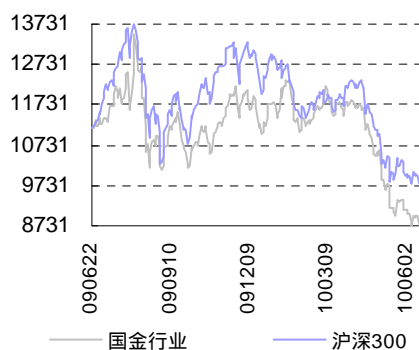


目标价格(人民币): 8.20-9.20元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	8.20
发行 A 股上限(百万股)	200.00
发行 A 股数量(百万股)	200.00
总股本(百万股)	800.00
国金港口指数	8730.68
沪深 300 指数	2696.17
上证指数	2513.22



## 腹地资源支撑进出口货量同步增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.198	0.316	0.328	0.431	0.541
每股净资产(元)	1.89	2.18	3.72	4.03	4.57
每股经营性现金流(元)	0.24	0.56	0.98	0.99	1.10
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	17.84	30.84	30.84	30.84	30.84
净利润增长率(%)	20.37%	59.79%	29.74%	31.26%	25.58%
净资产收益率(%)	10.49%	14.47%	8.83%	10.68%	11.83%
总股本(百万股)	800.00	800.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- 公司位于河北唐山海港经济开发区境内, 提供的主要服务是装卸散/件杂货: 以钢铁、铁矿石、煤炭为主, 其他货种主要包括原盐、水泥、机械设备等;
- 公司最大的卖点是腹地货源丰富。公司的腹地河北省是全国钢铁产地第一大省, 而直接腹地唐山市的钢铁产量占河北省的 50%左右, 占全国比例约为 12%;
- 产能瓶颈制约公司吞吐量增长。公司 07-09 年的产能利用率 130%、155%和 226%, 产能瓶颈限制了公司吞吐量的继续增长。公司募集资金的 20-22 号通用杂货泊位投产后(今年年内), 杂货泊位的核定吞吐能力将大幅上涨 117%;
- 2012 年首钢码头建成将提升公司铁矿石吞吐能力。为避免同业竞争, 公司股东唐港实业持有 60%的首钢码头将被委托给公司经营, 并在未来存在注入公司的可能。按上市后股本计算, 首钢码头若注入公司预计将增厚 EPS 约 0.03 元/股(100%产能利用率);

## 盈利预测及价值

- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.328、0.431 和 0.541 元, 净利润增长率分别为 29.7%、31.3%和 25.6%;
- 综合相对估值和 DCF 绝对估值方法, 我们认为股价的合理区间为 8.2-9.2 元, 相对应 2010 年 PE 为 25-28 倍;

## 风险

- 在宏观经济和房地产的调控下, 中国粗钢产量增速可能低于预期, 将导致铁矿石、煤炭和钢铁三个货种的吞吐量差于预期;
- 曹妃甸港区新增泊位和首钢码头的投入使用可能将分流部分货流, 甚至影响费率水平;

李光华 联系人  
(8621)61038319  
ligh@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号: S1130206080206

## 内容目录

公司简介 .....	4
募投项目分析 .....	5
经营分析 .....	6
腹地优势支撑港口扩张 .....	8
钢铁 .....	8
铁矿石 .....	10
煤炭 .....	11
盈利预测 .....	12
关键假设 .....	12
股票估值和定价 .....	13
相对估值 .....	13
绝对估值 .....	14
风险提示 .....	14
宏观经济 .....	14
周边竞争 .....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

图表 1：本次发行前后公司股本结构 .....	4
图表 2：募集资金投向为 20-22 号通用杂货泊位 .....	4
图表 3：公司及下属企业已建成投产泊位 18 个，在建泊位 3 个 .....	5
图表 4：募集资金项目投产后杂货核定吞吐能力大幅提升 .....	6
图表 5：装卸堆存收入为公司收入的主要来源 .....	6
图表 6：各项业务毛利占比 .....	6
图表 7：各业务毛利率水平 .....	7
图表 8：装卸堆存分货种吞吐量 .....	7
图表 9：装卸堆存分货种收入 .....	7
图表 10：唐山股历史分货种吞吐量 .....	8
图表 11：公司的产能利用率已达 226%，瓶颈抑制吞吐量增长 .....	8
图表 12：船舶在港停泊时间大幅缩短，提升作业效率 .....	8
图表 13：唐山港的腹地为其提供足够的货源 .....	9
图表 14：河北省粗钢产量占全国比例不断上升 .....	9
图表 15：公司钢材发货量全国排名第三 .....	10
图表 16：进口矿占国内铁矿石需求比例接近 70% .....	10
图表 17：近年印度矿占进口矿比例维持在 20%左右 .....	11

图表 18：中国铁矿石进口量增速 .....	11
图表 19：公司铁矿石吞吐量在全国排名第 9 .....	11
图表 20：公司煤炭吞吐量在全国排名第四 .....	12
图表 21：公司未来三年主要收入预测 .....	12
图表 22：装卸堆存业务收入预测 .....	13
图表 23：公司未来三年毛利率预测 .....	13
图表 24：散货港口上市公司估值情况 .....	14
图表 25：DCF 估值 .....	14

## 公司简介

- 公司位于河北唐山海港经济开发区境内，提供的主要服务是装卸散/件杂货：以钢铁、铁矿石、煤炭为主，其他货种主要包括原盐、水泥、机械设备等；
- 公司实际控制人为唐山市国资委。唐山市国资委通过唐港实业控制本公司 66.41%的股份，通过唐山建投控制本公司 2.34%的股份，合并控制本公司本次发行前 68.75%的股份；

