

2011年6月10日

# 唐山港

## 收购25万吨泊位，打通设施瓶颈

公司位于唐山港京唐港区，主要从事码头和其他港口设施经营、货物装卸和港口拖轮等业务。公司实际控制人为唐山市国资委。京唐港区1992年被国务院批准为一类口岸，已成为我国钢材第二大港、进口焦煤第一大港，进口铁矿石吞吐量在全国也排名居前。京唐港区的发展对于河北省、唐山市实现建设沿海经济强省的战略目标和促进腹地经济发展具有重要作用。港区主航道即将拓展为20万吨级，公司也即将非公开增发收购2个25万吨级专业矿石码头，设施瓶颈即将打通，公司将取得新一轮发展。我们预计公司2010-2013年业务收入复合增长率将达到16%，净利润复合增长率将达到20%，公司2011-2013年全面摊薄每股收益分别为0.345元、0.471元和0.528元。我们给予买入的首次评级，目标价格为8.00元。

**买入**
**A**

601000.SS - 人民币 6.94

目标价格: 人民币 8.00

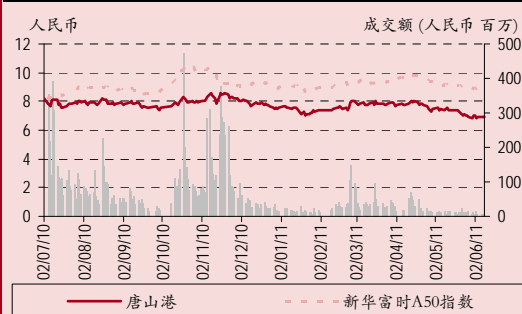
杜建平

(8610) 6622 9079

Jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	(7)	(11)	-
相对新华富时A50指数(%)	(7)	(4)	(3)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,000
流通股(%)	20.00
流通股市值(人民币 百万)	1,388
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
唐港实业	53.13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

### 支撑评级的要点

- 京唐港区未来拓展空间大，直接服务于钢铁第一大省、承接产业转移和生产要素向海边集聚的作用。
- 公司设施不足的瓶颈打通后，将使腹地内被周边港口分流的货源调头回流，再加上腹地经济发展增量的推动，我们预计公司2010-2013年货物吞吐量复合增长率将达到20%。
- 公司目前装卸费率偏低，25万吨码头投产后综合实力将得到提升，我们认为装卸费率有一定提升空间。

### 评级面临的主要风险

- 来自周边港口的竞争和分流。
- 宏观经济波动及腹地经济发展速度不及预期。

### 估值

- 目前，公司的股价相当于14.7倍2012年市盈率，在资源类港口中估值偏低。我们以17倍2012年市盈率，确定公司目标价为8.00元人民币，首次评级为**买入**，并建议投资者积极关注公司非公开增发的机会。

### 图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,930	2,557	2,812	3,572	4,015
变动(%)	-	32	10	27	12
净利润(人民币 百万)	253	344	392	534	599
全面摊薄每股收益(人民币)	0.316	0.344	0.345	0.471	0.528
变动(%)	-	8.8	0.4	36.2	12.1
市盈率(倍)	22.1	20.4	20.2	14.7	13.3
每股现金流量(人民币)	0.56	0.70	0.78	1.08	1.17
价格/每股现金流量(倍)	12.5	10.1	9.0	6.5	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.4	8.5	7.9	6.4	5.8
每股股息(人民币)	0.209	0.120	0.055	0.074	0.083
股息率(%)	3.0	1.7	0.8	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

# 目录

投资概要和估值.....	3
公司概况.....	7
主要业务板块和增长前景.....	13
盈利预测与主要假设.....	19
其他因素分析.....	21
投资风险.....	23
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

## 投资概要和估值

公司位于唐山港京唐港区，在唐山市东南 80 公里处的唐山海港经济开发区境内，从事的主要业务为码头和其他港口设施经营、货物装卸和港口拖轮等业务。公司实际控制人为唐山市国资委，唐山港口实业集团有限公司持股 53.13%。

京唐港区 1989 年 8 月开工建设，1992 年被国务院批准为一类口岸。开港以来货运吞吐量呈现快速增长，是京津冀地区重要的出海口之一。2010 年京唐港区完成货物吞吐量 1.2 亿吨，同比增长 11.6%；其中公司完成 7,475.46 万吨，同比增长 11.67%，约占全港区运量的 63%。公司已成为我国沿海港口钢材第二大港、进口焦煤第一大港，公司进口铁矿石吞吐量在全国也排名居前。

京唐港区岸线和陆域自然条件好。水深条件好，-10 米等深线距岸仅 4.8 公里，宜建港自然海岸线长达 11 公里，同时陆域广阔，近期规划港口面积 30 平方公里，后方陆域有 100 多平方公里开阔平坦的盐碱荒地可供开发利用，具有发展外向型临港工业的地域优势。建港采用地连墙模式，建港成本在所有模式中最低，航道疏浚成本较低。

预留拓展空间大。按照总体规划，京唐港区规划建设 5 个港池，可建 100 多个万吨级以上深水泊位，形成 6 大功能区和 1 个远景预留发展区。目前，港区已建成和在建 30 多个泊位，未来发展空间非常充裕。拥有非常良好的陆上集疏运条件。

区位优势突出，腹地经济发展对港口需求大。公司的直接腹地河北省是钢铁大省，粗钢产量多年来居全国首位，2010 年产量达到 14,459 万吨，占全国粗钢产量的 23.1%，大于排名第二、第三的江苏和山东粗钢产量之和；唐山地区的钢铁产量则占到河北省的 60% 以上。京唐港还作为北方煤炭运输通道的重要组成部分。

近年来河北省致力于把沿海地区开发建设纳入国家区域发展总体战略，充分发挥沿海优势，大规模聚集生产要素，加快形成新的经济隆起带；唐山市则充分发挥省域中心城市优势，着力发展精品钢铁、装备制造、现代化工、港口物流、新型建材等，打造综合性贸易大港和世界级精品钢铁基地，建设环渤海地区的新型工业化基地。京唐港区的发展对于河北省、唐山市实现建设沿海经济强省的战略目标和促进腹地经济发展具有重要作用，两者相辅相成。

公司与唐山港曹妃甸港区在腹地方面有交叉重合部分，也形成了自然分工。京唐港区的优势腹地为迁安、滦县、遵化等，且唐山港腹地的主要钢厂均在迁安地区。曹妃甸港区的优势腹地为丰润区、遵化以及丰南区。

装卸堆存业务贡献了公司 2010 年毛利润的 76.7%，主要由钢铁、铁矿石、煤炭和其他货种业务构成，2010 年公司共接卸 7,674 吨货物，其中钢铁、铁矿石、煤炭和其他货物分别为 1,480、2,953、2,742 和 299 万吨，分别占比 19.8%、39.5%、36.7% 和 4%。

公司 2007-2010 年货物吞吐量复合增长率达到 24.4%。其中钢铁吞吐量的三年复合增速达到 10.4%，并呈现逐年放大的趋势；煤炭吞吐量的复合增速达到了 39.1%；其他货种的复合增速达到了 25.7%，同时近两年则保持了 50% 以上的高增长；铁矿石的运量在 2009 年大幅增长 66% 后，2010 年以来受到航道和码头设施瓶颈限制，部分货源被分流到周边港口，吞吐量同比下滑 9.5%，但三年复合增长率达到 22.4%。

