

内外并举，攻守兼备

日照港（600017）

评级：买入（首次）

股价：7.06 元

目标价位：9.42 元

深度报告

2010 年 2 月 9 日 星期二

交通运输小组

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

港口行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位

9.42

升值潜力(%)

33.43

目标价确定日期:

2010.02.09

重要数据

总股本(亿股)

15.10

流通股本(亿股)

12.61

总市值(亿元)

106.61

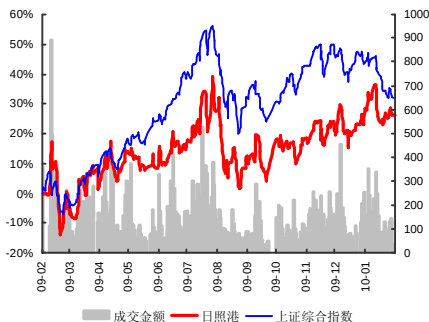
流通市值(亿元)

89.00

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-1.93	6.32
3 个月	7.07	14.41
6 个月	-1.39	8.64

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 成长性优良的散杂货大港。**凭借铁矿石装卸业务的一枝独秀，日照港在过去数年间实现了跨越式发展，一跃跻身全国十大港口之列。其近六年货物吞吐量复合增速超过国内沿海港口平均水平近 12 个百分点，成长性优良。
- 三大优势奠定长期竞争力。**日照港的高成长得益于其优越的天然水文条件、丰富的腹地资源以及便捷的集疏运体系。随着港口建设的继续推进，日照精品钢基地项目的落户以及晋中南煤运通道的建成，上述优势将得到进一步强化。
- 短期业绩存在高增长动力。**提价、量增和单位成本下降令公司短期业绩具备高增长潜质，预期公司 2010 年净利润增速有望接近 50%，从而带来相应的二级市场投资机会。
- 内外并举，发展战略清晰。**除现有业务良好的内涵式增长前景外，公司具备充足的外延式扩张空间。随着增长的驱动力由单引擎向多引擎转变，公司长期发展有望在兼顾稳定性的同时寻得新的突破口。
- 攻守兼备，建议买入。**预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元和 0.41 元，综合相对估值及绝对估值方法，给予公司 9.42 元的目标价，首次给予“买入”评级。我们认为，公司攻守兼备的特征有望使其成为当下弱势市场中的优质投资标的，建议投资者重点关注。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,202	1,684	2,149	2,530	2,840
营业收入增长率(%)	21.5%	40.1%	27.6%	17.7%	12.2%
营业利润(百万元)	175	358	512	760	899
营业利润增长率(%)	21.1%	104.3%	43.2%	48.4%	18.3%
净利润(百万元)	179	262	355	526	621
净利润增长率(%)	-1.1%	46.1%	35.8%	48.2%	17.9%
营业利润率(%)	14.6%	21.2%	23.8%	30.0%	31.7%
每股收益(元)	0.12	0.17	0.24	0.35	0.41
每股净资产(元)	1.68	1.83	2.83	3.10	3.41
PE(X)	59.52	40.75	30.01	20.26	17.18
PB(X)	4.20	3.87	2.49	2.28	2.07
EV/EBITDA(X)	12.10	15.85	15.38	12.76	10.53

目录

1. 公司概况	4
1.1 历史沿革及股权结构	4
1.2 主营业务简介	4
2. 三大优势奠定长期竞争力	5
2.1 优势一：优越的天然水文条件	5
2.2 优势二：丰富的腹地资源	6
2.3 优势三：便捷的集疏运体系	7
3. 量价齐升驱动短期高增长	9
3.1 费率提升增厚业绩 30%以上	9
3.2 2010 年吞吐量增速有望超过 10%	10
3.3 单位成本有望下降	12
4. 资产注入预期锦上添花	12
5. 盈利预测	14
6. 估值与投资建议	15
7. 风险提示	16

图形目录

图 1. 公司股权结构图	4
图 2. 公司营业收入、毛利构成（左图为收入）	4
图 3. 2009 年公司分货种吞吐量占比	5
图 4. 2008 年各省份粗钢产量统计（单位：万吨）	6
图 5. 腹地钢企林立，进口需求旺盛	6
图 6. 2008 年各省份原煤产量统计（单位：亿吨）	7
图 7. 腹地煤矿众多	7
图 8. 日照公路集疏运体系发达	8
图 9. 山东“四纵四横”铁路网规划	8
图 10. 进口铁矿石性价比优势尚存（单位：元/吨）	11
图 11. 铁矿石进口替代效应并未削弱（单位：万吨）	11
图 12. 2009 年我国累计火电发电量增速统计	12

表格目录

表 1. 日照港股份与国内沿海吞吐量增速对比	5
表 2. 日照港主要货种费率变动（单位：元/吨）	9
表 3. 提价对业绩影响测算	9
表 4. 公司平均装卸费率对比（08 VS 1H09）	10
表 5. 我国粗钢产量预测	10

