

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

短期业绩无惊喜，长期发展有空间

（1）2009 年业绩增长难有惊喜。2009 年上半年，连云港完成吞吐量 2438.97 万吨，同比增长 3.5%。但是由于费率高的外贸出口货种吞吐量下降，使得公司业绩不能跟随吞吐量的增长而同步增长。不过，从环比看，1 季度是公司业绩的低点，2 季度出口焦炭和出口胶合板已经呈现环比增长态势。

（2）政策支持力度加大，连云港今后发展速度加快。2009 年 6 月国务院通过了《江苏沿海地区发展规划》，以连云港为龙头的江苏沿海开发正式上升为国家战略。连云港作为全国主枢纽港、集装箱干线港和中西部最便捷的出海港，在今后政策扶持力度加大的背景下，连云港的发展速度将加快。

（3）目前，连云港集团未上市的码头资产包括集装箱和矿石码头资产。而连云港临港产业区未来的发展将为集装箱及散货业务带来增量。

（4）预测 2009-2010 年每股收益分别是 0.173、0.207 元。目前 PE 分别是 38.08、31.82 倍，PB 分别是 2.06、1.95 倍，与其他港口相比，估值不低，短期给予“中性”评级。不过考虑到政策未来对连云港港口的支持，以及连云港临港产业区未来给港口带来增量的预期，我们认为中长期列入可关注公司。

连云港地理位置：新亚欧大陆桥的东端起点

连云港是江苏省唯一沿海港口；是全国 25 个主枢纽港之一，也是重点规划发展的 12 个国家级区域性主要枢纽港口之一，与上海港、宁波港一起并列为长三角三大主枢纽港。

从地理位置看，连云港港口位于陇海、兰新铁路与我国海岸线交汇的 T 型结点上，位于长三角和渤海湾之间，地处中国沿海中部；是新亚欧大陆桥东桥头堡、陆桥经济带（陇海兰新经济带）的东大门。新亚欧大陆桥东起中国连云港，西至世界第一大港荷兰鹿特丹港，全程 10900 km，途经中国、哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国、荷兰等 7 国。其中中国境内 4131 km，联结 11 个省区。据专家计算，太平洋沿岸各国（地区）的货物由新陆桥运往欧洲，比绕道苏伊士运河海运，时间可以节省一半，运费可节省 20% 以上，与经俄罗斯西伯利亚亚欧大陆桥（出海港为纳霍德卡、东方港）相比，距离可缩短 2000 公里。

连云港经济腹地：中西部最近的出海口

连云港港辐射经济腹地包括陇海、兰新铁路沿线，包括江苏、山东、安徽、河南、山西、四川、陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆等十一个省（自治区），辐射国土面积达 360 万平方公里，人口约占全国 1/4。以郑州西为起点，中西部地区至连云港港的铁路运距较其他海港（日照、青岛港）缩短 300 公里以上，连云港港是我国中西部地区最经济、便捷的出海口。通过海上运输的中西部货物大多在这里中转。中西部地区货物到连云港出海比其他港口便宜 35 元/吨。

连云港港历年货物吞吐量中，来自中西部地区的货物和外贸进出口货物均占 60% 左右，并承担了我国沿海港口 90% 以上的陆桥过境运输业务。

竞争格局：与日照港、青岛港形成竞争

从竞争格局看，与连云港产生竞争的港口主要有日照港、青岛港。包括山东、河北南部、山西南部、河南、陕西，与连云港腹地部分重合。连云港与日照港均有矿石和煤炭装卸业务，存在一定的业务竞争。在陇海沿线及其以南地区煤炭出口资源本公司具有优势，陇海线以北地区煤炭出口资源日照港较本公司具有优势。在氧化铝货种上与青岛港存在一定竞争。在矿石装卸方面，连云港同青岛港、日照港相比，水深条件不足，仅能容纳 15 万吨级的船舶进出。因此在装卸矿石方面处于劣势。但连云港正在建 30 万吨级矿石泊位，并进行 30 万吨级航道的建设，未来在矿石装卸方面竞争力将增强。

政府政策：以连云港为龙头的江苏沿海开发上升为国家战略

连云港市已被江苏省确定为振兴苏北和东陇海经济带的龙头。

2009 年 6 月 10 日，国务院第 68 次常务会议讨论通过《江苏沿海地区发展规划》，以连云港为龙头的江苏沿海开发正式上升为国家战略。《规划》明确提出按照特大城市的标准把连云港建设成为连接长三角与环渤海的国际性海港城市，并对在连云港建设 30 万吨级航道、30 万吨级原油和矿石码头、输油管道、油气储备项目、钢铁基地、一类空港开放口岸等重大事宜，一一提出了具体的政策意见。

