

锦州港 (600190)

锦州港：蒙东煤炭、AB 股政策为公司未来看点

调研报告

林园远
 021-38676654
 linyuanyuan@gtjas.com
 S0880108043322

本报告导读：

锦州港股权结构中短期内将维持稳定，蒙东煤炭对公司业绩的影响需等到 2013 年。预计 2010-2011 年公司的 EPS 为 0.19、0.2 元。公司处于扩张期，成长性较好，未来赤大白铁路修建进程及 AB 股政策是公司两大股价催化因素。

投资要点：

锦州港地处渤海湾，积极扩张：锦州港是东北中部和西部、内蒙古东部、华北北部最近的出海口，其吞吐量在东北仅次于大连港、营口港。公司主要货种有煤炭、油品、粮食，已于 B 股、A 股上市，并于 09 年以每股 7.77 元的价格向大连港定向增发，融资拓展主业。目前公司仍处于扩张期，拟新建西港区 7.5 平方公里港区，迈向亿吨大港。

股权结构中短期内将保持稳定：公司第一二大股东持股相近，以及大连港试图整合公司的历史，使股权纷争关注度高。但 1.目前的股价，大股东减持意愿不强；2.大连港正欲 A 股 IPO，分身无术；3.锦州港 2.2 亿的 B 股是吸收整合壁垒；4.如不能吸收合并，则大连港增持控股锦州港的意愿将因同业竞争限制而大幅减弱。因此预计中短期内股权结构将保持稳定。

蒙东煤炭对公司业绩的影响需要等到 2013 年：中电投控股子公司中电投蒙东能源集团公司，拥有丰富蒙东煤炭资源。除用于坑口电厂外，中电投拟将煤炭资源通过赤大白铁路及锦州港，向南方电厂输送。预计可给锦州港带来 800-1000 万吨/年的煤运量，约占公司现有煤炭吞吐量的 50% 左右。但赤大白铁路及配套煤码头建成投产，需等 2013 年。

填海土地成隐性资产：公司通过围海造田拥有西部港区约 7.5 平方公里土地面积，成本低，且土地价值却因无收益而未在报表中体现。假设该地块 1/4 用于出租，租金为 7.55 万/亩，则每年的租金收入约 2 亿。

业绩预测及估值：短期公司业务将保持稳定，11 年因集装箱码头二期转固，毛利率会下行，预计 10-11 年公司 EPS 为 0.19、0.2 元。看好 2013 年赤大白铁路及公司西港区煤码头的投产、租赁，给公司带来的业绩提升，给予 30 倍 PE，目标价 5.7 元。此外，现有股权结构易受 AB 股政策变动等影响，故公司存在阶段性投资机会。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	792	739	999	1,187	1,358
(+/-)%	50.5%	-6.7%	35.3%	18.7%	14.4%
经营利润 (EBIT)	334	290	454	492	565
(+/-)%	61.6%	-13.3%	56.7%	8.4%	14.8%
净利润	164	163	293	306	351
(+/-)%	167.8%	-0.7%	79.8%	4.3%	14.8%
每股净收益 (元)	0.11	0.10	0.19	0.20	0.22
每股股利 (元)	0.03	-	-	-	-

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	57.3%	55.9%	57.9%	54.5%	55.1%
市盈率	47.4	47.7	26.5	25.5	22.2
股息率 (%)	0.6%	0.0%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

首次评级： 谨慎增持

目标价格： 5.70

当前价格： 5.11
 2010.09.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.31-6.75
总市值 (百万元)	7,981
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,562/1,044
流通 B 股/H 股 (百万股)	223/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,720
每股净资产	2.38
市净率	2.1
资产负债率	37%

52 周内股价走势图

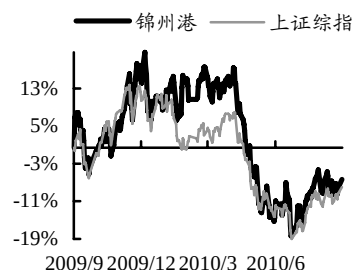
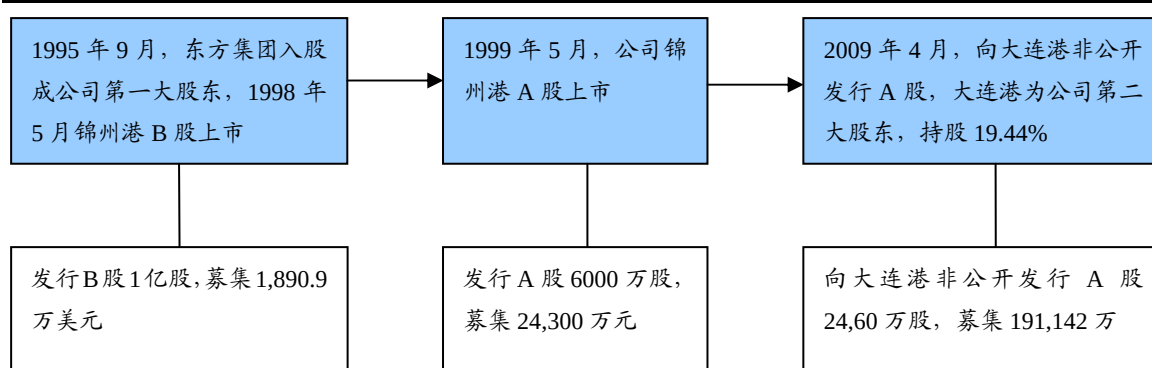


图 2：公司发展历程



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 2：定向增发后，大连港持股数与大股东只差 462.5 万股

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
东方集团股份有限公司	308,178,001	19.73
大连港集团有限公司	303,552,641	19.44
锦州港国有资产经营管理有限公司	180,000,000	11.53
中国石油天然气集团公司	118,170,000	7.57
辽宁省投资集团有限公司	36,700,000	2.35
合计	946,600,642	39.38

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 3：扩张阶段，分红有限

分红年度	现金分红的数额（含税）	分红年度的净利润
2000	315,500,000	90,827,451.00
2005	28,395,000.00	135,844,523.82
2008	39,065,535.67	164,253,659.27

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.2. 现有资产规模：拥有生产性泊位 18 个

目前，锦州港已拥有生产性泊位 18 个，其中包括 25 万吨级油泊位、10 万吨级散杂货泊位和 5 万吨级集装箱专用泊位，吞吐量在东北地区仅次于大连港和营口港。

图 3：现有资产



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1 港池共有 7 个泊位，年设计货物吞吐能力 1015 万吨，主要用途为石油、散杂货的装卸；2 港池共有 8 个泊位，年设计货物吞吐能力 2220 万吨、集装箱吞吐能力 60 万 TEU，主要用途为散杂货、集装箱的装卸

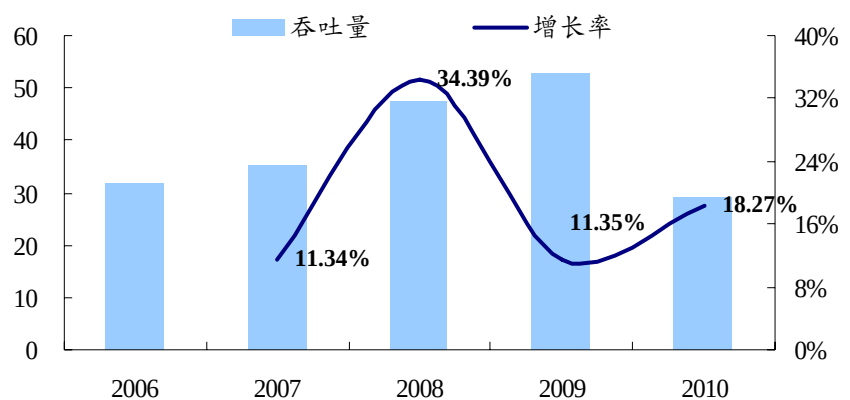
3 港池共有 1 个泊位，年设计货物吞吐能力 800 万吨，主要用途为石油的装卸

5 港池共有 2 个泊位，年设计货物吞吐能力 240 万吨，主要为油品、化工品的装卸；

1.3. 盈利模式：煤炭、油品、粮食为其主要货种

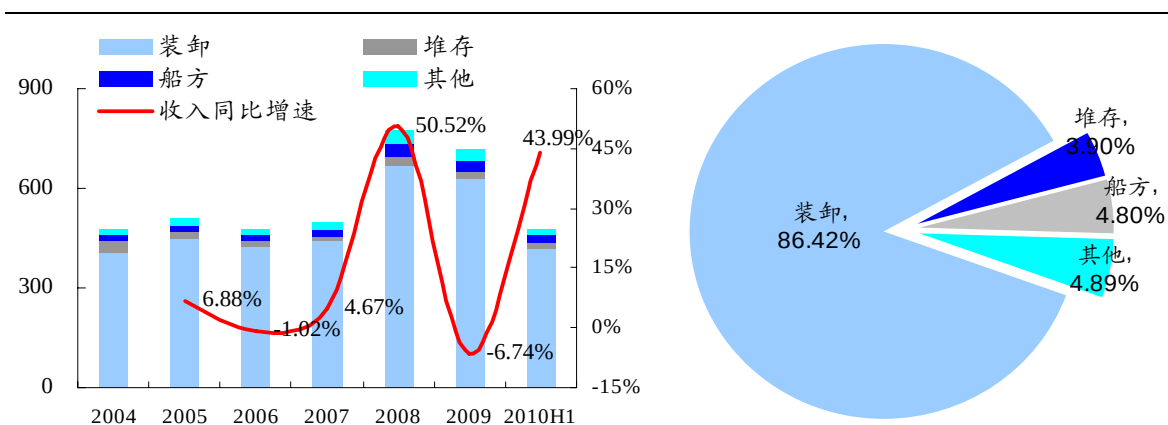
从业务模式看，货物装卸占锦州港营业收入的 85% 左右。从货种看，因锦州港腹地蒙东、东北，区域内又有年炼化能力 1100 万吨的锦州石化、锦西炼化，因此煤炭、油品、粮食为其主要装卸货种，1-7 月这 3 种货种分别约占总吞吐量 32%、18%、10%。

图 4：公司处于成长阶段，吞吐量数据逐年增长



数据来源：公司网页，国泰君安证券研究

图 5：装卸费用为营业收入的主要来源



数据来源：公司网页，国泰君安证券研究

2. 三大看点：股权纷争、蒙东煤炭、填海土地收益

2.1. 股权纷争：股权结构，中短期内将保持稳定

09 年公司向大连港成功增发后，大连港成为公司第二大股东，距控股股东（东方集团）仅差 0.3% 的股权（见表 1，合计 462.5 万股）。与此同时，一方面辽宁省政府有围绕大连港，整合港口资源的意向，另一方面，大股东东方集团涉足金融保险、建材流通等多个行业，而锦州港因非其战

略核心，近些年有被边缘化趋势。两大因素造就了锦州港股权纷争的历史，但我们认为，股权结构在中短期内仍将保持稳定，理由如下：

1、大股东短期减持意愿不强：大股东东方集团自上市起，即便在股价最高时都没有减持过公司股票，现在这个点位减持动机也不足。

2、大连港短期不会对锦州港有动作：大连港目前正在进行A股IPO项目，且，08年公司向大连港增发A股时，曾有承诺继续保证锦州港的独立经营权，因此短期内大连港不会主动收购锦州港股权。

3、锦州港B股是吸收整合的壁垒所在：锦州港拥有B股2亿多股，所以吸收合并存在一定壁垒。——2006年8月9日，锦州港因大连港拟要约收购其A、B股股票而停牌，但因收购B股存在壁垒，导致此次收购以失败告终，公司于06年9月4日复牌。

4、如不能吸收合并，则大连港A股上市后，其增持控股锦州港的意愿将因同业竞争限制而大幅减弱：大连港A股上市后，如不能对锦州港吸收合并，则增持控股导致的两者同业竞争关系，将影响双方资本市场上的继续融资，这对于资本密集型的港口行业并不有利，因此大连港的增持意愿大幅减弱。

刀刃上的平衡，无法限制阶段性机会：正因为以上4点，我们认为中短期内公司的股权结构将维持稳定，即公司将于大连港保持目前的互补合作关系（如价格联盟、货量互补）。但这一稳定无疑如刀刃上的平衡，未来无论是大连港主动或被动（东方集团抛售）增持锦州港，或者是B股政策的风吹草动，都将影响公司的股价。

2.2. 蒙东煤炭对公司业绩的影响，至少需要2年

2008年，中电投集团公司以中电霍煤、白音华煤电公司及区域为单元对蒙东资产进行整合，组建了中电投蒙东能源集团公司。其中霍林河煤田为国内五大露天煤矿之一，地质储量达到119.2 亿吨，白音华煤田探明储量高达140.7 亿吨。除用于坑口电厂外，中电投还将部分煤炭资源运往其南方沿海电厂。为此，中电投将锦州港作为其煤炭下水港，并投资建设赤峰—大板—白音华运煤专线铁路。

1. 赤峰—大板—白音华铁路已分段修建中，预计全线贯通需要2013年，通车后可给锦州港带来800-1000万吨/年的煤运量：锦赤铁路修建现已完成，赤峰—大板—白音华铁路也在分段修建中，其设计运能为1200万吨，远期2400万吨。由于目前有部分路段在地方政府批地政策上遇到阻碍，因此实际通车时间存在不确定性。考虑到铁路试运营期，预计正常情况下，该铁路正式贯通需要2-3年，预计通车初期，能给锦州港带来800-1000万吨/年的运能，约占目前公司所有货物吞吐量的15%-20%。

2. 锦州港为蒙东煤炭运输主要出海港，但码头建完投产需要2-3年：锦州港西港区建设是国家批的第四条北煤南运的港口。锦州港已与中内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司（中电投）、大唐国际发电股份有限公司、中国国电集团公司组建合资公司，共同建设锦州港专业化煤炭码头（锦州港股份有限公司为33%、内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司53%、大唐国际发电股份有限公司10%、中国国电集团公司4%），一期预计通过能力3500万吨。目前码头尚未修建，考虑到码头建设期（约2年左右）及运营期，预计该码头建设投产也需要2-3年时间。

3. 抓住蒙东煤炭机遇，在建一个锦州港：锦州港目前的煤炭码头产能利用率已经超负荷，作为蒙东煤炭主要下水港，锦州港除和中电投合作建设煤炭码头外，公司还公告了拟与华润公司合资第三港池西岸建设3-5个5万吨级煤炭专用泊位及后方煤炭专用堆场，目前该项目仍在审批中（锦州港拟出资注册资金的30%，华润电力则为70%）。

2.3. 填海土地成隐性资产

为实现“亿吨大港”的战略目标，锦州港未来将通过围海造田，大力发展其西部港区。按规划，西部港区将有7.5平方公里的土地，但开发这块土地的防波堤、挖航道等费用已经计提，吹泥沉淀、夯实地基的成本也较低，且按新规定，围海造田已不需要交土地出让金就可以换土地证，因此土地价值成为隐性资产，只用在获取相应收入的时候，才能在报表中体现出来。

根据公司历年披露的港口土地租赁费，平均租金约7.55万元（租赁给锦西石化、中储粮北方物流为特殊价），**假设7.5平方公里土地有1/4用于出租，则每年的租金收入约2亿。**

表 4：锦州港港口租赁情况

承租	出租面积 (亩)	堆存货种	租期	租金(万元)	万元/亩
2000 通辽市粮食局	70	散杂货	25	700	10
2000 葫芦岛锦丰乙烯有限公司	37.23	低温乙烯罐区	20	600	16.12
2006 中石油锦州石化	4.35	苯乙烯储罐		17.4	4
2010 中储粮北方物流	10.49475	粮食	20	0.7	0.0667

数据来源：公司网页，国泰君安证券研究

3. 积极扩张：建设西港区 7.5 平方公里

锦州港目前的港口产能利用率较高，为享受腹地经济发展，以及蒙东煤炭的增量，公司已着手挖深航道、新建西港口7.5平方公里，扩张产能。

1、油品业务：油品业务的毛利率较高，但吞吐量受制于锦州港的航道深度。目前公司已开始15万吨级航道及港池疏浚工程，提升油品装卸能力，这将有利于锦州石化、锦西炼化炼油能力的提升，进而有利于公司油品业务的发展。

2、散杂货业务：为配套蒙东煤炭的装卸，公司已与中电投子公司等三家公司合营建设的专业化煤炭码头一期工程项目（3500万吨），并拟与华润公司合资第三港池西岸建设3-5个5万吨级煤炭专用泊位及后方煤炭专用堆场。

3、集装箱业务：公司集装箱二期工程也在进行中，预计2010年度可竣工投产，交付使用。

4. 业绩预测及评级

下半年，受宏观经济调控的影响，沿海散杂货港口的吞吐量将有所下行趋势，特别是铁矿石吞吐量占比较高的港口，将直接受制于地产调控的影响。鉴于锦州港的主要货种为煤炭、油品、粮食，其中油品业务有锦州石化、锦西炼化合计1100万吨的炼油能力支持，且作为东北地区中部、

西部最近出海口，其粮食水运的刚性需求也可部分缓减北方涝灾对其影响，因此预计短期内公司业务量将保持相对稳定。

总的来说，短期公司业务将保持稳定，2011年因集装箱码头二期的转固，总体毛利率会下行；蒙东煤炭增量对公司的影响可能到2013年才能体现，预计2010-2011年公司的EPS为0.19、0.2元。

看好2013年赤大白铁路及公司西港区煤码头的投产、租赁，给公司带来的业绩提升，给予30倍PE，目标价5.7元。此外，现有股权结构易受AB股政策变动等影响，故公司存在阶段性投资机会。

表 5：港口估值表

代码	简称	最新价格（元）	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	每股收益			市盈率 PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
000582	北海港	14.56	20.69	12.19	0.31	0.31	0.39	46.97	47.03	36.95
002040	南京港	8.66	21.29	10.43	0.03	0.09	0.10	291.58	96.22	86.60
601008	连云港	6.45	34.68	34.68	0.14	0.22	0.25	46.07	29.13	25.80
000905	厦门港务	9.30	49.38	22.16	0.13	0.16	0.19	71.54	58.13	47.89
600575	芜湖港	18.87	67.14	67.14	0.01	0.66	0.98	1,887.00	28.59	19.25
600317	营口港	6.69	73.43	31.33	0.18	0.24	0.27	38.23	27.88	24.91
601000	唐山港	7.97	79.70	12.75	0.32	0.33	0.42	24.91	24.06	18.80
600190	锦州港	5.11	79.81	53.34	0.11	0.19	0.20	46.62	26.89	25.55
000088	盐田港	7.01	87.27	28.47	0.37	0.36	0.39	18.97	19.24	17.98
000022	深赤湾 A	14.42	92.97	67.02	0.65	0.87	0.94	22.18	16.53	15.27
600017	日照港	6.54	98.76	98.76	0.26	0.32	0.37	25.15	20.62	17.46
600717	天津港	9.06	151.73	78.76	0.38	0.50	0.57	23.84	18.27	15.81
600018	上港集团	4.61	967.68	967.68	0.18	0.22	0.25	25.74	20.57	18.41

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

5. 风险提示

- 1、经济增长低于预期
- 2、赤大白铁路建成时间超预期
- 3、大连港主动或被动增加锦州港持股比例：尽管大连港整合锦州港短期不会发生，股权结构保持稳定的概率大，但B股政策及大连港被动增持锦州港股权均存在不确定性。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		