

分析师: 王晓艳
执业证书编号: S0050510120012
Tel: 010-59355907
Email: wangxiaoy@chinans.com.cn
分析师: 李磊
S0050512080001
Tel: 010-59355508
Email: yflil@chinans.com.cn
地址: 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输

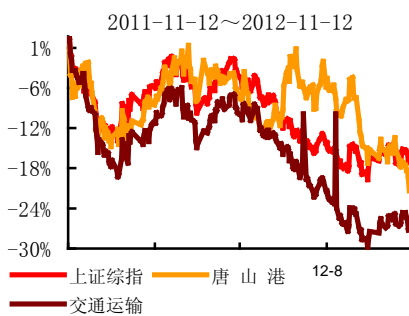
投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	未评级
目标价格:	3.80

市场数据

市价(元)	3.08
上市的流通 A 股(亿股)	10.40
总股本(亿股)	20.30
52 周股价最高最低(元)	3.08-7.23
上证指数/深证成指	2069.07/8356.67
2011 年股息率	5.60%

52 周相对市场表现



相关研究

唐山港(601000.SH)

矿石业务超预期 量价齐升促增长

投资要点

- 首钢码头试运行生产效益高于预期。6 月份后码头每月业务量在 300 万吨以上, 预计四季度经营状况较好, 全年首钢码头业务量将达到 3000 万吨, 2013 年业务量将达到 4000 万吨。
- 提价效应将在今年有所体现。首钢码头费率和曹妃甸港区一致, 高于公司老港区 2 元/吨, 并且经过去年年底的价格调整之后, 公司目前整体装卸费率水平有所提高。预计综合体现的提价效应大约在 15% 左右。
- 货源分流结果异于预期。围绕钢铁和煤炭行业, 环渤海地区分布着多个港口。唐山市钢铁企业所在的迁安、迁西、滦县等地均是公司的直接经济腹地。货主通常采用公路运输的方式进行集运疏, 企业对成本的计算精益求精, 陆路运输成本的节约为公司带来了较强的竞争力。
- 港口四季度有望维持较好经营状况。钢铁行业产量未减, 利润空间下降, 京唐港的陆运成本优势在行业不景气的情况下更加得以体现。四季度基础设施建设投资进一步加大, 钢铁市场需求量将有所上升, 随着钢价上升, 钢铁行业的产量还有望提高, 相应的矿石、钢铁的吞吐量将继续增长。
- 未来三年业绩保持快速稳定增长。公司今明两年的业务增长主要体现在矿石业务上, 2014 年将体现在煤炭业务上。预计 2012-2014 年公司主营业务收入同比增速分别为 33%、29%和 15%, 实现每股收益 0.30 元、0.39 元和 0.45 元, PE 分别为 9.9 倍、7.7 倍和 6.7 倍。给予“增持”评级。
- 风险提示: 钢铁行业大幅减产。

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2998.26	4126	4666	5297
增长率(%)	17.26	37.61	13.10	13.53
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	461.44	614	794	914
增长率(%)	34.16	33.12	29.27	15.10
毛利率(%)	33.89	35.74	38.72	38.28
净资产收益率(%)	9.99	9.01	10.80	10.45
EPS(元)	0.45	0.30	0.39	0.45
P/E(倍)	13.55	9.92	7.67	6.66
P/B(倍)	1.38	1.19	1.06	0.94

来源: 公司年报、民族证券

近日，我们拜访了唐山港（601000）的管理层，就公司相关事宜进行交流，交流结果如下：

一、首钢码头试运行生产效益高于预期

去年年底首钢码头投产并进入试运行阶段，该码头长度 855 米，可以同时靠泊 2 艘 20 万吨级的大型干散货船，设计吞吐能力为 3500 万吨/年。初始阶段设备需要有一个磨合过程，相应的作业能力有所保留。进入 6 月份后，设备运行状态渐好，并且市场需求回升，码头每月业务量在 300 万吨以上，前 3 个季度即达到 2000 万吨，进入 9 月份后，业务更加繁忙。根据我们的了解，目前码头靠泊船舶较多，均在 100 艘左右，预计四季度经营状况较好，全年首钢码头业务量将达到 3000 万吨，远超出年初 2000 万吨的预期。考虑到公司的大客户河北钢铁 2013 年将在钢材外贸方面加大业务量，我们预计 2013 年首钢码头业务量将达到 4000 万吨，甚至有可能达到 4500 万吨。我们暂且保守估计 4000 万吨。

