

重庆港九(600279.sh)

掌控长江上游水域，西部水路枢纽龙头确立

杨志清 研究员

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

张亮 研究助理

电话: 021-68815254

eMail: zll23@gf.com.cn

非公开发行收购+受托托管，公司掌控长江上游港航资产

公司拟通过非公开发行股票收购大股东在重庆港的主要港航资产，并且通过受托管理尚未进入上市公司的港航资产，以实现完全控制重庆港。

内河航运中心+西部水路运输枢纽，盈利增长空间巨大

(1) 内河航运建设属国家战略。国家对内河航运的投入将给公司带来实质性利好。随着寸滩集装箱港区不断壮大，未来三年集装箱吞吐量符合增长率达40%。

(2) 重庆港特有的优势使其成为西部水运枢纽。拥有全国唯一的“内陆和水路”保税港区——寸滩保税港区；长江中上游的港口中心；拥有发达的集疏运体系（铁路、公路直通港区）。

(3) 产业转移以及重庆市产业规划布局将给重庆港提供丰富的增长空间。发改委批复重庆市的“三基地四港区”建设成为物流枢纽平台，其中四港区中由重庆港九控制的达3个。

风险提示

重庆港九未来的增长空间极大依赖于国家的产业政策以及内河航运发展规划，如果相关政策发生变化，对公司将造成很大影响。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	567.19	456.92	750.09	916.88	1148.81
EBITDA(百万元)	103.02	138.83	266.13	324.18	394.79
净利润(百万元)	28.65	27.48	90.17	116.57	160.02
净利润增长率	-48.69%	-4.09%	228.10%	29.28%	37.27%
每股收益(元)	0.126	0.120	0.26	0.34	0.47
市盈率	44.30	85.95	48.98	37.89	27.60
市净率	1.58	2.88	2.37	2.23	2.06
EV/EBITDA	26.12	29.40	22.18	17.99	13.93
每股红利(元)	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.72	0.39	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 重庆港九股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

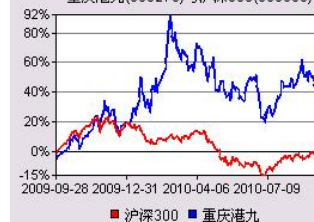
公司评级



当前价格(元)	12.09
目标价格(元)	14.94
前次评级	无评级

股价走势

重庆港九(600279)与沪深300(000300)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-6.35%	1.68%	40.89%
沪深300	1.63%	6.93%	-2.27%

股票数据

总股本(万股)	22,839.10
流通A股(万股)	15,073.80
主要股东:	

重庆港务物流集团有限公司

主要股东持股比例	40.77%
流通A股比例	66.00%

财务比率

ROE	3.35%
ROA	2.93%
资产负债率	65.40%
每股净资产(元)	3.59

2009 年报数据

目录索引

一、掌控重庆港港航资产，长江上游龙头	3
（一）收购大股东核心港航资产，拥有重庆港的控制权	3
（二）全全托管大股东尚未注入的港航资产，保证资产完整	5
（三）本次交易以后重庆港九盈利能力存在成倍上涨空间	5
二、发展契机：内河航运发展规划&两江新区规划	7
（一）经济发展需求以及节能优势促使内河航运发展壮大	7
（二）内河航运发展带动重庆港口设硬件水平不断提高	7
（三）重庆市两江新区规划，打开增长空间	9
三、重庆港独特优势促成内河航运中心地位	10
四、盈利预测及投资评级	12

图表索引

图 1：本次交易后上市公司所属港口基本覆盖重庆境内全流域河道	5
图 2：装卸业务收入占 60%以上（百万元）	6
图 3：装卸业务贡献 90%以上的毛利	6
图 4：内河航运吞吐量占比逐渐上升	7
图 5：内河航运投资额增速逐步加快	7
图 6：重庆两江新区地图	9
图 7：重庆港腹地广阔，交通便捷	10
图 8：重庆港腹地进出口增速 06 年以来领先于全国平均水平	11
图 9：重庆市“三基地四港区”布局规划	12
图 10：重庆市港口货物运输量增速与 GDP 增速	13
图 11：长江中上游港口包干费价格指数	14
图 12：港口行业整体估值图	16
表 1：收购大股东资产后公司股本和股权比例的变化	3
表 2：本次交易前后公司持有资产的变化	4
表 3：港务物流集团剩余港航资产状况以及承诺	5
表 4：本次交易后重庆港九货物吞吐量将成倍增长	6
表 5：国家关于支持发展内河航运以及重庆港地位的相关政策	8
表 6：重庆市“两江一区”产业规划	9
表 7：“四港区”上市公司持有权益统计	12
表 8：重庆市港口货物吞吐量与 GDP 弹性测算	13
表 9：重庆港九货物吞吐量预测	14
表 10：寸滩集装箱港区建设规划	14
表 11：水路运费水平相对于铁路、公路运输有明显优势	15
表 12：重庆港九目标价测算	15
表 13：港口行业估值水平（剔除重组概念股）	16
表 14：港口行业估值水平（具有重组概念）	16

背景介绍：非公开发行股票收购大股东资产

公司拟采用资产置换及非公开发行股票购买资产相结合的方式，以公司拥有的经略公司100%的权益(评估价值2404万元)与港务物流集团所属猫儿沱港埠经营性资产及其相应负债、长寿化工码头公司40%的权益、寸滩港区集装箱公司48.75%的权益和港盛公司100%的权益进行置换(资产评估价值合计66,674万元)，差额部分由公司向港务物流集团非公开发行股票支付；同时，公司拟向万州港(港务物流全资子公司)非公开发行股票购买其所属的红溪沟和江南沱口作业区的经营性资产及其相应负债、龙港实业100%的权益和万港船务100%的权益(资产评估价值合计31,693万元)。

