

芜湖港(600575)

研究员: 徐占杰 执业证书编号: S0570511080004

☎ 025-83290947 ✉ xuzhanjie@yahoo.cn

Ⓜ http://t.zhangle.com/4083

借势资产注入, 立志打造一体化的现代物流业务体系

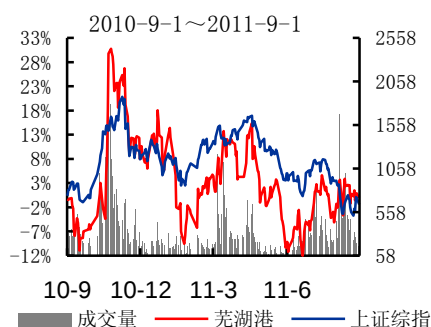
投资评级: 推荐

港口 II

当前价格(元): 9.65

目标价格(元): 10.60

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司主营业务盈利能力和利润构成已发生重大变化, 这是因为公司与淮南矿业完成资产重组后, 取得了淮南矿业的物流贸易业务和铁路运输业务, 这两个业务, 特别是铁路运输业务的盈利能力较强, 致使公司主营收入实现较快增长, 盈利能力增强, 因而也使得物流贸易业务和铁路运输业务在 10 年利润构成中占比分别达 56.3% 和 29.4%。

◆ 长期来说, 我们看好公司的物流业务发展, 受益于行业景气和政策支持以及未来保障房建设对钢材需求的拉动, 预计物流业务的成本也会逐渐下降, 毛利率会得以提升, 公司的物流贸易业务在这样一个环境下有望保持较快增长, 一体化的现代物流体系会逐步显露优势。

◆ 铁路业务已成为公司盈利的一个重要点, 对公司利润的贡献作用越来越大, 预计 2011 年可以实现利润 2.8 亿元以上。而且更值得一提的是, 由于跟淮南矿业的原始关系, 铁路业务的收入和利润是公司三大业务中最有保障和稳定的业务, 将引领公司业绩增长。

◆ 公司重组后, 传统港口业务占比已大幅下滑, 但受益于淮南矿业货量保障和“路港直通”, 该业务仍将保持稳定发展。另外, 尽管受到内外经济发展不稳的影响, 港口业整体呈现出放缓迹象, 但公司借助资产重组的平台和政策支持能够维持在一个行业平均的发展水平。

◆ 通过公司调研, 我们消除了一些之前的担忧, 对公司有了一个更好的认识, 且目前公司的市场风险也有所释放。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.43 元和 0.51 元, 对应 PE 分别为 26.08 倍、22.44 倍和 18.92 倍, 并给予“推荐”评级。

◆ 风险提示: 内外经济风险、政策风险、行业风险等。

公司基本资料

总股本(万)	104680.52
流通 A 股(万)	71160.00
52 周内股价区间(元)	8.37-25.79
总市值(亿)	101.02
总资产(亿)	142.51
每股净资产(元)	2.57

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	40.50	209.89	230.78	251.46
+/-%	3116.79	418.25	10.00	9.00
净利润(百万)	19.12	392	446	531
+/-%	439.68	1950.21	13.78	19.06
EPS(元)	0.05	0.37	0.43	0.51
P/E	193.00	26.08	22.44	18.92

目 录

公司目前的亮点.....	3
资产注入——打造一体化的现代物流业务体系, 盈利能力彰显.....	4
物流业务——公司的第一业务, 发展空间大.....	6
铁路业务——公司盈利的维稳器, 引领业绩增长.....	9
港口业务——占比下滑, 但发展已显稳健.....	11
收入和成本预测.....	13
估值与评级.....	14

图表目录

图 1: 公司与实际控制人关系.....	4
图 2: 皖江城市带规划图.....	5
图 3: 公司基本组成架构.....	5
图 4: 物流业总额及增加值.....	7
图 5: 物流业总费用及占比 GDP.....	7
图 6: 公司主营业务收入占比情况.....	8
图 7: 公司主营业务成本占比情况.....	8
图 8: 芜湖港分业务毛利贡献情况.....	8
图 9: 淮南煤炭产量情况.....	9
图 10: 铁路运量情况.....	10
图 11: 公司业务毛利率情况.....	11
图 12: 全国主要港口货物吞吐量(当月值).....	12
图 13: 全国主要港口货物吞吐量(累计值).....	12
图 14: 芜湖港货物年吞吐量.....	12
图 15: 芜湖港年收入及同比增长.....	13
表 1: 公司财务情况.....	6
表 2: 淮南矿业煤炭数据.....	9
表 3: 盈利预测情况.....	13

公司目前的亮点：

物流业务：自 2009 年 3 月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来，物流业快速发展。2011 年 6 月 8 日又针对物流业现状提出物流业推进的“国八条”，8 月 19 日正式发布《国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见》，这都给物流业带来好的发展平台和机遇。其中“国八条”中的减税正是为了研究解决物流业最为关注的税基不一致问题，而整合则是未来物流业发展的重要方向。物流发展环境不断改善，政策支持不断加大，这将对公司物流业务的发展带来机遇。

