

日照港 (600017)

预计上市合理价格：

5.40-6.00 元

分析日期：2006年10月10日

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

021-64450038-758

发行数据

| | |
|-------------|-----------|
| 发行价格(元) | 4.70 |
| 发行规模(万股) | 23,000 |
| 发行后总股本(万股) | 63,000 |
| 发行方式 | 上网定价法人配售 |
| 发行日期 | 2006-9-25 |
| 上市日期 | 0 |
| 主承销商 | 招商证券 |
| 主要股东 | |
| 日照港(集团)有限公司 | 54.42% |

募股资金投向

| 项目名称 | 金额(万元) |
|----------------|---------|
| 日照港煤炭出口系统改扩建工程 | 86,000 |
| 日照港东港区矿石码头工程 | 82,134 |
| 总金额 | 168,134 |

上市公司新股报告

国内铁矿石进口增速将明显放缓

煤炭输出市场份额有所下降

2004 年公司煤炭吞吐量国内第四。相对于其他港口煤炭输出大幅增长，公司煤炭输出近几年略有萎缩，中转价格不断走低，份额不断下降。

相对于经济总量，山东以及周边省份煤炭供给不足。公司煤炭业务短期内难有大增长。真正具有煤炭输出能力的是山西、内蒙、陕西和河南，公司未来煤炭装卸潜力取决于国家煤炭输出通道建设的辐射。

铁矿石高速增长增势趋缓

2004 年公司铁矿石吞吐量国内第六。公司腹地钢铁产量大，铁矿石产量低，公司铁矿石业务发展环境较好，市场份额不断提高。

国家连续多年钢铁产量大增，近年来实施宏观调控，行业增速趋缓。今年铁矿石进口增速首次明显趋缓。国内近几年铁矿投入力度加大，对进口造成一定替代，矿石进口增速将明显趋缓甚至可能逆转。

预计公司铁矿石吞吐量增速将回归平稳。随着募集资金项目投产，竞争力进一步增强，在增量市场竞争中较有优势。

招股项目效益有待吞吐量配合

公司招股项目已经提前启动，有望在明年完工。铁矿石业务会因此盈利能力有所增强。煤炭项目如果吞吐量不能明显提升，短期难以产生理想收益。

公司处于快速发展期，资本性支出金额较大，负债率偏高。此次募集资金偿还银行贷款后，因募集资金项目投产带来的财务费用压力有望大幅降低。未来较大资金需求可能使财务费用长期居高不下。

估值

国内港口上市公司平均 PE 在 20 倍左右，与国外市场基本接近。公司首发后净资产大幅增厚，对定价有较强支持。考虑主导产品煤炭、铁矿石受经济影响波动较大，综合判断，给与公司 2006 年 18-20 的 PE，定价区间 5.40-6.00 元。

风险分析

煤炭业务可能会受国家节能政策和经济增速影响需求增速减缓，同时腹地煤炭供应能力不足而没有明显增长。国内铁矿石进口业务可能会因钢铁产量增速下降和国产矿对进口矿的替代，增速明显趋缓甚至可能出现逆转，而对公司产生明显影响。

预测和比率

| | 2005A | 2006E | 2007E | 2008E |
|----------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入(万元) | 59,406 | 83,697 | 105,863 | 120,427 |
| 主营收入增长率 | 5.14% | 40.89% | 26.48% | 13.76% |
| 净利润(万元) | 15,274 | 19,094 | 21,515 | 24,815 |
| 净利润增长率 | 23.07% | 25.01% | 12.68% | 15.34% |
| ROE | 15.20% | 8.39% | 8.63% | 9.06% |
| EPS(元) | 0.24 | 0.30 | 0.34 | 0.39 |

公司主要从事煤炭和铁矿石的装卸和仓储业务，2004 年公司煤炭和铁矿石吞吐量分别排名国内第四和第六。

相对于经济总量，山东以及周边省份煤炭产出低于全国平均水平，煤炭供给相对不足。公司内贸煤短期内也难以有大幅增长。

煤炭铁矿石中转港

公司由日照港集团于 2002 年联合兖矿集团、中煤能源集团等五家煤炭企业共同发起设立。2003 年 5 月，为贯彻“一城一港”要求，原日照港、岚山港进行合并，成立了目前的日照港(集团)有限公司。

