



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

公司动态
证券研究报告

2011 年 6 月 1 日

港口

研究部

聂迪中

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210060007

niedz@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

唐山港 (601000.SH)

拟收码头达产将快于预期, 估值有吸引力

主要财务信息

(百万人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,930	2,557	3,317	4,138	4,611
(+/-%)	43	32	30	25	11
毛利	677	783	944	1,312	1,633
(+/-%)	36	16	21	39	24
营业利润	377	495	663	910	1,119
(+/-%)	51	31	34	37	23
增发收购后净利润	253	344	459	621	762
(+/-%)	60	36	33	35	23
摊薄后每股收益 (元)	0.22	0.30	0.40	0.55	0.67
(+/-%)	32	36	33	35	23
每股净资产 (元)	1.54	3.07	4.13	4.56	5.09
(+/-%)	16	100	34	10	12
市盈率	31.3	23.0	17.2	12.7	10.4
市净率	4.5	2.3	1.7	1.5	1.4
净资产收益率 (%)	14.5	9.9	9.8	12.0	13.2

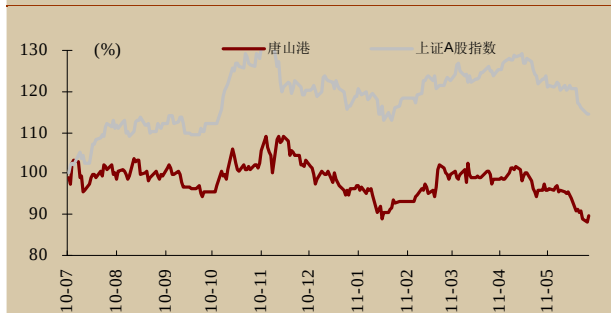
股票信息

	A股
股票代码	601000.CH
股票价格	CNY 6.97
日成交量 (百万股)	1.7
52周最高价/最低价	8.88/6.8
流通股 (百万股)	200
总股本 (百万股)	1,135
总市值 (百万港币)	7,911
大股东	唐山港口实业集团有限公司 (53.13%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601000.CH]	-1.69	-6.44	-11.41	-6.63
[上证指数]	-0.85	-5.78	-5.55	-2.28
[中金A股港口指数]	-6.63	-6.39	-8.42	-2.86

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

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

公司近况:

公司近期股价回落已具有吸引力, 对应增发摊薄后的 2012 年市盈率只有 13 倍。考虑到拟增发收购的码头在试运营期间的折旧低于预期, 而且投产前三年免征营业税, 增发对公司 EPS 摊薄将显著低于预期。加之京唐港二季度煤炭吞吐量走势良好, 业绩确定性高, 我们将评级从中性上调到审慎推荐, 为散杂货港口首选。

评论:

煤炭吞吐量将超预期, 全年业绩小幅上调。公司货物以煤炭为主, 同时涵盖矿石和钢材。煤炭吞吐量一半是大秦线分流的下水煤, 以满足南方电厂需求; 另一半是进口焦煤, 以满足腹地炼焦和钢厂需求。二季度南方电煤需求季节性上升, 整个港区煤炭下水量会出现环比的回升。从进口煤来看, 一季度澳洲洪水使得中国进口受到影响但未来这个影响会逐步消退。我们将煤炭吞吐量增速预测从 20%上调到 23%, 2011 年利润从 4.4 亿上调至 4.6 亿元。

拟收购码头的吞吐量落实情况顺利: 这个码头的装卸能力是 5700 万吨, 公司目前根据客户情况了解到, 目前临港工业区的钢厂在秦皇岛、天津、曹妃甸接卸上岸再通过公路转运过来的矿石量约有 2000-3000 万吨。之所以有这么多矿石舍近求远在外地港口接卸, 是因为京唐港没有接卸 20 万吨以上船只的能力, 但是中国目前进口矿石都以 17 万吨以上的船为主。

