

看好淮南矿业入主后的发展空间

——芜湖港（600575）调研报告

2009 年 10 月 23 日

推荐/首次

交通运输

调研报告

周 宁
交通运输行业分析师
010-6650 7318

事件：

近日，我们到访芜湖港储运股份有限公司总部，与公司副总裁欧业群先生、办公室副主任兼企业文化中心主任杜丽女士就公司相关问题进行了交流，并参观了公司芜湖港区集装箱及散货码头。

公司简介：

芜湖港位于长江三角洲地区与长江中游地区的结合部，长江与华东南北铁路第二通道的交汇处，是安徽省最重要的物资流通枢纽港，也是安徽省最大的港口。芜湖港主要承担芜湖本地区、安徽省部分地区及华东南北铁路第二通道沿线地区的物资水运进出与中转任务。公司主要从事煤炭、集装箱、外贸大宗散货、件杂货等货种的装卸中转。公司今年 8 月 17 日曾公布公告，公司以 11.11 元的价格向唯一发行对象淮南矿业发行不超过 1.7 亿股股份，购买其持有的铁运公司和物流公司 100% 的股权，资产预估值约 18.74 亿元。如发行成功，淮南矿业将持有公司 33% 的股份成为公司第一大股东。

主要结论：

1、目前重组审批进展较为正常，公司对重组获批有信心。

此次重组须经安徽国资委、公司股东大会和中国证监会审批通过，并获得股东大会及中国证监会对淮南矿业因本次重组交易触发的要约收购义务豁免申请的同意。目前重组审批进展较为正常，此前已获安徽国资委及股东大会通过，目前已报中国证监会初审，较为顺利，需等待证监会审批。

公司表示此次业务重大重组是在宏观经济政策、煤炭、电力行业格局震荡、港口行业竞争加剧、港口增效空间收窄的大背景下，公司扩大业务范围、寻求新的利润增长点的实质性举措，同时迎合了国家关于大力发展现代化物流产业的政策，公司对重组获批有信心。

表 1：公司重组后大股东将成为淮南矿业

股东名称	重组前		股东名称	重组后	
	持股数（万股）	持股比例		持股数（万股）	持股比例
芜湖港口有限责任公司	15,744	44.25%	淮南矿业集团	16,868	32.16%
其他 A 股股东	19,836	55.75%	芜湖港口有限责任公司	15,744	30.02%
			其他 A 股股东	19,836	37.82%
合计	35,580	100.00%	合计	52,448	100.00%

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

2、公司业务结构将发生较大变化，整体盈利能力将大幅提高

芜湖港旗下主要经营资产为裕溪口煤炭码头和朱家桥外贸码头，主要从事煤炭、集装箱、外贸大宗散货、件杂货等货种的装卸中转。其中，煤炭货种的装卸中转业务一直是本公司的核心业务。近年来，公司煤炭货种的相关业务收入占公司主营业务收入比重约 60%。2008 年公司实现主营业务收入 1.78 亿元，实现净利润 0.33 亿元。由于多方面的原因，公司近年来收入和利润的成长性表现一般。此次重组将注入淮南矿业旗下铁路运输公司及物流公司，铁路业务与物流业务与芜湖港现有的港口装卸、仓储等传统物流业务相结合，芜湖港将形成集港口装卸、仓储、运输、贸易为一体的现代物流业务体系。

铁路运输公司主营煤炭铁路运，经营服务对象为淮南矿业潘谢矿区各矿井、田集电厂、凤台电厂、平圩电厂和矿区外部购煤客户，总设计运输能力约 7,000 万吨/年，总铁路营运里程 216.23 公里。铁路运输公司 2008 年营业收入为 5.15 亿元，实现净利润 1.4 亿元。物流公司成立于 2008 年 11 月，主营业务为从事商贸物流结合第三方物流整体外包业务，主营钢材、铜材、建材、机电产品、燃料等。目前仓储总面积达 250 多亩，在淮南市周边地区拥有 22 个物流网点，由于与周边大型钢铁企业良好的合作关系，物流公司团购价格及经销渠道方面具有一定的价格优势，目前是安徽省主要的钢材经销商和建材集成供应商。物流公司今年 1 至 7 月份实现收入 37.76 亿元，实现净利润 4417.67 万元。

