

天津港 (600717. sh)

成长中的综合物流大港

黄永琳 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

收购集团资产提高公司盈利能力

根据前期公告, 公司拟向天津港集团发行 2.26 亿股股票, 用以购买集团拥有的码头资产及主要辅助资产。根据公司测算, 待收购资产预计 2008 年净利润为 56136 万元, 与此次收购总价 41.05 亿元配比后, 得出资产收益率为 13.68%, 高于公司 2006 年的净资产收益率 11.96%。

集团优质资产拓宽下一步资产注入空间

根据集团承诺, 新建、运营码头项目时, 公司拥有优先投资权和收购权。从天津港集团的承诺中可以看出天津港在集团战略中的核心定位, 未来天津港集团将通过持续向公司注入资产以达到整体上市的战略目的, 从这个角度看, 天津港还仍有资产注入预期。除了在建的 30 万吨原油码头工程外, 目前存在预期的还有天津港集团拥有的干散货物流中心和集装箱物流中心, 如果考虑到 2010 年天津港区面积将达 100 平方公里的话, 未来资产注入空间将更为广阔。

集装箱和煤炭是未来盈利增长的主要贡献货种

根据天津港整体规划, 保守预计到 2010 年, 整个港区的集装箱吞吐量将突破 1000 万 TEU, 未来随着东疆保税区的封关运作以及北港池三期的投产, 天津港的集装箱吞吐量将进入快速增长阶段。此次顺利收购集团资产后, 神华煤码头也将是公司的主要增长点, 预计未来 3 年神华产量每年将增加至少 1600 万吨, 以 80% 的下水量测算, 每年新增下水量在 1300 万吨左右, 这一部分增量将主要通过天津港下水。

评级

我们看好公司的长期发展前景, 以及未来的资产整合预期。比较 A 股港口上市公司及天津港发展的估值水平, 我们认为天津港的估值区间为 [25.64 元-30.80 元], 给予“买入”评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	2,364.94	2,239.66	2,514.60	8,376.79	9,747.05
EBITDA(百万元)	1,619.84	1,116.70	1,067.96	2,225.67	2,482.95
净利润(百万元)	719.26	515.26	556.43	1,291.57	1,426.67
净利润增长率	145.49%	-28.36%	7.99%	132.12%	10.46%
每股收益(元)	0.500	0.360	0.38	0.77	0.85
市盈率	9.94	24.75	58.04	28.90	26.17
市净率	1.79	3.00	6.64	2.71	2.56
EV/EBITDA	9.35	8.64	14.18	6.80	6.10
每股红利(元)	0.96	0.10	0.19	0.39	0.43
股息率(%)	19.36	1.12	0.86	1.73	1.91

来源: 天津港股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.29
目标价格(元)	30.80
前次评级	买入

股价走势

天津港(600717)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-19.46%	-19.74%	171.04%
上证综指	-6.75%	12.11%	181.05%

股票数据

总股本(万股)	144884.04
流通 A 股(万股)	72,325.66
主要股东:	

天津港(集团)有限公司

主要股东持股比例	50.08%
流通 A 股比例	49.92%

财务比率

ROE	11.96%
ROA	7.27%
资产负债率	29.95%
每股净资产(元)	2.97

2006 年报数据

目录索引

整合中的天津港	3
定向增发大幅提升公司业绩	3
集团优质资产拓宽下一步资产注入空间	4
两大运营商的整合成为未来发展趋势	4
政策支持做大做强	5
业务分析.....	5
腹地经济快速发展支撑未来成长	5
主要货种发展前景	6
● 集装箱：看好北港池三期.....	6
● 煤炭：增长来自收购后的神华煤码头.....	8
● 金属矿石：受分流影响，增长空间有限.....	9
● 焦炭：保持稳中有降趋势.....	10
● 汽车及石化产品：远期前景看好.....	10
估值水平.....	12
PE 估值：25.64 元-30.80 元	12

图表索引

图表 1 增发前后公司收入结构对比	3
图表 2 定向增发收购的集团资产	3
图表 3 青岛、天津、大连三港集装箱吞吐量比较	6
图表 4 天津港集装箱泊位与生产情况	7
图表 5 北港池集装箱泊位规划	7
图表 6 2007 年 1-7 月北方煤炭主要下水港运输生产情况	8
图表 7 中国神华资产分布	9
图表 8 主要港口铁矿石吞吐能力规划	10
图表 9 我国焦炭出口量统计 2007 年 1-7 月	10
图表 10 我国主要汽车滚装码头的接卸能力	11
图表 11 天津港滚装码头有限公司近三年经营数据	11
图表 12 天津港石油化工码头公司近三年经营数据	11
图表 13 天津港盈利预测简表	12
图表 14 国内港口上市公司比较	13
图表 15 香港市场港口上市公司比较	13
图表 16 天津港资产负债简表	14
图表 17 天津港利润简表	14