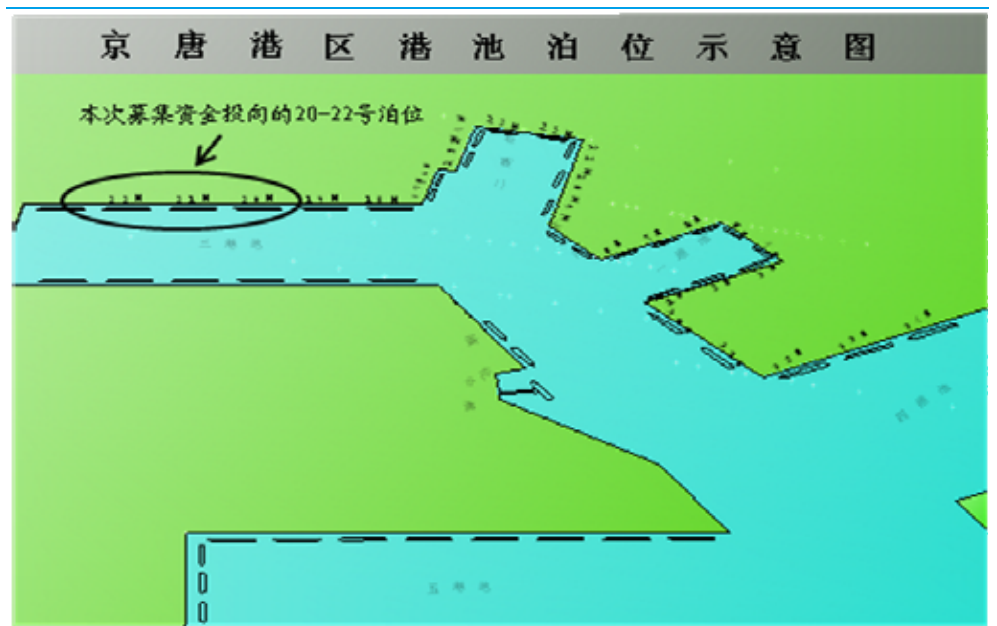
图表1：本次发行前后公司股本结构

股 东	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	比例 (%)	持股数 (万股)	比例 (%)
唐山港口实业集团有限公司 (SS)	53,128	66.41	53,128	53.13
河北建投交通投资有限责任公司 (SS)	11,412	14.27	11,412	11.41
北京京泰投资管理中心 (SS)	10,000	12.50	10,000	10.00
国富投资公司 (SS)	1,884	2.36	1,884	1.88
唐山建设投资有限责任公司 (SS)	1,872	2.34	1,872	1.87
国投交通公司 (SS)	1,704	2.13	1,704	1.70
社会公众股			20,000	20.00
合 计	80,000	100	100,000	100

来源：国金证券研究所，公司资料

- 公司已建成经营泊位 18 个，其中 1.5 万吨级煤炭专用泊位 1 个（6#），5 万吨级矿石泊位 2 个（14#~15#），5 万吨级和 7 万吨级大型散杂泊位共 2 个（30#~31#），4 万吨级大型杂货泊位 2 个（18#~19#）。
- 目前 18 个泊位中，杂货泊位核定吞吐能力为 1440 万吨，煤炭、矿石、水泥和液体化工泊位的核定吞吐能力分别为 630、500、398 和 180 万吨。在新的 3 个通用杂货泊位建成后（2012 年），杂货泊位的核定吞吐能力将大幅上涨至 3120 万吨，增加幅度为 117%；

图表2：募集资金投向为 20-22 号通用杂货泊位



来源：国金证券研究所，公司资料

**图表3：公司及下属企业已建成投产泊位 18 个，在建泊位 3 个**

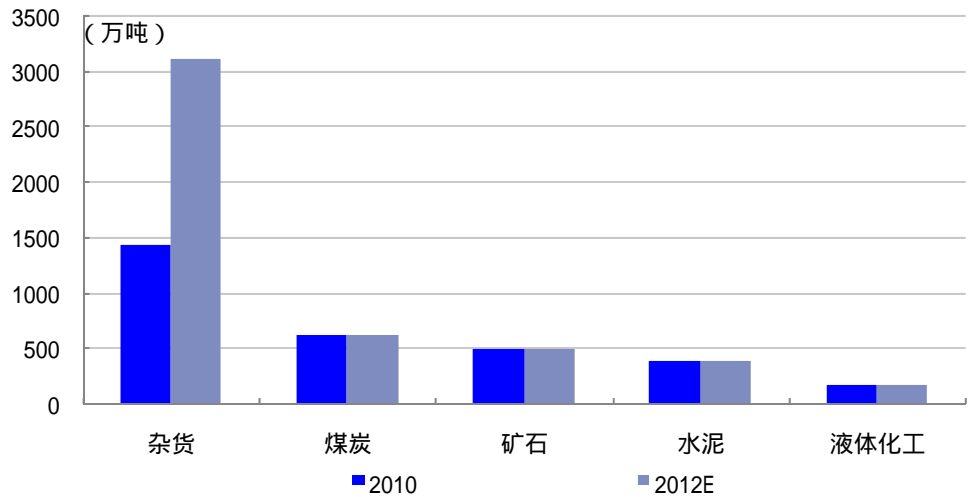
序号	经营企业	码头泊位名称	持股比例	主要用途	泊位	靠泊能力（吨级）	设计能力（万吨）	核定能力（万吨）
<b>第一港池</b>								
1	唐港股份	1#泊位	100%	散水泥专用	1	35,000	98	98
2	煤炭港埠公司	4#泊位	61.42%	件杂	1	15,000	48	80
3	煤炭港埠公司	5#泊位	61.42%	件杂	1	15,000	30	80
4	煤炭港埠公司	6#泊位	61.42%	煤炭专用	1	15,000	90	310
5	唐港股份	7#泊位	100%	煤炭	1	15,000	60	160
6	唐港股份	8#泊位	100%	煤炭	1	15,000	60	160
<b>第二港池</b>								
7	唐港股份	9#泊位	100%	钢杂	1	35,000	130	80
8	唐港股份	12#泊位	100%	钢杂	1	20,000	45	150
9	唐港股份	13#泊位	100%	钢杂	1	20,000	37	150
10	唐港股份	14#泊位	100%	金属矿石	2	50,000	300	500
11	唐港股份	15#泊位	100%	金属矿石				
12	唐港股份	工作船泊位	100%	工作船	1	5,000	-	-
<b>第三港池</b>								
13	唐港股份	16#泊位	100%	工作船	2	30,000	-	-
14	唐港股份	17#泊位	100%	工作船				
15	唐港股份	18#泊位	100%	通用杂货	2	40,000	300	300
16	唐港股份	19#泊位	100%					
<b>第四港池</b>								
17	唐港股份	30#泊位	100%	散装水泥、块煤	1	50,000	300	300
18	唐港股份	31#泊位	100%	通用散货	1	70,000	600	600
<b>第五港池</b>								
19	液化码头公司	液体化工泊位	100%	液体化工品	2	5,000	180	180
<b>在建</b>								
20	唐港股份	20#泊位	100%	通用杂货	1	40,000	560	560
21	唐港股份	21#泊位	100%	通用杂货	1	40,000	560	560
22	唐港股份	22#泊位	100%	通用杂货	1	40,000	560	560

