

2010年10月19日

港口 II

公司深度报告

收盘价: 20.30 元

目标价: 25

黑金闪耀芜湖港

投资评级: 买入(首次评级)
能源材料: 王广举

执业证书编号: S0570210030025

电话: 021-50122167

邮箱: wjfuture@sohu.com

联系人:

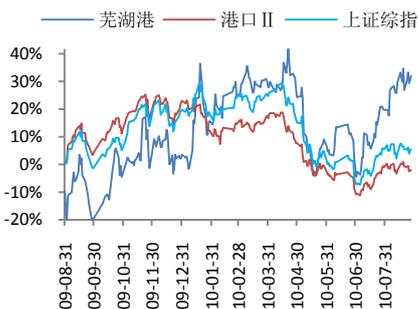
电话:

邮箱:

公司基本数据

总股本(万股)	35580.00
流通 A 股/B 股(万股)	35580.00/0.00
资产负债率(%)	37.09
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	
净资产收益率(加权)	0.00
12 个月内最高/最低价	21.25/12.64

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

- 公司于 20 日接到中国证监会通知, 公司关于发行股份购买资产即重大资产重组获得核准。
- 公司拟向淮南矿业发行 1.676 亿股, 发行价 11.11 元/股, 购买淮南矿业全资拥有的铁路运输及物流资产。重组完成后, 淮淮南矿业将直接持有芜湖港股份占已发行股份的 32.02%, 成为芜湖港的第一大股东。
- 淮南矿业和港口公司一致同意, 本次重组完成后, 淮南矿业将采取包括但不限于通过二级市场增持或其他合法方式提高对芜湖港的持股比例, 以增强对上市公司的控制力。
- 公司原有业务为煤炭、集装箱、外贸大宗散货、件杂货等货种的装卸中转, 销售毛利率逐年下滑。而淮南矿业铁路及物流资产收入稳定, 业绩有保证。
- 淮矿铁路运价调高提升安全边际。原煤炭运输价格为 14.8 元/吨, 本次上调 4.8 元, 我们预计增加营业收入 2.88 亿, 如果成本不变则增厚公司 EPS0.41 元。即便成本上涨我们预计亦可增厚 0.3 元左右。我们预计公司 2011 年港口、铁路、物流资产可实现 EPS 至少 1 元/股, 对应当前价的 PE 为 20 倍, 由于公司有继续重组可能, 估值合理。
- 淮南矿业煤炭资产注入是市场最大期待。淮南矿区为全国 13 个大型煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一, 是国家 520 户重点大型企业之一, 现共计拥有全资及控股子公司 13 家, 参股子公司 2 家。现有生产矿井 13 对, 2009 年产量 6715 万吨, 煤炭可采储量达 55 亿吨。
- 由于市场对淮矿煤炭资产注入期待较高, 我们假设公司后续继续向淮南矿业定向增发收购全部煤炭资产, 假定增发价 20 元, 我们测算公司应向公司增发 43.75 亿股, 我们测算注入后煤炭、港口、铁路、物流资产的总市值高达 1547 亿, 对应每股价值 31.6 元, 较当前价有 50% 以上的空间。

◎风险提示:

虽然淮南矿业有对芜湖港继续增持意原, 但并未承诺以何种方式及何种资产实现增持股份的目的, 因此具有重大不确定性, 注意风险。

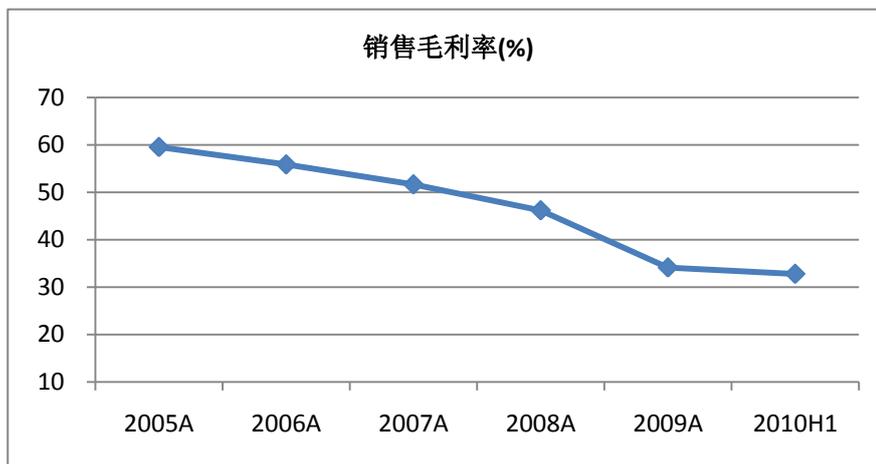
一、公司简介

1、芜湖港是长江第一大煤运码头

公司拥有长江上第一大煤炭能源中转港和安徽省最大的外贸、集装箱枢纽港。其中裕溪口煤码头为我国“西煤东运、北煤南运”的主要煤炭输出港口，也是长江干线综合能力最强、功能最完善的煤码头之一。

