



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 2 月 21 日

港口

研究部

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060007

niedz@cicc.com.cn

看好利用率和费率持续提升的集装箱港口 基于箱量、费率和运营杠杆的分析

行业近况:

1 月份以来集装箱港口板块表现良好, 与我们 12 月 21 日年度策略和 2 月 9 日更新报告观点一致。主要因为近日公布的出口数据超出市场预期: 1 月份中国出口额和港口集装箱吞吐量分别同比增长 37.7% 和 17.6%。我们认为 1 月数据受到春节前的出货因素的一定影响, 去年春节在 2 月中旬, 而今年在 2 月初, 因此我们判断 2 月份集装箱吞吐量增速会大幅回落至 10% 左右, 但 3 月份有望继续攀升至 15% 左右的水平。我们判断 2011 年全国集装箱吞吐量能实现 13%-15% 的同比增长, 高于市场之前预期的 10% 的增速。

评论:

在外围经济持续向好的背景下, 集装箱港口板块仍有上升空间。集装箱港口的合理估值取决于未来的盈利增长, 综合考虑箱量增长、费率提升和产能利用率提升 (运营杠杆) 三个因素, **集装箱港口业绩未来几年内生增速普遍为 15%-22%**: 假设前提是全国港口箱量增速 13%、费率升幅 3-5%, 我们测算上港和赤湾的业绩未来几年内生增速可望达到 20% 和 15%, 招商局国际和中远太平洋则可达到 22% 和 20%。具体而言, 集装箱港口的选股角度如下:

角度一: 基于箱量超预期, 上调集装箱港口 2011 年盈利预测 5-10%: 我们将 2011 年全国集装箱量增速预期从之前 11% 上调至 13%。从箱量增长来看, 我们认为产业转移利好华东港口 (例如上港和宁波), 而对港区内竞争激烈、产业可能外移的港口相对谨慎 (赤湾)。但从**业绩弹性**来看, **深赤湾最高**, 箱量影响盈利的弹性为 1:1.3, 其次为上港 1.2, 两家综合性港口宁波和天津港相对低, 为 0.6 和 0.4; H 股的投资性港口中远太平洋和招商局国际弹性为 0.9 和 1.1。也就是说, **如果 2011 年箱量增速达到 2010 年的水平 (20%), 而非我们预测的 13%, 集装箱港口的盈利上调空间在 10% 左右。**

角度二: 关注产能利用率低, 未来将享受运营杠杆的港口。前危机时代港口的盈利增长主要靠 25% 的每年吞吐量增长, 而当时建设力度也较大, 因此运营杠杆为负影响。后危机时代集装箱吞吐量增速将回落至 12-15% 的水平, 但不同的是目前集装箱港口建设已经显著放缓, 盈利增速会明显高于箱量增速。因此我们看好目前产能利用率低, 未来箱量能持续提升的集装箱港口 (上港 71% 产能利用率、天津港 78%、中远太平洋 70%), 而对未来持续有码头投产带来成本压力的宁波港和大连港保持谨慎, 而深赤湾由于有产能瓶颈和竞争压力, 未来箱量持续提升也将面临压力。

角度三: 费率提升也将带来盈利增长。目前中国集装箱费率仍比国际水平低, 部分港口还没有恢复到危机前的水平。考虑通货膨胀, 我们认为未来每年应该可以有 3-5% 的费率提升空间。从业绩对费率的弹性来看, 深赤湾最高, 为 1:2; 而从费率提升空间来看, 在“南北同价、内外贸同价”的呼声下, 目前费率低、内贸箱占比高、周边港口竞争不激烈的天津港提升空间最大。目前深赤湾、上港、宁波、天津、大连平均费率比值为 100:96:91:65:59。

估值与建议:

从估值来看, A 股集装箱港口平均市盈率 (17x) 相对于 02 年以来的均值 (18x) 有 8% 的折价, H 股的中远太平洋市盈率 (12.4x) 相对于 05 年以来均值 (16.0x) 有 22% 的折让, 招商局国际与 05 年以来的均值相当 (17.0x)。考虑目前市场对外围经济继续看好, 我们认为集装箱港口尚有一定空间, 但未来投资应关注估值相对低和盈利增长相对高的标的。

A 股: 我们继续“推荐”弹性较高、产能利用率可以持续提升、土地储备丰富的上港集团 (目前 17x), 维持 5.5 元目标价。“审慎推荐”业绩弹性大的深赤湾 (18x), 但建议股价回落后介入。其次我们还上调低估值的天津港 (15x) 评级到“审慎推荐” (参见同日报告), 其集装箱业务恰处于达到盈亏平衡点后的快速增长阶段, 而散货业务在全国内需平衡增长的背景下不会下滑。另外我们首次覆盖宁波港 (16x), 给予“中性” (参见同日报告)。

H 股: 我们继续“推荐”中远太平洋, 其 1 月份港口吞吐量超出预期, 而中集集团也修正其业绩增速, 我们上调公司的盈利预测 9% 并将目标价从 17 港币上调至 19 港币 (对应 15.5x)。“审慎推荐”招商局国际, 由于上港集团增发收购的不利影响在下半年才会体现因此我们上调公司盈利预测 8%, 并将目标价从 32 港币上调至 39 港币, 给予 34-39 元的交易区间 (对应 2011 年 16-18x)。

风险提示: 欧美经济二次探底的风险。

目录

上调全国港口箱量增速预测，关注弹性大的公司	3
产能利用率低的港口将享受运营杠杆	5
选择费率提升空间大的港口	7
集装箱港口的业绩具有成长性：对箱量增长费率提升和运营杠杆的综合考虑	9
推荐估值低估和具备成长性的集装箱港口	10

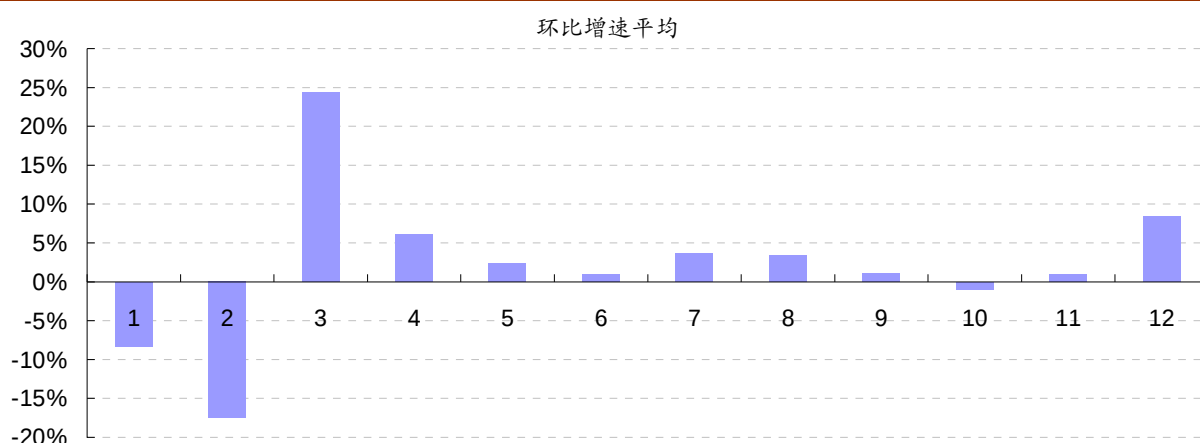
图表

图表 1: 历史上 1-2 月的月度港口箱量数据受春节效应影响大	3
图表 2: 我们对全国箱量增速预测	3
图表 3: 我们对主要港口的箱量增速预测和产能	4
图表 4: 主要集装箱港口公司的业绩增速相对于箱量增速的弹性	4
图表 5: 预计未来几年全行业的产能利用率逐年提升	5
图表 6: 我们对主要集装箱港口产能利用率的预测	6
图表 7: 主要集装箱港口公司的业绩增速相对于费率增速的弹性	7
图表 8: 主要集装箱港口公司的集装箱倒算装卸费率（平均费率）	7
图表 9: 主要集装箱港的内贸箱比例	7
图表 10: 部分集装箱港口倒算装卸费率和危机前水平的比较	8
图表 11: 乐观情形下各港口公司的盈利预测和估值水平	9
图表 12: 盈利预测调整	11
图表 13: 港口板块估值表	11
图表 14: A 股集装箱港口板块的历史估值水平	11
图表 15: H 股港口板块的历史估值水平	12
图表 16: 天津港历史 PE/PB Band	12
图表 17: 宁波港历史 PE 和 PB 水平	12
图表 18: 上港历史 PE 和 PB 水平	13
图表 19: 深赤湾历史 PE 和 PB 水平	13
图表 20: 中远太平洋历史 PE 和 PB 水平	13
图表 21: 招商局国际历史 PE 和 PB 水平	14
图表 22: 天津港（600717.CH）财务摘要	15
图表 23: 深赤湾（000022.CH）财务摘要	16
图表 24: 上港集团（600018.CH）财务摘要	17
图表 25: 宁波港（601018.CH）财务摘要	18
图表 26: 招商局国际（144.HK）财务摘要	19
图表 27: 中远太平洋（1199.HK）财务摘要	20

