



买入 **19% ↑**
目标价格: 人民币 7.88
600717.SS 原先目标价: 人民币 9.49
价格: 人民币 6.64
目标价格基础: 13 倍 12 年市盈率
板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	10	0	8	(23)
相对新华富时 A50 指数	1	3	2	(7)

发行股数(百万)	1,675
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,003
3 个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%) (2012E)	净现金

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 20 日收市价为标准

天津港

2012 年净利润同比增长 15.8% 符合预期

2011 年公司实现营业收入 127.2 亿元, 同比增长 10.8%; 实现归属于母公司的净利润 9.3 亿, 同比增长 15.8%, 全面摊薄每股收益 0.555 元, 符合我们的预期。公司四季度完成净利润 1.62 亿元, 同持平。同时每股派发红利 0.1 元, 分红比例为 18%。受益于收购实华原油码头 50% 股权以及对天津港财务公司增资至 48% 股权, 公司 2011 年投资收益同比大幅增长 45%, 对净利润增量的贡献超过 4 成。我们将公司 2012-13 年全面摊薄每股收益分别下调 3.1% 和 3.7% 至 0.606 元和 0.677 元, 并以 2012 年 13 倍市盈率将目标价下调至 7.88 元人民币, 维持公司的买入评级不变。

支撑评级的要点

- 2011 年公司完成货物吞吐量 29,067 万吨, 同比增长 12.76%。其中散杂货吞吐量 23,436 万吨, 同比增长 14.79%, 集装箱吞吐量 589.1 万 TEU, 同比增长 14.34%, 其他各类业务量同比也均有所增长。我们预计随着经济增速下滑以及周边港口竞争加剧, 2012 年公司货物吞吐量增速下降至 6%。
- 2011 年公司收购实华原油码头 50% 股权, 贡献投资收益 0.16 亿元, 增厚业绩 0.1 元, 而对天津港财务公司增资 2.3 亿元, 持股比例增至 48%, 贡献投资收益 0.22 亿元。
- 公司在原有港口装卸业务的基础上, 充分利用天津滨海新区开发开放和东疆保税港区开发建设的大好时机, 努力构建综合型现代港口物流基础平台, 港口服务业务连续两年保持 20% 以上的快速增长, 2011 年港口服务业务毛利润达 1.6 亿元, 同比增长 114%。

主要风险

- 来自周边港口的竞争和分流。

估值

- 公司目前股价对应 2012-2013 年市盈率分别为 11 倍和 10 倍, 我们以 2012 年 13 倍市盈率, 将目标价由 9.49 元下调至 7.88 元人民币, 维持买入评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	11,483	12,723	13,849	15,200	16,686
变动(%)	17.46	10.80	8.85	9.75	9.78
净利润(人民币 百万)	803	930	1,015	1,134	1,267
全面摊薄每股收益(人民币)	0.480	0.555	0.606	0.677	0.757
变动(%)	24.8	15.8	9.2	11.7	11.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.626	0.703	0.788
调整幅度(%)	-	-	(3.1)	(3.7)	(4.1)
全面摊薄市盈率(倍)	13.8	12.0	11.0	9.8	8.8
核心市盈率(倍)	13.7	12.4	11.0	9.8	8.8
每股现金流量(人民币)	0.50	1.09	1.21	1.32	1.41
价格/每股现金流量(倍)	13.4	6.1	5.5	5.0	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	11.2	9.7	8.1	6.4
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.125	0.139	0.155
股息率(%)	0.21	0.18	0.21	0.21	0.21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 港口

杜建平*

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120037

*江映德为本报告重要贡献者

估值及评级

我们将公司 2012-13 年全面摊薄每股收益分别下调 3.1% 和 3.7% 至 0.606 元和 0.677 元，公司目前股价对应 2012-2013 年市盈率分别为 11 倍和 10 倍，我们以 2012 年 13 倍市盈率下调目标价至 7.88 元人民币，维持公司的买入评级不变。

业绩摘要

2011 年公司实现营业收入 127.2 亿元，同比增长 10.8%；实现归属于母公司的净利润 9.3 亿，同比增长 15.8%，全面摊薄每股收益 0.555 元，符合我们的预期。公司四季度完成净利润 1.62 亿元，同比持平。受益于收购实华原油码头 50% 股权以及对天津港财务公司增资至 48% 股权，公司 2011 年投资收益同比大幅增长 45%，而 4 季度投资收益大幅增长 115%。此外，报告期内公司收到政府补助 0.44 亿元，处置固定资产利得 0.30 亿元，使得营业外收入大幅增长，贡献每股收益 0.045 元。

