



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

观点聚焦
研究报告

2010 年 4 月 15 日

港口

研究部

杨鑫

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

任重

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209070097

renzhong@cicc.com.cn

基本面继续向好, 估值压力隐现

二季度港口板块投资策略

投资建议:

我们在 2010 年投资策略中建议超配港口板块。从一季度来看, 出口强劲复苏, 铁矿石需求依旧旺盛, 带动港口铁矿石吞吐量和集装箱吞吐量同比大幅上涨 27% 和 23%, 从而 A 股港口板块跑赢大盘 8.2 个百分点, H 股港口板块跑赢大盘 17.4 个百分点。从个股来看, A 股日照港一枝独秀, 大幅跑赢大盘 17.6 个百分点; H 股招商局国际、中远太平洋和大连港分别跑赢大盘 15.8 个、20.9 个和 23.8 个百分点, 整体表现突出, 与我们推荐顺序也一致。

回顾 1 季度港口上市公司经营及股价表现, 基本面好转明显以及相对估值具备优势公司股价上升幅度最高。展望 2 季度, 我们预计集装箱吞吐量仍将在出口回暖的带动下持续复苏, 铁矿石吞吐量也将维持高位, 从基本面上对上市公司股价形成支持。A 股方面, 我们继续首推日照港, 次选为深赤湾。H 股方面, 招商局国际仍然是我们的首选。

不过由于港口上市公司一季度已经大幅跑赢市场, 估值吸引力有所下降, 我们预计 2 季度股价继续上行动力将有所减弱, 建议将港口行业评级由一季度的“超配”降低为二季度的“标配”。

理由:

2 季度中国集装箱吞吐量有望环比增长 13.8%, 同比增长 20%, 较 1 季度 21.8% 的同比增速仅略有下降。美国经济已进入全面复苏, 欧洲经济亦进入上升通道, 中国 PMI 新出口订单指数重回 2008 年以来最高水平, 均预示中国集装箱吞吐量将在未来 1~3 月持续增长。我们预计 2 季度港口集装箱吞吐量有望达到 3550 万 TEU, 同比增长 20%, 有望缓解市场对于出口复苏持续性的担忧。长期来看, 由于沿海主要集装箱港口基本停止新建产能, 伴随着出口复苏, 集装箱港口的高运营杠杆将使得业绩增长高于吞吐量增速, 我们目前预计主要集装箱港口 2010-11 年每年都能够实现 20% 以上的业绩增长。展望 2010 年全年, 我们对中国集装箱吞吐量 10.5% 的增长预期仍低于中金公司宏观组对中国实际出口 15% 的增速预测; 如果全年出口增长可以达到 15%, 预计主要集装箱港口盈利仍有 10% 左右的上调空间。

2 季度中国金属矿石吞吐量有望环比增长 5.4%, 同比增长 20%, 较 1 季度 25% 的同比增速不会出现明显下滑。中金宏观组 4 月 7 日将中国 2010 年实际资本形成增长由 11.7% 上调至 13.7%, 投资增长超预期将从实质上支撑港口铁矿石吞吐量的增长, 而且二季度为粗钢产量的旺季, 也将对铁矿石吞吐量带来支撑。并且, 在主要散杂货种中, 铁矿石泊位的产能利用率最高, 大型铁矿石泊位的紧张状态将有利于专业化铁矿石港口充分释放现有产能。

港口行业估值较大盘溢价高于历史平均水平, 投资吸引力较年初有所下降:从行业估值来看, 目前 A 股港口行业 2010 年市盈率水平约为 24.3 倍, 较沪深 300 指数 16.0 倍市盈率溢价 52.1%, 高于 2005 年以来平均 40.2% 的溢价水平以及 2002 年以来平均 20.6% 的溢价水平; H 股港口行业 2010 年市盈率水平约为 16.9 倍, 较恒生国企指数 13.6 倍市盈率溢价 24.5%, 亦高于 2005 年以来平均 14.8% 的溢价水平以及 2002 年以来平均 4.9% 的溢价水平, 估值吸引力有所下降, 2 季度继续跑赢大盘可能性有所下降, 建议将港口行业评级由一季度的“超配”降低为二季度的“标配”。

港口上市公司 1 季度业绩预览:在我们所覆盖的 12 家港口上市公司中, 共有 9 家公司将公布一季度业绩, 业绩相当于我们全年预测的 23.0%~28.2%, 基本符合我们预期, 季报期带来业绩惊喜的可能性较小。然而, 根据彭博资讯提供的市场一致预期, 我们预计天津港股份 (600717.CH) 和锦州港 (600190.CH) 一季度业绩分别相当于市场预测的 15.6% 和 15.4%, 我们提醒投资者关注一季报公布可能带来的市场盈利下调风险。

估值:

日照港股价对应 2010 年和 2011 年 23.0x 和 19.3x 市盈率; 深赤湾 A 股对应 2010、11 年市盈率 19.5x 和 16.5x; 招商局国际股价对应 2010、11 年市盈率 22.4x 和 18.3x, 对应 2010、2011 年市净率 2.21x 和 2.22x。

风险:

中国固定资产投资低于预期, 外需恢复差于预期带来出口增长差于预期。

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

目录

一季度港口板块跑赢大盘.....	7
港口板块一季度表现：出口强劲复苏，铁矿石吞吐量同比增速仍然很高，港口股逆大盘而上.....	7
A股港口板块：铁矿石同比增速维持高位，成为关注焦点，集装箱港口 1 月份跑赢，之后跑平.....	7
H股港口板块一季度表现：行业复苏之风劲吹，市场偏好行业龙头+低估值.....	8
A股、H股港口上市公司一季度业绩预览.....	9
一季度业绩普遍出现同比、环比增长.....	9
港口上市公司一季度业绩基本符合我们预期，但天津港股份和锦州港业绩将低于市场预期.....	10
2010 年二季度策略：基本面继续好转，估值吸引力下降，建议标配港口板块.....	12
二季度中国出口有望继续回暖，带动集装箱吞吐量持续提升.....	12
2010 年投资增长可能超过预期，港口铁矿石吞吐量仍有上行机会.....	16
港口行业估值较大盘溢价高于历史平均水平，投资吸引力较年初有所下降，建议“标配”港口板块.....	18
A股建议配置日照港和深赤湾，H股首选招商局国际.....	19
专题：人民币升值对港口上市公司影响.....	21
1995 年以来人民币出现两次明显升值：2005 年 7 月，2006 年 9 月至 2008 年 9 月.....	21
人民币升值频率和幅度对港口上市公司股价影响并不明显，决定性因素仍然是外围需求.....	21
附录：港口公司历史估值和财务摘要.....	23

图表目录

图表 1：主要港口公司一季度业绩预测.....	4
图表 2：港口上市公司估值表.....	5
图表 3：A股交通基础设施估值表.....	6
图表 4：H股交通基础设施估值表.....	6
图表 5：A股港口板块股价表现.....	8
图表 6：H股港口板块股价表现.....	8
图表 7：中金公司港口覆盖公司 1Q2010 业绩预览.....	9
图表 8：中金公司业绩预测和市场预期的差异.....	11
图表 9：耐用品订单 1, 2 月继续上升，3 月份 ISM 制造业库存指数大幅上扬.....	12
图表 10：3 月 ISM 非制造业指数：扩张行业显著上升；Q1 指数大幅上升，其中新订单指数增幅最强.....	12
图表 11：就业市场逐步改善正提升美国居民的消费意愿.....	13
图表 12：欧元区 PMI 指数.....	13
图表 13：制造业 PMI 指数与就业指数.....	13
图表 14：PMI 新出口订单指数回升到金融.....	14
图表 15：中国集装箱吞吐量季度分布.....	15
图表 16：中国集装箱港口供需分析.....	16
图表 17：金属矿石泊位产能利用率分析.....	17
图表 18：煤炭泊位产能利用率分析.....	17
图表 19：油品泊位产能利用率分析.....	17
图表 20：中国金属矿石吞吐量季度分布.....	18
图表 21：A股港口行业市盈率较大盘溢价水平.....	19
图表 22：H股港口行业市盈率较大盘溢价水平.....	19
图表 23：历史人民币兑美元汇率.....	21
图表 24：人民币升值对招商局国际股价影响.....	22
图表 25：人民币升值对盐田港/深赤湾股价影响.....	22
图表 26：日照港 PE/PB Band.....	23
图表 27：天津港 PE/PB Band.....	23
图表 28：深赤湾 PE/PB Band.....	23
图表 29：上港集团 PE/PB Band.....	24
图表 30：盐田港 PE/PB Band.....	24
图表 31：锦州港 PE/PB Band.....	24
图表 32：营口港 PE/PB Band.....	25
图表 33：招商局国际 PE/PB Band.....	25

图表 34: 中远太平洋PE/PB Band	25
图表 35: 厦门国际港务PE/PB Band	26
图表 36: 大连港PE/PB Band	26
图表 37: 天津港发展PE/PB Band	26
图表 38: 日照港财务摘要.....	27
图表 39: 深赤湾财务摘要.....	28
图表 40: 上港集团财务摘要	29
图表 41: 天津港财务摘要.....	30
图表 42: 盐田港财务摘要.....	31
图表 43: 营口港财务摘要.....	32
图表 44: 锦州港财务摘要.....	33
图表 45: 招商局国际财务摘要	34
图表 46: 中远太平洋财务摘要	35
图表 47: 厦门国际港务财务摘要.....	36
图表 48: 大连港财务摘要.....	37
图表 49: 天津港发展财务摘要	38

图表 1：主要港口公司一季度业绩预测

A 股	评级	1季报业绩情况	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	QoQ	YoY	2010盈利 占比 (CICC)	2010盈利 占比 (市场预测)	2009	2010E	YoY
日照港														
净利润 (百万元)	推荐	低于我们和市场预期	55	103	94	96	104	9%	90%	20.4%	18.2%	348	510	47%
摊薄每股收益 (元)			0.04	0.07	0.06	0.06	0.07	9%	90%			0.23	0.34	47%
天津港														
净利润 (百万元)	审慎推荐	符合我们预期，低于市场预期	115	230	145	153	169	10%	47%	23.2%	15.6%	644	729	13%
摊薄每股收益 (元)			0.07	0.14	0.09	0.09	0.10	10%	47%			0.38	0.44	13%
深赤湾														
净利润 (百万元)	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	93	106	123	96	127	33%	36%	24.6%	23.5%	419	516	23%
摊薄每股收益 (元)			0.145	0.165	0.190	0.150	0.197	32%	36%			0.65	0.80	23%
上港集团														
净利润 (百万元)	审慎推荐	基本符合我们预期，略低于市场预期	734	977	1,017	1,032	977	-5%	33%	23.0%	21.3%	3,760	4,254	13%
摊薄每股收益 (元)			0.035	0.047	0.048	0.049	0.047	-5%	33%			0.18	0.20	13%
盐田港														
净利润 (百万元)	中性	基本符合我们和市场预期	99	116	126	120	128	7%	29%	25.9%	26.9%	461	492	7%
摊薄每股收益 (元)			0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	7%	29%			0.37	0.40	7%
锦州港														
净利润 (百万元)	中性	基本符合我们预期，低于市场预期	22	54	57	29	55	89%	148%	26.3%	15.4%	163	211	30%
摊薄每股收益 (元)			0.01	0.03	0.04	0.02	0.04	89%	148%			0.10	0.14	30%
营口港														
净利润 (百万元)	中性	基本符合我们预期，略低于市场预期	69	32	48	44	62	41%	-10%	28.2%	20.5%	195	218	12%
摊薄每股收益 (元)			0.06	0.03	0.04	0.04	0.06	41%	-10%			0.18	0.20	12%
H 股														
中远太平洋														
净利润 (美元百万元)	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	43	56	46	28	125	347%	188%	49.4%	17.3%	173	253	47%
经常性净利润 (美元百万元)			43	52	43	28	42	51%	-2%	23.0%	n.a.	166	184	11%
摊薄每股收益 (美元)			0.02	0.02	0.02	0.01	0.02	51%	-2%			0.08	0.11	47%
大连港														
净利润 (人民币百万元)	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	99	174	143	194	156	-20%	58%	25.3%	23.7%	609	616	1%
经常性净利润 (美元百万元)			99	174	143	122	156	27%	58%					
摊薄每股收益 (人民币元)			0.03	0.06	0.05	0.07	0.05	-20%	58%			0.21	0.21	1%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 2：港口上市公司估值表

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)																							
			2010-4-14	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			08-11
国际港口公司																										
Forth Ports PLC	FPT.LN	GBp	14.05	1,033	n.a.	26.8	25.3	22.5	3.0	2.8	2.7	2.5	n.a.	10.4	10.3	12.7	2.0	2.0	2.1	2.1	15.4	15.1	14.6	13.6	n.a.	n.a.
Stobart Group LTD.	STOB.LN	GBp	1.57	632	n.a.	18.9	16.7	14.5	1.4	1.3	1.3	1.2	n.a.	5.6	6.2	6.8	3.8	3.8	3.9	4.3	12.6	10.5	9.3	8.5	n.a.	n.a.
Port of TAURANGA	POT.NZ	NZD	6.97	728	20.7	20.1	18.7	17.1	1.5	1.4	1.4	1.4	7.0	7.2	7.7	8.2	n.a.	4.0	4.3	4.6	14.3	13.0	12.2	11.4	6%	3.2
Lyttelton Port	LPC.NZ	NZD	2.45	195	25.0	22.9	20.4	17.8	1.9	1.9	1.8	1.7	7.8	8.1	8.9	9.4	n.a.	2.2	2.6	3.0	n.a.	9.9	9.4	8.9	12%	2.1
ICT SI	ICT.PM	PMP	0.60	484	17.7	22.3	20.1	16.7	2.7	2.5	2.2	2.1	16.1	11.4	12.2	12.4	1.3	1.3	1.3	1.7	8.2	8.7	7.8	7.0	2%	9.1
平均值					21.1	22.2	20.2	17.7	2.1	2.0	1.9	1.8	10.3	8.5	9.1	9.9	2.4	2.7	2.8	3.1	12.6	11.5	10.6	9.9	6%	3.5
中值					20.7	22.3	20.1	17.1	1.9	1.9	1.8	1.7	7.8	8.1	8.9	9.4	2.0	2.2	2.6	3.0	13.5	10.5	9.4	8.9	6%	3.2
香港上市港口公司																										
中远太平洋*	1199.HK	HKD	12.42	3,620	13.1	20.9	14.2	16.8	1.4	1.3	1.2	1.2	10.4	6.5	8.9	7.2	3.1	1.9	2.8	2.4	10.4	13.9	10.4	11.2	-8%	n.m.
招商局国际*	144.HK	HKD	28.95	9,073	19.0	21.8	22.4	18.3	2.3	2.2	2.2	2.2	12.2	10.1	9.9	12.1	2.3	2.0	1.9	2.3	14.9	17.6	15.2	13.0	1%	15.9
大连港* (发行A股前)	2880.HK	HKD	3.67	1,383	12.1	15.5	14.9	13.4	1.6	1.5	1.4	1.3	12.3	9.1	9.3	9.4	2.8	7.7	2.3	2.5	8.2	11.4	10.5	9.2	-3%	n.m.
大连港* (发行A股后)	2880.HK	HKD	3.67	1,383	18.5	21.2	18.2	14.1	1.3	1.2	1.2	1.1	6.8	5.8	6.5	7.7	n.a.	n.a.	2.2	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9%	2.0
厦门国际港务*	3378.HK	HKD	1.49	523	9.5	16.9	14.2	11.7	1.0	0.9	0.9	0.8	10.1	5.5	6.1	6.8	4.2	2.4	2.8	3.4	6.1	7.3	6.0	4.8	-7%	n.m.
天津港发展* (AH整合前)	3382.HK	HKD	2.36	1,872	32.2	n.a.	53.3	37.4	1.2	1.2	1.2	1.1	3.6	(1.3)	2.2	3.1	1.3	0.0	0.8	1.1	14.2	40.2	18.3	14.8	-5%	n.m.
天津港发展* (AH整合后)	3382.HK	HKD	2.36	1,872	19.6	47.8	29.1	24.3	1.2	1.2	1.2	1.2	5.9	2.5	4.0	4.8	0.0	1.5	1.8	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	HKD	12.97	1,364	11.2	17.5	13.9	11.3	2.6	2.6	2.3	2.0	23.3	14.8	16.3	17.4	4.5	2.8	3.6	4.4	6.9	9.3	8.3	6.7	0%	n.m.
平均值					15.9	25.7	19.6	17.0	1.4	1.4	1.3	1.3	9.1	6.1	7.1	7.7	2.4	1.9	2.3	2.6	10.5	13.0	10.5	9.7	-2%	n.m.
中值					18.5	21.2	18.2	16.8	1.3	1.2	1.2	1.2	10.1	5.8	6.5	7.2	2.7	1.9	2.2	2.4	10.4	13.9	10.4	11.2	3%	5.7
国内集装箱港口公司																										
上港*	600018.CH	CNY	5.56	17,099	25.3	31.0	27.4	24.7	3.9	3.6	3.4	3.2	15.5	11.7	12.5	13.0	1.8	1.7	1.9	2.1	13.2	15.8	14.1	12.9	1%	34.5
盐田港*	000088.CH	CNY	8.73	1,592	19.0	23.6	22.1	19.2	2.8	2.5	2.3	2.2	15.3	11.2	10.9	11.7	2.7	2.1	2.3	2.6	20.7	15.0	13.9	12.0	0%	n.m.
深赤湾A*	000022.CH	CNY	15.62	1,365	15.7	24.0	19.5	16.5	3.7	3.5	3.2	3.2	23.3	14.7	16.3	17.4	3.2	2.1	2.6	3.0	9.2	12.1	10.8	9.1	-2%	n.m.
平均值					20.0	26.2	23.0	20.1	3.5	3.2	3.0	2.9	18.0	12.5	13.2	14.0	2.6	2.0	2.2	2.6	14.4	14.3	12.9	11.3	0%	n.m.
中值					19.0	24.0	22.1	19.2	3.7	3.5	3.2	3.2	15.5	11.7	12.5	13.0	2.7	2.1	2.3	2.6	13.2	15.0	13.9	12.0	0%	n.m.
国内散杂货港口公司																										
天津港*	600717.CH	CNY	11.99	2,942	21.3	31.2	27.6	25.2	2.2	2.1	2.0	1.9	10.5	6.6	7.1	7.3	0.0	0.8	0.9	1.0	12.1	14.0	12.7	11.4	-5%	n.m.
日照港*	600017.CH	CNY	7.71	1,706	44.5	33.5	23.0	19.3	3.9	2.6	2.4	2.1	8.7	7.8	10.3	11.1	0.6	0.0	1.3	1.5	16.0	14.4	10.7	10.5	32%	1.4
营口港*	600317.CH	CNY	8.86	1,425	32.4	49.9	44.5	34.0	3.1	2.9	2.7	2.5	9.6	5.9	6.2	7.5	0.0	1.1	0.0	0.0	8.4	17.0	15.2	13.5	-2%	n.m.
锦州港*	600190.CH	CNY	6.40	1,368	60.9	61.3	47.3	49.7	6.4	2.8	2.7	2.6	10.4	4.6	5.6	5.2	0.6	0.4	0.5	0.5	18.8	24.4	24.5	22.4	7%	8.7
厦门港务	000905.CH	CNY	9.56	744	43.5	50.3	39.8	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
连云港	601008.CH	CNY	7.93	625	39.5	42.4	32.6	32.4	2.5	2.6	2.4	2.4	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%	5.8
平均值					68.8	49.5	40.2	31.2	3.7	2.6	2.4	2.3	7.4	6.2	7.2	7.7	0.4	0.6	0.7	0.7	13.8	17.4	15.8	14.4	30%	2.3
中值					44.0	49.9	39.8	29.4	3.5	2.6	2.4	2.4	8.3	6.2	6.9	7.3	0.4	0.6	0.7	0.8	14.0	15.7	13.9	12.4	14%	3.1
国内港口公司平均值																										
					55.5	42.5	35.1	27.5	3.6	2.8	2.6	2.5	10.3	8.6	9.5	10.1	1.0	1.2	1.4	1.5	14.0	16.1	14.6	13.1	26%	2.1
国内港口公司中值					39.5	38.0	30.1	25.2	3.7	2.7	2.6	2.4	9.6	7.2	8.7	9.3	0.6	1.1	1.3	1.5	13.2	15.0	13.9	12.0	16%	2.4

