

唐山港(601000)

公司研究/深度报告

面朝大海，背靠唐山，被低估的港口黑马

民生精品---深度研究报告/交通运输业

2011 年 06 月 21 日

报告摘要:

● 世界海港进入新阶段，京唐港发展第三代港口优势明显

目前，世界主要港口中第二代港口发展的主流，但随着经济全球化、市场国际化和信息网络化，一些大型港口已经开始向第三代港口转型。从河北省海港物流建设进展、及京唐港得天独厚的交通优势等方面来看，京唐港在发展第三代海港物流型港口方面优势明显。

● 渤海湾腹地经济成长空间巨大，京唐港享受地理优势

环渤海京津唐地区是继珠三角、长三角之后的国家经济快速增长极，未来的成长空间巨大。三大经济区的功能结构的不同，决定了京津唐地区未来货运需求将超过长三角、珠三角，这将直接利好渤海湾主要港口。渤海湾京唐港区依托铁路集疏港优势对唐山地区大范围辐射：(1) 京唐港辐射唐山地区 65% 以上的钢铁、煤化工企业；(2) 唐山乐亭新区的临港产业带为京唐港快速成长奠定了货源基础。

● 电荒催生煤炭需求，京唐港等港口受益匪浅

在电力进入短缺中周期、煤炭进入主动补库存短周期的叠加效应下，对于煤炭的需求将在未来 5 年呈现上升趋势，而在国内“三足鼎立”的港口博弈中，渤海湾煤炭港口是双重周期叠加的最大受益者，而京唐港更是受益匪浅。(1) 京唐港作为北煤南运的重点港口之一，担负着向东南沿海各电厂运输电煤的主要任务；(2) 蒙冀、张唐铁路建成后，由于秦皇岛港不再增量，京唐港下水煤炭运量前景广阔。

● 唐山港的三大比较优势

(1) 公司具有行业首屈一指的劳动生产率：2011 年 1 季度在国内港口类的上市公司中，唐山港 TPP（人均吞吐量）为 3.24，仅次于南京港、北海港；(2) 公司提价空间高于同类港口：目前公司装卸费率低于周边的曹妃甸、天津港，未来 20 万吨级航道竣工及 20 万吨级码头投产后，有望上调装卸费率；(3) 资产“活化”，带来高投资回报：2011 年第一季度唐山港的存货周转率为 42.31%，排名行业第二位，而公司的经营性现金流量净额却达到 1.73 亿元，超过行业中值 3 倍以上。

● 给予公司“强烈推荐”评级

我们预计公司未来三年收入复合增长率达到 39.46%，净利润复合增长率达到 55.12%，11-13 年 EPS 分别为 0.50、0.75、1.28 元，对应 PE 为 14.58、9.70、5.69 倍。相对于同类公司而言，当前估值已经具备吸引力，我们给予“强烈推荐”评级，6 个月目标价 10 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,557	3,522	4,890	6,936
增长率(%)	32.49%	37.73%	38.86%	41.84%
归属母公司股东净利润(百万元)	344	501	753	1,284
增长率(%)	35.97%	45.58%	50.33%	70.55%
每股收益(元)	0.34	0.50	0.75	1.28
PE	21.23	14.58	9.70	5.69
PB	/	1.71	1.45	1.15

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

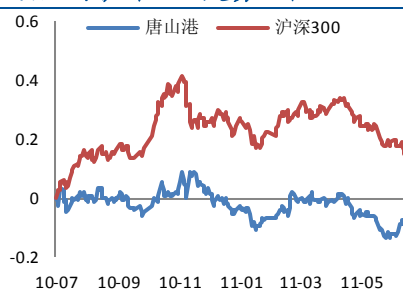
维持评级

合理估值：10 元

交易数据 (2011-06-20)

收盘价	7.27
近 12 个月最高/最低	8.74/6.77
总股本(百万股)	1000.00
流通股本(百万股)	200.00
流通股比例	20.00%
总市值(亿元)	72.70
流通市值(亿元)	14.54

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师:

策略分析师：张琢

执业证号：S0100210110002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

Email: sunhongzhan@mszq.com

相关研究

目录

一、世界海港进入新阶段，京唐港发展海港物流优势明显	3
（一）世界港口正在向以“海港物流”为核心的第三代转型	3
（二）京唐港具有发展第三代海港物流优势	3
二、渤海湾腹地经济成长空间巨大，京唐港享受地理优势	3
（一）内需拉动京津唐，货运需求旺盛	3
（二）京唐港得天独厚的地理优势，辐射唐山	4
三、电荒催生煤炭需求，京唐港等渤海湾煤炭港口受益	5
（一）煤炭进入主动补库存短周期	5
（二）渤海湾港口上市公司将是电力短缺周期中的最大受益者	7
（三）京唐港是北方煤港的后起之秀，煤炭吞吐量发展空间巨大	8
四、公司的三大比较优势	9
（一）公司具有国内首屈一指的劳动生产率	9
（二）公司提价空间高于同类港口	10
（三）公司资产“活化”，带来高投资回报	10
五、盈利预测—北方成长型港口	11
（一）煤炭业务	11
（二）钢材业务	12
（三）铁矿石业务	12
六、估值与结论	13
插图目录	15
表格目录	15

