

受益自贸区+京津冀战略的港务龙头

增持 维持
目标价 25.00 元

投资要点:

- 公司是北方港口龙头，作为天津港集团核心A股上市公司，未来会充分受益集团业务创新及资产整合发展战略，盈利向上弹性空间可观；同时，在京津冀一体化战略背景下，天津自贸区审批有望落地兑现，提振公司未来发展预期，建议积极关注，重点推介。

报告摘要:

- **北方港口龙头，未来会充分受益集团创新发展及资产整合。**天津港地处环渤海核心位置，2013年完成吞吐量超过5亿吨，集装箱吞吐量超1300万TEU，天津港股份拥有集团50%左右的优良资产业务，A股上市公司资源和业务利润占据集团整体利润的一半，未来会充分受益集团业务创新（销售业务、金融业务、综合物流服务业务和集装箱）及资产整合（新建业务成熟后注入或集团整体资产整合）推进，盈利向上弹性空间可期。
- **港口进入平稳发展，改革和装卸费率提升是内生增长关键。**国家随着国内经济下行压力加大，内贸业务受到影响，未来国际贸易仍将延续缓慢复苏，整体看未来港口行业吞吐增速会维持在个位数；国内港口装卸费率相对处于海外的1/4-1/3，随着未来竞争合作格局稳定，仍有上行空间，另外一个潜在催化行业盈利改善的是国企改革，混合所有制（员工持股等）都有望促进行业效率提升、盈利能力向好。
- **天津自贸区和京津冀两大战略提振未来发展预期。**国家高层形成共识加速推进自贸区战略背景下，作为北方的经济和航运中心，天津自贸区落地可期，未来创新特色或在金融领域（建立更加符合市场经济要求的金融组织体系、金融市场体系、金融监管体系和金融生态环境）；同时，受京津冀一体化战略推进，北京会强化首都功能，天津作为两个核心之一，未来有望承接更多的功能定位。
- **预计2014-16年净利润分别为11.7, 13.0和14.5亿元，同比增长9.7%，10.7%和11.7%，对应EPS分别为0.70, 0.77和0.86元，对应当前股价为27.5x14PE和24.9x15PE，估值高于可参照港口，考虑到天津自贸区有望近期获批落地以及未来资产整合预期，维持“增持”评级。**

盈利预测	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	16,626	23,420	33,041	46,434
(+/-%)	23.22%	40.86%	41.08%	40.54%
净利润(百万元)	1067	1170.99	1296.24	1448.45
(+/-%)	6.31%	9.70%	10.70%	11.74%
每股收益(元)	0.64	0.70	0.77	0.86
市盈率(PE)	30.2	27.50	24.85	22.23

交运研究组

分析师:

瞿永忠(S1180513070005)

电话: 021-65055019

Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀 (S1180514050002)

电话: 021-65051190

Email: liupan1@hysec.com

王滔 (S1180514080003)

电话: 010-88085053

Email: wangtao1@hysec.com

市场表现



相关研究

《口岸扩大开放，提振未来发展预期》

2014-10-6

目录

一、天津港：环渤海竞争优势明显，存整合空间.....	4
(一)、天津港：北方综合性第一大港	4
1、地处环渤海中心、布局设计完备	4
2、北方最大综合港口、全国第三大港口	4
(二)、天津港股份：集团一半优质资产，未来仍待整合	6
1、拥有集团50%左右优质资源和经营实力.....	6
2、存同业竞争，有资产整合预期.....	7
3、业务结构整合仍有空间，集团层面业务创新开展.....	8
(三)、业务分析：受益贸易复苏，增长稳健	8
1、业务稳健增长，商品销售创新拉动增长	8
2、在建储备充足，服务网络挖潜增长	10
二、港口行业平稳发展，自贸区+京津冀催化天津发展	10
(一)、港口行业：稳健态势可期，改革挖潜尚有空间	11
(二)、自贸区+京津冀提振天津发展预期	12
1、自贸区战略加速下的天津迎来新的发展机会	12
2、京津冀一体化将提升天津的发展定位	15
三、业务预测和重要假设	17
四、投资建议和盈利预测	18

插图

图 1: 天津港主要三大港区	4
图 2: 天津港(集团)设施及能力	5
图 3: 2014 上半年全国港口吞吐量排名 (天津港位列第三)	5
图 4: 环渤海港口整体稳健增长	5
图 5: 天津港股份港口资源 VS 集团港口资源	6
图 6: 天津港股份收入占集团收入超 50% (单位: 亿元)	6
图 7: 天津港股份毛利润占集团收入超 50% (单位: 亿元)	6
图 8: 集团与天津港发展 (3382)、天津港股份 (600717) 股权关系	7
图 9: 天津港发展和天津港控股码头经营区别	7
图 10: 天津港(集团)近几年业务结构分析 (单位: 万元)	8
图 11: 天津港股份 2013 年业务结构	8
图 12: 公司收入稳健增长	9
图 13: 2013 年公司业务收入结构	9
图 14: 装卸业务仍是盈利贡献的大部分	9
图 15: 中国贸易维持稳健增长	11
图 16: 中国港口散货和集装箱与贸易同步增长	11
图 17: 2014 年增长整体放缓, 未来个位数增长或为常态	11
图 18: 国内码头装卸费率等仍有提升空间 (2008 年数据)	12
图 19: 天津自贸区筹备进程	13
图 20: 各地自贸区政策简汇	13
图 21: 京津冀区域发展战略	16
图 22: 京津冀发展战略推进进程	16
图 23: 可比上市公司估值 (2014 年 12 月 9 日数据)	18
图 24: 业务预测表	18
图 25: 三张表	20

一、天津港：环渤海竞争优势明显，存整合空间

(一)、天津港：北方综合性第一大港

1、地处环渤海中心、布局设计完备

天津港处于环渤海地区中心位置，主要由北疆港区、南疆港区、东疆港区、临港经济区南部区域、南港港区东部区域等组成。北疆港区以集装箱业务为主，包括钢铁、汽车、杂货等货类运输；南疆港区以煤炭、铁矿石、石油等大宗散货业务为主；东疆港区以集装箱为主，还有邮轮母港；临港经济区南部区域近期服务于重装备制造业等临港工业发展，以杂货业务为主。

2006年8月，国家批准在东疆港区成立东疆保税港区，是中国迄今规模最大的保税港。天津港现有水陆域面积近200平方公里，陆域面积72平方公里。

图1：天津港主要三大港区



资料来源：网络，宏源证券

2、北方最大综合港口、全国第三大港口

截至2013年末，天津港（集团）公司共拥有生产泊位149个，其中万吨级泊位102个，年设计吞吐能力4.3亿吨；集装箱泊位23个，设计能力1,125万标箱；煤炭泊位8个，设计能力9,550万吨；石化泊位30个，设计能力6,242万吨；通用散货泊位36个，年设计吞吐能力5,684万吨；通用杂货泊位39个，设计能力4,677万吨；滚装泊位4个，设计能力1,950万吨；客货泊位5个，设计能力112万吨；散粮专用泊位2个，设计能力620万吨；金属矿石泊位2个，设计能力2,900万吨；生产用仓库总面积1,117.58万平方米，其中堆场总面积1,080.82万平方米；生产用装卸机械约2,422台。