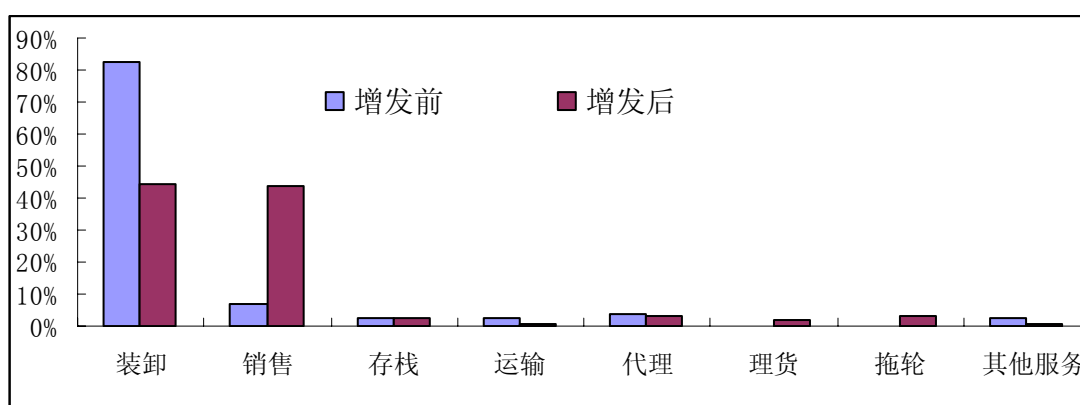
近期天津港股价伴随大盘调整，一路走低，这种下跌到底是对企业价值的回归，还是仅仅只是又一次提供介入良机呢？答案归根到底还是需要到公司的基本面中寻找。我们在下文分三个方面来梳理公司的基本面。

整合中的天津港

定向增发大幅提升公司业绩

2007年5月30日，天津港发布向天津港集团定向增发的公告，以董事会决议公告日前20个交易日的平均价格即18.17元发行不超过22600万股，用于收购天津港集团拥有的码头和主要辅助资产。此次收购后，天津港集团所有的经营性码头资产和主要港口服务性资产全部注入了股份公司，装卸货类更加全面、吞吐能力大幅提高，并且通过产业链的延伸，公司从单纯港口装卸企业转变为综合港口物流企业。公司港口装卸业务的收入占比将由现在的82%左右降低到44%左右，物流仓储、贸易运输，港口服务等业务占比显著增加，业务结构得到改善。

图表 1 增发前后公司收入结构对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

以2006年度的数据计算，增发购买的资产可为公司增加净利2.90亿元，为2006年度天津港净利润5.15亿元的56%。根据公司测算，待收购资产预计2008年净利润为56136万元，与此次收购总价41.05亿元配比后，得出资产收益率为13.68%，高于公司2006年的净资产收益率11.96%。从业务自身的盈利水平看，新增业务（扣除从事销售业务的船舶燃料和物资供应公司）的净利润率达24.58%，较增发前天津港21.06%的获利能力增加了3.52个百分点。

图表 2 定向增发收购的集团资产

项目	主营业务	股权	净利润 (万元)	ROE	ROA
天津港第一港埠公司	散杂货和集装箱装卸	100%	3223	5.15%	3.85%
天津港第四港埠公司	散杂货装卸	100%	1719	7.38%	4.52%
天津港石油化工码头公司	石油化工货物装卸	100%	10113	25.32%	19.60%

中国外轮理货天津分公司	理货业务	100%	4013	106.81%	71.82%
天津港轮驳公司	船舶拖带业务	100%	3400	17.49%	11.85%
中国船舶燃料供应天津公司	船舶燃料和淡水供应	100%	1409	5.45%	2.21%
天津港客运总公司	客运和货运滚装服务	100%	528	7.71%	7.07%
神华天津煤炭码头	煤炭装卸	45%	-2298	-1.85%	-0.73%
天津港集装箱货源有限公司	仓储业务	90.54%	846	5.53%	4.57%
天津港物资供应有限责任公司	物资供应	79.70%	384	11.68%	1.42%
天津港滚装码头有限公司	汽车滚装和食用油装卸	60%	2709	12.39%	7.04%
中国天津外轮代理有限公司	船舶代理	60%	3483	26.55%	4.28%
天津新港赛挪码头有限公司	散杂货装卸	55%	759	12.55%	9.76%
天津中联理货有限公司	理货业务	50%	459	60.47%	47.64%
天津港货运公司	货运代理	10%	2061	33.23%	21.50%
天津港集团拥有的其他码头和配套设施与码头运营相关资产		100%			
综合盈利能力				8.81%	4.22%

