

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年5月7日

日照港(600017.SH)/6.40元

费率波动与成本上升或成09年盈利困扰

交通运输·港口

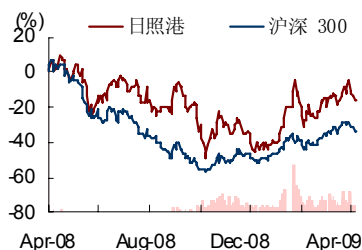
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	2401
总股本(万股)	126059
已上市流通股(万股)	46059
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	49.3%
主要股东	日照港(集团)有限公司
主要股东持股比例	55.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	27	-17
相对表现	4	-21	15



相关报告

- 1、《深赤湾(000022)-09筑底,亦是漫漫复苏之旅的起点》2009/4/13
- 2、《天津港(600717)-盈利增长回归港口本色,同业竞争有待解决》2009/4/23
- 3、《日照港(600017)-09年盈利将大幅放缓,融资收购短期效应不明显》2009/2/17
- 4、《港口行业2008年12月散杂货业务数据点评-去库存化背景下的谷底徘徊》2009/2/3
- 5、《港口行业2008年11月快报简评-进出口增速断崖,港口业十年新低》2008/12/12
- 6、《中国港口行业集装箱业务专题研究-外贸放缓、结构升级以及规划建设超前:港口集装箱业务景气下行》2008/10/21

公司2009年前4月实现铁矿石吞吐量同比增长13%,超出市场预期。然而,港口业低迷景气背景下,码头装卸费率的波动将可能会影响收入增长;同时,经营成本的上升亦可能成为09年的盈利困扰。

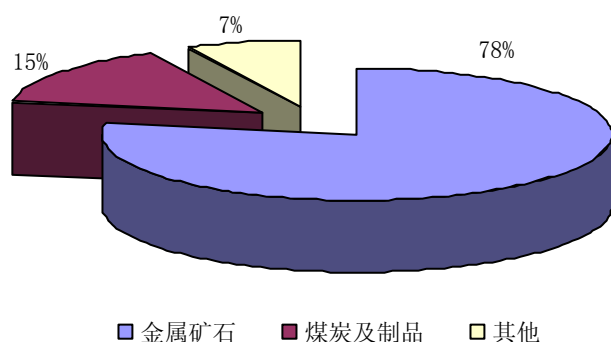
- 2009年1-4月日照港(600017)吞吐量表现出色。截至4月,公司累计实现铁矿石吞吐量3357.6万吨,比增13%;其中,外贸铁矿石3055.5万吨,同比增长16%。煤炭业务实现吞吐量681.7万吨,同比增长25%,其中外贸煤炭147.5万吨,同比增长26%。由于矿石和煤炭的吞吐量合计占比高达93%,由此奠定公司货物吞吐量1-4月增长11%的基础。
- 费率波动与堆存收入减少致使公司1季度收入水平低于预期。公司1季度实现营业收入4亿元,比增仅0.3%。外贸放缓经济下行背景下,港口间的竞争将会加剧。09年,中国港口业经历景气低谷,码头装卸费率的波动将会较大影响港口企业的盈利水平。分析09年1季度的营业收入,吞吐量超预期增长背景下,我们认为矿石业务的提价效应未得以体现。此外,进口煤炭等业务不涉及堆存费用,公司1季度堆存收入下滑10%以上。
- 公司1季度营业成本上升7%,短倒问题仍未能解决。当季营业成本2.91亿元,同比增长7%,营业毛利率则下滑5%。根据我们的模拟测算,预计短倒成本上升约15%,折旧增加9%,人力、物料材料及其他费用增加约6%。其中,矿石码头二期08年三季投入使用后,一方面带来了折旧的增加,同时由于皮带机系统仍未完善,吞吐量增长背景下短倒成本不降反增。
- 2009全年矿石进口接卸量或有望实现正增长。由于对08年4季度运量的补偿行为以及从国外进口矿石的物廉价美,前4月进口矿石占比提升3.4个百分点至51.9%。全年矿石进口量仍存有变数,从负增长到小幅正增长皆有可能,矿石到岸价格、经济景气度以及国内矿山的竞争策略将决定天平的倾斜度。
- 全年盈利难言乐观,维持“中性”评级。受制于行业景气低迷背景下的费率波动以及经营成本的上升,公司09年1季仅实现每股盈利0.04元。我们下调09-11年EPS分别至0.19、0.22和0.27元。公司当前股价对应09年33倍PE,已然体现矿石进口的超预期效应。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1202	1684	1650	1822	2004
同比增长	49%	40%	-2%	10%	10%
营业利润(百万元)	175	358	346	413	495
同比增长	21%	104%	-3%	20%	20%
净利润(百万元)	179	262	238	279	336
同比增长	4%	46%	-9%	17%	21%
每股收益(元)	0.28	0.21	0.19	0.22	0.27
PE	22.2	30.5	33.5	28.6	23.7
PB	1.6	2.9	2.7	2.5	2.3