由于公司港口航道水深和码头设施瓶颈所限，使港口只能接纳巴拿马及以下级别的船型，致使许多需求、特别是铁矿石的需求得不到满足，公司铁矿石运量在 2009 年达到增长顶峰后，被其他港口分流的影响开始加大。目前，京唐港区共用航道正在由公司的控股股东代行政府职能投资扩建，预计到 2011 年 6 月，将达到 20 万吨级的通航能力，乘潮可进 25 万吨级的船舶，为第四港池的两个 25 万吨级泊位服务。

公司目前拥有 2 个专业化矿石泊位，年通过能力 1,700 万吨，而 2010 年公司实际接卸 2,953.7 万吨铁矿石，现有矿石接卸能力提升裕度已非常有限。公司拟在年内非公开发行数量不超过 13,500 万股、发行价格不低于 6.63 元/股，拟用募集资金收购控股股东唐港实业持有的首钢码头公司出资额，并向首钢码头增资。首钢码头公司主要负责京唐港第四港池矿石、原辅料及成品泊位工程项目筹建，在建的两个 25 万吨铁矿石码头，预计今年 9 月份开始试运营（试运营期间将享受国家重点公共设施项目所得税“三免三减半”的优惠，同时免交港建费 7 元/吨）。我们预计，在收购两个 25 万吨级铁矿石码头并于 9 月份开始试运营后，以前被周边港口分流走的货源将调头回流，再加上经济腹地内钢铁产能的增量需求，公司铁矿石吞吐量 2011 年将实现 700 万吨增量，2012 年将再实现 2,500 万吨的增量，2011 年同比增长 25%，2012 年同比增长 70%。



目前公司钢材泊位有4个，设计能力为600万吨，而2010年公司钢材吞吐量已达到1,480万吨，设施利用率已达到240%左右。公司IPO募投项目中包含的20-22#泊位是通用杂货泊位，年设计通过能力560万吨，2010年投产后已实现吞吐量594万吨，达到当年投产、当年贡献利润的预期目标。另外，公司采用班轮作为优势，吸引货源；且在丰南区等地设立场站，依靠集装箱优势吸附大量货源，可使每月钢材量增加5万吨左右。我们预计，随着唐山港腹地钢铁行业的不断演进，公司未来钢材吞吐量仍将保持15%左右的快速增长。

京唐港是北方沿海7个主要煤炭下水港之一，煤源来自直接腹地唐山市和间接腹地山西、内蒙古以及陕西、宁夏等。公司煤炭接卸堆存业务增速迅猛，2007-2010年煤炭吞吐量复合增长率达到39.1%。我们预计公司未来煤炭吞吐量将保持10%左右的增长。

公司其他货种吞吐量的占比虽然不大，但增速也非常快。我们预计其他货种2011年将保持10%以上的增长。

公司在堆存运输等后场作业方面采用了外包作业模式，使公司的装卸业务毛利润率和劳动生产率在沿海港口中处于较高水平。根据我们的估算，由于采用外包服务，2009年公司节约成本5,000万元以上。

公司由于自身成本较低，盈利空间有保障，同时由于缺乏大泊位，目前进不了Cape型船，竞争能力较弱，因此在定价方面处于相对劣势，公司外贸铁矿石接卸价格较周边港口低2-7元左右。我们认为，在建成25万吨级泊位后，公司综合竞争力将得到提升，公司的装卸费率有一定提升空间。

我们预计2011年公司净利润将同比增长14%左右，但由于增发股份导致的摊薄效应，全面摊薄每股收益将基本维持2010年的水平。非公开增发收购项目对公司每股收益的贡献将从2012年起全面显现，并对公司长远发展奠定基础。

我们预计公司2010-2013年货物吞吐量复合增长率将达到20%，业务收入复合增长率将达到16%，净利润复合增长率将达到20%。我们预计公司2011-2013年全面摊薄每股收益分别为0.345元、0.471元和0.528元。考虑到增发摊薄的影响，每股收益三年复合增长率为15.3%。

目前, 公司的股价相当于 14.7 倍 2012 年市盈率, 在资源类港口中估值偏低。我们以 17 倍 2012 年市盈率, 确定公司目标价为 8.00 元人民币, 首次评级为**买入**, 并建议投资者积极关注公司非公开增发的机会。

图表 2. 港口行业估值表

	证券代码	收盘价 2011-6-8 (人民币)	评级	目标 价 (人民币)	总市值 (人民币 亿元)	每股收益 (人民币)				每股收益增长率 (%)				市盈率 (倍)			市净率 (倍)			净资产收益 率(%)		
						2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
<b>综合类</b>																						
宁波港	601018.SS	3.09	买入	4.22	396	0.17	0.17	0.21	0.24	3.1	2.0	22.8	15.8	18.0	14.6	12.6	1.7	1.6	1.5	11.8	11.3	11.9
大连港	601880.SS	3.74	买入	4.62	166	0.20	0.18	0.21	0.23	(20.0)	(7.8)	15.4	10.5	20.4	17.6	16.0	1.4	1.3	1.2	8.5	7.5	7.8
天津港	600717.SS	8.42	持有	9.49	141	0.39	0.49	0.56	0.63	(28.2)	23.6	14.5	12.8	17.3	15.1	13.4	1.4	1.2	1.1	8.0	8.6	8.9
上港集团	600018.SS	3.93	未有评级	n.a.	894	0.18	0.26	0.26	0.31	(18.6)	44.1	1.7	17.1	15.2	15.0	12.8	2.3	1.9	1.7	16.1	14.1	14.3
连云港	601008.SS	8.57	未有评级	n.a.	54	0.14	0.21	0.23	0.30	(26.3)	50.0	11.5	27.9	40.8	36.6	28.6	2.6	2.4	2.2	6.3	7.7	9.0
<b>平均</b>																						
<b>中值</b>																						
<b>集装箱类</b>																						
深赤湾 A	000022.SZ	14.18	买入	19.2	91	0.65	0.93	1.07	1.14	(35.5)	42.4	15.2	7.1	15.3	13.3	12.4	2.8	2.7	2.7	19.6	20.8	21.6
盐田港	000088.SZ	7.68	未有评级	n.a.	96	0.37	0.36	0.39	0.42	(19.7)	(1.5)	7.0	7.3	21.1	19.7	18.4	2.2	2.1	1.9	9.8	10.2	10.3
<b>平均</b>																						
<b>中值</b>																						
<b>资源类</b>																						
日照港	600017.SS	4.30	买入	5.2	113	0.23	0.19	0.22	0.26	10.9	(18.2)	18.6	16.6	22.8	19.2	16.5	2.2	1.7	1.6	9.8	10.6	9.9
锦州港	600190.SS	4.61	未有评级	n.a.	72	0.11	0.17	0.16	0.17	(29.7)	53.5	(4.1)	6.6	27.4	28.6	26.8	1.9	1.8	1.7	5.9	6.3	6.2
唐山港	601000.SS	6.94	买入	8	69	0.32	0.34	0.35	0.47	52.4	8.8	0.4	36.2	20.2	20.1	14.7	2.0	1.7	1.5	13.1	9.6	10.9
<b>平均</b>																						
<b>中值</b>																						
<b>行业平均 (剔除整合类题材股)</b>														21.9	20.0	17.2	2.0	1.8	1.7	10.9	10.7	11.1
<b>行业中值 (剔除整合类题材股)</b>														20.3	18.4	15.4	2.1	1.8	1.6	9.8	9.9	10.1