表 6. 日照昱桥与岚山万盛股权结构	13
表 7. 日照港股份吞吐量假设（单位：万吨）	14
表 8. 日照港财务报表预测（单位：百万元）	15
表 9. A 股港口上市公司相对估值	15
表 10. DCF 估值敏感性分析	16

1. 公司概况

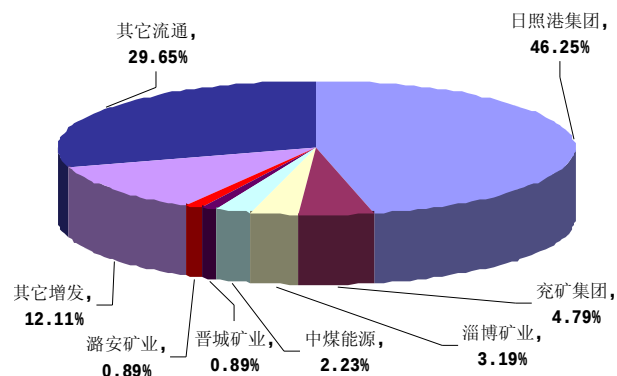
1.1 历史沿革及股权结构

日照港是改革开放后诞生的新兴沿海港口，于**1982**年正式开工建设，**1986**年投产运营，是我国重点发展的沿海**20**个主枢纽港之一。**2003**年，原日照港务局与岚山港务局企业部分联合重组为日照港集团（有限公司），自此拥有石臼、岚山及岚北三个港区。

日照港股份有限公司是经山东省人民政府批准，由日照港（集团）有限公司（原日照港务局）为主发起人，联合兖矿集团、中煤能源、淄博矿业、潞安矿业、晋城矿业共同组建并于**2002**年**7**月正式成立。**2006**年**10**月，公司A股于上交所上市交易。**2009**年**8**月，公司完成非公开发行，成功实现再融资。

截至**2009**年末，公司股权结构如下：

图1. 公司股权结构图



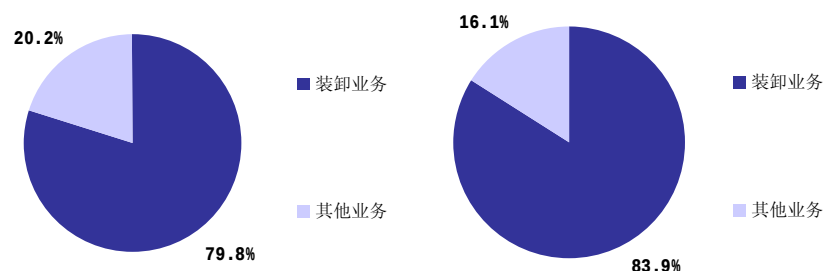
资料来源：公司资料，东海证券研究所

公司现有股权结构中除控股股东及中小股东外，还引入了主要货主和战略投资者。这样，在稳定客户关系实现双赢的同时，也进一步完善了其治理结构。

1.2 主营业务简介

作为传统的码头运营商，公司主业包括三项：装卸、港务管理以及堆存。其中，装卸业务为经营核心。以**09**年中期为例，装卸业务的收入和毛利占比分别达到**79.8%**和**83.9%**。

图2. 公司营业收入、毛利构成（左图为收入）

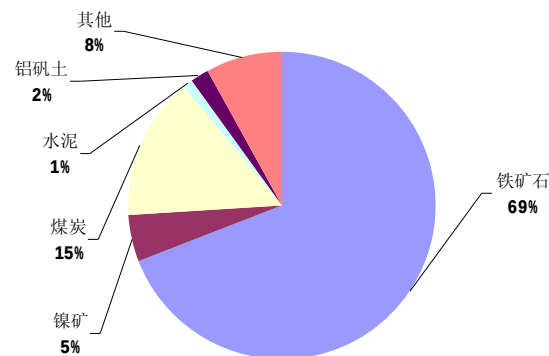


资料来源：公司资料，东海证券研究所

从经营货种看，在完成西二期资产收购后，公司与集团之间不再存在同业竞争关系：股份公司主营矿石、煤炭、水泥、铝矾土等大宗散杂货，集团主营粮食、木片、集装箱及原油等货种。

具体的，就股份公司而言，铁矿石无疑是重中之重，其次是煤炭。两者 2009 年货量占比分别达到 69%和 15%。

图3. 2009 年公司分货种吞吐量占比



资料来源：公司资料，东海证券研究所

2. 三大优势奠定长期竞争力

日照港自 80 年代初开港至今，短短二十多年的时间，成为中国最年轻的亿吨大港。截至 2009 年末，港口吞吐量位居全国第 9 位。

从股份公司看，其吞吐量由 2003 年的 3380 万吨发展到 2009 年的 1.44 亿吨，年均复合增速达到 27.4%，远超国内沿海平均水平。

表1. 日照港股份与国内沿海吞吐量增速对比

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR
日照港股份（万吨）	3,380	4,031	5,496	6,970	8,992	11,016	14,438	
+/- %		19.3%	36.3%	26.8%	29.0%	22.5%	31.1%	27.4%
全国沿海（亿吨）	19.7	24.6	29.3	34.0	38.5	42.9	47.1	
+/- %		24.0%	19.0%	16.2%	12.5%	10.4%	7.8%	15.7%