原有业务盈利逐年下滑。目前公司核心业务为煤炭、集装箱、外贸大宗散货、件杂货等货种的装卸中转。

一方面受宏观经济政策、煤炭、电力行业格局震荡、港口行业竞争加剧等影响，港口增效空间收窄；另一方面受成本上涨、员工收入增长、基础建设投资和设备维护支出加大等因素影响，公司经营成本加重，毛利率逐年下滑。



二、重组后盈利能力得到改善

● 重组内容

芜湖港以 11.11 元/股向淮南矿业定向增发 167,602,585 股股份，收购淮南矿业全资持有的铁运公司和物流公司 100% 股权。

● 淮南矿业成为芜湖港实际控制人

本次收购完成后，淮南矿业将直接持有芜湖港股份占已发行股份的 32.02%，成为芜湖港的第一大股东，芜湖港口有限责任公司持股 30.08%，为第二股东。

芜湖港实际控制人李非列先生承诺并保证，本次重大资产重组完成后，在淮南矿业取得并持有芜湖港股票占芜湖港总股本 30% 以上的前提下，本人以及本人之一致行动人不

以任何形式取得芜湖港第一大股东地位或达到对芜湖港的实际控制。

● **淮南矿业有继续增持股份可能**

淮南矿业和港口公司一致同意，本次重组完成后，淮南矿业将采取包括但不限于通过二级市场增持或其他合法方式提高对芜湖港的持股比例，以增强对上市公司的控制力。

● **重组后业绩稳定性增强**

铁运公司运输的煤炭全部来源于淮南矿业生产。随着淮南矿业煤炭产量的稳步增加，铁运公司煤炭运量也随之稳步增长。

由于煤炭运输价格由安徽省物价局直接定价，运输价格相对稳定，因此，在目前我国煤炭资源紧缺，淮南矿业产煤供不应求的大环境下，保证了铁运公司经营业绩稳定，重组后公司业绩受外部经济环境影响弱化。

业绩承诺：淮南矿业承诺，铁运公司和物流公司 2010-2012 年经审计后的净利润合计不低于 3.2、3.84、4.61 亿元，对应本次增发摊薄后 EPS 为 0.61、0.73、0.84 元。

如铁运公司和物流公司届时实际实现的净利润未达到上述标准，其差额部分由淮南矿业在每个会计年度铁运公司和物流公司的审计报告出具后的二十个工作日内以现金向芜湖港补足。

● **运价上调，提升安全边际**

淮南矿业外运煤比例 80%左右，假定 2012 年淮南矿业产量达到 1 亿吨，则外运量达到 8000 万吨，我们保守测算按运量 6000 万吨计。

当前煤炭运输价格为 14.8 元/吨，本次上调 4.8 元至 19.6 元/吨，按 6000 万吨运量测算，增加营业收入 2.88 亿，如果成本不变则增厚公司 EPS0.41 元。即便成本上涨我们预计亦可增厚 0.3 元。

● **铁路资产注入后估值合理**

由于运价上调，我们预计公司 2011 年 EPS 可达到 1 元，对应当前价的 PE 为 20 倍，对于处于重组中的公司而言，估值合理。

三、淮矿煤炭资产注入是市场最大期待

● 淮南矿业是中国第 5 大煤炭企业

淮南矿业集团是安徽省国资委控股 48.43% 的煤电一体化企业。淮南矿区为全国 13 个大型煤炭生产基地和 6 个煤电基地之一，是国家 520 户重点大型企业之一，现共计拥有全资及控股子公司 13 家，参股子公司 2 家。现有生产矿井 13 对，2009 年产量 6715 万吨。

表 1: 淮南矿业股权结构

	投资金额 (亿元)	持股比例 (%)
安徽省国有资产监督管理委员会	49.7	48.43
中国信达资产管理公司	48.5	47.24
中国建设银行安徽省分行	4.0	3.94
中国华融资产管理公司	0.4	0.39
合计	102.7	100

