

唐山港：中国北方最具成长性的港口

——公司深度分析报告

报告关键点：

- 预期公司2011-2013年全面摊薄的EPS分别为0.45元、0.65元和0.90元，未来三年业绩复合增速40%。
- 2012年动态PE仅12倍，在港口板块中具有显著的估值优势。

报告摘要：

- 公司是A股港口板块中成长性最好的投资标的。假设年内完成首钢码头60%股权的收购，按照增发1.35亿股计算，预期2011-2013年全面摊薄的EPS分别为0.45元、0.65元和0.90元，未来三年业绩复合增速40%。2012年动态PE仅12倍，在港口板块中具有显著的估值优势。考虑公司良好的成长性，给予2012年18倍PE，目标价10.80元，维持“买入-A”评级。
- 2011年9月首钢矿石码头投产，优势腹地货源回流+新增钢铁产能，驱动公司11-13年矿石吞吐量年均增长40%。2个20万吨级矿石泊位设计吞吐能力为3500万吨/年，估计实际能力为5000万吨/年。截至11年3月，公司就新码头与客户签署的意向合同已经达到3690万吨（不含首钢公司），此外首钢公司也对新码头的运量作出了承诺。2011年9月底建成投入运行后，预计新码头2011-2013年矿石运量将分别达到1000万吨、3500万吨和5000万吨，2011-2013年公司铁矿石吞吐量增速将分别达到44%、63%和24%。
- 煤炭业务成长空间更为广阔，2012年开滦京唐港2000万吨配煤中心投产、2014年蒙冀铁路建成通车，将驱动公司2015年煤炭吞吐量较2010年增长4倍达到1.4亿吨以上。2012年开滦京唐港2000万吨配煤中心投产后，将给京唐港带来1500万吨的煤炭下水量；2014年蒙冀铁路建成后，曹妃甸港区将作为内蒙煤炭的核心下水港，由曹妃甸港置换出来的大秦线煤炭下水量将全部由京唐港承担，预计京唐港内贸煤炭下水量有望增加1亿吨左右。
- 集团优质资产有望持续注入，公司外延成长空间广阔。除了首钢矿石码头60%股权外，上市公司控股股东——唐山港口实业集团公司目前已经培育成熟的资产包括国投中煤同煤京唐港口公司20%的股权、唐港铁路有限公司18.58%的股权、曹妃甸实业港务有限公司10%的股权。这三部分资产2010年贡献的投资收益合计达到1.64亿元，相当于上市公司2010年净利润的48%，这些优质资产未来都有望注入上市公司。
- 风险提示：宏观经济下滑风险；周边港口竞争风险。

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	3,152.0	4,170.0	5,044.4
Growth(%)	43.3%	32.5%	23.3%	32.3%	21.0%
净利润	253.0	343.9	506.6	737.6	1,019.8
Growth(%)	59.8%	36.0%	47.3%	45.6%	38.3%
毛利率(%)	38.2%	33.4%	36.5%	41.1%	44.4%
净利润率(%)	13.1%	13.5%	16.1%	17.7%	20.2%
每股收益(元)	0.25	0.34	0.45	0.65	0.90
每股净资产(元)	2.01	3.75	3.82	4.49	5.47
市盈率	32.0	23.6	18.1	12.5	9.0
市净率	4.0	2.2	2.1	1.8	1.5
净资产收益率(%)	13.6%	9.7%	12.8%	17.7%	21.2%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

10.80 元

期限： 6个月 上次预测： 10.80 元

现价（2011年07月26日）： 7.87 元

报告日期：

2011-07-27

总市值(百万元)	7,870.00
流通市值(百万元)	3,541.50
总股本(百万股)	1,000.00
流通股本(百万股)	450.00
12个月最低/最高	6.77/8.88 元
十大流通股东(%)	5.00%
股东户数	45,294

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.16	13.47	(4.60)
绝对收益	3.23	6.25	1.91

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：业绩符合预期，大型泊位注入打开成长新篇章	2011-04-29
唐山港：高弹性、低估值的散杂货港口	2011-04-13
唐山港：成长中的散杂货港口	2010-06-16

正文目录

1. 中国北方最具成长性的港口：高弹性，低估值	4
2. 公司概况	5
2.1. 京唐港：背靠钢铁大省的散杂货港口	5
2.2. 多层次腹地彰显垄断地位	6
2.3. “外包模式”造就成本优势，ROE 水平位居港口板块前列	7
3. 铁矿石业务：大型深水泊位投产揭开成长新篇章	8
3.1. 京唐港是承接河北省钢铁产能向沿海转移的核心港口	8
3.2. 9 月份大型矿石泊位投产将打开公司成长瓶颈	10
3.3. 腹地货源回流+新增钢铁产能，驱动 11-13 年矿石吞吐量年均增长 40%	11
3.4. 首钢矿石码头注入大幅增厚 11-13 年 0.04、0.19 和 0.37 元	12
4. 煤炭业务：进口焦煤国内第一，内贸下水煤前景广阔	14
4.1. 开滦配煤中心项目驱动焦煤吞吐量快速增长	14
4.2. 2014 年蒙冀铁路建成将带来内贸下水煤跨越式增长	15
5. 集团优质资产有望持续注入，公司外延成长空间广阔	17
6. 公司业绩预测	18

图表目录

图 1: 京唐港区现有泊位分布及未来预留发展区	5
图 2: 2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%	6
图 3: 2008-2010 年公司净利润年均增长 35%	6
图 4: 公司腹地情况	7
图 5: 唐山港净资产收益率水平位居港口板块前列	8
图 6: 唐山港毛利率水平位居港口板块中间位置	8
图 7: 河北省钢铁产量增速领先全国, 产量占全国比重呈逐年上升态势	9
图 8: 1-6 月中国铁矿石进口量累计增长 8.1%	9
图 9: 唐山地区钢厂企业及煤化工企业分布情况	10
图 10: 过去几年曹妃甸港和京唐港铁矿石吞吐量情况	11
图 11: 公司矿石吞吐量预测	12
图 12: 津唐港周边主要港口铁矿石装卸包干费率比较 (元/吨)	13
图 13: 中国焦煤进口情况	15
图 14: 近三年来公司焦煤吞吐量情况	15
图 15: 公司煤炭吞吐量预测	17
图 16: 唐港铁路线路图	18
表 1: A 股主要港口公司估值情况	4
表 2: 京唐港和曹妃甸港矿石泊位对比	12
表 3: 首钢矿石码头装卸费率上调对公司业绩影响的测算	13
表 4: 拟收购首钢矿石公司业绩测算	14
表 5: 两大煤运通道大秦线及朔黄线配套港口煤炭下水情况	16
表 6: 曹妃甸港煤炭码头情况	16
表 7: 公司货物吞吐量预测 (合并首钢码头矿石量)	18
表 8: 公司装卸费率预测 (11 年 9 月底首钢矿石码头投产后, 新码头矿石装卸费率每吨上调 2 元, 原有泊位维持既有的装卸费率不变)	19
表 9: 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)	19

1. 中国北方最具成长性的港口：高弹性，低估值

公司是 A 股港口板块中成长性最好的投资标的。假设年内完成首钢码头 60% 股权的收购, 按照增发 1.35 亿股计算, 预期 2011-2013 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.45 元、0.65 元和 0.90 元, 未来三年业绩复合增速 40%。2012 年动态 PE 仅 12 倍, 在港口板块中具有显著的估值优势。考虑公司良好的成长性, 给予 2012 年 18 倍 PE, 目标价 10.80 元, 维持“买入—A”评级。

