



**买入**

**31% ↑**

目标价格: 人民币 4.47

原目标价格: 人民币 3.53

601000.CH

价格: 人民币 3.40

目标价格基础: 12倍13年市盈率

板块评级: 中立

# 唐山港

## 2012年净利润同比增长40%，超预期

2012年公司实现营业收入39.51亿元，同比增长31.8%；实现归属于母公司的净利润6.46亿，同比增长39.9%，全面摊薄每股收益0.318元，好于我们以及市场的预期。受益于成本下降，公司4季度净利润同比增长86.5%，明显好于预期。同时公司公告非公开发行股票预案，拟募集资金18.2亿元用于36-40#煤炭泊位建设以及补充流动资金，短期看将摊薄公司业绩，但同时打开未来成长空间。不考虑本次增发影响，我们将公司2013-14年全面摊薄每股收益预测分别上调9%和7%至0.372元和0.420元，公司未来两年净利润分别增长17%和13%，目前股价对应2013市盈率仅9倍，低于行业平均水平。我们以2013年12倍市盈率将目标价上调至4.47元人民币，并维持买入评级不变。

### 支撑评级的要点

- **货物吞吐量继续保持快速增长。**2012年公司完成货物吞吐量1.12亿吨，同比增长35%；其中矿石吞吐量为5,435万吨，同比增长69%，煤炭吞吐量为3,679万吨，同比增长16.8%，钢材发运量完成1,549万吨，同比增长6.7%。受益于首钢码头投产带来的货量回流、煤炭外贸进口以及镍矿的快速增长，公司货物吞吐量继续保持快速增长。2012年首钢码头完成运量3,093万吨，比年初预期高近600万吨。
- **费率上调以及码头产能利用率提升带动毛利率上升。**2011年10月起公司装卸费率上调，12年全年公司平均单吨货物费率为25.2元，比11年上涨3元。再加上产能利用率提升的影响，12年公司综合毛利率为39.1%，同比上升5.2个百分点，推动公司业绩快速增长。
- **非公开发行股票短期摊薄业绩，但打开未来增长空间。**公司计划非公开发行股票不超过6.03亿股，发行价不低于3.02元，用于36-40#煤炭泊位建设以及补充流动资金，由于其贡献业绩尚需时日，短期将摊薄业绩20%左右，但同时为未来继续保持快速增长打下基础。

### 主要风险

- 来自周边港口的竞争和分流。

### 估值

- 我们以2013年12倍市盈率，将目标价由3.53元上调至4.47元人民币，维持**买入**评级不变。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,998	3,951	4,320	4,689	5,422
变动(%)	17	32	9	9	16
净利润(人民币 百万)	461	646	756	853	1,030
全面摊薄每股收益(人民币)	0.409	0.318	0.372	0.420	0.507
变动(%)	18.9	(22.3)	17.1	12.8	20.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.341	0.392	-
调整幅度(%)	-	-	9.2	7.2	-
核心每股收益(人民币)	0.409	0.318	0.373	0.421	0.509
变动(%)	18.9	(22.3)	17.2	12.9	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	8.3	10.7	9.1	8.1	6.7
核心市盈率(倍)	8.3	10.7	9.1	8.1	6.7
每股现金流量(人民币)	0.53	0.56	0.90	0.87	1.05
价格/每股现金流量(倍)	6.4	6.1	3.8	3.9	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	5.9	5.5	4.5	3.4
每股股息(人民币)	0.080	0.050	0.064	0.072	0.087
股息率(%)	2.4	1.5	1.9	2.1	2.6

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	3	2	3	(10)
相对新华富时A50指数	4	4	(1)	(14)

发行股数(百万)	2,030
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	6,903
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2013E)	28
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27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@bocichina.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 2013-14 年全面摊薄每股收益预测分别上调 9%和 7%至 0.372 元和 0.420 元，公司未来两年净利润分别增长 17%和 13%，目前股价对应 2013 市盈率仅 9 倍，低于行业平均水平。我们以 2013 年 12 倍市盈率将目标价上调至 4.47 元人民币，并维持**买入**评级不变。

## 业绩摘要

公司 2012 年实现营业收入 39.51 亿元，同比增长 31.8%；实现归属于母公司的净利润 6.46 亿，同比增长 39.9%，全面摊薄每股收益 0.318 元，好于我们以及市场的预期。受益于成本下降，公司 4 季度净利润同比增长 86.5%，明显好于预期。

受首钢码头投产带来的货量回流以及煤炭进口等因素影响，公司 12 年货物吞吐量同比增长 35%，再加上装卸费率上调以及产能利用率提升的影响，公司主营业务毛利率以及业绩继续保持快速增长势头。但首钢码头投产之后利息费用化使得公司 2012 年财务费用达 1.65 亿元，同比激增 350%，一定程度上侵蚀公司利润。