来源：国金证券研究所，公司资料

### 募投项目分析

- 本次募集资金拟投资于唐山港的京唐港区 20#~22#通用杂货泊位工程建设项目，项目投资总额为 11.56 亿元，其中拟以本次募集资金投入 10.23 亿元，剩余 1.33 亿元由公司项目以项目建设所需土地使用权投入；
- 京唐港区 20#~22#通用杂货泊位是为了扩大京唐港区钢铁类杂货的通过能力而建设的通用杂货泊位，装卸的货种为钢铁类件杂货，近期的货种以钢铁类件杂货为主，年设计通过能力 560 万吨。泊位有效靠船段长度按停靠 3 艘 40,000 吨级杂货船设计，为 565 米，码头结构按照远期可停靠 100,000 吨级船舶预留；
- 项目在 2008 年开工，建设期为 2 年，预计 2010 年底能够完工，达产期 3 年，达产率为 70%、85%、100%

图表4：募集资金项目投产后杂货核定吞吐能力大幅提升

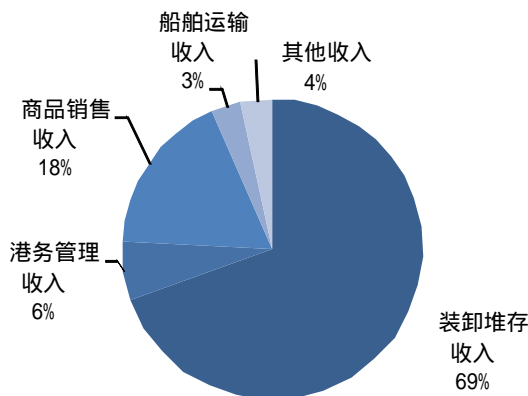


来源：国金证券研究所，公司资料

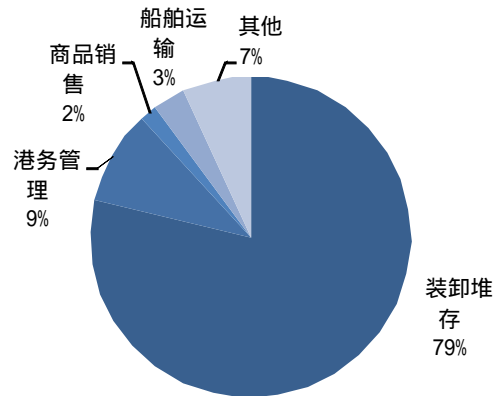
### 经营分析

- 公司主要收入来源是货物的装卸和堆存，2009 年的占比为 69%，商品销售、港务管理、船舶运输收入占比分别为 18%、6%、和 3%，其他收入占比为 4%；
  - 商品销售收入主要包括唐山市外轮供应有限公司的燃油销售收入和煤炭港埠公司的煤炭销售收入。商品销售收入较不稳定，主要随煤炭市场和商品油市场的波动而变化，商品收入占收入比例 18%，由于毛利率为 4%，毛利占比仅为 2%；
  - 船舶运输收入是指唐山华兴海运有限公司（公司持有 60%股权）、洋浦华诚有限公司（公司持有 60%股权）的船舶运输；
  - 港务管理收入主要包括拖轮作业收入、港口设施保安费收入以及收取业主泊位收入等，随吞吐量逐年增长，该部分业务 2009 年收入占公司营业收入的 6%左右，毛利占比约为 9%；

图表5：装卸堆存收入为公司收入的主要来源

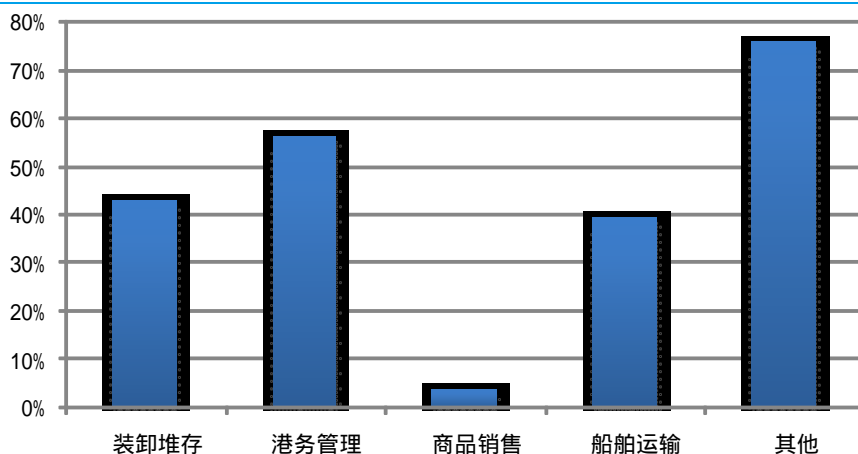


图表6：各项业务毛利占比



来源：国金证券研究所，公司资料

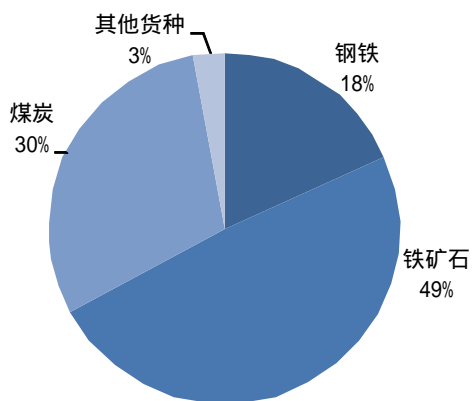
图表7：各业务毛利率水平



来源：国金证券研究所，公司资料

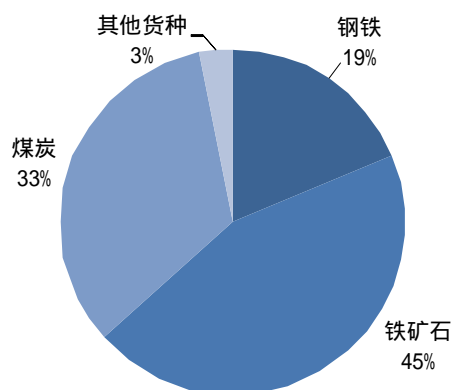
- 公司 2009 年铁矿石装卸量占装卸总量的一半，煤炭和钢铁分别占公司装卸量的 30%和 18%；
- 2008-2009 年铁矿石和煤炭进口量大幅增加，该两项货种合计的吞吐量占公司吞吐量的比例从 2007 年的 68%上升到 2009 年的 79%。我们预计未来煤炭和铁矿石进口增速将大幅回落，在宏观调控的背景下难再出现如 2009 年般的爆发性的增长；