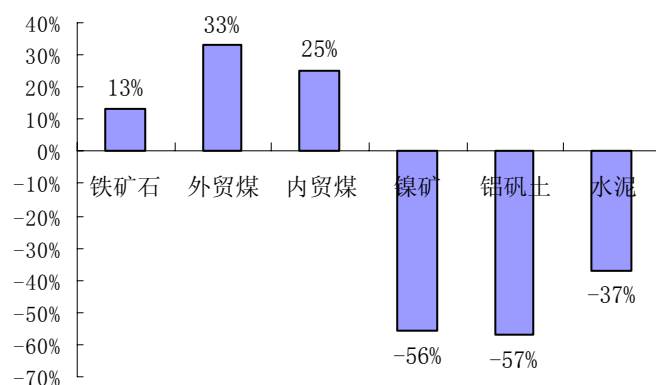
资料来源:招商证券

图1、金属矿石和煤炭依然是日照港最主要的货物品种



资料来源：招商证券研发中心

图2、公司09年前4月铁矿石与煤炭两大货种表现优异



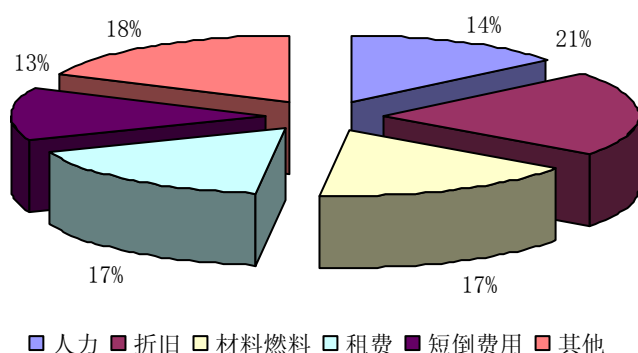
资料来源：招商证券研发中心

表1、吞吐量较快增长背景下，公司09年1季度营业收入与毛利率水平难以令人满意

(百万元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	298	399	428	439	419	400
营业毛利	40	127	132	141	98	109
管理费用	11	13	10	12	18	10
财务费用	20	24	20	24	-12	15
投资收益	8	6	17	7	3	6
营业利润	17	78	105	97	79	79
归属母公司净利润	70	57	78	67	60	55
EPS (元)	0.11	0.09	0.12	0.06	0.05	0.04
主要比率						
毛利率	13%	32%	31%	32%	24%	27%
管理费用率	4%	3%	2%	3%	4%	3%
营业利润率	6%	19%	24%	22%	19%	20%
有效税率	4%	21%	22%	22%	21%	24%
净利率	23%	14%	18%	15%	14%	14%
YoY						
收入		42%	47%	32%	41%	0.3%
归属母公司净利润		47%	112%	98%	-14%	4%