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 3: A 股交通基础设施估值表

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 08-11	PEG
				2010-4-14					08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E						
A股港口上市公司																														
上海*	600018.CH	5.56	17,099	25.3	31.0	27.4	24.7	3.9	3.6	3.4	3.2	15.5	11.7	12.5	13.0	1.8	1.7	1.9	2.1	13.2	15.8	14.1	12.9	1%	34.5					
天津港*	600717.CH	11.99	2,942	21.3	31.2	27.6	25.2	2.2	2.1	2.0	1.9	10.5	6.6	7.1	7.3	0.0	0.8	0.9	1.0	12.1	14.0	12.7	11.4	-5%	n.m.					
盐田港*	000088.CH	8.73	1,592	19.0	23.6	22.1	19.2	2.8	2.5	2.3	2.2	15.3	11.2	10.9	11.7	2.7	2.1	2.3	2.6	20.7	15.0	13.9	12.0	0%	n.m.					
深赤湾*	000022.CH	15.62	1,365	15.7	24.0	19.5	16.5	3.7	3.5	3.2	2.9	23.3	14.7	16.3	17.4	3.2	2.1	2.6	3.0	9.2	12.1	10.8	9.1	-2%	n.m.					
日照港*	600017.CH	7.71	1,706	44.5	33.5	23.0	19.3	3.9	2.6	2.4	2.1	8.7	7.8	10.3	11.1	0.6	0.0	1.3	1.5	16.0	14.4	10.7	10.5	32%	1.4					
营口港*	600317.CH	8.86	1,425	32.4	49.9	44.5	34.0	3.1	2.9	2.7	2.5	9.6	5.9	6.2	7.5	0.0	1.1	0.0	0.0	8.4	17.0	15.2	13.5	-2%	n.m.					
锦州港*	600190.CH	6.40	1,368	60.9	61.3	47.3	49.7	6.4	2.8	2.7	2.6	10.4	4.6	5.6	5.2	0.6	0.4	0.5	0.5	18.8	24.4	24.5	22.4	7%	8.7					
A股港口平均				31.3	36.4	30.2	26.9	3.7	2.9	2.7	2.5	13.3	8.9	9.8	10.5	1.3	1.2	1.4	1.5	14.0	16.1	14.6	13.1	5%	6.1					
A股机场上市公司																														
上海机场*	600009.CH	19.27	5,440	43.2	58.3	33.1	27.6	3.0	2.9	2.7	2.4	7.0	4.9	8.1	8.9	0.3	0.2	0.3	0.4	20.9	20.4	15.9	13.9	16%	2.7					
深圳机场*	000089.CH	7.58	1,877	53.4	24.3	20.9	19.6	2.8	2.5	2.3	2.1	5.2	10.5	11.1	10.8	0.3	0.7	0.9	0.9	22.9	14.1	11.2	9.7	40%	1.3					
白云机场*	600004.CH	12.25	2,064	29.0	28.0	23.4	22.1	2.4	2.3	2.1	2.0	8.3	8.1	9.1	9.0	1.4	1.1	1.3	1.4	12.1	11.6	9.9	8.8	9%	3.1					
厦门空港*	600897.CH	21.16	923	32.4	23.1	22.6	21.4	5.7	5.0	4.6	4.3	17.5	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0	19.9	13.6	13.1	12.3	15%	2.2					
A股机场平均				39.5	33.4	25.0	22.7	3.5	3.2	2.9	2.7	9.5	11.4	12.2	12.1	0.5	0.5	0.6	0.7	18.9	14.9	12.5	11.2	20%	1.9					
A股高速公路上市公司																														
宁沪高速*	600377.CH	8.00	5,683	25.9	20.0	17.7	15.2	2.5	2.4	2.3	2.2	9.8	12.0	13.2	14.6	3.4	3.9	4.4	5.1	13.2	11.9	9.9	8.7	20%	1.3					
皖通高速*	600012.CH	7.29	1,594	17.4	18.0	17.8	17.2	2.4	2.3	2.1	2.0	13.9	12.7	12.0	11.7	3.2	2.7	2.7	2.8	10.3	10.3	9.5	9.1	0%	41.8					
深高速*	600548.CH	6.33	1,714	27.4	25.6	24.1	23.4	2.0	1.7	1.6	1.6	7.2	6.6	6.8	6.7	1.9	1.9	2.1	2.1	20.0	17.3	15.7	14.7	5%	5.1					
福建高速	600033.CH	7.67	2,056	14.5	16.1	18.0	17.9	2.7	2.4	2.1	1.9	19.4	17.1	14.3	13.3	2.0	1.8	1.4	2.5	n.a.	11.4	12.9	10.8	-7%	n.m.					
赣粤高速	600269.CH	8.03	2,747	17.1	16.7	15.7	14.4	2.3	2.3	2.1	1.8	16.3	14.2	13.8	13.7	1.4	1.5	1.6	2.0	n.a.	10.2	9.4	8.7	6%	2.9					
粤高速*	000429.CH	5.95	972	18.8	20.7	23.1	26.1	2.2	1.9	1.8	1.8	11.6	9.4	8.0	6.7	1.7	1.5	1.4	1.2	12.2	13.7	14.5	12.2	-10%	n.m.					
A股高速公路平均				20.2	19.5	19.4	19.0	2.3	2.2	2.0	1.9	13.0	12.0	11.3	11.1	2.2	2.2	2.3	2.6	13.9	12.5	12.0	10.7	2%	10.2					
A股铁路上市公司																														
铁龙物流*	600125.CH	13.97	2,055	47.5	38.1	33.5	30.7	5.7	5.1	4.5	4.0	12.0	13.4	13.4	13.0	0.4	0.4	0.4	0.4	33.2	27.4	23.2	0.2	16%	3.0					
广深铁路*	601333.CH	4.44	4,256	26.0	23.4	23.0	21.0	1.4	1.4	1.3	1.2	5.4	5.8	5.7	5.9	1.8	2.0	2.0	2.2	12.7	11.7	11.2	0.1	7%	3.6					
大秦铁路* (资产收购前)	601006.CH	9.86	18,746	19.2	20.5	16.4	15.0	3.2	3.0	2.8	2.6	16.6	14.5	16.9	17.1	3.0	2.8	3.5	3.9	12.9	12.1	9.7	0.1	8%	2.3					
大秦铁路* (资产收购后)	601006.CH	9.86	18,746	n.a.	17.1	13.9	12.2	n.a.	2.2	2.0	n.a.	n.a.	12.6	14.4	0.0	n.a.	3.5	4.3	0.0	23.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.					
A股铁路平均				30.9	27.3	24.3	22.3	3.4	3.1	2.9	2.6	11.3	11.2	12.0	12.0	1.8	1.8	2.0	2.2	19.6	17.0	14.7	0.1	12%	2.7					
A股基础设施上市公司平均值				27.9	27.7	23.9	21.6	3.0	2.8	2.6	2.4	12.3	11.0	11.4	11.5	1.5	1.5	1.6	1.9	15.9	14.4	12.8	9.4	9%	3.1					
A股基础设施上市公司中值				25.9	24.0	23.0	21.0	2.8	2.5	2.3	2.1	11.6	11.2	11.1	11.7	1.7	1.5	1.4	2.0	13.2	13.7	12.7	10.5	7%	3.6					
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 4: H 股交通基础设施估值表

公司名称	股票代码	股价 (HKD)	市值 (US\$ mn)	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	
				2010-4-14				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			
H股港口上市公司																										
中远太平洋*	1199.HK	12.42	3,620	13.1	20.9	14.2	16.8	1.4	1.3	1.2	1.2	10.4	6.5	8.9	7.2	3.1	1.9	2.8	2.4	10.4	13.9	10.4	11.2	-8%	n.m.	
招商局国际*	144.HK	28.95	9,073	19.0	21.8	22.4	18.3	2.3	2.2	2.2	2.2	12.2	10.1	9.9	12.1	2.3	2.0	1.9	2.3	14.9	17.6	15.2	13.0	1%	15.9	
大连港* (发行A股前)	2880.HK	3.67	1,383	12.1	15.5	14.9	13.4	1.6	1.5	1.4	1.3	12.3	9.1	9.3	9.4	2.8	7.7	2.3	2.5	8.2	11.4	10.5	9.2	-3%	n.m.	
大连港* (发行A股后)	2880.HK	3.67	1,383	18.5	21.2	18.2	14.1	1.3	1.2	1.2	1.1	6.8	5.8	6.5	7.7	n.a.	n.a.	2.2	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9%	2.0	
厦门港*	3378.HK	1.49	523	9.5	16.9	14.2	11.7	1.0	0.9	0.9	0.8	10.1	5.5	6.1	6.8	4.2	2.4	2.8	3.4	6.1	7.3	6.0	4.8	-7%	n.m.	
天津港发展* (A/H整合前)	3382.HK	2.36	1,872	32.2	n.a.	53.3	37.4	1.2	1.2	1.2	1.1	3.6	-1.3	2.2	3.1	1.3	0.0	0.8	1.1	14.2	40.2	18.3	14.8	-5%	n.m.	
天津港发展* (A/H整合后)	3382.HK	2.36	1,872	19.6	47.8	29.1	24.3	1.2	1.2	1.2	1.2	5.9	2.5	4.0	4.8	0.0	1.5	1.8	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7%	n.m.	
深赤湾B*	200022.CH	12.97	1,364	11.2	17.5	13.9	11.3	2.6	2.6	2.3	2.0	23.3	14.8	16.3	17.4	4.5	2.8	3.6	4.4	6.9	9.3	8.3	6.7	0%	n.m.	
H股港口平均				15.9	25.7	19.6	17.0	1.4	1.4	1.3	1.3	9.1	6.1	7.1	7.7	2.4	1.9	2.3	2.6	10.5	13.0	10.5	9.7	-2%	n.m.	
H股机场上市公司																										
北京首都机场*	694.HK	4.68	2,611	208.9	48.0	25.5	18.0	1.4	1.4	1.4	1.2	0.7	3.0	5.3	6.9	0.0	1.0	1.9	2.6	34.8	13.5	12.8	9.1	126%	1.7	
海南美兰机场	357.HK	10.12	617	25.9	25.2	22.2	20.4	2.5	2.4	2.3	2.1	10.5	9.9	10.5	10.6	1.5	1.4	1.7	1.8	16.8	14.1	12.6	11.7	8%	3.1	
H股机场平均				117.4	36.6	23.8	19.2	2.0	1.9	1.8	1.7	5.6	6.4	7.9	8.8	0.7	1.2	1.8	2.2	25.8	13.8	12.7	10.4	83%	1.4	
H股高速公路上市公司																										
浙江沪杭甬*	576.HK	7.03	3,933	14.2	15.0	13.7	12.0	2.0	1.9	1.7	1.6	13.8	12.7	12.7	13.1	5.0	4.0	4.4	5.0	7.1	6.7	5.8	4.8	6%	2.5	
江苏宁沪高速公路*	177.HK	7.69	5,681	21.4	16.6	14.1	12.1	2.3	2.2	2.0	1.9	10.9	13.3	14.4	15.4	4.0	4.6	5.4	6.3	11.2	10.1	8.3	7.2	21%	1.0	
深圳高速公路股份*	548.HK	4.00	1,714	15.2	14.2	13.0	12.2	1.0	1.0	0.9	0.8	7.2	6.6	6.6	6.7	3.4	4.4	5.5	5.9	14.5	13.0	11.9	10.9	8%	2.0	
安徽皖通高速公路*	995.HK	5.50	1,594	11.9	12.0	11.6	10.8	1.6	1.5	1.4	1.2	13.1	12.6	12.0	11.6	4.8	4.1	4.3	4.6	7.0	7.0	6.5	6.1	3%	3.4	
越秀高速*	1052.HK	4.53	976	12.5	17.5	11.3	10.1	0.9	0.9	0.8	0.8	7.2	5.0	7.3	7.9	3.5	3.5	5.3	5.9	6.9	9.2	5.9	4.9	7%	1.7	
合和公路基建	737.HK	5.24	1,999	14.7	15.2	14.4	15.1	1.9	1.9	1.9	1.9	10.7	12.1	12.7	12.5	6.7	6.5	6.9	6.5	10.6	10.5	9.5	9.2	-1%	n.m.	
四川成渝	107.HK	4.40	3,466	20.7	14.9	13.3	12.4	2.0	1.8	1.9	1.8	9.8	11.8	13.3	16.5	0.0	3.9	2.5	2.9	19.6	17.5	14.3	12.2	19%	1.1	
粤高速B*	200429.CH	4.01	972	11.1	12.3	13.3	14.5	1.3	1.2	1.1	1.0	11.6	9.4	8.0	6.7	2.8	2.6	2.4	2.2	8.2	7.4	10.3	9.3	-8%	n.m.	
H股高速公路平均				15.8	15.1	13.1	12.1	1.7	1.6	1.5	1.4	10.4	10.6	11.3	12.0	3.9	4.5	4.9	5.3	11.0	10.6	8.9	7.9	9%	1.7	
H股铁路上市公司																										
广深铁路	525.HK	3.14	4,254	15.7	14.4	14.6	13.3	0.9	0.9	0.9	0.8	5.6	6.0	5.9	6.3	3.0	3.2	3.2	3.5	6.9	6.5	6.4	5.8	6%	2.8	
H股基础设施上市公司平均值				17.1	17.2	17.7	15.3	1.6	1.5	1.5	1.4	9.6	8.4	9.2	9.8	3.3	3.6	3.5	3.8	11.0	13.2	10.1	9.0	4%	4.7	
H股基础设施上市公司中值				15.2	16.6	14.2	13.3	1.6	1.5	1.4	1.2	10.4	9.1	9.3	9.4	3.2	3.7	2.8	3.4	10.5	11.0	9.9	9.1	5%	3.3	
*数据为全预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯																										

一季度港口板块跑赢大盘

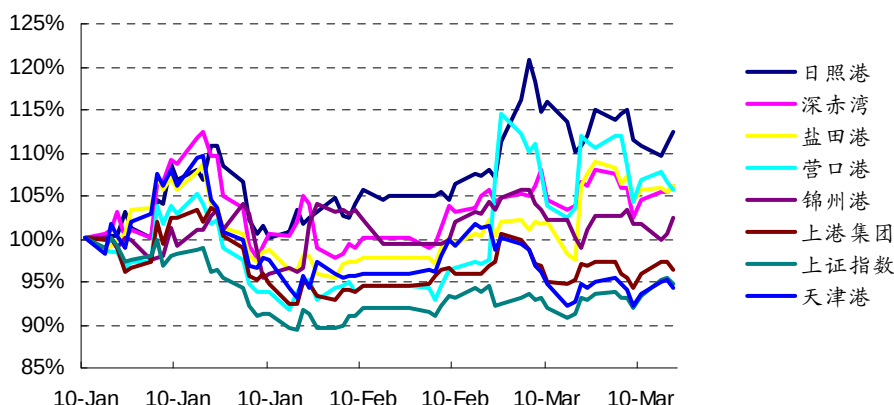
港口板块一季度表现：出口强劲复苏，铁矿石吞吐量同比增速仍然很高，港口股逆大盘而上

我们 2010 年投资策略建议超配港口板块，认为出口复苏将带动集装箱港口上市公司 1 季度超越市场的表现，而铁矿石港口将受益于旺盛的需求和紧张的产能利用率取得超额受益；其中 A 股首推日照港，次选为深赤湾和上港集团，H 股首推招商局国际，次选为中远太平洋和厦门国际港务。从 2010 年第一季度来看，出口如期复苏，集装箱吞吐量 1-3 月同比增速分别达到 26%，36% 和 11%，一季度同比增速达到 23%；铁矿石需求依旧旺盛，一季度吞吐量同比增速仍然达到 27%，从而带动中金公司 A 股港口指数整体上涨 3.0%，跑赢大盘 8.2 个百分点；中金公司 H 股港口指数整体上涨 14.9%，跑赢大盘 17.4 个百分点。从个股来看，A 股日照港一枝独秀，大幅跑赢大盘 17.6 个百分点；H 股招商局国际、中远太平洋和大连港分别跑赢大盘 15.8 个、20.9 个和 23.8 个百分点，整体表现突出：

A 股港口板块：铁矿石同比增速维持高位，成为关注焦点，集装箱港口 1 月份跑赢，之后跑平

- ▶ 日照港：1 季度日照港跑赢大盘 17.6 个百分点，主要由于一季度其铁矿石吞吐量同比、环比增速分别达到了 34.6% 和 48.3%，好于市场预期；同时，日照港较低的估值水平和良好的长期增长前景在一季度逐步为市场所认可，吸引了来自长期投资者的买盘；
- ▶ 营口港：1 季度营口港跑赢大盘 10.8 个百分点，主要由于营口港区铁矿石吞吐量增长好于市场预期。但由于公司估值较高，长期增长潜力也弱于日照港，因此上升幅度相对较小；
- ▶ 深赤湾：1 季度跑赢大盘 11.4 个百分点，主要由于公司集装箱吞吐量在 1 季度大幅攀升，而且公司估值在 A 股处于低端。由于深圳港区集装箱吞吐量复苏最早，深赤湾 1 月份大幅跑赢大盘 12 个百分点，在所有港口上市公司中表现最好；但由于 A 股投资者对中国出口复苏的持续性和强度仍存在疑虑，并且公司未来外延式增长空间较为有限，深赤湾股价自 2 月份以来基本与市场跑平；
- ▶ 盐田港：1 季度跑赢大盘 11.2 个百分点，其中 1 月份大幅跑赢大盘 9 个百分点，在所有港口上市公司中表现仅次于深赤湾和日照港；同样，受 A 股投资者对中国出口复苏的持续性和强度仍存在疑虑所累，盐田港股价自 2 月份以来基本与市场跑平；
- ▶ 上港集团：1 季度跑赢大盘 1.5 个百分点，幅度小于深赤湾和盐田港，主要由于其估值在 A 股集装箱港口上市公司中最高，并且上海港区 1 季度集装箱吞吐量反弹幅度弱于深圳港区；
- ▶ 天津港：公司 2009 年业绩低于市场预期，并且 2010 年前两个月铁矿石吞吐量出现了 12% 的同比下滑，业绩亮点不足，1 季度与大盘基本跑平；
- ▶ 锦州港：锦州港一季度吞吐量表现较好，在去年低基数的影响下，一季度煤炭、油品和集装箱吞吐量均有望录得超越 50% 的增长；但由于受大连港集团整合预期影响在 A 股港口上市公司中估值最高，1 季度跑赢大盘 7.6 个百分点，在 A 股港口上市公司中处于中游水平。