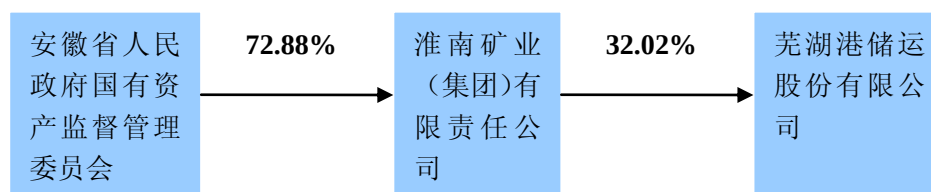
铁路业务和港口业务：芜湖港作为第一批国家煤炭应急储备点，承担淮南矿业集团 60 万吨国家煤炭应急储备的日常管理工作。按照规划，淮南矿业 2012 年将成为煤炭产量达到 1 亿吨、电厂装机容量达到千万级千瓦的特大型能源集团，在全国同行业中居领先地位，淮南矿区获准资源量高达 285 亿吨，煤炭品种以气煤和 1/3 焦煤为主，深部已探明有肥煤、焦煤、瘦煤等稀缺煤种，公司未来的铁路业务和港口业务将继续受益于淮矿煤炭运输的需求和煤炭产销的增长。另外，煤价的持续高位运行使得煤炭成为能源和港口储备及吞吐的热点。我们认为，随着“秋老虎”的渐近，用电高峰时段来临，煤炭需求和运输情况可能会有所升温。

注入资产的业绩承诺：淮南矿业已经把集团的铁路运输和物流业务注入到公司，并承诺：铁运公司和物流公司 2010 年度实现的经审计后的净利润合计不低于 3.20 亿元，2011 年度实现的经审计后的净利润合计不低于 3.84 亿元，2012 年度实现的经审计后的净利润合计不低于 4.61 亿元。如铁运公司和物流公司届时实际实现的净利润未达到上述标准，其差额部分由淮南矿业以现金向芜湖港补足。另外，对于市场普遍预期的淮南矿业煤炭业务等的注入，我们认为未来仍有继续推进和实现的可能。

资产注入——打造一体化的现代物流业务体系，盈利能力彰显

淮南矿区位于安徽省中北部，面积 3000 平方公里，煤炭资源量 285 亿吨，占安徽省的 74%，华东地区的 50% 以上。淮南矿业集团是百年老矿，1903 年开矿，1930 年成立淮南煤矿局，1950 年成立淮南矿务局，1998 年 5 月改制为淮南矿业（集团）有限责任公司。二十世纪六十年代，淮南煤矿成为中国的五大煤矿之一，素有“华东煤都”、“动力之乡”的美称。淮南矿业集团是新型能源企业，国家规划建设 14 个亿吨级煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一。根据发改委规划，淮南矿业 2012 年将成为煤炭产量达到 1 亿吨、电厂装机容量达到千万级千瓦的特大型能源集团。2010 年 12 月 29 日淮南矿业完成以铁运公司和物流公司 100% 股权认购公司非公开发行股份，成为公司第一大股东，持股比例 32.02%。此次重组，将有助于进一步提高淮南煤的市场占有率，融入皖江城市带承接产业示范区建设，推动芜湖区域经济乃至安徽省的经济发展。重组后，淮南矿业所拥有的铁路运输业务和物流贸易业务注入公司，与公司原有的港口装卸、仓储等传统物流资产相结合，形成相互协调、优势互补的集装箱、仓储、运输、贸易为一体的现代物流业务体系。我们认为，此次资产注入将利于公司长效发展，凸显公司业务之间的配合效用，随着港区物流园和配煤、煤炭储备基地等项目的建设，公司一体化的现代物流业务体系会逐渐成熟并展现链接魅力。

图 1：公司与实际控制人关系

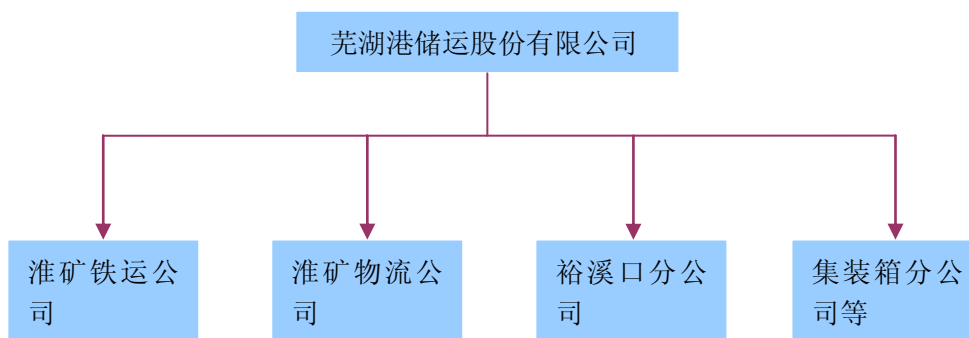


数据来源：公司公告、华泰证券研究所

公司有一个很好的发展环境。公司背靠经济发展强劲的安徽，近接经济发达的江苏，具有良好的腹地经济，而得天独厚的区位优势及畅通的集疏运通道给港口提供了发展的重要基础。政策方面，国务院出台的《关于加快长江等内河水运发展的意见》，将引领我国内河水运进入一个黄金发展期，对于区域经济协调发展具有重要的促进作用，公司傍长江运营，受益于长江水道的优势，长江水道的进一步发展将给长江沿岸港口带来利好。而中部地区崛起、泛长三角区域合作、皖江城市带承接产业转移示范区建设等一系列区域规划及政策出台，为公司的发展创造了诸多难得的发展机遇。

皖江城市帶

图 3: 公司基本组成架构



而作为重组后的崭新企业，公司重焕生命力，经济利润显著提高。公司将抓住皖江城市带产业转移示范区规划契机，进一步将企业做大做强。公司下有四大公司，分别涉及铁路运输、物流业务、煤炭储备和集装箱业务，公司的盈利能力得到实质性的提高，并且业务之间的合作和配合作用开始显露一体化的优势。2010年公司全年实现营业收入404,955.85 万元，同比增长3116.79%；合并口径净利润约1912 万元，同比增长436.32%。2011 年上半年，公司实现营业收入达1,327,442 万元，较去年同期增长1,320,288 万元，增幅18457.04%，其中港口作业实现营收7,657.55万元，同比增长7.82%；公司实现利润总额24,105 万元，较去

