

日照港（600017）：成长性最佳 发展潜力最大

买入（维持）

交通运输/港口

当前股价：7.21 元

报告日期：2009 年 2 月 23 日

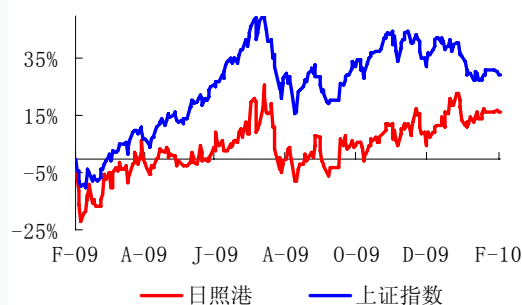
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,684	2,334	2,795	3,161
(+/-)	40.1%	38.6%	19.8%	13.1%
营业利润	358	514	657	733
(+/-)	104.3%	43.7%	27.8%	11.5%
归属于母公司 的净利润	281	401	512	571
(+/-)	67.6%	42.8%	27.8%	11.5%
每股收益（元）	0.17	0.24	0.32	0.36
市盈率（倍）	41.6	29.7	22.4	20.1

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	151,010/126,059
流通市值（亿元）	90.89
每股净资产（元）	2.68
资产负债率（%）	43.64

股价表现（最近一年）



天相基础能源组

联系人——孟昊琳

010-66045558 menghl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 在上篇调研简报中，我们对公司的吞吐量增速、集疏运系统、提价执行效果等进行了简要的分析，在此次深度报告中，我们将进一步就集团资产的盈利能力、少数股东权益收购、山东地区钢铁企业未来产能规划三方面进行重点分析。

- 目前公司铁矿石泊位紧张，煤炭泊位利用率不足。今年一季度西港区三期投产后，铁矿石产能瓶颈有望缓解；目前公司煤炭泊位产能利用率不足50%，随着新荷兗日线电气化改造将于2010年完成、晋中南煤炭外运通道2013年底全线贯通，公司将成为晋中南地区重要的煤炭出海口，煤炭吞吐量有望达1亿吨规模，煤炭泊位利用率将有所提高。未来煤炭吞吐量增长有望成为公司业绩新的亮点。

- 提价对公司业绩影响。公司2009年12月宣布对2010年装卸费率进行提价，根据我们的测算，此次提价增加2010年营业收入1.78亿元，扣除营业税、所得税影响，增加EPS0.09元，占2010年预测EPS0.33元的27%。

- 集团资产盈利能力。集团目前有粮食、木片、木材、集装箱以及盈利能力较强的原油仓储中转基地、10万、30万吨级原油码头等资产。根据港区规划，2020年集团吞吐量将达到6亿吨，港区建设资金需求较大，未来油码头资产有望先期注入上市公司，以缓解港区建设的资金压力。根据测算，原油仓储、1个10万吨级原油码头、1个30万吨原油码头三项资产的年净利润可占股份公司2010年净利润的26.2%，有望成为继铁矿石后，公司另一主要效益支柱。但若未来资产收购价格过高，公司业绩有被摊薄的风险。

- 少数股东权益收购。我们预计昱桥公司2009年全年少数股东损益为3773万元；拟收购的岚山万盛公司74%的股权对应净利润全年1.16亿。2009年预计两公司目标股东损益为1.54亿元。公司拟分别投入3亿元来完成上述股东权益的收购，对应09年收购PE为9倍、3倍，若能按照计划金额完成相应收购，将明显增厚公司业绩。

- 山东地区钢铁企业未来产能规划。据统计，2009年山东地区重点大中型钢企完成粗钢产量5057万吨，同比增长6.4%，而山东省政府2009年下发的《山东省钢铁工业调整振兴规划》目标任务是：到2011年全省粗钢产量控制在5000万吨左右。所以我们认为至少从政策规划上讲，粗钢总产量不会下降。从实际情况看，各个钢企减产、限产动力不足，政策执行效果有限。

- 即使山东地区总产能不会有较大增长，但济钢、莱钢、青钢产能搬迁、布局逐渐向沿海地区、日照钢铁基地转移，使得原来青岛港、烟台港的铁矿石和钢材吞吐量将部分转移至日照港，所以我们认为日照港2010-2013年铁矿石增速在15%左右是合理的。
- **盈利预测与估值。**总体来看，公司在国内港口中成长性最佳，发展潜力最大。在不考虑资产注入情况下，预计2009-2011年每股收益分别为0.24元、0.32元和0.36元，目前股价对应2010市盈率为22.5倍，大大低于行业平均34倍水平。我们认为给予公司30-32倍PE是较为合理的估值水平，合理股价应在9.6-10.24元左右，未来股价仍有30%-42%的上涨空间，我们维持“买入”评级。

目 录

1. 公司简介	5
1.1 股权结构.....	5
1.2 战略定位为散杂货大港.....	5
1.3 铁矿石和煤炭为主要货种.....	6
1.4 矿石泊位紧张 煤炭泊位利用率不足	7
2. 主要竞争优势	8
2.1 自然条件优越.....	8
2.2 腹地资源丰富.....	8
2.3 集疏运便捷通畅.....	9
3. 提价执行情况	11
4. 集团资产情况	12
4.1 原油码头盈利能力.....	12
4.2 原油储罐盈利能力.....	13
4.3 资产注入的风险.....	14
5. 少数股东权益收购	14
5.1 昱桥和岚山万盛公司简介.....	14
5.2 盈利能力.....	15
6. 山东钢企产能及规划	15
7. 盈利预测与估值	16
7.1 假设条件.....	16
7.2 估值与评级.....	21

