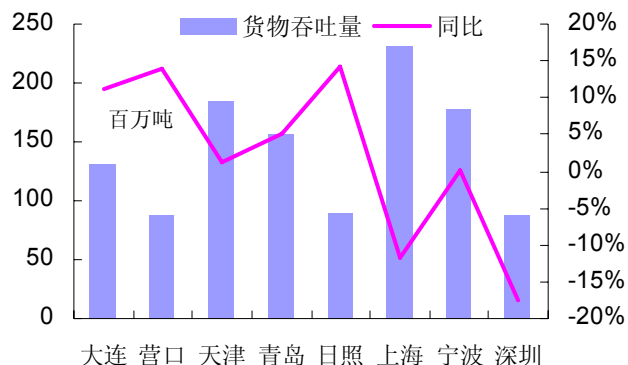
“金融海啸”冲击之下，2009 年上半年，公司完成吞吐量总计 11764 万吨，比上年同期下降 11.08%。其中：散杂货吞吐量 9888 万吨，比上年同期下降 9.91%；集装箱吞吐量 198.4 万 TEU，比上年同期下降 1.44%。

图1、码头装卸业务依然为公司贡献70%以上的利润



资料来源：招商证券研发中心

图2、09.1-6月沿海规模港口货物吞吐量及增速表现



资料来源：招商证券研发中心

2、天津港（600717）09 年 2 季度盈利环比大幅增长

2.1 2009 年上半年公司盈利较同期下滑 40.8%

上半年，公司实现营业收入 42.7 亿元，较去年同期下降 25.74%；实现利润总额 5.4 亿元，较去年同期下降 37.3%。实现净利润 3.45 亿元，较去年同期下降 40.8%。

表 1、天津港（600717）2009 年 2 季度盈利环比大幅增长

（百万元）	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	812.1	4942.3	3222.6	2287.2	1866.1	2408.4
营业毛利	325.7	1140.9	782.4	388.5	453.7	672.5
管理费用	89.9	393.4	276.0	236.4	208.0	215.1
财务费用	22.9	59.2	55.1	53.3	57.1	51.0
投资收益	12.2	43.2	26.2	33.3	17.3	25.0
营业利润	200.2	659.3	425.1	84.6	168.5	384.2
归属母公司净利润	129.9	452.8	300.0	58.7	115.4	229.8
EPS（元）	0.09	0.27	0.18	0.04	0.07	0.14
主要比率						
毛利率	40.1%	23.1%	24.3%	17.0%	24.3%	27.9%
管理费用率	11.1%	8.0%	8.6%	10.3%	11.1%	8.9%
营业利润率	24.6%	13.3%	13.2%	3.7%	9.0%	16.0%
有效税率	15.3%	19.8%	18.3%	3.6%	17.4%	15.9%
净利率	16.0%	9.2%	9.3%	2.6%	6.2%	9.5%
YoY						
收入	35.0%	608.7%	313.9%	168.1%	129.8%	-51.3%
归属母公司净利润	29.7%	161.1%	83.4%	-64.0%	-11.2%	-49.2%

资料来源：公司报表、招商证券

表 2、吞吐量下滑全面影响天津港（600717）的码头及相关类业务

（百万元）	2008	08H	09H	%
码头装卸业务	3744.5	1896.9	1630.9	-14.1%
销售业务	6150.3	3177.7	2048.3	-35.6%
拖轮业务	340.0	178.7	143.1	-20%
代理业务	348.7	161.5	146.1	-9.5%
理货业务	151.8	77.9	56.7	-27.3%

资料来源：公司报表、招商证券

2.2 09 年 2 季度公司盈利环比大幅增长 99.1%

步入，随着天津港旗下营运码头吞吐量的数据趋于好转，公司盈利亦环比大增。

表 3、天津港散杂货业务吞吐量统计（2008-2009.6）

（万吨）	2008	09.1	09.2	09.3	09.4	09.5	09.6
矿石业务	6377	743	704	731	783	826	846
%		19%	33%	35%	31%	28%	32%
煤炭业务	8042	576	428	572	568	651	532
%		-37%	-42%	-39%	-38%	-36%	-37%
石油及制品	3470	316	278	337	329	297	315
%		5%	5%	8%	11%	10%	11%