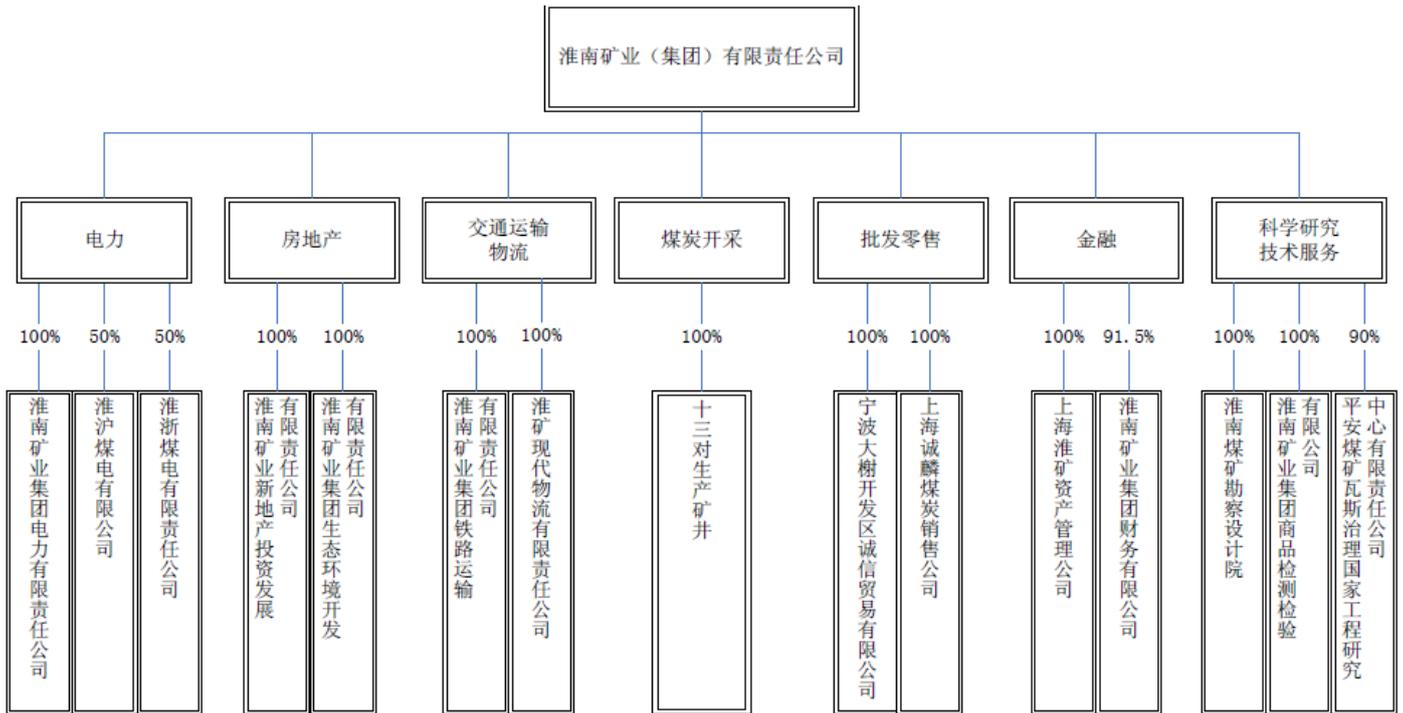
数据来源：华宝证券研究所

表 2: 淮南矿业是煤炭产量排名第 5

	名称	2009 产量 万吨
1	神华集团	28125
2	中煤集团	11411
3	大同煤矿集团	8029
4	山西焦煤集团	6891
5	淮南矿业集团	6715
6	陕西工化集团	6040
7	龙煤集团	5495
8	河南工化集团	4465
9	潞安集团	4209
10	中平能化集团	4120

数据来源：华宝证券研究所

表 3: 淮南矿业组织结构图



数据来源：华宝证券研究所

● 淮南矿业煤炭产量增长迅速

淮南矿业十一五期间煤炭产量翻一翻，且未来三年煤炭产量有望再增长 50%，产量达到 1 亿吨以上。

表 5: 淮南矿业历年产量情况 万吨

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010Q1
产量	3095	3334	4196	6043	6715	1675
洗出率%	93.4%	92.1%	86.4%	71.0%	71.2%	72.3%
销量	2890	3071	3627	4288	4784	1212
混煤	2579	2,795	3337	3919	4106	1056
块煤	12	10	6	6	5	0.5
精煤	133	167	170	217	240	53
洗混	128	74	90	122	162	44
筛末煤					7	1
煤泥	38	25	24	24	263	57
价格						
混煤	316	313	339	445	428	491
块煤	415	391	436	789	609	805
精煤	710	669	734	1369	968	1237
洗混	378	378	374	494	425	312
筛末煤					503	712
煤泥	267	172	137	172	174	188