图表 5: A 股港口板块股价表现

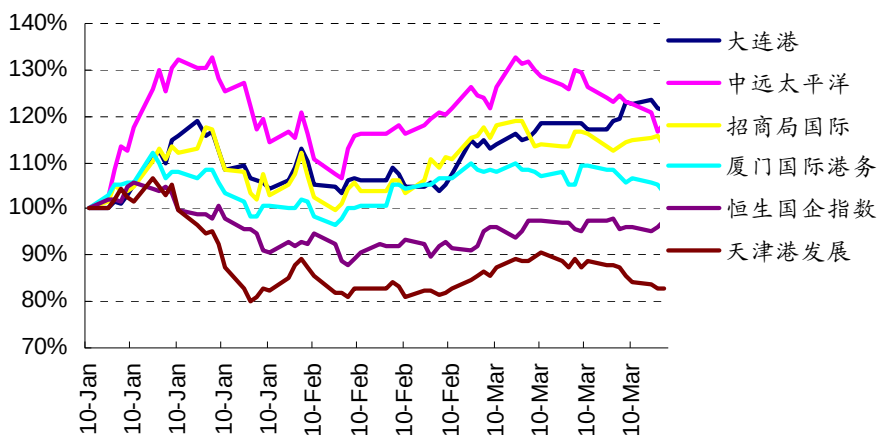


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

H 股港口板块一季度表现：行业复苏之风劲吹，市场偏好行业龙头+低估值

- 招商局国际：1 季度跑赢大盘 15.8 个百分点，主要由于公司作为 H 股港口龙头，资产质量最好并且流动性较好，管理层能力值得信赖，尽管估值较行业平均有所溢价，但仍是 H 股投资者投资中国出口复苏的最好标的；
- 中远太平洋：1 季度大幅跑赢大盘 20.9 个百分点，主要由于公司作为 H 股除招商局国际以外最大的上市公司，流动性较好并且年初时估值较行业平均有较大的折扣；但由于 2009 年业绩低于市场预期，3 月下旬开始跑输大盘；
- 大连港：1 季度跑赢大盘 23.8 个百分点，主要由于 1 季度大连港区油品业务和集装箱业务均出现恢复性增长，并且估值较行业平均有一定的折扣，以及公司 2009 年分红派息率达到 8.8%，大大高于市场预期所致；
- 厦门国际港务：1 季度跑赢大盘 6.1 个百分点，幅度相对较小，主要由于公司流动性在 H 股港口上市公司中最差，尽管估值最低并且盈利对集装箱吞吐量弹性最高，却无法得到市场主流资金的重视；
- 天津港发展：1 季度跑输大盘 14.6 个百分点，主要由于 2009 年业绩出现亏损，盈利不及市场预期，并且估值受整合天津港 A 股影响已经较行业平均有较大的溢价，上升动力不足。

图表 6: H 股港口板块股价表现



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

A 股、H 股港口上市公司一季度业绩预览

在我们所覆盖的 12 家港口上市公司中，共有 9 家公司将公布一季度业绩，业绩相当于我们全年预测的 23.0%~28.2%，基本符合我们预期。然而，根据彭博资讯提供的市场一致预期，我们预测的天津港股份（600717.CH）和锦州港（600190.CH）一季度业绩分别相当于市场预测的 15.6%和 15.4%，因此我们提醒投资者关注一季报公布可能带来的市场盈利下调风险。

图表 7：中金公司港口覆盖公司 1Q2010 业绩预览

A 股	评级	1季报业绩情况	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	QoQ	YoY	2010盈利占比 (CICC)	2010盈利占比 (市场预期)	2009	2010E	YoY
日照港	推荐	低于我们和市场预期	55	103	94	96	104	9%	90%	20.4%	18.2%	348	510	47%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.04	0.07	0.06	0.06	0.07	9%	90%			0.23	0.34	47%
天津港	审慎推荐	符合我们预期，低于市场预期	115	230	145	153	169	10%	47%	23.2%	15.6%	644	729	13%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.07	0.14	0.09	0.09	0.10	10%	47%			0.38	0.44	13%
深赤湾	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	93	106	123	96	127	33%	36%	24.6%	23.5%	419	516	23%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.145	0.165	0.190	0.150	0.197	32%	36%			0.65	0.80	23%
上港集团	审慎推荐	基本符合我们预期，略低于市场预期	734	977	1,017	1,032	977	-5%	33%	23.0%	21.3%	3,760	4,254	13%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.035	0.047	0.048	0.049	0.047	-5%	33%			0.18	0.20	13%
盐田港	中性	基本符合我们和市场预期	99	116	126	120	128	7%	29%	25.9%	26.9%	461	492	7%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	7%	29%			0.37	0.40	7%
锦州港	中性	基本符合我们预期，低于市场预期	22	54	57	29	55	89%	148%	26.3%	15.4%	163	211	30%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.01	0.03	0.04	0.02	0.04	89%	148%			0.10	0.14	30%
营口港	中性	基本符合我们预期，略低于市场预期	69	32	48	44	62	41%	-10%	28.2%	20.5%	195	218	12%
净利润 (百万元)														
摊薄每股收益 (元)			0.06	0.03	0.04	0.04	0.06	41%	-10%			0.18	0.20	12%
H 股	评级	1季报业绩情况	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	QoQ	YoY	2010盈利占比 (CICC)	2010盈利占比 (市场预期)	2009	2010E	YoY
中远太平洋	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	43	56	46	28	125	347%	188%	49.4%	17.3%	173	253	47%
净利润 (美元百万元)														
经常性净利润 (美元百万元)			43	52	43	28	42	51%	-2%	23.0%	n.a.	166	184	11%
摊薄每股收益 (美元)			0.02	0.02	0.02	0.01	0.02	51%	-2%			0.08	0.11	47%
大连港	审慎推荐	基本符合我们和市场预期	99	174	143	194	156	-20%	58%	25.3%	23.7%	609	616	1%
净利润 (人民币百万元)														
经常性净利润 (美元百万元)			99	174	143	122	156	27%	58%	26.1%	n.a.	505	596	18%
摊薄每股收益 (人民币元)			0.03	0.06	0.05	0.07	0.05	-20%	58%			0.21	0.21	1%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

一季度业绩普遍出现同比、环比增长

集装箱港口中，深赤湾和中远太平洋同比、环比增长最为明显：在我们所覆盖的集装箱港口上市公司中，除了预计上港集团将出现环比下滑以外，其余公司盈利均将有望实现 7%~347%的环比增长和 29%~188%的同比回升，其中：

- ▶ 深赤湾在吞吐量快速复苏的带动下，1 季度盈利有望同比增长 36%，环比增长 33%，在主要集装箱港口中表现最好；
- ▶ 中远太平洋已于 2010 年一季度计入处置中远物流以及大连集装箱码头权益带来的 9030 万美元一次性收益，使得一季度业绩环比和同比增速达到了 347%和 188%；不考虑一次性因素影响，由于去年四季度计入了部分比埃雷夫港和厦门远海集装箱码头的开办费用使得基数较低，我们预计公司一季度业绩将有望环比增长 51%，但利润率的下滑使得一季度业绩将同比小幅下滑 2%左右；

- ▶ 上海港集团 1 季度集装箱吞吐量环比下滑 3.3%，预计盈利将出现 5% 的环比小幅下滑，但同比仍有 33% 的增长；
- ▶ 盐田港受益于盐田国际投资收益的增长，预计一季度盈利同比增长 29%，环比增长 7%。

散杂货港口中，锦州同比、环比增长最快，日照港、大连港同比增长明确，营口港环比提升明显：在我们所覆盖的港口上市公司中，除了预计大连港一季度业绩由于 1 次性因素将出现 20% 的环比下滑以外，其余公司盈利均将有望实现 29%~148% 的同比提升和 9%~89% 的环比增长，其中：

- ▶ 锦州港和营口港在一季度铁矿石、煤炭和油品业务吞吐量大幅上涨的带动下，环比上升幅度最为明显，预计将分别环比增长 89% 和 41%；
- ▶ 日照港和锦州港一季度铁矿石、煤炭和油品业务吞吐量同比大幅提升，盈利将分别同比增长 90% 和 148%，在主要港口中表现最好；
- ▶ 营口港尽管主营业务利润在吞吐量提升的带动下将出现一定程度的增长，但财务费用的高企使得公司一季度盈利仍将出现 10% 左右的同比小幅下滑；
- ▶ 大连港 1 季度盈利在油品吞吐量同比增长 30% 的带动下有望出现 58% 的同比增长；但由于受到去年四季度税收抵扣的一次性收益影响带来盈利基数较高，环比将出现 20% 左右的下滑。

港口上市公司一季度业绩基本符合我们预期，但天津港股份和锦州港业绩将低于市场预期

我们所覆盖上市公司一季度业绩约相当于我们全年预测的 23.0%~28.2%，基本符合我们预期。然而，根据彭博资讯提供的市场一致预期，天津港股份（600717.CH）和锦州港（600190.CH）一季度业绩分别相当于市场预测的 15.6% 和 15.4%，我们提醒投资者关注一季报公布可能带来的市场盈利下调风险。

另外，我们目前对于 2010 年的盈利预测普遍略低于市场一致预期，对于我们重点推荐的日照港、深赤湾、招商局国际，我们的盈利预测均低于市场 4-10%，安全边际较高。对于天津港、天津港发展、锦州港和营口港，我们的预测比市场一致预期低 27-65%。

根据彭博资讯提供的市场一致预期，我们预测的天津港股份（600717.CH）和锦州港（600190.CH）一季度业绩分别相当于市场预测的 15.6%和 15.4%，因此我们提醒投资者关注一季报公布可能带来的市场盈利下调风险。

图表 8：中金公司业绩预测和市场预期的差异

	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
	日照港			天津港			深赤湾		
(人民币元)									
中金预测每股盈利	0.23	0.34	0.40	0.38	0.44	0.48	0.65	0.80	0.95
市场预测平均值	0.23	0.38	0.43	0.38	0.65	0.76	0.65	0.84	0.95
差异	0%	-11%	-8%	0%	-33%	-37%	0%	-4%	0%
	上港集团			盐田港*			锦州港		
(人民币元)									
中金预测每股盈利	0.18	0.20	0.22	0.37	0.40	0.45	0.10	0.14	0.13
市场预测平均值	0.18	0.22	0.22	0.36	0.38	0.40	0.10	0.23	n.a.
差异	0%	-7%	5%	3%	4%	12%	0%	-41%	n.a.
	营口港			厦门国际港务*			大连港		
(人民币元)									
中金预测每股盈利	0.18	0.20	0.26	0.09	0.10	0.13	0.17	0.20	0.26
市场预测平均值	0.18	0.27	n.a.	0.08	0.10	0.12	0.17	0.23	0.25
差异	0%	-27%	n.a.	12%	10%	11%	0%	-10%	3%
	招商局国际			中远太平洋			天津港发展		
	(港币元)			(美元)			(港币元)		
中金预测每股盈利	1.33	1.29	1.58	0.08	0.11	0.10	-0.03	0.04	0.06
市场预测平均值	1.33	1.44	1.67	0.08	0.11	0.12	-0.03	0.13	0.14
差异	0%	-10%	-6%	0%	3%	-20%	0%	-65%	-54%

*盐田港和厦门国际港务2009年盈利为中金预测数

资料来源：公司信息、彭博资讯、中金公司研究部

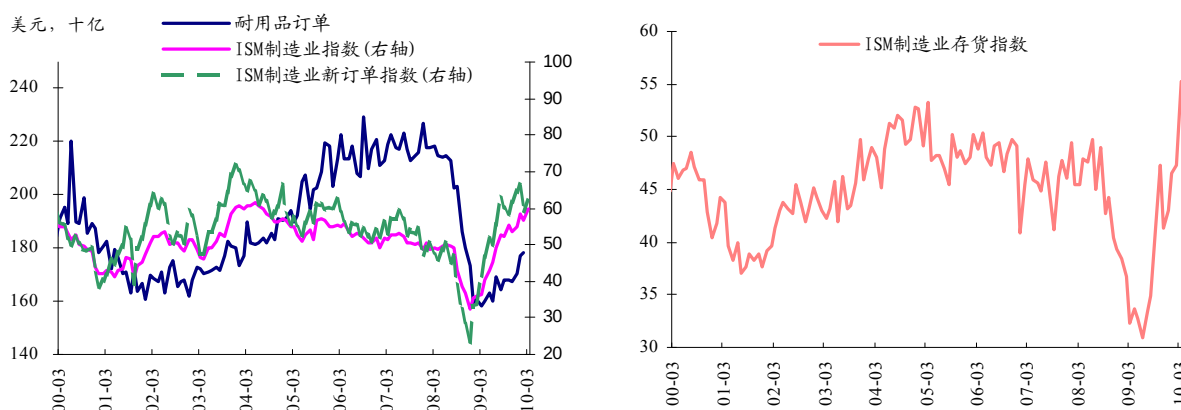
2010 年二季度策略：基本面继续好转，估值吸引力下降，建议标配港口板块

回顾 1 季度港口上市公司经营及股价表现，基本面好转明显以及相对估值具备优势公司股价上升幅度最高。展望 2 季度，我们认为这一趋势有望持续。我们预计 2 季度中国港口集装箱吞吐量有望达到 3550 万 TEU，环比增长 13.2%，同比增长 20%，较 1 季度 21.8% 的同比增速不会出现明显下滑，有望缓解市场对于出口复苏持续性的疑虑；就散杂货而言，铁矿石进口在二季度通常为旺季，预计整体吞吐量同比增速为 20%，环比增速为 5.4%，从基本上对上市公司股价形成支持。A 股方面，我们继续首推日照港，次选为深赤湾。H 股方面，招商局国际仍然是我们的首选。虽然我们认为二季度港口吞吐量仍将维持较高增速，但由于港口上市公司一季度已经大幅跑赢市场，估值吸引力有所下降，我们预计 2 季度股价继续上行动力将有所减弱，继续跑赢大盘可能性有所下降，我们建议将港口行业评级由一季度的“超配”降低为二季度的“标配”。

二季度中国出口有望继续回暖，带动集装箱吞吐量持续提升

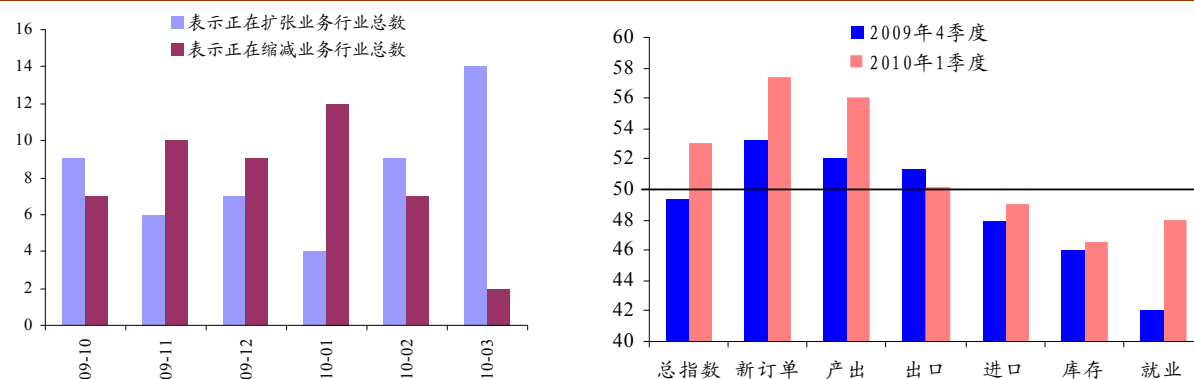
美国经济已进入全面复苏。ISM 非制造业指数覆盖占美国经济总值近 90% 的行业（包括农业，信息，金融保险业及零售贸易等其它服务业）并是经济增长的先行指标。3 月份 ISM 非制造业指数显示经济复苏已全面开花：在 16 个受访行业中，除了房地产和教育服务外，14 个行业均在扩张业务（显著高于去年 12 月的 7 个行业）。1 季度的 ISM 非制造业指数已跨越 50，进入扩张区域，较去年 4 季度高出 4 个百分点。1 季度 ISM 制造业和非制造业就业指数均显著高于去年 4 季度水平，表示就业市场已停止恶化，边际劳工重回劳动市场将支持消费复苏，有望带动中国出口持续增长。

图表 9：耐用品订单 1, 2 月继续上升，3 月份 ISM 制造业库存指数大幅上扬



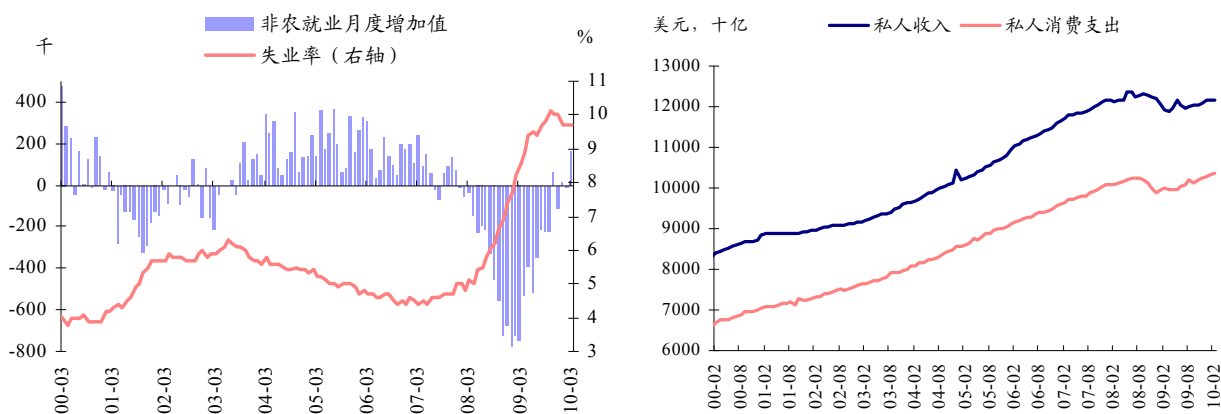
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：3 月 ISM 非制造业指数：扩张行业显著上升；Q1 指数大幅上升，其中新订单指数增幅最强