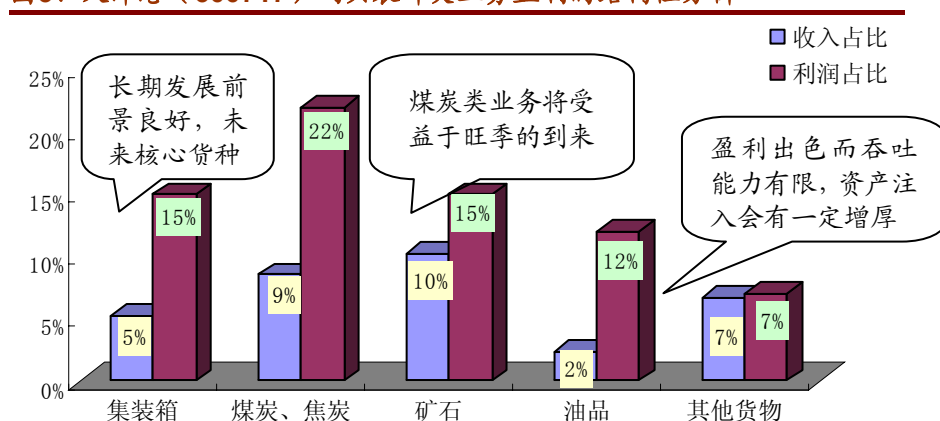
资料来源：招商证券

表 4、天津港各码头集装箱吞吐量统计（2009.1-2009.7）

（万 Teu）	09.1	09.2	09.3	09.4	09.5	09.6	09.7
东方海陆	90	75	100	92	99	97	114
%	-10%	-23%	-5%	-12%	-6%	-14%	9%
五洲国际	139	120	173	168	175	166	184
%	-19%	0%	8%	-4%	2%	-4%	11%
太平洋国际	80	55	68	70	81	99	120
%			-9%	-4%	11%	35%	49%

资料来源：招商证券

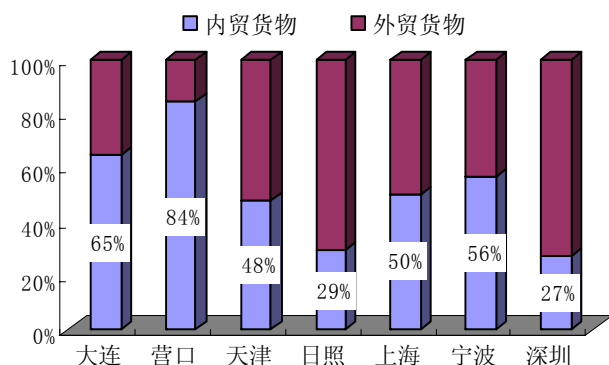
3、公司 2009 年下半年经营趋势将继续向好

图3、天津港（600717）码头装卸类业务盈利的结构性分析


数据来源：招商证券

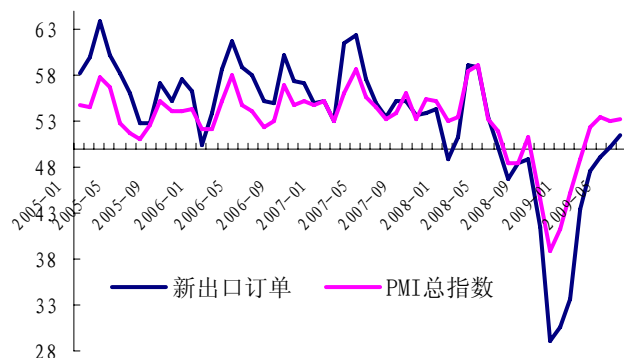
09 年下半年，我们预期天津港的经营形势将进一步好转。作为综合型港口，其煤炭业务将迎来旺季反弹，而外贸有望逐步复苏的背景之下，集装箱业务亦将继续回暖。