- 2011 年 9 月底首钢矿石码头投产, 优势腹地货源回流+新增钢铁产能, 驱动公司 11-13 年矿石吞吐量年均增长 40%。2 个 20 万吨级矿石设计吞吐能力为 3500 万吨/年, 估计实际能力为 5000 万吨/年。截至 11 年 3 月, 公司就新码头与客户签署的意向合同已经达到 3690 万吨 (不含首钢公司), 此外首钢也对新码头的运量作出了承诺。2011 年 9 月底建成投入运行后, 预计新码头 2011-2013 年矿石运量将分别达到 1000 万吨、3500 万吨和 5000 万吨, 2011-2013 年公司铁矿吞吐量增速将分别达到 44%、63% 和 24%。
- 煤炭业务成长空间更为广阔, 2012 年开滦京唐港 2000 万吨配煤中心投产、2014 年蒙冀铁路建成通车, 将驱动公司 2015 年煤炭吞吐量较 2010 年增长 4 倍达到 1.4 亿吨以上。2012 年开滦京唐港 2000 万吨配煤中心投产后, 将给京唐港带来 1500 万吨的煤炭上下水量; 2014 年蒙冀铁路建成后, 曹妃甸港区将作为内蒙煤炭的核心下水港, 由曹妃甸港置换出来的大秦线煤炭下水水量将全部由京唐港承担, 预计京唐港内贸煤炭下水水量有望增加 1 亿吨左右。
- 集团优质资产有望持续注入, 公司外延成长空间广阔。除了首钢矿石码头 60% 股权外, 上市公司控股股东——唐山港口实业集团公司目前已经培育成熟的资产包括国投中煤同煤京唐港口公司 20% 的股权、唐港铁路有限公司 18.58% 的股权、曹妃甸实业港务有限公司 10% 的股权。这三部分资产 2010 年贡献的投资收益合计达到 1.64 亿元, 相当于上市公司 2010 年净利润的 48%, 这些优质资产未来都有望注入上市公司。

表 1: A 股主要港口公司估值情况

公司	7 月 22 日 股价	EPS				PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010E	2011E	2012E	2013E
唐山港	8.10	0.34	0.45	0.65	0.90	24	18	12	9
大连港	3.77	0.18	0.20	0.22	0.25	21	19	17	15
营口港	5.86	0.20	0.20	0.23	0.28	29	29	25	21
锦州港	4.40	0.14	0.16	0.18	0.20	31	28	24	22
连云港	9.93	0.21	0.23	0.30	0.34	47	43	33	29
散杂货港口平均						31	27	23	19
上港集团	3.87	0.26	0.26	0.31	0.33	15	15	12	12
盐田港	6.17	0.28	0.32	0.35	0.38	22	19	18	16
深赤湾	13.88	0.92	1.03	1.11	1.24	15	13	13	11
集装箱港口平均						17	16	14	13
宁波港	3.16	0.19	0.20	0.23	0.28	17	16	14	11
天津港	8.11	0.48	0.56	0.66	0.78	17	14	12	10
综合性港口平均						17	15	13	11
A 股港口板块平均						24	21	18	16

资料来源: BLOOMBERG、WIND 资讯

2. 公司概况

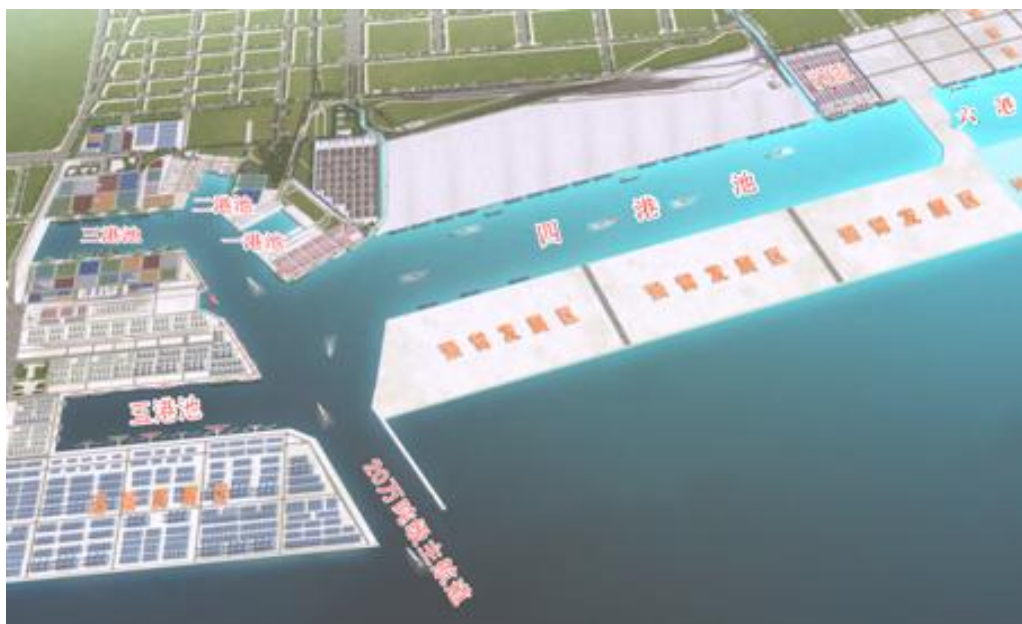
2.1. 京唐港：背靠钢铁大省的散杂货港口

唐山港（601000.SH）是以装卸铁矿石、煤炭、钢材为主的散杂货港口，经营地点为唐山市京唐港。京唐港自然条件良好，水深岸陡，不冻不淤，是天然建港良址。港区后方陆域面积辽阔，规划岸线 45 公里，可建泊位 150 个，港区目前仅开发岸线 7.9 公里，建成泊位 31 个，未来发展空间广阔。

京唐港位于唐山市东南 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。河北省是中国第一大钢铁产地，钢铁产量占全国近 30% 左右，而唐山市则集中了河北省 55% 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、焦煤进口量位居全国港口第 1、内贸煤炭发运量位居全国港口第 4。

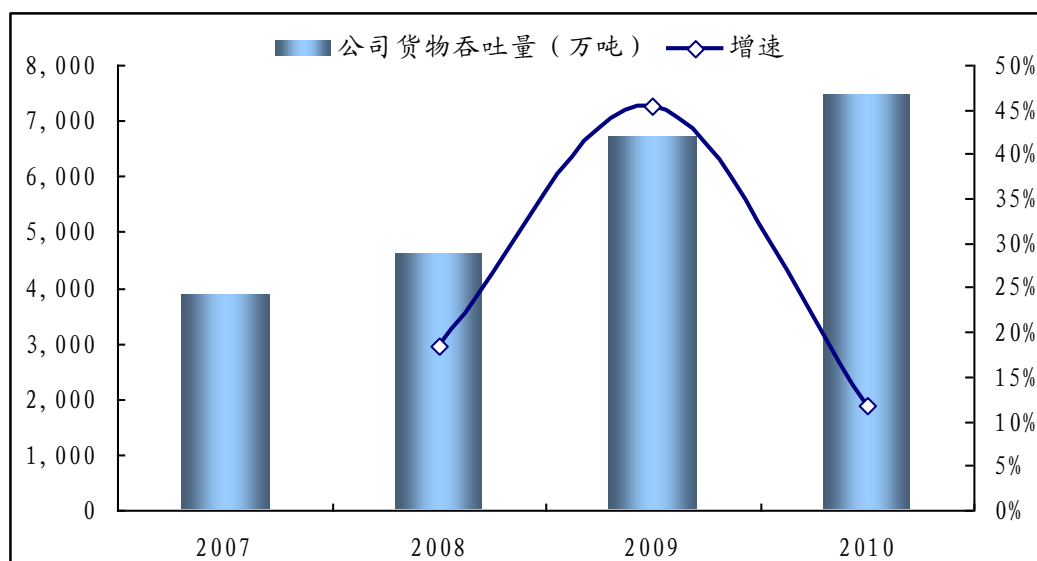
2010 年公司完成货物吞吐量 7475 万吨，其中铁矿石、钢铁、煤炭吞吐量分别为 2954 万吨、1480 万吨和 2742 万吨，占比分别为 40%、20% 和 37%。依托腹地钢铁产业快速发展驱动，2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%，净利润年均增长 35%。

