

上市公司调研研究报告

港口

正处于快速成长期

开局吞吐增长超预期

今年前 2 月，日照港累计吞吐增长 36%，股份公司增速达到了 49%，增速高于整个港区，主要是因为去年收购西二期后增加了新的货种。行业开局高增长很大程度源于去年低基数，但日照港去年同期已处于当时历史最高水平，其高增长主要来自竞争优势的释放。全年看，高增速难以维持，但仍有望达到 20% 以上。

竞争优势成就发展潜力

优良的港口条件、强大的腹地经济和高效的输港通道是公司长期核心竞争优势。目前公司正处于高速成长期，按照计划，日照港 2020 年吞吐量将达到 6 亿吨。铁矿石、煤炭、原油三大货种随着山东精品钢基地、晋煤南运通道、和原油中转基地的建设未来发展潜力巨大。

注资预期与融资需求同在

集团有较强资产注入预期，但短期看，资产收益率相对较高的轮驳等辅助性资产，以及能够有助于缓解公司吞吐瓶颈的泊位似乎预期更高。公司权益吞吐量现已占集团 75% 以上，注资只能是锦上添花，我们应更加关注其长期发展潜力。同时公司正在推进焦炭码头、泊位改建等项目，融资需求较为迫切。

盈利预测与投资评级

2010 年，在提价和吞吐增长作用下，业绩有望出现较大增长。同时，公司在工资提升、大量资产转固作用下，成本上升的压力也较大，并会在二季度后明显显现。我们继续给予公司买入评级，一季度在吞吐高速增长、成本提升压力不大作用下，业绩将出现较大增长，成为股价上涨的催化因素。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,684.27	2,253.80	2,902.78	3,236.35
主营收入增长率	40.08%	33.81%	28.80%	11.49%
EBITDA（百万）	647.88	853.88	1,186.17	1,381.33
EBITDA 增长率	48.74%	31.80%	38.92%	16.45%
净利润（百万）	261.61	355.91	512.08	589.00
净利润增长率	46.05%	36.04%	43.88%	15.02%
ROE	9.49%	8.60%	11.26%	11.73%
EPS（元）	0.210	0.236	0.339	0.390
P/E	38.14	33.99	23.62	20.54
P/B	3.66	2.92	2.66	2.41
EV/EBITDA	18.57	16.32	12.69	10.73

日照港（600017）

维持

买入

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

021-68805057

执业证书编号：S1440207110190

当前股价：8.01 元

目标价格 6 个月：9.42 元

调研日期：2010 年 03 月 03 日

发布日期：2010 年 03 月 08 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
7.7/4.3	10.1/16.8	50.0/9.1

12 月最高/最低价（元） 7.95/0

总股本（万股） 151,010

流通 A 股（万股） 126,059

总市值（亿元） 116

流通市值（亿元） 96.56

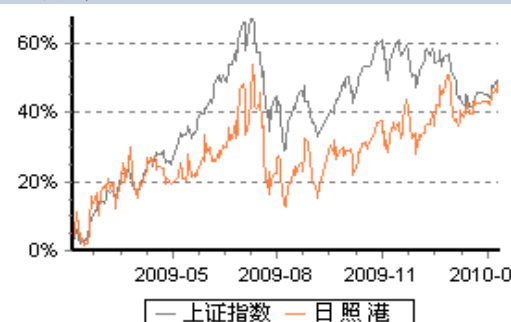
近 3 月日均成交量（万） 1,869

主要股东

中国建设银行-长城品牌优选股 1.87%

票型证券投资基金

股价表现



相关研究报告

09.12.16	日照港简评：装卸费率提升利好明显
09.10.27	日照港 2009 年三季度报简评：三季度环比增量未增利
09.08.18	日照港 2009 年中报简评：二季度业绩创历史新高