备注——A股上市天津港股份公司：截至2013年，公司共有码头泊位59个，码头岸线长度15879米，设计吞吐能力29897万吨，其中集装箱泊位13个，散杂货泊位39个，其他泊位7个。集装箱泊位设计水深最深达-16米，能够满足世界最大集装箱船停靠。2013年，公

司完成货物吞吐量31153万吨，其中散杂货吞吐量23672万吨，集装箱吞吐量651.0万TEU。

图 2：天津港（集团）设施及能力

年份	泊位个数	非生产泊位个数	生产泊位个数	码头长度	非生产码头长度	生产码头长度
2010	151	11	140	31,915	1,348	30,567
2011	154	11	143	32,714	1,348	31,366
2012	159	11	148	33,978	1,348	32,630
2013	160	11	149	35,756	1,348	34,408

资料来源：网络，宏源证券

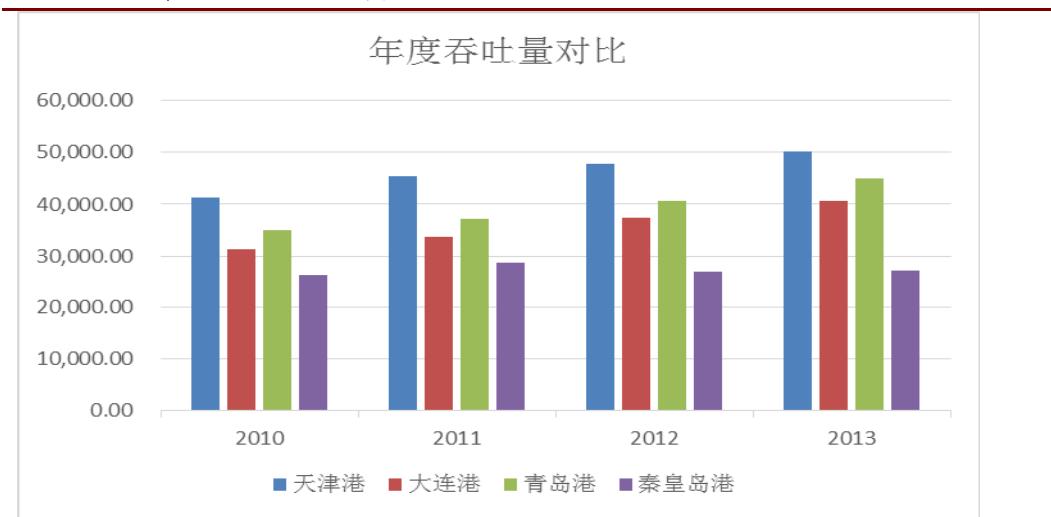
从2014年上半年全国港口吞吐量来看，天津港稳居第三，达到2.59亿吨，同比增幅在3.51%，是中国北方最大的综合性港口，处于环渤海第一大港地位，保持着对唐山港和青岛港微弱的领先优势。

图 3：2014上半年全国港口吞吐量排名（天津港位列第三）

港口名称	2014年上半年	同比增长 (%)	2013年上半年	同比增长 (%)
宁波-舟山港	44,520	10.05	40,454	7.01
上海	38,338	0.18	38,271	3.52
天津	25,896	3.51	25,017	8.11
唐山	24,269	14.58	21,180	22.06
青岛	24,183	4.93	23,046	11.34
广州	23,366	6.13	22,016	4.56
大连	21,308	3.17	20,654	11.38
营口	17,647	6.08	16,635	13.35
日照	17,233	8.13	15,937	10.51
秦皇岛	13,433	-0.13	13,451	-1.95

资料来源：网络，宏源证券

图 4：环渤海港口整体稳健增长



资料来源：网络，宏源证券

(二)、天津港股份：集团一半优质资产，未来仍待整合

1、拥有集团 50%左右优质资源和经营实力

天津港股份有限公司作为天津港（集团）的 A 股上市平台，承接了集团下属优质资产，进行专业化运营，经营主要范围包含：商品储存、中转联运、汽车运输、装卸搬运、集装箱搬运、拆装箱及相关业务、货运代理和劳务服务等，主要的经营货种为煤炭、焦炭、金属矿石和集装箱。

股份公司泊位数量、集装箱泊位数量、设计吞吐能力、完成吞吐能力、集装箱吞吐量、码头长度等几个指标，分别占据集团的比重为 39.6%、56.5%、69.8%、62.0%、50% 和 44.4%，整体上承接了集团 50% 左右的相关资源。

图 5：天津港股份港口资源 VS 集团港口资源

	年份	泊位个数	集装箱泊位	设计吞吐能力 (亿吨)	完成吞吐量 (亿吨)	集装箱吞吐 (万 TEU)	码头长度 (米)
天津港 集团	2013	149	23	4.3	5.0	1,301	35,756
天津港 股份		59	13	3.0	3.1	651	15,879
占比		39.6%	56.5%	69.8%	62.0%	50.0%	44.4%

资料来源：公司年报，天津港集团报告，宏源证券

从 2011-2014H1 财报数据来看，天津港股份占据集团的收入和毛利润均在 50%-60% 之间，与股份公司对应占据集团的码头泊位、码头长度等资源基本匹配。

图 6：天津港股份收入占集团收入超 50% （单位：亿元）

	2014H1	2013	2012	2011
天津港集团	199.4	283	250.7	221.1
天津港股份	106.4	166	134.9	127.2
收入占比	53.4%	58.7%	53.8%	57.5%

