

2009 年 12 月 3 日

天津港

业绩将现回升

A
持有

600717.SS - 人民币 11.87

目标价格: 人民币 12.97

杜建平

+8610 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	40	8	10	37
相对新华富时 A50 指数 (%)	(40)	2	(10)	(39)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,675
流通股 (%)	51.91
流通股市值 (人民币 百万)	105
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	179
净负债比率 (%)	31
主要股东(%)	
天津港(集团)有限公司	56.81

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

公司 09 年受到宏观经济环境的影响，货运吞吐量出现较大幅度下滑，单位收费费率也出现一定回落，我们估计全年业绩将出现同比下降。随着经济复苏，进出口回升，公司业务量自 3 月份起已出现反弹态势。我们认为公司的业务将走出阶段低点，装卸收入 2010 年将得到恢复，毛利率也将得到提升。我们预计公司 09-11 年每股盈利将分别达到 0.41、0.56 和 0.65 元人民币，分别同比增长-27.9%、39.3%和 14.9%。

支撑评级的要点

- 国务院推进天津滨海新区开发开放的战略部署为公司的发展创造了难得的历史性机遇，将天津港建设成北方航运中心的国家战略将为公司带来政策上的支持。
- 未来仍有资产注入预期。
- 环渤海港口竞争加剧，新建天津大港可能会造成分流。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期，导致公司吞吐量和收入无法快速反弹。

估值

- 公司目前估值相当于 21 倍 2010 年市盈率，低于行业平均水平，我们以 23 倍 10 年市盈率，确定公司目标价为 12.97 元人民币，首次评级为**持有**。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	9,155	11,266	8,647	10,879	11,940
变动 (%)	-	23	(23)	26	10
净利润 (人民币 百万)	1,047	942	679	945	1,086
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.723	0.562	0.405	0.564	0.648
变动 (%)	-	(22.2)	(27.9)	39.3	14.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.500	0.582	0.665
核心每股收益 (人民币)	0.723	0.562	0.405	0.564	0.648
变动 (%)	-	(22.2)	(27.9)	39.3	14.9
市盈率 (倍)	16.4	21.1	29.3	21.0	18.3
核心市盈率 (倍)	16.4	21.1	29.3	21.0	18.3
每股现金流量 (人民币)	0.61	0.90	1.26	1.40	1.44
价格/每股现金流量 (倍)	20.0	13.5	9.6	8.7	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	12.5	14.1	11.2	10.0
每股股息 (人民币)	0.100	0.120	0.076	0.106	0.122
股息率 (%)	0.8	1.0	0.6	0.9	1.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

目录

估值和投资建议.....	3
公司概况.....	5
业务发展分析和展望.....	10
盈利预测和财务分析.....	19
风险.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司	23

估值和投资建议

公司 09 年受到宏观经济环境的影响, 货运吞吐量出现较大幅度下滑, 货种结构也出现变化, 导致单位收费费率出现一定回落, 我们估计全年业绩将出现同比接近 28% 的下降。但是, 随着固定资产投资的大幅增长, 腹地经济快速增长, 进出口趋稳回升, 同时公司还将直接受益于天津滨海新区开发开放和将天津港建设成北方航运中心的国家战略, 我们预计公司业绩低点已现, 2010 年将迎来业务量和毛利率的大幅回升。但是公司也会受到渤海湾港口行业竞争加剧的影响, 业绩增长具有一定不确定性。公司目前估值相当于 21.0 倍 2010 年市盈率, 低于行业平均水平, 我们以 23 倍 10 年市盈率, 确定公司目标价为 12.97 元人民币, 首次评级为**持有**。

图表 2. 港口上市公司估值表

证券简称	证券代码	收盘价	评级	目标价	每股收益				市盈率				市净率		净资产收益率(%)	
		(人民币)			(人民币元)				(倍)				(倍)			
		2009-11-1			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	08A	09E
天津港	600717.SS	11.87	持有	12.97	0.56	0.41	0.56	0.65	21.11	29.30	21.04	18.31	2.25	2.10	9.97	7.28
深赤湾 A	000022.SZ	14.53	未有评级	n.a.	1.00	0.68	0.74	0.79	14.57	21.44	19.61	18.47	0.60	1.24	24.07	11.71
盐田港	000088.SZ	8.58	未有评级	n.a.	0.46	0.36	0.38	0.41	18.64	23.78	22.62	21.08	0.56	0.98	15.35	8.73
北海港	000582.SZ	14.49	未有评级	n.a.	0.13	0.31	0.18	0.15	111.46	46.68	79.22	93.60	1.83	1.01	7.92	14.40
厦门港务	000905.SZ	8.57	未有评级	n.a.	0.22	0.15	0.19	0.19	38.95	57.06	45.03	44.13	1.07	2.56	7.99	3.34
南京港	002040.SZ	9.83	未有评级	n.a.	0.05	0.06	0.11	0.14	199.80	159.58	86.30	69.03	4.28	6.80	2.30	1.45
日照港	600017.SS	6.72	未有评级	n.a.	0.21	0.22	0.25	0.28	32.00	30.73	26.75	24.33	0.68	0.91	9.88	7.41
上港集团	600018.SS	5.79	未有评级	n.a.	0.22	0.18	0.20	0.23	26.31	31.88	28.52	25.46	0.36	0.64	15.91	8.99
锦州港	600190.SS	6.05	未有评级	n.a.	0.16	0.11	0.15	n.a.	38.78	56.70	40.33	n.a.	0.54	1.18	11.12	5.13
重庆港九	600279.SS	10.78	未有评级	n.a.	0.13	n.a.	0.46	n.a.	85.90	n.a.	23.45	n.a.	3.01	3.53	3.58	3.05
营口港	600317.SS	8.37	未有评级	n.a.	0.55	0.19	0.22	0.27	15.22	44.38	38.39	31.42	0.71	1.79	11.83	4.67
芜湖港	600575.SS	15.29	未有评级	n.a.	0.09	0.03	0.77	0.93	169.89	588.08	19.82	16.51	2.43	15.56	6.29	0.98
连云港	601008.SS	7.78	未有评级	n.a.	0.19	0.18	0.21	0.23	40.95	42.51	36.34	33.94	1.22	2.23	6.37	3.50
行业平均									62.58	94.34	37.50	36.03	1.40	3.13	10.20	6.20
行业中值									38.78	43.45	28.52	25.46	0.87	1.79	9.88	5.13

资料来源：万得资讯，中银国际研究

我们对公司进行了自由现金流折现分析, 得出公司合理股价为 13.6 元人民币。

图表 3. DCF 分析假设条件

税前债权成本	5.50%
税率	25.00%
无风险利率	3.00%
市场收益率	11.00%
BETA 系数	0.8257
目标股权比例	70.00%
目标债权比例	30.00%
WACC	7.96%
永续增长率	3.00%

资料来源：中银国际研究预测

图表 4. DCF 敏感性分析结果

		WACC						
永续 增长率	13.6	6.46%	6.96%	7.46%	7.96%	8.46%	8.96%	9.46%
	1.50%	13.5	12.1	11.0	10.0	9.2	8.5	7.8
	2.00%	15.2	13.5	12.1	11.0	10.0	9.2	8.5
	2.50%	17.3	15.2	13.54	12.17	11.03	10.1	9.2
	3.00%	20.0	17.3	15.25	13.58	12.20	11.1	10.1
	3.50%	23.7	20.1	17.40	15.30	13.62	12.2	11.1
	4.00%	28.9	23.8	20.2	17.5	15.3	13.7	12.3
	4.50%	36.7	29.0	23.9	20.2	17.5	15.4	13.7