上调全国港口箱量增速预测，关注弹性大的公司

1 月份港口箱量受春节效应的一定影响。2001-2010 年的 2 月份港口箱量全部会出现同比下滑，平均环比下滑 18%。而 2011 年以来，春节在 2 月初的年份和春节在 1 月底的年份相比，其 2 月的箱量环比下滑更为严重。从 2011 年的情况来看，2011 年的春节发生在 2 月初因此提前出口的货量录入到 1 月份，而 2010 年发生在 2 月中旬因此提前出口的货量则更多的录入到了 2 月上旬，所以 2011 年 2 月份数据受春节因素的影响较之往年可能更大。短期来看，考虑春节效应我们判断 2 月份出口和港口箱量增速会大幅回落，3 月份再继续攀升。具体到港口箱量同比增速，我们预计从 1 月的 18% 回落到 10% 以内，而 3 月份的增速则有望回升到 15%-20% 之间。

图表 1: 历史上 1-2 月的月度港口箱量数据受春节效应影响大



资料来源：港口网、中金公司研究部

另外，市场对于海外经济的乐观情绪在 1 月份的出口数据中得到印证，因此集装箱港口板块普遍跑赢大盘。我们此次也随之将全年的集装箱量增速预期从之前的 11% 上调至 13%，高于市场最初 10% 的预期。我们目前对上港、深赤湾、天津港、宁波港、中远太平洋和招商局国际 6 家上市公司的 2011 年中国港口箱量增速预测分别是 13%、11%、13%、18%、13.5% 和 12.5%。

从箱量增长来看，我们喜欢腹地受益于产业转移而带来的箱量增长（例如上港），而对港区内竞争激烈，产业可能外移的港口相对谨慎（赤湾）。

图表 2: 我们对全国箱量增速预测

	2008	2009	2010F	2011E	2012E
八大集装箱港口合计增速	9%	-6%	18.1%	12.8%	11.6%
其他集装箱港口合计增速	27%	-4%	27.1%	14.6%	12.2%
全国集装箱吞吐量增速	12%	-6%	19.4%	13.1%	11.7%
全国出口额名义增速	17%	-16%	28.5%	21.0%	16.0%
全国出口额实际增速	8.5%	-8.0%	15.5%	11.0%	10.0%
全国集装箱吞吐量增速与名义出口增速弹性	0.67	0.38	0.68	0.62	0.73
全国集装箱吞吐量增速与实际出口增速弹性	1.37	0.75	1.25	1.19	1.17

资料来源：CEIC、港口网、中金公司研究部

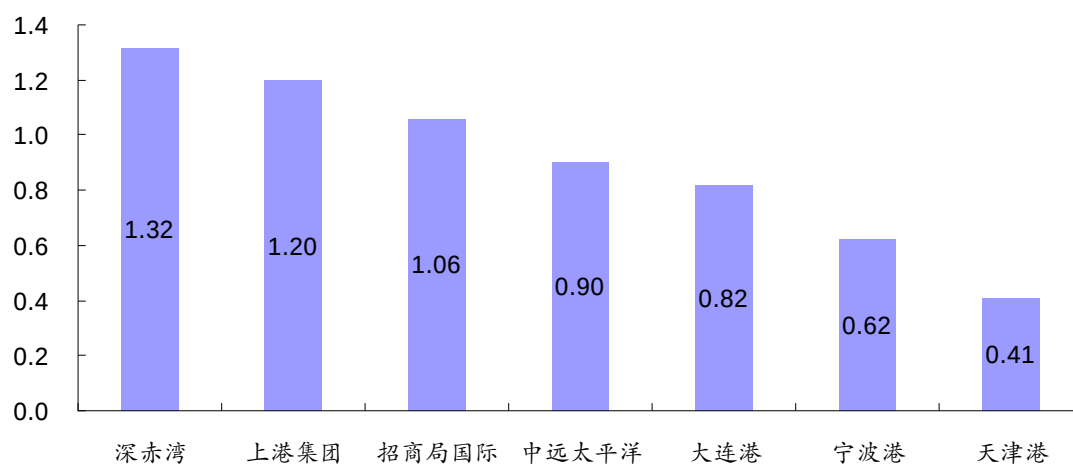
图表 3: 我们对主要港口的箱量增速预测和产能

集装箱吞吐量增速								
(%)	2008	2009	2010F	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	7.1%	-10.7%	15.7%	13.0%	11.9%	10.0%	7.0%	10.0%
深圳	1.5%	-14.8%	23.0%	11.0%	10.0%	10.0%	6.3%	6.0%
青岛	5.9%	2.4%	17.4%	13.0%	12.0%	9.0%	9.0%	9.0%
宁波-舟山	16.7%	-3.8%	25.4%	18.0%	14.0%	12.0%	12.0%	12.0%
厦门	8.8%	-7.0%	22.4%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%
天津	19.7%	2.4%	15.4%	12.7%	12.9%	10.0%	11.0%	9.0%
广州	19.3%	2.0%	10.6%	11.0%	10.5%	9.5%	9.5%	9.5%
大连	18.7%	1.1%	14.8%	12.3%	11.4%	7.8%	8.3%	8.7%
八大集装箱港口合计	9.5%	-6.3%	18.1%	12.8%	11.6%	10.0%	8.6%	9.1%

资料来源: CEIC、港口网、中金公司研究部

我们对主要的集装箱港口公司业绩增速相对于箱量增速的弹性进行分析发现：**若箱量超过我们预期，深赤湾业绩超预期的可能性最大。**通常而言，集装箱业务占比较高的公司、集装箱码头利润率较低的公司弹性较高。若 2011 年全国集装箱吞吐量增速达到 2010 年的 20% 的水平，而不是我们目前假设的 13%，则集装箱港口有 10% 的盈利上调空间。具体业绩对箱量弹性如下：

图表 4: 主要集装箱港口公司的业绩增速相对于箱量增速的弹性



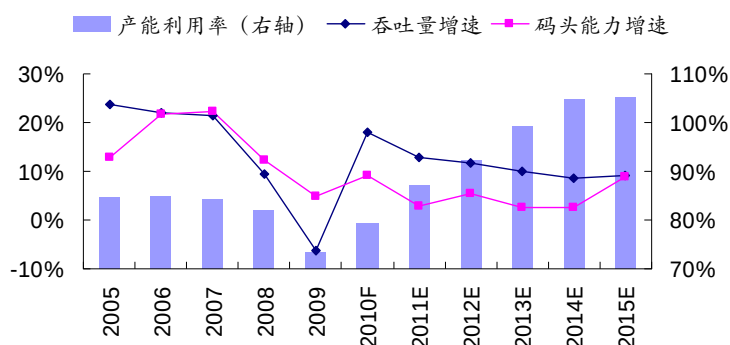
资料来源: 公司信息、中金公司研究部

产能利用率低的港口将享受运营杠杆

在金融危机以前，港口的盈利增长主要靠 25% 以上的每年吞吐量增长，而当时建设力度也较大，因此运营杠杆为负影响。后危机时代集装箱吞吐量增速将回落至 12-15% 的水平，但不同的是目前集装箱港口建设已经显著放缓，盈利增速会明显高于箱量增速。因此我们看好目前产能利用率低，未来箱量能持续提升的集装箱港口，包括上港、天津港、中远太平洋未来几年都将处于收获期。而对未来持续有码头投产带来成本压力的培育期港口，例如宁波港和大连港，保持谨慎。而对于成熟期的港口，例如深赤湾，持有审慎乐观的看法，深赤湾箱量接近产能瓶颈，而且腹地箱量增长速度不及全国平均，因此未来箱量持续提升也将面临压力。从运营杠杆、产能利用率和盈利增长的角度，我们将目前的港口分为以下几类：

