

2010 年 4 月 8 日

天津港

走出低谷

A
持有

600717.SS - 人民币 11.80

目标价格: 人民币 12.62 (↑12.97)

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

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(%)	(5)	(5)	(4)	(8)
相对新华富时 A50 指数 (%)	3	(9)	0	(32)

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 (%)	1
流通股市值 (人民币 百万)	103
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	177
净负债比率 (%)	33
主要股东 (%)	
天津港 (集团) 有限公司	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

2009 年受金融危机影响, 公司实现归属母公司所有者的净利润为 6.44 亿元人民币, 同比下降 31.65%; 公司营业收入同比下降 13.22%, 营业成本同比下降 11.71%, 投资收益同比下降 31.03%。公司 09 年业绩略低于我们之前预期 5%。公司业务吞吐量已经出现温和反弹, 我们预计公司 2010 年业务收入将出现大幅反弹。我们将 2010-11 年每股收益分别下调 2.7% 和上调 0.1% 至 0.55 元人民币和 0.65 元人民币, 将公司目标价由 12.97 元下调为 12.62 元人民币, 维持公司持有的评级。

支撑评级的要点

- 公司业务从 2009 年中开始出现温和反弹, 2010 年将稳步回升。
- 我们预计公司各项业务毛利率将得到提升。
- 公司受益于天津滨海新区政策的逐项落实, 中长期发展有后劲。

影响评级的主要风险

- 与控股公司的业务整合方面仍存在一定不确定性。
- 业务反弹或不及预期。
- 周边港口竞争激烈。

估值

- 我们以 23 倍 2010 年市盈率, 将公司目标价由 12.97 元下调为 12.62 元人民币, 维持公司持有的评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	11,266	9,776	12,046	13,222	14,515
变动 (%)	23	(13)	23	10	10
净利润 (人民币 百万)	942	644	919	1,087	1,251
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.562	0.384	0.549	0.649	0.747
变动 (%)	(22.2)	(31.6)	42.8	18.2	15.1
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.480	0.572	0.665	0.760
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.564	0.648	0.744
调整幅度 (%)	-	-	(2.7)	0.1	0.4
核心每股收益 (人民币)	0.562	0.384	0.549	0.649	0.747
变动 (%)	(22.2)	(31.6)	42.8	18.2	15.1
全面摊薄市盈率 (倍)	21.0	30.7	21.5	18.2	15.8
核心市盈率 (倍)	21.0	30.7	21.5	18.2	15.8
每股现金流量 (人民币)	0.90	0.67	2.39	1.52	1.69
价格/每股现金流量 (倍)	13.2	17.5	4.9	7.8	7.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	12.2	13.8	11.2	9.7	8.6
每股股息 (人民币)	0.120	0.100	0.106	0.125	0.144
股息率 (%)	1.0	0.8	0.9	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值和投资建议

2009 年受金融危机影响，公司实现归属母公司所有者的净利润为 6.44 亿元人民币，同比下降 31.65%；公司营业收入同比下降 13.22%，营业成本同比下降 11.71%，投资收益同比下降 31.03%。公司 09 年业绩略低于我们之前预期 5%。公司业务吞吐量已经出现温和反弹，我们预计公司 2010 年业务收入将出现大幅反弹。我们将 2010-11 年每股收益分别下调 2.7%和上调 0.1%至 0.55 元和 0.65 元，以 23 倍 2010 年市盈率，将公司目标价由 12.97 元下调为 12.62 元，维持公司**持有**的评级。

图表 2.2009 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
营业收入	11,265.84	9,776.06	(13.22)
营业费用	(8,626.83)	(7,470.24)	(13.41)
营业税及附加	(189.53)	(178.69)	(5.72)
销售及营销费用	0	0	n.a.
管理费用	(996.61)	(960.29)	(3.64)
财务费用	(190.55)	(228.87)	20.11
资产重估损失	(7.45)	(0.13)	(98.21)
营业成本	(10,010.97)	(8,838.22)	(11.71)
投资收益	114.83	79.20	(31.03)
营业利润	1,369.70	1,017.04	(25.75)
营业外收入	41.27	8.96	(78.29)
营业外支出	(18.62)	(25.15)	35.05
税前利润	1,392.35	1,000.85	(28.12)
所得税	(247.24)	(160.69)	(35.01)
税后利润	1,145.11	840.16	(26.63)
少数股东权益	203.40	196.50	(3.39)
净利润	941.71	643.66	(31.65)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.57	0.38	(32.57)
主要比率(%)			
营业利润率	12.16	10.40	
净利率	8.36	6.58	
净资产收益率	11.59	6.87	

