

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

投资收益奠定业绩，转型有序进行

事件描述

珠海港公布 2011 年中报：

- 珠海港 2011 年上半年收入同比增长 1%，毛利率同比下降 10 个百分点至 18%，主要原因是合并报表范围变动和增加可口可乐购销合作业务收支，净利润同比增长 146%至 2.08 亿，其中按比例确认珠海碧辟的投资收益为 2.23 亿，即上半年公司主业大致盈亏平衡，而业绩主要由参股的 PTA 生产商珠海碧辟化工所贡献。
- 今年，公司在稳步推进已经开展的电力业务的同时，加速了对港口业务的布局。1) 港口业务：高栏港商业中心已经完成封顶，预计将在今年年底竣工；公司在今年加快了港口业务的拓展，目前为止已经公布了 4 个新增的建设项目，均以港口码头和仓储物流业务为主，彰显了公司打造一流港口物流营运商的决心。2) 电力业务：高栏岛风电场项目已有 36 台风机并网试运行，预计在今年年底左右可以并网发电；其余项目也在稳步推进中。
- 我们认为，公司 2011 年仍将依靠投资收益提供业绩支撑；2012 年开始，主业培育进入相对成熟期，高栏港商业中心，风电业务以及物流项目进入收获期，主业贡献利润比重将增加；同时，考虑珠海港作为珠海港口建设和发展资本平台功能的重要地位，公司未来股价催化剂来自集团对珠海港港口资源的整合；我们对公司 2011 年-2013 年的业绩预测分别为 0.96 元、1.08 元和 1.02 元，对应 PE 分别为 13.53 倍、12.02 倍和 12.74 倍，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一，主业盈亏平衡，业绩源于 PTA 投资收益

珠海港 2011 年上半年收入同比增长 1%，毛利率同比下降 10 个百分点至 18%，主要原因是合并报表范围变动（转让中成药业务，玻纤业务因出售股权由主业转为投资收益项，出售 2 家控股房地产公司，并收购 7 家物流企业和汇通物流公司）和增加可口可乐购销合作业务收支，净利润同比增长 146%至 2.08 亿。

上半年利润主要来自参股 15%的碧辟化工，该公司于 6 月对 2010 年利润进行分配，珠海港按持股比例确认 2.23 亿的投资收益，而上半年公司的净利润为 2.08 亿，即公司主业大致盈亏平衡，而业绩主要由参股的 PTA 生产商珠海碧辟化工所贡献。

公司在年报中提出要在 2012 年让主业基本成型，所以在这之前我们继续将珠海港定位为“转型期的投资类公司”，今年的利润仍然主要来自 PTA 业务、可口可乐和传统发电为主的投资收益，而在建的风电和高栏商业中心的主业业绩将从明年开始集中释放。

表 1：珠海港半年度财务数据（单位：百万）

	2011H1	2010H1	同比
营业收入	189.49	187.76	1%
营业成本	155.45	134.40	16%
毛利率（%）	18%	28%	-10%
销售费用	2.05	6.81	-70%
管理费用	28.31	37.46	-24%
财务费用	8.28	6.57	26%
投资净收益	222.02	98.05	126%
营业利润	211.22	89.83	135%
归属于母公司所有者的净利润	208.02	84.70	146%
EPS	0.603	0.246	146%

资料来源：Wind，长江证券研究部（经追溯调整）

表 2：珠海港单季度财务数据（单位：百万）

	2011Q2	同比	环比	2011Q1	2010Q2	2010Q1
营业收入	110.54	-1%	40%	78.95	112.11	75.65
营业成本	91.77	25%	44%	63.68	73.29	61.11
毛利率（%）	17%	-18%	-2%	19%	35%	19%
销售费用	1.02	-75%	-1%	1.03	4.01	2.80
管理费用	14.29	-18%	2%	14.02	17.33	20.14
财务费用	5.71	117%	122%	2.57	2.63	3.94
投资净收益	225.44	126%	6692%	-3.42	99.93	-1.88
营业利润	218.78	110%	2994%	-7.56	104.03	-14.19
归属于母公司所有者的净利润	216.85	116%	2556%	-8.83	100.35	-15.65
EPS	0.629	116%	2555%	-0.026	0.291	-0.045

资料来源：Wind，长江证券研究部（经追溯调整）

表 3: 珠海港主营业务分产品情况 (单位: 百万)

产品名称	营业收入	同比	营业成本	同比	毛利率	毛利率变化
物流服务	86.97	32.47%	59.75	48.91%	31.30%	-7.58%
物业管理	3.15	-9.99%	2.47	5.80%	21.76%	-11.68%
内销贸易	83.92	582.13%	81.09	573.59%	3.38%	1.22%
出口贸易	11.33	43.56%	11.15	47.18%	1.55%	-2.42%
中成药	0	-100.00%	0	-100.00%	-	-
玻璃纤维布	0	-100.00%	0	-100.00%	-	-
合计	185.37	4.90%	154.45	22.02%	16.68%	-11.70%

资料来源: Wind, 长江证券研究部 (经追溯调整)

第二, 港口和电力业务有序拓展

今年, 公司在稳步推进已经开展的电力业务的同时, 加速了对港口业务的布局。

港口业务: 高栏港商业中心已经完成封顶, 预计将在今年年底竣工; 公司在今年加快了港口业务的拓展, 目前为止已经公布了 4 个新增的建设项目, 均以港口码头和仓储物流业务为主, 彰显了公司打造一流港口物流营运商的决心。