一、世界海港进入新阶段，京唐港发展海港物流优势明显

（一）世界港口正在向以“海港物流”为核心的第三代转型

目前，世界主要港口中第二代港口发展的主流，但随着经济全球化、市场国际化和信息网络化，一些大型港口已经开始向第三代港口转型：

第一代港口功能定位为纯粹的“运输中心”，主要提供船舶停靠、海运货物的装卸、转运和仓储等；

第二代港口功能定位为“运输中心+服务中心”，除了提供货物的装卸仓储等，还增加了工业和商业活动，使港口具有了货物的增值功能；

第三代港口功能定位为“国际物流中心”，除了提供货物的装卸仓储、及工业和商业活动等，还具有商品、技术、资本、信息等的集散于一体的物流功能。

（二）京唐港具有发展第三代海港物流优势

从河北省海港物流建设进展、及京唐港得天独厚的交通优势等方面来看，我们认为公司在发展第三代海港物流型港口方面优势明显：

（1）**唐山海港物流产业聚集区建立，市场培育阶段已经完成。**唐山海港物流产业聚集区是首批“交通枢纽型物流产业聚集区”。2010年唐山海港物流产业聚集区实现物流产业增加值18.6亿元，同比增长13%，占全省GDP比重达24.5%。未来建设区为商贸物流区，建成后项目总投资将达到100亿元，年货物处理能力超过1.5亿吨，年营业收入将超过300亿元。

（2）**京唐港地理位置极为优越，有利于建立海港物流中心。**京唐港地理位置极为优越，距离唐山市95公里，距离北京230公里；与秦皇岛海上距离64海里，天津新港海上距离70海里；与唐港高速、环渤海高速、大秦铁路紧密相连，为进出库货物的运输创造了极为便利的条件。

（3）**唐山市港口物流有限公司成为京唐港发展第三代港口的跷跷板。**公司在2000年初建立了唐山市港口物流有限公司，集陆路运输、金融服务、代理、加工、信息服务、进出口保税于一体。2008年唐山港口物流有限公司实现物流业务收入1,301.90万元，增长幅度为294.76%。

二、渤海湾腹地经济成长空间巨大，京唐港享受地理优势

港口的发展与腹地经济的需求密不可分。环渤海正在成为国家经济快速增长的第三极，货运需求将随之大幅攀升，而京唐港凭借着不可替代的地理优势将成为腹地经济快速发展的直接受益者。

（一）内需拉动京津唐，货运需求旺盛

环渤海京津唐地区是继珠三角、长三角之后的国家经济快速增长的第三极，未来的成长空间巨大。三大经济区的功能结构的不同，决定了京津唐地区未来货运需求将超过长三角、珠三角，这将直接利好渤海湾的主要港口。

（1）京津唐：内需拉动型。依托其广阔的腹地和区内市场以及便捷的交通枢纽条件，已发展成为我国规模较大、较为发达和成熟的现代物流中心和消费市场区之一。虽然外向化程度不如珠三角和长三角，但随着近年来外商投资逐步“北上”，尤其是日韩及欧美等跨国公司纷纷在京设立研发机构，该地区对外开放呈现加快势头。

（2）长三角：投资拉动型。长三角地区由于拥有良好的基础设施、发达的科技教育和日趋完善的政策环境，成为国内外投资者关注的“热土”，特别是跨国资本正大举向长三角地区转移。

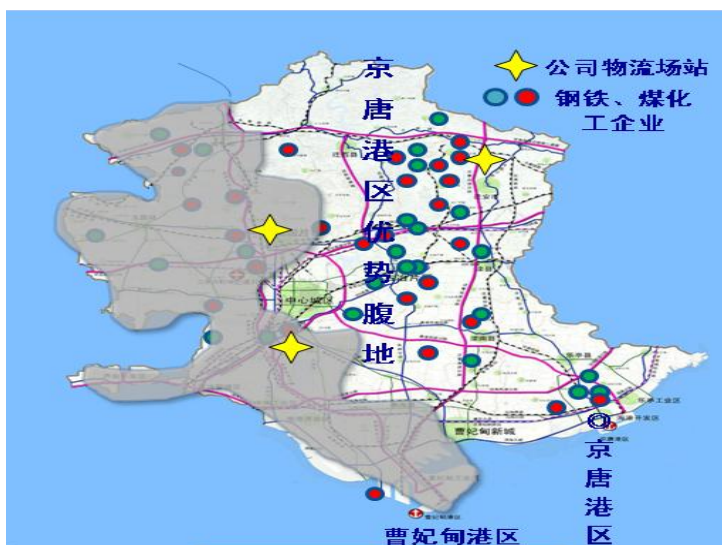
（3）珠三角：出口拉动型。珠三角地区凭借其毗邻港澳、靠近东南亚的区位优势，以“三来一补”、“大进大出”的加工贸易起步，并大量吸引境外投资，迅速成为中国经济国际化或外向化程度最高的地区。

（二）京唐港得天独厚的地理优势，辐射唐山

京唐港区通过唐港铁路与国家铁路网相连，并依托铁路集疏港优势对延伸腹地大范围辐射。其中唐山地区对于京唐港的依赖程度明显高于曹妃甸港：

（1）唐山地区 65%以上的钢铁、煤化工企业产能对京唐港高度依赖。与曹妃甸港区相比，公司至优势腹地钢铁、焦化企业的运输距离缩短 50 公里，此外公司在交叉腹地建设物流场站，进一步降低货物至京唐港区的运输成本。依托公路、铁路集疏港优势，京唐港对于唐山市具有相对垄断地位。