资料来源：中银国际研究预测

公司概况

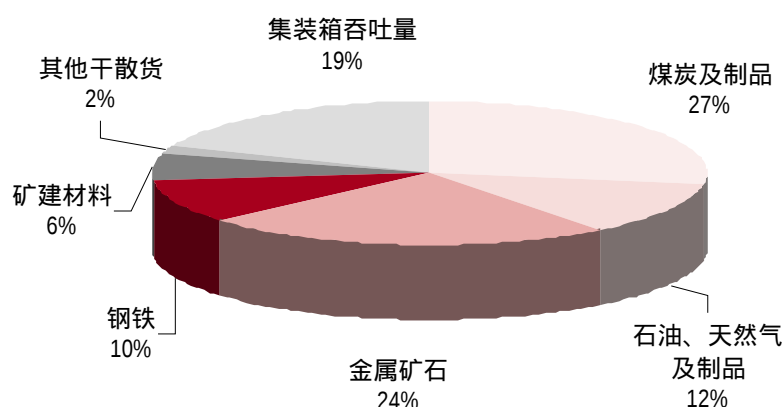
天津港是中国最大的人工海港，是在淤泥质浅滩上人工挖海建港、吹填造陆建成的，随着港口治理泥沙回淤技术的发展，人工港在深水化建设上的优势逐渐显现，目前，天津港航道最大可进出 30 万吨级船舶，水深最深达 -19.5 米。现有水陆域面积近 260 平方公里，陆域面积 72 平方公里，规划到 2010 年港口陆域总面积达 100 平方公里。

天津港主要分为北疆、南疆、东疆、海河四大港区，天津港集团公司所属公用泊位 94 个，岸线长度 21.5 公里。北疆港区以集装箱和件杂货作业为主；南疆港区以干散货和液体散货作业为主；海河港区以 5,000 吨级以下小型船舶作业为主；东疆港区为天津港的一个新港区，规划面积为 30 平方公里。

天津港以资源吞吐为主

从天津港全港的货物吞吐构成来看，2008 年以煤炭及制品、石油天然气及制品、金属矿石、钢铁等为主要货品的干散货吞吐量占到了 81.4%，而集装箱吞吐量仅占 18.6%，显示出天津港的资源大港属性。货物吞吐量在 08 年和 09 年前 9 个月均排名全国第 3 位，集装箱吞吐量排名第 6 位。

图表 5. 2008 年天津港全港货物吞吐量分类构成

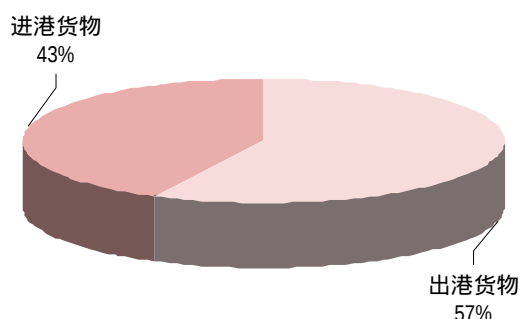


资料来源：CEIC，中银国际研究

从天津港全港的货物流向来看，集装箱运输量呈现进出港基本持平的态势，但干散货则以出港货物居多，整体而言 08 年出港货物比重占到 57.5%，比往年有所下降，显示出天津港具有资源输出港特征。天津港是我国最大的焦炭出口港，第二大铁矿石进口港和钢铁进出口港，第四大油品港，中国北方的集装箱干线港。

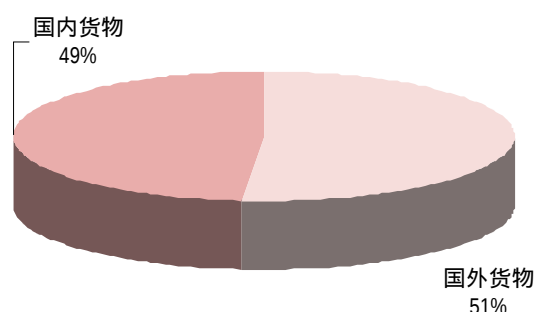
从货物内外贸构成来看，外贸货物吞吐量略多于内贸。

图表 6. 2008 年天津港全港进出港货物吞吐量分类构成



资料来源：CEIC，中银国际研究

图表 7. 2008 年天津港全港内外贸货物吞吐量分类构成



资料来源：CEIC，中银国际研究

天津港的两大主要运营主体

目前，天津港公用码头的运营主体主要为天津港发展 (3382.HK) 和天津港股份有限公司 (下称“天津港股份”，即本公司，600717.SS)。

天津港股份

天津港股份的前身为天津港储运股份有限公司，于 1996 年 6 月 14 日在上海证券交易所挂牌交易，上市之初主要经营仓储、运输业务，后通过向天津港 (集团) 有限公司 (下称“天津港集团”) 收购资产逐渐拓展业务范围。2008 年 4 月，天津港股份完成了向天津港集团非公开发行股份收购资产，获得天津港集团注入 15 家港口运营企业约 41 亿元资产，由较为单一的港口装卸服务企业转变为港口综合服务运营商。目前，天津港股份的下属公司主要包括合并报表的子公司 56 家，合营公司 11 家，联营公司 22 家，其他股权投资公司 11 家。天津港股份 09 年上半年所完成的货物吞吐量和集装箱吞吐量分别占天津港全港吞吐量的 63% 和 48% 左右。

天津港发展

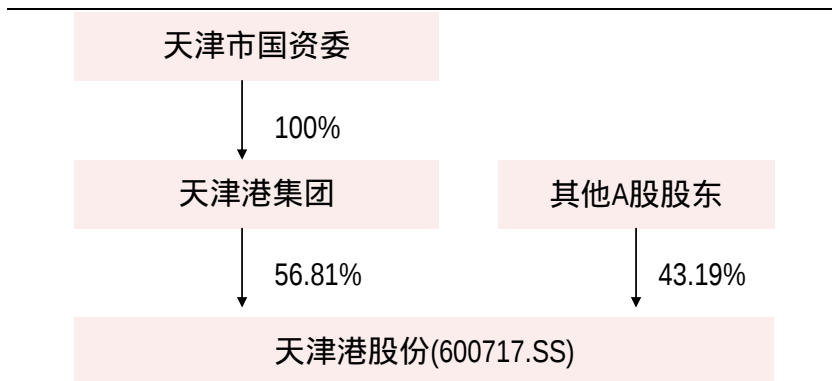
1997年，天津市政府通过资产划拨的形式，以原属于天津市港务局（天津港集团的前身）的天津港集装箱码头有限公司与天津港第二港埠有限公司两家港口运营企业以及其他四家境内企业在香港组建成立天津发展（0882.HK）。天津发展于1997年12月在香港联交所主板发行上市。2005年8月，天津发展于开曼群岛设立天津港发展，而后将港口运营企业资产注入天津港发展，天津港发展于2006年4月在联交所主板发行上市。天津港发展主要经营集装箱处理业务和散杂货处理业务，旗下主要有天津港集装箱码头有限公司、天津港联盟国际集装箱码头有限公司（拥有40%权益）、天津港欧亚集装箱码头有限公司（拥有40%权益）、天津港第二港埠有限公司，还通过天津港海丰保税物流有限公司于东疆保税区投资一个物流园。公司总集装箱处理能力超过600万标准箱。09年上半年，天津港发展在天津港集装箱市场的占有率为52.1%，根据我们估算，天津港发展的散杂货业务量仅占全港散杂货市场的不到5%。

