

唐山港：高弹性、低估值的散杂货港口

——深度调研报告

报告关键点：

- 假设公司年内完成增发收购首钢码头60%股权，预期2011-2013年EPS分别为0.40元、0.60元和0.73元，未来三年业绩复合增速30%，是弹性最大的港口公司。
- 目前A股市场散杂货港口2012年平均PE 20倍，公司2012年动态PE仅13倍，估值处于板块低位。

报告摘要：

- 京唐港：背靠钢铁大省的散杂货港口。**公司港口装卸业务经营地点为唐山京唐港。京唐港区位于唐山市东南80公里处的唐山海港开发区境内，背靠京津唐经济区。2010年公司货物吞吐量7475万吨，其中铁矿石、钢铁、煤炭分别为2954万吨、1480万吨和2742万吨，占比分别为40%、20%和37%。依托腹地钢铁产业快速发展驱动，2008-2010年公司货物吞吐量年均增长25%，净利润年均增长35%。
- 铁矿石业务：大型泊位投产揭开成长新篇章。**2011年9月随着母公司新建20万吨级矿石泊位投产注入，公司将具备接卸大型铁矿砂船的能力，预期将有3500万吨铁矿砂从周边港口回流至京唐港，同时2011-2012年公司50公里内直接腹地地区每年将新增1000万吨钢铁产能。在周边港口铁矿石回流和腹地新增钢铁产能的双重驱动下，预期2011-2013年铁矿石吞吐量增速将分别达到50%、100%和10%。此外，公司铁矿石接卸价格较周边港口低2-7元左右，首钢码头投产将给公司带来提价契机，预计提价幅度10%左右。量价齐升将驱动公司2011-2013年铁矿石装卸收入年复合增速达到50%以上。
- 钢材业务：国内第三大钢材下水港。**京唐港距河北省内主要钢厂较天津港更近，2010年4月随着公司新建20#-22#通用泊位投产，部分钢材开始回流京唐港。2011-2012年京唐港直接腹地地区每年将新增钢铁产能1000万吨左右，预计1/3左右钢材产量将通过港口下水。预期未来2-3年京唐港钢材吞吐量增速将保持在15%以上，高于整个河北省钢铁产量增速。
- 煤炭业务：焦煤增长迅速，大秦分流稳定。**大秦线分流的下水煤，以及腹地企业进口焦煤各占公司煤炭吞吐量的一半。受焦煤进口快速增长驱动，2008-2010年公司煤炭吞吐量年均增长40%。在国内焦煤供需缺口较大的背景下，预期未来几年公司进口焦煤吞吐量仍将保持高增长。此外，公司计划与开滦煤矿在港区合作建设一个2000万吨的焦煤配煤中心，计划两年之后投产，将为公司煤炭业务的长期发展提供有力支撑。
- 高弹性、低估值的散杂货港口，买入—A评级。**假设公司年内完成增发收购首钢码头60%股权，预期2011-2013年全面摊薄的EPS分别为0.40元、0.60元和0.73元，未来三年业绩复合增速30%，是弹性最大的港口公司。目前A股市场散杂货港口2012年平均PE 20倍，公司2012年动态PE仅13倍，估值处于板块低位。考虑公司良好的成长性，给予2012年18倍PE，目标价10.80元，“买入—A”评级。
- 风险提示：**京唐港所处的环渤海区域港口较多，竞争激烈。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,929.9	2,556.9	3,159.6	4,462.7	5,073.7
Growth(%)	43.3%	32.5%	23.6%	41.2%	13.7%
净利润	253.0	343.9	450.1	679.8	832.0
Growth(%)	59.8%	36.0%	30.9%	51.0%	22.4%
毛利率(%)	38.2%	33.4%	34.7%	38.0%	39.0%
净利润率(%)	13.1%	13.5%	14.2%	15.2%	16.4%
每股收益(元)	0.25	0.34	0.40	0.60	0.73
每股净资产(元)	2.01	3.75	3.76	4.34	5.06
市盈率	31.5	23.2	20.1	13.3	10.9
市净率	4.0	2.1	2.1	1.8	1.6

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级：-

目标价格：

10.80 元

期限：6 个月 上次预测：

现价（2011 年 04 月 12 日）：7.97 元

报告日期：

2011-04-13

总市值(百万元)	7,880.00
流通市值(百万元)	1,576.00
总股本(百万股)	1,000.00
流通股本(百万股)	200.00
12 个月最低/最高	7.01/8.88 元
十大流通股东(%)	10.08%
股东户数	46,789

12 个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.40)	(2.44)	1.72
绝对收益	0.25	3.68	0.00

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

前期研究成果

《唐山港：成长中的散杂货港口——新股分析报告》

2010-06-16

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 京唐港：背靠钢铁大省的散杂货港口	4
1.2. 公司是京唐港主要码头运营商	4
2. 铁矿石业务：大型泊位投产揭开成长新篇章	6
2.1. 全国粗钢产能向河北集中，河北增速领先全国	6
2.2. 京唐港是承接河北钢铁产业向沿海转移的三大港口之一	7
2.3. 腹地新增产能+周边港口回流，未来 3 年矿石装卸量年复合增长 50%	8
2.4. 大型泊位投产带来提价良机	8
3. 钢材业务：国内第三大港口下水港	9
4. 煤炭业务：焦煤增长迅速，大秦分流稳定，	10
5. 投资建议：买入-A 评级，目标价 10.80 元	12
5.1. 公司业绩预测	12
5.2. 公司估值具吸引力	13