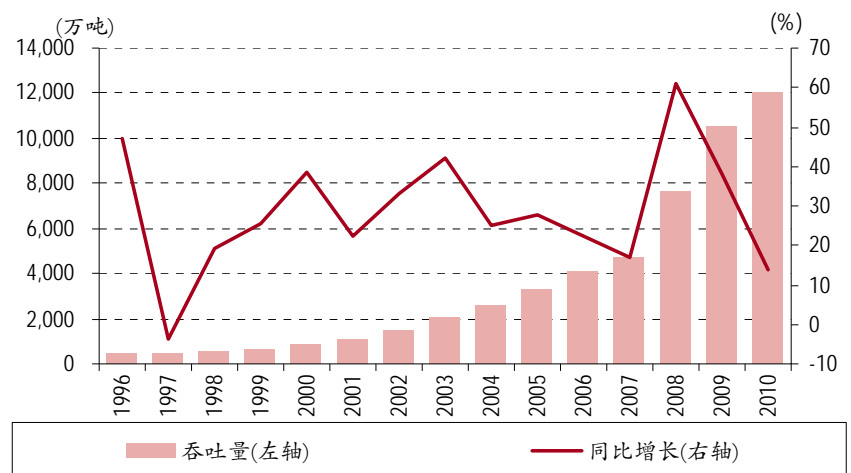
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

## 公司概况

公司位于唐山港京唐港区,在唐山市东南 80 公里处的唐山海港经济开发区境内,从事的主要业务为码头和其他港口设施经营、货物装卸和港口拖轮等业务。公司实际控制人为唐山市国资委,唐山港口实业集团有限公司持股 53.13%。

京唐港区 1989 年 8 月开工建设,1992 年被国务院批准为一类口岸。开港以来货运吞吐量呈现快速增长,是京津冀地区重要的出海口之一。2010 年京唐港区完成货物吞吐量 1.2 亿吨,同比增长 11.6%;其中公司完成 7,475.46 万吨,同比增长 11.67%,约占全港区运量的 63%。公司 2010 年完成钢材吞吐量 1,480.36 万吨,同比增长 20.8%,位居全国沿海港口第二位;在煤炭运输方面京唐港区也处于优势地位,为北煤南运起到了重要作用(2009 年在煤炭发运港口中排名第 4 位);2010 年进口焦煤运量 1,496 万吨,同比增长 35.26%,位居沿海港口第一位;公司进口铁矿石吞吐量在全国也排名居前。目前京唐港区船舶航线通达国、内外 120 多个港口,与 50 个国家和地区建立了业务往来。

图表 3. 唐山港京唐港区货物吞吐量增长



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 我国货物吞吐量前十大港口

排名 (亿吨)	2010年1-6月			2009年		2008年		2007年		2006年		
	港口	吞吐量	同比增长 (%)	港口	吞吐量	同比增长 (%)	港口	吞吐量	港口	吞吐量	港口	吞吐量
1	宁波—舟山	3.19	20.0	宁波—舟山	5.77	10.96	宁波—舟山	5.2	上海	4.92	上海	4.7
2	上海	2.80	20.4	上海	4.95	(2.56)	上海	5.08	宁波—舟山	4.73	宁波—舟山	4.24
3	天津	1.98	7.3	天津	3.81	7.02	天津	3.56	广州	3.43	广州	3.03
4	广州	1.94	11.5	广州	3.64	4.90	广州	3.47	天津	3.09	天津	2.58
5	青岛	1.71	8.8	青岛	3.15	5.00	青岛	3	青岛	2.65	青岛	2.24
6	大连	1.58	20.2	大连	2.72	7.94	秦皇岛	2.52	秦皇岛	2.49	秦皇岛	2.05
7	秦皇岛	1.33	13.2	秦皇岛	2.49	1.22	大连	2.46	大连	2.23	大连	2
8	唐山	1.17	50.0	苏州	2.46	16.59	深圳	2.11	深圳	2	深圳	1.76
9	营口	1.13	28.1	深圳	1.94	(4.43)	苏州	2.03	苏州	1.84	苏州	1.51
10	日照	1.12	25.1	日照	1.81	19.87	日照	1.51	日照	1.31	日照	1.1

资料来源：交通运输部，中银国际研究

## 建港自然条件优越，区位优势突出

### 建港自然条件优越，预留拓展空间大

岸线和陆域自然条件好。京唐港区水深条件好，-10米等深线距岸仅4.8公里，宜建港自然海岸线长达11公里，同时陆域广阔，近期规划港口面积30平方公里，均为盐碱荒滩，建港用地不用拆迁，后方陆域有100多平方公里开阔平坦的盐碱荒地可供开发利用，具有发展外向型临港工业的地域优势。

建港成本低。公司建港采用地连墙模式，在沿海陆域进行深挖，再连成港，基体稳固，建港成本在所有模式中最低，目前公司已经申请国家专利。同时，公司每3年请环测部门对内航道进行检测，小规模疏浚，对浅点航道进行清理，疏浚成本较低，由各泊位进行分摊。

预留拓展空间大。按照总体规划，京唐港区规划建设5个港池，可建100多个万吨级以上深水泊位，形成集装箱码头作业区、液体散货作业区、干散货作业区、杂货码头作业区、通用散杂货码头作业区、综合物流区等6大功能区和1个远景预留发展区。目前，港区已建成和在建30多个泊位，未来发展空间非常充裕。



图表 5.唐山海港开发区及京唐港区总体规划图



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 区位优势突出，服务于钢铁大省及煤炭运输通道

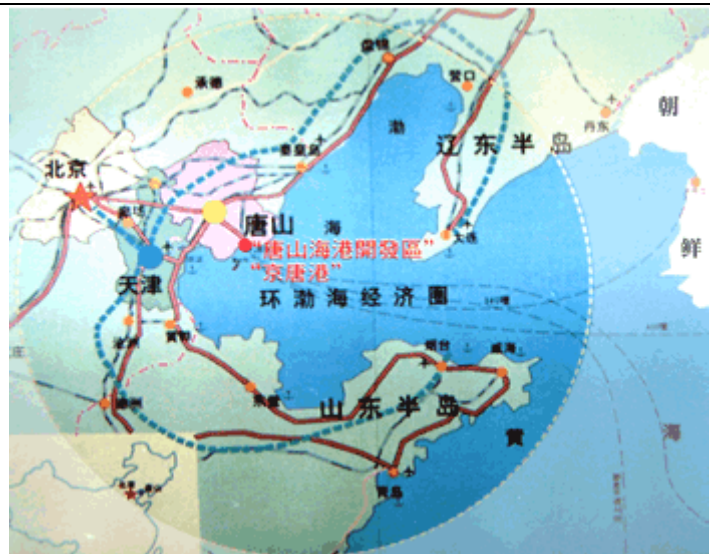
京唐港区之所以在开港后短短的 20 年间货运吞吐量增长迅猛，最重要原因是其区位优势突出，腹地经济发展对港口需求大。