目前股份公司主要从事煤炭和铁矿石的装卸和仓储业务，集团公司经营以外的散杂货和集装箱业务，并通过集团参股 26%的岚山万盛公司进行一部分铁矿石业务。

公司下属分公司主要有第一港务公司、第二港务公司、岚山装卸公司；子公司主要有占股权 44.45%的日照显桥铁矿石装卸公司，该公司由股份公司联合莱钢等五家钢铁公司成立，注册资金 4.5 亿元。

表 1 公司业务核定服务能力

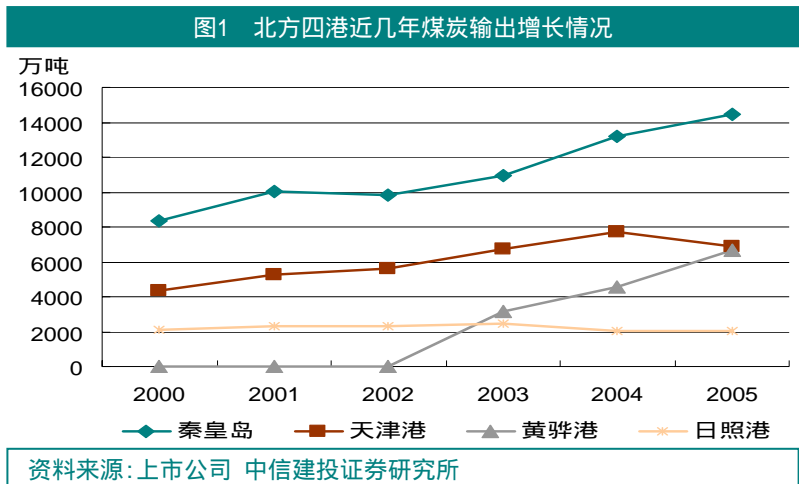
| 业务类型 | 核定通过能力(万吨) | |
|------|------------|------|
| 装卸业务 | 煤炭 | 2600 |
| | 矿石等其他杂货 | 2500 |
| | 合计 | 5100 |
| 堆存业务 | 煤炭 | 370 |
| | 矿石 | 600 |
| | 合计 | 970 |

2004 年公司煤炭和铁矿石吞吐量分别排名国内第四和第六，2005 年公司吞吐煤炭 2014 万吨，铁矿石 3017 万吨。

公司直接腹地为山东日照、济宁、枣庄、临沂和菏泽五地市，间接腹地为晋东南、晋南、豫北、陕中及新疆、青海铁路沿线地区。腹地煤炭资源可采储量 205 亿吨，在沿海港口中仅次于秦皇岛。同时腹地大型钢铁企业众多，年进口铁矿石超过 8000 万吨。

煤炭输出市场份额有所下降

公司为我国北方主要煤炭输出大港，相对于其他港口煤炭输出大幅增长而言，公司煤炭输出量近几年基本未有增长，同时煤炭中转价格不断走低，公司在北方煤炭输出港中份额不断下降。



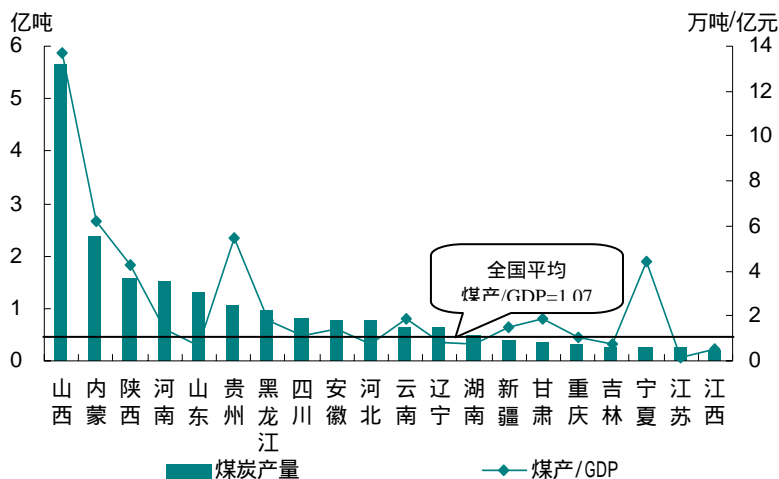
2006 年上半年，公司实现煤炭装卸收入 12950 万元，其中向股东中煤、兖煤、淄博、潞安提供服务实现收入 8650 万元，占煤炭装卸收入的 66.80%，绝大部分煤炭来自山东。