图表目录

图 1: 京唐港区位置图.....	4
图 2: 公司货物吞吐量构成.....	5
图 3: 2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%.....	5
图 4: 2008-2010 年公司净利润年均增长 35%.....	5
图 5: 河北粗钢产量增速领先全国, 产量占全国比重呈上升趋势.....	6
图 6: 京唐港和曹妃甸港铁矿石吞吐情况比较 (单位: 万吨)	7
图 7: 公司铁矿石吞吐量预测.....	8
图 8: 公司钢材吞吐量预测.....	10
图 9: 中国焦煤进口情况.....	11
图 10: 公司煤炭吞吐量预测.....	11
表 1: 京唐港和曹妃甸港铁矿石泊位比较.....	7
表 2: 首钢码头业绩预测.....	9
表 3: 公司货物吞吐量预测 (合并首钢码头矿石量)	12
表 4: 公司装卸费率预测 (假设自 9 月 1 日起铁矿石装卸费率每吨上调 2 元)	12
表 5: 公司业绩预测主要结果 (假设增发 1.35 亿股, 年内完成首钢码头 60% 股权的收购)	12
表 6: 可比港口公司估值水平.....	13

1. 公司概况

1.1. 京唐港：背靠钢铁大省的散杂货港口

公司港口装卸业务经营地点为唐山京唐港。京唐港区位于唐山市东南 80 公里处的唐山海港开发区境内，地处渤海湾北岸，背靠京津唐经济区。京唐港区陆路运输条件良好，唐港铁路专用线与国家铁路网的京山、京秦、大秦、京包、京原、包兰等铁路相连并辐射至全国；唐港高速公路与京沈、唐津、唐山外环高速在唐山境内形成“X+0”型高速公路网，与全国高速公路网相连。

京唐港主要经济腹地河北省是我国第一大钢铁产地，钢铁产量占全国 25% 左右，而直接经济腹地唐山市则集中了河北省 60% 左右的钢铁产能。受腹地钢铁产业支撑，京唐港钢材发运量位居全国沿海港口第 3、进口铁矿石吞吐量位居全国沿海港口第 9、煤炭发运量位居全国港口第 4、焦煤进口量位居全国港口第 1。

图 1：京唐港区位置图



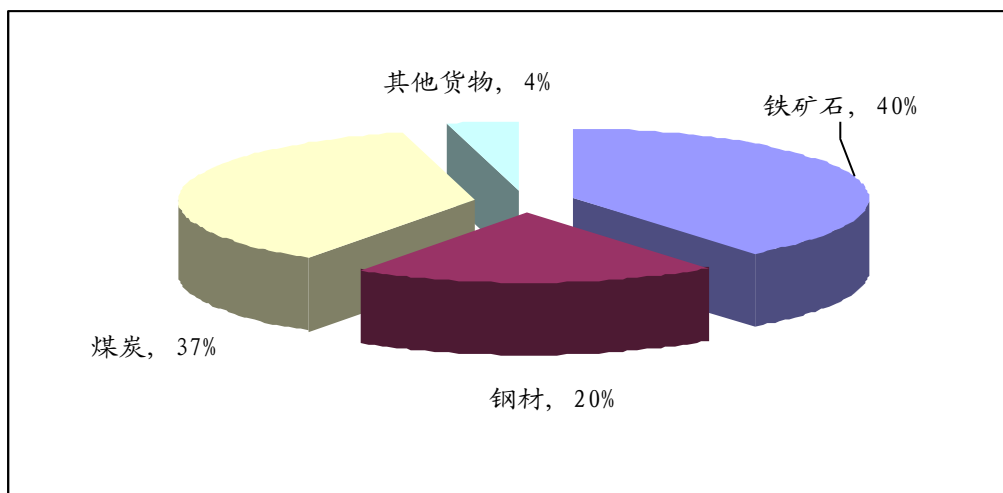
资料来源：公司资料

1.2. 公司是京唐港主要码头运营商

公司是京唐港区最大的散杂货码头运营商，接卸京唐港区 100% 的矿石和钢材，40% 左右的煤炭，其余 60% 煤炭主要是由公司参股 12% 的国投中煤公司和部分业主码头接卸。公司已建成经营泊位 21 个，其中 7 万吨级和 5 万吨级散杂货泊位 2 个（18#-19#），5 万吨级矿石泊位 2 个（14#-15#），4 万吨级杂货泊位 5 个（18#-19#，20#-22#），1.5 万吨级煤炭专用泊位 1 个（6#）。

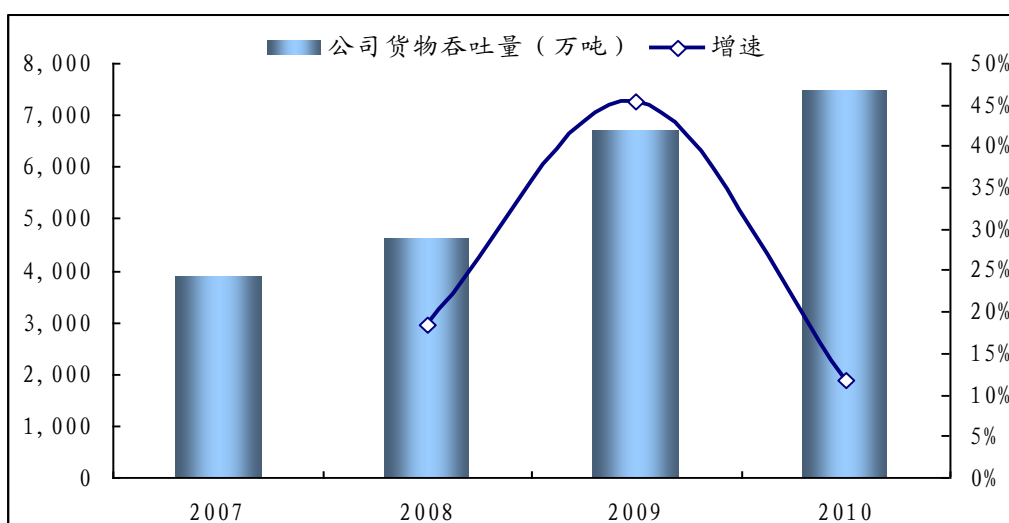
2010 年公司完成货物吞吐量 7475 万吨，其中铁矿石、钢铁、煤炭吞吐量分别为 2954 万吨、1480 万吨和 2742 万吨，占比分别为 40%、20% 和 37%。依托腹地钢铁产业快速发展驱动，2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%，净利润年均增长 35%。