图 1：京唐港区现有泊位分布及未来预留发展区



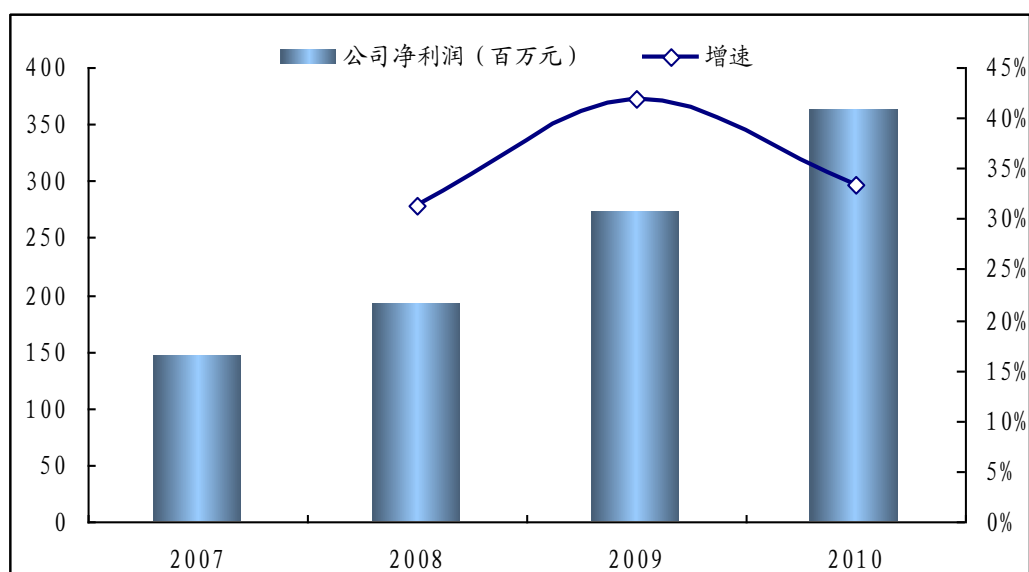
资料来源：公司网站

图 2：2008-2010 年公司货物吞吐量年均增长 25%



资料来源：公司年报

图 3：2008-2010 年公司净利润年均增长 35%



资料来源：公司年报

2.2. 多层次腹地彰显垄断地位

绝对垄断腹地——临港产业带。公司所在地唐山市乐亭新区的临港产业带是公司绝对垄断腹地，公司对于该区域的货物运输需求具有绝对垄断地位。(1) 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，适合发展庞大的临港工业。(2) 临港产业带内钢铁及煤化工企业成规模性发展。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。

相对垄断腹地——直接腹地唐山市。京唐港区位于唐山市东南，与公司形成直接竞争关系的曹妃甸港位于唐山市正南。唐山地区的钢铁产能主要集中在东部及北部的迁安、

滦县、乐亭一带，距离京唐港的距离较曹妃甸港更近，其中京唐港区优势腹地辐射的钢铁产能占整个唐山市的 70% 左右，而曹妃甸港优势腹地仅辐射了唐山地区其余 30% 左右的钢铁产能。河北省和唐山市正在将重工业逐步向沿海地区转移，河北钢铁在唐山地区的产能未来也将主要向京唐港区搬迁。

延伸辐射腹地——中西部地区。公司的延伸腹地包括山西、陕西、内蒙、甘肃、宁夏、新疆等中西部地区，和天津港、黄骅港、秦皇岛港等港口腹地交叉。这一区域竞争的货源主要是山西和内蒙的内贸下水煤炭。

图 4：公司腹地情况



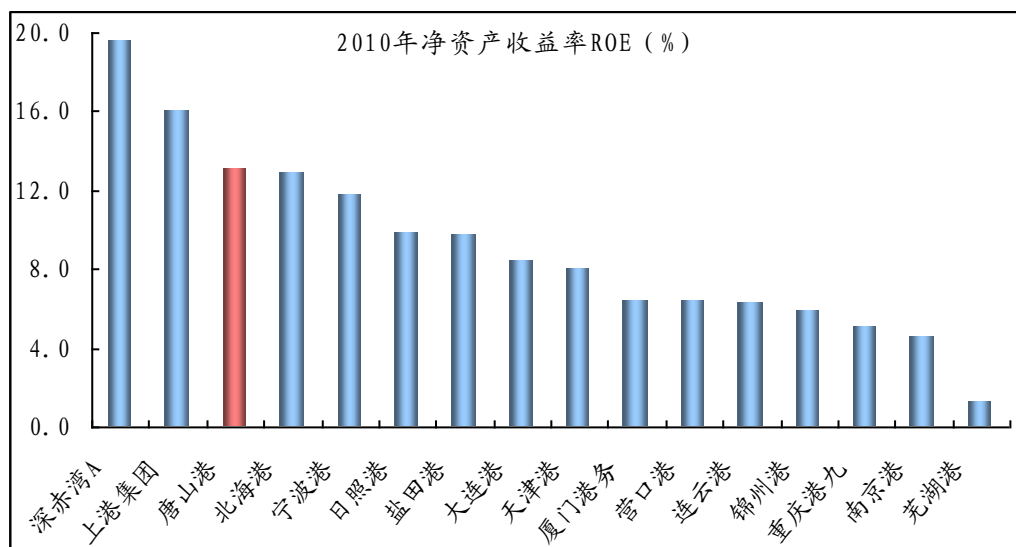
资料来源：公司网站

2.3. “外包模式”造就成本优势，ROE 水平位居港口板块前列

公司由于员工较少，成立阶段不存在人员包袱问题，因此作业的市场化程度较高，港口装卸、倒运等辅助性作业环节主要“外包”给其他企业经营。“外包作业”模式的优点在于：外包后，与装卸、倒运相关的设备等资产不进入公司资产负债表，相关人员也不进入公司编制，因此公司可以通过港区本身的需求和市场化的机制合理调配与此相关的设备和人力等资源，有利于降低成本、提高效率。

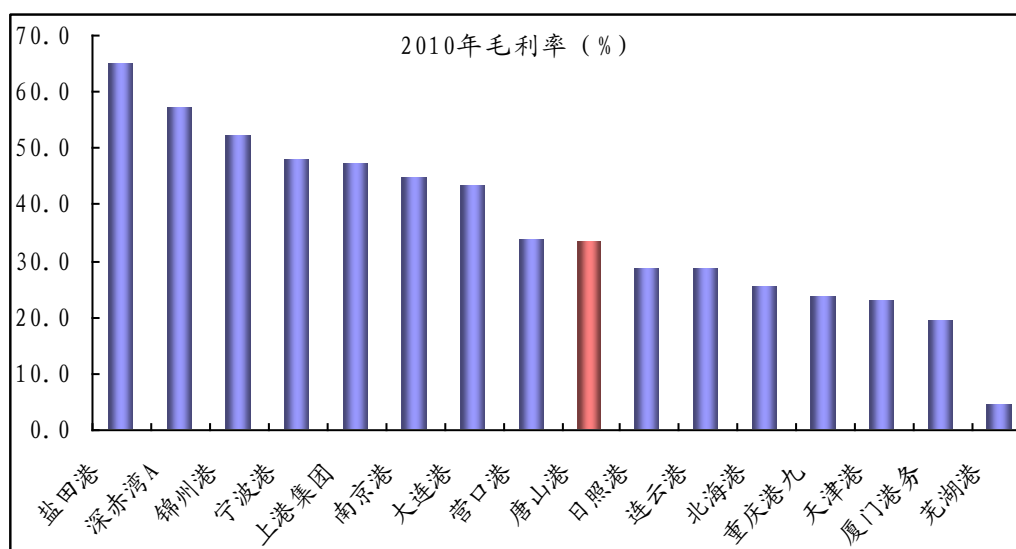
通过“外包”装卸、倒运这些辅助性作业环节，公司实现了高于港口行业平均水平的投资回报率：2010 年公司净资产回报率为 13.13%，在 16 家港口上市公司中位居第 3 位，在散杂货港口公司中则位居第 1 位；2010 年公司毛利率水平为 33.39%，在 16 家港口公司中位居中间位置，在散杂货港口公司中位居第 5 位。