公司煤炭装卸自 2000 年来一直维持在年 2000 万吨左右规模，煤炭装卸能力尚未完全发挥，市场占有不断萎缩。原因主要来自两个方面。

公司外贸煤吞吐量占有较高比例，2003 年达到了 53.70%。受国家政策调整，国内煤炭出口配额减少，煤炭出口退税率下调，导致公司外贸煤业务不断下降，2006 年上半年，公司外贸煤比例下降到 36.05%。

内贸煤方面，公司自 2003 年以来一直维持在 1200 万吨左右，其中主要原因在于山东煤炭供应相对不足，国家建设的大规模运煤通道输出港口目前以北方港口为主。

图2 2005年国内主要产煤省煤炭产量和GDP比率

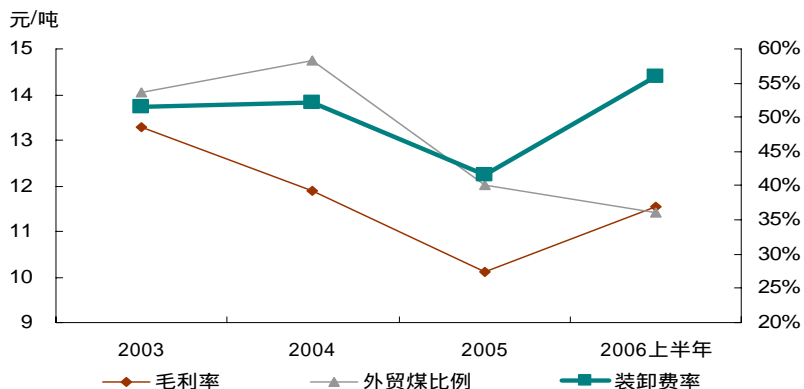


资料来源:中信建投证券研究所

2005 年，山东为我国第五大煤炭产出省，但相对于经济总量而言，山东以及周边省份煤炭产出低于全国平均水平，煤炭供给是相对不足的。因此山东的煤炭产出将以本地及周边需求为主，输出能力不大，甚至需要煤炭净输入，公司内贸煤短期内也难以有大幅增长。

真正具有煤炭输出能力的则是山西、内蒙、陕西和河南，公司未来煤炭装卸潜力将取决于国家煤炭输出通道建设对公司的辐射情况。

图3 公司煤炭装卸情况



资料来源:上市公司

按照交通部规定，外贸煤炭装卸费率远高于铁矿石和内贸煤炭，因此外贸煤炭比例和装卸费率成为影响公司煤炭装卸业务的重要因素。2004 年以来公司外贸煤装卸比例一直处于下降状态，毛利率也逐步下降。2006 年公司外贸煤费率每吨提高了 5.7 元，导致煤炭业务毛

