

港口业 2011 年中期综述及三季报前瞻

关注转型中的企业

评级：中性

前次：中性

分析师

联系人

刘江啸

李周

S0740510120006

021-20315167

021-20315087

liujx@r.qlzq.com.cn

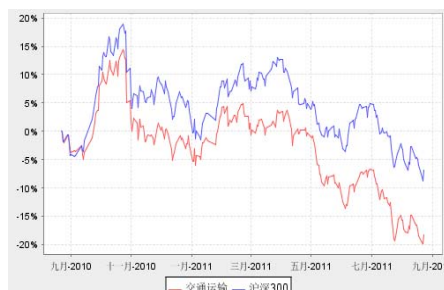
lizhou@r.qlzq.com.cn

2011 年 9 月 7 日

基本状况

上市公司数	0
行业总市值(百万元)	147745.90
行业流通市值(百万元)	128283.01

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2011E	2012E	2013E
日照港	股价(元)	3.46	3.46	3.46
	摊薄每股收益(元)	0.21	0.25	0.28
	总股本(亿股)	26	31	31
	总市值(亿元)	91	106	106
上港集团	股价(元)	3.35	3.35	3.35
	摊薄每股收益(元)	0.21	0.22	0.25
	总股本(亿股)	228	228	228
	总市值(亿元)	762	762	762
宁波港	股价(元)	2.94	2.94	2.94
	摊薄每股收益(元)	0.19	0.23	0.26
	总股本(亿股)	128	128	128
	总市值(亿元)	376	376	376

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 上半年主要港口上市公司营业收入增速为 17.1%，净利润增速仅为 5.2%，主要是因为去年同期非经常损益过大所致。从毛利率水平来看，主要上市公司毛利率保持平稳态势，第一、二季度行业平均毛利率在 39% 左右；ROE 则呈现稳中有升态势，整体资产运营效率也有所提升，现金流状况较为良好。
- 从港口吞吐量来看，上半年主要上市公司权益吞吐量完成 8.7 亿吨，较去年同期增长 12%，是造成上半年营业收入增长的主要原因，港口装卸费率提升幅度贡献较小。
- 从港口业务结构来看，港口仍然以装卸业务为主，收入占比约在 60% 左右；但综合物流业务的毛利贡献在不断提升，同时港口也在进行一定的转型，港口业务多元化在推进过程中，但改善幅度和进度较慢。
- 我们预计 2011 年前三季度主要上市公司港口集装箱业务吞吐量增速，上港集团约在 10-12%，宁波港在 15-17%，连云港约在 25-27%，深圳港将维持在 -1% 左右。预计前三季度港口主要上市公司收入增速约在 19%，净利润同比增速在 8% 左右。预计连云港、厦门港务、南京港、重庆港九等上市公司前三季度仍将维持较高净利润增速。
- 港口短期发展依然主要是依赖吞吐量增速来驱动，因此我们觉得短期还是看好有较好发展前景的重庆港九、日照港、营口港、连云港、宁波港等。相对长期看，未来港口转型是港口上市公司发展的必然趋势和选择，转型过程中我们相对看好厦门港务、宁波港、上港集团等。结合估值来看，我们认为当前港口估值相对较高，结合基本面与当前估值来看，日照港、上港集团、宁波港具有一定的投资价值。
- 风险提示：全球及国内经济出现增速下滑，从而使得吞吐量增速低于预期；港口竞争加剧，不正当竞争强化。

内容目录

中报净利润同比增长仅为 5.2%，业绩主要受非经常损益影响.....	- 4 -
营业收入增速达 17%，业务量增长仍是驱动收入增长的主因	- 4 -
主营业务毛利率较去年同期有所下滑，总体毛利率水平保持平稳	- 7 -
期间费用率保持稳定，管理费用上升压力犹存	- 9 -
净利润增量简析：关注投资收益及营业外收支变动	- 10 -
相较于去年同期资产质量趋势良好，资产运营质量有所提升	- 11 -
主要港口净资产收益率保持稳中有升	- 11 -
关注现金流状况的改变	- 13 -
三季度业绩展望：层次化分化将延续	- 14 -
港口发展层次分化将延续	- 14 -
估值及重点推荐：整体估值偏高，可关注日照港、宁波港、上港集团	- 16 -
短期看价量、长期看转型	- 16 -
风险提示	- 17 -
全球及国内经济出现增速下滑，从而使得吞吐量增速低于预期.....	- 17 -
港口竞争加剧，不正当竞争强化	- 17 -