图 1：京唐港区辐射唐山地区 65%以上的钢铁、煤化工企业



资料来源：民生证券研究所

(2) 唐山乐亭新区的临港产业带对京唐港高度依赖。乐亭新区是唐山市“四点一带”战略的东端起点,规划面积 1300 平方公里,该区域 2010 年钢铁产量达 700 万吨,焦炭 610 万吨。临港产业带货源生成量占公司总吞吐量的 20%, 为公司快速成长奠定了货源基础。

图 2: 乐亭新区对京唐港高度依赖



资料来源: 民生证券研究所

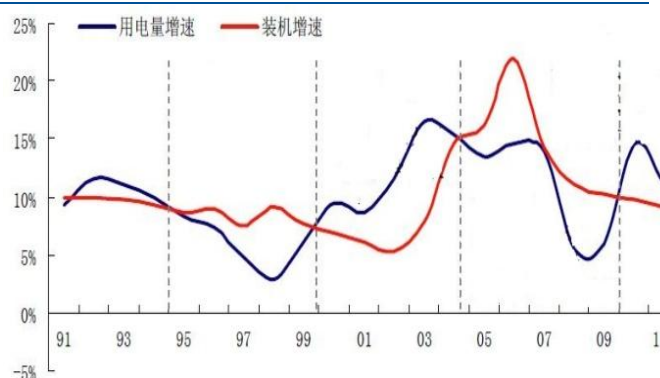
三、电荒催生煤炭需求, 京唐港等渤海湾煤炭港口受益

2011 年全国供需紧平衡, 但十二五期间电力供应总体偏紧, 明后两年发生系统性电荒的可能性很大, 电煤将进入主动补库存周期, 中短期必将加大对动力煤的需求, 看好煤炭业务占比高的渤海湾港口的发展前景。

(一) 煤炭进入主动补库存短周期

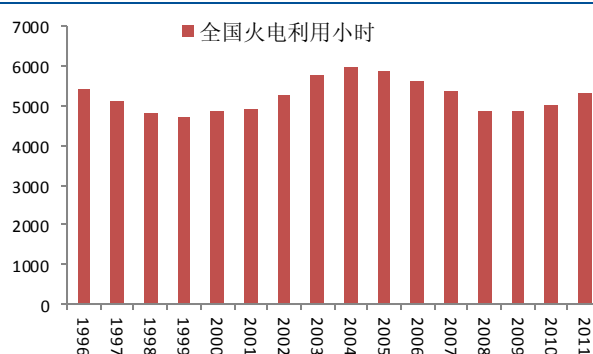
装机增速与设备发电小时走势的相似性或预示着今年的电力短缺是全国性电荒的先兆, 结构性缺电或于今后两年向系统性电荒演变。当前全国电力供需整体平衡, 矛盾主要在于区域性、结构性特点, 与 03-04 年那场装机多年持续低速增长、全国电源总量不足等总量性不同。根据我国电力史, 十二五期间将进入电力短缺周期, 而电煤将进入主动补库存短周期。

图 3: 与 03 电荒相似, 装机增速于 2010 年超越用电增速



资料来源: 中电联, 民生证券研究所

图 4: 全国利用小时变化情况



资料来源: 中电联, 民生证券研究所

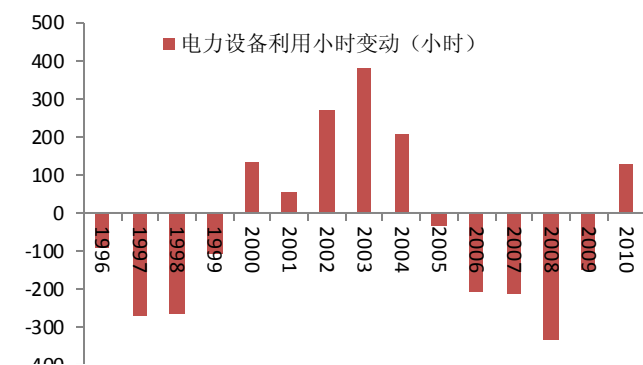
1、未来 5 年进入电力短缺中周期

电力装机增速与用电增速的不匹配导致我国电力供给出现明显的周期波动。纵观我国的电力史，电力发展始终在“短缺”与“过剩”中前行。1995-2010 年 15 年间，我国电力供给共经历了三个明显的 5 年周期：

- (1) “九五”装机增速超越用电需求，电量供给充裕；
- (2) “十五”期间装机增速大幅放缓，导致用电紧缺；
- (3) “十一五”重复“九五”又进入电力过剩周期。

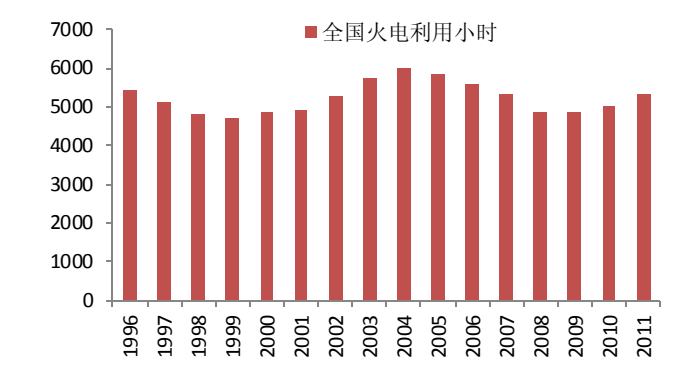
从发电设备利用小时来看，在经历了 2000-2004 年连续五年的上升之外，2005-2009 年进入了连续五年的下跌，2010 年，设备利用小时重新实现正增长，十二五期间，电力供需依然严峻，我们认为发电利用小时已经走出下降周期，进入新一轮电力短缺周期。