利率明显提升。从趋势分析，公司外贸煤比重仍然存在进一步下降的可能，公司煤炭平均装卸费率仍然存在继续下降的可能。

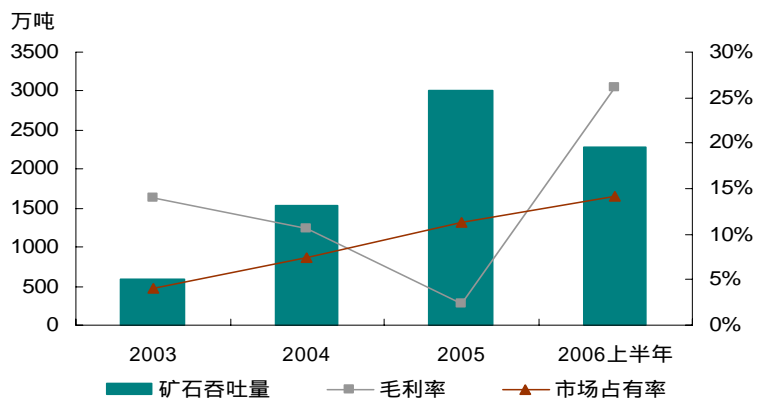
总体判断，公司煤炭业务将以稳定为主，短期内难有大的起色。

铁矿石高速增长增势趋缓

受近几年腹地钢铁企业旺盛的铁矿石进口需求，公司铁矿石装卸业务快速增长，市场占有率不断提高，2006年上半年收入贡献开始超过煤炭业务。公司在国内进口铁矿石市场份额由2003年的3.97%提高到2006年上半年的14.17%。

公司腹地钢铁产量较大，铁矿石产量较低，公司铁矿石业务发展环境较好。

图4 公司铁矿石装卸情况



资料来源:上市公司 中信建投证券研究所

2005年，公司货种结构发生较大变化，由于配套设施的原因，专业化矿石装卸系统未能完全发挥作用，对铁矿石以及公司整个主营业务毛利率造成了较大影响。2006年，随着配套设施逐步投入运行，公司铁矿石吞吐量大幅增加，固定成本大幅下降，导致铁矿石业务毛利率明显提高。

公司腹地钢铁产量较大，铁矿石产量较低，是公司铁矿石装卸大幅增长的直接原因。今年1-8月数据显示，全国铁矿石/粗钢产量比为1.29，除了河北、辽宁等铁矿石丰富地区外，公司腹地的山东、江苏、上海、河南等钢铁主产区铁矿石自给率均较低，存在着大量进口需求。

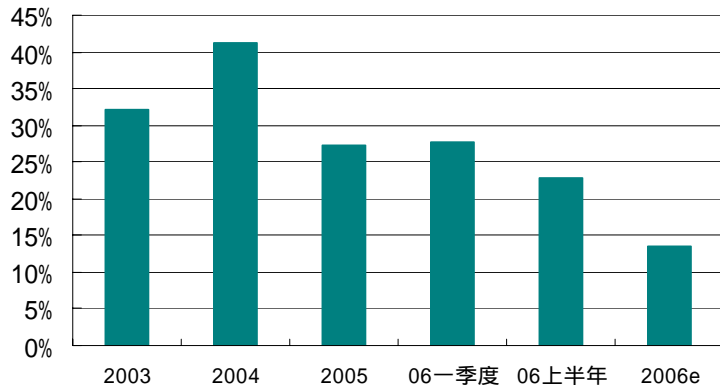
| 地区 | 粗钢产量 | 铁矿石产量 | 矿石/粗钢 |
|----|------|-------|-------|
| 河北 | 6070 | 14188 | 2.34 |
| 江苏 | 2713 | 368 | 0.14 |
| 辽宁 | 2507 | 6292 | 2.51 |
| 山东 | 2379 | 966 | 0.41 |
| 上海 | 1314 | 0 | 0.00 |
| 山西 | 1179 | 1783 | 1.51 |
| 湖北 | 1095 | 646 | 0.59 |
| 河南 | 1085 | 269 | 0.25 |
| 安徽 | 841 | 877 | 1.04 |
| 天津 | 820 | 0 | 0.00 |
| 四川 | 786 | 1641 | 2.09 |
| 湖南 | 763 | 405 | 0.53 |
| 江西 | 757 | 168 | 0.22 |
| 广东 | 580 | 656 | 1.13 |

| | | | |
|-----|-------|-------|------|
| 内蒙古 | 554 | 2624 | 4.74 |
| 合计 | 27251 | 35044 | 1.29 |

2000年到2005年,我国自产铁矿石产量增长了约1倍,进口铁矿石则增长了近3倍,铁矿石自给率从75%下降到60左右。

随着连续多年的钢铁产量大增长,以及近年来国家对宏观经济和钢铁行业的调控,钢铁行业增速趋于缓和。今年铁矿石进口出现了连续五年高增长之后首次增速趋缓。

图5 国内铁矿石进口增长情况



资料来源:中信建投证券研究所

随着国内钢铁产量增速下降和国产矿对进口矿的替代,矿石进口增速将明显趋缓甚至可能出现逆转。

随着20、30万吨码头陆续完工,公司在国内铁矿石进口市场的竞争力有望进一步提高。在增量市场竞争中较有优势。

但随着铁矿石进口市场增速明显放缓,公司的铁矿石吞吐量增速也将回归平稳。

与此同时,国内近几年对铁矿投入力度加大,将带来较大的铁矿石产量增量。2005年,仅钢铁行业对矿山的固定资产投资就达282亿元,2006年1-7月达到200.61亿元,同期增长71.4%。