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

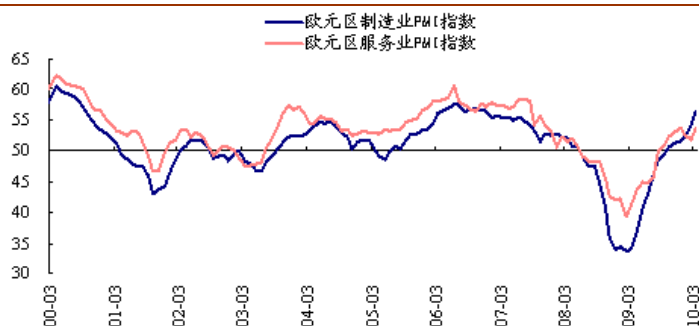
图表 11: 就业市场逐步改善正提升美国居民的消费意愿



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

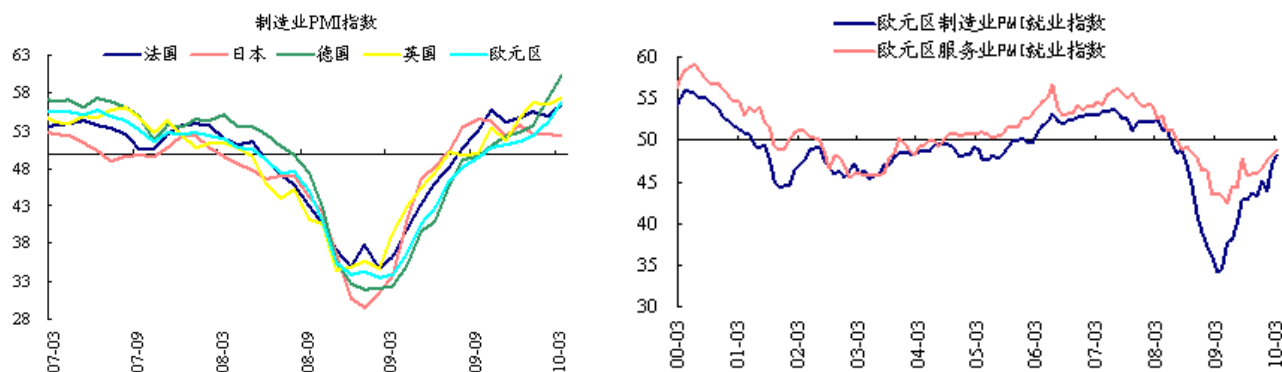
欧洲经济重回增长轨道。欧元区 3 月份整体 PMI 上涨了 1.8 点至 55.5, 连续第 8 个月突破 50 而处于扩张区域。其中, 新订单指数大幅上升 2.8 点至 59.4, 出口订单上升 2.4 点至 58.4, 均为 06 年 5 月以来最高; 而就业指数亦上升 1 点至 48.2, 为 08 年 9 月以来最高, 显示就业市场恶化速度显著缓和。服务业 PMI 指数结束了连续两个月的下滑走势, 当月上涨 1.9 点至 53.7。并且, 欧元区 16 国财长于 4 月 11 日一致同意在必要时向希腊提供高达 300 亿欧元的紧急援助贷款; 同时, IMF 可能以多年期备用贷款安排的方式向希腊提供至少 100 亿欧元的资金。此举向市场清楚传达了两个非常重要的信号: 1) 希腊的短期融资需求透过欧元区的低息救援贷款可以得到完全满足; 2) 欧元区不会任其成员国的国债倒闭。我们认为, 欧洲不断复苏的经济与不断下降的债务融资风险将使得经济重回增长轨道, 有助于中国出口需求增长。

图表 12: 欧元区 PMI 指数



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

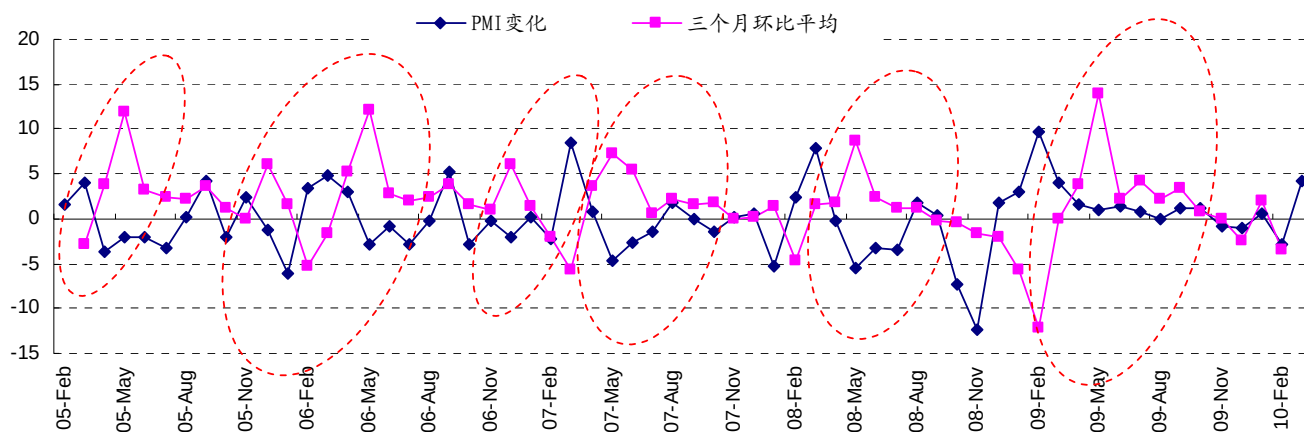
图表 13: 制造业 PMI 指数与就业指数



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

PMI 新出口订单指数重回 2008 年以来最高水平，预示中国集装箱吞吐量在 2 季度有望持续增长。3 月份中国新出口订单指数达到 54.5，较 2 月份水平增长 4.2 个百分点，重新回到了 2008 年金融危机以来的最高水平。从历史上看，PMI 新出口订单指数变化一般领先中国港口集装箱吞吐量环比变化 1~3 个月；因此，我们判断中国港口集装箱吞吐量将在 2 季度持续环比增长趋势。

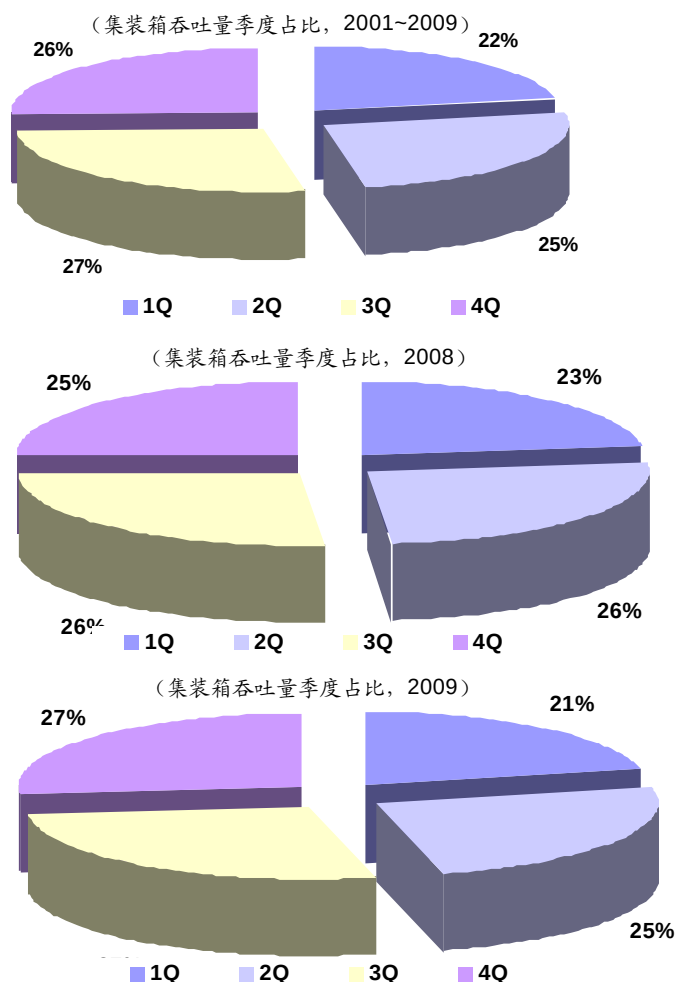
图表 14: PMI 新出口订单指数回升到金融



资料来源：中国物流与采购网，中金公司研究部

2 季度中国集装箱吞吐量有望环比增长 13.8%，同比增长 20%，较 1 季度 21.8% 的同比增速仅略有下降。从历史上来看，二季度开始港口集装箱装卸进入旺季，二季度集装箱吞吐量全年占比约为 26%，好于 1 季度 22% 的全年占比，一般而言较 1 季度吞吐量有 15.6% 的环比增长。2008 年中国集装箱吞吐量受金融危机影响吞吐量增速逐月下降，2 季度集装箱吞吐量仍然较 1 季度有 10.8% 的环比增长。出于谨慎起见，我们假设中国港口集装箱吞吐量 2 季度同比增速为 13.2%（介于历史平均水平 15.6% 和 2008 年经济危机水平 10.8% 之间）以反映 2010 年下半年可能出现的出口放缓。综合而言，我们预计 2 季度中国港口集装箱吞吐量有望达到 3550 万 TEU，环比增长 13.2%，同比增长 20%，较 1 季度 21.8% 的同比增速不会出现明显下滑，有望缓解市场对于出口复苏持续性的疑虑。

图表 15: 中国集装箱吞吐量季度分布



资料来源: 交通部, 中金公司研究部

长期来看, 外需的持续复苏以及国内新建产能的有序投放将带动中国集装箱港口产能利用率逐步回升, 从而业绩增速快于吞吐量增速。中金公司宏观组近期将 2010 年出口实际增长由 10% 上调至 15%。根据我们预测, 2010 年中国集装箱港口产能仍显过剩, 产能利用率将达到 71.7%, 较 2009 年有小幅回升。2011 年~2013 年, 在外需持续复苏的带动下以及国内新建产能的谨慎投放将使得集装箱港口产能利用率逐步回升, 至 2013 年达到 82.6%, 重新回到 2007 年的产能利用水平。由于沿海主要集装箱港口基本停止新建产能, 则伴随着出口复苏, 集装箱港口的高运营杠杆将使得业绩增长高于吞吐量增速, 我们目前预计主要集装箱港口 2010—11 年每年都能够实现 20% 以上的业绩增长。

图表 16：中国集装箱港口供需分析

需求方分析（集装箱吞吐量）									
（TEU'000）	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
上海	18,084	21,719	26,153	28,006	25,001	27,251	29,976	32,360	34,276
深圳	16,197	18,469	21,099	21,416	18,250	20,440	22,893	25,182	27,197
青岛	6,307	7,702	9,462	10,020	10,260	11,286	12,640	13,399	14,069
宁波-舟山	5,208	7,140	9,360	10,923	10,503	11,553	12,709	13,725	14,549
厦门	3,342	4,013	4,627	5,035	4,680	5,242	5,976	6,454	6,841
天津	4,801	5,950	7,103	8,503	8,704	9,745	10,846	12,018	13,237
广州	4,683	6,655	9,200	10,971	11,188	12,530	14,034	15,157	16,066
大连	2,655	3,212	3,813	4,525	4,576	5,034	5,738	6,197	6,569
八大集装箱港口合计	61,277	74,860	90,818	99,400	93,162	103,081	114,813	124,492	132,804

集装箱吞吐量增速									
（%）	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
上海	24.2%	20.1%	20.4%	7.1%	-10.7%	9.0%	10.0%	8.0%	5.9%
深圳	19.0%	14.0%	14.2%	1.5%	-14.8%	12.0%	12.0%	10.0%	8.0%
青岛	22.7%	22.1%	22.9%	5.9%	2.4%	10.0%	12.0%	6.0%	5.0%
宁波-舟山	30.0%	37.1%	31.1%	16.7%	-3.8%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%
厦门	16.4%	20.1%	15.3%	8.8%	-7.0%	12.0%	14.0%	8.0%	6.0%
天津	25.9%	23.9%	19.4%	19.7%	2.4%	12.0%	11.3%	10.8%	10.1%
广州	41.6%	42.1%	38.2%	19.3%	2.0%	12.0%	12.0%	8.0%	6.0%
大连	20.1%	21.0%	18.7%	18.7%	1.1%	10.0%	14.0%	8.0%	6.0%
八大集装箱港口合计	23.7%	22.2%	21.3%	9.5%	-6.3%	10.6%	11.4%	8.4%	6.7%

产能利用率									
（%）	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
上海	111.1%	95.6%	97.1%	90.4%	80.7%	79.9%	87.8%	94.8%	96.2%
深圳	95.8%	90.0%	89.2%	84.4%	66.1%	70.2%	77.3%	85.1%	90.4%
青岛	71.7%	87.5%	76.3%	74.2%	69.8%	67.2%	70.2%	74.4%	78.2%
宁波-舟山	51.8%	58.8%	64.3%	70.7%	62.0%	54.2%	59.7%	56.1%	59.5%
厦门	65.7%	70.5%	61.3%	63.7%	55.1%	52.4%	52.4%	47.1%	49.9%
天津	91.4%	108.0%	99.9%	67.5%	66.3%	74.2%	65.6%	72.7%	75.5%
广州	75.0%	74.3%	68.5%	81.6%	83.2%	93.2%	104.4%	112.8%	119.5%
大连	87.0%	83.4%	99.0%	77.4%	78.2%	86.0%	89.0%	78.9%	83.7%
八大集装箱港口合计	85.5%	84.9%	83.0%	79.5%	71.0%	71.7%	76.1%	78.9%	82.6%

资料来源：交通部，中国港口网，中金公司研究部

2010 年投资增长可能超过预期，港口铁矿石吞吐量仍有上行机会

中金公司 4 月 7 日将 2010 年中国 GDP 增速预测由此前的 9.5%上调至 10.5%（市场预期 9.6%），其中实际资本形成增长由 11.7%上调至 13.7%，主要基于：地方政府近期的强烈投资冲动，私人部门需求（尤其是房地产投资）的回升，以及中央政府财政支出规模压缩余地较小：

- ▶ 近期中国各省份纷纷报出大规模的政府投资计划，譬如湖北省公布了未来数年超过 12 万亿元的投资项目规划，重庆市公布 1 万亿元投资计划，显示了地方政府强劲的投资冲动；而今年卖地收入的强劲增长也为地方投资的雄心提供了支撑，以北京为例，2010 年一季度土地交易已达到 486 亿元，是去年同期的 20 倍，已达到去年全年的 52%；上海 1 季度土地出让金规模也已达到去年全年的一半。
- ▶ 与此同时私人部门的需求也在强劲复苏，尤其是房地产投资，1~2 月份增长 31.1%，而且其领先指标——房地产交易量和新开工面积近期强劲增长，中金地产组监测的重点城市房地产成交量已连续六周上扬，远好于市场预期，将进一步拉动开发投资。私人部门的制造业投资也受益于出口复苏而有所好转。
- ▶ 此外，3 月份 PMI 强劲反弹，单月贸易逆差的出现（上一次出现月度贸易逆差是经济过热的 2004 年 4 月），近期民间拆借利率的飙升，以及民工荒的蔓延（我们近期的调研发现部分内地区域甚至也出现招工难），这些信号似乎都显示经济热度较高。

我们认为，投资增长超预期将从实质上支撑港口铁矿石吞吐量的增长。并且，在煤炭、油品和金属矿石三大支柱散杂货种中，金属矿石泊位的产能利用率最高（2010 年预计金属矿石泊位产能利用率 118%，高于油品泊位产能利用率 93%以及煤炭泊位产能利用率 87%）；大型铁矿石泊位的紧张状态将有利于专业化铁矿石港口充分释放现有产能，并获得更大的提价空间，业绩提升空间也最大，这其中我们重点推荐的日照港将能够直接从中受益。

图表 17: 金属矿石泊位产能利用率分析

港口铁矿石运输结构	能力 (百万吨)						吞吐量 (百万吨)						产能利用率					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
环渤海																		
青岛	41.0	41.0	41.0	41.0	61.0	81.0	81.5	95.0	100.7	108.7	110.9	113.1	199%	232%	246%	265%	182%	140%
日照	41.4	57.4	57.4	57.4	57.4	57.4	75.9	82.3	105.3	115.9	120.9	133.0	184%	143%	184%	202%	211%	232%
天津	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	51.9	63.8	88.0	96.8	100.7	104.7	104%	128%	176%	194%	201%	209%
唐山	42.5	42.5	42.5	72.5	72.5	72.5	38.1	48.0	86.5	98.6	108.4	119.3	90%	113%	203%	136%	150%	165%
大连	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	11.7	13.8	28.9	36.1	41.5	47.7	51%	60%	126%	157%	180%	208%
营口	18.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	6.1	28.3	30.5	33.6	34.9	36.3	33%	115%	125%	137%	143%	148%
长江三角洲																		
上海	73.0	63.0	53.0	53.0	53.0	53.0	60.8	61.4	58.3	55.4	52.6	50.0	83%	97%	110%	104%	99%	94%
宁波-舟山	93.5	93.5	124.4	124.4	124.4	124.4	113.3	133.5	138.8	138.8	141.6	144.4	121%	143%	112%	112%	114%	116%
苏州	30.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	35.5	34.8	45.2	49.7	53.7	58.0	118%	58%	75%	83%	90%	97%
南通	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	36.1	34.9	40.8	44.9	48.5	52.4	92%	89%	105%	115%	124%	134%
连云港	7.0	22.0	22.0	49.0	49.0	49.0	1.8	1.4	2.8	3.1	3.3	3.6	26%	6%	13%	6%	7%	7%
珠江三角洲																		
广州	5.0	5.0	5.0	35.0	35.0	35.0	0.8	1.6	2.3	2.9	3.6	4.5	16%	33%	46%	8%	10%	13%
湛江	13.0	13.0	63.0	63.0	63.0	63.0	18.0	25.5	30.0	32.4	35.0	37.8	138%	196%	48%	51%	56%	60%
防城	10.0	10.0	10.0	12.2	12.2	12.2	15.3	15.3	15.3	16.8	18.5	20.3	153%	153%	153%	138%	151%	167%
总能力	486.8	543.8	614.7	703.9	723.9	743.9	546.8	639.4	773.4	833.6	874.2	925.2	112%	118%	126%	118%	121%	124%

资料来源: 中国港口网, 中金公司研究部

图表 18: 煤炭泊位产能利用率分析

港口煤炭运输结构	能力 (百万吨)						吞吐量 (百万吨)						产能利用率					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
西煤东运起运港口—北方七港																		
秦皇岛	193	193	193	193	228	228	214	218	190	200	210	220	111%	113%	98%	104%	92%	96%
天津	98	108	108	108	138	138	94	95	62	68	78	88	96%	88%	57%	63%	56%	64%
黄骅	90	90	90	90	90	90	83	78	77	85	95	105	92%	87%	86%	94%	105%	116%
京唐	16	46	46	46	46	46	16	40	40	40	40	40	98%	86%	87%	87%	87%	87%
曹妃甸	-	50	50	100	100	100	-	0	25	60	70	71	n.a.	1%	50%	60%	70%	71%
青岛	15	15	15	15	15	15	13	2	2	2	2	2	85%	14%	15%	15%	15%	15%
连云港	17	17	20	20	20	20	14	15	12	12	12	12	86%	87%	62%	62%	62%	62%
日照	27	27	27	47	47	47	14	18	23	25	40	44	53%	65%	85%	54%	87%	95%
沿海—程接运港口	456	546	549	619	684	684	448	465	431	493	548	583	98%	85%	79%	80%	80%	85%
上海	70	114	104	104	104	104	84	82	78	82	84	87	121%	72%	75%	79%	81%	83%
宁波-舟山	40	70	70	70	70	70	52	56	53	55	57	59	129%	79%	76%	79%	82%	84%
广州	43	43	43	43	43	43	87	75	73	77	79	81	202%	175%	170%	178%	183%	189%
内河接运港口(京杭大运河)																		
苏州	26	26	26	26	26	26	46	53	61	64	67	70	175%	202%	233%	244%	257%	269%
徐州	20	20	20	40	40	40	28	32	22	16	11	8	141%	160%	112%	39%	27%	19%
总能力/吞吐量	655	818	812	901	966	966	744	762	718	785	845	887	114%	93%	88%	87%	87%	92%