本次非公开发行价格为不低于8.44元/股，总股数=(拟购买的资产价格-拟置出的资产价格)/发行价格。根据认购股份资产的评估值和发行价格计算，本次发行股份数量为113,701,302股。其中港务物流集团认购76,150,035股，持有股份增加至169,267,811股。万州港认购37,551,267股，之前没有公司股份。。

一、掌控重庆港港航资产，长江上游龙头

(一) 收购大股东核心港航资产，拥有重庆港的控制权

本次向大股东港务物流集团和其子公司万州港非公开发行以后，公司总股本上升了49.8%至342,092,262股。其中大股东持股比例上升至49.5%，较发行前上升了8.7个百分点；万州港原本没有上市公司股份，非公开发行以后持股11.0%。

表 1：收购大股东资产后公司股本和股权比例的变化

公司名称	交易前		交易后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
港务物流集团	93,117,776	40.8%	169,267,811	49.5%
万州港	0	0.0%	37,551,267	11.0%
其他流通股东	135,273,184	59.2%	135,273,184	39.5%
合计	228,390,960	100.0%	342,092,262	100.0%

资料来源：公司报告书、广发证券发展研究中心

表 2：本次交易前后公司持有资产的变化

资产名称	资产置换前持股比例(%)	资产置换后持股比例(%)
重庆化工码头有限公司	60	100
重庆国际集装箱码头有限责任公司	51.25	100
港务物流集团猫儿沱港埠分公司	0	100
重庆港盛船务有限公司	0	100
万州港红溪沟和江南沱口作业区经营性资产及其相关负债	0	100
重庆市万州区龙港（铁路）实业开发有限责任公司	0	100
重庆市万州区万港船务有限公司	0	100
重庆经略实业有限责任公司	100	0
重庆港九波顿发展有限责任公司	100	100
重庆久久物流有限责任公司	93.6	93.6
重庆融达投资有限公司	100	100
重庆港联装卸有限公司	59	59
重庆集海航运有限责任公司	50	50
重庆市江津区九禾化肥有限责任公司	30	30
重庆国集力达集装箱维修有限公司	45	45
重庆三五九期货经纪有限公司	20	20
重庆黄磛港口物流有限公司	40	40
重庆港九港铁运输有限公司	30	30

资料来源：公司报告、广发证券发展研究中心

本次交易前，公司全资拥有的港口仅包括蓝家沱港区、九龙坡港区以及寸滩港区和长寿化工码头的部分权益。港区主要集中在重庆主城区附近，无法覆盖重庆境内的长江全流域河道，港口经济辐射带较窄。

本次交易完成后，公司新增了猫儿沱港埠、红溪沟作业区和江南沱口作业区，并拥有了寸滩港区绝大部分权益以及长寿化工码头的全部权益。公司所属港口基本覆盖了重庆境内长江全流域河道，猫儿沱港埠与红溪沟作业区和江南沱口作业区首尾呼应，港口经济辐射半径覆盖重庆市全境以及周边地区，港区布局趋于合理。通过良好的区位优势实现各港口协同运作，港航之间各项业务的“无缝链接”。

图 1：本次交易后上市公司所属港口基本覆盖重庆境内全流域河道



资料来源：公司报告书、广发证券发展研究中心

（二）全全托管大股东尚未注入的港航资产，保证资产完整

本次交易完成后，港务物流集团及其全资子公司万州港除目标资产外，尚有部分与重庆港九业务经营有一定重叠的资产未纳入上市公司。

该部分资产因为历史产权、盈利能力等原因尚不构成注入上市公司的最佳时机。因此，重庆港九与重庆港航物流集团签署托管协议，未注入上市公司的港航资产全全由重庆港九托管，托管资产产生的收益归重庆港九所有。

表 3：港务物流集团剩余港航资产状况以及承诺

公司（资产）名称	状态	港务物流承诺
寸滩港区三期工程	在建中	
江北港埠	2008 年收入 898 万元，净利润 3.4 万元	待符合重庆港九利益和其他有关法律的规定或重庆港九认为必要时，集团无条件将该项资产转让给重庆港九，或转让给其他无关联第三方，以避免可能出现的同业竞争
果园港埠 51%的权益	在建中	
涪陵港所属客运和货运码头资产	2008 年收入 2500 万元，利润-350 万元	
万州港其余港口码头资产（含港口客运资产）	资产规模小、作业量低	
万州区港务发展公司 100%权益		
奉节县港龙储运公司 60%的权益		
云阳县彭溪港埠装卸公司 52%的权益		
巫山县抱龙河港埠装卸公司 70%的权益		
忠县新生港埠装卸公司 40%的权益		

