



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注

2010 年 1 月 5 日

港口行业

研究部

任重

分析员

renzhong@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析员

zhengd@cicc.com.cn

推荐

日照港 (600017.CH)

供给需求双轮驱动，成长空间大、确定性强

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,202	1,684	2,196	2,603	3,054
(+/-%)	21.5	40.1	30.4	18.5	17.3
净利润	179	262	363	463	579
(+/-%)	(1.1)	46.1	38.6	27.8	25.1
经常性损益净利润	179	262	363	464	580
(+/-%)	0.4	46.2	38.5	27.7	25.1
每股盈利(元)	0.12	0.17	0.24	0.31	0.38
每股经营现金流(元)	0.18	0.24	0.52	0.63	0.75
市盈率(X)	58.3	39.9	28.8	22.5	18.0
市净率(X)	3.8	3.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.4	15.8	14.8	12.7	12.1
现金分红收益率(%)	1.4	0.7	1.0	1.3	1.7
净资产收益率(%)	6.5	8.7	8.0	9.5	10.8

股票信息

	A股
当前股价	人民币6.91
股票代码	600017 CH Equity
日成交量(百万股)	4.75
52周最高/最低价	人民币3.84/7.95
发行股数(百万股)	1510.1
其中:无限售条件流通股(百万股)	1260.6
主要股东(持股比例)	日照港(集团)有限公司(46.25%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600017.CH]	+1.77	+0.88	+14.98	+0.00
[上证A股指数]	+1.73	-2.21	+16.65	-1.02
[中金港口指数]	+3.30	-4.21	+15.81	-0.74

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

我们首次覆盖日照港，给予“推荐”投资评级，目标价 9.11 元 (2010 年底 DCF 估值)，对应 31.9% 的股价上升空间，理由是公司业绩的高成长性及确定性：我们预计，2015 年前公司盈利复合增速约为 21.7%，若考虑资产注入，复合增长率可以进一步达到 28.7%。驱动公司盈利持续快速增长的三条主线是：

- 山东精品钢基地的建设将进一步催生铁矿石、钢材、焦炭等货种的快速增长，引领钢铁相关货种盈利由 2009 年的 2.83 亿元增长至 2015 年的 5.72 亿元；
- 新菏兖日线扩能以及晋中南煤炭通道的建设将使得公司煤炭业务出现爆发性增长，煤炭业务盈利有望由 2009 年的 0.29 亿元大幅增长至 2015 年的 4.75 亿元，对应年复合增长率 59.4%；
- 母公司持续的资产注入和公司对于少数股权的收购在 2015 年之前完成的可能性很高，其中日照原油仓储中转基地在充分达产情况下盈利能力可以达到 4.0 亿元，昱桥公司与岚山万盛公司其他股东股权对应 2010 年净利润约为 1.23 亿元，分别相当于日照港股份 2010 年盈利的 86.4% 和 26.6%。

财务预测:

日照港货物吞吐量 2009 年预计可以达到 1.4 亿吨，2010、2011 年将分别同比增长 14.2% 和 13.7% 达到 1.8 和 2.1 亿吨，至 2015 年将接近 3.1 亿吨。配合装卸费率年均 2%~3% 的增长，公司 2010、2011 年每股盈利有望分别同比增长 27.8% 和 25.1% 达到 0.31 元和 0.38 元，2015 年有望达到 0.78 元，考虑资产收购影响将进一步达到 1.08 元。我们预计铁矿石吞吐量、装卸费率每超预期 1%，2010 年业绩将上升 1.6% 及 3.1%。由于我们对于铁矿石吞吐量预测较为保守，未来两年业绩超预期的可能性较大。

估值与建议:

目前公司 2010 市盈率约为 22.5 倍，低于 29.6 倍的行业平均水平，尚为完全反映日照港的业绩高成长性及确定性，首次给予“推荐”评级。

风险:

钢铁、煤炭装卸需求及外延式资产扩张的不确定性。

目录

日照港吞吐量迅速提升，引领盈利大幅增长	4
日照港股份货物吞吐量增速 2003 年以来显著快于全国平均水平	4
吞吐量大幅上升带动公司盈利持续增长	4
为何日照港可以实现跨越式增长？高增长是否可持续？	6
四大因素造就日照港吞吐量跨越式增长	6
四大因素进一步升级，持续高增长可期	7
铁矿石：明星货种、盈利中流砥柱	8
供给需求双轮驱动，铁矿石运输前景依然广阔	8
港区产能已经接近极限，未来吞吐量增长以供给方推动增长为主	8
供求关系紧张有望推动装卸费率逐年上升	9
铁矿石装卸业务 2010、2011 年盈利有望增长 10.6% 和 8.1%，至 2015 年复合增长率 7.2%	9
公司盈利对铁矿石吞吐量和费率较为敏感，具备一定超预期空间	10
煤炭：成长潜力巨大、确定性强	11
供给需求双轮驱动，煤炭运输潜力巨大	11
两大煤炭通道将引领日照港煤炭业务迎来跨越式增长	11
较低的产能利用率压制未来装卸费率提升幅度小于铁矿石业务	12
煤炭装卸业务 2010、2011 年盈利有望增长 111.5% 和 75.8%，至 2015 年复合增长率 59.4%	12
公司盈利对煤炭吞吐量和费率敏感性分析	13
外延式增长有望进一步提升公司盈利	14
日照原油仓储中转基地将成为母公司资产注入最优良标的	14
其他未来可能注入的资产	16
日照港股份计划收购部分显桥公司与岚山万盛公司其他股东股权	16
盈利预测与财务分析	19
主要营运数据假设	19
主营业务收入预测	20
主营业务成本预测	20
营业利润率逐年提升	21
2013 年以前财务费用不会出现较大幅度上升	22
不考虑资产收购等外延式增长，2010 年盈利有望增长 27.8%，2015 年前盈利复合增长率 21.7%	22
如果日照原油中转基地和显桥、岚山万盛剩余泊位能于 2015 年前收购完成，2009~2015 年盈利复合增长率可以进一步达到 28.4%	23
低负债率及强劲现金流保证资产扩张能力	23
估值分析及投资建议	25
DCF 估值分析	25
相对估值分析	25
首次给予“推荐”投资评级	25
风险	28
附录一：日照港增长驱动因素和竞争环境分析	29
日照港港区：散杂货为主的天然深水良港，集疏运体系发达	29
腹地经济迎来黄金发展期	31
腹地产业结构有力保障核心货种吞吐量稳定、快速增长	33
国家、地方战略重镇	35
竞争分析：地理位置上与青岛港、连云港相邻，港区功能定位准确，具备竞争优势	37
附录二：日照港股份主要泊位能力	38
日照港股份主要货种装卸能力分析	38
附录三：日照港股份股权结构及二级市场融资历史	39
日照港股权结构	39
日照港股权二级市场融资历史	39

图目录

图表 1: 日照港股份与中国货物吞吐量增速比较.....	4
图表 2: 日照港 2009 年收入结构	4
图表 3: 日照港股份盈利复合增长率达到 18.6%	5
图表 4: 装卸业务和港务管理业务是公司两大利润来源	5
图表 5: 日照吞吐量跨越式增长因素分析	6
图表 6: 日照吞吐量跨越式增长因素展望	7
图表 7: 日照港铁矿石业务供给、需求和竞争环境分析	8
图表 8: 日照港股份 2009~2015 年铁矿石吞吐量复合增长率 7.2%	9
图表 9: 日照港股份 2009~2015 年铁矿石业务盈利复合增长率 7.2%	10
图表 10: 日照港股份盈利对铁矿石吞吐量及费率敏感性分析	10
图表 11: 日照港煤炭业务供给、需求和竞争环境分析	11
图表 12: 日照港股份 2009~2015 年煤炭吞吐量复合增长率 28.5%	12
图表 13: 日照港股份 2009~2015 年煤炭业务盈利复合增速达到 59.4%	13
图表 14: 日照港股份盈利对煤炭吞吐量及费率敏感性分析	13
图表 15: 30 万吨原油码头盈利能力分析	15
图表 16: 10 万吨原油码头盈利能力分析	15
图表 17: 240 万立方米原油储罐盈利能力分析	16
图表 18: 昱桥公司和岚山万盛公司股权结构	17
图表 19: 昱桥公司盈利能力分析	17
图表 20: 昱桥公司盈利能力分析	18
图表 21: 盈利预测主要假设	19
图表 22: 日照港营业收入预测	20
图表 23: 营业成本假设	20
图表 24: 折旧、摊销费用预测	21
图表 25: 租赁成本预测	21
图表 26: 财务费用预测	22
图表 27: 2010、2011 年净利润增长归因分析	22
图表 28: 净利润预测	23
图表 29: 外延式增长盈利增厚估算	23
图表 30: 日照港股份盈利预测	24
图表 31: 日照港股份 WACC 计算及 DCF 估值敏感性分析	25
图表 32: 港口可比公司估值表	26
图表 33: A 股交通基础设施上市公司估值表	27
图表 34: 历史 P/E 和 P/B	27
图表 35: 日照港地理位置	29
图表 36: 日照港区吞吐量细分 (2009 年前 11 个月)	29
图表 37: 日照港两大铁路疏港干线	30
图表 38: 山东铁路四纵四横铁路规划图	31
图表 39: 日照港股份与中国货物吞吐量增速比较	31
图表 40: 日照港直接腹地 GDP 增速快于全国平均水平	32
图表 41: 日照港直接腹地工业增加值增速快于全国平均水平	32
图表 42: 日照港直接腹地固定资产投资增速快于全国平均水平	32
图表 43: 日照港直接腹地城镇化率低于全国平均水平	33
图表 44: 日照港直接腹地地中小城市人口占比较高	33
图表 45: 日照港腹地 GDP 全国占比 (2009 年前 11 个月)	33
图表 46: 日照港腹地煤炭产量全国占比 (2009 年前 11 个月)	34
图表 47: 日照港腹地钢铁产量全国占比 (2009 年前 11 个月)	34
图表 48: 日照港腹地煤炭资源丰富	34
图表 49: 日照港腹地钢铁储量全国占比 (根据 2007 年数据)	35
图表 50: 日照港腹地钢铁生产企业密集	35
图表 51: 全国沿海港口分区域分布图	36
图表 52: 日照港股份主要泊位能力	38
图表 53: 日照港地理位置	39

日照港吞吐量迅速提升，引领盈利大幅增长

日照港股份货物吞吐量增速 2003 年以来显著快于全国平均水平

日照港股份 2006 年上市，目前总股本 15.1 亿股，其中大股东日照港（集团）有限公司持股 46.25%（详细情况请见附录三）。公司主要业务为铁矿石、煤炭等货种的装卸、堆存等港口业务，2003 年至 2008 年吞吐量复合增长率达到 26.7%，超过全国合计货物吞吐量复合增长率 10.4 个百分点。经济危机对日照港吞吐量并未产生明显影响，2008 年和 2009 年前 11 个月合计吞吐量增速分别达到了 22.5% 和 31.0%，高于全国平均水平 13.0 和 23.0 个百分点。

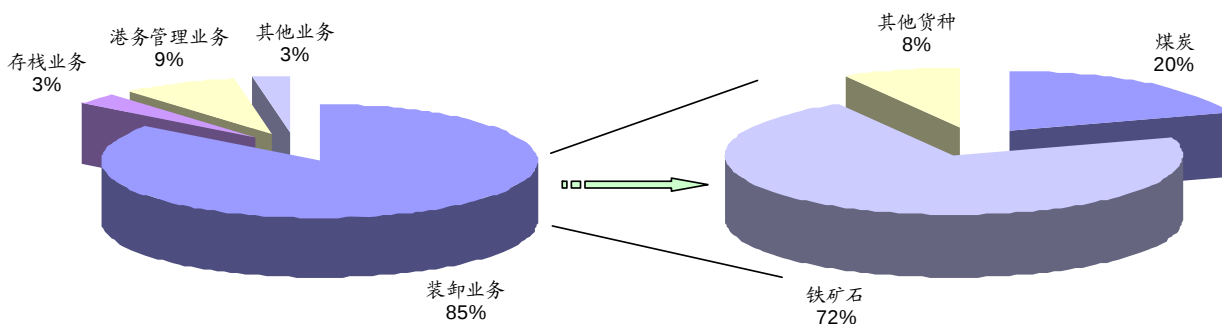
在主要货种中，铁矿石吞吐量的增长最为迅猛，2003 至 2008 年复合增长率达到了 66.5%，吞吐量占比也由 2003 年的 17.4% 大幅上升至 2009 年前 11 个月的 70%，是引领日照港吞吐量大幅增长的主要动力。

图表 1：日照港股份与中国货物吞吐量增速比较

货物总吞吐量 (万吨)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1~11M09	2002~2008 CAGR
全国合计	329,644	417,200	485,400	557,000	641,000	702,200	633,433	16.3%
YoY %		26.6%	16.3%	14.8%	15.1%	9.5%	8.0%	
日照港股份	3,380	4,031	5,496	6,970	8,992	11,016	13,455	26.7%
YoY %		19.3%	36.3%	26.8%	29.0%	22.5%	31.0%	
其中：铁矿石	588	1,534	3,017	4,585	6,567	7,520	9,361	66.5%
YoY %		160.9%	96.7%	52.0%	43.2%	14.5%	31.0%	
占比 %	17.4%	38.1%	54.9%	65.8%	73.0%	68.3%	69.6%	

资料来源：交通部，公司数据，中金公司研究部

图表 2：日照港 2009 年收入结构

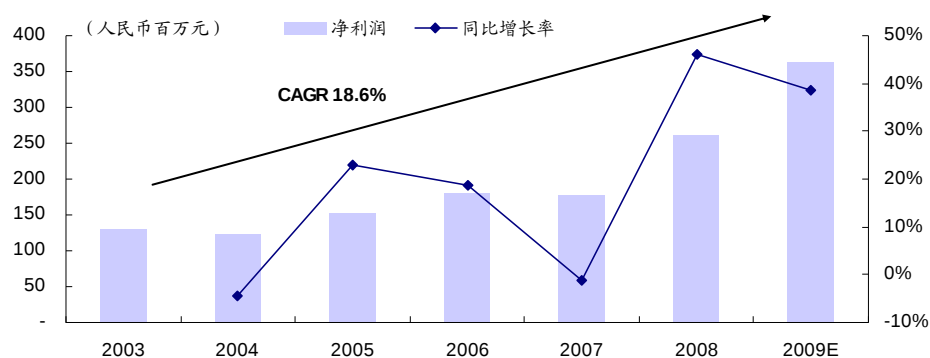


资料来源：公司数据，中金公司研究部

吞吐量大幅上升带动公司盈利持续增长

集团吞吐量实现跨越式增长带来了公司盈利能力的持续提升，公司盈利有望从 2003 年的 1.3 亿元年均复合增长 18.6% 达到 2009 年的 3.63 亿元。装卸业务和港务管理业务直接受益于吞吐量的提升，分别贡献了 2009 年 85% 和 9% 的收入，以及 86% 和 13% 的净利润，是公司最主要的利润来源。

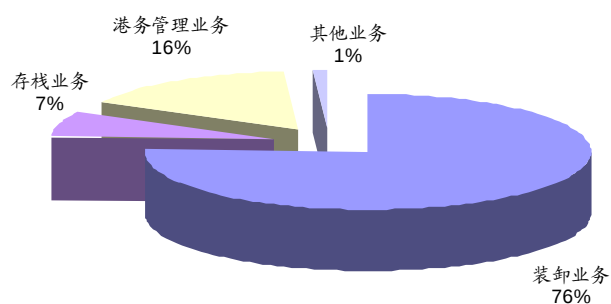
图表 3: 日照港股份盈利复合增长率达到 18.6%



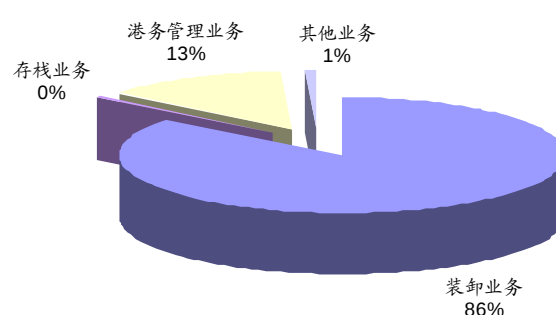
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 装卸业务和港务管理业务是公司两大利润来源