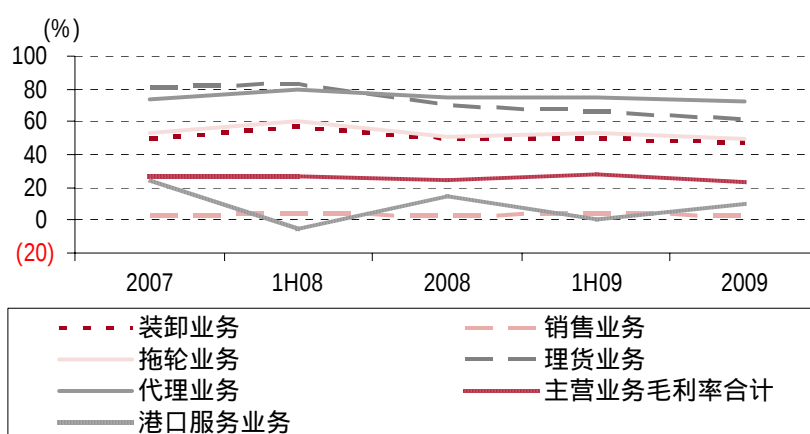
资料来源：公司数据

环渤海港口竞争激烈，港口吞吐量下滑

2009 年，公司完成吞吐量总计 23,818 万吨，比上年同期下降 3.86%。其中散杂货吞吐量 19,580 万吨，比上年同期下降 5.02%；集装箱吞吐量 446.5 万 TEU，比上年同期增长 8.66%。船舶代理 16,120 艘次，较去年同期增长 1.20%；货物代理量 6,835 万吨，较去年同期下降 7.90%；理货量 8,832 万吨，较去年同期增长 0.07%；船舶拖带 43,209 艘次，较去年同期下降 13.69%。

环渤海港口之间的竞争日趋激烈，在集装箱业务方面，公司与大连港和青岛港存在竞争关系，在干散货业务方面，公司与秦皇岛港、青岛港、日照港、京唐港曹妃甸港区等港口存在竞争关系。在 09 年港口行业受到冲击较为严重的情况下，公司 09 年矿石吞吐量大幅增长 39.89%，但是钢铁、煤炭等货类受到冲击较大，分货种的情况和外贸货物比重的变化导致公司整体货物吞吐量下降幅度小于装卸公司营业收入下降幅度，主营业务和各分业务毛利率下降明显。

