

营口港 (600317.SS/600317 CH)

吞吐量保持稳定增长

Rmb11.82

持有
维持

动态更新

V 王志霖

W 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

V 张家麟 (Coordinator)

W 86.21.6125.8685

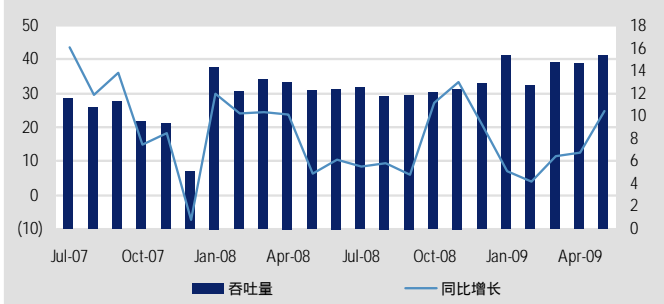
营口港全港上半年货物吞吐量同比增长 13.9%，上市公司吞吐量增速可能高于我们年初预估
 受益于鞍钢鲅鱼圈项目和五矿营口项目，公司货物吞吐量年增长率可保持在 10% 以上
 预计上半年财务费用为去年同期的 270%

吞吐量增长可能超预期

营口港货物吞吐量逐月回升，全港上半年货物吞吐量完成 8,814 万吨，同比增长 13.9%。鉴于铁矿石和钢材为上半年增长的主要亮点，而营口港铁矿石和钢材装卸业务由上市公司经营，我们预计公司上半年吞吐量增速与全港增速基本持平，略高于我们年初预估 2 个百分点。

图一：营口港货物吞吐量逐月回升

吞吐量，百万吨(左轴)；增长率，百分比(右轴)



资料来源：56data.cn 及凯基集团整理

主要货种可保持稳定增长

金属矿石和钢材为公司装卸货种，两者合计占公司吞吐量接近 60%。鉴于鞍钢鲅鱼圈一期项目的逐步达产，以及五矿营口项目的建成，我们预计公司货物吞吐量年增长率可保持在 10% 以上。鞍钢鲅鱼圈一期项目年生产能力为 500 万吨，随着国内钢铁需求的增加，鲅鱼圈项目开工率由年初 40% 逐步提升，预计年底前实现满负荷运转。该项目铁矿石主要从营口港上岸，部分从大连港上岸，生产的钢材由营口港下水。预计该项目可增加公司 2009 年和 2010 年吞吐量各 600 万吨左右。五矿营口中

板厂将于年内投产，预计增加公司吞吐量约 200 万吨。公司 2008 年吞吐量为 7,003 万吨，仅上述两个项目的增量，公司年增长率即可达到 10%。鞍钢鲅鱼圈项目未来将建设二期、三期项目，年产能均为 500 万吨。鉴于鞍钢鲅鱼圈项目位于公司港区内，二期和三期项目将至少给公司带来年吞吐量 2,500-3,000 万吨，相当于公司 2008 年散杂货吞吐量的 50%。

财务费用影响业绩

按公司已公告资料，公司上半年新增贷款 18 亿元，主要用于支付收购集团 7 个泊位的最后一笔价款及补充营运资金等。预计上半年财务费用约 9,600 万元，为去年同期的 270%。其中二季度新增财务费用 1,200 万元，公司二季度业绩可能出现环比下降。

公司评价与投资建议

国内钢铁需求量上升，公司主要货种金属矿石和钢铁装卸量可能超出我们年初预期，我们将公司 2009 年吞吐量增速由 11% 上调至 14%，将公司 2009-10 年 EPS 由 0.42 元和 0.42 元上调至 0.47 元和 0.50 元。鉴于公司吞吐量增长稳定，并可通过收购集团资产实现稳步增长，我们给予公司 12 个月目标价 11.70 元，相当于 25 倍 PE，略高于行业平均水平。鉴于公司股价已基本反映公司业绩和增长预期，且二季度业绩环比可能下滑，不利短期股价表现，我们维持「持有」评级。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2008A	1,951	587	480	848	300	0.55
2009F	2,190	658	537	927	259	0.47
2010F	2,480	749	613	1,005	272	0.50
2011F	2,678	814	667	1,062	329	0.60
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2008A	3.6	14.6	11.3	18.6	1.3	9.6
2009F	4.8	19.4	8.3	25.1	1.3	8.0
2010F	3.9	15.9	11.3	23.8	1.3	7.8
2011F	3.4	13.6	9.7	19.7	1.1	8.7
产业			运输	52 周股价 (低/高):	6 - 12.2	
12 个月目标价 (人民币元)			11.7	市值 (十亿元/美金百万):	6/901	
上涨/下跌空间 (%)			(1.0)	流通在外股数 (百万股):	549	
上涨空间排名 (percentile, %)			64	不受大股东掌控股数 (百万股):	221	
股利收益率-12/09 估 (%)			现金	外资持有股数 (百万股):	N.A.	
每股净值-12/09 估 (人民币元)			6.1	3 个月平均日成交量 (百万股):	10	
价格每股净值比-12/09 估 (X)			1.9	股价绝对表现 % (3, 6, 12 个月)	32: 81: 21.7	
净负债比率-12/09 估 (%)			117.6	股价相对表现 % (3, 6, 12 个月)	3.3: 10.4: 9.6	

