

打开产能瓶颈，业绩增长可期

唐山港（601000）动态点评

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2011年7月15日

投资要点：

- ◆ **1、募投项目助力铁矿石业务，完善港区发展。**公司目前正在进行非公开增发事宜。本次非公开发行股票计划募集资金（扣除发行费用后）不超过87,021.68万元，其中55,075.58万元用以收购唐山港实业持有的首钢码头公司60%的股权；另外31,946.10万元用以向首钢码头公司增资。
- ◆ 首钢码头公司正在建设两个项目：一是2个20万吨级的专业化矿石码头；另一个是第四港池由原10万吨级内航道扩建至20万吨级。预计该项目将于今年9月份投入运行。届时公司将拥有大型的专业化矿石泊位。
- ◆ 公司原来泊位等级偏低，产能受限，船舶压港严重。该项目投产有利于做大做强公司主业，增强公司的盈利能力，进一步提升公司泊位等级和吞吐能力，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，强化公司的核心竞争力。
- ◆ **2、募投项目完成后将上调装卸费率，享受政策优惠。**目前公司装卸费率低于周边的曹妃甸港、天津港，京唐港铁矿石装卸包干费25.1元/吨、曹妃甸27.3元/吨、天津港30元/吨，钢材装卸费率京唐港区和曹妃甸港区均为40元/吨，天津港48元/吨。未来20万吨级航道竣工和20万吨级码头投产后，公司铁矿石装卸费率预计提价2元/吨，即从25.1元/吨提升至27.1元/吨。提价后仍低于其他散杂货港口，具备竞争优势。
- ◆ 募投项目建成投产后开始享受“三免三减半”的企业所得税优惠政策。预计这项优惠在2011-13年可为公司分别带来810万、6500万、1.1亿的净利润增长，对应增厚EPS0.007元、0.057元、0.097元。
- ◆ 募投项目从2011年四季度开始可以贡献业绩，预计2011年四季度贡献0.19亿，2012-2013年分别可以贡献1.57亿、2.64亿，可增厚EPS0.14元和0.23元。

俞春燕

SAC 执业证书编号：

S0340511010001

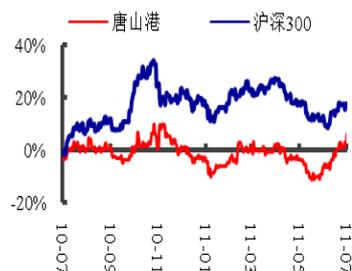
电话：0769-22119410

邮箱：ycy@dgzq.com.cn

主要数据 2011年7月15日

收盘价(元)	8.06
总市值(亿元)	80.6
总股本(百万股)	1000
流通股本(百万股)	450
ROE(TTM)	10.2%
12月最高价(元)	8.88
12月最低价(元)	6.77

股价走势



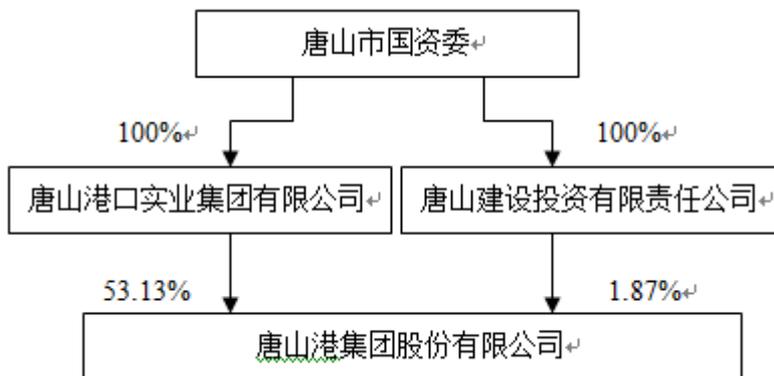
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

3、公司基本情况介绍

公司的实际控制人是唐山市国资委，通过唐山港口实业集团有限公司和唐山建设投资有限责任公司控股唐山港集团股份有限公司 55%的股权，其中唐山港口实业集团有限公司持股 53.13%。