2006年1-4月,国产矿到厂价高于进口矿到厂价,5月份以来已经低于进口矿到厂价,并导致进口矿被迫降价。

随着国内钢铁产量增速下降和国产矿对进口矿的替代,矿石进口增速将明显趋缓甚至可能出现逆转。

公司腹地钢铁市场状况有利于公司铁矿石业务的发展,随着20、30万吨码头陆续完工,公司在国内铁矿石进口市场的竞争力有望进一步提高。但随着铁矿石进口市场增速明显放缓,公司的铁矿石吞吐量增速也将回归平稳。

募股资金项目分析

公司目前处于快速发展期,资本性支出金额较大,按照招股说明书披露,公司未来可预见的重大资本支出计划及资金需求如下。合计总投资计划42.95亿元,其中累计完成投资20.13亿元,未来资金需求22.82亿元。

| 项目 | 计划总投资 | 累计完成投资 | 未来资金需求 |
|---------------|-----------|----------|-----------|
| 东港区矿石码头工程 | 82133.71 | 57180.40 | 24953.31 |
| 煤炭出口系统改造 | 86000.00 | 58438.52 | 27561.48 |
| 5000吨级散杂泊位 | 5000.00 | 598.73 | 4401.27 |
| 中港区护岸工程 | 16952.00 | 2902.29 | 14049.71 |
| 东港区矿石码头一期设备工程 | 75947.60 | 61082.67 | 14864.93 |
| 东港区矿石二期工程 | 147370.30 | 19472.83 | 127897.47 |

| | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 东港水泥输送及装船系统 | 16100.00 | 1622.00 | 14478.00 |
| 资本性支出合计 | 429503.61 | 201297.44 | 228206.17 |

此次发行新股 2.3 亿股，发行价 4.70 元，预计募集资金 10.81 亿元，计划投入“东港区矿石码头工程”和“煤炭出口系统改扩建工程”两项目。由于新股发行延后，公司已经银行融资启动两项目，募集资金用于归还银行贷款。两项目建设期均为 3 年，按照进度，有望在明年完工。

表 4 募股资金项目情况

| 项目 | 计划总投资 | 截止上半年完成投资 | 完工进度 |
|-----------|------------------|------------------|--------|
| 东港区矿石码头工程 | 82133.71 | 57180.40 | 69.62% |
| 煤炭出口系统改造 | 86000.00 | 57445.68 | 66.80% |
| 合计 | 168133.71 | 114626.08 | |

公司已经提前启动招股项目，按照进度，有望在明年完工。

铁矿石业务会因此盈利能力有所增强。煤炭项目可能会因为吞吐能力利用率比较低，短期难以产生理想收益。

矿石码头工程新建 20、30 万吨级矿石泊位各一个，设计年吞吐量 1600 万吨。该项目完工后，公司铁矿石吞吐能力将进一步提高。

2005 年和 2006 年上半年，因堆场能力不足而发生的堆场间短途运输费用达到了 5401 和 5741 万元，占同期主营业务成本的 12.93%和 24.01%，昱桥公司今年上半年因此亏损。随着该项目完工和东港区矿石二期堆场工程的推进，公司矿石装卸、堆存不配套，堆存能力严重滞后的状况将大大改善，堆场间短途运输费用有望大幅降低，昱桥公司有望走出亏损。

煤炭出口系统改造项目完工后，将增加堆存能力 75 万吨，提高煤炭卸车能力 2320 万吨/年、装船能力 2400 万吨/年。公司目前煤炭吞吐能力尚未完全发挥，短期内煤炭吞吐量增长潜力不大，因此该项目完工后，新增吞吐能力利用率可能会比较低，难以产生理想收益。