铁运公司及物流公司的注入，将使得公司业务结构发生较大变化，物流业务及铁路运输业务将成为公司业务的重心，预计铁运业务及物流业务收入占三项业务收入比重将超过 95%。同时根据淮南矿业的承诺，铁路公司和物流公司 2010 年至 2012 年贡献的净利润分别不低于 3.2 亿、3.84 亿元和 4.61 亿元，这将大幅改善芜湖港现有资产的盈利能力。

表 2：近三年芜湖港主营收入构成及净利润状况

单位：万元	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-7 月
煤炭货物类	10,231	8,979	11,710	4,437
集装箱货物类	1,750	2,998	2,706	928
其他货物类	3,579	3,851	3,422	2,070
主营业务收入合计	15,559	15,829	17,838	7,435
净利润	3,308	2,699	3,334	701

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表 3：近三年铁运公司主要财务指标

项目（单位：万元）	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2009 年 7 月 31 日
总资产	72,573.26	62,932.79	172,104.41
归属于母公司所有者权益	11,956.25	26,045.78	143,268.86
资产负债率	83.53%	58.61%	16.75%
	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-7 月
营业收入	34,425.45	51,523.83	35,429.73
利润总额	9,018.36	18,801.38	16,803.95
归属于母公司所有者净利润	6,013.56	14,089.53	12,599.42
净资产收益率	50.30%	54.10%	8.79%

经营活动产生的现金流量净额	9,251.34	16,386.88	18,468.53
---------------	----------	-----------	-----------

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表 4：自设立以来物流公司主要财务指标

项目	2008 年 12 月 31 日	2009 年 7 月 31 日
总资产	29,480.43	111,872.64
归属于母公司所有者权益	20,015.27	39,269.55
资产负债率	32.11%	64.90%
	2008 年度	2009 年 1-7 月
营业收入	23,052.05	377,581.18
利润总额	21.39	5,895.91
归属于母公司所有者净利润	15.27	4,417.67
净资产收益率	0.08%	11.25%
经营活动产生的现金流量净额	-5,612.02	3,649.03

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

3、与淮南矿业合作将进一步巩固芜湖港华东地区煤炭中转站的地位

公司裕溪口煤码头是安徽四大煤矿水路运输的主要通道、安徽省最大的煤炭能源中转港和长江干线综合能力最大、功能最完善的煤码头之一，担负着华东沿江地区工业生产用煤的中转任务，即将安徽、山西、河南、陕西等地的煤炭中转至江苏、上海、浙江、湖北、安徽等省市的沿江电厂、钢铁厂以及其他工业企业。2008 年裕溪口煤码头共完成煤炭中转量约 950 万吨。

一直以来，公司与淮南矿业保持有较好的合作关系，公司约 30%~40%的煤炭进港来自淮南矿业。今年 5 月 27 日，公司与淮南矿业签订协议合作建设芜湖港煤炭储配中心项目，总体规划能力为 500 万吨煤炭堆存能力和 5000 万吨煤炭中转（进港、出港）能力。其中，一期工程形成堆存能力 200 万吨，配煤和港口中转能力均为 2000 万吨（含公司现有 32#、33#煤码头中转能力 1000 吨），二期工程新增 300 万吨堆存能力，新增配煤和港口中转能力 3000 万吨。

公司表示目前该项目所处的地段正处土地回填阶段，建设期有所延后，预计年底全面开工建设，建设期约一年半，2011 年中有望达产，达产后预计年配煤量和中转量在 2000 万吨以上。二期项目预计将在 2012 年开始建设。公司表示将以配煤经营为突破口，促进港口煤运模式转换、升级，努力打造、建立长江最大煤炭交易市场和配煤、煤炭储备基地，进一步巩固长江煤运中转最大港优势。通过本次收购，淮南矿业将成为芜湖港的第一大股东，并取得对芜湖港的控制地位，能够进一步发挥芜湖港在长江航线上第一大煤炭存储和中转港口的优势地位。

4、公司将继续保留芜湖港品牌与港口业务

尽管此次重组将使得公司业务重心将发生较大转移，公司表示公司仍将按照原有的港口发展思路，继续经营好港口业务资产。在此次并购重组谈判中，公司与淮南矿业签订了许多相关补充协议，继续保存芜湖港的品牌，芜湖港的主业也不会改变，公司总部也将继续保留在芜湖市。（注：根据重组协议，公司董事会多数席位及管理核心岗位将由淮南矿业推荐出任）。