说明：数据取2006年度数据

数据来源：天津港发行股份购买资产暨关联交易报告书，广发证券发展研究中心

集团优质资产拓宽下一步资产注入空间

此次增发，天津港集团还向公司出具承诺函，作出以下承诺：

- 天津港集团未来新建、开发和运营码头项目时，公司具有优先投资权；如公司未行使优先投资权，公司可提出书面要求具有收购选择权；
- 天津港集团本次未注入的港口服务类资产在资产盈利水平获得提升后，公司可提出书面要求收购，集团将按照合法程序予以转让；
- 天津港集团在建的30万吨原油码头工程在竣工完成后将置入公司。

从天津港集团的承诺中可以看出天津港在集团战略中的核心定位，未来天津港集团将通过持续向公司注入资产以达到整体上市的战略目的，从这个角度看，天津港还仍有资产注入预期，除了在建的30万吨原油码头工程外，目前存在预期的还有天津港集团拥有的干散货物流中心和集装箱物流中心，如果考虑到2010年天津港区面积将达到100平方公里的话，未来资产注入空间将更为广阔。

两大运营商的整合成为未来发展趋势

天津港的港区分为北疆、南疆、海河三大部分，根据“北集南散”的规划，北疆港区以发展集装箱为主；南疆港区以散货为主，包括煤炭、焦炭、铁矿石、原油等；海河港区主要为货主码头，以件杂货为主。北疆和南疆港区内的码头原来分属三家公司：天津港股份有限公司(600717.SH)、天津港发展(3382.HK)和天津港集团有限公司¹，此次增发实施后，港区内的运营商则余天津港和天津港发展两家。

¹ 文中简称分别为天津港、天津港发展、天津港集团

天津港的控股公司为天津港集团有限公司（占50.08%，2004年6月天津港务局改制为天津港集团有限公司）；天津港发展的控股公司为天津市政府派驻香港的窗口企业津联集团有限公司（通过下属控制的Leadport Holdings Limited拥有51.77%），二者的实际控制人都是天津市政府。由于同处一个港区，天津港和天津港发展在主要货种集装箱业务上存在比较直接的竞争关系，市场预期天津港和天津港发展的整合会是未来的发展趋势，特别是今年年初天津港董事长于汝民同时出任天津港发展董事长以来，这种预期更为显著。我们也认为，同一控制人在同一港区拥有两家存在竞争关系的公司存在弊端，随着港口发展，长期来看应该有整合的需求，但是天津港集团在以天津港为整体上市平台的前提下，仍与天津港发展签订不具约束力的谅解备忘录，让天津港发展收购集团拥有的北港池一期40%的权益，我们认为整合的进程并没有市场盼望的那么快。

政策支持做大做强

今年10月31日国务院常务会议上审议并原则通过了《综合交通网中长期发展规划》，规划中提到要完善沿海港口布局，重点建设上海、大连、天津国际航运中心，天津港将直接受益。

在此轮发展中，天津港受到了各方面政策的支持，其中包括受益于滨海新区、东疆保税港区的建设和发展。

滨海新区是天津港最直接的经济腹地，2006年5月，国务院在“推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见”上明确了推进天津滨海新区开发开放，是在新世纪新阶段，党中央、国务院从我国经济社会发展全局出发作出的重要战略部署。十七大报告中也提到，要更好发挥经济特区、上海浦东新区、天津滨海新区在改革开放和自主创新中的重要作用。

东疆港区是天津港的重要组成部分，在天津市政府最新下发的《关于加快东疆港区开发建设有关问题的意见》中，给予东疆港区多项新的优惠政策。包括①到2020年前，东疆港区产生的所有税收地方留成部分，作为政府性投入，全额拨付天津港集团。②东疆港区海域使用金和土地出让金地方留成部分，作为政府性投入，全额拨付天津港集团。③将两年前用以支持天津港口发展的税收政策，由2010年延长至2015年。④优先安排东疆港区建设项目资金。⑤优先进口港区建设所需材料、设备。⑥重点招商项目可在土地使用和转让问题上，采取便捷、变通方式。

业务分析

腹地经济快速发展支撑未来成长

天津港经济腹地广阔，直接经济腹地包括天津、北京、河北、山西、内蒙古、陕西、甘肃、青海、新疆、宁夏及河南、山东二省的部分地区，总面积达450万平方公里。其中北京市出口总值的42%、河北省出口总值的59%、山西省出口总值的50%、内蒙古自治区出口总值的35%都是从天津港出海。腹地经济的快速发展支撑天津港的未来成长，首先，北京、河北、山西、内蒙、天津的GDP和进出口增速持续快于全国平均水平，其次天津经济的发动机滨海新区开始迅速发展，2006年滨海新区完成生产总值1960.5亿元，同比增长20.2%，口岸全年进出口总值达1018.85亿元，