近几年，政府出资建设港口公用设施（包括航道、防波堤等）和输港公路建设，并在土地供给、项目建设资金和财税政策等方面给予支持。

目前连云港航道较浅，只有一条 15 万吨级的主航道。15 万吨级以上的船需要停靠上海、宁波港，而这些货物最后还要通过汽车运输回到连云港，进行铁路运输。2009 年初，国家发改委批复连云港 30 万吨级航道工程项目。

连云港 30 万吨级航道将在现有的 15 万吨级航道基础上试挖，2010 年全面开工建设。根据规划，项目建设航道全长约 71 公里及相应配套设施，总投资额预计将达到 78.92 亿元。投资将由国家港口建设费、江苏省及连云港市共同出资。先期实施一期工程，建设规模为 25 万吨级单向航道长约 51 公里、5 至 10 万吨级航道长约 20 公里，工程投资约 27.7 亿元。航道建好之后，极大改善港区水深条件，适应船舶大型化要求。

连云港作为全国主枢纽港、集装箱干线港和中西部最便捷的出海港，连云港市将围绕“一体两翼”港口布局，在 2008 年建成吞吐量过亿吨、集装箱过 300 万标箱的亿吨港基础上，逐步成为长三角和渤海湾之间重要的区域性国际枢纽大港、集装箱干线大港和带动区域发展的组合大港。在今后政策扶持力度加大的背景下，连云港的发展速度将加快。

公司货种：较为分散

总体来说，连云港口货种比较分散，但在多项小宗散杂货运输方面都在全国居前列。

- 中国“北煤南运”、“西煤东输”五大基本港中出口煤炭唯一无索赔港；
- 是中国出口焦炭第二港，份额占全国出口量的 25%以上；仅次于天津港。未来天津港那边焦炭出口可能会转移部分向连云港；
- 中国进口氧化铝第一港，份额占全国进口量的 50%以上，接卸效率全国第一；
- 中国出口铝锭第一港，份额占全国出口量的 40%以上；
- 是中国出口胶合板第一港，份额占全国出口量的 50%以上，是中国出口胶合板集散中心、航运配载中心和贸易中心；
- 是中国进口有色矿第四港，份额占全国进口量的 10%以上；
- 中国进口化肥第四港，份额占全国进口量的 10%以上。

公司泊位：连云港除集装箱和矿石、粮食码头之外的泊位

连云港港目前拥有包括集装箱、散粮、焦炭、煤炭、矿石、氧化铝、液体化工、客滚、件杂货在内的各类码头。除去集团粮食泊位和处于参股地位的集装箱和矿石码头，连云港集团控股的码头已经全部注入连云港股份公司。

股份公司目前合计拥有 24 个泊位，包括 2007 年募集资金投向的 2 个泊位。募集资金项目投向的两个项目：（1）墟沟三期 59# 通用泊位已经于 2008 年完工；（2）焦炭 58# 专业化泊位将在 2009 年完工投产。焦炭码头主体工程已经建好，5 月已经试投产，预计年底将竣工阶段。其中晋中地区\晋南地区焦炭从陇海线从连云港下水更为便捷。

表 1: 连云港股份公司目前泊位

泊位	泊位个数	货种	泊位经营者
一突堤码头 (1-2#)	2	金属矿、氧化铝、水	股份公司
二突堤码头 (3-6#)	4	泥、钢材、化肥	
三突堤码头 (7-12#)	6		
墟沟港区码头 (61-66#)	6	木薯干、焦炭、胶合板	
煤码头 (14#)	1	煤炭	
庙岭煤码头 (38-39#)	2		
液体化工码头 (16#)	1	液体化工品	
墟沟三期59通用泊位	1	通用泊位 (2008年已投产)	
焦炭58#专业化泊位	1	2009年投产	
小计	24		
集装箱泊位 (29-30#), 31-32#)	4, 在建5个, 远期预留 20个泊位, 规划吞吐能力1000万TEU	集装箱	31-32#泊位租赁给新东方经营 (中海集团55%, 连云港集团45%)
铁矿砂泊位 (34—36#)	3	铁矿砂	中外运集团62%, 连云港集团38%
粮食泊位 (33#)	1	粮食	

资料来源: 长江证券研究部

2009 年经营: 业绩不能跟随货物吞吐量同步增长

2008 年连云港货物吞吐量首次突破 1 亿吨, 同比增长 18.26%, 进入全国亿吨大港行列。2008 年连云港集装箱吞吐量达到 300 万 TEU, 同比增长达到 50%。规模在全国港口中排名第九。2009 年 1-7 月, 连云港货物吞吐量 6622 万吨, 同比增长 11%。集装箱吞吐量 161 万 TEU, 同比增长 1.17%, 而同期全国集装箱吞吐量同比下降 3.8%。