- **收获期：**1) 上港集团 (600018.CH) 集装箱码头的实际吞吐能力可以达到 4000 万 TEU，我们预计 2014 年前现有码头能力可以满足每年 10% 的箱量增长，在此期间并不会产生新增的固定资产折旧和财务成本增加，这意味着净利润增速会远高于其收入增速。2) 天津港 (600717.CH) 2010 年箱量增长 15%，但其集装箱业务盈利会从 09 年的 1000 万猛增至 2010 年的 7800 万元，超出市场预期。盈利增速显著高于箱量增速的原因在于其集装箱业务利润率很低，而产能利用率低的新码头依靠运营杠杆提升，盈利增长极快。具体而言太平洋国际码头（北港池三期）在 09 年一次投产 400 万箱能力，保本点约 170 万箱，而它在 09 年和 2010 年分别实现 120 万和 195 万箱的吞吐量，我们预计它 09 年带来亏损 5100 万而 2010 年就能贡献盈利 2500 万元。我们预计 2011 年公司集装箱业务仍处于盈利高速增长期，箱量约增长 14% 但盈利贡献将增长 96%，集装箱码头将贡献全公司盈利增量的 45%。这一趋势有望持续到 2013 年。3) 中远太平洋 (1199.HK)，受益于部分旗下码头，例如南沙码头、希腊码头等，刚刚跨越盈亏平衡点，扭亏为盈之后盈利增速极高，因此业绩弹性较大。4) 招商局国际 (144.HK) 的整体盈利有接近 40% 来自于上港集团，因此我们仍认为它的码头业务处于收获期，不过招商局国际近期努力收购海外码头，包括尼日利亚、越南、斯里兰卡，短期内这些码头不会全部实现盈利需要前期培育，所以运营杠杆效应在当前阶段不如中远太平洋显著。我们测算上港集团、天津港和中远太平洋的集装箱码头产能利用率分别只有 71%、78% 和 70%。
- **培育期：**1) 大连港 (601880.CH) 目前有 13 个集装箱泊位 (505 万 TEU 能力)，大窑湾二期 15-16 号泊位 (100 万 TEU 能力) 计划在 2011-2013 年投入运营，大窑湾三期 19-21 号泊位 (180 万 TEU 能力) 预计在 2014-2015 年投入运营。预计 2011-2015 年间整个港区新增箱量主要会落入这些新投产的泊位。新建泊位投产第一年会出现亏损，短期内难以盈利，因此其集装箱码头盈利增长会低于箱量增长甚至同比下滑。2010 年大连港的集装箱码头只能贡献盈利 7 千万左右，主要就是码头利用率不足扩张成本较大造成的，而 2011-2012 年这一现象不会明显改善。2) 宁波港 (601018.CH) 计划将集装箱码头的能力从 09 年底的 690 万 TEU 提升到 2015 年底的 1490 万 TEU。虽然我们预计其箱量增速在未来三年会远超过行业平均水平，但是其集装箱码头的盈利增速会低于其箱量增速，而利润率水平也会下降。
- **成熟期：**深圳整个港区面临制造业外移的困境，我们只预计深圳港 2011-2012 年箱量增速为 10-11%。在此背景下深赤湾 (000022.CH) 和盐田港 (000088.CH) 资本开支有限，但是目前的箱量距离其产能上限距离不远，因此箱量和盈利增长以平稳为主。

图表 5：预计未来几年全行业的产能利用率逐年提升



资料来源：CEIC、港口网、中金公司研究部

图表6: 我们对主要集装箱港口产能利用率的预测

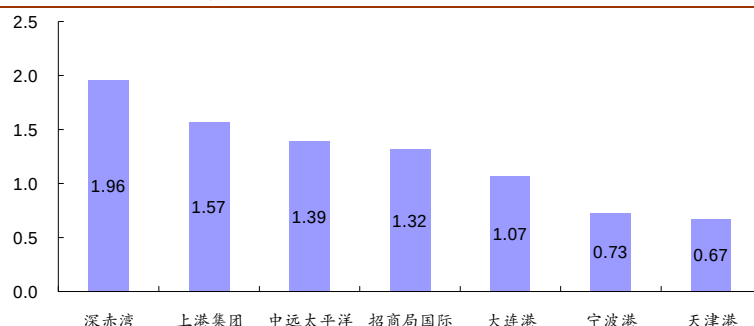
需求方分析 (集装箱吞吐量)								
(TEU'000)	2008	2009	2010F	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	28,006	25,001	28,926	32,687	36,576	40,234	43,050	47,355
深圳	21,416	18,250	22,448	24,917	27,408	30,149	32,049	33,972
青岛	10,020	10,260	12,045	13,611	15,244	16,616	18,112	19,742
宁波-舟山	10,923	10,503	13,171	15,542	17,717	19,843	22,225	24,892
厦门	5,035	4,680	5,729	6,359	6,995	7,694	8,464	9,141
天津	8,503	8,704	10,044	11,320	12,780	14,058	15,605	17,009
广州	10,971	11,188	12,374	13,735	15,177	16,619	18,198	19,926
大连	4,525	4,576	5,253	5,899	6,572	7,085	7,673	8,340
八大集装箱港口合计	99,400	93,162	109,990	124,069	138,471	152,299	165,374	180,377
集装箱吞吐量增速								
(%)	2008	2009	2010F	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	7.1%	-10.7%	15.7%	13.0%	11.9%	10.0%	7.0%	10.0%
深圳	1.5%	-14.8%	23.0%	11.0%	10.0%	10.0%	6.3%	6.0%
青岛	5.9%	2.4%	17.4%	13.0%	12.0%	9.0%	9.0%	9.0%
宁波-舟山	16.7%	-3.8%	25.4%	18.0%	14.0%	12.0%	12.0%	12.0%
厦门	8.8%	-7.0%	22.4%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%
天津	19.7%	2.4%	15.4%	12.7%	12.9%	10.0%	11.0%	9.0%
广州	19.3%	2.0%	10.6%	11.0%	10.5%	9.5%	9.5%	9.5%
大连	18.7%	1.1%	14.8%	12.3%	11.4%	7.8%	8.3%	8.7%
八大集装箱港口合计	9.5%	-6.3%	18.1%	12.8%	11.6%	10.0%	8.6%	9.1%
供给方分析 (集装箱吞吐能力)								
(TEU'000)	2008	2009	2010F	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	37,170	37,170	40,950	40,950	40,950	40,950	40,950	49,050
深圳	25,375	26,675	27,600	27,600	29,100	29,600	29,600	32,700
青岛	13,500	14,700	16,800	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
宁波-舟山	7,650	10,350	11,850	12,600	15,900	17,400	20,700	22,350
厦门	7,900	8,500	10,000	11,400	13,700	13,700	13,700	13,700
天津	11,000	11,000	12,800	12,800	12,800	14,500	14,500	14,500
广州	13,440	13,440	13,440	13,440	13,440	13,440	13,440	13,440
大连	5,050	5,050	5,050	5,550	6,050	6,050	6,650	7,850
八大集装箱港口合计	121,085	126,885	138,490	142,340	149,940	153,640	157,540	171,590
产能利用率								
(%)	2008	2009	2010F	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
上海	75.3%	67.3%	70.6%	79.8%	89.3%	98.3%	105.1%	96.5%
深圳	84.4%	68.4%	81.3%	90.3%	94.2%	101.9%	108.3%	103.9%
青岛	74.2%	69.8%	71.7%	75.6%	84.7%	92.3%	100.6%	109.7%
宁波-舟山	142.8%	101.5%	111.1%	123.3%	111.4%	114.0%	107.4%	111.4%
厦门	63.7%	55.1%	57.3%	55.8%	51.1%	56.2%	61.8%	66.7%
天津	77.3%	79.1%	78.5%	88.4%	99.8%	97.0%	107.6%	117.3%
广州	81.6%	83.2%	92.1%	102.2%	112.9%	123.7%	135.4%	148.3%
大连	89.6%	90.6%	104.0%	106.3%	108.6%	117.1%	115.4%	106.2%
八大集装箱港口合计	82.1%	73.4%	79.4%	87.2%	92.4%	99.1%	105.0%	105.1%

资料来源: CEIC、港口网、中金公司研究部

选择费率提升空间大的港口

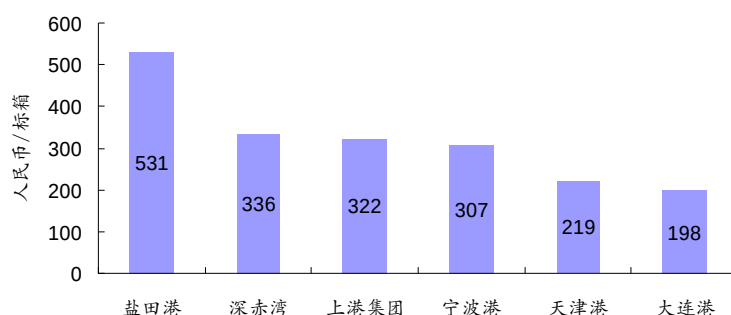
港口费率提升也可以带来盈利增长。在前危机时代，港口吞吐量增速很快，各港口之间竞争格局也并未确定，港口对费率的提升关注度不高。后危机时代，随着港口竞争格局的固定，集装箱航运也在周期向上阶段，预计港口提价将是各家港口关注的重点。尤其是目前中国集装箱费率仍比国际水平低，部分港口还没有恢复到危机前的水平。考虑通货膨胀，我们认为未来每年应该可以有 3-5% 的费率提升空间。从各家对费率提升弹性来看，深赤湾最高，为 1:2，上港为 1:1.6；H 股的投资性港口招商局国际和中远太平洋均为 1:1.3，其余的综合性港口略低。但从费率提升空间来看，在“南北同价、内外贸同价”的呼声下，北方港口以及内贸箱占比高的公司提升空间大，因此天津港和大连港的提升空间最大。目前天津港的平均费率只有赤湾的 65%，大连港只有赤湾的 59%。

图表 7：主要集装箱港口公司的业绩增速相对于费率增速的弹性



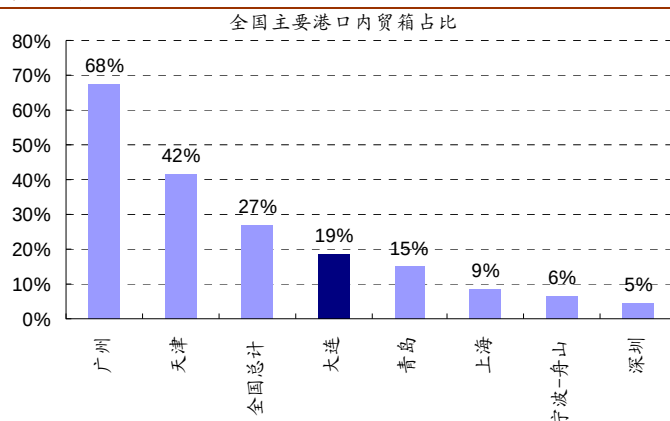
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 8：主要集装箱港口公司的集装箱倒算装卸费率（平均费率）