公司的直接腹地河北省是钢铁大省，粗钢产量多年来居全国首位,2010 年产量达到 14,459 万吨,占全国粗钢产量的 23.1%,大于排名第二、第三的江苏和山东粗钢产量之和；唐山地区的钢铁产量则占到河北省的 60%以上。

近年来河北省致力于把沿海地区开发建设纳入国家区域发展总体战略，充分发挥沿海优势，大规模聚集生产要素，加快形成新的经济隆起带，加大沿海中心城市开发开放力度。唐山市则充分发挥省域中心城市优势，着力发展精品钢铁、装备制造、现代化工、港口物流、新型建材、滨海旅游、会展经济、总部经济、海洋经济等，打造综合性贸易大港和世界级精品钢铁基地，建设环渤海地区的新型工业化基地。京唐港区的发展对于河北省、唐山市“打造沿海经济隆起带，构筑区域发展新格局”、“生产力布局向沿海推进”，实现建设沿海经济强省的战略目标和促进腹地经济发展具有重要作用，两者相辅相成。

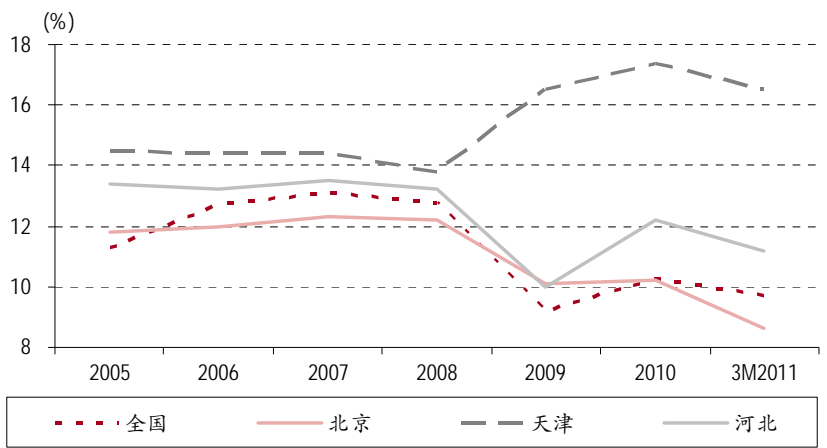
唐山海港经济开发区是1993年6月经河北省人民政府批准设立的省级经济开发区，从一片盐碱滩涂上起步，初步形成了以现代港口、临港工业、商贸物流为特色、以开放型经济为主体的现代化滨海新城。“十一五”期间，全区地区生产总值由20.2亿元增长到76亿元；规模以上工业增加值由6亿元增长到38亿元；财政收入由5.5亿元增长到16亿元。

图表 6.唐山港区位图



资料来源：公司材料

图表 7.唐山港腹地省份经济增长



资料来源：万得资讯，中银国际研究

京唐港还作为北方煤炭运输通道的重要组成部分。由于大秦线运能受到秦皇岛港接卸能力所限，因此2005年开工建设了迁曹铁路，该铁路自2006年底通车以来，年运煤炭已达到约1亿吨。迁曹铁路北起大秦铁路迁安北站，北端分别与大秦线、京秦线相连接，南端分别到达唐山港的曹妃甸港区、京唐港区。由北至南贯穿于迁安市、滦县、滦南县、唐海县、南堡盐场、曹妃甸工业区、乐亭县和海港开发区，为国家Ⅰ级双线重载电气化铁路，线路可运行2万吨重载列车，线路年运输能力最大可达2亿吨。

图表 8. 迁曹铁路示意图



资料来源：中银国际研究

### 集疏港条件好

京唐港区拥有非常良好的陆上集疏运条件，以公路和铁路集疏运为主。

公路交通方面。唐港、滦港、环渤海三条公路分别与 205、102、107 国道相连。从京唐港到北京、天津分别是 233 公里和 208 公里。

铁路通港方面。总长 77.3 公里、年运输能力 1,200 万吨的滦港铁路（滦县--京唐港）与国铁干线京山线、京秦线接轨，与京唐港铁路专用线衔接。

## 与周边港口相比各有优势

公司与唐山港曹妃甸港区在腹地方面有交叉重合部分，但是由于设施瓶颈所限，公司接收不了Cape级别的大船，包括秦皇岛港、唐山港曹妃甸港区、天津港、青岛港等在内的周边港口对公司的铁矿石流量均形成了较大的分流作用。

与公司距离最近的曹妃甸港区为深水港，拥有4个25万吨级泊位，主要以Cape型船为主，业主码头居多，同时其对天津港和秦皇岛港的流量也构成了一定的分流。

京唐港区的优势腹地为迁安、滦县、遵化等，且唐山港腹地的主要钢厂均在迁安地区。京唐港区附近近距离的周边钢铁企业较多，与曹妃甸港区相比，陆上运营距离短30-50公里，每吨货物可节省5元运费。曹妃甸港区的优势腹地为丰润区、遵化以及丰南区。

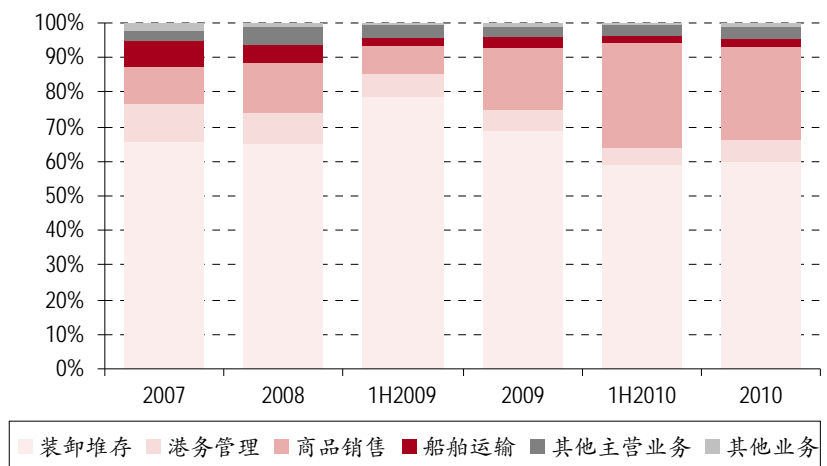
在已形成的自然分工的基础上，在公司两个25万吨级泊位投产后，我们预计公司的优势腹地将会迅速扩大，一些过去被周边港口分流的货源将调头回流走京唐港区。

## 主要业务板块和增长前景

### 公司主要业务板块和利润贡献点分析

公司主营业务主要由装卸堆存、港务管理、商品销售、船舶运输等构成，其中装卸堆存、港务管理和商品销售业务收入分别占到公司 2010 年业务收入的 60%、6.2%和 26.8%，合计达到 93%。