图表8：装卸堆存分货种吞吐量

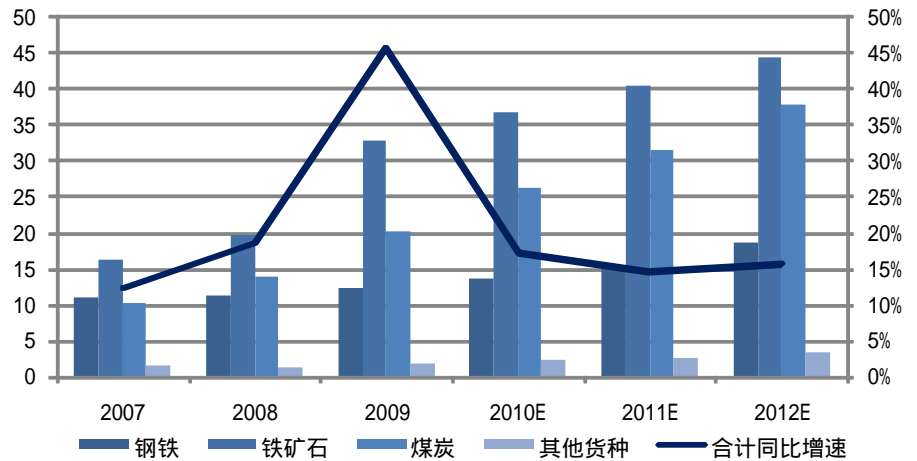


来源：国金证券研究所，公司资料

图表9：装卸堆存分货种收入



图表10：唐山股分货种吞吐量



来源：国金证券研究所，公司资料

- 产能瓶颈抑制吞吐量进一步增长。公司 2007-2009 的产能利用率分别为 131.1%、155.0%和 225.6%，大幅超过核定吞吐能力；
- 公司通过增加设备作业能力，加大泊位门座式起重机等设备的密度，提高装卸效率，减少船舶在港时间。散货轮在港停留时间从 2007 年的 19.7 小时/万吨大幅缩减至 2009 年的 12.3 小时/万吨，杂货轮在港停留时间从 65 小时/万吨减少至 37.7 小时/万吨；

图表11：公司的产能利用率已达 226%，瓶颈抑制吞吐量增长

时间	泊位数 (个)	核定吞吐能力 (万吨/年)	吞吐量 (万吨)	利用率
2007	18	2,968	3,882.58	130.81%
2008	18	2,968	4,600.71	155.01%
2009	18	2,968	6,694.51	225.56%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表12：船舶在港停泊时间大幅缩短，提升作业效率

时间	散货在港停时间	件杂货万港停时间	船舶在港停时间
2007	19.74 小时/万吨	64.99 小时/万吨	33.16 小时/艘次
2008	16.09 小时/万吨	44.63 小时/万吨	29.11 小时/艘次
2009	12.3 小时/万吨	37.74 小时/万吨	28.24 小时/艘次

来源：国金证券研究所，公司资料

## 腹地优势支撑港口扩张

### 钢铁

- 公司的腹地河北省是全国钢铁产量第一大省，其产量占全国比例不断上升，从 01 年的 10%上升到近期的 25%左右。公司的直接腹地唐山市钢铁产量占河北省的 50%左右，京唐港区距腹地内主要钢铁厂的距离比秦皇岛港和天津港近，在陆路运输成本上有优势，提供足够的铁矿石、煤炭和钢铁货源；



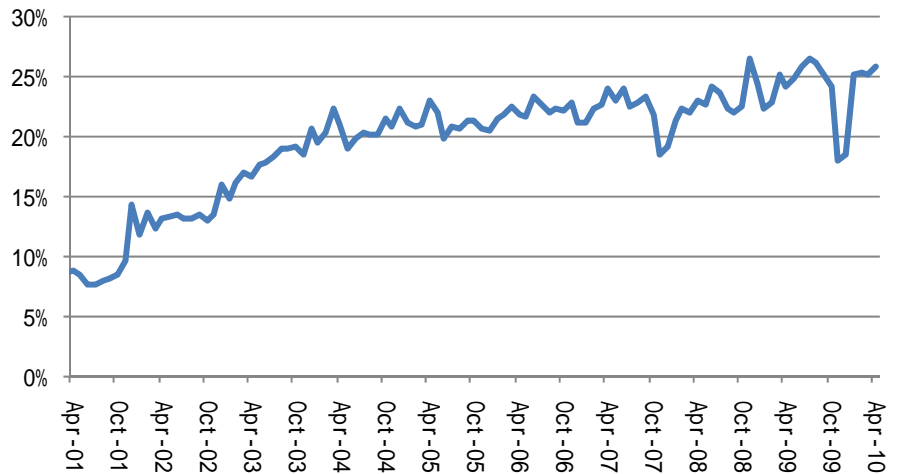
图表13：唐山港的腹地为其提供足够的货源



来源：国金证券研究所

图表14：河北省粗钢产量占全国比例不断上升

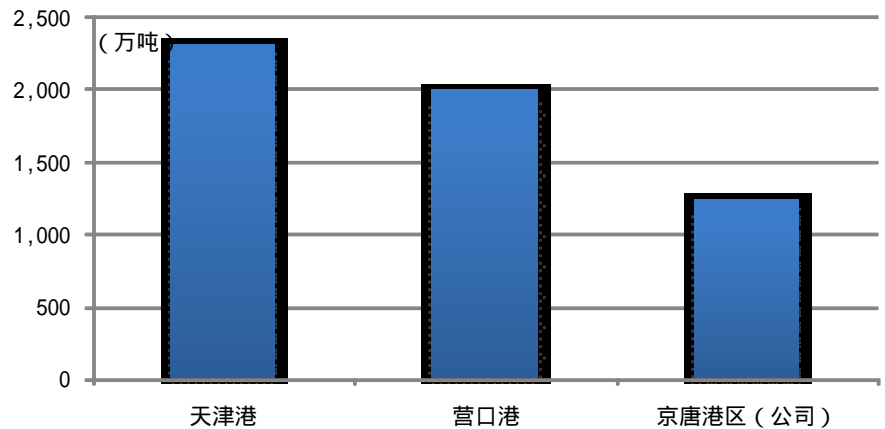
河北省今年 1-5 月粗钢产量同比增速为 31%，高于全国 24%的水平；



来源：国金证券研究所，Wind

- 2009 年京唐港区钢铁内贸吞吐量 1162 万吨，外贸吞吐量 64 万吨，全国排名第三位。内贸出口主要运往南方沿海市场（主要是上海、江苏、广东、浙江、福建），外贸出口主要是韩国、日本、东南亚国家、非洲、欧洲等国；
- 我们预计在募投项目投产后，公司钢材吞吐量将不再受到产能瓶颈的制约，杂货吞吐量增速有望加快；

图表15：公司钢材发货量全国排名第三

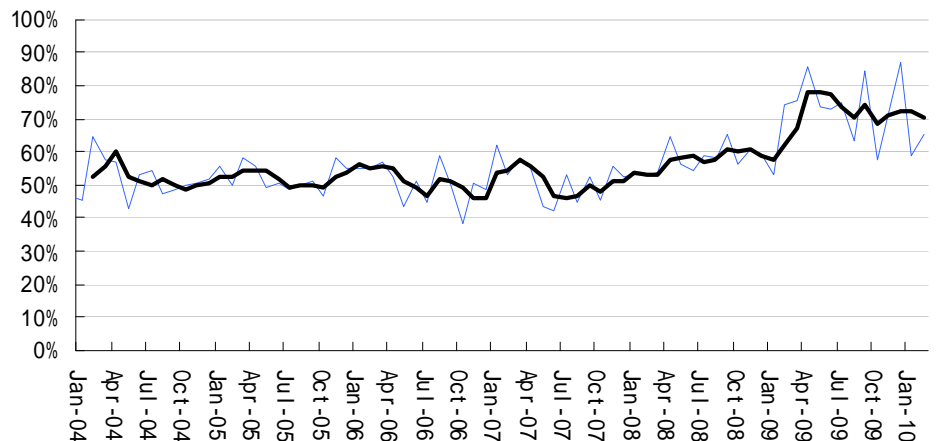


来源：国金证券研究所，公司资料

### 铁矿石

- 中国对外矿依赖度较高，2009 年进口矿占国内铁矿石需求比例超过 70%，公司腹地大量的钢铁企业支撑了港区的铁矿石吞吐量。公司的泊位多为 7 万吨以下，较为适合来自印度的巴拿马型货灵便型散货船停靠；

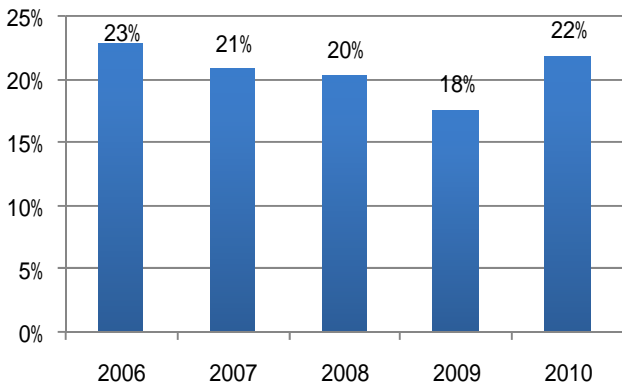
图表16：进口矿占国内铁矿石需求比例接近 70%



来源：国金证券研究所，Wind，\*进口矿占比=进口量/(生铁产量 X1.6)

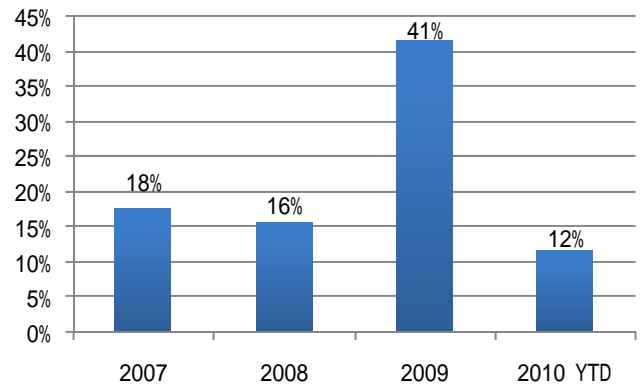
- 由于目前港口泊位较小和吞吐能力不足的问题，公司部分货源被分流到附近的港口。首钢 20 万吨泊位的建成，将有助吸引部分货源回流，为新泊位提供货量支撑。我们预计未来在国内经济稳定增长，固定资产投资占 GDP 比重有所下降的情况下，铁矿石进口量将下降至 10%左右的同比增速。但公司产能扩张后带来的货物回流，将使其吞吐量高于全国平均水平；