资料来源: 中国港口网, 中金公司研究部

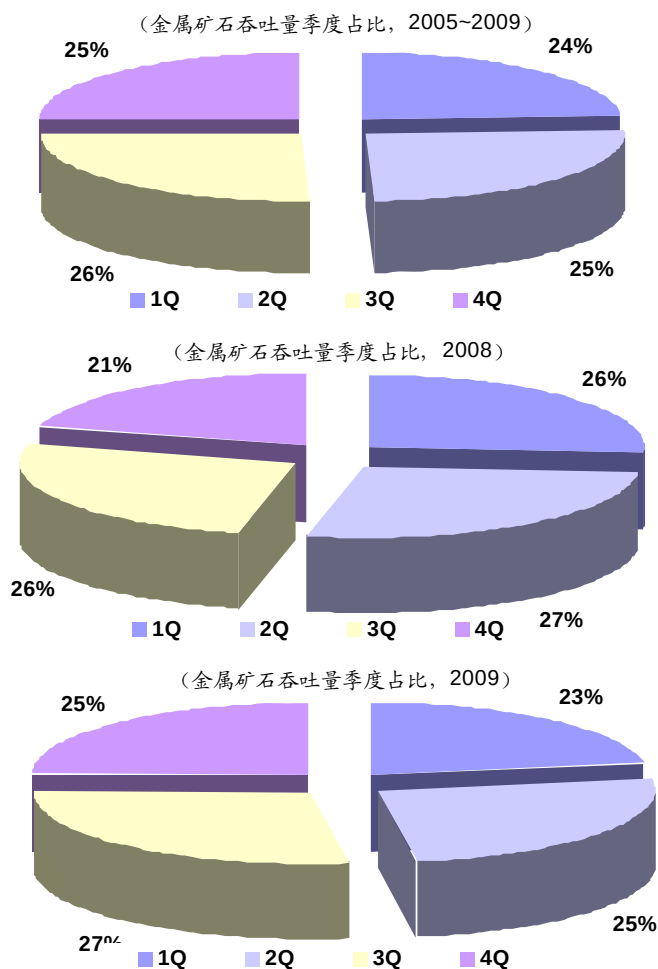
图表 19: 油品泊位产能利用率分析

港口石油及其制品运输结构	能力 (百万吨)						吞吐量 (百万吨)						产能利用率					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
环渤海																		
大连	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9	57.9	48.3	49.3	56.7	62.4	67.4	72.7	83%	85%	98%	108%	116%	126%
青岛	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	44.7	55.5	59.9	62.9	64.2	65.5	78%	96%	104%	109%	111%	114%
天津	18.0	38.0	38.0	38.0	58.0	58.0	33.9	43.1	47.4	52.1	57.3	61.9	188%	113%	125%	137%	99%	107%
日照	73.0	83.0	98.0	98.0	98.0	108.0	65.7	75.2	99.7	118.1	147.6	184.5	90%	91%	102%	120%	151%	171%
长江三角洲																		
上海	20.0	27.5	30.5	30.5	30.5	30.5	17.9	23.7	23.3	23.3	23.3	23.3	90%	86%	76%	76%	76%	76%
宁波-舟山	105.5	130.5	138.0	138.0	138.0	138.0	106.0	109.8	115.3	124.5	134.5	141.2	100%	84%	84%	90%	97%	102%
南京	43.0	43.8	43.8	43.8	43.8	43.8	32.9	28.2	29.6	29.6	29.6	29.6	76%	64%	68%	68%	68%	68%
珠江三角洲																		
广州	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9	32.1	28.6	28.9	28.9	29.5	30.1	104%	93%	94%	94%	96%	97%
湛江	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	19.2	19.2	19.2	19.2	19.6	20.0	116%	116%	116%	116%	119%	121%
惠州	15.0	35.0	35.0	65.0	115.0	115.0	18.1	19.8	26.7	32.1	38.5	46.2	121%	57%	76%	49%	33%	40%
深圳	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	11.5	13.9	13.2	13.2	13.2	13.2	40%	48%	46%	46%	46%	46%
茂名	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	11.9	12.9	12.6	12.6	12.6	12.6	59%	64%	63%	63%	63%	63%
总能力	486.4	569.7	595.2	625.2	695.2	705.2	442.2	479.2	532.5	578.8	637.1	700.7	91%	84%	89%	93%	92%	99%

资料来源: 中国港口网, 中金公司研究部

2 季度中国金属矿石吞吐量有望环比增长 5.4%，同比增长 20%，较 1 季度 25% 的同比增速不会出现明显下滑。从历史上来看，二季度金属矿石吞吐量全年占比约为 25%，好于 1 季度 24% 的全年占比，一般而言较 1 季度吞吐量有 6.3% 的环比增长。2008 年中国金属矿石吞吐量受经济海啸影响吞吐量增速逐月下降，2 季度金属矿石吞吐量仍然较 1 季度有 4.4% 的环比增长。出于谨慎起见，我们假设中国港口金属矿石吞吐量 2 季度环比增速为 5.4%（介于历史平均水平 6.3% 和 2008 年经济危机水平 4.4% 之间）以反映 2010 年下半年可能出现的经济放缓。综合而言，我们预计 2 季度中国港口金属矿石吞吐量有望达到 3.43 亿吨，环比增长 5.4%，同比增长 20%，较 1 季度 25% 左右的同比增速不会出现明显下滑，增长具有一定的持续性。

图表 20：中国金属矿石吞吐量季度分布

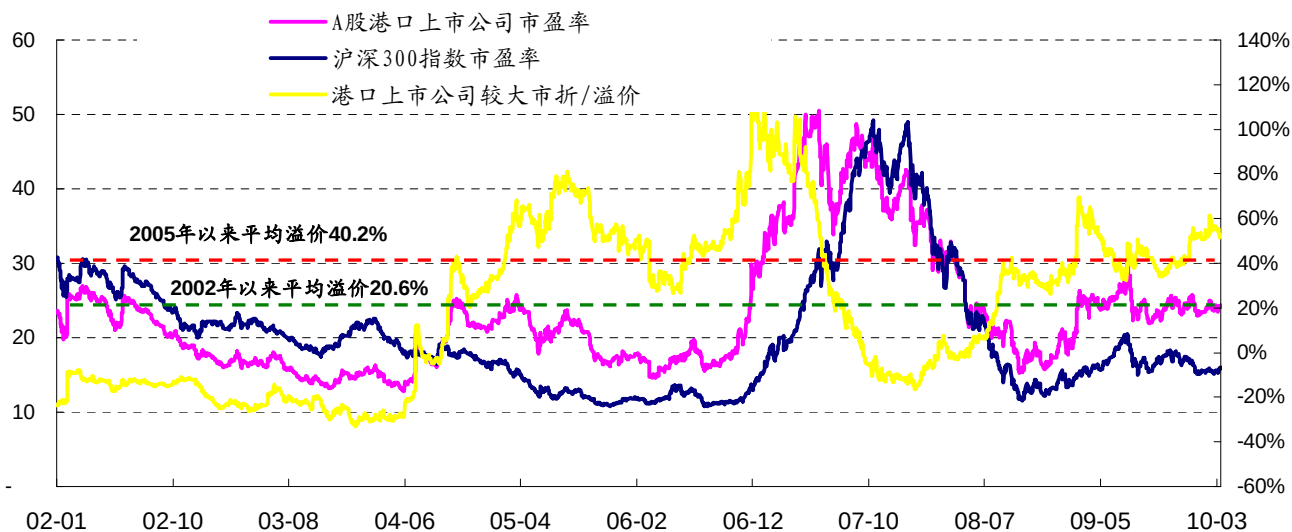


资料来源：发改委交通物流协会，中金公司研究部

港口行业估值较大盘溢价高于历史平均水平，投资吸引力较年初有所下降，建议“标配”港口板块

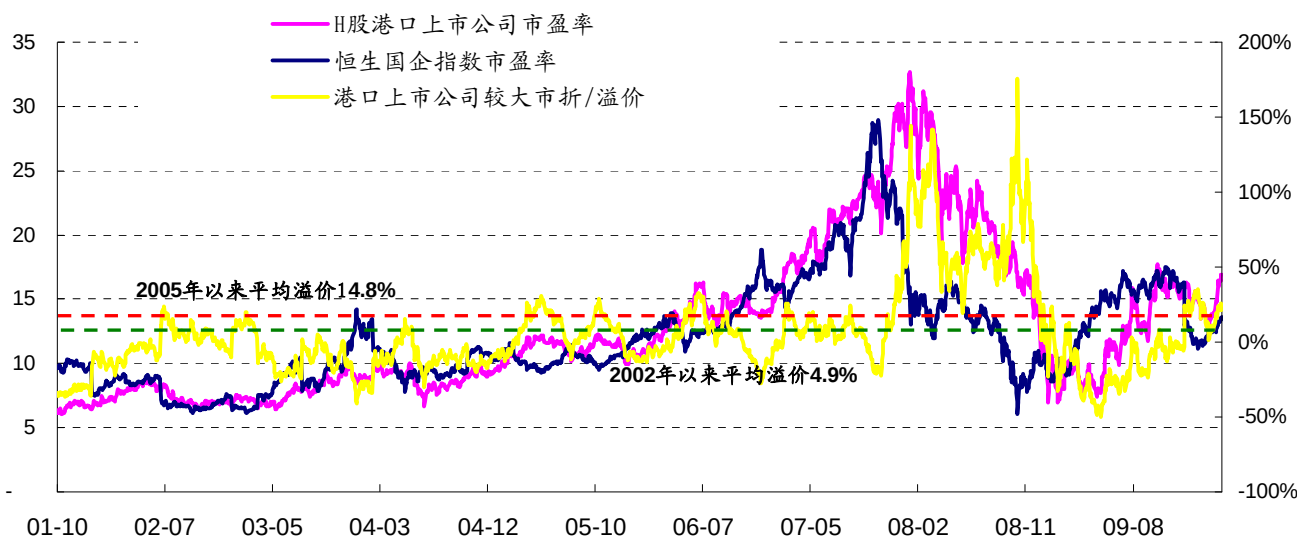
我们认为，港口上市公司向好的基本面已经在一季度部分反映到了股价中，使得 A 股港口板块跑赢大盘 8.2 个百分点，H 股港口板块跑赢大盘 17.4 个百分点。从行业估值来看，目前 A 股港口行业 2010 年市盈率水平约为 24.3 倍，较沪深 300 指数 16.0 倍市盈率溢价 52.1%，高于 2005 年以来平均 40.2% 的溢价水平以及 2002 年以来平均 20.6% 的溢价水平，估值安全边际有所降低。H 股港口行业 2010 年市盈率水平约为 16.9 倍，较恒生国企指数 13.6 倍市盈率溢价 24.5%，高于 2005 年以来平均 14.8% 的溢价水平以及 2002 年以来平均 4.9% 的溢价水平，投资吸引力有所下降。由于港口上市公司一季度已经大幅跑赢市场，估值吸引力有所下降，我们预计 2 季度股价继续上行动力将有所减弱，继续跑赢大盘可能性有所下降，我们建议将港口行业评级由一季度的“超配”降低为二季度的“标配”。

图表 21: A 股港口行业市盈率较大盘溢价水平



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 22: H 股港口行业市盈率较大盘溢价水平



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

A 股建议配置日照港和深赤湾, H 股首选招商局国际

回顾 1 季度港口上市公司经营及股价表现, 基本面好转明显以及相对估值具备优势公司股价上升幅度最高。展望 2 季度, 我们认为这一趋势有望持续。我们预计 2 季度集装箱吞吐量仍将在出口回暖的带动下持续复苏, 而部分港区铁矿石接卸能力不足亦将带来局部的结构性机会, 从基本面上对上市公司股价形成支持。A 股方面, 我们继续首推日照港, 次选为深赤湾。H 股方面, 招商局国际仍然是我们的首选。

► 日照港：低于预期的1季度业绩无损公司长期投资价值

- ✓ 日照港2010年1季度铁矿石和煤炭吞吐量分别同比增长35%和59%，大幅领先行业平均水平；我们预计日照港2010年铁矿石、煤炭吞吐量将分别同比增长18.4%至1.18亿吨和同比增长20.0%至0.28亿吨；公司盈利对铁矿石吞吐量的弹性较高，1%的吞吐量增长将带来1.8%的盈利提升；
- ✓ 一季报公司毛利率达到29.6%，好于2009年27.2%的水平，有望打消了市场对日照港吞吐量大幅上升带来短倒费用超预期上涨的担忧；
- ✓ 公司在1季报中预计2010年中期盈利将同比增长50%以上，对应2季度每股盈利将至少达到0.088元，对应28%和29%以上的环比增长，显示了公司对未来经营的信心和确保股东较好回报的决心；
- ✓ 公司股价对应2010年和2011年23.0x和19.3x市盈率，分别较同业折让23.9%和28.3%，估值吸引力较强。
- ✓ 从短期来看，我们预计日照港差于预期的1季报业绩将使得公司股价面临压力。但我们认为短期盈利波动并不能改变公司吞吐量大幅上升带来的盈利增长，全年业绩并不会因此受到影响；但未来较大的资本开支压力将使得公司可能在近期增发股份，带来每股盈利摊薄风险。
- ✓ 从长期来看，山东省精品钢基地的建设，新菏兖日线扩能和晋中南煤炭通道的建设，以及公司持续的外延式增长仍是我们推荐日照港的根本理由。公司目前股价较我们目标价9.87元/股（2010年末DCF估值）有24.7%的上升空间，维持“推荐”评级不变。

► 深赤湾：出口复苏好标的

- ✓ 深赤湾盈利弹性在A股港口上市公司中最高，集装箱吞吐量、费率每上升1.0个百分点，盈利将上升1.8和2.4个百分点，业绩最具超预期可能。
- ✓ 我们预计公司1季度集装箱吞吐量将同比增长28%，将带动每股盈利达到0.2元，对应全年预测的24.3%。如果一季度吞吐量全年占比可以达到历史平均水平（即22.8%），则全年盈利有望达到0.89元，好于预期11.5%。
- ✓ 目前A股对应2010、11年市盈率19.5x和16.5x，较行业平均估值分别折让35.4%和38.9%，较历史平均23倍市盈率也有15.2%和28.2%的折让，估值安全边际较高。目前A股股价较2010年底DCF每股17.97元仍有15.1%的上升空间，维持“审慎推荐”评级。

► 招商局国际：集装箱港口龙头，中国港口门户

- ✓ 2009年业绩好于市场预期19%，公司成本控制得力，管理水平在中国港口上市公司中首屈一指；
- ✓ 深圳西部港区和上海港是公司最主要的利润来源，分别贡献了公司盈利的52%和36%。坐拥中国最大两个集装箱港口，公司成为海外投资者投资中国集装箱港口和出口复苏的最好标的；
- ✓ 我们预计公司2010年集装箱吞吐量和平均费率将分别增长11.4%和3~7%，带动公司经常性盈利同比增长28.9%；
- ✓ 招商局国际盈利弹性较高，集装箱吞吐量、费率每上升1.0个百分点，盈利将上升1.4和1.8个百分点，业绩最具备一定的超预期可能；
- ✓ 目前公司股价对应2010、11年市盈率22.4x和18.3x，对应2010、2011年市净率2.21x和2.22x，已经接近历史平均估值水平。目前公司股价较2010年底目标价每股32.61元有12.7%的上升空间，估值吸引力较年初时已经有所下降。但考虑到公司盈利具备一定的超预期空间，是H股投资出口复苏主题最好的标的，我们认为公司仍然具备较高的配置价值，维持“推荐”的投资评级。

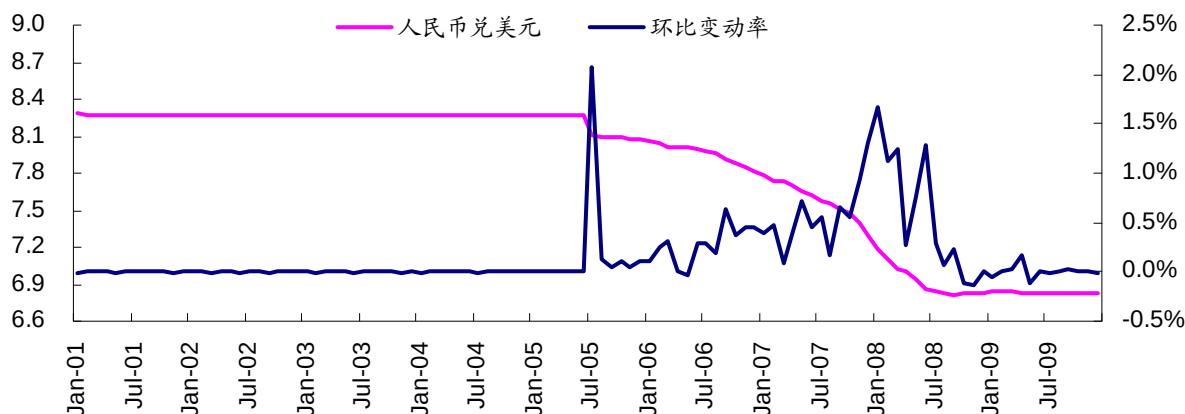
专题：人民币升值对港口上市公司影响

市场普遍预期人民币将可能在近期升值，并关心人民币升值对集装箱港口上市公司股价表现的影响。我们通过研究代表性集装箱港口股价在人民币升值期间的表现，得出结论为：**短期一次性升值或者长期逐步升值并不从根本上对股价产生影响，对股价起决定性作用的因素是外国需求是否会因此出现下滑。**

1995 年以来人民币出现两次明显升值：2005 年 7 月，2006 年 9 月至 2008 年 9 月

从节奏上来看，2005 年 7 月人民币兑美元出现一次性快速升值，幅度约为 2%；而 2006 年 9 月至 2008 年 9 月人民币兑美元升值呈现逐步缓慢提升趋势，两年间合计升值 16.0%，月均升值约 0.6%。

图表 23：历史人民币兑美元汇率



资料来源：CEIC、中金公司研究部

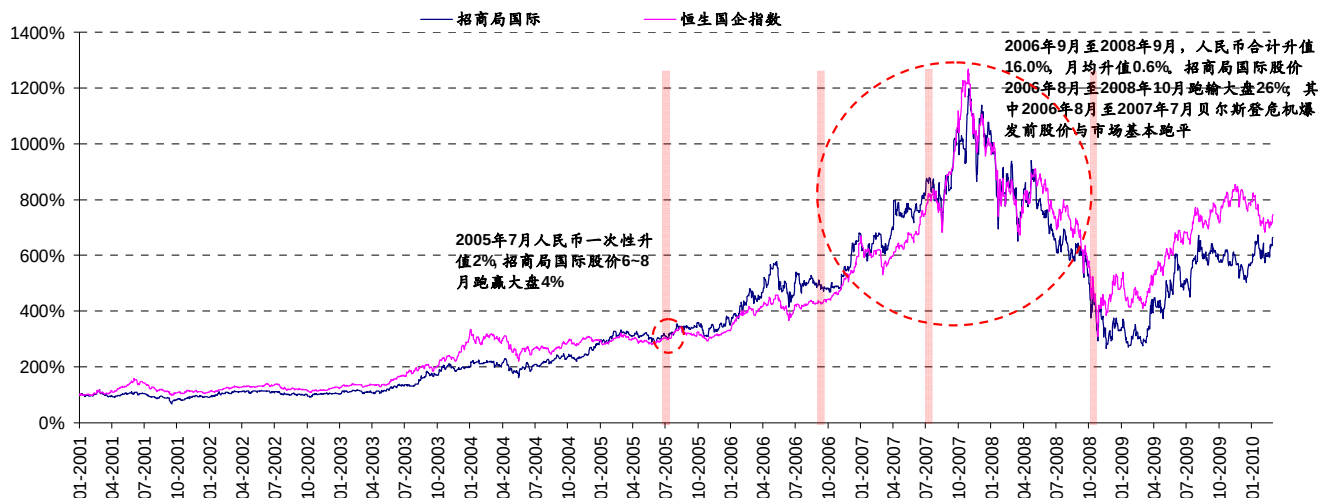
人民币升值频率和幅度对港口上市公司股价影响并不明显，决定性因素仍然是外国需求

我们选取 H 股的集装箱龙头上市公司招商局国际和 A 股集装箱代表性港口深赤湾和盐田港进行案例分析。为了尽量减少公司个体经营对我们分析的影响，我们采用深赤湾和盐田港按照市值的加权平均股价作为 A 股集装箱港口的代表。