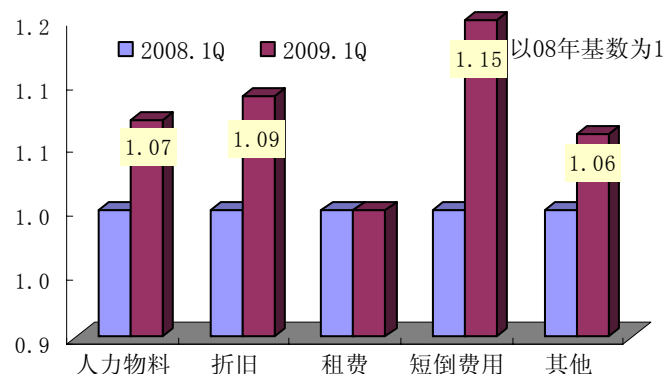
资料来源：公司报表、招商证券整理

图3、日照港(600017)2008年营业成本细分构成



资料来源：招商证券研发中心

图4、公司09年1季度各项营业成本均出现上升趋势

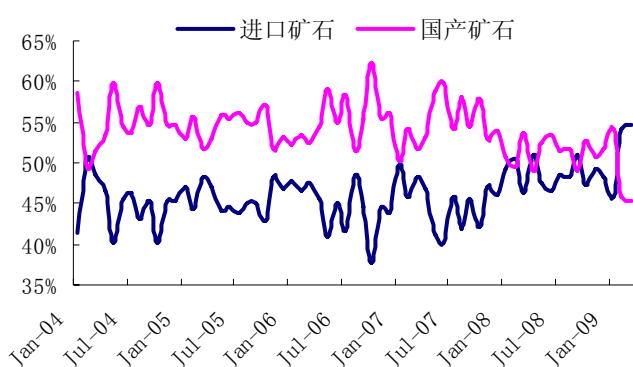


资料来源：招商证券研发中心

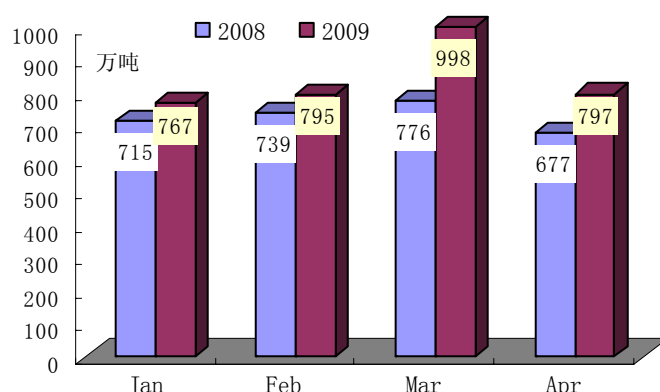
表 2、日照港（600017）的提价计划在 09 年恐难以实施，维持 08 年水准将是幸事

集装箱业务（元/Teu）	2007	2008	2009E	上调幅度
上海	312	343	-	10%
天津	266	293	-	10%
大连	280	290	-	7%
散杂货业务（元/吨）	2007	2008	2009E	上调幅度
营口	18.5	23	-	24%
日照-铁矿石	24.5/17.5	27.5/20.5	30.5/23.5	-
连云港-煤炭	13.9	18.5	-	33%

资料来源：上市公司、招商证券

图 5、近些年来中国对进口矿石的依存度不断提高


资料来源：招商证券研发中心

图 6、公司 09 年前 4 月铁矿石吞吐量表现超出市场预期


资料来源：招商证券研发中心

当前，进口矿具有物美价廉的优势，因而在矿石总量占比中超出国产矿石。

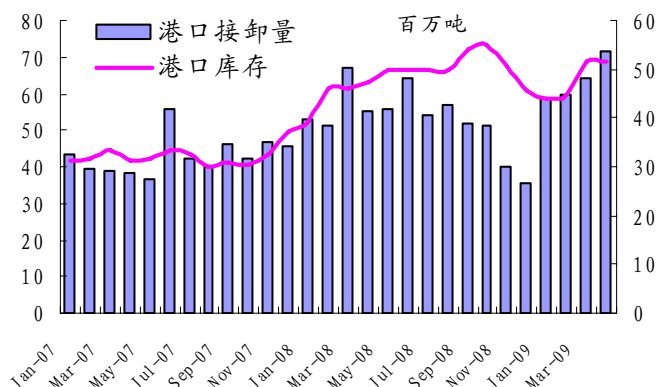
如果矿石到岸价格上涨，将可能导致国产矿石部分收复失地，矿石的进口依存度下滑。

表 3、依据前文中费率和成本变动假设调整后的盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1202	1684	1650	1822	2004
营业成本	910	1186	1171	1262	1358
营业税金及附加	41	58	56	62	68
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	41	53	51	56	62
财务费用	50	56	56	58	56
资产减值损失	1	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	33	30	31	35
营业利润	175	358	346	413	495
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	175	357	346	413	495
所得税	7	77	86	103	124
净利润	167	281	259	310	371
少数股东损益	(12)	19	22	31	35
归属于母公司净利润	179	262	238	279	336
EPS（元）	0.28	0.21	0.19	0.22	0.27