图表17：近年印度矿占进口矿比例维持在20%左右

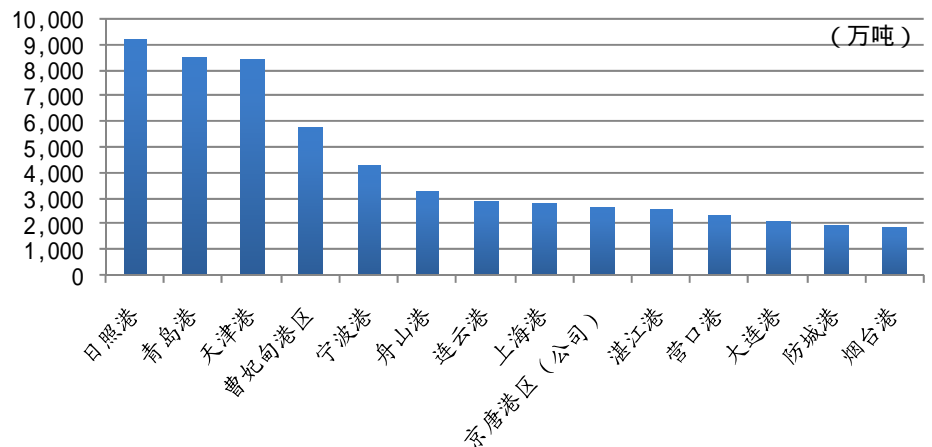


来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表18：中国铁矿石进口量增速



图表19：公司铁矿石吞吐量在全国排名第9



来源：国金证券研究所，公司资料

- 公司大股东唐港实业与首钢合资的首钢码头公司（唐港实业持股 60%），计划在京唐港区第四港池建设 1 座 10 万吨和两座 5 万吨级的泊位，预计 2010 年开工并在 2012 年落成。首钢码头投产后将被委托给公司经营，并存在注入公司的可能；
  - 我们预计首钢码头完全投产后其吞吐能力将达 2000 万吨（按 100% 产能利用率计算），按 19 元/吨的费率计算，若注入上市公司可增加归属公司收入 2.28 亿，按 13% 的净利润率计算可增加公司净利润 2964 万，按 IPO 后股本计算约为 0.03 元/股；
- 未来将面临来自曹妃甸港区的竞争。唐山港另外一个港区曹妃甸的泊位为 25 万吨级，适合好望角船型停泊，因此目前曹妃甸港区与公司 7 万吨以下的铁矿石码头不产生直接的竞争。但曹妃甸有 4 个 5-7 万吨通用泊位处于试运行阶段，预计投产后仍可能与公司争夺共同腹地的货源；

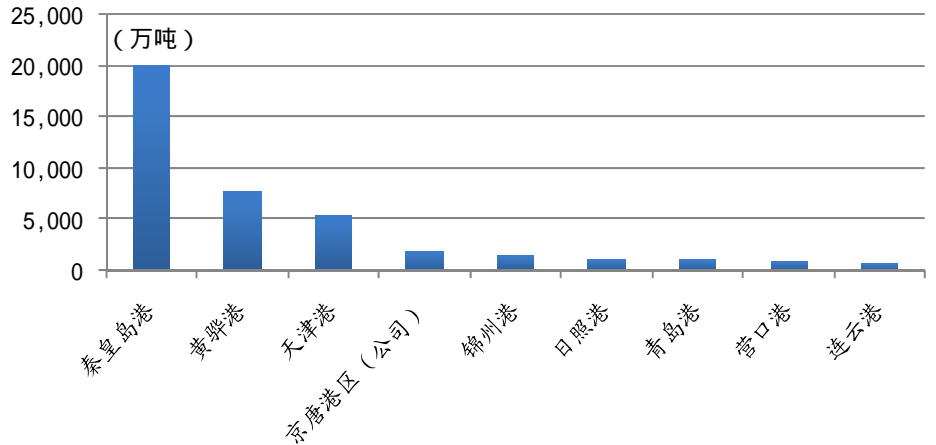
### 煤炭

- 京唐港区是北方沿海 7 个主要煤炭下水港之一，煤源主要来自公司腹地山西、内蒙古西部以及陕西（即“三西”）地区。目前主要运煤干线的能力已基本饱和，铁路运煤的压力进一步加大。按照铁道部和河北省政府协商

的大秦铁路扩能分流意见，大秦铁路扩能需向唐山地区分流煤炭 1.3 亿吨，其中京唐港区 3000 万吨，曹妃甸港区 1 亿吨；

- 2009 年京唐港区共完成煤炭吞吐量 5,177.22 万吨（其中公司完成吞吐量 2,013.40 万吨），在煤炭发运港口中排名第 4 位，其中进口焦煤 1,106 万吨，居全国沿海港口第一位；
- 未来铁路的运能或限制了煤炭的下水量，但进口焦煤将不受铁路运能的制约。而公司进口煤炭吞吐量占了总煤炭吞吐量的 55%，未来焦煤进口量的上升将成为公司煤炭吞吐量的增量来源；

图表20：公司煤炭吞吐量在全国排名第四



来源：国金证券研究所，公司资料

## 盈利预测

### 关键假设

图表21：公司未来三年主要收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一. 主营收入 (百万元)	830.07	1,330.82	1,913.12	2357.18	2762.00	3174.43
YoY		60.3%	43.8%	23.2%	17.2%	14.9%
装卸堆存收入	556.72	877.88	1,327.75	1612.16	1898.59	2228.15
YoY		57.7%	51.2%	21.4%	17.8%	17.4%
港务管理收入	94.54	115.28	122.70	134.97	148.47	163.32
YoY		21.9%	6.4%	10%	10%	10%
商品销售收入	90.54	196.96	337.03	471.85	566.22	622.84
YoY	-31%	117.5%	71.1%	40%	20%	10%
船舶运输收入	62.79	71.16	60.06	66.07	69.37	72.84
YoY		13.3%	-15.6%	10%	5%	5%
其他收入	25.48	69.55	65.58	72.13	79.35	87.28
YoY		173.0%	-5.7%	10%	10%	10%

来源：国金证券研究所，公司资料

- 预计 2010-2012 年钢铁吞吐量增速分别为 10%、13%和 15%。公司钢铁出运地区主要为国内，但 2008-2009 年增速并不快，受产能约束明显。我们认为在新的泊位建成后，货源回流将使得钢材的吞吐量增速将有所加快；
- 预计 2010-2012 年铁矿石吞吐量增速分别为 12%、10%和 10%。我们认为在宏观调控和固定投资热潮过去以后，钢铁产量增速将回到比较低的水

平，在矿石泊位吞吐能力没有明显增长的情况下，公司铁矿石增速将接近中国铁矿石进口量增速；

- 预计 2010-2012 年煤炭吞吐量增速分别为 30%、20%和 20%。2009 年全国煤炭进口同比增长 210%，2010 年 1-4 月全国煤炭进口同比增速 155%，我们预计未来煤炭进口增速将进一步回落；