年同期增长24,066 万元，增幅61966.83%；实现归属母公司所有者的净利润为17,225 万元，较去年同期增长17,287 万元。

我们认为，公司主营业务盈利能力和利润构成已发生重大变化，这是因为公司与淮南矿业完成资产重组后，取得了淮南矿业的物流贸易业务和铁路运输业务，这两个业务，特别是铁路运输业务的盈利能力较强，致使公司主营收入实现较快增长，盈利能力增强，因而也使得物流贸易业务和铁路运输业务在利润构成中占比较大。

表 1：公司财务情况

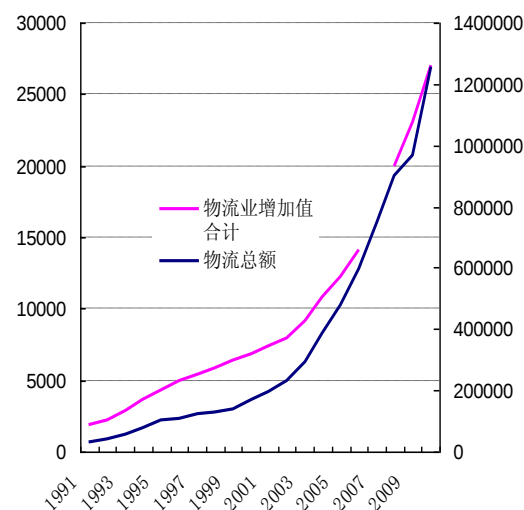
项目（万元）	2007	2008	2009	2010
营业收入	16,065.97	17,899.21	12,588.83	404,955.85
利润总额	4,263.61	4,248.29	369.84	3,376.18
归属于母公司所有者净利润	2,698.61	3,333.42	356.43	1,911.60
基本每股收益（元）	0.08	0.09	0.01	0.05
经营活动产生的现金流量净额	4,433.18	3,695.51	606.78	2,544.73
每股净资产	2.89	1.54	1.49	4.80
营业利润			391.67	2,387.24
总资产	54,488.32	75,234.72	84,474.78	973,552.93
归属于母公司所有者权益	51,433.44	54,767.23	53,010.65	251,149.35

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

物流业务——公司的第一业务，发展空间大

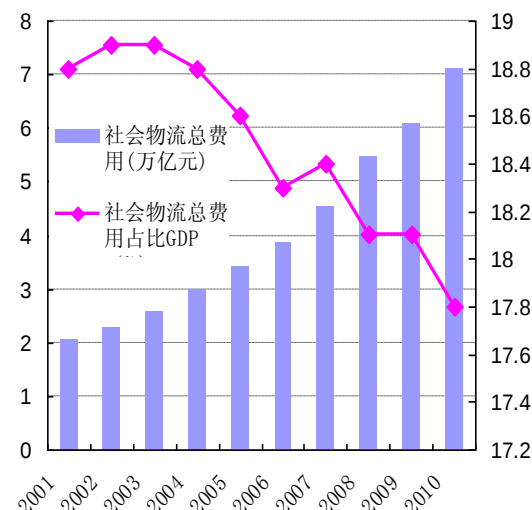
近年来，我国物流业快速发展，产业发展水平不断提升。国家在政策方面的支持力度也在增强，2006 年开始实施的“十一五”规划纲要中，首次将物流业的产业地位在国家规划层面确立，2009 年 3 月，国务院印发了《物流业调整和振兴规划》，2011 年 6 月 8 日针对物流业现状又提出物流业推进的“国八条”，8 月 19 日正式发布《国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见》。与 2008 年相比，2010 年我国物流业增加值净增 7000 亿元，社会物流总费用与 GDP 的比率下降了 0.3 个百分点，这相当于创造了 1200 亿元经济效益。另据 2010 年中国物流与采购联合会发布的最新数据显示，2010 年中国物流总费用占国内生产总值比重约 18%左右，比发达国家高出一倍，未来仍具备很大的下降空间。根据最新统计数据，2010 年，中国社会物流总额和物流业增加值分别可达 125 万亿元和 2.7 万亿元，与“十五”期末相比，双双实现翻番，年均分别增长 21%和 16.7%。据此估算，2010 年，中国物流业增加值占 GDP 比重可达 7%，占第三产业增加值比重约达 16%。社会物流需求在“十一五”期间实现了快速增长，截至 2010 年底，市场总规模已达 4.9 万亿元，较 2005 年增长了一倍多。目前，有关单位正在争取将物流业发展的战略思路写入“十二五”规划，并协助有关部门筹划《2011-2020 年物流业发展中长期规划》，争取到“十二五”末期，以推进物流需求社会化等措施打造出一批具有国际竞争力的大型物流企业集团。另外，值得期待的是，未来若有一部专门统一的物流法律，物流业将能够得到更好的有序发展。

