



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注

2010 年 1 月 5 日

港口行业

研究部

任重

分析员

renzhong@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析员

zhengd@cicc.com.cn

中性

锦州港 (600190.CH)

未来煤炭大港，战略性资产整合标的

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	526	792	718	820	947
(+/-%)	4.7	50.5	(9.4)	14.3	15.5
净利润	61	164	140	202	191
(+/-%)	(42.1)	167.8	(14.5)	43.6	(5.4)
经常性损益净利润	62	163	172	202	191
(+/-%)	(43.7)	163.9	5.4	18.0	(5.4)
每股盈利(元)	0.04	0.11	0.09	0.13	0.12
每股经营现金流(元)	0.14	0.26	0.10	0.33	0.40
市盈率(X)	153.0	57.1	66.9	46.6	49.2
市净率(X)	6.7	6.0	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	27.0	18.1	24.8	22.7	20.7
现金分红收益率(%)	0.0	0.6	0.4	0.5	0.5
净资产收益率(%)	4.4	10.4	3.9	5.4	4.9

股票信息

A股	
当前股价	人民币6.01
股票代码	600190 CH Equity
日成交量(百万股)	2.09
52周最高价/最低价	人民币7.12/3.15
发行股数(百万股)	630.0
其中: 无限售条件流通股(百万股)	230.0
主要股东(持股比例)	东方集团股份有限公司(19.73%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600190.CH]	-0.17	-4.30	+14.69	-1.15
[上证A股指数]	+1.73	-2.21	+16.65	-1.02
[中金港口指数]	+3.30	-4.21	+15.81	-0.74

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

我们首次覆盖锦州港，给予“中性”投资评级。作为蒙东地区煤炭通道出海口的战略地理位置以及来自大连港集团的进一步整合预期是公司的投资主线，但高企的估值水平显示这两大增长故事已经较为充分的反映在当前股价中。

- 锦赤铁路将于 2012 年建成，有望带来 1 亿吨煤炭吞吐需求。但由于煤炭吞吐量增量主要由新建煤炭泊位带来，公司股权占比较小，预计 2012 年新增归属于锦州港部分盈利仅有 0.11 亿左右，2015 年将达到 0.89 亿，分别相当于锦州港 2010 年预测盈利的 5.5% 和 44.1%，短期内盈利贡献有限。
- 目前，大连港集团累计持有公司股份 3.04 亿股，股权比例约为 19.44%，仅次于东方集团的 19.73%。我们认为，大连港向大股东收购控股股权的时机已经成熟，唯有转让价格可能构成障碍。同时，大连港集团也存在进一步从二级市场收购股票扩大股权的可能。

财务预测:

我们预计公司 2010 年经营性盈利将同比增长 18.0% 或 0.30 亿元，主要得益于公司货物吞吐量增长 (0.16 亿) 和装卸费率提升 (0.19 亿)。2011 年盈利将同比下降 5.4% 或 0.11 亿元，主要由于新建集装箱泊位竣工带来财务费用和折旧费用大幅上升所致。长期来看，在煤炭吞吐量 2012 年开始跨越式增长的带动下，公司 2009~2015 年经营性净利润复合增长率将达到 17.2%。

估值与建议:

目前公司 DCF 估值以及市盈率估值均以显示当前股价已经透支了未来的盈利增长，但市净率估值显示锦州港作为战略性整合资源仍具备一定的投资价值。大连港集团对上市公司较高的增发价格 7.77 元为当前的估值水平带来一定的支撑，而大连港集团整合进程的逐步推进或将带来趋势性投资机会。

风险:

煤炭装卸需求及大连港对锦州港股权整合的不确定性。

目录

辽西地区主要出海口，煤炭和油品业务为主	3
装卸业务分析：对接蒙东煤炭运输动脉，迈向亿吨大港	5
煤炭业务：蒙东煤炭出海口，2012 年以后迎来高速增长	5
油品业务：依托锦州石化、锦西炼化以及中石油原油商业储备基地，稳定增长可期	7
集装箱业务：锦州西海工业区建设拓展集装箱业务发展前景，盈利贡献短期仍较为有限	8
装卸业务收入 2010 年增长 16.1%、2011 年增长 17.3%	9
大连港整合逐步深入	10
盈利预测与财务分析	11
主要营运数据假设	11
营业收入预测	11
营业成本预测	11
大规模的债务融资带来财务费用大幅增长	12
2010 年经营性净利润增长 17.6%，2011 年受财务费用和折旧费用上升影响小幅下降 5.4%	12
加息对盈利影响较大	13
估值分析及投资建议	15
DCF 估值分析	15
相对估值分析	15
首次给予“中性”投资评级	15
风险	18

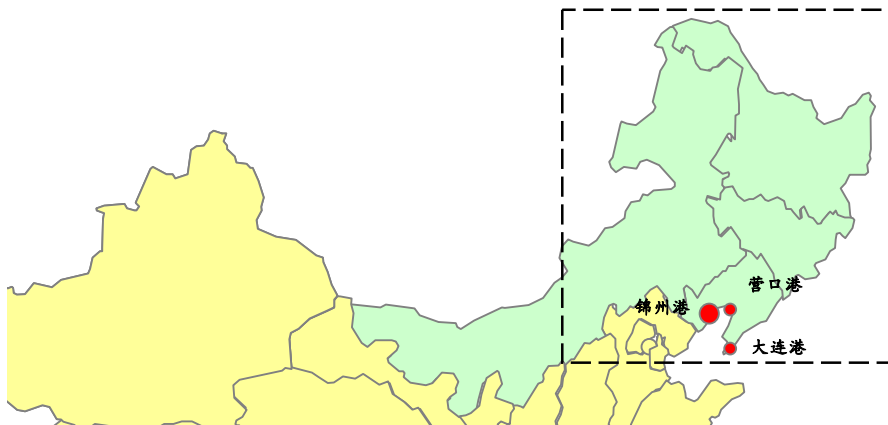
图表目录

图表 1：锦州港地理位置	3
图表 1：锦州港股权结构	3
图表 2：锦州港 2009 年吞吐量结构	3
图表 3：锦州港 2009 年预测收入结构	4
图表 11：锦州港股份 2006~2012 年铁矿石吞吐量	5
图表 11：锦州港新建煤炭泊位股权	5
图表 11：锦州港股份 2009~2015 年煤炭吞吐量预测	6
图表 14：华润煤炭泊位盈利预测	6
图表 14：中电投煤炭泊位盈利预测	7
图表 15：锦州港股份 2009~2015 年油品业务吞吐量	7
图表 15：锦州港股份 2009~2015 年集装箱吞吐量	8
图表 14：锦州新时代集装箱码头有限公司盈利预测	8
图表 14：锦州新建集装箱码头盈利预测	9
图表 17：锦州港股份 2009~2012 年装卸业务收入预测	9
图表 22：盈利预测主要假设	11
图表 23：锦州港营业收入预测	11
图表 24：营业成本假设	12
图表 25：财务费用预测	12
图表 26：经营性净利润预测	13
图表 27：经营性净利润增长归因分析	13
图表 28：净利润对加息敏感性分析	13
图表 28：锦州港股份盈利预测	14
图表 29：锦州港股份 WACC 计算及 DCF 估值敏感性分析	15
图表 30：港口可比公司估值表	16
图表 31：A 股交通基础设施上市公司估值表	17
图表 32：历史 P/E 和 P/B	17

辽西地区主要出海口，煤炭和油品业务为主

锦州港股份有限公司 1998 年 B 股上市，1999 年 A 股上市，目前总股本 15.6 亿股，前三大股东为东方集团股份有限公司（持股 19.73%）、大连港集团有限公司（持股 19.44%）和锦州港国有资产经营管理有限公司（持股 11.53%）。锦州港是中国渤海西北部 400 公里海岸线唯一全面对外开放的国际商港，是辽宁省西部地区最主要的物流枢纽，吞吐量在东北地区仅次于大连港和营口港。公司主要从事煤炭、油品、粮食和集装箱等货种的装卸业务，由于腹地背靠蒙东煤炭基地、比邻锦州石化和锦西炼化两大炼油企业，煤炭和油品为公司的主要支柱货种，吞吐量约占总量的 55%，收入约占总额的 57%。

