



**买入** **15% ↑**

目标价格: 人民币 8.24

601000.SS

原先目标价: 人民币 9.40

价格: 人民币 7.15

目标价格基础: 15倍 12年市盈率

板块评级: 中立

# 唐山港

## 2012年净利润同比增长34.2%，符合预期

2011年公司实现营业收入29.98亿元，同比增长17.3%；实现归属于母公司的净利润4.61亿，同比增长34.2%，全面摊薄每股收益0.409元，符合我们的预期，但低于市场预期。受公司非公开发行股票收购首钢矿石码头摊薄影响，摊薄每股收益仅增长18.9%，但随着首钢码头20万吨级泊位投产，设施瓶颈被打通，腹地内被周边港口分流的货源将陆续回流，我们预计公司未来两年货物吞吐量平均增速达19%；此外公司装卸费率提升也有望使得毛利率稳步上升。我们将公司2012-13年全面摊薄每股收益预测分别上调9%和11%至0.549元和0.654元，并以2012年15倍市盈率下调目标价至8.24元人民币，维持公司的买入评级不变。

### 支撑评级的要点

- 2011年公司完成货物吞吐量8,314万吨，同比增长11%；其中矿石吞吐量为3,214万吨，同比增长8.81%，煤炭吞吐量为3,149万吨，同比增长14.85%，钢材发运量完成1,452万吨，与上年持平。而其他货种如液化产品、粮食和木材等货物的吞吐量达500万吨，同比大幅增长67%。
- 2012年1-2月，唐山港全港货物吞吐量同比增长16.8%，大幅超过全国平均7%的水平；其中外贸货物吞吐量同比增速达到29.5%。我们认为，随着首钢码头投产带来的货量回流，公司货物吞吐量将继续保持快速增长，我们预计公司2012-2013年货物吞吐量同比分别增长21.9%和14.8%。
- 公司以前受制于设施瓶颈，不能停靠海岬型矿石船，因而港口装卸费率比周边港口偏低。新码头投产以及港建费下调给公司带来装卸费率提升的机会，我们预计装卸业务毛利率将提升3.5个百分点，业绩增厚近20%。

### 主要风险

- 来自周边港口的竞争和分流。

### 估值

- 我们预计公司未来两年净利润分别增长34.2%和19.2%，目前股价对应2012-2013年市盈率分别为13倍和11倍。我们以2012年15倍市盈率，将目标价由9.40元下调至8.24元人民币，维持买入评级不变。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,557	2,998	3,680	4,141	4,577
变动(%)	32	17	23	13	11
净利润(人民币 百万)	344	461	619	738	852
全面摊薄每股收益(人民币)	0.344	0.409	0.549	0.654	0.755
变动(%)	8.8	18.9	34.2	19.2	15.5
市场预期每股收益(人民币)	-	0.422	0.578	0.728	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.505	0.588	0.667
调整幅度(%)	-	-	8.6	11.2	13.3
核心每股收益(人民币)	0.344	0.409	0.549	0.655	0.757
变动(%)	8.8	18.9	34.2	19.4	15.6
全面摊薄市盈率(倍)	20.8	17.5	13.0	10.9	9.5
核心市盈率(倍)	20.8	17.5	13.0	10.9	9.4
每股现金流量(人民币)	0.70	0.53	1.46	1.39	1.48
价格/每股现金流量(倍)	10.3	13.6	4.9	5.1	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	10.5	7.7	6.5	5.3
每股股息(人民币)	0.120	0.080	0.088	0.104	0.121
股息率(%)	1.7	1.1	1.2	1.5	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15	7	13	(8)
相对新华富时A50指数	6	7	6	6

发行股数(百万)	1,128
流通股(%)	39.8
流通股市值(人民币 百万)	3,217.5
3个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%) (2012E)	23
主要股东(%)	
唐山港口实业集团有限公司	47.1

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年3月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 港口

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120037

\* 江映德为本报告重要贡献者

## 估值及评级

我们将公司 2012-13 年全面摊薄每股收益分别上调 9% 和 11% 至 0.549 元和 0.654 元，公司目前股价对应 2012-2013 年市盈率分别为 13 倍和 11 倍。公司未来三年净利润平均增速达 23%，我们以 2012 年 15 倍市盈率下调目标价至 8.24 元人民币，维持 **买入** 评级不变。