股份公司 2008 年吞吐量 4444.57 万吨, 占整个连云港吞吐量的 44.39%; 2008 年同比增幅为 29.19%, 增幅超过整个连云港吞吐量增幅。2009 年上半年, 股份公司完成吞吐量 2438.97 万吨, 同比增长 3.5%, 占整个港口吞吐量的 43.04%。

从股份公司吞吐量环比数据看, 我们看到, 2009 年 1 季度吞吐量环比增长 18.48%; 但是增长的货种主要是内贸或者进口货种 (比如铁矿石、煤炭等), 而高附加值, 费率较高的外贸出口焦炭和胶合板等货类环比出现 50% 左右的下降。2009 年 1 季度, 总货物吞吐量环比增长 4.97%, 同时, 出口焦炭环比增长 40%, 出口胶合板环比增长 26.55%, 表明外部经济 2 季度逐渐趋势于稳定, 出口货量开始有所恢复, 但 2 季度出口机械设备环比出现下降。

表 2: 连云港各类货种吞吐量增幅

货种	2009.2Q 环比增幅	2009.1Q 环比增幅	2008 年同比 增幅
煤炭	-8.63	37.01	29.39
焦炭	40.12	-48.35	17.47
胶合板	26.55	-50.79	19.87
机械设备	-29.61	78.62	44.96
铁矿石	4.92	255.65	32.19
有色矿	37.53	-10.98	33.80
氧化铝	31.49	23.15	40.89
木薯干	40.01	289.91	13.46
总量	4.97	18.48	29.19

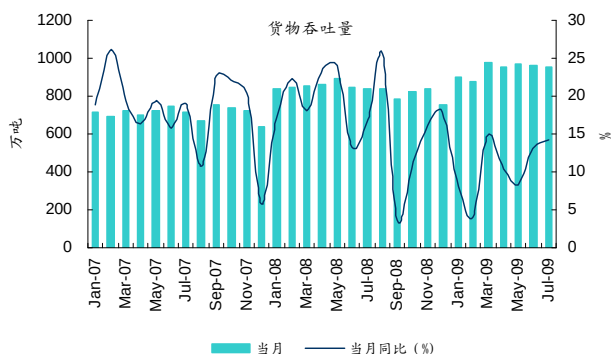
资料来源: 长江证券研究部

总体来看, 虽然货物吞吐量实现增长, 但由于在结构上, 增长的货种主要为内贸和进口货种, 而高附加值, 费率较高的外贸出口货物减少, 使得公司收入不能跟随吞吐量的增长而同步增长。因此我们预期公司上半年业绩同比增长难以乐观, 但环比将逐季增长, 预计 1 季度是业绩的最低点。

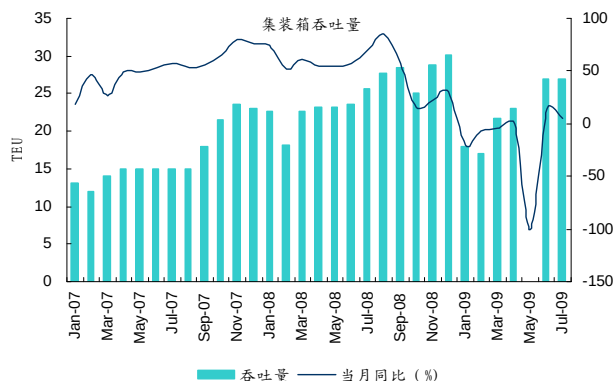
表 3: 连云港单季度业绩比较

	2009.2Q	2009.1Q	2008.4Q	2008.3Q	2008.2Q	2008.1Q	2007.4Q	2007.3Q
营业总收入	24466	21433	22601	26019	27813	22028	22277	21066
营业成本	17435	13767	17288	18289	17415	13223	17420	13721
毛利率(%)	28.74	35.77	23.51	29.71	37.39	39.97	21.80	34.87
营业利润	3076	2068	-1097	2933	5356	2927	384	2973
利润总额	3059	2031	-1081	2936	5281	2938	916	3026
净利润	2413	1687	845	2957	4323	2053	2030	2176
净利润	2413	1687	845	2957	4323	2053	2030	2176
EPS(元)	0.045	0.031	0.016	0.055	0.080	0.038	0.038	0.040