- ▶ 2005 年 7 月 2% 左右的一次性升值前后三个月，H 股招商局国际股价跑赢恒生国企指数 2 个百分点，A 股深赤湾/盐田港加权平均股价跑输上证指数 2%，人民币升值影响并不明显；
- ▶ 2006 年 9 月至 2007 年 7 月贝尔斯登危机爆发之前，人民币逐步缓慢升值 4.4%，招商局国际股价和深赤湾/盐田港加权平均股价与大盘基本跑平，人民币升值影响并不明显；
- ▶ 2007 年 7 月至 2008 年 9 月，次贷危机逐步蔓延为全球性金融危机，外国需求出现显著下滑，同期人民币升值 11.6%。H 股招商局国际股价大幅跑输恒生国企指数 26 个百分点，A 股深赤湾/盐田港加权平均股价大幅跑输上证指数 51 个百分点；

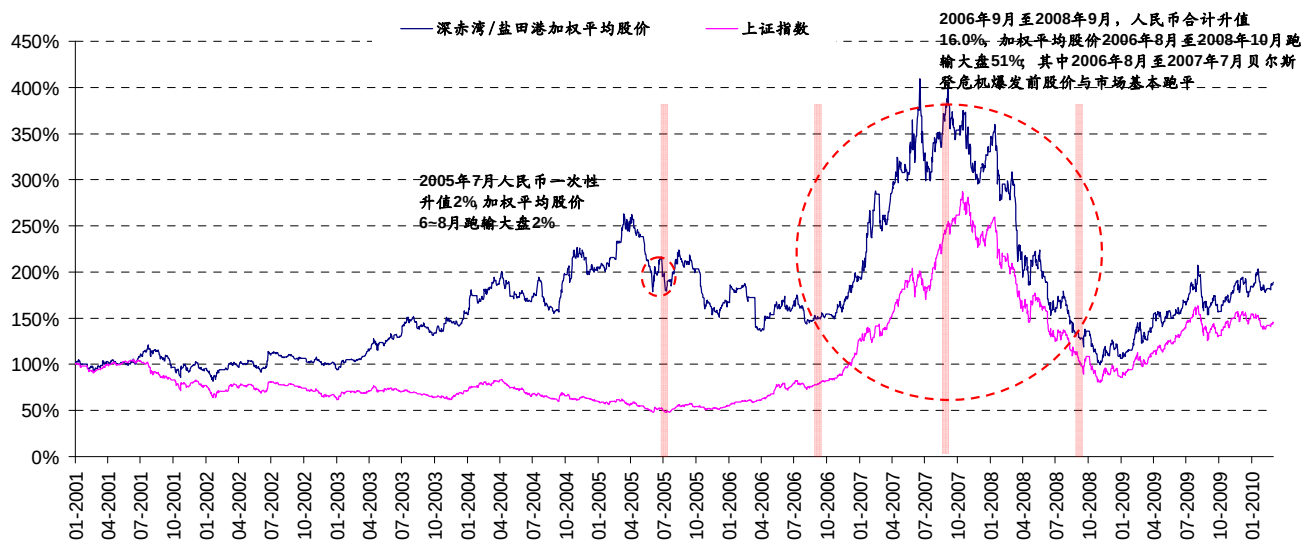
根据我们对 A 股、H 股代表性集装箱上市公司分析，我们得出的结论是：**短期一次性升值或者长期逐步升值并不从根本上对股价产生影响，对股价起决定性作用的因素是外国需求是否出现下滑。**

图表 24：人民币升值对招商局国际股价影响



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

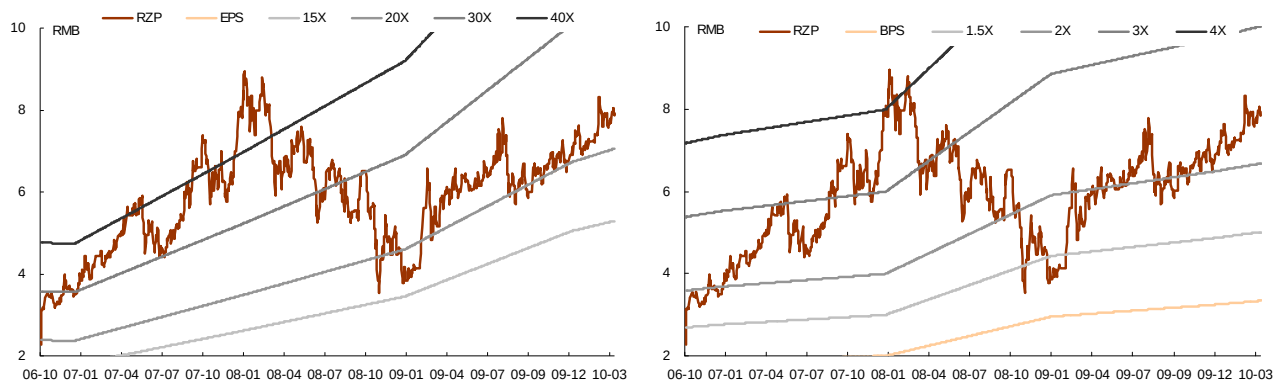
图表 25：人民币升值对盐田港/深赤湾股价影响



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

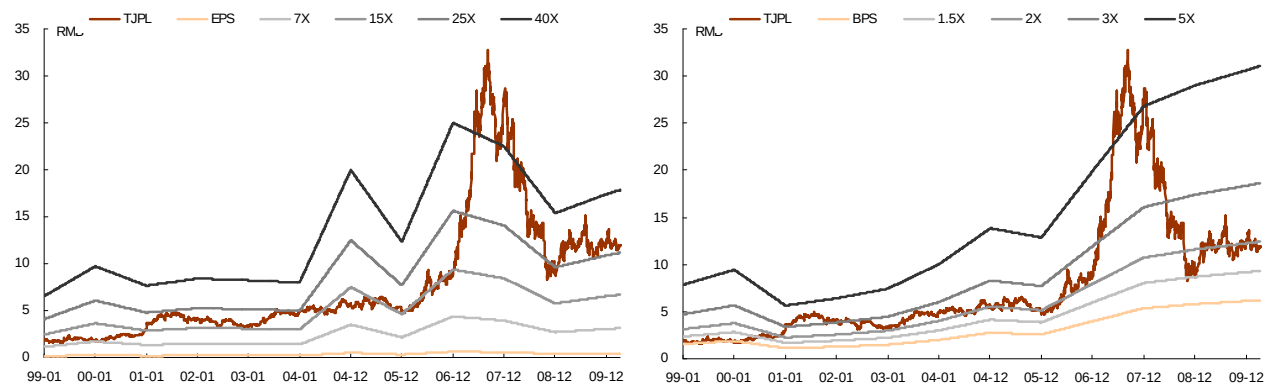
附录：港口公司历史估值和财务摘要

图表 26：日照港 PE/PB Band



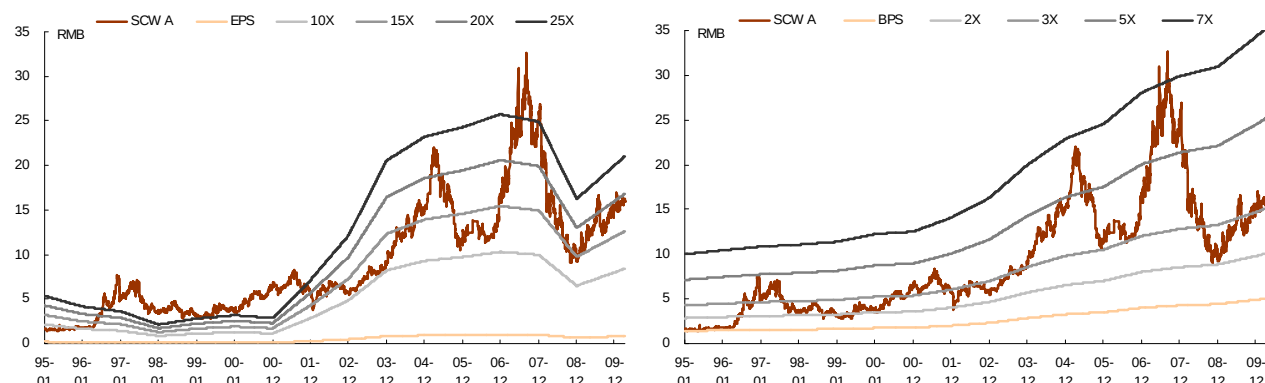
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 27：天津港 PE/PB Band



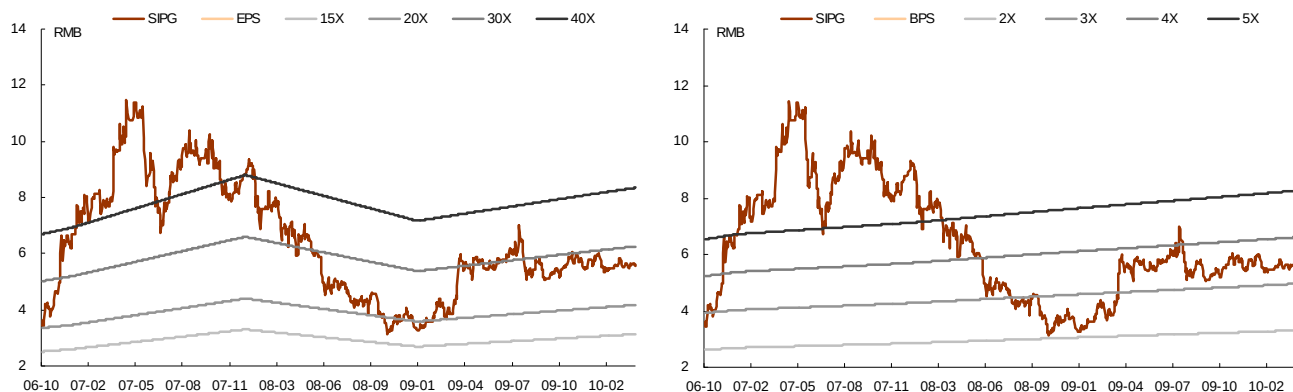
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 28：深赤湾 PE/PB Band



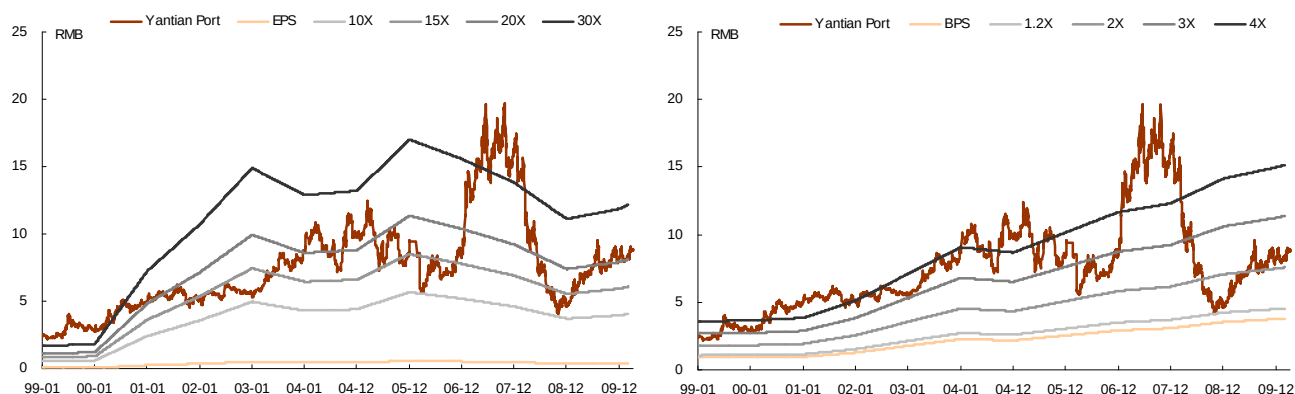
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 29：上港集团 PE/PB Band



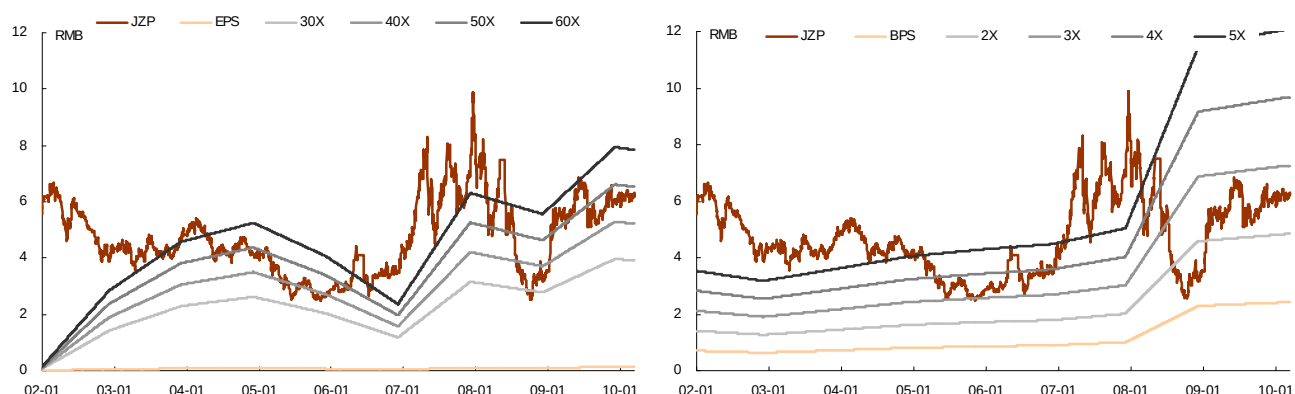
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 30：盐田港 PE/PB Band



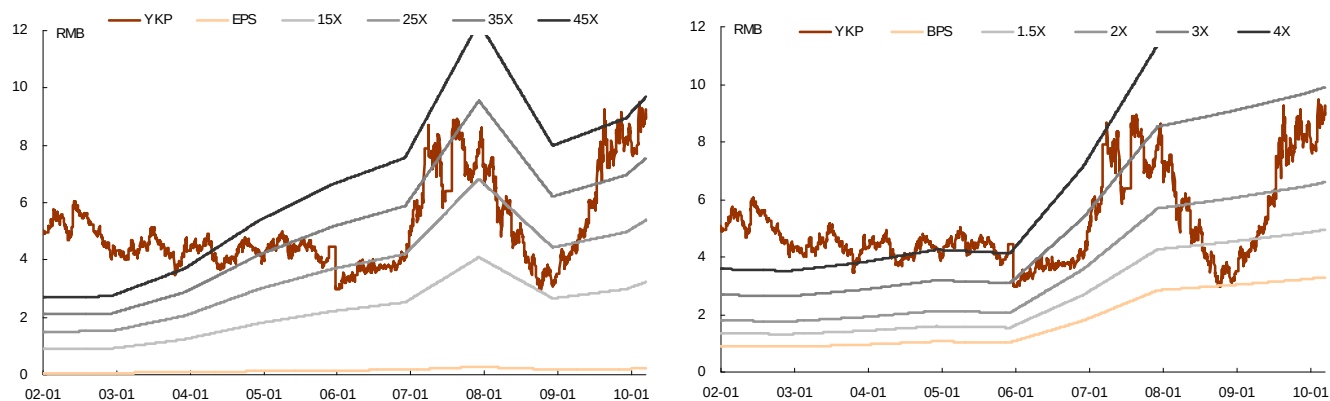
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 31：锦州港 PE/PB Band



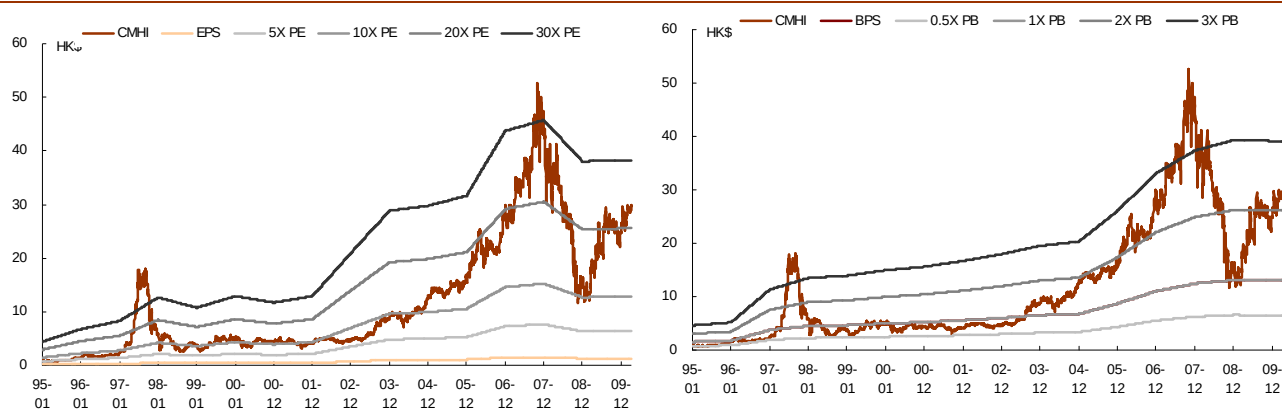
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 32: 营口港 PE/PB Band



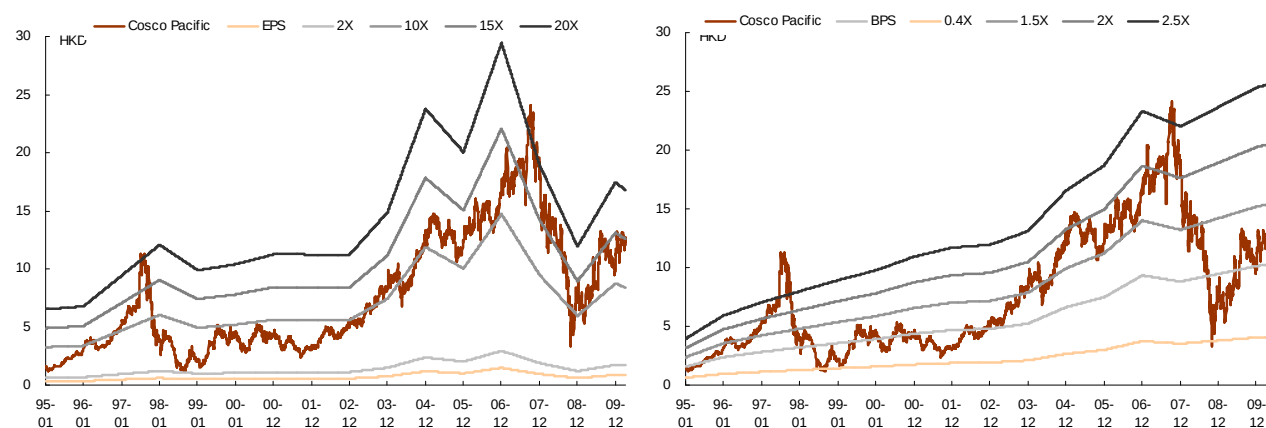
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 33: 招商局国际 PE/PB Band