图 5：唐山港净资产收益率水平位居港口板块前列



资料来源：WIND 资讯

图 6：唐山港主营业务毛利率水平位居港口板块中间位置



资料来源：WIND 资讯

3. 铁矿石业务：大型深水泊位投产揭开成长新篇章

3.1. 京唐港是承接河北省钢铁产能向沿海转移的核心港口

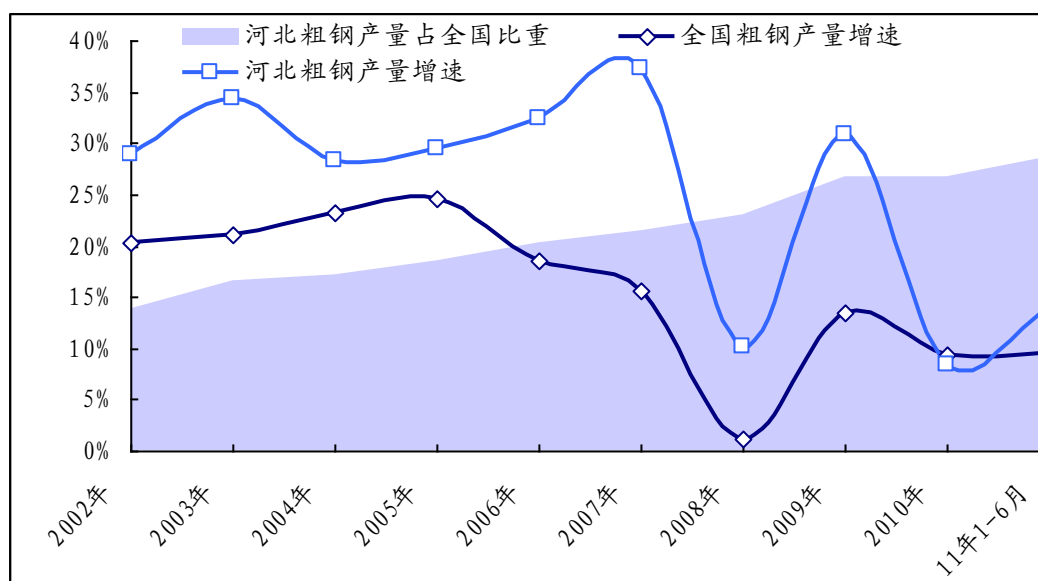
河北是中国钢铁生产第一大省，钢铁产量增速持续领先全国整体水平，2011 年上半年全国粗钢产量增速 9.6%，河北省增速达到 14%。近年来国内钢铁产能呈现出向河北省不断集中的趋势，河北粗钢产量占全国比重呈逐年上升态势，2011 年上半年全国粗钢产量 3.5 亿吨，河北省则达到 1.0 亿吨，占全国粗钢产量的比重进一步提升至 29%。

河北的钢铁产能主要分布在公司直接腹地唐山地区，唐山集中了河北省 55%以上的钢铁产能。根据河北省的规划，钢铁产业发展的方向是现有产能和新建产能向沿海地区转移，主要是向唐山和沧州这两个地区转移。唐山地区 2010 年底钢铁产能在 9000 万

吨左右，预计十二五期间新增的钢铁产能在 2000 万吨左右。直接腹地内钢铁产能逐年增加将对公司铁矿石吞吐量的持续增长形成有力支撑。

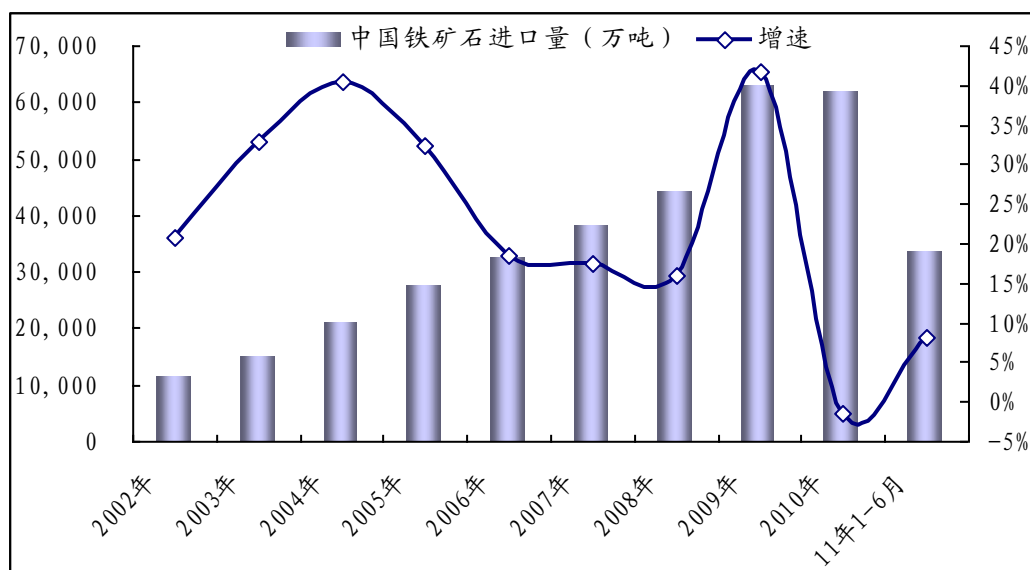
未来几年，驱动公司铁矿石吞吐量快速增长的力量，一方面来自腹地内新增钢铁产能，另一方面则来自大型专业化矿石泊位（首钢码头）投产所带来的腹地货源的回流，尤其是大型矿石泊位投产所带来的货源回流，将驱动未来两年公司铁矿石吞吐量增长 170%。

图 7：河北省钢铁产量增速领先全国，产量占全国比重呈逐年上升态势



资料来源：中国钢铁工业协会

图 8：1-6 月中国铁矿石进口量累计增长 8.1%



资料来源：WIND 资讯

3.2. 9 月份大型矿石泊位投产将打开公司成长瓶颈

与京唐港构成直接竞争关系的是同处唐山地区的曹妃甸港。京唐港相比曹妃甸港的竞争优势在于距离唐山地区大部分钢厂的距离较曹妃甸港更近，辐射的钢铁产能占整个唐山地区的 70%左右；而曹妃甸港由于位于唐山市最南端，仅辐射了唐山地区 30%的钢铁产能。但是由于曹妃甸港拥有 4 个 25 万吨级铁矿石深水泊位，能够接卸 10 万吨级以上大型散货船运输的进口巴西矿和澳矿，而京唐港泊位等级偏小，仅能接卸 10 万吨级以下小型散货船运输的进口印度矿，导致腹地内大量钢铁企业进口的巴西矿和澳矿被迫绕道曹妃甸港上水，部分铁矿石货源还流向了周边的天津港和秦皇岛港等其他港口。2010 年唐山地区进口铁矿石总量 1.1 亿吨左右，其中京唐港仅接卸 2,954 万吨，曹妃甸港接卸 6405 万吨，剩余 1600 万吨左右则流向了周边其他港口。