资料来源：公司报告书、广发证券发展研究中心

（三）本次交易以后重庆港九盈利能力存在成倍上涨空间

（1）重庆港九主要的收入和毛利来源于装卸业务

从最近5年的数据来看，装卸业务收入占公司营业收入的比为60%，贡献公司93.76%的毛利，平均毛利率为58%。客货运输业主贡献毛利3.29%，毛利率为17%。

因此，港口装卸业务以及客滚船装卸运输业务是公司主要的利润来源。本次非公开发行收购大股东资产使公司的核心经营资产进一步加强，对增加公司核心竞争力有很大帮助。

图 2：装卸业务收入占 60%以上（百万元）

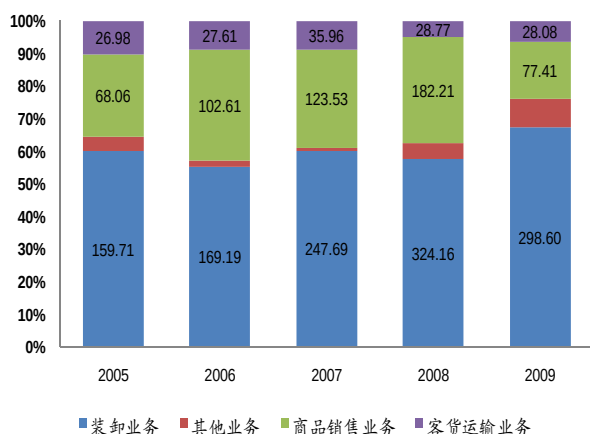
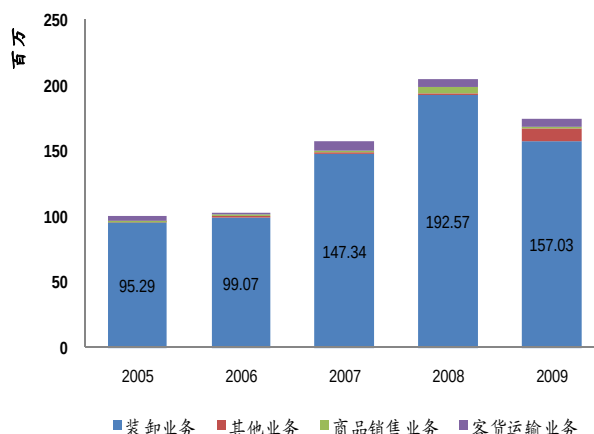


图 3：装卸业务贡献 90%以上的毛利



资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（2）业绩增长空间巨大：货物吞吐量存在自然翻倍空间

本次交易以后，除了表2中少量资产外（该部分港航资产几乎不能正常贡献盈利），港务物流集团的港航资产已基本全部进入上市公司，上市公司在完成收购以后吞吐量水平将基本达到港务物流集团的水平。从2009年的数据来看，如果重庆港九的吞吐量达到港务物流集团的水平，货物吞吐量将存在118.4%的增长空间。

集装箱吞吐量虽然只有15.0%的增长空间，但是由于本次收购了集装箱公司48.75%的股权，集装箱装卸业务给母公司所有者贡献的盈利水平同样存在翻倍的增长空间。

表 4：本次交易后重庆港九货物吞吐量将成倍增长

	重庆港务物流集团		重庆港九		重庆港九占比(目前)	
	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	权益吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量
2009	2644.4	40.26	1210.6	17.94	45.8%	44.55%
2008	2477.8	48.29	1145.2	22.29	46.2%	46.17%
2007	2184.2	40.05	1031	17.94	47.2%	44.79%

资料来源：中国港口网、公司资料、广发证券发展研究中心

二、发展契机：内河航运发展规划&两江新区规划

（一）经济发展需求以及节能优势促使内河航运发展壮大

（1）内河航运具有运能大、能耗小、成本低、占地少、污染轻等比较优势。与海运相对，我国的内河航运的规模明显偏小。

（2）内陆经济的大力发展以及产业转移趋势使内河航运需求增加。

A. 沿江工业经济快速增长的带动下，长江航运货物运输需求量继续保持较大幅度的增长势头。

B. 西部大开发、中部崛起和长江三角洲经济的快速发展，进一步促进了东西部的物资交流，带给长江水路运输充足的货源，长江黄金水道正日益显现出其强大的生命力和活力。

近年来我国对于内河航运发展比较重视，内河航运吞吐量增长较快，占全国水运吞吐总量的比例呈上升趋势。内河航运方面的投资增长也开始加快。

图 4：内河航运吞吐量占比逐渐上升

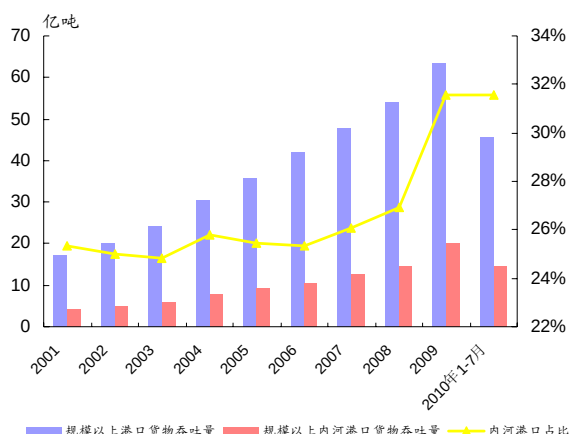
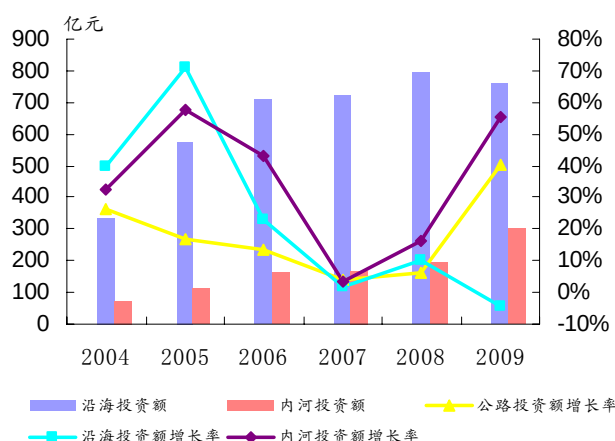