资料来源：公司资料，Wind，东海证券研究所

应该说，日照港的高成长性与其自身具备的三大优势密不可分。我们认为，在未来相当长的一段时间内，上述优势有望持续体现。

2.1 优势一：优越的天然水文条件

日照港是天然的深水良港。其港口陆域宽广，湾阔水深，近海 1KM，自然水深达到 -13M，适合建设通行 30 万吨船舶的大型深水泊位。同时，航道短且直，常年不冻，历史上无台风登陆经历。

优越的天然水文条件使得日照港一方面在港口建设成本上存在比较优势，同时其适合通航大型船舶的特点也能从经济性上吸引货主。

目前，公司拥有国内最大的 20 万吨级、30 万吨级矿石装卸泊位各 1 个，10 万吨级煤炭专业泊位 2 个，5 万吨级煤炭专业泊位 1 个，还有承担矿石装卸

的 9 个通用泊位等等。

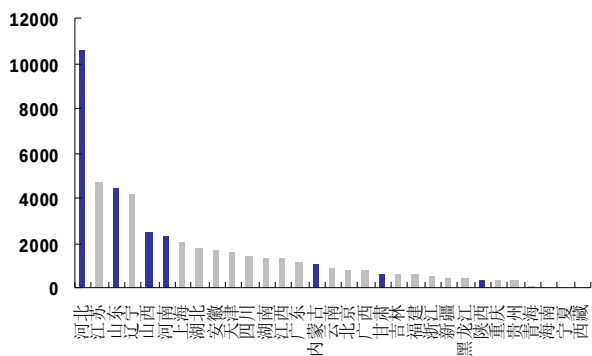
从远期规划看，日照港规划深水岸线 **24.5KM**，目前仅使用 **1/3**。远景目标为 **2020** 年实现吞吐量 **6** 亿吨，相比目前不足 **2** 亿吨的业务量规模，成长空间还很大。

2.2 优势二：丰富的腹地资源

日照港经济腹地主要包括山东、河北、河南、山西、陕西、宁夏、内蒙古、甘肃等省份。该区域为我国主要炼钢及产煤省份，存在庞大的进口铁矿石炼钢及向南方运送电煤的需求，从而形成了日照港在这两大货种上特有的优势。

铁矿石：公司主要客户包括济钢、莱钢、邯钢、海鑫、安阳、长治、日钢、龙门、武钢等。

图4. 2008年各省份粗钢产量统计(单位:万吨)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5. 腹地钢企林立，进口需求旺盛



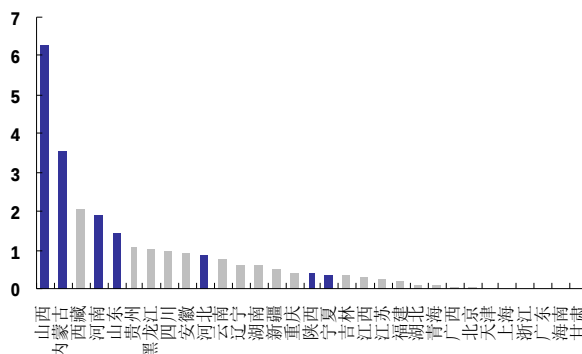
资料来源：公司资料，东海证券研究所

中长期看，日照精品钢基地的建设预期将在山东钢铁集团重组完成后启动。该项目规划为 2000 万吨产能，扣除日钢现有的 500 万吨产能，增量大致

在 **1500** 万吨。按吨钢消耗 **1.6** 吨铁矿石计算，需要增加铁矿石进口量 **2400** 万吨。由于 **08** 年济钢、莱钢对应的吞吐量合计不足 **300** 万吨，这一块增量还是十分明显的。并且，由于山东省政府已明确表态不在内陆地区核建新的钢铁产能，有助于公司长期确保增量货源的实施。

煤炭：主要腹地内可开采储量占全国 **1/3**，年产能千万吨以上的近 **12** 家。

图6. 2008年各省份原煤产量统计(单位:亿吨)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7. 腹地煤矿众多



资料来源：公司资料，东海证券研究所

2.3 优势三：便捷的集疏运体系

公司目前拥有完善的公路、铁路集疏运体系：

公路方面，日照港市境内有 **204、205、206、327** 国道、省道和众多的县级公路，形成了四通八达的公路网；港口直接与同（江）-三（亚）、日（照）-东（明）等高速公路相连，具有良好的公路集疏港能力。

铁路方面，经兖（州）-菏（泽）-新（乡）-焦（作）-侯（马）-西（安）新荷兖日线与全国铁路网相连，2005 年铁路货运“南通道”形成后，铁路通过能

力过亿吨，港口的铁路集疏港优势更加突出。

图8. 日照公路集疏运体系发达



资料来源：东海证券研究所

图9. 山东“四纵四横”铁路网规划



资料来源：东海证券研究所

短期看，2010年新荷兖日铁路将完成电气化改造，其吞吐能力将由目前的1亿吨提升至1.5亿吨，有助于降低铁路部门运营成本及货主运输成本。目前日照港集疏运体系主要是进口铁矿石并下水煤炭，经过我们实地调研了解，电气化改造的贡献主要将体现在铁矿石层面，而煤炭则由于生产地产量限制短期内价值不大。

中长期看，日照港作为规划中的晋中南煤运通道唯一的出海口，将长期受益于北煤南运。南通道全长1260公里，设计标准为国铁I级、双线电气化，设计时速120公里，远期货运能力为2亿吨，建设工期4年半，预期于2014年竣工。由于今年大秦线运量即将达到4亿吨饱和运能，后续的煤运增量将主要由南通道完成。根据目前公司与客户沟通的情况看，中性预期南通道投入使用后每年将为公司带来7000万吨的煤运量（保守5000万吨，乐观9000万吨）。而日照港09年煤炭吞吐量不足2200万吨，未来存在极大的增长空间。

3. 量价齐升驱动短期高增长

长期看，日照港三大优势决定了其高成长潜质；短期看，其业绩也存在高增长动力。我们认为，公司 2010 年内涵式增长将从提价、量增和单位成本下降三个方面来实现，预期其全年净利润增速将超过 40%。

3.1 费率提升增厚业绩 30%以上

公司于 2009 年 12 月中旬发布公告称，拟自 2010 年 1 月 1 日起提高主要货种港口基本费率，其中铁矿石提价 3.6%，内贸煤炭提价 16.2%，镍矿提价 5.6%，其他货种费率上调区间在 3.6%-16.2%之间。

目前日照港基本费率中除装卸费以外，还包括港口建设费（外贸 7 元/吨，内贸 3.5 元/吨），保安费（0.5 元/吨），港务管理费（0.5 元/吨）及铁路取送车费（3.5 元/吨左右）。对比此前的收费标准，实际的提价幅度为铁矿石装卸费率提升 1 元/吨，内贸煤炭费率提升 3 元/吨，镍矿装卸费提升 2 元/吨，铝矾土 1.5 元/吨，其他货种提价幅度大致在 1 元/吨。

表2. 日照港主要货种费率变动（单位：元/吨）

包干费率	调整前		调整后		装卸费率	调整前		调整后	
	外贸	内贸	外贸	内贸		外贸	内贸	外贸	内贸
铁矿石	27.5	20.5	28.5	21.5	铁矿石	16.0	12.5	17.0	13.5
煤炭	29.5	18.5	29.5	21.5	煤炭	18.0	10.5	18.0	13.5
镍矿	35.5		37.5		镍矿	24.0		26.0	
水泥熟料	23.5		23.5		水泥熟料	12.0		12.0	
铝矾土	25.5		27.5		铝矾土	15.5		17.0	

资料来源：公司资料，东海证券研究所

我们以 2009 年吞吐量为例，计算此次提价对业绩的单独影响。结果显示，提价后营业收入增加 1.56 亿元，在扣除 3.3% 的营业税及 25% 的所得税后，实际增加净利润 1.13 亿元，增厚 EPS0.075 元。相比我们预测的 09 年业绩，提升幅度超过 30%。

表3. 提价对业绩影响测算

货种	2009 年吞吐量（万吨）	单位费率提升（元/吨）	增收收入（万元）
铁矿石	8,581	1	8,581
煤炭（内贸）	1,345	3	4,035
镍矿	699	2	1,398
铝矾土	272	1.5	408
其他	1,153	1	1,153
合计营业收入增收（万元）			15,575
减：营业税（万元）			514
所得税（万元）			3,765
增加净利润（万元）			11,296
增厚 EPS（元）			0.075
增厚幅度			31.9%

资料来源：东海证券研究所

对于提价，市场一直存在担忧，因为公司曾计划于 2008 年 9 月对外贸铁矿石装卸费率提价 3 元/吨，但最终因宏观经济形势恶化、腹地企业亏损而未能实际执行。因此，即便公告之后，二级市场对此反应平淡。而综合多角度的

分析，我们认为此次提价执行完全有保障：

第一，公司绝对优势货种铁矿石此次提价幅度仅为 **1 元/吨**，远低于此前计划的 **3 元/吨**。由于国内钢铁企业去年下半年以来已实现盈利，适当提价也是可以接受的。据我们了解，**1 月初**以来提价得到了良好执行；

第二，提价实施后，三港费率基本趋同，但价格优势尚存。以铁矿石为例，青岛、日照及连云港三港的最新装卸费率仍比渤海湾及长三角地区低 **2-3 元/吨**。从历史上看，三港费率一直偏低，这其中主要是因为各自间竞争激烈。而此次提价乃是三港协商后的共同行为，我们认为这是一个突破，是在多年的竞争之后逐步形成了合作的共识。因此从长期角度看，我们相信随着合作的更加深入，未来仍存有继续共同提价的空间；

第三，公司历来对客户给予一定的折扣，随着近年来港口吞吐量的持续增加，我们推测获得折扣的客户数量也相应增加，因此导致实际平均装卸费率出现一定下降。我们对比了公司 **2008 年**和 **2009 年上半年**装卸业务情况，发现 **2009 年上半年**平均费率为 **12.6 元/吨**，较之 **2008 年**下降了 **2.3 元/吨**。因此，此次提价某种程度上也是让公司避免了“赚量不赚钱”的尴尬，就客户利益角度而言也并未受到明显损失，因此容易被货主接受。

表4. 公司平均装卸费率对比 (08 VS 1H09)

	2008	1H.2009
股份公司吞吐量 (万吨)	11,016	6,955
减：岚山万盛 (万吨)	1,763	706
转水铁矿石 (万吨)	801	387
并表实际计费吨 (万吨)	8,452	5,862
装卸收入 (万元)	126,356	73,705
平均装卸费率 (元/吨)	14.9	12.6

资料来源：东海证券研究所

3.2 2010 年吞吐量增速有望超过 10%

2009 年初，市场一度对公司十分悲观，担心铁矿石去库存会对公司业务量造成较大的负面影响。但从实际情况看，公司 **2009 年**铁矿石吞吐量增长 **32.6%**，煤炭吞吐量增长 **23.1%**，远超市场预期。尽管 **2010 年**难以再续辉煌，但我们对公司吞吐量增长仍有信心，预期整体吞吐量增速有望超过 **10%**。

首先分析铁矿石。综合市场主流观点，我们预期 **2010 年**国内粗钢产量增速有望接近 **9%**。

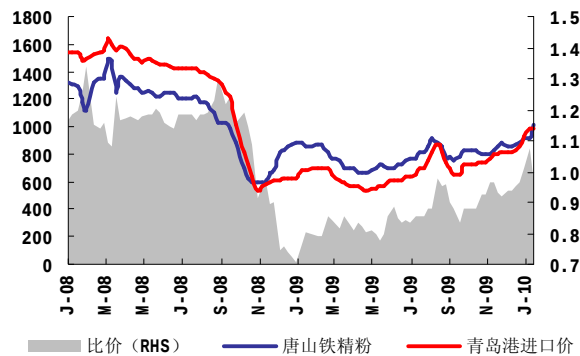
表5. 我国粗钢产量预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
粗钢产量 (亿吨)	4.2	4.9	5.0	5.7	6.2
+/- %	21.0	15.9	2.0	14.5	8.8

资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

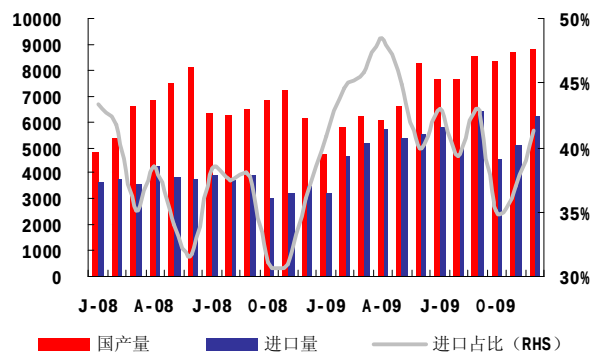
2009 年推动铁矿石吞吐量大幅增长的除粗钢产量同比增长 **13.5%**以外，最重要的就是来自进口矿对国产矿的替代效应。从目前看，上述替代效应仍有望维持。

图10. 进口铁矿石性价比优势尚存 (单位: 元/吨)



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图11. 铁矿石进口替代效应并未削弱 (单位: 万吨)



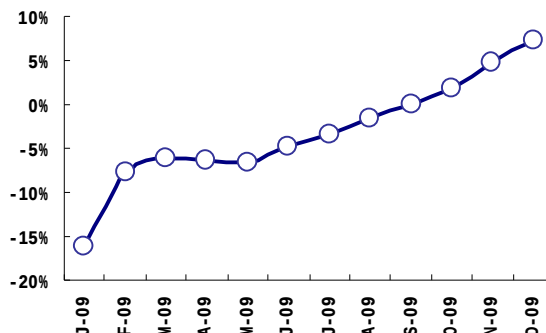
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

从港存量看, 目前沿海主要港口仍维持在 6000 多万吨的水平。我们认为, 随着钢铁企业产能增加及进口矿替代, 上述规模有望在未来成为常态, 因此去库存压力亦不大。

总体来说, 我们认为 2010 年铁矿石进口量增速有望与粗钢产量增速基本持平。考虑到公司目前铁矿石装卸业务处于长期压港、供不应求的状态, 我们认为在“产能决定产量”的背景下, 随着西三期 5 个通用泊位今年一季度正式投产, 预期公司全年铁矿石吞吐量增速将接近 15%, 优于行业平均增速的优良成长性有望延续。

其次, 从煤炭货种看, 目前公司拥有 3 个煤炭专业化泊位, 实际吞吐能力超过 5000 万吨, 而去年的实际完成的吞吐量仅为 2172 万吨, 利用率明显偏低 (我们实地调研时发现, 北港区煤炭堆场已被用于堆存铁矿石)。就 2010 年而言, 尽管外贸煤吞吐量或存下行风险, 但预期随着宏观经济持续回升、火电发电量增速持续反弹, 煤炭吞吐量有望保持稳步增长。

图12. 2009 年我国累计火电发电量增速统计



资料来源: Wind, 东海证券研究所

日照港最新公布的 1 月份业务量数据显示, 1 月股份公司完成货物吞吐量 **1562 万吨**, 同比增长 **49%**, 成功实现开门红。其中, 实现铁矿石吞吐量 **1110 万吨**, 同比增长 **45%**; 煤炭吞吐量 **235 万吨**, 同比增长 **37%**。相比之下, 我们上述假设是较为保守的, 完全存在超预期的可能。

3.3 单位成本有望下降

由于堆场面积不足, 公司长期依赖卡车运输等作业方式, 腾挪堆场, 造成公司每年为此多付出 **1 个多亿**的成本。随着去年下半年东港区两条皮带机投入使用以及西三期 **40 万平米**堆场今年一季度正式竣工, 预期单位短倒成本存在持续下降的可能, 但就实际发生金额而言, 很难出现一蹴而就的大幅度下降。比如去年, 在吞吐量增加 **30%**多的基础上, 公司短倒支出也还是增加了 **10%**几。

同时随着西二期去年 9 月并表, 此前集团委托经营部分利润有望进入上市公司。因此 **2010 年**这一块将全年受益, 足以抵消西三期转固新增的成本压力。

4. 资产注入预期锦上添花

日照港除了上述良好的内涵式增长前景外, 同时也具备了充分的外延式增长空间。目前集团拥有的资产包括粮食木片码头、集装箱码头、港口拖轮业务、铁路运输资产以及在建的原油仓储中转基地。

考虑到集装箱码头目前亏损, 港口拖轮业务盈利强但利润规模小, 铁路运输资产 **2009 年**净利润仅 **1000 余万元**, 粮食木片码头盈利能力一般, 我们将分析的重点放在了原油仓储中转基地上。

该基地规划为在岚山港区建成 **1 个 10 万吨级**原油码头, **3 个 30 万吨级**原油码头及 **240 万立方米**的储罐。其中, 原油码头为集团独资, **30 万吨**原油码头中 **2 个**为与中石化合资, **1 个**与中石油合资。上述项目全部竣工后, 日照港油品业务量将位居全国三甲之列。

我们对收购的总体判断是: 带来新的业务增长点, 有助于壮大公司规模、降低经营风险并稳定业绩, 但从业绩增厚角度而言, 不应抱有过分乐观的期待。

以单个 **30 万吨原油码头** 为例，参考大连港的经营数据，装卸费率为 **13 元/吨**（名义为 **20.1 元/吨**，刨除 **7 元/吨** 的港口建设费），年吞吐能力 **2000 万吨**，对应年装卸收入 **2.6 亿元**。按照大连港 **08 年** 油品装卸业务 **56%** 的毛利率计算，扣除 **6%** 左右的期间费用，预期年税前收益 **1.3 个亿**，税后净利润约 **1 个亿**。假定其投资成本与天津港的 **13 亿** 相同，收购代价在 **15 亿** 左右，那么对应的收购 **PE** 也就是 **15 倍**（未考虑股权比例）。

从收购时点看，目前 **10 万吨级原油码头** 已处于试运营状态，**30 万吨级码头** 今年一季度有望竣工 **1 个**，但考虑到回避关联交易，预期在码头全部达产前，很难进行整体收购。假如时间上拖延 **2-3 年**，随着公司估值水平随业绩增长不断下降，届时就现价而言，**15 倍** 的收购 **PE** 并不能带来多少增厚。

即便为发挥二级市场融资功能，集团于 **2011 年** 先行注入上述 **2 个** 码头（原油码头一般需要安全试生产大半年时间方能通过货主验收），**1 个 30 万吨码头 50% 股权**（定价 **7.5 亿元**，按 **7 元** 每股股权融资的话增发 **1.1 亿股**）收购带来的业绩增厚尚不足 **5%**。当然，如果我们的装卸单价假设或者收购代价过于保守，实际表现也是有可能超出我们预期的。

至于储罐资产，按 **0.15 元/立方米*天** 的价格测算，每年将实现 **1.3 亿元** 的营业收入，对应 **50% 股权** 的净利润在 **2000 多万元**，从规模上看实际贡献有限。

除集团资产外，公司其他可收购的资产包括日照显桥其余 **25% 股权** 及岚山万盛其余 **74% 的股权**。根据公司中报披露，显桥公司 **25% 股权** 对应的少数股东权益为 **1715 万元**，我们预期该部分股权对应的 **2009 年** 全年税后利润将接近 **4000 万元**；岚山万盛公司中期利润为 **7845 万元**，预期 **74% 股权** 对应的全年税后利润 **1 个亿** 左右。两部分股权共计可以实现 **1.4 亿元** 左右的利润。

公司计划各花 **3 亿元** 实现收购，倘若成型，相当于收购 **PE** 还不足 **5 倍**，这样的话增厚幅度将较为明显。但其中不确定性较大，主要是在收购代价上，毕竟万盛公司股权分散在众多民营企业手中，想要低价收购难度较高。当然，好在目前万盛公司业务量基本饱和，中长期看随着港区吞吐能力的增加有较大的分流风险，因此股东逢高卖出意愿应该较强。我们相信，一旦价格谈拢，该收购即有望迅速实施，甚至有可能先于集团资产收购。