资料来源：公司年报，天津港集团报告，宏源证券

图 7：天津港股份毛利润占集团收入超 50% （单位：亿元）

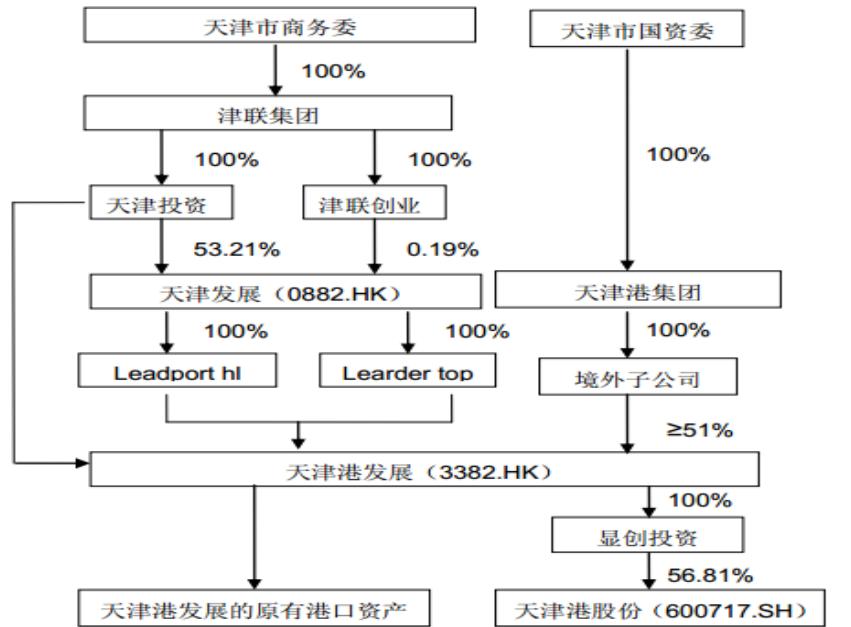
	2014H1	2013	2012	2011
天津港集团	29.6	59.1	58.5	53.4
天津港股份	15.3	30.1	31.6	29.0
天津港发展	20.9	40.6	39.7	35.2
股份占比	51.6%	50.9%	53.9%	54.2%
发展占比	70.6%	68.7%	67.9%	65.9%

资料来源：公司年报，天津港集团报告，宏源证券

2、存同业竞争，有资产整合预期

从股权结构上来看，国资委为天津港集团的实际控制人，天津港集团是天津港发展（3382.HK）和天津港（600717.SH）的间接控股股东，而天津港发展通过显创投资间接控股天津港股份（600717.SH），此外天津港发展尚有集团部分码头运营资源。

图 8：集团与天津港发展（3382）、天津港股份（600717）股权关系



资料来源：公司公告，宏源证券

与港股的天津港发展对比来看，集装箱方面，各占据了50%左右的集装箱运营资源，天津港股份拥有更多非集装箱等资源，盈利能力更强。预计未来随着集团承诺解决同业竞争事项推进，未来具备同业竞争的集装箱资源有较强的整合预期；以及未来随着集团内在建、早期运营阶段的码头资源，达到较好的盈利效果，股份公司将享有优先购买权。

图 9：天津港发展和天津港控股码头经营区别



资料来源：天津港发展公司年报，宏源证券

3、业务结构整合仍有空间，集团层面业务创新开展

从业务结构上看，天津港股份业务主要划分为装卸、销售、拖轮、理货、代理和港口服务业等6大类，对比集团公司的14大类来看，对应门类也仍有部分在集团内部，且集团内部比A股上市公司部分多了金融业务、服务业务、监理业务、工程业务、地产业务等门类，这些门类中，金融以及服务类业务集团层面开展创新性尝试，盈利能力均较强，从已有机机构层面及未来业务可延展方面，尚具备较大的整合想象空间。

图 10：天津港（集团）近几年业务结构分析（单位：万元）

业务板块	2014年1-6月		2013年		2012年		2011年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
装卸业务	329,007.09	16.50%	658,648.66	23.24%	658,404.79	26.27%	570,553.55	25.81%
理货业务	9,464.48	0.47%	19,112.84	0.67%	18,046.43	0.72%	16,164.51	0.73%
装卸辅助业务	48,391.92	2.43%	92,597.44	3.27%	75,871.85	3.03%	60,036.97	2.72%
运输业务	7,534.24	0.38%	14,138.92	0.50%	23,705.50	0.95%	22,947.83	1.04%
代理业务	42,143.92	2.11%	52,694.26	1.86%	51,741.99	2.06%	46,771.87	2.12%
堆存业务	31,934.42	1.60%	67,518.54	2.38%	61,613.56	2.46%	64,531.01	2.92%
商品销售业务	1,271,933.09	63.77%	1,465,462.13	51.70%	1,035,787.01	41.32%	958,258.86	43.34%
金融业务	5,464.87	0.27%	15,545.53	0.55%	17,017.45	0.68%	7,997.19	0.36%
拖轮业务	19,897.27	1.00%	39,066.78	1.38%	40,003.48	1.60%	33,834.22	1.53%
服务业务	52,712.10	2.64%	127,303.92	4.49%	116,272.90	4.64%	105,929.27	4.79%
监理业务	964.41	0.05%	9,103.52	0.32%	10,673.33	0.43%	8,735.97	0.40%
工程业务	142,058.21	7.12%	203,698.97	7.19%	180,355.76	7.20%	200,428.33	9.07%
地产业务	0	0.00%	14,230.52	0.50%	158,143.31	6.31%	61,941.88	2.80%
其他业务	32,908.07	1.65%	55,206.16	1.95%	58,951.84	2.35%	52,868.08	2.39%
合计	1,994,414.10	100.00%	2,834,328.17	100%	2,506,589.20	100%	2,210,999.54	100%

资料来源：集团公开资料，宏源证券

图 11：天津港股份 2013 年业务结构

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
装卸业务	4,666,875,861.89	2,582,258,713.65	44.67	-1.54	8.19	减少 4.98 个百分点
销售业务	9,751,728,436.32	9,658,321,537.92	0.96	44.76	43.64	增加 0.78 个百分点
拖轮业务	392,748,236.29	234,712,882.85	40.24	-1.97	-1.77	减少 0.12 个百分点
理货业务	192,630,217.82	66,044,534.42	65.71	5.65	6.83	减少 0.38 个百分点
代理业务	412,913,943.07	144,921,018.35	64.90	4.57	14.27	减少 2.98 个百分点
港口服务业	1,209,155,492.86	931,847,120.87	22.93	16.35	16.51	减少 0.11 个百分点

资料来源：公司年报，宏源证券

（三）、业务分析：受益贸易复苏，增长稳健

1、业务稳健增长，商品销售创新拉动增长

公司业务整理受益近几年全球经济弱复苏回暖，09年以来收入和盈利均处于复苏向

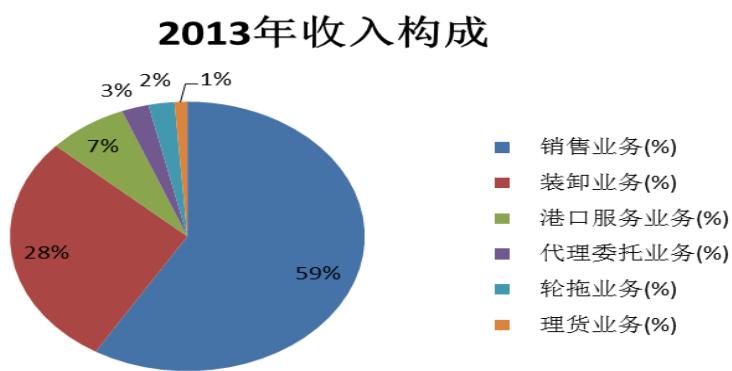
上通道；受益商品销售业务的创新式引入发展，收入增幅明显，带动公司收入基本维持在较好的两位数增长，2013年业务结构中，销售业务已经占据近60%份额，对收入贡献效果显著。