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	5
图表 2: 2009 年公司各货种吞吐量占比	6
图表 3: 2009 年公司内、外贸吞吐量占比	6
图表 4: 2009 年 1-11 月全国沿海港口累计货物吞吐量同比增速	6
图表 5: 公司主要泊位情况.....	7
图表 6: 近期主要项目投产时间及设计吞吐能力.....	8
图表 7: 公司腹地区域.....	8
图表 8: 腹地主要煤矿.....	9
图表 9: 腹地主要钢铁企业.....	9
图表 10: 新荷兗日线 and 晋中南煤炭货运通道.....	10
图表 11: 晋中南煤炭货运通道线路图.....	11
图表 12: 调整前后的名义装卸费率.....	11
图表 13: 费率调整对收入影响测算.....	11
图表 14: 费率调整对 2010 年 EPS 的影响.....	12
图表 15: 集团油码头资产权益比例和投产时间.....	13
图表 16: 项目投资金额及折旧.....	13
图表 17: 10 万吨、30 万吨原油码头盈利能力分析.....	13
图表 18: 240 万立方米原油储罐盈利能力分析	14
图表 19: 昱桥与岚山万盛股权结构.....	15
图表 20: 昱桥和岚山万盛 09 年盈利情况.....	15
图表 21: 2009 年腹地重点大中型钢铁企业粗钢产量	16
图表 22: 吞吐量假设.....	18
图表 23: 分货种包干装卸费率.....	19
图表 24: 包干费中扣除铁路取送车费、港口建设费、保安费后的实际费率.....	19
图表 25: 装卸收入和港务管理收入.....	19
图表 26: 盈利预测表.....	20
图表 27: 日照港历史 PE 水平.....	21
图表 28: 日照港历史 PB 水平.....	21
图表 29: 港口类上市公司估值与评级.....	22

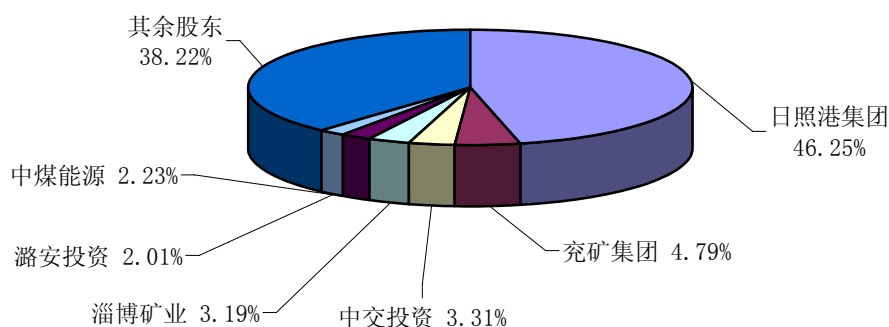
1. 公司简介

1.1 股权结构

公司是由日照港集团为主发起人，联合兖矿集团、中煤能源、淄博矿业、山西潞安矿业、山西晋城无烟煤矿业于 2002 年 7 月成立。公司于 2006 年 10 月在上交所上市，2009 年 8 月定向增发，募集资金 12.8 亿元。

目前公司总股本 15.1 亿股，日照港集团持股 46.25%，兖矿集团、淄博矿业集团、和中煤能源等腹地煤炭企业是其重要的战略参股股东。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告、天相投顾

1.2 战略定位为散杂货大港

根据交通部发布的《全国沿海港口布局规划》，确定日照港专业化煤炭、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港、集装箱运输支线港的布局。

2009 年国务院公布的《钢铁产业调整和振兴规划》明确指出，结合济钢、莱钢、青钢压缩产能和搬迁，对山东省内钢铁企业实施重组和淘汰落后产能，推动日照钢铁精品基地建设。根据规划，山东将集中在日照建设一个临海钢铁精品基地，内陆地区一律不再核建新增生产能力的钢铁项目。规划建设规模 2000 万吨，其中新建项目规模 1500 万吨，分两期建设：一期建设 1000 万吨，二期建设 500 万吨；保留日照钢铁公司 500 万吨钢生产能力，统一纳入日照钢铁精品基地规模。

以新增产能 1500 万吨计算，在不考虑国产矿的替代作用条件下，需进口铁矿石 2400 万吨，精品钢基地的建设将进一步催生铁矿石、钢材、焦炭等货种吞吐量增长约 5000 万吨。

在山东半岛蓝色经济区的规划中，明确表示将着力形成“一区三带”的发展格

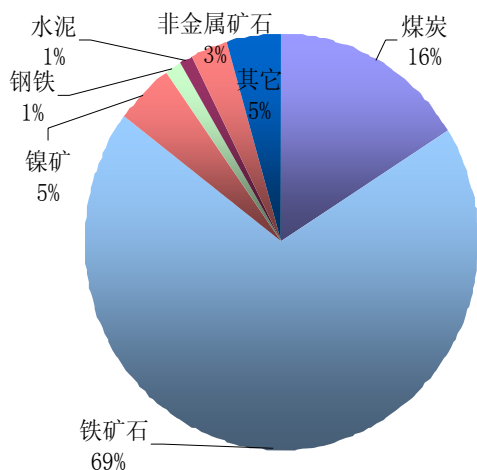
局。其中的“第三带”是构建以日照精品钢基地为重点的鲁南临港产业带。

1.3 铁矿石和煤炭为主要货种

2009 年公司铁矿石吞吐量占比约为 69%，煤炭吞吐量占比约为 16%，是装卸的主要货种。

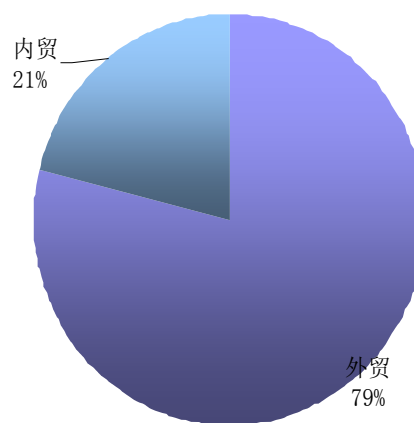
公司 2009 年完成货物吞吐量 1.44 亿吨，同比增长 31%；其中铁矿石完成 9972 万吨，同比增长 31%，一举超过青岛成为全国铁矿石进口第一大港；其中煤炭完成 2172 万吨，同比增长 33%。2009 年 1-11 月全国规模以上港口货物吞吐量增速为 8%，公司货物吞吐量大幅高于全国沿海水平。