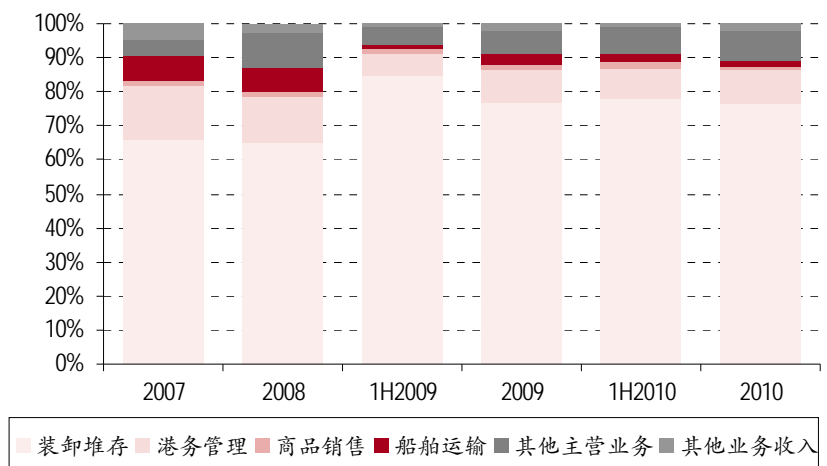
图表 9. 公司业务收入构成



资料来源：公司数据、中银国际研究

由于商品销售业务的毛利率一般低于 5%，因此，公司毛利润中占比最大的前三项是装卸堆存、港务管理和其他主营业务（主要是物流业务），分别贡献了 2010 年毛利润的 76.7%、9.9%和 8.8%，三项业务合计贡献利润 95.4%。

图表 10. 公司毛利润构成



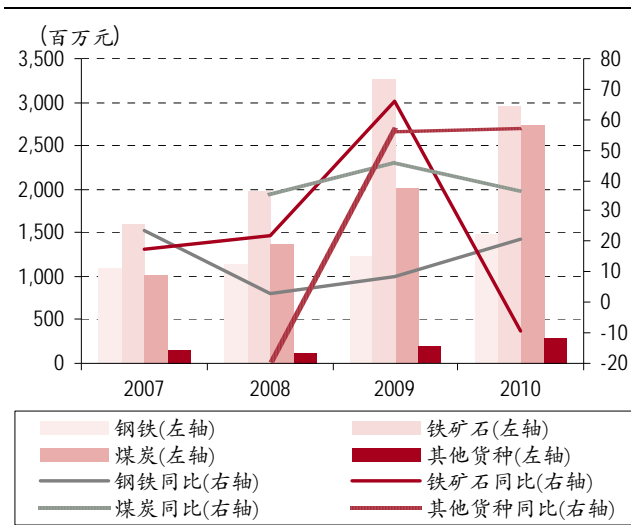
资料来源：公司数据、中银国际研究



装卸堆存业务 2010 年贡献了毛利润的 76.7%，主要由钢铁、铁矿石、煤炭和其他货种业务构成，2010 年公司共接卸 7674 吨货物，其中钢铁、铁矿石、煤炭和其他货物分别为 1,480、2,953、2,742 和 299 万吨，分别占比 19.8%、39.5%、36.7% 和 4%。

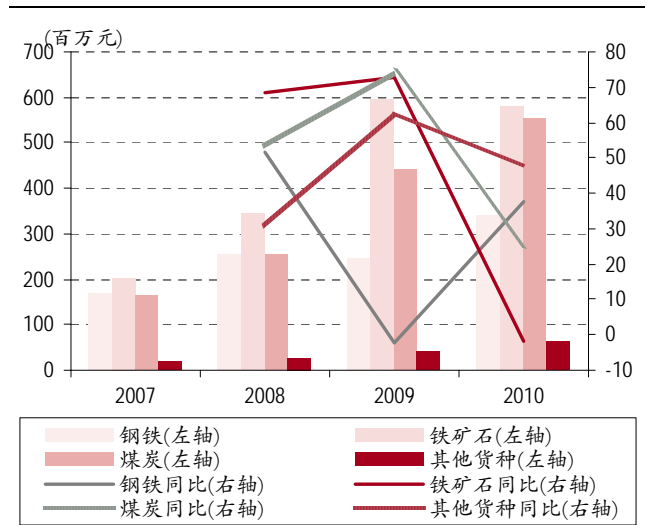
公司服务于钢铁大省和煤炭运输通道，货物吞吐量保持快速增长，2007-2010 年货物吞吐量复合增长率达到 24.4%。其中钢铁吞吐量的三年复合增速达到 10.4%，并呈现逐年放大的趋势；煤炭吞吐量的复合增速达到了 39.1%；其他货种的复合增速达到了 25.7%，同时近两年则保持了 50% 以上的高增长；铁矿石的运量在 2009 年大幅增长 66% 后，2010 年以来受到航道和码头设施瓶颈限制，部分货源被分流到周边港口，吞吐量同比下滑 9.5%，但三年复合增长率达到 22.4%。

图表 11. 公司装卸堆存业务分货种吞吐量构成和增长情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 12. 公司装卸堆存业务分货种收入和增长情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

### 铁矿石装卸堆存业务

如前所述，铁矿石装卸堆存收入占 2010 年公司装卸堆存收入的 37%，占公司营业收入的 22%。但是，由于公司港口航道水深和码头设施瓶颈所限，公司铁矿石运量在 2009 年达到增长顶峰后，被其他港口分流的影响开始加大，2010 年同比下降 9.5%。

### **共用航道将扩建到 20 万吨级通航能力**

京唐港区原航道为 7 万吨级，2010 年 2 月，京唐港区 10 万吨级航道通过验收投入使用，提升了港区的通航能力，可满足 10 万吨船舶单向、1 万吨以下船舶双向通航。但是由于航道能力不足，使港口只能接纳巴拿马及以下级别的船型，致使许多需求、特别是铁矿石的需求得不到满足，从而转道其他港口。根据测算，京唐港区接卸能力利用率超过 200%，每天压港船舶达 60 艘左右。

目前，京唐港区共用航道正在由公司的控股股东代行政政府职能投资扩建，预计到 2011 年 6 月，将达到 20 万吨级的通航能力，乘潮可进 25 万吨级的船舶，为第四港池的两个 25 万吨级泊位服务。

### **收购 25 万吨级泊位，铁矿石瓶颈即将打开**

公司目前拥有 2 个专业化矿石泊位，年通过能力 1,700 万吨，2011 年堆场码头以及卸船机使用后，预计最大通过能力可达到 3,800 万吨。而 2010 年公司实际接卸 2,953.7 万吨铁矿石，设施利用率达到 174%，现有矿石接卸能力提升裕度已非常有限。

公司拟在年内非公开发行数量不超过 13,500 万股、发行价格不低于 6.63 元/股，拟用募集资金收购控股股东唐港实业持有的首钢码头公司出资额，并向首钢码头增资。首钢码头公司主要负责京唐港第四港池矿石、原辅料及成品泊位工程项目筹建，首钢总公司和唐山首钢宝业钢铁有限公司分别持有 35% 和 5% 的股权。这两个泊位的设计吞吐能力将达到 3,500 万吨，将解决公司缺乏大型专业化矿石泊位、码头装卸能力紧张的局面，使公司的核心竞争力得到提升，同时也避免了与控股股东之间可能形成的同业竞争。