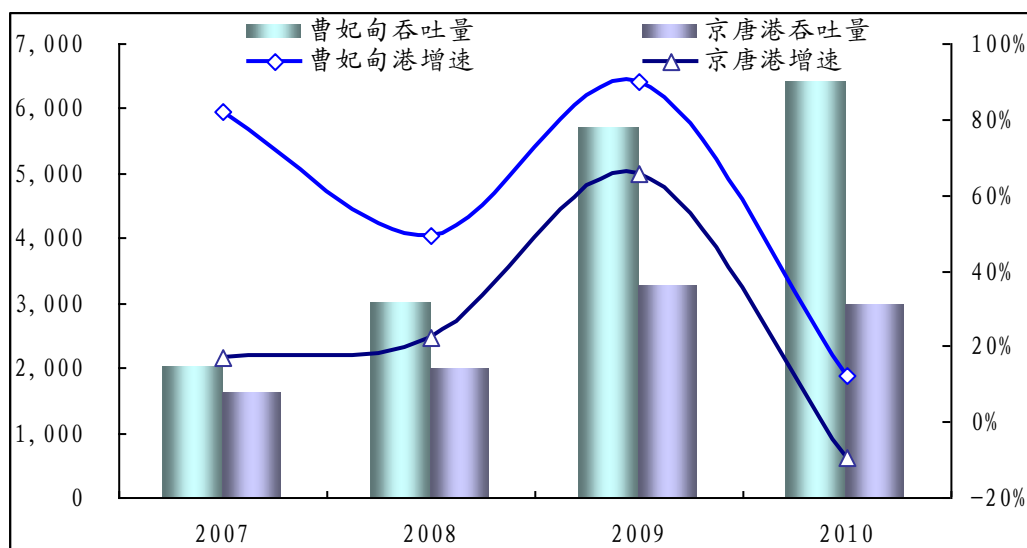
2011 年 9 月底随着集团和首钢公司合资建设（集团持股 60%）的首钢码头一期 2 个 20 万吨级矿石码头建成并注入上市公司，京唐港码头前沿水深将达到-19.5 米，具备接卸进口巴西矿和澳矿的能力，25 万吨级大型铁矿砂船无需乘潮可直达港区；后方堆场面积 120 万平米，年矿石堆存能力为 1500 万吨/年，比目前国内堆存能力最大的日照港（1300 万吨/年）还高些；同时该矿石泊位的配套设备也是目前国内最先进的。大型深水矿石泊位投产将打开京唐港矿石业务的发展瓶颈，吸引优势腹地的货源快速回流。

图 9：唐山地区钢厂企业及煤化工企业分布情况



资料来源：公司资料、安信证券研究中心

图 10: 过去几年曹妃甸港和京唐港铁矿石吞吐量情况



资料来源：交通部、安信证券研究中心

3.3. 腹地货源回流+新增钢铁产能, 驱动 11-13 年矿石吞吐量年均增长 40%

2 个 20 万吨级矿石（即首钢矿石码头）设计吞吐能力为 3500 万吨/年，实际吞吐能力为 5000 万吨/年。截至 2011 年 3 月，公司就新码头与客户签署的意向合同已经达到 3690 万吨（不包含首钢公司），此外首钢也对新码头的运量作出了承诺。2011 年 9 月底建成投入运行后，预计新码头 2011-2013 年矿石运量将分别达到 1000 万吨、3500 万吨和 5000 万吨，2011-2013 年公司铁矿吞吐量增速将分别达到 44%、63%和 24%。

- **保守预计 2 个 20 万吨级矿石码头投产将吸引周边港口矿石回流量 3600 万吨:** 1) 外埠地区钢厂回流 600 万吨左右，山西、内蒙、宣化及承德等内陆钢厂以前通过日照港、青岛港、连云港上水的矿石有望回流至京唐港，如太钢进口矿石通过京唐港上岸比通过青岛港上岸每吨节省运费 10 元；2) 首钢、唐钢原来通过青岛、日照、大连等港口卸载后转水的二程矿，将直接转变为一程矿在京唐港上水，预计数量在 500 万吨左右；3) 原本属于公司直接腹地的迁安、乐亭、滦南等地原来通过曹妃甸港、天津港、秦皇岛港上水的矿石将回流 2500 万吨左右，如迁安地区现有钢铁产能 5000 万吨，迁安地区钢厂进口的铁矿石通过京唐港上水比通过曹妃甸港上水节省公路运距 50 公里，每吨矿石节省运费 5 元。
- **公司直接腹地唐山地区近两年还将有 1500 万吨的新增钢铁产能，带来的铁矿石进口需求在 2000 万吨以上。**如海港开发区内唐钢计划新建 100 万吨的无缝钢管、300 万吨的 H 型钢等近两年都需开工建设；此外，首钢码头后方预留了大片土地，首钢宝业 1500 万吨精品钢基地计划落户于此，未来唐钢也可能入驻，带来的新增产能也将在 1500 万吨左右。

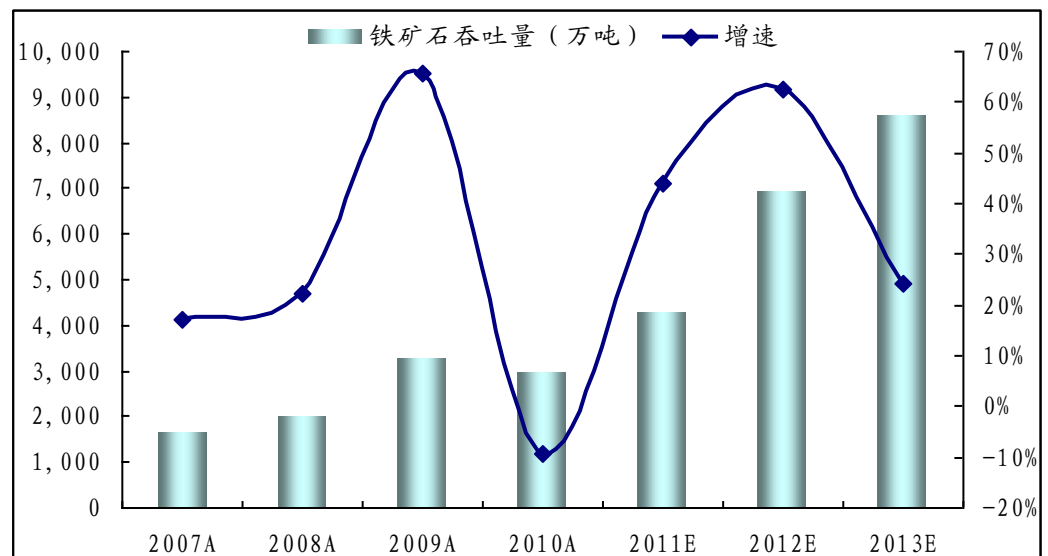
表 2：京唐港和曹妃甸港矿石泊位对比

	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	在建

资料来源：曹妃甸工业区网站、安信证券研究中心

（注：曹妃甸港矿石码头 1-2 期由唐山曹妃甸实业港务有限公司建设经营，秦皇岛港务集团、首钢总公司、唐山钢铁集团、河北建投交通投资有限公司、唐山港口实业集团公司分别持有其 35%、30%、15%、10%和 10%的股权；曹妃甸矿石码头 3 期由唐山曹妃甸矿石码头有限公司建设运营，该公司由唐山曹妃甸实业港务公司、大连港集团、渤海钢铁集团、津西钢铁集团等五家股东共同出资组建）

图 11：公司矿石吞吐量预测



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

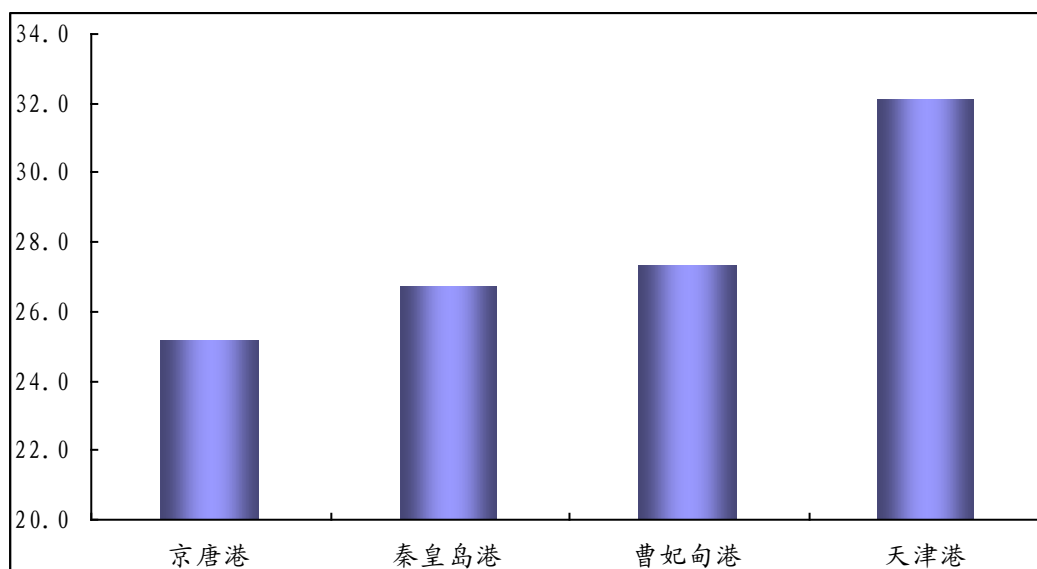
3.4. 首钢矿石码头注入预计大幅增厚 11-13 年 0.04、0.19 和 0.37 元

