

上市公司动态报告

稳定增长预期仍在

08 年吞吐增长略低预期

08 年公司吞吐量同比增长 23%，略低于我们先前 25% 的预期，其中铁矿石增长 21%。主要原因是 08 年最后两月在经济和钢铁行业减速影响下，吞吐出现了明显的下滑。

腹地钢厂减产导致减速

铁矿石是最后两月下滑最为明显的货种，公司市场份额 10 月前基本稳定，最后两月从 16% 左右下降到 6%。市场份额的下降并不意味着公司铁矿石业务优势的丧失，而是因为腹地钢铁企业产量急剧收缩，08 年 7 月后山东省钢材产量出现了远高于全国平均水平的下降。

煤炭业务逆势回升

公司煤炭业务止跌回稳，增势远好于行业水平。煤炭及制品吞吐同比增长 18%，其中外贸增长 10%，内贸增长 20%。先前热议的晋中南煤炭通道出海口现已确定为日照港。2008 年公司煤炭及制品吞吐量仅有 1764 万吨，煤炭业务有望再次成为公司增长点。

资产注入仍然值得期待

集团目前新建项目较多，面临较大资金需求，通过资本市场募集资金的需求较为迫切。虽然此次西港区二期收购失败，但通过资产注入并募集资金将更加值得期待。这些资产包括西港区二期、散粮木片码头、原油码头、岚山万盛其余股权等等。

投资评级

公司股价在过去一年内表现明显优于市场和行业水平。近期钢铁行业的波动短期内对公司铁矿石业务的影响较大，并影响了股价表现。我们虽然下调了盈利预期，但业绩总体上仍能保持稳定增长态势，相对于目前多数行业和上市公司业绩滑坡的大背景，公司仍有望取得相对较好的市场表现，继续维持买入评级。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	1,202.38	1,716.57	2,011.11	2,212.16
主营收入增长率	21.45%	42.76%	17.16%	10.00%
EBITDA（百万）	435.57	706.49	955.50	1,115.48
EBITDA 增长率	20.99%	62.20%	35.25%	16.74%
净利润（百万）	179.12	275.31	404.27	488.05
净利润增长率	-9.62%	53.70%	46.84%	20.73%
ROE	7.06%	10.08%	13.41%	14.54%
EPS（元）	0.28	0.22	0.32	0.39
P/E	14.75	18.91	12.88	10.67
P/B	1.03	1.91	1.73	1.55
EV/EBITDA	9.35	9.53	6.78	5.46

日照港（600017）

维持

买入

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn
021-68805057

分析日期：2008 年 01 月 19 日

当前股价：4.13 元

目标价格 6 个月：6.15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-11.3/-8.1	-26.8/-28.1	-50.0/12.2
12 月最高/最低价（元）		18.02/0
总股本（万股）		126,059
流通 A 股（万股）		46,059
总市值（亿元）		52.06
流通市值（亿元）		19.02
近 3 月日均成交量（万）		2,171
主要股东		
日照港(集团)有限公司		55.40%

股价表现



相关研究报告

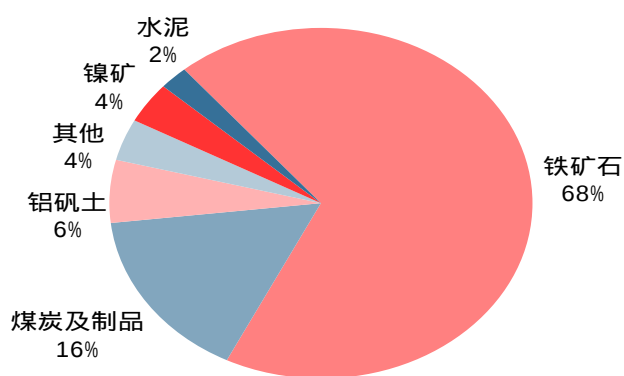
08.11.10	日照港动态分析：下游调整无碍长期价值
08.08.29	日照港动态分析：未来仍具发展空间
08.04.18	日照港调研深度报告：区位优势成就发展潜力