图 2：公司货物吞吐量构成



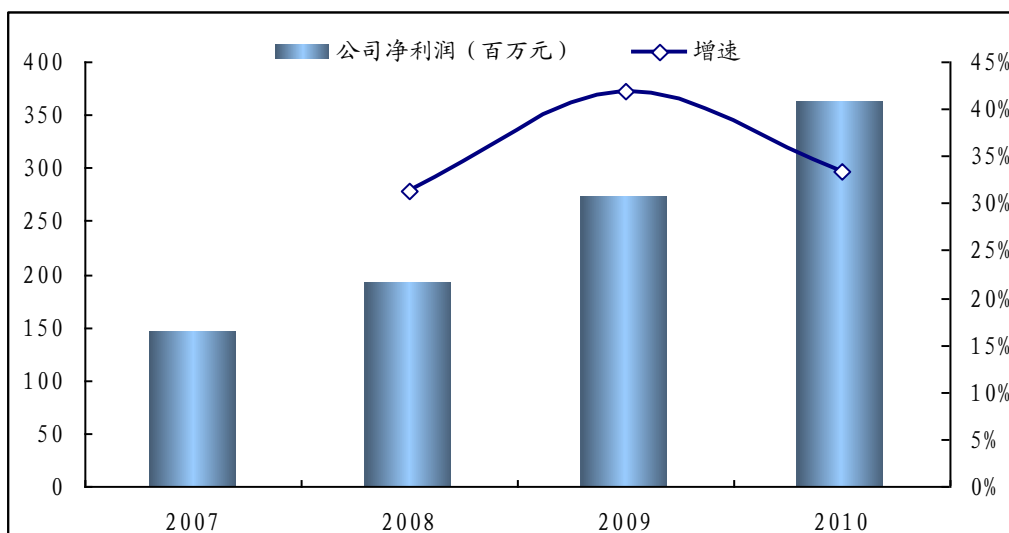
资料来源：公司 2010 年报

图 3：2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%



资料来源：公司资料

图 4：2008-2010 年公司净利润年均增长 35%



资料来源：公司资料

2. 铁矿石业务：大型泊位投产揭开成长新篇章

由于公司矿石泊位偏小，只能接卸 10 万吨级以下的小型矿砂船，过去腹地钢铁企业进口的巴西矿和相当数量澳矿被迫绕道曹妃甸港、天津港等周边其他港口上岸。2011 年 9 月母公司新建 20 万吨级首钢矿石码头建成注入后，公司将具备接卸大型铁矿砂船的能力。在周边港口铁矿石回流和腹地新增钢铁产能投产的双重驱动下，预期 2011-2013 年公司铁矿石吞吐量增速将分别达到 50%、100%和 10%。

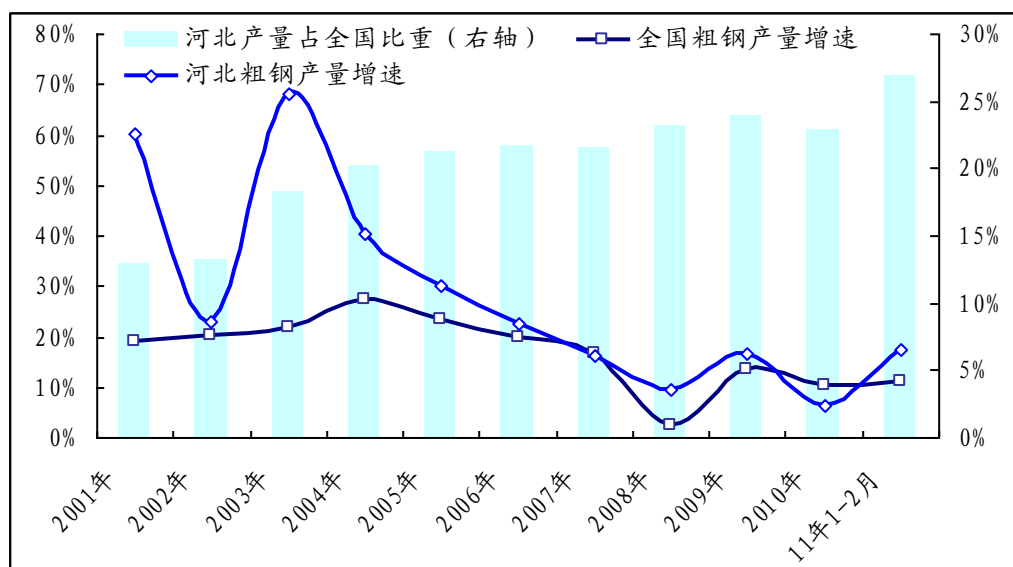
此外，公司铁矿石接卸价格较周边港口低 2-7 元左右，首钢码头投产将给公司带来提价契机，预计提价幅度在 10%左右。**量价齐升将驱动公司 2011-2013 年铁矿石装卸收入年复合增速达到 50%以上。**

2.1. 全国粗钢产能向河北集中，河北增速领先全国

随着中国进入重工业化中后期，中国的钢铁产业也从高速增长阶段迈入平稳增长阶段。2010 年中国粗钢总产量 6.27 亿吨，同比增长 10%；2011 年是“十二五”的开局之年，在经济结构转型和固定资产投资增速放缓的背景，预计 2011 年中国粗钢产量增速回落至 6-7%左右；预计整个“十二五”期间，中国粗钢产量年均增速在 5-6%附近。

近十年来，河北地区钢铁产量增速始终领先全国，粗钢产量占全国比重呈逐年提升态势。2011 年 1-2 月河北粗钢产量增速 18%，较全国增速高 6 个百分点，粗钢产量占全国比重已经提升至 26%左右。