资料来源: 长江证券研究部

图 1: 连云港货物吞吐量


资料来源：长江证券研究所

图 2: 连云港集装箱吞吐量


资料来源：长江证券研究所

集团未上市资产：集装箱和矿石码头

连云港集团目前业务包括港口装卸业务，以及物流、工程施工，房地产等。目前集团未进入上市公司的港口资产包括参股 45% 的集装箱码头及参股 38% 的矿石码头。

1. 矿石码头

目前股份公司的矿石业务在通用泊位上作业，量很少。连云港区主要的铁矿石由集团拥有的 15 万吨级专业化矿石码头装卸，目前由集团持股 38% 的新陆桥公司经营。

2009 年底将投产一个 25 万吨级的深水矿石泊位，由连云港集团下属的合资公司一新苏港、沙钢集团以及新加坡万邦投资公司合资建设和经营（股权比例：新苏港 51%、沙钢集团 10%、万邦 39%）。矿石货主以沙钢、南钢为主。这一新建码头总投资 26.5 亿元，建设规模为 1 个 30 万吨级铁矿石接卸泊位及相应配套设施，设计年接卸能力 1500 万吨。建成后将为陇海沿线等中西部地区、长三角地区的钢铁企业提供更加便利的口岸服务，矿石接卸码头、堆场配套装卸设备，预计 10 月份投入使用。

2. 集装箱码头

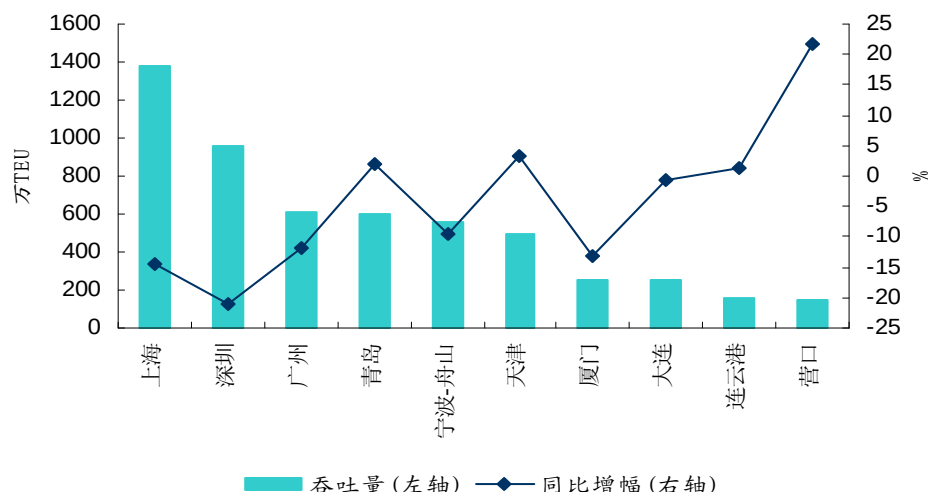
连云港集团拥有 4 个集装箱泊位（29-32#），其中 31#、32#泊位可以靠泊第四代集装箱船舶；29#、30#可以靠泊第五代集装箱船舶。其集装箱业务由集团公司和中海码头合资设立的新东方公司经营管理，其中连云港集团公司占 45% 的股权，中海集团占 55% 股权。31-32#泊位租赁给新东方经营。2008 年连云港集装箱吞吐量达到 300 万 TEU，同比增幅达到 50%。2009 年 1-6 月吞吐量 134 万 TEU，同比增长 0.2%，而同期全国集装箱吞吐量是同比下跌 8.7%；6 月单月同比增长了 15%。目前连云港集装箱吞吐量居全国第 9 位。目前在建 5 个集装箱泊位，规划吞吐能力达到 1000 万 TEU。

连云港集装箱腹地是陇海线辐射的范围以内 11 个省，集装箱货源 60% 来自于中西部；40% 来自于江苏及其他地区。在江苏沿海规划中，已将连云港定位为集装箱干线港，航线主要分布在中东、欧美、非洲等地区。连云港港是中西部最便捷的出海口，中西部地区货物到连云港出海比其他港口便宜 35 元/吨。连云港集装箱是未来中西部地区经济发展主要的受益者。

连云港港在与长三角港口群开始在各方面进行合作。2008 年连云港港与上海港之间的货物运输已占连云港港口

吞吐量的 15%，其中经上海中转的集装箱占连云港港口集装箱运量的 10%，呈逐年递增态势。”