从费率来看，首钢码头费率和曹妃甸港区一致，高于公司老港区 2 元/吨，并且经过去年年底的价格调整之后，公司目前整体装卸费率水平有所提高。考虑到提价并非是整体提价，我们预计综合体现的提价效应大约在 15%左右，相应带来的收入增长将在今年有所显现。

随着首钢码头的正式试运行，首钢码头大部分资产在上半年转固，会带来相应的折旧成本，以及相应的运营成本和财务费用的增长将会在摊薄公司短期的业绩。不过随着码头规模效应的体现，首钢码头带来的业绩增长将有望体现在公司今年的业绩当中。

二、货源分流结果异于预期

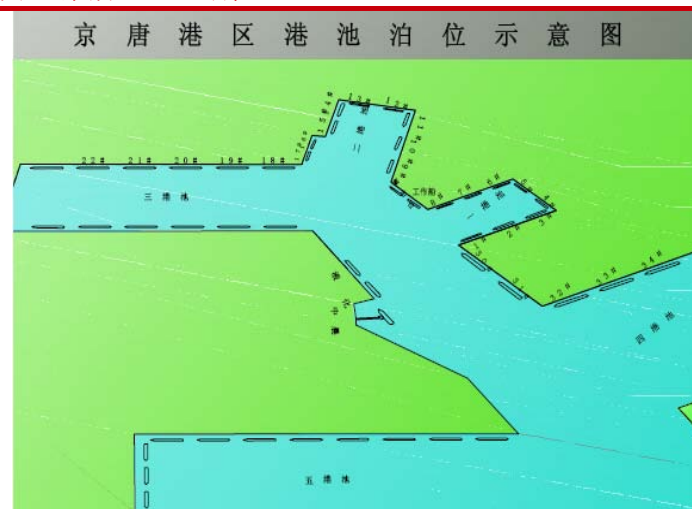
公司业务与钢铁行业关系密切，主要货种包括铁矿石、煤炭和钢铁，占公司吞吐量的比重在 95%左右。河北省是中国钢铁产量第一大省，2011 年河北粗钢、生铁、钢材产量为 1.65 亿吨、1.54 亿吨和 1.92 亿吨，分别占中国产量的 24.08%、24.52%和 21.82%，其中，唐山市的钢铁产量占河北省的 50%左右。此外，京唐港还是“北煤南运”七个下水港之一。不过对公司而言，钢铁行业的影响相对更大，包括矿石、钢铁、焦炭等在内的货种吞吐量占公司码头吞吐量的比重大约在 82%左右。

图 1 京唐港地理位置和经济腹地



资料来源：公司公告，民族证券

图 2 京唐港港池泊位



资料来源：公司公告，民族证券

围绕钢铁和煤炭行业，环渤海地区分布着多个港口。公司所处的京唐港区位于渤海湾北岸，临近港口包括天津港、秦皇岛港和唐山的曹妃甸港区。根据我们的了解，唐山地区的钢

厂部分货源会走天津港，其余走唐山港，而唐山市钢铁企业所在的迁安、迁西、滦县等地均是公司的直接经济腹地。京唐港区离主要钢厂的距离比远处的秦皇岛港、天津港近，即便是与同处于唐山市的曹妃甸港区相比，也近 30 余公里。货主通常都会采用公路运输的方式进行集运疏，陆路成本将节约 10 元左右/吨。在钢铁行业盈利大幅下降的时期，企业对成本的计算精益求精，陆路运输的成本的节约为公司带来了较强的竞争力。