图表 2：2009 年公司各货种吞吐量占比



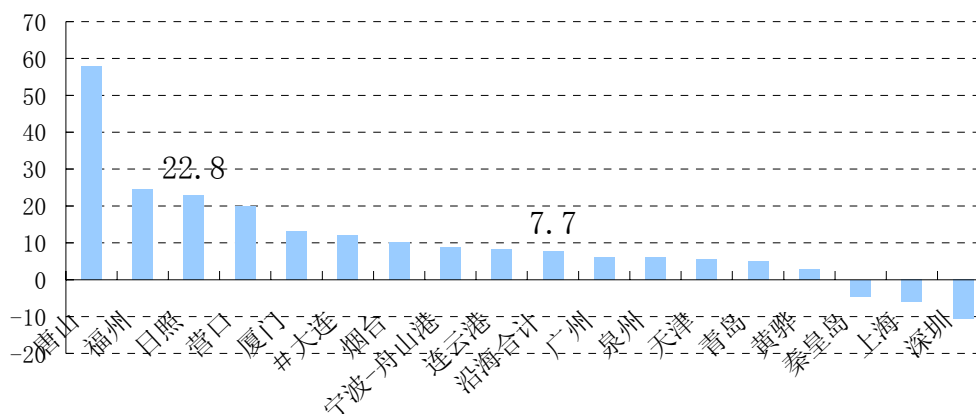
来源：公司资料、天相投顾

图表 3：2009 年公司内、外贸吞吐量占比



来源：公司资料、天相投顾

图表 4：2009 年 1-11 月全国沿海港口累计货物吞吐量同比增速



来源：交通部、天相投顾

1.4 矿石泊位紧张 煤炭泊位利用率不足

公司拥有国内最大的 20 万吨级、30 万吨级矿石专业泊位各 1 个、承担矿石装卸作业的通用泊位 9 个，是国家矿石运输系统第一层次港口。但目前港口铁矿石接卸能力仍不能满足需求，港口外锚地船舶等待数量较多，造成了一定的业务流失。

今年一季度西港区三期将投产，铁矿石产能瓶颈有望缓解。公司投资的西港区三期工程包括建设 2 个 5 万吨级、3 个 3.5 万吨级通用泊位以及配套设施和装卸机械设备，并新建堆场面积 120 万平方米。主要货种为：镍矿、铝土矿、钢材等，设计年吞吐量 622 万吨。大型船舶可在专业码头上减载后，到通用散杂货泊位上继续进行装卸，未来铁矿石接卸量增长仍值得期待。

公司拥有 10 万吨级煤炭专业泊位两个，5 万吨级煤炭专业泊位 1 个。目前煤炭泊位设计吞吐能力约为 5000 万吨，2009 年实际完成 2314 万吨，产能利用率不足 50%。随着新荷兖日线电气化改造将于 2010 年完成、晋中南煤炭外运通道 2013 年底全线贯通，公司将成为晋中南地区重要的煤炭出海口，煤炭吞吐量有望达 1 亿吨规模，煤炭泊位利用率将有所提高。未来煤炭吞吐量增长将有望成为公司业绩新的亮点。

公司有 3 个散装水泥专业泊位，年中转能力 1000 万吨。是全国最大的散装水泥中转基地。

图表 5：公司主要泊位情况

货种	港区泊位	泊位数量	靠泊能力（万吨）	港区	堆场面积（平方米）
铁矿石	20万吨矿石专用泊位	1	20	日照东区	1,000,000
	30万吨矿石专用泊位	1	30	日照东区	
	矿石装卸通用泊位	9	0.5-6	日照东、西区	-
	岚山万盛公司	3	5	岚山港区	-
煤炭	10万吨级泊位	2	10	日照东区	300,000
	5万吨级泊位	1	5	日照东区	
	岚山5#泊位	1	0.5	岚山港区	
	岚山6#泊位	1	1	岚山港区	-
	西港区二期工程	1	7	日照西区	400,000
		2	5	日照西区	
水泥	专业水泥中转泊位	3		日照东区	
其他	通用泊位	4	0.5-6	日照东区	-
	西港区二期工程	1	7	日照西区	400,000
		2	5	日照西区	
	西港区三期工程	2	5	日照西区	1,200,000
		3	3.5	日照西区	
	改扩建岚山港区南作业区8#、12#泊位	1	10	岚山港区	-

来源：天相投顾

图表 6：近期主要项目投产时间及设计吞吐能力

设计吞吐量（万吨）	2009E	2010E	2011E	2012E
西港区二期	310			
西港区三期		622		
改扩建日照岚山港区南作业区8#、12#泊位	-	-	-	230
石臼港区南区焦炭码头				730

来源：公司公告、天相投顾

2. 主要竞争优势

2.1 自然条件优越

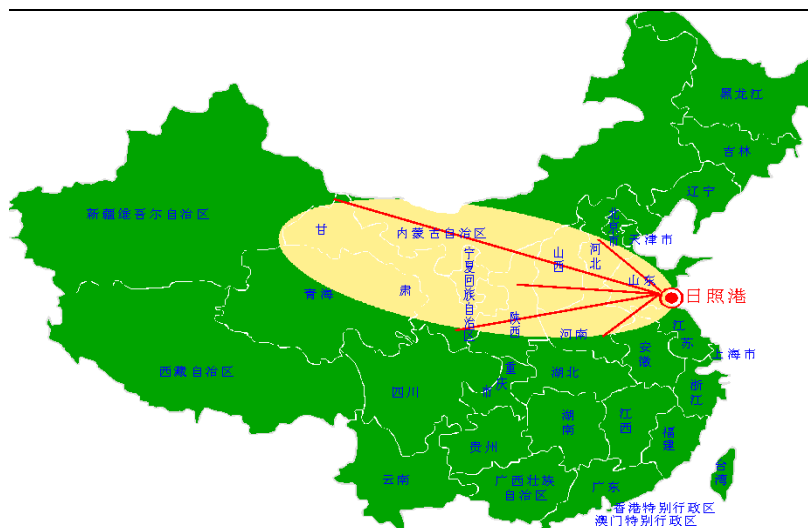
就深水良港而言，国家权威机关和业内曾有“南有北仑，北有石臼”之说。港口陆域宽广，湾阔水深，近海 1KM，自然水深达到-13M，适合建设包括 30 万吨级大型深水码头在内的各类专业性深水泊位 100 余个，为我国名副其实、不可多得的天然深水良港。规划深水岸线 24.5KM，已使用 1/3；航道短、直；历史上无台风登陆的记录。

2.2 腹地资源丰富

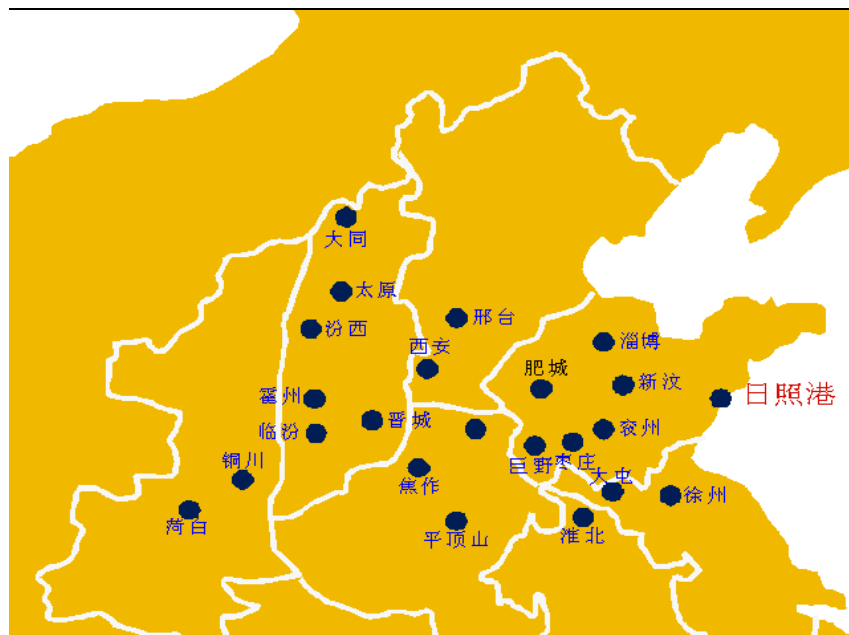
腹地煤炭资源丰富。日照港区的直接经济腹地包括山东、河南、山西、陕西和河北五省，延伸腹地可以到达内蒙古、宁夏、甘肃和青海四省。腹地内煤炭资源丰富，可开采煤炭储量占全国的 1/3，煤炭企业众多，年产能千万吨以上的近 12 家，是中国最重要的产煤区。

腹地钢铁产业发达，进口矿石需求量大。主要客户：济钢、莱钢、邯钢、海鑫、安阳、长治、日钢、龙门、武钢等。

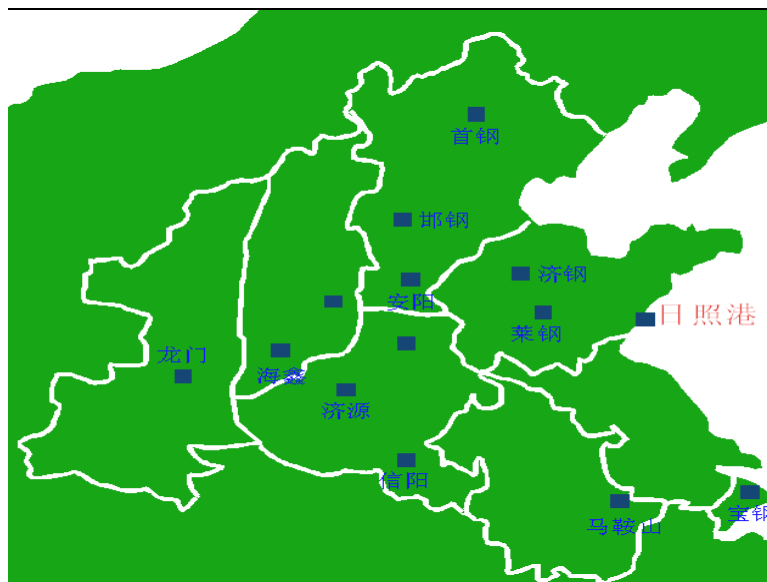
图表 7：公司腹地区域



图表 8：腹地主要煤矿



图表 9：腹地主要钢铁企业



来源：天相投顾

2.3 集疏运便捷通畅

1) 新荷究日线铁路 2010 年完成电气化改造后, 运输能力将由原来的 1 亿吨增长

- 2) 晋中南煤炭外运通道已于 2009 年底开工建设, 预计 2013 年底全线贯通, 年运输能力 2 亿吨, 公司将成为晋中南地区重要的煤炭出海口。
- 3) 根据山东“四纵四横”铁路网规划, 未来还将建设一条黄岛-日照-连云港的铁路, 这将有助于扩大公司腹地范围。

预计晋中南煤炭外运通道完工后，公司煤炭吞吐量有望实现跨越式增长，煤炭吞吐量有望过亿吨；同时，煤炭入港、铁矿石出港的铁路循环运输方式不断完善，铁路部门营运成本和腹地客户的运输成本有所降低，将有效扩大腹地煤炭外运、进口铁矿石需求。

诚信源于独立，专业创造价值

图表 11: 晋中南煤炭货运通道线路图



来源：天相投顾

3. 提价执行情况

公司 2009 年 12 月宣布对 2010 年装卸费率进行提价：铁矿石内外贸费率 20.5、27.5 元，分别提 1 元；煤炭内贸费率 18.5 元，提 3 元；镍矿石 33.5 元提 2 元、水泥 23.5 元提 2 元，铝矾土 25.5 不变。

图表 12: 调整前后的名义装卸费率

	调整前费率		单位费率增加		调整后费率	
	内贸	外贸	内贸	外贸	内贸	外贸
铁矿石	20.5	27.5	1	1	21.5	28.5
煤炭及制品	18.5	29.5	3	-	21.5	29.5
镍矿	33.5		2		35.5	
水泥熟料	23.5		2		25.5	
铝矾土	25.5		不变		25.5	

来源：天相投顾

图表 13: 费率调整对收入影响测算

	2010年预计吞吐量（万吨）		单位费率增加（元）		收入增加额（万元）	
	内贸	外贸	内贸	外贸	内贸	外贸
铁矿石	800	9190	1	1	800	9190
煤炭及制品	2000	700	3	-	6000	0
镍矿	710		2		1420	
水泥熟料	173		2		346	
铝矾土	300		不变		0	
总计					17756	

来源：天相投顾

由于先前公司装卸费率相对低廉，提价后较周边青岛港、连云港相当。相比 2009 年以来铁矿石、煤炭等主要货种价格大幅上涨相比，此次装卸费率提价幅度较小，货主对此次装卸费的提升不是很敏感。从 1 月份以来作业情况来看，此次装卸费率提升执行情况较好，基本可以判断公司此次提价较为成功。

根据我们的测算，此次提价增加 2010 年营业收入 1.78 亿元，扣除营业税、所得税影响，增加 EPS0.09 元，占 2010 年预测 EPS0.33 元的 27%。

图表 14：费率调整对 2010 年 EPS 的影响

收入增加额（万元）	17756
营业税率	3%
营业税（万元）	533
利润总额增加（万元）	17224
所得税率	25%
净利润增加额（万元）	12918
股本（万股）	151010
EPS（元）	0.09

来源：天相投顾

4. 集团资产情况

集团目前有粮食、木片、木材、集装箱以及盈利能力较强的原油仓储中转基地、10 万、30 万吨级原油码头等资产。根据港区规划，2020 年集团吞吐量将达到 6 亿吨，港区建设资金需求较大，未来油码头资产有望先期注入上市公司，以缓解港区建设的资金压力。

4.1 原油码头盈利能力

首先我们先分析一下最有可能注入到公司的已投产的 10 万吨原油码头和一季度将投产的 30 万吨原油码头。

据我们了解的情况，10 万吨原油码头投资近 9 个亿，30 万吨原油码头投资近 10.8 个亿。其中 10 万吨级原油码头，2009 年已投产，预计 2010 年投产 500 万吨，充分达产后可达到 800 万吨/年。单个 30 万吨原油码头充分达产后可以达到 2000 万吨/年。

费率方面我们参考大连港 30 万吨级原油码头收费标准，大连港外贸原油名义费率 20.1 元，其中 7 元为港口建设费，实际费率约为 13.1 元，内贸原油约 12.1 元，但内贸原油比重较小，可以不予考虑。另外大连港油品板块毛利率为 56%，折旧约占成本的 25%，下面我们将参考大连港的成本结构。

通过以上费率和成本结构的假设，我们预计 10 万吨级原油码头集团每年可得净利润 3538 万元，30 万吨级可得净利润 5584 万元，合计 9122 万元，约占日照港股份公司 2010 年母公司净利润的 18%。

图表 15：集团油码头资产权益比例和投产时间

	权益比例	投产时间	合作者
10万吨级	100%	2009年四季度	-
30万吨级	50%	2010年一季度	中石化
30万吨级	50%	预计2015	中石化
30万吨级	50%	预计2015	中石油
240万立方米原油储罐	50%	2010年底或者2011年初投产	中石油、中石化等

来源：天相投顾

图表 16：项目投资金额及折旧

10万吨	投资及折旧	30万吨	投资及折旧
投资	9亿	投资	10.8亿
残值	5%	残值	5%
年限	40年	年限	40年
折旧	2137.5万	折旧	2565万

来源：天相投顾

图表 17：10 万吨、30 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 (万元)		30万吨原油码头盈利能力分析 (万元)	
	正常投产		正常投产
吞吐量(万吨)	800	吞吐量(万吨)	2000
每吨收费(元)	13.1	每吨收费(元)	13.1
营业收入	10480	营业收入	26200
营业成本	5343.75	营业成本	10260
折旧	2137.5	折旧	2565
其他运营成本	3206.25	其他运营成本	7695
毛利	5136.25	毛利	15940
毛利率	49.01%	毛利率	60.84%
期间费用	419.2	期间费用	1048
期间费用率	4%	期间费用率	4%
营业利润	4717	营业利润	14892
所得税	1179	所得税	3723
所得税率	25%	所得税率	25%
净利润	3538	净利润	11169
权益比例	100%	权益比例	50%
集团所得净利润	3538	集团所得净利润	5585

来源：天相投顾

4.2 原油储罐盈利能力

集团的 240 万立方米原油储罐将于 2010 年底或 2011 年初投产。费率方面我们

参考大连港的储罐费率。大连港的储罐采用租赁方式经营，合同每 5 年签一次，费率从 0.15-0.23 元不等，越是近期的合同费率越高，在这里我们假设每天每立方米收费 0.23 元，假设投资 29 个亿，那么集团每年可得净利润 4066 万元。约占 2010 年股份公司母公司净利润的 8.2%。

图表 18：240 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（万元）	
仓储能力（万吨）	240
每天每立方米收费（元）	0.23
年营业收入	20148
营业成本	8700
折旧	7000
其他营运成本	1700
毛利	11448
毛利率	57%
期间费用	604
期间费用率	3%
营业利润	10844
所得税	2711
所得税率	25%
净利润	8133
权益比例	50%
集团所得净利润	4066

来源：天相投顾

4.3 资产注入的风险

上述皆是集团盈利能力较强的资产。据测算，原油仓储、1 个 10 万吨级原油码头、1 个 30 万吨原油码头三项资产的年净利润可占股份公司 2010 年净利润的 26.2% 有望成为继铁矿石后，公司另一主要效益支柱。但若未来资产收购价格过高，公司业绩有被摊薄的风险。

5. 少数股东权益收购

5.1 昱桥和岚山万盛公司简介

昱桥和岚山万盛是港区铁矿石装卸的主要载体，公司分别持股 75.38%、26%。2009 年昱桥公司完成铁矿石吞吐量 8235 万吨，占 2009 年日照港区（股份公司、万盛）铁矿石吞吐量 9972 万吨的 82.58%，是港区铁矿石装卸的主要载体。岚山万盛 2009 年完成铁矿石吞吐量 1391 万吨，占港区铁矿石吞吐量的 13.95%。

图表 19：昱桥与岚山万盛股权结构

昱桥公司	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%
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%
合计	100%	合计	100%

来源：天相投顾

5.2 盈利能力

09 年中报披露，昱桥公司对应少数股东损益 1714.98 万元，我们预计 09 年全年少数股东损益为 3773 万元；岚山万盛 09 上半年净利润 7844.98 万元，公司拟收购的 74% 的股权对应净利润全年 1.16 亿。2009 年预计两公司目标股东损益为 1.54 亿元。公司拟分别投入 3 亿元来完成上述股东权益的收购，对应 09 年收购 PE 为 9 倍、3 倍，若能按照计划金额完成相应收购，将明显增厚公司业绩。

图表 20：昱桥和岚山万盛 09 年盈利情况

昱桥（万元）	2009H1	岚山万盛（万元）	2009H1
少数股东损益	1714.98	净利润	7844.98
少数股东权益比例	24.62%	其他股东权益比例	74%
昱桥公司净利润	6966	其他股东损益	5805
日照港股份持股比例	75.38%	日照港股份持股比例	26%
日照港股份所得净利润	5251	日照港股份所得投资收益	2040
	2009E		2009E
拟收购的少数股东损益	3772.96	拟收购的多数股东损益	11610.57

来源：天相投顾

6. 山东钢企产能及规划

据我们统计，2009 年山东地区重点大中型钢企完成粗钢产量 5057 万吨，同比增长 6.4%，而山东省政府 2009 年下发的《山东省钢铁工业调整振兴规划》目标任务是：到 2011 年全省粗钢产量控制在 5000 万吨左右。所以我们认为至少从政策规划上讲，粗钢总产量不会下降。

另外从实际情况来看，企业淘汰落后产能动力不足，政策执行效果有限。以 2009 年济南钢铁 4 号大高炉为例，1750 m³ 高炉变成了 3200 m³，120 吨的炼钢转炉变成了 210 吨的规模，尽管企业可能面临相应政策风险，但扩能冲动强劲。

即使山东地区总产能不会有较大增长，但济钢、莱钢、青钢产能搬迁、布局逐渐向沿海地区日照钢铁基地转移，原来青岛港、烟台港的铁矿石和钢材吞吐量将部分转移至日照港，所以我们认为日照港 2010-2013 年铁矿石增速在 15%左右是合理的。

注：山东省政府 2009 年下发《山东省钢铁工业调整振兴规划》，目标任务：到 2011 年，钢铁总量有效控制，全省粗钢产量控制在 5000 万吨左右；产业集中度显著提高，培育山东钢铁集团成为国内特大型钢铁企业集团，国际竞争力明显增强，培育 3-5 个专业化中型企业；实现产业合理布局，沿海钢铁产能达到 40%以上。

图表 21：2009 年腹地重点大中型钢铁企业粗钢产量

单位：万吨	2009年	2008年	同比%
全国合计	56784.24	50031.15	13.5
邯钢	956.38	608.64	57.1
山西海鑫钢铁有限公司	243.44	296.51	-17.9
山东钢铁集团有限公司	2131.04	2184.08	-2.4
其中：济钢集团有限公司	1050.09	1121.26	-6.4
莱芜钢铁集团有限公司	1038.26	1062.82	-2.3
青岛钢铁控股集团有限责任公司	307.89	300.19	2.6
山东泰山钢铁集团有限责任公司	246.82	246.07	0.3
山东潍坊钢铁集团公司	217.97	211.87	2.9
日照钢铁控股集团有限责任公司	991	747.21	32.6
山东临沂江鑫钢铁有限公司	123.7	0	-
山东地区合计	5056.68	4752.24	6.4%
安阳钢铁集团有限责任公司	850.31	903.92	-5.9
河南济源钢铁(集团)有限公司	258.91	253.03	2.3

来源：Mysteel、天相投顾

7. 盈利预测与估值

7.1 假设条件

- 1) 吞吐量假设：给予铁矿石未来三年 15%左右的增速；未来日照港铁矿石增量主要由股份公司来装卸；结合新荷兖日线电气化改造和晋中南煤炭货运通道的建设完工，公司煤炭吞吐量的增长将是公司未来的亮点。
- 2) 装卸费率假设：由于预期今后铁矿石不会像 09 年那样超预期增长（32.61%），以及考虑到和连云港、青岛港的竞争关系，我们这里假设未来装卸费率不变。
实际装卸费率=包干费-港口建设费-铁路取送车费-保安费；其中内贸货物港口建设费为 3 元，外贸为 7 元；铁路取送车费为 3.5 元；保安费为 0.5 元。
- 3) 装卸收入：基于以上对吞吐量和装卸费率的假设，可以做出对装卸收入的预测。
港务管理收入：我们用 08 年港务管理收入除以 08 年公司吞吐量（不含万



盛), 计算出港务管理费为 1.61 元/吨, 我们假设以后为 1.6 元/吨。

- 4) **2009 年资本开支情况。**公司 2009 年铁路认缴资本、收购西港区二期以及相关库存物资需要支付固定资产投资 11.88 亿元; 另外西港区 11#-15# 泊位门机改造工程、矿石码头二期工程项目、西港区三期建设, 合计 2009 年新增在建工程 7.1 亿元, 我们认为公司 2009 年固定资产投资+新增在建工程共需 18.98 亿元, 扣除 9 月份非公开发行募集资金 12.5 亿、经营性现金流 5 亿, 那么公司 2009 年资金缺口约有 1.5 亿元。假设以上资金缺口完全由贷款来解决, 那么财务费用将新增 900 万元, 扣除营业税的影响, 再摊薄到总股本 15 亿股, 折合每股收益减少 0.0045 元, 对 2009、2010 年业绩挤压不大。
- 5) **2010 年资本开支情况。**根据已知公告, 预计 2010 年固定资产投资 3000 万、无形资产投资 7.2 亿、新增在建工程 14.62 亿元, 共需资金 22.12 亿元。假设经营性现金流 9 个亿, 那么资金缺口 13.12 亿元。假设以上资金缺口完全由贷款来解决, 那么预计 2010 年财务费用将新增 7872 万元, 扣除营业税的影响, 再摊薄到总股本 15 亿股, 折合每股收益减少 0.04 元, 对 2010 年业绩有一定影响。
- 6) **转入固定资产:** 预计 2010 年将有 12.82 亿元转入固定资产。
- 7) **所得税率为 22%。**

图表 22：吞吐量假设

(万吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
总共铁矿石	4,517	6,217	7,520	9,972	11,440	13,029	14,856	16,957
<i>yoy</i>				32.61%	14.72%	13.89%	14.02%	14.14%
内贸	692	814	874	763	850	850	850	850
外贸	3825	5404	6646	9209	10590	12179	14006	16107
其中：万盛铁矿石	0	1003	1763	1391	1450	1450	1450	1450
内贸		11	23	41	50	50	50	50
外贸		992	1739	1350	1400	1400	1400	1400
股份公司铁矿石		5215	5758	8581	9990	11579	13406	15507
<i>yoy</i>			10%	49%	16%	16%	16%	16%
内贸		803	851	722	800	800	800	800
外贸		4412	4906	7859	9190	10779	12606	14707
其中转水			801	721	790	790	790	790
其中：昱桥铁矿石			5658	8235	8237	8237	8237	8237
内贸			813	598	600	600	600	600
外贸			4845	7637	7637	7637	7637	7637
煤炭	1744	1494	1764	2172	2700	3200	3700	4600
<i>yoy</i>			18.04%	23.17%	24.29%	18.52%	15.63%	24.32%
内贸	1077	1168	1407	1345	2000	2500	3000	3900
外贸	667	326	357	827	700	700	700	700
镍矿	17	271	408	699	710	723	726	729
内贸	0	21	31	27	30	33	36	39
外贸	17	249	377	672	680	690	690	690
水泥		401	252	169	173	183	193	203
内贸		1	4	3	3	3	3	3
外贸		400	249	166	170	180	190	200
铝矾土			640	272	300	350	400	400
其他			432	1153	1200	1200	1200	1200
吞吐量总计（含万盛）		8992	11016	14438	16523	18685	21075	24089
<i>同比</i>			22.50%	31.06%	14.44%	13.08%	12.79%	14.30%
吞吐量总计(不含万盛)		7990	9253	13047	15073	17235	19625	22639
<i>同比</i>			15.82%	41.00%	15.53%	14.34%	13.87%	15.36%

来源：天相投顾

图表 23：分货种包干装卸费率

名义费率	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
铁矿石						
内贸	20.50	20.50	21.50	21.50	21.50	21.50
外贸	27.50	27.50	28.50	28.50	28.50	28.50
煤炭						
内贸	18.50	18.50	21.50	21.50	21.50	21.50
外贸	29.50	29.50	29.50	29.50	29.50	29.50
镍矿	33.50	33.50	35.50	35.50	35.50	35.50
水泥	23.50	23.50	25.50	25.50	25.50	25.50
铝矾土	25.50	25.50	25.50	25.50	25.50	25.50

来源：公司资料、天相投顾

图表 24：包干费中扣除铁路取送车费、港口建设费、保安费后的实际费率

实际费率	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
铁矿石						
内贸	13.5	13.5	14.5	14.5	14.5	14.5
外贸	16.0	16.0	17.0	17.0	17.0	17.0
煤炭						
内贸	11.50	11.50	14.50	14.50	14.50	14.50
外贸	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
镍矿	23.00	23.00	25.00	25.00	25.00	25.00
水泥	13.00	13.00	15.00	15.00	15.00	15.00
铝矾土	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他	23.00	23.00	23.00	23.00	23.00	23.00

来源：公司资料、天相投顾

图表 25：装卸收入和港务管理收入

万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
铁矿石	70283	110260	137269	161034	188363	219792
内贸	11491	9749	11600	11600	11600	11600
外贸	58791	100511	125669	149434	176763	208192
煤炭	22601	30360	41600	48850	56100	69150
内贸	16179	15466	29000	36250	43500	56550
外贸	6421	14894	12600	12600	12600	12600
镍矿	9382	16077	17750	18075	18150	18225
水泥	4290	4290	4950	4950	4950	4950
铝矾土	9600	4083	4500	5250	6000	6000
其他	9938	26525	27600	27600	27600	27600
装卸收入	126093	191596	233669	265759	301163	345717
港务管理业务收入	14871	20875	24117	27576	31400	36222
单位港务管理费 (元/吨)	1.61	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60

来源：天相投顾

图表 26：盈利预测表

单位：万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	168,427	233,393	279,524	316,052	356,455	407,241
营业收入增长 (%)	40.08%	38.57%	19.77%	13.07%	12.78%	14.25%
主营业务毛利率 (%)	29.58%	31.99%	36.02%	37.13%	38.98%	39.15%
二、营业总成本	135,955	185,232	217,404	246,423	271,341	306,994
营业成本	118,599	158,734	178,849	198,707	217,504	247,793
营业税金及附加	5,763	7,986	9,564	10,814	12,197	13,934
资产减值损失	694	500	500	500	500	500
期间费用	10,899	18,013	28,491	36,401	41,141	44,767
其中：销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	5,284	6,535	8,298	9,116	10,431	11,832
财务费用	5,615	11,478	20,193	27,285	30,709	32,935
期间费用率 (%)	6.47%	7.72%	10.19%	11.52%	11.54%	10.99%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	3,297	3,226	3,571	3,635	2,866	2,866
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0	1
三、营业利润	35,768	51,386	65,691	73,264	87,979	103,114
营业利润增长 (%)	104.35%	43.66%	27.84%	11.53%	20.09%	17.20%
营业利润率 (%)	21.24%	22.02%	23.50%	23.18%	24.68%	25.32%
加：营业外收入	87	0	0	0	0	0
减：营业外支出	131	0	0	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	28	0	0	0	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	35,724	51,386	65,691	73,264	87,979	103,114
利润总额增长 (%)	104.22%	43.84%	27.84%	11.53%	20.09%	17.20%
减：所得税	7,664	11,305	14,452	16,118	19,355	22,685
实际所得税率 (%)	21.45%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
五、净利润	28,060	40,081	51,239	57,146	68,624	80,429
净利润增长 (%)	67.58%	42.84%	27.84%	11.53%	20.09%	17.20%
其中：归属母公司所有者净利润	26,161	36,650	48,571	54,158	65,022	76,189
母公司净利润增长 (%)	46.05%	40.09%	32.53%	11.50%	20.06%	17.17%
净利润率 (%)	15.53%	15.70%	17.38%	17.14%	18.24%	18.71%
少数股东损益	1,899	3,431	2,669	2,988	3,602	4,240
总股本 (万股)	151010	151010	151010	151010	151010	151010
摊薄每股收益 (元/股)	0.17	0.24	0.32	0.36	0.43	0.50