2008 年实际净利润



2009 年预测净利润



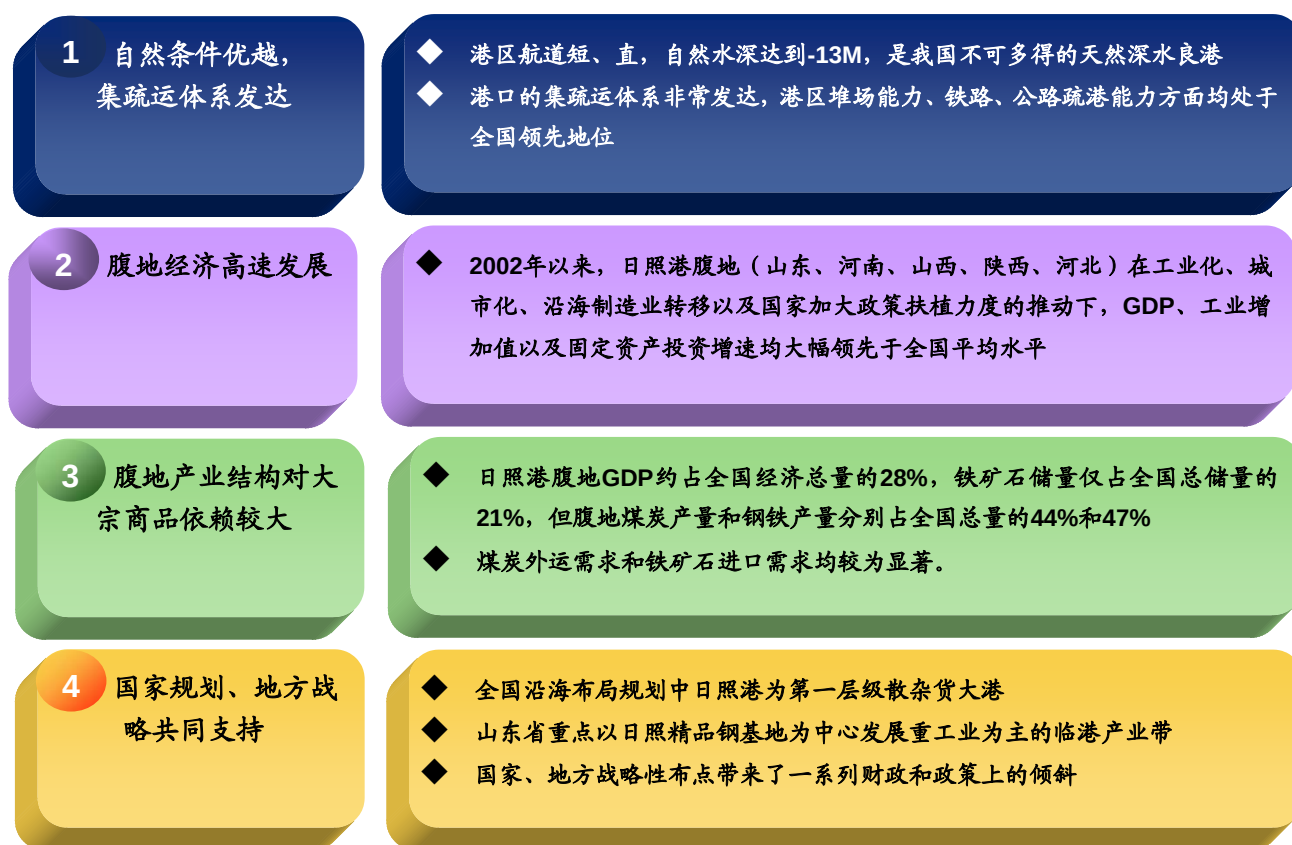
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

为何日照港可以实现跨越式增长？高增长是否可持续？

我们认为四大因素造就了日照港吞吐量实现跨越式增长：1.优越的自然条件和发达的集疏运体系；2.高速发展的腹地经济；3.腹地产业结构对大宗商品运输依赖较大；4.来自国家、地方战略的支持。展望未来，我们认为这四大因素将继续存在并发挥更为明显的正面作用，表现为：1.集疏运体系能力将有进一步增长；2.腹地经济受益于城镇化加速，迎来黄金增长时期；3.货运通道建设和扩能有利于腹地钢铁、煤炭生产充分释放潜力；4.国家、地方战略支持迈向实质化阶段。我们认为，造就日照港实现跨越式增长的因素在未来将进一步升级，吞吐量持续高增长可以得到基本面的有力支持（详细分析请见附录一：日照港增长驱动因素和竞争环境分析）。

四大因素造就日照港吞吐量跨越式增长

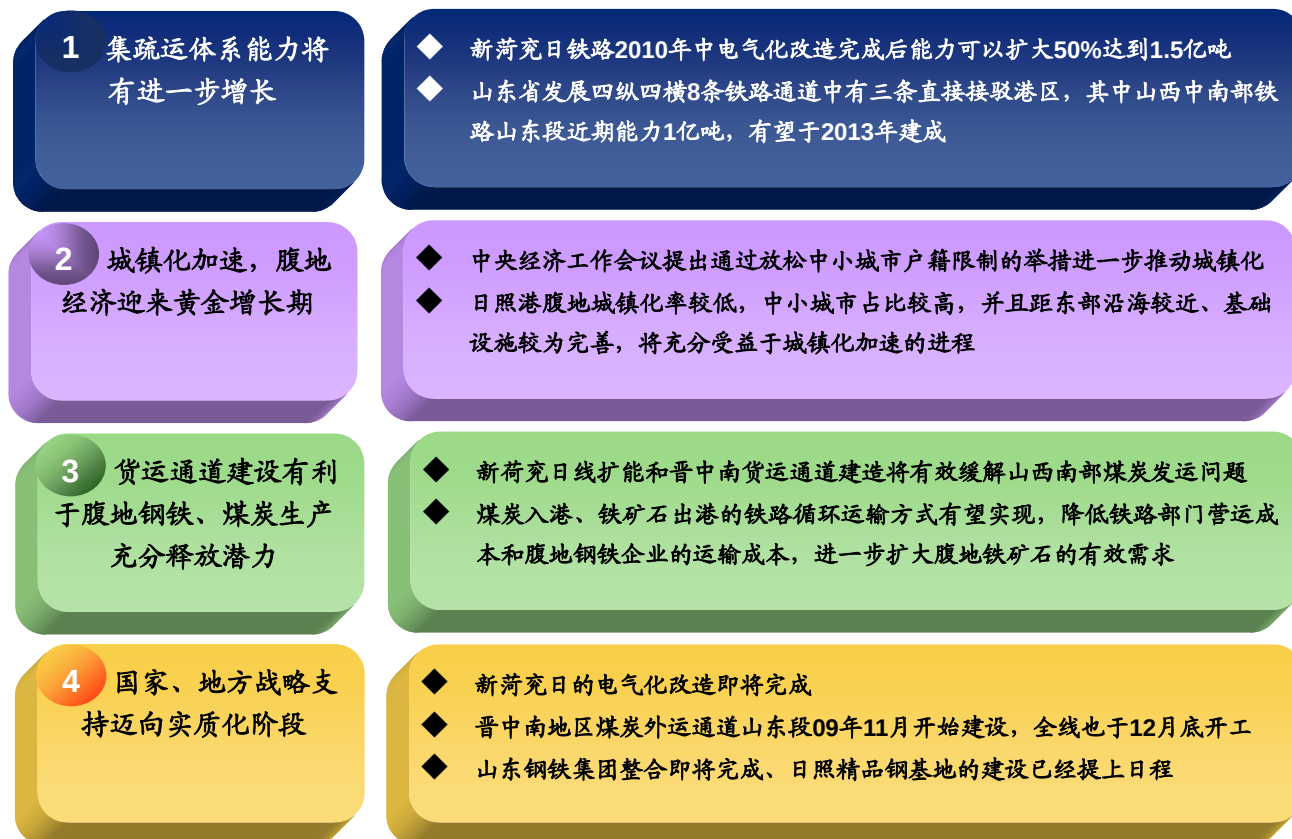
图表 5：日照吞吐量跨越式增长因素分析



资料来源：中金公司研究部

四大因素进一步升级，持续高增长可期

图表 6：日照吞吐量跨越式增长因素展望



资料来源：中金公司研究部

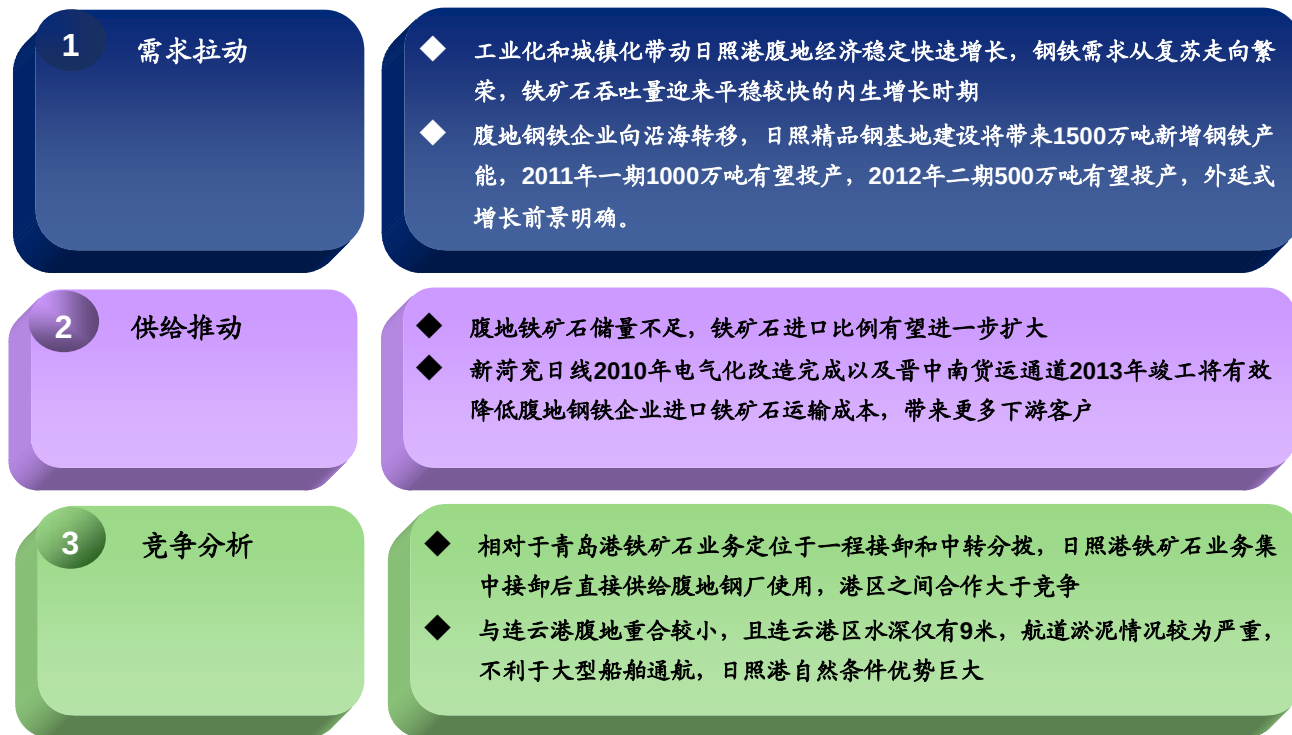
铁矿石：明星货种、盈利中流砥柱

我们认为日照港铁矿石未来需求仍然充分，但港区产能已经接近极限，未来吞吐量增长以供给方推动增长为主，增长稳定且可预见性强。吞吐量方面，我们预计未来两年增长率分别达到 10.3%和 8.3%，至 2015 年复合增长率约为 7.2%。费率方面，由于供求关系紧张，议价能力较高，我们预计 2010 年铁矿石装卸费率将上调 3.6%，2015 年之前年均上涨 3%左右。因为公司铁矿石业务增长主要依靠新泊位投入使用拉动，折旧费用的大幅增长将对利润率产生负面影响，我们预计 2010、2011 年铁矿石盈利将同比增长 10.6%和 8.1%，贡献公司 2010 和 2011 年 42.8%和 33.9%的新增盈利；长期来看，铁矿石业务 2009~2015 年盈利复合增速约为 7.2%。

由于铁矿石业务盈利将占到公司 2010 年和 2011 年盈利的 71.4%和 61.7%，公司盈利对铁矿石装卸业务吞吐量和费率均较为敏感。根据我们测算，1%的铁矿石吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 1.6%和 3.1%，2011 年盈利分别增长 1.4%和 2.8%。我们对 2010 年铁矿石吞吐量的增长率预测较为保守，公司盈利具备一定超预期空间。

供给需求双轮驱动，铁矿石运输前景依然广阔

图表 7：日照港铁矿石业务供给、需求和竞争环境分析



资料来源：中金公司研究部

（详细竞争分析请见附录一，竞争分析：地理位置上与青岛港、连云港相邻，港区功能定位准确，具备竞争优势）

港区产能已经接近极限，未来吞吐量增长以供给方推动增长为主

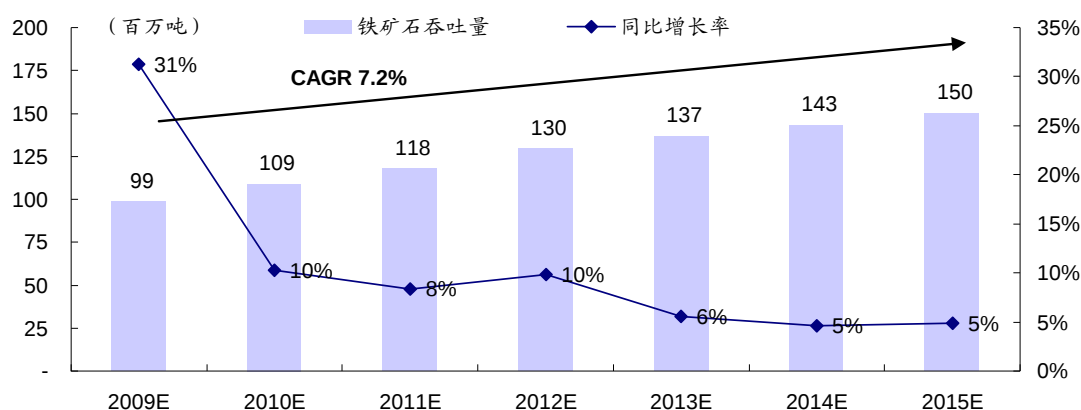
接卸能力不足制约公司铁矿石吞吐量进一步增长

- 2009 年腹地旺盛的铁矿石海运需求使得全年铁矿石吞吐量有望同比增长 31.2% 达到 0.987 亿吨，产能利用率已经超过 100%，公司不得不使用通用散杂货泊位来接卸部分铁矿石；
- 根据我们的实地调研，日照港区停泊了大量的等待装卸船舶，接卸能力不足已经开始制约公司铁矿石吞吐量进一步增长。

供给方增长推动公司未来两年吞吐量分别增长 10.3% 和 8.3%，至 2015 年复合增长率约为 7.2%

- 港区产能已经接近极限，未来吞吐量增长以供给方推动增长为主；
- 由于日照港专业铁矿石泊位已经满负荷运转，在日照精品钢基地配套泊位建成之前公司已经开始通过新建部分通用杂货码头进行铁矿石装卸；
- 我们预计 2010 年西港区三期竣工将带来 600 万吨左右的铁矿石装卸能力，改扩建日照港岚山港区南作业区 8#、12# 泊位部分竣工将带来 300 万吨左右的增量，再加上预计西港区二期码头 2010 年完全并表可以提供约 100 万吨左右的增量，全年看来，公司铁矿石吞吐量有望增长 1000 万吨，同比增长 10.3%，达到 1.09 亿吨；
- 2011 年改扩建日照港岚山港区南作业区 8#、12# 泊位全部竣工将带来 600 万吨左右的增量，西港区三期贡献 300 万吨增量，全年铁矿石合计同比增长 900 万吨或 8.3%；
- 我们预计日照精品钢基地将于 2012 年底初步建成，至 2015 年可以完全达产，届时日照港铁矿石吞吐量可以达到 1.5 亿吨，对应 2009~2015 年复合增长率为 7.2%。

图表 8：日照港股份 2009~2015 年铁矿石吞吐量复合增长率 7.2%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