运营成本低于预期, 拟收购码头 2012 年开始增厚: 新码头 9 月试运营, 2012 年才转为正式运营。试运期间只有码头主体 (11 亿元) 的在建工程转为固定资产, 航道及剩余资产 (40 亿元) 将在 2012 年二三季度陆续转固。另外该码头在 2011-14 年免税, 而且由于设备先进, 单位变动成本不到 6 元/吨 (目前公司是 8 元)。码头的保本点经测算只有 900 万吨, 低于我们此前 1900 万吨的预期。按照 2011-13 年码头吞吐量 220、2600、3600 万吨的预测, 预计每年可贡献净利润 0、1、1.4 亿元。考虑到增发和利润贡献, 2011-2013 年每股收益因此变化-12%、+5%、+9%。

当前收购能保证未来年度吞吐量高增长: 由于拟收购的码头 (5700 万吨) 在未来 3-4 年逐步达产, 我们预计矿石吞吐量从 2010 年的 3 千万吨提升至 2015 年的 9500 万吨, 复合年增速 26%。

估值与建议:

考虑增发的因素我们预测 2011-2012 年每股收益 0.40 和 0.55 元, 目前市盈率对应 2012 年 13 倍市盈率, 处于散杂货港口最底端。公司 2011 年业绩确定性高, 考虑到增发摊薄效应低于预期, 将评级从中性上调至审慎推荐。予以 6.6-8.3 元的交易区间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：盈利预测调整

(人民币百万)	2010	2011E	2012E
营业收入			
调整前	2,557	3,205	3,518
调整后	2,557	3,317	4,138
调整幅度 (%)	0.0	3.5	17.6
净利润			
调整前	344	443	516
调整后	344	459	621
调整幅度 (%)	0.0	3.5	20.3
股份数			
调整前	1,000	1,000	1,000
调整后	1,000	1,135	1,135
调整幅度 (%)	0.0	13.5	13.5
EPS (元)			
调整前	0.30	0.44	0.52
调整后	0.30	0.40	0.55
调整幅度 (%)	0.0	-8.8	6.0

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 2：我们对唐山港拟收购的首钢合资码头盈利的重新测算

百万元	4Q11E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能 (百万吨)	19	57	57	57	57
吞吐量 (百万吨)	2.2	26.0	36.0	48.0	57.0
利用率	11%	46%	63%	84%	100%
每吨收费 (元)	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
营业收入	41	494	684	912	1,083
折旧成本	10	98	167	167	167
年底固定资产原值	1,150	5,000	5,000	5,000	5,000
折旧率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务成本	19	75	75	75	75
利息率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
变动成本费用	13	151	202	264	314
单吨变动成本	6.0	5.8	5.6	5.5	5.5
总成本费用	41	324	443	506	555
税前利润	0	170	241	406	528
税率	0%	0%	0%	3%	12.5%
税后利润	0	170	241	394	462
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%
归属母公司利润	0	102	144	236	277

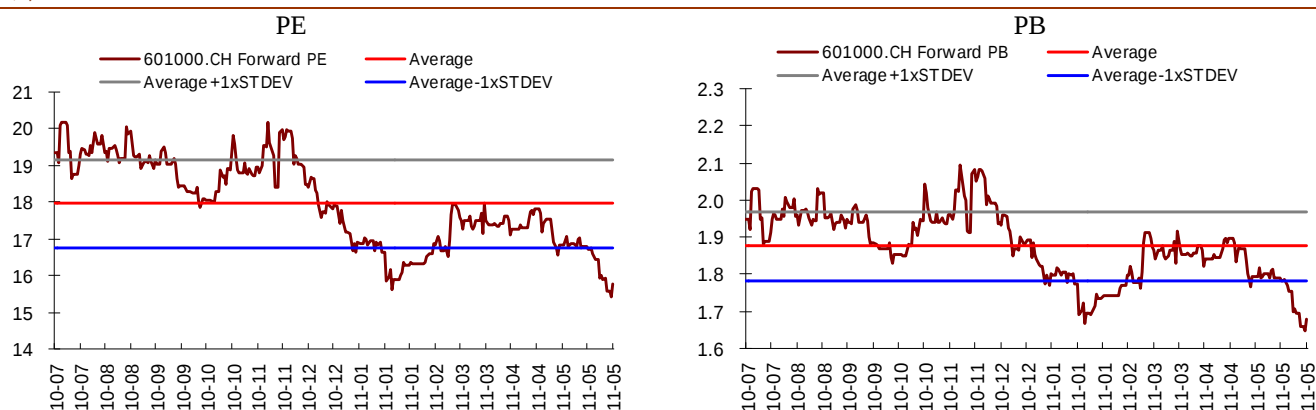
资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 3：增发收购前后的盈利预测变化