图表22：装卸堆存业务收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>装卸量（百万吨）</b>						
钢铁	11.01	11.32	12.26	13.48	15.24	17.52
YoY		2.8%	8.3%	10%	13%	15%
铁矿石	16.12	19.69	32.65	36.57	40.23	44.25
YoY	17%	22.1%	65.8%	12%	10%	10%
煤炭	10.19	13.78	20.13	26.17	31.41	37.69
YoY		35.2%	46.1%	30%	20%	20%
其他货种	1.51	1.22	1.90	2.28	2.74	3.29
YoY		-19.0%	55.8%	20%	20%	20%
<b>合计</b>	<b>38.83</b>	<b>46.01</b>	<b>66.95</b>	<b>78.51</b>	<b>89.61</b>	<b>102.75</b>
YoY	12.2%	18.5%	45.5%	17.3%	14.1%	14.7%
<b>装卸堆存收入（万元）</b>						
钢铁	167.16	253.62	248.24	281.26	327.35	383.99
YoY		51.7%	-2.1%	13.3%	16.4%	17.3%
铁矿石	203.95	343.56	594.00	685.24	776.37	871.09
YoY		68.4%	72.9%	15.4%	13.3%	12.2%
煤炭	165.41	254.26	442.48	592.48	732.31	896.35
YoY		53.7%	74.0%	33.9%	23.6%	22.4%
其他货种	20.19	26.44	43.03	53.18	65.73	80.45
YoY		30.9%	62.7%	23.6%	23.6%	22.4%
<b>合计</b>	<b>556.72</b>	<b>877.87</b>	<b>1,327.75</b>	<b>1612.16</b>	<b>1901.77</b>	<b>2231.88</b>
YoY		57.7%	51.2%	21.4%	18.0%	17.4%
<b>费率（元/吨）</b>						
钢铁	15.18	22.40	20.25	20.86	21.48	21.91
YoY		47.6%	-9.6%	3%	3%	2%
铁矿石	12.65	17.45	18.19	18.74	19.30	19.69
YoY		37.9%	4.2%	3%	3%	2%
煤炭	16.23	18.45	21.98	22.64	23.32	23.78
YoY		13.7%	19.1%	3%	3%	2%
其他货种	13.41	21.67	22.63	23.31	24.01	24.49
YoY		61.5%	4.4%	3%	3%	2%
<b>合计</b>	<b>14.34</b>	<b>19.08</b>	<b>19.83</b>	<b>20.53</b>	<b>21.22</b>	<b>21.72</b>
YoY		33.1%	3.9%	3.5%	3.4%	2.4%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表23：公司未来三年毛利率预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>一. 主营业务毛利率</b>	42.5%	39.6%	37.8%	37.3%	37.4%	38.0%
装卸堆存	43.7%	40.2%	42.8%	43.2%	43.7%	44.1%
港务管理	61.2%	62.6%	56.2%	59.0%	59.6%	59.6%
商品销售	6.3%	4.5%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%
船舶运输	42.7%	49.9%	39.3%	41.3%	41.7%	41.7%
其他	73.6%	83.1%	75.6%	79.3%	80.1%	80.9%

来源：国金证券研究所，公司资料

## 股票估值和定价

### 相对估值

- 目前 A 股散货港口总体估值水平约为 2010 年 24.2 倍和 2011 年 21.2 倍 PE。若考虑日照港增发后的摊薄，2010 年散货港口平均 PE 则为 25.8 倍，平均 EPS 增速为 28%，所对应 PEG 为 0.9；
- 公司明年 EPS 增速为 31%，高于行业平均值。我们认为给予公司 PEG 等于 0.8-0.9 倍，即 PE 为 25-28 倍的估值较为合理，相对应的股价为 8.2-9.2 元；

图表24：散货港口上市公司估值情况

公司	股价	EPS			PE			PB
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2010
日照港	5.86	0.26	0.33	0.40	22.54	17.58	14.83	1.98
营口港	6.39	0.18	0.20	0.25	36.51	31.90	25.64	2.08
天津港	8.81	0.38	0.50	0.56	23.18	17.66	15.67	1.44
连云港	5.84	0.14	0.24	0.31	41.71	24.79	18.91	1.71
锦州港	4.69	0.11	0.16	0.15	42.79	29.29	31.16	1.94
平均	6.32	0.21	0.29	0.33	33.35	24.24	21.24	1.83

来源：国金证券研究所，Wind

### 绝对估值

- 我们假设 2013-2015 年收入增速为 10%，2016-2019 年收入增速为 5%，TV 增长率为 2%，毛利率维持在 38%；
- 根据 DCF 估值，公司现有每股价值为 8.89 元，相对应 2010 年 PE 为 27 倍；

图表25：DCF 估值

每股价值	8.89	TV增长率	2.0%									
		WACC	9.28%									
企业值	10,635	债务	1,485									
		投资	164									
股票价值	8,892	少数股东权益	257									
会计年度截止日：12/31												
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	63	459	644	704	790	882	891	948	1,008	1,072	15,009	22,469
PV(FCF)	58	384	493	494	507	518	479	466	454	441	6,178	10,470