图 4: 物流业总额及增加值



数据来源: 中贸物流资讯网、华泰证券研究所

图 5: 物流业总费用及占比 GDP

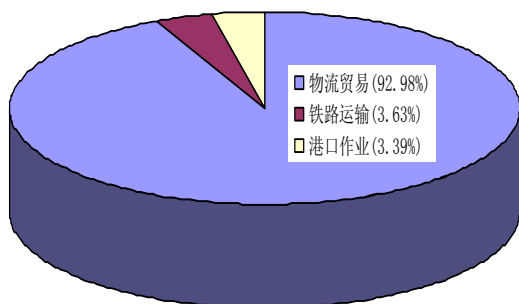


数据来源: 中贸物流资讯网、华泰证券研究所

公司在物流业务方面不仅有这样一个较好的行业环境，而且也有一个较好的区域环境。近年来，随着区域经济的整体发展，安徽省物流业取得了长足进步，呈现良好态势。物流业是安徽省重点发展的十大产业之一，2011年上半年安徽省共完成货运量 102,881 万吨，货物周转量 28,598,966 万吨公里，分别比上年增长 17.5% 和 19.8%；安徽地区的物流园区蓬勃发展，其中芜湖港物流园区已经初具规模，公司也正在筹划到“十二五”末实现年货物吞吐量 7000 万吨，集装箱 150 万 TEU，煤炭铁运量 5000 万吨，产值突破 500 亿元，打造一个交易额千亿元规模的物流园区。

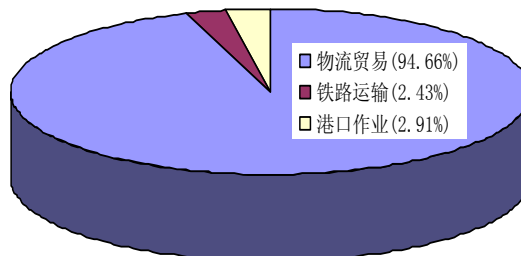
注入的物流业务近年来也借助物流业的发展形势而大力发展。物流公司销售市场主要分布在华东地区，区域内主要竞争对手有安徽省徽商集团有限公司和五矿钢铁有限责任公司等。随着公司业务规模的快速增长，物流公司与上述竞争对手的差距将进一步缩小。物流公司目前经营产品中钢材已占总贸易额 75% 左右，月均销售量达 10 万吨左右，钢材议价能力显著增强，钢材价格优势体现日趋明显。一方面，物流公司与周边济钢、沙钢、河北钢铁集团、舞阳钢厂、杭钢、包钢、马钢等多家大型钢铁企业建立了良好的合作关系，可以以优惠的价格，团购到价低质优的各种型号钢材；另一方面，物流公司与多家生产企业、地区大型经销商达成合作协议，能以低于市场价格取得产品代理权，从而确保钢材价格具有一定的市场竞争力。另外，对于在贸易额中占有 15% 左右的铜材，物流公司采取以单定采的贸易方式，借以规避价格风险。

图 6: 公司主营业务收入占比情况



数据来源: 公司公告、华泰证券研究所

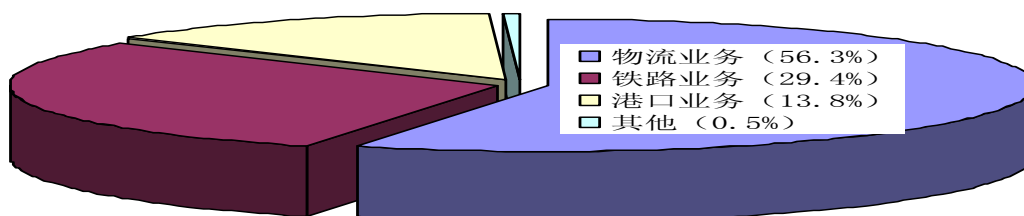
图 7: 公司主营业务成本占比情况



数据来源: 公司公告、华泰证券研究所

物流业务在注入公司后随即成为公司的第一业务, 2010 年公司物流业务实现收入 37.6 亿元, 占公司总收入的 92.98%, 成本为 36.61 亿元, 占公司总成本的 94.66%, 毛利为 1.02 亿元左右, 占公司总毛利的 56.3%。我们认为, 物流业务的毛利率较低, 低于公司的其他业务, 随着公司铁路业务等毛利率的进一步提升, 后期物流业务的毛利贡献可能会出现下降。但长期来说, 我们看好公司的物流业务发展, 受益于行业景气和政策支持以及未来保障房建设对钢材需求的拉动, 以及预计物流业务的成本也会逐渐下降, 物流业务的毛利率会得以提升。公司的物流贸易业务在这样一个环境下有望保持较快增长, 一体化的现代物流体系会逐步显露优势, 物流业务产值有望实现翻番, 达到 400-500 亿元。

图 8: 芜湖港分业务毛利贡献情况

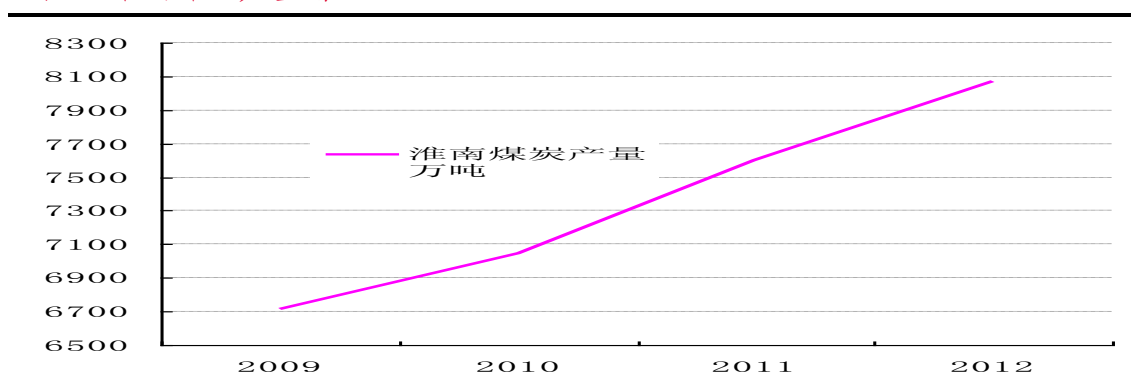


数据来源: 公司公告、华泰证券研究所

铁路业务——公司盈利的维稳器，引领业绩增长

铁运公司是专门服务于淮南矿业煤炭运输的一家公司，在注入公司后服务对象不作改变，继续专职于淮南矿业的煤炭运输，并且铁运公司一直在努力改善自己的运力，以配合淮南矿业煤炭产量增长和煤炭运输需求。淮南矿区位于安徽省中北部，面积3000平方公里，煤炭资源量285亿吨，占安徽省的74%，华东地区的50%以上。根据发改委规划，淮南矿业2012年将成为煤炭产量达到1亿吨、电厂装机容量达到千万级千瓦的特大型能源集团。

