

唐山港电话会议纪要

报告关键点:

- 预计下半年三大主力货种铁矿石、煤炭、钢材将持续上半年的增长情况,并且有进一步向好的趋势。
- 9月份专业化矿石泊位投产后,公司铁矿石装卸费率有望上调。

报告摘要:

- 下半年展望:** 预计下半年三大主力货种铁矿石、煤炭、钢材将持续上半年的增长情况,并且有进一步向好的趋势。一方面是新增9台门机,增加泊位吞吐能力1800万吨左右;另一方面9月份2个20万吨级专业矿石泊位投产将打开产能瓶颈。
- 曹妃甸港和京唐港的竞争关系。** 曹妃甸港辐射的主要是唐山地区的丰南、唐海、丰润、丰化等地;京唐港主要辐射的是海港经济开发区、乐亭、滦南、滦县、迁安等地。从唐山的货源来看,目前丰南地区的钢铁产业处于萎缩态势,唐山钢铁产能的主要增量地区是在迁安,迁安是唐山最大也是最密集的钢铁产业基地。迁安地区距离京唐港比曹妃甸港近50公里,矿石运费比曹妃甸港便宜5块钱,钢材货种运费便宜10块钱以上。在港口的相对垄断的腹地,除非是泊位等级等特殊原因,货源一般不会流失到周边其他港口。
- 在建的2个20万吨深水矿石泊位进展情况及运量、盈利展望。** 泊位的主体和设备已经安装到位,目前正在完善后方堆场,初步预计今年九月份投入试运行。2011年4季度确保完成700万吨,力争完成1000万吨,预计2011年将给公司贡献净利润2000万左右;预计2012年完成3500万吨矿石吞吐量,贡献净利润1.6亿元左右;预计2013年实现运量5000万吨,贡献净利润2.6亿元左右。在建泊位利润贡献的预测是根据京唐港目前的铁矿石收费标准,没有计算9月份两个深水矿石泊位投产之后公司考虑对15万吨级以上船舶的装卸费率进行上调的影响。
- 开滦京唐港焦煤配煤中心项目进展情况。** 开滦煤矿焦煤配煤中心项目预计2012年1季度投入试运行,完全达产是在2012年底,正式达产后每年的加工能力是2000万吨。进口焦煤加工配比之后主要辐射华东华南市场,以及日韩和印度市场,预计每年将给公司带来1500万吨左右的煤炭上水和下水量。
- 和周边港口相比,京唐港装卸费率上调空间。** 公司矿石装卸费率比周边港口便宜,曹妃甸港包干费是27.3元/吨,公司是25.1元/吨,造成装卸费率差别的原因是京唐港区没有专业化的矿石泊位,进不了大船。今年9月份2个20万吨级深水矿石泊位投产之后,京唐港矿石装卸费率计划提升至27.3元/吨,和曹妃甸港持平。
- 风险提示:** 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	30.8	22.7	17.5	12.0	8.7
市净率	3.9	2.1	2.0	1.7	1.4
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08月05日): 7.80 元

报告日期:

2011-08-08

总市值(百万元)	7,800.00
流通市值(百万元)	3,510.00
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(%)	4.98%
股东户数	42,984

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.84	11.53	0.01
绝对收益	0.25	4.35	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: 中期业绩高于市场预期, 大型矿石泊位投产在即——中报点评》
2011-08-02
- 《唐山港: 中国北方最具成长性的港口——深度分析报告》
2011-07-27
- 《唐山港: 业绩符合预期, 大型泊位注入打开成长新篇章——1季报点评》
2011-04-29
- 《唐山港: 高弹性、低估值的散杂货港口——深度调研报告》
2011-04-13

1、公司上半年经营情况

上半年完成货物吞吐量 4251.74 万吨，同比增长 11.37%，三大货种钢材、矿石、煤炭的吞吐量升幅分别为 12.42%、4.02% 和 8.92%。上半年在运量方面的主要特点是：由于南方动力煤需求增加，内贸下水煤同比增长 56.39%；进口木材、石膏石、水渣等收费较高的小货种增长也非常显著，上半年完成 300 万吨，相当于 2010 年全年的吞吐量，小货种成为重要的利润增长源。上半年铁矿石吞吐量增速较慢主要是受泊位条件限制，公司目前只能装卸巴拿马型船，铁矿石货源地主要是印度，印度矿占公司矿石吞吐量的 70%-75%。

