



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6月21日

港口

研究部

聂迪中¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

简评新《港口建设费征收使用管理办法》

港建费下调不影响港口盈利

行业动态:

6月16日,财政部、交通运输部发布关于印发新的《港口建设费征收使用管理办法》(以下简称《办法》)。办法主要的变化在于征收标准的下调,以及征收主体的变更。

事件点评:

港建费标准下调,征收主体变化:新出台的《办法》将港建费征收标准确定为:内贸货每重量吨(或换算吨)4元;外贸货每重量吨(或换算吨)5.6元;外贸集装箱20英尺每箱64元。我们查询1993年的《办法细则》发现,之前的内贸货每重量吨(或换算吨)5元;外贸货每重量吨(或换算吨)7元,外贸箱20英尺每箱80元。名义标准得以下调,符合近期交通部下调物流成本的一系列举措。实际上部分港口企业予以大客户司有一定的港建费优惠,因此目前国家下调征收标准也是顺应实际需要。另外港建费由原来的港口企业代收代缴变更为由海事部门征收。

我们认为港口建设主体变化是征收办法出现变化根本原因:这项费用自1980年代开始征收,因为当时的码头建设主体还是国家,因此征收的初衷是保证国家具有充足的资金去建设码头。而30年过去了,港务局已经变成了港口企业,许多港口企业也已经实现了上市,他们融资的渠道极大的得到了丰富,国家已经不是港口投资的绝对主体。因此近些年来关于港建费下调或者取消的讨论就没有停止过。而本次征收标准的下调实际上是政府部门被动的顺应了形势的变化。另外征收主体的变化,也体现了政府的监管职能定位,而非建设主体的职能定位。

港建费下调不影响港口公司的盈利:从费率上来看,一直以来港口建设费是代征代缴的,并不计入港口公司的收入。从吞吐量上来看,货主对港建费下调不敏感,因此港口吞吐量不会因此上升。例如内贸散杂货、外贸散杂货分别从之前的5元/吨和7元/吨下调至4元/吨和5.6元/吨,外贸集装箱从之前的80元/TEU下调至64元/TEU。内贸煤炭约900元/吨,1元的港建费节省相当于货值的0.1%;进口矿石到岸价约1300元/吨,1.4元的港建费节省相当于货值的0.1%;每TEU的集装箱(以15吨的粮食测算)货值大约6万元,16元的港建费节省相当于货值的0.03%。

港建费征收主体变化,潜在的影响是减少了港口企业的资金占用:之前港口企业代征港口建设费后,再不定期的上缴给政府部门,而政府部门最后再将部分港建费返还给港口企业。整个过程均不涉及港口企业的盈利核算,港建费返还给港口企业后通常录入资本公积或相关权益类科目。以上港集团为例,每年大约代征港建费10亿元,政府最终返还4亿元,返还的资金相当于代征资金的40%左右。在整个征收环节中,港口企业可以无偿占用一段时间资金。

港口建设进度不会因此受到影响,行业供求格局也不会因此改变:如前面提到的,港建费返还只占到港口企业当年现金流量的一小部分,港口企业融资渠道非常多样化,因此现有的港口企业的建设计划应不会受此影响。另外,即使是完全新建的港口起步工程,也多是地方政府的利益所在,并不可能因为港建费征收的多少而受到改变。我们依旧维持部分矿石码头可能在产能扩张中被边缘化,但集装箱港口的行业格局已基本确定的判断。

估值与建议:

由于该政策变化对港口公司的盈利没有影响,港口行业的基本面不会因此发生变化。A股港口我们一向认为配置价值主要体现在防御性,而不是成长性。我们认为现阶段有配置价值的个股包括**唐山港**和**上港集团**。唐山港的煤炭吞吐量大幅增长,得益于大秦线今年的扩能而收益于秦皇岛、曹妃甸今年没有扩能项目;其矿石码头在9月收购且投产后预计可以快速达产,因为我们发现河北省钢产量在全国占比高达23%,而港口矿石吞吐量则只有不到9%,说明本地港口一旦投产达产将胶块出现,而且目前唐山港股价接近其增发下限。上港集团的宝山巨额土地转让则渐行渐进,存在超预期可能。