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年	12 年	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	2,998.26	3,951.03	31.8
营业成本	(1,982.15)	(2,407.15)	21.4
营业税及附加	(86.65)	(129.93)	49.9
销售及营销费用	(8.61)	(10.39)	20.6
管理费用	(271.60)	(321.65)	18.4
财务费用	(36.61)	(164.96)	350.6
资产重估损失	(1.41)	(7.70)	444.8
营业成本	(2,387.04)	(3,041.78)	27.4
投资收益	11.63	12.67	9.0
<b>营业利润</b>	622.85	921.92	48.0
营业外收入	33.69	13.85	(58.9)
营业外支出	(2.79)	(0.79)	(71.7)
税前利润	653.75	934.98	43.0
所得税	(170.39)	(193.81)	13.7
税后利润	483.36	741.17	53.3
少数股东权益	21.92	95.48	335.6
<b>净利润</b>	461.44	645.69	39.9
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	0.227	0.318	39.9
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	33.9	39.1	
营业利润率	20.8	23.3	
净利率	15.4	16.3	

资料来源：公司数据

**图表 2.4 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	11年4季度	12年4季度	同比变动(%)
营业收入	840.34	842.08	0.2
营业费用	(575.62)	(394.34)	(31.5)
营业税及附加	(23.56)	(38.53)	63.6
销售及营销费用	(3.44)	(5.00)	45.2
管理费用	(108.01)	(123.30)	14.2
财务费用	(13.25)	(53.98)	307.4
资产重估损失	1.61	2.59	61.3
营业成本	(722.27)	(612.56)	(15.2)
投资收益	9.79	11.18	14.2
营业利润	127.86	240.70	88.3
营业外收入	3.46	2.89	(16.5)
营业外支出	(2.42)	(0.36)	(85.1)
税前利润	128.91	243.23	88.7
所得税	(34.93)	(51.03)	46.1
税后利润	93.98	192.20	104.5
少数股东权益	3.06	22.67	639.8
净利润	90.91	169.53	86.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.045	0.083	86.5
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	31.5	53.2	
营业利润率	15.2	28.6	
净利率	10.8	20.1	

资料来源: 公司数据

### 货物吞吐量继续保持快速增长, 未来两年增速将有所回落

2012年公司完成货物吞吐量1.12亿吨, 同比增长35%; 其中矿石吞吐量为5,435万吨, 同比增长69%, 煤炭吞吐量为3,679万吨, 同比增长16.8%, 钢材发运量完成1,549万吨, 同比增长6.7%。受益于首钢码头投产带来的货量回流、煤炭外贸进口以及铁矿的快速增长, 公司货物吞吐量继续保持快速增长。2012年仅首钢码头完成运量3,093万吨, 比年初预期高近600万吨, 预计13年有望达到4,000万吨。

展望未来, 首钢码头短期仍有1,000万吨能力空间, 外贸煤炭尤其是焦煤有望继续保持快速增长势头。此外, 开滦配煤中心预计2013年底投产, 年周转量为2,000万吨, 公司在建的36#-40#煤炭码头建成投产将带来货量增长。但是由于首钢码头产能进一步释放空间有限, 而开滦配煤中心以及新码头投产尚需时日, 未来公司货物吞吐量增速将有所回落, 我们预计2013-2014年公司货物吞吐量同比分别增长15%和12%。

### 装卸费率提升推动毛利率上升, 增厚业绩

2011年10月份港建费下调, 公司趁机上调装卸包干费率。受此影响, 2012年全年公司平均单吨货物费率为25.2元, 比11年上涨3元, 再加上货量增长带来的产能利用率提升, 公司2012年综合毛利率为39.1%, 同比上升5.2个百分点, 推动公司业绩快速增长。

### 非公开增发短期摊薄业绩，但打开长期增长空间

公司公告拟非公开发行股票不超过 60,300 万股，发行价格不低于 3.02 元/股，拟募集资金不超过 182,100 万元用于唐山港京唐港区 36#~40#煤炭泊位工程项目投资及补充公司流动资金，其中唐山港京唐港区 36#~40#煤炭泊位工程项目使用 167,800 万元。发行对象为包括唐港实业以及其他合格投资者，其中唐港实业为公司的控股股东。

36#-40#煤炭泊位工程项目位于唐山港京唐港区四港池北侧岸线的西端，新建包括 2 个 15 万吨级煤炭卸船泊位（水工结构按靠泊 20 万吨级散货船建设）、3 个 10 万吨级煤炭装船泊位及相应配套设施，设计年通过能力为 5,600 万吨（卸船 1,950 万吨、装船 3,650 万吨）。项目总投资为 559,377 万元，其中资本金占 30%。该码头主要用于满足京唐港区进口焦煤吞吐量快速增长以及开滦集团配煤中心建设带来的 2,000 万吨货量需求，并有利于缓解现有码头吞吐能力不足的问题。