经济减速影响吞吐增长

2008 年经营落下帷幕，公司全年实现吞吐量 11016 万吨，同比增长 23%，略微低于我们先前 08 年 11260，同比增长 25.22% 的预期。主要原因就是 08 年最后两月在经济和钢铁行业减速影响下，吞吐出现了明显的下滑。

货种结构中，铁矿石、镍矿分别增长 21% 和 19%，铁矿石增长低于我们预期。而第二大货种煤炭及制品则远远好于我们的预期，出现了 18% 的增长，摆脱了前几年持续下滑的态势。

图 1：2008 年吞吐货种构成

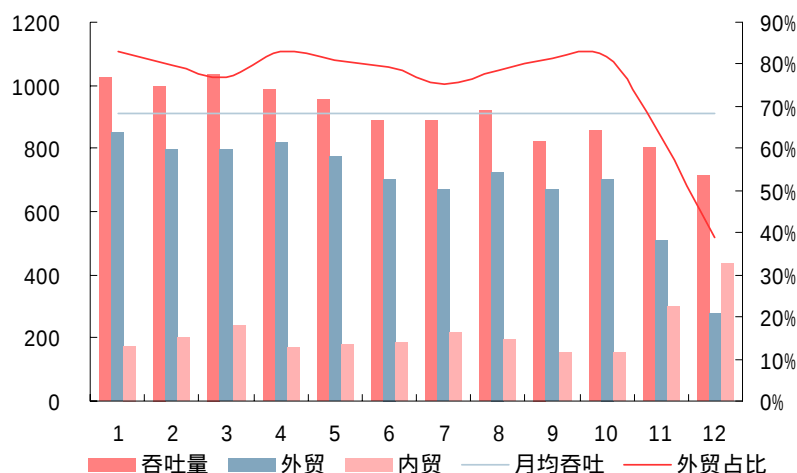


资料来源：上市公司，中信建投证券

从月度数据看，前 10 月公司吞吐基本稳定。最后两月在外贸吞吐快速下降下，吞吐量出现滑坡。由于公司内贸吞吐最后两月出现明显增长，对单月吞吐下滑态势有所遏制，最后两月吞吐量分别为全年平均月度吞吐水平的 88.45% 和 78.82%。而外贸货种比例则从前 10 月 80% 左右的水平下降到最后两月的 63% 和 39% 水平。

图 2：2008 年每月吞吐情况

单位：万吨

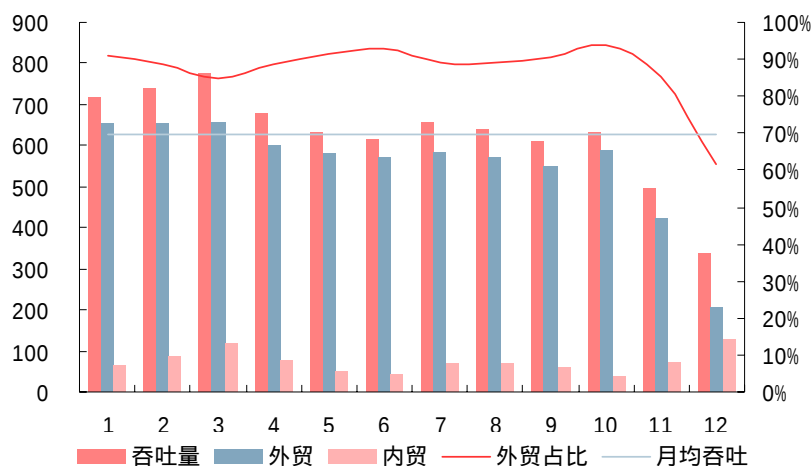


资料来源：上市公司，中信建投证券

铁矿石是公司最后两月下滑最为明显的货种，从全年看，除一季度三个月吞吐量相对较大外，4 月份到 10 月份月度吞吐量一直维持在 627 万吨的全年月度平均水平上。最后两月大幅下降，吞吐量分别仅为月均水平的 79%和 54%。其中外贸进口大幅萎缩，从前 10 月 600 万吨的水平下降到 11 月的 421 万吨和 12 月的 207 万吨。体现出铁矿石业务对下游钢铁行业的高度依赖。公司作为 2007 年铁矿石进口第一大港，铁矿石业务呈现出了对钢铁行业的高弹性特征。