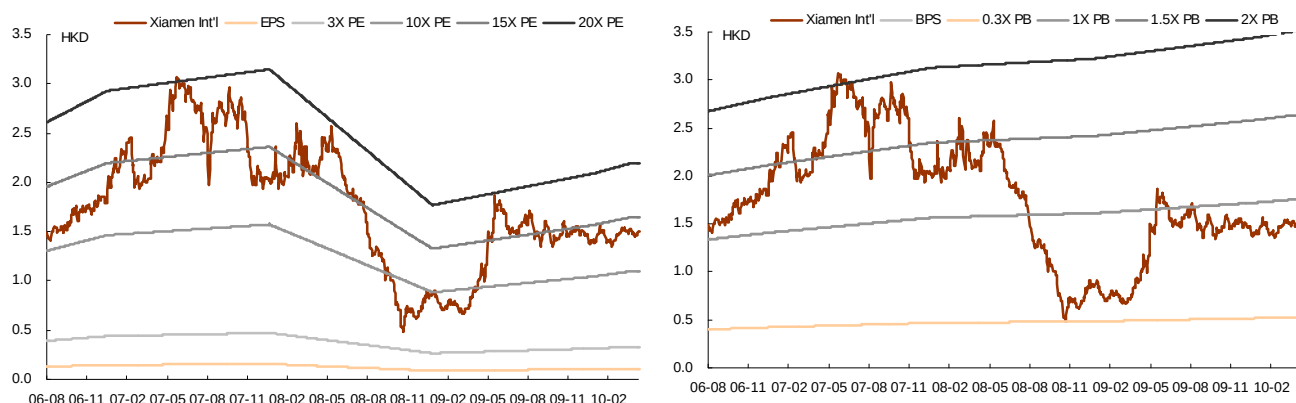
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 34: 中远太平洋 PE/PB Band



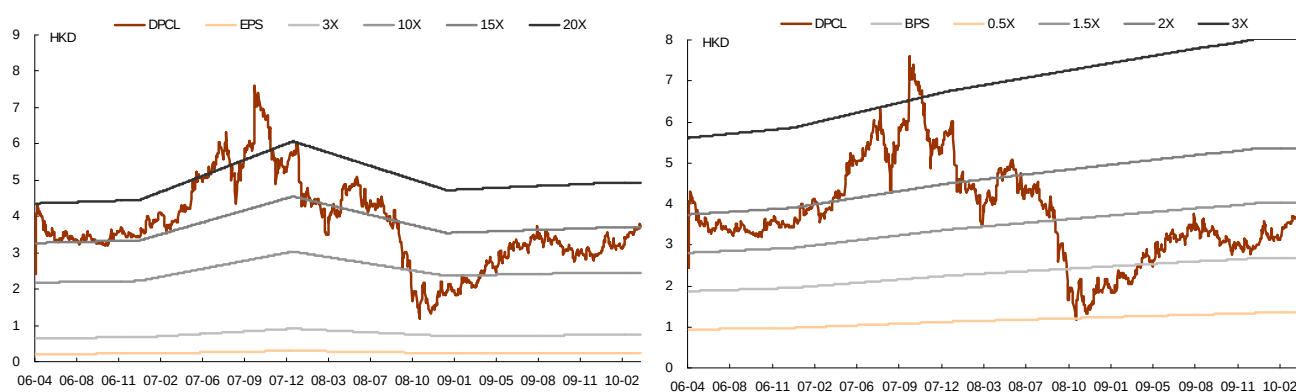
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 35: 厦门国际港务 PE/PB Band



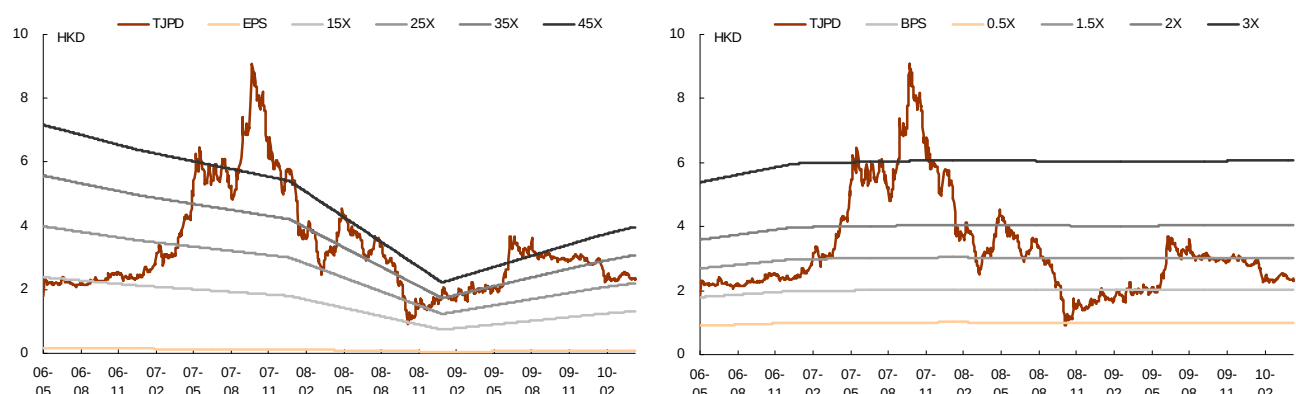
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 36: 大连港 PE/PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 37: 天津港发展 PE/PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 38: 日照港财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	1,202	1,775	2,407	3,058	3,424
YoY %	21%	48%	36%	27%	12%
其中: 主营业务收入	1,075	1,560	2,302	2,953	3,319
非主营业务收入	128	124	105	105	105
减: 营业成本	-910	-1,214	-1,672	-2,019	-2,200
营业税金及附加	-41	-61	-81	-107	-120
管理费用	-41	-56	-61	-77	-86
财务费用	-50	-56	-108	-133	-148
资产减值损失	-1	-7	1	-	-
加: 投资收益	15	33	44	34	36
营业利润调整项	-	-	-	-	-
营业利润	170	415	531	758	908
加: 营业外收支净额	0	0	-4	0	0
税前利润	169	415	535	758	908
减: 所得税	-7	-91	-117	-159	-200
少数股东损益	12	-61	-71	-89	-102
净利润	174	263	348	510	605
YoY %	0%	51%	32%	47%	19%
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	322	251	381	404	808
流动资产合计	656	875	1,140	1,355	1,745
固定资产净值	2,909	3,662	5,287	6,300	6,310
在建工程	1,063	968	465	611	3,104
非流动资产合计	4,116	4,825	6,419	7,465	10,014
总资产	4,772	5,699	7,559	8,820	11,759
短期借款	280	390	875	600	400
流动负债合计	523	989	1,411	2,133	2,157
非流动负债合计	1,473	1,696	1,691	1,785	4,174
负债合计	1,996	2,684	3,103	3,917	6,331
股东权益	2,776	3,015	4,457	4,902	5,428
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	267	370	494	1,821	1,458
投资活动现金流	-726	-628	-1,829	-1,372	-2,913
筹资活动现金流	717	102	1,465	-426	1,859
现金及现金等价物净增加额	259	-71	130	23	405
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
增长					
收入	21.5%	47.6%	35.6%	27.0%	12.0%
息税折旧摊销前利润	21.2%	64.0%	33.3%	33.1%	16.4%
净利润	0.3%	51.4%	32.3%	46.6%	18.8%
利润率					
毛利率	26.2%	32.4%	31.7%	35.1%	36.8%
息税折旧摊销前利润率	35.8%	39.7%	39.1%	40.9%	42.5%
净利润率	14.4%	14.8%	14.4%	16.7%	17.7%
收益率指标					
资产收益率	3.6%	4.6%	4.6%	5.8%	5.1%
净资产收益率	6.3%	8.7%	7.8%	10.4%	11.2%
投入资本收益率	4.2%	5.5%	5.2%	7.3%	6.2%
债务指标					
资产负债率	41.8%	47.1%	41.0%	44.4%	53.8%
净债务/净资产	31.9%	44.9%	36.4%	29.0%	61.9%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (X)	3.5	4.7	3.2	3.7	3.9
利息保障倍数 - EBITDA (X)	8.7	12.6	8.6	9.1	9.4
利息保障倍数 - 现金 (X)	6.5	4.5	3.5	2.9	5.2
每股数据					
每股盈利 (元)	0.11	0.17	0.23	0.34	0.40
每股分红 (元)	0.10	0.05	0.00	0.10	0.12
每股净资产 (元)	1.84	2.00	2.95	3.25	3.59
每股经营现金流 (元)	0.18	0.24	0.33	1.21	0.97

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 39：深赤湾财务摘要

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (百万元)					
营业收入	2,004	1,914	1,465	1,723	2,023
YoY %	3%	-4%	-23%	18%	17%
营业成本	(792)	(829)	(682)	(765)	(877)
营业税金及附加	(69)	(66)	(51)	(59)	(70)
主营业务利润	1,142	1,018	733	899	1,076
管理费用	(135)	(138)	(123)	(140)	(164)
财务费用	(28)	59	(11)	(3)	(1)
营业利润	1,046	1,026	674	846	1,018
投资收益	128	91	73	90	107
营业外收支净额	(3)	7	6	-	-
税前利润	1,043	1,033	680	846	1,018
所得税	(50)	(89)	(76)	(103)	(134)
少数股东权益	(329)	(302)	(185)	(227)	(272)
净利润	664	643	419	516	612
YoY %	6%	-3%	-35%	23%	19%
现金流量表 (百万元)					
经营活动产生之现金流量净额	1,197	1,090	727	807	966
投资活动产生的现金流量净额	(428)	(57)	(157)	(664)	(310)
筹资活动产生的现金流量净额	(153)	(1,164)	(470)	(633)	(575)
货币资金增加额	613	(140)	100	(489)	81
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,080	844	1,001	774	946
货币资金	782	641	741	252	333
短期投资	-	-	-	-	-
应收及其它应收	224	164	231	472	554
预付账款	10	10	3	3	4
存货净额	25	28	26	47	55
其他	39	-	-	-	-
非流动资产	4,377	4,310	4,527	5,290	5,441
长期投资	336	283	346	471	625
固定资产净值	2,273	2,262	2,209	2,301	2,850
无形资产	1,139	1,075	1,072	1,033	995
总资产	5,457	5,154	5,528	6,064	6,387
短期借款	1,221	830	777	577	378
一年内到期的长期负债	273	5	172	422	200
长期借款	-	405	422	200	300
总负债	2,313	1,826	2,107	2,110	1,807
少数股东权益	559	572	568	795	1,067
股东权益	2,586	2,755	2,853	3,160	3,514
负债及所有者权益	5,457	5,154	5,528	6,064	6,387
主要财务比率					
资产收益率(%)	12.2	12.5	7.6	8.5	9.6
净资产收益率(%)	25.7	23.3	14.7	16.3	17.4
分红支出率(%)	65.8	50.2	50.0	50.0	50.0
毛利率(%)	57.0	53.2	50.0	52.2	53.2
经营利润率(%)	52.2	53.6	46.0	49.1	50.3
净利润率(%)	33.1	33.6	28.6	30.0	30.3
息税折旧摊销前利润率(%)	66.2	63.7	63.1	63.3	63.3
净债务/净资产(%)	27.6	21.7	22.1	30.0	15.5
利息偿付率-净率润基础(X)	(26.2)	11.4	(47.8)	(192.8)	(818.6)
利息偿付率-息税折旧摊销前利润	(46.7)	20.7	(87.5)	(337.8)	(1,404.1)
每股收益	1.03	1.00	0.65	0.80	0.95
每股分红	0.68	0.50	0.32	0.40	0.48
每股经营现金流	1.86	1.69	1.13	1.25	1.50
每股净资产	4.01	4.27	4.42	4.90	5.45

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 40: 上港集团财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	16,328	18,140	16,545	18,230	19,678
YoY %	31%	11%	-9%	10%	8%
减: 营业成本	8,551	9,117	9,284	9,128	10,038
营业税金及附加	558	654	499	550	594
主营业务利润	7,777	9,024	7,261	8,551	9,046
减: 营业费用	-	-	-	-	-
管理费用	1,641	1,819	1,813	1,998	1,960
财务费用	205	365	462	250	-45
营业利润	5,586	6,333	4,760	6,007	6,877
加: 投资收益	288	283	222	253	340
加: 营业外收支净额	10	766	623	488	288
税前利润	5,596	7,099	5,383	6,494	7,165
减: 所得税	621	1,069	641	1,024	1,188
少数股东损益	1,335	1,410	983	1,216	1,255
净利润	3,640	4,619	3,760	4,254	4,722
YoY %	23%	27%	-19%	13%	11%
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	7,897	6,435	6,745	2,871	5,338
流动资产	14,902	17,918	21,712	13,616	15,600
固定资产净值	21,570	23,627	23,234	27,618	26,742
在建工程	3,141	2,913	3,002	1,015	-
无形资产	5,833	5,891	5,731	5,516	5,300
非流动资产	40,640	41,163	41,635	45,084	44,205
总资产	55,543	59,081	63,347	58,700	59,805
短期借款	3,057	248	243	200	-
其他应付款	3,996	4,167	4,573	4,939	5,223
流动负债合计	17,464	14,929	17,007	12,851	12,086
非流动负债合计	3,606	8,182	8,174	4,464	2,835
负债合计	21,070	23,111	25,181	17,315	14,921
少数股东权益	6,271	6,094	6,073	7,289	8,544
股东权益	28,202	29,876	32,093	34,096	36,340
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	5,084	3,179	1,234	13,943	8,648
投资活动现金流	-1,915	-2,573	-1,093	-5,124	-890
筹资活动现金流	-5,384	-2,040	169	-12,674	-5,291
现金及现金等价物净增加额	-2,244	-1,462	310	-3,873	2,467
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
资产收益率	6.6%	7.8%	5.9%	7.2%	7.9%
净资产收益率	12.9%	15.5%	11.7%	12.5%	13.0%
投入资本收益率	15.3%	19.2%	14.2%	16.3%	16.1%
资产负债率	37.9%	39.1%	39.8%	29.5%	24.9%
净债务/净资产	-15.6%	-3.0%	-3.2%	-3.1%	-14.7%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	12.2	10.5	7.2	14.1	111.6
利息保障倍数 - EBITDA (x)	24.5	20.9	14.6	28.9	220.2
利息保障倍数 - 现金 (x)	26.5	14.6	12.8	9.5	126.2
每股盈利 (元)	0.17	0.22	0.18	0.20	0.22
每股分红 (元)	0.08	0.10	0.09	0.11	0.12
每股净资产 (元)	1.34	1.42	1.53	1.62	1.73
每股经营现金流 (元)	0.24	0.15	0.06	0.66	0.41

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 41：天津港财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	8,673	10,735	9,233	9,716	10,143
YoY %	29%	24%	-14%	5%	4%
减：主营业务成本	6,298	8,174	6,981	7,278	7,477
主营业务利润	2,375	2,562	2,251	2,438	2,666
加：其他业务利润	120	77	55	55	55
减：营业费用	-	-	-	-	-
营业税金及附加	171	190	179	188	195
管理费用	732	997	960	987	1,007
财务费用	91	191	229	253	330
营业利润	1,503	1,255	938	1,064	1,188
加：投资收益	93	115	79	84	100
加：营业外收支净额	86	23	-16	-	-
税前利润	1,682	1,392	1,001	1,149	1,288
减：所得税	434	247	161	207	258
少数股东损益	201	203	196	213	233
净利润	1,047	942	644	729	797
YoY %	16%	-10%	-32%	13%	9%
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	2,023	1,849	2,492	1,555	1,658
流动资产	5,603	3,397	4,838	3,897	4,294
固定资产净值	6,167	9,683	11,324	11,012	12,811
在建工程	2,922	1,659	75	1,308	375
无形资产	416	3,193	3,135	3,061	2,986
非流动资产	11,324	16,453	16,580	17,424	18,314
总资产	16,927	19,850	21,419	21,321	22,608
短期借款	2,634	1,464	1,300	500	800
其他应付款	256	251	308	276	312
流动负债合计	5,635	4,286	4,244	2,895	3,360
非流动负债合计	1,858	3,625	4,288	4,788	4,788
负债合计	7,493	7,911	8,532	7,682	8,147
少数股东权益	2,754	2,956	3,170	3,383	3,616
股东权益	6,680	8,983	9,717	10,256	10,845
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	878	1,501	1,130	1,902	1,955
投资活动现金流	-4,485	-2,213	-944	-1,532	-1,632
筹资活动现金流	3,877	537	448	-1,308	-220
现金及现金等价物净增加额	266	-173	643	-938	104
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
资产收益率	6.2%	4.7%	3.0%	3.4%	3.5%
净资产收益率	15.7%	10.5%	6.6%	7.1%	7.3%
投入资本收益率	12.6%	9.3%	6.6%	7.6%	8.2%
资产负债率	44.3%	39.9%	39.8%	36.0%	36.0%
净债务/净资产	39.4%	41.0%	38.6%	35.7%	35.6%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	9.2	4.0	2.4	2.6	2.2
利息保障倍数 - EBITDA (x)	19.5	9.4	7.1	7.5	6.7
利息保障倍数 - 现金 (x)	17.7	7.9	9.3	5.5	4.7
每股盈利 (元)	0.63	0.56	0.38	0.44	0.48
每股分红 (元)	0.09	0.00	0.10	0.11	0.12
每股净资产 (元)	3.99	5.36	5.80	6.12	6.48
每股经营现金流 (元)	0.52	0.90	0.67	1.14	1.17

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 42: 盐田港财务摘要

(单位: 人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	703	430	401	406	413
(+/-%)	-	2.6 -	38.8 -	6.6	1.2
营业成本	-322	-157	-142	-139	-140
(+/-%)	(14.4) -	51.2 -	9.7 -	2.0	1.0
主营业务利润	358	257	245	253	258
(+/-%)	11.4 -	28.2 -	4.7	3.1	2.1
营业利润	285	241	232	242	245
(+/-%)	14.6 -	15.3 -	3.6	4.0	1.3
利润总额	777	685	569	604	680
(+/-%)	(5.8)	(11.9)	(17.0)	6.2	12.7
净利润	646	573	461	492	565
(+/-%)	(8.5)	(11.3)	(19.6)	6.8	14.8
现金流量表					
经营活动现金流	304	254	185	199	207
投资活动现金流	156 -	33	814	403	420
融资活动现金流	-395	-404	-516	-447	-463
现金及现金等价物净增加额	62	-182	483	155	164
资产负债表					
流动资产	2,078	1,699	2,181	2,336	2,501
长期投资和固定资产	2,061	2,873	3,009	3,174	3,391
流动负债	184	153	147	148	151
长期负债	-	216	216	216	216
股东权益	3,955	4,203	4,827	5,147	5,525
财务指标					
毛利率 (%)	51.0	59.9	61.1	62.2	62.4
营业利润率 (%)	40.5	56.1	57.9	59.5	59.2
净利润率 (%)	91.9	133.3	114.7	121.1	136.7
息税折旧摊销前利润率 (%)	109.3	102.8	143.4	150.7	167.9
营业、管理费用/主营业务收入 (%)	10.5	3.7	3.2	2.7	3.2
股本回报率 (%)	19.0	15.3	11.2	10.9	11.7
股息收益率 (%)	2.8	2.8	2.2	2.3	2.7
净债务/股东权益 (%)	(45.9)	(37.2)	(43.3)	(44.2)	(44.7)
流动比率 (x)	11.30	11.09	14.83	15.79	16.58