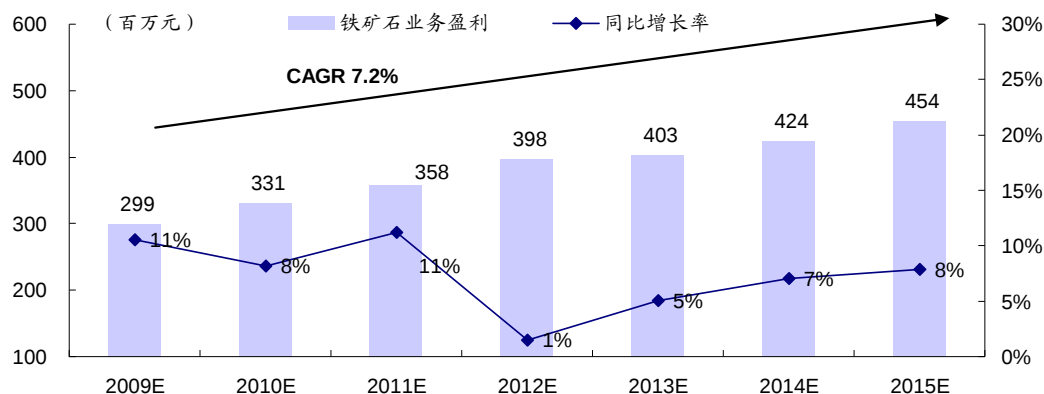
供求关系紧张有望推动装卸费率逐年上升

由于供求关系紧张，日照港铁矿石装卸费率的议价能力较高，公司已经于 12 月 16 日公告 2010 年铁矿石装卸费率将上调 3.6%，我们预计明年铁矿石实际装卸费率将达到 17.0 元/吨（不包括代收 7 元港建费和铁路运费等）。考虑到未来公司铁矿石装卸产能仍将保持满负荷运转，我们判断公司将逐年对铁矿石费率进行上调。我们保守假设 2015 年之前公司年均上调铁矿石装卸费率 3%。

铁矿石装卸业务 2010、2011 年盈利有望增长 10.6% 和 8.1%，至 2015 年复合增长率 7.2%

综合而言，我们预计公司铁矿石装卸业务收入在吞吐量和费率共同提升的带动下将分别同比增长 14.0% 和 13.3%，至 2015 年复合增长率约为 6.4%。但由于吞吐量的增长主要靠新泊位投入使用来拉动，折旧费用的大幅增长将对利润率产生小幅影响，我们预计铁矿石业务 2010、2011 年盈利将录得 10.6% 和 8.1% 的同比增长达到 3.31 亿元和 3.58 亿元，贡献公司 2010 和 2011 年 34.7% 和 39.0% 的新增盈利。公司铁矿石业务 2015 年盈利将有望达到 4.54 亿元，2009~2015 年盈利复合增速约为 7.2%。

图表 9：日照港股份 2009~2015 年铁矿石业务盈利复合增长率 7.2%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司盈利对铁矿石吞吐量和费率较为敏感，具备一定超预期空间

由于我们预计铁矿石业务盈利将占到公司 2010 年和 2011 年盈利的 71.4%和 61.7%，公司盈利对铁矿石装卸业务吞吐量和费率均较为敏感。根据我们测算，1%的铁矿石吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 1.6%和 3.1%，2011 年盈利分别增长 1.4%和 2.8%。

根据日照港集团的预测，2010 年港区货物吞吐量将达到 2 亿吨，其中约 60%吞吐量由铁矿石业务贡献，约合 2010 年铁矿石吞吐量 1.2 亿吨。目前我们假设日照港区 2010 年铁矿石吞吐量为 1.09 亿吨，低于日照港集团的目标 9.1%，预测仍较为保守，公司业绩存在一定的超预期空间。

图表 10：日照港股份盈利对铁矿石吞吐量及费率敏感性分析

铁矿石吞吐量变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010年盈利变化	1.6%	7.9%	15.9%	23.8%	31.7%
2011年盈利变化	1.4%	7.2%	14.5%	21.7%	28.9%
铁矿石费率变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010年盈利变化	3.1%	15.5%	31.0%	46.5%	61.9%
2011年盈利变化	2.8%	13.8%	27.6%	41.4%	55.2%

资料来源：中金公司研究部

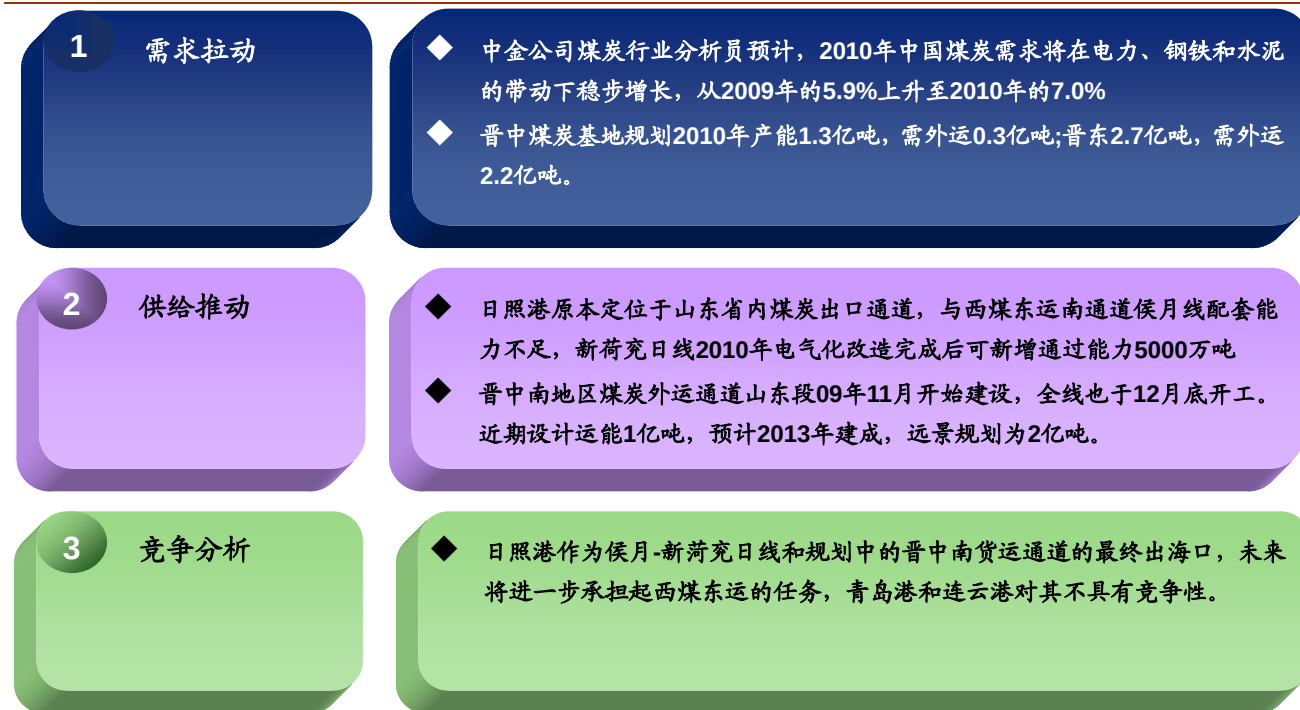
煤炭：成长潜力巨大、确定性强

日照港煤炭运输潜力巨大且增长明确，我们煤炭吞吐量未来将出现供需两旺的局面，两大煤炭通道的扩能和竣工将引领日照港煤炭业务迎来跨越式增长。我们预计煤炭业务吞吐量未来两年将分别增长 10.0% 和 40.0%，至 2015 年复合增长率约为 28.5%。由于历史费率较低，公司于 12 月 16 日公告 2010 年内贸煤炭装卸费率大幅上调 16.2%，但考虑到外贸费率上调幅度远小于内贸费率，我们预计明年煤炭整体装卸费率将同比上升 10%。考虑到未来较低的产能利用率将压制煤炭装卸费率进一步提升幅度小于铁矿石业务，我们预计 2015 年之前公司每年上调煤炭装卸费率 2%。

由于盈利基数较低且利润率水平较低，吞吐量和装卸费率对煤炭业务盈利的带动作用非常明显，预计公司煤炭业务盈利未来两年将分别同比增长 111.5% 和 75.8%，贡献公司未来两年 43.7% 和 58.4% 的盈利增量。长期来看，我们预计 2015 年公司煤炭业务盈利有望达到 4.75 亿元，将超越铁矿石业务成为公司盈利第一大来源，对应 2009~2015 年煤炭业务盈利复合增长率达到 59.4%。

供给需求双轮驱动，煤炭运输潜力巨大

图表 11：日照港煤炭业务供给、需求和竞争环境分析



资料来源：中金公司研究部

两大煤炭通道将引领日照港煤炭业务迎来跨越式增长

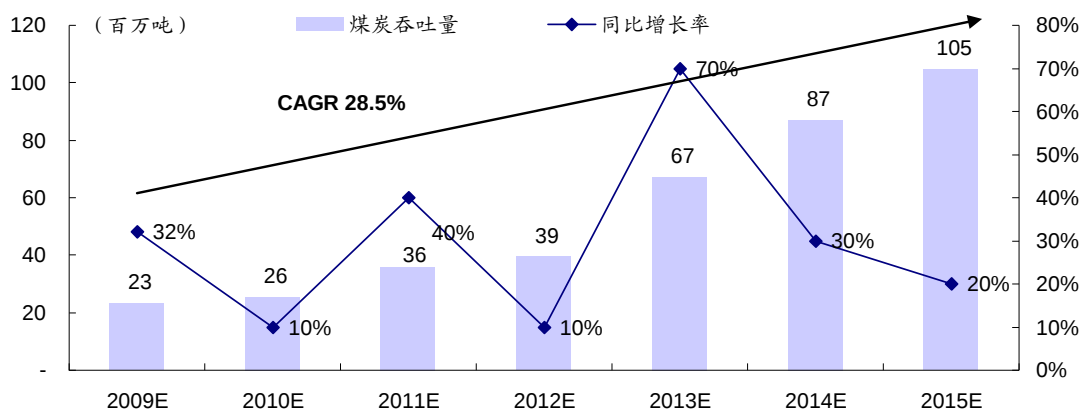
煤炭装卸产能充足

- 国家限制煤炭出口、山东省内煤炭需求大幅增加以及省内铁路与侯月线不配套共同制约了近几年日照港煤炭装卸业务，2003~2009 年间煤炭吞吐量几乎没有增长，预计 2009 年吞吐量仅能达到 2328 万吨；
- 日照港煤炭出口改造工程 2008 年已经完成，公司煤炭装卸能力可以达到 5000 万吨左右，目前产能利用率不到 50%，港区煤炭装卸能力充足。

未来两年吞吐量分别增长 10.0%和 40.0%，至 2015 年复合增长率约为 28.5%

- 新菏兖日铁路电气化改造工程将于 2010 年竣工，考虑到具体竣工时点仍不确定，我们保守假设当年煤炭吞吐量增长 10%或 230 万吨。
- 2011 年新菏兖日铁路将开始全年正常运营，有望贡献 1000 万吨煤炭增量，同比增长 40%；
- 我们预计晋中南货运通道将于 2013 年全线贯通，至 2015 年可以完全释放能力，届时日照港煤炭吞吐量可以达到 1.05 亿吨，对应 2009~2015 年复合增长率为 28.5%。

图表 12：日照港股份 2009~2015 年煤炭吞吐量复合增长率 28.5%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

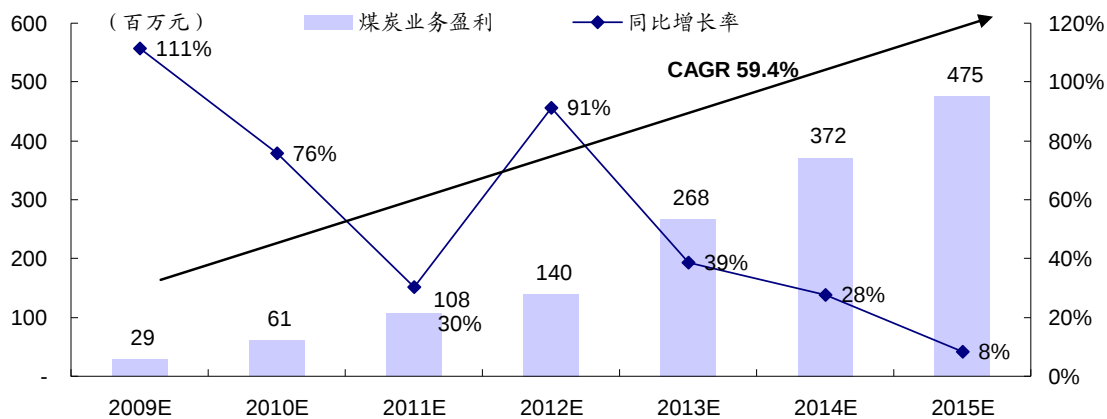
较低的产能利用率压制未来装卸费率提升幅度小于铁矿石业务

由于历史费率较低，公司于 12 月 16 日公告 2010 年内贸煤炭装卸费率大幅上调 16.2%，但考虑到外贸费率上调幅度远小于内贸费率，我们预计明年煤炭整体装卸费率将同比上升 10%达到 16.8 元/吨。考虑 2013 年之前公司煤炭装卸产能仍有所过剩，我们判断未来公司煤炭装卸费率仍有望随铁矿石费率上调，但上调幅度稍小。我们假设 2015 年之前公司每年上调煤炭装卸费率 2%。

煤炭装卸业务 2010、2011 年盈利有望增长 111.5%和 75.8%，至 2015 年复合增长率 59.4%

由于盈利基数较低且利润率水平较低，吞吐量和装卸费率对煤炭业务盈利的带动作用非常明显，预计公司煤炭业务盈利未来两年将分别同比增长 111.5%和 75.8%达到 0.61 亿元和 1.08 亿元，贡献了公司未来两年 43.7%和 58.4%的盈利增量。2015 年煤炭业务盈利有望达到 4.75 亿元，将超越铁矿石业务成为公司盈利第一大来源。综合而言，2009~2015 年煤炭业务盈利复合增长率将达到 59.4%，有望迎来跨越式增长。

图表 13: 日照港股份 2009~2015 年煤炭业务盈利复合增速达到 59.4%



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司盈利对煤炭吞吐量和费率敏感性分析

尽管盈利增速较快, 但由于基数较小, 煤炭业务盈利占公司 2010 年和 2011 年盈利仅有 13.2% 和 18.6%, 公司盈利对煤炭装卸业务吞吐量和费率变化敏感程度低于铁矿石业务。根据我们测算, 1% 的煤炭吞吐量和费率提升, 将使得公司 2010 年盈利分别增长 0.3% 和 0.7%, 2011 年盈利分别增长 0.4% 和 0.8%。

图表 14: 日照港股份盈利对煤炭吞吐量及费率敏感性分析

煤炭吞吐量变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010年盈利变化	0.3%	1.7%	3.5%	5.2%	6.9%
2011年盈利变化	0.4%	2.0%	4.0%	6.1%	8.1%
煤炭费率变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010年盈利变化	0.7%	3.5%	7.0%	10.5%	13.9%
2011年盈利变化	0.8%	4.0%	8.0%	11.9%	15.9%

资料来源: 中金公司研究部

外延式增长有望进一步提升公司盈利

按照日照港区规划，2020 年集团整体吞吐量将达到 6 亿吨，港区建设资金需求巨大，而日照港股份上市以来充分地发挥了其二级市场融资功能（详见附录三），未来融资作用亦将进一步强化。我们认为日照港股份的外延式增长机会主要在于：1.日照原油仓储中转基地：母公司资产注入的最优良标的，在充分达产情况下盈利能力可以达到 4.0 亿元，约相当于日照港股份 2010 年盈利的 86.4%；2.母公司拥有的粮食码头，木片、木材码头和集装箱码头、拖轮公司等资产，盈利规模和发展前景均弱于原油码头，盈利增厚幅度较为有限；3. 昱桥公司与岚山万盛公司其他股东股权，对应 2010 年净利润达到 1.23 亿元，约相当于日照港股份 2010 年盈利的 26.6%。

日照原油仓储中转基地将成为母公司资产注入最优良标的

母公司原油码头达产后将新增 6800 万吨原油吞吐量

- 母公司日照港集团公司规划新建 1 个 10 万吨级（集团独资）、3 个 30 万吨级原油码头（两个与中石化合资、1 个与中石油合资），预计其中 1 个 10 万吨级码头和 1 个 30 万吨级码头将于 2009 年底竣工、2010 年正式投入使用，同时竣工 240 万立方米储罐。
- 我们预计另外两个 30 万吨原油码头也将于 2015 年之前竣工；

原油仓储中转基地完全达产后盈利能力约相当于日照港股份 2010 年盈利的 81.3%

- 原油码头与东明石化以及江苏仪征化纤、扬子石化产能相配套，通过 5000 万吨能力管道直接相连，需求非常稳定；原油储罐为原油中转以及商业原油储备服务，预计产能利用率高、盈利能力强；
- 参考大连港原油码头费率和盈利水平，我们预计在充分达产情况下，日照港原油中转基地盈利能力可以达到 4.0 亿元，约相当于日照港股份 2010 年盈利的 81.3%（以 50%的持股比例计算 3 个 30 万吨级原油码头每年可以合计贡献 2.97 亿元盈利，以 50%的持股比例计算原油储罐每年贡献 0.32 亿元盈利，100%控股的 1 个 10 万吨级原油码头可以贡献 0.71 亿元盈利）。