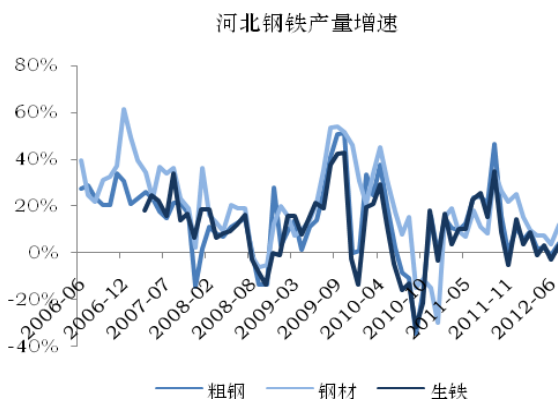
随着 20 万吨级专业化矿石泊位通航和 20 万吨级航道的投入使用，公司产能瓶颈得以突破，竞争力也大幅提升。我们从前三个季度两个港区的吞吐量来看，曹妃甸港区累计完成货物吞吐量 1.38 亿吨，同比增长 14.4%，其中矿石完成 6914 万吨，同比增长 15.47%；钢铁完成 1319 万吨，同比增长 82.6%。京唐港区完成货物吞吐量 1.24 亿吨，同比增长 20.6%，其中矿石运量完成 4192 万吨，同比增长 87.7%；钢材运量完成 1144 万吨，与上年持平。首钢码头的投产令公司能够进一步满足市场需求，矿石业务量也得到显著增长。

从管理角度来说，公司是老港区，自建港开始，与客户保持多年的合作关系，并且注重维护良好的客户关系。港区统一管理，配套服务完善，为客户提供了更多的便利性，在一定程度上也加强了与客户的合作关系。随着首钢码头的建成投产，公司与河北钢铁集团、九江线材、鑫达钢厂、燕山钢铁、安丰钢铁、松汀钢厂等企业建立了更加稳定的合作关系。此外，公司老港区装卸费率较首钢码头和曹妃甸港区便宜 2 元/吨，也可以在一定程度上吸引部分货主。

三、钢铁行业产量未减 利润空间下降

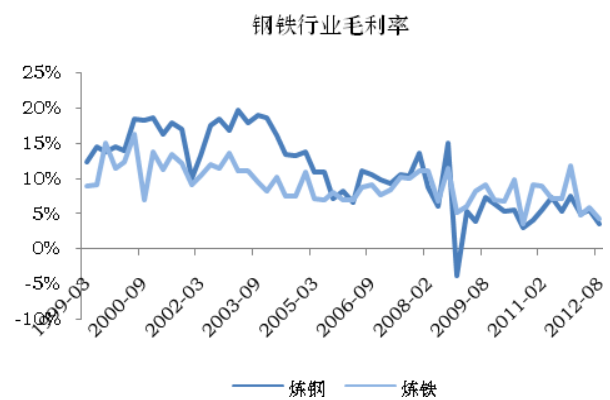
虽然钢铁行业景气度较低，但是在多重因素的影响下，钢厂的产量并没有下降，据国家统计局数据，1-9 月份，全国累计生铁、粗钢和钢材产量分别为 50277.8 万吨、54234.3 万吨和 70828.3 万吨，同比分别增长 2.7%、1.7%和 5.7%，只是增幅有所回落。从河北地区的生产情况来看，累计生铁、粗钢和钢材产量分别为 13054.7 万吨、14127.4 万吨和 16029.5 万吨，同比分别增长 3.6%、3.8%和 7.4%，增速还要高于全国水平，特别是 9 月份以来，增速要高于 2、3 季度。