海关税收 562.35 亿元，分居全国第 4 位和第 2 位。2007 年上半年，滨海新区完成地区生产总值 1119.8 亿元，同比增长 19.3%，完成固定资产投资 489.9 亿元，增长 29.1%。

根据商务部的数据，2007 年 1-10 月，天津市新批外商投资项目合同外资金额在 1000 万美元及以上项目为 205 个，同比增长 64%。截至 2007 年 10 月份，世界 500 强共有 127 家在津投资了 355 个项目，其合同外资金额为 53.74 亿美元。作为天津港的直接经济腹地，滨海新区以及京津冀地区广阔的发展前景使天津港具备了持续发展的外部环境。根据天津港的整体规划，预计到 2010 年，天津港货物吞吐量将突破 3 亿吨、集装箱吞吐量突破 1000 万 TEU，到 2020 年，天津港年货物吞吐量将达 4 亿吨，集装箱吞吐量达 2000 万 TEU。

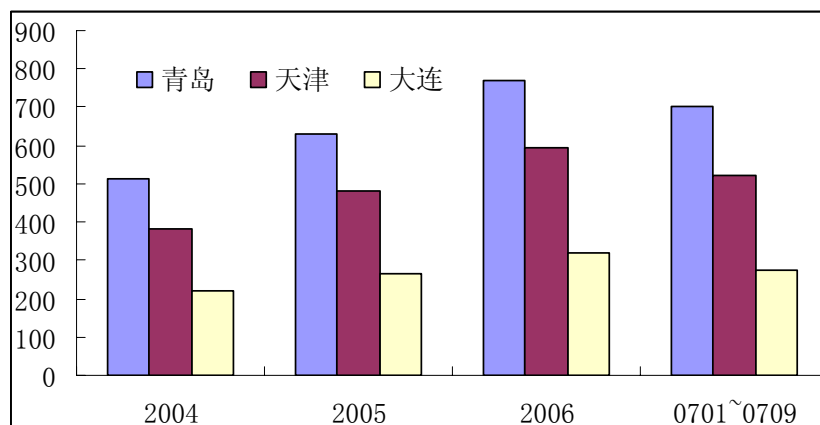
主要货种发展前景

集装箱、煤、金属矿、焦炭为公司的核心货种。此次增发，公司将收购集团的石化、煤炭、汽车滚装等业务，收购后装卸业务仍是公司的主要利润来源，其中汽车滚装和石化业务的占比将有一定程度的提高。

● 集装箱：看好北港池三期

天津港地处环渤海港口群，区域内港口密度较大，分布着 3 家集装箱枢纽港：大连港、青岛港和天津港，其中大连港和天津港都是根据《综合交通网中长期发展规划》将要重点建设的国际航运中心。受箱源地经济发展的影响，近年来大连港和青岛港、天津港的箱量差距有扩大的趋势。从竞争关系上说，由于大连港的经济腹地主要在东北，因此和天津港不直接构成竞争关系，而青岛港虽然部分经济腹地与天津港相重（天津港直接经济腹地包括天津、北京两大直辖市和河北、山西、内蒙古、陕西、甘肃、青海、新疆、宁夏等八省区及河南、山东二省的部分地区；青岛港的经济腹地包括青岛市、山东省及河南、河北和山西省部分地区），但两个港的集装箱业务量保持同步变化，在重合腹地里的竞争已经达到基本平衡的状态，并且未来天津港的箱量增长更多地是靠京津冀地区，受青岛港分流的影响不大。

图表 3 青岛、天津、大连三港集装箱吞吐量比较（单位：万 TEU）



数据来源：中国港口集装箱网

此次收购后，天津港的集装箱业务分由天津港和天津港发展 (3382. HK)

两家公司经营,按照2006年集装箱吞吐量计算,天津港和天津港发展集装箱吞吐量分别为345.87万TEU和249万TEU,占整个港区集装箱吞吐量的58%和42%,07年前九个月,如果不考虑新泊位北港池一期的投产,这个比例仍为58%和42%(考虑北港池一期后,占比数据变为55%和45%),两家的份额相对稳定,因此新增泊位的划分成为影响未来两家公司份额的主要因素。我们看好北港池一、二、三期的发展前景,但是比较而言,天津港仍旧较天津港发展占有优势,首先,从设计吞吐能力看,北港池三期的吞吐能力400万TEU超过一期和二期的合计350万TEU,考虑股比后,则更是如此,天津港拥有北港池三期的权益设计能力有204万TEU,天津港发展在北港池上的权益设计能力为140万TEU,从发展前景看,北港池三期背靠的是东疆保税区,发展前景更为看好。

图表 4 天津港集装箱泊位与生产情况

	设计吞吐能力 (万 TEU)	2006 年吞吐量 (TEU)	2007 年 1-9 月 吞吐量 (TEU)	股比
东方海陆	120	1125142	923665	天津港 51%
五洲国际	150	1773193	1662436	天津港 40%
天津港集装箱	160	2059158	1695843	天津港发展 100%
第一港埠	50	560365	290135	天津港 100%
第二港埠	30	431169	362738	天津港发展 100%
北港池一期	170		290093	天津港发展 40%
北港池二期	180			天津港发展 40%
北港池三期	400			天津港 51%

数据来源: 中国港口、广发证券发展研究中心

图表 5 北港池集装箱泊位规划

	设计吞吐能力	投产年份	股权结构	泊位情况
北港池一期(联盟国际)	170万TEU/年	2007年	天津港发展40%, 东方海外20%, 新加坡港务20%, 马士基20%	5个泊位
北港池二期(欧亚国际)	180万TEU/年	2009年	天津港发展40%, 中远30%, 马士基30%	2个10万吨级, 3个3万吨级
北港池三期(太平洋国际)	400万TEU/年	2008年	天津港股份有限公司51%, 新加坡港务集团49%	6个10万吨级

数据来源: 天津港发展公告, 天津港公告, 广发证券发展研究中心

由于北港池三期预计到2008年底才能投产,在此之前,天津港股份的新增吞吐能力只有2007年上半年完成的东方海陆码头改扩建工程新增的20万TEU的能力,因此2008年公司集装箱量的增长必将受北港池一期的分流影响。考虑到第一港埠集装箱泊位主要接卸装载能力为1500TEU以下的内贸航线船舶,增长较为稳定,五洲国际的泊位吞吐量接近饱和,我们预计2008年公司集装箱吞吐量增长在10%左右,增量主要来自东方海陆改扩建工程带来的新增能力。2009年以后,随着北港池三期的投产,天津港的集装箱吞吐量进入快速增长阶段,以天津港整体规划来计算,保守预计到2010年,天津港的集装箱吞吐量将突破1000万TEU,即平均年

增长率达 14%。

除了箱量的增长外，天津港的集装箱费率也存在上调预期。上港集团已公告将自 2008 年 1 月 1 日零时起调整外高桥港区 and 洋山港区外贸集装箱装卸包干费率，其中，外高桥港区集装箱装卸包干费平均上调 10%，调整后的集装箱装卸包干费（20 英尺标准箱）为 566.50 元；洋山港区集装箱装卸包干费平均上调 21%，调整后的集装箱装卸包干费（20 英尺标准箱）为 515 元。目前，天津港的集装箱装卸费率较青岛港低 20% 左右，较大连港低 10% 左右，我们认为天津港上调费率的空间和可能性都很大，预计 08 年费率就将出现上调。

● 煤炭：增长来自收购后的神华煤码头

天津港是我国北煤南运中北方七大煤炭下水港之一，2005 年天津港煤炭总吞吐量 7000 万吨，其中天津港约 4400 万吨，天津港发展 898 万吨，天津港集团 1702 万吨。2006 年天津港实行北煤南移战略，天津港发展的煤业务转到南疆天津港的煤码头上，如果此次定向增发能够顺利进行，则集团的煤业务也将全部注入到天津港中，也就是说未来天津港区的煤炭业务将悉数并入上市公司天津港中。

图表 6 2007 年 1-7 月北方煤炭主要下水港运输生产情况

	秦皇岛	黄骅	天津	日照	连云港	青岛	京唐
吞吐量（万吨）	12189.5	4808.3	5266.4	927.7	850.1	745.7	801.8
同比增长（%）	25.2	1.6	30.3	-12.5	-11.6	31.4	-7.5

数据来源：中贸物流资讯

此次收购标的之一的的神华煤炭码头是神华集团继在黄骅港投建专用煤炭码头后的第二条煤炭出海通道，天津港集团持有 45% 的股权，中国神华能源股份有限公司持有 55% 的股权。该码头拥有 3 个煤炭专业化泊位，码头岸线 890 米，最大靠泊能力 15 万吨级，年设计吞吐能力 3500 万吨，预计到 2007 年底第四条卸车线竣工后，年煤炭下水能力将增至 4500 万吨。今年前 5 个月实现吞吐量 756.55 万吨。

收购后，天津港煤炭吞吐量的增长将主要来自神华煤码头。从运输路线看，未来大秦线 4 亿吨扩能新增的运量将主要通过秦皇岛及京唐港下水，而神华集团的煤炭增量主要通过神朔黄铁路运至黄骅港和天津港下水。黄骅港目前的年吞吐量已达到 8000 万吨左右，基本饱和，并且黄骅港港内由于泥沙淤积严重，不适合大吨位船只停靠，从数据上也可以看出黄骅港新增能力有限，2007 年 1-9 月神华通过黄骅港下水的煤量为 5980 万吨，同比出现了 2.6% 的下降。因此未来神华的煤炭增量将主要由黄万线向北，通过天津港下水。根据神华的历史数据，神华的下水煤量占到煤炭产量的 80% 以上，以神华的煤炭产量目标，即到 2010 年煤炭产量将达 2 亿吨以上计算，神华近 3 年的产量每年将增加至少 1600 万吨，以 80% 的下水量测算，神华煤炭的每年新增下水量在 1300 万吨左右，而这一部分增量将主要通过天津港下水。

图表 7 中国神华资产分布



资料来源：中国神华

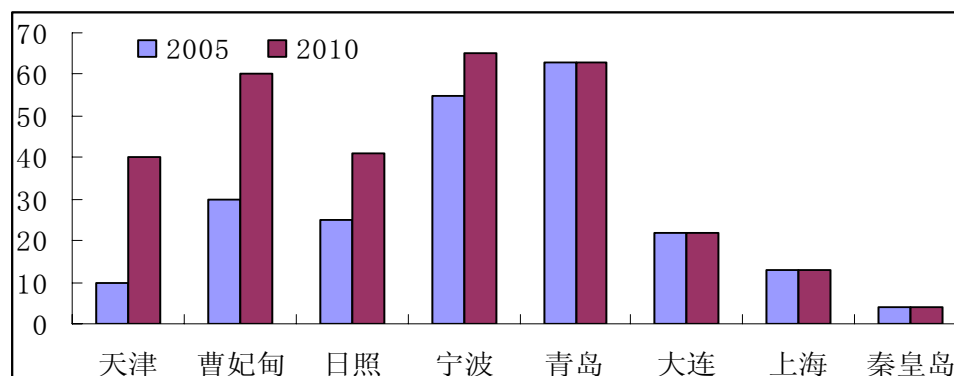
● 金属矿石：受分流影响，增长空间有限

铁矿石是天津港的四大支柱货类之一。近年来，天津港铁矿石吞吐量增长显著，由2000年的不足500万吨，迅速增长到2006年的超过4000万吨，年均增长超过了40%，居青岛港之后列全国第二位，奠定了天津港进口铁矿石大港的地位。

天津港的矿石业务由第五港埠（北疆22#-25#泊位）和远航矿石码头有限公司（南疆11#12#泊位）完成，两家公司均属天津港股份公司，其中北疆25#为10万吨级金属矿石泊位，年吞吐能力600万吨。南疆11#泊位为20万吨级铁矿石码头，于2004年8月改造完毕，年设计吞吐能力1200万吨，南疆12#泊位20万吨级矿石泊位于06年底投产，码头等级为20万吨级兼顾25万吨级，岸线长度375米，年设计吞吐能力1000万吨。

公司矿石业务的发展主要受两方面因素的影响：一是天津港计划在2009年开工建设一个年设计通过能力2000万吨的20万吨级的专业化矿石泊位，预计在2012年建成，据我们了解，天津港很有可能参与项目的建设，对公司来说，是未来矿石业务可能的增长点；二是受曹妃甸分流的影响，曹妃甸铁矿石一期工程于2005年底完成，铁矿石吞吐能力为3000万吨，07年上半年，曹妃甸矿石码头完成吞吐量870万吨，同比增长近四成，预计全年可实现1600万吨的目标。按照总体规划，在2010年前，曹妃甸港区还将建成2个25万吨级矿石码头，吞吐能力3000万吨，作为首钢2008年搬迁的配套工程，未来随着曹妃甸地区作为国家重要钢铁基地的不断发展，曹妃甸港区对公司铁矿石吞吐量的分流影响将日益明显。我们预计随着首钢搬迁的完成以及曹妃甸新能力的投产，2008年以后，公司现有泊位的铁矿石吞吐量将停止增长。

图表 8 主要港口铁矿石吞吐能力规划



数据来源：广发证券发展研究中心

● 焦炭：保持稳中有降趋势

焦炭是一种高耗能、高污染的资源性产品，为了保护环境和资源，我国对焦炭出口实行许可证和配额管理的方法来控制焦炭出口总量，并一再重申将对焦炭出口采取逐步削减的做法。2004 年 1 月 1 日，焦炭的出口退税额从 15%降低为 5%，同年 5 月 24 日，财政部和国家税务总局又进一步宣布对出口的焦炭停止出口退税，2006 年底开始征收 5%出口关税，2007 年 5 月进一步将关税提高至 15%。

天津港是我国第一大焦炭出口大港，港区内的焦炭业务集中于天津港股份公司的全资子公司天津港焦炭码头分公司（南疆 5#6#泊位）里，其焦炭吞吐量 99%为外贸出口，占国内焦炭出口总量的 80%左右。南疆 6#泊位为 5 万吨级焦炭专业化泊位，年吞吐能力 750 万吨；为满足港口焦炭吞吐需求，2004 年公司将 5# 非金属矿石泊位改装为 3.5 万吨级焦炭专业泊位，年吞吐能力 300 万吨。

图表 9 我国焦炭出口量统计 2007 年 1-7 月

关别	天津海关	南京海关	乌鲁木齐海关	青岛海关	大连海关	全国总计
焦炭出口量	723.35	128.57	17.35	12.08	10.49	902.33

数据来源：今日钢铁网 单位：万吨

2006 年天津港实现焦炭吞吐量 1141 万吨。从 2007 年出口配额的发放来看，截至 7 月 1 日，商务部共发放了两批焦炭出口配额，其中第一批 980 万吨，第二批 235 万吨，接近 2005、2006 年 1400 万吨的总配额量。从近几年焦炭出口配额情况来看，我们认为焦炭的配额总量不太可能出现大幅变化，况且据中国炼焦行业协会的数据，2006 年我国焦炭产量约 2.9 亿吨，全国焦炭表观消费量 28318 万吨，基本处于供需平衡的状态。我们预计今年天津港将实现焦炭吞吐量 1200 万吨，未来几年保持稳中有降的趋势。今年上半年公司焦炭吞吐量同比增长 20.31%，增长主要是由于自今年 6 月 1 日起我国实施新的焦炭出口关税，导致 6 月 1 日前焦炭外贸客户抢关出口，这种受政策影响的增速，未来难以持续。

● 汽车及石化产品：远期前景看好

天津港开展汽车滚装业务已有多年历史,是我国《汽车产业发展政策》确定的四大整车进口口岸之一,在汽车港口装卸业务领域占有重要位置。2006年天津港完成汽车滚装业务197232 辆,同比增长92.2%。根据市场分析,预计2010年天津港汽车吞吐量将达100万辆,2015年天津港汽车吞吐量将达120万辆,滚装业务前景看好。

图表 10 我国主要汽车滚装码头的接卸能力

主要沿海港口	岸线长 (米)	码头水深 (米)	靠泊能力(车设计吞吐 位)	(万 停车场容量 辆/年)	(万辆)
天津港滚装码头	471	-14.1	6000	10	0.45
大连汽车码头(完工后)	640	-11	6000	60	1.4
上海海通码头(一、二期)	749.4	-12/-13.2	6000	90	0.7
广州南沙汽车码头	623	-12	6000	100	2
广州南沙汽车码头	220	-12.5	6000		1.2

数据来源:交通部水运科学研究院

若此次收购能够顺利进行,则天津港未来的汽车滚装业务主要来自两个方面:一是此次收购的天津港滚装码头有限公司(现天津港集团持60%,日本邮船株式会社持40%),公司拥有2个泊位,可靠泊5万吨级滚装船舶,码头岸线471米,于2005年10月投产,2006年完成汽车运量14.6万辆,净利率高达46%;二是天津港与日本邮船、华轮威尔森码头北方有限公司合资成立的天津港环球滚装码头有限公司,3方股东的持股比例分别为51%、34%、15%,这个项目拟建设2个7.5万吨级码头,岸线长度580米,设计能力年吞吐量50万辆,计划投资7.56亿,项目内部回报率11.8%,以公司公告的建设期16个月计算,预计将于2008年底投入运营。经测算,该公司达产后年收入14626万元,比照天津港滚装码头有限公司的盈利能力,预计项目可给天津港增加3600万元的利润。

图表 11 天津港滚装码头有限公司近三年经营数据

项目	2007 年 1-5 月	2006 年	2005 年
营业收入(万元)	3864	6003	958
净利润(万元)	2378	2755	-337

数据来源:天津港发行股份购买资产暨关联交易报告书

石化业务方面,此次待收购的石化码头公司地处天津港南疆石化区域,是天津港最大的从事散装液体货物装卸的专业化公司,拥有包括15万吨级泊位在内的四座专业化码头,是京、津及华北地区最大的原油及制品的枢纽集散基地。近三年的货物吞吐量分别为1032.62万吨、1350.26万吨和1800.17万吨。2007年前七个月,天津港液体石化码头实现油品吞吐量1112万吨,同比增长8.7%,其中支柱货类原油保持6.7%以上的高速增长,累计接卸达832.4万吨。

图表 12 天津港石油化工码头公司近三年经营数据

项目	2007 年 1-5 月	2006 年	2005 年	2004 年
营业收入(万元)	8253	22167	12392	9626

利润总额(万元)	2320	17293	8361	5919
净利润(万元)	1830	12288	6123	4306

数据来源：天津港发行股份购买资产暨关联交易报告书

天津港石化业务除了此次待收购的石化码头公司外，还有集团注入在建30万吨原油码头的承诺。这个码头由天津港集团与中石化合资组建，项目投资总额13.79亿元，年设计吞吐能力为1800万吨，是中国石化股份公司在天津兴建100万吨乙烯炼化一体化工程的配套项目，预计将于2008年底投产。此外天津港南疆一号泊位改造工程已于今年8月底竣工，泊位前沿水深已达-18.8米，可满足30万吨油轮减载后靠泊，为天津港新增年吞吐能力约200万吨。

估值水平

PE 估值：30.80 元

在下述前提下我们预计公司 2008 年每股盈利 0.77 元：

①不考虑尚未进行的资产注入，包括已承诺但未实施的在建 30 万吨原油码头；

②假设 08 年初完成对集团的定向增发，增发对业绩的影响自 2008 年开始；

③2008 年增发资产的盈利水平参照《天津港股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》；

④假设 2008 起集装箱装卸费率提高 10%。

图表 13 天津港盈利预测简表

单位：万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	236494	223966	251460	837679	974705
主营业务成本	128117	118361	146264	579185	666495
主营业务利润	100544	98226	96874	230769	275949
营业利润	57726	64783	59212	138400	168088
利润总额	114095	80054	81263	183933	217621
净利润	71926	51526	55643	129157	146869
EPS	0.50	0.36	0.38	0.77	0.88
ROE	20.78%	12.38%	12.13%	17.40%	14.13%

数据来源：广发证券发展研究中心

我们选取 A 股港口上市公司的估值水平进行比较（样本中剔除了持续亏损的北海港），样本公司的动态平均市盈率是 40 倍，以天津港 2008 年的每股收益 0.77 元计，目标价格应为 30.80 元。

比较在香港上市的天津港发展，其 2008 年的动态市盈率为 33.3 倍，我们认为天津港的发展空间较天津港发展更大，以 PE33.3 倍，每股 0.77 元收益计算的 25.64 元应为估值区间的下限。

天津港目前市场价格 22.29 元，与我们的估值区间 [25.64 元-30.80 元] 相比仍有一定的上涨空间，给予“买入”评级。

图表 14 国内港口上市公司比较

名称	2008PE	ROE
深赤湾 A	23	27.33%
盐田港	28	21.87%
营口港	26	14.24%
上港集团	47	12.33%
日照港	34	7.77%
南京港	89	5.99%
厦门港务	28	10.74%
连云港	49	11.35%
均值	40	

说明：价格取 2007 年 11 月 19 日收盘价

数据来源：广发证券发展研究中心

图表 15 香港港口上市公司比较

简称	07 年 PE	08 年 PE	增长率
招商局国际	33.20	27.94	19%
中远太平洋	15.60	16.03	-3%
大连港	23.39	20.07	17%
天津港发展	44.96	33.30	35%
厦门港务	17.67	15.41	15%
平均	26.96	22.55	16%

数据来源：BLOOMBERG，取 2007 年 11 月 19 日数据

附表

图表 16 天津港资产负债简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
货币资金	97760	110671	211781	383440	533120
应收及预付	30921	38050	40920	47086	51992
存 货	1247	1148	3955	3435	4164
其他流动资产	1	1	0	0	0
长期投资	59033	75196	75196	75196	75196
固定资产原值	546006	611922	630280	1059188	1090964
固定资产净额	413934	455241	440491	813764	788235
在建工程	29826	13679	0	0	0
无形资产	5639	14033	34241	33903	33564
其他资产	703	478	426	374	322
资 产 总 计	639065	708497	807010	1357197	1486593
短期借款	30800	40800	79150	0	0
应付款项	110177	125214	71177	165031	183406
其他流动负债	9500	6600	0	0	0
长期负债合计	23600	39600	0	0	0
少数股东权益	63580	65425	170181	193817	226748
股本	144884	144884	144884	167477	167477
股东权益合计	401407	430858	486502	998350	1076438
负债及股东权益总计	639065	708497	807010	1357197	1486593

数据来源：广发证券发展研究中心

图表 17 天津港利润简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	236494	223966	251460	837679	974705
减：主营业务成本	128117	118361	146264	579185	666495
主营业务税金及附加	7834	7379	8323	27725	32260
主营业务利润	100544	98226	96874	230769	275949
加：其他业务利润	457	485	286	409	393
减：营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	31932	31145	33947	86867	102344
财务费用	11342	2783	4000	5911	5911
营业利润	57726	64783	59212	138400	168088
加：投资收益	967	5641	22051	45533	49533
补贴收入	5905	8999	0	0	0
营业外收支净额	49497	631	0	0	0
利润总额	114095	80054	81263	183933	217621
减：所得税	32513	18241	13323	31140	37820

少数股东损益	9656	10287	12297	23636	32932
净利润	71926	51526	55643	129157	146869
EPS (元/股)	0.50	0.36	0.38	0.77	0.88

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。