图 5：河北粗钢产量增速领先全国，产量占全国比重呈上升趋势



资料来源：WIND 资讯

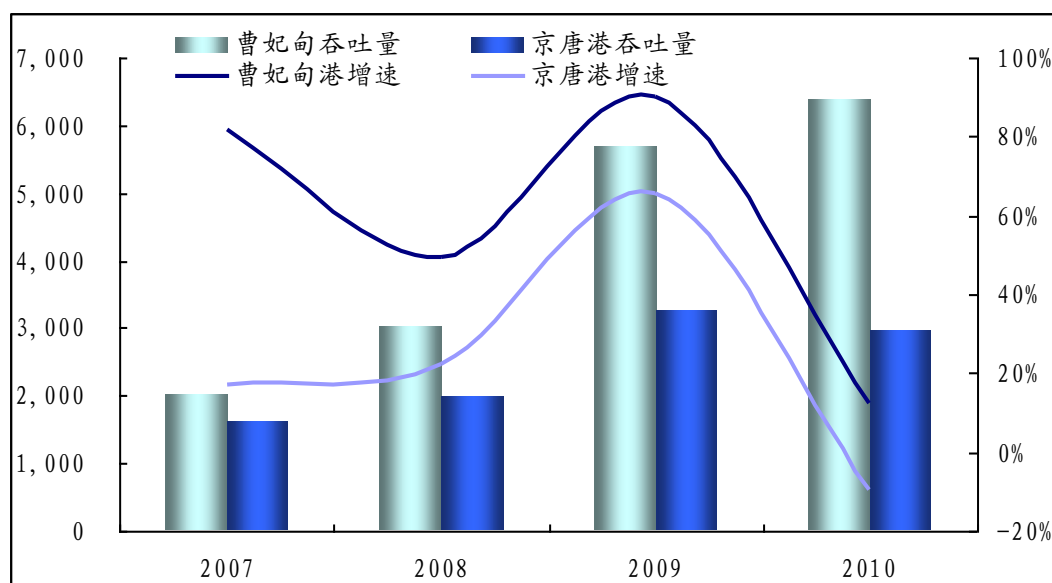
2.2. 京唐港是承接河北钢铁产业向沿海转移的三大港口之一

河北钢铁产业发展方向是钢铁产能向沿海地区转移，主要是将产能向唐山地区和沧州地区转移集中。其中，沧州地区主要的铁矿石输入港是黄骅港，而唐山地区则是曹妃甸港和京唐港（曹妃甸港位于京唐港西南 33 海里）。

随着河北钢铁基地建设对唐山地区依赖性逐年增加，对京唐港和曹妃甸的铁矿石吞吐量形成有利支撑。2010 年京唐港铁矿石吞吐量 2954 万吨，2007-2010 年年均增长 24%；2010 年曹妃甸港区铁矿石吞吐量 6405 万吨，2007-2010 年均增速 58%。长期以来由于京唐港矿石泊位等级偏小，仅能接卸 10 万吨以下的矿砂船，而曹妃甸港是深水良港，可接卸 25 万吨级的铁矿砂船，使得唐山地区钢铁企业进口的巴西矿和相当数量澳矿只能通过曹妃甸港上水，过去几年曹妃甸港铁矿石吞吐量增速远高于京唐港区。

2011 年 9 月随着集团和首钢合资建设（集团持股 60%）的首钢码头一期 2 个 20 万吨级矿石码头建成投产和深水航道竣工，京唐港码头前沿水深将达到 19 米左右，25 万吨级大型铁矿砂船无需趁潮可直达京唐港，具备接卸进口巴西矿和澳矿的能力，将大幅提升京唐港铁矿石业务的竞争实力。

图 6：京唐港和曹妃甸港铁矿石吞吐情况比较（单位：万吨）



资料来源：交通部、安信证券研究中心

表 1：京唐港和曹妃甸港铁矿石泊位比较

	泊位数	泊位等级	设计吞吐能力	投产时间
京唐港区				
31#泊位	1 个	7 万吨级	600 万吨	2006 年
14#、15#泊位	2 个	5 万吨级	300 万吨	2006 年前后
18#、19#泊位	2 个	4 万吨级	300 万吨	2007 年 8 月
首钢码头	2 个	20 万吨级	3500 万吨	2011 年 9 月
曹妃甸港区				
矿石码头一期	2 个	25 万吨级	3000 万吨	2005 年 12 月
矿石码头二期	2 个	25 万吨级	3000 万吨	2010 年 10 月
矿石码头三期	2 个	30 万吨级	3000 万吨	2011 年 10 月