上半年实现营业收入 14.07 亿元，同比增长 7.48%。剔除商品销售收入的影响，报告期营业收入同比增长 18.94%，主要是内贸煤炭下水量大增长，毛利较高的镍矿、液化产品、粮食等货种吞吐量增加。实现利润总额 3.74 亿元，同比增长 38.88%。实现净利润 2.62 亿元，同比增长 40.51%。2008 年至 2010 年，公司净利润年复合增长速度是 38.71%，上半年业绩也延续了前三年的增长水平。

和其他港口上市公司相比，公司经营特色体现在两个方面：一是利用物流业务的发展来推动港口货物运量的增长，物流业务发展对整体业绩增长发挥越来越重要的作用；另一点是港口辅助作业环节外包给了社会单位，有助于提升效率、降低成本。

唐山港目前最大矛盾是通过能力的矛盾：锚地长期压港船舶在 70 条左右，正常的矿石和焦煤候泊时间是 4 天左右，1 万吨以下的小型进口煤炭船压港时间达 7-8 天。下半年 20 万吨级专业化矿石泊位投入运营后，公司产能瓶颈将得以突破，上述状况会得到显著缓解。

2、下半年展望

预计下半年三大主力货种铁矿石、煤炭、钢材将持续上半年的增长情况，并且有进一步向好的趋势：一方面是新增 9 台门机，泊位吞吐能力将有显著提升；另一方面 9 月份 2 个 20 万吨级专业矿石泊位投产将打开产能瓶颈。

硬件设施方面，截至 7 月底公司又增加了 5 台 25 吨、4 台 40 吨门机，总共 9 台设备。1 台 40 吨门机每年矿石作业能力是 220 万吨，4 台 40 吨门机合计增加矿石吞吐能力近 1000 万吨；1 台 25 吨门机每年作业能力是 160 万吨，5 台 25 万吨门机合计将增加吞吐能力 800 万吨。

钢材业务方面，唐钢计划收购公司直接腹地海港开发区内的中冶恒通 300 万吨的冷板项目，对公司钢材货种形成利好。原来中冶恒通冷轧原板销售地是在东北地区，而唐钢的主要销售市场是华东华南和海外地区。一旦唐钢成功收购这个项目，将给公司带来 100-200 万吨的钢材下水量。

新货种方面，木材、粮食、柴油、液体沥青、滚装汽车等小货种也处于全面开花的状态，打破了以前货种单一的局面。

问答环节：

1、曹妃甸港和京唐港的竞争关系？

每个港口都有其相对固定的垄断腹地。曹妃甸港辐射的主要是唐山地区的丰南、唐海、丰润、丰化等地；京唐港主要辐射的是海港经济开发区、乐亭、滦南、滦县、迁安等地。从唐山的货源来看，目前丰南地区的钢铁产业处于萎缩态势，唐山钢铁产能的主要增量地区是在迁安，迁安是唐山最大也是最密集的钢铁产业基地。迁安地区距离京唐港比曹妃甸港近 50 公里，矿石运费比曹妃甸港便宜 5 块钱，钢材货种运费便宜 10 块钱以上。在港口的相对垄断的腹地，除非是泊位等级等特殊原因，货源一般不会流失到周边其他港口。

从陆路运输距离来看，大钢厂首选的是铁路运输，京唐港铁路运输距离比曹妃甸港近 30 公里。以矿石为例，矿石陆路运费的差别是 5.8 元/吨，港杂费差别是 2 元/吨，综合成本差别比曹妃甸港节省 7.7 元/吨。

2、在建的 2 个 20 万吨深水矿石泊位进展情况？预计今年下半年和明年的运量、及盈利情况？

泊位的主体和设备已经安装到位，目前正在完善后方堆场，初步预计今年九月份投入试运行。2011 年 4 季度确保完成 700 万吨，力争完成 1000 万吨，预计 2011 年将给公司贡献净利润 2000 万左右；预计 2012 年完成 3500 万吨矿石吞吐量，贡献净利润 1.6 亿元左右；预计 2013 年实现运量 5000 万吨，贡献净利润 2.6 亿元左右。

关于在建泊位利润贡献的预测是根据京唐港目前的铁矿石收费标准，没有计算 9 月份两个深水矿石泊位投产之后公司考虑对 15 万吨级以上船舶的装卸费率进行上调的影响。

3、开滦京唐港焦煤配煤中心项目进展情况？

开滦煤矿焦煤配煤中心项目预计 2012 年 1 季度投入试运行，完全达产是在 2012 年底，正式达产后每年的加工能力是 2000 万吨。进口焦煤加工配比之后主要辐射华中华南市场，以及日韩和印度市场，预计每年将给公司带来 1500 万吨左右的煤炭上水和下水量。

