华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/中报点评

2017年08月25日

交通运输/港口 II

投资评级：增持（维持评级）

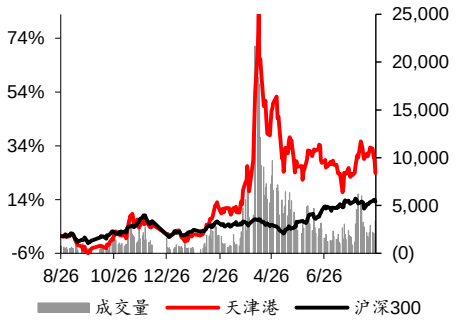
当前价格(元)：	12.23
合理价格区间(元)：	12.9~13.2

沈晓峰 执业证书编号：S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

1《天津港(600717,增持)：业务结构优化，增强核心竞争力》2017.06
2《天津港(600717):国改与整合加速，低估值港口龙头迎良机》2016.07
3《天津港(600717):主业表现有所改观 稳健发展趋势不变》2013.03

股价走势图



资料来源：Wind

1H17 业绩不及预期，短期承压

天津港(600717)

散货吞吐量下滑拖累装卸业务量 归母净利润下降 13.5%

2017 年 8 月 24 日，天津港发布半年报业绩。2017 年上半年公司实现营业总收入 67.94 亿元，同比增长 14.11%。其中，装卸业务受散货吞吐量下滑影响，收入同比下降 9.2%；销售业务收入同比增长 55.6%；港口物流和港口服务业务同比均有所下滑。天津港实现归母净利润 5.62 亿元，同比下降 13.5%。其中，装卸业务毛利润同比下降 19.3%拖累公司利润表现。2017 年上半年，公司完成吞吐量总计 1.7 亿吨，同比下降 8.0%。其中：散杂货吞吐量 1.3 亿吨，同比下降 11.9%；集装箱吞吐量 363 万 TEU，同比增长 2.14%。

受限汽运煤政策，散货吞吐量仍将承压

因安全生产、环境整治、汽运煤停运政策等诸多因素所致，公司大宗散货吞吐量在上半年发生下滑（-11.9%），其中受限汽运煤政策影响较大。根据《京津翼及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，天津港不再接收柴油货车运输的集港煤炭。2016 年全年，天津港完成煤炭运量 1.1 亿吨，其中汽运集港运量占比 51%。禁止汽运煤将在一定程度上影响天津港的散货及货物吞吐量，我们预测短期内，天津港散杂货吞吐量增长仍将承压。

业务优化与雄安机遇，未来大有可为

2017 年 3 月 10 日，天津港发布公告，通过向其控购股东天津港发展购买其持有的全部物流、装卸业务，同时向天津港发展出售拖轮业务，以此解决了控股股东与公司之间的同业竞争问题。至此，天津港成为港区内装卸物流业务的唯一上市公司，业务结构得到优化和梳理，大大增强了天津港的核心竞争力。天津港自贸区是北方的首个自贸区，辐射范围覆盖整个京津冀地区，利好外向型经济，带动天津港货物吞吐量的上升。雄安新区的规划进一步推动了天津港的未来发展。

下调盈利预测和目标价格区间至 12.9-13.2 元

鉴于下滑的货物吞吐量，我们分别下调公司 2017/2018/2019 年归母净利润 17%/18%/12% 至 11 亿、12 亿和 14 亿元。我们基于 18.4x-18.9x 2018E PE （符合公司历史三年 PE 均值+0.5 个标准差），给予公司最新目标价格区间 12.9-13.2 元。维持“增持”评级。

风险提示：资产整合进度不及预期；吞吐量增长不及预期；自然灾害。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,675
流通 A 股 (百万股)	1,675
52 周内股价区间 (元)	9.44-18.40
总市值 (百万元)	20,482
总资产 (百万元)	33,551
每股净资产 (元)	9.32

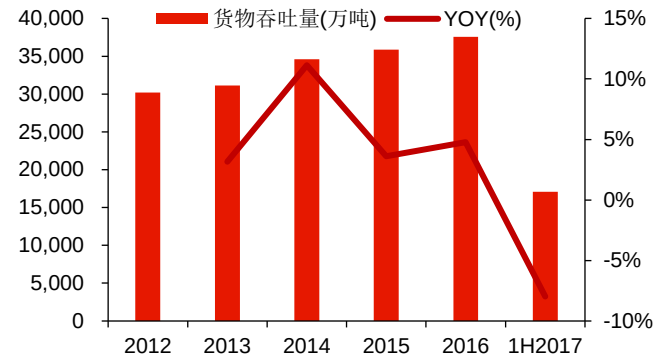
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15,402	13,047	16,323	17,387	18,539
+/-%	(39.67)	(15.29)	25.11	6.52	6.63
归属母公司净利润 (百万元)	1,225	1,264	1,124	1,180	1,365
+/-%	6.38	3.13	(11.09)	4.99	15.75
EPS (元，最新摊薄)	0.73	0.75	0.67	0.70	0.82
PE (倍)	16.72	16.21	18.23	17.36	15.00