图表 1.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年	11 年	同比变动(%)
营业收入	11,483.44	12,723.11	10.8
营业成本	(8,883.85)	(9,827.31)	10.6
营业税及附加	(201.71)	(227.79)	12.9
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(994.44)	(1,188.02)	19.5
财务费用	(217.48)	(198.28)	(8.8)
资产重估损失	(1.24)	(7.21)	481.2
营业成本	(10,298.72)	(11,448.61)	11.2
投资收益	121.31	176.23	45.3
营业利润	1,306.04	1,450.73	11.1
营业外收入	14.53	76.53	426.7
营业外支出	(26.70)	(37.15)	39.2
税前利润	1,293.87	1,490.12	15.2
所得税	(202.12)	(201.00)	(0.6)
税后利润	1,091.75	1,289.12	18.1
少数股东权益	288.47	359.22	24.5
净利润	803.28	929.90	15.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.48	0.555	15.8
<hr/>			
主要比率(%)			
毛利率	22.6	22.8	
营业利润率	11.4	11.4	
净利率	7.0	7.3	

资料来源：公司数据

图表 2.4 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10年4季度	11年4季度	同比变动(%)
营业收入	3,187.74	3,709.04	16.4
营业费用	(2,502.64)	(2,981.54)	19.1
营业税及附加	(58.29)	(54.51)	(6.5)
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(318.81)	(408.43)	28.1
财务费用	(45.91)	(55.56)	21.0
资产重估损失	0.29	(9.13)	(3,249.7)
营业成本	(2,925.36)	(3,509.17)	20.0
投资收益	22.59	48.71	115.6
营业利润	284.98	248.58	(12.8)
营业外收入	5.79	35.62	514.9
营业外支出	(6.18)	(9.37)	51.7
税前利润	284.59	274.83	(3.4)
所得税	(45.87)	(28.97)	(36.9)
税后利润	238.72	245.87	3.0
少数股东权益	77.78	83.61	7.5
净利润	160.94	162.26	0.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.10	0.10	0.8
主要比率(%)			
毛利率	21.5	19.6	
营业利润率	8.9	6.7	
净利率	5.0	4.4	

资料来源：公司数据

港口货物吞吐量保持平稳增长

2011 年公司完成货物吞吐量 29,067 万吨，同比增长 12.76%。其中散杂货吞吐量 23,436 万吨，同比增长 14.79%，集装箱吞吐量 589.1 万 TEU，同比增长 14.34%；船舶代理 17,510 艘次，同比增长 2.93%，货物代理量 8,810 万吨，同比增长 16.57%，理货量 9,954 万吨，同比 6.64%；船舶拖带 50,244 艘次，较去年同期增长 2.39%。公司各类业务量保持稳定增长。

进入 2012 年，随着宏观经济增速下滑以及国家调控政策的持续，再加上周边港口竞争加剧，我们预计公司货物吞吐量增速下降至 6%。

毛利率稳定，港口服务业成为新的亮点

2011 年公司主营业务综合毛利率为 22.76%，与上年基本持平。其中贡献 73% 毛利润的装卸业务毛利率为 48.88%，与上年保持一致。

公司在原有港口装卸业务的基础上，充分利用天津滨海新区开发开放和东疆保税港区开发建设的大好时机，努力构建综合型现代港口物流基础平台，港口服务业连续两年保持 20% 以上的快速增长，2011 年港口服务业毛利润达 1.6 亿元，同比增长 114%，毛利率则从上年的 10% 左右大幅上升至 18.5%，毛利润贡献上升至 5.6%。未来港口服务业有望继续保持较快的增长速度，成为新的亮点。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,483	12,723	13,849	15,200	16,686
销售成本	(8,884)	(9,827)	(10,733)	(11,804)	(12,986)
经营费用	(1,196)	(1,416)	(1,496)	(1,642)	(1,802)
息税折旧前利润	1,403	1,480	1,620	1,754	1,898
折旧及摊销	664	685	728	768	808
经营利润(息税前利润)	2,067	2,165	2,348	2,522	2,706
净利润收入/(费用)	(248)	(248)	(196)	(169)	(136)
其他收益/(损失)	151	219	211	243	280
税前利润	1,294	1,490	1,636	1,828	2,042
所得税	(202)	(201)	(245)	(274)	(306)
少数股东权益	(288)	(359)	(375)	(419)	(469)
净利润	803	930	1,015	1,134	1,267
核心净利润	814	896	1,015	1,134	1,267
每股收益(人民币)	0.480	0.555	0.606	0.677	0.757
核心每股收益(人民币)	0.486	0.535	0.606	0.677	0.757
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.12	0.14	0.15
收入增长(%)	17.46	10.80	8.85	9.75	9.78
息税前利润增长(%)	14.21	4.74	8.47	7.37	7.31
息税折旧前利润增长(%)	20.28	5.45	9.48	8.23	8.25
每股收益增长(%)	25	16	9	12	12
核心每股收益增长(%)	24	10	13	12	12