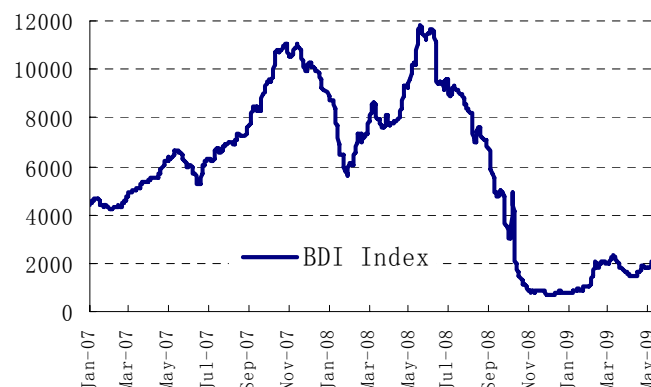
资料来源：招商证券

图7、沿海港口矿石接卸量和库存走势（2007.1-2009.4）



资料来源：招商证券研发中心

图8、BDI 指数走势（2007.1.2-2009.5.6）



资料来源：招商证券研发中心

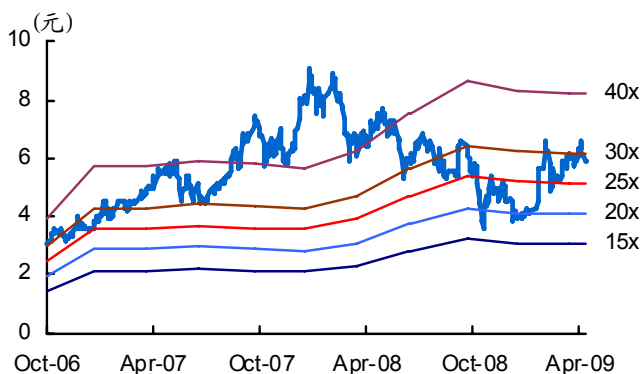
低廉的海运费亦是矿石大量进口的原因之一。然而，截至5月初，6800万吨的港口矿石库存将可能成为矿石进口量迅猛增长势头的阻碍因素之一。

表4、A股港口行业重点上市公司估值表

公 司	代 码	股 价	PE			PB		
			08	09E	10E	08	09E	10E
A 股港口上市公司（集装箱为主）								
上港集团	600018	5.89	26.8	29.5	29.5	4.2	3.8	3.8
盐田港	000088	6.94	16.5	18.3	17.8	2.0	1.9	1.8
深赤湾	000022	12.5	12.6	18.4	17.4	2.9	2.7	2.6
平均值			18.6	22.0	21.5	3.0	2.8	2.7
A 股港口上市公司（散杂货为主）								
天津港	600717	12.1	21.6	22.0	20.1	2.1	2.1	2.0
日照港	600017	6.32	30.1	26.3	23.4	2.5	2.4	2.3
营口港	600317	9.08	15.9	19.7	16.5	1.2	1.5	1.4
连云港	601008	6.42	27.9	27.9	26.8	1.5	1.3	1.2
平均值			23.9	24.0	21.7	1.8	1.8	1.7