天津港发展收购天津港股份

出于前述历史原因，天津港形成了在同一港区内有两家港口业务运营主体的经营格局，并影响了天津港未来整体战略发展规划的实施，削弱了港口的整体对外竞争力。为解决这一问题，今年年初天津港发展对天津港股份发起了收购，天津港集团将其持有的天津港股份56.81%的股份（共计951,512,511股国有股）转让予天津港发展在香港设立的全资子公司显创投资，成为天津港股份的控股股东；同时，收购完成后，天津港集团还将通过其境外子公司持有天津港发展不低于51%的股份，成为天津港发展的控股股东。天津港集团对天津港股份的实际控制地位未变，天津港股份的实际控制人没有发生变化。

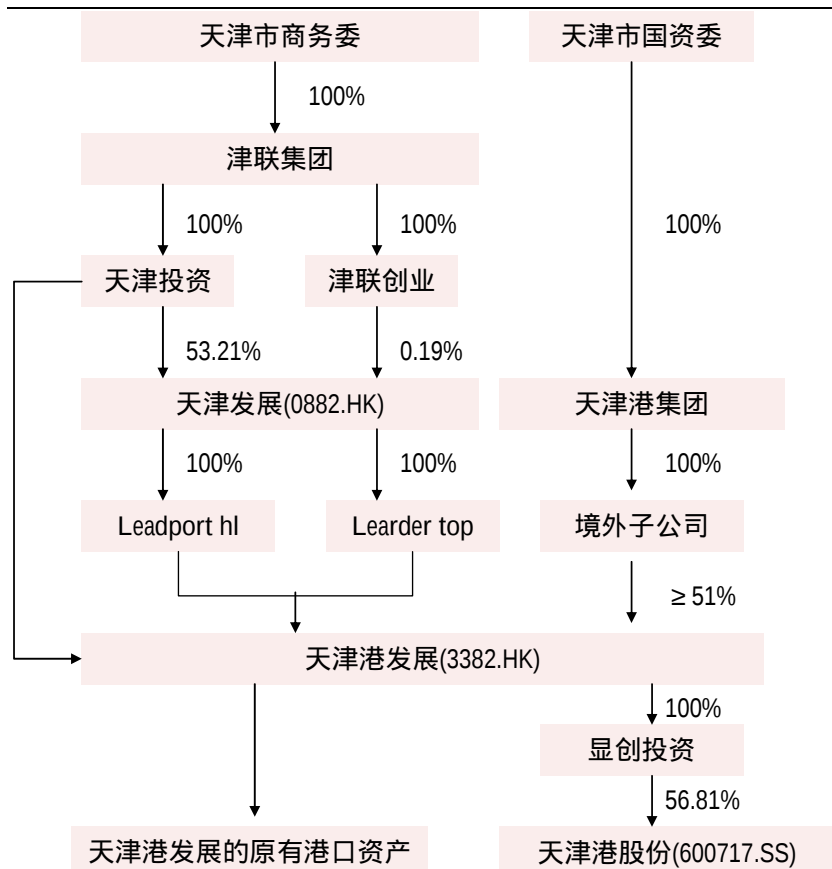
目前，该收购事项正在国家有关部门的审批之中。

图表 8. 收购前天津港股份的股权结构图



资料来源：公司数据

图表 9. 收购后天津港股份和天津港发展的股权结构图



资料来源：公司数据

协同效应有待发挥，期待进一步整合

本次收购完成后，将解决一港两家运营商的历史遗留问题，有利于避免内部竞争和重复建设，实现统一管理，更好地做好港区规划，改善设施配置，建立和完善港口物流体系，进一步提升天津港的国际影响力，是天津港建设世界一流大港的关键举措。例如天津港目前有 3 个集装箱码头公司，现有泊位已充裕，因此公司将放缓对集装箱码头的投资，着力提高现有设施的利用率。

我们认为，公司与控股股东天津港发展仍存在一定的同业竞争格局，未来如何进一步整合仍需关注。

未来仍有资产注入预期

天津港集团主要立足于四大产业矿架：港口地产（港区面积到 2010 年将由目前的 72 平方公里扩大至 100 平方公里）、港口装卸（已注入公司）、港口物流和港口综合服务。

天津港集团向公司承诺在天津港集团未来新建、开发和运营码头项目时，公司具有优先投资权；如公司未行使优先投资权，可提出书面要求具有收购选择权。同时，天津港集团 08 年末注入的港口服务类资产在资产盈利水平获得提升后，公司可提出书面要求收购，集团将按照合法程序予以转让。天津港集团承诺在建的 30 万吨原油码头工程在竣工完成后将置入公司。

因此，天津港仍有资产注入预期，主要有 30 万吨原油码头工程、干散货物流中心和集装箱物流中心等。未来港区面积还将继续扩大，集团仍有望继续培育体外资产，成熟后注入公司。

集团的 30 万吨油码头现已进入试运行，由于配套项目（国家战略储备油和大化纤项目）还没上马，油码头产能利用率低，目前尚处于亏损状态，等能增厚业绩后再装入公司。

业务发展分析和展望

影响港口吞吐量的因素十分复杂，大体可分为两类，一种是客观的区域因素，如腹地的大小、生产发展水平的高低、外向型经济发展状况和进出口商品的数量等；另一种是港口本身的建港条件，包括自然条件和社会经济因素，如劳动组织与管理水平、港口集疏运能力、装卸机械数量和技术水平、船型、车型、水文气象条件、工农业生产的季节性、车船到港的均衡性、货物品种与数量等。

腹地经济发展速度快

港口业务量的发展和腹地划分受到最小费用原则（起始点到目的地的最小费用路径）的影响。港口腹地又称港口的吸引范围，港口集散旅客和货物的地区范围。可分为陆上经济腹地和海上经济腹地。以圈层划分法来说，陆上经济腹地一般又可划分为内圈层（港口城市和临港工业）、中圈层（经济较为发达、利用港口较多的直接腹地）和外圈层（利用港口较少的间接腹地）。

天津港的陆上经济腹地主要包括天津、北京、河北、山西、内蒙古、陕西、甘肃、青海、新疆、宁夏及河南、山东二省的部分地区，总面积达 450 万平方公里。

滨海新区的开发开放为天津港创造了难得的历史机遇

城市和临港工业区是港口的直接腹地，并通过发展临港产业实现港城联动。国家已经明确把天津滨海新区开发开放纳入总体发展战略布局，天津港是滨海新区的重要组成部分，是天津市最大的比较优势和核心战略资源，滨海新区的开发开放为天津港创造了难得的历史机遇。

国务院《关于推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》中明确天津滨海新区的功能定位是：依托京津冀、服务环渤海、辐射“三北”、面向东北亚，努力建设成为我国北方对外开放的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心，逐步成为经济繁荣、社会和谐、环境优美的宜居生态型新城区。

《意见》还决定给予天津滨海新区一定的财政税收政策扶持。对天津滨海新区所辖规定范围内、符合条件的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税；比照东北等老工业基地的所得税优惠政策，对天津滨海新区的内资企业予以提高计税工资标准的优惠，对企业固定资产和无形资产予以加速折旧的优惠；中央财政在维持现行财政体制的基础上，在一定时期内对天津滨海新区的开发建设予以专项补助。