图表目录

图表 1：主要上市港口公司上半年收入增速	- 4 -
图表 2：主要上市港口装卸业务占收入比重比较	- 4 -
图表 3：主要港口上半年吞吐量增速一览	- 5 -
图表 4：主要港口上半年装卸单价增速一览	- 5 -
图表 5：上市公司及所在主港上半年吞吐量增速	- 5 -
图表 6：主要上市公司吞吐量在所在港口中所占比重	- 5 -
图表 7：2010 年以来主要上市公司装卸包干费宣涨情况	- 6 -
图表 8：11 年上半年主要业务收入同比增速	- 7 -
图表 9：11 年上半年主要业务结构毛利率	- 7 -
图表 10：综合物流业务收入占比	- 7 -
图表 11：综合物流业务毛利占比	- 7 -
图表 12：主要干散货港口毛利率变动较为平稳	- 8 -
图表 13：综合型港口毛利率保持平稳上升态势	- 8 -
图表 14：深赤湾 A 延续第四季度以来毛利率下滑趋势	- 8 -
图表 15：主要上市公司第一、二季度成本增速增长较快	- 8 -
图表 16：宁波港综合物流业务同比增长较快	- 8 -

图表 17: 厦门港务毛利率较低的贸易占比上升较快.....	- 8 -
图表 18: 港口行业上市公司期间费用率整体保持平稳.....	- 9 -
图表 19: 上半年主要港口企业管理费用率快速上升.....	- 9 -
图表 20: 主要港口上市公司财务费用率	- 9 -
图表 21: 主要港口上市公司资产负债率	- 9 -
图表 22: 10 年二季度营业外收入及投资收益大幅增长.....	- 10 -
图表 25: 2011 年上半年港口上市公司标准化利润表	- 11 -
图表 26: 主要港口上市公司固定资产周转率	- 11 -
图表 27: 主要港口上市公司流动资产周转率	- 11 -
图表 28: 11 年上半年与 10 年上半年港口上市公司 ROE 的比较.....	- 12 -
图表 29: 大部分港口上市公司含息负债规模下降	- 12 -
图表 30: 主要港口中期资产负债率比较.....	- 12 -
图表 31: 主要港口上市公司经营现金流净额	- 13 -
图表 32: 11 年中期支付各项税费较同期增加较多	- 13 -
图表 33: 主要港口上市公司投资活动现金流净额	- 13 -
图表 34: 购建固定资产无形资产支出	- 13 -
图表 35: 筹资活动产生的现金流量净额	- 14 -
图表 36: 偿还债务支出的现金.....	- 14 -
图表 37: 主要港口上市公司毛利率变动状况	- 15 -
图表 38: 主要港口上市公司第三季度收入增速预测.....	- 15 -
图表 39: 主要港口上市公司前三季度净利润预测表.....	- 16 -
图表 40: 主要港口上市公司相对估值表	- 17 -

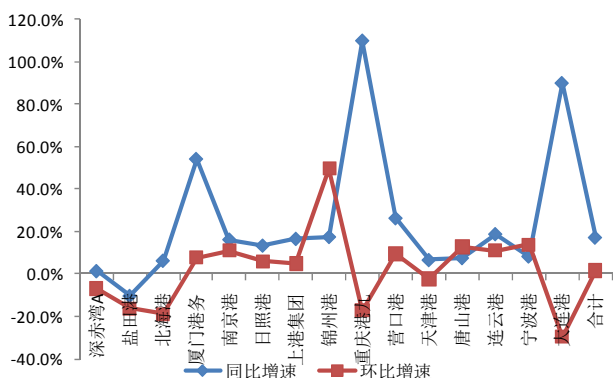
中报净利润同比增长仅为 5.2%，业绩主要受非经常损益影响

营业收入增速达 17%，业务量增长仍是驱动收入增长的主因

■ 2011 年上半年全部上市港口公司（剔除芜湖港、珠海港）实现营业收入 302 亿元，同比增长 17.1%。

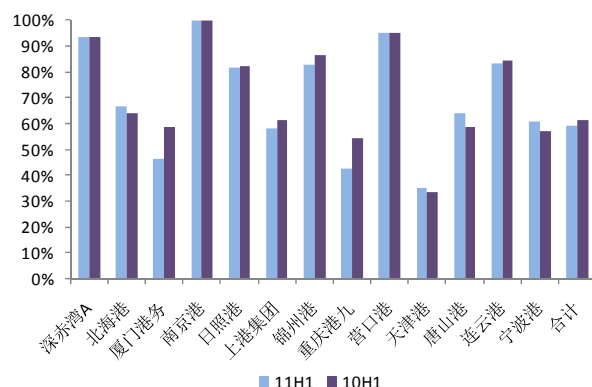
- 分上市公司港口收入增速来看，内贸港口优于沿海外贸；北方优于华东，华东优于华南。其中增速较快的公司主要有重庆港九（110%）、厦门港务（54%）、营口港（26%）。（备注：大连港主要为去年 IPO 收购资产导致统计口径有所变化，从而不具可比性。）
- 分上市公司港口收入结构来看，装卸业务仍是港口企业收入的主要来源。上半年港口企业装卸收入占比平均比重约在 59%，较去年同期 61%略有下降。从港口来看，厦门港务、重庆港九装卸业务占比下降幅度最大，主要表现为其他业务的较快上升。目前港口企业多元化进程较慢，仍主要依赖传统装卸堆存、港务管理等业务。
- 分季度来看，第一季度同比增长 18.4%，二季度同比增长 16%，环比增速来看，第一季度出现环比-9.3%，二季度环比增长 9.3%。从上市港口来看，厦门港务、锦州港、连云港、宁波港保持了同比、环比的增长，在业务结构并未发生较大变化下，收入成长呈现较好的态势。

图表 1：主要上市港口公司上半年收入增速



来源：Wind、齐鲁证券研究所

图表 2：主要上市港口装卸业务占收入比重比较



来源：Wind、齐鲁证券研究所

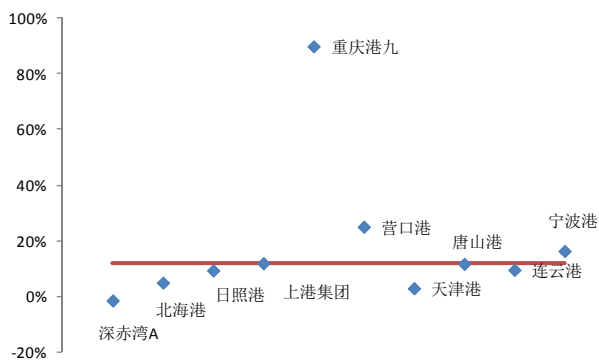
■ 上市公司货物吞吐量增速出现分化，内河、北方港口业务量增速明显快于华东及华南地区。

- 上半年中国港口吞吐量完成 43.7 亿吨，同比增长 13.8%，其中沿海港口同比增长 13.1%，内河港口增长 15.2%。
- 上半年上市公司主要港口货物吞吐量完成 8.7 亿吨，较去年同期 7.8 亿吨增长 12%，是主营业务收入及装卸收入增长的主要原因，同期主要上市公司平均装卸单价仅较去年同期增长 1.2%。（备注：计算过程中未考虑将权益吞吐量剔除，部分港口其装卸收入与堆存收入合并核算分部，上半年主要港口并无大规模生产能力投产，故以上两个口径各自港口在统计上相较一致，因此具有一定的可比性。）
- 从港口分区域来看，北方港口吞吐量增速相较为高，且装卸单价增速相较华南、华东地区提升为显著。我们认为主要原因可能有两点：