图9：淮南煤炭产量情况



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

淮南矿业的产煤量在逐年增加，但并不是所有的煤炭都会外销，淮南矿业的煤炭产销率在2007年曾达到97.27%，但随后产销率开始有所下降，近几年一直保持在75%以上，我们认为随着煤炭需求和煤价的上涨，即使考虑到内部电厂等需求的增加，淮南矿业的产销率在一定时期内仍会维持在75%左右。

表2：淮南矿业煤炭数据

项目	原煤产量 (万吨)	商品煤销量 (万吨)	产销率 (%)
2007	3,631	3,532	97.27
2008	5,666	4,484	79.14
2009	6,715	5,074	75.56
2010	7,050	5,288	75.01
2011	7,600	5,700	75.00
2012	8,070	6,053	75.01

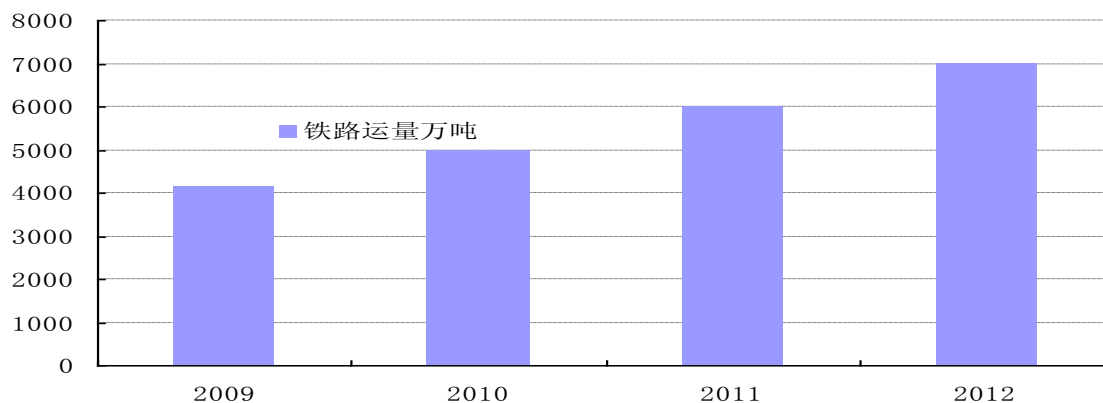
资料来源：中国债券信息网、华泰证券研究所

为满足淮南矿区亿吨级煤电基地的运输需要，近几年矿区自营铁路进行了大规模改造，打通国铁谢桥交接口，先后建设了顾桥至田集段复线、潘集疏解线、自营铁路车辆维护保养及存放基地、平圩直运等重点工程，总设计运输能力达到7,000万吨/年，总铁路营运里程达到216.23公里。

那么，淮南矿业的煤有多少是由铁路公司来运输？

铁运公司 2007 年、2008 年、2009 年专用线运量占淮南矿业煤炭运量的比率（即淮南矿业集团所属矿区市场占有率）分别为 62.39%、65.99%、72.61%。最近几年铁运公司市场占有率变化的主要原因是铁运公司铁路专用线全部在淮南矿业新矿区即淮河以北，而近年来，淮河以南老矿区服务年限逐步到期，老矿井陆续报废，产量亦逐年下降，随着淮河以北新矿井陆续建成投产，新区产量逐年上升，从而致使铁运公司铁路专用线运量逐年攀升，在淮南矿业所属矿区的市场占有率逐年提高。未来几年随着淮南矿业新建矿井朱集、潘一东矿等新井的建成投产，老区矿井的逐步萎缩，铁运公司专用线煤炭运量占淮南矿业煤炭外运的市场占有率将逐步上升，有望达到 80% 以上，预计 12 年运量可达 7000 万吨。