图 3：2008 年每月铁矿石吞吐情况

单位：万吨

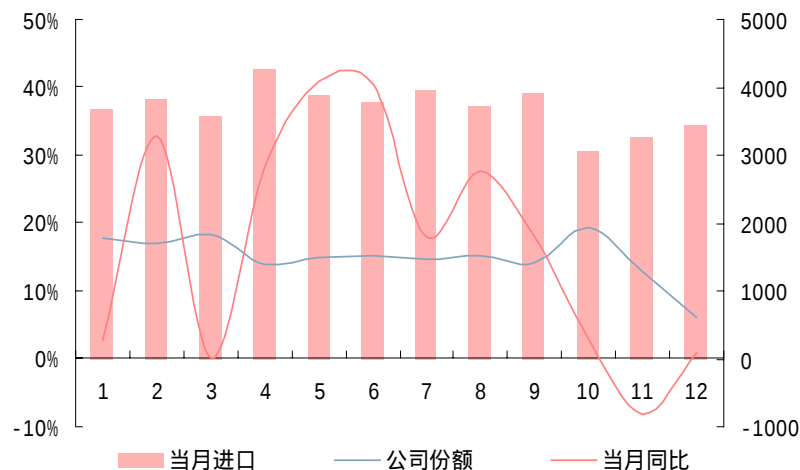


资料来源：上市公司，中信建投证券

从全国情况看，铁矿石进口规模和增速在 10 月份环比出现较大下降后，最后两月进口规模小幅回升。公司市场份额 10 月前基本稳定，最后两月因铁矿石进口数量大幅下降市场份额从 16%左右下降到 6%。

图 4：2008 年全国铁矿石进口情况

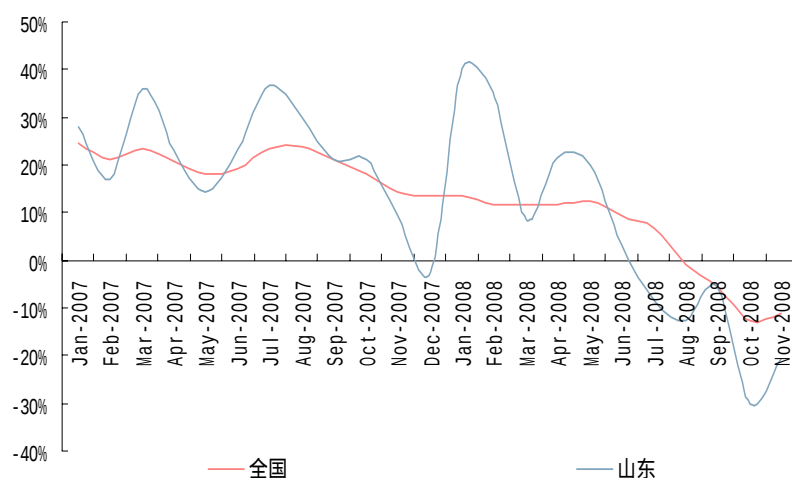
单位：万吨



资料来源：中国海关，上市公司，中信建投证券

最后两月市场份额的下降并不意味着公司铁矿石业务优势的丧失，而是主要源自两个方面。一是高库存的消化，钢铁行业减速后，铁矿石一直处于库存消化阶段，进口需求减弱，最后两月日照港内贸转水铁矿石吞吐量大幅增长可以看出，公司一直处于高库存消化阶段；其次是腹地钢铁企业产量急剧收缩，直接导致了铁矿石需求不旺。