图 5：2010 年电力设备利用小时实现正增长



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 6：电力供给存在明显的周期波动



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、2011 年煤炭进入主动补库存短周期

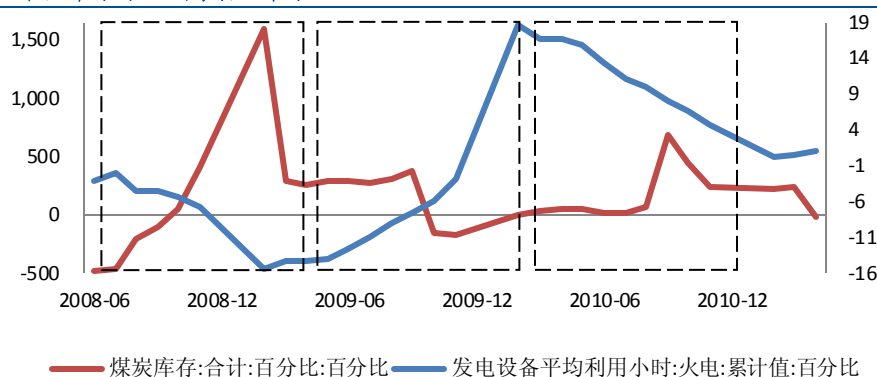
2011 年 2 月至今，我国东、中、西部的局部省份用电矛盾较为突出，迎峰度夏期间电力需求可能会进一步扩大、煤炭将从被动去库存阶段向主动补库存过渡。

从 2008 年 6 月份开始，煤炭库存大致经历了 3 个明显周期性库存变化：

- (1) 2008 年 6 月至 2009 年 2 月，受金融危机的影响，电力需求明显回落、煤炭从被动补库存到主动去库存；
- (2) 2009 年 2 月至 2010 年 1 月，受国家刺激政策推动，电力需求触底反弹、煤炭从被动去库存到主动补库存；
- (3) 2010 年 1 月至 2011 年 2 月，经济转型背景下电力需求回落、煤炭从被动补库存到主动去库存；

2011 年 2 月至今，结构性缺电与迎峰度夏期叠加，电力需求将进一步加大、煤炭将从被动去库存阶段向主动补库存过渡。

图 7: 煤炭库存的 3 次周期性库存变化



资料来源: 民生证券研究所

产生煤炭库存的短周期变化主要是以下三方面原因:

- (1) 对于火电的依赖度高, 导致我国煤炭库存与电力供给具有很高的相关性;
- (2) 市场煤遇到计划电, 电力企业承受较大煤价上涨压力, 经营动力不强;
- (3) 高耗能企业受限, 火电企业淡季经营困难, 难以形成稳定的电力供应。

(二) 渤海湾港口上市公司将是电力短缺周期中的最大受益者

在电力进入短缺中周期、煤炭进入主动补库存短周期的叠加效应下, 对于煤炭的需求将在未来 5 年呈现上升趋势, 而在国内“三足鼎立”的港口博弈中, 渤海湾港口将是双重周期叠加的最大受益者, 主要是基于以下三方面的原因:

(1) 渤海湾港口是西煤东运、北煤南运的关键港口区。目前, 秦皇岛、唐山、黄骅及天津四港煤炭吞吐量大约占全国的 50%, 而“十二五”开工建设的西煤东运的准格尔至曹妃甸的第三条煤运通道, 建成后年输送能力将接近 3.5 亿吨, 进一步强化了渤海湾的煤炭重港地位。

图 8: 准曹铁路强化渤海湾的煤炭重港地位



资料来源: 民生证券研究所

(2) **发改委鼓励煤炭进口，利好煤炭港。**为了缓和近期电煤矛盾，发改委鼓励煤炭进口、敦促发电企业增加煤炭库存，库存的压力正在向港口传导，这将对港口煤炭吞吐量存在正向刺激作用。根据秦皇岛港外贸煤炭港口费率表显示，除了每吨收取约 33-36 元不等的费用之外，在港口进行堆放将每天每吨收取 0.1-0.8 元不等的堆存保管费，下游电企库存压力增大必然加大煤炭港的港口堆存保管费收入。

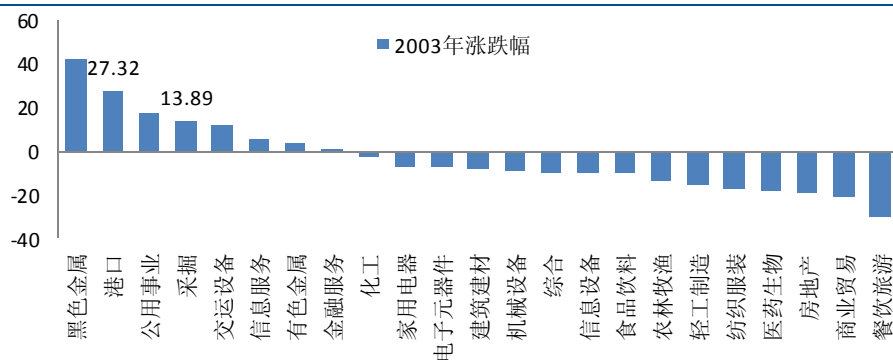
表 1: 秦皇岛港外贸煤炭港口费率表, 单位: 元/吨

编号	收费项目	二公司	三公司	六、七、九公司	说明
1	港口作业包干费	27.42	28.42	25.09	
2	货物港务费	0.7	0.7	0.7	国家规费
3	港口设施保安费	0.5	0.5	0.5	国家规费
4	港口建设费	7	7	7	代交通部
5	合计	35.62	36.62	33.29	