图表 3.天津港股份主营分业务毛利率

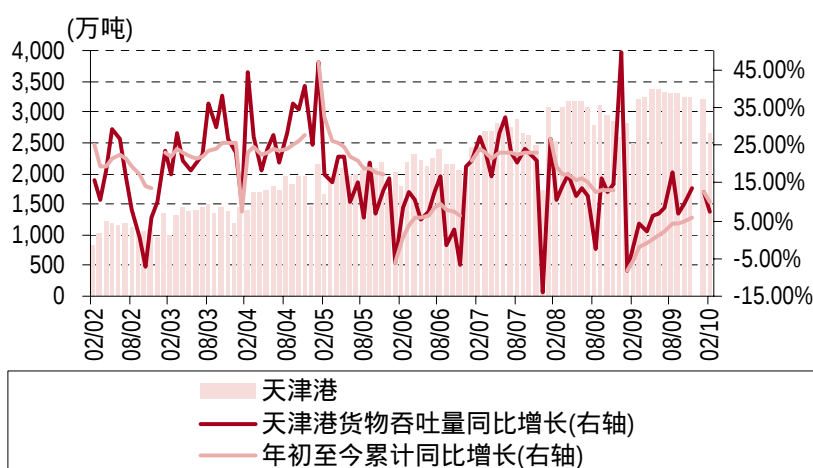


资料来源：公司数据，中银国际研究

集装箱可能成为未来增长点

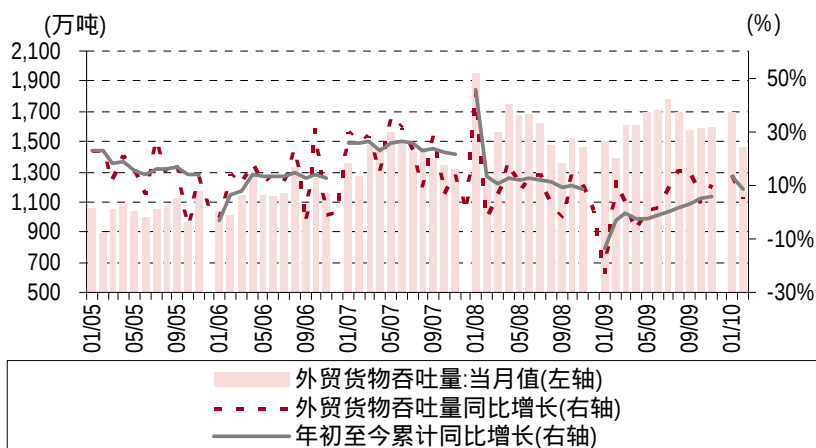
公司货物吞吐量自 2009 年中以来已出现触底反弹，集装箱吞吐量回升态势更为明显。公司积极开辟散杂货进箱业务，我们认为，集装箱业务将可能成为公司未来的增长点。

图表 4.天津港全港货物吞吐量月度数据



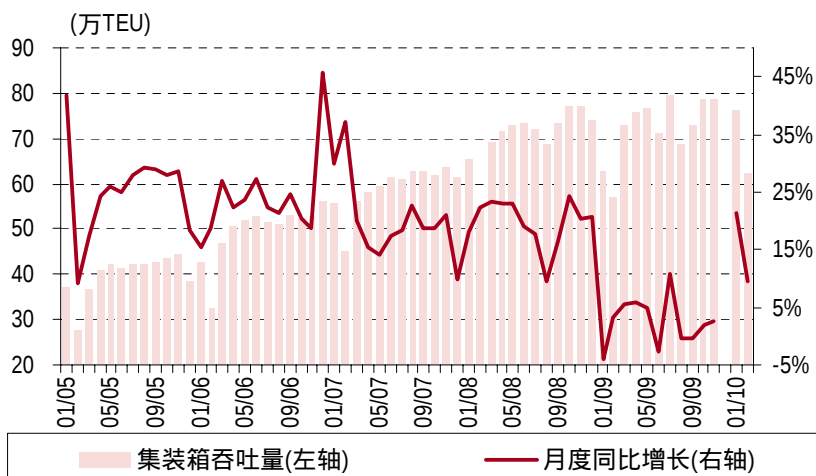
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 5.天津港外贸货物吞吐量合计月度数据



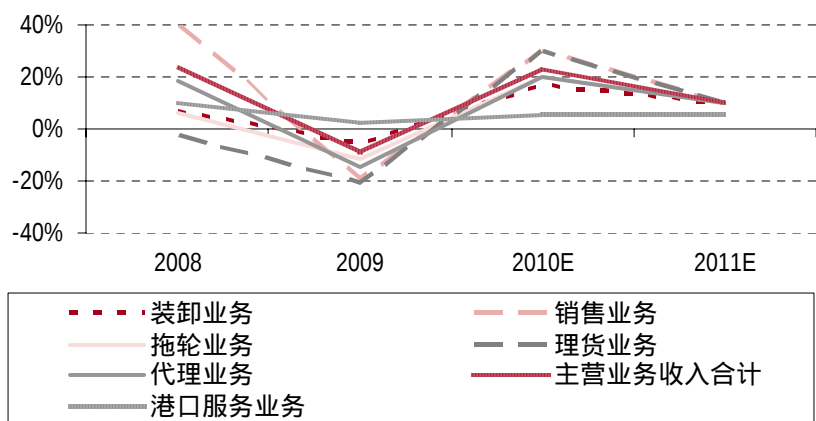
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 6.天津港集装箱吞吐量月度数据