图 5：内河航运投资额增速逐步加快



资料来源：CEIC、《公路水路交通运输行业发展统计公报》、广发证券发展研究中心

（二）内河航运发展带动重庆港口设硬件水平不断提高

近年来，重庆港硬件设施水平显著提高。三峡大坝建成后，重庆市境内长江干线航道等级从原来的三级提高到一级，5000吨级单船和万吨级船队可从长江下游直达。年通航能力提高到3,000万吨，航运成本降低35%-37%，下水每马力拖载货物可由目前的0.7-0.9吨增加到2.7吨，同时高等级航道建设使水流变缓，航道变宽，航速大幅度提高，航行时间大大缩短。

码头建设进程加快。寸滩等一批5000吨级大型化、专业化、机械化码头投用，从2002年到2009年7年之间，重庆市港口货物通过能力已由

4900万吨增加到1.15亿吨，集装箱通过能力由5.5万标箱增加171万标箱，货运船舶平均吨位由301吨增加1400吨。

此外，随着重庆市长江上游航运中心建设、“一城一港”战略以及保税港区建设的实施，重庆市迎来了港口发展高峰。国务院近期出台的《物流业调整和振兴规划》、多部委《长江干线航道总体规划纲要》以及交通部将于近期出台的《内河航运发展指导意见》将为重庆港九带来实质性利好。

表 5：国家关于支持发展内河航运以及重庆港地位的相关政策

时间	相关政策	政策内容
2007 年 7 月	国务院《全国内河航道与港口布局规划》和全国水运工作会议	“十一五”时期将投入 400 亿元的资金建设内河和沿海航道，其中用于内河航运的投资将超过 200 亿元。这是中国水运历史上最大的投资规模
2007 年 9 月	交通部《全国内河航道与港口布局规划》	促进沿江、沿河产业密集区的形成，发挥区域内主要城市的经济辐射带动作用，充分发挥内河水运优势；建立长期稳定的建设资金渠道，鼓励和引导社会资金投入内河水运基础设施建设。
2009 年 3 月	国务院《物流业调整和振兴规划》	在 2009 - 2011 年期间重点发展包括以重庆、成都、南宁为中心的西南物流区域在内的九大物流区域，并确定了包括重庆在内的 21 个全国性物流节点城市，积极促进口岸物流向内地物流节点城市顺畅延伸
2009 年 5 月	交通部、发改委、水利部、财政部《长江干线航道总体规划纲要》	到 2020 年，国家将投入 430 亿元用于长江干线航道的整治和装备建设，长江干线航道得到全面、系统治理，航道通航能力较大提高，通航条件明显改善
2009 年 10 月	交通运输部、财政部、多省市《推进长江干线船型标准化实施方案》	利用五年左右时间，通过推进长江干线船型标准化，使川江及三峡库区船型标准化率达到 75% 以上，三峡船闸的通过能力提高 10% 以上，长江干线货运船舶的平均吨位达到 1000 载重吨以上，船舶安全技术性能明显提高。
2009 年 10 月	交通部长江航务管理局与重庆市交委共建协议	把重庆建成长江上游地区最大的集装箱集并港、大宗货物中转港、滚装汽车主通道和游轮母港
2010 年 3 月	交通部《长江口深水航道治理疏浚工程》三期完工	长江口实现了 12.5 米深水航道全槽贯通并开始试验通航，解决万吨级船舶海进江通行障碍。历经 12 年、投资 150 亿元
2010 年 8 月	国务院常务会议研究部署推进长江等内河水运发展工作	力争用 10 年左右时间，建成畅通、高效、平安、绿色的现代化内河水运体系。要建设畅通的高等级航道。加快长江干线航道系统治理；加快内河主要港口和部分地区重要港口港区建设，加快船舶运力结构调整，优化船舶运输组织；加快建设长江干线现代化水上安全监管和应急救助体系；处理好水运发展与水生态环境保护的关系；要完善水运、公路、铁路、航空、管道等多种运输方式优势互补的一体化运输体系
预计 2010 年 9 月出台	交通部《内河航运发展指导意见》	国家层面发布的内河航运振兴规划，预计 5 年投资 1600 亿元。内河航运的中心城市将设定为武汉和重庆。

资料来源：公开信息、广发证券发展研究中心

(三) 重庆市两江新区规划，打开增长空间

两江新区是我国继浦东新区、滨海新区后正式成立的第三个副省级新区,也是中国内陆唯一的国家级新区。承载五大功能: 国家重要的现代制造业基地和综合交通枢纽、内陆地区对外开放重要门户、长江上游地区商贸物流中心、金融中心和科技创新中心。

两江新区的面积为1200平方公里, 包含重庆市渝北区、江北区、北部新区、北碚区(含蔡家组团)的部分区域, 可开发面积约为650平方公里。其中重庆港九的九龙坡港区、寸滩港区、蓝家沱港区以及江北港埠均在两江新区内, 将大力承接两江新区的产业规划。