图4、天津港的内贸业务量将充分受益中国经济复苏



资料来源：招商证券研发中心

图5、新出口订单指数持续反弹预示集装箱业务回暖

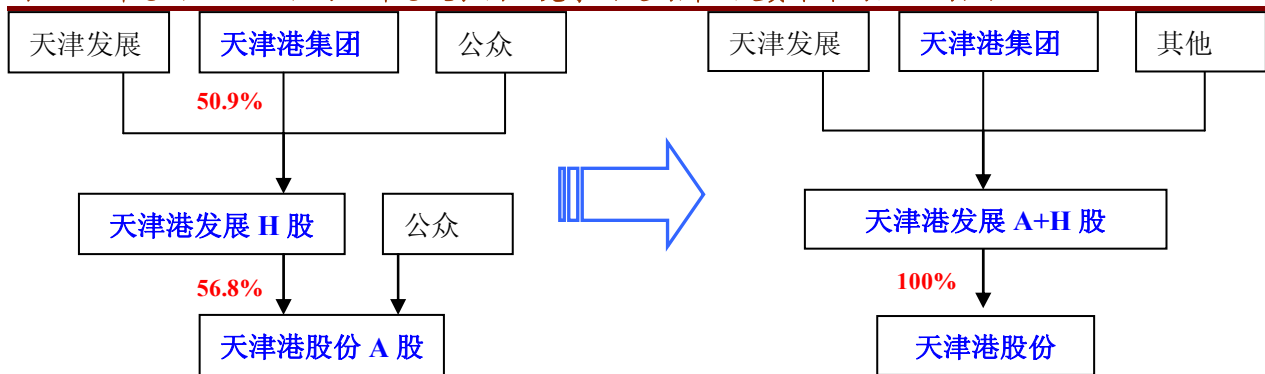


资料来源：招商证券研发中心

4、破解同业竞争困扰：红筹回归吸收合并 A 股公司？

由于天津港发展（3382.HK）与天津港股份（600017）旗下均有码头经营类资产，因此构成同业竞争。而同业竞争问题的存在，将在一定程度上限制天津港股份（600717）利用 A 股融资收购天津港集团的剩余资产，如原油码头、物流及临港工业等资产。

图6、天津港（600717）与天津港发展同业竞争问题的解决是资本市场关注的焦点



资料来源：招商证券研发中心

相对而言，天津港发展未来红筹回归吸收合并 A 股公司或许是较为可行的选择；但考虑到政策尚未放开，短期内难以付诸实施。此外，将天津港发展作为控股平台，旗下码头经营资产注入 A 股公司，是另一种考虑，但考虑 H 股公司中小股东利益，亦存在难度。

表 5、天津港口现有的集装箱码头资产及运营情况

上市公司	集装箱码头运营	设计吞吐能力	权益比例
天津港股份	东方海陆	120 万	51%
	五洲国际	150 万	40%
	太平洋国际	400 万	51%
天津港发展	天津港集装箱码头	180 万	100%
	联盟国际	180 万	40%
	欧亚国际	170 万	40%

资料来源：公司公告、招商证券

5、估值优势及整合预期：港口业中长期投资之优选

维持前期盈利预测,2009-2011 年 EPS 分别为 0.55、0.6 和 0.64 元。当前股价对应 2010 年 19 倍 PE, 估值吸引力较强。腹地经济良好的发展前景以及天津市北方国际航运中心建设的推进令我们对天津港口的长期发展前景看高一线; 同时, 天津港 A+H 的整合预期亦在一定程度上对股价构成支撑。给予“强烈推荐”评级。

表 6、盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2931	11266	9895	10509	11194
营业成本	1717	8627	7367	7763	8269
管理费用	228	997	841	893	952
财务费用	54	191	209	187	173
投资收益	57	115	103	102	102
营业利润	898	1370	1412	1590	1712
利润总额	982	1392	1412	1590	1712
所得税	239	247	282	334	359
归属于母公司净利润	600	942	916	1005	1067
EPS (元)	0.41	0.56	0.55	0.60	0.64

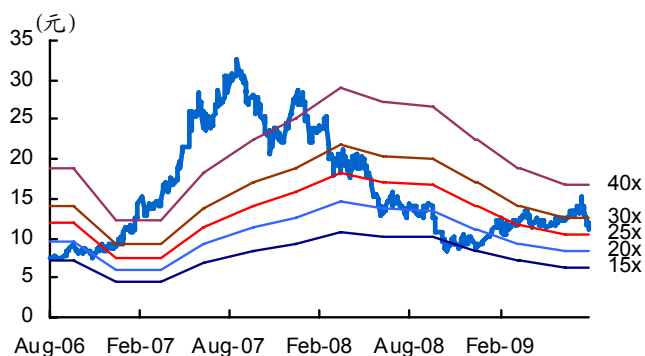
资料来源: 招商证券

表 7、A 股港口行业重点上市公司估值表

上 市 公 司			EPS			PE			PB
			08	09E	10E	08	09E	10E	
A 股港口公司（集装箱为主）									
上港集团	600018	5.40	0.22	0.20	0.20	24.7	27.2	27.2	3.9
盐田港	000088	7.30	0.42	0.38	0.39	15.9	21.5	20.9	2.1
深赤湾	000022	13.1	0.99	0.65	0.70	13.2	20.1	18.6	3.0
平均值						19.9	24.1	23.5	3.3
A 股港口公司（散杂货为主）									
天津港	600717	11.6	0.56	0.55	0.6	20.7	21.1	19.3	2.0
日照港	600017	6.10	0.21	0.19	0.22	29.0	27.7	25.4	2.4
营口港	600317	13.7	0.57	0.39	0.48	24.0	35.1	28.5	1.8
平均值						25.0	29.5	26.4	2.3

