



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 10 月 20 日

港口

研究部

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210060007

niedz@cicc.com.cn

中性

唐山港(601000.CH)

煤炭业务强劲, 财务费用下降, 业绩好于市场预期

主要财务信息

(百万人民币)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,347	1,930	2,596	3,087
(+/-%)	58	43	35	19
毛利	497	677	821	966
(+/-%)	45	36	21	18
营业利润	250	377	509	631
(+/-%)	14	51	35	24
归属母公司的净利润	158	253	357	443
(+/-%)	20	60	41	24
每股收益 (元)	0.16	0.25	0.36	0.44
(+/-%)	20	60	41	24
每股净资产 (元)	1.51	1.75	3.76	4.15
(+/-%)	32	16	115	10
市盈率	52.1	32.6	23.1	18.6
市净率	5.5	4.7	2.2	2.0
净资产收益率 (%)	10.5	14.5	9.5	10.7

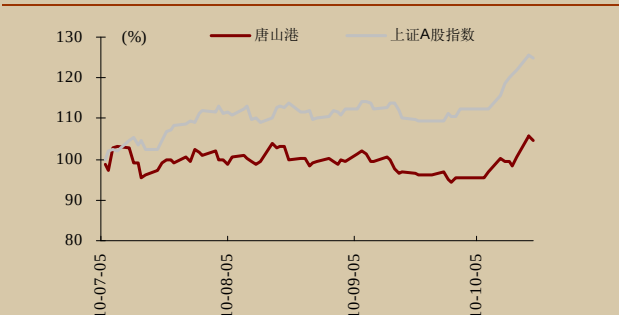
股票信息

A股
股票代码
601000.CH
股票价格
CNY 8.24
日成交量 (百万股)
11.8
52周最高价/最低价
8.56/7.4
流通股 (百万股)
200
总股本 (百万股)
1,000
总市值 (百万港币)
8,240
大股东
唐山港口实业集团有限公司 (53.13%)

最近股价走势

	近一周	近一月	近三月	年初至今
601000.CH	5.24	7.99	7.43	n.a
上证指数	5.67	15.55	21.26	n.a
中金港口指数	5.19	4.21	18.24	n.a

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

三季度业绩超出市场预期:

唐山港 2010 年前三季度净利润同比增长 31% 至 2.9 亿元 (0.29 元/股), 相当于市场全年盈利预测的 88%, 超出市场预期, 符合我们预测。三季度净利润环比增长约 5%。

正面:

- **进口煤激增, 煤炭业务量价齐升:** 1-9 月整个京唐港区的煤炭吞吐量同比增长 30%; 7-9 月同比增长 7%。1) 今年以来京唐港下水煤量较为稳定; 但进口焦煤吞吐量激增。2) 进口煤的装卸费率高于下水煤, 因此今年公司煤炭业务实现的平均费率也得以提升。3) 由于京唐港进口煤装卸绝大多数在上市公司进行, 下水煤装卸多数在非上市公司进行, 因此我们相信上市公司的煤炭总吞吐量增长快于整个港区。
- **募集资金偿还贷款, 财务费用环比下降。** 三季末长期贷款余额从二季末的 13.7 亿元降至 6.7 亿元, 三季度财务费用为上半年的 30%。

负面:

- **矿石业务受限产和周边港口竞争的影响较大, 但三季度环比回升:** 为完成“十二五”减排目标, 河北钢厂限产明显, 1-8 月京唐和曹妃甸两港的矿石吞吐量同比增长仅 0.5%。同期京唐港的矿石量同比下滑 20%, 曹妃甸则同比增长 13%, 显示出曹妃甸对京唐港的分流影响。今年以来京唐港矿石吞吐量在二季度达到最差, 7-8 月份的月度均值环比二季度上升 10%, 8 月环比 7 月上升 130% 达到今年以来最高值。

发展趋势:

预计**四季度**矿石和煤炭吞吐量环比回升。**2011 年**配煤中心投产有望带动煤炭吞吐量继续较快增长, 不过曹妃甸届时新落成的 2 个矿石泊位对京唐港矿石吞吐量会造成新的分流影响。**2012 年**的话, 大股东大型矿石泊位投产, 若在年底注入上市公司, 最多增加 5000 万元的净利润。

估值与建议:

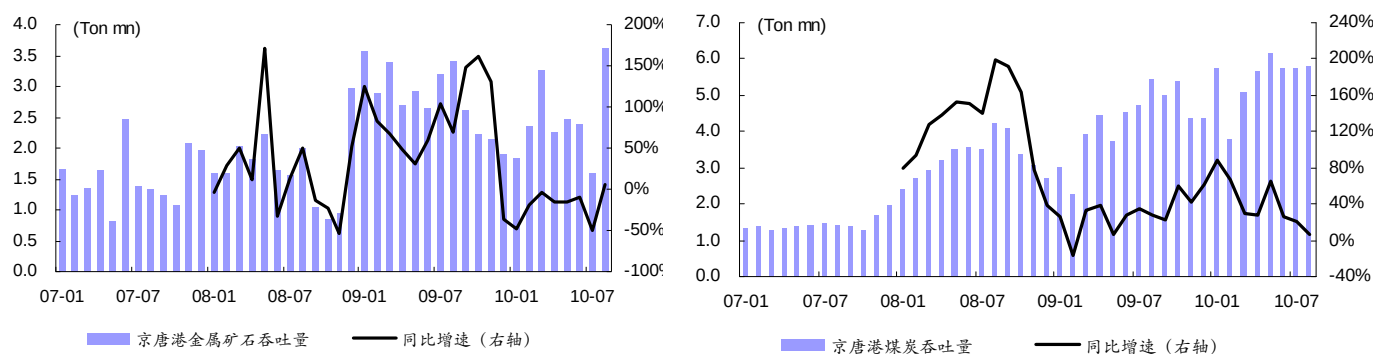
预计 2010-2011 年每股收益 0.36 和 0.44 元, 对应市盈率 23 和 19 倍。预计 2012 年前公司矿石业务增长乏力, 因此维持“中性”评级。不过我们认为公司四季度存在交易机会, 主要是考虑到: 1) 三季报超预期, 四季度吞吐量环比回升, 全年业绩有望超预期; 2) 估值低于其他散杂货港口; 3) 煤炭业务占比较高, 四季度是煤炭旺季。

图表 1: 3Q2010 业绩分析

(人民币百万元)	季度数据			前三季度数据			中金评论
	3Q09	3Q10	QoQ %	1~3Q09	1~3Q10	YoY %	
营业总收入	607	562	-7.3	1,383	1,872	35.3	煤炭吞吐量和钢材吞吐量同比增长显著，矿石吞吐量同比下滑。 通用泊位投产导致折旧增加，另外人力成本和短倒成本有所上升。
营业成本	381	335	-11.9	804	1,214	51.1	
营业税金及附加	17	17	1.9	44	52	19.8	前三季度毛利润率有所下降。 管理费用控制良好。 三季度起偿还部分长期贷款。
毛利润	209	210	0.2	536	605	12.9	
毛利率	34%	37%		39%	32%		有效税率保持不变。
管理费用	-74	-50	-32.1	-158	-147	-6.6	
财务费用	-21	-11	-44.9	-52	-49	-7.0	前三季度业绩符合我们预览时预测，但高于市场预期。
资产减值损失	-1	1		-2	-1		
投资收益	1	0	-85.4	2	7	219.8	
营业利润	115	149	29.9	326	415	27.0	
营业利润率	19%	26%		24%	22%		
利润总额	114	148	30.2	327	417	27.5	
税前利润率	19%	26%		24%	22%		
所得税	-31	-40	30.0	-89	-111	25.1	
有效税率	-27%	-27%		-27%	-27%		
少数股东权益	-7	-4	-44.5	-16	-15	-9.4	
净利润	76	105	36.7	222	291	31.1	
净利润率	13%	19%		16%	16%		
完全摊薄每股收益 (元)	0.076	0.105	36.7	0.222	0.291	31.1	

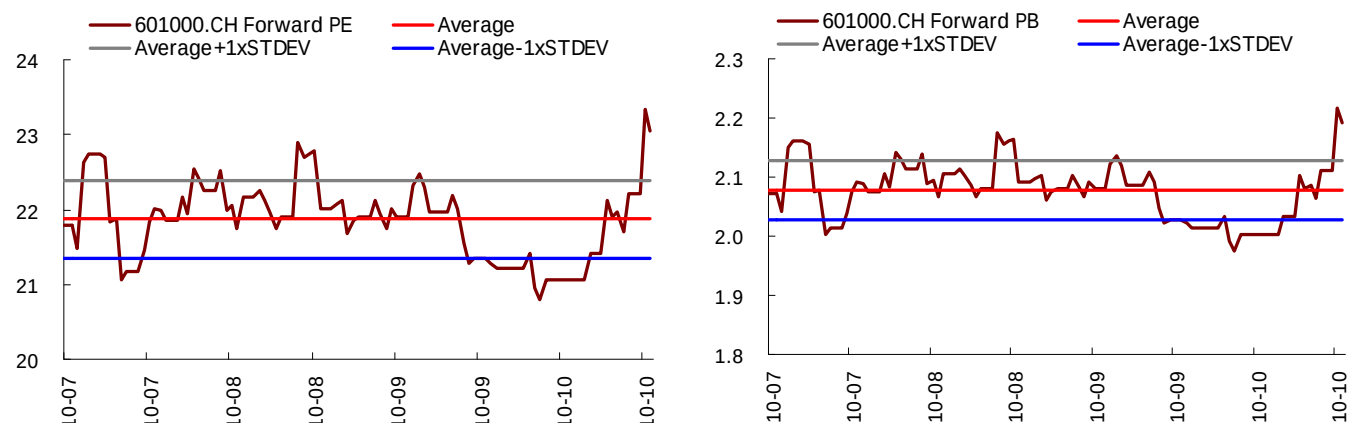
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 京唐港区金属矿石及煤炭吞吐量表现



资料来源：四海物流，中金公司研究部

图表 3: 唐山港历史 PE 和 PB 水平



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 4: 港口上市公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率(X)			市净率(X)			净资产回报率 (%)			现金分红收益率 (%)			EV/EBITDA (X)		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
香港上市港口公司																		
中远太平洋*	1199.HK	HKD	11.66	23.4	13.0	13.4	1.5	1.4	1.3	6.5	10.9	9.8	1.7	3.1	3.0	15.6	9.7	9.1
招商局国际*	144.HK	HKD	27.75	20.9	19.7	15.9	2.1	2.1	2.1	10.1	10.7	13.4	2.1	2.2	2.7	17.0	14.2	11.8
大连港* (发行A股前)	2880.HK	HKD	3.44	14.5	14.0	11.6	1.3	1.3	1.2	9.1	9.4	10.0	8.3	2.4	2.9	11.9	9.9	8.6
大连港* (发行A股后)	2880.HK	HKD	3.44	21.5	17.7	14.6	1.7	0.9	0.8	8.1	5.2	5.8	8.7	1.9	2.2	11.4	9.5	8.3
厦门国际港务*	3378.HK	HKD	1.48	17.3	13.8	11.3	0.9	0.9	0.8	5.3	6.3	7.3	3.8	4.8	5.9	6.5	5.3	4.5
平均值				23.9	17.3	14.7	1.4	1.2	1.2	6.5	7.4	8.2	3.3	2.8	3.2	12.6	9.7	8.4
中值				21.5	17.7	14.6	1.5	0.9	0.9	6.5	6.3	7.3	2.1	2.2	2.7	13.5	9.6	8.7
国内集装箱港口公司																		
上港*	600018.CH	CNY	4.72	26.3	19.7	16.9	3.1	2.9	2.7	11.7	14.6	15.8	2.0	2.7	3.1	13.6	10.7	9.4
盐田港*	000088.CH	CNY	7.23	19.6	19.9	17.6	2.2	2.0	2.0	11.5	10.6	11.3	3.0	3.0	3.4	14.9	13.8	12.1
深赤湾A*	000022.CH	CNY	14.89	22.9	16.0	14.1	3.4	3.0	2.6	14.7	18.5	18.8	2.2	3.1	3.6	10.8	8.3	7.3
平均值				22.9	18.5	16.2	2.9	2.6	2.4	12.6	14.6	15.3	2.4	2.9	3.3	13.1	10.9	9.6
中值				22.9	19.7	16.9	3.1	2.9	2.6	11.7	14.6	15.8	2.2	3.0	3.4	13.6	10.7	9.4
国内综合港口公司																		
天津港*	600717.CH	CNY	9.69	25.2	19.4	17.2	1.7	1.6	1.5	6.6	8.1	8.5	1.0	1.3	1.5	11.9	10.1	9.0
宁波港*	601018.CH	CNY	4.05	29.3	24.5	20.9	3.7	2.1	1.9	12.6	8.4	9.2	2.0	1.2	1.4	19.8	16.4	13.6
国内散杂货港口公司																		
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.66	35.6	25.7	21.8	2.8	1.9	1.8	7.8	7.5	8.3	0.0	1.2	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
营口港*	600317.CH	CNY	6.81	38.4	34.2	26.1	2.3	2.1	2.0	5.9	6.2	7.5	1.5	0.0	0.0	14.3	13.4	12.4
锦州港*	600190.CH	CNY	5.17	49.5	32.3	34.3	2.3	2.1	2.0	4.6	6.6	5.9	0.5	0.7	0.7	18.4	14.3	12.8
连云港*	601008.CH	CNY	6.66	48.8	33.4	29.6	2.1	2.0	1.9	4.3	6.0	6.5	0.5	0.7	0.7	20.0	15.0	13.8
唐山港*	601000.CH	CNY	8.24	32.6	23.1	18.6	4.7	2.2	2.0	14.5	9.5	10.7	2.4	0.9	1.1	12.7	10.6	9.2
厦门港务	000905.CH	CNY	8.54	44.9	35.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				40.0	30.6	22.8	2.6	1.9	1.8	8.1	7.6	8.2	1.0	1.0	1.2	16.0	13.0	11.5
中值				37.0	29.0	21.8	2.3	2.0	1.9	7.2	7.8	8.4	0.8	1.0	1.2	14.7	13.4	12.4
国内港口公司平均值				37.4	29.0	22.1	2.8	2.2	2.0	9.4	9.6	10.2	1.5	1.5	1.7	15.2	12.5	11.1
国内港口公司中值				34.1	25.1	20.9	2.5	2.1	2.0	9.7	8.3	8.9	1.7	1.2	1.4	14.3	13.4	12.1

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 主要盈利预测假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
吞吐能力 (百万吨)						
散杂货		29.7	29.7	35.3	35.3	35.3
合计		29.7	29.7	37.1	37.1	37.1
吞吐量 (百万吨)						
矿石	16.1	19.7	32.7	32.3	35.6	38.4
YoY %		22%	66%	-1%	10%	8%
钢材	11.0	11.3	12.3	13.7	15.4	16.9
YoY %		3%	8%	12%	12%	10%
煤炭	10.2	13.8	20.1	27.2	32.6	38.5
YoY %		35%	46%	35%	20%	18%
其他	1.5	1.2	1.9	2.3	2.5	2.6
YoY %		-19%	56%	20%	10%	5%
合计	38.8	46.0	66.9	75.5	86.1	96.4
YoY %		18%	46%	13%	14%	12%
利用率		155%	226%	204%	232%	260%
有效费率 (元/吨)						
矿石	17.3	18.6	18.4	18.5	18.7	18.9
YoY %		8%	-1%	1%	1%	1%
钢材	20.8	23.9	20.4	20.6	20.9	20.9
YoY %		15%	-14%	1%	1%	0%
煤炭	22.2	19.7	22.2	23.3	24.2	25.0
YoY %		-11%	13%	5%	4%	3%
其他	18.4	23.1	22.8	26.3	28.9	28.9
YoY %		26%	-1%	15%	10%	0%
综合平均	19.6	20.4	20.0	20.9	21.5	21.9
YoY %		4%	-2%	4%	3%	2%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6：历史和预测的财务指标

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润表						
营业收入	850	1,347	1,930	2,596	3,087	3,435
营业成本	480	806	1,192	1,693	2,024	2,256
营业税	28	44	61	82	98	109
毛利润	342	497	677	821	966	1,070
减去：销售费用	1	3	5	7	9	9
减去：管理费用	119	170	221	260	309	326
减去：财务费用	5	70	65	51	25	6
减去：资产减值损失	(0)	1	9	2	-	-
加上：投资收益	2	(4)	1	8	8	8
营业利润	220	250	377	509	631	736
加上：营业外收支净额	7	4	4	4	4	4
利润总额	226	254	381	513	636	741
净利润	146	192	273	385	477	556
归属母公司净利润	132	158	253	357	443	516
股本数量	600	800	800	1,000	1,000	1,000
资产负债表						
现金和银行存款	330	345	220	1,269	1,362	1,970
流动资产总额	663	518	585	1,771	1,956	2,628
固定资产	1,409	2,440	2,890	2,929	3,256	3,028
在建工程	165	525	206	585	187	287
总资产	2,570	4,189	4,443	6,122	6,222	6,744
短期借款	-	-	100	100	100	100
流动负债总额	869	858	909	1,146	1,325	1,454
长期借款	242	1,515	1,378	778	278	178
总负债	1,186	2,436	2,438	2,075	1,753	1,783
净资产	1,145	1,510	1,748	3,761	4,150	4,602
现金流量表						
经营现金流量	149	191	448	777	846	905
投资现金流量	(310)	(1,416)	(357)	(726)	(174)	(127)
筹资现金流量	205	1,239	(216)	998	(579)	(169)
现金净流入（流出）	45	15	(125)	1,049	93	608
财务比率						
同比增长率						
营业收入		58%	43%	35%	19%	11%
毛利润		45%	36%	21%	18%	11%
归属母公司净利润		20%	60%	41%	24%	17%
利润率						
毛利率	40%	37%	35%	32%	31%	31%
净利率	15%	12%	13%	14%	14%	15%
杠杆比率						
利息支出保障倍数	27.0X	3.3X	4.9X	7.9X	18.7X	86.1X
杜邦分析						
净利率	15%	12%	13%	14%	14%	15%
总资产周转率	33%	32%	43%	42%	50%	51%
杠杆率	224%	277%	254%	163%	150%	147%
净资产收益率	11%	10%	14%	10%	11%	11%
摊薄每股指标（元/股）						
每股收益	0.13	0.16	0.25	0.36	0.44	0.52
每股现金分红	0.26	0.02	0.20	0.07	0.09	0.10
每股经营现金流	0.15	0.19	0.45	0.78	0.85	0.90
每股净资产	1.14	1.51	1.75	3.76	4.15	4.60

资料来源：公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (8628) 8612-8188
传真: (8628) 8444-7010



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。