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

今年前两月增长超预期

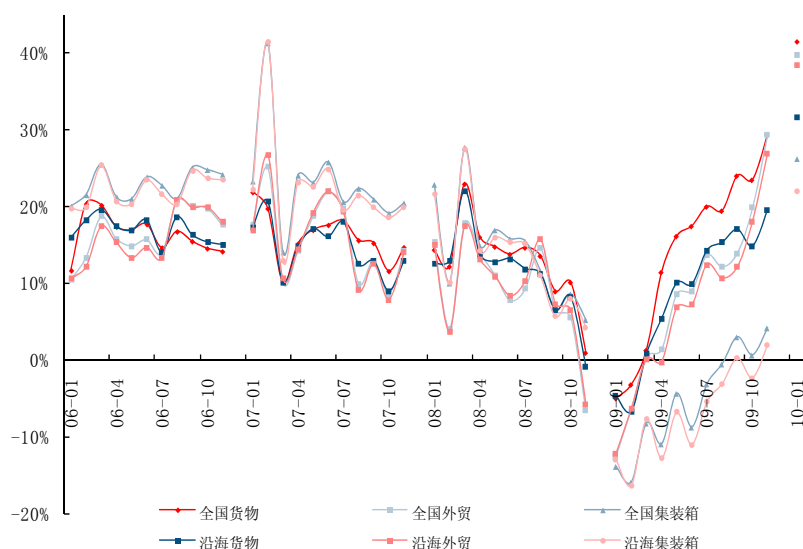
2009 年，在全国港口行业总体低迷的背景下，整个日照港实现吞吐量 1.81 亿吨，同比增长 20%，其中股份公司实现吞吐量 1.44 亿吨，同比增长 31%，成为港口行业一道亮色。股份公司 2009 年业绩大幅增长已成定局，是港口行业 2009 年唯一一个依靠主业获得利润明显增长的公司。

进入 2010 年，整个日照港区吞吐继续大幅增长。今年 1-2 月份，日照港累计完成货物吞吐量 3581 万吨，同比增长 36%。其中，金属矿石完成 2275 万吨，同比增长 41.6%；煤炭完成 484 万吨，同比增长 55.7%；集装箱完成 14 万 TEU，同比增长 11%，为确保全年完成吞吐量 2.01 亿吨奠定了坚实基础。其中股份公司前 2 月实现吞吐量 3126 万吨，同比增长 49%。股份公司吞吐量增速高于整个港区，主要是因为去年收购西二期后增加了新的货种。

前 2 月吞吐大幅增长一方面与行业复苏有关系，另一方面主要来自公司自身竞争优势的不断释放。交通部最新公布的数据显示，2010 年 1 月份，全国规模以上港口货物吞吐量完成 6.37 亿吨，同比增长 32.9%，南方港口货物吞吐量增速开始超过北方。1 月份港口货物吞吐量大幅增长，除了经济复苏拉动外，去年基数低是主要因素之一，同时去年春节也在 1 月份，长假期间运量相对减少。

从以往数据看，全国港口吞吐累计增速一般在一季度达到高点以后，会逐步走稳或者缓慢回落，从今年累计看，由于去年逐月呈提高趋势，因此累计吞吐增速会逐步明显降低。

图 1：2006 年以来港口吞吐月度同比增速



资料来源：CEIC，中信建投证券

日照港前 2 月吞吐增速超过了行业平均水平。对于日照港来说，高增长并非来自去年同期的低基数，2009 年一开始，公司吞吐量就呈现了较高水平和增速，因此日照港的高增长主要来自公司竞争优势的不断强化。

日照港的竞争优势主要来自三个方面，首先是优良的港口自然条件，湾阔水深，不冻不淤，陆域平坦宽阔，为长期港口建设和运行提供了先天优势；其次是良好的经济腹地所带来的货源吞吐需求，腹地经济总量大，增

速高，钢厂煤矿众多，为公司铁矿石、煤炭的吞吐增长提供了强有力保证；第三是高效发达的集疏运网络，装卸和集疏运的高效率，大大节省了相关各方的时间和成本，为公司装卸费率的稳步提高提供了基础。

日照港作为一个年轻的亿吨大港，目前正处于高速成长期，按照计划，日照港 2020 年吞吐量将达到 6 亿吨。对公司来讲，铁矿石、煤炭、原油三大货种随着山东精品钢基地、晋煤南运通道、和原油中转基地的建设未来发展潜力巨大。

去年，经济危机后造成的国际资源价格低迷带来的铁矿石、煤炭的国产替代成为拉动港口增长的重要力量，这一因素在今年仍然存在，今年前 2 月日照港股份铁矿石、煤炭外贸吞吐分别同比增长了 38%和 411%。对公司来讲，前 2 月 49%的吞吐增速预计难以持续，但全年仍将呈现高于平均水平的增速，预计仍可在 20%以上。

注资预期与融资需求同在

作为一个集团资产规模较大上市公司，它的资产注入一直是市场所预期的，目前所预期的注入资产主要有：木片、散粮、集装箱、石油等码头资产；昱桥、岚山万盛股份公司以外其他股东所持股份；轮驳等辅助性资产；以及集团其他能够快速形成吞吐能力的码头资产。

2009 年日照港木材吞吐量 390 万吨，其中木片 260 万吨，粮食吞吐量 518 万吨，其中大豆 383 万吨，由于吞吐量不大，盈利能力一般，这两块资产的注入有待于盈利能力的提升。目前相关的下游纸浆、粮油加工企业正在建设二期工程，届时吞吐量将会有大幅的提升。

集装箱的情况也是类似，日照港集装箱业务由集团和青岛港各占 50%股权的集装箱码头有限公司开展运作，以内贸为主，2007-2009 年年吞吐量分别为 43 万、71 万和 82 万 TEU，盈利有限。

石油是日照港未来一个重点发展的货种和利润增长所在。目前已经由集团独资建成了一个 10 万吨级原油码头，此外集团还将建设 3 个 30 万吨原油码头(2 个与中石化合资、1 个与中石油合资，各占一半股份)和 240 万立方配套原有储罐(占一半股份)，第一个 30 万吨将于 2010 年一季度投入试运行。码头全部建成后将形成年 6800 万吨的吞吐能力，盈利可观。但此项目需要 3 年以上培育期才有可能注入上市公司。2009 年日照港石油吞吐量 339 万吨，其中内外贸约各占一半。

昱桥、岚山万盛股份公司以外其他股东所持股份是目前市场注入预期较大的资产。但最新综合各方面情况看，这种预期短期可能性并不大，同时收购合作方股权也有悖于当时的招商引资初衷。但是长期看，对合作方股权的收购是要实施的。

轮驳资产也是注入预期较高的一块资产，在港口吞吐快速增长带动下，轮驳公司业绩快速增长。根据新闻报道，2010 年 1 月份，日照港轮驳公司全月共完成拖带量 1376 万吨，同比增长 33.6%，拖轮作业 1175 艘次，同比增长 7.8%，实现外揽业务收入 43.5 万元，实现利润 352.7 万元，同比增长 82.1%。目前石白和岚山港区的轮驳业务，收入、利润已较为可观。相比于其他资产，轮驳资产注入预期似乎有所增强。

此外，由于公司铁矿石吞吐能力已经饱和，集团一些能够有助于公司迅速形成吞吐能力的码头也有可能成为收购对象。

日照港目前正处于快速发展期，集团和股份公司都处于大量投入期，就股份公司而言，目前有两项目亟待资金投入。一个项目是改扩建岚山南作业区 8#、12#泊位，改建成一个 10 万吨级通用泊位，通过能力 230 万吨，投资 6.19 亿，建设期 2 年。另外一个项目是石臼港南区焦炭码头，建成 5 万、7 万吨级焦炭泊位各一个，形成通过能力 730 万吨，投资 13.8 亿元，建设期 2 年。从实际情况，第一个码头改建项目进展较快，可能会较早投产。

从股份公司和集团情况看，整个日照港区仍处于建设期，急需资金投入。对股份股份公司而言，这一现状决定了资产注入预期与融资需求同时存在。

盈利预测

假设公司 2009 年-2011 年吞吐情况如下表，其中 2009 年为已经实现数据。即预测公司 2010 年吞吐量增长 21.3%，2012 年吞吐量增长 12%。

表 1：公司吞吐量预测

单位：万吨

货类	2009A		2010E		2011E	
	吞吐量	同比%	吞吐量	同比%	吞吐量	同比%
合计	14438	31.0	17519	21.3	19621	12.0
1. 煤炭及制品	2314	28.0	2513	8.6	2814	12.0
其中：①煤炭	2172	33.0	2398	10.4	2685	12.0
②焦炭	139	-17.0	115	-17.2	129	12.0
2. 金属矿石	10689	30.0	13042	22.0	14607	12.0
其中：①铁矿石	9972	31.0	12276	23.1	13749	12.0
其中：转水	721	-10.0	1225	70.0	1372	12.0
②镍矿	699	16.0	766	9.6	858	12.0
3. 钢铁	195		768	292.7	860	12.0
4. 水泥	169	-33.0	133	-21.2	149	12.0
其中：水泥熟料	81	-24.0	0	-100.0	0	
5. 非金属矿石	420	-34.0	455	8.2	509	12.0
其中：铝矾土	272	-57.0	275	1.1	308	12.0
6. 其它	651	51.0	609	-6.5	682	12.0
万盛公司铁矿石	1391	-21.0	1571	12.9	1725	9.9

资料来源：上市公司，中信建投

同时假设西三期在今年一季度末转入固定资产，并且融资收购集团的土地使用权，工人工资在 2010 年平均提升 10%。

预测 2009-2011 年公司分别实现营业收入 22.54 亿元、29.03 亿元和 32.36 亿元，分别同比增长 33.81%、28.80% 和 11.49%。实现净利润分别为 3.56 亿元、5.12 亿元和 5.89 亿元，分别同比增长 36.04%、43.88%和 15.02%，每股收益分别为 0.24 元、0.34 元和 0.39 元。



估值与投资建议

报告日公司股价对应的 2010-2011 年动态市盈率分别为 23.62 和 20.54。从港口行业上市公司总体估值水平看，2010、2011 年全体动态 PE 算术平均为 29.39 和 25.26。散货为主港口相对估值略高，样本 2010、2011 年动态 PE 算术平均为 33.55 和 27.73。以 2010 年全样本和散货样本估值均值看公司股价在 9.96-11.37 元，以 2011 年全样本和散货样本估值均值看公司股价在 9.85-10.81 元。

表 2：港口上市公司估值情况

上市公司	股价	EPS				PE				PB		投资评级
		2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	2009e	2009e	
上港集团	5.65	0.22	0.18	0.20	0.22	25.68	31.39	28.25	25.68	3.72	3.72	中性
营口港	8.90	0.28	0.18	0.21	0.27	32.36	49.44	42.38	32.96	3.15	3.15	中性
芜湖港	18.98	0.09	0.01	0.66	0.82	210.89	1898.00	28.88	23.15	12.57	12.57	增持
天津港	12.28	0.56	0.39	0.48	0.55	21.84	31.49	25.58	22.33	2.11	2.11	中性
连云港	7.47	0.19	0.16	0.20	0.23	39.32	46.69	37.35	32.48	2.36	2.36	中性
深赤湾	15.77	1.00	0.66	0.76	0.83	15.77	23.89	20.78	18.89	3.69	3.69	中性
盐田港	8.33	0.46	0.36	0.37	0.39	18.11	23.14	22.51	21.36	2.60	2.60	中性
全体平均	11.05	0.40	0.28	0.41	0.47	52.00	300.58	29.39	25.26	4.31	4.31	
散货平均	11.91	0.28	0.19	0.39	0.47	76.10	506.40	33.55	27.73	5.05	5.05	
日照港	8.01	0.17	0.24	0.34	0.39	46.25	33.38	23.56	20.54	2.94	2.94	买入

资料来源：中信建投证券，股价为 3 月 4 日收盘价，红色为散货为主港口

DCF 估值看，在 8.83% 的资金加权平均成本和 1% 的永续增长率下，公司的估值为 9.42 元，较相对估值的价值水平略有下降。对应的 2010-2011 年动态 PE 分别为 27.79 和 24.15 倍，仍处于行业内较有吸引力的水平。我们以价格相对保守的 DCF 估值作为我们此次报告的估值。半年内继续维持前次的买入评级。

表 3：DCF 估值假设

假设	数值
第二阶段增长率	8.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	1.40%
无风险利率 Rf	3.50%
β	0.97
Rm	10.00%
Ke	9.81%
Kd	3.35%
WACC	8.83%

资料来源：中信建投证券

表 4: DCF 估值敏感性测试

WACC	长期增长率				
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
7.83%	10.44	10.96	11.56	12.25	13.06
8.33%	9.48	9.92	10.41	10.98	11.64
8.83%	8.64	9.01	9.42	9.89	10.43
9.33%	7.89	8.20	8.55	8.94	9.39
10.33%	7.22	7.49	7.78	8.12	8.49

资料来源：中信建投证券

风险分析

公司目前吞吐的货种主要为铁矿石，全球经济、特别是中国钢铁行业的波动对公司铁矿石吞吐的影响较大，并由此使公司业绩大幅脱离我们预期。

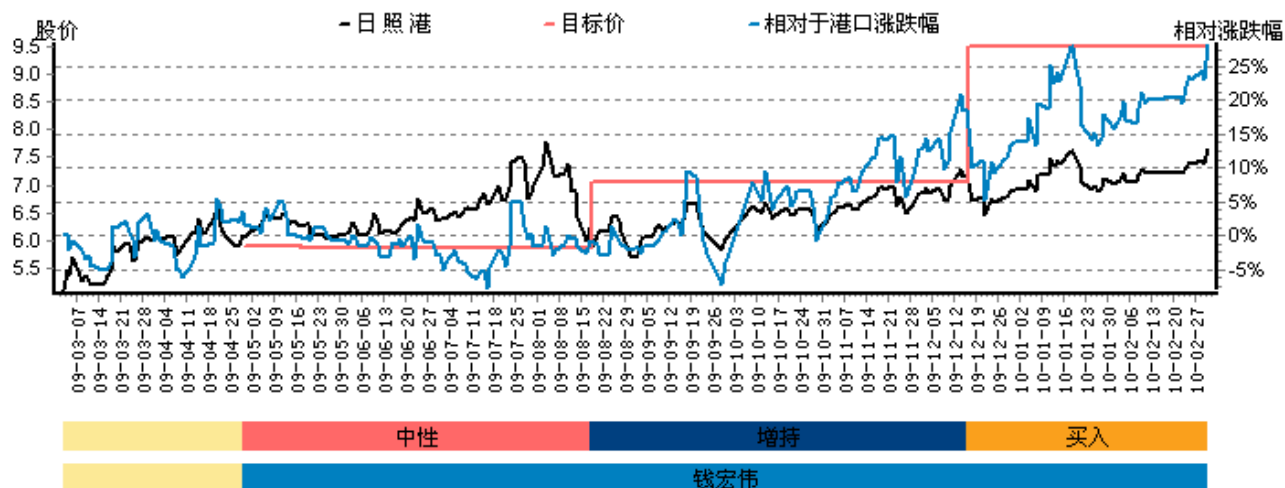


报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	1,202.38	1,684.27	2,253.80	33.81%	2,863.77	27.06%	3,193.44	11.51%
营业成本	910.10	1,185.99	1,566.53	32.09%	1,885.14	20.34%	2,061.03	9.33%
管理费用	41.03	52.84	58.60	10.90%	74.46	27.06%	86.22	15.80%
财务费用	49.62	56.15	65.20	16.11%	133.72	105.09%	160.29	19.87%
投资收益	15.37	32.97	35.00	6.17%	39.00	11.43%	38.00	-2.56%
营业利润	175.04	357.68	521.35	45.76%	711.47	36.47%	814.63	14.50%
利润总额	174.93	357.24	521.35	45.94%	711.47	36.47%	814.63	14.50%
所得税	7.49	76.64	119.91	56.46%	167.20	39.43%	191.44	14.50%
净利润	167.44	280.60	401.44	43.06%	544.27	35.58%	623.19	14.50%
归属母公司所有者的净利润	179.12	261.61	360.44	37.78%	499.17	38.49%	575.84	15.36%
NOPLAT	215.04	325.05	451.64	38.94%	646.57	43.16%	745.81	15.35%
资产负债表（百万元）								
货币资金	321.55	250.58	315.53	25.92%	400.93	27.06%	447.08	11.51%