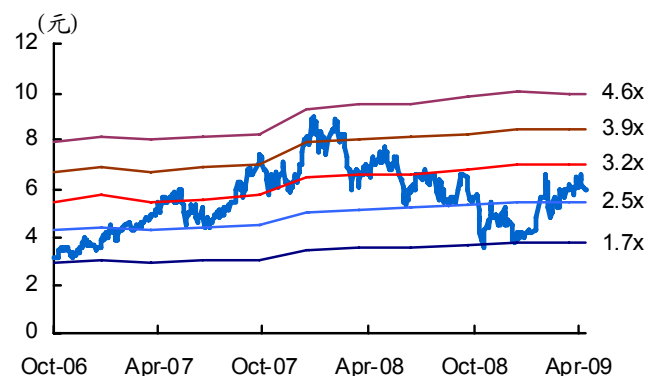
资料来源：Bloomberg、招商证券

图9、日照港历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图10、日照港历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	656	875	421	463	676
现金	322	251	0	0	168
交易性投资	0	0	0	0	1
应收票据	51	100	66	73	80
应收款项	197	396	251	277	305
其它应收款	12	16	3	3	3
存货	72	104	85	91	98
其他	3	8	16	18	20
非流动资产	4116	4825	5121	5231	5175
长期股权投资	81	154	154	154	154
固定资产	2909	3662	4149	4259	4203
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1125	1008	818	818	818
资产总计	4772	5699	5542	5694	5850
流动负债	523	989	737	698	797
短期借款	280	390	275	320	300
应付账款	36	69	59	63	68
预收账款	28	8	8	9	10
其他	179	521	396	307	420
长期负债	1473	1696	1590	1540	1310
长期借款	810	1002	920	870	640
其他	663	694	670	670	670
负债合计	1996	2685	2327	2238	2108
股本	630	1261	1261	1261	1261
资本公积金	1317	708	708	708	708
留存收益	590	788	967	1176	1428
少数股东权益	239	258	280	311	346
母公司所有者权益	2537	2757	2935	3144	3396
负债及权益合计	4772	5699	5542	5694	5850

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	267	370	639	534	583
净利润		262	238	279	336
折旧摊销		0	274	290	296
财务费用		0	56	58	56
投资收益		0	(30)	(31)	(35)
营运资金变动		0	83	(96)	(107)
其它		108	18	33	37
投资活动现金流	(726)	(628)	(567)	(400)	(241)
资本支出		0	(600)	(400)	(240)
其他投资		(628)	33	0	(1)
筹资活动现金流	717	102	(322)	(134)	(174)
借款变动		0	(213)	(37)	(70)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(59)	(70)	(84)
其他		102	(50)	(27)	(21)
现金净增加额	259	(156)	(251)	0	168

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1202	1684	1650	1822	2004
营业成本	910	1186	1171	1262	1358
营业税金及附加	41	58	56	62	68
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	41	53	51	56	62
财务费用	50	56	56	58	56
资产减值损失	1	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	33	30	31	35
营业利润	175	358	346	413	495
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	175	357	346	413	495
所得税	7	77	86	103	124
净利润	167	281	259	310	371
少数股东损益	(12)	19	22	31	35
母公司所有者净利润	179	262	238	279	336
EPS (元)	0.28	0.21	0.19	0.22	0.27

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	49%	40%	-2%	10%	10%
营业利润	21%	104%	-3%	20%	20%
净利润	4%	46%	-9%	17%	21%
获利能力					
毛利率	24.3%	29.6%	29.0%	30.7%	32.2%
净利率	14.9%	15.5%	14.4%	15.3%	16.8%
ROE	7.1%	9.5%	8.1%	8.9%	9.9%
ROIC	5.5%	7.2%	6.7%	7.5%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	47.1%	42.0%	39.3%	36.0%
净负债比率	23.7%	26.1%	23.0%	21.8%	20.0%
流动比率	1.3	0.9	0.6	0.7	0.8
速动比率	1.1	0.8	0.5	0.5	0.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	13.4	13.5	12.4	14.3	14.3
应收帐款周转率	6.6	5.7	5.1	6.9	6.9
应付帐款周转率	25.4	22.6	18.3	20.8	20.7
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.21	0.19	0.22	0.27
每股经营现金	0.42	0.29	0.51	0.42	0.46
每股净资产	4.03	2.19	2.33	2.49	2.69
每股股利	0.10	0.05	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	22.2	30.5	33.5	28.6	23.7
PB	1.6	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.5	6.4	6.1	5.4	4.9

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。