图 1：唐山港主要股权结构图

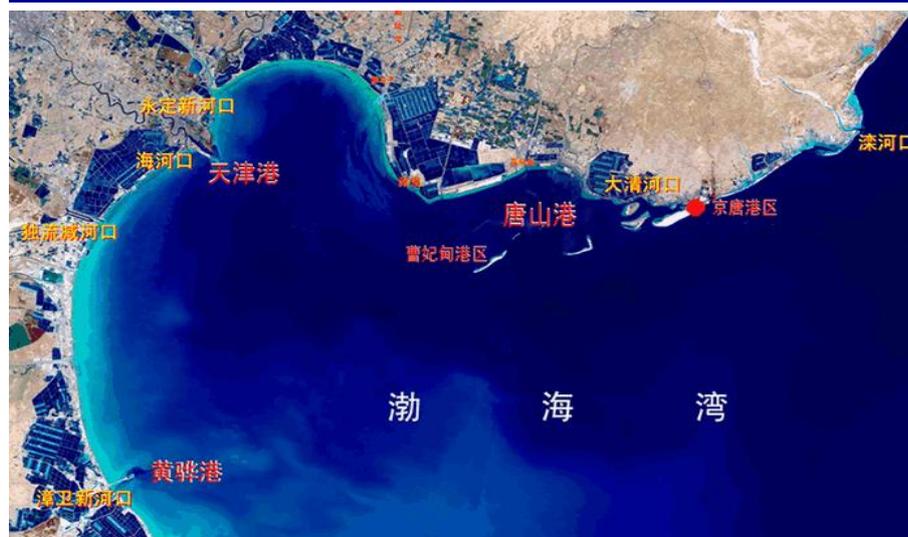


资料来源：东莞证券研究所，公司公告

唐山港京唐港区位于渤海湾北岸，与公司竞争的临近港口主要是天津港、秦皇岛港及唐山港曹妃甸港区。

天津港位于京唐港区西部 70 海里处，是我国北方的传统大型港口，运输货种主要为集装箱、原油及制品、铁矿石、煤炭。秦皇岛港位于京唐港区以东 64 海里处，是我国北煤南运的主枢纽港，最大的能源输出港，运输货种以煤炭为主。唐山港曹妃甸港区位于京唐港区以西 30 海里处，规划设计的主要货种为铁矿石、煤炭、原油、件杂货等。