图 10：铁路运量情况

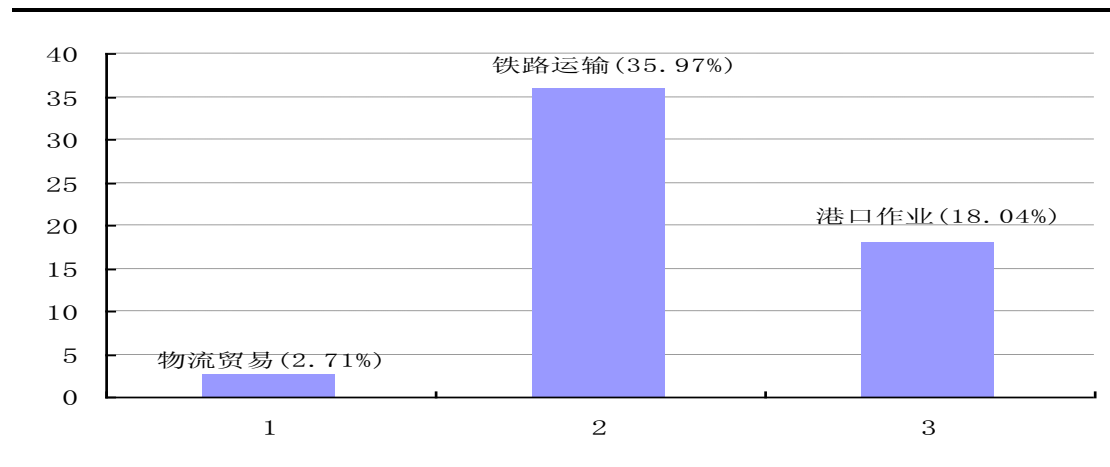


数据来源：公司公告、华泰证券研究所

公司铁路业务的收入增长主要源于运量和运价的提升，运量有淮南矿业的保障，而运价方面，2010 年 4 月 15 日，安徽省物价局出具《关于淮南矿业集团潘谢矿区铁路专用线运价的函》（皖价服函[2010]60 号）将潘谢矿区铁路专用线运价调整为 19.60 元/吨，自 2010 年 6 月 1 日起执行，有效期两年，公司认为两年后运价仍会得到市场支撑。如果按照国铁运价的费率标准进行计算，公司铁路的运价应该在 22 元左右，即公司现行的运价标准仍是低于国铁运价标准的，我们也认为公司的铁路运价是有支撑的，未来会逐步的跟随市场运价。至于公司的铁路业务与控股股东存有关系交易的问题，从控股股东的承诺和履行来看，我们认为这一业务正在逐步的走向公平公正公开的市场化方向；而从铁路运价定价机制来看，控股股东也难以利用控股关系从中侵害公司的利益，铁路业务的独立性值得肯定。

尽管从收入规模来看，铁路业务占比较小，但铁路业务是高利润率的业务，2010 年铁路业务的营业利润率达 35.97%，而物流业务和港口业务的营业利润率只有 2.71% 和 18.04%，远高于物流贸易和港口业务板块。从 2011 年上半年来看，铁路业务的营业利润率已经提升到 62.28%，可见铁路业务已成为公司盈利的一个重要点，对公司利润的贡献作用越来越大，预计 2011 年可以实现利润 2.8 亿元以上。而且更值得一提的是，由于跟淮南矿业的原始关系，铁路业务的收入和利润是公司三大业务中最有保障和稳定的业务，将引领公司业绩增长。

图 11: 公司业务毛利率情况



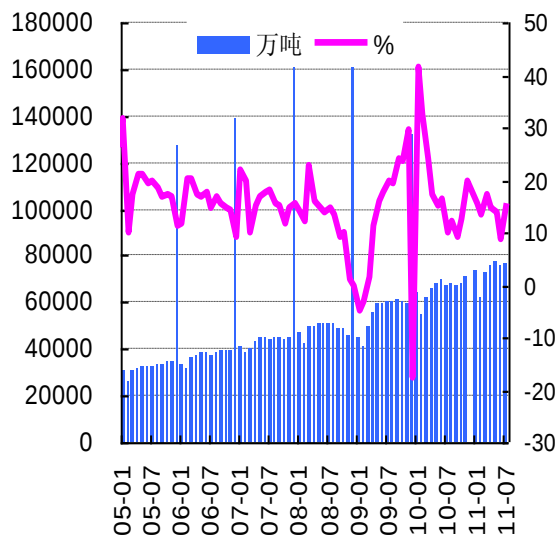
数据来源: 公司公告、华泰证券研究所

目前,铁运公司已经实现“路企直通”业务,即在淮南矿区范围内,直接将煤炭或其它货物运送至企业厂区。由于淮南市距芜湖港的铁路距离仅约为 236 公里,因此,未来随着芜湖港取得铁运公司的控制权,铁运公司将积极与上海铁路局沟通,争取在未来几年内开展淮南矿区至芜湖港港口的“路港直通”业务,即经过国铁,直接将煤炭或其它货物运送至芜湖港,既降低煤炭运输成本,又将有效提高芜湖港港口的煤炭吞吐量,进一步巩固芜湖港长江航线上第一大煤炭中转港口的战略地位。另外,淮南矿业对公司铁路业务的承诺和支持有目共睹。

港口业务——占比下滑,但发展已显稳健

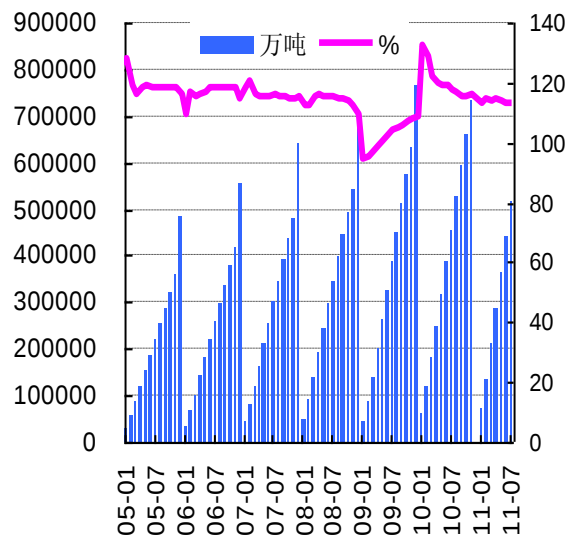
上半年全国规模以上港口货物吞吐量完成 44.2 亿吨,同比增长 13.2%,较去年同期增速下滑了 4.4 个百分点,其中一季度增长 15.4%,二季度增长 11.2%,增速呈现逐季下滑态势,基本与国民经济的增长态势吻合。7 月份全国规模以上港口货物吞吐量完成 76,868 万吨,同比增长 15.51%,累计完成吞吐量 519,376 万吨,累计同比增长 13.4%。我们认为,需求放缓和去年基数高是上半年港口吞吐量屡创新高而增速下滑的主因,但 7 月份增速开始有所恢复,且国民经济仍保持较好增速,全国港口运输生产形势良好,企业效益仍在同步提升。