资产负债表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
资产总额	7,274	8,951	8,863	9,041	9,247
流动资产	368	685	915	1,407	1,924
现金及短期投资	107	263	449	879	1,355
存货	48	91	102	115	124
应收帐款及票据	206	301	330	374	404
其它流动资产	7	30	34	38	41
非流动资产	6,906	8,266	7,948	7,634	7,322
长期投资	206	208	216	234	257
固定资产	6,699	7,211	6,882	6,550	6,215
什项资产	1	846	850	850	850
负债总额	4,120	5,851	5,505	5,410	5,287
流动负债	3,830	5,040	2,845	2,893	2,902
应付帐款及票据	45	233	210	237	255
短期借款	480	1,690	1,759	1,664	1,576
什项负债	3,305	3,117	876	992	1,071
长期负债	290	812	2,660	2,518	2,385
长期借款	274	790	2,638	2,496	2,363
其它负债及准备	16	22	22	22	22
股东权益总额	3,155	3,099	3,358	3,630	3,959
普通股股本	349	549	549	549	549
资本公积	2,356	2,086	2,086	2,086	2,086
保留盈余	450	465	723	996	1,325

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
年成长率 (%)					
营业收入	42.0	53.2	12.3	13.2	8.0
营业利益	15.3	63.8	11.8	14.1	8.8
EBITDA	62.6	44.6	9.3	8.5	5.6
税后纯益	22.9	50.8	(13.6)	5.2	20.9
每股盈余	(9.4)	(4.1)	(13.6)	5.2	20.9

获利能力分析 (%)

营业毛利率	27.8	30.1	30.0	30.2	30.4
营业利益率	23.0	24.6	24.5	24.7	24.9
EBITDA 利益率	46.0	43.5	42.3	40.5	39.6
税后纯益率	15.6	15.7	12.1	11.3	12.6
平均资产报酬率	3.9	3.8	3.0	3.1	3.7
平均净值报酬率	9.3	9.6	8.0	7.8	8.7

稳定 \ 偿债能力分析

毛负债比率 (%)	23.9	80.0	130.9	114.6	99.5
净负债比率 (%)	20.5	71.5	117.6	90.4	65.3
利息保障倍数(X)	5.3	3.6	2.3	2.1	2.4
利息及短期债保障倍数 (X)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
Cash Flow Int. Coverage (X)	55.9	3.6	(6.8)	2.4	2.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	6.4	0.3	(0.8)	0.4	0.4
流动比率 (X)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7
速动比率 (X)	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6
净负债 (Rmb百万)	1,022	1,432	3,083	3,614	2,932

每股资料分析 (人民币元)

每股盈余	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
每股现金盈余	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
每股净值	9.0	5.6	6.1	6.6	7.2
每股营收	3.7	3.6	4.0	4.5	4.9
EBITDA/shr	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
每股股利	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

资产运用状况

资产周转率 (X)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收帐款周转天数	59.1	56.3	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	13.7	17.1	17.0	17.0	16.9
应付帐款周转天数	12.8	43.5	35.0	34.9	34.8
现金转换循环天数	60.1	29.8	37.0	37.1	37.1

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营业收入	1,274	1,951	2,190	2,480	2,678
营业成本	920	1,364	1,533	1,731	1,864
营业毛利	354	587	658	749	814
营业费用	61	107	120	136	147
营业利益	293	480	537	613	667
利息收入净额	(62)	(142)	(244)	(308)	(292)
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	62	142	244	308	292
投资收益净额	36	30	30	40	45
其它营业外收入净额	1	(0)	1	1	1
税前纯益	267	368	324	346	421
所得税费用	69	63	58	66	84
非常项目税前后利润	199	306	266	280	337
非常项目 (包括少数股东权益)	0	(6)	(7)	(8)	(8)
税后纯益	199	300	259	272	329
EBITDA	586	848	927	1,005	1,062
每股盈余(人民币元)	0.57	0.55	0.47	0.50	0.60

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营运活动之现金流量	3,492	510	(1,657)	739	767
本期纯益	199	306	266	280	337
折旧及摊提	293	368	389	392	395
本期运用资金变动	3,017	(161)	(2,307)	82	56
其它营业资产及负债变动	(17)	(2)	(5)	(15)	(20)
投资活动之现金流量	(4,582)	(1,725)	(67)	(63)	(63)
资本支出净额	(4,582)	(870)	(60)	(60)	(60)
本期长期投资变动	0	0	(3)	(3)	(3)
其它资产变动	0	(855)	(4)	0	0
Free Cash Flow	(1,090)	(1,215)	(1,724)	676	704
融资活动之现金流量	1,122	1,377	1,917	(237)	(220)
现金增资	1,824	(355)	0	0	(0)
本期负债变动	(718)	1,726	1,917	(237)	(220)
其它长期负债变动	16	6	0	0	0
本期产生现金流量	32	161	193	438	484

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - 营业成本 / 营业收入	+	折旧及摊提 / 营业收入	+	销管费用 / 营业收入	=	营业利益率
2007A	49.2%		23.0%		4.8%		23.0%
2008A	51.1%		18.8%		5.5%		24.6%
2009F	52.2%		17.8%		5.5%		24.5%
2010F	54.0%		15.8%		5.5%		24.7%
2011F	52.2%		17.8%		5.5%		24.5%
至12月31日	1 / 营业运用资金 / 营业收入	+	净固定资产 / 营业收入	+	什项资产 / 营业收入	=	资本周转率
2007A	(2.4)		5.3		0.0		0.3
2008A	(1.5)		3.7		0.4		0.4
2009F	(0.2)		3.1		0.4		0.3
2010F	(0.2)		2.6		0.3		0.4
2011F	(0.2)		3.1		0.4		0.3
至12月31日	营业利益率	x	资本周转率	x	1 - 有效现金税率	=	税后 ROIC
2007A	23.0%		0.3		74.4%		5.9%
2008A	24.6%		0.4		82.9%		7.6%
2009F	24.5%		0.3		82.0%		6.1%
2010F	24.7%		0.4		81.0%		7.3%
2011F	24.5%		0.3		82.0%		6.1%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估