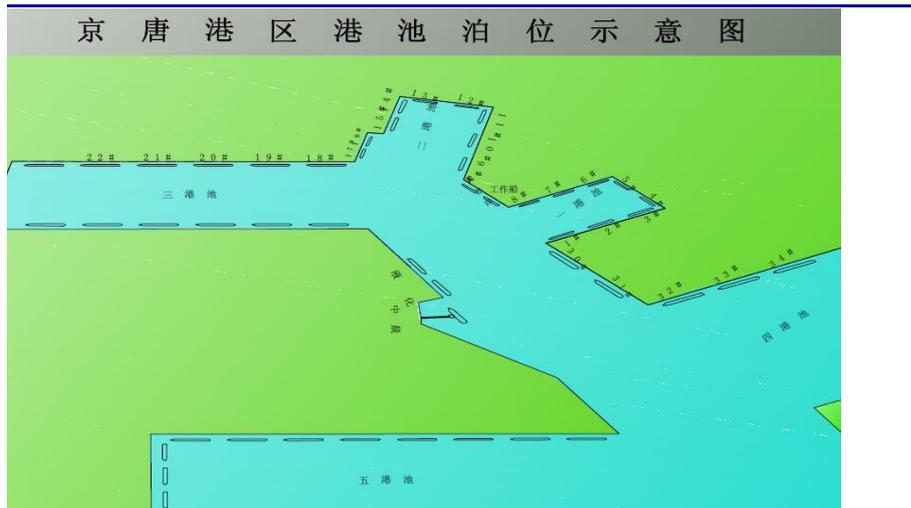
图 2：唐山港地理位置



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

京唐港区主要分为五大港池。目前已建成第一、第二港池全部和第三、第四港池部分泊位。

图 3：京唐港区港池泊位示意图



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

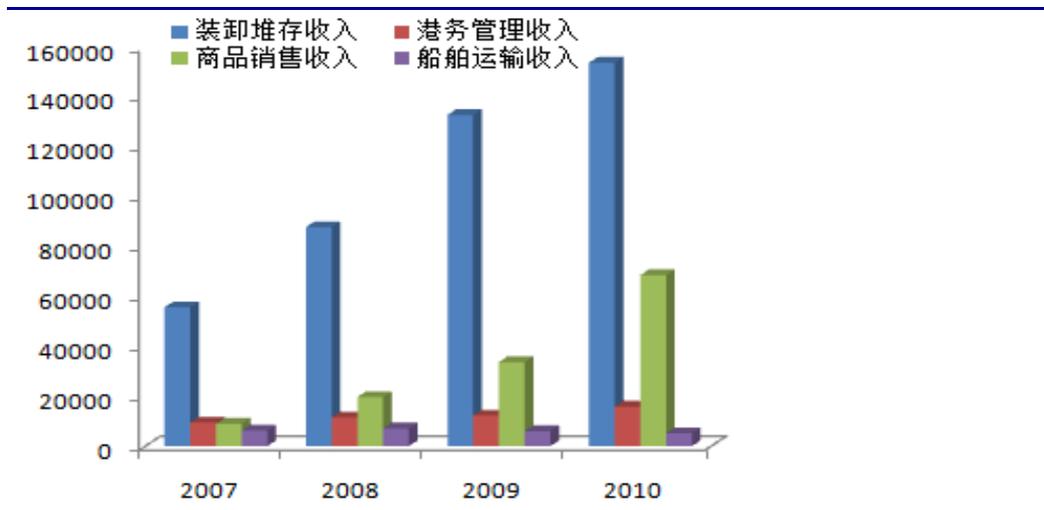
4、公司的主营业务实现快速增长。公司的主要经营货种为煤炭、铁矿石和钢铁，占公司总吞吐量的90%以上。2010年公司完成货物吞吐量7475.46万吨，同比增长11.66%；其中煤炭运量2742.33万吨，同比增长36.2%；钢材运量1480.36万吨，同比增长20.76%；铁矿石运量2953.7万吨，同比下降9.53%。

2010年公司实现营业收入25.6亿元，同比增长32%；营业成本17亿元，同比增长43%；归属于母公司股东的净利润为3.44亿元，同比增长36%。去年公司营业收入增长幅度较大主要是由于20-22#泊位建成使用，吞吐能力增加致装卸堆存及港务管理收入增加。2008-2010三年间，公司货物吞吐量实现复合增长25.23%，净利润复合增长38.71%。

公司的主营业务收入包括装卸堆存收入、商品销售收入、港务管理收入和船舶运输收入。其中装卸堆存收入和商品销售收入占营业总收入的80%以上，且这两项业务逐年增长较为明显，港务管理收入稳定，而船舶运输收入则逐年递减。

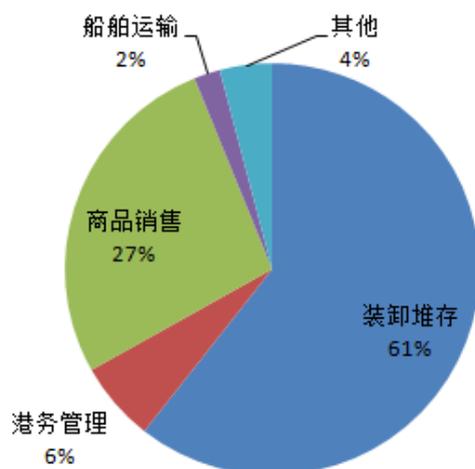
其中，装卸堆存业务对公司的毛利贡献最大，占比78%，其次是港务管理，而商品销售虽然收入占比较大，但对毛利的贡献较小。

图 4：主营业务收入及构成变化趋势图



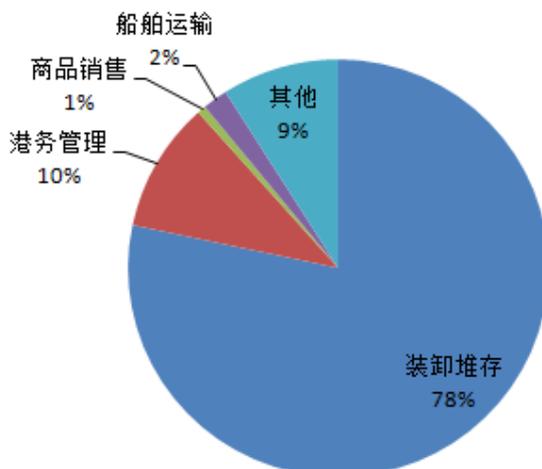
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 5：2010 年营业收入占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 6：2010 年业务毛利占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司的毛利率水平在全国散杂货港口中是最高的，主要是源于公司独特的外包作业模式带来的成本降低。这种外包作业模式是指公司将部分辅助业务外包给协力作业单位。公司按照不同货种和作业工艺制订了作业单价，严格按作业单价付费。