图 12: 全国主要港口货物吞吐量(当月值)



数据来源：交通运输部、华泰证券研究所

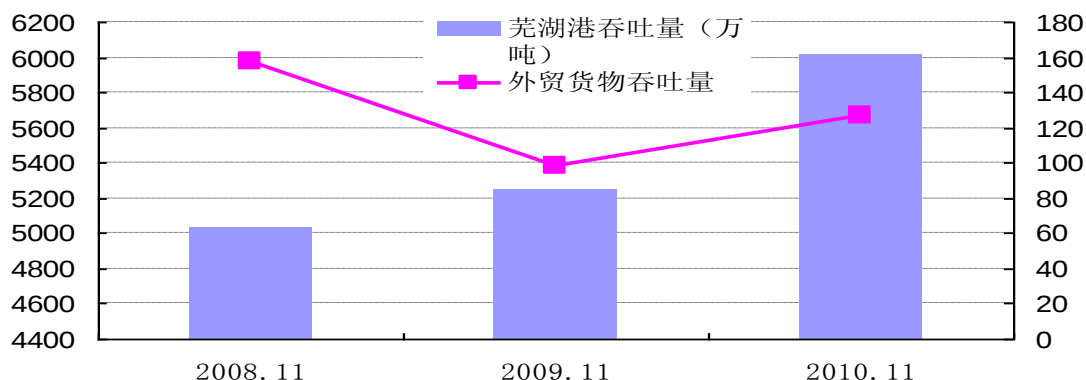
图 13: 全国主要港口货物吞吐量(累计值)



数据来源：交通运输部、华泰证券研究所

关于整个港口业，我们认为，由于国内宏观调控趋紧、GDP 增速放缓以及发达国家债务危机和经济发展不稳等影响，增速的脚步会放缓，但我国经济仍在快速增长的通道中，内外贸的港口中转运输需求仍比较大，增速的脚步仍在。因此，我们预计下半年港口货物吞吐量仍有望维持 10%左右的增速。芜湖港口方面，由于交通运输部的年吞吐量只统计到每年的 11 月，我们以截至 11 月看芜湖港口的年吞吐量，2008 年为 5037 万吨，2010 年达 6014 万吨，增长了近 20%。从 2010 年开始公司吞吐量进入两位数增长，增速超过目前港口业的平均增速。其中，外贸货物吞吐量也逐渐走出金融危机的阴霾，重上三位数万吨单位吞吐量。

图 14: 芜湖港货物年吞吐量

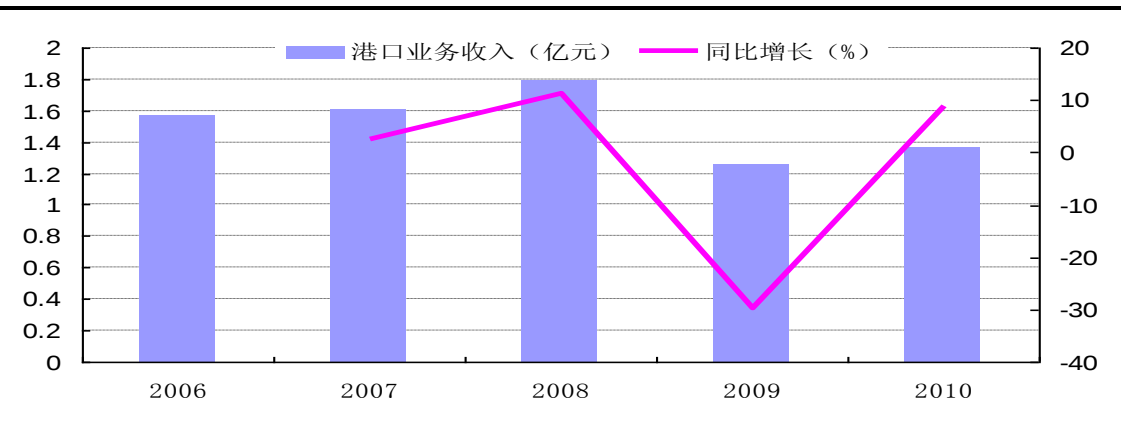


数据来源：交通运输部、华泰证券研究所

公司方面，吞吐量仍有上升的空间，随着资产注入前一些桎梏的解决，产能利用率会得到逐渐的改善。公司作为长江煤炭能源运输第一港，煤炭储运成为公司港口业务的一个主流业务，公司近年来，平均每年

40%的到煤量均来自于淮南矿业所生产的煤炭，2007年至2009年三年煤炭货种的业务收入分别约占公司主营业务收入比重的56.72%、65.65%、55.32%。我们认为，淮南矿业的介入将给公司煤炭港口中转业务带来更程度的发展，而且我们也可以看到公司货种在逐渐多元化，除了集装箱业务的稳步发展外，其他货种业务也在逐渐的提升。公司会继续把打造裕溪口煤炭储配基地、朱家桥外贸中转基地、钢材中转基地、集装箱中转基地和裕溪口煤炭交易市场作为工作重点，积极开拓市场。公司2011年港口业务的目标是：装卸自然吨1285万吨；货物吞吐量1285万吨；国际集装箱量17万TEU；到、发煤量730万吨。我们认为，公司重组后，传统港口业务占比已大幅下滑，但受益于淮南矿业货量保障和“路港直通”，公司仍将保持稳定发展。另外，尽管受到内外经济发展不稳的影响，港口业整体呈现出放缓迹象，但公司借助资产重组的平台和政策支持能够维持在一个行业平均的发展水平。

