

港口

2010年7月2日

唐山港(601000) 上市首日预测价格区间: 6.80-8.50

发行价格偏高, 建议首日卖出
投资要点:

- ☆ 公司已建成经营泊位 18 个。钢铁、铁矿石等新货种总体吞吐能力和大吨级泊位仍显不足, 2009 年公司各泊位实际吞吐总量达到核定吞吐能力的 225.56%。
- ☆ 当前在京唐港区, 母公司不直接从事经营, 没有从事和公司形成竞争的业务。
- ☆ 公司主要经营货种为钢铁、铁矿石、煤炭, 占公司总吞吐量的 90%以上。09 年, 煤炭、矿石和钢材业务贡献的毛利占公司毛利总额的 97%, 而矿石业务贡献的毛利占总毛利的 50%, 煤炭业务占 31%, 钢材业务占 15%。可见, 矿石业务为公司最为重要的利润来源。
- ☆ 公司未来业务增长的动力在于: 泊位和航道条件改善导致货物回流; 新泊位的投用增加新的业务量; 未来有望收购母公司的资产。
- ☆ 在没有新的资产注入的情况下, 预计公司的矿石业务增速将结束高速增长, 回归到正常水平。而煤炭业务则受制于铁路运能的限制, 增速有限。
- ☆ 母公司持有首钢码头公司 60%的股权, 母公司以及首钢码头的其他股东已经做出不与上市公司进行业务竞争的承诺, 而且, 在首钢码头公司所建设的码头资产成熟时, 具有优先收购的权利。
- ☆ 预计公司 10 年-12 年每股收益为 0.34 元、0.41 元和 0.49 元, 公司发行价格为 8.20 元, 对应 10 年市盈率为 24 倍, 发行价格并不便宜, 预计公司上市首日价格区间为 6.8-8.5 元, 对应 10 年业绩, 市盈率区间为 20-25 倍。建议中签投资者首日即卖出。公司未来的经营和投资风险为: 下半年, 受宏观经济影响, 业务量增速下滑; 受到周边港口竞争, 业务量增速乏力。

研究员: 余建军

执业证书编号: S0570209030306

电话: 025-83290891

E-mail: yujjx@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

发行基本资料

发行股数(万)	20000
发行后总股本(万)	100000
发行方式	IP0
发行日期	10-06-18
保荐机构	申银万国

发行前财务数据 (2009)

每股收益(元)	0.25
每股净资产(元)	1.75
总资产(百万元)	4443
资产负债率(%)	54.9
净资产收益率(%)	14.5
每股经营性现金流(元)	0.45

主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	19.30	22.93	27.06	30.83
收入增长率%	43.3	18.8	18	13.9
净利润(亿元)	2.53	3.38	4.13	4.89
净利润增长率	59.8	33.5	22.2	18.5
EPS(元)(摊薄后)	0.25	0.34	0.41	0.49

公司简介

本次发行前，唐山港实际控制人为唐山市国资委。唐山市国资委通过唐港实业控制公司66.41%的股份，通过唐山建投控制本公司2.34%的股份，合并控制公司本次发行前68.75%的股份。本次共计发行2亿股，其中网下发行4000万股，占本次发行总量的20%，网上发行1.6亿股，占本次发行总量的80%，发行后公司总股本变为10亿股。

表：公司发行前股本结构

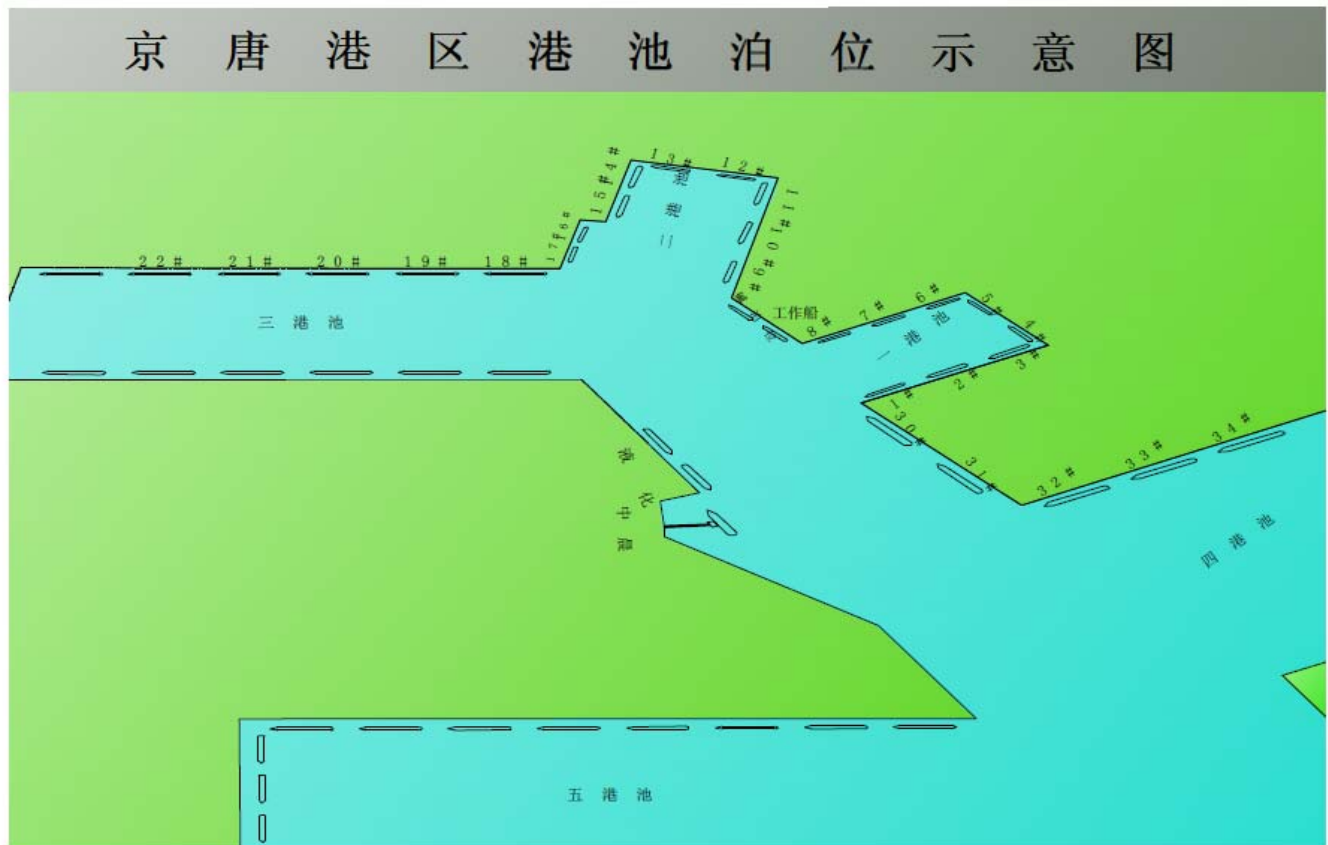
股东名称	持股数（万股）	比例（%）
唐山港口实业集团有限公司	53,128	66.41
河北建投交通投资有限责任公司	11,412	14.27
北京京泰投资管理中心	10,000	12.50
国富投资公司	1,884	2.36
唐山建设投资有限责任公司	1,872	2.34
国投交通公司	1,704	2.13
总股本	80,000	100

资料来源：招股说明书

公司已建成经营泊位18个，其中1.5万吨级煤炭专用泊位1个（6#），5万吨级矿石泊位2个（14#~15#），5万吨级和7万吨级大型散杂泊位共2个（30#~31#），4万吨级大型杂货泊位2个（18#~19#）。钢铁、铁矿石等新货种总体吞吐能力和大吨级泊位仍显不足，2009年公司各泊位实际吞吐总量达到核定吞吐能力的225.56%。

当前，公司的母公司在京唐港区只拥有10-11号集装箱泊位，以及一个碱泊位，但自己不从事经营，当前在京唐港区，母公司没有从事和公司形成竞争的业务。母公司持有60%股权的首钢码头公司，主要负责京唐港第四港池矿石、原辅料及成品泊位工程项目筹建。首钢码头公司目前并未开展生产经营活动，当前与公司不存在同业竞争。除了母公司外，首钢码头公司其他股东方也承诺保证公司未来对京唐港区投用码头资产的优先收购权，保证不进行同业竞争。

图：公司所在京唐港区泊位示意图



资料来源：招股说明书

表：公司泊位以及用途

序号	经营企业	码头泊位名称	投产年月	主要用途	泊位个数	靠泊能力(吨级)	设计能力(万吨)	核定能力(万吨)
第一港池								
1	唐港股份	1#泊位	1994.9	散水泥专用	1	35000	98	98
2	煤炭港埠公司	4#泊位	1996.12	件杂	1	15000	48	80
3	煤炭港埠公司	5#泊位	1996.12	件杂	1	15000	30	80
4	煤炭港埠公司	6#泊位	1996.12	煤炭专用	1	15000	90	310
5	唐港股份	7#泊位	1992.7	煤炭	1	15000	60	160
6	唐港股份	8#泊位	1992.7	煤炭	1	15000	60	160
第二港池								
7	唐港股份	9#泊位	2000.1	钢杂	1	35000	130	80
8	唐港股份	12#泊位	2004.7	钢杂	1	20000	45	150
9	唐港股份	13#泊位	2004.7	钢杂	1	20000	37	150
10	唐港股份	14#泊位	2003.1	金属矿石	2	50000	300	500
11	唐港股份	15#泊位	2003.1	金属矿石	2	50000	300	500
12	唐港股份	工作船泊位	2000.1	工作船	1	5000	-	-
第三港池								
13	唐港股份	16#泊位	2007.8	工作船	2	30000	-	-
14	唐港股份	17#泊位	2007.8	工作船	2	30000	-	-
15	唐港股份	18#泊位	2007.8	通用杂货	2	40000	300	300
16	唐港股份	19#泊位	2007.8	通用杂货	2	40000	300	300
第四港池								
17	唐港股份	30#泊位	2007.8	散装水泥、块煤	1	50000	300	300
18	唐港股份	31#泊位	2005.11	通用散货	1	70000	600	600
第五港池								
19	液化码头公司	液体化工泊位	试运营	液体化工品	2	5000	180	180

资料来源：招股说明书

铁矿石、煤炭和钢材为公司核心的支撑货种

公司主要经营货种为钢铁、铁矿石、煤炭，占公司总吞吐量的90%以上，2007年、2008年及2009年三大货种吞吐量占公司总吞吐量分别达到了96.12%、97.35%及97.16%。公司依托直接经济腹地钢铁产业的发展，公司的钢铁和铁矿石的吞吐量实现了快速增长。2007年、2008年及2009年三大货种实现业务收入占公司装卸堆存业务收入的比重分别达到了96.37%、96.99%及96.76%。2007年、2008年和2009年，公司钢铁吞吐量增长率分别为23.81%、2.82%和8.27%；铁矿石吞吐量增长率分别为17.21%、22.15%和65.84%。

表：公司吞吐货种以及比例

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	吞吐量 (万吨)	比例 (%)	吞吐量 (万吨)	比例 (%)	吞吐量 (万吨)	比例 (%)
钢铁	1,225.86	18.31	1,132.24	24.61	1,101.14	28.36
铁矿石	3,265.14	48.77	1,968.74	42.79	1,611.74	41.51
煤炭	2,013.40	30.08	1,377.72	29.95	1,019.17	26.25
其他货种	190.11	2.84	122.01	2.65	150.54	3.88
合计	6,694.51	100.00	4,600.71	100.00	3,882.58	100.00

资料来源：招股说明书

表：公司的矿石吞吐量在沿海港口占第九位

港口	2009 年铁矿石进口量
日照港	9,203.60
青岛港	8,512.70
天津港	8,382.70
曹妃甸港区	5,739.70
宁波港	4,281.80
舟山港	3,292.20
连云港	2,850.10
上海港	2,808.60
京唐港区（本公司）	2,679.00
湛江港	2,594.60
营口港	2,298.00

资料来源：招股说明书

目前我国北方从事煤炭输出的港口由原来的秦皇岛港、日照港等4个发展到包括天津港、京唐港在内的11个，其中大部分集中在环渤海地区。京唐港是北方沿海7个主要煤炭下水港之一，煤源来自直接腹地唐山市和间接腹地山西、内蒙古以及陕西、宁夏等。目前主要运煤干线的能力已基本饱和，铁路运煤的压力进一步加大，港口企业煤炭装卸业务发展受铁路运输的瓶颈制约非常明显。预计公司未来煤炭吞吐量将维持在1,000万吨以上。

图：公司是渤海湾主要的煤炭发运港之一

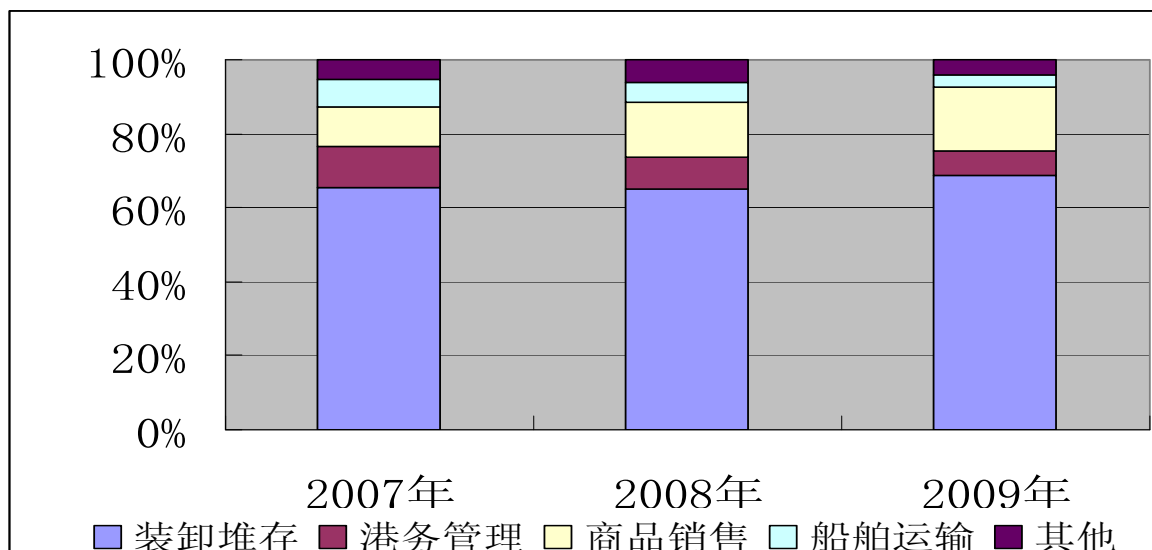
港口	2009年煤炭发运量
秦皇岛港	20,084.60
黄骅港	7,846.50
天津港	5,355.20
京唐港区	3,975.30
锦州港	1,591.20
日照港	1,158.10
青岛港	1,143.90
营口港	913.20
连云港	712.00
合计：42,780.00	

资料来源：招股说明书

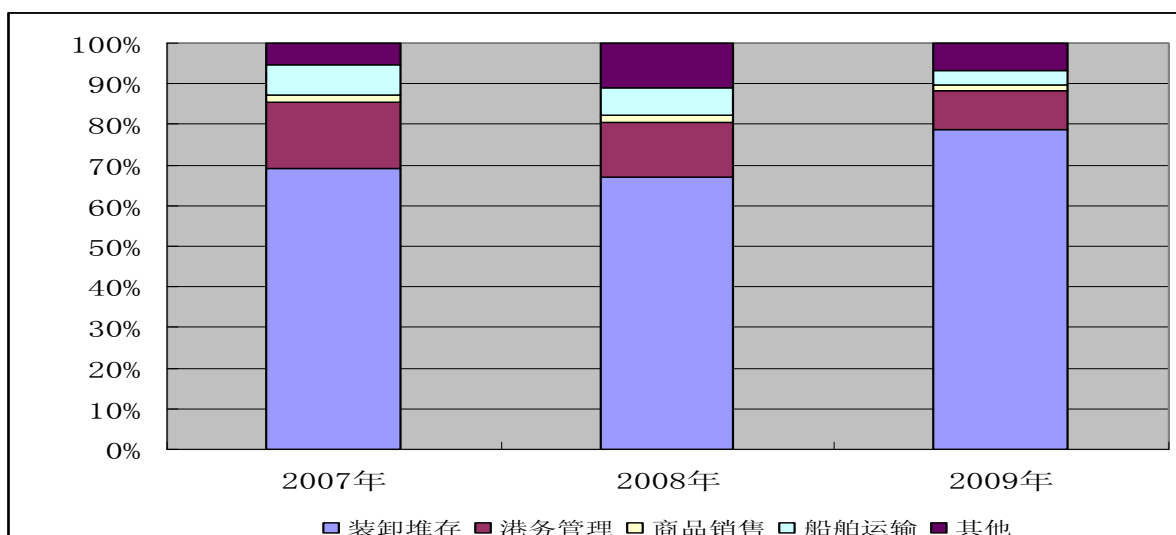
装卸堆存收入占公司收入比例达到2/3左右，而贡献的毛利比例超过了收入占比，09年贡献的毛利甚至达到了79%。公司的港务管理业务的毛利水平较高，贡献的毛利仅次于装卸堆存业务。未来装卸堆存业务仍是公司利润的最主要来源。

分货种看，09年，煤炭、矿石和钢材业务贡献的毛利占公司毛利总额的97%，而矿石业务贡献的毛利占总毛利的50%，煤炭业务占31%，钢材业务占15%。可见，矿石业务为公司最为重要的利润来源。

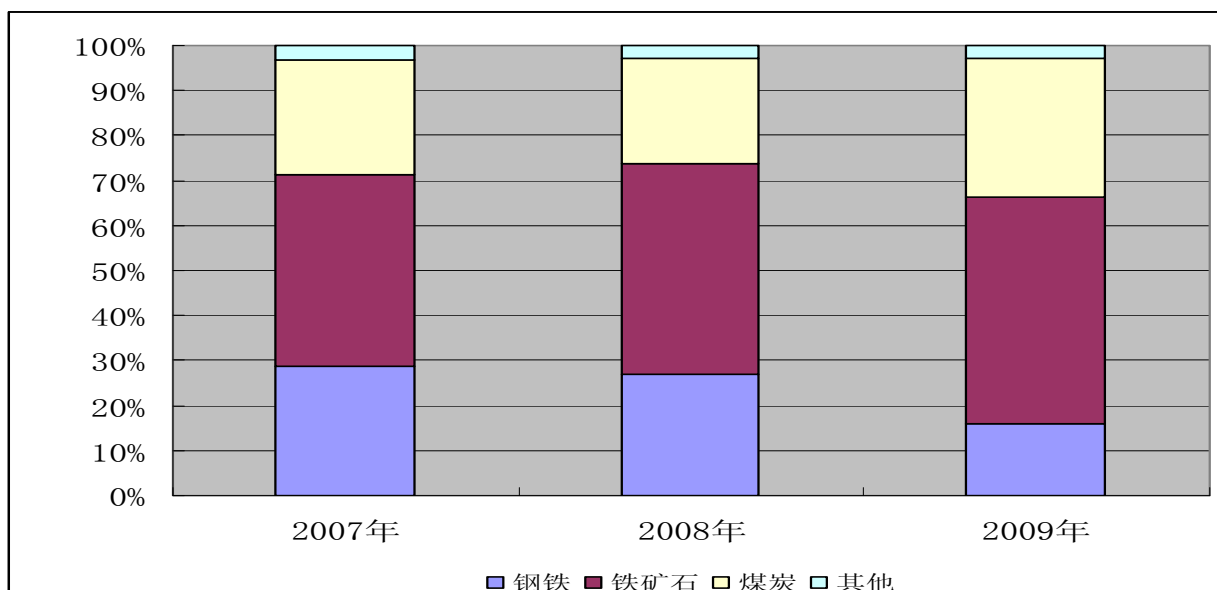
图：从收入结构看，装卸堆存业务为公司最主要的收入来源



图：从贡献的毛利结构看，装卸堆存业务为公司最主要的利润来源来源



图：公司分货种贡献的毛利结构中，矿石业务贡献的毛利占一半左右



资料来源：招股说明书

发展前景及竞争态势分析

公司泊位紧张，而且，公司所在的港区离货物需求方的陆路距离较近，这是公司的竞争优势。通过改善航道和泊位条件（2010 年2 月，10 万吨级航道已通过验收投入使用，预计20 万吨级航道将会在2011 年下半年投入使用，届时将进一步提升港区的通航能力），在短期内有望吸引货物回流，公司的货物吞吐量有望在未来几年内仍保持较快的增长。但远期看来，新增钢铁产能将基本全部坐落于深水港区附近，以方便矿石吞吐，这样，曹妃甸港区较公司有明显优势。在国家一再强调压缩钢铁行业过剩产能的政策环境下，短期内，公司腹地的钢铁产能增长有限。因此，在没有新的资产注入的情况下，预计公司的矿石业务增速将结束高速增长，回归到正常水平。而煤炭业务则受制于铁路运能的限制，增速有限。

募集资金分析

公司本次募集资金投资项目将建设20#~22#钢铁类杂货泊位，年设计通过能力560 万吨，有效靠船段长度按停靠3 艘4万 吨级杂货船设计，码头结构按照远期可停靠10万吨级船舶预留。募投项目达产期为3 年，达产率为70%、85%和100%，全部投资税后财务内部收益率为8.34%，略高于8%的港口基准收益率，投资回收期为11.5 年（含2 年建设期），投资利润率13.52%。

资产收购拓展发展空间

母公司持有首钢码头公司60%的股权，母公司以及首钢码头的其他股东已经做出不与上市公司进行业务竞争的承诺，而且，在首钢码头公司所建设的码头资产成熟时，具有优先收购的权利。

首钢码头公司拟在京唐港区第四港池北岸线东端建设1 座10 万吨级专业化矿石泊位（结构预留15 万吨级）和2 个5 万吨级原辅料及成品泊位（结构预留10 万吨级），预计总投资28.7 亿元。该工程主要为以唐山首钢宝业钢铁有限公司和首钢迁安钢铁公司为代表的腹地钢铁企业提供所需要的矿石、原辅料及成品进出口服务。预计上述码头将在2012年投入使用。若货源培育良好，则公司有可能进行收购。

投资建议—发行价格偏高，建议上市首日抛售

预计公司10年-12年每股收益为0.34元、0.41元和0.49元，公司发行价格为8.20元，对应10年市盈率为24倍，发行价格并不便宜，预计公司上市首日价格区间为6.8-8.5元，对应10年业绩，市盈率区间为20-25倍。建议中签投资者首日即卖出。

公司未来的经营和投资风险为：下半年，受宏观经济影响，业务量增速下滑，尤其是矿石业务受到负面冲击的可能性较大；受到周边港口竞争，业务量增速乏力。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	585	1128	1603	2145
现金	220	748	1136	1622
应收账款	50	76	84	98
其它应收款	8	12	13	15
预付账款	196	181	232	256
存货	88	71	96	105
其他	23	39	41	49
非流动资产	3859	3774	3799	3814
长期投资	164	160	162	161
固定资产	2890	2881	2890	2905
无形资产	547	536	525	514
其他	258	196	223	233
资产总计	4443	4901	5402	5959
流动负债	909	1029	1141	1253
短期借款	100	67	78	74
应付账款	386	529	594	685
其他	423	433	470	495
非流动负债	1529	1500	1509	1506
长期借款	1378	1378	1378	1378
其他	151	122	131	128
负债合计	2438	2529	2651	2760
少数股东权益	257	287	321	362
股本	800	1000	1000	1000
资本公积	320	120	120	120
留存收益	627	965	1310	1717
归属母公司股东权益	1748	2086	2431	2837
负债和股东权益	4443	4901	5402	5959

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	448	733	710	827
净利润	273	367	447	530
折旧摊销	217	172	178	184
财务费用	65	73	64	55
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-95	140	14	60
其它	-11	-20	7	-2
投资活动现金流	-357	-96	-201	-200
资本支出	356	100	200	200
长期投资	-13	-4	1	-0
其他	-14	0	0	0
筹资活动现金流	-216	-109	-119	-142
短期借款	100	-33	11	-4
长期借款	-137	0	0	0
普通股增加	0	200	0	0
资本公积增加	0	-200	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1930	2293	2706	3083
营业成本	1192	1375	1628	1844
营业税金及附加	61	73	86	98
营业费用	5	6	8	9
管理费用	221	275	325	370
财务费用	65	73	64	55
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	377	490	596	707
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	381	490	596	707
所得税	109	122	149	177
净利润	273	367	447	530
少数股东损益	20	29	34	41
归属母公司净利润	253	338	413	489
EBITDA	659	735	838	946
EPS (元)	0.25	0.34	0.41	0.49

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	43.3%	18.8%	18.0%	13.9%
营业利润	51.1%	29.8%	21.7%	18.7%
归属于母公司净利润	59.8%	33.5%	22.2%	18.5%
获利能力				
毛利率	38.2%	40.0%	39.8%	40.2%
净利率	13.1%	14.7%	15.3%	15.9%
ROE	14.5%	16.2%	17.0%	17.2%
ROIC	10.0%	14.4%	16.8%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	54.9%	51.6%	49.1%	46.3%
净负债比率	60.90%	57.31%	55.12%	52.80%
流动比率	0.64	1.10	1.40	1.71
速动比率	0.55	1.03	1.32	1.63
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.49	0.53	0.54
应收账款周转率	34	36	34	34
应付账款周转率	3.00	3.00	2.90	2.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.34	0.41	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.73	0.71	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.75	2.09	2.43	2.84
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00

其他	-179	-76	-131	-138	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-125	528	389	486	EV/EBITDA	2	2	2	1

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1930	2293	2706	3083
同比(%)	43%	19%	18%	14%
归属母公司净利润	253	338	413	489
同比(%)	60%	34%	22%	18%
毛利率(%)	38.2%	40.0%	39.8%	40.2%
ROE(%)	14.5%	16.2%	17.0%	17.2%
每股收益(元)	0.32	0.34	0.41	0.49
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	2	2	2	1

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。