数据来源：华宝证券研究所

淮南矿业煤种齐全，有发电用动力煤和冶炼用的洗精煤，但以发电用混煤销售为主，

占到总销量的 87%。淮南矿业煤炭可采储量达 55 亿吨，仅次

表 6: 淮南矿业煤炭分品种销售结构

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010Q1
混煤	89.2%	91.0%	92.0%	91.4%	85.8%	87.2%
块煤	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
精煤	4.6%	5.4%	4.7%	5.1%	5.0%	4.4%
洗混	4.4%	2.4%	2.5%	2.8%	3.4%	3.6%
筛末煤	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
煤泥	1.3%	0.8%	0.7%	0.6%	5.5%	4.7%
合计:	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 华宝证券研究所

表 7: 淮南矿业资源概况

矿井	煤种	可采储量	可采年限
新庄孜矿	气煤、1/3 焦煤、焦煤	14582	35.9
谢一矿	1/3 焦煤、焦煤、瘦煤	29702	43.3
潘一矿	气煤、1/3 焦煤	49594	38
潘三矿	气煤、1/3 焦煤	40984	29.7
谢桥矿	气煤、1/3 焦煤	38128	88.6
张集矿	气煤、1/3 焦煤	92330	65.1
李一矿	1/3 焦煤	598	73.2
李嘴孜矿	1/3 焦煤	3739	38.9
潘二矿	气煤	20061	66
顾桥矿井	气煤、1/3 焦煤	109884	78.5
顾北矿	气煤、1/3 焦煤	28623	68.2
丁集矿井	气煤、1/3 焦煤	51989	74.3
潘北矿	气煤、1/3 焦煤	71601	29.8
合计:		551815	

数据来源: 华宝证券研究所

四、淮矿煤炭资产注入价值几何?

● 淮矿煤炭注入后总股本测算:

我们测算如果淮南矿业全部煤炭资产注入芜湖港, 公司需向淮南矿业定向增发 48.98 亿股。

关键假设:

吨煤建设成本: 700 元/吨

由于安徽地区煤层赋存较深, 建井成本高于山西、内蒙等地, 吨煤建设成本大约在 700 元左右。

吨采矿权价款: 7 元/吨

由于恒源煤电和淮南矿业同处安徽，且煤质相关不大，恒源煤电的采矿权价款具有借鉴意义。

2009 年恒源煤电向大股东收购了任楼、祁东、钱营孜矿，吨采矿权平无收购价为 4.7 元，我们本次将淮南矿业采矿权价款假定为 7 元进行测算。

表 8: 淮矿煤炭注入后总股本测算

权益产能 (万吨)	7000
吨煤建设成本 (元/吨)	700
重置建设成本 (亿元)	490
可采储量 (亿吨)	55
吨采矿权价款 (元/吨)	7
采矿权价款 (亿元)	385
淮矿煤炭价值 (亿元)	875
假设增发价 (元/股)	20
需增发股本 (亿股)	43.75
原股本 (亿股)	5.23
总股本 (亿股)	48.98

数据来源: 华宝证券研究所

● 淮矿煤炭资产上市后总市值测算:

由于国投新集和淮南矿业同处淮南，煤炭资源自然条件、生产成本、销售价格相差不大，因此我们以国投新集的规模和市值进行测算淮矿煤炭资产市值。2010 年国投新集煤炭销量预计 1400 万吨，总市值 303 亿，淮南矿业按 6300 万吨销量测算其市值约 1363.5 亿元。

表 9: 港口、铁路、物流资产市值测算

	负债	净资产	PB	市值
港口 (亿元)	31	53	2	137
铁路 (亿元)	2.8	14.6	2	32
物流 (亿元)	7.2	3.9	2	15
小计: (亿元)				184

数据来源: 华宝证券研究所

● 如淮矿煤炭资产注入，公司目标价 31.6

淮矿注入后总市值测算 (亿元):	1547.5
淮矿煤炭注入后总股本 (亿股)	48.98
每股价值 (元/股)	31.6

数据来源: 华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上；

- 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。