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 7.公司分业务增长假设



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	11,266	9,776	12,046	13,222	14,515
销售成本	(8,627)	(7,470)	(9,121)	(9,875)	(10,780)
经营费用	(620)	(496)	(591)	(635)	(691)
息税折旧前利润	2,019	1,810	2,334	2,712	3,044
折旧及摊销	(566)	(643)	(734)	(820)	(906)
经营利润(息税前利润)	1,453	1,167	1,600	1,893	2,138
净利息收入/(费用)	(205)	(240)	(262)	(260)	(253)
其他收益/(损失)	145	74	99	109	120
税前利润	1,392	1,001	1,437	1,742	2,006
所得税	(247)	(161)	(259)	(348)	(401)
少数股东权益	(203)	(196)	(259)	(307)	(353)
净利润	942	644	919	1,087	1,251
核心净利润	942	644	919	1,087	1,251
每股收益(人民币)	0.562	0.384	0.549	0.649	0.747
核心每股收益(人民币)	0.562	0.384	0.549	0.649	0.747
每股股息(人民币)	0.120	0.100	0.106	0.125	0.144
收入增长(%)	23	(13)	23	10	10
息税前利润增长(%)	(9)	(20)	37	18	13
息税折旧前利润增长(%)	(2)	(10)	29	16	12
每股收益增长(%)	(22)	(32)	43	18	15
核心每股收益增长(%)	(22)	(32)	43	18	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,849	2,492	1,807	1,983	2,464
应收帐款	1,401	2,116	1,714	1,882	2,066
库存	146	230	173	190	209
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	3,397	4,838	3,695	4,056	4,738
固定资产	11,343	11,400	15,430	16,887	18,257
无形资产	3,193	3,136	3,088	3,035	2,983
其他长期资产	1,917	2,045	2,045	2,045	2,045
长期资产总计	16,453	16,580	20,563	21,967	23,285
总资产	19,850	21,419	24,258	26,022	28,023
应付帐款	2,337	2,221	3,696	4,057	4,453
短期债务	1,949	2,022	2,208	2,219	2,219
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,286	4,244	5,904	6,276	6,672
长期借款	3,587	4,217	4,217	4,217	4,217
其他长期负债	39	71	71	71	71
股本	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
储备	7,308	8,042	8,961	10,048	11,300
股东权益	8,983	9,717	10,636	11,723	12,974
少数股东权益	2,956	3,170	3,429	3,736	4,089
总负债及权益	19,850	21,419	24,258	26,022	28,023
每股帐面价值(人民币)	5.36	5.80	6.35	7.00	7.75
每股有形资产(人民币)	3.46	3.93	4.51	5.19	5.97
每股净负债/(现金)(人民币)	2.20	2.24	2.76	2.66	2.37

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,392	1,001	1,437	1,742	2,006
折旧与摊销	566	643	734	820	906
净利息费用	205	240	262	260	253
运营资本变动	(293)	(501)	1,932	177	194
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(370)	(254)	(358)	(457)	(521)
经营活动产生的现金流	1,501	1,130	4,008	2,541	2,837
购买固定资产净值	(2,254)	(1,074)	(2,224)	(2,224)	(2,224)
投资减少/增加	41	132	99	109	120
其他投资现金流	0	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,213)	(944)	(2,125)	(2,115)	(2,104)
净增权益	339	239	0	0	0
净增债务	919	706	186	10	0
支付股息	(704)	(497)	(262)	(260)	(253)
其他融资现金流	(16)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	537	448	(76)	(249)	(253)
现金变动	(175)	634	1,807	176	480
期初现金	2,023	1,849	0	1,807	1,983
公司自由现金流	(712)	186	1,883	426	733
权益自由现金流	207	892	2,069	436	733

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.9	18.5	19.4	20.5	21.0
息税前利润率	12.9	11.9	13.3	14.3	14.7
税前利润率	12.4	10.2	11.9	13.2	13.8
净利率	8.4	6.6	7.6	8.2	8.6
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	0.6	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	6.2	4.3	5.5	6.5	7.4
净权益负债率(%)	30.9	29.1	32.8	28.8	23.3
速动比率(倍)	0.8	1.1	0.6	0.6	0.7
估值(倍)					
市盈率	21.0	30.7	21.5	18.2	15.8
核心业务市盈率	21.0	30.7	21.5	18.2	15.8
目标价对应核心业务市盈率	22.4	32.8	23.0	19.4	16.9
市净率	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
价格/现金流	13.2	17.5	4.9	7.8	7.0
企业价值/息税折旧前利润	12.2	13.8	11.2	9.7	8.6
周转率					
存货周转天数	8.4	9.2	8.1	6.7	6.8
应收帐款周转天数	76.7	65.6	58.0	49.6	49.6
应付帐款周转天数	81.3	85.1	89.6	107.0	107.0
回报率(%)					
股息支付率	21.4	26.0	19.2	19.2	19.2
净资产收益率	12.0	6.9	9.0	9.7	10.1
资产收益率	6.5	4.7	5.7	6.0	6.3
已运用资本收益率	9.4	6.5	8.2	9.1	9.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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 2010 年 4 月 6 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，豁免披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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。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。除非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 2010 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