首钢码头公司目前尚未开展生产经营活动，两个 25 万吨铁矿石码头预计今年 9 月份开始试运营，试运营期间将享受国家重点公共设施项目所得税“三免三减半”的优惠，同时，在试运营期间免交港建费（7 元/吨）。

### **腹地钢铁产业对公司铁矿石和钢材需求大**

以唐山钢铁集团作为基础的河北钢铁集团，正在全力推进钢铁主业由“粗加工向精加工、由低端产品向高端产品、由内地布局向沿海布局、由分散发展向集中发展”的四大转变，全力建设我国最大、最具竞争力的“优质建材、钒钛制品和精品板材”三大基地。我们认为，京唐港区将更多地服务于河北钢铁集团的铁矿石和钢材等货物通道。

基于河北省产业布局，京唐港区腹地钢铁产能将继续扩张，我们预计 2012 年前将有 1,000 万吨产能的增量。同时，公司 25 万吨码头投产后，周边港口的矿石将会出现回流效应，我们粗略估算，将有 2000 万吨运量有望回流到京唐港。

我们预计，在收购两个 25 万吨级铁矿石码头并于 9 月份开始试运营后，公司铁矿石 2011 年将实现 700 万吨增量，2012 年将再实现 2,500 万吨的增量，2011 年同比增长 25%，2012 年同比增长 70%。

### 钢铁装卸堆存业务

直接经济腹地唐山市有大量钢铁外运需求，2009 年公司钢铁下水量 71% 来自唐山市经济腹地。2009 年河北省钢材产量 1.51 亿吨，其中唐山市 7,064 万吨，占到河北省的 47%。2010 年唐山市钢材产量达到 9,500 万吨以上。过去受京唐港区吞吐能力不足等因素的影响，唐山地区钢材一部分流向天津港等其他周边港口。

目前公司钢材泊位有 4 个，设计能力为 600 万吨，而 2010 年公司钢材吞吐量已达到 1,480 万吨，设施利用率已达到 240% 左右。公司 IPO 募投项目中包含的 20-22# 泊位是通用杂货泊位，码头结构按照远期可停靠 10 万吨级船舶预留，码头前沿水深 -16.0 米，泊位吨级大，停靠船型大，专业化程度高。堆场区面积约 80.8 万平方米，运输通畅，铁路和高速公路直达港区。近期的货种以钢铁类件杂货为主，年设计通过能力 560 万吨，2010 年投产后已实现吞吐量 594 万吨，达到当年投产、当年贡献利润的预期目标。

另外，公司采用班轮作为优势，吸引货源；且在丰南区等地设立场站，依靠集装箱优势吸附大量货源，此举可使每月钢材量增加 5 万吨左右。

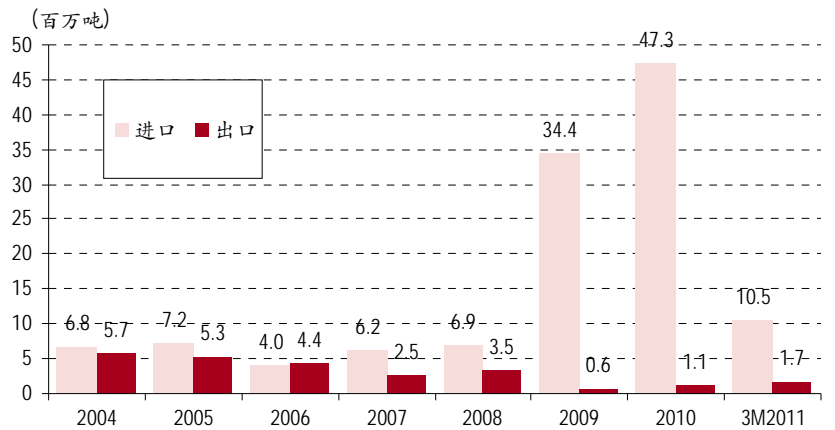
我们预计，随着唐山港腹地钢铁行业的不断演进，公司未来钢材吞吐量仍将保持 15% 左右的快速增长。

## 煤炭装卸堆存业务——焦煤进口第一大港

京唐港是北方沿海 7 个主要煤炭下水港之一，煤源来自直接腹地唐山市和间接腹地山西、内蒙古以及陕西、宁夏等。公司作为北煤南运通道的组成部分，煤炭接卸堆存业务增速迅猛，2007-2010 年煤炭吞吐量复合增长率达到 39.1%。

自 2009 年开始，我国焦煤进口量出现急剧上升，比 2008 年增长了 4 倍左右，2010 年又实现同比增长 37.5%，在此高基数基础上，2011 年 1-3 月份同比略下降 3.5%。随着国际焦煤价格回落，未来有望重拾增长。

图表 13. 我国焦煤进出口情况



资料来源：中银国际研究

公司 2009 年完成进口焦煤 1,106 万吨，占到了全国焦煤进口总量的 32.2%，成为焦煤进口第一大港。2010 年公司进口焦煤 1,496 万吨，同比增长 35.26%，仍延续了沿海港口第一的趋势。

公司正在建设的焦煤配运中心，2010 年底已开始平整土地，我们预计将于 2011 年中投产，设计吞吐能力为 2,000 多万吨，将对公司未来的焦煤接卸业务起到较大的促进作用。

我们预计公司未来煤炭吞吐量增速在 10% 左右。

## 其他货种

公司其他货种吞吐量的占比虽然不大，但运量增速也非常快。我们预计其他货种 2011 年将保持 10% 左右的增长。

## 实施物流竞争理念，助推港航主业发展

公司的经营理念正在从港口装卸业务向物流业务转变，由下属子公司承担各方面的物流职能，包括仓储、保税、发运、代采购、船舶运输等业务。公司的物流业务毛利润率很高，几乎都在 70% 以上，既对公司港航主业提供了支撑作用，同时也实现了很高的经济效益，物流已成为公司业绩增长的一个亮点，我们估计 2011 年公司的 3 家物流子公司的净利润将实现 50% 以上的增长。

同时，公司积极推动八大平台体系的建设，这些举措将为公司港航主业的发展提供支撑。主要包括：1. 钢材交易平台，以后还将逐步扩展到铁矿石和煤炭交易领域；2. 融资监管平台，协助银行监管，并帮助货主从银行贷款进行周转；3. 场站建设，以吸引货源，为客户提供增值服务。其他还有关税代理、托盘、代采购和拆船业务等。