两江新区将重点发展五大战略性产业, 包括轨道交通、电力装备、新能源汽车、国防军工和电子信息。

如果上述产业规划正常实施, 那么相关产业将带来巨大的货物运输量。

图 6: 重庆两江新区地图



资料来源: 广发证券发展研究中心

表 6: 重庆市“两江一区”产业规划

战略产业	产业规划以及将入驻企业
轨道交通	3 年后, 每年有 25 亿采购大单。
电力装备	到 2015 年, 重庆的风电装备产业将完成 200 亿元投资, 形成陆地风电 200 万千瓦及海洋风电生产能力和完善的零部件配套体系, 建成产值 400 亿元、国内最大的风电产业集群。
新能源汽车	到 2012 年, 重庆电动车产销预计将达 24.2 万辆, 到 2015 年之后, 重庆新能

源汽车产业要超过千亿元

国防军工

西南铝、中国航空工业集团、中航直升机有限责任公司、沈阳飞机工业（集团）有限公司、九江红鹰飞机制造公司、美国西锐、霍尼韦尔。

电子信息

空港工业园区

资料来源：广发证券发展研究中心

三、重庆港独特优势促成内河航运中心地位

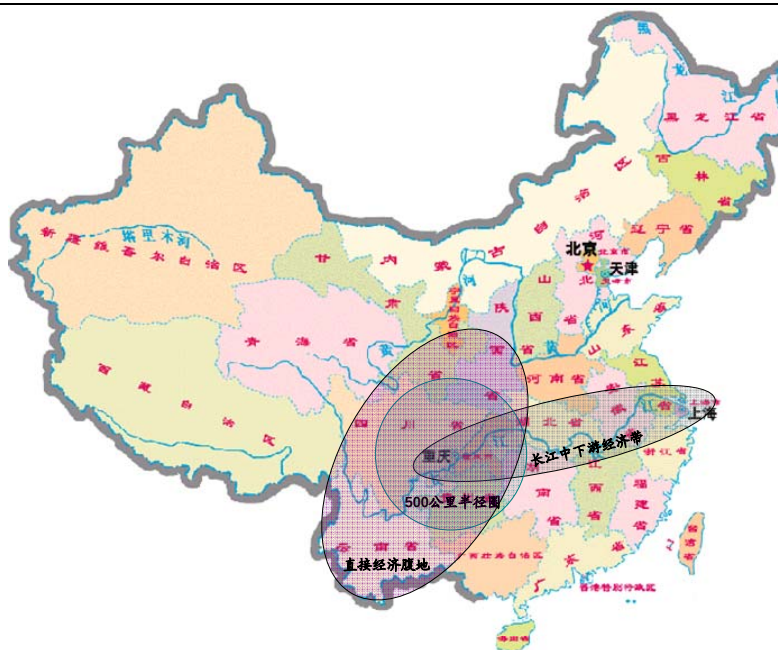
重庆港是西部地区的水路门户，是长江上游的主要港口。经济腹地、集疏运体系以及堆场面积等自然资源条件构成重庆港九的核心竞争优势，同时受惠于西部大开发战略、国家内河航运发展战略，重庆港九具有政策优势。

（一）经济腹地广阔，铁路公路等疏港交通完备

重庆港地处我国中西结合部，水路可直达长江八省二市，经济腹地主要包括重庆市辖9区12县及四川、云南、贵州三省，是西部长江中上游最重要水路枢纽。

重庆港陆路与成渝、襄渝、渝黔、渝怀铁路和成渝、渝黔、重庆至武汉、重庆至长沙等高速公路相连。成渝线至成都接宝成、成昆线；川黔线至贵阳接贵昆、黔桂、湘黔线；襄渝线至襄樊接汉丹、焦枝线。铁路疏港系统完备，铁路可直达港区；重庆港的九龙坡、大渡口、蓝家沱港区有专线接成渝线；猫儿沱港区有专线接川黔线。

图 7：重庆港腹地广阔，交通便捷

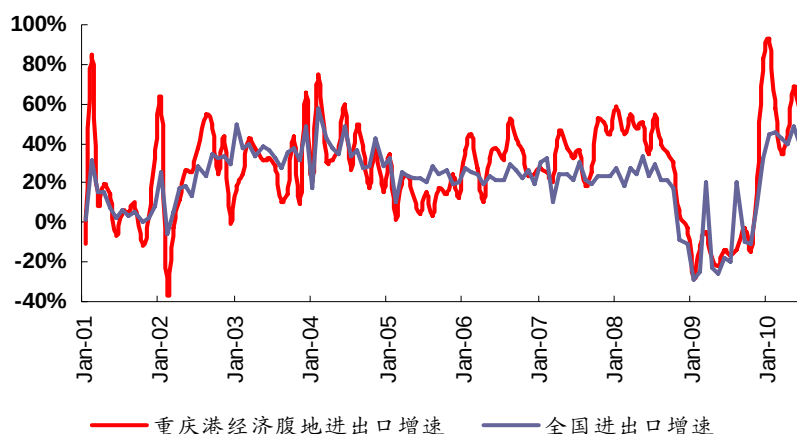


资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

受益于国家西部大开发等政策扶植，重庆港经济腹地的发展较为迅速

速，外贸增速自2006年起高于全国平均水平。

图 8：重庆港腹地进出口增速 06 年以来领先于全国平均水平



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）集装箱码头和化工码头堆场面积大，集装箱吞吐量有望大幅提高

重庆港共有仓库货场16万平方米，容量45万平方米。堆场面积35万平方米。其中重庆港九控股的集装箱公司，堆场面积为86,000平方米，可堆存集装箱12,000标箱。一期工程建有7,000平方米拆装箱库1个，日拆装箱能力为300箱；化工码头一期工程仓库、堆场面积约11 万平方米，码头年通过能力198 万吨。