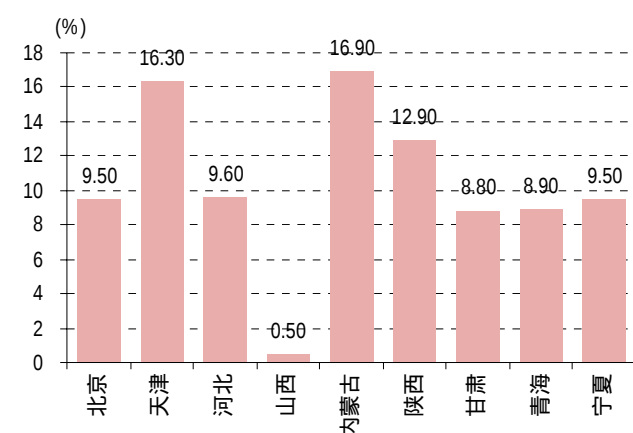
日前，国务院批复了天津市报送的《关于调整天津市部分行政区划的请示》，同意撤销天津市塘沽区、汉沽区、大港区，设立天津市滨海新区，以原塘沽区、汉沽区、大港区的行政区域为滨海新区的行政区域。继深圳经济特区、上海浦东新区之后，被称为“中国经济未来第三增长极”的天津滨海新区管理体制改革的启动，是实施国家发展战略，推动滨海新区管理体制改革的重大部署，对于进一步加快滨海新区开发开放有重要意义。

天津滨海新区前九个月利用外资合同外资额 72.7 亿美元，同比增长 9%，增幅高于天津全市 7.8 个百分点，占全市比重的 72%；外资实际到位额 38 亿美元，同比增长 22%，增幅高于全市 1.5 个百分点，占全市比重的 58.4%。滨海新区有 179 家企业增资，增资额占到全市增资总量的 68%。今年 1 - 9 月，天津市新批外商投资企业 442 家，合同外资额 101.4 亿美元（包括增资额 38.8 亿美元），同比增长 1.2%；实际直接利用外资额 65 亿美元，同比增长 20.2%。

腹地经济快速发展

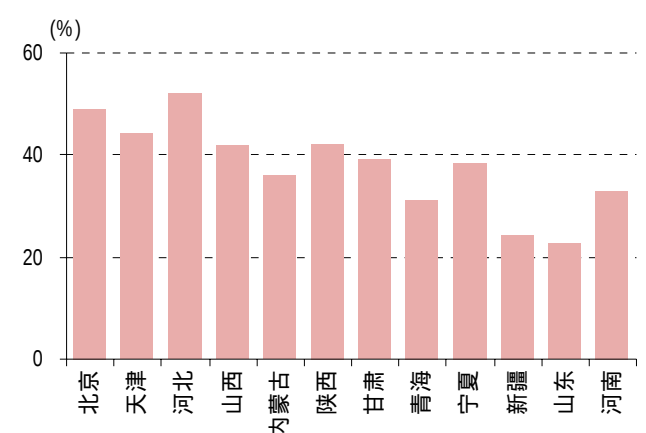
2009 年前 3 季度天津港直接和间接腹地省市的 GDP 增速大部分都超过了全国平均 7.7% 的水平。同期，京津冀晋蒙陕甘宁等省市的城镇固定资产投资累计增速也均超过全国平均 33.3% 的水平。

图表 10. 天津港腹地省市 09 年前 3 季度 GDP 累计增速



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 11. 天津港腹地省市 09 年前 3 季度城镇固定资产投资累计增速



资料来源：万得资讯，中银国际研究

天津港处在欧亚大陆桥的桥头堡地位，距离日本、韩国的海上运距最短，距中亚、西亚的陆地距离最短，是蒙古、哈萨克斯坦等临近内陆国家的出海口，是连接东北亚与中西亚的纽带。天津港的国际交往广泛，目前已同世界上的 180 多个国家和地区的 400 多个港口有贸易往来，每月集装箱航班 400 余班。

天津港建设成为北方国际航运中心纳入国家规划

根据《全国沿海港口布局规划》，津冀沿海港口群以天津北方国际航运中心和秦皇岛港为主，包括唐山、黄骅等港口组成，主要服务于京津、华北及其西向延伸的部分地区。津冀沿海港口以秦皇岛、天津、黄骅、唐山等港口为主布局专业化煤炭装船港；以秦皇岛、天津、唐山等港口为主布局大型、专业化的石油（特别是原油及其储备）、天然气、铁矿石和粮食等大宗散货的中转储运设施；以天津港为主布局集装箱干线港，相应布局秦皇岛、黄骅、唐山港等支线或喂给港口；以天津港为主布局旅客运输及商品汽车中转储运等设施。

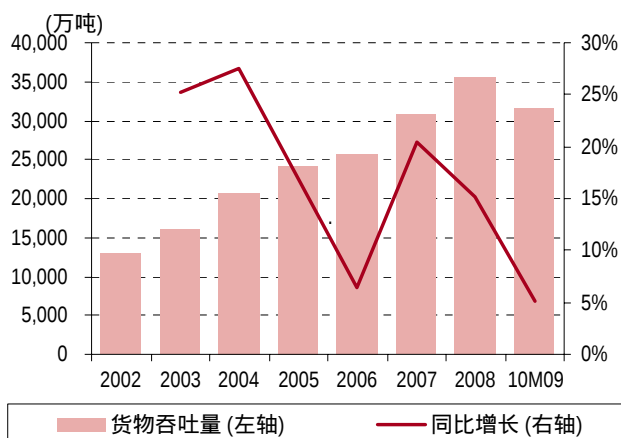
随着腹地经济的变化，以及国家规划和政策的支持，公司将由散杂货港口向综合性港口运营商转化。

主要货种的未来增长趋势分析

目前受制于需求增长不足的矛盾制约

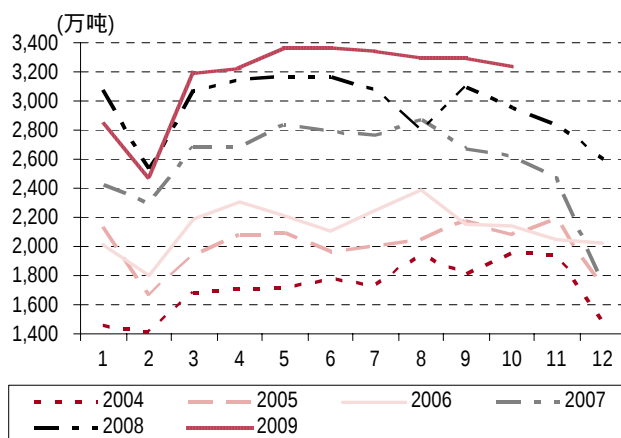
09 年前 10 个月，天津港全港货物吞吐量累计同比增长 5.2%，集装箱吞吐量累计同比增长 2.4%。从月度梯度图来看，自 3 月份起货物吞吐量已恢复正增长，而集装箱吞吐量则仍处于与去年同期持平或微升的水平。