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,294	1,490	1,636	1,828	2,042
折旧与摊销	664	685	728	768	808
净利息费用	248	248	196	169	136
运营资本变动	(111)	(161)	(84)	(41)	(45)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(1,263)	(429)	(457)	(517)	(586)
经营活动产生的现金流	832	1,833	2,020	2,206	2,354
购买固定资产净值	(190)	(574)	(1,000)	(500)	(300)
投资减少/增加	13	(415)	211	243	280
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(177)	(989)	(789)	(257)	(20)
净增权益	0	51	0	0	0
净增债务	40	(290)	0	0	0
支付股息	(262)	(873)	(196)	(169)	(136)
其他融资现金流	(0)	(4)	134	0	0
融资活动产生的现金流	(222)	(1,116)	(62)	(169)	(136)
现金变动	432	(272)	1,169	1,780	2,198
期初现金	2,496	3,126	2,854	4,023	5,803
公司自由现金流	654	844	1,231	1,949	2,334
权益自由现金流	694	555	1,231	1,949	2,334

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,126	2,854	4,023	5,803	8,001
应收帐款	2,273	2,563	2,818	3,092	3,394
库存	469	377	415	456	501
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	5,868	5,793	7,257	9,352	11,896
固定资产	11,212	11,197	11,522	11,306	10,851
无形资产	3,132	3,169	2,982	2,930	2,877
其他长期资产	2,099	2,613	2,613	2,613	2,613
长期资产总计	16,443	16,980	17,117	16,849	16,342
总资产	22,311	22,773	24,374	26,201	28,238
应付帐款	2,635	2,594	2,804	3,078	3,379
短期债务	1,595	2,269	2,269	2,269	2,269
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,230	4,863	5,073	5,347	5,648
长期借款	4,427	3,424	3,424	3,424	3,424
其他长期负债	73	44	44	44	44
股本	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
储备	8,696	9,407	10,422	11,556	12,824
股东权益	10,371	11,082	12,097	13,231	14,498
少数股东权益	3,212	3,360	3,736	4,155	4,624
总负债及权益	22,311	22,773	24,374	26,201	28,238
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.62	7.22	7.90	8.66
每股有形资产(人民币)	4.32	4.72	5.44	6.15	6.94
每股净负债/(现金)(人民币)	1.73	1.70	1.00	(0.07)	(1.38)

主要比率

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.5	18.0	17.0	17.0	16.6
息税前利润率(%)	11.9	12.2	11.6	11.7	11.5
税前利润率(%)	10.2	11.3	11.7	11.8	12.0
净利率(%)	6.6	7.0	7.3	7.3	7.5
流动性					
流动比率(倍)	1.39	1.19	1.43	1.75	2.11
利息覆盖率(倍)	4.9	5.2	6.3	6.8	7.4
净权益负债率(%)	21.3	19.7	10.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.28	1.11	1.35	1.66	2.02
估值					
市盈率(倍)	13.8	12.0	11.0	9.8	8.8
核心业务市盈率(倍)	13.7	12.4	11.0	9.8	8.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
市盈率(倍)	16.2	14.7	13.0	11.6	10.4
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	13.4	6.1	5.5	5.0	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)					
11.9	11.2	9.7	8.1	6.4	
周转率					
存货周转天数	14.4	15.7	13.5	13.5	13.4
应收账款周转天数	69.7	69.4	70.9	71.0	70.9
应付帐款周转天数	77.2	75.0	71.1	70.6	70.6
回报率					
股息支付率(%)	20.8	18.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	7.9	8.6	9.1	9.9	10.9
资产收益率(%)	5.4	5.7	5.8	5.9	5.9
已运用资本收益率(%)	7.4	7.6	8.1	8.3	8.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.) 在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371