## 盈利预测与主要假设

综合前述对主要货种的分析，我们对公司货物吞吐量增长假设见下表。我们预计公司 2010-2013 年货物吞吐量复合增长率将达到 20%。

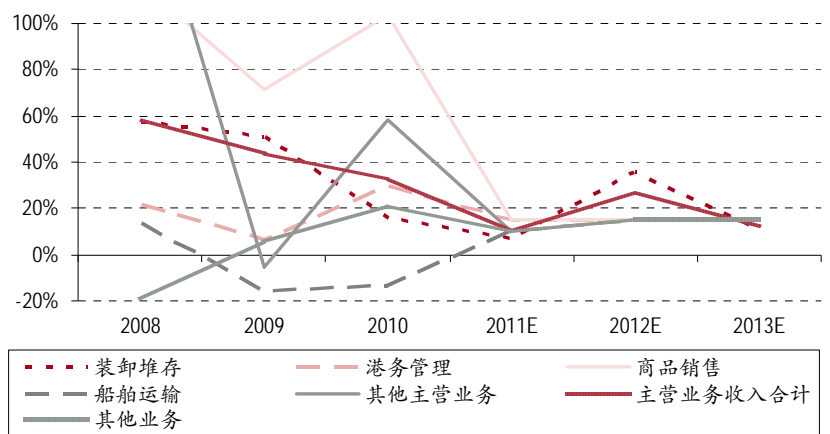
图表 14. 公司货物吞吐量增长预测

货物吞吐量(万吨)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
钢铁	1,101.14	1,132.24	1,225.86	1,480.36	1,658.00	1,906.70	2,192.71
铁矿石	1,611.74	1,968.74	3,265.14	2,953.70	3,692.13	6,276.61	6,904.27
煤炭	1,019.17	1,377.72	2,013.40	2,742.33	2,879.45	3,167.39	3,484.13
其他货种	150.54	122.01	190.11	299.07	328.98	361.87	398.06
合计	3,882.58	4,600.71	6,694.51	7,475.46	8,558.55	11,712.58	12,979.18
货物吞吐量同比增长(%)							
钢铁		2.82	8.27	20.76	12.00	15.00	15.00
铁矿石		22.15	65.85	(9.54)	25.00	70.00	10.00
煤炭		35.18	46.14	36.20	5.00	10.00	10.00
其他货种		(18.95)	55.82	57.31	10.00	10.00	10.00
合计		18.50	45.51	11.67	14.49	36.85	10.81

资料来源：公司数据，中银国际研究

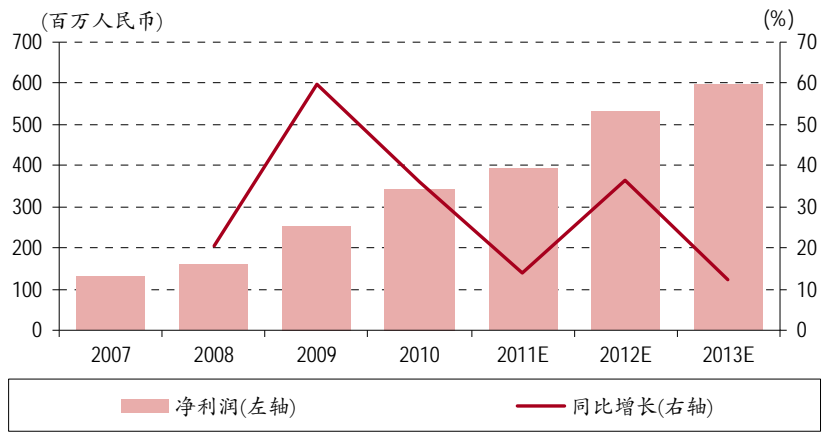
公司 2010-2013 年业务收入复合增长率将达到 16%，净利润复合增长率将达到 20%，考虑到增发摊薄的影响，每股收益复合增长率为 15.3%。

图表 15. 公司业务收入增长预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 16. 公司净利润增长预测



资料来源：公司数据、中银国际研究

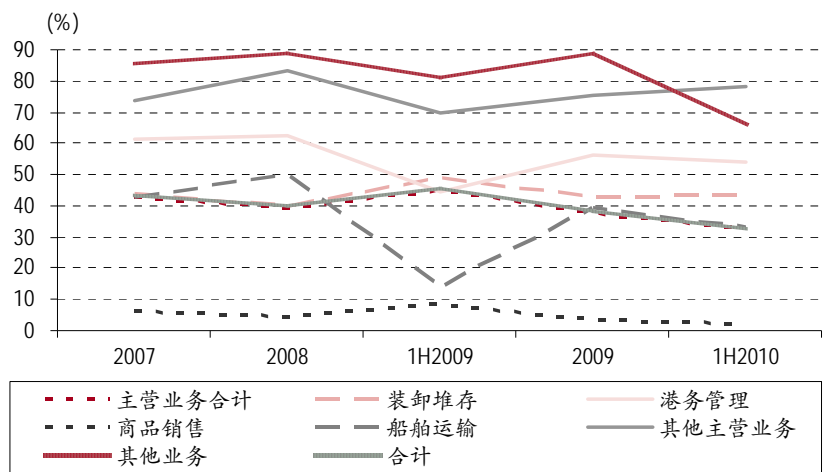
## 其他因素分析

### 外包作业模式提升公司营业利润率

公司的装卸业务毛利润率和劳动生产率在沿海港口中处于较高水平，一是源于公司建港成本较低，二是源于公司在堆存运输等后场作业方面采用了外包模式。

首创后场外包作业模式。公司只负责港口装卸业务及其相关配套设施业务，而后续的堆存等后场作业从2003年就已经拍卖给协力单位承担，港区内的场地倒运、集疏港装卸车等辅助作业均外包给协力单位完成，包括流动机械队、倒运车队、人力队等，公司按作业量和作业单价向协力单位支付费用。这样做的效果，一是减少了公司因经营规模扩大带来的人工成本增加，二是减少了设备更新再投入的资金成本。公司对协力作业单位采取相关的约束监管措施和绩效考核，提高了作业效率，提升了服务质量，形成了经营模式的创新。成本中人工成本占比不到20%，折旧占比15%，外包服务劳务费（包括倒运费和劳务费）占比25%。根据我们的估算，由于采用外包服务，2009年公司节约成本在5,000万元以上。

图表 17. 公司分业务毛利润率情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

## 装卸费率相对低廉，未来有一定提升空间

公司由于自身成本较低，盈利空间有保障，同时由于缺乏大泊位，目前进不了Cape型船，竞争能力相对较弱，因此公司在定价方面处于相对劣势。公司外贸铁矿石接卸价格约为27元/吨，较周边港口低2-7元左右。我们认为，在建成25万吨级泊位后，公司综合竞争力得到提升，公司的装卸费率将有一定提升空间。

## 非公开发行有利公司长远发展

公司拟以评估值55,075.58万元作为定价基准，收购控股股东唐山实业持有的首钢码头公司48,037.80万元出资额（占首钢码头公司注册资本的60%），以及按国有资产监督管理部门核准的每份出资额1元的价格向首钢码头公司增资，增加其注册资本31,946.10万元，首钢码头公司将该部分资金投入“唐山港京唐港区第四港池20万吨级内航道工程”建设项目。两项合计拟募集资金金额为87,021.68万元。

公司期望在矿石泊位具备试运营能力之前完成收购计划，如按计划实施，则矿石泊位将在今年9月开始产生效益。但是短期来看，由于产能将在2012年才能充分体现，我们预计2011年公司净利润将同比增长14%左右，但由于股份增加的摊薄效应，全面摊薄每股收益将基本维持2010年的水平。非公开增发收购项目对公司每股收益的贡献将从2012年起全面显现，并对公司长远发展奠定基础。