图 12：公司收入稳健增长



资料来源：Wind，宏源证券

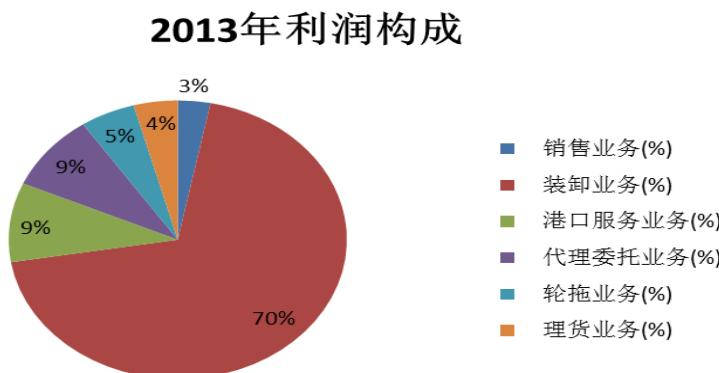
图 13：2013 年公司业务收入结构



资料来源：Wind，宏源证券

从盈利结构来看，高毛利的装卸业务仍是最大的贡献来源，占据公司利润比重为70%，其他分别为港口服务业务和代理委托业务，分别占据9%的比重。

图 14：装卸业务仍是盈利贡献的大部分



资料来源：Wind，宏源证券

2、在建储备充足，服务网络挖潜增长

公司目前在建项目南疆港区有 26 号铁矿石码头、燃油供应基地、集装箱堆场、南疆石化码头、远航散货堆场扩容等项目，总计预算金额接近 95 亿元，面向公司未来业务增长进行储备；其中集团上有初建好或在建的油品码头等项目，未来待达到较好盈利后也有优先注入预期。

公司判断港口未来的发展，仍需要有更多软实力的建设和提升，在内陆无水港、物流服务网络平台、一体化物流运营模式、铁路联运等方面，进行了进一步的发展：

一、拓展内陆物流服务网络，加强无水港运营

2013 年，公司所属天津港物流发展有限公司（以下简称“物流发展公司”）经营管理的内陆无水港共完成集装箱操作量 14.02 万 TEU，较去年同期增长 23.18%。无水港的运营，使其所在地区货主直接降低了物流成本，提高了经济效益，同时也提高了办物流效率，从无水港运行数据表明，其物流运行时间：中部地区缩短 1-2 天，西部地区缩短 3-4 天，综合物流成本下降 20% 以上。这其中还不包括将相关货物通过手续前移至无水港，为企业节省下来的时间、人力、物力成本。

同时，为更好提高内陆服务效率，确保无水港业务操作顺利运行。物流发展公司开发并运行了“天津港内陆物流服务网络平台”，针对无水港的操作难点，在区域通关，提前集港，到港运抵确认，办理退关转船等环节，与海关，国检，码头，船公司，堆场，铁路等相关单位积极协调，在内地无水港与天津港之间起到了有效的桥梁与纽带的作用。

二、整合升级一体化物流运营模式

物流发展公司通过整合资源，形成独特优势的一体化物流运营模式和服务品牌，涵盖了运输、仓储、海运订舱、报关报检，乃至于金融、贸易等所有环节的全程综合服务，为客户提供了基于供应链管理的综合物流解决方案，面向更多直接客户，进一步为客户节省了因信息，渠道不畅而带来的额外成本，从整体上提高物流效率和客户的经济效益，取得了较好的社会效益和经济效益。

2013 年，物流发展公司通过内陆市场调研，上门走访，参加专业展会，参与物流项目招标等形式，广泛收集相关客户信息。通过与铁路，船公司，海关，国检等相关单位建立起更加紧密的合作关系，打造完整的全程服务链，与内陆网点联动，发挥综合优势，成功开发运营了 18 个全程物流项目。

三、拓展铁路直进码头物流新通道

公司所属天津港中煤华能煤码头有限公司（以下简称“煤码头公司”）为了满足煤炭客户降低运输成本的需求，2013 年通过多方协调成功打通黄万线火运煤炭直进码头的铁路通道。自 3 月 2 日正式开通以来，全年共接卸 285 列火车总计 118 万吨煤炭，得到了煤炭货主的好评。

预计随着公司新建码头投运、挖潜创造内生增长，公司整体业务平稳增长仍可期待。

二、港口行业平稳发展，自贸区+京津冀催化天津发展

港口行业整体进入低速平稳发展阶段 2014 年以来，中国经济增速下行压力加大背

景下，内贸业务发展受到影响；展望未来，2015年国际经济将继续缓慢复苏，中国经济下行压力仍较大，GDP增速将保持在7~7.5%左右增长，中国港口外贸货物吞吐量增速有望遏制下跌趋势，内贸吞吐量增速难有反弹，港口吞吐量增速整体将保持在5%左右，以内贸运输为主的港口行业整体发展仍将与经济发展趋同，保持低速增长。

自贸区+区域经济有望优化未来区域性发展 在经济发展受阻背景下，中央高层当前政策上最重要的方向就是在区域经济背景下，加速自贸区战略的推进，进而优化区域及产业发展的协同性，对处于自贸区和区域经济双重政策利好影响下的港口未来发展或有较好的提振催化作用。

(一)、港口行业：稳健态势可期，改革挖潜尚有空间

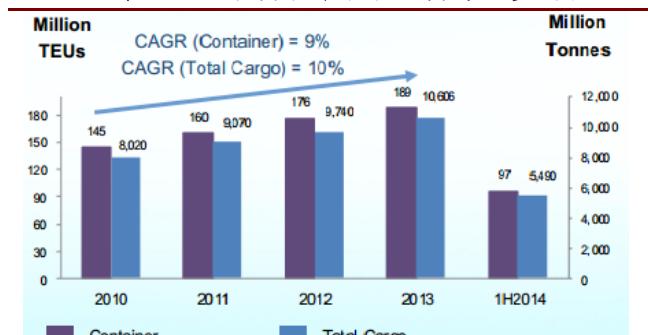
贸易稳健支撑港口行业稳健增长：08年经济危机之后，全球贸易复苏背景下，中国贸易从2010年开始实现了12%的复合增速，受益于此，港口行业吞吐量增速维持在10%左右的增速；未来在国内经济弱势+欧美经济复苏背景下，整体增速预计会在10%以内，但仍面临着较为稳健的发展环境。