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

图表 43：营口港财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	1,082	1,951	1,876	2,069	2,218
YoY %	21%	80%	-4%	10%	7%
其中：主营业务收入	1,082	1,951	1,876	2,069	2,218
减：营业成本	-725	-1,302	-1,231	-1,360	-1,422
营业税金及附加	-35	-62	-60	-66	-71
管理费用	-49	-106	-120	-132	-142
财务费用	-62	-142	-260	-273	-256
资产减值损失	-	-	-	-	-
加：投资收益	36	30	31	38	41
营业利润调整项	-	-	-	-	-
营业利润	246	369	237	275	369
加：营业外收支净额	1	-	-	-	-
税前利润	246	368	237	275	368
减：所得税	-62	-63	-37	-48	-72
少数股东损益	-	-6	-5	-8	-10
净利润	185	300	195	218	286
YoY %	14%	62%	-35%	12%	31%
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	67	263	253	201	169
流动资产合计	328	685	640	548	544
固定资产净值	2,691	7,179	7,285	6,891	6,481
在建工程	12	32	73	-	-
非流动资产合计	2,910	8,266	8,416	8,037	7,651
总资产	3,238	8,951	9,056	8,585	8,195
短期借款	480	1,690	-	100	100
流动负债合计	994	5,040	817	510	924
非流动负债合计	274	790	4,923	4,533	3,433
负债合计	1,268	5,830	5,741	5,043	4,357
股东权益	1,970	3,121	3,316	3,542	3,838
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	160	295	337	942	902
投资活动现金流	-63	-613	-1,303	5	16
筹资活动现金流	-90	473	957	-1,000	-950
现金及现金等价物净增加额	7	155	-9	-52	-32
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
增长					
收入	20.6%	80.4%	-3.8%	10.3%	7.2%
息税折旧摊销前利润	15.3%	95.9%	3.1%	7.0%	8.0%
净利润	14.2%	62.3%	-35.0%	12.1%	31.1%
利润率					
毛利率	33.0%	33.3%	34.4%	34.2%	35.9%
息税折旧摊销前利润率	41.0%	44.6%	47.8%	46.4%	46.7%
净利润率	17.1%	15.4%	10.4%	10.6%	12.9%
收益率指标					
资产收益率	5.7%	3.3%	2.2%	2.5%	3.5%
净资产收益率	9.4%	9.6%	5.9%	6.2%	7.5%
投入资本收益率	6.2%	5.3%	2.2%	2.6%	3.6%
债务指标					
资产负债率	39.2%	65.1%	63.4%	58.7%	53.2%
净债务/净资产	47.8%	73.8%	161.0%	131.8%	104.4%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	2.9	2.1	0.8	0.8	1.1
利息保障倍数 - EBITDA (x)	7.1	6.2	3.9	3.5	4.0
利息保障倍数 - 现金 (x)	1.1	1.9	1.1	0.7	0.7
每股数据					
每股盈利 (元)	0.17	0.27	0.18	0.20	0.26
每股分红 (元)	0.30	0.00	0.10	0.00	0.00
每股净资产 (元)	1.79	2.84	3.02	3.23	3.50
每股经营现金流 (元)	0.15	0.27	0.31	0.86	0.82

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 44: 锦州港财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	792	739	784	907	1,021
YoY %	51%	-7%	6%	16%	13%
其中: 主营业务收入	775	721	766	888	1,003
非主营业务收入	17	18	18	18	18
减: 营业成本	-363	-323	-325	-405	-437
营业税金及附加	-28	-26	-28	-32	-36
销售费用	-5	-5	-5	-5	-5
管理费用	-65	-64	-67	-78	-88
财务费用	-109	-67	-80	-123	-154
资产减值损失	-0	-33	-	-	-
加: 投资收益	4	2	5	6	18
营业利润调整项	-	-	-	-	-
营业利润	225	223	283	270	318
加: 营业外收支净额	-1	-1	-4	-4	-4
税前利润	226	224	287	273	322
减: 所得税	-59	-57	-72	-68	-81
少数股东损益	-3	-3	-4	-4	-5
净利润	164	163	211	201	237
YoY %	168%	-1%	30%	-5%	18%
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	183	764	296	360	371
流动资产合计	268	869	410	479	512
固定资产净值	3,466	3,494	4,463	5,821	5,646
在建工程	304	563	901	169	169
非流动资产合计	4,042	4,339	6,721	7,354	7,197
总资产	4,309	5,208	7,131	7,833	7,709
短期借款	324	130	1,000	300	300
其他应付款	32	56	46	61	64
流动负债合计	1,346	1,012	1,796	1,247	1,321
非流动负债合计	1,390	617	1,588	2,682	2,298
负债合计	2,736	1,628	3,385	3,929	3,619
少数股东权益	13	13	17	21	26
股东权益	1,574	3,580	3,746	3,904	4,090
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	410	426	381	624	673
投资活动现金流	-320	-684	-2,542	-828	-47
筹资活动现金流	-90	713	1,692	268	-616
现金及现金等价物净增加额	-0	455	-468	64	10
主要经营和财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
增长					
收入	50.5%	-6.7%	6.1%	15.7%	12.6%
息税折旧摊销前利润	49.2%	-9.1%	23.1%	13.0%	17.9%
息税前利润	62.6%	-13.4%	26.4%	7.9%	20.2%
税前利润	98.6%	-1.3%	28.4%	-4.7%	17.8%
净利润	167.8%	-0.7%	29.6%	-4.7%	17.8%
利润率					
毛利率	54.2%	56.3%	58.8%	55.4%	57.3%
息税折旧摊销前利润率	56.6%	55.1%	64.0%	62.5%	65.5%
息税前利润率	42.3%	39.3%	46.9%	43.7%	46.7%
经营利润率	28.4%	30.1%	36.2%	29.8%	31.2%
净利润率	20.7%	22.1%	27.0%	22.2%	23.2%
收益率指标					
资产收益率	3.8%	3.1%	3.0%	2.6%	3.1%
净资产收益率	10.4%	4.6%	5.6%	5.2%	5.8%
投入资本收益率	4.6%	3.7%	3.2%	2.8%	3.4%
债务指标					
资产负债率	63.5%	31.3%	47.5%	50.2%	46.9%
净债务/净资产	113.2%	2.8%	65.8%	72.8%	59.3%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	1.5	2.2	2.5	1.6	1.5
利息保障倍数 - EBITDA (x)	4.0	5.6	6.0	4.6	4.3
利息保障倍数 - 现金 (x)	1.7	10.5	3.6	2.9	2.4
每股数据					
每股盈利 (元)	0.11	0.10	0.14	0.13	0.15
每股分红 (元)	0.04	0.02	0.03	0.03	0.04
每股净资产 (元)	1.01	2.29	2.40	2.50	2.62
每股经营现金流 (元)	0.26	0.27	0.24	0.40	0.43

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 45：招商局国际财务摘要

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (港币百万元)					
主营业务收入	3,345	4,135	3,588	4,307	4,945
YoY %	-16%	24%	-13%	20%	15%
主营业务成本	(1,644)	(2,163)	(2,055)	(2,283)	(2,508)
主营业务利润	1,701	1,972	1,533	2,024	2,437
其他业务利润	209	545	396	416	437
管理费用	(467)	(582)	(388)	(542)	(622)
营业利润	1,443	1,935	1,541	1,898	2,252
投资收益	2,705	2,663	2,354	2,553	3,143
财务费用	(566)	(627)	(668)	(639)	(607)
税前利润	3,613	4,014	3,243	3,828	4,804
所得税	(174)	(220)	(278)	(405)	(604)
少数股东损益	(350)	(320)	(219)	(253)	(310)
净利润	3,545	3,706	3,238	3,171	3,890
YoY %	40%	5%	-13%	-2%	23%
经常性净利润	3,404	3,312	2,746	3,171	3,890
YoY %	n.a.	-3%	-17%	15%	23%
资产负债表 (港币百万元)					
商誉	3,750	2,513	2,513	2,513	2,513
固定资产	11,201	12,921	12,865	14,149	14,898
长期股权投资	18,572	20,038	20,978	21,478	21,978
其他非流动资产	434	-	-	-	-
非流动资产合计	41,790	45,278	46,162	47,946	49,195
存货净额	324	41	36	43	49
应收及其它应收	1,896	684	397	240	276
货币资金	1,230	2,806	3,431	2,412	2,753
流动资产	3,896	5,215	5,547	4,379	4,763
总资产	45,686	50,493	51,710	52,325	53,958
应付款项	3,409	5,004	4,754	5,282	5,801
短期借款	6,206	1,237	1,237	1,237	1,237
流动负债合计	9,652	6,260	6,008	6,535	7,058
长期借款	-	-	-	-	-
其他借款	7,091	10,246	9,746	9,746	10,746
非流动负债合计	7,559	11,519	11,019	11,019	12,019
少数股东权益	1,633	2,434	2,653	2,653	2,653
股本	241	242	242	243	244
盈余公积	25,518	29,069	30,921	30,921	30,921
股息	1,083	969	969	969	969
股东权益	26,842	30,280	32,132	32,133	32,134
主要经营和财务指标					
净资产收益率	13.2	12.2	10.1	9.9	12.1
资产收益率	7.8	7.3	6.2	6.1	7.2
分红比率	44.1	44.4	42.8	42.8	42.8
毛利率	50.9	47.7	42.7	47.0	49.3
净利润率	106.0	89.6	90.2	73.6	78.7
净债务/净资产	30.4	25.4	23.5	20.5	22.5
每股分红(元)	0.64	0.68	0.57	0.55	0.68
每股净资产(元)	11.04	12.45	13.21	13.10	13.05

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 46: 中远太平洋财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	299	338	349	457	510
YoY %	0.5%	13.1%	3.4%	30.7%	11.6%
主营业务成本	-153	-165	-200	-284	-324
主营业务利润	146	173	149	173	186
其他业务收入	76	49	32	36	44
管理费用	-56	-50	-63	-73	-76
其他经营收入净额	-10	-6	-19	-24	-27
资产处置收入	55	-	-	-	1
营业利润	212	166	100	112	126
财务收入	10	7	6	0	0
财务费用	-50	-53	-40	-68	-74
合营公司投资收益	107	100	85	82	103
联营公司投资收益	80	55	33	50	81
税前利润	451	275	189	273	241
所得税	-18	5	-13	-13	-19
少数股东损益	-5	-5	-4	-7	-7
净利润	428	275	173	253	215
YoY %	47.0%	-35.8%	-37.2%	46.7%	-15.2%
经常性净利润	267	214	166	184	212
YoY %	1.9%	-19.7%	-22.3%	10.6%	15.0%
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
固定资产	1,474	1,628	1,834	2,572	2,932
长期投资	1,233	1,498	1,161	1,161	1,161
其它长期资产	56	94	442	442	442
非流动资产	3,267	3,543	3,757	4,495	4,855
现金及现金等价物	387	431	686	776	769
其它流动资产	217	239	192	280	313
流动资产	604	670	878	1,056	1,082
短期借款	40	67	194	244	264
其它流动负债	169	127	152	214	244
流动负债	209	194	346	458	507
长期负债	874	1,357	1,411	2,011	2,211
少数股东权益	62	94	116	116	116
股东权益	2,712	2,552	2,742	2,934	3,052
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	199	147	-84	177	237
投资活动现金流	-760	-766	-130	-704	-545
筹资活动现金流	382	209	180	650	220
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
EBITDA/收入	195.6%	124.4%	93.7%	101.3%	91.1%
EBITDA/总资产	15.1%	10.0%	7.1%	8.3%	7.8%
净资产收益率	17.5%	10.4%	6.5%	8.9%	7.2%
资产收益率	11.0%	6.5%	3.7%	4.6%	3.6%
投入资本收益率	15.0%	8.6%	5.0%	6.5%	5.3%
债务/净资产	33.7%	55.8%	58.5%	76.8%	81.1%
净债务/净资产	19.4%	38.9%	33.5%	50.4%	55.9%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 47：厦门国际港务财务摘要

损益表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,891	3,411	2,069	2,268	2,423
主营业务成本	-2,250	-2,800	-1,604	-1,757	-1,861
主营业务利润	641	611	466	511	562
其他业务利润	35	53	26	26	26
营业费用	-29	-36	-22	-24	-26
管理费用	-159	-167	-95	-104	-112
营业利润	548	506	374	408	451
财务费用	28	27	22	25	31
投资收益	-17	-33	-23	-15	-6
营业外收支净额	4	2	-45	-27	-11
税前利润	563	502	328	391	463
所得税	-57	-28	-46	-63	-83
少数股东损益	-132	-98	-70	-77	-84
净利润	374	377	212	252	296
资产负债表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
土地使用权	1,038	999	973	947	921
固定资产	3,222	3,310	3,511	3,353	3,187
长期股权投资	35	35	-11	-64	-87
无形资产	33	39	36	31	27
非流动资产	4,552	4,497	4,623	4,381	4,162
存货净额	403	133	106	116	123
应收及其它应收	1,015	780	456	494	521
货币资金	1,001	845	958	1,037	1,437
流动资产	2,565	2,038	1,800	1,927	2,361
总资产	7,117	6,534	6,423	6,308	6,523
非流动资产	751	534	425	323	223
应付帐款	986	534	324	355	380
其他应付款	379	485	288	316	338
短期借款	462	303	502	202	200
流动负债	1,883	1,337	1,136	892	944
少数股东权益	881	920	990	1,066	1,150
股东权益	3,602	3,744	3,872	4,023	4,201
现金流量表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	355	552	564	579	618
投资活动现金流	-140	-138	-368	1	-8
筹资活动现金流	191	-563	-82	-502	-209
现金及现金等价物净增加额	407	-150	114	78	401
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润率					
毛利率	22.2%	17.9%	22.5%	22.5%	23.2%
经营利润率	19.0%	14.8%	18.1%	18.0%	18.6%
净利率	13.0%	11.0%	10.3%	11.1%	12.2%
收益率指标					
资产收益率	5.3%	5.8%	3.3%	4.0%	4.5%
净资产收益率	10.4%	10.1%	5.5%	6.3%	7.0%
债务指标					
资产负债率	37.0%	28.6%	24.3%	19.3%	17.9%
净债务/净资产	0.2%	-4.8%	-5.3%	-17.0%	-28.2%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	21.8	11.3	9.2	16.7	45.6
利息保障倍数 - EBITDA (x)	42.7	21.1	25.8	42.9	107.4
利息保障倍数 - 现金 (x)	58.4	25.4	41.6	68.8	221.6
每股数据					
每股盈利 (元)	0.137	0.138	0.078	0.092	0.108
每股分红 (元)	0.057	0.055	0.031	0.037	0.043
每股净资产 (元)	1.321	1.373	1.420	1.476	1.541
每股经营现金流 (元)	0.130	0.202	0.207	0.212	0.227

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 48: 大连港财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,571	1,587	1,678	1,875	2,022
YoY %	35%	1%	6%	12%	8%
息税折旧摊销前利润	956	1,292	959	1,141	1,262
营业费用	(840)	(935)	(883)	(938)	(1,011)
折旧摊销费用	(148)	(173)	(218)	(258)	(302)
其他业务收入	57	452	38	35	26
营业利润	640	931	615	715	736
净利息费用	(39)	(73)	(59)	(92)	(119)
投资收益	1	9	(0)	9	29
税前利润	750	1,032	667	779	838
所得税费用	(119)	(209)	(62)	(164)	(176)
少数股东损益	(19)	(43)	5	0	(3)
净利润	611	780	609	616	659
YoY %	-3%	28%	-22%	1%	7%
现金流量表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动产生之现金流量净额	834	561	832	829	853
投资活动产生的现金流量净额	(1,266)	30	(1,035)	(1,113)	(530)
筹资活动产生的现金流量净额	(448)	(454)	379	(423)	(327)
货币资金增加额	(880)	138	176	(707)	(5)
资产负债表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	1,165	1,339	1,516	684	723
货币资金	532	670	1,021	139	134
其他	633	669	495	546	589
固定资产净值	6,924	7,004	7,494	8,682	9,085
在建工程	0	0	0	0	0
长期投资	1,436	1,845	2,101	2,135	2,199
总资产	9,525	10,188	11,111	11,502	12,007
流动资产	1,306	894	654	1,176	1,216
长期负债	2,281	2,744	3,700	3,672	3,672
股东权益	5,776	6,361	6,711	6,595	7,044
少数股东权益	160	190	46	46	50
负债及股东权益合计	9,525	10,188	11,111	11,489	11,982
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净资产收益率(%)	10.6	12.3	9.1	9.3	9.4
投入资本收益率(%)	9.9	12.8	7.5	8.7	9.1
资产收益率(%)	6.4	7.7	5.5	5.4	5.5
每股盈利	0.21	0.27	0.21	0.21	0.23
每股股利	0.08	0.09	0.25	0.07	0.08
毛利率(%)	0.44	0.44	0.45	0.46	0.45
净债务/净资产(%)	29.4	24.5	30.8	51.0	47.8
利息偿付率-息税折旧摊销前利润基础(X)	16.5	14.7	12.9	11.0	10.3
利息偿付率-现金(X)	9.2	7.6	13.8	1.3	1.1

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 49：天津港发展财务摘要

损益表 (港币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,194	1,259	1,403	1,497	1,648
YoY %	15%	5%	11%	7%	10%
主营业务成本	-562	-690	-953	-953	-1,034
主营业务税金及附加	-36	-38	-33	-35	-38
主营业务利润	596	531	417	509	576
其他业务利润	36	58	30	30	23
营业费用	-31	-3	-1	-1	-1
管理费用	-310	-364	-450	-371	-399
营业利润	290	223	-4	167	198
财务费用	-3	-27	-13	-25	-21
投资收益	1	10	-1	-42	-31
营业外收支净额	-	-	-	-	-
税前利润	288	181	-18	100	146
所得税	-47	-50	-30	-21	-34
少数股东损益	-0	0	0	0	0
净利润	240	131	-48	79	113
YoY %	-21%	-46%	-136%	-266%	43%
资产负债表 (港币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
土地使用权	769	792	774	753	733
固定资产	1,803	1,843	1,813	1,752	1,688
长期股权投资	729	1,459	1,520	1,520	1,520
递延税资产	9	9	9	9	9
可供出售资产	6	21	42	40	38
非流动资产	3,315	4,124	4,159	4,075	3,988
存货净额	5	5	145	76	120
应收及其它应收	146	175	391	313	402
货币资金	439	589	707	569	589
流动资产	592	779	1,286	1,001	1,153
总资产	3,907	4,903	5,445	5,076	5,141
非流动资产	390	1,140	1,211	1,111	1,011
应付款项	88	128	459	321	446
流动负债	123	144	643	328	429
少数股东权益	4	4	4	4	4
股东权益	3,390	3,614	3,586	3,632	3,697
现金流量表 (港币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	322	259	60	277	293
投资活动现金流	-1,027	-753	-140	-119	-110
筹资活动现金流	217	644	199	-296	-163
现金及现金等价物净增加额	-488	150	119	-138	19
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
利润率					
毛利率	49.9%	42.2%	29.7%	34.0%	34.9%
经营利润率	24.3%	17.7%	-0.3%	11.1%	12.0%
净利润率	20.1%	10.4%	-3.4%	5.3%	6.8%
收益率指标					
资产收益率	6.2%	2.7%	-0.9%	1.6%	2.2%
净资产收益率	7.1%	3.6%	-1.3%	2.2%	3.1%
投入资本收益率	6.4%	2.8%	-1.0%	1.7%	2.4%
债务指标					
资产负债率	13.1%	26.2%	34.1%	28.4%	28.0%
净债务/净资产	-1.4%	15.3%	17.9%	14.6%	11.1%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	72.2	4.9	-3.8	3.1	5.4
利息保障倍数 - EBITDA (x)	112.3	12.4	9.4	10.0	14.6
利息保障倍数 - 现金 (x)	131.8	22.2	56.0	22.6	28.0
每股数据					
每股盈利 (元)	0.135	0.073	-0.027	0.044	0.063
每股分红 (元)	0.054	0.031	0.000	0.019	0.027
每股净资产 (元)	1.897	2.023	2.007	2.033	2.069
每股经营现金流 (元)	0.180	0.145	0.034	0.155	0.164

资料来源：公司信息、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。