受益于国家航运政策的大力支持，未来几年重庆市的集装箱吞吐量将可能大幅增长，公司预计到2012年港口的实际吞吐量将达到200万标箱，是目前集装箱吞吐量的五倍。

（三）“三基地四港区”建设基地，重庆港九物流优势明显

2009年8月，国家发改委正式出文确认重庆市“三基地四港区”作为对接国家《物流业调整和振兴规划》的主枢纽平台。“三基地”包括：团结村集装箱中心站铁路物流基地、江北国际机场航空物流基地、巴南区公路物流基地；“四港区”则是结合长江水运资源和国家批准的内陆唯一保税港区优势，规划布局的寸滩港港区、果园港港区、东港港区和黄磛港港区4个水运物流枢纽。

“三基地四港区”布局规划是国家发改委正式出文确认的第一个物流布局规划，根据规划要求，重庆市将依托“全国重点发展的九大物流区域性中心城市和全国性物流节点城市”的定位，在2020年前建设成为长江上游的经济中心和综合交通枢纽。

表 7：“四港区”上市公司持有权益统计

四大物流港区	上市公司持有的权益
果园港埠	大股东 51%权益，建成后转让给上市公司
黄磛港埠	上市公司持股 40%
寸滩港区	上市公司持股 100%
东港港区	未有权益

资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 9：重庆市“三基地四港区”布局规划



资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

位于黄磛港港区的重庆黄磛港口物流有限公司由重庆港九相对控股（持股40%）；寸滩港三期工程以及位于果园港港区的果园港埠同受港务物流集团控制，且港务物流集团已承诺在寸滩港三期工程以及果园港港区建成后，在符合上市公司自身利益的前提下由上市公司收购，因此4个水运物流枢纽公司已占其三。而集装箱物流基地在此次收购寸滩港区股份以后也归上市公司所有，重庆港九区位优势综合物流优势十分明显。

四、盈利预测及投资评级

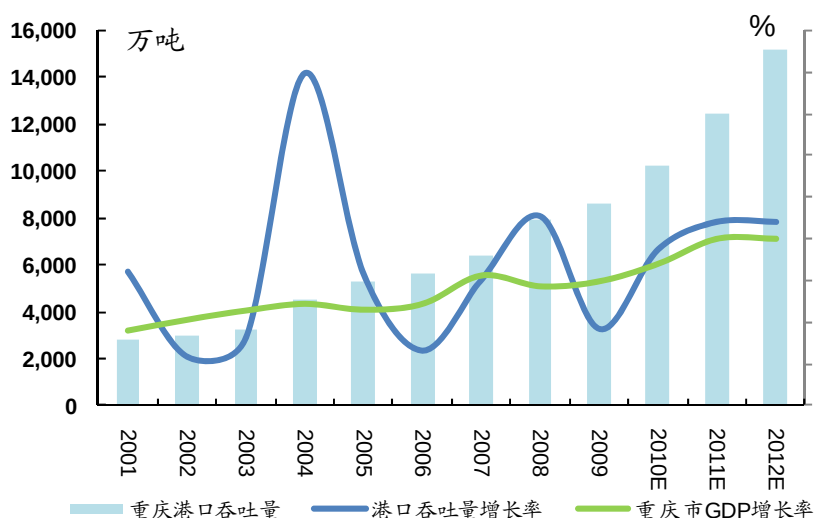
（一）吞吐量预测

假设：（1）非公开发行股份收购大股东资产于2010年完成。

（2）重庆市GDP增长率具有一定的连续性，即未来的增长率不低于前三年平均值。

（3）重庆市港口货物吞吐量与GDP的弹性保持短期一致，即弹性系数=1.1

图 10: 重庆市港口货物运输量增速与 GDP 增速



资料来源：重庆市经济与发展统计公布，广发证券发展研究中心

表 8: 重庆市港口货物吞吐量与 GDP 弹性测算

	港口货物吞吐量(万吨)	增长率 (%)	GDP (%)	弹性
2000	2448			
2001	2840	16.01	9	1.8
2002	3004	5.77	10.3	0.6
2003	3244	7.99	11.4	0.7
2004	4539	39.91	12.2	3.3
2005	5251	15.70	11.5	1.4
2006	5593	6.50	12.2	0.5
2007	6434	15.04	15.6	1.0
2008	7893	22.68	14.3	1.6
2009	8612	9.11	14.9	0.6
2010E	10033	16.50	15 (近三年平均)	1.1 (近三年平均)
2011E	11655	16.17	14.7 (近三年平均)	1.1 (=上一年)
2012E	13561	16.36	14.87 (近三年平均)	1.1 (=上一年)

资料来源：重庆市经济与发展统计公告，广发证券发展研究中心

基于上述假设，我们用重庆市港口货物吞吐量增长率估算重庆市港务物流集团货物吞吐量增长率。测算结果显示重庆港九2010-2012年的散货吞吐量增速分别为154.48%、16.17%以及16.36%。

同时，考虑到由于经济危机的因素导致09年集装箱吞吐量较低（重庆港九集装箱吞吐量同比下滑18.6%，集团集装箱吞吐量同比下滑16.6%）。2010年以来，随着全球经济复苏，集装箱吞吐量大幅攀升，