图 15：中国贸易维持稳健增长



资料来源：公司资料，宏源证券

图 16：中国港口散货和集装箱与贸易同步增长



资料来源：公司资料，宏源证券

2014年上半年数据来看，港口整体增长水平下一个台阶，基本都恢复到个位数增长状态，结合内外贸易环境，整个港口行业未来维持个位数增速或将为常态。

图 17：2014 年增长整体放缓，未来个位数增长或为常态

港口名称	2014年上半年	同比增长 (%)	2013年上半年	同比增长 (%)
宁波-舟山港	44,520	10.05	40,454	7.01
上海	38,338	0.18	38,271	3.52
天津	25,896	3.51	25,017	8.11
唐山	24,269	14.58	21,180	22.06
青岛	24,183	4.93	23,046	11.34
广州	23,366	6.13	22,016	4.56
大连	21,308	3.17	20,654	11.38
营口	17,647	6.08	16,635	13.35
日照	17,233	8.13	15,937	10.51
秦皇岛	13,433	-0.13	13,451	-1.95

资料来源：网站，宏源证券

国企改革和费率空间或是未来港口盈利挖潜的重要看点：对标日本及合资码头来看，在装卸费率方面，国内码头仍有较大的提升数据（08年数据），这一切都要伴随着国内港口服务及竞争合作格局稳健后，未来逐渐回升可期。

图 18：国内码头装卸费率等仍有提升空间（2008 年数据）

	20 重箱	20 空箱	40 重箱	40 空箱	20 中转箱	40 中转箱
横滨	180.29	180.29	270.44	270.44	180.29	270.44
神户	184.11	184.11	276.16	276.16		
中国合资码头	70.4	42.7	105.6	73.9	84.5	126.7
中国国营码头	44.7	30.9	67	46.3	70.3	106.7

资料来源：公开论文，宏源证券

另外，港口大多数作为国有性、垄断性基础设施，在费用控制及经营效率方面也仍有较大的提升空间；预计随着未来港口迎来国有企业改革（混合所有制及员工持股等）机遇期，未来盈利潜力释放可期。

（二）、自贸区+京津冀提振天津发展预期

1、自贸区战略加速下的天津迎来新的发展机会

自贸区战略是未来改革开放的重要战略支撑：十七大把自贸区建设上升为国家战略，十八大提出要加快实施自贸区战略，十八届三中全会提出要以周边为基础加快实施自由贸易区战略，形成面向全球的高标准自由贸易区网络。立足于周边经济圈，辐射“一带一路”大背景下，本次国家层面再次提及加速自贸区战略，凸显自贸区改革对我国对外开放及区域经济发展的重要性；预计未来自贸区相关改革力度或有持续超预期内容出现，打破现有制度和发展框架，做更深层次的探索。

据相关媒体报道，中共中央政治局 12 月 5 日下午就加快自由贸易区建设进行第十九次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，站在新的历史起点上，实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦，必须适应经济全球化新趋势、准确判断国际形势新变化、深刻把握国内改革发展新要求，以更加积极有为的行动，推进更高水平的对外开放，加快实施自由贸易区战略，加快构建开放型经济新体制，以对外开放的主动赢得经济发展的主动、赢得国际竞争的主动。

天津自贸区创新力度可期：天津是中国北方经济中心，背靠京、冀，面向日、韩，以环渤海圈为依托，加上中日韩 15 亿人的大市场，并且随着中俄、中日、中韩之间贸易往来的深入，天津自贸区将有效带动周边城市的发展，拉动国内经济增长。同时，在京津冀背景下，天津自贸区或可在承接首都功能，丰富城市发展定位方面有新的突破。

图 19：天津自贸区筹备进程

时间	进程
2007 年 12 月	天津东疆保税港区一期封关后，天津就将自由贸易港区作为自己未来的发展方向，并提上议事日程。
2008 年 3 月	国务院批复的《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》明确表示，东疆保税港区在“条件成熟时，进行建立自由贸易港区的改革探索”，等于给天津建设自贸区开了“路条”。
2011 年	《天津北方国际 资金 研报]航运中心核心功能区建设方案》，又再次重申在天津东疆进行自贸区改革探索的目标。
2012 年年底	天津市委十届二次会议和 2013 年初天津市推进滨海新区新一轮开发开放十大任务，均将建设自贸区作为天津市 2013 年的重点工作。2013 年 6 月前，天津自贸区方案由天津市上报中央相关部门。
2013 年 12 月 27 日	上海自贸区挂牌近三个月之后，国务院总理李克强在天津滨海新区考察时提出，希望天津“在新一轮改革开放中争当领军者、排头兵，积极探索促进投资和服务贸易便利化综合改革试验。”总理的定调也被外界解读为，天津自贸区有望在第二轮自贸区申报热潮中脱颖而出。
2014 年 6 月 6 日	天津第四届“于家堡论坛”在第八届融资洽谈会期间举行，主题为“自由贸易区和中国的改革开放”。国家商务部国际经贸关系司副司长孙元江也对天津申报自贸区持以肯定的态度，“天津在申报自贸区上条件成熟具有诸多优势，并且很有希望获批。”

资料来源：网络，宏源证券

从之前报道信息来看，天津自贸区申报的特色或在金融方向，金融政策创新力度或对上海自贸区有所超越，目标是重点在金融企业、金融业务、金融市场和金融开放等方面进行了先行先试探索，在滨海新区初步建立起符合市场经济要求的金融组织体系、金融市场体系、金融监管体系和金融生态环境。天津滨海新区的金融创新主要集中于家堡金融区和东疆保税港区，金融创新的内容则主要是支持产业发展的融资租赁和产业基金。

图 20：各地自贸区政策简汇

自贸区	范围	优势	职能定位	相关政策内容
上海	试验区总面积为 28.78 平方公里，范围涵盖上海市外高桥保税区(核心)、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等四个海关特殊监管区域	第一，强大的经济优势。上海是我国的金融中心。自贸区的建立可以推进区域内功能创新和转型升级，加快贸易、航运、金融、物流、制造等产业间的交流发展，与国际先进的经济发展方式接轨。 第二，得天独厚的地理优势。上海地处长江入海口，东向东海，隔海与日本九州	探索中国对外开放的新路径和新模式，推动加快转变政府职能和行政体制改革，促进转变经济增长方式和优化经济结构，实现以开放促发展、促改革、促创新，形成可复制、可推广的经验，服务全国的发展。	一是缩减负面清单。在负面清单之外，法无禁止即可为，增强了行政的公开透明度，因而负面清单被称作是推动改革效果最明显的举措。2013 版负面清单一度被外界指责清单过长、限制过多，因此，负面清单的升级版争取缩减 40% 的消息一经透露便引起业界的广泛关注。对于应该开放的领域，我当时就认为，在信息服务开放方面禁止外资经营数据中心，在金融领域限制投资银行证券公司和文化产业中的禁止投资新闻机构，是最应该被消减的内容。今年 6 月，2014 版负面清单在 2013 版负面清单的基础上修订后出台，将外商投资准

岛相望，南濒杭州湾，西与江苏、浙江两省相接，共同构成以上海为龙头的中国最大经济区“长三角经济圈”。

入特别管理措施由 190 条减少到 139 条，调整率达 26.8%。负面清单越来越短，且未来还会继续缩减，体现了中央稳妥推动改革的决心。

二是规范工商登记。上海自贸区的注册资本登记制度改革，采取注册资本认缴制和企业年度报告公示制，并统一了营业执照样式，使得工商注册更加便利，降低了企业设立的资金成本。

三是建设单一窗口。借鉴国际先进做法和通行规则，上海于今年 6 月 18 日正式上线运行“单一窗口”，目前已经初步形成在单一窗口平台上的保税业务模块方案。这是改革创新由局部的“点”走向“面”的典型。

四是纳入跨境电商。在这方面的代表性案例就是中国（上海）自由贸易试验区管委会和上海市信息投资股份有限公司分别与美国亚马逊公司签署了关于开展跨境电子商务合作的备忘录，标志着亚马逊正式落户自贸区。

粤港澳 范围拟包括广州的南沙、深圳的前海、珠海的横琴及广州白云空港，合计 931 平方公里，到 2020 年可开发面积为 295.385 平方公里

毗邻港澳是最大优势，香港是世界经商环境最好的城市，澳门是充满活力的旅游城市。香港是世界五大中心之一，国际金融中心、贸易中心、航运中心、外汇交易中心、黄金交易中心。

(1) 前海：合作区将侧重区域合作，重点发展高端服务业、发展总部经济，打造区域中心，并作为深化深港合作以及推进国际合作的核心功能区。

(2) 横琴新区：将以合作、创新和服务为主题，加强珠澳合作，大力吸纳国内和港澳的优质发展资源，打造区域产业高地，促进珠三角和内地传统产业的技术改造和优化升级。

(3) 广州南沙新区：中国南方对外开放的重要海上门户；粤港澳全面合作的综合试验区；广州科学发展的龙头示范区；珠江湾区的宜居家园。

(4) 广州白云空港综合保税区：南区将以保税加工和保税贸易为主，配套保税物流和服务贸易为辅。

前海在离岸金融、跨境贷、内地证券公司投资港股等金融、资本市场合作方面进行试点和探索。利用毗邻香港的有利条件，深圳前海的金融创新突出地表现在跨境人民币贷款的发展方面。

中区和北区，将建设包括口岸物流、保税物流、出口加工、联邦快递亚太转运中心、保税贸易、生产性和流动性服务贸易等六大功能，争取能带动周边航空物流业发展。

天津	新的方案对天津自贸区按功能分三大块，即东疆保税港区、天津港保税区和滨海新区中心商务区。天津自贸区的面积达 64.5 平方公里，是上海自贸区 28.78 平方公里的两倍多	天津是中国北方经济中心，背靠京、冀，面向日、韩，以环渤海圈为依托，加上中日韩这一 15 亿人的大市场，并且随着中俄、中日、中韩之间贸易往来的深入，天津自贸区将有效带动周边城市的发展，拉动国内经济增长。	重点在金融企业、金融业务、金融市场和金融开放等方面进行了先行先试探索，在滨海新区初步建立起符合市场经济要求的金融组织体系、金融市场体系、金融监管体系和金融生态环境。天津滨海新区的金融创新主要集中在宝钢金融区和东疆保税港区，金融创新的内容则主要是支持产业发展的融资租赁和产业基金。
海西	海西自贸区包含：厦门自贸区以象屿保税区、象屿保税物流园区、海沧保税港区等海关特殊监管区域为基础，同时考虑厦门的优势，预留充分的发展空间，甚至有可能将厦门全岛及翔安空港新区也包括在内；平潭综合实验区全境；福州以现有海关特殊监管区域为基础，包括江阴工业集中区及闽台（福州）蓝色经济产业园部分区域、长乐机场空港区等区域	厦门对接台湾“六海一空自由经济示范区”的区位优势极为明显	<p>（1）科技：物联网应用、智慧城市、文化创意、云计算、生物科技等台湾的优势产业，均可通过自贸园区先行先试，与大陆进行深入合作。（2）制造业：海西自贸区坚持走新型工业化道路，将着力应用高新技术和先进适用技术改造提升建材、冶金、纺织、食品等传统优势产业（3）服务业：海西自贸区是承接台湾现代服务业转移的最佳地区。它依托中心城市、产业集聚区、货物集散地、交通枢纽和港口资源，并拥有福州、厦门、泉州等物流节点和一批现代物流中心（4）海洋产业：海西自贸区拥有良好的沿海港口，作为大型装备制造业项目布局的备选基地和临港工业基地。另外，海产品养殖和渔港建设也将成为海洋产业的发展重点。</p>

资料来源：网络资料，宏源证券

2、京津冀一体化将提升天津的发展定位

京津冀一体化核心为两核三轴一带：京津冀协同发展规划预期到 2030 年要把京津冀打造成在国际上有竞争力和重要影响力的新型现代化首都圈。规划核心包括“两核三轴一带”(注：指京津两核，京津塘主轴、京保石拓展轴和京唐秦拓展轴，沿海经济带)，京津冀大首都圈 4 个功能区：西、北部为生态保护与生态产业发展区，中部为优化调整区，南部制造业与耕作业区，东部滨海临港产业发展区。

据相关报道，城市定位对未来京津冀发展正是核心所在，此前有提及国家高层开会明确北京要强化首都功能，成为“四大中心”——全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心。那么首都功能之外的金融、工业等相关功能中心或向天津、河北迁移，为天津和河北两地带来巨大的发展机遇。

图 21：京津冀区域发展战略



资料来源：网站，宏源证券

图 22：京津冀发展战略推进进程

时间	重要事件
2013 年 5 月 14 日	<p>习近平从北京乘坐城际列车前往天津考察调研。两天时间里，他先后到武清区的农田、滨海新区生物医药研究院、中新天津生态城等处考察，就发展都市型农业、科技创新、建设资源节约型和环境友好型社会进行调研。</p> <p>就是在这次调研期间，习近平提出，要谱写新时期社会主义现代化的京津“双城记”，积极推进京津冀区域合作，促进优势互补、共赢发展。</p>
2013 年 8 月	习近平在北戴河主持研究河北发展问题时，再度提出要推动京津冀协同发展。
2014 年 2 月 25 日	习近平在北京调研。他强调，北京要强化首都功能，成为“四大中心”——全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心。与此同时，北京要调整疏解非首都核心功能，优化产业结构，提升城市建设质量，遏制“摊大饼”式发展。
2014 年 2 月 26 日	<p>习近平在北京主持召开专题座谈会，听取京津冀协同发展工作汇报。正是在这次座谈会上，习近平强调，京津冀协同发展意义重大，对这个问题的认识要上升到国家战略层面。</p> <p>随后全国两会上，国务院总理李克强作新一届政府首份工作报告，将“加强环渤海及京津冀地区经济协作”写入其中。</p>
2014 年 8 月	官方消息披露，国务院成立京津冀协同发展领导小组，组长由副总理张高丽担任。