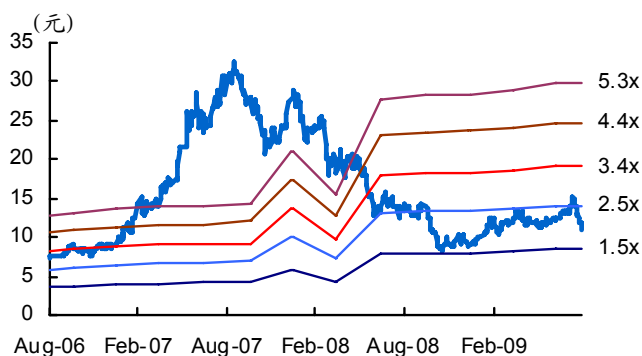
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 7、天津港历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 8、天津港历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3171	3397	3206	4445	5899
现金	1158	1849	1851	3028	4389
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	193	233	208	221	235
应收款项	132	1076	950	999	1064
其它应收款	15	23	52	54	58
存货	33	146	125	123	131
其他	1641	69	20	21	22
非流动资产	8374	16453	16282	15757	15022
长期股权投资	684	1676	1676	1676	1676
固定资产	4358	9683	10671	10316	10092
无形资产	344	3193	2873	2586	2328
其他	2988	1901	1062	1179	926
资产总计	11545	19850	19488	20203	20921
流动负债	2874	4286	3082	2873	2559
短期借款	1861	1464	1000	700	300
应付账款	44	1249	1068	1126	1199
预收账款	183	367	317	334	356
其他	786	1205	697	713	704
长期负债	1594	3625	3613	3583	3583
长期借款	1594	3587	3557	3527	3527
其他	0	39	56	56	56
负债合计	4468	7911	6695	6456	6141
股本	1449	1675	1675	1675	1675
资本公积金	1169	3498	3498	3498	3498
留存收益	2151	3810	4451	5155	5902
少数股东权益	2308	2956	3169	3419	3705
母公司所有者权益	4769	8983	9624	10328	11074
负债及权益合计	11545	19850	19488	20203	20921

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	103	1501	2187	2393	2423
净利润		942	916	1005	1067
折旧摊销		0	1035	1025	975
财务费用		0	209	187	173
投资收益		0	(103)	(102)	(102)
营运资金变动		0	(80)	8	22
其它		559	209	270	287
投资活动现金流	(4238)	(2213)	(854)	(500)	(240)
资本支出		0	(780)	(500)	(240)
其他投资		(2213)	(74)	0	0
筹资活动现金流	4093	537	(1332)	(716)	(821)
借款变动		0	(949)	(330)	(430)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(275)	(302)	(320)
其他		537	(107)	(85)	(71)
现金净增加额	(42)	(175)	2	1177	1361

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2931	11266	9895	10509	11194
营业成本	1717	8627	7367	7763	8269
营业税金及附加	93	190	168	179	190
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	228	997	841	893	952
财务费用	54	191	209	187	173
资产减值损失	(2)	7	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	115	103	102	102
营业利润	898	1370	1412	1590	1712
营业外收入	93	41	0	0	0
营业外支出	8	19	0	0	0
利润总额	982	1392	1412	1590	1712
所得税	239	247	282	334	359
净利润	743	1145	1129	1256	1352
少数股东损益	143	203	213	251	285
母公司所有者净利润	600	942	916	1005	1067
EPS (元)	0.41	0.56	0.55	0.60	0.64

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	284%	-12%	6%	7%
营业利润	25%	53%	3%	13%	8%
净利润	17%	57%	-3%	10%	6%
获利能力					
毛利率	41.4%	23.4%	25.5%	26.1%	26.1%
净利率	20.5%	8.4%	9.3%	9.6%	9.5%
ROE	12.6%	10.5%	9.5%	9.7%	9.6%
ROIC	6.6%	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	39.9%	34.4%	32.0%	29.4%
净负债比率	32.6%	27.9%	23.5%	21.1%	18.3%
流动比率	1.1	0.8	1.0	1.5	2.3
速动比率	1.1	0.8	1.0	1.5	2.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	76.9	96.3	54.3	62.6	65.2
应收帐款周转率	24.2	18.7	9.8	10.8	10.9
应付帐款周转率	35.4	13.3	6.4	7.1	7.1
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.56	0.55	0.60	0.64
每股经营现金	0.07	0.90	1.31	1.43	1.45
每股净资产	3.29	5.36	5.75	6.17	6.61
每股股利	0.14	0.00	0.16	0.18	0.19
估值比率					
PE	28.0	20.6	21.2	19.3	18.2
PB	3.5	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	22.8	13.9	10.8	10.3	10.0

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》杂志特约通讯员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。