图 15: 芜湖港年收入及同比增长



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

业务收入和成本预测

预测的假设条件：

物流业务：预计2011年能够实现200亿元收入，与物流业保持一个同步的发展速度。

铁路业务：运价已经确定，预计淮南矿业的煤炭产销率维持在75%左右，铁路公司的承运占有率也在75%左右。

港口业务：综合行业平均和自身的现状，给予一个接近行业平均的增速。

表 3: 业务收入和成本预测情况

收入预测 (亿元)	2010	2011	2012	2013
物流贸易收入	37.6	200	220	239.8
增长率		431.91%	10%	9%
铁路运输收入	1.47	8.38	9.13	9.86
增长率		470.07%	9%	8%
港口业务收入	1.37	1.51	1.64	1.79
增长率		10%	9%	9%

总收入	40.47	209.89	230.78	251.46
成本预测				
物流贸易成本	36.61	193.40	212.52	231.17
增长率		428.27%	9.89%	8.77%
铁路运输成本	0.94	5.03	5.48	5.82
增长率		434.89%	9%	6.2%
港口业务成本	1.13	1.24	1.35	1.45
增长率		9.36%	9.00%	7.80%
总成本	38.68	199.66	219.35	238.44

资料来源：华泰证券研究所

估值和评级

我们认为，公司短期内业绩有保障，未来的发展前景广阔，公司生产经营较去年有较大提升，企业管理有序推进，装备技术水平逐步提高，项目建设开展顺利，且新注入业务后期的盈利能力仍值得期待，一体化的现代物流业务体系也在逐渐形成。尽管相对于港口业的平均 PE 来说，公司当前的估值不具备优势，但我们认为从资产注入和主要业务转型的角度去看，资产注入后在公司业务中占比最大的是物流业务，而物流业目前的平均 PE 约在 30 倍以上，公司的估值也具有其一定的合理性。我们看好公司已注入业务的发展，从淮南矿业的承诺来看，已注入业务的业绩年增长在 20% 左右，而公司的港口业务也受到其他业务的联动而得以转好。通过公司调研，我们消除了一些之前的担忧，对公司有了一个更好的认识，且目前公司的市场风险也有所释放。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.43 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 26.08 倍、22.44 倍和 18.92 倍，并给予“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7240	14376	18920	22752
现金	1469	987	3077	4388
应收账款	1243	3506	4112	4694
其它应收款	2	363	403	446
预付账款	2348	4077	5059	6030
存货	815	1788	2142	2488
其他	1362	3655	4128	4706
非流动资产	2496	2991	3524	4055
长期投资	56	49	52	52
固定资产	1597	1531	1462	1390
无形资产	654	1253	1852	2451
其他	188	157	158	161
资产总计	9736	17367	22444	26807
流动负债	7043	14279	16998	19541
短期借款	900	509	364	200
应付账款	433	4577	5219	5742
其他	5710	9193	11415	13599
非流动负债	181	185	208	231
长期借款	130	150	170	190
其他	51	35	38	41
负债合计	7224	14464	17206	19772
少数股东权益	0	0	0	0
股本	523	1047	1047	1047
资本公积	1844	1321	1321	1321
留存收益	141	533	980	1511
归属母公司股东	2511	2904	3350	3881
负债和股东权	9736	17367	20556	23653

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	25	787	2850	2089
净利润	19	392	446	
折旧摊销	44	76	76	76
财务费用	54	58	55	52
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-70	242	2280	1437
其它	-18	24	-3	529
投资活动现金	1193	-588	-600	-597
资本支出	108	0	0	0
长期投资	-1	-9	3	0
其他	1301	-597	-597	-597
筹资活动现金	103	-681	-161	-180
短期借款	870	-391	-145	-164
长期借款	20	20	20	20
普通股增加	168	523	0	0
资本公积增	1795	-523	0	0
其他	-2749	-310	-36	-36
现金净增加额	1322	-482	2090	1312

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4050	20989	23078	25146
营业成本	3871	19966	21935	23844
营业税金及附加	10	52	58	63
营业费用	18	47	60	70
管理费用	66	340	374	408
财务费用	54	58	55	52
资产减值损失	11	11	11	11
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
营业利润	24	518	590	702
营业外收入	12	6	7	7
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	34	523	595	708
所得税	15	131	149	177
净利润	19	392.15	446.39	
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	19	392	446	531
EBITDA	122	651	720	830
EPS (元)	0.04	0.37	0.43	0.51

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	3116.8%	418.3%	10.0%	9.0%
营业利润	509.5%	2070.7%	13.8%	19.1%
归属于母公司净利	436.3%	1951.4%	13.8%	19.0%
获利能力				
毛利率	4.4%	4.9%	5.0%	5.2%
净利率	0.5%	1.9%	1.9%	2.1%
ROE	0.8%	13.5%	13.3%	13.7%
ROIC	3.3%	21.7%	23.1%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	74.2%	83.3%	83.7%	83.6%
净负债比率	15.85%	4.90%	3.43%	2.28%
流动比率	1.03	1.01	1.11	1.16
速动比率	0.91	0.88	0.99	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.33	0.49	0.47
应收账款周转率	6	36	44	46
应付账款周转率	16.41	3.15	3.75	3.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.37	0.43	0.51
每股经营现金流(最新)	0.02	0.75	2.72	0.79
每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.77	3.20	3.71
估值比率				
P/E	264.22	25.76	22.63	19.02
P/B	2.01	3.48	3.02	2.60
EV/EBITDA	79	15	13	12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。