一点是北方港口装卸费率相对南方为低，低基数的原因；另一点则是相对来说，北方多为散杂货港口，成本上升压力较南方为大，近年来水电供暖动力照明等成本上升幅度较快。

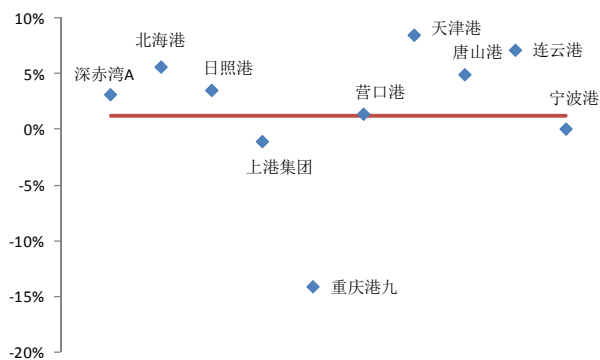
- 从上市公司所处各自港口来看，上市公司占各自港口的比重并未得到有效提升，主要还是集团或母港发展速度高于上市公司吞吐量增速。而其原因则每个港口存在较大差异，唐山港则是因曹妃甸上半年增速达30%以上所致，日照港则是集团油品、粮食、木片等业务增长较快等。从这点来看，表明集团公司未来成熟业务的资产注入仍可期待，但从整体行业发展趋势来看，依赖吞吐量增长的高速成长期已过。

图表3：主要港口上半年吞吐量增速一览



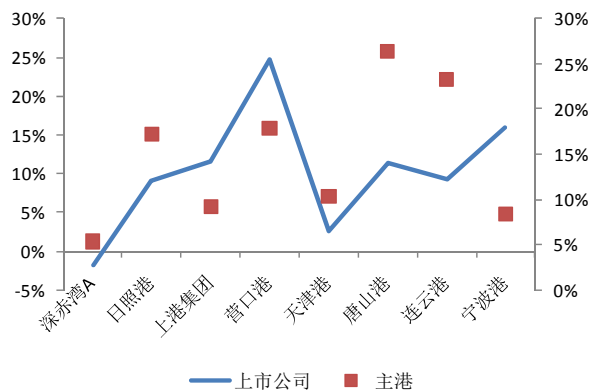
来源：齐鲁证券研究所

图表4：主要港口上半年装卸单价增速一览



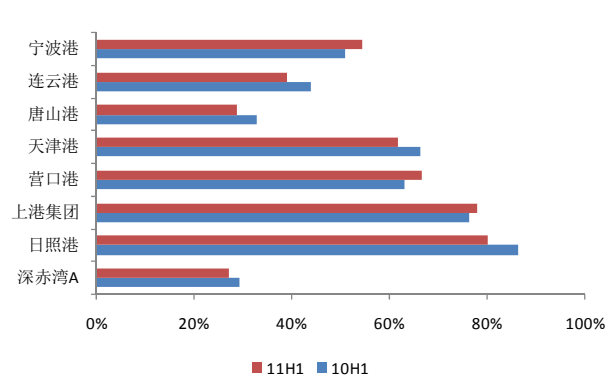
来源：齐鲁证券研究所

图表5：上市公司及所在主港上半年吞吐量增速



来源：CEIC、公司公告、齐鲁证券研究所

图表6：主要上市公司吞吐量在所在港口中所占比



来源：CEIC、公司公告、齐鲁证券研究所

- 由于港口区域垄断性优势，加上每年港口生产经营成本压力上升，港口上市公司每年均宣布有不同程度的价格上涨。随着近年来矿石、煤炭等产品价格的上涨，使得货主对于此类产品装卸价格的敏感性降低，从而使得涨价成为现实可能性；经营的压力和竞争压力较小，因此上涨成为必然选择。但从实际执行来看，港口涨价执行力度并未如宣涨的那么好。我们分析下来主要的原因在于大客户占比较高所致，另外港口之间的竞争关系相较之前更为激烈。