由于公司过去缺乏专业化的深水泊位，矿石装卸费率比周边港口低：京唐港进口矿石包干装卸费率为 25.1 元/吨，比周边的秦皇岛港低 1.6 元、曹妃甸港低 2.2 元、天津港低 7.0 元。2 个 20 万吨级深水矿石码头投产后，将大幅提升公司在周边港口中的竞争地位，也打开了装卸价格的提升空间。公司预计新泊位每吨矿石装卸费率将提价 2 元，达到 27.1 元，和曹妃甸港的装卸费率基本持平，原码头暂时维持原来的装卸费率不调整。测算首钢矿石码头每吨装卸费率上调 2 元，将分别增厚公司 2011-2013 年全面摊薄 EPS 0.01 元、0.04 元和 0.05 元。

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，首钢公司则持有剩余 40% 的股权。首钢矿石码头工程及第四港池 20 万吨级内航道工程等总投资为 51 亿元，

负债率 65%左右，综合借款利息率在 6%以内；同时新建码头享受三免三减半的所得税优惠政策，建成运营前三年免受所得税，之后三年减半征收所得税。假设公司 2011 年内完成首钢码头 60%股权收购，新码头每吨矿石装卸费率上调 2 元，2011-2013 年矿石吞吐量分别为 1000 万吨、3500 万吨和 5000 万吨，预计首钢码头公司 2011-2013 年分别贡献公司净利润 0.44 亿元、2.20 亿元和 4.15 亿元，增厚每股收益 0.04 元、0.19 元和 0.37 元。

图 12：京唐港周边主要港口铁矿石装卸包干费率比较（元/吨）



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 3：首钢矿石码头装卸费率上调对公司业绩影响的测算

铁矿石装卸费率每吨上调 2 元	2011E	2012E	2013E
涉及的铁矿石吞吐量（万吨）	1,000	3,500	5,000
增加收入（亿元）	0.20	0.70	1.00
增加净利润（亿元）	0.12	0.42	0.60
增厚 EPS（元）	0.011	0.037	0.053

资料来源：安信证券研究中心测算

表 4：拟收购首钢矿石公司业绩测算

	2011E	2012E	2013E
铁矿石吞吐量 (万吨)	1,000	3,500	5,000
铁矿石装卸费率 (元/吨) 注 1	27.1	27.1	27.1
营业收入 (百万元)	271	949	1,355
营业税金及附加 (百万元)	8	28	41
营业成本 (百万元)	112	363	445
折旧成本	57	170	170
其他变动成本	55	193	275
吨变动成本 (元)	5.5	5.5	5.5
毛利率	58.79%	61.78%	67.16%
管理费用 (百万元)	20	20	20
财务费用 (百万元)	66	199	199
营业利润 (百万元)	73	367	691
所得税 (百万元)	0	0	0
净利润 (百万元)	73	367	691
归属上市公司的净利润 (百万元)	44	220	415
贡献每股收益 (元)	0.04	0.19	0.37

资料来源：安信证券研究中心测算 (注 1：首钢矿石码头可暂不缴纳 5.6 元/吨的港口建设费)

4. 煤炭业务：进口焦煤国内第一，内贸下水煤前景广阔

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内贸下水煤，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 1242 万吨，进口焦煤量 1500 万吨。

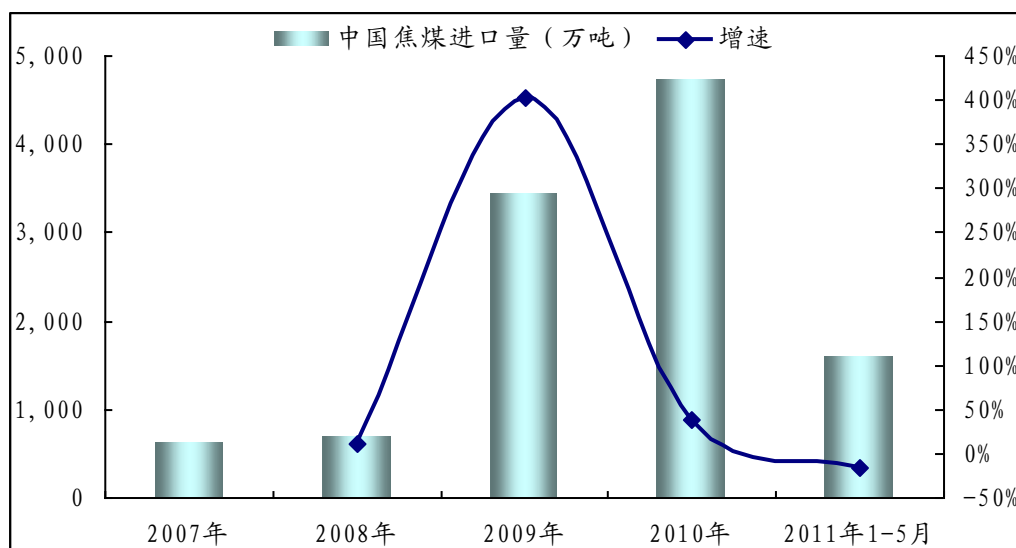
4.1. 开滦配煤中心项目驱动焦煤吞吐量快速增长

公司直接腹地唐山海港开发区是目前国内最大的煤化工临港加工区，现有煤化工产能 670 万吨。受腹地焦化企业和钢铁企业支撑，京唐港焦煤进口量连续三年位居国内港口第一。

公司和开滦集团在京唐港区合资建设的 2000 万吨焦煤配煤中心项目（近期 2000 万吨，远期计划达到 5000 万吨）已经开工建设，预计 2012 年 3 月建成投产，公司持有配煤中心 19% 的股权。开滦焦煤配煤中心项目的经营目标是建成国家煤炭供应链管理示范物流工程和世界一流的炼焦煤配煤基地，通过全球采购，整合国内外炼焦煤资源。预计一期 2000 万吨投产后每年将给京唐港带来 1500 万吨的煤炭吞吐量（上水 750 万吨，下水 850 万吨），将促进公司焦煤运量的快速增长。

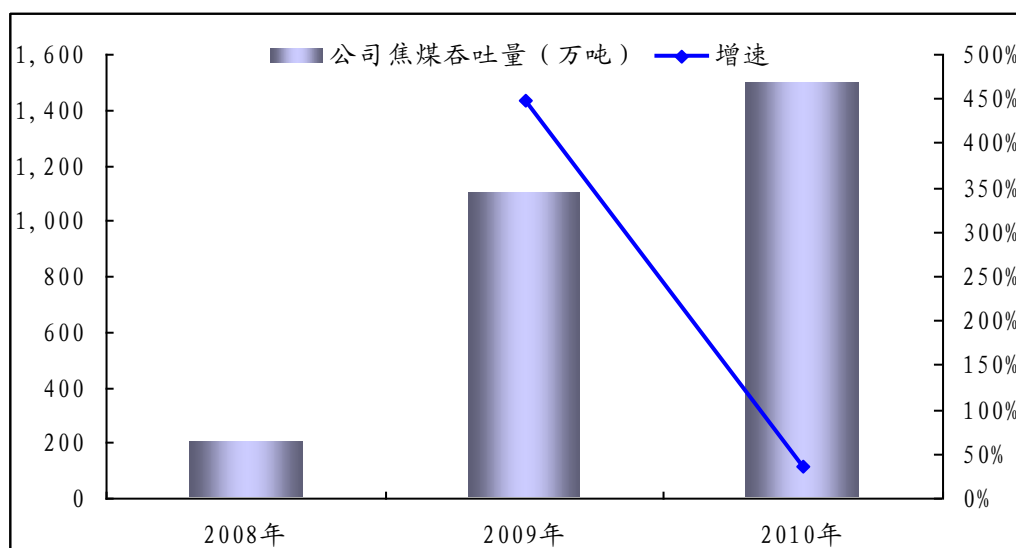
由于进口焦煤装卸价格为 28 元/吨左右，相当于内贸煤炭装卸价格的 1.4 倍左右，进口焦煤在煤炭吞吐量中的占比上升将有利于公司煤炭业务整体装卸费率和毛利率的提升。