资料来源: 公共资料, 民生证券研究所

(3) **03 年电荒港口股表现好于公共事业、采掘板块。**2003 年是上一轮电力短缺周期，国内港口煤炭吞吐量增速快了近 1 倍，而 A 股各板块表现中，港口板块的涨幅达到 27.32%，甚至好于公共事业、采掘板块。在电力短缺周期中，港口股弹性要好于其他相关板块。

图 9: 03 年电荒港口股弹性好于其他相关板块



资料来源: 民生证券研究所

(三) 京唐港是北方煤港的后起之秀，煤炭吞吐量发展空间巨大

京唐港是河北省沿海三大港口之一，地处京津唐一级经济区网络之中，环渤海经济圈的中心地带，国家重点开放开发地区，虽然只有短短 20 年的运营历史，但却创造了港口吞吐量 20-30% 高速增长佳绩，作为北方煤港的后起之秀，公司未来发展空间巨大：

(1) **京唐港作为北煤南运的重点港口之一，担负着向东南沿海各电厂运输电煤的主要任务：**公司 2010 年煤炭完成 2742 万吨，其中 2009 年煤炭发运港口中排名第四，进口焦煤量连续 3 年位居全国第一，目前公司已经煤港扩建作为公司未来发展的重要一环。我们认为，在电煤矛盾刺激下，公司煤炭吞吐量将进一步提升。

(2) **蒙冀、张唐铁路建成后，煤炭运输通道将发生改变：**未来内蒙煤炭多数经张唐铁路

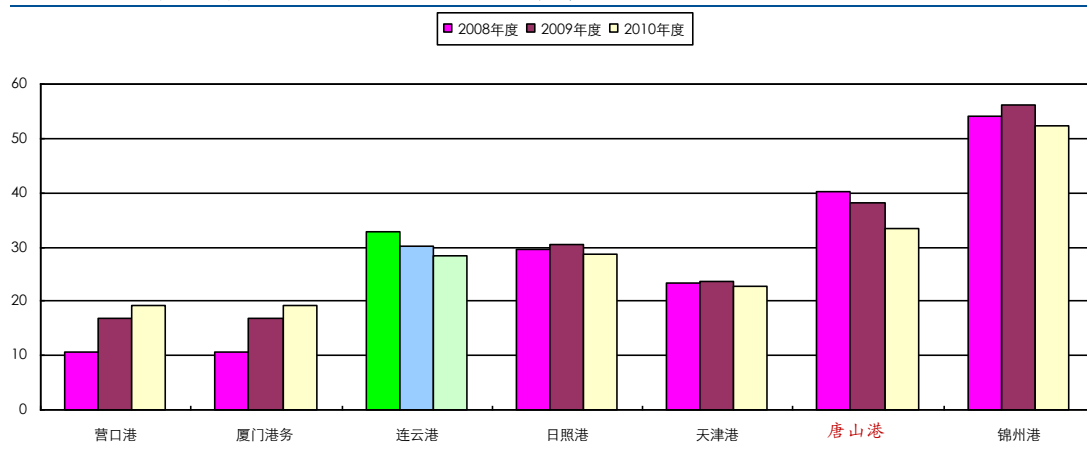
发往曹妃甸港区，山西地区煤炭多数通过大秦线发运至秦皇岛港和京唐港区，由于秦皇岛港不再增量，京唐港下水煤炭将迎来千载难逢的机遇，运量前景广阔。以迁曹支线为例，每年分流大秦铁路近 50% 的煤炭运量，2010 年实现运量 1.5 亿吨，未来运输能力有望达到 2.5 亿吨，将大幅提高京唐港的吞吐量。

四、公司的三大比较优势

（一）公司具有国内首屈一指的劳动生产率

公司外包模式创造国内首屈一指的劳动生产率。根据中国港口协会和上市公司 2010 年度统计数据，沿海港口中唐山港的劳动生产率仅次于舟山港，排名第二，高于同等规模港口企业。原因在于公司采用的外包模式，避免了在技术、人员和设备上的巨额投资，享受规模效应并取得成本优势。

图 10：人员精简、外包模式锻造成本优势、毛利率高



资料来源：Wind，民生证券研究所

根据交通部 2011 年 1 季度各港口的吞吐量和上市公司的最新公开资料，我们对比了行业内各上市公司的 TPP (人均吞吐量)：2011 年 1 季度在国内港口类的上市公司中，唐山港 TPP 为 3.24，仅次于南京港、北海港，TPP 高于 1.31 (整体法) 的行业平均水平，表明公司在人力资本利用效率方面位居国内领先水平。

表 2：2011 年 1 季度唐山港的 TPP 在国内上市港口中排名居前

证券代码	证券简称	劳动力 单位：人	吞吐量 单位：万吨	TPP 单位：万吨/人
600575	芜湖港	4219	1613	0.38
600279	重庆港九	3931	2449	0.62
600018	上港集团	22322	16342	0.73
601008	连云港	4927	3812	0.77
000905	厦门港务	3464	3611	1.04
600717	天津港	9140	10302	1.13
601880	大连港	6137	8438	1.37
600190	锦州港	1175	1794	1.53