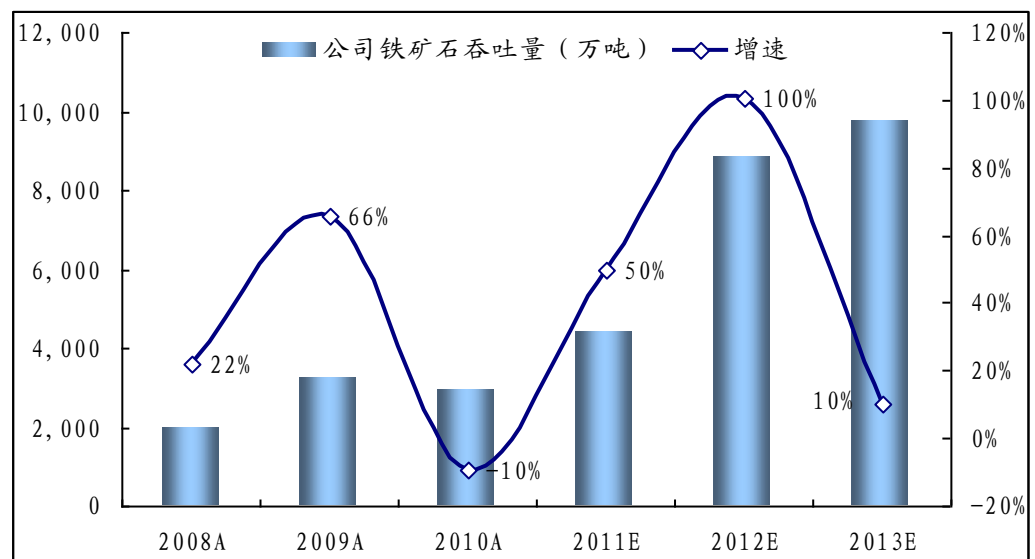
资料来源：安信证券研究中心

2.3. 腹地新增产能+周边港口回流，未来 3 年矿石装卸量年复合增长 50%

- **首钢码头大型矿石泊位投产后，将吸引 3500 万吨铁矿石货源回流至京唐港。**京唐港腹地内聚集了唐山地区 2/3 的钢铁产能，是曹妃甸港的 1.5 倍，但 2010 年京唐港和曹妃甸铁矿石吞吐量分别为 2954 万吨和 6405 万吨，京唐港矿石吞吐量不到曹妃甸港的一半。2011 年 9 月首钢 20 万吨级矿石码头建成投产后，将吸引周边的迁安、滦南、乐亭、滦县等 50 公里内钢厂所需的进口铁矿石从周边的曹妃甸港、天津港、秦皇岛港回流至京唐港，预计总回流量在 3500 万吨左右。
- **直接腹地 2011-2012 年新增铁矿石进口需求 3000 万吨左右：**公司直接腹地迁安、滦南、乐亭等周边 50 公里区域内现有钢铁产能 3000 万吨，计划 2011-2012 年每年新增钢铁产能 1000 万吨左右，按照 60% 的铁矿石品位和 1:9 的内外矿比例计算，预计今明两年合计将新增铁矿石进口需求 3000 万吨左右。这部分矿石基本全部通过京唐港上岸。

考虑腹地新增产能和周边港口铁矿石回流，预计未来 2-3 年公司铁矿吞吐量将净增 6000-7000 万吨左右，2011-2013 年铁矿石吞吐量增速分别为 50%、100% 和 10%。首钢码头一期设计能力为 3500 万吨/年，实际吞吐能力可达 7000 万吨左右，建成注入上市公司后，基本能够满足未来 2-3 年公司的发展需求。

图 7：公司铁矿石吞吐量预测



资料来源：安信证券研究中心

2.4. 大型泊位投产带来提价良机

由于泊位等级偏小，长期以来公司进口铁矿石装卸价格为 25.1 元/吨，显著低于临近的曹妃甸港（27.5 元/吨）和天津港（32.5 元/吨）。2011 年 9 月首钢矿石码头建成投产后，公司很可能对铁矿石装卸价格进行调整，预期提价幅度在 2 元/吨左右，能够与曹妃甸港目前的装卸价格基本持平。

公司计划增发 1.35 亿股，收购集团所持有的首钢码头 60% 股权，首钢公司则持有其他 40% 的股权。假设公司 2011 年内完成首钢码头 60% 股权的收购并成功提价，2011-2013 年首钢码头矿石吞吐量分别为 1475 万吨、5915 万吨、6815 万吨，2013 年基本实现达

产，预期 2011-2013 年将分别贡献公司净利润 0.17 亿元、1.49 亿元和 2.08 亿元，贡献每股收益 0.02 元、0.13 元和 0.18 元。

表 2：首钢码头业绩预测

	2011E	2012E	2013E
铁矿石吞吐量（万吨）	1475	5915	6815
综合装卸费率（元/吨）	20.19	20.19	20.19
营业收入（百万元）	298	1,194	1,376
营业税金及附加（百万元）	9	36	41
营业成本（百万元）	182	673	749
折旧成本	57	170	170
变动成本	125	503	579
吨变动成本（元）	8.5	8.5	8.5
管理费用（百万元）	24	96	110
财务费用（百万元）	66	197	197
营业利润（百万元）	26	229	319
所得税（百万元）	0	0	0
净利润（百万元）	26	229	319
归属上市公司的净利润（60%股权）	17	149	208
贡献每股收益（元）	0.02	0.13	0.18

资料来源：安信证券研究中心（首钢码头项目计划总投资 51 亿元，资产负债率为 65%）

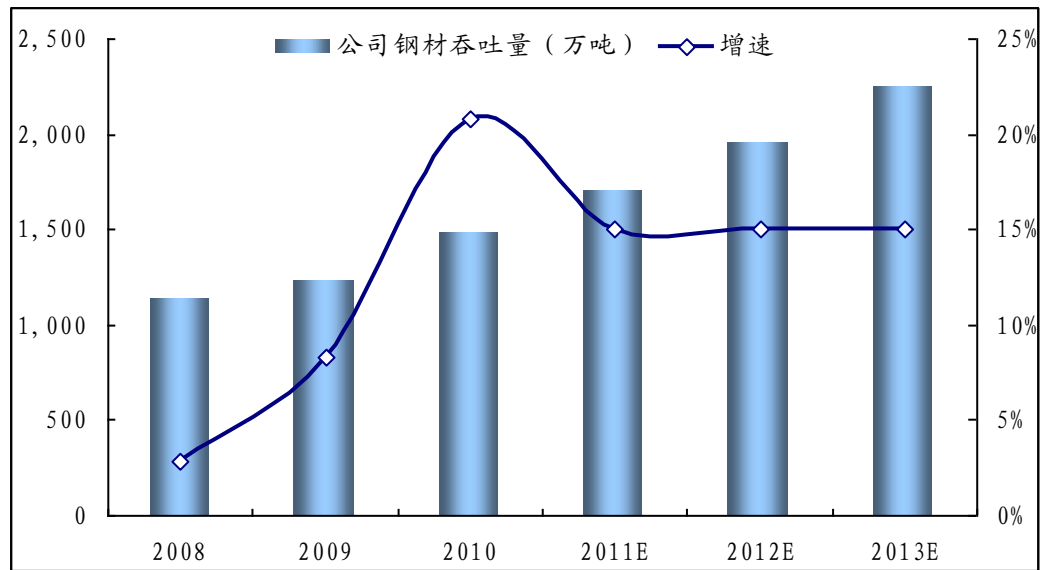
3. 钢材业务：国内第三大港口下水港

公司钢材业务的客户主要分布在唐山地区，少部分来自宣化、包头、太原等地。依托腹地钢铁产业发展的支撑，京唐港紧随天津港和营口港，位居国内第三大钢材发运港。

2010 年 4 月公司 IPO 募集资金项目京唐港区 20#-22#通用杂货泊位建成投产，设计吞吐能力 560 万吨/年，实际吞吐能力可达 1000 万吨/年。由于京唐港距河北省内主要钢厂的距离较天津港更近，且每吨钢材装卸费率为 20 元，较天津港低 7-8 元，2010 年 4 月随着新建通用泊位投产，部分钢材开始回流京唐港。2010 年公司完成钢材吞吐量 1480 万吨，增速达到 21%，较 2009 年显著提高 12 个百分点。

2011-2012 年京唐港直接腹地每年将新增钢铁产能 1000 万吨左右，预计 1/3 左右的钢材产量将通过港口下水。同时考虑周边港口钢材货源继续回流的影响，预期未来 2-3 年京唐港钢材吞吐量增速将保持在 15%以上，高于整个河北省钢铁产量增速。

图 8：公司钢材吞吐量预测



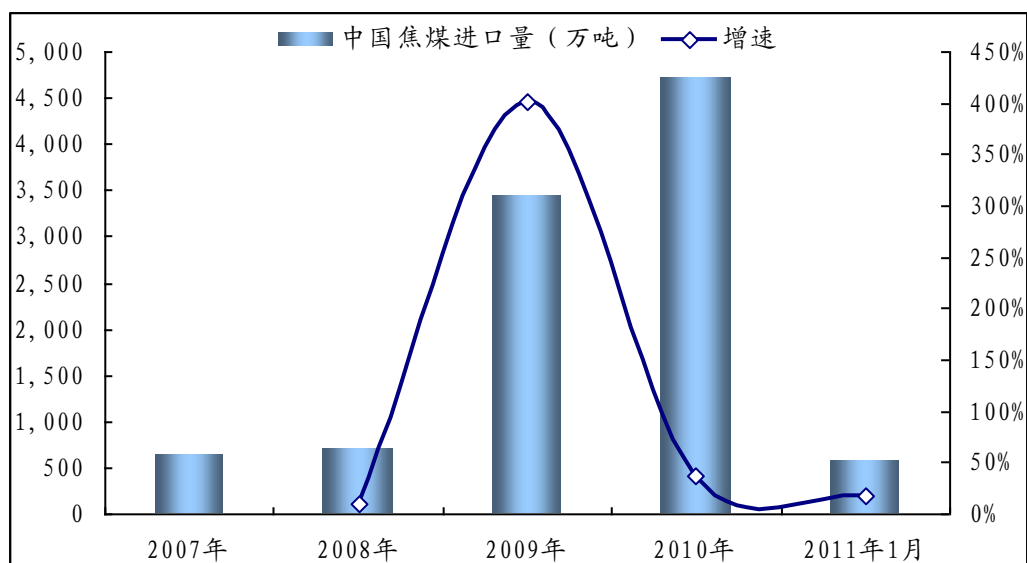
资料来源：安信证券研究中心

4. 煤炭业务：焦煤增长迅速，大秦分流稳定，

京唐港区是北方沿海 7 个主要煤炭下水港之一，煤炭吞吐量主要来自于大秦线分流的下水煤，以及腹地企业进口的焦煤（即冶金煤）。2010 年公司完成煤炭吞吐量 2742 万吨，同比增长 36%，其中大秦线下水煤和进口焦煤量各占一半左右。

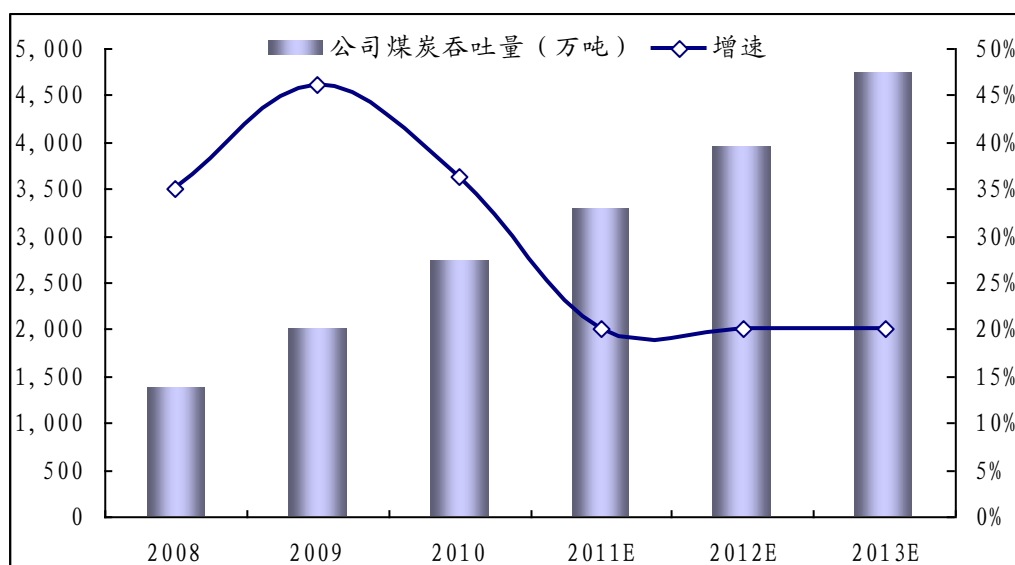
- 大秦线所承运的“三西”地区煤炭主要通过秦皇岛港、以及唐山地区的曹妃甸港和京唐港下水运往华东和华南电厂。大秦线 2010 年运量 4 亿吨，计划 2011 年增加至 4.4-4.5 亿吨，2012 年以后继续扩能空间将取决于市场需求情况。2011 年大秦线将有 1500 万吨煤炭从公司泊位下水，增速 10% 左右，2012 年之后公司煤炭下水量的增长前景将取决于大秦线继续扩能空间。
- 由于 1500 万立方米以上的炼钢高炉需要依赖高质量的焦煤，但国内优质焦煤资源稀缺，近年来在炼钢高炉大型化的过程中，中国焦煤进口量快速增长。受焦煤进口快速增长驱动，2008-2010 年公司煤炭吞吐量年均增长 40%。在国内焦煤供需缺口较大的背景下，预期未来几年公司进口焦煤吞吐量仍将保持高增长。此外，公司计划与开滦煤矿在港区合作建设一个 2000 万吨的焦煤配煤中心，计划两年之后投产，将为公司煤炭业务的长期发展提供有力支撑。
- 此外，由于进口焦煤装卸价格为 28 元/吨左右，相当于内贸煤炭装卸价格的 1.4 倍左右，进口焦煤在煤炭吞吐量中的占比提升将驱动公司煤炭业务整体费率和毛利率上升。

图 9：中国焦煤进口情况



资料来源：煤炭资源网（注：今年1-2月主要产煤国澳洲洪水影响中国焦煤短期进口）

图 10：公司煤炭吞吐量预测



资料来源：安信证券研究中心

5. 投资建议：买入-A 评级，目标价 10.80 元

5.1. 公司业绩预测

表 3：公司货物吞吐量预测（合并首钢码头矿石量）

单位：万吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
铁矿石	3,265	2,954	4,429	8,869	9,769
增速	66%	-10%	50%	100%	10%
钢材	1,226	1,480	1,702	1,958	2,251
增速	8%	21%	15%	15%	15%
煤炭	2,013	2,742	3,291	3,949	4,739
增速	46%	36%	20%	20%	20%
其他货物	190	299	329	362	398
增速	56%	57%	10%	10%	10%
货物吞吐总量	6,694	7,475	9,751	15,137	17,157
增速	45%	12%	30%	55%	13%

资料来源：安信证券研究中心

表 4：公司装卸费率预测（假设自 9 月 1 日起铁矿石装卸费率每吨上调 2 元）

单位：元/吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
铁矿石	18.2	18.2	19.3	20.2	20.2
钢材	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
煤炭	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
其他货物	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6

资料来源：安信证券研究中心

表 5：公司业绩预测主要结果（假设增发 1.35 亿股，年内完成首钢码头 60% 股权的收购）

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,930	2,557	3,160	4,463	5,074
增速	43%	32%	24%	41%	14%
营业成本	1,192	1,703	2,063	2,768	3,094
增速	48%	43%	21%	34%	12%
营业利润	377	495	631	979	1,201
增速	51%	31%	27%	55%	23%
利润总额	381	499	631	979	1,201
增速	50%	31%	26%	55%	23%
归属于母公司所有者净利润	253	344	450	680	832
增速	60%	36%	31%	51%	22%
每股收益（元）	0.32	0.34	0.40	0.60	0.73

资料来源：安信证券研究中心

5.2. 公司估值具吸引力

假设公司年内完成增发收购首钢码头 60% 股权，预期 2011-2013 年全面摊薄的每股收益分别为 0.40 元、0.60 元和 0.73 元，未来三年业绩复合增速为 30%，是 A 股市场弹性最大的港口公司。

目前 A 股市场散杂货港口 2012 年平均 PE 为 20 倍，全部港口公司 2012 年平均 PE 为 18 倍，公司 2012 年动态 PE 仅 13 倍，估值处于板块低位。考虑公司良好的成长性，参照可比港口公司估值水平，给予 2012 年 18 倍 PE，目标价 10.80 元，首次给予“买入—A”评级。

表 6：可比港口公司估值水平

	代码	股价 (元 RMB)	EPS (元 RMB)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
A 股散杂货港口公司								
营口港	600317	6.40	0.20	0.23	0.26	32	28	25
锦州港	600190	4.84	0.17	0.20	0.23	28	24	21
大连港	601880	3.95	0.18	0.21	0.24	22	19	16
唐山港	601000	7.77	0.34	0.40	0.60	23	19	13
日照港	600017	4.19	0.19	0.24	0.28	22	17	15
连云港	601008	8.65	0.21	0.24	0.28	41	36	31
散杂货港口公司均值						28	24	20
A 股集装箱港口公司								
深赤湾	000022	17.06	0.93	1.00	1.08	18	17	16
盐田港	000088	8.00	0.33	0.36	0.39	24	22	21
上港集团	600018	4.24	0.26	0.28	0.34	16	15	12
集装箱港口公司均值						20	18	16
A 股综合港口公司								
宁波港	601018	3.37	0.18	0.21	0.25	19	16	13
天津港	600717	8.76	0.49	0.56	0.67	18	16	13
综合性港口公司均值						18	16	13
A 股港口公司均值						24	21	18

资料来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-12		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	1,929.9	2,556.9	3,159.6	4,462.7	5,073.7	营业收入增长率	43.3%	32.5%	23.6%	41.2%	13.7%	
减: 营业成本	1,192.3	1,703.0	2,062.9	2,767.8	3,093.9	营业利润增长率	51.1%	31.3%	27.4%	55.1%	22.6%	
营业税费	61.0	70.9	87.6	123.7	140.7	净利润增长率	59.8%	36.0%	30.9%	51.0%	22.4%	
销售费用	5.3	4.8	5.4	6.1	7.0	EBITDA 增长率	34.2%	22.8%	37.4%	43.7%	14.0%	
管理费用	220.9	234.4	252.8	334.7	380.5	EBIT 增长率	38.5%	24.2%	36.7%	63.8%	18.0%	
财务费用	65.3	54.0	119.7	251.1	251.1	NOPLAT 增长率	28.9%	23.5%	36.5%	72.3%	19.2%	
资产减值损失	9.0	1.6	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	7.4%	-17.7%	-20.8%	-23.9%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.4%	86.9%	14.0%	15.4%	16.5%	
投资和汇兑收益	1.1	7.3	-	-	-							
营业利润	377.2	495.4	631.2	979.2	1,200.6	利润率						
加: 营业外净收支	4.3	3.8	-	-	-	毛利率	38.2%	33.4%	34.7%	38.0%	39.0%	
利润总额	381.5	499.2	631.2	979.2	1,200.6	营业利润率	19.5%	19.4%	20.0%	21.9%	23.7%	
减: 所得税	108.9	135.8	151.3	186.1	218.5	净利润率	13.1%	13.5%	14.2%	15.2%	16.4%	
净利润	253.0	343.9	450.1	679.8	832.0	EBITDA/营业收入	33.5%	31.1%	34.6%	35.1%	35.2%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	22.9%	21.5%	23.8%	27.6%	28.6%	
货币资金	219.8	865.0	2,010.9	3,270.5	4,634.3	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	497	424	352	234	184	
应收账款	57.9	78.5	97.0	137.0	155.7	流动营业资本周转天数	-105	-67	-61	-55	-66	
应收票据	22.1	7.9	9.8	13.8	15.7	流动资产周转天数	103	112	170	202	255	
预付帐款	196.3	38.8	-151.9	-407.9	-694.0	应收帐款周转天数	11	9	9	9	9	
存货	88.1	7.7	9.4	12.6	14.1	存货周转天数	9	7	1	1	1	
其他流动资产	0.5	2.8	5.0	9.9	12.1	总资产周转天数	805	678	613	479	474	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	578	477	365	209	143	
持有至到期投资	0.1	0.0	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	164.2	191.8	-	-	-	ROE	13.6%	9.7%	11.2%	16.1%	17.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	7.0%	8.6%	12.6%	13.9%	
固定资产	2,889.8	3,134.9	3,050.5	2,748.8	2,447.1	ROIC	11.6%	12.8%	16.2%	33.9%	51.1%	
在建工程	206.2	217.3	-	-	-	费用率						
无形资产	546.6	587.9	548.7	512.1	478.0	销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	
其他非流动资产	51.9	51.9	-0.0	-0.0	-0.0	管理费用率	11.4%	9.2%	8.0%	7.5%	7.5%	
资产总额	4,443.4	5,184.7	5,579.5	6,296.9	7,063.1	财务费用率	3.4%	2.1%	3.8%	5.6%	4.9%	
短期债务	100.0	-	-	-	-	三费/营业收入	15.1%	11.5%	12.0%	13.3%	12.6%	
应付帐款	512.0	422.7	512.0	687.0	767.9	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.9%	27.7%	23.4%	21.7%	18.6%	
其他流动负债	290.6	230.7	11.1	-103.5	-233.9	负债权益比	121.6%	38.3%	30.6%	27.7%	22.9%	
长期借款	1,378.0	629.0	629.0	629.0	629.0	流动比率	0.64	1.53	3.77	5.19	7.72	
其他非流动负债	150.8	152.3	152.3	152.3	152.3	速动比率	0.55	1.52	3.75	5.17	7.70	
负债总额	2,438.2	1,436.4	1,306.2	1,366.5	1,317.1	利息保障倍数	6.78	10.18	6.27	4.90	5.78	
少数股东权益	257.5	258.5	288.4	401.7	551.7	分红指标						
股本	800.0	1,000.0	1,135.0	1,135.0	1,135.0	DPS(元)	0.02	0.20	0.08	0.12	0.15	
留存收益	947.8	2,489.8	2,849.9	3,393.7	4,059.3	分红比率	5.9%	58.2%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	2,005.2	3,748.3	4,273.2	4,930.4	5,746.0	股息收益率	0.2%	2.5%	1.0%	1.5%	1.8%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	272.5	363.3	450.1	679.8	832.0	EPS(元)	0.25	0.34	0.40	0.60	0.73	
加: 折旧和摊销	216.8	258.1	340.9	338.3	335.8	BVPS(元)	2.01	3.75	3.76	4.34	5.06	
资产减值准备	9.0	1.6	-	-	-	PE(X)	31.5	23.2	20.1	13.3	10.9	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	2.1	2.1	1.8	1.6	
财务费用	73.2	70.6	60.6	119.7	251.1	P/FCF	-63.7	-10.6	8.4	7.1	6.6	
投资收益	-1.1	-7.3	-	-	-	P/S	4.1	3.1	2.9	2.0	1.8	
少数股东损益	19.6	19.4	29.9	113.3	150.0	EV/EBITDA	12.2	10.1	7.3	4.3	3.1	
营运资金的变动	-134.1	19.1	88.2	264.1	212.3	CAGR(%)	42.8%	39.3%				
经营活动产生现金流量	447.8	695.4	1,028.8	1,646.6	1,781.2	PEG	0.7	0.6	-2.1	-0.1	-0.1	
投资活动产生现金流量	-357.1	-524.0	191.8	-	-	ROIC/WACC	1.2	1.3	1.7	3.5	5.3	
融资活动产生现金流量	-215.9	473.9	-74.7	-387.0	-417.5	REP	2.0	1.7	1.6	0.8	0.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴莉：5 年证券行业研究经验，中国人民大学会计硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008 年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034