来源：国金证券研究所

### 风险提示

#### 宏观经济

- 在宏观经济和房地产的调控下，中国粗钢产量增速可能低于我们预期，将导致铁矿石、煤炭和钢铁三个货种的吞吐量同时差于我们预期；

#### 周边竞争

- 曹妃甸港区新增泊位和首钢码头的投入使用可能将分流部分货源，甚至影响费率；



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>850</b>	<b>1,347</b>	<b>1,930</b>	<b>2,357</b>	<b>2,765</b>	<b>3,178</b>
增长率	58.5%	43.3%	22.1%	17.3%	14.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-480</b>	<b>-806</b>	<b>-1,192</b>	<b>-1,478</b>	<b>-1,732</b>	<b>-1,972</b>
% 销售收入	56.5%	59.8%	61.8%	62.7%	62.6%	62.0%
<b>毛利</b>	<b>370</b>	<b>541</b>	<b>738</b>	<b>879</b>	<b>1,033</b>	<b>1,207</b>
% 销售收入	43.5%	40.2%	38.2%	37.3%	37.4%	38.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-28</b>	<b>-44</b>	<b>-61</b>	<b>-75</b>	<b>-88</b>	<b>-102</b>
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
<b>营业费用</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>管理费用</b>	<b>-119</b>	<b>-170</b>	<b>-221</b>	<b>-256</b>	<b>-286</b>	<b>-312</b>
% 销售收入	14.0%	12.6%	11.4%	10.9%	10.3%	9.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>222</b>	<b>324</b>	<b>450</b>	<b>540</b>	<b>651</b>	<b>783</b>
% 销售收入	26.1%	24.1%	23.3%	22.9%	23.5%	24.7%
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-70</b>	<b>-65</b>	<b>-75</b>	<b>-45</b>	<b>-27</b>
% 销售收入	0.6%	5.2%	3.4%	3.2%	1.6%	0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	1.1%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>250</b>	<b>377</b>	<b>465</b>	<b>606</b>	<b>756</b>
营业利润率	25.9%	18.5%	19.5%	19.7%	21.9%	23.8%
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>226</b>	<b>254</b>	<b>381</b>	<b>468</b>	<b>609</b>	<b>759</b>
利润率	26.6%	18.8%	19.8%	19.8%	22.0%	23.9%
<b>所得税</b>	<b>-80</b>	<b>-61</b>	<b>-109</b>	<b>-117</b>	<b>-152</b>	<b>-190</b>
所得税率	35.4%	24.2%	28.6%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>146</b>	<b>192</b>	<b>273</b>	<b>351</b>	<b>457</b>	<b>569</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>132</b>	<b>158</b>	<b>253</b>	<b>328</b>	<b>431</b>	<b>541</b>
净利率	15.5%	11.8%	13.1%	13.9%	15.6%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>146</b>	<b>192</b>	<b>273</b>	<b>351</b>	<b>457</b>	<b>569</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>104</b>	<b>171</b>	<b>226</b>	<b>336</b>	<b>364</b>	<b>370</b>
非经营收益	-14	73	45	139	72	61
营运资金变动	-87	-245	-95	150	100	96
<b>经营活动现金净流</b>	<b>149</b>	<b>191</b>	<b>448</b>	<b>977</b>	<b>992</b>	<b>1,097</b>
<b>资本开支</b>	<b>-294</b>	<b>-1,374</b>	<b>-346</b>	<b>-880</b>	<b>-489</b>	<b>-407</b>
投资	-5	-60	-13	-1	0	0
其他	-11	19	2	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-310</b>	<b>-1,416</b>	<b>-357</b>	<b>-881</b>	<b>-489</b>	<b>-407</b>
<b>股权募资</b>	<b>173</b>	<b>172</b>	<b>0</b>	<b>1,640</b>	<b>-115</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>95</b>	<b>1,285</b>	<b>-30</b>	<b>-464</b>	<b>-176</b>	<b>-149</b>
其他	-62	-218	-186	-92	-75	-64
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>205</b>	<b>1,239</b>	<b>-216</b>	<b>1,084</b>	<b>-366</b>	<b>-213</b>
<b>现金净流量</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>-125</b>	<b>1,180</b>	<b>138</b>	<b>476</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>330</b>	<b>345</b>	<b>220</b>	<b>1,400</b>	<b>1,537</b>	<b>2,014</b>
<b>应收款项</b>	<b>108</b>	<b>113</b>	<b>80</b>	<b>187</b>	<b>220</b>	<b>252</b>
<b>存货</b>	<b>25</b>	<b>6</b>	<b>88</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>200</b>	<b>53</b>	<b>197</b>	<b>298</b>	<b>348</b>	<b>396</b>
<b>流动资产</b>	<b>663</b>	<b>518</b>	<b>585</b>	<b>1,925</b>	<b>2,153</b>	<b>2,717</b>
% 总资产	25.8%	12.4%	13.2%	30.7%	32.4%	37.5%
<b>长期投资</b>	<b>137</b>	<b>152</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>164</b>	<b>164</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,574</b>	<b>2,965</b>	<b>3,096</b>	<b>3,720</b>	<b>3,915</b>	<b>4,010</b>
% 总资产	61.2%	70.8%	69.7%	59.2%	59.0%	55.4%
<b>无形资产</b>	<b>175</b>	<b>529</b>	<b>547</b>	<b>468</b>	<b>403</b>	<b>347</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,907</b>	<b>3,671</b>	<b>3,859</b>	<b>4,355</b>	<b>4,484</b>	<b>4,523</b>
% 总资产	74.2%	87.6%	86.8%	69.3%	67.6%	62.5%
<b>资产总计</b>	<b>2,570</b>	<b>4,189</b>	<b>4,443</b>	<b>6,280</b>	<b>6,636</b>	<b>7,240</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>107</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>393</b>	<b>602</b>	<b>670</b>	<b>927</b>	<b>1,085</b>	<b>1,236</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>475</b>	<b>255</b>	<b>133</b>	<b>186</b>	<b>218</b>	<b>250</b>
<b>流动负债</b>	<b>869</b>	<b>858</b>	<b>909</b>	<b>1,113</b>	<b>1,303</b>	<b>1,486</b>
<b>长期贷款</b>	<b>242</b>	<b>1,515</b>	<b>1,378</b>	<b>1,171</b>	<b>996</b>	<b>846</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>75</b>	<b>64</b>	<b>151</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,186</b>	<b>2,436</b>	<b>2,438</b>	<b>2,284</b>	<b>2,299</b>	<b>2,333</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,145</b>	<b>1,510</b>	<b>1,748</b>	<b>3,716</b>	<b>4,032</b>	<b>4,573</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>240</b>	<b>243</b>	<b>257</b>	<b>280</b>	<b>306</b>	<b>334</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,570</b>	<b>4,189</b>	<b>4,443</b>	<b>6,280</b>	<b>6,636</b>	<b>7,240</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.219	0.198	0.316	0.328	0.431	0.541
每股净资产	1.908	1.887	2.185	3.716	4.032	4.573
每股经营现金净流	0.249	0.239	0.560	0.977	0.992	1.097
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.49%	10.49%	14.47%	8.83%	10.68%	11.83%
总资产收益率	5.12%	3.78%	5.69%	5.23%	6.49%	7.47%
投入资本收益率	8.82%	7.51%	9.22%	7.84%	9.15%	10.21%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	58.46%	43.30%	22.14%	17.31%	14.94%
EBIT增长率	N/A	45.86%	39.01%	19.96%	20.45%	20.40%
净利润增长率	N/A	20.37%	59.79%	29.74%	31.26%	25.58%
总资产增长率	N/A	62.97%	6.07%	41.34%	5.67%	9.09%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.4	14.1	10.9	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	9.4	7.1	14.5	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	95.6	149.4	121.6	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	605.2	661.2	546.5	471.1	390.0	327.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-6.36%	66.76%	63.09%	-5.72%	-12.49%	-23.79%
EBIT利息保障倍数	44.0	4.6	6.9	7.2	14.6	28.9
资产负债率	46.13%	58.16%	54.87%	36.37%	34.64%	32.22%

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；  
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；  
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。



**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室