## 业绩摘要

公司 2011 年实现营业收入 29.98 亿元，同比增长 17.3%；实现归属于母公司的净利润 4.61 亿，同比增长 34.2%，全面摊薄每股收益 0.409 元，符合我们的预期，但低于市场预期。受非公开发行股票公司收购首钢矿石码头摊薄影响，摊薄每股收益仅增长 18.9%，但首钢码头 20 万吨级泊位投产打通公司设施瓶颈，打通未来业务和盈利增长空间。4 季度完成净利润 0.91 亿元，受上年基数较低影响，同比大幅增长 72.2%。

图表 1.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年	11 年	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	2,556.88	2,998.26	17.3
营业成本	(1703.04)	(1982.15)	16.4
营业税及附加	(70.90)	(86.65)	22.2
销售及营销费用	(4.81)	(8.61)	79.1
管理费用	(234.44)	(271.60)	15.9
财务费用	(53.97)	(36.61)	(32.2)
资产重估损失	(1.60)	(1.41)	(11.7)
营业成本	(2068.76)	(2387.04)	15.4
投资收益	7.26	11.63	60.2
<b>营业利润</b>	495.38	622.85	25.7
营业外收入	8.48	33.69	297.2
营业外支出	(4.68)	(2.79)	(40.5)
税前利润	499.18	653.75	31.0
所得税	(135.83)	(170.39)	25.4
税后利润	363.35	483.36	33.0
少数股东权益	19.42	21.92	12.9
<b>净利润</b>	343.93	461.44	34.2
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	0.344	0.409	18.9
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	33.4	33.9	
营业利润率	19.4	20.8	
净利率	13.5	15.4	

资料来源：公司数据

**图表 2.4 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	10年4季度	11年4季度	同比变动(%)
营业收入	685.34	840.34	22.6
营业费用	(488.62)	(575.62)	17.8
营业税及附加	(18.74)	(23.56)	25.7
销售及营销费用	(1.56)	(3.44)	120.7
管理费用	(90.28)	(108.01)	19.6
财务费用	(5.35)	(13.25)	147.7
资产重估损失	(0.14)	1.61	(1,246.9)
营业成本	(604.69)	(722.27)	19.4
投资收益	0.16	9.79	6,021.3
<b>营业利润</b>	<b>80.81</b>	<b>127.86</b>	<b>58.2</b>
营业外收入	2.09	3.46	65.6
营业外支出	(0.94)	(2.42)	157.2
税前利润	81.96	128.91	57.3
所得税	(24.42)	(34.93)	43.0
税后利润	57.54	93.98	63.3
少数股东权益	4.76	3.06	(35.6)
<b>净利润</b>	<b>52.78</b>	<b>90.91</b>	<b>72.2</b>
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	<b>0.053</b>	<b>0.081</b>	<b>52.7</b>
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	28.7	31.5	
营业利润率	11.8	15.2	
净利率	7.7	10.8	

资料来源: 公司数据

### 港口货物吞吐量保持平稳增长, 未来两年有望加速

2011年公司完成货物吞吐量8,314万吨,同比增长11%;其中矿石吞吐量为3,214万吨,同比增长8.81%,煤炭吞吐量为3,149万吨,同比增长14.85%,钢材发运量完成1,452万吨,与上年持平。而其他货种如液化产品、粮食和木材等货物的吞吐量达500万吨,同比大幅增长67%。

2012年1-2月,唐山港全港货物吞吐量同比增长16.8%,大幅超过全国平均7%的水平;其中外贸货物吞吐量同比增速达到29.5%。据了解,2012年前两月公司铁矿石吞吐量增速均超过50%,首钢码头投产带来的货量回流效果逐步体现。我们认为未来公司货物吞吐量尤其是铁矿石吞吐量将继续保持快速增长,预计2012-2013年公司货物吞吐量同比分别增长21.9%和14.8%。