图 13: 中国焦煤进口情况



资料来源: 煤炭资源网

图 14: 近三年来公司焦煤吞吐量情况



资料来源: 公司资料、安信证券研究中心

4.2. 2014 年蒙冀铁路建成将带来内贸下水煤跨越式增长

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 年煤炭运量 4 亿吨，其中经由京唐港下水的煤炭量为 4,778 万吨(上市公司装卸 1,242 万吨,国投中煤同煤公司装卸 3,536 万吨)。预计大秦线 2011 年煤炭运量将增加至 4.4-4.5 亿吨，其中 1500 万吨将从公司泊位下水，内贸煤炭下水量增速在 20%左右。

2014 年蒙冀铁路建成后，曹妃甸港区将作为内蒙煤炭的核心下水港，由曹妃甸港置换出来的大秦线煤炭下水量将全部由京唐港承担，预计京唐港内贸煤炭下水量有望增加 1 亿吨左右：目前在建的蒙冀铁路（包头-集宁-张家口-曹妃甸），构成了蒙西、蒙东直达曹妃甸港的铁路煤运大通道，设计运输能力为 2 亿吨/年；曹妃甸港目前煤炭

运输能力为 5000 万吨/年，近期主要配合大秦线扩能要求，中远期则是作为“蒙冀铁路大通道”的配套港口，煤炭下水能力将达到 2 亿吨；2014 年蒙冀铁路建成后，内蒙煤炭多数经由蒙冀铁路运往曹妃甸港下水，而山西地区煤炭多数经由大秦线运至秦皇岛港和京唐港下水，由于秦皇岛港已经趋于饱和，京唐港下水煤炭将迎来跨越式发展机遇，预计内贸下水煤有望增加 1 亿吨左右。

表 5：两大煤运通道大秦线及朔黄线配套港口煤炭下水情况

	主要配套港口	吞吐量（万吨）		
		2009 年	2010 年	11 年 1-5 月
大秦线	秦皇岛港	20,086	21,992	10,309
	曹妃甸港	910	4,612	2,131
	京唐港	3,975	4,778	2,815
朔黄线	黄骅港	7,847	8,904	4,068
	天津港	5,355	6,449	3,201

资料来源：煤炭资源网、安信证券研究中心

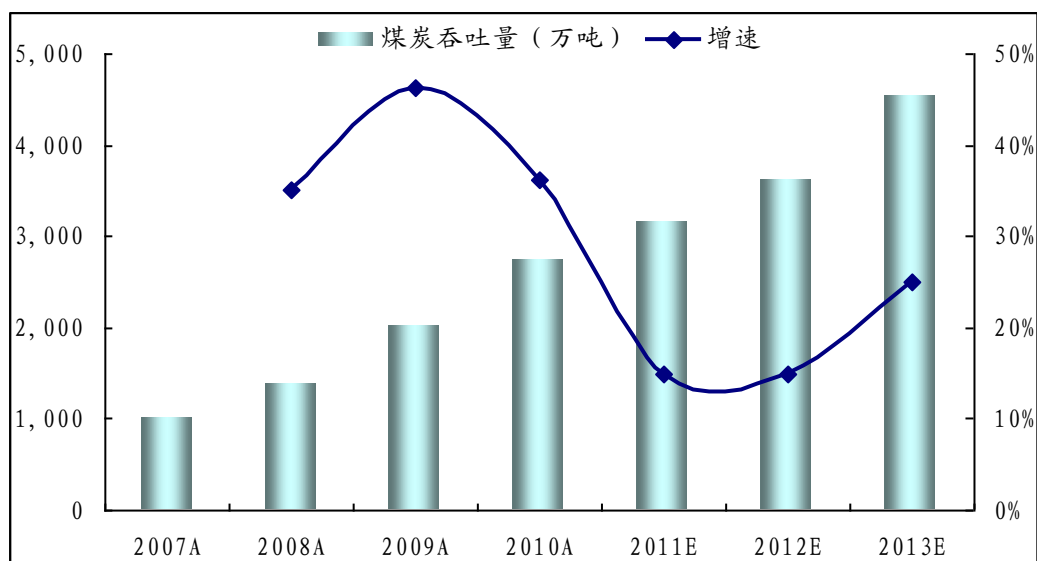
表 6：曹妃甸港煤炭码头情况

名称	泊位	设计年吞吐量	投产时间	码头运营方
曹妃甸国投煤炭码头一期起步工程	10 万吨级泊位 2 个，7 万吨级泊位 1 个和 5 万吨级泊位各 1 个	5000 万吨	2009 年 3 月	国投曹妃甸港口有限公司
曹妃甸国投煤炭码头一期扩建工程	15 万吨级泊位 2 个，10 万吨级、7 万吨级和 5 万吨级泊位各 1 个	5000 万吨	2012 年 6 月	国投曹妃甸港口有限公司
唐山港曹妃甸港区煤码头二期工程	2 个 10 万吨级、2 个 7 万吨级、1 个 5 万吨级泊位	5000 万吨	2012 年	唐山曹妃甸煤炭港务有限公司
唐山港曹妃甸港区煤码头二期续建工程		5000 万吨	尚未开工	

资料来源：曹妃甸工业区网站、安信证券研究中心搜集整理

（注：曹妃甸煤码头规划建设 5-10 万吨级煤炭泊位 16 个，年煤炭下水能力 2 亿吨，分两期四个单元建设。目前已建成投产的为煤码头一期起步工程，建成 5 个泊位，年通过能力 5000 万吨，2009 年 12 月投产；一期续建工程计划建设 5 个泊位，通过能力 5000 万吨/年，2012 年 6 月建成投产；二期项目主要建设 2 个 10 万吨级、2 个 7 万吨级、1 个 5 万吨级煤炭装船泊位，年设计通过能力 5000 万吨，计划 2012 年建成完工；二期扩建项目暂时还未开工）

图 15: 公司煤炭吞吐量预测



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

5. 集团优质资产有望持续注入，公司外延成长空间广阔

除了首钢矿石码头 60% 股权外，上市公司控股股东——唐山港口实业集团公司目前已经培育成熟的资产包括国投中煤同煤京唐港口公司 20% 的股权、唐港铁路 18.58% 的股权、曹妃甸矿石实业公司 10% 的股权。这三部分资产 2010 年贡献的投资收益合计达到 1.64 亿元，相当于上市公司 2010 年净利润的 48%，这些优质资产未来都有望注入上市公司。

- 国投中煤同煤京唐港口公司，经营京唐港第四港池 32#-34# 专业煤炭码头，主要装卸大秦线分流的内贸煤，2010 年完成煤炭吞吐量 3,536 万吨，实现净利润 1.5 亿元左右。上市公司和唐山港集团分别持有其 12% 和 20% 的股权。
- 唐港铁路有限公司，主营经营唐港铁路专用线。唐港铁路专用线由京唐港区至滦西线与京西线接轨，并接通京秦、大秦线，现有运输能力为 1.5 亿吨/年。唐港铁路 2010 年实现净利润 4.6 亿元左右。唐山港集团持有唐港铁路 18.58% 的股权。
- 曹妃甸实业港务有限公司，主要经营曹妃甸港区 4 个 25 万吨级矿石专用泊位和 2 个 5 万吨级通用散杂货泊位，2010 年实现净利润 4.9 亿元左右。唐山港集团持有曹妃甸实业港务有限公司 10% 的股权。