图表 15: 30 万吨原油码头盈利能力分析

30万吨原油码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量（千吨）	60,000
每吨收费（元）	20.1
营业收入（百万元）	1,203
营业成本（百万元）	-364
折旧（百万元）	-74
其他营业成本（百万元）	-290
占收入比例	-24%
毛利（百万元）	839
毛利率	70%
期间费用（百万元）	-47
期间费用率	-4%
税前利润（百万元）	792
有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	594
每吨净利润（元）	9.9
利润率	49%
归属于日照港净利润（百万元）	297

资料来源：中金公司研究部

图表 16: 10 万吨原油码头盈利能力分析

10万吨原油码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量（千吨）	8,000
每吨收费（元）	20.1
营业收入（百万元）	160
营业成本（百万元）	-59
折旧（百万元）	-21
其他营业成本（百万元）	-39
占收入比例	-24%
毛利（百万元）	101
毛利率	63%
期间费用（百万元）	-6
期间费用率	-4%
税前利润（百万元）	95
有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	71
每吨净利润（元）	8.9
利润率	44%
归属于日照港净利润（百万元）	71

资料来源：中金公司研究部

图表 17：240 万立方米原油储罐盈利能力分析

240 万立方米原油储罐盈利能力分析	最优情况
能力（立方米）	240,000
利用率	100%
每吨收费（元/立方米）	720.3
营业收入（百万元）	173
营业成本（百万元）	-87
折旧（百万元）	-70
其他营业成本（百万元）	-17
占收入比例	-10%
税前利润（百万元）	85
有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	64
利润率	37%
归属于日照港净利润（百万元）	32

资料来源：中金公司研究部

短期内收购可能较小，2015 年前完成资产注入的可能性较大

- 按照日照港区规划，2020 年集团整体吞吐量将达到 6 亿吨，港区建设资金需求大，日照港股份将继续发挥其二级市场融资平台作用，母公司承诺将经营资产逐步注入上市公司；
- 由于同业竞争风险的存在，我们预计母公司将等待 3 个 30 万吨级原油码头都投入使用后打包整体注入股份公司。由于剩余两个 30 万吨级原油码头还没有开始建设，短期内注入上市公司的可能性不大；
- 原油仓储基地将会是母公司盈利最好的资产，二级市场融资能力也最强。考虑到日照港区建设较大的资金缺口，母公司融资需求非常迫切，我们预计 2015 年之前完成资产注入的可能性较大。

其他未来可能注入的资产

除了原油仓储中转基地以外，母公司仍有粮食码头，木片、木材码头和集装箱码头、拖轮公司等资产尚未注入上市公司。由于这部分资产盈利规模和发展前景要差于原油码头，我们预计这部分资产注入所带来的盈利增厚可能较为有限。

日照港股份计划收购部分显桥公司与岚山万盛公司其他股东股权

铁矿石装卸经营主体

- 显桥公司和岚山万盛公司是日照港区经营铁矿石装卸的主体，日照港股份分别持股 75.38%和 26%；
- 我们预计显桥公司和岚山万盛公司 2010 年铁矿石装卸量分别达到 0.85 亿吨和 0.18 亿吨，分别占港区铁矿石装卸总量的 78%和 17%。

图表 18: 显桥公司和岚山万盛公司股权结构

显桥公司	股权比例 (%)	岚山万盛公司	股权比例 (%)
日照港股份	75.38%	日照港股份	26.0%
山西海鑫钢铁集团有限公司	6.89%	香港晋瑞国际有限公司	26.0%
莱芜钢铁集团有限公司	5.91%	山东省国际信托投资公司	21.0%
济南钢铁集团总公司	4.92%	青岛泰达投资有限公司	11.0%
邯鄲钢铁集团有限责任公司	4.92%	日照德兴国际贸易有限公司	11.0%
河南济源钢铁(集团)有限公司	1.98%	山西省煤炭运销集团晋中南铁路煤炭销售有限公司	5.0%
合计	100%	合计	100%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2010 年归属于其他股东部分盈利约占股份公司 2010 年盈利的 25%

- 我们预计显桥公司 2010 年盈利可以达到 1.34 亿, 其中归属于其他股东盈利约为 0.33 亿元;
- 2010 年岚山万盛公司盈利有望达到 1.22 亿元, 由于股份公司仅占 26% 的股权, 约 0.9 亿盈利归属于其他股东;
- 以 2010 年数据来看, 显桥公司和岚山万盛公司盈利中归属于其他股东部分达到了 1.23 亿元, 约相当于日照港股份 2010 年盈利的 26.6%。
- 日照港股份计划以 6 亿元收购部分显桥公司和岚山万盛公司少数股东权益, 但收购时点和规模仍存在较大的不确定性。

图表 19: 显桥公司盈利能力分析

显桥公司盈利能力分析	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
吞吐量(千吨)	77,220	84,942	93,436	93,436	93,436	93,436	93,436
YoY %	35%	10%	10%	0%	0%	0%	0%
平均费率(元/吨)	16	17	17	18	19	19	20
YoY %	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
装卸业务收入(百万元)	1,266	1,443	1,635	1,684	1,734	1,787	1,840
YoY %	39%	14%	13%	3%	3%	3%	3%
其他业务收入(百万元)	-13	-14	-16	-16	-16	-16	-16
YoY %	35%	10%	10%	0%	0%	0%	0%
营业收入合计(百万元)	1,253	1,429	1,619	1,668	1,719	1,771	1,824
YoY %	39%	14%	13%	3%	3%	3%	3%
成本及费用(百万元)	1,140	1,250	1,371	1,372	1,373	1,374	1,375
折旧费用	52	53	54	55	56	58	59
收入占比	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
租赁费用	463	510	561	561	561	561	561
收入占比	37%	36%	35%	34%	33%	32%	31%
其他可变成本费用	625	687	756	756	756	756	756
收入占比	50%	48%	47%	45%	44%	42%	42%
成本及费用率	91%	87%	85%	82%	80%	78%	75%
税前利润(百万元)	113	179	248	296	346	397	449
税前利润率	9%	12%	15%	18%	20%	22%	24%
所得税	28	45	62	74	86	99	112
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润(百万元)	85	134	186	222	259	298	337
利润率	7%	9%	11%	13%	15%	17%	18%
每吨利润(元)	1.10	1.58	1.99	2.38	2.78	3.18	3.61
权益	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
归属于日照港净利润(百万元)	64	101	140	168	195	224	254
少数股东权益(百万元)	21	33	46	55	64	73	83

资料来源: 中金公司研究部

图表 20：昱桥公司盈利能力分析

岚山万盛盈利能力分析	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
吞吐量（千吨）	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
YoY %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
平均费率（元/吨）	16	17	17	18	19	19	20
YoY %	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
装卸业务收入（百万元）	295	306	315	324	334	344	354
YoY %	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
其他业务收入（百万元）	55	55	55	55	55	55	55
YoY %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业收入合计（百万元）	350	361	370	380	389	399	410
YoY %	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
成本及费用（百万元）	222	222	222	222	222	222	222
折旧费用	48	48	48	48	48	48	48
收入占比	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%
其他可变成本费用	174	174	174	174	174	174	174
收入占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
成本及费用率	63%	61%	60%	58%	57%	56%	54%
税前利润（百万元）	128	139	148	158	167	177	188
税前利润率	44%	45%	47%	49%	50%	52%	53%
所得税	0	17	19	20	21	22	47
税率	0%	13%	13%	13%	13%	13%	25%
净利润（百万元）	128	122	130	138	146	155	141
利润率	44%	40%	41%	43%	44%	45%	40%
每吨利润（元）	7.13	6.76	7.20	7.66	8.14	8.62	7.82
权益	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
归属于日照港净利润（百万元）	33	32	34	36	38	40	37

资料来源：中金公司研究部

盈利预测与财务分析

主要营运数据假设

根据之前的分析，我们将公司未来的营运数据预测归纳如下：

图表 21：盈利预测主要假设

	重要假设							同比增长率						
	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E
吞吐量假设														
散杂货吞吐量（百万吨）	141	161	183	207	248	279	307	28%	14%	14%	13%	20%	12%	10%
-煤炭	23	26	36	39	67	87	105	32%	10%	40%	10%	70%	30%	20%
-铁矿石	99	109	118	130	137	143	150	31%	10%	8%	10%	6%	5%	5%
-其他干散货	19	27	29	38	44	48	52	10%	40%	10%	30%	15%	10%	8%
费率假设														
煤炭（人民币元/吨）	15.3	16.8	17.2	17.5	17.8	18.2	18.6	33%	10%	2%	2%	2%	2%	2%
铁矿石（人民币元/吨）	16.4	17.0	17.5	18.0	18.6	19.1	19.7	7%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
其他货种（人民币元/吨）	7.7	10.0	10.5	14.7	15.0	15.3	15.6	-52%	30%	5%	40%	2%	2%	2%
营业收入的比例														
装卸业务利润率	29%	31%	33%	35%	37%	39%	39%							
存栈业务利润率	-3%	0%	2%	6%	8%	10%	10%							
港务管理业务利润率	45%	47%	49%	50%	51%	52%	52%							
其他业务利润率	8%	8%	9%	10%	11%	12%	12%							
管理费用	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%							
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%							

资料来源：中金公司研究部

吞吐量假设

1、受益于新菏兖日线电气化改造将于 2010 年完成以及晋中南货运通道有望于 2013 年全线竣工，我们预计 2009~2015 年公司煤炭吞吐量将实现 28.5%的复合增长率；

2、在西港区三期以及岚山港区南作业区 8#、12#泊位改造工程分别于 2010 和 2011 年投入使用、日照精品港配套泊位 2012 年初步落成的带动下，2015 年公司铁矿石吞吐量将达到 1.5 亿吨，但由于基数已经较高，2009~2015 年吞吐量仅能取得 7.2%的复合增长；

3、由于公司于 2009 年四季度已经完成了西港区二期泊位的收购，西港区二期泊位吞吐量 2010 年开始全年计入股份公司核算，我们预计将当年将带来 800 万吨左右的其他干散货吞吐量增量。而 2012 年日照精品钢基地投产将带来钢材、焦炭和废料等吞吐量增量，2015 年其他干散货吞吐量有望达到 0.52 亿吨，对应 2009~2015 年吞吐量复合增长率将 18.3%。

费率假设

1、铁矿石装卸能力供不应求，2010 年装卸费率增长 3.6%，2011 年以后年均增长 3%；

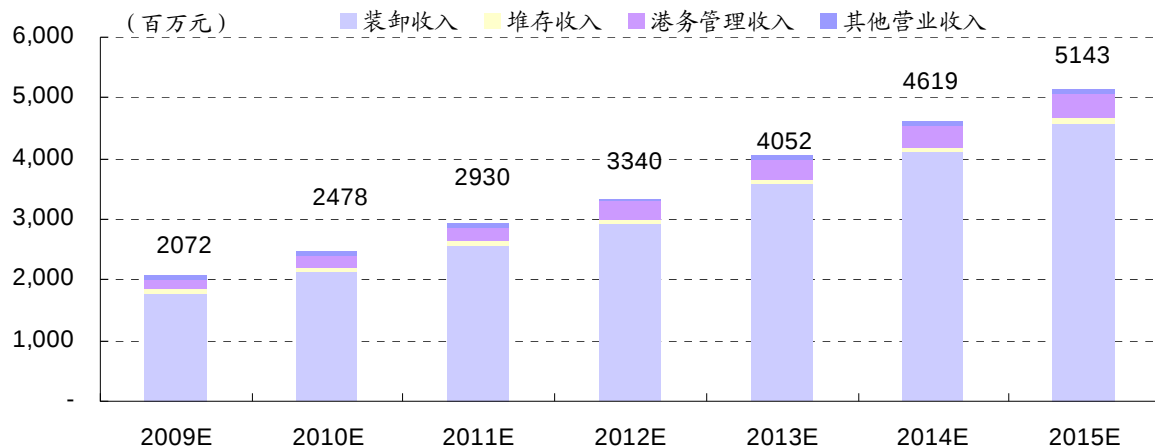
2、煤炭装卸能力相对充足，议价能力弱于铁矿石业务，但有望逐年随铁矿石价格上调，预计 2011 年起年均增长 2%；

3、其他货种平均费率有望随西港区二期码头收购带来的货物结构改善而在 2010 年出现 30%左右的较大幅度提升，而 2012 年日照精品港基地配套泊位的落成有望再一次改善货种结构、带来 40%左右的费率提升。而 2012 年~2015 年，由于货种结构已经相对稳定，有效费率年均提价幅度将下降至 2%。

主营业务收入预测

各主要货种吞吐量的增长和平均费率的提升将带动公司主营业务收入未来两年分别增长 19.6%和 18.2%，预计 2009~2015 年主营业务收入复合增长率将达到 16.4%，营业收入也将由 2009 年的 20.72 亿元增长至 2015 年的 51.43 亿元。

图表 22：日照港营业收入预测

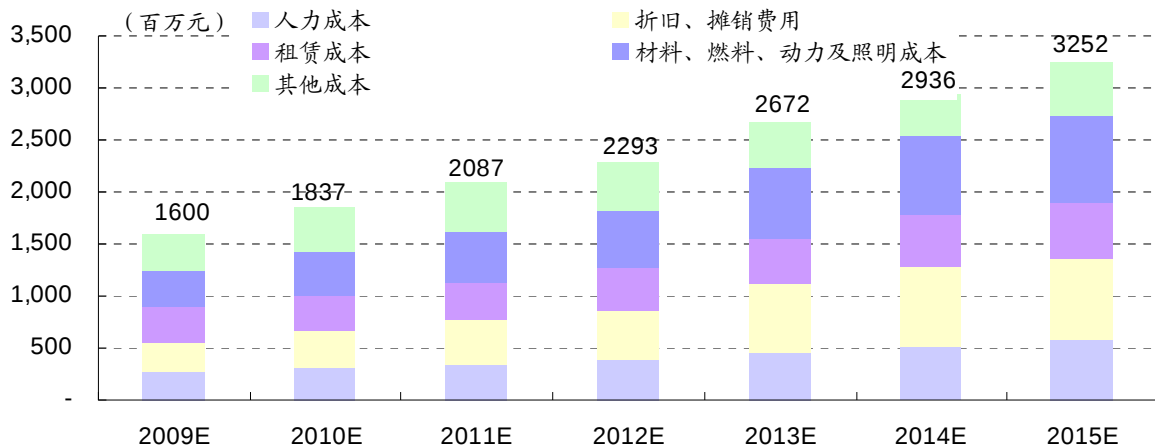


资料来源：中金公司研究部

主营业务成本预测

我们预计 2010 年公司主营业务成本将较 2009 年同比增长 14.8%，增速低于 2010 年主营业务收入 19.6%的增长。这主要是由于 2010 年股份公司 2010 年已经完成了西港区二期码头的收购，节省了大部分码头租赁费用所致。2011 年营业成本较 2010 年同比增长 13.6%，低于当年 18.2%的营业收入增速，主要由于货物装卸费率的上调以及煤炭泊位产能利用率的提升。综合而言，我们预计公司主营业务成本将由 2009 年的 16.0 亿元复合增长 13.3%，到 2015 年将达到 32.5 亿元。

图表 23：营业成本假设

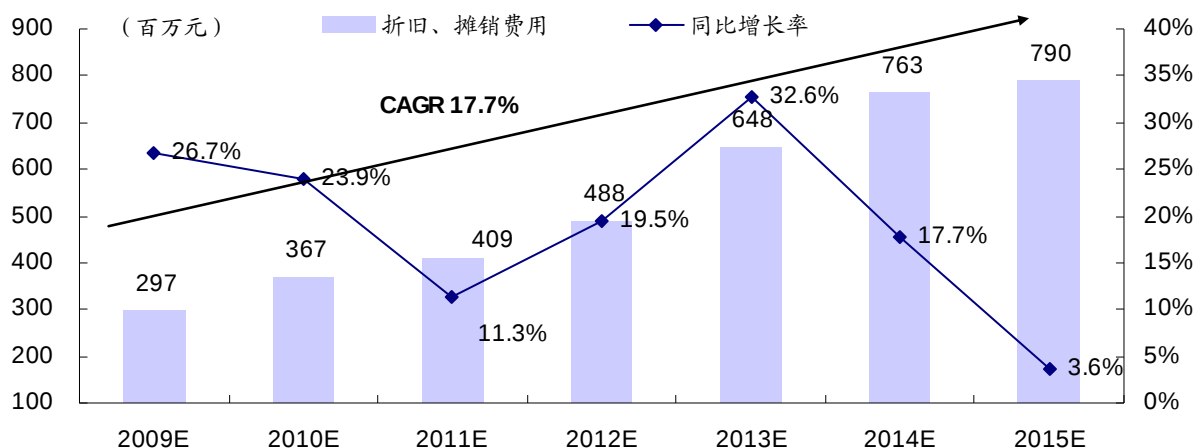


资料来源：中金公司研究部

成本分项来看：

- 日照港 2009~2015 年处于资本支出的高峰，折旧费用增长较快，预计将从 2009 年的 2.97 亿元大幅增长至 2015 年的 7.90 亿，对应年复合增长率 17.7%，高于收入和总成本增长水平；