### 装卸费率提升带来毛利率上升, 增厚业绩

公司以前码头泊位等级较低,不能停靠主流的海岬型矿石船,导致优势腹地货量被分流的同事,港口装卸费率比周边港口普遍偏低2-5元/吨。随着首钢码头20万吨级泊位投产,设施瓶颈被打通,港口费率有提升的需求。而2011年10月份港建费从下调20%(外贸货从7元/吨下调至5.6元/吨,内贸货从5元/吨下调至4元/吨),公司趁机上调装卸包干费率。我们保守估计费率提升将使得公司装卸业务毛利率将提升3.5个百分点,业绩增厚超过20%。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,557	2,998	3,680	4,141	4,577
销售成本	(1,703)	(1,982)	(2,292)	(2,498)	(2,739)
经营费用	(52)	(77)	(102)	(102)	(142)
息税折旧前利润	802	939	1,286	1,541	1,696
折旧及摊销	(258)	(290)	(347)	(404)	(416)
经营利润(息税前利润)	544	649	940	1,138	1,280
净利息收入(费用)	(68)	0	(145)	(143)	(160)
其他收益/(损失)	24	5	73	40	75
税前利润	499	654	868	1,035	1,194
所得税	(136)	(170)	(219)	(261)	(302)
少数股东权益	(19)	(22)	(30)	(35)	(41)
净利润	344	461	619	738	852
核心净利润	344	461	619	739	854
每股收益(人民币)	0.344	0.409	0.549	0.654	0.755
核心每股收益(人民币)	0.344	0.409	0.549	0.655	0.757
每股股息(人民币)	0.120	0.080	0.088	0.104	0.121
收入增长(%)	32	17	23	13	11
息税前利润增长(%)	21	19	45	21	12
息税折旧前利润增长(%)	20	17	37	20	10
每股收益增长(%)	9	19	34	19	15
核心每股收益增长(%)	9	19	34	19	16

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	499	654	868	1,035	1,194
折旧与摊销	258	290	347	404	416
净利息费用	68	0	145	143	160
运营资本变动	18	(191)	546	291	275
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(148)	(158)	(263)	(301)	(376)
经营活动产生的现金流	695	595	1,643	1,571	1,669
购买固定资产净值	(1,379)	(1,785)	(1,500)	(1,500)	(300)
投资减少/增加	(22)	(613)	2	2	2
其他投资现金流	5	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,396)	(2,398)	(1,498)	(1,498)	(298)
净增权益	2,171	1,073	0	0	0
净增债务	(556)	1,418	0	0	0
支付股息	(320)	(275)	(193)	(204)	(205)
其他融资现金流	3	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,298	2,216	(193)	(204)	(205)
现金变动	597	413	(49)	(132)	1,166
期初现金	428	1,025	1,438	1,389	1,258
公司自由现金流	(701)	(1,803)	144	72	1,371
权益自由现金流	(1,256)	(385)	144	72	1,371

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,025	1,438	1,389	1,258	2,424
应收帐款	161	325	309	348	385
库存	8	113	92	104	114
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,194	1,875	1,791	1,709	2,923
固定资产	5,446	7,698	8,865	9,975	9,873
无形资产	588	577	563	549	535
其他长期资产	244	400	400	400	400
长期资产总计	6,278	8,675	9,828	10,924	10,808
总资产	7,472	10,550	11,619	12,634	13,731
应付帐款	456	2,212	2,722	3,063	3,385
短期债务	0	739	739	739	739
其他流动负债	986	0	0	0	0
流动负债总计	1,442	2,951	3,461	3,802	4,124
长期借款	1,329	2,008	2,008	2,008	2,008
其他长期负债	152	171	171	171	171
股本	1,000	1,128	1,128	1,128	1,128
储备	2,970	3,493	4,022	4,661	5,395
股东权益	3,970	4,621	5,150	5,789	6,523
少数股东权益	579	799	828	864	905
总负债及权益	7,472	10,550	11,619	12,634	13,731
每股帐面价值(人民币)	3.97	4.10	4.57	5.13	5.78
每股有形资产(人民币)	3.38	3.59	4.07	4.65	5.31
每股净负债/(现金)(人民币)	0.30	1.16	1.20	1.32	0.29

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.4	31.3	35.0	37.2	37.1
息税前利润率(%)	21.3	21.7	25.5	27.5	28.0
税前利润率(%)	19.5	21.8	23.6	25.0	26.1
净利率(%)	13.5	15.4	16.8	17.8	18.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.7
利息覆盖率(倍)	8.9	n.a.	7.6	9.2	10.3
净权益负债率(%)	6.7	24.2	22.7	22.4	4.4
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	20.8	17.5	13.0	10.9	9.5
核心业务市盈率(倍)	20.8	17.5	13.0	10.9	9.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.0	20.1	15.0	12.6	10.9
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	10.3	13.6	4.9	5.1	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	10.5	7.7	6.5	5.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	10.3	11.1	16.3	14.3	14.5
应收帐款周转天数	31.2	29.5	31.4	29.0	29.2
应付帐款周转天数	89.8	162.4	244.7	254.9	257.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	34.9	19.6	16.0	16.0	16.0
净资产收益率(%)	12.0	10.7	12.7	13.5	13.8
资产收益率(%)	6.6	5.3	6.3	7.0	7.3
已运用资本收益率(%)	11.5	9.2	10.9	12.3	12.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 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，与本报告评论的上市公司不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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、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证券分析师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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 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