图 5：2007 年以来全国和山东月度钢材产量环比增速



资料来源：CEIC，中信建投证券

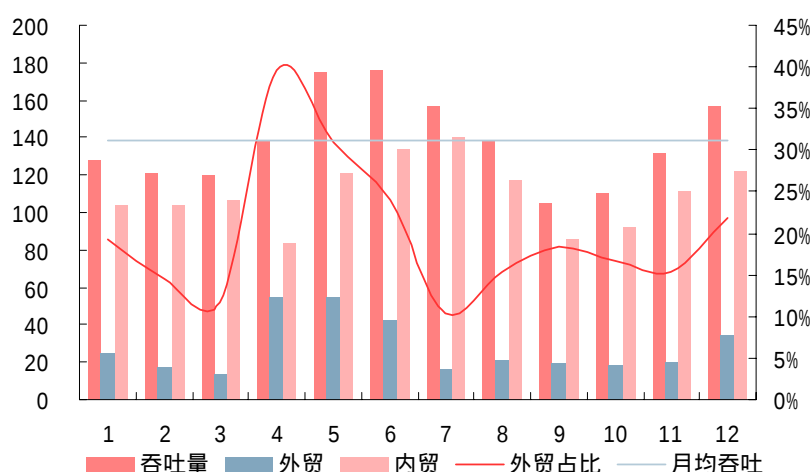
2008 年前 5 月，山东省钢材产量增速一直高于全国水平，6 月后增速明显低于全国水平，7 月后则以远高于全国平均水平的速度下降，10 月、11 月降幅分别达到了约 30%和 20%。

煤炭业务逆势回升

2008 年，中国煤炭产量完成 27.16 亿吨，同比增长 7.65%；全国共出口煤炭 4543 万吨，同比下降 14.6%；预计我国北方港口 2008 年煤炭发运量将达到 4.54 亿吨左右，同比增长 6.6%。

图 6：2008 年每月煤炭吞吐情况

单位：万吨



资料来源：上市公司，中信建投证券

在此背景下，公司煤炭业务出现止跌回稳，增势远好于行业水平。煤炭及制品吞吐同比增长 18%，其中外贸增长 10%，内贸增长 20%。

先前热议的晋中南煤炭通道出海口现已确定为日照港。1月4日，山东、山西两省在北京签订《能源交通战略合作框架协议》。根据协议，两省将共同努力实施“出海铁路大信道”工程，建设山西中南部到山东日照的铁路。

山西中南部煤炭出海通道近期设计运能1亿吨/年，远景超过2亿吨/年。日照港目前的煤炭吞吐能力为4500万吨。作为配合，日照港将分四个阶段建设吞吐能力2亿吨的配套码头，另外还有1000万吨的焦炭输送能力，全部完工后，日照港煤炭及制品吞吐能力达2.55亿吨/年。

山西煤炭通过日照下水运输到南方，比目前通过北方通道和港口再运往南方具有较大的成本优势，同时山西外运煤炭和所需铁矿石形成钟摆式运输，大大提高铁路的运输效率，从市场化角度看，具有较大吸引力。2008年公司煤炭及制品吞吐量仅有1764万吨，未来发展空间巨大。一旦通道完工，煤炭业务将成为公司巨大增长点。

资产注入仍然值得期待

此次通过认股权证行权募集资金收购西港区二期项目的计划因权证行权失败而未能成功，公司继续以租赁的方式经营西港区二期项目。但是我们认为集团资产注入公司的预期不会改变。

随着国家和交通部推出的相关投资计划，港口建设迎来新的机遇。2008年12月初，山东省政府召开会议，确定9宗重点涉海建设项目，日照港独占8宗。日照港已经成为现阶段山东省港口建设的重点。

新项目的不断开工建设，一方面为公司培育了未来可供注入的优质资产，另一方面集团或者股份公司将面临较大的资金需求，通过资本市场募集资金的需求较为迫切。通过资产注入并募集资金更加值得期待。这些资产包括西港区二期、散粮木片码头、原油码头、岚山万盛其余股权等等。

08年所得税抵免将取消

根据国家税务总局发布的《关于停止执行企业购买国产设备投资抵免企业所得税政策问题的通知》(国税发(2008)52号)规定，自2008年1月1日起，停止执行企业购买国产设备投资抵免企业所得税的政策。

2007年，公司获得国产设备投资抵免新增企业所得税4816万元，我们在先前的公司盈利预测中，仍假设2008年有近5000万元的所得税抵免。所得税抵免的取消，将对2008年业绩产生一定影响。