表6. 日照显桥与岚山万盛股权结构

显桥公司	股权比例	万盛公司	股权比例
股份公司	75.38%	股份公司	26%
海鑫钢铁	6.89%	香港晋瑞国际	26%
莱芜钢铁	5.91%	山东国际信托	21%
济南钢铁	4.92%	青岛泰达投资	11%
邯鄲钢铁	4.92%	日照德兴贸易	11%
济源钢铁	1.98%	山西煤运集团晋中南公司	5%

资料来源：公司资料，东海证券研究所

5. 盈利预测

我们对公司盈利预测主要假设如下：

1) 吞吐量假设见下表：

表7. 日照港股份吞吐量假设（单位：万吨）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
铁矿石	7,520	9,972	11,282	12,782	14,389	15,634	17,001	18,214
+/- %		32.6%	13.1%	13.3%	12.6%	8.7%	8.7%	7.1%
内贸	874	763	844	889	936	986	1,039	1,094
外贸	6,646	9,209	10,438	11,894	13,453	14,648	15,963	17,120
—岚山万盛	1,763	1,391	1,450	1,555	1,561	1,567	1,573	1,581
内贸	23	41	50	55	61	67	73	81
外贸	1,739	1,350	1,400	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
—股份公司	5,758	8,581	9,832	11,227	12,828	14,067	15,428	16,633
内贸	851	722	794	834	876	919	965	1,014
外贸	4,906	7,859	9,038	10,394	11,953	13,148	14,463	15,620
——昱桥	5,658	8,235	9,242	10,329	11,545	12,379	13,268	14,138
内贸	813	598	600	624	649	675	702	730
外贸	4,845	7,637	8,642	9,705	10,896	11,704	12,566	13,408
煤炭	1,764	2,172	2,280	2,581	2,925	3,804	6,586	8,818
+/- %		23.1%	4.9%	13.2%	13.3%	30.1%	73.1%	33.9%
内贸	1,407	1,345	1,480	1,701	1,957	2,739	5,415	7,530
外贸	357	827	800	880	968	1,065	1,171	1,288
镍矿	408	699	769	880	1,008	1,105	1,213	1,331
内贸	31	27	30	30	30	30	30	30
外贸	377	672	739	850	978	1,075	1,183	1,301
水泥	252	169	174	184	194	204	204	204
内贸	4	3	4	4	4	4	4	4
外贸	249	166	170	180	190	200	200	200
铝矾土	640	272	300	315	331	347	365	383
其他	432	1,153	1,268	1,395	1,507	1,627	1,725	1,828
吞吐量	11,016	14,438	16,073	18,138	20,352	22,722	27,094	30,779
+/- %		31.1%	11.3%	12.8%	12.2%	11.6%	19.2%	13.6%
扣除岚山	9,253	13,047	14,623	16,583	18,792	21,155	25,521	29,198
+/- %		41.0%	12.1%	13.4%	13.3%	12.6%	20.6%	14.4%

资料来源：公司资料，东海证券研究所

- 2) 费率方面，假设 2010 年开始执行表 2 中的新费率，未考虑后续调整；
- 3) 成本方面，综合考虑吞吐量增长、单位短倒成本下降、西二期改为自营全年成本下降、西三期一季度末转固以及新投资 7 亿元购买土地使用权等因素，预期 2009-2011 年毛利率将分别达到 30.76%、37.65%、38.39%；
- 4) 营业税金比率维持不变，管理费用率小幅下降；
- 5) 财务费用方面，尽管石臼南港区建设项目及岚山港南作业区 2 个泊位扩建项目短期可以资本化，但由于购买土地使用权及西三期借款利息不再资本化，2010 年的财务费用预期将上升近 4000 万元；
- 6) 所得税率 25% 不变；

综上，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元和 0.41 元，业绩增速分别为 48.2%、17.9%。

表8. 日照港财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表						资产负债表					
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,202	1,684	2,149	2,530	2,840	货币资金	310	193	638	25	28
减: 营业成本	910	1,186	1,488	1,577	1,749	应收和预付款项	262	520	475	689	613
营业税金及附加	41	58	71	83	94	存货	72	104	117	117	143
营业费用	-	-	-	-	-	其他流动资产	-	-	-	-	-
管理费用	41	53	56	61	65	长期股权投资	81	154	197	250	306
财务费用	50	56	64	101	88	投资性房地产	-	-	-	-	-
资产减值损失	1	7	-	-	-	固定资产和在建工程	3,973	4,630	5,178	7,050	6,822
加: 投资收益	15	33	43	53	56	无形资产和开发支出	33	33	33	733	719
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	其他非流动资产	-	-	-	-	-
其他经营损益	-0	-0	-	-	-	资产总计	4,731	5,634	6,638	8,864	8,631
营业利润	175	358	512	760	899	短期借款	280	390	-	1,579	958
加: 其他非经营损益	-0	-0	-	-	-	应付和预收款项	162	436	270	461	310
利润总额	175	357	512	760	899	长期借款	1,473	1,696	1,696	1,696	1,696
减: 所得税	7	77	117	177	211	其他负债	40	98	98	98	98
净利润	167	281	395	583	688	负债合计	1,955	2,619	2,064	3,833	3,062
减: 少数股东损益	-12	19	40	57	67	股本	630	1,261	1,511	1,511	1,511
归属母公司股东净利润	179	262	355	526	621	资本公积	1,317	708	1,708	1,708	1,708
现金流量表						留存收益	590	788	1,058	1,458	1,929
经营性现金净流量	317	426	489	867	938	归属母公司股东权益	2,537	2,757	4,277	4,676	5,147
投资性现金净流量	-726	-628	-720	-2,800	-	少数股东权益	239	258	298	355	422
筹资性现金净流量	717	102	676	1,320	-935	股东权益合计	2,776	3,015	4,574	5,031	5,570
现金流量净额	309	-100	445	-613	3	负债和股东权益合计	4,731	5,634	6,638	8,864	8,631

资料来源: 东海证券研究所

6. 估值与投资建议

我们分别采用相对估值和绝对估值方法。

1) 相对估值

我们统计了 A 股主要的港口上市公司, 其中剔除了部分拥有重组预期而估值偏高的公司。以 2 月 8 日收盘价计算, 目前港口上市公司对应 2010 年业绩的平均 PE 为 31.7 倍。

表9. A 股港口上市公司相对估值

股票代码	公司简称	收盘价	EPS(元)		PE (倍)	
			2009E	2010E	2009E	2010E
000905	厦门港务	8.90	0.15	0.16	59.3	55.6
600317	营口港	7.81	0.17	0.20	45.9	39.1
601008	连云港	7.05	0.17	0.21	41.5	33.6
600018	上港集团	5.39	0.18	0.21	29.9	25.7
600190	锦州港	6.24	0.12	0.16	52.0	39.0
000088	盐田港	7.93	0.38	0.42	20.9	18.9
000022	深赤湾A	14.79	0.70	0.82	21.1	18.0
600717	天津港	11.93	0.40	0.50	29.8	23.9
		平均			37.6	31.7

资料来源: Wind, 东海证券研究所

若以 2010 年 30 倍 PE 估值, 对应公司合理股价为 10.47 元。

2) 绝对估值

我们的主要假设如下:

无风险利率 R_f 取 3%, 市场组合报酬率 R_m 取 10.5%, β 系数取 1.07, 债务资本成本 K_d 取 6%, 债务资本比重 W_d 取 30%, 有效税率 25%, 对应的 WACC 为

9.07%。在此基础上，假定永续增长率为 **2%**，采用 **DCF** 方法计算的公司合理股价为 **9.42** 元。

表10. DCF 估值敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
5.63%	18.79	19.33	19.96	20.70	21.58	22.65	23.95	25.57	27.63	30.32	33.97
6.19%	16.11	16.52	16.99	17.55	18.20	18.98	19.92	21.06	22.49	24.30	26.67
6.81%	13.80	14.11	14.47	14.88	15.37	15.94	16.63	17.45	18.46	19.71	21.30
7.49%	11.79	12.03	12.30	12.61	12.98	13.40	13.90	14.50	15.22	16.10	17.20
8.24%	10.04	10.22	10.43	10.66	10.94	11.25	11.62	12.06	12.58	13.21	13.98
9.07%	8.51	8.65	8.80	8.98	9.19	9.42	9.70	10.02	10.40	10.86	11.40
9.97%	7.16	7.27	7.39	7.53	7.68	7.86	8.06	8.30	8.58	8.91	9.30
10.97%	5.99	6.07	6.16	6.26	6.38	6.51	6.66	6.84	7.04	7.28	7.57
12.07%	4.95	5.01	5.08	5.15	5.24	5.34	5.46	5.59	5.74	5.92	6.12
13.28%	4.03	4.08	4.13	4.19	4.26	4.33	4.42	4.51	4.63	4.75	4.90
14.60%	3.23	3.26	3.30	3.34	3.39	3.45	3.51	3.59	3.67	3.76	3.87

资料来源：东海证券研究所

综合以上两种估值方法，我们给予公司 **9.42** 元的目标价，对应 **2010** 年 **27** 倍 **PE**。相比最新收盘价，公司股价存在 **33%** 的上涨空间。

我们认为，公司发展战略清晰，兼具内涵式、外延式增长空间，随着未来煤炭、油品货种的兴起有望继续保持良好的成长性，具备较高的长期投资价值，属于攻守兼备的品种。基于公司优质的基本面以及目前股价存在相对低估的事实，首次给予公司“买入”的投资评级。预期一季度业绩大幅预增有望提供充足的股价催化剂，建议投资者重点关注。

7. 风险提示

- 1) A 股市场系统性风险;
- 2) 宏观经济二次探底导致公司实际业务量及提价效果低于预期。

附注:**一、行业评级**

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122