目前公司已经着手对一港池的煤炭泊位进行整合，未来煤炭泊位也要实现深水化和专业化。初步计划 2013 年投资建设新的专业化煤炭泊位，总投资在 30 亿元左右，现在公司每年经营活动提供的现金净额在 5 个多亿，经过未来 2-3 年的积累，2013 年建设专业化煤炭泊位资金压力不大，资金缺口部分考虑通过公司债或可转债的方式筹集。

京唐港区焦煤吞吐量已连续三年在全国港口中排名第一，全国年进口 4500 万吨焦煤，京唐港区占到 1/3 左右。主要是因为开发区内目前有 670 万吨的焦化生产能力，另外唐山地区目前的焦炭生产能力是 3800 万吨，京唐港腹地是全国最密集的临港煤化工产业基地。

4、公司小货种的增长前景？

水渣、木材、进口大豆这些小货种正处于快速增长的过程中。

水渣货种公司已经培育了三年，在京唐港区已经形成了一个非常活跃的水渣现货市场。这个也和唐山海港开发区内有两座上百万吨级的钢厂有直接关系。内陆钢厂的水渣目前也在向京唐港区聚集，预计公司水渣吞吐量以后每月有望突破 100 万吨。

木材货种方面，公司已经把木材加工基地引入了京唐港区，形成了 100 万方的木材年加工能力，将带来 100 万方的木材进口量。

国家粮储库在京唐港的大豆加工项目今年 7 月底投产，是国家粮食储备重点项目，年加工大豆能力在 150 万吨。

5、和周边港口相比，京唐港装卸费率的上调空间？

公司矿石装卸费率比周边港口便宜，曹妃甸港包干费是 27.3 元/吨，公司是 25.1 元/吨，造成装卸费率差别的原因是京唐港区没有专业化的矿石泊位，进不了大船。今年 9 月份 2 个 20 万吨级深水矿石泊位投产之后，京唐港矿石装卸费率计划提升至 27.3 元/吨，和曹妃甸港持平。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-5	
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,929.9	2,556.9	3,152.0	4,170.0	5,044.4	成长性					
减: 营业成本	1,192.3	1,703.0	2,001.5	2,454.3	2,804.7	营业收入增长率	43.3%	32.5%	23.3%	32.3%	21.0%
营业税费	61.0	70.9	87.3	125.1	151.3	营业利润增长率	51.1%	31.3%	44.5%	51.2%	40.7%
销售费用	5.3	4.8	5.4	6.1	6.9	净利润增长率	59.8%	36.0%	47.3%	45.6%	38.3%
管理费用	220.9	234.4	250.5	277.7	333.6	EBITDA 增长率	34.2%	22.8%	44.6%	43.3%	26.6%
财务费用	65.3	54.0	91.4	224.1	224.1	EBIT 增长率	38.5%	24.2%	46.9%	61.9%	33.7%
资产减值损失	9.0	1.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	28.9%	23.5%	49.5%	71.9%	38.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	7.4%	-15.9%	-17.0%	-10.3%
投资和汇兑收益	1.1	7.3	-	-	-	净资产增长率	14.4%	86.9%	15.7%	17.4%	21.8%
营业利润	377.2	495.4	715.9	1,082.8	1,523.8	利润率					
加: 营业外净收支	4.3	3.8	-	-	-	毛利率	38.2%	33.4%	36.5%	41.1%	44.4%
利润总额	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%
减: 所得税	108.9	135.8	160.7	179.0	208.2	净利润率	13.1%	13.5%	16.1%	17.7%	20.2%
净利润	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%
资产负债表	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
应收帐款	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
预付帐款	196.3	38.8	-146.2	-373.2	-632.5	应收帐款周转天数	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%
应付帐款	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%	2.6%	1.1%	1.7%	2.3%
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	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)	30.8	22.7	17.5	12.0	8.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	2.1	2.0	1.7	1.4
财务费用	73.2	70.6	60.6	91.4	224.1	P/FCF	-62.4	-10.3	8.1	7.0	5.8
投资收益	-1.1	-7.3	-	-	-	P/S	4.0	3.1	2.8	2.1	1.8
少数股东损益	19.6	19.4	48.6	166.2	295.8	EV/EBITDA	12.0	9.8	6.8	4.1	2.7
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	0.6	0.4	-1.2	-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	1.9	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	1.4	0.7	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，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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
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	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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