图 3：2009 年 1-7 月沿海港口集装箱吞吐量及同比增幅



资料来源：长江证券研究部

3. 连云港临港工业园区发展将带来集装箱吞吐量的增长

连云港临港产业区位于市区东部，北濒黄海，东临港口，规划用地面积 70 平方公里。2003 年 5 月开工建设，至目前，已有 40 平方公里基本具备项目入驻条件。根据连云港市总体规划和临港工业的要求，设置金融商务居住区、仓储物流区、临港工业三大功能区。产业导向：依托靠近港口、临近公路和铁路枢纽的交通优势和现有产业优势，吸引大运量、大吞吐量、高耗能的工业项目，重点发展冶金、化工、机械等大型临港产业。

目前临港工业园区已经初具雏形，与我们上次 3 月份去比较，一些厂房已经建好，一些电子厂、金属制品厂已经挂牌。我们判断 1-2 年内，临港产业区将初具规模，届时连云港集装箱吞吐量将保持比较快速度的增长。

4. 连云港长远规划

根据规划，连云港港未来将形成由海湾内的连云主体港区、南翼的徐圩和灌河港区、北翼的赣榆和前三岛港区共同组成的“一体两翼”总体格局。根据腹地国民经济与社会发展规划，综合分析影响港口吞吐量发展的各种相关因素，预测连云港港 2010 及 2020 年吞吐量将达 1.2 亿吨和 1.9 亿吨，其中集装箱吞吐量达 340 万 TEU 和 800 万 TEU。

投资评级：短期业绩难有惊喜，给予“中性”评级

由于费率高的货物吞吐量下降，2009 年虽然总货物吞吐量实现增长，但业绩增长预计难以乐观。不过总体上，1 季度是业绩的低点。预测 2009-2010 年每股收益分别是 0.173、0.207 元。目前 PE 分别是 38.08、31.82，PB 分别是 2.06、1.95，与其他港口相比，估值不低，短期给予“中性”评级。短期亮点尚缺乏，不过考虑到国家及江苏省、连云港市政府政策未来对连云港港口的支持，以及连云港临港产业区未来给港口带来增量的预期，我们将公司列入关注公司行列。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	985	955	1003	1053	货币资金	279	175	556	937
营业成本	662	643	672	702	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	322	312	331	351	应收账款	117	107	114	106
% 营业收入	32.8%	32.7%	33.0%	33.3%	存货	12	12	12	13
营业税金及附加	36	35	36	38	预付账款	31	30	32	33
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	477	363	754	1131
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	150	153	160	168	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%	长期股权投资	108	108	108	108
财务费用	33	15	4	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	1.6%	0.4%	0.0%	固定资产合计	1807	1560	1277	1015
资产减值损失	6	0	-1	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	其他非流动资产	2	0	0	0
营业利润	101	110	131	144	资产总计	2393	2030	2139	2253
% 营业收入	10.3%	11.5%	13.1%	13.7%	短期贷款	440	0	0	0
营业外收支	0	-1	0	-1	应付款项	87	83	87	91
利润总额	101	109	131	144	预收账款	7	8	8	11
% 营业收入	10.2%	11.4%	13.0%	13.7%	其他流动负债	8	9	10	10
所得税费用	-1	16	20	22	流动负债合计	600	159	172	183
净利润	102	93	111	122	长期借款	150	150	150	150
归属于母公司所有者的净利润	101.8	92.9	111.2	122.4	应付债券	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	递延所得税负债	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.19	0.173	0.21	0.23	其他非流动负债	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					负债合计	750	309	322	333
	2008A	2009E	2010E	2011E	归属于母公司所有者权益	1643	1722	1816	1920
	80	525	561	610	少数股东权益				
经营活动现金流净额	0	0	0	0	股东权益	1643	1722	1816	1920
取得投资收益	-13	0	0	0	负债及股东权益	2393	2030	2139	2253
收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-247	-160	-160	-211	EPS	0.189	0.173	0.207	0.228
固定资产投资	-72	0	0	0	BVPS	3.06	3.20	3.38	3.57
其他	-332	-160	-160	-211	PE	34.76	38.08	31.82	28.90
投资活动现金流净额	0	0	0	0	PEG	5.48	6.01	5.02	4.56
债券融资	0	0	0	0	PB	2.15	2.05	1.95	1.84
股权融资	220	-440	0	0	EV/EBITDA	16.69	6.61	5.42	4.45
银行贷款增加 (减少)	46	-29	-21	-18	ROE	6.2%	5.4%	6.1%	6.4%
筹资成本	-92	0	0	0					
其他	174	-469	-21	-18					
筹资活动现金流净额	80	525	561	610					
现金净流量	-78	-104	381	381					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，现为长江证券研究部行业分析师，研究领域为航运和港口。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。