图表 12. 天津港全港货物吞吐量年度数据



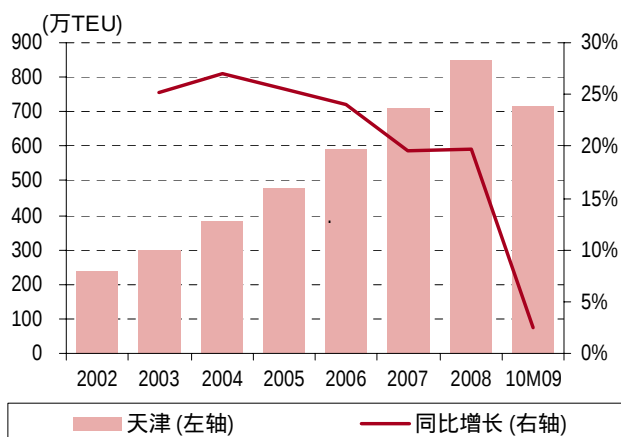
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 13. 天津港全港货物吞吐量月度梯度图



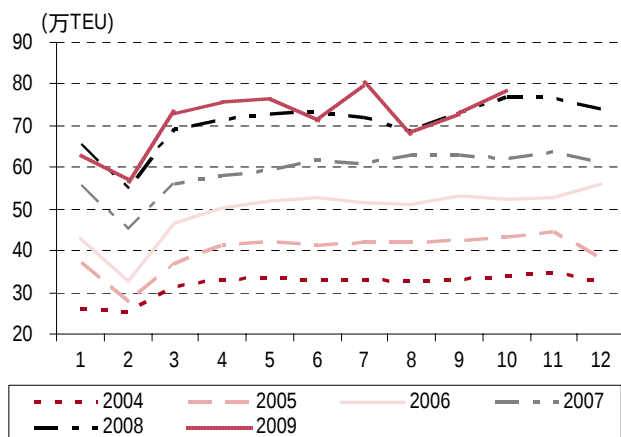
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 14. 天津港全港集装箱吞吐量年度数据

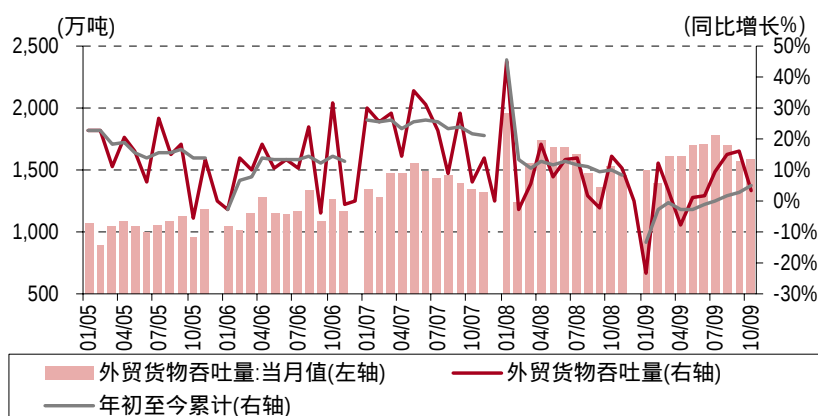


资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 15. 天津港全港集装箱吞吐量月度梯度图



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 16.天津港全港外贸货物吞吐量合计月度数据


资料来源：万得资讯，中银国际研究

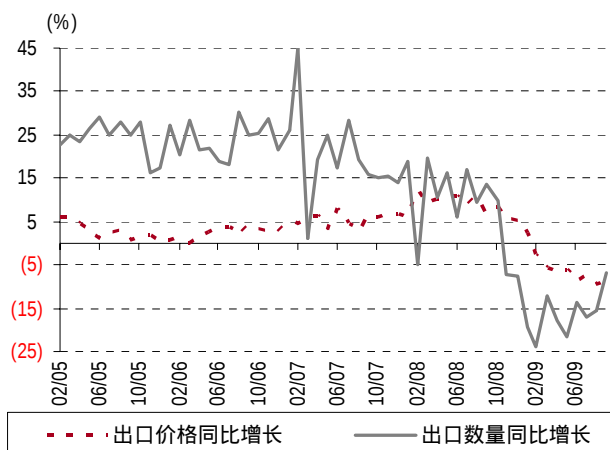
但是，09年上半年，公司散杂货吞吐量同比下降9.9%，集装箱吞吐量同比下降1.4%，整体货物吞吐量同比下降11.1%，低于天津港全港的吞吐量增长，公司所占份额略有下降。根据我们了解到的情况，分货种来看，焦炭吞吐量较上年同期下降约80%左右，原煤吞吐量下降25%左右，钢铁下降35%左右，原油吞吐量下降45%左右，只有金属矿石吞吐量一枝独秀，增长55%左右，其他货类吞吐量下降约10%。08年焦炭和油品装卸业务的利润均占到公司利润的10%以上，因此这两项子业务吞吐量的大幅下降对公司09年业绩构成很大的不利因素。目前需求不足制约了公司的业务增长。

集装箱：进出口走向恢复

从国外情况看，全球经济的衰退让消费者和企业对价格变得更加敏感，而中国正在从贸易竞争对手手中取得更多的市场份额，而且在经济复苏周期结束之后，这样的趋势可能还会延续。今年前7个月，中国已经取代加拿大成为美国最大的商品进口国，并成为全球最大的出口国。在全球贸易不断萎缩的情况下，中国的份额得以增大。

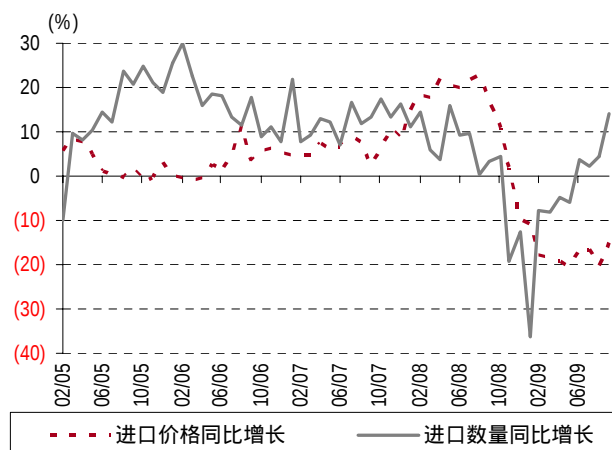
随着欧美经济逐渐恢复，进出口业务均已出现触底回升。进口数量指数自09年6月份转为正增长，9月份增速扩大到13.9%，进一步确立了反弹趋势。出口数量指数降幅逐月收窄至9月份的个位数。

图表 17. 出口数量和价格同比增长月度数据



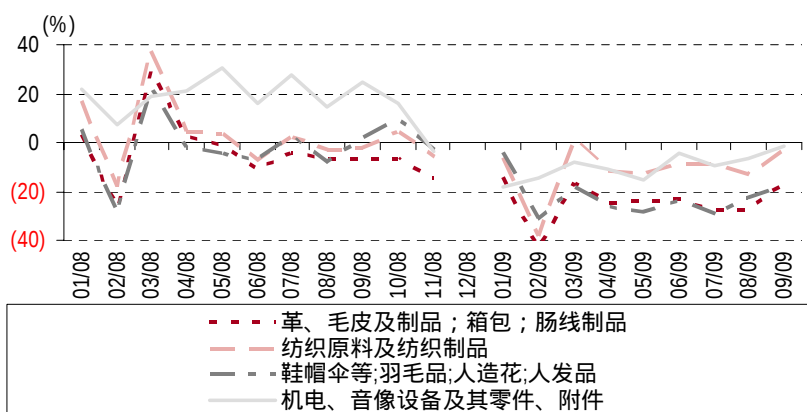
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 18. 进口数量和价格同比增长月度数据