图表 18. 发行前后公司股份变化

非公开发行前			非公开发行后			
股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	备注
唐山港口实业集团有限公司	531,280,000	53.13	唐山港口实业集团有限公司	531,280,000	46.81	不低于
河北建投交通投资有限责任公司	114,120,000	11.41	河北建投交通投资有限责任公司	114,120,000	10.05	不低于
北京京泰投资管理中心	100,000,000	10.00	北京京泰投资管理中心	100,000,000	8.81	不低于
国富投资公司	18,841,000	1.88	国富投资公司	18,841,000	1.66	不低于
唐山建设投资有限责任公司	18,720,000	1.87	唐山建设投资有限责任公司	18,720,000	1.65	不低于
国投交通公司	17,040,000	1.70	国投交通公司	17,040,000	1.50	不低于
其他社会公众股	199,999,000	20.01	其他社会公众股	334,999,000	29.52	不超过
<b>合计</b>	<b>1,000,000,000</b>	<b>100.00</b>	<b>合计</b>	<b>1,135,000,000</b>	<b>100.00</b>	<b>不超过</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 投资风险

### 来自周边港口的竞争和分流

环渤海湾港口分布密集，竞争较为激烈，可能影响公司先前被分流的货源调头回流，从而对公司新建和/或收购的码头设施产能利用率有负面影响。

### 宏观及腹地经济发展波动

港口吞吐量与宏观经济情况及腹地经济发展的关联度高，未来国内外宏观经济波动、河北沿海经济带建设发展情况、节能减排对腹地产业结构调整的因素等都有可能对公司吞吐量构成影响。



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,930	2,557	2,812	3,572	4,015
销售成本	(1,192)	(1,703)	(1,913)	(2,377)	(2,665)
经营费用	(70)	(52)	67	61	92
息税折旧前利润	667	802	966	1,256	1,442
折旧及摊销	(217)	(258)	(404)	(489)	(574)
经营利润(息税前利润)	450	544	562	766	868
净利息收入(费用)	(76)	(68)	(44)	(38)	(48)
其他收益/(损失)	7	24	32	21	20
税前利润	381	499	550	749	840
所得税	(109)	(136)	(137)	(187)	(210)
少数股东权益	(20)	(19)	(21)	(28)	(32)
净利润	253	344	392	534	599
核心净利润	253	344	392	534	600
每股收益(人民币)	0.316	0.344	0.345	0.471	0.528
核心每股收益(人民币)	0.316	0.344	0.345	0.471	0.529
每股股息(人民币)	0.209	0.120	0.055	0.074	0.083
收入增长(%)	n.a.	32	10	27	12
息税前利润增长(%)	n.a.	21	3	36	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	20	21	30	15
每股收益增长(%)	n.a.	9	0	36	12
核心每股收益增长(%)	n.a.	9	0	36	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	220	865	1,012	657	602
应收帐款	277	128	130	165	185
库存	88	8	14	18	20
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	585	1,001	1,157	840	807
固定资产	3,096	3,352	4,500	5,564	6,543
无形资产	547	588	535	483	430
其他长期资产	216	244	244	244	244
长期资产总计	3,859	4,184	5,279	6,290	7,216
总资产	4,443	5,185	6,436	7,130	8,023
应付帐款	803	655	719	913	1,026
短期债务	107	0	0	0	234
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	909	655	719	913	1,260
长期借款	1,378	629	629	629	629
其他长期负债	151	152	152	152	152
股本	800	1,000	1,135	1,135	1,135
储备	948	2,490	3,522	3,994	4,509
股东权益	1,748	3,490	4,657	5,129	5,644
少数股东权益	257	258	279	307	339
总负债及权益	4,443	5,185	6,436	7,130	8,023
每股帐面价值(人民币)	2.18	3.49	4.10	4.52	4.97
每股有形资产(人民币)	1.50	2.90	3.63	4.09	4.59
每股净负债/(现金)(人民币)	1.58	(0.24)	(0.34)	(0.03)	0.23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	381	499	550	749	840
折旧与摊销	217	258	404	489	574
净利息费用	76	68	44	38	48
运营资本变动	(95)	18	55	155	91
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(132)	(148)	(169)	(208)	(229)
经营活动产生的现金流	448	695	884	1,224	1,323
购买固定资产净值	(356)	(504)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	(1)	(23)	1	2	2
其他投资现金流	0	2	0	0	0
投资活动产生的现金流	(357)	(524)	(1,499)	(1,498)	(1,498)
净增权益	0	1,606	895	0	0
净增债务	(30)	(856)	0	0	234
支付股息	(186)	(280)	(133)	(81)	(114)
其他融资现金流	0	3	0	0	0
融资活动产生的现金流	(216)	474	762	(81)	120
现金变动	(125)	645	147	(355)	(55)
期初现金	345	220	865	1,012	657
公司自由现金流	91	171	(614)	(274)	(175)
权益自由现金流	61	(684)	(614)	(274)	59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	34.6	31.4	34.4	35.2	35.9
息税前利润率(%)	23.3	21.3	20.0	21.5	21.6
税前利润率(%)	19.8	19.5	19.6	21.0	20.9
净利率(%)	13.1	13.5	13.9	15.0	14.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	1.5	1.6	0.9	0.6
利息覆盖率(倍)	6.4	8.9	19.7	26.8	22.2
净权益负债率(%)	63.1	净现金	净现金	净现金	4.4
速动比率(倍)	0.5	1.5	1.6	0.9	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	22.1	20.4	20.2	14.7	13.3
核心业务市盈率(倍)	21.9	20.2	20.1	14.7	13.1
目标价对应核心业务	25.3	23.3	23.2	17.0	15.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.2	2.0	1.7	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	12.4	10.0	8.9	6.4	6.0
企业价值/息税折旧前	10.4	8.4	7.8	6.3	5.7
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	13.5	10.3	2.1	2.5	2.6
应收帐款周转天数	26.2	28.9	16.8	15.1	15.9
应付帐款周转天数	75.9	104.0	89.2	83.4	88.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	66.2	34.9	15.8	15.8	15.8
净资产收益率(%)	28.9	13.1	9.6	10.9	11.1
资产收益率(%)	14.5	8.2	7.3	8.5	8.6
已运用资本收益率(%)	25.5	13.6	11.0	13.0	13.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

- 宁波港(601018.SS/人民币 3.09, 买入)  
日照港 (000017.SZ/人民币 4.30, 买入)  
天津港 (600717.SS/人民币 8.42, 持有)  
深赤湾 A (000022.SZ/人民币 14.18, 买入)  
大连港 (601880.SH/人民币 3.74, 买入)  
盐田港 (000088.SZ/人民币 7.68, 未有评级)  
上港集团 (600018.SS/人民币 3.93, 未有评级)  
锦州港 (600190.SS/人民币 4.61, 未有评级)  
营口港 (600317.SS/人民币 5.80, 未有评级)  
连云港 (601008.SS/人民币 8.57, 未有评级)

以 2011 年 6 月 8 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10%区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与宁波港存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构:

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371