盈利预测

我们假设2009年、2010年吞吐量均增长8%，较前次假设有较大的下降。2008年按照实际23%增长计算，西港区二期继续租赁经营，2008年所得税抵免取消。

预测 2008-2010 年主营业务收入分别为 17.17 亿元、20.11 亿元和 22.12 亿元，分别同比增长 42.8%、17.2% 和 10.0%，实现净利润分别为 2.75 亿、4.04 亿和 4.88 亿，分别同比增长 53.7%、46.8%和 20.7%，以最新股本摊薄，每股收益分别为 0.22、0.32 和 0.39 元。

利润较前次有明显下降，最大的原因源于吞吐量增速预期的下调；其次是西港区收购失败，继续租赁，盈利贡献低于先前收购成功假设；再是 2008 年所得税抵免政策的取消，显著影响了当年的业绩。

估值和投资评级

我们分别利用 DCF、APV、EVA 等方法对公司进行估值，公司股价估值范围在 4.91-7.47 元之间，平均为 6.15 元。

表 1：估值状况和敏感性预测值

估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	7.47	5.90	-	10.11	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	4.91	4.13	-	6.09	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	6.49	5.13	-	8.68	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	5.74	5.01	-	6.99	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：中信建投证券

前次报告，我们假设西港区二期收购成功，并将绝对估值范围下限作为目标定价。此次预测，由于西港区二期收购失败，我们假设继续采取租赁方式经营西二期，这是较为保守的假设。考虑到西二期未来仍将以某种方式注入上市公司，同时其他资产注入的预期也较为强烈。我们将均值 6.15 元作为目标定价。

公司股价在过去一年内表现明显优于市场和行业水平。虽然由于钢铁行业的波动短期内对公司铁矿石业务的影响较大，并在短期内影响了股价表现。我们判断未来公司业绩总体上仍能保持稳定增长态势，相对于目前多数行业和上市公司面临业绩滑坡的大背景，公司未来半年内仍有望取得相对较好的市场表现，继续维持买入评级。

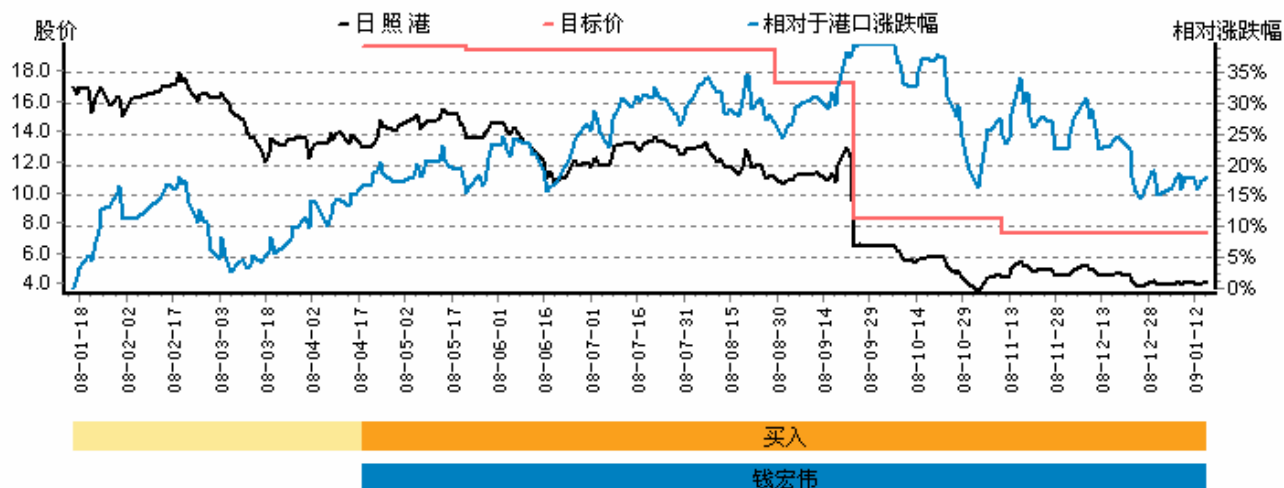
风险分析

公司风险主要来自两个方面，一是吞吐量、特别是铁矿石进口的增速恢复状况；二是 2008 年 9 月的提价在 2009 年的执行力度，我们已经假设了提价货种自 2009 年开始全面执行最新费率，如果执行不力将降低公司的业绩预期。