来源：天相投顾

7.2 估值与评级

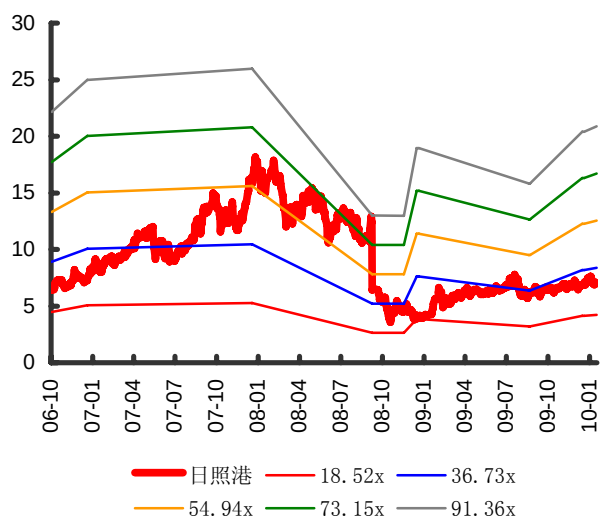
总体来看，公司在国内港口中成长性最佳，发展潜力最大。在不考虑资产注入情况下，预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.24 元、0.32 元和 0.36 元，目前股价对应 2010 市盈率为 22.5 倍，大大低于行业平均 34 倍水平。我们认为给予公司 30-32 倍 PE 是较为合理的估值水平，合理股价应在 9.6-10.24 元左右，未来股价仍有 30%-42% 的上涨空间，我们维持“买入”评级。

短期有可能刺激公司股价提升的因素包括：1) 由于预期铁矿石谈判艰难、进口铁矿石价格大幅上涨，导致钢铁厂、贸易商增加囤货，进而带来公司铁矿石吞吐量超预期增长；2) 新荷兖日线电气化改造完成后，山西南部煤炭外运需求增加，导致公司煤炭吞吐量大幅增长。

中长期来看集疏运系统的完善、山东精品钢基地的建设、集团优质资产的注入、岚山万盛、昱桥公司少数股东权益的收购都将给公司带来一定的发展机遇。

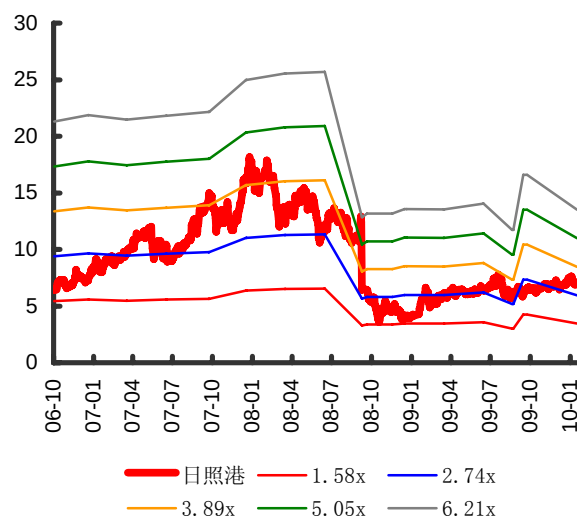
风险提示：全社会铁矿石库存已达到一个较高水平，可能对未来进口产生一定抑制作用；铁矿石、煤炭货物吞吐量低于预期。

图表 27：日照港历史 PE 水平



来源：天相投顾

图表 28：日照港历史 PB 水平



来源：天相投顾

图表 29:港口类上市公司估值与评级

代码	公司简称	股价	EPS (元)		PE (X)		PB (X) 最新	评级
			2009E	2010E	2009PE	2010PE		
600018	上港集团	5.55	0.18	0.20	30.8	27.8	3.8	中性
000022	深赤湾 A	15.03	0.68	0.81	22.1	18.6	3.5	增持
000088	盐田港	8.07	0.36	0.38	22.4	21.2	2.6	中性
600717	天津港	11.96	0.40	0.46	29.9	26.0	2.1	增持
600317	营口港	7.70	0.18	0.18	42.8	42.8	2.6	中性
600190	锦州港	6.06	0.12	0.15	50.5	40.4	2.7	中性
600017	日照港	7.21	0.22	0.31	32.8	23.3	2.7	买入
601008	连云港	7.30	0.14	0.17	52.1	42.9	2.3	中性
600575	芜湖港	18.78	0.04	0.97	469.5	19.4	12.6	增持
002040	南京港	8.58	0.05	0.07	190.7	132.0	4.0	中性
600279	重庆港九	13.71	0.12	0.18	114.3	76.2	3.8	中性
000905	厦门港务	10.00	0.14	0.17	71.4	58.8	3.5	中性
000582	北海港	16.60	0.31	0.27	53.5	61.5	8.4	中性
平均PE						33.9		

来源：天相投顾（注：股价为 2010-2-23 收盘价；求平均 PE 时我们已去除灰色区域）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002