H股港口前期略有超跌迹象,尽管在大盘弱势背景下港股港口公司没有防御性,但基于基本面的判断,我们认为中报业绩强劲增长的**中远太平洋**(预计中报持续经营业绩同比增长90%左右)和**招商局国际**(预计中报同比增长40%左右)可望迎来反弹机会。而**大连港**中报业绩则存在继续同比下滑的可能,缺乏潜在的刺激因素。

¹报告贡献人:夏雨(xiayu@cicc.com.cn)

图表 1: 可比公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率(X)			市净率(X)			净资产回报率 (%)			现金分红收益率 (%)		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
香港上市港口公司															
中远太平洋*	1199.HK	HKD	13.38	11.8	10.9	8.9	1.3	1.3	1.2	10.8	11.9	13.1	3.7	4.0	4.8
招商局国际*	144.HK	HKD	27.80	9.3	12.8	11.0	1.7	1.6	1.4	18.6	12.3	12.9	3.7	2.7	3.2
大连港*	2880.HK	HKD	2.75	12.9	11.6	10.7	0.8	0.7	0.7	7.6	5.9	6.2	2.4	2.7	2.9
平均值				13.0	12.2	10.5	1.1	1.0	1.0	9.5	8.4	9.1	3.5	3.8	4.3
中值				12.3	11.6	10.7	0.8	0.8	0.7	7.6	7.3	7.6	3.7	2.7	3.4
国内集装箱港口公司															
上港*	600018.CH	CNY	3.82	14.9	13.7	11.0	2.3	1.9	1.7	15.3	13.6	15.5	3.5	3.8	4.8
盐田港*	000088.CH	CNY	6.12	18.4	15.2	14.6	1.7	1.7	1.6	9.8	10.6	11.2	3.2	3.7	4.1
深赤湾A*	000022.CH	CNY	13.06	14.1	15.0	14.1	2.5	2.3	2.1	17.7	15.5	15.1	3.5	3.3	3.5
平均值				15.8	14.6	13.2	2.2	1.9	1.8	14.2	13.2	13.9	3.4	3.6	4.1
中值				14.9	15.0	14.1	2.3	1.9	1.7	15.3	13.6	15.1	3.5	3.7	4.1
国内综合港口公司															
天津港*	600717.CH	CNY	7.96	16.6	13.3	10.8	1.3	1.2	1.1	7.7	9.0	10.2	1.3	2.0	2.4
宁波港*	601018.CH	CNY	3.06	17.8	15.1	13.8	1.6	1.5	1.4	9.1	10.0	10.1	1.7	2.0	2.2
大连港*	601880.CH	CNY	3.61	19.6	18.6	17.2	1.2	1.1	1.1	7.6	5.9	6.2	1.6	1.8	1.9
国内散杂货港口公司															
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.30	22.9	21.1	17.9	2.0	1.7	1.6	8.8	7.9	8.7	0.0	1.4	1.7
营口港*	600317.CH	CNY	5.64	57.5	37.6	28.2	1.3	1.2	1.2	6.6	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0
锦州港*	600190.CH	CNY	4.30	30.9	31.2	30.9	1.8	1.7	1.6	6.3	5.5	5.3	0.8	0.8	0.8
连云港*	601008.CH	CNY	8.96	51.7	43.0	36.6	3.2	2.3	2.2	6.2	5.4	6.0	0.0	0.0	0.0
唐山港*	601000.CH	CNY	7.27	24.0	18.0	13.3	2.4	1.8	1.6	9.9	9.8	12.0	1.5	1.9	2.5
平均值				31.6	25.6	21.7	1.9	1.6	1.5	7.8	7.4	8.3	0.7	1.2	1.4
中值				24.0	21.1	17.9	1.8	1.7	1.6	7.7	7.9	8.7	0.8	1.4	1.7
国内港口公司平均值				27.9	21.7	17.6	1.9	1.7	1.6	9.5	8.9	9.6	1.6	1.9	2.2
国内港口公司中值				23.4	18.0	14.1	1.9	1.7	1.6	9.0	9.4	10.2	1.4	2.0	2.3

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