电力业务: 高栏岛风电场项目已有 36 台风机并网试运行, 预计在今年年底左右可以并网发电; 其余项目也在稳步推进中。

表 4: 珠海港港口业务拓展情况

项目名称	行业属性	持股比例	所处阶段	投产时间
高栏港商业中心	港口商业	100%	完成封顶	2011 年底
神华粤电珠海港煤炭码头项目	干散货码头	30%	前期准备	待定
原油、成品油码头及储运设施项目	油品码头	待定	可行性研究	待定
大型干散货码头仓储项目	干散货码头	40%	可行性研究	待定
梧州港大利口码头项目	港口码头	72%	前期准备	2014 年

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 5: 珠海港电力业务开展情况

电力业务	股权	进度	投产时间
珠海高栏岛风电场项目	95%	并网试运行	2011 年底并网发电
光电互感器项目及数字化变电站项目	45%	市场研发阶段	待定
高栏港经济区集中供热项目	20%	正常运行	2010 年 3 月已投产
珠海电厂 1、2 号机组、金湾发电厂 3、4 号机组	10%	已投产	2006 年外购
珠海 LNG 项目	3%	土建施工	2013 年建成
珠海发电厂 5、6 号机组	10%	准备上报核准文件	待定

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 维持“推荐”评级

我们认为, 公司 2011 年仍将依靠投资收益提供业绩支撑; 2012 年开始, 主业培育进入相对成熟期, 高栏港商业中心, 风电业务以及物流项目进入收获期, 主业贡献利润比重将增加; 同时, 考虑珠海港作为珠海港口建设和发展资本平台

功能的重要地位，公司未来股价催化剂来自集团对珠海港港口资源的整合；我们对公司 2011 年-2013 年的业绩预测分别为 0.96 元、1.08 元和 1.02 元，对应 PE 分别为 13.53 倍、12.02 倍和 12.74 倍，维持公司“推荐”评级。

表 6：珠海港主要业绩贡献业务

业务	所属科目	EPS 贡献			
		2010	2011E	2012E	2013E
高栏港商业中心	主业	0	0.02	0.1	0.15
风电业务	主业	0	0	0.02	0.05
珠海电厂	投资收益	0.36	0.36	0.37	0.37
碧辟化工	投资收益	0.27	0.65	0.78	0.65
可口可乐	投资收益	0.03	0.03	0.04	0.04
合计		0.66	1.06	1.31	1.26

资料来源：长江证券研究部（注：由于公司部分主业，如内销贸易、出口贸易毛利率低于 5%，最后对 EPS 贡献为负，所以盈利预测的最终值低于上表的合计数）

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	371	364	478	513	货币资金	362	801	988	1157
营业成本	272	294	366	383	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	100	70	112	130	应收账款	66	64	83	90
% 营业收入	26.8%	19.2%	23.5%	25.3%	存货	1	2	2	2
营业税金及附加	9	9	12	12	预付账款	53	57	71	74
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	12	11	14	15	流动资产合计	606	1048	1271	1449
% 营业收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	69	66	86	92	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	长期股权投资	787	807	825	845
财务费用	7	16	29	27	投资性房地产	43	43	43	43
% 营业收入	1.9%	4.3%	6.0%	5.2%	固定资产合计	211	449	577	697
资产减值损失	7	-1	10	3	无形资产	50	48	45	43
公允价值变动收益	-2	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	225	378	430	390	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	219	348	392	370	其他非流动资产	113	113	113	113
% 营业收入	59.1%	95.6%	82.0%	72.1%	资产总计	1817	2513	2881	3196
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	90	0	0	0
利润总额	218	348	392	370	应付款项	52	56	70	73
% 营业收入	58.6%	95.6%	82.0%	72.1%	预收账款	14	13	18	19
所得税费用	8	14	16	15	应付职工薪酬	10	11	14	15
净利润	210	334	376	355	应交税费	-4	-6	-7	-7
归属于母公司所有者					其他流动负债	101	109	136	144
的净利润	208.2	331.6	373.1	352.2	流动负债合计	263	184	231	244
少数股东损益	2	3	3	3	长期借款	118	118	118	118
EPS（元/股）	0.60	0.96	1.08	1.02	应付债券	0	500	500	500
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	10	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	6	6	6	6
经营活动现金流净额	35	-10	16	33	负债合计	396	808	855	867
取得投资收益	93	358	410	370	归属于母公司	1400	1681	1999	2298
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	10	0	0	0	少数股东权益	21	24	27	30
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1421	1706	2026	2328
固定资产投资	-182	-254	-155	-155	负债及股东权益	1817	2513	2881	3196
其他	272	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	100	104	255	215		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	500	0	0	EPS	0.604	0.961	1.082	1.021
股权融资	7	0	0	0	BVPS	4.06	4.87	5.79	6.66
银行贷款增加（减少）	-31	-90	0	0	PE	21.54	13.53	12.02	12.74
筹资成本	58	-65	-85	-80	PEG	1.13	0.71	0.63	0.67
其他	-114	0	0	0	PB	3.20	2.67	2.24	1.95
筹资活动现金流净额	-81	345	-85	-80	EV/EBITDA	16.98	11.25	9.16	9.08
现金净流量	55	439	187	168	ROE	14.9%	19.7%	18.7%	15.3%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。