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 19. 主要适箱货种出口增速月度收据



资料来源：万得资讯，中银国际研究

天津港在集装箱业务上的主要竞争对手是青岛港，青岛港集装箱业务量在全国排名第4，天津港排名第6，两港的集装箱业务量相差不大，天津港09年1-9月的增速略高于青岛港，两港腹地不完全重合，竞争基本趋于平稳。

我们认为，未来公司集装箱业务量将恢复到10%以上的正常增长速度。

煤炭：神华煤炭码头潜力有待发挥

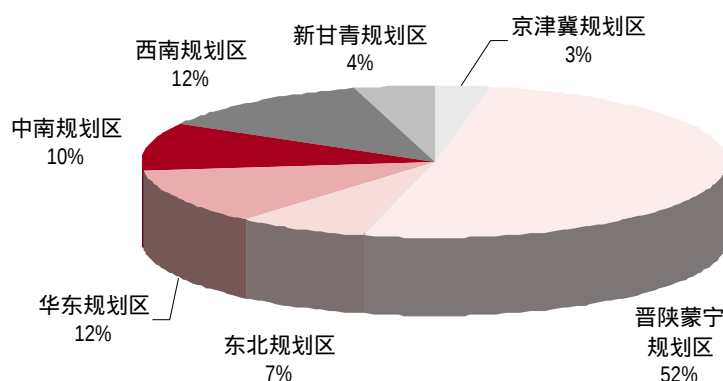
08 年煤炭及其制品的吞吐量占到天津港全港吞吐量的 27.45%，吞吐量达到 9,769 万吨。天津港是北方七个煤炭下水港之一，煤炭业务主要由天津港股份承担。未来山西、陕西和内蒙古煤产区的规划产量还将进一步增长，增量的下水煤部分将主要由秦皇岛和天津港下水。但是，今年以来公司煤炭吞吐量下降 25% 左右，我们认为主要原因一是神华煤炭码头潜力有待发挥，二是山西煤炭限产整合导致下水煤减少，三是黄骅港对公司仍有一定分流作用。

神华集团的煤炭产量占到了全国的 15% 左右。09 年 1-9 月神华股份原煤产量同比增长 15.2%，产量达到 1.59 亿吨，预计全年将能达到 2.1 亿吨，比上年增长约 2,400 万吨；而神华集团前 9 个月同比增长了 19.6%，产量达到 2.46 亿吨，预计年底将能达到 3 亿吨以上。

神华集团的煤炭增量主要通过神朔黄铁路运至黄骅港和天津港下水。神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端，公司占股 45%，共有 3 个泊位，于 2006 年 10 月建成，设计年煤炭下水能力为 4,500 万吨。基础设施良好，包括 20 万吨级深水航道，港口服务体系专业化，神华天津煤码头可以同时停靠 1 条 15 万吨级和 2 条 7 万吨级的大型船舶。但是，09 年 1-9 月神华通过天津港下水煤为 1,660 万吨，同比仅增长了 1.6%。

我们认为，一是神华集团的下水煤炭增量将来可能成为公司煤炭吞吐量的增长来源，同时山西煤炭资源整合后也将给公司带来煤炭吞吐量增量。我们认为 2010 年公司的煤炭吞吐量将恢复 10% 左右的自然增长。

图表 20. 2008 年煤炭实际产出分布图



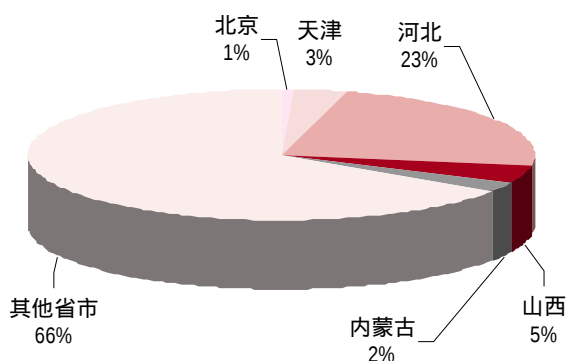
资料来源：万得资讯，中银国际研究

金属矿石：未来增速可能回落，但数量仍将维持较高水平

铁矿石吞吐量 08 年占到了天津港全港货物吞吐量的大约四分之一。近年来，天津港铁矿石吞吐量增长显著，由 2000 年的不足 500 万吨，迅速增长到 2008 年的超过 8,500 多万吨，年均增长 43%，居宁波-舟山港之后列全国第二位。公司今年前 9 个月铁矿石的运量同比保持了 50% 以上的增速，成为公司的业务增长亮点。

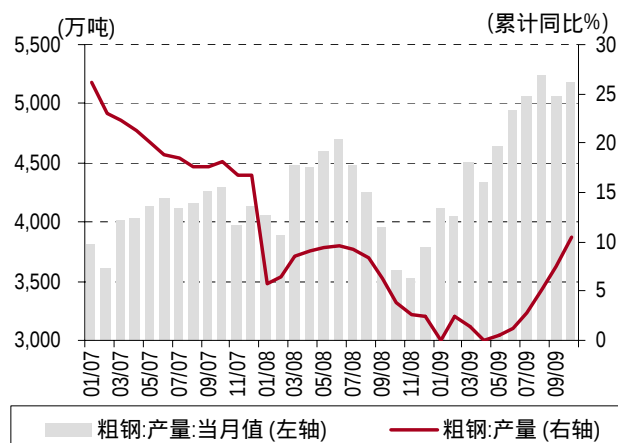
天津港直接腹地和主要腹地的粗钢产量 08 年超过全国的三分之一，其中河北省占到 23%，是全国的产钢大省。公司最大的三家货主分别来自天津、河北和山东。

图表 21. 2008 年天津港主要腹地省市粗钢产量份额



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 22. 粗钢产量月度数据



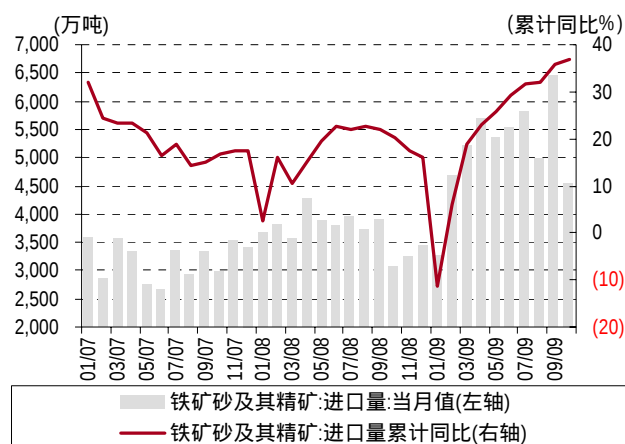
资料来源：万得资讯，中银国际研究

今年以来，在国家积极财政政策刺激下，粗钢产量自下半年以来恢复快速增长，1-10 月累计增长 10.5%，10 月当月则同比增长 42.4%。中银国际钢铁行业分析师认为，虽然目前社会库存依然处于高水平，但钢材市场尤其是长材的去库存化已在稳步推进中，随着下游房地产等需求的增加，钢材产量预计 2009 年全年增长 12% 左右，而 2010 年仍将增长 8% 左右。

受国际铁矿石价格回落以及价格上涨预期的影响，铁矿石的进口量则出现快速增长，今年前 10 个月累计同比增长 36.8%，国产铁矿石产量则同比仅增长 5.4%。我们认为，今年铁矿石进口大幅攀升反映了进口铁矿石对国产铁矿石的替代效应。未来在钢产量仍将维持一定增速的前提下，只要国际铁矿石价格不出现大规模攀升，则国内铁矿石的替代作用就将受限，进口铁矿石的数量仍会保持较高的水平，当然由于基数原因，增速可能会回落。

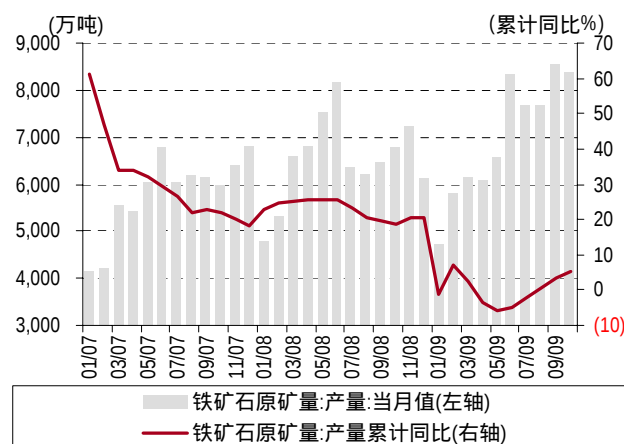
考虑到公司铁矿石业务会受到曹妃甸港区对公司铁矿石吞吐量的分流影响，铁矿石业务量增速将进一步趋缓，但是天津港与曹妃甸的腹地市场不完全重叠，另外公司采取提高服务质量的做法，靠服务品质吸引客户，如现场实行军队化管理，卫生环保，尽量采用机车运输，减少货物装卸过程中的浪费，从竞争对手中争取货源，弥补运距差距。我们预计公司 2010 年铁矿石吞吐量仍将保持 8-10%左右的增速。

图表 23. 铁矿砂及其精矿进口月度数据



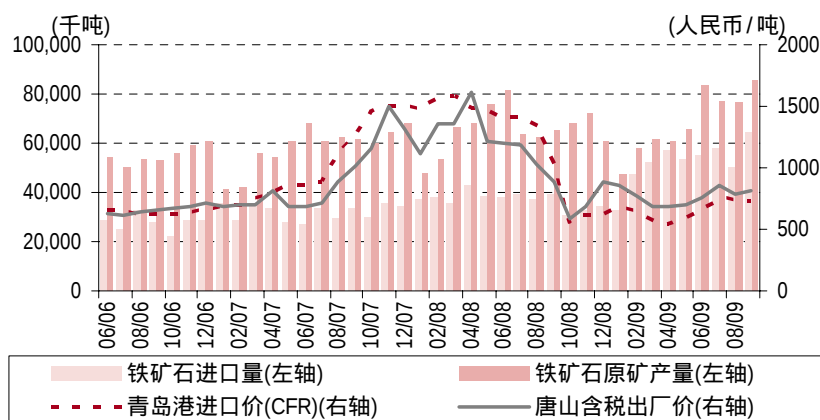
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 24. 铁矿石原矿量产量月度数据



资料来源：万得资讯，中银国际研究

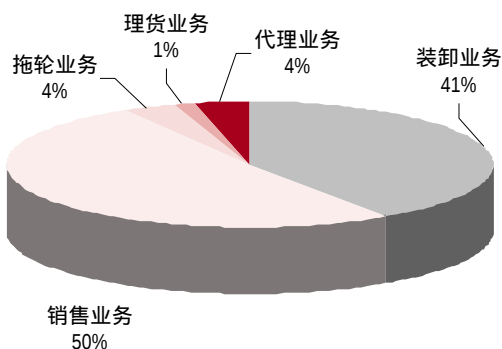
图表 25. 进口和国产铁矿石量价月度数据



资料来源：万得资讯，中银国际研究

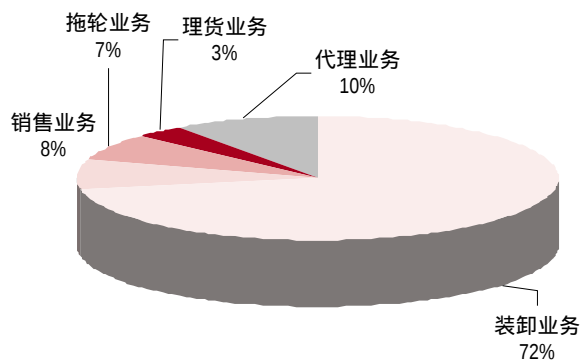
盈利预测和财务分析

图表 26. 天津港股份 2009 年上半年分业务收入构成



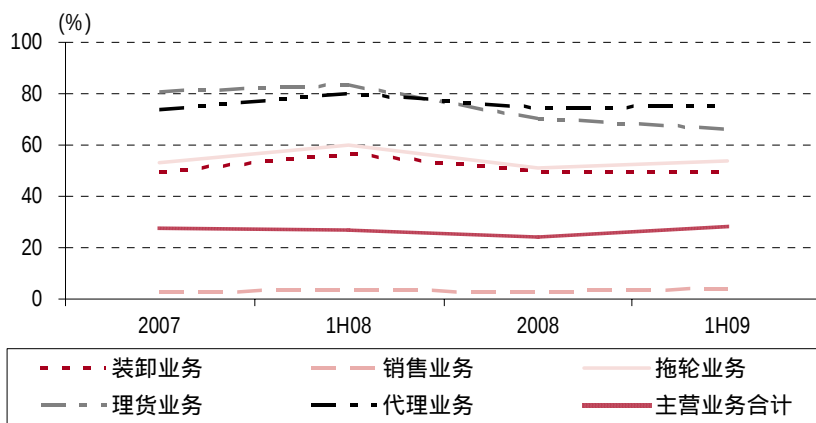
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 27. 天津港股份 2009 年上半年分业务利润构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 28. 天津港股份主营业务毛利率变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

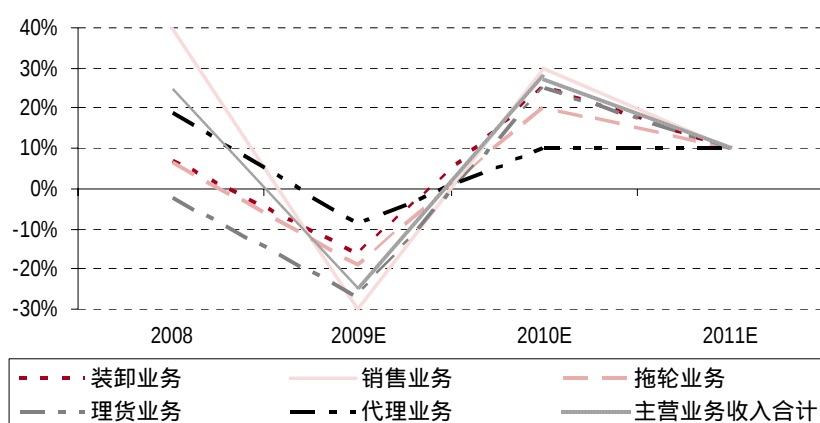
占公司主营业务收入超过 50%的销售业务，主要是公司销售石油产品、为船舶提供燃料、淡水供应和备品备件的服务业，重点是控制风险，不以赚取高利润为目的。销售业务 09 年上半年的毛利率保持了增长。