	2010	2011E	2012E	2013E
净利润				
增发前	344	459	519	618
增发后	344	459	621	762
变化		0%	20%	23%
股本				
增发前	1,000	1,000	1,000	1,000
增发后	1,000	1,135	1,135	1,135
变化		14%	14%	14%
每股收益				
增发前	0.34	0.46	0.52	0.62
增发后	0.34	0.40	0.55	0.67
变化		-12%	5%	9%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 4: PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 5: 港口公司估值表

	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 (%)		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
香港上市港口公司															
中远太平洋*	1199.HK	HKD	15.42	13.6	12.6	10.3	1.5	1.5	1.4	10.8	11.9	13.1	3.2	3.5	4.2
招商局国际*	144.HK	HKD	33.85	11.4	15.6	13.4	2.1	1.9	1.7	18.6	12.3	12.9	3.1	2.2	2.6
大连港*	2880.HK	HKD	2.85	13.3	12.0	11.1	0.8	0.7	0.7	7.6	5.9	6.2	2.3	2.6	2.8
平均值				14.5	13.7	11.8	1.2	1.2	1.1	9.5	8.4	9.1	3.1	3.3	3.8
中值				13.6	12.6	11.1	0.9	0.8	0.8	7.6	7.3	7.6	3.1	2.6	3.1
国内集装箱港口公司															
上港*	600018.CH	CNY	3.95	15.4	14.2	11.4	2.3	1.9	1.8	15.3	13.6	15.5	3.4	3.7	4.6
盐田港*	000088.CH	CNY	7.65	23.1	19.1	18.2	2.2	2.1	2.0	9.8	10.6	11.2	2.6	3.0	3.3
深赤湾A*	000022.CH	CNY	14.23	15.4	16.3	15.4	2.7	2.5	2.3	17.7	15.5	15.1	3.3	3.1	3.2
平均值				17.9	16.5	15.0	2.4	2.2	2.0	14.2	13.2	13.9	3.1	3.2	3.7
中值				15.4	16.3	15.4	2.3	2.1	2.0	15.3	13.6	15.1	3.3	3.1	3.3
国内综合港口公司															
天津港*	600717.CH	CNY	8.29	17.3	13.8	11.3	1.3	1.2	1.2	7.7	9.0	10.2	1.2	1.9	2.3
宁波港*	601018.CH	CNY	3.09	17.4	15.2	13.9	1.6	1.5	1.4	9.4	10.0	10.1	1.7	2.0	2.1
大连港*	601880.CH	CNY	3.75	20.4	19.3	17.8	1.2	1.2	1.1	7.6	5.9	6.2	1.6	1.7	1.9
国内散杂货港口公司															
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.20	22.3	20.6	17.5	2.0	1.6	1.5	8.8	7.9	8.7	0.0	1.5	1.7
营口港*	600317.CH	CNY	5.85	59.6	39.0	29.3	1.3	1.3	1.2	6.6	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0
锦州港*	600190.CH	CNY	4.59	32.9	33.3	32.9	1.9	1.8	1.7	6.3	5.5	5.3	0.8	0.7	0.7
连云港*	601008.CH	CNY	7.90	45.6	37.9	32.3	2.8	2.0	1.9	6.2	5.4	6.0	0.0	0.0	0.0
唐山港*	601000.CH	CNY	6.97	23.0	17.2	12.7	2.3	1.7	1.5	9.9	9.8	12.0	1.5	2.0	2.6
平均值				31.2	25.3	21.4	1.9	1.6	1.5	7.8	7.4	8.3	0.7	1.1	1.4
中值				23.0	20.6	17.5	1.9	1.6	1.5	7.7	7.9	8.7	0.8	1.5	1.7
国内港口公司平均值				28.3	22.0	18.0	2.0	1.7	1.6	9.6	8.9	9.6	1.5	1.8	2.0
国内港口公司中值				23.0	18.4	15.4	2.1	1.8	1.6	9.1	9.4	10.2	1.4	1.9	2.2