由于本次增发投资项目投产尚需时日，短期看将摊薄公司业绩。考虑募集资金用于补充流动资金带来的财务成本下降，本次增发将摊薄 2013 年业绩 20% 左右，但打开公司未来增长空间。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,998	3,951	4,320	4,689	5,422
销售成本	(1,982)	(2,407)	(2,580)	(2,773)	(3,174)
经营费用	(77)	(27)	(7)	(21)	(93)
息税折旧前利润	939	1,517	1,732	1,894	2,156
折旧及摊销	(290)	(435)	(492)	(520)	(533)
经营利润(息税前利润)	649	1,082	1,241	1,374	1,623
净利息收入/(费用)	(37)	(165)	(165)	(172)	(182)
其他收益/(损失)	41	18	24	38	58
税前利润	654	935	1,099	1,240	1,498
所得税	(170)	(194)	(230)	(260)	(314)
少数股东权益	(22)	(95)	(113)	(127)	(154)
净利润	461	646	756	853	1,030
核心净利润	461	646	757	855	1,033
每股收益(人民币)	0.409	0.318	0.372	0.420	0.507
核心每股收益(人民币)	0.409	0.318	0.373	0.421	0.509
每股股息(人民币)	0.080	0.050	0.064	0.072	0.087
收入增长(%)	17	32	9	9	16
息税前利润增长(%)	19	67	15	11	18
息税折旧前利润增长(%)	17	62	14	9	14
每股收益增长(%)	19	(22)	17	13	21
核心每股收益增长(%)	19	(22)	17	13	21

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	654	935	1,099	1,240	1,498
折旧与摊销	290	435	492	520	533
净利息费用	37	165	165	172	182
运营资本变动	(191)	(195)	323	141	280
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(194)	(205)	(254)	(298)	(371)
经营活动产生的现金流	595	1,134	1,825	1,776	2,122
购买固定资产净值	(1,785)	(1,016)	(2,000)	(500)	(500)
投资减少/增加	(613)	(18)	3	3	3
其他投资现金流	0	(1)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,398)	(1,035)	(1,997)	(497)	(497)
净增权益	1,073	4	0	0	0
净增债务	1,418	180	505	0	0
支付股息	(275)	(297)	(246)	(267)	(275)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,216	(112)	259	(267)	(275)
现金变动	413	(13)	87	1,011	1,351
期初现金	1,025	1,438	1,425	1,512	2,523
公司自由现金流	(1,803)	99	(172)	1,279	1,625
权益自由现金流	(385)	279	333	1,279	1,625

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,438	1,425	1,512	2,523	3,874
应收帐款	325	477	413	445	509
库存	113	177	164	178	206
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,875	2,079	2,089	3,146	4,589
固定资产	7,698	7,827	9,353	9,351	9,335
无形资产	577	804	787	769	751
其他长期资产	400	418	419	419	419
长期资产总计	8,675	9,050	10,558	10,538	10,505
总资产	10,550	11,129	12,647	13,684	15,093
应付帐款	2,212	1,946	2,192	2,379	2,751
短期债务	739	361	866	866	866
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	2,951	2,307	3,058	3,245	3,617
长期借款	2,008	2,566	2,566	2,566	2,566
其他长期负债	171	180	180	180	180
股本	1,128	2,030	2,030	2,030	2,030
储备	3,493	3,159	3,814	4,536	5,420
股东权益	4,621	5,190	5,844	6,567	7,450
少数股东权益	799	886	999	1,126	1,280
总负债及权益	10,550	11,129	12,647	13,684	15,093
每股帐面价值(人民币)	4.10	2.56	2.88	3.23	3.67
每股有形资产(人民币)	3.59	2.16	2.49	2.86	3.30
每股净负债/(现金)(人民币)	1.16	0.74	0.95	0.45	(0.22)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.3	38.4	40.1	40.4	39.8
息税前利润率(%)	21.6	27.4	28.7	29.3	29.9
税前利润率(%)	21.8	23.7	25.4	26.4	27.6
净利率(%)	15.4	16.3	17.5	18.2	19.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.9	0.7	1.0	1.3
利息覆盖率(倍)	13.8	6.2	8.0	8.9	10.5
净权益负债率(%)	24.2	24.7	28.1	11.8	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.8	0.6	0.9	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	8.3	10.7	9.1	8.1	6.7
核心业务市盈率(倍)	8.3	10.7	9.1	8.1	6.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.9	14.1	12.0	10.6	8.8
市净率(倍)	0.8	1.3	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	6.4	6.1	3.8	3.9	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	5.9	5.5	4.5	3.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.1	22.0	24.1	22.5	22.1
应收帐款周转天数	29.5	37.0	37.6	33.4	32.1
应付帐款周转天数	162.4	192.0	174.8	177.9	172.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.6	15.7	17.2	17.2	17.2
净资产收益率(%)	10.7	13.2	13.7	13.7	14.7
资产收益率(%)	5.3	7.9	8.2	8.3	8.9
已运用资本收益率(%)	9.4	12.7	12.8	12.7	13.7

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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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