2014年11月26日	交通运输部副部长冯正霖在人民日报社举办的京津冀协同发展论坛上透露，交通一体化作为推进京津冀协同发展的先行领域，目前，在国务院的统一部署下，交通运输部正会同有关方面组织编制京津冀协同发展交通一体化规划。
-------------	--

资料来源：网络，宏源证券

京津冀一体化战略，交通一体化先行：京津冀一体化战略下对北京、天津和石家庄等三个核心城市未来的发展空间和格局或有更加有力的政策倾斜定位；另外，在京津冀一体化战略背景下，近期相关规划逐渐落地，京津冀交通一体化或先行，2020年前会构建“一环六放射二航五港”一体化体系，如城际轨道交通规划有原来05年的710公里扩展到3700公里，构建以北京、天津和石家庄为核心的城市轨道交通群；北京两个机场的建设、环渤海五港口的发展都将会得以加强，未来支持京津冀的交通体系会极大的促进区域内部的融合发展。相关交通方面可落实的有津冀各投10亿组建渤海港口集团；京津冀三地和铁总拟出资100亿，组建京津冀轨道交通投资公司。

从效率和执行力的角度来看，未来京津冀协同发展将纳入统一的更高级别的协调小组框架下加速推进，交通一体化、物流一体化、产业园区、检验检疫一体化、协同构建互通互联现代交通网络体系、协同深化口岸合作和协同促进区域投资贸易便利化等具体将落实带动区域发展走向大繁荣；在协同性方面，可预期规划重点可能包括以下几个大的方面：

1) 公共服务实现均等化。在包括教育、医疗等诸多公共服务上，河北的人均指标都明显落后于北京和天津。未来京津的优质资源将有望更多向周边地区开放；

2) 基础设施和交通体系互联互通。目前三地已合资组建京津冀轨道交通投资公司，京津冀三地在交通部的指导下，正在加快打通道路。参照海外经验，在京津冀都市圈的建设过程中，高速公路与轨道交通建设都将迎来大发展；

3) 产业对接互补。未来京津冀地区的城市定位将更加明确，京津的制造业向河北转移有助于推动河北的发展，据媒体报道首钢、北汽的搬迁方案已在研究之中。而在传统制造业实现转出后，北京的现代服务业，天津的国际航运和国际物流将得到更好发展，未来区域内将实现更好的功能互补和产业互通；

4) 生态环境共建共保。京津冀地区的环境问题近年尤其突出，严重制约了三地经济和社会的持续发展。环境问题产生的原因之一是区域环境保护缺乏统一的规制，未来京津冀的环保将向一体化发展，将更有利于统筹各方的资源。

三、业务预测和重要假设

一、重要假设：

1.销售业务：预计2014-16年随着公司重点加大销售业务开拓，收入增幅分别为60%，55%和50%。毛利率水平分别维持在之前水平；

2.装卸业务：预计2014-16年随着受益环渤海港口加强协调发展、加大无水港揽货及集装箱业务发展，收入增幅分别为12%，13%和15%。毛利率水平分别维持在之前水平；

3.港口服务业务：预计2014-16年随着公司加大港口服务业务开拓，收入增幅分别为20%，15%和15%。毛利率水平分别维持在之前水平；

4.代理委托业务: 预计 2014-16 年随着收入增幅分别为 20%, 20% 和 20%。毛利率水平分别维持在之前水平;

5.拖轮业务: 预计 2014-16 年该业务平稳恢复, 收入增幅分别为 10%, 5% 和 5%。毛利率水平分别维持在之前水平;

6.理货业务: 预计 2014-16 年该业务平稳发展, 收入增幅分别为 10%, 10% 和 10%。毛利率水平分别维持在之前水平;

二、业务预测:

根据上述假设, 我们预计公司 2014-16 年营业收入分别为 156, 242 和 363 亿元, 同比分别增长 60%, 55% 和 50%, 对应毛利率分别为 14.9%, 12.3% 和 10.3%。

四、投资建议和盈利预测

一、投资建议:

公司受天津自贸区和京津冀两大战略影响下, 提振未来发展趋势, 推升公司估值提升; 作为天津港集团核心 A 股上市公司, 未来会充分受益集团资产整合及集团创新发展预期影响, 盈利向上弹性空间可期; 当前高层强调自贸区战略加速, 天津自贸区有望获批落地, 值得积极关注。

二、盈利预测:

预计 2014-16 年净利润分别为 11.7, 13.0 和 14.5 亿元, 同比增长 9.7%, 10.7% 和 11.7%, 对应 EPS 分别为 0.70, 0.77 和 0.86 元, 对应当前股价为 27.5x14PE 和 24.9x15PE, 估值高于可参照港口, 考虑到天津自贸区有望近期获批落地以及未来资产整合预期, 维持“增持”评级。

图 23: 可比上市公司估值 (2014 年 12 月 9 日数据)

代码	可比公司	最新收盘价	EPS		PE	
			2014	2015	2014	2015
600018.SH	上港集团	6.03	0.28	0.31	21	20
601018.SH	宁波港	4.19	0.25	0.27	17	15
601000.SH	唐山港	9.49	0.42	0.50	23	19
平均					20	18
600717.SH	天津港	19.02	0.70	0.77	27	25