应收帐款	196.50	396.03	432.24	9.14%	509.99	17.99%	568.69	11.51%
预付款项	2.51	8.27	16.10	94.69%	25.53	58.53%	35.84	40.36%
存货	72.44	103.72	128.76	24.13%	154.94	20.34%	169.40	9.33%
流动资产合计	655.99	874.62	1,038.16	18.70%	1,276.30	22.94%	1,427.21	11.82%
非流动资产	4,115.94	4,824.81	6,020.31	24.78%	7,459.80	23.91%	7,660.65	2.69%
资产总计	4,771.93	5,699.43	7,058.47	23.85%	8,736.11	23.77%	9,087.87	4.03%
短期借款	280.00	390.00	928.85	138.17%	1,918.40	106.54%	1,538.04	-19.83%
应付帐款	35.70	69.12	85.84	24.19%	103.30	20.34%	112.93	9.33%
预收款项	28.44	7.95	7.95	0.00%	7.95	0.00%	7.95	0.00%
流动负债合计	523.06	988.53	1,615.39	63.41%	2,648.59	63.96%	2,292.32	-13.45%
非流动负债	1,472.64	1,695.97	1,001.95	-40.92%	1,201.95	19.96%	1,401.95	16.64%
少数股东权益	239.09	258.07	299.07	15.89%	344.17	15.08%	391.53	13.76%
母公司股东权益	2,537.15	2,756.86	4,142.06	50.25%	4,541.40	9.64%	5,002.07	10.14%
净营运资本	132.94	(113.91)	(577.23)	N/A	(1,372.28)	N/A	(865.11)	N/A
投入资本IC	4,166.17	4,793.81	5,994.40	25.04%	7,542.99	25.83%	7,824.51	3.73%
现金流量表（百万元）								
净利润	167.44	280.60	401.44	43.06%	544.27	35.58%	623.19	14.50%
折旧摊销	210.92	234.05	285.33	21.91%	368.28	29.07%	418.15	13.54%
净营运资金增加	458.94	(246.85)	(463.32)	N/A	(795.05)	N/A	507.18	N/A
经营活动产生现金流	267.45	369.51	601.98	62.91%	898.16	49.20%	1,082.97	20.58%
投资活动产生现金流	(725.62)	(627.57)	(1,442.70)	N/A	(1,768.77)	N/A	(581.00)	N/A
融资活动产生现金流	717.35	102.22	905.67	786.00%	956.00	5.56%	(455.82)	N/A
现金净增（减）	259.18	(155.84)	64.95	N/A	85.40	31.48%	46.15	-45.95%



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

上海交通大学工学硕士，交通运输业高级分析师。研究过程中能够始终坚持客观理性的思路，特别注重对企业中长期发展前景的判断。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。