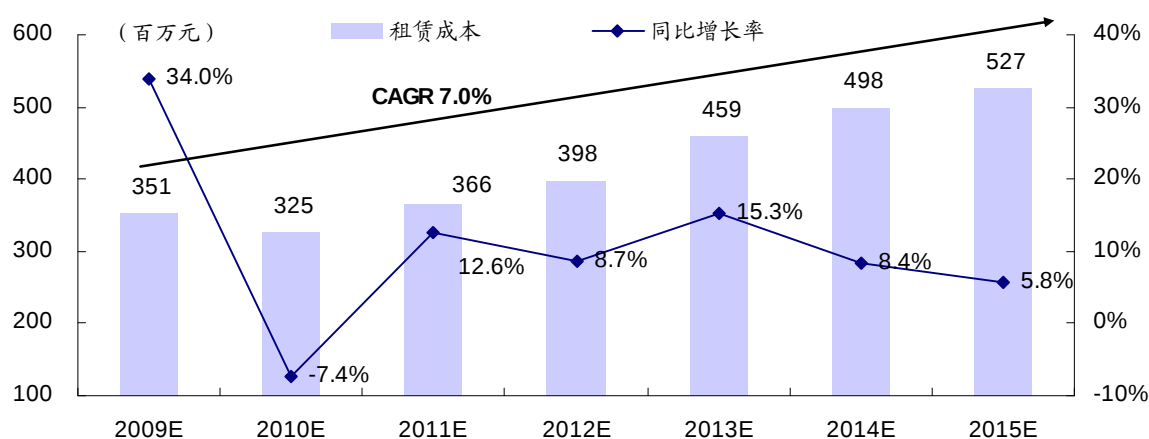
图表 24: 折旧、摊销费用预测



资料来源: 中金公司研究部

- 2010 年租赁费用较 2009 年下降了 7.4% 或 0.26 亿元, 主要是由于收购西港区二期码头减少了大量泊位租赁成本, 而公司短导费用 (卡车租用费用) 仍将随装卸量提升而有 20% 左右的增长。综合而言, 由于 2009 年基数较高, 2009~2015 年公司租赁费用复合增长率约为 7.0%。

图表 25: 租赁成本预测



资料来源: 中金公司研究部

- 其他主要成本均将随公司经营规模的扩大、吞吐量的上升和资源价格的提高出现双位数增长。

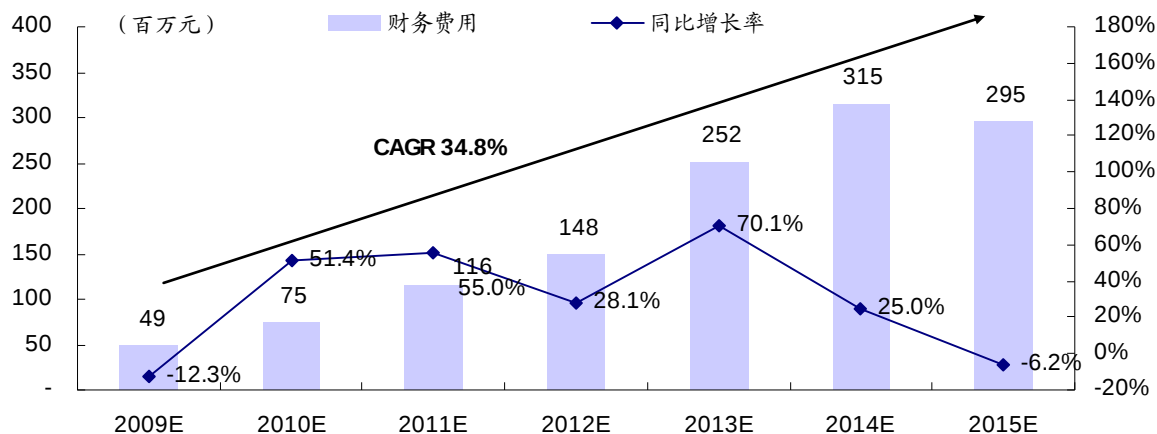
营业利润率逐年提升

由于固定成本占比较高, 费率提升和经营杠杆共同作用下公司 2010 年和 2011 年营业利润率将分别提升 1.4 和 1.3 个百分点达到 21.7% 和 22.9%。未来公司营业利润率逐年提升得趋势仍将继续, 至 2015 年有望达到 27.5%, 较 2009 年有 5.8 个百分点的提升。

2013 年以前财务费用不会出现较大幅度上升

由于公司 2010~2012 年间投入使用项目如西港区二期码头、西港区三期码头等均利用可分离交易转债（利率 1.4%）和定向增发募集资金，新增财务费用较少。由于无法确定股权融资和债务融资比例，出于保守起见，我们在盈利中假设日照精品港配套泊位项目和晋中南通道配套泊位项目等均以债务融资，而借款费用在 2013 年初步竣工前都可以资本化，对盈利不会产生影响。我们预计 2010~2012 年财务费用将分别达到 0.75 亿元、1.16 亿元和 1.48 亿元，而随着部分大型项目 2013 年竣工、利息资本化停止，2013 年起财务费用将跃升至年均 2.5 亿元以上，出现较大幅度的增长。

图表 26：财务费用预测



资料来源：中金公司研究部

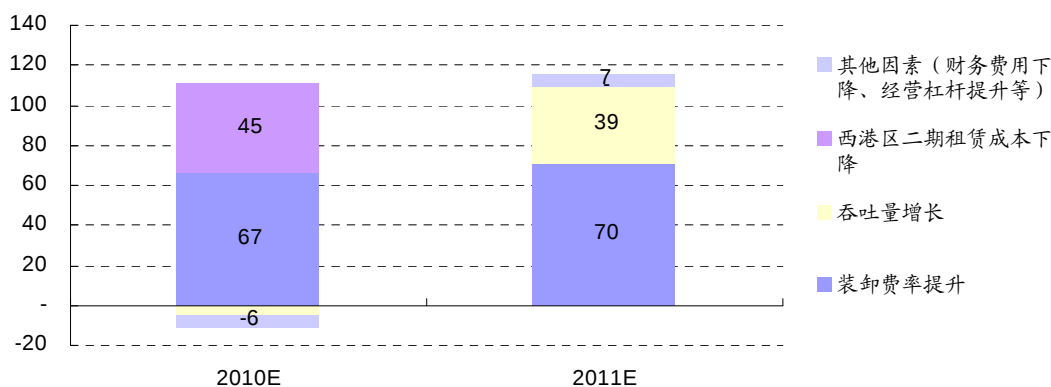
不考虑资产收购等外延式增长，2010 年盈利有望增长 27.8%，2015 年前盈利复合增长率 21.7%

综合而言，不考虑资产收购等外延式增长，我们预计公司未来 6 年（2009~2015 年）盈利复合增长率可以达到 21.7%，增速甚至高于之前 6 年（2003~2009 年）18.6%的盈利复合增长率 3.1 个百分点。

我们预计公司 2010 年盈利将较 2009 年大幅增长 27.8%或 1.0 亿元，主要得益于西港区二期收购完成带来租赁成本下降（0.45 亿元）和装卸费率提升（0.67 亿元），而吞吐量由于主要依靠新增能力推动成长，新泊位营运初期带来的折旧费用增加和开办费能使得吞吐量增长这一因素在 2010 年并不能为公司带来盈利增量。

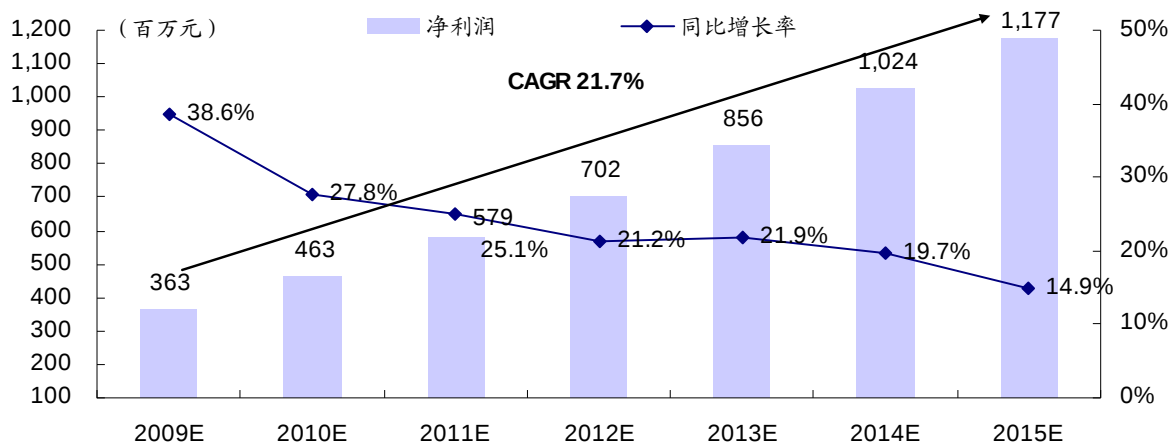
我们预计在装卸费率进一步提升（0.70 亿元）和吞吐量增长（0.39 亿元）的带动下，公司 2011 年盈利也将同比增长 25.1%或 1.16 亿元。

图表 27：2010、2011 年净利润增长归因分析



资料来源：中金公司研究部

图表 28：净利润预测



资料来源：中金公司研究部

如果日照原油中转基地和显桥、岚山万盛剩余泊位能于 2015 年前收购完成，2009~2015 年盈利复合增长率可以进一步达到 28.7%

我们认为公司外延式增长的确性较强，尽管具体时间点很难把握，但我们认为 2015 年之前完成的可能性较大。考虑公司项目公司收购西港区二期时按照评估价收购，而评估价相当于帐面价值的 117.51%，评估增值率 17.51%，出于保守起见，我们假设公司收购显桥公司和岚山万盛公司时评估价值较帐面价值溢价 50%、收购原油中转基地评估价值较帐面价值溢价 20%。另外，由于无法确定股份公司收购资产时的股权融资和债务融资比例，出于保守起见，我们假设股份公司均以债务融资完成资产收购。根据我们的测算，假设资产收购均于 2015 年完成，将对公司当年盈利净增厚 4.51 亿元，公司 2009~2015 年盈利复合增长率可以进一步达到 28.7%。

图表 29：外延式增长盈利增厚估算

	显桥公司	岚山万盛公司	10万吨原油码头	30万吨原油码头	原油储罐
净资产	365	123	650	2,310	1,752
拟收购股权	25%	74%	100%	50%	50%
拟收购净资产	90	91	650	1,155	876
收购市净率	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2
收购支出	135	137	780	1,386	1,051
收购支出合计	3,489	a			
现金支出	271	b			
借款	3,218	c=a-b			
财务费用	193	d=c*6%			
拟收购股权对应2015年盈利	136	104	71	297	36
拟收购股权盈利合计	644	e			
净利润增厚	451	f=e-d			

资料来源：中金公司研究部

低负债率及强劲现金流保证资产扩张能力

我们预计公司 2009 年资产负债率和净债务/净资产率仅有 40.8%和 23.4%，资产负债表非常健康，未来进一步债务融资的能力较强。同时我们估算 2010~2015 年公司的经营现金流总额将达到 97.7 亿元左右，而同期资本开支总额约为 87.9 亿元，强劲的经营现金流将有利的保证公司未来的资产扩张能力。

图表 30：日照港股份盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,684	2,196	2,603	3,054	3,464
其中：主营业务收入	1,560	2,072	2,478	2,930	3,340
非主营业务收入	124	124	124	124	124
减：营业成本	-1,186	-1,600	-1,837	-2,087	-2,293
营业税金及附加	-58	-77	-91	-107	-121
管理费用	-53	-59	-69	-79	-87
财务费用	-56	-49	-75	-116	-148
资产减值损失	-7	-	-	-	-
加：投资收益	33	34	32	34	37
营业利润调整项	-	-	-	-	-
营业利润	358	445	564	701	852
加：营业外收支净额	0	0	0	0	0
税前利润	357	444	563	700	851
减：所得税	-77	-103	-133	-166	-204
少数股东损益	-19	-21	-33	-46	-55
净利润	262	363	463	579	702
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	251	646	147	324	206
流动资产合计	875	1,425	1,051	1,374	1,362
固定资产净值	3,662	4,895	5,859	5,801	8,164
在建工程	968	1,110	1,599	4,092	4,282
非流动资产合计	4,825	6,244	7,740	10,218	12,817
总资产	5,699	7,669	8,790	11,593	14,179
短期借款	390	390	600	400	400
流动负债合计	989	1,239	1,613	1,575	1,726
非流动负债合计	1,696	1,887	2,276	4,666	6,555
负债合计	2,684	3,125	3,890	6,241	8,282
股东权益	3,015	4,544	4,901	5,352	5,898
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	370	789	946	1,130	1,402
投资活动现金流	-628	-1,682	-1,830	-2,853	-3,051
筹资活动现金流	102	1,288	385	1,900	1,531
现金及现金等价物净增加额	-71	396	-499	177	-118
主要经营和财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
增长					
收入	40.1%	30.4%	18.5%	17.3%	13.4%
息税折旧摊销前利润	48.7%	22.1%	27.2%	21.8%	21.5%
净利润	46.1%	38.6%	27.8%	25.1%	21.2%
利润率					
毛利率	32.5%	28.8%	30.9%	33.0%	35.1%
息税折旧摊销前利润率	38.4%	36.0%	38.6%	40.1%	42.9%
净利润率	15.5%	16.5%	17.8%	19.0%	20.3%
收益率指标					
资产收益率	4.6%	4.7%	5.3%	5.0%	5.0%
净资产收益率	8.7%	8.0%	9.5%	10.8%	11.9%
投入资本收益率	5.5%	5.6%	6.2%	5.8%	5.6%
债务指标					
资产负债率	47.1%	40.8%	44.2%	53.8%	58.4%
净债务/净资产	44.9%	23.4%	44.9%	80.8%	109.4%
利息保障倍数					
利息保障倍数 - 净利润 (x)	4.7	6.7	5.9	4.9	4.7
利息保障倍数 - EBITDA (x)	11.5	14.7	12.8	10.4	9.9
利息保障倍数 - 现金 (x)	4.5	12.0	1.9	2.7	1.4
每股数据					
每股盈利 (元)	0.17	0.24	0.31	0.38	0.47
每股分红 (元)	0.05	0.07	0.09	0.12	0.14
每股净资产 (元)	2.00	3.01	3.25	3.54	3.91
每股经营现金流 (元)	0.24	0.52	0.63	0.75	0.93

资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

估值分析及投资建议

日照港当前股价较我们 2010 年末 DCF 估值每股 9.11 元有 31.9% 的上升空间，显示日照港股份较具备高的长期投资价值。目前公司 2010、2011 年市盈率仅有 22.5 倍和 18.0 倍，低于 29.6 倍和 26.3 倍的行业平均水平；考虑到日照港股份较高且确定性强的盈利增长以及广阔的外延式增长机会，我们认为日照港的相对估值水平应至少与行业平均持平或有一定程度的溢价。我们认为未来日照精品钢基地的建设、大能力煤炭通道的扩能、巨大的外延式增长空间以及确定性强的盈利增长将使得市场对投资日照港的信心不断增强。另外，由于公司业绩对铁矿石吞吐量、装卸费率较为敏感，而我们的吞吐量、费率假设相对较为保守，预计公司的业绩具备一定超预期的可能，首次给予“推荐”评级。

DCF 估值分析

我们认为，对于中国的交通基础设施公司而言，DCF 方法是比较合适的估值手段：首先，由于中国的交通基础设施公司仍处于发展阶段，且地区发展程度不同，因此不同公司的发展阶段有较大差别。用市盈率的简单比较不好把握公司间的成长性差异；其次，交通基础设施公司现金流稳定，DCF 方法能较好地反映其业务特性及相应的价值；最后，由于中国交通基础设施公司未来资本开支仍比较高，DCF 估值能综合考虑资本开始所带来的估值影响，更全面地反映相应的资金、财务风险。