资料来源: 公司年报, Wind 一致预期, 宏源证券

图 24: 业务预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入					

销售业务(万元)	673,632.24	975,172.84	1,560,276.54	2,418,428.64	3,627,642.96
YOY	2.30%	44.76%	60.00%	55.00%	50.00%
装卸业务(万元)	473,993.11	466,687.59	522,690.10	590,639.81	679,235.79
YOY	9.16%	-1.54%	12.00%	13.00%	15.00%
港口服务业务(万元)	103,925.80	120,915.55	145,098.66	166,863.46	191,892.98
YOY	18.45%	16.35%	20.00%	15.00%	15.00%
代理委托业务(万元)	39,487.15	41,291.39	49,549.67	59,459.60	71,351.52
YOY	1.82%	4.57%	20.00%	20.00%	20.00%
拖轮业务(万元)	40,063.82	39,274.82	43,202.30	45,362.42	47,630.54
YOY	9.07%	-1.97%	10.00%	5.00%	5.00%
理货业务(万元)	18,232.48	19,263.02	21,189.32	23,308.25	25,639.08
YOY	11.68%	5.65%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	1,349,335	1,662,605	2,342,007	3,304,062	4,643,393
YOY	6.05%	23.22%	40.86%	41.08%	40.54%
营业成本					
销售业务(万元)	672,394.65	965,832.15	1,538,432.67	2,384,570.64	3,576,855.96
YOY	3.45%	43.64%	59.29%	55.00%	50.00%
装卸业务(万元)	238,672	258,226	287,480	324,852	373,580
YOY	7.51%	8.19%	12.16%	9.86%	9.83%
港口服务业务(万元)	79,982.08	93,184.71	113,176.95	130,153.50	149,676.52
YOY	11.84%	16.51%	16.39%	15.00%	15.00%
代理委托业务(万元)	12,682.66	14,492.10	19,819.87	23,783.84	28,540.61
YOY	10.49%	14.27%	34.48%	26.00%	25.71%
拖轮业务(万元)	23,894.64	23,471.29	25,921.38	27,217.45	28,578.32
YOY	6.19%	-1.77%	5.42%	5.00%	5.00%
理货业务(万元)	6,182.06	6,604.45	7,416.26	8,157.89	8,973.68
YOY	17.55%	6.83%	13.40%	13.06%	12.97%
合计	1,033,808	1,361,811	1,992,247	2,898,735	4,166,205
YOY	5.20%	31.73%	46.29%	45.50%	43.72%
营业利润					
销售业务(万元)	1,237.59	9,340.69	21,843.87	33,858.00	50,787.00
YOY	-85.47%	654.75%	133.86%	55.00%	50.00%
装卸业务(万元)	235,320.90	208,461.71	235,210.55	265,787.92	305,656.10
YOY	10.88%	-11.41%	12.83%	13.00%	15.00%
港口服务业务(万元)	23,943.72	27,730.84	31,921.71	36,709.96	42,216.46
YOY	47.54%	15.82%	15.11%	15.00%	15.00%
代理委托业务(万元)	26,804.50	26,799.29	29,729.80	35,675.76	42,810.91
YOY	-1.83%	-0.02%	10.94%	20.00%	20.00%
拖轮业务(万元)	16,169.18	15,803.54	17,280.92	18,144.97	19,052.22
YOY	13.64%	-2.26%	9.35%	5.00%	5.00%
理货业务(万元)	12,050.43	12,658.57	13,773.06	15,150.37	16,665.40
YOY	8.89%	5.05%	8.80%	10.00%	10.00%
合计	315,526	300,795	349,760	405,327	477,188
YOY	8.96%	-4.67%	16.28%	15.89%	17.73%
销售毛利率 (%)					
销售业务(%)	0.18%	0.96%	1.40%	1.4%	1.4%

装卸业务(%)	49.65%	44.67%	45.00%	45.0%	45.0%
港口服务业务(%)	23.04%	22.93%	22.00%	22.0%	22.0%
代理委托业务(%)	67.88%	64.90%	60.00%	60.0%	60.0%
拖轮业务(%)	40.36%	40.24%	40.00%	40.0%	40.0%
理货业务 (%)	66.09%	65.71%	65.00%	65.0%	65.0%
合计	23.38%	18.09%	14.93%	12.27%	10.28%

资料来源：公司年报，宏源证券

图 25：三张表

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E	利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
	现金及现金等价物	3906	4297	4726		营业收入	16626	23420	33041
应收款项	2703	4228	5787	8021	营业成本	13618	19922	28987	41662
存货净额	410	682	952	1369	营业税金及附加	48	234	304	341
其他流动资产	667	597	1071	1517	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	7686	9804	12536	16106	管理费用	1313	1394	1800	2218
固定资产	15580	16647	18064	19258	财务费用	186	287	285	305
无形资产及其他	3690	3608	3526	3444	投资收益	291	350	420	504
投资性房地产	350	350	350	350	资产减值及公允价值变动	(1)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	2581	2874	3054	3247	其他收入	0	0	0	0
资产总计	29886	33283	37531	42404	营业利润	1752	1928	2079	2406
短期借款及交易性金融负债	1789	3069	3096	3124	营业外净收支	73	30	100	25
应付款项	3503	4675	7212	10435	利润总额	1826	1958	2179	2431
其他流动负债	1352	1870	2954	4071	所得税费用	316	300	347	393
流动负债合计	6644	9615	13262	17630	少数股东损益	442	487	535	589
长期借款及应付债券	6148	6148	6148	6148	归属于母公司净利润	1067	1171	1296	1448
其他长期负债	54	48	49	45	现金流表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
长期负债合计	6202	6196	6197	6194	净利润	1067	1171	1296	1448
负债合计	12846	15811	19459	23824	资产减值准备	(9)	270	57	10
少数股东权益	4354	4480	4656	4803	折旧摊销	745	783	938	1062
股东权益	12686	12992	13416	13778	公允价值变动损失	1	5	5	5
负债和股东权益总计	29886	33283	37531	42404	财务费用	186	287	285	305
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	601	227	1376	1251
每股收益	0.64	0.70	0.77	0.86	其它	80	(143)	118	137
每股红利	0.53	0.52	0.52	0.65	经营活动现金流	2485	2312	3791	3913
每股净资产	7.58	7.76	8.01	8.23	资本开支	(3845)	(2043)	(2335)	(2189)
ROIC	7%	7%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	9%	10%	11%	投资活动现金流	(3949)	(2336)	(2516)	(2382)
毛利率	18%	15%	12%	10%	权益性融资	333	0	0	0
EBIT Margin	10%	8%	6%	5%	负债净变化	237	0	0	0
EBITDA Margin	14%	11%	9%	7%	支付股利、利息	(895)	(866)	(872)	(1087)
收入增长	23%	41%	41%	41%	其它融资现金流	2819	1280	27	27
净利润增长率	6%	10%	11%	12%	融资活动现金流	1836	415	(845)	(1059)
资产负债率	58%	61%	64%	68%	现金净变动	373	391	430	473
息率	2.8%	2.7%	2.7%	3.4%	货币资金的期初余额	3533	3906	4297	4726
P/E	30.2	27.5	24.8	22.2	货币资金的期末余额	3906	4297	4726	5199
P/B	2.5	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	(856)	550	1618	1978
EV/EBITDA	18.8	18.1	17.9	17.1	权益自由现金流	2200	1587	1405	1750

资料来源：公司年报，宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士，10年交运从业经验，3年交运行业研究经验，宏源证券交运行业组长，资深分析师。2011年新财富团队第四，2012年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

刘 攀: 上海交通大学硕士，3年机械行业研究经验，1年产业融资租赁行业经验，宏源证券交运行业组（设备方向）分析师。擅长草根挖掘投资机会，重点覆盖铁路设备产业链、航运港口和船舶海工产业链等细分行业。

王滔: 中山大学硕士，3年交运行业研究经验，重点覆盖物流、航空机场和高速公路等行业。

机构销售团队

公募	北京片区	李 倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoxue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。