图表 7：2010 年以来主要上市公司装卸包干费宣涨情况

公告公司	调整范围	调整期间	公告时间
宁波港	外贸集装箱装卸包干费率调整 8%	2011年1月1日起	2010年12月2日
日照港	铁矿石、煤炭、钢材、焦炭、水泥及水泥熟料、石膏石、碎石、白云石（蛇纹石）等。铁矿石（外贸）基本费率提升 3.5%、煤炭（外贸）基本费率提升 5.1%，其他货种基本费率上调幅度区间为 5.6%-10.8%。	2011年1月1日起	2010年12月15日
日照港	铁矿石、煤炭、块煤、镍矿石、铝矾土、钢材、生铁、焦炭、水泥及水泥熟料、水泥（大袋）、水泥（小袋）、石膏石、碎石、白云石（蛇纹石）等。铁矿石基本费率提升 3.6%、镍矿石基本费率提升 5.6%、煤炭（内贸）基本费率提升 16.2%，其他货种基本费率上调幅度区间为 3.6%~16.2%。	2010年1月1日起	2009年12月16日
连云港	外贸进口煤炭（火车发运）增加 2 元/吨；外贸进口铬锰矿（需托盘作业）增加 8 元/吨；内贸进口盐（汽车发运）增加 4 元/吨；内贸出口铁矿石（汽车发运）增加 6 元/吨；外贸出口化肥增加 10 元/吨，其中车船直取增加 5 元/吨。	2011年1月1日起	2010年12月31日

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

■ **上市公司经营方式和主营业务逐步多元化，整体进程较为缓慢，但综合物流业务或将成为未来发展的主流趋势。**

- 目前装卸堆存、港务管理等传统港口业务依然是港口上市公司主要经营的内容，占据上市公司主营收入 60%以上。
- 我们对上市公司 2009-2011 年以来主营业务分部情况进行了一定的整理发现，综合物流业务、贸易等是港口上市公司近年来发展最多的业务板块。主要原因是港口在综合物流及贸易业务方面具有先天的优势。
- 我们将港口综合物流业务定义为从装卸业务以外的为货主、船东等利益相关方提供服务的活动，涵盖拖轮、代理、运输、理货、物流延伸、港口服务等业务，我们定义的综合物流业务涵括港口服务。
- 我们较为看好未来综合物流业务的发展，从供应链的角度来看，集装箱供应链相对较长且增加值较高，因此我们看好未来集装箱业务发展较为确定的宁波港和上港集团。

图表 8：11 年上半年主要业务收入同比增速

	主营收入	综合物流	装卸收入	贸易销售
厦门港务	54.1%	7.9%	58.1%	103.0%
唐山港	7.5%	9.4%	16.8%	-19.2%
锦州港	17.4%	14.2%	12.3%	-
上港集团	16.5%	34.1%	10.4%	-
日照港	13.3%	-	12.8%	-
重庆港九	109.7%	2133.4%	63.0%	-69.0%
连云港	18.7%	-	17.0%	-
天津港	6.6%	14.3%	11.2%	1.7%
宁波港	8.3%	2.1%	16.0%	-
合计	14.7%	24.9%	13.4%	5.3%

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：11 年上半年主要业务结构毛利率

	毛利率	装卸业务	综合物流	贸易销售
厦门港务	17.8%	15.6%	38.4%	5.1%
唐山港	36.6%	44.4%	5.9%	2.3%
锦州港	55.7%	62.3%	40.1%	-
上港集团	47.6%	57.6%	23.4%	-
日照港	31.4%	29.3%	-	-
重庆港九	31.1%	56.0%	4.6%	38.4%
连云港	30.0%	30.5%	-	-
天津港	24.5%	51.7%	41.0%	1.2%
宁波港	50.2%	59.7%	34.4%	-
平均	39.1%	51.9%	29.1%	2.0%