09 年上半年占公司主营业务收入 40.5%的装卸业务，贡献了 72.2%的毛利润，公司的盈利能力主要取决于港口装卸业务量。

同时，公司基础设施方面没有大的扩建和资本开支，财务压力将降低。

我们认为，基于前述宏观经济、区域经济的趋势和公司主要货种的未来前景逐渐转好，公司的业务将走出阶段低点，业绩将出现回升。我们预计公司装卸费 2010 年将得到恢复，毛利率也将得到提升。我们预计公司 09-11 年每股盈利将分别达到 0.41、0.56 和 0.65 元人民币，分别同比增长-27.9%、39.3%和 14.9%。我们认为 2010 年公司业绩将扭转 09 年大幅下滑的不利局面，走上恢复通道。

图表 29. 公司分业务收入增长假设



资料来源：公司数据，中银国际研究

风险

天津大港新港将对公司产生分流作用

天津市年中出台的“双港双城”战略中，为了协调重化工产业与城市建设的矛盾，将新建大港新港，其发展定位于建成世界级重、化工业基地，北方国际航运中心的重要组成部分，世界一流的循环经济示范区。我们认为大港将对天津港的未来发展产生分流作用，将来天津市如何统筹两个港口间的分工协作，有待观察。

股权关系复杂可能对公司形成负面影响

如前所述，如得到国家有关部门核准，公司的母公司将变更为天津港发展，原母公司天津港集团将通过控股天津港发展，从而对公司的实际控制地位未变，公司的实际控制人没有发生变化。但是天津港发展作为独立的 H 股上市公司，在业务上与公司尚存在一定的同业竞争，未来怎样进一步与 A 股公司整合，目前我们不得而知，我们担心股权关系复杂可能对公司形成负面影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	9,155	11,266	8,647	10,879	11,940
销售成本	(6,661)	(8,627)	(6,447)	(8,116)	(8,853)
经营费用	(434)	(620)	(381)	(463)	(494)
经营利润 (息税前利润)	2,061	2,019	1,819	2,300	2,593
折旧及摊销	(469)	(566)	(648)	(734)	(820)
息税折旧前利润	1,592	1,453	1,171	1,566	1,774
净利息收入/(费用)	(48)	(205)	(197)	(197)	(195)
其他收益/(损失)	139	145	86	107	118
税前利润	1,682	1,392	1,060	1,477	1,696
所得税	(434)	(247)	(212)	(295)	(339)
少数股东权益	(201)	(203)	(170)	(236)	(271)
净利润	1,047	942	679	945	1,086
核心净利润	1,047	942	679	945	1,086
每股收益(人民币)	0.723	0.562	0.405	0.564	0.648
核心每股收益(人民币)	0.723	0.562	0.405	0.564	0.648
每股股息(人民币)	0.100	0.120	0.076	0.106	0.122
收入增长(%)	n.a.	23	(23)	26	10
息税前利润增长(%)	n.a.	(9)	(19)	34	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(2)	(10)	26	13
每股收益增长(%)	n.a.	(22)	(28)	39	15
核心每股收益增长(%)	n.a.	(22)	(28)	39	15

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2,023	1,849	1,630	1,656	1,791
应收帐款	3,331	1,401	1,231	1,548	1,699
库存	249	146	125	157	172
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	5,603	3,397	2,985	3,361	3,662
固定资产	9,089	11,343	12,971	14,514	15,970
无形资产	417	3,193	3,140	3,088	3,035
其他长期资产	1,819	1,918	1,918	1,918	1,918
长期资产总计	11,324	16,453	18,029	19,519	20,923
总资产	16,927	19,850	21,014	22,880	24,585
应付帐款	2,682	2,337	2,653	3,338	3,663
短期债务	2,953	1,949	1,949	1,949	1,972
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	5,635	4,286	4,602	5,287	5,635
长期借款	1,702	3,587	3,587	3,587	3,587
其他长期负债	156	39	39	39	39
股本	1,449	1,675	1,675	1,675	1,675
储备	5,231	7,308	7,986	8,931	10,017
股东权益	6,680	8,983	9,661	10,606	11,692
少数股东权益	2,754	2,956	3,126	3,362	3,633
总负债及权益	16,927	19,850	21,014	22,880	24,585
每股帐面价值(人民币)	4.61	5.36	5.77	6.33	6.98
每股有形资产(人民币)	4.32	3.46	3.89	4.49	5.17
每股净负债/(现金)(人民币)	1.82	2.20	2.33	2.32	2.25

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,682	1,392	1,060	1,477	1,696
折旧与摊销	469	566	648	734	820
净利息费用	48	205	197	197	195
运营资本变动	(817)	(293)	508	335	159
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(30)	181	350	331	362
经营活动产生的现金流	878	1,501	2,116	2,339	2,414
购买固定资产净值	(4,547)	(2,254)	(2,224)	(2,224)	(2,224)
投资减少/增加	62	41	86	107	118
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,485)	(2,213)	(2,138)	(2,116)	(2,106)
净增权益	1,575	339	0	0	0
净增债务	3,166	919	0	0	22
支付股息	(863)	(704)	(197)	(197)	(195)
其他融资现金流	0	(16)	0	0	0
融资活动产生的现金流	3,877	537	(197)	(197)	(173)
现金变动	271	(175)	(219)	26	135
期初现金	1,761	2,023	1,849	1,630	1,656
公司自由现金流	(3,606)	(712)	(22)	223	308
权益自由现金流	(440)	207	(22)	223	330

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	22.5	17.9	21.0	21.1	21.7
息税前利润率	17.4	12.9	13.5	14.4	14.9
税前利润率	17.0	10.9	12.3	13.6	14.2
净利率	10.0	6.9	7.8	8.7	9.1
流动性(倍)					
流动比率	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率	22.2	6.2	5.3	7.1	8.0
净权益负债率(%)	27.9	30.9	30.5	27.8	24.6
速动比率	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	16.4	21.1	29.3	21.0	18.3
核心业务市盈率	16.4	21.1	29.3	21.0	18.3
目标价对应核心业务市盈率	17.9	23.1	32.0	23.0	20.0
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7
价格/现金流	20.0	13.5	9.6	8.7	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	12.5	14.1	11.2	10.0
周转率					
存货周转天数	6.8	8.4	7.7	6.3	6.8
应收帐款周转天数	66.4	76.7	55.5	46.6	49.6
应付帐款周转天数	53.5	81.3	105.3	100.5	107.0
回报率(%)					
股息支付率	15.8	25.8	18.8	18.8	18.8
净资产收益率	27.5	10.0	7.3	9.3	9.7
资产收益率	13.6	6.3	4.6	5.7	6.0
已运用资本收益率	22.9	9.4	6.7	8.4	8.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

天津港 (600717.SS/人民币 11.87, 持有)

深赤湾 A (000022.SZ/人民币 14.53, 未有评级)

盐田港 (000088.SZ/人民币 8.58, 未有评级)

北海港 (000582.SZ/人民币 14.49, 未有评级)

厦门港务 (000905.SZ/人民币 8.57, 未有评级)

南京港 (002040.SZ/人民币 9.83, 未有评级)

日照港 (000017.SS/人民币 6.72, 未有评级)

上港集团 (600018.SS/人民币 5.79, 未有评级)

锦州港 (600190.SS/人民币 6.05, 未有评级)

重庆港九 (600279.SS/人民币 10.78, 未有评级)

营口港 (600317.SS/人民币 8.37, 未有评级)

芜湖港 (600575.SS/人民币 15.29, 未有评级)

连云港 (601008.SS/人民币 7.78, 未有评级)

以 2009 年 11 月 30 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 12 月 1 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成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，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371