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、公司信息、中金公司研究部

图表 6: 财务简表

百万人民币	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表						
营业收入	1,347	1,930	2,557	3,317	4,138	4,611
营业成本	806	1,192	1,703	2,281	2,711	2,851
营业税	44	61	71	92	115	128
毛利润	497	677	783	944	1,312	1,633
减去: 销售费用	3	5	5	9	11	13
减去: 管理费用	170	221	234	265	310	346
减去: 财务费用	70	65	54	14	87	162
减去: 资产减值损失	1	9	2	-	-	-
加上: 投资收益	(4)	1	7	7	7	7
营业利润	250	377	495	663	910	1,119
加上: 营业外收支净额	4	4	4	4	4	4
利润总额	254	381	499	667	914	1,123
净利润	192	273	363	485	695	876
归属母公司净利润	158	253	344	459	621	762
股本数量	800	800	1,000	1,135	1,135	1,135
资产负债表						
现金和银行存款	345	220	865	691	1,899	3,047
流动资产总额	518	585	1,001	1,339	2,670	3,864
固定资产	2,440	2,890	3,135	4,077	5,734	5,429
在建工程	525	206	217	187	287	287
总资产	4,189	4,443	5,185	6,594	9,991	10,826
短期借款	-	100	-	-	600	600
流动负债总额	858	909	655	1,335	2,180	2,292
长期借款	1,515	1,378	629	129	2,129	2,129
总负债	2,436	2,438	1,436	1,616	4,461	4,573
净资产	1,510	1,748	3,490	4,693	5,171	5,781
现金流量表						
经营现金流量	191	448	752	949	1,302	1,565
投资现金流量	(1,416)	(357)	(572)	(1,353)	(2,464)	(102)
筹资现金流量	1,239	(216)	598	230	2,370	(314)
现金净流入(流出)	15	(125)	778	(174)	1,207	1,148
财务比率						
同比增长率						
营业收入	58%	43%	32%	30%	25%	11%
毛利润	45%	36%	16%	21%	39%	24%
归属母公司净利润	20%	60%	36%	33%	35%	23%
利润率						
毛利率	37%	35%	31%	28%	32%	35%
净利润率	12%	13%	13%	14%	15%	17%
周转比率						
总资产周转率	32%	43%	49%	50%	41%	43%
杠杆比率						
利息支出保障倍数	3.3X	4.9X	7.4X	33.9X	8.1X	5.7X
杜邦分析						
净利润率	12%	13%	13%	14%	15%	17%
总资产周转率	32%	43%	49%	50%	41%	43%
杠杆率	277%	254%	149%	141%	193%	187%
净资产收益率	10%	14%	10%	10%	12%	13%
摊薄每股指标 (元/股)						
每股收益	0.14	0.22	0.30	0.40	0.55	0.67
每股现金分红	0.01	0.18	0.11	0.14	0.19	0.23
每股经营现金流	0.17	0.39	0.66	0.84	1.15	1.38
每股净资产	1.33	1.54	3.07	4.13	4.56	5.09

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

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: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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