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：综合物流业务收入占比

收入占比	11H1	2010	10H2	10H1
厦门港务	29.7%	35.0%	23.5%	42.4%
唐山港	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%
锦州港	4.7%	5.1%	5.4%	4.8%
上港集团	19.7%	17.4%	17.7%	17.1%
日照港	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
重庆港九	41.8%	22.1%	29.3%	3.9%
连云港	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天津港	14.2%	13.4%	13.6%	13.2%
宁波港	36.9%	36.2%	33.2%	39.1%
平均	18.5%	16.9%	16.5%	17.0%

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：综合物流业务毛利占比

毛利占比	11H1	2010	10H2	10H1
厦门港务	64.2%	68.6%	51.8%	72.2%
唐山港	0.3%	1.9%	1.7%	2.1%
锦州港	3.4%	4.9%	5.2%	4.7%
上港集团	9.7%	7.4%	7.3%	7.5%
日照港	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
重庆港九	6.2%	8.3%	11.9%	3.3%
连云港	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天津港	23.8%	22.1%	22.5%	21.7%
宁波港	25.3%	22.2%	24.2%	20.2%
平均	13.8%	12.2%	12.5%	11.7%

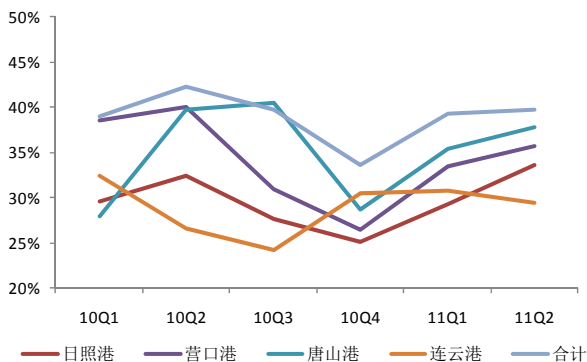
来源：齐鲁证券研究所

主营业务毛利率较去年同期有所下滑，总体毛利率水平保持平稳

- 港口上市公司毛利率整体较去年同期有所下滑，结构分化较为明显，毛利率下降的主要原因一方面是成本上升较快导致，另一方面体现在个别公司上则是其业务结构发生变化导致的。总体毛利率我们维持看平的态度，我们认为吞吐量的继续增长、装卸费率的继续提升和高毛利率新业务拓展，都将一定程度上保持目前港口行业的毛利状况。
- 从上市公司港口整体毛利率情况来看，第一、二季度保持较为平稳，保持在 39% 的水平，但整体较去年同期二季度 42% 的毛利率有不同程度的下滑。分析下来，我们认为主要原因在于 2010 年同期吞吐量增速远快于同期成本上升幅度所致。
- 分上市公司来看，毛利率提升较为明显的主要有宁波港、北海港，而下降幅度较多的主要有厦门港务、大连港。宁波港毛利率提升的主要原因在于其综合物流业务毛利率提升带来的，上半年综合物流业务公司收入增速仅为 2.1%，但其毛利率提升，使得其毛利增速达到 44%，毛利占比从 2010 年上半年的 21% 上升到 26%。厦门港务则是其毛利率较低的贸易业务占比提升造成，因此整体毛利率下降