此外，公司还致力于建设海陆双向物流网络。公司的港口物流在 2010 年获得净利 4800 万。公司将延伸物流服务职能，积极介入上下游产业链，促进主业发展，促进物流业成为未来利润增长点。

5、三个层次腹地保障公司充足货源

第一层次，临港产业带：绝对垄断腹地，独立临港产业带。唐山市“四点一带”形成京唐港区的临港产业带，其发展可以给唐山港的货源提供保障。其中，“四点”指曹妃甸新区、乐亭新区、丰南沿海工业区和芦汉经济技术开发区。“一带”指贯通“四点”形成的沿海交通、经济走廊。尤其乐亭新区的临港产业带对京唐港区依赖性很高，为京唐港的快速成长奠定了货源基础。

图 7：唐山市“四点一带”



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

第二层次，唐山市：相对垄断腹地，直接腹地。唐山市是重工业基地。河北省是中国钢铁产量第一大省，其中唐山地区的钢铁产量达到河北省的 50%左右。唐山市的耗电量非常大，据公司了解，唐山市用电量已排在全国地级市的第 4 位，对电煤的需求非常大。其中，京唐港又辐射唐山地区 65%以上的钢铁、煤化工企业。

第三层次，延伸辐射腹地中西部地区。华北、西北、东北地区是唐山港的间接经济腹地。目前新疆哈密到内蒙正在建一条铁路，铁路建成后，西部地区原本通往连云港的货源有望将转向唐山港。

路网发达便捷，公司集疏运条件优越。集疏港能力是大宗散杂货港口企业竞争力的重要体现。京唐港是全国集疏港条件最好的港口之一。长 80 公里的唐港高速公路与津唐高速公路、京沈高速公路在唐山境内汇成“X+0”型的高速公路网，与大秦铁路也紧密相连，为进出库货物的运输创造了极为便利的条件。

6、公司主营货种增长空间大

6.1 铁矿石：产能瓶颈打开，货源回流确定。进口矿石原产地主要包括南非、南美、澳洲、印度等地。由于运输距离远，从成本角度考虑，进口铁矿石适宜大型船舶运输，一般在 20 万吨级以上。由于之前京唐港区没有接卸 20 万吨以上船只的能力，因此临港工业区内钢厂只能在秦皇岛、天津港、曹妃甸港接卸上岸再通过公路转运。

本次募投项目设计的铁矿石年吞吐能力将达到 3500 万吨，而实在可容纳 5000 万吨的吞吐量。募投项目建成后，预测将有 3600 万吨的回流量。其中外阜地区钢厂回流 600 万吨；首钢、唐钢回流 500 万吨；优势腹地钢厂从天津港、秦皇岛港、曹妃甸港回流 2500 万吨。