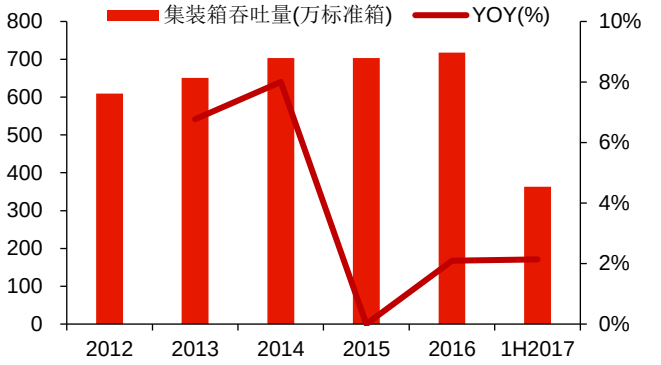
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 天津港 - 货物吞吐量



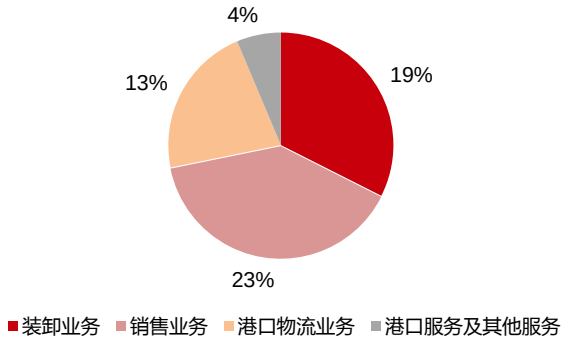
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 天津港 – 集装箱吞吐量



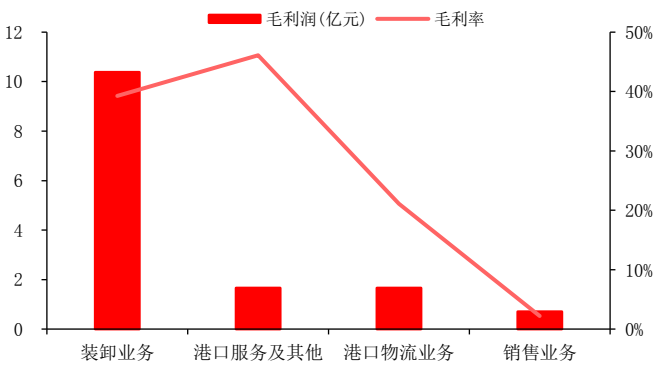
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 各业务收入占比（1H17）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

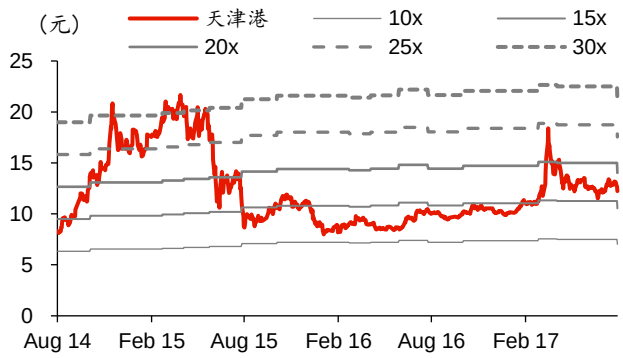
图表4： 各业务毛利润和毛利率（1H17）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

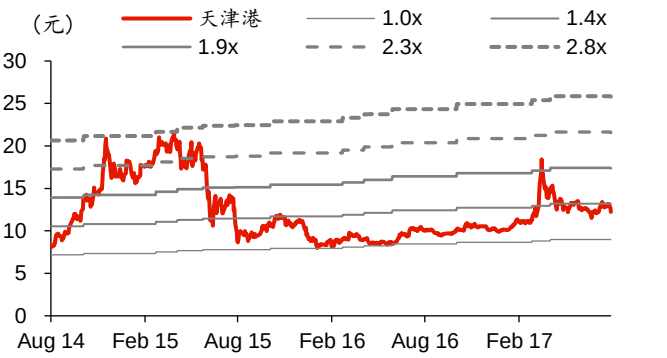
PE/PB - Bands

图表5： 天津港历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 天津港历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,503	8,499	12,489	14,153	17,741
现金	6,573	5,356	8,512	10,602	13,260
应收账款	1,307	1,405	1,953	1,641	2,184
其他应收账款	68.43	67.60	115.12	75.71	128.69
预付账款	366.07	167.99	280.80	281.68	305.33
存货	154.11	146.44	332.10	151.85	370.86
其他流动资产	1,035	1,356	1,296	1,401	1,493
非流动资产	24,090	23,783	23,119	22,472	21,800
长期投资	3,064	3,190	3,148	3,162	3,157
固定投资	14,015	14,244	14,075	13,567	12,890
无形资产	4,289	4,584	4,760	4,930	5,104
其他非流动资产	2,722	1,765	1,136	812.76	647.97
资产总计	33,594	32,283	35,608	36,625	39,541
流动负债	7,272	4,937	6,922	6,215	7,153
短期借款	1,598	949.15	1,278	1,221	1,195
应付账款	1,393	1,495	2,350	1,791	2,590
其他流动负债	4,281	2,492	3,295	3,203	3,368
非流动负债	7,209	7,021	7,136	7,178	7,205
长期借款	5,112	4,927	5,041	5,082	5,110
其他非流动负债	2,097	2,095	2,096	2,096	2,096
负债合计	14,481	11,958	14,059	13,392	14,358
少数股东权益	4,643	4,970	5,451	5,955	6,539
股本	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
资本公积	3,481	3,481	3,481	3,481	3,481
留存公积	9,116	10,007	10,943	12,122	13,488
归属母公司股	14,470	15,355	16,098	17,278	18,643
负债和股东权益	33,594	32,283	35,608	36,625	39,541

现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,257	2,360	2,886	2,361	2,709
净利润	1,687	1,801	1,605	1,684	1,949
折旧摊销	896.66	901.32	912.09	938.51	951.41
财务费用	376.20	292.59	262.14	169.79	71.14
投资损失	(391.04)	(309.19)	(309.19)	(309.19)	(309.19)
营运资金变动	(377.46)	(409.81)	399.70	(110.52)	22.45
其他经营现金	66.13	84.83	16.30	(11.29)	23.74
投资活动现金	(918.83)	(473.19)	309.92	(33.45)	0.84
资本支出	1,413	684.55	(0.09)	0.03	(0.01)
长期投资	2.50	36.22	(39.01)	13.00	(4.33)
其他投资现金	496.32	247.58	270.82	(20.42)	(3.51)
筹资活动现金	274.64	(2,321)	(39.10)	(238.12)	(52.22)
短期借款	(24.25)	(648.66)	328.37	(56.08)	(26.69)
长期借款	277.24	(185.64)	114.04	41.35	27.75
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.20)	0.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	21.85	(1,487)	(481.51)	(223.39)	(53.28)
现金净增加额	1,636	(406.10)	3,157	2,090	2,658

利润表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,402	13,047	16,323	17,387	18,539
营业成本	11,924	9,406	12,683	13,599	14,410
营业税金及附加	46.77	65.78	82.29	87.66	93.47
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,363	1,368	1,623	1,760	1,866
财务费用	376.20	292.59	262.14	169.79	71.14
资产减值损失	4.13	9.76	7.88	8.51	8.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	391.04	309.19	309.19	309.19	309.19
营业利润	2,079	2,214	1,973	2,071	2,400
营业外收入	79.64	49.52	59.56	56.21	57.33
营业外支出	42.15	44.12	43.46	43.68	43.61
利润总额	2,116	2,219	1,990	2,083	2,413
所得税	429.28	418.25	384.55	399.29	463.88
净利润	1,687	1,801	1,605	1,684	1,949
少数股东损益	461.35	537.04	481.52	504.15	584.08
归属母公司净利润	1,225	1,264	1,124	1,180	1,365
EBITDA	3,351	3,407	3,148	3,179	3,422
EPS（元）	0.73	0.75	0.67	0.70	0.82

主要财务比率

会计年度（%）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(39.67)	(15.29)	25.11	6.52	6.63
营业利润	4.31	6.50	(10.85)	4.92	15.89
归属母公司净利润	6.38	3.13	(11.09)	4.99	15.75
获利能力（%）					
毛利率	22.58	27.91	22.30	21.78	22.27
净利率	7.96	9.69	6.88	6.78	7.36
ROE	8.47	8.23	6.98	6.83	7.32
ROIC	10.27	10.15	9.49	9.81	11.24
偿债能力					
资产负债率（%）	43.11	37.04	39.48	36.57	36.31
净负债比率（%）	53.40	57.23	51.96	54.39	50.75
流动比率	1.31	1.72	1.80	2.28	2.48
速动比率	1.29	1.69	1.76	2.25	2.43
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.40	0.48	0.48	0.49
应收账款周转率	9.59	9.29	9.39	9.36	9.37
应付账款周转率	6.77	6.51	6.60	6.57	6.58
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.75	0.67	0.70	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.41	1.72	1.41	1.62
每股净资产(最新摊薄)	8.64	9.17	9.61	10.32	11.13
估值比率					
PE（倍）	16.72	16.21	18.23	17.36	15.00
PB（倍）	1.42	1.33	1.27	1.19	1.10
EV_EBITDA（倍）	7.56	7.43	8.05	7.97	7.40

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com