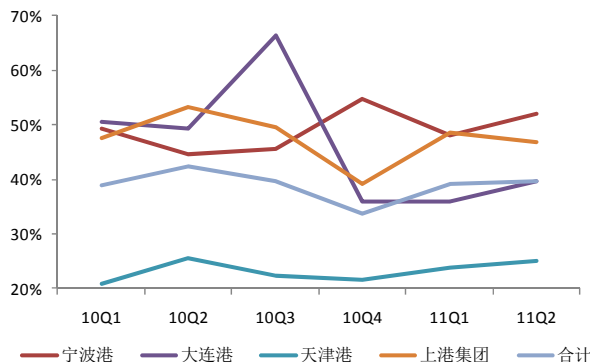
幅度较大,但从毛利增速来看依然是可观的。

图表 12: 主要干散货港口毛利率变动较为平稳



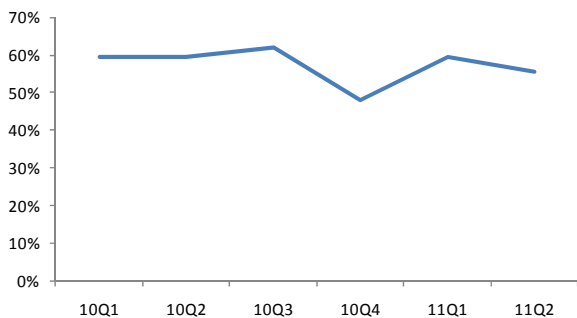
来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 13: 综合型港口毛利率保持平稳上升态势



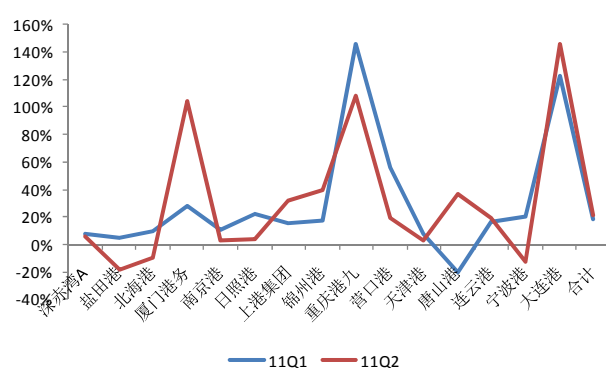
来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 14: 深赤湾 A 延续第四季度以来毛利率下滑趋势



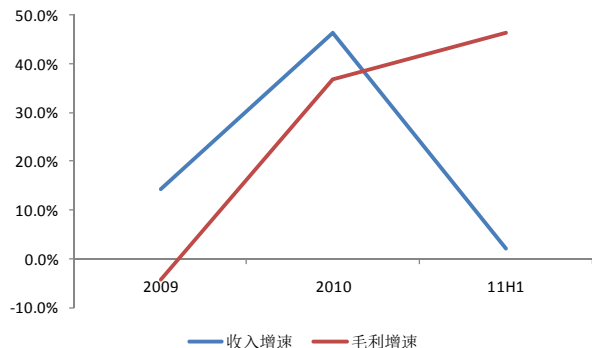
来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 15: 主要上市公司第一、二季度成本增速增长较快