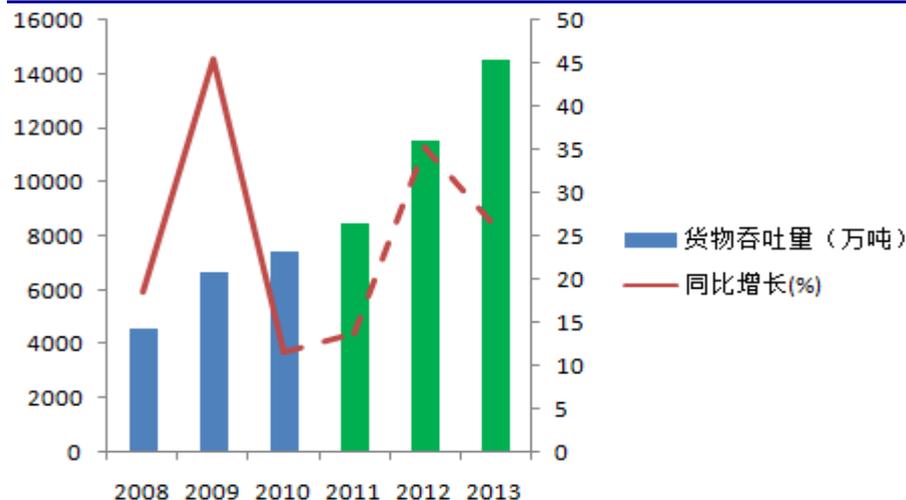
6.2 钢铁：腹地有力支持，具有垄断地位。公司拥有国内密度最大的班轮网络，去年公司的钢材运量位居全国沿海港口第二位。随着唐山市“四点一带”、“退二进三”产业链（“退二进三”指在产业结构调整中，缩小第二产业，发展第三产业，钢铁企业从市区向沿海集中。）的全面推进与实施，钢铁基地的建设对京唐港区的依赖性逐年增加，对港区铁矿石吞吐能力的需求将逐年增加。

6.3 煤炭：进口焦煤保持第一，下水煤炭前景广阔。京唐港作为北煤南运的重点港口之一，担负着向东南沿海各电厂运输电煤的主要任务。京唐港区在煤炭发运港口中排名第 4 位，其中进口焦煤居全国沿海港口第一位。公司是拥有沿海最大堆存能力的港口。煤炭运输采用最先进的铁路装车设备，有保税仓储。今年上半年受益电煤需求旺盛，京唐港区二季度煤炭吞吐量快速增长，业绩确定性高。

正在建设的蒙冀铁路预计在 2014 年通车，该铁路货运主要通往曹妃甸港区，由于秦皇岛港已基本达饱和状态，届时大秦线将置换出 2 亿吨的运量主要集中在京唐港区下水。预测 2013 年唐山港的 5 个专业化煤炭泊位有望增加 5000 万吨运量。

预计 2011-2013 年公司货物吞吐量能实现 8500 万吨、1.15 亿吨和 1.45 亿吨，三年复合增长率为 24.72%。

图 8：未来 3 年唐山港货物吞吐量增长态势预测



资料来源：东莞证券研究所

7、公司估值处于同行最底端，首次给予“谨慎推荐”评级。预计公司 2011-13 年，营业收入分别达到 27.6 亿、36.4 亿、42.9 亿，复合增长率为 18.78%；净利润分别达到 4.4 亿、6.3 亿、8.8 亿，复合增长率为 37.3%；全面摊薄后每股收益分别为 0.38 元、0.56 元和 0.78 元，对应目前股价的市盈率分别约为 21 倍、14 倍和 10 倍。公司估值处于散杂货港口的最低估值水平，估值优势明显。鉴于公司未来 3 年将处于快速增长期，公司还考虑在未来适时收购控股股东和京唐港区的优质资产，并将实现整体上市作为重点目标之一，我们首次给予公司“谨慎推荐”评级。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2556.88	2756.32	3638.34	4289.60
营业总成本	2068.76	2156.43	2782.26	3098.19
营业成本	1703.04	1791.61	2310.34	2543.73
营业税金及附加	70.90	77.18	101.87	120.11
销售费用	4.81	5.51	7.28	8.58
管理费用	234.44	253.58	334.73	394.64
财务费用	53.97	28.56	28.04	31.13
资产减值损失	1.60	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	7.26	7.26	7.26	7.26
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.26	7.26	7.26	7.26
其中 对联营和合营投资收益	1.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	495.38	607.14	863.33	1198.67
加 营业外收入	8.48	4.00	4.00	4.00
减 营业外支出	4.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	499.18	611.14	867.33	1202.67
减 所得税	135.83	150.77	200.61	273.13
净利润	363.35	460.37	666.72	929.54
减 少数股东损益	19.42	24.45	34.69	48.11
归属于母公司净利润	343.93	435.93	632.03	881.43
最新总股本(万股)	100000.00	113500.00	113500.00	113500.00
基本每股收益(元)	0.34	0.38	0.56	0.78
市盈率(倍)	23.43	20.99	14.47	10.38

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn