

CHINA MERCHANTS HOLDINGS (144.HK)

8M13 container volume grew 15.8%, with gain in overseas contribution

In the first eight months of 2013, CMHI's total container throughput rose to 46mn TEUs, up 15.8% YoY (vs. up 11.8% YoY in 1H13). Management guided stronger volumes growth in 2H13. CMHI's ports in Mainland China recorded container throughput of 38mn TEUs, up 5.8% YoY, sustaining its leading position among China's port operators. Overseas ports recorded a total container throughput of 3.5mn TEUs, thanks to the incremental throughput of Terminal Link, Port de Djibouti, and CICT. In 1H13, CMHI's port operation profits rose by 15.2% YoY to HK\$1906mn; profits from Shanghai International Port (SIPG) and overseas terminals rose by 25% YoY and 195% YoY respectively. SIPG and new overseas terminals are becoming the key growth drivers.

The recent approval of Shanghai Free Trade Zone will improve CMHI's container volumes. Waigaoqiao and Yangshan Port Bonded Areas are located in the Shanghai Free Trade Zone. This is the docking area of SIPG's terminals. SIPG, as a major land owner in the free trade zone, should be perceived as a beneficiary of stronger trade volumes and rising land value. Since 2010, SIPG has been the No.1 in container throughput in the world for three consecutive years, and CMHI is expected to benefit from SIPG's volume growth.

Other business segments saw weak earnings. Net earnings from bonded logistics and cold chain operations declined by 45% YoY to HK\$10mn, due to the negative impacts of the deconsolidation of Nanshan at end-2012. Port related manufacturing operations declined by 43% YoY to HK\$157mn in earnings. Despite an increase in the container sales volume, prices of dry cargo units, reefer containers and special-purpose units declined amid weak shipping demand.

Maintain "Neutral" rating. We expect 2013-2015E EPS of HK\$1.55, 1.75 and 2.05 (Prev. HK\$1.82, 2.11, 2.45). Using the sum-of-parts method, we derive a 12-month target price of HK\$26.43 (Prev. HK\$23.89), which implies 17.1x, 15.1x and 12.9x 2013-2015E P/E or 1.4x 2013E P/B. We reiterate "Neutral" rating. According to the latest Qianhai lands transfer price, we estimated the current value of the Qianhai land owned by CMHI may be equivalent to HK \$ 3.32/share. But because the use of the land is still uncertain, we didn't put the value of this part into our valuation.

Financials

HK\$ mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	9,470	11,022	8,057	8,983	10,185
Growth (%)	63%	16%	-27%	11%	13%
Net income	5,589	3,818	3,855	4,347	5,107
Growth (%)	-5%	-32%	1%	13%	18%
EPS (HK\$)	2.26	1.53	1.55	1.75	2.05
DPS (HK\$)	1.07	0.90	0.70	0.73	0.85
P/E (x)	12.2	18.0	17.8	15.8	13.5
P/B (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	13.6%	8.6%	8.3%	8.9%	9.9%

Source: Company data, CMS (HK) estimate

Neutral

(Previous: Neutral)

Target Price: HK\$ 26.43

Current price: HK\$27.60

China Merchants Securities (HK)
 Yiqian Li, Colleen Li
 +86-755-83271060
 liyiqian@cmschina.com.cn

12 Sep 2013

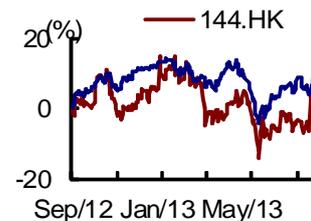
Key data

HSI Index	22937.14
HSCEI Index	10636.71
S/O(mn)	2491.4
S/O (HK\$(mn))	2522.7
Mkt cap (HK\$) (mn)	68617
BVPS(HK\$)	18.20

Major shareholder	Holding (%)
China Merchants Group	55.0
Free float	45.0
Industry	Marine Port

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	14	-4	11
Relative	9	-1	1



Source: Bloomberg

Related research

1. "CMHI(144.HK)-Container throughput growth remains slow, maintain "Neutral" 2013/4/9
2. "COSCO PACIFIC(1199.HK)-1H better than expectation; reiterate "buy" 2013/8/29

招商局国际 (144.HK)

受惠于海外项目，前8个月集装箱吞吐量同比增长15.8%

招商局国际(下称公司)今年前8个月集装箱吞吐量总计达到4585万TEU,同比增长15.8%(vs. 1H13同比增长11.8%)。集装箱吞吐量增速在下半年保持强劲增长,符合管理层的指引。公司内地港口集装箱吞吐量达到3782万TEU,同比增长5.8%,保持国内领先的码头营运商地位。今年海外项目表现较为抢眼,在新码头Terminal Link、吉布提港、科伦坡CICT的带动下,前8个月海外码头集装箱吞吐量总计为349万TEU。今年上半年,公司港口业务盈利为19.1亿港元,同比增长15.2%;上港集团及海外码头盈利贡献分别增长25%、195%。我们认为上港集团和新的海外码头将成为公司码头业务的核心驱动力。

上海自贸区获批,有利于公司提升箱量 外高桥保税区和洋山港保税区均位于上海自贸区内,这也是上港集团经营码头的对接区域。上港集团作为自贸区唯一的港口企业,将直接受益于自贸区内监管创新和金融创新吸引的增量货源以及土地价格的升值。自2010年起,上港集团集装箱吞吐量已连续三年保持世界第一,公司未来有望受益自贸区带来的货量增长。

公司其他业务表现较差 上半年公司保税物流及冷链业务对公司的盈利贡献同比大幅下降45.0%至0.1亿港元,主要由于南山剥离招商局国际自2012年底不再并表所带来的负面影响。港口相关制造业务方面,上半年联营公司中集集团对公司的盈利贡献同比下跌43.3%至1.6亿港元。

投资策略及建议:

预计2013-2015E每股盈利分别为1.55港元、1.75港元、2.05港元(调整前为1.82、2.11、2.45港元)。对公司按业务分类加总得到12个月目标价为HK\$26.43(调整前为HK\$23.89),相当于17.1倍、15.1倍以及12.9倍2013-2015E P/E估值,或1.4倍2013年P/B估值。维持“中性”投资评级。根据最新的前海土地出让价,估算出公司前海土地储备的土地现价大约相当于每股3.32港元。但是考虑到该土地的使用用途并不明确,我们暂不把这部分价值放进估值中。

盈利预测及估值

港币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	9,470	11,022	8,057	8,983	10,185
同比增长 (%)	63%	16%	-27%	11%	13%
净利润	5,589	3,818	3,855	4,347	5,107
同比增长 (%)	-5%	-32%	1%	13%	18%
每股盈利 (元)	2.26	1.53	1.55	1.75	2.05
每股股息 (元)	1.07	0.90	0.70	0.73	0.85
市盈率 (x)	12.2	18.0	17.8	15.8	13.5
市净率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	13.6%	8.6%	8.3%	8.9%	9.9%

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

中性

(上次:中性)

目标价: HK\$ 26.43

现价: HK\$27.60

招商证券(香港)研究部
李艺倩, 李康
+86-755-83271060
liyiqian@cmschina.com.cn

2013年9月12日

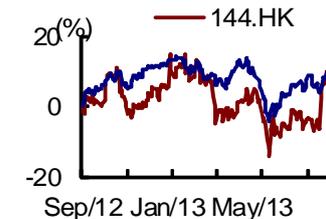
基础数据

恒生指数	22937.14
H股指数	10636.71
总股数(万股)	249142
港股股数(万股)	252268
港股市值(港元百万)	68617
每股净资产(港元)	18.20

主要股东	持股(%)
招商局集团	55.0
自由流通股	45.0
行业	海运

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-4	11
相对恒指表现	9	-1	1



资料来源:彭博

相关报告

- “招商局国际(144.HK)-集装箱吞吐量增速持续放缓,维持“中性”评级” 2013/4/9
- “中远太平洋(1199.HK)-上半年业绩超预期,维持“买入”评级” 2013/8/29

2013 年前 8 个月集装箱吞吐量同比增长 15.8%

招商局国际今年前8个月集装箱吞吐量总计达到4585万TEU，同比增长15.8%（vs. 1H13同比增长11.8%）。集装箱吞吐量增速在下半年保持强劲增长，符合管理层的指引。前8个月，公司内地港口集装箱吞吐量达到3782万TEU，同比增长5.8%（vs. 1H13同比增长6.0%，1H13高于全国港口外贸集装箱吞吐量增速4个百分点），保持国内领先的码头营运商地位。公司于2012年底到2013年上半年签署的多个海外项目，初见成效。在新码头Terminal Link、吉布提港、科伦坡TICT的带动下，前8个月海外码头装箱吞吐量总计为349万TEU，而在去年同期，仅有尼日利亚TICT码头为公司贡献了27万TEU的箱量。

业绩亮点：

1. 漳州码头受益于内码箱源增加。今年前8个月，集装箱吞吐量为36万TEU，同比大幅增长30.8%。
2. 青岛前湾联合集装箱码头继续深化与青岛港集团的合作，集装箱吞吐量维持高速增长，达364万TEU，同比大幅增长34.5%。
3. 由于公司在2012年底入股台湾高明码头，香港及台湾地区完成集装箱吞吐量455万TEU。
4. 海外地区，2013年上半年公司完成收购的Terminal Link以及东非吉布提港，今年前8个月分别为公司带来273万TEU、46万TEU的箱量贡献；西非的尼日利亚TICT继续保持了12.4%的较快增长；公司持有85%股权的斯里兰卡南科伦坡国际集装箱码头自2011年动工建港后，于今年7月1日开始营运，首两个月为公司带来2千TEU的箱量贡献。

表1：公司港口集装箱吞吐量及同比增速一览（千TEU）

区域分类	港口	8M13	8M12	同比 (%)	1H13	1H12	同比 (%)
中国内地	深圳西部	7577	7815	-3.0%	5621	5688	-1.2%
	珠江船务	795	738	7.7%	591	546	8.2%
	上港集团	22255	21313	4.4%	16326	15864	2.9%
	宁波大榭	1408	1267	11.1%	1035	941	10.0%
	青岛联合码头	3642	2707	34.5%	2749	1907	44.2%
	天津五洲国际码头	1563	1441	8.5%	1162	1049	10.8%
	湛江港码头	215	195	10.3%	159	143	11.2%
	漳州码头	361	276	30.8%	276	209	32.1%
	CMHI 内地合计	37816	35752	5.8%	27919	26347	6.0%
港台	香港 (MTL+招商货柜)	3803	3588	6.0%	2761	2681	3.0%
	高雄高明码头	748	-	-	538	-	-
海外	尼日利亚TICT	300	267	12.4%	213	194	10.1%
	吉布提港	457	-	-	332	-	-
	科伦坡TICT	2	-	-	-	-	-
	Terminal Link	2726	-	-	899	-	-
CMHI 码头合计		45853	39607	15.8%	32662	29222	11.8%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

码头业务核心驱动力：

1. **上港集团**：自贸区的获批，将有效带动长三角地区乃至整个华东地区出口加工、贸易、服务产业的发展，从而推动上港集团的港口主业发展。自2010年起，上港集团集装箱吞吐量已连续三年保持世界第一，公司未来有望受益自贸区带来的货量增长。
2. **海外项目码头**：收购码头 Terminal Link 标志着公司海外业务的投资区域也由亚洲和非洲拓展至欧洲和北美；东非吉布提港处于红海的出入口，为进出东非的海事货船转运中心，具备一定的增长潜力；斯里兰卡南科伦坡 TICT 可停靠当今最大的集装箱船，令该港有望成为南亚地区重要的枢纽港，该港余下的3个泊位预计将于2015年底全部建成，有望给公司带来更多集装箱吞吐量贡献。

上半年公司净利润19.4亿港元，同比上升10.2%

招商局国际2013年上半年收入是37.5亿港元，同比下降21.9%，净利润同比上升10.2%至19.4亿港元，经常性净利润同比上升13.1%至18.2亿港元。上半年，集装箱吞吐量11.8%的增速带动了港口业务收入同比上升3.9%至33.9亿港元。由于公司于去年底终止控股南山集团，并不再并表，导致公司上半年利润表几项项目（包括其他业务收入、销售成本、少数股东损益等）出现大幅同比下降，尤其对保税物流及冷链业务影响较为明显。保税物流及冷链业务上半年对公司的盈利贡献同比大幅下降45.0%至0.1亿港元。

表2：招商局国际2013年上半年利润表摘要

港币百万元	1H13	1H12	同比 (%)
收入	3,745	4,793	-21.9%
港口业务收入	3,394	3,268	3.9%
其他业务收入	351	1,525	-77.0%
销售成本	-2,025	-2,737	-26.0%
其他收益净额	205	503	-59.2%
经营溢利	1,612	2,050	-21.4%
融资收入	33	73	-54.8%
融资成本	-498	-628	-20.7%
分占联营公司之溢利	1,450	1,325	9.4%
分占共同实体之溢利	139	147	-5.4%
除税前溢利	2,736	2,967	-7.8%
税项	-382	-502	-23.9%
净利润	1,935	1,756	10.2%
经常性净利润	1,820	1,609	13.1%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

港口相关制造业务方面，上半年联营公司中集集团对公司的盈利贡献同比下跌43.3%至1.6亿港元。上半年，尽管中集集团集装箱销售量有所上升，但干货集装箱及冷藏箱和特种箱价格均出现明显下滑，导致中集集团净利润同比大幅下降40.9%至5.5亿元人民币。

表3：招商局国际2013年上半年各项业务盈利情况

港币百万元	1H13	1H12	同比 (%)
港口业务	1,906	1,655	15.2%
珠三角	694	695	-0.1%
香港地区	123	114	7.9%
长三角	859	688	24.9%
其他地区	230	158	45.6%
保税物流及冷链业务	110	200	-45.0%
港口相关制造业务	157	277	-43.3%
其它业务	-238	-376	--
净利润	1,935	1,756	10.2%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

调整公司 2013-2015 年盈利预测

1. 我们预计 2013-2015E 港口业务收入增速维持在 6%左右，将 2013-2015E 港口业务收入预测分别提高 4%/8%/12%。
2. 考虑到公司终止控股南山集团，我们大幅下调其他业务收入预测；上调 2013-2015E 毛利率水平，分别提高 7%/5%/5%。
3. 将 2013 年联营公司上港集团盈利预测提高 14%，但大幅下调了联营公司中集集团盈利预测。
4. 我们将公司 2013-2015E 每股基本盈利下调了 15-17% 至 1.55/1.75/2.05 港元。

表4：2013-2015年业绩预估调整

	调整前			调整后			(+/-)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
港币百万元									
营业收入	12,029	13,281	14,749	8,057	8,983	10,185	-33%	-32%	-31%
港口业务收入	6,786	6,890	7,199	7,052	7,475	7,924	4%	8%	10%
其他业务收入	5,243	6,291	7,550	1,005	1,507	2,261	-81%	-76%	-70%
毛利	4,812	5,312	5,900	3,463	3,773	4,176	-28%	-29%	-29%
营业利润	4,508	5,191	5,917	3,579	3,725	3,895	-21%	-28%	-34%
合营公司盈利贡献	3,426	3,781	4,067	2,965	3,683	4,482	-13%	-3%	10%
联营公司盈利贡献	320	360	360	300	320	340	-6%	-11%	-6%
净利润	4,521	5,266	6,109	3,855	4,347	5,107	-15%	-17%	-16%
EPS(港元)	1.82	2.11	2.45	1.55	1.75	2.05	-15%	-17%	-16%
收入增长率	9%	10%	11%	-27%	11%	13%	-	10%	18%
毛利率	40%	40%	40%	43%	42%	41%	7%	5%	3%
净利率	38%	40%	41%	48%	48%	50%	26%	20%	22%

资料来源：招商证券（香港）预测

维持“中性”投资评级

对于公司的几项主要业务，我们均使用市盈率方法估值。上调上港集团目标市盈率至 18 倍（调整前为 15 倍），对于保税物流冷链物流业务采用 12 倍行业平均市盈率（调整前为 10 倍），其他目标市盈率保持不变。我们给予招商局国际的目标价为 26.43 港元，维持“中性”投资评级。公司前海土地储备当初收购价为 20.7 亿港元，根据最新的前海土地出让价，目前土地单价已翻近 4 倍，估算出该土地的现价为 82.6 亿港元，相当于每股 3.32 港元。但是考虑到该土地的使用用途并不明确，我们暂不把这部分价值放进估值中。

表5：招商局国际估值（百万港元）

	股份数(百万股)	估值方法	乘数(x)	每股价值	2012年分部净利润	2013年分部净利润(预测)	分部价值
港口业务							
珠三角和香港		P/E	15		1,543	1,558	23,370
上港集团 (24.49%)	5,573	P/E	18	¥4.96	1,560	1,950	35,100
其他港口业务		P/E	20		425	638	12,760
港口相关制造业务							
中集集团 (25.54%)	680	P/E	10	HK\$6.62	558	450	4,500
其他业务							
保税物流及冷链业务		P/E	12		287	260	3,120
分部价值之和							78,850
2012年末净负债							-13,027
公司总价值							65,823
股份数(百万股)							2,491
每股价值(港元)							26.43

资料来源：招商证券（香港）预测

附：财务预测表

资产负债表

单位：港币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	15172	6052	6184	6035	5790
现金	6167	4192	4164	4015	4170
交易性投资	4380	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2776	1400	1400	1400	1000
其它应收款	1609	371	500	500	500
存货	240	89	120	120	120
其他	0	0	0	0	0
非流动资产	71914	71414	80336	83758	86894
长期股权投资	32432	33640	41200	43000	44900
固定资产	22609	18397	19459	20939	22533
无形资产	14474	16035	16177	16319	16461
其他	2399	3342	3500	3500	3000
资产总计	87086	77466	86520	89793	92684
流动负债	11710	8801	8960	8960	8960
短期借款	5279	6035	4300	4300	4300
应付账款	3888	1641	3660	3660	3660
预收账款	0	0	0	0	0
其他	2543	1125	1000	1000	1000
长期负债	20569	14983	21249	21421	20692
长期借款	16231	11184	18024	18024	17092
其他	4338	3799	3225	3397	3600
负债合计	32279	23784	30209	30381	29652
股本	247	249	249	249	249
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	43205	45293	47404	49933	52923
少数股东权益	11355	8140	8658	9230	9860
母公司所有者权益	43452	45542	47653	50182	53172
负债及权益合计	87086	77466	86520	89793	92684

现金流量表

单位：港币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	4671	6333	5259	4909	5537
净利润	5589	3818	3855	4347	5107
折旧摊销	1412	1772	1755	1857	1981
财务费用	1061	1328	1285	1563	1530
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	1699	(3480)	(1734)	0	(400)
其它	(5090)	2895	97	(2857)	(2682)
投资活动现金流	(2780)	(7604)	(7128)	(2249)	(974)
资本支出	(3235)	(5767)	(4410)	(1957)	(660)
其他投资	455	(1837)	(2718)	(292)	(314)
筹资活动现金流	(1963)	(704)	1840	(2809)	(4408)
借款变动	2511	(4291)	5105	0	(932)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(2659)	(2231)	(1744)	(1818)	(2117)
其他	(1815)	5818	(1521)	(991)	(1359)
现金净增加额	(72)	(1975)	(28)	(149)	155

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：港币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	9470	11022	8057	8983	10185
营业成本	5418	6687	4593	5210	6009
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	47	61	30	60	60
管理费用	1177	1241	806	988	1120
财务费用	1061	1328	1285	1563	1530
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2244	2199	1020	1080	1000
营业利润	4885	5070	3579	3725	3895
营业外收入	3675	2967	3265	4003	4822
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	7686	6871	5628	6245	7288
所得税	995	1163	809	673	740
净利润	6691	5708	4819	5573	6548
少数股东损益	1102	1890	964	1226	1441
母公司所有者净利润	5589	3818	3855	4347	5107
EPS (元)	2.26	1.53	1.55	1.75	2.05

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	63%	16%	-27%	11%	13%
营业利润	17%	4%	-29%	4%	5%
净利润	-5%	-32%	1%	13%	18%
获利能力					
毛利率	42.8%	39.3%	43.0%	42.0%	41.0%
净利率	59.0%	34.6%	47.9%	48.4%	50.1%
ROE	13.6%	8.6%	8.3%	8.9%	9.9%
ROIC	9.6%	9.2%	7.3%	8.1%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	30.7%	34.9%	33.8%	32.0%
净负债比率	35.3%	28.6%	38.1%	36.5%	32.4%
流动比率	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
速动比率	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	0.11	0.14	0.09	0.10	0.11
存货周转率	6.8	10.2	11.0	10.9	12.5
应收帐款周转率	0.7	1.3	1.4	1.6	2.1
应付帐款周转率	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
每股资料(元)					
每股盈利	2.26	1.53	1.55	1.75	2.05
每股经营现金	1.89	2.54	2.11	1.97	2.22
每股净资产	17.56	18.28	19.13	20.15	21.35
每股股利	1.07	0.90	0.70	0.73	0.85
估值比率					
PE	12.2	18.0	17.8	15.8	13.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.3	18.1	16.1	15.2

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

免责声明：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

公司网址: <http://www.newone.com.hk>

电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828