在日照港股份的 DCF 测算中，由于较难把握，我们不考虑任何资产收购影响。若采用 9.7% 的资金加权平均成本（WACC）以及 2% 的永续增长率，日照港股份 2010 年底的 DCF 估值为 9.11 元/股，对应 2010、2011 年市盈率 29.7 倍及 23.7 倍。由于公司 2010 年和 2011 年盈利增长分别达到了 27.8% 和 25.1%，我们认为这一估值合理地反映了日照港股份 2010、2011 年的增长前景。当前日照港股价较我们 DCF 估值有 31.9% 的上升空间，长期投资价值明显。

图表 31：日照港股份 WACC 计算及 DCF 估值敏感性分析

无风险利率	3.5%	<table><tr><th rowspan="2">WACC</th><th colspan="5">永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)</th></tr><tr><th>0%</th><th>1%</th><th>2%</th><th>3%</th><th>4%</th></tr><tr><td>8.9%</td><td>8.76</td><td>9.69</td><td>10.89</td><td>12.50</td><td>14.76</td></tr><tr><td>9.3%</td><td>8.09</td><td>8.91</td><td>9.95</td><td>11.32</td><td>13.21</td></tr><tr><td>9.7%</td><td>7.48</td><td>8.20</td><td>9.11</td><td>10.28</td><td>11.88</td></tr><tr><td>10.1%</td><td>6.92</td><td>7.56</td><td>8.35</td><td>9.37</td><td>10.73</td></tr><tr><td>10.5%</td><td>6.41</td><td>6.98</td><td>7.67</td><td>8.56</td><td>9.72</td></tr></table>	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)					0%	1%	2%	3%	4%	8.9%	8.76	9.69	10.89	12.50	14.76	9.3%	8.09	8.91	9.95	11.32	13.21	9.7%	7.48	8.20	9.11	10.28	11.88	10.1%	6.92	7.56	8.35	9.37	10.73	10.5%	6.41	6.98	7.67	8.56	9.72
WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)																																										
	0%		1%	2%	3%	4%																																					
8.9%	8.76		9.69	10.89	12.50	14.76																																					
9.3%	8.09		8.91	9.95	11.32	13.21																																					
9.7%	7.48		8.20	9.11	10.28	11.88																																					
10.1%	6.92		7.56	8.35	9.37	10.73																																					
10.5%	6.41		6.98	7.67	8.56	9.72																																					
风险溢价	8.0%																																										
Beta	1.05																																										
股权成本	11.9%																																										
税前债务成本	6.0%																																										
税率	25.0%																																										
税后债务成本	4.5%																																										
目标负债率	30%																																										
加权资本成本	9.7%																																										

资料来源：中金公司研究部

相对估值分析

市盈率作为未来成长性的预期，其高低取决于市场对其业绩前景的判断。目前 A 股港口公司 2010 年市盈率在 25 倍左右，考虑到公司 2009~2015 年不考虑资产收购的盈利复合增长率可以达到 21.7%、考虑资产收购的盈利复合增长率可以达到 28.4%，较 A 股港口可比成长性看高一线，我们认为 25~30 倍市盈率能够合理反映日照港的投资价值；以 2010 年末每股盈利计算，分别对应股价 7.67 元~9.20 元之间，估值上限与我们的 DCF 估值基本吻合。

首次给予“推荐”投资评级

我们看好日照港股份的长期投资价值，认为腹地经济的加速发展以及腹地产业结构的优化将给公司带来持久增长的动力，集疏运体系的完善也将进一步强化公司作为中国中部地区大宗商品运输体系中重要结点的战略价值。我们认为未来日照精品钢基地的建设、大能力煤炭通道的扩能、巨大的外延式增长空间以及确定性强的盈利增长将使得市场对投资日照港的信心不断增强。另外，由于公司业绩对铁矿石吞吐量、装卸费率较为敏感，而我们的吞吐量、费率假设相对较为保守，预计公司的业绩具备一定超预期的可能，首次给予“推荐”评级。

图 表 32：港口可比公司估值表

	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG
					2010-1-4	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09E	10E	11E		
国际港口公司																										
Forth Ports PLC	FPT.LN	GBp	11.54	1,043	n.a.	22.0	20.8	18.5	2.4	2.3	2.2	2.1	n.a.	10.4	10.3	12.7	2.5	2.5	2.5	2.6	12.5	12.3	11.8	11.0	n.a.	n.a.
Port of TAURANGA	POT.NZ	NZD	7.05	737	20.9	20.3	19.0	17.3	1.5	1.5	1.4	1.4	7.0	7.2	7.7	8.2	n.a.	4.0	4.2	4.6	14.5	13.2	12.3	11.5	6%	3.2
Lyttelton Port	LPC.NZ	NZD	2.40	191	24.5	22.4	20.0	17.4	1.9	1.8	1.7	1.7	7.8	8.1	8.9	9.4	n.a.	2.3	2.7	3.0	n.a.	9.8	9.2	8.8	12%	2.0
ICT SI	ICT.PM	PMP	0.54	1,798	15.9	20.1	18.1	15.0	2.4	2.2	2.0	1.9	16.1	11.4	12.2	12.4	1.5	1.5	1.5	1.8	7.3	7.7	6.9	6.2	2%	8.2
平均值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	11.4	10.7	10.1	9.4	5%	3.9
中值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	12.5	11.0	10.5	9.9	5%	3.9
香港上市港口公司																										
中远太平洋*	1199.HK	HKD	9.93	2,876	10.7	9.8	15.7	12.3	1.2	1.1	1.0	1.0	10.4	11.3	6.7	8.2	3.7	4.1	2.6	3.2	8.8	8.3	10.7	9.2	-4%	n.m.
招商局国际*	144.HK	HKD	25.25	7,887	16.8	20.5	20.6	17.0	2.1	2.0	2.0	2.0	12.2	9.5	9.6	11.6	2.6	2.2	2.2	2.6	12.9	15.5	13.4	11.6	0%	n.m.
大连港*	2880.HK	HKD	3.00	1,128	9.9	13.6	12.2	11.1	1.3	1.2	1.1	1.0	12.3	8.5	8.7	8.6	3.4	2.1	2.4	2.6	7.3	9.8	9.5	9.0	-4%	n.m.
厦门国际港务*	3378.HK	HKD	1.40	488	9.1	16.4	13.7	11.4	0.9	0.9	0.8	0.8	10.1	5.4	6.1	6.8	4.4	2.4	2.9	3.5	5.8	7.2	5.9	4.9	-7%	n.m.
天津港发展* (A/H整合前)	3382.HK	HKD	2.81	643	38.6	64.6	45.7	37.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.6	2.1	3.0	3.6	1.1	0.6	0.9	1.1	18.1	24.7	19.2	16.6	1%	26.7
天津港发展* (A/H整合后)	3382.HK	HKD	2.81	643	19.6	43.7	29.0	24.9	1.4	1.4	1.4	1.4	7.0	3.2	4.7	5.5	2.2	0.9	1.4	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-8%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	HKD	12.91	1,333	11.1	16.1	13.3	11.0	2.6	2.5	2.2	1.9	23.3	15.7	16.7	17.5	4.5	3.1	3.8	4.5	6.8	8.6	7.2	6.0	0%	23.2
平均值					12.9	20.0	17.4	14.6	1.6	1.5	1.4	1.3	12.5	8.9	8.7	9.7	3.5	2.5	2.5	3.0	8.3	9.9	9.3	8.1	-4%	n.m.
中值					10.9	16.3	14.7	11.8	1.4	1.3	1.3	1.2	11.3	9.0	7.7	8.4	3.6	2.3	2.5	2.9	7.3	8.6	9.5	9.0	-3%	n.m.
国内集装箱港口公司																										
上港*	600018.CH	CNY	5.80	17,863	26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4
盐田港*	000088.CH	CNY	8.31	1,517	17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.
深赤湾A*	000022.CH	CNY	15.13	1,333	15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	3.1	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.
平均值					19.8	25.8	22.9	20.2	3.4	3.2	2.9	2.8	18.0	12.7	13.2	13.9	2.7	2.0	2.2	2.5	14.2	13.7	12.5	11.0	-1%	n.m.
中值					17.8	23.2	21.7	18.8	3.6	3.4	3.1	3.1	15.5	11.7	12.4	12.8	2.9	2.2	2.3	2.7	13.7	15.0	14.0	12.1	-2%	n.m.
国内散杂货港口公司																										
天津港*	600717.CH	CNY	12.43	3,037	21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.
日照港*	600017.CH	CNY	6.91	1,526	39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3
营口港*	600317.CH	CNY	8.29	1,320	30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.
锦州港*	600190.CH	CNY	6.08	1,293	57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2
厦门港务	000905.CH	CNY	8.38	653	38.1	44.1	34.9	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
重庆港	600279.CH	CNY	10.34	346	82.4	57.4	49.2	19.5	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	62%	1.3
南京港	002040.CH	CNY	10.74	387	218.3	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
连云港	601008.CH	CNY	7.70	607	38.3	41.2	31.7	31.4	2.5	2.5	2.4	2.3	6.4	6.2	6.9	7.3	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7%	5.6
平均值					65.7	45.0	36.3	29.0	3.5	2.5	2.3	2.2	7.4	6.2	7.1	7.7	0.5	0.6	0.8	0.9	13.5	17.1	15.2	13.9	31%	2.1
中值					39.1	44.1	34.9	27.3	2.9	2.5	2.4	2.3	8.3	6.2	6.9	7.3	0.5	0.7	0.9	0.9	14.1	15.3	13.3	12.2	13%	3.1
国内港口公司平均值																										
国内港口公司中值																										
					53.2	39.2	32.3	26.1	3.4	2.7	2.6	2.4	10.3	8.6	9.4	10.0	1.1	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	27%	2.0
					38.1	36.9	30.2	23.2	2.9	2.6	2.4	2.3	9.6	7.4	8.9	9.6	0.6	1.0	1.3	1.7	13.7	15.0	13.8	12.1	18%	2.1

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

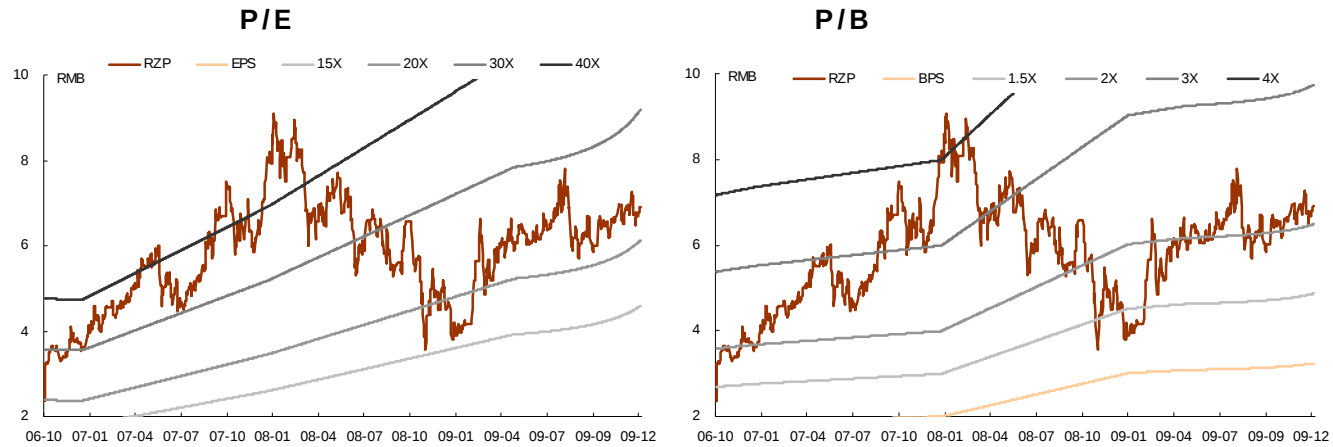
图表 33: A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR 08-11	PEG 08A
				2010-1-4				08A				09E				10E				11E					
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E		
A股港口上市公司																									
上港*	600018.CH	5.79	17,802	26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4
天津港*	600717.CH	12.22	2,998	21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.
盐田港*	000088.CH	8.21	1,497	17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	15.22	1,335	15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	2.8	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.
日照港*	600017.CH	6.91	1,528	39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3
营口港*	600317.CH	8.18	1,315	30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.
锦州港*	600190.CH	6.01	1,286	57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2
A股港口平均				29.7	35.7	29.6	26.3	3.6	2.8	2.6	2.4	13.3	9.0	9.8	10.4	1.3	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	4%	7.1
A股机场上市公司																									
上海机场*	600009.CH	17.90	5,052	40.1	54.2	30.7	25.7	2.8	2.7	2.5	2.3	7.0	4.9	8.1	8.9	0.3	0.2	0.4	0.4	19.6	19.1	14.9	13.1	16%	2.5
深圳机场*	000089.CH	7.49	1,854	52.8	24.0	20.7	19.4	2.8	2.5	2.3	2.1	5.2	10.5	11.1	10.8	0.3	0.8	0.9	0.9	22.6	14.0	11.1	9.7	40%	1.3
白云机场*	600004.CH	10.15	1,710	24.0	23.2	19.4	18.3	2.0	1.9	1.8	1.7	8.3	8.1	9.1	9.0	1.7	1.3	1.5	1.6	9.3	8.9	7.6	6.7	9%	2.5
厦门空港*	600897.CH	18.78	819	28.7	20.5	20.0	19.0	5.0	4.5	4.1	3.8	17.5	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	12.0	11.6	10.9	15%	1.9
A股机场平均				36.4	30.5	22.7	20.6	3.1	2.9	2.7	2.4	9.5	11.4	12.2	12.1	0.6	0.6	0.7	0.8	17.3	13.5	11.3	10.1	21%	1.7
A股高速公路上市公司																									
宁沪高速*	600377.CH	7.01	4,986	22.7	17.3	16.8	14.4	2.2	2.1	2.1	2.0	9.8	12.3	12.4	14.0	3.9	5.1	5.2	6.1	12.3	9.9	9.5	8.2	17%	1.4
皖通高速*	600012.CH	5.87	1,345	14.1	14.9	16.7	15.6	1.9	1.8	1.7	1.7	13.8	12.3	10.5	10.6	3.9	3.6	3.2	3.4	8.4	8.6	8.2	7.5	-3%	n.m.
深高速*	600548.CH	5.94	1,617	25.7	22.5	21.8	21.1	1.8	1.8	1.7	1.6	7.2	7.9	7.8	7.8	2.0	2.2	2.3	2.4	19.1	15.3	14.1	13.0	7%	3.8
福建高速*	600033.CH	6.57	1,761	12.4	13.8	15.4	15.4	2.3	2.0	1.8	1.7	19.4	17.1	14.3	13.3	2.3	2.1	1.6	3.0	n.a.	11.1	12.6	10.6	-7%	n.m.
赣粤高速*	600269.CH	8.58	2,935	18.3	17.8	16.8	15.4	2.5	2.5	2.2	1.9	16.3	14.2	13.8	13.7	1.3	1.4	1.5	1.8	n.a.	10.8	9.9	9.2	6%	3.1
粤高速*	000429.CH	5.43	902	17.1	18.9	21.1	23.8	2.0	1.8	1.7	1.6	11.6	9.4	8.0	6.7	1.8	1.7	1.5	1.3	12.3	13.9	14.7	12.3	-10%	n.m.
A股高速公路平均				18.4	17.5	18.1	17.6	2.1	2.0	1.9	1.7	13.0	12.2	11.1	11.0	2.5	2.7	2.6	3.0	13.1	11.6	11.5	10.1	1%	12.8
A股铁路上市公司																									
铁龙物流*	600125.CH	11.18	1,644	38.1	30.5	26.8	24.6	4.6	4.1	3.6	3.2	12.0	13.4	13.4	13.0	0.5	0.5	0.5	0.5	26.3	21.7	18.4	0.2	16%	2.4
广深铁路*	601333.CH	4.72	4,493	27.6	24.9	24.5	22.3	1.5	1.4	1.4	1.3	5.4	5.8	5.7	5.9	1.7	1.9	1.9	2.1	12.7	11.7	11.2	0.1	7%	3.8
大秦铁路* (资产收购前)	601006.CH	10.21	19,406	19.8	21.3	17.0	15.6	3.3	3.1	2.9	2.7	16.6	14.5	16.9	17.1	2.9	2.7	3.4	3.7	12.9	12.1	9.7	0.1	8%	2.4
大秦铁路* (资产收购后)	601006.CH	10.21	19,406	n.a.	17.7	14.4	12.7	n.a.	2.2	2.1	n.a.	n.a.	12.6	14.4	0.0	n.a.	3.4	4.2	0.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A股铁路平均				28.5	25.5	22.8	20.8	3.1	2.9	2.6	2.4	11.3	11.2	12.0	12.0	1.7	1.7	2.0	2.1	17.3	15.1	13.1	0.1	11%	2.6
A股基础设施上市公司平均值																									
				25.9	25.6	22.6	20.3	2.8	2.6	2.4	2.2	12.3	11.1	11.3	11.5	1.7	1.7	1.7	2.0	14.8	13.4	12.1	8.9	9%	3.0
A股基础设施上市公司中值				24.0	23.2	21.1	19.0	2.7	2.3	2.2	2.0	11.6	10.7	10.5	10.8	1.7	1.4	1.5	1.8	12.9	13.0	11.6	10.4	8%	2.9