公司集装箱业务将继续经营发展，公司旗下朱家桥外贸码头是集水路、公路、铁路联运，江海直达，国际间货运班轮、集装箱班轮运输等集、疏、运综合功能于一体的现代化外贸码头，是安徽省最大的外贸码头，公司 17# 集装箱码头设计能力为 5 万 TEU/年，而 2007 年实际吞吐量达到 17 万 TEU，处严重饱和状态。2008 年公司经论证后对集装箱码头进行改扩建，新集装箱码头吞吐能力达 30 万 TEU/年，分两期建设，一期达 10 万 TEU/年吞吐能力，二期新增 20 万 TEU 年吞吐能力，目前一期已完成。

5、淮南矿业“建大矿，办大电，做资本”战略意图渐显

淮南矿业位于华东腹地，拥有黄河以南最大的整装煤田，煤炭资源量占安徽省的 74%，占华东地区的 50% 以上，是安徽省及华东地区最大的煤炭生产企业，华东地区重要的能源供应基地。淮南潘谢矿区获准资源量 285 亿吨，被列为全国 13 个大型煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一。截至 2008 年底，淮南矿业拥有生产矿井 13 对，核定生产能力 8,000 万吨/年；在建和筹建的矿井 5 对，设计生产能力 1,640 万吨/年。现有选煤厂 12 座，核定生产能力 4,880 万吨/年。

从淮南矿业过往发展来看，此次以盈利较强的铁运公司和刚成立不久的物流公司注入芜湖港，进而入主芜湖港可以视为淮南矿业首次涉足资本市场，从淮南矿业“建大矿，办大电，做资本”的发展战略，我们认为，淮南矿业具有较强的借助资本市场做大做强的动力，不排除未来淮南矿业有进一步借助芜湖港这一资本平台的可能。在此次重组收购报告书中，淮南矿业表示，据市场情况和芜湖港发展需要，不排除在未来 12 个月继续通过合法方式增持芜湖港股份的可能性。我们认为，此次重组芜湖港控制权转移意义远大于资产注入的意义，我们看好淮南矿业入主给芜湖港带来的发展空间。

表 5：最近三年淮南矿业主要经营数据

	原煤产量(万吨)	商品煤销量(万吨)	营业收入(万元)
2006 年	3,334	3,121	1,296,749.09
2007 年	3,631	3,532	1,810,312.37
2008 年	5,666	4,484	2,767,789.10

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表 6：最近三年淮南矿业主要财务指标

单位：万元	2006 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	2,735,895.98	4,200,180.96	5,591,660.25
归属于母公司所有者权益	599,191.04	744,089.74	873,446.23
资产负债率	78.06%	82.12%	83.95%
	2006 年度	2007 年度	2008 年度
营业收入	1,296,749.09	1,810,312.37	2,767,789.10
利润总额	15,206.24	85,052.83	94,198.58
归属于母公司所有者净利润	10,541.12	75,230.77	69,377.51
净资产收益率	1.76%	10.11%	7.94%
经营活动产生的现金流量净额	-67,508.55	318,514.81	661,577.37

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

6、盈利预测与评级

基于公司 2009 年年底完成重组的假设及淮南矿业承诺的业绩，预计公司 2009-2012 年每股收益分别为 0.04 元、0.66 元、0.77 元、0.92 元，2010 年和 2011 年业绩对应市盈率分别为 23 倍和 20 倍。由于业绩可预期性高及目前股价的相对估值优势，首次给予公司“推荐”评级。我们看好公司在淮南矿业入主后的后续成长空间。

表 7：公司盈利预测及估值水平

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	179	141	8914	10251
(+/-)%	11.41%	-21.11%	6212.60%	15.00%
经营利润（EBIT）	44	18	460	541
(+/-)%	-4.65%	-60.12%	2510.90%	17.83%
净利润	33	13	345	406
(+/-)%	20.86%	-61.99%	2619.70%	17.83%
每股净收益（元）	0.09	0.04	0.66	0.78
市盈率（倍）	172.6	388.3	23.5	19.9

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

分析师简介

周宁

管理学硕士，已通过 CFA（特许金融分析师）三级考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。