600017	日照港	4018	6477	1.61
000022	深圳港（深赤湾 A+盐田港）	2525	4980	1.97
601018	宁波港	7099	17455	2.46
600317	营口港	2374	6609	2.78
601000	唐山港	2368	7667	3.24
000582	北海港	840	3249	3.87
002040	南京港	902	4103	4.55

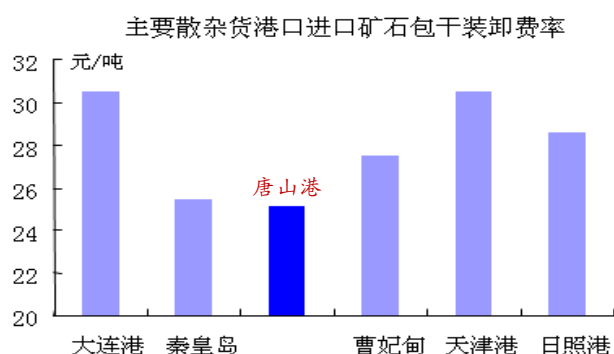
资料来源：交通部，Wind，民生证券研究所

冗员多是制约各港口发展的突出问题。据不详细资料统计，全国各港口在劳动力人员结构上有三个“1/3”。即：1/3 是失去劳动力的人员（主要包括离退休、工伤、病休人员），1/3 是富余人员，1/3 是创造劳动价值的人员。

（二）公司提价空间高于同类港口

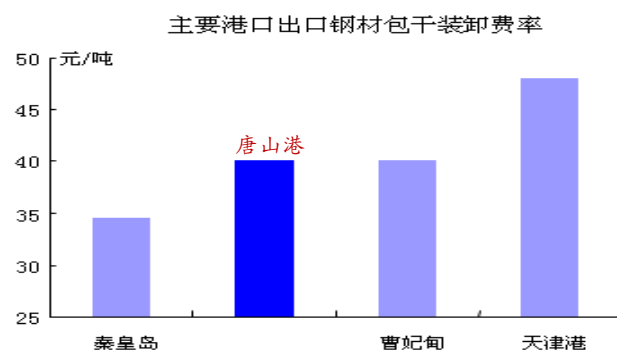
港口自然条件是导致公司装卸费低于其他港口的主要原因，未来 20 万吨级航道竣工及 20 万吨级码头投产后，公司竞争力增强，有望上调装卸费率。目前公司装卸费率低于周边的曹妃甸、天津港，如京唐港铁矿石装卸包干费 25 元/吨、曹妃甸 27.3 元/吨、天津港 30 元/吨，钢材装卸费率京唐港区和曹妃甸港区均为 40 元/吨，天津港 48 元/吨。

图 11：公司散杂货进口矿石包干装卸费率低于同类港口



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 12：公司出口钢材包干装卸费率也处于较低水平



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）公司资产“活化”，带来高投资回报

（1）公司通过业务外包增强资产流动性的方式，将带来长期好于行业平均水平的投资回报。公司 2011 年第一季度净资产收益率 3.1%，比行业中值水平高近 1 个百分点，在渤海湾散杂货类港口中排名第一位。我们认为，远高于行业平均水平的存货周转率是提高公司净资产收益率水平的原因之一，2011 年第一季度唐山港的存货周转率为 42.31%，超过行业中值 5 倍以上，排名行业第二位。

表 3：行业财务比率比较

代码	简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)	应收账款周转 率 (次)	存货周转率 (次)
	行业中值	34.67	14.91	2.19	2.23	7.11

601018	宁波港	48.05	33.96	2.27	2.08	7.22
601880	大连港	36.05	21.07	1.28	1.92	8.82
002040	南京港	50.25	24.46	1.86	2.38	7.78
600190	锦州港	54.56	27.78	1.87	3.84	17.17
000905	厦门港务	18.21	5.52	1.51	1.01	1.67
600017	日照港	29.21	13.55	2.59	2.70	4.56
600279	重庆港九	34.03	6.78	1.13	1.95	0.89
000582	北海港	27.32	9.49	2.50	4.70	19.21
601008	连云港	30.68	9.59	1.76	2.23	15.32
600317	营口港	33.41	8.57	1.72	2.46	2.86
600018	上港集团	48.47	24.82	3.53	2.15	2.87
000088	盐田港	63.90	138.17	3.12	0.62	222.38
601000	唐山港	35.31	16.26	3.10	7.92	42.31
600717	天津港	23.77	7.91	2.11	1.50	4.40
600575	芜湖港	4.99	1.55	3.28	4.09	5.19
000022	深赤湾 A	59.41	30.31	3.78	2.23	7.00

资料来源: Wind, 民生证券研究所

(2) 公司现金流量充足, 具有较大财务杠杆释放空间。公司目前负债低, 经营性现金流量净额达到 1.73 亿元, 超过行业中值 3 倍以上。我们认为, 公司目前具有较大的财务杠杆释放空间, 这将拓展公司未来的增长空间。

表 4: 行业财务数据比较

代码	简称	流动负债 (亿元)	长期负债 (亿元)	股东权益 (亿元)	经营现金流量净 额 (亿元)	现金及现金等价物净 增加额 (亿元)
行业中值		16.68	9.98	37.28	0.41	-0.20
600018	上港集团	177.57	45.42	431.04	10.61	-0.06
601018	宁波港	44.28	45.85	241.33	2.45	-11.68
600717	天津港	46.98	39.07	138.53	3.40	-1.63
000022	深赤湾 A	22.24	1.37	39.81	1.81	1.51
601880	大连港	45.26	59.95	126.60	-0.33	-3.02
000088	盐田港	1.82	1.90	46.59	0.49	-0.85
600017	日照港	19.68	20.35	50.38	0.89	-0.05
601000	唐山港	7.45	7.74	38.64	1.73	0.09
600575	芜湖港	97.19	1.77	25.98	2.78	5.45
600190	锦州港	18.55	12.22	38.72	0.33	1.12
600317	营口港	14.80	50.83	49.49	-0.29	-0.34
601008	连云港	6.70	6.43	23.15	-0.63	4.88
000905	厦门港务	11.02	0.38	17.79	-1.51	-1.47
600279	重庆港九	12.84	16.50	16.42	0.03	-1.31
002040	南京港	1.72	1.75	5.78	-0.01	-0.02
000582	北海港	3.14	1.19	3.44	0.11	-0.59

资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、盈利预测—北方成长型港口

(一) 煤炭业务

我们预计在公司各项业务中,煤炭业务在电力短缺中周期、煤炭主动补库存短周期的叠加效应影响下,港口吞吐量将增长明显。在发改委鼓励煤炭进口,及准曹铁路建成后大秦铁路的煤炭分流预期影响下,我们预计 2011-2013 年煤炭业务的吞吐量增速分别为: 42%、47%、52%。

(1) 动力煤方面: 电煤需求旺盛,港口吞吐量增速有望加速提升。动力煤吞吐量增速持续提升: 45%、50%、55%。

(2) 焦炭方面: 区域垄断优势明显,进口焦炭吞吐量仍将保持国内首位。焦炭业务吞吐量增速温和提升: 40%、45%、50%。

表 5: 煤炭收入预测 (万吨)

	2010	2011E	2012E	2013E
动力煤	1246.30	1807.14	2710.70	4201.59
增长率		45%	50%	55%
焦炭	1496.00	2094.40	3036.88	4555.32
增长率		40%	45%	50%

资料来源: 民生证券研究所

(二) 钢材业务

十二五期间保障性住房建设力度加大,对钢材需求仍将保持稳定性增长。同时公司凭借交通、及市场优势,与唐山地区多数钢铁公司保持密切的业务往来,渤海湾港口相对垄断优势明显。我们假设 2011-2013 年钢材业务吞吐量增速分别为: 20%、22%、24%。

表 6: 钢材吞吐量预测 (万吨)

	2010	2011E	2012E	2013E
钢材	1480.36	1776.43	2167.25	2687.39
增长率		20%	22%	24%

资料来源: 民生证券研究所

(三) 铁矿石业务

据辛浦森航运咨询公司预计,全球铁矿石的供需结构可能会在 2014 年出现逆转,但目前国内铁矿石谈判难有改观。我们预计,公司铁矿石码头吞吐量将恢复增长,但由于印度的铁矿石出口受限,预计公司铁矿石吞吐量增长将稳中有降。我们假设 2011-2013 年铁矿石业务吞吐量增速分别为: 30%、29%、28%。

表 7: 铁矿石吞吐量预测 (万吨)

	2010	2011E	2012E	2013E
铁矿石	2953.7	3839.81	4953.35	6340.29
增长率		30%	29%	28%

资料来源: 民生证券研究所

考虑到公司的涨价预期,我们预计公司 11-13 年净利润分别为 5.01、7.53、12.84 亿元,增速分别为 45.58%、50.33%、70.55%;相应 11-13 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.50、0.75、1.28

元，对应 PE 为 14.58、9.70、5.69 倍。

六、估值与结论

公司未来将继续保持高速增长，给予“强烈推荐”评级。发展第三代海港使公司具有广阔的成长空间，下游煤炭需求旺盛是公司收入增长的来源，而钢铁需求稳定是公司保持较高收入水平的保证。我们预计未来三年收入复合增长率达到 39.46%，净利润复合增长率 55.12%。

估值低于港口类上市公司的平均水平。当前估值低于港口类上市公司的平均水平，已经具备吸引力，我们给予“强烈推荐”评级，6 个月目标价 10 元。

表 8：港口类上市公司平均估值水平

证券代码	证券简称	预测每股收益平均值	预测每股收益平均值	预测市盈率(PE最新预测)	预测市盈率(PE最新预测)
		[年度] 2011	[年度] 2012	[年度] 2011	[年度] 2012
	平均值	0.37	0.44	23.94	20.25
601880.SH	大连港	0.20	0.24	17.79	16.07
601018.SH	宁波港	0.21	0.24	15.27	13.22
601008.SH	连云港	0.24	0.31	38.25	29.91
601000.SH	唐山港	0.45	0.52	17.66	15.57
600717.SH	天津港	0.62	0.75	14.06	11.99
600575.SH	芜湖港	0.82	0.95	20.74	17.83
600317.SH	营口港	0.28	0.38	20.23	14.84
600279.SH	重庆港九	0.51	0.70	28.67	20.89
600190.SH	锦州港	0.16	0.18	26.66	25.01
600018.SH	上港集团	0.26	0.29	14.56	12.43
600017.SH	日照港	0.19	0.23	19.84	16.76
002040.SZ	南京港	0.12	0.14	63.28	53.55
000905.SZ	厦门港务	0.25	0.27	27.39	24.94
000582.SZ	北海港	0.39	0.50	27.10	21.68
000088.SZ	盐田港	0.31	0.33	18.87	17.59
000022.SZ	深赤湾 A	0.97	1.05	12.71	11.70