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 34: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

风险

- 公司目前经营主要倚赖铁矿石业务，因此房地产和基建投资低于预期带来的中国钢铁需求不足、国家对钢铁产能的整治和调整过于严厉带来供给显著下降、以及铁矿石谈判带来的铁矿石进口风险以及国际铁矿石价格波动等均带来一定程度的经营风险；
- 中国经济增长弱于预期带来下游煤炭需求不足、山西小煤炭改造慢于预期或未能有效复产带来供给不足、主要煤运通道建设和改造工程进度慢于预期以及国际煤价大幅波动带来市场供需市场不稳等；
- 公司经营费用未能有效控制侵蚀盈利增长；
- 新工程竣工带来折旧费用和财务费用增加，货量不足拖累整体盈利表现；
- 货源严重不足带来相邻港口恶性竞争，对公司业务量分流并带来装卸费率下滑；
- 外延式增长进度缓慢，从母公司收购资产盈利能力差于预期。

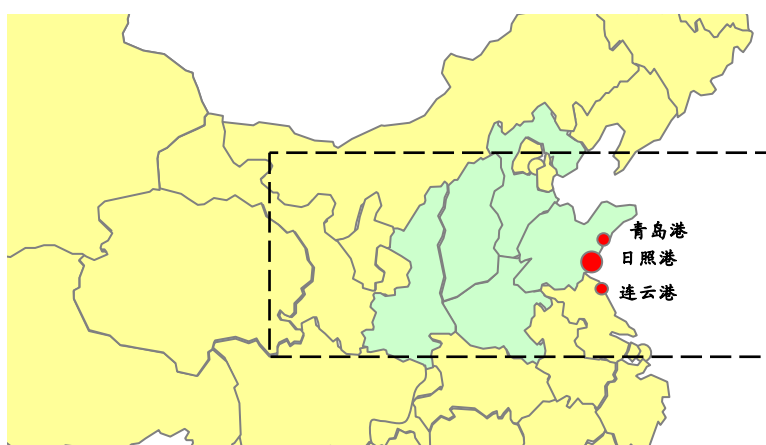
附录一：日照港增长驱动因素和竞争环境分析

日照港港区：散杂货为主的天然深水良港，集疏运体系发达

自然条件优越

公司所在的日照港地处我国沿海中段、山东半岛南翼，北连青岛，南接连云港，是我国沿海二十个主枢纽港之一。港区陆域范围为 1034 公顷，水域范围为 300 平方公里，港区航道短、直，自然水深达到-13M，适合建设包括 30 万吨级大型深水码头在内的各类专业性深水泊位 100 余个，是我国不可多得的天然深水良港，符合目前船舶大型化运输对大型专业泊位的需求。

图表 35：日照港地理位置

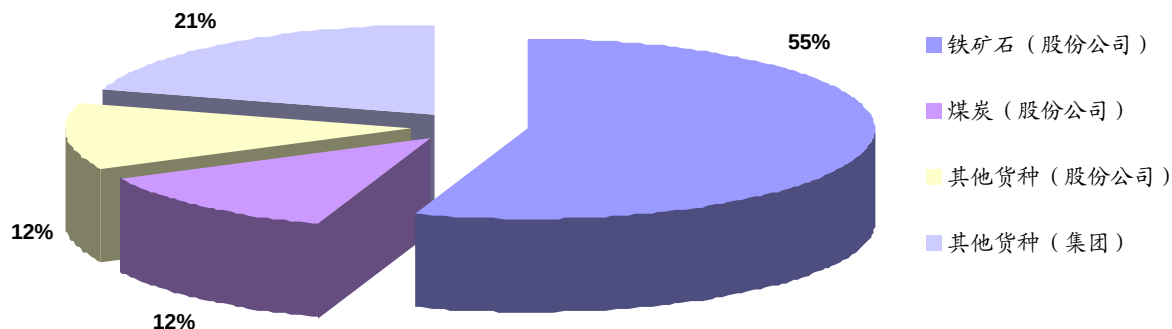


资料来源：中金公司研究部

铁矿石和煤炭为两大支柱货种

日照港区以散杂货装卸为主，自 2006 年开始跨入亿吨大港行列，2009 年前 11 个月的吞吐量达到 1.7 亿吨，在我国主要港口中排名第十。其中日照港股份主要业务为矿石、煤炭等杂货的装卸、堆存等港口业务，所拥有泊位近几年吞吐量增长迅速，2003 年至 2008 年复合增长率达到 26.7%，超过全国合计货物吞吐量复合增长率 10.4 个百分点。根据 2009 年前 11 个月已完成吞吐量数据来看，日照港股份共完成货物装卸 1.35 亿吨，约占港区总量的 79.2%；在股份公司货物吞吐量中，铁矿石和煤炭分别完成 0.94 亿吨和 0.21 亿吨，占全部业务量的 86.5%。

图表 36：日照港区吞吐量细分（2009 年前 11 个月）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

发达的集疏运体系有力支持港区发展

日照港配套集疏运体系非常发达，港区堆场能力、铁路疏港和公路疏港能力方面均处于全国领先水平。

铁路方面，目前日照港已经成为全国装车辆最大的港口。港区经兖（州）—菏（泽）—新（乡）—焦（作）—侯（马）—西（安）与全国铁路网相连，货物通过能力约 1 亿吨，2010 年中电气化改造完成后可以进一步增长至 1.5 亿吨。往前看，山东省发展四纵四横 8 条铁路通道中有三条直接接驳港区，其中包括规划中的山西中南部铁路山东段，近期规划能力 1 亿吨，有望于 2013 年建成。

公路方面，同（江）—三（亚）、日（照）—东（明）等高速公路直接与港口相连，连同港口周边的 204、205、206、327 国道等多级公路，形成四通八达的公路集疏港网络。公司预计未来还将会有一条疏港专用高速公路建成。

堆场方面，日照港铁矿石堆存能力达到 1000 万吨以上，略高于青岛港，远远领先于全国其他港口。相对于青岛港铁矿石堆场较为分散而言，日照港矿石堆场较为集中，装卸效率更高。

图表 37：日照港两大铁路疏港干线



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 38：山东铁路四纵四横铁路规划图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

腹地经济迎来黄金发展期

日照港股份货物吞吐量增速 2003 年以来显著快于全国平均水平

日照港股份货物吞吐量从 2002 年开始进入高速增长阶段，02~08 年吞吐量复合增长率达到 26.7%，超过全国平均水平 10.4 个百分点。08 年和 09 年金融危机时期，日照港吞吐量增速依然达到了 22.5% 和 31.0%，高于全国平均水平 13.0 和 23.0 个百分点。

图表 39：日照港股份与中国货物吞吐量增速比较

货物总吞吐量 (万吨)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1~11M09	2002~2008 CAGR
日照港股份	3,380	4,031	5,496	6,970	8,992	11,016	13,455	26.7%
YoY %		19.3%	36.3%	26.8%	29.0%	22.5%	31.0%	
全国合计	329,644	417,200	485,400	557,000	641,000	702,200	633,433	16.3%
YoY %		26.6%	16.3%	14.8%	15.1%	9.5%	8.0%	

资料来源：交通部，中金公司研究部

腹地经济高速增长是日照港吞吐量跨越式增长的核心因素

日照港腹地（山东、河南、山西、陕西、河北）经济长期落后于长、珠三角等沿海发达地区，基数较低但潜力巨大。2002 年以来，在工业化、城市化、沿海制造业转移以及国家加大政策扶植力度的推动下，日照港区直接经济腹地的 GDP 增速、工业增加值增速以及固定资产投资增速均大幅领先于全国平均水平，产生了大量对钢铁及煤炭等大宗原材料的需求。

图表 40：日照港直接腹地 GDP 增速快于全国平均水平

GDP 增速	日照港直接腹地					全国
	山东	河南	山西	陕西	河北	
2002	11.7%	9.5%	12.9%	11.1%	9.6%	9.1%
2003	13.4%	10.7%	14.9%	11.8%	11.6%	10.0%
2004	15.4%	13.7%	15.2%	12.9%	12.9%	10.1%
2005	15.2%	14.2%	12.6%	12.6%	13.4%	10.4%
2006	14.8%	14.4%	11.8%	12.8%	13.4%	11.6%
2007	14.3%	14.6%	14.4%	14.6%	12.8%	13.0%
2008	12.1%	12.1%	8.3%	15.6%	10.1%	9.0%
1~3Q09	10.5%	9.3%	0.5%	12.9%	9.6%	7.7%
Average	13.4%	12.3%	11.3%	13.0%	11.7%	10.1%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 41：日照港直接腹地工业增加值增速快于全国平均水平

VAI 增速	日照港直接腹地					全国
	山东	河南	山西	陕西	河北	
2002	20.7%	11.1%	26.7%	16.1%	13.6%	16.5%
2003	34.3%	25.4%	43.6%	26.4%	27.5%	27.3%
2004	38.2%	34.1%	36.8%	29.1%	36.5%	30.5%
2005	44.3%	44.9%	41.4%	51.8%	28.8%	31.7%
2006	22.6%	36.2%	22.3%	38.5%	22.5%	26.2%
2007	28.6%	60.0%	30.9%	30.1%	24.3%	28.5%
2008	13.1%	-0.8%	24.8%	25.4%	26.7%	10.3%
1~3Q09	14.4%	13.2%	-1.8%	13.8%	12.8%	10.3%
Average	27.0%	28.0%	28.1%	28.9%	24.1%	22.7%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 42：日照港直接腹地固定资产投资增速快于全国平均水平

FAI 增速	日照港直接腹地					全国
	山东	河南	山西	陕西	河北	
2002	24.9%	11.8%	22.6%	18.3%	5.6%	16.9%
2003	52.6%	31.1%	35.3%	31.2%	22.6%	27.7%
2004	31.1%	37.0%	31.2%	25.7%	29.9%	26.8%
2005	33.5%	39.1%	26.5%	24.7%	28.6%	26.0%
2006	19.4%	36.9%	23.5%	31.8%	32.1%	23.9%
2007	12.8%	35.7%	26.9%	37.7%	25.9%	24.8%
2008	23.1%	31.0%	23.4%	35.1%	28.8%	25.9%
1~3Q09	22.4%	33.3%	38.6%	43.9%	50.6%	32.6%
Average	27.5%	32.0%	28.5%	31.1%	28.0%	25.6%

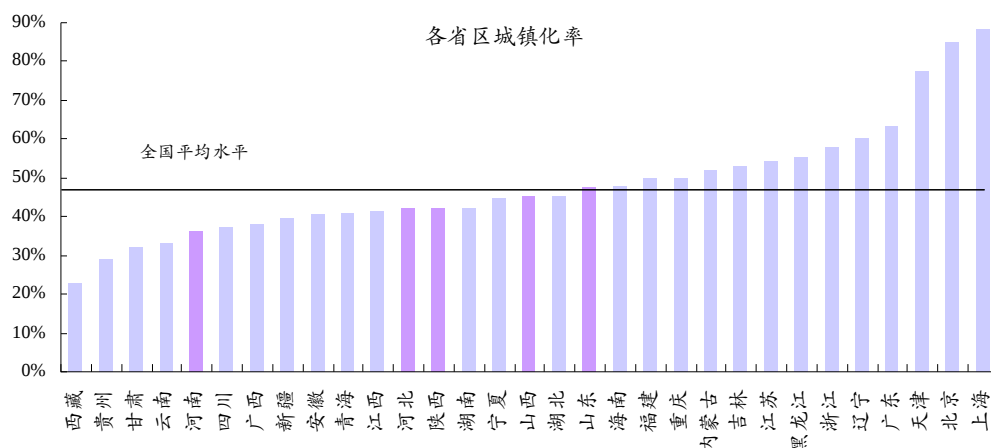
资料来源：CEIC，中金公司研究部

腹地经济将继续受益于城镇化加速

12 月初结束的中央经济工作会议提出通过在中小城市放松户籍限制的举措推动城镇化。我们认为符合以下三个条件的区域最有望从该举措中受益：1. 城镇化率较低，存在较多农村剩余劳动力；2. 中小城市在该省区的占比较高（户籍制度改革暂不涉及大城市）；3. 当地或是距东部沿海较近，或是基础设施较为完善，能成为沿海企业转移的主要承接区域，从而提供足够的就业机会给“新市民”。从我们的分析可以看出，日照港腹地（山东、河南、山西、陕西、河北）无疑将充分受益于城镇化加速的进程，经济发展迎来黄金发展时期。

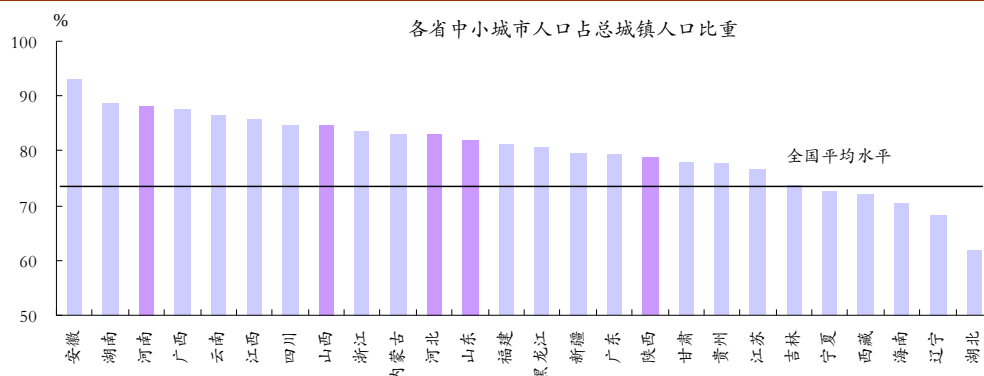
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 43: 日照港直接腹地城镇化率低于全国平均水平



资料来源: 国家统计局, CEIC, 中金公司研究部

图表 44: 日照港直接腹地中小城市人口占比较高

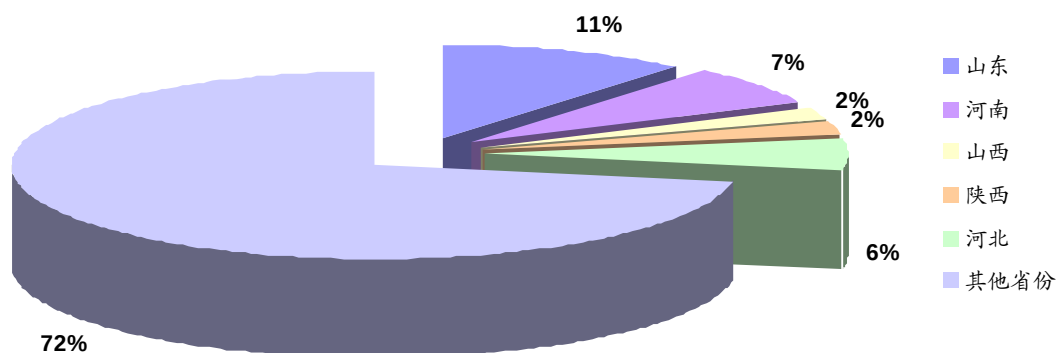


资料来源: 国家统计局, CEIC, 中金公司研究部

腹地产业结构有力保障核心货种吞吐量稳定、快速增长

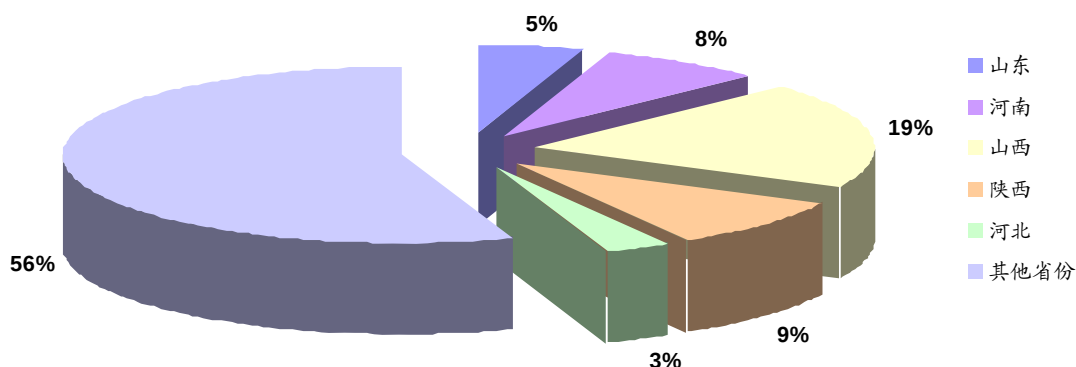
日照港腹地 GDP 约占全国经济总量的 28%，但腹地煤炭产量和钢铁产量分别占全国总量的 44% 和 47%。我们认为，以煤炭、钢铁生产为主的腹地产业结构有力地保障了港区核心货种吞吐量的稳定、快速增长。

图表 45: 日照港腹地 GDP 全国占比 (2009 年前 11 个月)



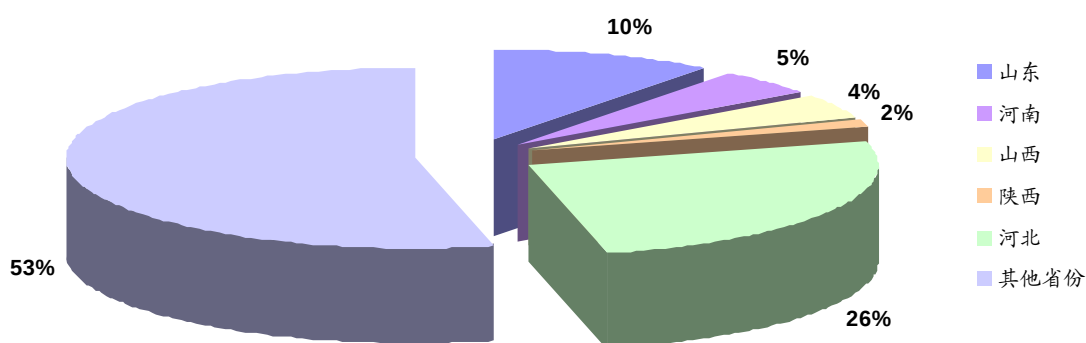
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 46：日照港腹地煤炭产量全国占比（2009 年前 11 个月）



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 47：日照港腹地钢铁产量全国占比（2009 年前 11 个月）

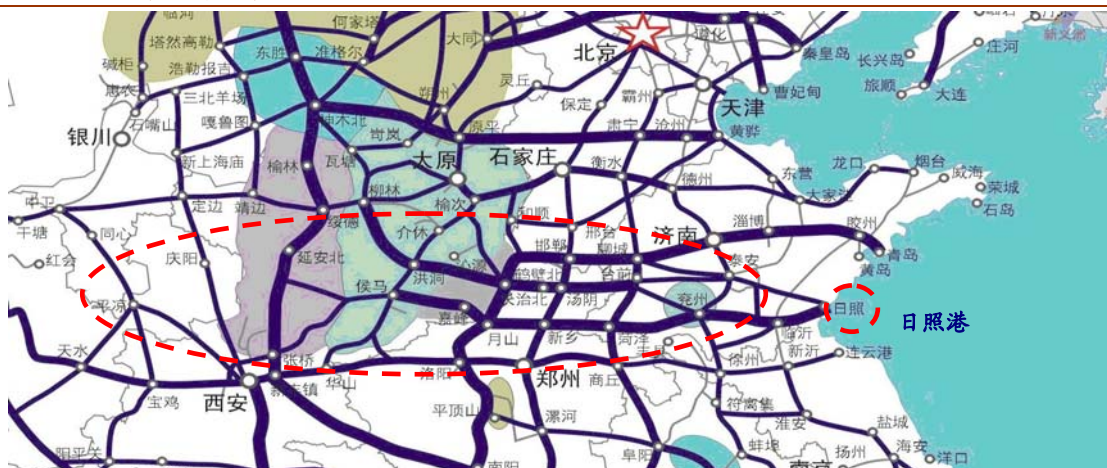


资料来源：CEIC，中金公司研究部

腹地煤炭资源丰富，外运需求较大

腹地内煤炭资源丰富，腹地范围较广，覆盖了山东、河北、河南、山西、陕西、江苏、安徽等省，是中国最重要的产煤区。其中山西省中部地区煤炭产区是日照港直接煤炭货源。晋中煤炭基地规划 2010 年产能 1.3 亿吨，需外运 0.3 亿吨；晋东 2.7 亿吨，需外运 2.2 亿吨。

图表 48：日照港腹地煤炭资源丰富

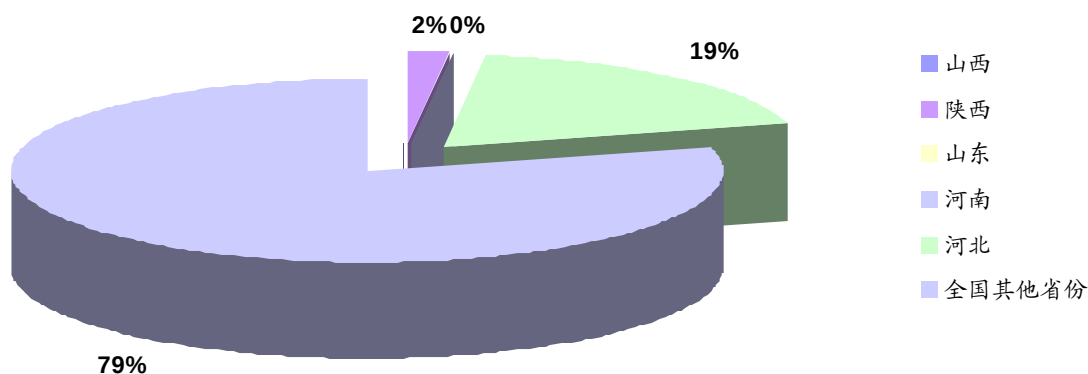


资料来源：铁道部，中金公司研究部

腹地钢铁生产企业密集，进口铁矿石依赖程度较高

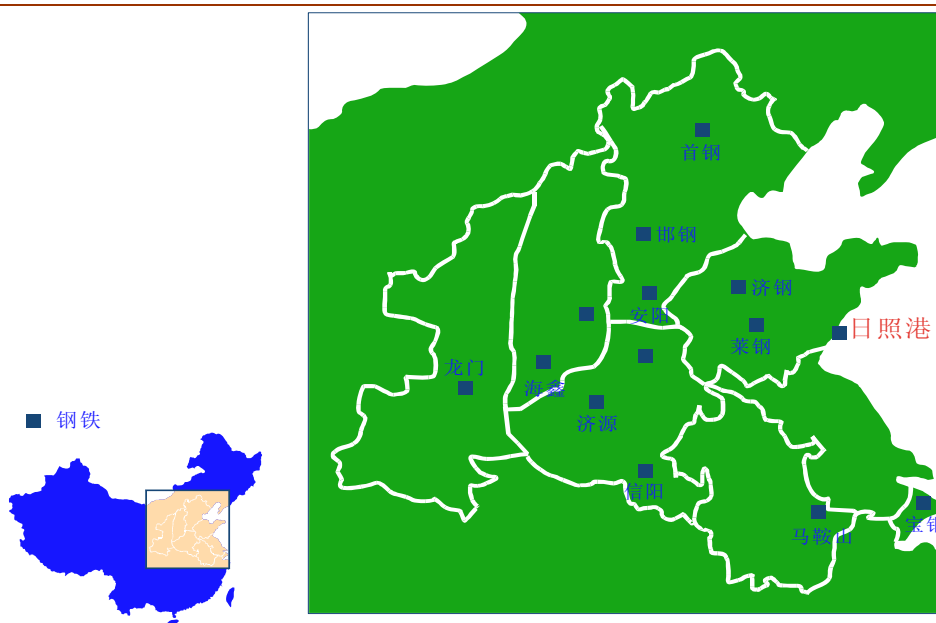
腹地内钢铁产业发达，产量占全国总产量的 47% 左右，但腹地铁矿石储量仅占全国总储量的 21%，进口铁矿石需求较大，有力地支持日照港铁矿石吞吐量保持快速增长。公司主要服务于济钢、莱钢、邯钢、海鑫、安阳、长治等众多大型钢铁企业，临港的日照港铁发展迅速，也成为公司主要发展客户之一。

图表 49：日照港腹地钢铁储量全国占比（根据 2007 年数据）



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 50：日照港腹地钢铁生产企业密集



资料来源：公司数据，中金公司研究部

国家、地方战略重镇

国家战略层面：定位于山东沿海第一层次的散杂货大港

根据交通部发布的全国沿海布局规划，日照港和青岛港并列为山东沿海港口群中的第一层级散杂货大港。具体细则如下：

山东沿海以青岛、日照港为主布局专业化煤炭装船港，相应布局烟台等港口；以青岛、日照、烟台港为主布局大型、专业化的石油（特别是原油及其储备）、天然气、铁矿石和粮食等大宗散货的中转储运设施，相应布局威海等港口；以青岛港为主布局集装箱干线港，相应布局烟台、日照、威海等支线或喂给港口；以青岛、烟台、威海港为主布局陆岛滚装、旅客运输设施。

地方战略层面：以日照港为中心发展重工业为主的临港产业带

根据山东省规划的山东半岛蓝色经济区的蓝图中，明确表示将着力形成“一区三带”的发展格局，其中以日照港为中心发展重工业为主的临港产业带，具体细则如下：

“一区”就是全面打造山东半岛蓝色经济区。“三带”就是依托沿海滨州、东营、潍坊、烟台、威海、青岛、日照七市，形成三个优势特色产业带：一是在黄河三角洲打造高效生态经济区；二是在青岛、烟台、潍坊、威海着力打造沿海高端产业带；三是构建以日照精品钢基地为重点的鲁南临港产业带。

图表 51：全国沿海港口分区域分布图



资料来源：交通部，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

竞争分析：地理位置上与青岛港、连云港相邻，港区功能定位准确，具备竞争优势

日照港区的直接经济腹地包括山东、河南、山西、陕西和河北五省，延伸腹地可以到达内蒙古、宁夏、甘肃和青海四省。日照港区与青岛港和连云港地理位置接近，腹地有所重合，铁矿石、煤炭和油品业务也有所重叠。但是，我们认为三个港口间腹地货源重合并不严重，功能定位也有较为明显的划分，未来出现恶性竞争的可能性不大。即使竞争加剧，日照港也拥有较大的竞争优势，主要理由有：

1. 与青岛港定位不同，合作大于竞争：

在山东经济发展规划中，青岛港的直接经济区青岛、济南、烟台、潍坊、威海等市将着力打造沿海高端产业带，主要以集装箱业务为主，铁矿石和油品将依托主干线港优势发展一程接卸和中转分拨业务，煤炭业务规模较小且不是发展的重点。

相对而言，日照港依托以日照精品钢基地为重点的鲁南临港产业带，铁矿石和油品中转业务较少，大部分铁矿石和油品接卸后直接供给腹地钢厂和炼厂直接使用，装卸费率相对中转费率高且需求稳定；集装箱业务方面，日照港已经与青岛港设立合资公司，合作发展内贸集装箱业务，规模较小，定位主要为青岛港的支线喂给港。

2. 与连云港腹地重合较小，自然条件优势巨大：

从直接腹地方面考虑，连云港的腹地主要是苏北地区，仅在鲁南地区与日照港铁矿石业务存在一定程度竞争，主要客户方面在鲁南合金、泰安钢铁和临沂钢铁有所重合，规模均较小，对吞吐量影响不大。由于从连云港装卸矿石运往鲁南地区需要通过高速公路运输，陆上运输费率较高且需要承担额外的跨省收费，从经济层面考虑并不划算，因此我们认为日照港流失部分鲁南地区客户主要原因在于公司自身铁矿石接卸能力不足所致；

从港区自然条件来看，连云港区水深9米，且港区淤泥情况较为严重，不利于大型船舶通航，发展空间相对有限。

3. 为什么我们认为未来即使三个港口之间竞争加剧，日照港也具备竞争优势？

铁矿石方面，连云港由于自然条件制约，难于直接接驳大型铁矿石船舶，竞争劣势较为青岛港和日照港非常明显。从物流和经济角度来看，由于钢厂大多集中在日照港附近以及铁路沿线，未来的发展趋势将是40万吨级船舶从青岛港卸船，水水中转至日照港，然后再发往日照精品钢基地以及延疏港铁路发往沿线其他钢厂，或者30万吨级船舶直接在日照港接卸发往精品钢基地及沿线钢厂。日照港作为通往腹地钢厂的最直接和最经济结点，需求最为稳定，很难被分流。

煤炭方面，日照港作为侯月-新菏兖日线 and 规划中的晋中南货运通道的最终出海口，未来将进一步承担起西煤东运的任务，下水量将可能达到1亿吨。青岛港和连云港煤炭业务规模且并无发展潜力，对其不具有竞争性。

油品业务方面，三个港区的油品码头主要配套腹地炼厂，通过管道直接连通最终用户，竞争性不强。

附录二：日照港股份主要泊位能力

日照港股份主要货种装卸能力分析

- 日照港铁矿石装卸主要通过日照东港区的 1 个 20 万吨和 1 个 30 万吨级矿石专业泊位, 9 个矿石装卸通用泊位以及岚山万盛公司的两个 5 万吨级泊位装卸。专业化铁矿石装卸能力可以达到约 1 亿吨。
- 日照港煤炭出口改造工程 2008 年已经完成, 公司煤炭装卸能力约为 5000 万吨左右。
- 公司散杂货通用泊位能力在收购西港区二期工程后可以达到 4000 万吨, 2010 年和 2011 年西港区三期工程和岚山港南作业区 8#、12#泊位改造工程完成后还将再增加约 2000 万吨装卸能力。由于公司铁矿石装卸泊位能力已经达到极限, 目前约有一半的通用散杂货装卸能力用于铁矿石装卸。

图表 52：日照港股份主要泊位能力

港区泊位情况	泊位数量	靠泊能力 (万吨)	港区	堆场面积 (平方米)	吞吐能力 (百万吨)	投产日期	投资额 (百万元)
铁矿石							
20万吨矿石专业泊位	1	20	日照东区	1,000,000	20	一期工程	1,580
30万吨矿石专业泊位	1	30	日照东区		30	一期工程	
矿石装卸通用泊位	9	0.5-6	日照东区	n.a.	30	n.a.	n.a.
岚山万盛公司	2	5	岚山港区	n.a.	20	n.a.	n.a.
煤炭							
10万吨级泊位	2	10	日照东区	300,000	26	2005	n.a.
5万吨级泊位	1	5	日照东区				n.a.
岚山5#泊位	1	0.5	岚山港区	n.a.	0.5	n.a.	n.a.
岚山6#泊位	1	1	岚山港区	n.a.	1.0	n.a.	n.a.
西港区二期工程	1	7	日照西区	400,000	1.3	2009	894
	2	5	日照西区				
日照煤炭出口改造工程			日照东区	n.a.	21	2008	860
水泥							
专业水泥中转泊位	3	3	日照东区	n.a.	10	n.a.	n.a.
其他							
通用泊位	9	0.5-6	日照东区	n.a.	20	n.a.	n.a.
西港区二期工程	1	7	日照西区	400,000	20	2009	962
	2	5	日照西区				
西港区三期工程	2	5	日照西区	n.a.	10	2010	1,014
	3	3.5	日照西区	n.a.			
改扩建日照港岚山港区南作业区8#、12#泊位	1	10	岚山港区	n.a.	10	2011	619

资料来源：公司数据，中金公司研究部

附录三：日照港股份股权结构及二级市场融资历史

日照港股权结构

日照港股份 2006 年上市，目前总股本 15.1 亿股，其中大股东日照港（集团）有限公司持股 46.25%，兖矿集团、淄博矿业集团和中煤能源集团等腹地煤炭企业是最主要的战略参股股东。

图表 53：日照港地理位置

股东名称	股数 (百万股)	比例 (%)
总股数	1,510	100.00
日照港(集团)有限公司	698	46.25
兖矿集团有限公司	72	4.79
中交投资有限公司	50	3.31
淄博矿业集团有限责任公司	48	3.19
上海景贤投资有限公司	40	2.63
中国中煤能源集团公司	34	2.23
上海潞安投资有限公司	30	2.01
江西国际信托股份有限公司	30	1.99
山东东银投资管理有限公司	30	1.99
社会公众股	477	31.62

资料来源：中金公司研究部

日照港股权二级市场融资历史

- 2006 年 10 月在上交所上市，首发价格 4.70 元，发行量 23,000 万股，募集资金 10.81 亿元。
- 2007 年 11 月 27 日发行 8.8 亿元分离交易可转换公司债券，期限 6 年，利率 1.4%，附送 6,160 万份认股权证，行权价 7.08 元。债券和权证于 2007 年 12 月 12 日在上交所上市。
- 2008 年 11 月 19 日—12 月 2 日权证行权，实际行权 59.2 万份。
- 2009 年 8 月，完成非公开发行人民币普通股 24,951 万股，发行价格 5.13 元，募集资金 12.80 万元。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。