截止上半年末，公司合并报表长短期借款 18.18 亿元，资产负债率 61.90%。此次募集资金偿还银行贷款后，因募集资金项目投产带来的财务费用压力有望大幅降低，但仍将导致财务费用的明显增长。未来较大的资金需求可能会导致财务费用长期居高不下。

盈利预测

结合前面的分析，假设公司未来三年吞吐量如下表。考虑到公司未来较大投资支出，国产设备抵免所得税有望延续。

预测 2006-2008 年，公司净利润分别为 1.91 亿、2.15 亿和 2.48 亿元，分别同比增长 25.1%、12.68%和 15.34%。每股收益分别为 0.30、0.34 和 0.39 元。

表 5 公司未来货物吞吐量假设 单位：万吨

| | 2005A | 2006E | 2007E | 2008E |
|--------|--------|--------|-------|-------|
| 煤炭 | 2014 | 1900 | 2000 | 2000 |
| 增速 | -1.71% | -5.66% | 5.26% | 0 |
| 其中：内贸煤 | 1206 | 1150 | 1250 | 1250 |
| 外贸煤 | 808 | 750 | 750 | 750 |
| 铁矿石 | 3017 | 4827 | 5793 | 6951 |
| 增速 | 96.68% | 60% | 20% | 15% |
| 其他 | 465 | 512 | 563 | 619 |
| 增速 | 3.79% | 10% | 10% | 10% |
| 合计 | 5496 | 7239 | 8356 | 9570 |

预测 2006-2008 年，公司每股收益分别为 0.30、0.34 和 0.39 元。

估值

采用相对估值法，目前 A 股主要港口股相对估值情况如下。

表 6 港口公司相对估值指标比较

| | EPS | | | | PE | | | | PB | |
|-----------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | 05 | 06e | 07e | 08e | 05 | 06e | 07e | 08e | 06e | 07e |
| 上港集箱 | 0.66 | 0.65 | 0.71 | 0.74 | 24.80 | 25.18 | 23.06 | 22.12 | 3.73 | 3.21 |
| 重庆港 | 0.13 | 0.19 | 0.2 | 0.32 | 40.15 | 27.47 | 26.10 | 16.31 | 1.53 | 1.45 |
| 营口港 | 0.52 | 0.7 | 0.78 | 0.8 | 15.77 | 11.71 | 10.51 | 10.25 | 1.84 | 1.57 |
| 芜湖港 | 0.34 | 0.33 | 0.37 | 0.4 | 19.03 | 19.61 | 17.49 | 16.18 | 1.54 | 1.42 |
| 天津港 | 0.5 | 0.34 | 0.37 | 0.39 | 18.36 | 27.00 | 24.81 | 23.54 | 3.10 | 2.76 |
| 南京港 | 0.39 | 0.14 | 0.1 | 0.12 | 21.33 | 37.14 | 52.00 | 43.33 | 2.52 | 2.41 |
| 深赤湾 | 0.91 | 1.05 | 1.14 | 1.2 | 14.77 | 12.80 | 11.79 | 11.20 | 3.76 | 2.85 |
| 盐田港 | 0.55 | 0.56 | 0.57 | 0.55 | 14.18 | 13.93 | 13.68 | 14.18 | 2.98 | 2.45 |
| 厦门港务 | 0.4 | 0.4 | 0.42 | 0.45 | 26.40 | 26.40 | 25.14 | 23.47 | 2.42 | 2.21 |
| 平均 | | | | | 21.64 | 20.51 | 19.07 | 17.16 | 2.60 | 2.26 |

注：股价为 2006 年 10 月 9 日收盘价，厦门港务按股改方案修正 2006、2007 年平均 PE 剔除了重组预期导致异常的南京港

国内港口上市公司 2006-2007 年平均 PE 在 20 倍左右，与国外市场基本接近。按照国内市场平均相对估值指标，公司定价如下表。

表 6 港口公司相对估值指标比较

| | PE | | | | PB | |
|---------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | 05 | 06e | 07e | 08e | 06e | 07e |
| 市场平均 | 21.64 | 20.51 | 19.07 | 17.16 | 2.60 | 2.26 |
| 公司：每股收益 | 0.24 | 0.30 | 0.34 | 0.39 | | |
| 每股净资产 | | | | | 3.61 | 3.96 |
| 股价估值 | 5.25 | 6.22 | 6.51 | 6.76 | 9.41 | 8.93 |

公司增发后净资产大幅增厚，对定价有较强支持。但是公司主导产品煤炭、铁矿石受经济影响波动较大，综合判断，给与公司 2006 年预测业绩略低于市场平均水平的 PE18-20，定价区间为 5.40-6.00 元。

风险分析

煤炭业务可能会受国家节能政策和经济增速影响需求增速减缓，同时腹地煤炭供应能力不足而没有明显增长。

国内铁矿石进口业务可能会因钢铁产量增速下降和国产矿对进口矿的替代，增速明显趋缓甚至可能出现逆转，而对公司产生明显影响。

公司增发后净资产大幅增厚，对定价有较强支持。

考虑到煤炭、铁矿石波动较大，综合判断，给予公司 2006 年预测业绩略低于市场平均水平的 PE，18-20，定价区间为 5.40-6.00 元。

煤炭业务可能受腹地供应能力不足而没有明显增长。

国内铁矿石进口业务可能会因钢铁产量增速下降和国产矿对进口矿的替代，增速明显趋缓甚至可能出现逆转。

报表预测

| | 2,004 | 2,005 | 2,006F | 增长率 | 2,007F | 增长率 | 2,008F | 增长率 |
|-----------------|-------|-------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 利润表 (万元) | | | | | | | | |
| 主营业务收入 | 56504 | 59406 | 83697 | 40.89% | 105863 | 26.48% | 120427 | 13.76% |
| 主营业务成本 | 35084 | 41761 | 54685 | 30.95% | 68675 | 25.58% | 77372 | 12.66% |
| 主营业务税金及附加 | 1945 | 2095 | 2929 | 39.83% | 3705 | 26.48% | 4215 | 13.76% |
| 主营业务利润 | 19475 | 15550 | 26083 | 67.73% | 33482 | 28.37% | 38840 | 16.00% |
| 其他业务利润 | 1987 | 8823 | 5950 | -32.56% | 3624 | -39.09% | 4349 | 20.00% |
| 营业费用 | | | 0 | / | 0 | / | 0 | / |
| 管理费用 | 4783 | 4855 | 5689 | 17.18% | 6542 | 15.00% | 7524 | 15.00% |
| 财务费用 | 2899 | 3088 | 5883 | 90.50% | 7683 | 30.60% | 9483 | 23.43% |
| 营业利润 | 13780 | 16430 | 20461 | 24.54% | 22881 | 11.83% | 26182 | 14.43% |
| 投资收益 | -14 | 48 | 0 | -100.00% | 0 | / | 0 | / |
| 利润总额 | 13772 | 16641 | 20461 | 22.95% | 22881 | 11.83% | 26182 | 14.43% |
| 所得税 | 1361 | 1367 | 1367 | 0.00% | 1367 | 0.00% | 1367 | 0.00% |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 0 | -100.00% | 0 | / | 0 | / |
| 净利润 | 12411 | 15274 | 19094 | 25.01% | 21515 | 12.68% | 24815 | 15.34% |

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者财务顾问服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为中信建投证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中信建投精神

我们的理念

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
 追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
 强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
 注重研究、沟通、推介能力的全面发展
 发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投证券研究所

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
 第一家与保险公司签约的证券研究机构
 第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
 第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004年宏观经济预测所有机构第一名
 2003-2005年连续三年证券研究机构宏观经济预测第一名
 2003年证券研究机构上市公司业绩预测第二名
 2003年中国证券业协会研究成果评比获奖最多的研究机构
 2003年投资组合收益率为47.91%，超越上证综合指数37个百分点
 2004年华夏50组合收益率为3.56%，超越上证综合指数13个百分点

地址

北京

中信建投证券研究所

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：（8610）6518-3888

传真：（8610）6518-0322

上海

中信建投证券研究所

中国 上海 200025

徐家汇路550号宝鼎大厦1001

电话：（8621）6445-0038

传真：（8621）5490-5471