报表预测

	2006A	2007A	2008F	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表 (百万元)								
营业收入	990.01	1,202.38	1,716.57	42.76%	2,011.11	17.16%	2,212.16	10.00%
营业成本	680.17	910.10	1,155.81	27.00%	1,220.75	5.62%	1,281.82	5.00%
管理费用	60.74	41.03	51.50	25.52%	57.21	11.10%	61.06	6.72%
财务费用	63.62	49.62	89.25	79.86%	83.55	-6.38%	70.59	-15.52%
投资收益	(3.39)	15.37	34.64	125.43%	41.15	18.80%	44.44	8.00%
营业利润	144.56	175.04	396.11	126.30%	622.16	57.07%	767.70	23.39%
利润总额	147.18	174.93	396.11	126.44%	622.16	57.07%	767.70	23.39%
所得税	(5.36)	7.49	95.46	1174.96%	155.54	62.95%	191.93	23.39%
净利润	152.54	167.44	300.66	79.56%	466.62	55.20%	575.78	23.39%
归属母公司所有者的净利润	181.06	179.12	275.31	53.70%	404.27	46.84%	488.05	20.73%
NOPLAT	215.76	215.04	368.40	71.32%	529.29	43.67%	628.72	18.79%
资产负债表 (百万元)								
货币资金	86.37	321.55	274.65	-14.59%	321.78	17.16%	592.47	84.13%
应收帐款	169.91	196.50	282.18	43.60%	330.59	17.16%	363.64	10.00%
预付款项	8.16	2.51	1.90	-24.35%	1.25	-33.99%	0.58	-54.07%
存货	63.69	72.44	95.00	31.14%	100.34	5.62%	105.36	5.00%
流动资产合计	375.95	655.99	734.83	12.02%	848.99	15.54%	1,166.59	37.41%
非流动资产	3,642.89	4,115.94	4,376.34	6.33%	4,426.56	1.15%	4,449.37	0.52%
资产总计	4,018.84	4,771.93	5,111.17	7.11%	5,275.55	3.22%	5,615.96	6.45%
短期借款	150.00	280.00	325.09	16.10%	117.29	-63.92%	0.00	N/A
应付帐款	36.04	35.70	52.56	47.24%	55.52	5.63%	58.30	5.00%
预收款项	8.62	28.44	45.03	58.30%	64.45	43.15%	85.82	33.16%
流动负债合计	701.96	523.06	641.84	22.71%	460.88	-28.19%	371.92	-19.30%
非流动负债	868.70	1,472.64	1,472.64	0.00%	1,472.64	0.00%	1,472.64	0.00%
少数股东权益	217.82	239.09	264.43	10.60%	326.79	23.58%	414.51	26.84%
母公司股东权益	2,230.35	2,537.15	2,732.26	7.69%	3,015.25	10.36%	3,356.89	11.33%
净营运资本	(326.01)	132.94	93.00	-30.04%	388.12	317.35%	794.67	104.75%
投入资本IC	3,380.51	4,166.17	4,257.77	2.20%	4,348.19	2.12%	4,389.56	0.95%
现金流量表 (百万元)								
净利润	152.54	167.44	300.66	79.56%	466.62	55.20%	575.78	23.39%
折旧摊销	151.82	210.92	0.00	N/A	249.78	N/A	277.19	10.97%
净营运资金增加	(237.89)	458.94	(39.94)	N/A	295.12	N/A	406.55	37.76%
经营活动产生现金流	210.62	267.45	564.69	111.14%	718.60	27.26%	860.55	19.75%
投资活动产生现金流	(549.32)	(725.62)	(446.21)	N/A	(258.85)	N/A	(255.56)	N/A
融资活动产生现金流	215.11	717.35	(165.39)	N/A	(412.63)	N/A	(334.29)	N/A
现金净增 (减)	(123.59)	259.18	(46.90)	N/A	47.13	N/A	270.70	474.42%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

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 证券研究发展部

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 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
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
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

钱宏伟 港口航运业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010