我们预计港务物流集团2010年集装箱吞吐量同比增长达20%，上市公司集装箱吞吐量同比增长36.47%；

随后，由于寸滩港区集装箱二期以及三期工程的逐渐完工，我们预计

重庆港九集装箱吞吐量将以较高的速度增长，至2012年集装箱吞吐量应在70万TEU以上（一期和二期集装箱码头完全达产）；

表 9：重庆港九货物吞吐量预测

	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱吞吐量（TEU）	354,000	483,120	676,368	980,734
增长率		36.47%	40.00%	45.00%
设计吞吐量（TEU）	290,000	710,000	710,000	1,270,000
散货吞吐量（吨）	12,106,000	30,807,260	35,788,794	41,643,841
增长率		154.48%	16.17%	16.36%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 10：寸滩集装箱港区建设规划

泊位	设计吞吐能力 (万 TEU)	堆场面积	投产年份
一期 2 个 5000 吨级	29	8.2 万平方米，可堆存 0.7 万 TEU	2006
二期 3 个 5000 吨级	42	29 万平方米，可堆存 4 万 TEU	2010
三期 4 个 5000 吨级	56	26 万平方米，可堆存 3.8 万 TEU	2012

数据来源：中国港口网，公司资料，广发证券发展研究中心

（二）装卸费率预测

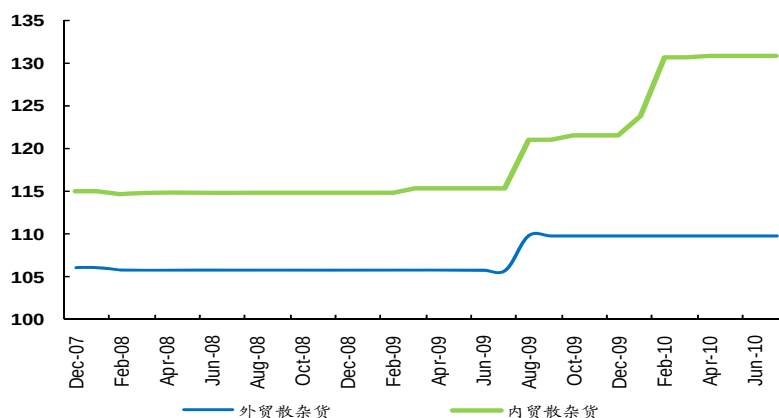
从历史数据来看，长江内河港口海运费率以及港口装卸费率稳中有升，2010年1-7月内贸散杂货包干装卸费率同比增长13%。

我们假设2010年公司港口散杂货吞吐费率同比增长10%。同时假设集装箱装卸费率保持不变。

根据我们的测算，2009年测算的集装箱吞吐费率为480元/TEU，散货吞吐量费率为10.61元/吨。

假设，2010年公司集装箱吞吐费率仍为480元/TEU，散杂货吞吐费率为11.69元/吨。

图 11：长江中上游港口包干费价格指数



资料来源：交通部，CEIC，广发证券发展研究中心

■ 铁路与公路的发展对水运是否构成影响？

水路运输较铁路和公路运输在运费上有着较为明显的优势。以重庆到上海为例，里程为2399公里，当前每TEU水路运费3500元左右，而铁路运费和公路运费分别为7500元和17000元左右。采用水路运输能大幅降低货物运输成本，因此我们预测未来港口装卸需求和装卸费率水平将继续稳中有升。

表 11：水路运费水平相对于铁路、公路运输有明显优势

	水路	铁路	公路
重庆-上海运费(元/TEU)	3500	7500	17000
里程(公里)	2399	2043	1957
每公里运费(元/TEU 公里)	1.46	3.67	8.69

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）盈利预测及估值

按照我们预测的吞吐量以及装卸费率，我们预测重庆港九2010-2011年EPS分别为0.26、0.34和0.47元。对应每股净资产分别为5.45、5.79和6.26。

按照“申万Ⅲ级行业”分类，剔除相关重组概念股后的PE估值为19.89倍，PB为2.37倍；相关重组概念股（如北海港、芜湖港以及南京港）的PB为7.6倍，PE为57.45倍；

考虑到（1）重庆港整体上市，且进入上市公司的资产均为产生盈利，不应该运用行业（剔除）平均PE进行估值，这样会低估上市公司价值；

（2）目前重庆港整体上市已经获得原则性批复，上市公司的资产属于港航资产，理应按照港口行业的PB进行估值。

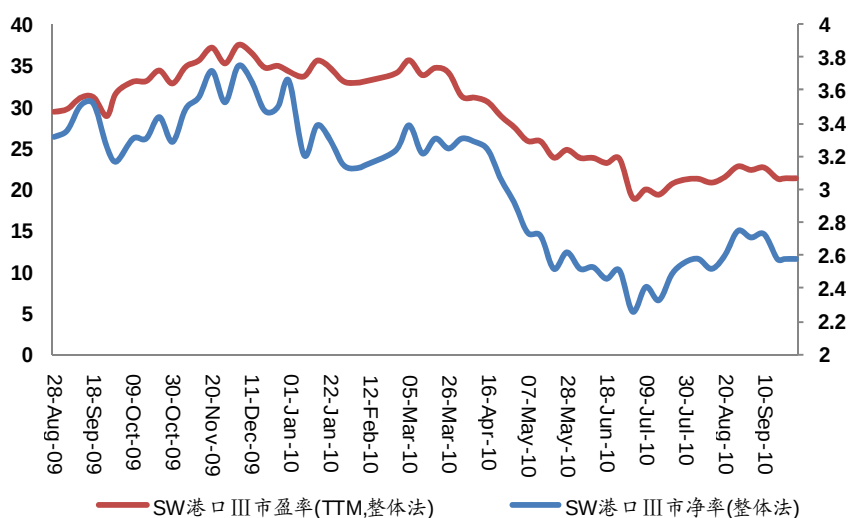
综上，我们认为重庆港九应该按照行业（剔除重组概念股）的PB均值以及行业（重组概念股）的PE进行估值，对应的目标价为12.91——14.94，相对目前的股价有10%-25%的上涨空间，基于此我们给予“买入”评级。