图 16: 唐港铁路线路图



资料来源：公司网站、安信证券研究中心搜集整理

6. 公司业绩预测

假设公司年内完成首钢码头 60%股权的收购,按照增发 1.35 亿股计算,预期 2011-2013 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.45 元、0.65 元和 0.90 元,未来三年业绩复合增速 40%,是 A 股市场成长性最好的港口公司。

表 7: 公司货物吞吐量预测 (合并首钢码头矿石量)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
铁矿石（含首钢码头）	3,265	2,954	4,249	6,912	8,582
增速	66%	-10%	44%	63%	24%
钢材	1,226	1,480	1,628	1,791	1,970
增速	8%	21%	10%	10%	10%
煤炭	2,013	2,742	3,154	3,627	4,533
增速	46%	36%	15%	15%	25%
其他货物	190	299	329	362	398
增速	56%	57%	10%	10%	10%
货物吞吐总量合计	6,694	7,475	9,360	12,691	15,484
增速	45%	12%	25%	36%	22%

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 8：公司装卸费率预测（11 年 9 月底首钢矿石码头投产后，新码头矿石装卸费率每吨上调 2 元，原有泊位维持既有的装卸费率不变）

单位：元/吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
铁矿石	18.2	18.6	20.6	22.9	23.5
钢材	20.2	20.4	20.4	20.4	20.4
煤炭	22.0	22.4	22.4	22.4	22.4
其他货物	22.6	23.2	23.2	23.2	23.2

资料来源：WIND、安信证券研究中心

表 9：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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,930	2,557	3,152	4,170	5,044
增速	43%	32%	23%	32%	21%
营业成本	1,192	1,703	2,001	2,454	2,805
增速	48%	43%	18%	23%	14%
营业利润	377	495	716	1,083	1,524
增速	51%	31%	45%	51%	41%
利润总额	381	499	716	1,083	1,524
增速	50%	31%	43%	51%	41%
归属于母公司所有者净利润	253	344	507	738	1,020
增速	60%	36%	47%	46%	38%
每股收益（元）	0.32	0.34	0.45	0.65	0.90

资料来源：WIND、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		2011-7-26		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业成本	1,929.9	2,556.9	3,152.0	4,170.0	5,044.4	营业收入增长率	43.3%	32.5%	23.3%	32.3%	21.0%	
减: 营业税金	1,192.3	1,703.0	2,001.5	2,454.3	2,804.7	营业利润增长率	51.1%	31.3%	44.5%	51.2%	40.7%	
销售费用	61.0	70.9	87.3	125.1	151.3	净利润增长率	59.8%	36.0%	47.3%	45.6%	38.3%	
管理费用	5.3	4.8	5.4	6.1	6.9	EBITDA 增长率	34.2%	22.8%	44.6%	43.3%	26.6%	
财务费用	220.9	234.4	250.5	277.7	333.6	EBIT 增长率	38.5%	24.2%	46.9%	61.9%	33.7%	
资产减值损失	65.3	54.0	91.4	224.1	224.1	NOPLAT 增长率	28.9%	23.5%	49.5%	71.9%	38.4%	
加: 公允价值变动收益	9.0	1.6	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	7.4%	-15.9%	-17.0%	-10.3%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.4%	86.9%	15.7%	17.4%	21.8%	
营业利润	1.1	7.3	-	-	-							
加: 营业外净收支	377.2	495.4	715.9	1,082.8	1,523.8	利润率						
利润总额	4.3	3.8	-	-	-	毛利率	38.2%	33.4%	36.5%	41.1%	44.4%	
减: 所得税	381.5	499.2	715.9	1,082.8	1,523.8	营业利润率	19.5%	19.4%	22.7%	26.0%	30.2%	
净利润	108.9	135.8	160.7	179.0	208.2	净利润率	13.1%	13.5%	16.1%	17.7%	20.2%	
资产	253.0	343.9	506.6	737.6	1,019.8	EBITDA/营业收入	33.5%	31.1%	36.5%	39.5%	41.3%	
负债	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	22.9%	21.5%	25.6%	31.3%	34.6%	
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	354	251	186	
应收账款	57.9	78.5	96.7	128.0	154.8	流动营业资本周转天数	-105	-67	-60	-54	-58	
应收票据	22.1	7.9	9.8	12.9	15.7	流动资产周转天数	103	112	171	218	259	
预付账款	196.3	38.8	-146.2	-373.2	-632.5	应收账款周转天数	11	9	9	9	9	
存货	88.1	7.7	10.2	12.5	14.3	存货周转天数	9	7	1	1	1	
其他流动资产	0.5	2.8	5.0	8.8	12.0	总资产周转天数	805	678	616	515	480	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	578	477	369	233	166	
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%	12.8%	17.7%	21.2%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	7.0%	9.9%	14.3%	18.5%	
固定资产	2,889.8	3,134.9	3,058.8	2,756.3	2,453.8	ROIC	11.6%	12.8%	17.8%	36.3%	60.5%	
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%	7.9%	6.7%	6.6%	
资产总额	4,443.4	5,184.7	5,593.9	6,328.0	7,130.3	财务费用率	3.4%	2.1%	2.9%	5.4%	4.4%	
短期债务	100.0	-	-	-	-	三费/营业收入	15.1%	11.5%	11.0%	12.2%	11.2%	
应付账款	512.0	422.7	496.8	609.1	696.1	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.9%	27.7%	22.9%	20.3%	16.8%	
其他流动负债	290.6	230.7	11.3	-95.8	-225.4	负债权益比	121.6%	38.3%	29.8%	25.5%	20.2%	
长期借款	1,378.0	629.0	629.0	629.0	629.0	流动比率	0.64	1.53	3.90	5.94	8.89	
其他非流动负债	150.8	152.3	152.3	152.3	152.3	速动比率	0.55	1.51	3.88	5.91	8.86	
负债总额	2,438.2	1,436.4	1,291.2	1,296.4	1,253.8	利息保障倍数	6.78	10.18	8.84	5.83	7.80	
少数股东权益	257.5	258.5	307.1	473.2	769.0	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	0.09	0.13	0.18	
留存收益	947.8	2,489.8	2,895.1	3,485.2	4,301.0	分红比率	5.9%	58.2%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	2,005.2	3,748.3	4,337.1	5,093.4	6,205.0	股息收益率	0.2%	2.5%	1.1%	1.6%	2.2%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标						
净利润	272.5	363.3	506.6	737.6	1,019.8	EPS(元)	0.25	0.34	0.45	0.65	0.90	
加: 折旧和摊销	216.8	258.1	341.7	339.1	336.7	BVPS(元)	2.01	3.75	3.82	4.49	5.47	
资产减值准备	9.0	1.6	-	-	-	PE(X)	32.0	23.6	18.1	12.5	9.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	2.2	2.1	1.8	1.5	
财务费用	73.2	70.6	60.6	91.4	224.1	P/FCF	-64.8	-10.7	8.4	7.2	6.0	
投资收益	-1.1	-7.3	-	-	-	P/S	4.2	3.2	2.9	2.2	1.8	
少数股东损益	19.6	19.4	48.6	166.2	295.8	EV/EBITDA	12.4	10.2	7.1	4.3	2.9	
营运资金的变动	-134.1	19.1	67.9	191.7	182.1	CAGR(%)	49.1%	53.6%				
经营活动产生现金流量	447.8	695.4	1,056.1	1,658.7	2,058.5	PEG	0.7	0.4	-1.3	-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	1.8	3.8	6.3	
融资活动产生现金流量	-215.9	473.9	-57.7	-371.6	-428.1	REP	2.0	1.7	1.5	0.8	0.4	

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，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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