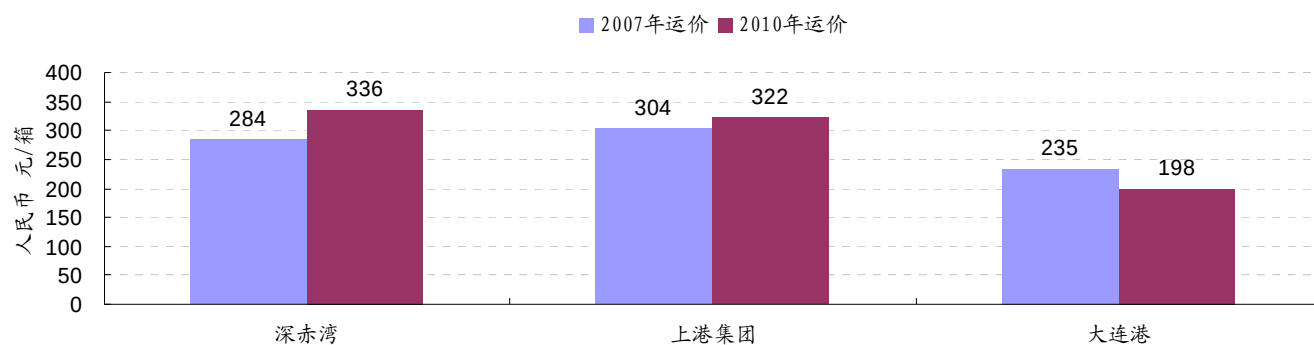
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 9：主要集装箱港的内贸箱比例



资料来源：公司信息，交通部，港口网，中金公司研究部

图表 10: 部分集装箱港口倒算装卸费率和危机前水平的比较



资料来源：公司信息，中金公司研究部

集装箱港口的业绩内生增速为 15-20%：对箱量增长费率提升和运营杠杆的综合考虑

综合考虑上述因素，集装箱业务为主的港口未来几年业绩内生增速普遍为 15%-20%：

- ▶ 上港集团业绩内生增速 20%（12% 的箱量增长，3% 的费率提升，业绩增速对箱量和费率增速的弹性分别是 1.2 和 1.57）；
- ▶ 深赤湾由于未来可能有建设，运营杠杆作用将减弱，未来几年合理盈利增速是 15%（10% 的箱量增长，3% 的费率提升，业绩增速对箱量和费率增速的弹性分别是 1.32 和 1.96，但新泊位建设带来每年 2-3 千万元的新增固定成本）；
- ▶ 招商局国际业绩的内生增速 22%（12.5% 的箱量增长，6% 的费率提升（考虑人民币升值），业绩增速对箱量和费率增速的弹性分别是 1.06 和 1.32）；
- ▶ 中远太平洋业绩的内生增速 20%（12.5% 的箱量增长，6% 的费率提升（考虑人民币升值），业绩增速对箱量和费率增速的弹性分别是 1.06 和 1.32）。

在最乐观的情景下，如果 2011 年费率得以最终有效提升 5%，而箱量增速达到 20% 的话，深赤湾的业绩上调空间最大，为 15%。

图表 11：乐观情形下各港口公司的盈利预测和估值水平

	深赤湾	上港集团	大连港	宁波港	天津港	中远太平洋	招商局国际
集装箱吞吐量弹性	1.32	1.20	0.82	0.62	0.41	0.90	1.06
集装箱价格弹性	1.96	1.57	1.07	0.73	0.67	1.39	1.32
目前吞吐量增速假设	11.0%	13.0%	12.3%	18.3%	15.0%	13.5%	12.5%
目前费率增速假设	3.0%	9.9%	-0.8%	4.0%	3.0%	3.5%	5.5%
2011 EPS (元)	1.10	0.28	0.19	0.19	0.60	0.16	2.17
2011 年情景分析（箱量增速）							
10%	1.08	0.27	0.19	0.19	0.59	0.15	2.12
15%	1.15	0.28	0.20	0.19	0.60	0.16	2.22
20%	1.22	0.30	0.21	0.20	0.61	0.17	2.32
2011 年情景分析（费率增幅）							
1%	1.06	0.24	0.20	0.19	0.59	0.15	2.05
3%	1.10	0.25	0.20	0.19	0.60	0.16	2.10
5%	1.14	0.26	0.21	0.20	0.61	0.16	2.15
乐观情景（箱量增长 20%，费率增长 5%）							
EPS	1.26	0.28	0.22	0.20	0.62	0.17	2.31
市盈率	14.90	16.42	18.63	16.85	14.45	11.58	15.48
相对目前业绩预测的上调空间	15%	0%	12%	2%	3%	7%	6%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

推荐估值低估和具备成长性的集装箱港口

从估值来看，A 股集装箱港口平均市盈率（17x）相对于 02 年以来的均值（18x）有 8% 的折价，H 股的中远太平洋市盈率（12.4x）相对于 05 年以来均值（16.0x）有 22% 的折让，招商局国际与 05 年以来均值相当（17.0x）。考虑目前市场对外围经济继续看好，我们认为集装箱港口尚有一定空间，但未来投资应关注估值相对低和盈利增长相对高的标的。

A 股港口板块：

- ▶ 上港集团：我们继续重申“推荐”评级和 5.5 元的目标价。其弹性较高、产能利用率可以持续提升、而且土地储备丰富。公司宝山和汇山地块在“十二五”期间合计将贡献超过 60 亿元的净利润，而公司还拥有其他众多的老港区土地。目前上港 2011 年市盈率大约 17 倍，考虑其未来 20% 的内生盈利增长，目前估值仅考虑了港口板块，而未考虑地产。
- ▶ 深赤湾 A：继续维持“审慎推荐”评级，主要看好其业绩弹性大的特点，不过建议股价回落后介入。公司下半年起可能启动 13 号码头的建设，但建设期需要 2 年，因此 2013 年前不会有固定成本增加。但是目前的码头能力也只能满足大约 20% 的箱量增长。目前深赤湾 2011 年市盈率为 18 倍，高于其历史平均的 15.5 倍。
- ▶ 天津港 A：我们将其评级上调到“审慎推荐”（参见同日报告），其集装箱业务恰处于达到盈亏平衡点后的快速增长阶段，而散货业务在全国内需平衡增长的背景下不会下滑。而且目前公司估值偏低，存在较强安全边际。目前天津港 2011 年市盈率大约 15 倍。
- ▶ 宁波港：首次关注给予“中性”（参见同日报告）。我们认为公司每月的集装箱吞吐量增速都有超市场预期可能，但是箱量高增长主要来自新码头投产的推动，成本压力使得公司业绩增速不高。目前宁波港 2011 年市盈率大约 16 倍。

H 股港口板块：

- ▶ 中远太平洋：我们重申其“推荐”评级，公司 1 月份港口吞吐量超出预期，而中集集团也发布业绩快报向上修正其 2010 年的业绩增速，公司认为四季度造箱市场好于预期。我们上调公司的盈利预测 9% 并将目标价从 17 港币上调至 19 港币。目前中远太平洋 2011 年市盈率 12.4 倍。
- ▶ 招商局国际：“审慎推荐”招商局国际，由于上港集团增发收购的不利影响在下半年才会体现因此我们上调公司盈利预测 8%，并将目标价从 32 港币上调至 39 港币，给予 34-39 元的交易区间，对应 2011 年市盈率 16-18 倍。

图表 12: 盈利预测调整

中远太平洋 1199.HK (美元 百万元)				招商局国际 144.HK (人民币百万元)				深赤湾 000022.CH (人民币百万元)			
2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	
营业收入				营业收入				营业收入			
调整前	458	553	647	调整前	4,382	4,720	4,964	调整前	1,795	2,019	2,250
调整后	459	556	654	调整后	4,410	4,923	5,431	调整后	1,841	2,088	2,332
(+/-)	0.2%	0.5%	1.1%	(+/-)	0.6%	4.3%	9.4%	(+/-)	2.6%	3.4%	3.6%
每股盈利 (美元)				每股盈利 (元)				每股盈利 (元)			
调整前	0.15	0.15	0.17	调整前	1.67	2.01	2.34	调整前	0.93	1.06	1.22
调整后	0.15	0.16	0.19	调整后	1.72	2.17	2.53	调整后	0.94	1.10	1.28
(+/-)	2.4%	8.7%	11.1%	(+/-)	2.8%	7.8%	8.0%	(+/-)	1.1%	3.8%	4.5%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