表 12：重庆港九目标价测算

	PE 估值	PB 估值
行业平均水平（剔除重组概念股）	19.89	2.37
行业平均水平（重组概念股）	57.45	7.6
重庆港九 EPS	0.26	
重庆港九 EBS		5.45
目标股价	5.17~14.94	12.91~41.42

数据来源：广发证券发展研究中心

图 12: 港口行业整体估值图



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 港口行业估值水平 (剔除重组概念股)

代码	公司	最新价	PE	PB
000022	深赤湾 A	14.33	16.42	3.23
000088	盐田港	6.66	18.28	2.01
000905	厦门港务	8.92	0.00	3.10
600017	日照港	4.12	19.75	1.50
600018	上港集团	4.25	18.97	2.78
600190	锦州港	4.82	29.94	2.11
600317	营口港	6.26	27.42	2.09
600717	天津港	8.41	16.96	1.45
601000	唐山港	7.65	23.10	3.51
601008	连云港	6.21	28.05	1.97
平均			19.89	2.37

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 14: 港口行业估值水平 (具有重组概念)

代码	公司	最新价	PE	PB
000582	北海港	13.65	44.09	6.76
002040	南京港	8.45	128.25	3.95
600575	芜湖港	18.03	0	12.10
平均			57.45	7.60

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	267.02	101.46	371.64	905.80	
应收账款	64.64	96.34	117.77	147.56	
预付款项	65.69	92.64	112.89	140.27	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	8.75	29.20	30.54	39.82	
存货	52.87	28.60	39.68	56.55	
流动资产合计	480.81	380.51	721.06	1344.93	
长期股权投资	105.95	45.76	45.76	45.76	
固定资产	1306.88	1914.11	1942.10	2064.76	
在建工程	649.22	1227.13	1027.13	727.13	
无形资产	513.75	610.36	597.39	584.69	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	1.14	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	2578.44	3798.85	3613.87	3423.84	
资产总计	3059.25	4179.36	4334.94	4768.76	
短期借款	362.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	1.45	1.02	1.45	1.93	
应付账款	197.99	300.00	225.55	272.93	
预收款项	4.32	11.21	10.55	14.15	
应付职工薪酬	2.31	4.20	5.08	6.10	
应交税费	-1.20	-0.08	-1.42	-1.43	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	62.30	57.80	327.20	46.99	
流动负债合计	712.73	486.35	324.19	396.38	
长期借款	1288.08	1588.08	1788.08	1988.08	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	1288.08	1588.08	1788.08	1988.08	
负债合计	2000.81	2074.43	2112.27	2384.46	
股本	228.39	342.09	342.09	342.09	
资本公积	440.73	1282.43	1282.43	1282.43	
盈余公积	60.86	74.39	91.87	115.87	
未分配利润	89.33	165.97	265.06	401.07	
少数股东权益	239.04	239.95	241.13	242.75	
负债股东权益总计	3059.16	4179.27	4334.85	4768.67	
每股净资产(元)	3.59	5.45	5.79	5.45	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	456.92	750.09	916.88	1148.81	
营业成本	278.73	393.07	479.02	595.16	
营业税金及附加	12.65	20.77	25.39	31.82	
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
管理费用	86.34	141.74	173.26	217.09	
财务费用	48.70	74.06	83.22	90.24	
资产减值损失	-0.24	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	1.01	0.00	0.00	0.00	
投资收益	3.18	1.00	1.00	1.00	
营业利润	34.92	121.44	156.99	215.51	
营业外收入	1.01	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.11	0.00	0.00	0.00	
利润总额	36.50	121.44	156.99	215.51	
所得税费用	7.41	30.36	39.25	53.88	
净利润	29.08	91.08	117.74	161.63	
归属于母公司净利润	27.48	90.17	116.57	160.02	
少数股东损益	1.60	0.91	1.18	1.62	
EPS(元)	0.12	0.26	0.34	0.47	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	146.34	409.11	53.53	327.50	
投资活动现金流量	-336.81	-1292.17	101.00	101.00	
筹资活动现金流量	100.25	717.51	115.65	105.65	
现金及现金等价物净增加额	-90.22	-165.56	270.18	534.16	
期末现金余额	263.55	101.46	371.64	905.80	
每股经营活动现金流(元)	0.64	1.20	0.16	0.96	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-19.44%	64.16%	22.24%	25.30%	
营业利润增长率	-20.87%	247.78%	29.28%	37.27%	
毛利率	39.00%	47.60%	47.76%	48.19%	
营业利润率	7.64%	16.19%	17.12%	18.76%	
净利率	6.01%	12.02%	12.71%	13.93%	
净资产收益率	3.35%	4.84%	5.88%	7.47%	
总资产收益率	0.90%	2.16%	2.69%	3.36%	
流动比率	67.46%	78.24%	222.42%	339.30%	
资产负债率	65.40%	49.64%	48.73%	50.00%	
所得税税率	20.31%	25.00%	25.00%	25.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

重庆港九(600279)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。