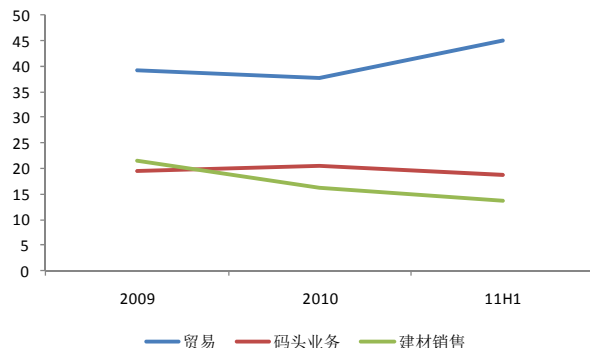
来源: Wind、齐鲁证券研究所

图表 16: 宁波港综合物流业务同比增长较快



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 17: 厦门港务毛利率较低的贸易占比上升较快

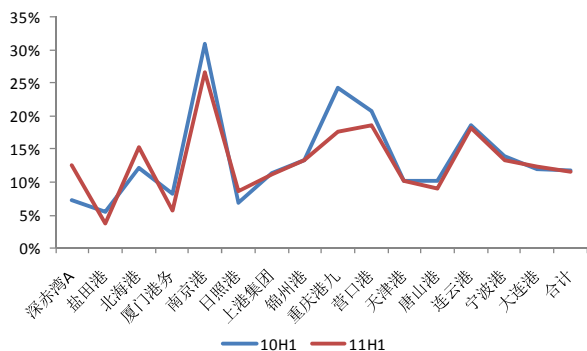


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所 单位: %

期间费用率保持稳定，管理费用上升压力犹存

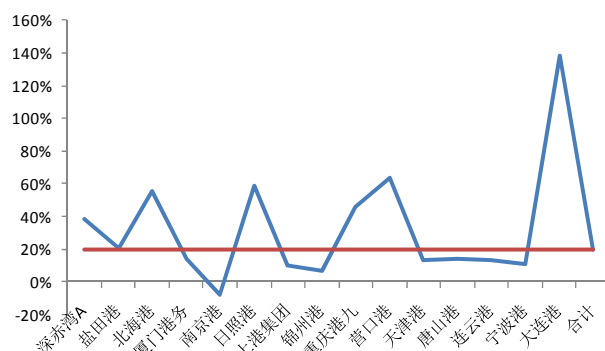
- 从期间费用来看，2011 年上市公司上半年期间费用总体为 35 亿元，同比增速为 16.6%。期间费用率为 11.6%，与去年基本持平。
 - 其中管理费用 26.5 亿元，同比增速达 19.5%，是上半年期间费用增长较快的主要原因。管理费用增长较快主要仍是集中于人工成本上升较快。从基本数据分析来看，天津港、宁波港、连云港、深赤湾 A 上半年管理费用中职工薪资及社会保险福利费为最主要的增量来源，增量比重均在 50%以上；唐山港、大连港员工薪资增量占比相对较低。
 - 港口上市公司 2011 年第一、二季度财务费用率相较同期均有不同程度下降，主要在于大多数上市公司均不同程度地降低含息负债占比，降低资产负债率所致。

图表 18：港口行业上市公司期间费用率整体保持平稳



来源：Wind、齐鲁证券研究所

图表 19：上半年主要港口企业管理费用率快速上升



来源：Wind、齐鲁证券研究所

图表 20：主要港口上市公司财务费用率

财务费用率	11Q1	11Q2	10Q1	10Q2
深赤湾A	3.1%	3.7%	0.3%	0.8%
盐田港	-7.4%	-15.1%	-5.3%	-5.6%
北海港	4.1%	4.4%	4.8%	4.4%
厦门港务	0.2%	0.1%	0.7%	0.3%
南京港	4.9%	5.4%	2.6%	4.7%
日照港	5.3%	5.8%	4.7%	4.8%
上港集团	2.4%	3.0%	2.1%	2.5%
锦州港	4.3%	5.7%	3.4%	5.4%
重庆港九	8.9%	3.8%	9.8%	7.3%
营口港	10.6%	11.2%	16.4%	13.8%
天津港	1.8%	1.6%	2.5%	1.8%
唐山港	0.9%	1.1%	2.5%	3.3%
连云港	4.9%	4.0%	3.7%	4.8%
宁波港	1.4%	1.2%	1.9%	2.5%
大连港	2.1%	2.2%	5.0%	2.8%
平均	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%

来源：Wind、齐鲁证券研究所

图表 21：主要港口上市公司资产负债率

		09H1	10H1	11H1
000022.SZ	深赤湾A	36.5	38.7	41.9
000088.SZ	盐田港	7.8	8.4	8.4
000582.SZ	北海港	58.0	58.4	57.9
000905.SZ	厦门港务	43.6	41.2	38.6
002040.SZ	南京港	31.4	36.8	36.7
600017.SH	日照港	49.1	44.1	36.1
600018.SH	上港集团	43.7	39.7	37.0
600190.SH	锦州港	31.8	36.8	45.3
600279.SH	重庆港九	66.4	65.5	65.0
600317.SH	营口港	66.3	63.8	56.3
600717.SH	天津港	39.4	40.9	38.3
601000.SH	唐山港		41.4	30.8
601008.SH	连云港	32.2	41.5	34.9
601018.SH	宁波港		44.1	27.9
601880.SH	大连港		46.7	51.5
平均		43.3	42.2	38.8

来源：Wind、齐鲁证券研究所