图 3 河北钢铁产量增速



资料来源：WIND，民族证券

图 4 钢铁企业经营状况



资料来源：WIND，民族证券

从企业盈利情况来看 1-9 月，全行业亏损 55.28 亿元，而上年同期为盈利 836.92 亿元，由盈变亏；亏损企业亏损额 267.26 亿元，同比增长 41.5 倍；亏损面 45%，同比增加 38.75 个百分点。3 季度，炼钢和炼铁行业的毛利率水平分别为 3.41%和 4.28%，是过去两年的低点，近十余年而言，也是较低水平。河北地区分布数量众多的钢厂，并且民营企业占多，民营企业在成本控制方面要显著优于国营企业，而严峻的经营环境使得企业更加追求较低的成本，

京唐港的陆运成本优势在行业不景气的情况下更加得以体现。

从四季度来看，国家在铁路、公路等基础设施建设方面的投资进一步加大，钢铁市场需求量将有所上升，并且随着钢价上升，钢铁行业的产量还有望提高，相应的矿石、钢铁的吞吐量也将继续增长，我们预计四季度港口还有望维持 9、10 月份的较好经营状况。

四、未来建设重点在 36-40#泊位

目前，京唐港区已建成第一、二港池全部和第三、四港、五池部分泊位，公司拥有建成散杂、件杂、多用途、煤炭、水泥等各种功能的泊位 23 个，核定吞吐能力 7028 万吨。公司码头自然条件较好，岸线资源较丰富，未来三年公司计划修建的项目包括 36-40#专业煤炭泊位，以及根据市场需求进一步完善首钢码头（目前尚余 200 余米岸线资源，基础工程已经做完）。

综上所述，公司今明两年的业务增长主要体现在矿石业务上，包括铁矿石以及镍矿（今年吞吐量有望翻番，达到 800 万吨，镍矿装卸费率相对较高，比铁矿石高 50%），从 2014 年开始将有望体现在煤炭业务上。此外，公司还在拓展汽车、木材、水渣等高附加值货种的增长。我们认为随着量价齐升，公司未来三年的业绩有望保持快速稳定的增长，预计 2012-2014 年公司主营业务收入同比增速分别为 33%、29%和 15%，公司实现每股收益 0.30 元、0.39 元和 0.45 元，PE 分别为 9.9 倍、7.7 倍和 6.7 倍。给予“增持”评级。

风险提示：钢铁行业大幅减产。

附：公司主要泊位分布

序号	经营企业	泊位名称	投产年月	主要用途	泊位个数 (个)	靠泊能力 (吨级)	设计能力 (万吨)	核定能力 (万吨)
第一港池								
1	唐港股份	1#泊位	1994.9	散水泥专用	1	35,000	98	98
2	煤炭港埠公司	4#泊位	1996.12	件杂	1	15,000	48	80
3	煤炭港埠公司	5#泊位	1996.12	件杂	1	15,000	30	80
4	煤炭港埠公司	6#泊位	1996.12	煤炭专用	1	15,000	90	310
5	唐港股份	7#泊位	1992.7	煤炭	1	15,000	60	160
6	唐港股份	8#泊位	1992.7	煤炭	1	15,000	60	160
第二港池								
7	唐港股份	9#泊位	2000.1	钢杂	1	35,000	130	80
8	唐港股份	12#泊位	2004.7	钢杂	1	20,000	45	150
9	唐港股份	13#泊位	2004.7	钢杂	1	20,000	37	150
10	唐港股份	14#泊位	2003.1	金属矿石	2	50000	300	500
11	唐港股份	15#泊位	2003.1	金属矿石				
12	唐港股份	工作船泊位	2000.1	工作船	1	5,000	—	—
第三港池								
13	唐港股份	16#泊位	2007.8	工作船	2	30,000	—	—
14	唐港股份	17#泊位						
15	唐港股份	18#泊位	2007.8	通用杂货	2	40,000	300	300
16	唐港股份	19#泊位						
17	唐港股份	20#泊位	2010.11	通用杂货	3	40,000	560	560
18	唐港股份	21#泊位						
19	唐港股份	22#泊位						
第四港池								
20	唐港股份	30#泊位	2007.8	散装水泥、 块煤	1	50,000	300	300
21	唐港股份	31#泊位	2005.11	通用散货	1	70,000	600	600
22	首钢码头公司	首钢码头	2011.10	矿石	2	250000	3500	3500
第五港池								
22	液化码头公司	液体化工	2011.1	液体化工品	2	5,000	180	180