资料来源：wind，民生证券研究所

风险提示：

1) 通胀压力高，提价或受到限制。目前通胀水平居高不下，如果未来港口费率提价受到政策限制，公司的盈利水平将略低于预测值。

2) 基础设施建设的不确定性。如果未来铁路、港口建设受到诸如政策、自然灾害的不确定性影响，公司港口吞吐量将难以保持较高增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,557	3,522	4,890	6,936	货币资金	865	1,604	2,254	3,293
减: 营业成本	1,703	2,384	3,290	4,475	应收票据	8	11	10	7
营业税金及附加	71	108	147	204	应收账款	72	95	134	189
销售费用	5	8	11	15	预付账款	39	53	49	35
管理费用	234	282	342	416	其他应收款	7	9	10	10
财务费用	54	30	32	33	存货	8	82	99	160
资产减值损失	2	4	5	3	其他流动资产	0	0	0	0
加: 投资收益	7	2	3	4	流动资产合计	1,001	1,854	2,556	3,695
二、营业利润	495	707	1,066	1,793	长期股权投资	192	217	242	267
加: 营业外收支净额	4	4	4	4	固定资产	3,135	3,168	3,191	3,205
三、利润总额	499	711	1,070	1,797	在建工程	217	227	237	247
减: 所得税费用	136	190	294	487	无形资产	588	529	470	412
四、净利润	363	522	776	1,310	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	344	501	753	1,284	非流动资产合计	4,184	4,141	4,141	4,130
五、基本每股收益 (元)	0.34	0.50	0.75	1.28	资产总计	5,185	5,995	6,697	7,825
主要财务指标					短期借款	0	40	45	49
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	14.52	7.72	5.04	2.65	应付账款	293	358	411	447
成长能力:					预收账款	92	209	301	348
营业收入同比	32.49%	37.73%	38.86%	41.84%	其他应付款	130	129	128	129
营业利润同比	31.3%	42.8%	50.7%	68.2%	应交税费	108	113	107	109
净利润同比	33.32%	43.54%	48.78%	68.8%	其他流动负债	2	0	0	0
营运能力:					流动负债合计	655	850	993	1,084
应收账款周转率	42.05	42.31	42.66	42.94	长期借款	629	758	506	215
存货周转率	53.36	78.19	53.80	53.42	其他非流动负债	91	117	153	171
总资产周转率	0.53	0.63	0.77	0.96	非流动负债合计	720	875	659	386
盈利能力与收益质量:					负债合计	1,436	1,725	1,651	1,470
毛利率	33.4%	32.3%	32.7%	35.5%	股本	1,000	1,000	1,000	1,000
净利率	13.5%	14.2%	15.4%	18.5%	资本公积	1,718	1,718	1,718	1,718
总资产净利率 ROA	7.5%	9.3%	12.2%	18.0%	留存收益	771	1,272	2,025	3,308
净资产收益率 ROE	12.6%	13.0%	16.7%	23.0%	少数股东权益	258	279	303	329
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	3,748	4,270	5,046	6,356
流动比率	1.53	2.18	2.58	3.41	负债和股东权益合计	5,185	5,995	6,697	7,825
资产负债率	27.7%	28.8%	24.7%	18.8%	现金流量表				
长期借款/总负债	43.8%	43.9%	30.6%	14.6%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标:					经营活动现金流量	695	847	1,130	1,576
每股收益	0.34	0.50	0.75	1.28	投资活动现金流量	(524)	(233)	(232)	(231)
每股经营现金流量	0.70	0.85	1.13	1.58	筹资活动现金流量	474	125	(249)	(305)
每股净资产	3.75	4.27	5.05	6.36	现金及等价物净增加	645	739	650	1,040

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 京唐港区辐射唐山地区 65%以上的钢铁、煤化工企业	4
图 2: 乐亭新区对京唐港高度依赖.....	5
图 3: 与 03 电荒相似, 装机增速于 2010 年超越用电增速	5
图 4: 全国利用小时变化情况.....	5
图 5: 2010 年电力设备利用小时实现正增长.....	6
图 6: 电力供给存在明显的周期波动	6
图 7: 煤炭库存的 3 次周期性库存变化	7
图 8: 准曹铁路强化渤海湾的煤炭重港地位	7
图 9: 03 年电荒港口股弹性好于其他相关板块	8
图 10: 人员精简、外包模式锻造成本优势、毛利率高	9
图 11: 公司散杂货进口矿石包干装卸费率低于同类港口	10
图 12: 公司出口钢材包干装卸费率也处于较低水平	10

表格目录

表 1: 秦皇岛港外贸煤炭港口费率表, 单位: 元/吨	8
表 2: 2011 年 1 季度唐山港的 TPP 在国内上市港口中排名居前	9
表 3: 行业财务比率比较.....	10
表 4: 行业财务数据比较.....	11
表 5: 煤炭收入预测 (万吨)	12
表 6: 钢材吞吐量预测 (万吨)	12
表 7: 铁矿石吞吐量预测 (万吨)	12
表 8: 港口类上市公司平均估值水平	13

分析师与行业专家简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士。2010年加盟民生证券研究所，长期关注周期性行业的发展趋势，擅长自上而下及企业价值分析。主要负责交通运输行业研究，覆盖港口、航空等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。