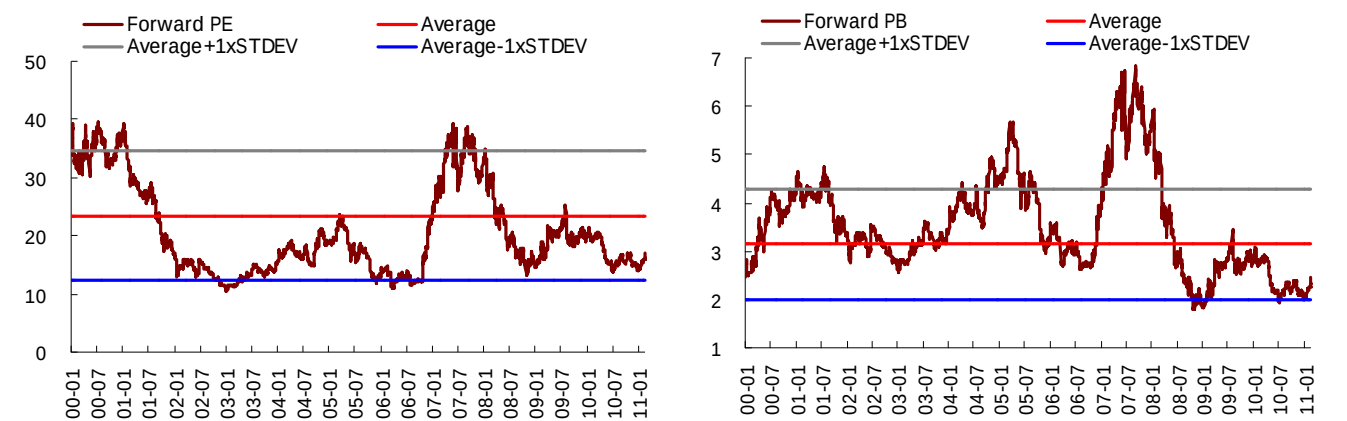
图表 13: 港口板块估值表

	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)		
					10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	
香港上市港口公司																							
中远太平洋*	1199.HK	HKD	15.24	5,323	17.0	12.4	10.4	1.6	1.6	1.6	1.5	6.3	12.5	13.3	14.4	1.6	3.1	3.2	3.8	15.8	9.1	9.5	
招商局国际*	144.HK	HKD	35.70	11,306	20.8	16.5	14.1	2.6	2.4	2.2	2.0	9.6	11.5	13.3	14.1	1.6	2.1	2.6	3.0	21.3	17.7	14.8	
大连港* (发行A股后)	2880.HK	HKD	3.22	2,523	15.6	13.6	12.8	1.6	0.9	0.8	0.8	8.1	5.8	6.1	6.2	8.7	2.1	2.3	2.4	11.4	9.5	8.3	
平均值					18.8	15.2	13.2	1.6	1.4	1.3	1.2	6.4	8.0	9.0	9.6	3.1	2.7	3.1	3.5	13.8	10.5	9.3	
中值					17.0	13.6	12.8	1.6	1.0	1.0	1.0	6.3	6.3	7.3	7.6	1.6	2.1	2.6	3.0	13.6	9.3	8.9	
国内集装箱港口公司																							
上港*	600018.CH	CNY	4.53	13,931	17.6	16.4	13.1	3.0	2.8	2.3	2.1	11.7	15.6	13.8	16.0	2.1	3.0	3.2	4.0	13.2	10.0	9.3	
盐田港*	000088.CH	CNY	7.22	1,317	19.8	17.6	16.0	2.2	2.0	1.9	1.9	11.5	10.6	11.3	11.9	3.0	3.0	3.4	3.7	n.a	n.a	n.a	
深赤湾A*	000022.CH	CNY	18.80	1,615	20.0	17.1	14.7	4.2	3.7	3.3	2.9	14.7	18.6	19.4	20.0	1.7	2.5	2.9	3.4	11.5	9.2	8.1	
平均值					19.2	17.0	14.6	3.1	2.8	2.5	2.3	12.6	14.9	14.8	15.9	2.3	2.8	3.2	3.7	12.3	9.6	8.7	
中值					19.8	17.1	14.7	3.0	2.8	2.3	2.1	11.7	15.6	13.8	16.0	2.1	3.0	3.2	3.7	12.3	9.6	8.7	
国内综合港口公司																							
天津港*	600717.CH	CNY	8.94	2,194	18.0	15.0	12.4	1.5	1.4	1.4	1.3	6.6	8.1	9.0	10.1	1.1	1.4	1.7	2.1	11.1	9.5	8.4	
宁波港*	601018.CH	CNY	3.32	6,226	20.0	17.1	15.3	3.1	1.7	1.6	1.5	12.6	8.4	9.2	9.6	2.5	1.5	1.7	2.0	14.1	11.7	9.7	
大连港*	601880.CH	CNY	4.06	2,424	22.9	20.9	19.7	1.9	1.3	1.3	1.2	7.6	5.8	6.1	6.2	6.2	1.4	1.6	1.7	14.4	12.9	11.9	
国内散杂货港口公司																							
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.18	1,387	21.5	18.6	15.5	2.5	2.0	1.6	1.5	7.8	9.1	8.6	9.5	0.0	1.4	1.6	1.9	n.a	n.a	n.a	
营口港*	600317.CH	CNY	5.95	957	26.7	20.7	15.2	2.0	1.8	1.7	1.5	5.9	6.9	8.1	9.9	1.7	0.0	0.0	0.0	13.5	12.6	11.7	
锦州港*	600190.CH	CNY	4.53	997	28.3	30.1	28.7	2.0	1.9	1.8	1.7	4.6	6.6	5.9	5.9	0.5	0.8	0.8	0.8	17.1	13.3	12.0	
连云港*	601008.CH	CNY	6.29	495	31.6	27.9	25.1	2.0	1.9	1.8	1.7	4.3	6.0	6.5	6.8	0.5	0.7	0.8	0.9	19.1	14.3	13.2	
唐山港*	601000.CH	CNY	7.49	1,097	21.0	16.9	14.5	4.3	2.0	1.8	1.6	14.5	9.5	10.7	11.2	2.7	1.0	1.2	1.4	11.5	9.6	8.4	
厦门港务	000905.CH	CNY	7.81	608	32.5	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
平均值					23.9	20.9	18.1	2.5	1.8	1.7	1.5	8.0	7.8	8.3	9.0	1.3	1.0	1.1	1.3	14.4	11.9	10.6	
中值					21.5	18.6	15.3	2.0	1.9	1.7	1.5	6.6	8.1	8.6	9.6	1.1	1.0	1.2	1.4	13.8	12.2	10.7	
国内港口公司平均值					26.4	20.1	15.8	2.7	2.1	1.9	1.8	9.4	9.9	10.2	11.1	1.6	1.5	1.7	2.0	13.9	11.3	10.1	
国内港口公司中值					21.2	17.6	15.2	2.3	1.9	1.8	1.7	9.7	8.7	9.1	10.0	1.7	1.4	1.7	1.9	13.3	10.9	9.5	

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

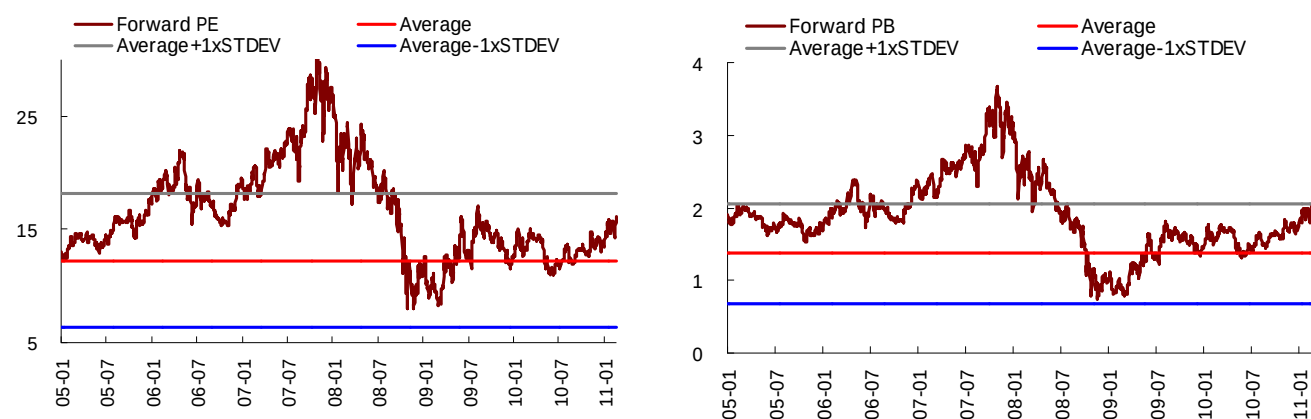
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 14: A 股集装箱港口板块的历史估值水平



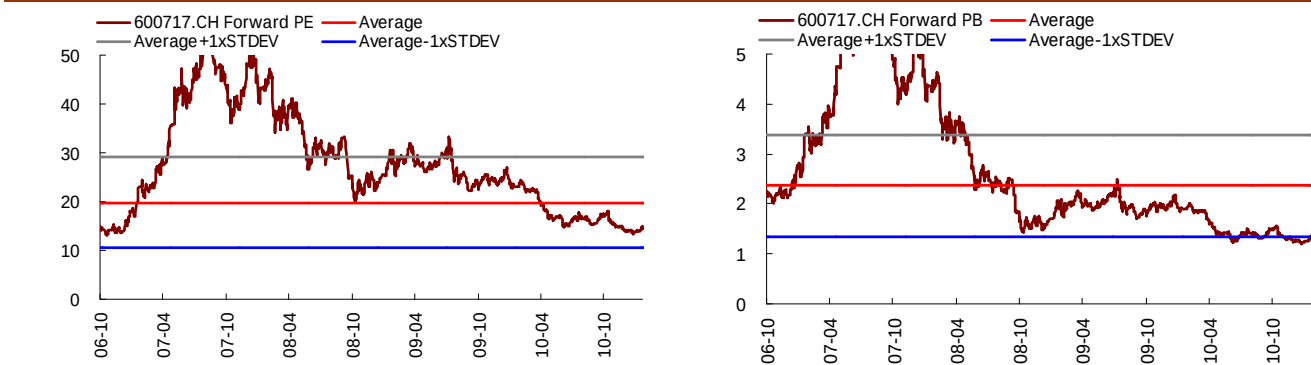
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 15: H 股港口板块的历史估值水平



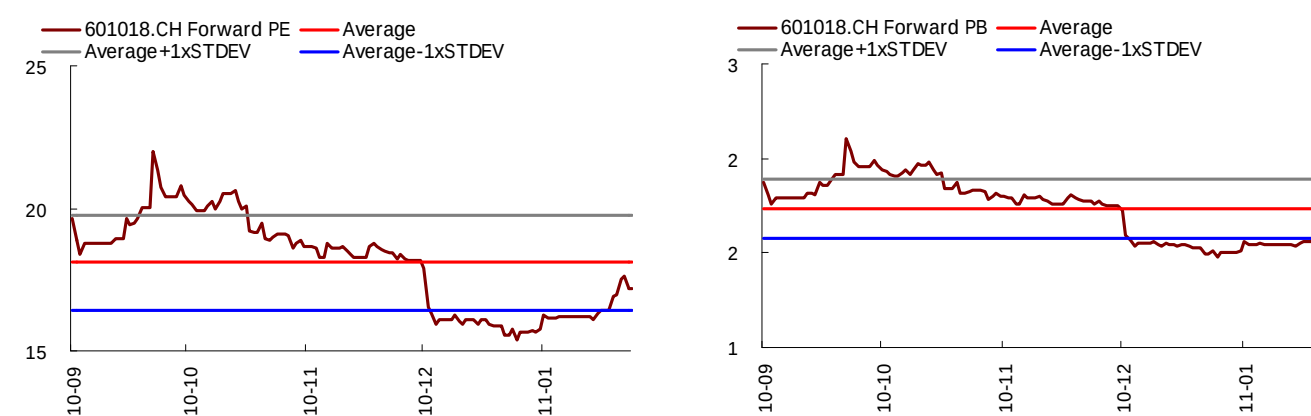
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 16: 天津港历史 PE/PB Band



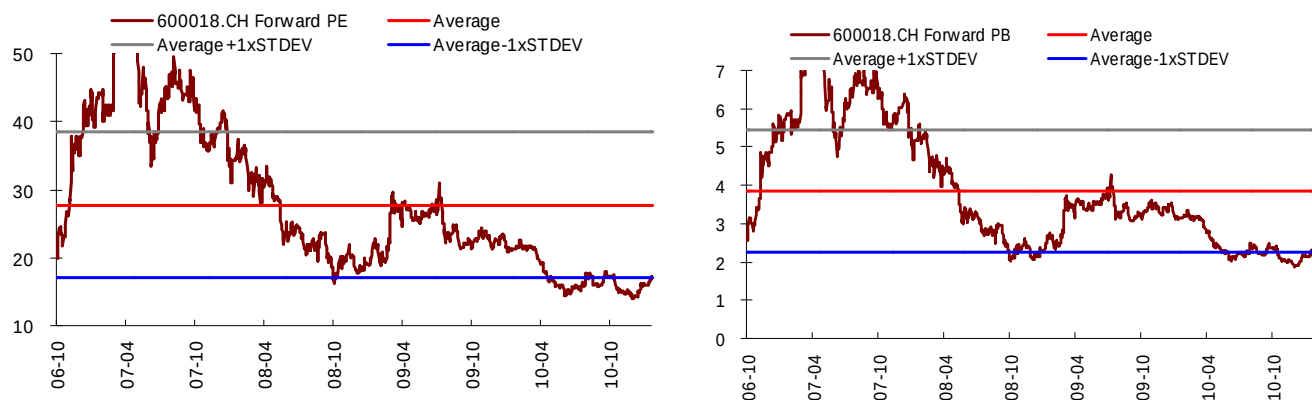
资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 17: 宁波港历史 PE 和 PB 水平



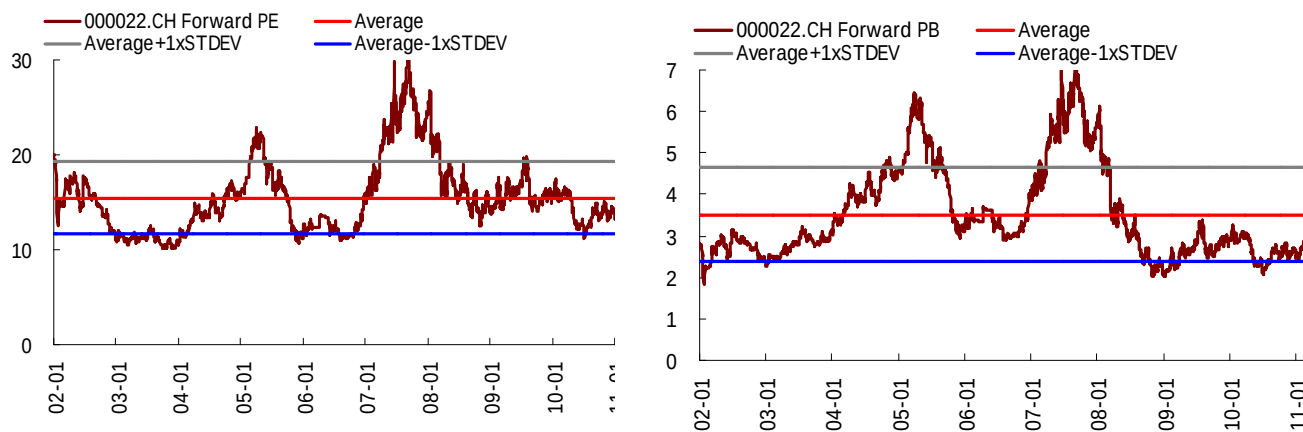
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 18：上港历史 PE 和 PB 水平



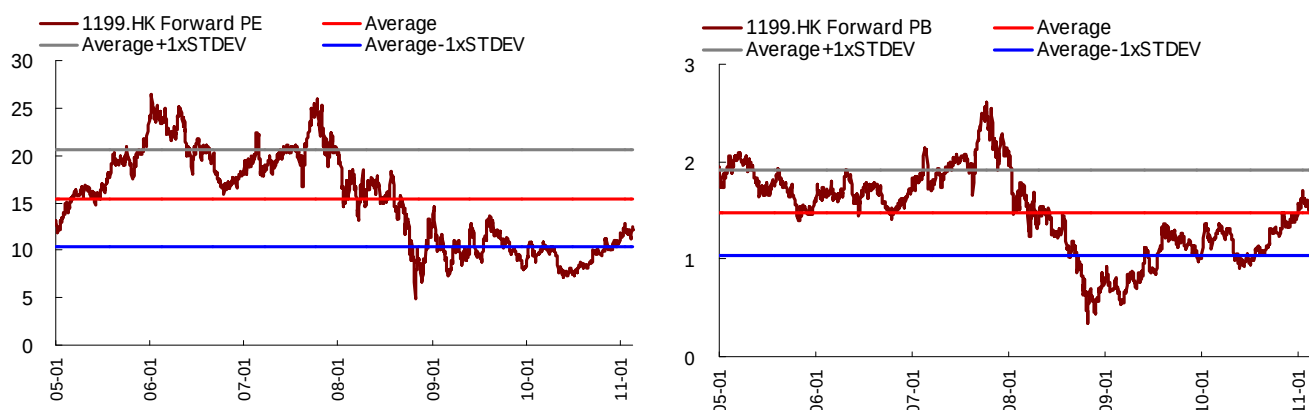
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 19：深赤湾历史 PE 和 PB 水平



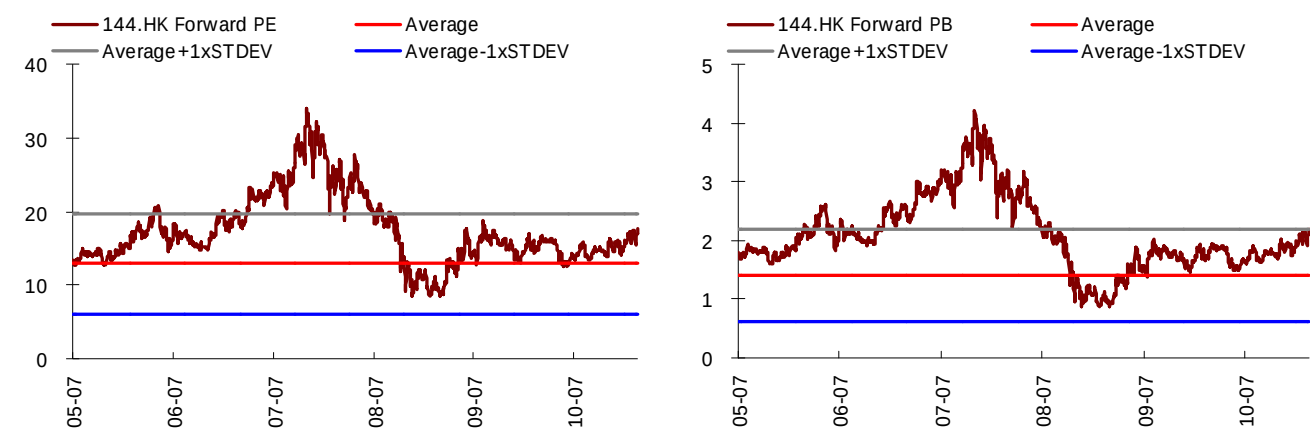
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 20：中远太平洋历史 PE 和 PB 水平



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 21：招商局国际历史 PE 和 PB 水平



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 22：天津港（600717.CH）财务摘要

损益表（人民币百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	10,735	9,233	9,856	10,488	11,169
YoY %	24%	-14%	7%	6%	6%
减：主营业务成本	8,174	6,981	7,297	7,590	7,971
主营业务利润	2,562	2,251	2,559	2,899	3,198
加：其他业务利润	77	55	55	55	55
减：营业费用	-	-	-	-	-
营业税金及附加	190	179	190	202	214
管理费用	997	960	1,000	1,039	1,103
财务费用	191	229	253	330	286
营业利润	1,255	938	1,170	1,383	1,650
加：投资收益	115	79	89	109	130
加：营业外收支净额	23	-16	-	-	-
税前利润	1,392	1,001	1,259	1,492	1,780
减：所得税	247	161	202	239	286
少数股东损益	203	196	223	253	279
净利润	942	644	833	999	1,215
YoY %	-10%	-32%	29%	20%	22%
资产负债表（人民币百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,849	2,492	1,570	1,859	1,918
流动资产	3,397	4,838	3,942	4,576	4,808
固定资产净值	9,683	11,324	11,012	12,811	12,464
在建工程	1,659	75	1,308	375	-
无形资产	3,193	3,135	3,061	2,986	2,912
非流动资产	16,453	16,580	17,528	18,428	17,760
总资产	19,850	21,419	21,470	23,003	22,568
短期借款	1,464	1,300	500	800	200
其他应付款	251	308	280	322	328
流动负债合计	4,286	4,244	2,956	3,497	3,084
非流动负债合计	3,625	4,288	4,788	4,788	3,588
负债合计	7,911	8,532	7,744	8,285	6,672
少数股东权益	2,956	3,170	3,394	3,647	3,926
股东权益	8,983	9,717	10,333	11,073	11,971
现金流量表（人民币百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,501	1,130	2,021	2,177	2,533
投资活动现金流	-2,213	-944	-1,636	-1,641	-129
筹资活动现金流	537	448	-1,308	-247	-2,345
现金及现金等价物净增加额	-173	643	-923	289	59
主要经营和财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产收益率	4.7%	3.0%	3.9%	4.3%	5.4%
净资产收益率	10.5%	6.6%	8.1%	9.0%	10.1%
投入资本收益率	9.3%	6.6%	8.1%	9.1%	10.6%
资产负债率	39.9%	39.8%	36.1%	36.0%	29.6%
净债务/净资产	41.0%	38.6%	35.3%	33.0%	15.0%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	4.0	2.4	3.0	2.8	4.0
利息保障倍数 - EBITDA (x)	9.4	7.1	7.9	7.3	9.4
利息保障倍数 - 现金 (x)	7.9	9.3	5.6	5.2	6.3
每股盈利(元)	0.56	0.38	0.50	0.60	0.73
每股分红(元)	0.00	0.10	0.13	0.16	0.19
每股净资产(元)	5.36	5.80	6.17	6.61	7.15
每股经营现金流(元)	0.90	0.67	1.21	1.30	1.51

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 23：深赤湾（000022.CH）财务摘要

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表 (百万元)					
营业收入	1,914	1,465	1,841	2,088	2,332
YoY %	-4%	-23%	26%	13%	12%
营业成本	(829)	(682)	(779)	(808)	(838)
营业务税金及附加	(66)	(51)	(64)	(72)	(81)
主营业务利润	1,018	733	998	1,208	1,413
管理费用	(138)	(123)	(147)	(167)	(187)
财务费用	59	(11)	(11)	(9)	(6)
营业利润	1,026	674	979	1,170	1,380
投资收益	91	73	140	139	159
营业外收支净额	7	6	3	3	3
税前利润	1,033	680	982	1,173	1,383
所得税	(89)	(76)	(124)	(160)	(202)
少数股东权益	(302)	(185)	(252)	(305)	(357)
净利润	643	419	606	708	823
YoY %	-3%	-35%	45%	17%	16%
现金流量表 (百万元)					
经营活动产生之现金流量净额	1,090	727	862	1,090	1,281
投资活动产生的现金流量净额	(57)	(157)	(664)	(465)	(486)
筹资活动产生的现金流量净额	(1,164)	(470)	(641)	(628)	(652)
货币资金增加额	(140)	100	(443)	(3)	143
资产负债表 (百万元)					
流动资产	844	1,001	856	928	1,145
固定资产净值	2,262	2,209	2,301	2,923	3,851
无形资产	1,075	1,072	1,033	995	958
总资产	5,154	5,528	6,196	6,604	7,154
短期借款	830	777	577	378	180
一年内到期的长期负债	5	172	422	200	200
长期借款	405	422	200	300	200
总负债	1,826	2,107	2,127	1,825	1,548
少数股东权益	572	568	820	1,125	1,482
股东权益	2,755	2,853	3,249	3,654	4,123
负债及所有者权益	5,154	5,528	6,196	6,604	7,154
主要财务比率					
每股收益	1.00	0.65	0.94	1.10	1.28
每股分红	0.50	0.32	0.47	0.55	0.64
每股经营现金流	1.69	1.13	1.34	1.69	1.99
每股净资产	4.27	4.42	5.04	5.67	6.39

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 24：上港集团 (600018.CH) 财务摘要

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18,140	16,545	18,872	22,092	24,899
YoY %	11%	-9%	14%	17%	13%
减：营业成本	9,117	9,284	9,646	11,306	12,100
营业税金及附加	654	499	566	663	747
主营业务利润	9,024	7,261	9,227	10,786	12,800
YoY %	16%	-20%	27%	17%	19%
	50%	44%	49%	49%	51%
加：其他业务利润	-	-	-	-	-
减：营业费用	-	-	-	-	-
管理费用	1,819	1,813	1,963	2,099	2,291
财务费用	365	462	261	371	384
营业利润	6,333	4,760	6,670	7,898	9,642
加：投资收益	283	222	233	244	264
加：营业外收支净额	766	623	1,220	1,220	1,780
税前利润	7,099	5,383	7,890	9,118	11,422
减：所得税	1,069	641	1,122	1,301	1,747
少数股东损益	1,410	983	1,370	1,544	1,788
净利润	4,619	3,760	5,397	6,274	7,886
YoY %	27%	-19%	44%	16%	26%
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6,435	6,745	4,898	12,514	16,781
流动资产	17,918	21,712	16,072	24,015	28,409
固定资产净值	23,627	23,234	27,618	43,816	41,573
在建工程	2,913	3,002	1,015	-	-
无形资产	5,891	5,731	5,516	5,300	5,084
非流动资产	41,163	41,635	44,089	59,139	56,794
总资产	59,081	63,347	60,162	83,154	85,204
短期借款	248	243	200	250	-
其他应付款	4,167	4,573	5,113	5,864	6,473
流动负债合计	14,929	17,007	15,244	19,746	16,260
非流动负债合计	8,182	8,174	2,835	8,835	8,835
负债合计	23,111	25,181	18,079	28,581	25,095
少数股东权益	6,094	6,073	7,444	8,987	10,776
股东权益	29,876	32,093	34,639	45,585	49,333
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3,179	1,234	15,512	11,681	14,260
投资活动现金流	-2,573	-1,093	-4,149	-9,540	-250
筹资活动现金流	-2,040	169	-13,191	5,475	-9,743
现金及现金等价物净增加额	-1,462	310	-1,847	7,616	4,267
主要经营和财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产收益率	7.8%	5.9%	9.0%	7.5%	9.3%
净资产收益率	15.5%	11.7%	15.6%	13.8%	16.0%
投入资本收益率	19.2%	14.2%	19.5%	15.9%	18.3%
资产负债率	39.1%	39.8%	30.0%	34.4%	29.5%
净债务/净资产	-3.0%	-3.2%	-13.6%	-13.7%	-21.9%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	10.5	7.2	16.1	11.3	n.a
利息保障倍数 - EBITDA (x)	20.9	14.6	30.4	22.1	n.a
利息保障倍数 - 现金 (x)	14.6	12.8	14.6	22.5	n.a
每股盈利 (元)	0.22	0.18	0.26	0.28	0.35
每股分红 (元)	0.10	0.09	0.13	0.14	0.18
每股净资产 (元)	1.42	1.53	1.65	2.00	2.17
每股经营现金流 (元)	0.15	0.06	0.74	0.51	0.63

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 25：宁波港（601018.CH）财务摘要

利润表 单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,574	4,889	6,656	7,725	8,962
减：营业成本	-2,065	-2,292	-3,489	-4,245	-5,097
减：营业税金及附加	-153	-183	-250	-290	-336
毛利润	2,357	2,414	2,917	3,190	3,528
毛利率	52%	49%	44%	41%	39%
减：销售费用	-31	-14	-20	-23	-26
减：管理费用	-721	-715	-772	-772	-895
减：财务费用	-35	-23	0	46	61
减：资产减值损失	1	7	0	0	0
加：投资收益	527	400	524	630	711
其他	2	5	6	7	7
营业利润	2,098	2,068	2,650	3,072	3,378
同比增速	0	0	0	0	0
加：营业外收入	142	271	271	271	271
减：营业外支出	-13	-15	-15	-15	-15
利润总额	2,227	2,324	2,906	3,328	3,634
减：所得税费用	-423	-488	-595	-674	-731
净利润	1,805	1,837	2,310	2,653	2,903
减：少数股东权益	-41	-18	-18	-18	-18
归属母公司净利润	1,764	1,819	2,292	2,635	2,885
净利润率	39%	37%	34%	34%	32%
（一）基本每股收益（元）	0.16	0.17	0.18	0.21	0.23
（二）摊薄每股收益（元）	0.14	0.14	0.18	0.21	0.23
资产负债表 单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,569	2,400	5,361	4,253	3,921
交易性金融资产	2	2	2	2	2
应收票据	494	576	576	576	576
应收账款	435	611	832	966	1,121
预付账款	236	157	239	291	349
其他应收款	772	132	132	132	132
应收股利	298	247	247	247	247
存货	222	141	214	261	313
一年内到期的流动资产	103	103	103	103	103
流动资产合计	5,132	4,369	7,707	6,831	6,764
非流动资产合计	16,600	20,949	24,382	27,317	29,619
资产总计	21,732	25,318	32,089	34,148	36,383
短期借款	2,838	3,602	1,602	1,602	1,602
应付账款	311	231	352	428	514
预收款项	973	112	152	177	205
应付职工薪酬	62	32	36	39	43
应交税费	581	518	653	745	824
应付股利	1	939	939	939	939
其他应付款	2,154	2,376	2,376	2,376	2,376
一年内到期的非流动负债	105	151	0	0	0
流动负债合计	7,025	7,961	6,109	6,305	6,503
非流动负债合计	527	2,631	1,631	1,631	1,631
负债合计	7,553	10,591	7,740	7,936	8,133
负债和股东权益总计	21,732	25,318	32,089	34,148	36,383
现金流量表 单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量净额	1,331	1,385	2,878	3,603	3,865
投资活动产生的现金流量净额	-3,564	-2,849	-4,078	-3,874	-3,270
筹资活动产生的现金流量净额	2,716	1,297	4,161	-837	-927
汇率变动对现金的影响	-81	0			
现金及现金等价物净增加额	402	-167	2,961	-1,108	-332
期初现金及现金等价物余额	2,110	2,513	2,346	5,307	4,199
期末现金及现金等价物余额	2,513	2,346	5,307	4,199	3,867

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 26：招商局国际（144.HK）财务摘要

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
收入	3,345	4,135	3,588	4,410	4,923	5,431
毛利润	1,701	1,972	1,533	2,149	2,546	2,809
其他收益	209	545	396	708	1,163	1,270
管理费用	(467)	(582)	(388)	(433)	(483)	(533)
财务费用	(535)	(584)	(652)	(608)	(603)	(581)
其他费用	-	-	-	-	-	-
净收益	3,545	3,706.0	3,238	4,181	5,276	6,156
息税前收益	2,907	2,934	2,437	3,461	4,518	5,374
资产负债表						
现金	1,230	2,806	3,206	3,985	6,913	11,232
其他流动资产	2,666	2,409	3,479	2,597	2,599	2,604
流动资产合计	3,896	5,215	6,685	6,582	9,512	13,836
固定资产	11,201	12,921	10,844	14,144	14,886	15,104
其他长期资产	30,589	32,357	34,939	34,939	34,939	34,939
非流动资产合计	41,790	45,278	45,783	49,083	49,825	50,043
借款	6,206	1,237	1,857	1,857	1,857	1,857
其他负债	11,005	16,542	14,992	15,515	15,813	16,417
负债合计	17,211	17,779	16,849	17,372	17,670	18,274
少数股东权益	1,633	2,434	2,056	2,056	2,056	2,056
权益合计	26,842	30,280	33,563	36,237	39,612	43,549
现金流量表						
经营性现金流	3,060	6,335	2,759	7,197	7,290	8,535
投资活动现金流	(1,457)	(35)	(601)	(4,020)	(1,500)	(1,000)
融资活动现金流	(1,155)	(4,724)	(2,124)	(2,397)	(2,862)	(3,216)
净现金流	449	1,577	34	779	2,928	4,320
财务指标						
增长率						
收入		24%	-13%	23%	12%	10%
毛利润		16%	-22%	40%	18%	10%
息税前利润		1%	-17%	42%	31%	19%
净收入		5%	-13%	29%	26%	17%
利润率						
毛利率	51%	48%	43%	49%	52%	52%
息税前利润率	87%	71%	68%	78%	92%	99%
净利润率	106%	90%	90%	95%	107%	113%
杠杆比率						
净负债/权益	0.19	(0.05)	(0.04)	(0.06)	(0.13)	(0.22)
EBIT/财务费用	5.43	5.02	3.74	5.70	7.49	9.26
资产/权益	1.70	1.67	1.56	1.54	1.50	1.47
杜邦分析						
净利润率	106%	90%	90%	95%	107%	113%
总资产周转率	7%	8%	7%	8%	8%	9%
资产/权益	1.70	1.67	1.56	1.54	1.50	1.47
净资产周转率	13%	12%	10%	12%	13%	14%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 27：中远太平洋 (1199.HK) 财务摘要

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
收入	298,948	337,973	349,424	458,816	556,097	654,101
毛利润	146,435	172,540	142,222	160,474	220,912	275,452
其他收益	1,900	7,100	(180)	10,000	10,000	10,000
管理费用	55,582	50,142	62,949	68,822	83,415	98,115
财务费用	16,400	22,200	10,400	10,971	10,897	10,910
其他费用	(187,252)	(12,739)	(2,919)	(2,919)	(2,919)	(2,919)
息税前收益	461,746	292,407	195,948	401,087	466,898	577,276
净收益	427,768	274,725.0	172,526	370,610	428,641	509,729
	254,534	260,965	169,373	285,900	428,641	509,729
	0.191	0.123	0.077	0.150	0.158	0.188
	0.114	0.116	0.076	0.115	0.158	0.188
资产负债表						
现金	386,867	351,606	405,740	1,468,729	1,758,859	2,109,272
其他流动资产	217,221	318,170	472,449	196,456	198,202	200,262
流动资产合计	604,088	669,776	878,189	1,665,185	1,957,061	2,309,534
固定资产	1,474,264	1,627,590	1,834,079	1,628,813	1,629,555	1,629,968
其他长期资产	1,793,223	1,915,842	1,923,044	1,603,044	1,603,044	1,603,044
非流动资产合计	3,267,487	3,543,432	3,757,123	3,231,857	3,232,599	3,233,012
借款	914,034	1,424,335	1,604,285	143,614	143,614	143,614
其他负债	182,882	142,570	172,676	1,669,088	1,699,462	1,740,178
负债合计	1,096,916	1,566,905	1,776,961	1,812,702	1,843,076	1,883,792
少数股东权益	62,266	94,438	116,058	116,058	116,058	116,058
权益合计	2,712,393	2,551,865	2,742,293	2,968,282	3,230,527	3,542,695
现金流量表						
经营性现金流	231,465	266,394	174,896	708,961	455,485	547,961
投资活动现金流	(204,800)	(488,900)	(221,900)	521,627	(4,419)	(4,119)
融资活动现金流	134,970	187,009	100,168	(167,598)	(160,936)	(193,429)
净现金流	161,635	(35,497)	53,164	1,062,989	290,129	350,413
财务指标						
增长率						
收入		13%	3%	31%	21%	18%
毛利润		18%	-18%	13%	38%	25%
息税前利润		-37%	-33%	105%	16%	24%
净收入		-36%	-37%	115%	16%	19%
利润率						
毛利率	49%	51%	41%	35%	40%	42%
息税前利润率	154%	87%	56%	87%	84%	88%
净利润率	143%	81%	49%	81%	77%	78%
杠杆比率						
净负债/权益	0.19	0.42	0.44	(0.45)	(0.50)	(0.55)
EBIT/财务费用	(28.16)	(13.17)	(18.84)	(36.56)	(42.85)	(52.91)
资产/权益	1.43	1.65	1.69	1.65	1.61	1.56
杜邦分析						
净利润率	143%	81%	49%	81%	77%	78%
总资产周转率	8%	8%	8%	9%	11%	12%
资产/权益	1.43	1.65	1.69	1.65	1.61	1.56
净资产周转率	16%	11%	6%	12%	13%	14%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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