资料来源：公司公告，民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	1438	1342	2550	4221
应收账款	17075	14004	21145	18759
其它应收款	1527	39730	6931	46043
预付账款	13826	20419	16517	25712
存货	11265	5712	11496	8644
其他	25	25	25	25
非流动资产				
长期投资	34702	34702	34702	34702
固定资产	650211	716907	731237	704367
无形资产	57672	51260	44849	38438
其他	124893	75326	35326	35326
资产总计	1055005	1092278	1157274	1334131
流动负债				
短期借款	15000	15000	15000	15000
应付账款	173751	97796	94532	190623
其他	106359	108363	110404	114956
非流动负债				
长期借款	200807	260807	260807	260807
其他	17120	17120	17120	17120
负债合计	513037	499085	497863	598506
少数股东权益	79877	82795	86568	90910
股本	112797	203035	203035	203035
资本公积金	238010	147772	147772	147772
留存收益	111284	159591	222036	293908
归属母公司股东权益	462091	510398	572843	644715
负债和股东权益	1055005	1092278	1157274	1334131

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
净利润	44944	63008	81841	94398
折旧摊销	29000	59282	62082	63282
财务费用	4661	11657	12781	10215
资产减值损失	141	0	0	0
营运资金变动	-181805	116889	-19312	-53786
其它	-133	0	0	0
投资活动现金流				
资本支出	176639	68107	30000	30000
长期投资	0	0	0	0
其他	451	888	888	888
筹资活动现金流				
短期借款	15000	15000	15000	15000
长期借款	200807	260807	260807	260807
普通股增加	12797	90238	0	0
资本公积增加	66170	-90238	0	0
其他	-24779	-29743	-29737	-30240
现金净增加额	41353	-9617	120854	167069

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2998	4126	4666	5297
营业成本	1982	2651	2860	3269
营业税金及附加	87	121	137	155
营业费用	9	12	13	15
管理费用	272	374	423	480
财务费用	37	117	128	102
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	12	5	5	5
营业利润	623	856	1110	1280
营业外净收益	31	12	12	12
利润总额	654	868	1122	1292
所得税	170	224	291	335
净利润	483	643	832	957
少数股东损益	22	29	38	43
归属母公司净利	461	614	794	914
EBITDA	980	1577	1871	2027
EPS (元)	0.23	0.30	0.39	0.45

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	17.26%	37.61%	13.10%	13.53%
营业利润	25.73%	37.43%	29.73%	15.28%
归属母公司净利	33.03%	33.12%	29.27%	15.10%
获利能力				
毛利率	33.89%	35.74%	38.72%	38.28%
净利率	16.12%	15.60%	17.83%	18.07%
ROE	9.99%	12.04%	13.86%	14.18%
ROIC	17.55%	16.72%	12.08%	14.46%
偿债能力				
资产负债率	48.63%	45.69%	43.02%	44.86%
净负债比率				
流动比率	0.64	0.97	1.41	1.63
速动比率	0.60	0.94	1.36	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.38	0.40	0.40
应收帐款周转率	17.56	29.46	22.07	28.24
固定资产周转率	0.46	0.58	0.64	0.75
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.30	0.39	0.45
每股经营现金	2.30	0.07	0.85	1.08
每股净资产	2.28	2.51	2.82	3.18
估值比率				
P/E	13.20	9.92	7.67	6.66
P/B	1.32	1.19	1.06	0.94
EV/EBITDA	3.14	5.44	3.98	2.89

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。