图表 1：锦州港地理位置



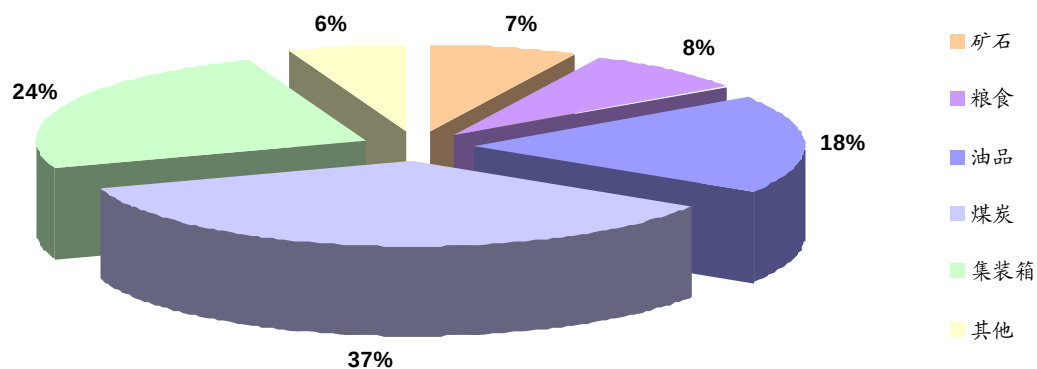
资料来源：中金公司研究部

图表 2：锦州港股权结构

锦州港股份	股数 (百万股)	比例 (%)
东方集团股份有限公司	308	19.73
大连港集团有限公司	304	19.44
锦州港国有资产经营管理有限公司	180	11.53
中国石油天然气集团公司	118	7.57
辽宁省投资集团公司	37	2.36
其他流通股东	615	39.38
总股数	1,562	100.0

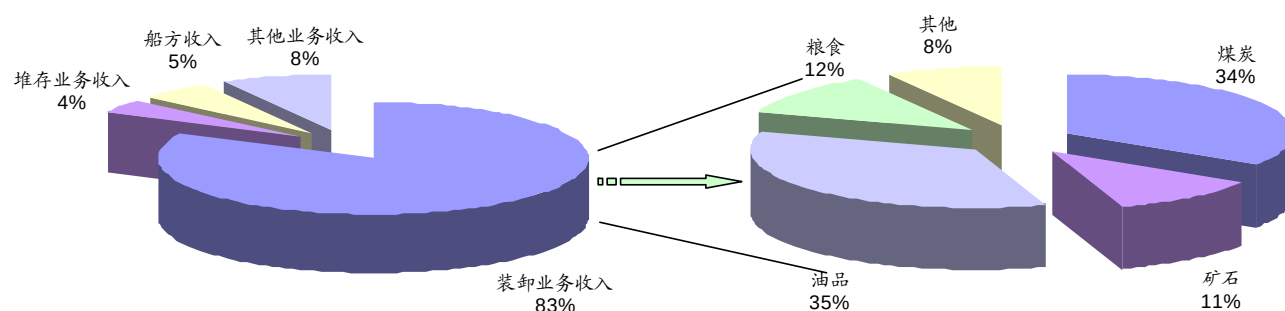
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：锦州港 2009 年吞吐量结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：锦州港 2009 年预测收入结构



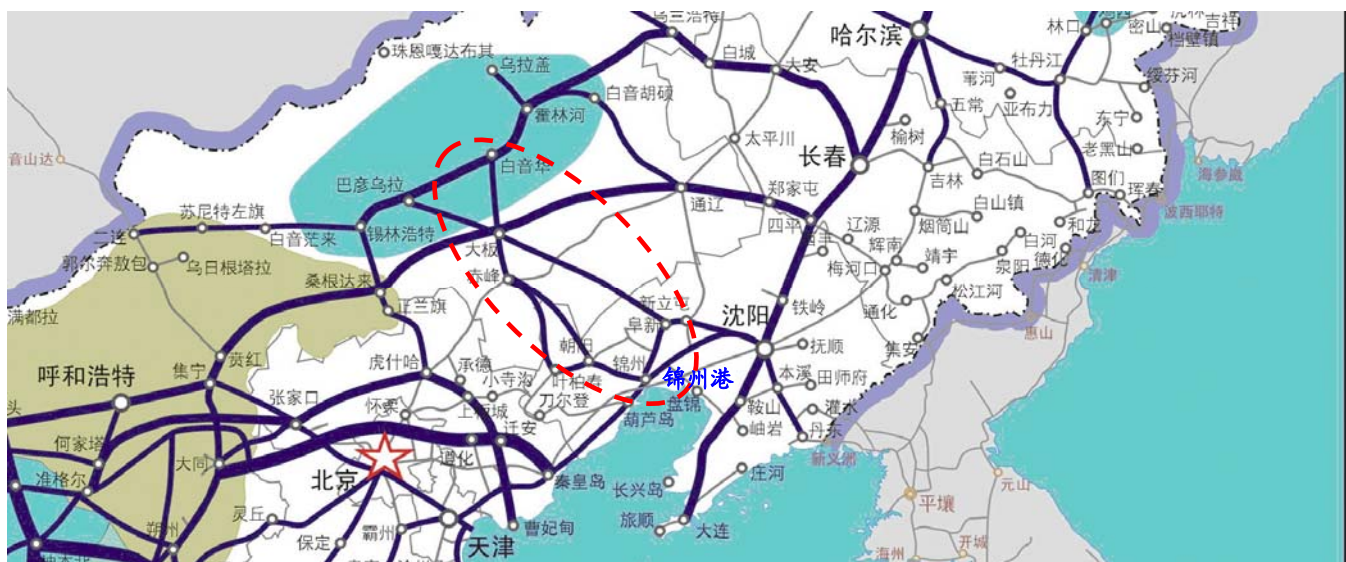
资料来源：公司数据，中金公司研究部

装卸业务分析：对接蒙东煤炭运输动脉，迈向亿吨大港

煤炭方面,由于下游需求复苏,预计公司煤炭吞吐量 2010 年和 2011 年将分别同比增长 10%和 8%。锦赤铁路将于 2012 年建成,有望带来 1 亿吨煤炭吞吐需求;而锦州港配套泊位也将于 2012 年初步建成,达产后能力合计可达 9000 万吨。长期来看,我们预计锦州港煤炭吞吐量将由 2009 年的 0.16 亿吨增长至 2015 年的 0.87 亿吨,对应年复合增长率 32.1%。但由于煤炭吞吐量增量主要由新建煤炭泊位带来,公司仅占有 30%左右的股权,2012 年新增归属于锦州港部分盈利仅有 0.11 亿左右,2015 年将达到 0.89 亿,分别相当于锦州港 2010 年预测盈利的 5.5%和 44.1%,短期内盈利贡献较为有限。油品业务方面,依托锦州石化、锦西炼化以及中石油原油商业储备基地,稳定增长可期。集装箱业务方面,锦州西海工业区建设将有力拓展集装箱发展前景,但费率较低、腹地经济规模有限仍将限制集装箱业务的盈利贡献规模。综合而言,我们预计公司货物吞吐总量 2010、2011 年将分别增长 11.3%和 14.3%,平均费率未来两年平均增长 4.3%和 2.6%,带动公司装卸业务收入分别同比增长 14.6%和 15.8%,2015 年前复合增长率 11.6%。

煤炭业务：蒙东煤炭出海口，2012 年以后迎来高速增长

图表 5：锦州港股份 2006~2012 年铁矿石吞吐量



资料来源：铁道部

锦赤铁路将于 2012 年建成，有望带来 1 亿吨煤炭吞吐需求

内蒙古东部煤炭储量丰富,其中白音华煤田是内蒙古十大煤田之一,探明储量 43.74 亿吨。但由于铁路能力瓶颈限制,外运量严重不足。根据铁道部和交通部规划,锦州港是未来内蒙古东部煤炭运输最主要的出海口,将成为我国“北煤南运”的重要物流节点。公司将在锦州港西港区新建 8 个 5 万吨级煤炭泊位,并通过“锦赤白”铁路与内蒙白音华煤田直接对接,项目建成之后,可形成约 1 亿吨的煤炭吞吐能力。

图表 6：锦州港新建煤炭泊位股权

锦州港中电投煤炭泊位股权比例	比例 (%)	锦州港华润煤炭泊位股权比例	比例 (%)
锦州港股份	33%	锦州港股份	30%
内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司	53%	华润电力	70%
大唐国际发电股份有限公司	10%	合计	100%
中国国电集团公司	4%		
合计	100%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

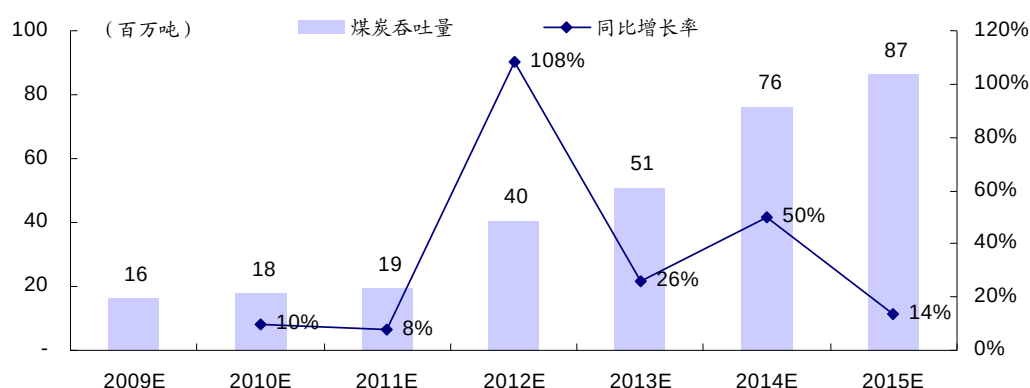
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目前，锦赤白铁路的一期工程赤大白（赤峰-大板-白音华）铁路已经于 2008 年 7 月全线贯通（全长 331 公里），锦赤（锦州-赤峰）铁路也已经开工（全长 282 公里），预计 2012 年竣工。锦州港股份已经与华润电力和中电投签订了合作建设经营西港区煤炭码头框架协议，公司分别占 30% 和 33% 的股权，预计完全达产后能力可达 5000 万吨和 4000 万吨，将于 2012 年初建成并。依托锦赤白煤炭通道和锦州港华润煤炭泊位以及中电投煤炭泊位，锦州港有望成功跨入亿吨港行列并成为渤海湾第二个煤炭下水大港。

新建煤炭泊位股权占比较小，短期内盈利贡献较为有限

我们预计锦州港煤炭吞吐量将由 2009 年的 0.16 亿吨增长至 2015 年的 0.87 亿吨，对应年复合增长率 32.1%。但由于煤炭吞吐量增量主要由新建煤炭泊位带来，同期公司自有泊位吞吐量复合增长率仅有 4.8% 左右。华润泊位和中电投泊位预计 2012 年开始贡献盈利，根据我们测算，2012 年归属于锦州港部分盈利仅有 0.11 亿左右，2015 年将达到 0.89 亿，分别相当于锦州港 2010 年预测盈利的 5.5% 和 44.1%，短期内盈利贡献较为有限。

图表 7：锦州港股份 2009~2015 年煤炭吞吐量预测



资料来源：中金公司研究部

图表 8：华润煤炭泊位盈利预测

华润煤炭泊位盈利能力分析	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
吞吐量 (千吨)	10,000	15,000	30,000	35,000	40,000	42,000	44,000	46,000	48,000
YoY %		50%	100%	17%	14%	5%	5%	5%	4%
平均费率 (元/吨)	13	14	14	14	14	15	15	15	16
YoY %		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
装卸业务收入 (百万元)	133	203	415	494	576	617	659	703	748
YoY %		53%	104%	19%	17%	7%	7%	7%	6%
成本及费用 (百万元)	126	145	292	312	323	337	351	366	381
折旧摊销费用	94	94	189	189	189	189	189	189	189
收入占比	71%	46%	45%	38%	33%	31%	29%	27%	25%
其他可变成本费用	32	50	104	123	134	148	162	177	192
收入占比	24%	25%	25%	25%	23%	24%	25%	25%	26%
成本及费用率	95%	71%	70%	63%	56%	55%	53%	52%	51%
税前利润 (百万元)	7	59	123	182	253	280	308	337	367
税前利润率	5%	29%	30%	37%	44%	45%	47%	48%	49%
所得税	2	15	31	46	63	70	77	84	92
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润 (百万元)	5	44	92	137	189	210	231	253	275
利润率	4%	22%	22%	28%	33%	34%	35%	36%	37%
每吨利润 (元)	0	3	3	4	5	5	5	5	6
权益	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
归属于锦州港净利润 (百万元)	1	13	28	41	57	63	69	76	83

资料来源：中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 9: 中电投煤炭泊位盈利预测

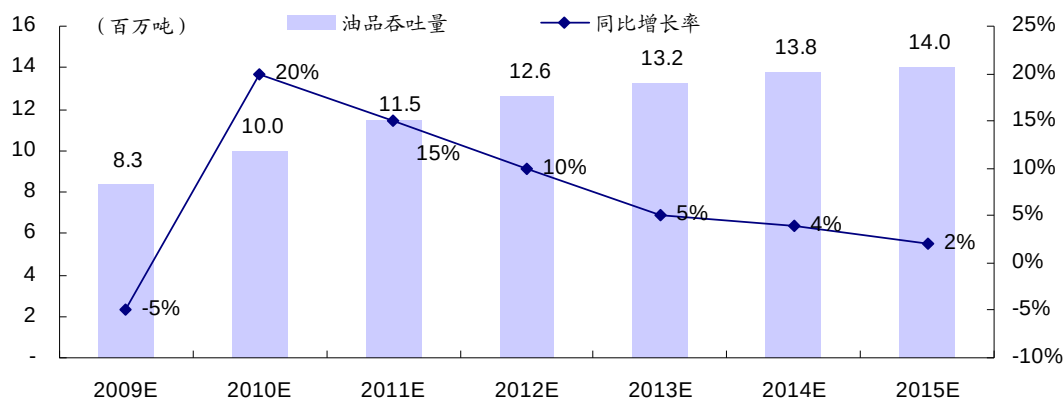
中电投煤炭泊位盈利能力分析	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
吞吐量 (千吨)	10,000	15,000	25,000	30,000	32,000	34,000	36,000	38,000	40,000
YoY %		50%	67%	20%	7%	6%	6%	6%	5%
平均费率 (元/吨)	13	14	14	14	14	15	15	15	16
YoY %		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
装卸业务收入 (百万元)	133	203	346	423	461	499	539	581	623
YoY %		53%	70%	22%	9%	8%	8%	8%	7%
成本及费用 (百万元)	94	113	211	230	232	245	258	271	285
折旧摊销费用	62	62	125	125	125	125	125	125	125
收入占比	47%	31%	36%	29%	27%	25%	23%	21%	20%
其他可变成本费用	32	50	86	106	108	120	133	146	160
收入占比	24%	25%	25%	25%	23%	24%	25%	25%	26%
成本及费用率	71%	55%	61%	54%	50%	49%	48%	47%	46%
税前利润 (百万元)	39	91	135	193	228	255	282	310	338
税前利润率	29%	45%	39%	46%	50%	51%	52%	53%	54%
所得税	10	23	34	48	57	64	70	77	85
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润 (百万元)	29	68	101	145	171	191	211	232	254
利润率	22%	33%	29%	34%	37%	38%	39%	40%	41%
每吨利润 (元)	3	5	4	5	5	6	6	6	6
权益	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
归属于锦州港净利润 (百万元)	10	22	33	48	56	63	70	77	84

资料来源: 中金公司研究部

油品业务: 依托锦州石化、锦西炼化以及中石油原油商业储备基地, 稳定增长可期

锦州石化和锦西炼化是辽宁省西部两大石油石化企业, 炼油能力合计达到 1100 万吨, 原油主要通过锦州港接卸。同时, 锦州是中石油原油商业储备基地之一, 一期计划库容为 60 万立方米, 目前已基本竣工, 有望带来年均 200 万吨左右的石油中转量。我们认为, 锦州港三港池 301B 原油泊位竣工、锦州石化和锦西炼化设备检修完成以及锦州中石油原油商业储备基地投入使用将使得公司 2010 年油品业务吞吐量由 2009 年的 830 万吨大幅上升 20% 或 166 万吨, 至 2015 年进一步达到 1400 万吨, 对应年复合增长率 9.1%。

图表 10: 锦州港股份 2009~2015 年油品业务吞吐量



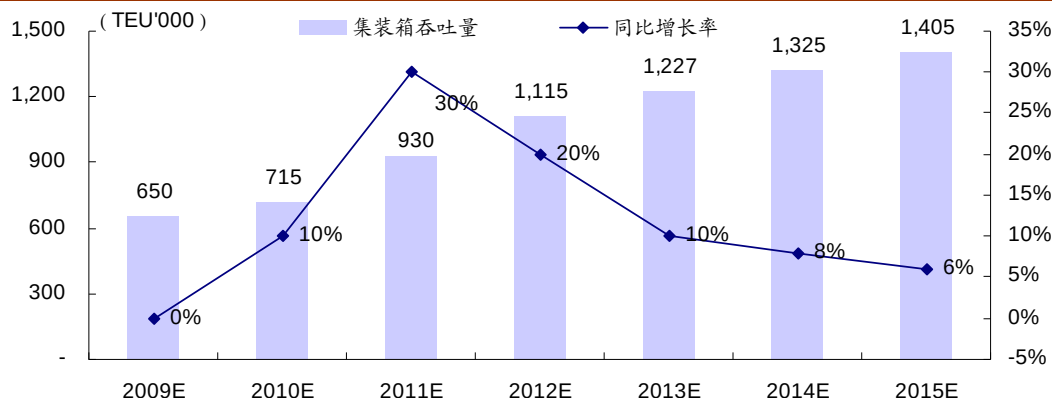
资料来源: 中金公司研究部

集装箱业务：锦州西海工业区建设拓展集装箱业务发展前景，盈利贡献短期仍较为有限

根据辽宁省规划，将围绕锦州港建设锦州西海工业区，打造以电子工业为主导的产业集群，发展石油化工、制造业、能源等临港产业，有望提升锦州港腹地适箱货物的生成规模。目前锦州港已有两个 5 万吨级集装箱泊位，能力约 100 万 TEU，由锦州新时代集装箱码头有限公司经营，公司持股 34%。同时，公司正在建设两个新的 5 万吨级集装箱泊位，能力同样约为 100 万 TEU，公司全资持股，预计 2011 年建成。

我们预计锦州港集装箱吞吐量将由 2009 年的 65 万 TEU 增长至 2015 年的 140 万 TEU，对应年复合增长率 13.7%。根据我们测算，由于锦州港集装箱业务主要以内贸箱为主，费率较低，盈利贡献较为有限。根据我们的测算，2015 年集装箱业务归属于锦州港部分盈利仅有 0.2 亿左右，仅相当于锦州港 2010 年预测盈利的 10% 左右，短期内盈利贡献较为有限。

图表 11：锦州港股份 2009~2015 年集装箱吞吐量



资料来源：中金公司研究部

图表 12：锦州新时代集装箱码头有限公司盈利预测

锦州新时代有限公司盈利能力分析	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
吞吐量 (千TEU)	650	715	751	788	828	869	895	922	950	969	988	1,008
YoY %	0%	10%	5%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
平均费率 (元/TEU)	156	162	165	169	172	176	179	183	186	190	194	198
YoY %	-2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
装卸业务收入 (百万元)	101	116	124	133	142	153	160	168	177	184	191	199
YoY %	-2%	14%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
成本及费用 (百万元)	92	100	103	107	111	115	117	120	123	125	126	128
折旧摊销费用	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
收入占比	32%	28%	26%	24%	22%	21%	20%	19%	18%	17%	17%	16%
其他可变成本费用	60	68	71	75	79	83	85	88	91	93	94	96
收入占比	59%	58%	57%	56%	55%	54%	53%	52%	51%	50%	49%	48%
成本及费用率	91%	86%	83%	80%	78%	75%	73%	71%	69%	68%	66%	64%
税前利润 (百万元)	9	16	21	26	32	38	43	48	54	60	65	71
税前利润率	9%	14%	17%	20%	22%	25%	27%	29%	31%	32%	34%	36%
所得税	2	4	5	7	8	9	11	12	14	15	16	18
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润 (百万元)	7	12	16	20	24	28	32	36	41	45	49	53
利润率	7%	11%	13%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	24%	26%	27%
每TEU利润 (元)	11	17	21	25	29	33	36	39	43	46	49	53
权益	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
归属于锦州港净利润 (百万元)	2	4	5	7	8	10	11	12	14	15	17	18

资料来源：中金公司研究部

图表 13: 锦州新建集装箱码头盈利预测

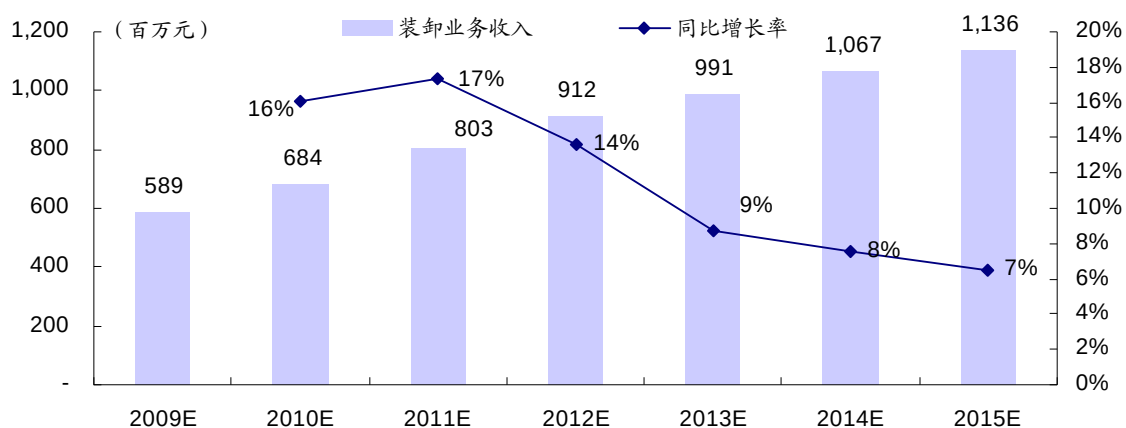
新建集装箱码头有限公司盈利能力分析	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
吞吐量 (千TEU)	179	374	508	627	751	807	865	901	937	975
YoY %		109%	36%	23%	20%	7%	7%	4%	4%	4%
平均费率 (元/TEU)	165	169	172	176	179	183	186	190	194	198
YoY %		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
装卸业务收入 (百万元)	30	63	88	110	134	147	161	171	182	193
YoY %		113%	39%	26%	22%	10%	9%	6%	6%	6%
成本及费用 (百万元)	53	72	85	96	108	113	119	122	126	129
折旧摊销费用	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
收入占比	123%	58%	42%	33%	27%	25%	23%	21%	20%	19%
其他可变成本费用	17	35	48	60	72	77	83	86	90	93
收入占比	57%	56%	55%	54%	53%	52%	51%	50%	49%	48%
成本及费用率	180%	114%	97%	87%	80%	77%	74%	72%	69%	67%
税前利润 (百万元)	-24	-9	3	14	26	34	42	49	56	63
税前利润率	-80%	-14%	3%	13%	20%	23%	26%	28%	31%	33%
所得税	0	0	1	3	7	8	11	12	14	16
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润 (百万元)	-24	-9	2	10	20	25	32	37	42	48
利润率	-80%	-14%	2%	10%	15%	17%	20%	21%	23%	25%
每TEU利润 (元)	(133)	(24)	4	17	26	32	37	41	45	49
权益	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
归属于锦州港净利润 (百万元)	-24	-9	2	10	20	25	32	37	42	48

资料来源: 中金公司研究部

装卸业务收入 2010 年增长 16.1%、2011 年增长 17.3%

由于煤炭下游需求复苏,我们认为公司煤炭业务在锦赤线建成之前仍将保持较高的内生增长,预计 2010 年和 2011 年吞吐量分别同比增长 10%和 8%。而 301B 原油泊位竣工、下游炼厂设备检修完成以及原油商业储备基地投入使用将使得公司 2010 年油品业务吞吐量大幅上升 20%, 2011 年继续增长 15%。在煤炭和油品业务的带动下,以及新建集装箱码头将于 2011 年竣工,我们预计公司货物吞吐总量 2010、2011 年将分别增长 11.3%和 14.3%达到 0.45 亿吨和 0.51 亿吨,平均费率未来两年平均增长 4.3%和 2.6%,带动公司装卸业务收入分别同比增长 14.6%和 15.8%, 2015 年前复合增长率 11.6%。

图表 14: 锦州港股份 2009~2012 年装卸业务收入预测



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

大连港整合逐步深入

股权困局限制公司基础设施建设步伐。锦州港上市之初即完成了锦州港务局经营性资产的整体上市。1995 年，民营企业东方集团受让大庆石油化工总厂持有的发起人股 8400 万股及沈阳万众企业股份有限公司持有的法人股 70000 万股，并从关联企业东方企业集团财务公司和东方国际经济技术合作公司处各受让法人股 860.5 万股，成为公司第一大股东。目前，东方集团累计持有公司股份 3.08 亿股，仍然是锦州港第一大股东。由于东方集团全方位介入多种行业经营，战略中心并不在锦州港，导致对锦州港港区建设和资产扩展支持不足，港区基础设施建设缓慢。

大连港集团以整合者姿态出现。辽宁省老工业基地振兴计划的重要一环即是以大连航运中心建设为龙头，提升整体物流服务功能。辽宁省政府计划围绕大连东北亚国际航运中心建设，在政府引导、企业自主的原则下整合全省港口资源，优化沿海港口资源配置，完善沿海港口布局，努力打造以大连港为中心，营口、丹东、锦州、葫芦岛等港口为两翼，布局合理、层次分明、结构优化、各港分工合作、优势互补的港口集群。为了整体战略的有效推进，大连港对辽宁省各主要港口的整合已经势在必行。

大连港集团战略性入股，有望进一步控股。作为辽宁省港口整合的第一步，锦州港 2008 年已完成向大连港集团定向增发 2.46 亿股，价格 7.77 元，大连港集团也因此成为锦州港第二大股东。目前，大连港集团累计持有公司股份 3.04 亿股，股权比例约为 19.44%，仅次于东方集团的 19.73%。大连港集团投入的 18.8 亿的资金有效地帮助锦州港降低负债率、成功度过经济危机并进一步扩大了吞吐能力，而对锦州港参股也实现了大连港对辽西、蒙东腹地资源的掌控，丰富了装卸货种能力，提升了干线港港和喂给港的协同效用。我们预计大连港的目的不仅是二股东，后续还会有进一步的增资计划，达到对锦州港经营的绝对控制，以实现港口间更好的合作。目前大股东东方集团的限售股已经解禁，股权转让时机已经成熟，唯有转让价格可能构成障碍。同时，大连港集团也存在进一步从二级市场收购股票扩大股权的可能。

盈利预测与财务分析

主要营运数据假设

根据之前的分析，我们将公司未来的营运数据预测归纳如下：

图表 15：盈利预测主要假设

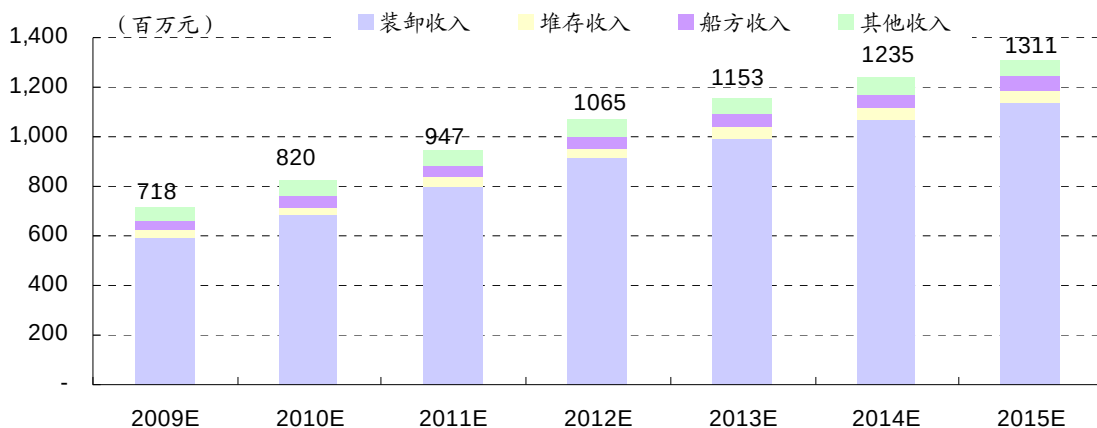
	重要假设							同比增长率						
	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E
吞吐量假设														
货物吞吐量（百万吨）	45.4	50.6	57.8	84.5	98.9	128.0	141.5	-4%	11%	14%	46%	17%	29%	11%
集装箱吞吐量（百万TEU）	0.65	0.72	0.93	1.16	1.34	1.50	1.65	0%	10%	30%	25%	15%	12%	10%
费率假设														
货物装卸费率（元/吨）	13.0	13.5	13.9	14.1	14.4	14.6	14.9	-8%	4%	3%	2%	2%	2%	2%
集装箱装卸费率（元/TEU）	156	162	165	169	172	176	179	-2%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
利润率假设														
装卸业务利润率	58%	61%	57%	59%	60%	61%	62%							
堆存业务利润率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%							
船方收入利润率	35%	30%	30%	30%	30%	30%	30%							
其他业务利润率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%							
营业收入的比例														
主营业务税金及附加	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%							
管理费用	1%	10%	5%	4%	3%	3%	3%							
所得税税率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%							

资料来源：公司数据，中金公司研究部

营业收入预测

各主要货种吞吐量的增长和平均费率的提升将带动公司营业收入未来两年分别增长 14.3%和 15.5%至 2010 年的 8.2 亿元和 2011 年的 9.5 亿元，至 2015 年复合增长率 10.6%。

图表 16：锦州港营业收入预测

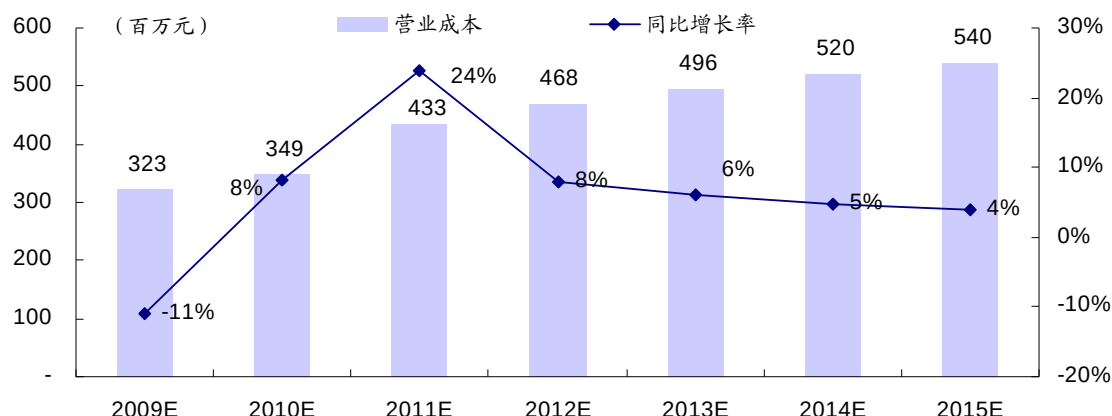


资料来源：中金公司研究部

营业成本预测

我们预计 2010 年公司营业成本将较 2009 年同比增长 8.1%，略低于营业收入增速，主要由于费率的提升带来主营业务利润率的上升以及固定成本占比较高带来的经营杠杆效应。2011 年营业成本较 2010 年同比增长 24.0%，高于当年营业收入增速，主要由于预计新建集装箱港口竣工，箱量不足但相应折旧摊销成本、开办费用大幅增长所致。根据我们的测算，公司 2009~2015 年营业成本复合增长率约为 8.9%，低于营业收入增速。

图表 17：营业成本假设



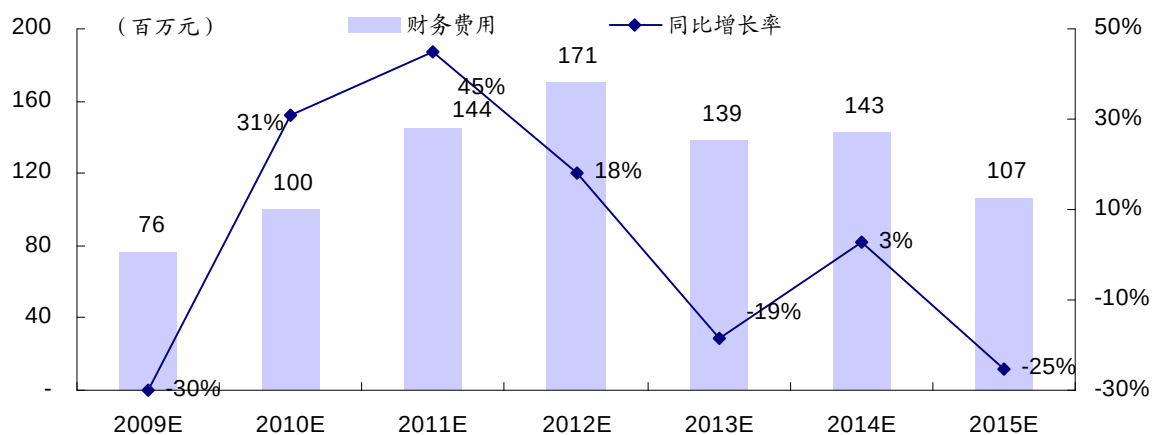
资料来源：中金公司研究部

大规模的债务融资带来财务费用大幅增长

公司 2010 年面临两大资本支出项目：华润和中电投煤炭泊位项目公司出资和集装箱泊位建设。中电投煤炭泊位计划投资 39 亿元，假设项目公司净资产占 35% 即向 13.65 亿元，锦州港所占 33% 股权对应出资额约为 4.5 亿元；同样，华润泊位计划投资 59 亿元，锦州港所占 30% 股权对应出资额约为 6.2 亿元。加上集装箱泊位 2010 年需要 6 亿元左右的资本开支以及其他杂项工程项目，公司 2010 年实际资金需求将达到 22 亿以上，我们假设全部通过债务融资。

由于工程项目财务借款可以资本化，公司 2010 年财务费用增长主要由煤炭泊位出资引致，预计将由 2009 年的 0.76 亿元同比增长 31.6% 达到 1.0 亿元；2011 年集装箱泊位竣工后借款费用资本化停止，将使得借款费用出现进一步上升，预计将增长至 1.44 亿元，同比上升 44.0%。

图表 18：财务费用预测

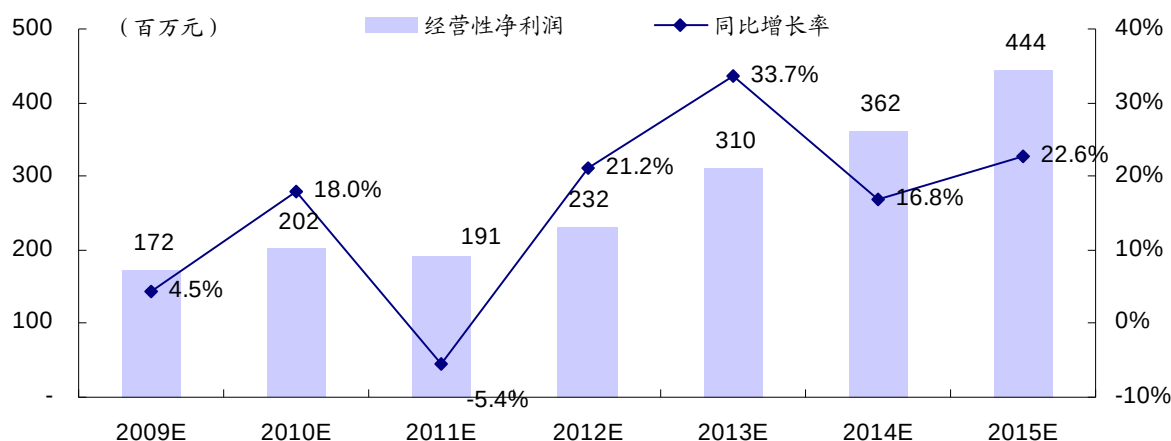


资料来源：公司数据，中金公司研究部

2010 年经营性净利润增长 18.0%，2011 年受财务费用和折旧费用上升影响小幅下降 5.4%

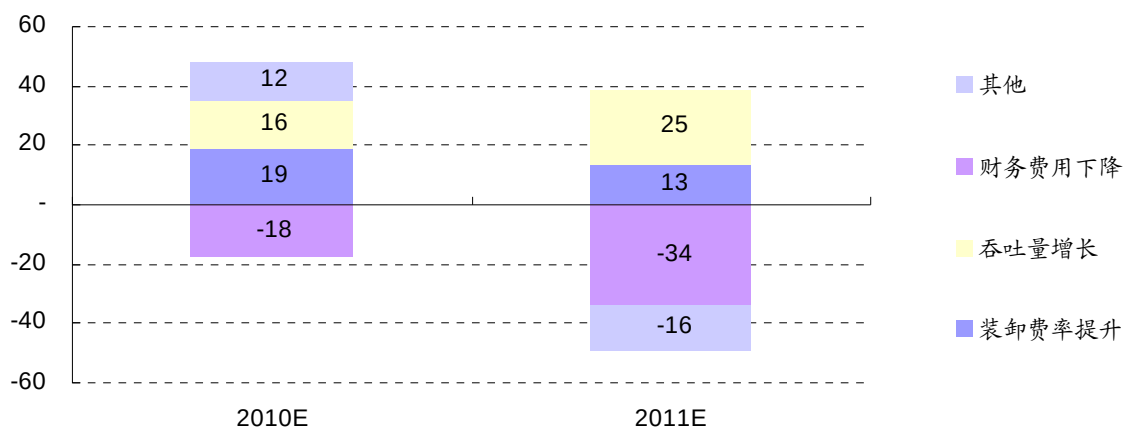
综合而言，我们预计公司 2010 年经营性盈利将同比增长 18.0% 或 0.30 亿元，主要由于公司货物吞吐量的增长（带来 0.16 亿新增盈利）和装卸费率的提升（带来 0.19 亿新增盈利）。2011 年盈利将同比下降 5.4% 或 0.11 亿元，主要由于装卸费率提升（0.13 亿元）和吞吐量增长（0.25 亿元）带来的增量被财务费用上升（0.34 亿元）基本抹平，而折旧费用仍将继续上升使得盈利下降所致。

图表 19: 经营性净利润预测



资料来源: 中金公司研究部

图表 20: 经营性净利润增长归因分析



资料来源: 中金公司研究部

加息对盈利影响较大

由于公司借款均为浮动汇率, 如果央行加息将带来财务费用的较大上升。根据我们的测算, 央行每多加息一次或多加息 0.27 个百分点, 锦州港 2010 年和 2011 年净利润将分别下降 1.3% 和 1.5%。

图表 21: 净利润对加息敏感性分析

央行加息	0.27%	0.54%	0.81%	1.08%	1.35%
2010年盈利变化	-1.3%	-2.7%	-4.0%	-5.4%	-6.7%
2011年盈利变化	-1.5%	-3.1%	-4.6%	-6.2%	-7.7%

资料来源: 中金公司研究部

图表 22：锦州港股份盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	792	718	820	947	1,065
其中：主营业务收入	775	701	803	930	1,048
非主营业务收入	17	17	17	17	17
减：营业成本	-363	-323	-349	-433	-468
营业税金及附加	-28	-25	-29	-33	-37
销售费用	-5	-5	-5	-5	-5
管理费用	-65	-57	-66	-76	-85
财务费用	-109	-76	-100	-145	-171
资产减值损失	-0	-	-	-	-
加：投资收益	4	4	6	7	19
营业利润调整项	-	-	-	-	-
营业利润	225	234	277	262	318
加：营业外收支净额	-1	31	1	1	1
税前利润	226	203	276	261	317
减：所得税	-59	-59	-69	-65	-79
少数股东损益	-3	-4	-6	-5	-6
净利润	164	140	202	191	231
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	183	74	136	152	197
流动资产合计	268	172	253	273	341
固定资产净值	3,466	3,890	4,804	5,890	5,695
在建工程	304	643	788	185	185
非流动资产合计	4,042	4,809	6,944	7,433	7,258
总资产	4,309	4,981	7,197	7,706	7,598
短期借款	324	100	1,000	100	100
其他应付款	32	53	47	62	66
流动负债合计	1,346	787	1,786	1,024	1,081
非流动负债合计	1,390	620	1,677	2,798	2,451
负债合计	2,736	1,406	3,463	3,822	3,531
少数股东权益	13	17	22	28	34
股东权益	1,574	3,574	3,733	3,884	4,066
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	164	140	202	191	231
固定资产折旧及无形资产摊销	113	131	155	190	209
财务费用	109	76	100	145	171
经营性应收项目的减少 (减：增加)	-11	-13	-19	-4	-23
经营性应付项目的增加 (减：减少)	41	-184	78	101	87
经营活动现金流	410	151	516	621	664
购建固定资产及其它长期资产支付的现金	-342	-895	-1,215	-673	-15
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2	-4	-1,075	-7	-19
投资活动现金流	-320	-896	-2,285	-674	-15
上市募集资金净额	4	1,897	-	-	-
短期及长期借款变动	-4	-1,108	1,978	258	-379
支付利息及股利	-132	-117	-148	-189	-225
其它	42	-37	-	-	-
筹资活动现金流	-90	635	1,831	68	-604
现金及现金等价物净增加额	-0	-109	62	15	45
主要经营和财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
增长					
收入	50.5%	-9.4%	14.3%	15.5%	12.5%
息税折旧摊销前利润	49.2%	-8.3%	29.4%	12.2%	16.9%
息税前利润	62.6%	-16.7%	34.6%	7.9%	20.2%
税前利润	98.6%	-10.3%	36.1%	-5.4%	21.3%
净利润	167.8%	-14.5%	43.6%	-5.4%	21.3%
利润率					
毛利率	54.2%	55.1%	57.6%	54.4%	56.2%
息税折旧摊销前利润率	56.6%	57.2%	64.8%	62.9%	65.4%
息税前利润率	42.3%	38.9%	45.9%	42.9%	45.8%
经营利润率	28.4%	32.6%	33.8%	27.7%	29.8%
净利润率	20.7%	19.6%	24.6%	20.1%	21.7%
收益率指标					
资产收益率	3.8%	2.8%	2.8%	2.5%	3.0%
净资产收益率	10.4%	3.9%	5.4%	4.9%	5.7%
投入资本收益率	4.6%	3.2%	3.1%	2.7%	3.4%
债务指标					
资产负债率	63.5%	28.2%	48.1%	49.6%	46.5%
净债务/净资产	113.2%	21.6%	72.3%	75.9%	62.0%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	1.5	1.8	2.0	1.3	1.3
利息保障倍数 - EBITDA (x)	4.0	5.3	5.3	4.1	4.0
利息保障倍数 - 现金 (x)	1.7	1.0	1.3	1.0	1.1
每股数据					
每股盈利 (元)	0.11	0.09	0.13	0.12	0.15
每股分红 (元)	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04
每股净资产 (元)	1.01	2.29	2.39	2.49	2.60
每股经营现金流 (元)	0.26	0.10	0.33	0.40	0.43

资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

估值分析及投资建议

我们认为锦州港股份将受益于锦赤铁路和配套煤炭泊位的建设、腹地油品业务稳定增长的运输需求、锦州西海工业区的发展以及大连港集团积极提升股权比例带来的整合概念。然而，锦赤铁路修建和集装箱泊位建设带来的外延式增长需要到 2012 年以后才能开始盈利贡献，公司现有业务盈利增长较为有限且面临较大的加息风险。目前公司 DCF 估值以及市盈率估值均以显示当前股价已经透支了未来的盈利增长，但市净率估值显示锦州港作为战略性整合资源仍具备一定的投资价值。综合考虑锦州港绝对估值和相对估值水平，首次给予“中性”的投资评级，大连港集团对上市公司较高的增发价格 7.77 元为当前的估值水平带来一定的支撑，而大连港集团整合进程的逐步推进或将带来趋势性投资机会。

DCF 估值分析

我们采用 10.0% 的资金加权平均成本 (WACC) 以及 2% 的永续增长率，锦州港股份 2010 年底的 DCF 估值为 3.09 元/股，对应 2010 年市盈率 24.1 倍，较当前股价有 48.5% 的折让，长期投资价值较低。

图表 23：锦州港股份 WACC 计算及 DCF 估值敏感性分析

无风险利率	3.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.10						
股权成本	12.3%	9.2%	2.99	3.32	3.73	4.28	5.05
税前债务成本	6.0%	9.6%	2.74	3.03	3.39	3.87	4.51
税率	25.0%	10.0%	2.52	2.77	3.09	3.50	4.04
税后债务成本	4.5%	10.4%	2.31	2.54	2.82	3.17	3.64
目标负债率	30%	10.8%	2.12	2.32	2.57	2.88	3.28
加权资本成本	10.0%						

资料来源：中金公司研究部

相对估值分析

市盈率作为未来成长性的预期，其高低取决于市场对其业绩前景的判断。目前 A 股港口公司 2010 年市盈率在 29.6 倍左右，而公司 2010 年市盈率已经达到了 46.6 倍，显示当前股价已经过多地反映了大连港持续整合预期，透支了未来的盈利增长。

大连港参股后公司每股净资产有了显著提高，对应 2010 年每股 2.41 元，约合 2.5 倍 2010 年市净率，略低于 A 股港口平均 2.6 倍市净率水平。考虑到锦州港腹地的进一步发展以及和大连港未来协同效应的增强，公司长期稳定成长具备一定的确定性，净资产价值应与行业平均水平相若；以战略收购标的角度来看，锦州港当前市净率估值水平具备一定的合理性。

首次给予“中性”投资评级

我们认为锦州港股份将受益于锦赤铁路和配套煤炭泊位的建设、腹地油品业务稳定增长的运输需求、锦州西海工业区的发展以及大连港集团积极提升股权比例带来的整合概念。然而，锦赤铁路修建和集装箱泊位建设带来的外延式增长需要到 2012 年以后才能开始盈利贡献，公司现有业务盈利增长较为有限且面临较大的加息风险。综合考虑公司目前较高的估值水平，首次给予“中性”的投资评级，大连港集团对上市公司较高的增发价格 7.77 元为当前的估值水平带来一定的支撑。大连港集团整合进程的逐步推进或将带来趋势性投资机会。

图表 24：港口可比公司估值表

代码	货币	股价	市值	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)			CAGR	PEG		
			(百万美元)	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E			11E	08-10
国际港口公司																										
Forth Ports PLC	FPT.LN	GBp	11.54	1,043	n.a.	22.0	20.8	18.5	2.4	2.3	2.2	2.1	n.a.	10.4	10.3	12.7	2.5	2.5	2.5	2.6	12.5	12.3	11.8	11.0	n.a.	n.a.
Port of TAURANGA	POT.NZ	NZD	7.05	737	20.9	20.3	19.0	17.3	1.5	1.5	1.4	1.4	7.0	7.2	7.7	8.2	n.a.	4.0	4.2	4.6	14.5	13.2	12.3	11.5	6%	3.2
Lyttelton Port	LPC.NZ	NZD	2.40	191	24.5	22.4	20.0	17.4	1.9	1.8	1.7	1.7	7.8	8.1	8.9	9.4	n.a.	2.3	2.7	3.0	n.a.	9.8	9.2	8.8	12%	2.0
ICT SI	ICT.PM	PMP	0.54	1,798	15.9	20.1	18.1	15.0	2.4	2.2	2.0	1.9	16.1	11.4	12.2	12.4	1.5	1.5	1.5	1.8	7.3	7.7	6.9	6.2	2%	8.2
平均值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	11.4	10.7	10.1	9.4	5%	3.9
中值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	12.5	11.0	10.5	9.9	5%	3.9
香港上市港口公司																										
中远太平洋*	1199.HK	HKD	9.93	2,876	10.7	9.8	15.7	12.3	1.2	1.1	1.0	1.0	10.4	11.3	6.7	8.2	3.7	4.1	2.6	3.2	8.8	8.3	10.7	9.2	-4%	n.m.
招商局国际*	144.HK	HKD	25.25	7,887	16.8	20.5	20.6	17.0	2.1	2.0	2.0	2.0	12.2	9.5	9.6	11.6	2.6	2.2	2.2	2.6	12.9	15.5	13.4	11.6	0%	n.m.
大连港*	2880.HK	HKD	3.00	1,128	9.9	13.6	12.2	11.1	1.3	1.2	1.1	1.0	12.3	8.5	8.7	8.6	3.4	2.1	2.4	2.6	7.3	9.8	9.5	9.0	-4%	n.m.
厦门国际港务*	3378.HK	HKD	1.40	488	9.1	16.4	13.7	11.4	0.9	0.9	0.8	0.8	10.1	5.4	6.1	6.8	4.4	2.4	2.9	3.5	5.8	7.2	5.9	4.9	-7%	n.m.
天津港发展* (A/H整合前)	3382.HK	HKD	2.81	643	38.6	64.6	45.7	37.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.6	2.1	3.0	3.6	1.1	0.6	0.9	1.1	18.1	24.7	19.2	16.6	1%	26.7
天津港发展* (A/H整合后)	3382.HK	HKD	2.81	643	19.6	43.7	29.0	24.9	1.4	1.4	1.4	1.4	7.0	3.2	4.7	5.5	2.2	0.9	1.4	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-8%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	HKD	12.91	1,333	11.1	16.1	13.3	11.0	2.6	2.5	2.2	1.9	23.3	15.7	16.7	17.5	4.5	3.1	3.8	4.5	6.8	8.6	7.2	6.0	0%	23.2
平均值					12.9	20.0	17.4	14.6	1.6	1.5	1.4	1.3	12.5	8.9	8.7	9.7	3.5	2.5	2.5	3.0	8.3	9.9	9.3	8.1	-4%	n.m.
中值					10.9	16.3	14.7	11.8	1.4	1.3	1.3	1.2	11.3	9.0	7.7	8.4	3.6	2.3	2.5	2.9	7.3	8.6	9.5	9.0	-3%	n.m.
国内集装箱港口公司																										
上港*	600018.CH	CNY	5.80	17,863	26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4
盐田港*	000088.CH	CNY	8.31	1,517	17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.
深赤湾A*	000022.CH	CNY	15.13	1,333	15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	3.1	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.
平均值					19.8	25.8	22.9	20.2	3.4	3.2	2.9	2.8	18.0	12.7	13.2	13.9	2.7	2.0	2.2	2.5	14.2	13.7	12.5	11.0	-1%	n.m.
中值					17.8	23.2	21.7	18.8	3.6	3.4	3.1	3.1	15.5	11.7	12.4	12.8	2.9	2.2	2.3	2.7	13.7	15.0	14.0	12.1	-2%	n.m.
国内散杂货港口公司																										
天津港*	600717.CH	CNY	12.43	3,037	21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.
日照港*	600017.CH	CNY	6.91	1,526	39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3
营口港*	600317.CH	CNY	8.29	1,320	30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.
锦州港*	600190.CH	CNY	6.08	1,293	57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2
厦门港务	000905.CH	CNY	8.38	653	38.1	44.1	34.9	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
重庆港	600279.CH	CNY	10.34	346	82.4	57.4	49.2	19.5	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	62%	1.3
南京港	002040.CH	CNY	10.74	387	218.3	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
连云港	601008.CH	CNY	7.70	607	38.3	41.2	31.7	31.4	2.5	2.5	2.4	2.3	6.4	6.2	6.9	7.3	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7%	5.6
平均值					65.7	45.0	36.3	29.0	3.5	2.5	2.3	2.2	7.4	6.2	7.1	7.7	0.5	0.6	0.8	0.9	13.5	17.1	15.2	13.9	31%	2.1
中值					39.1	44.1	34.9	27.3	2.9	2.5	2.4	2.3	8.3	6.2	6.9	7.3	0.5	0.7	0.9	0.9	14.1	15.3	13.3	12.2	13%	3.1
国内港口公司平均值					53.2	39.2	32.3	26.1	3.4	2.7	2.6	2.4	10.3	8.6	9.4	10.0	1.1	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	27%	2.0
国内港口公司中值					38.1	36.9	30.2	23.2	2.9	2.6	2.4	2.3	9.6	7.4	8.9	9.6	0.6	1.0	1.3	1.7	13.7	15.0	13.8	12.1	18%	2.1

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

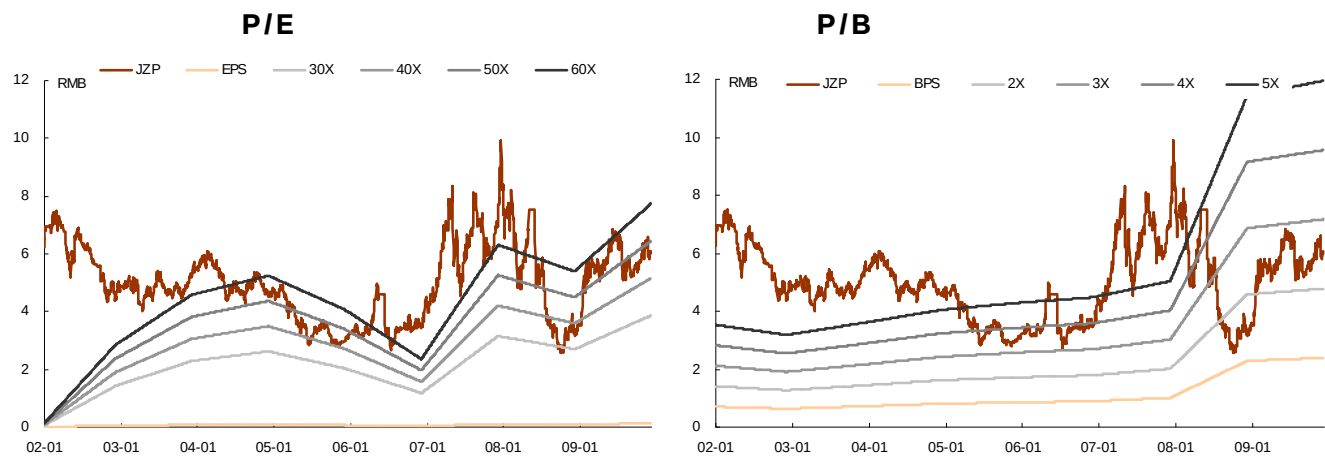
图表 25: A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG								
				2010-1-4				08A				09E				10E				08A						09E				10E			
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			08A	09E	10E	11E				
A股港口上市公司																																	
上港*	600018.CH	5.79	17,802	26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4								
天津港*	600717.CH	12.22	2,998	21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.								
盐田港*	000088.CH	8.21	1,497	17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.								
深赤湾*	000022.CH	15.22	1,335	15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	2.8	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.								
日照港*	600017.CH	6.91	1,528	39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3								
营口港*	600317.CH	8.18	1,315	30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.								
锦州港*	600190.CH	6.01	1,286	57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2								
A股港口平均				29.7	35.7	29.6	26.3	3.6	2.8	2.6	2.4	13.3	9.0	9.8	10.4	1.3	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	4%	7.1								
A股机场上市公司																																	
上海机场*	600009.CH	17.90	5,052	40.1	54.2	30.7	25.7	2.8	2.7	2.5	2.3	7.0	4.9	8.1	8.9	0.3	0.2	0.4	0.4	19.6	19.1	14.9	13.1	16%	2.5								
深圳机场*	000089.CH	7.49	1,854	52.8	24.0	20.7	19.4	2.8	2.5	2.3	2.1	5.2	10.5	11.1	10.8	0.3	0.8	0.9	0.9	22.6	14.0	11.1	9.7	40%	1.3								
白云机场*	600004.CH	10.15	1,710	24.0	23.2	19.4	18.3	2.0	1.9	1.8	1.7	8.3	8.1	9.1	9.0	1.7	1.3	1.5	1.6	9.3	8.9	7.6	6.7	9%	2.5								
厦门空港*	600897.CH	18.78	819	28.7	20.5	20.0	19.0	5.0	4.5	4.1	3.8	17.5	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	12.0	11.6	10.9	15%	1.9								
A股机场平均				36.4	30.5	22.7	20.6	3.1	2.9	2.7	2.4	9.5	11.4	12.2	12.1	0.6	0.6	0.7	0.8	17.3	13.5	11.3	10.1	21%	1.7								
A股高速公路上市公司																																	
宁沪高速*	600377.CH	7.01	4,986	22.7	17.3	16.8	14.4	2.2	2.1	2.1	2.0	9.8	12.3	12.4	14.0	3.9	5.1	5.2	6.1	12.3	9.9	9.5	8.2	17%	1.4								
皖通高速*	600012.CH	5.87	1,345	14.1	14.9	16.7	15.6	1.9	1.8	1.7	1.7	13.8	12.3	10.5	10.6	3.9	3.6	3.2	3.4	8.4	8.6	8.2	7.5	-3%	n.m.								
深高速*	600548.CH	5.94	1,617	25.7	22.5	21.8	21.1	1.8	1.8	1.7	1.6	7.2	7.9	7.8	7.8	2.0	2.2	2.3	2.4	19.1	15.3	14.1	13.0	7%	3.8								
福建高速*	600033.CH	6.57	1,761	12.4	13.8	15.4	15.4	2.3	2.0	1.8	1.7	19.4	17.1	14.3	13.3	2.3	2.1	1.6	3.0	n.a.	11.1	12.6	10.6	-7%	n.m.								
赣粤高速*	600269.CH	8.58	2,935	18.3	17.8	16.8	15.4	2.5	2.5	2.2	1.9	16.3	14.2	13.8	13.7	1.3	1.4	1.5	1.8	n.a.	10.8	9.9	9.2	6%	3.1								
粤高速*	000429.CH	5.43	902	17.1	18.9	21.1	23.8	2.0	1.8	1.7	1.6	11.6	9.4	8.0	6.7	1.8	1.7	1.5	1.3	12.3	13.9	14.7	12.3	-10%	n.m.								
A股高速公路平均				18.4	17.5	18.1	17.6	2.1	2.0	1.9	1.7	13.0	12.2	11.1	11.0	2.5	2.7	2.6	3.0	13.1	11.6	11.5	10.1	1%	12.8								
A股铁路上市公司																																	
铁龙物流*	600125.CH	11.18	1,644	38.1	30.5	26.8	24.6	4.6	4.1	3.6	3.2	12.0	13.4	13.4	13.0	0.5	0.5	0.5	0.5	26.3	21.7	18.4	0.2	16%	2.4								
广深铁路*	601333.CH	4.72	4,493	27.6	24.9	24.5	22.3	1.5	1.4	1.4	1.3	5.4	5.8	5.7	5.9	1.7	1.9	1.9	2.1	12.7	11.7	11.2	0.1	7%	3.8								
大秦铁路*（资产收购前）	601006.CH	10.21	19,406	19.8	21.3	17.0	15.6	3.3	3.1	2.9	2.7	16.6	14.5	16.9	17.1	2.9	2.7	3.4	3.7	12.9	12.1	9.7	0.1	8%	2.4								
大秦铁路*（资产收购后）	601006.CH	10.21	19,406	n.a.	17.7	14.4	12.7	n.a.	2.2	2.1	n.a.	n.a.	12.6	14.4	0.0	n.a.	3.4	4.2	0.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.								
A股铁路平均				28.5	25.5	22.8	20.8	3.1	2.9	2.6	2.4	11.3	11.2	12.0	12.0	1.7	1.7	2.0	2.1	17.3	15.1	13.1	0.1	11%	2.6								
A股基础设施上市公司平均值																																	
				25.9	25.6	22.6	20.3	2.8	2.6	2.4	2.2	12.3	11.1	11.3	11.5	1.7	1.7	1.7	2.0	14.8	13.4	12.1	8.9	9%	3.0								
A股基础设施上市公司中值				24.0	23.2	21.1	19.0	2.7	2.3	2.2	2.0	11.6	10.7	10.5	10.8	1.7	1.4	1.5	1.8	12.9	13.0	11.6	10.4	8%	2.9								

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 26: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

风险

- 中国经济增长弱于预期带来下游煤炭需求不足、锦赤煤运通道建设进度慢于预期以及国际煤价大幅波动带来市场供需市场不稳等；
- 借款费用规模巨大，加息对盈利影响巨大；
- 新工程竣工带来折旧费用和财务费用增加，货量不足拖累整体盈利表现；
- 货源不足带来相邻港口恶性竞争，对公司业务量分流并带来装卸费率下滑；
- 大连港股权整合进度缓慢，港口投资、港区合作迟迟无法落实。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

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: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。