

唐山港 (601000.SH) 港口行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

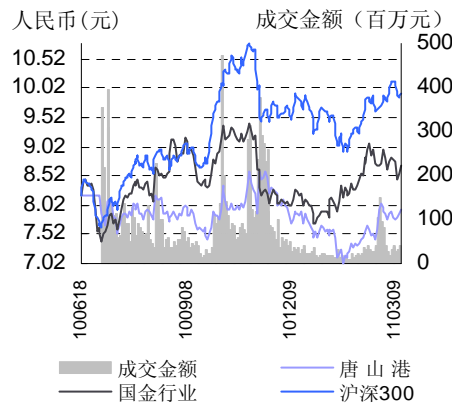
市价(人民币): 7.96元

钢铁煤炭吞吐量增加带动业绩上涨

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	200.00
总市值(百万元)	7,960.00
年内股价最高最低(元)	8.60/7.02
沪深 300 指数	3262.92
上证指数	2937.63



相关报告

1. 《煤炭钢材吞吐量好于预期》，2010.10.20
2. 《业绩基本符合预期》，2010.8.17
3. 《腹地资源支撑进出口货量同步增长》，2010.6.21

李光华 联系人

(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.316	0.344	0.425	0.478	0.524
每股净资产(元)	2.18	3.49	4.54	4.72	5.04
每股经营性现金流(元)	0.56	0.70	0.73	0.84	0.89
市盈率(倍)	N/A	22.04	18.72	16.64	15.18
行业优化市盈率(倍)	30.84	30.84	30.84	30.84	30.84
净利润增长率(%)	59.79%	35.97%	23.66%	12.49%	9.62%
净资产收益率(%)	14.47%	9.86%	7.81%	8.45%	8.66%
总股本(百万股)	800.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 唐山港公布 2010 年年报, 报告期公司实现营业收入 25.6 亿元, 同比增长 32%, 实现归属于母公司股东净利润 3.4 亿元, 同比增长 36%, 全面摊薄后每股盈利 0.34 元, 略低于我们每股盈利 0.36 元的预期;

经营分析

- 铁矿石吞吐量降幅明显: 受到铁矿石价格大幅上涨影响, 2010 年中国铁矿石进口录得 12 年来首次下滑, 比 09 年下降 1.4%, 其中来自印度的铁矿石减少 10%。受此影响, 公司铁矿石码头吞吐量同比减少 9.6%。我们预计 2011 年公司铁矿石码头吞吐量将恢复增长, 但由于印度的铁矿石出口受限, 预计吞吐量增幅较低;
- 钢铁和煤炭吞吐量增长带动业绩好转: 由于公司第一大货种铁矿石的吞吐量下降, 2010 年公司业绩的增长来源主要来自于钢材和煤炭吞吐量的增长。其中钢材吞吐量同比增长 20.7%, 煤炭吞吐量在进口煤的拉动下增长 36.2%。公司 20#-22#通用杂货在 2010 年投产, 预计 2011 年钢材吞吐量增速将维持在较高的水平;
- 首钢码头股权的收购将影响短期 EPS, 但有利于长期发展: 根据公司非公开发行 A 股股票预案, 计划非公开发行不超过 1.35 亿股, 发行价格不低于 6.63, 用于收购大股东持有的 60% 的首钢码头。由于码头尚未建成, 因此增发将摊薄 EPS, 预计 2012 年开始新码头将开始贡献利润;

盈利调整

- 我们预计公司 2011-2013 年实现净利润 4.25、4.78 和 5.24 亿元, 净利润同比增长 24%、13% 和 10%, 折合每股收益 0.43、0.48 和 0.52。若考虑收购首钢码头股权的影响(假设发行 1.35 亿股), 公司 11-13 年每股收益将为 0.37、0.43 和 0.52;

投资建议

- 目前股价对应 2011 年 PE 为 18.7 倍, PB 为 1.75 倍, 若考虑增发摊薄影响, 11 年 PE 将上升至 21.2 倍。公司未来 3 年净利润的符合增长率为 15%, 我们认为公司目前股价处于合理水平, 维持“持有”评级;

公司经营分析及预测

图表1: 公司未来3年收入及毛利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一. 主营收入 (百万元)	1,330.82	1,913.12	2546.50	2991.47	3384.86	3743.05
YoY	60.3%	43.8%	33.1%	17.5%	13.2%	10.6%
装卸堆存收入	877.88	1,327.75	1546.86	1757.40	1941.02	2104.23
YoY	57.7%	51.2%	16.5%	13.6%	10.4%	8.4%
港务管理收入	115.28	122.70	158.98	174.88	192.37	211.60
YoY	21.9%	6.4%	29.6%	10%	10%	10%
商品销售收入	196.96	337.03	685.27	890.85	1069.02	1229.38
YoY	117.5%	71.1%	103.3%	30%	20%	15%
船舶运输收入	71.16	60.06	51.81	54.40	57.12	59.98
YoY	13.3%	-15.6%	-13.7%	5%	5%	5%
其他收入	69.55	65.58	103.58	113.94	125.33	137.86
YoY	173.0%	-5.7%	58.0%	10%	10%	10%
一. 主营成本 (百万元)	804.01	1,190.45	1700.59	2025.42	2317.83	2582.06
YoY	68.4%	48.1%	42.9%	19.1%	14.4%	11.4%
-装卸堆存成本	525.4	759.2	882.3	994.8	1098.7	1191.1
YoY	67.8%	44.5%	16.2%	12.8%	10.4%	8.4%
-港务管理成本	43.15	53.78	74.64	81.18	89.30	98.23
YoY	17.6%	24.6%	38.8%	8.8%	10.0%	10.0%
-商品销售成本	188.02	324.96	679.80	881.95	1058.33	1217.08
YoY	121.6%	72.8%	109.2%	29.7%	20.0%	15.0%
-船舶运输成本	35.67	36.45	35.71	37.32	39.19	41.15
YoY	-0.8%	2.2%	-2.0%	4.5%	5.0%	5.0%
-其他成本	11.78	16.03	28.20	30.19	32.29	34.49
YoY	75.1%	36.1%	75.9%	7.1%	6.9%	6.8%
一. 主营毛利 (百万元)	526.80	722.67	845.90	966.05	1067.03	1160.99
YoY	49%	37%	17%	14%	10%	9%
装卸堆存	352.48	568.51	664.61	762.62	842.30	913.12
YoY	44.7%	61.3%	16.9%	14.7%	10.4%	8.4%
港务管理	72.13	68.93	84.34	93.70	103.07	113.38
YoY	24.7%	-4.4%	22.4%	11.1%	10.0%	10.0%
商品销售	8.94	12.08	5.48	8.91	10.69	12.29
YoY	57.0%	35.2%	-54.7%	62.7%	20.0%	15.0%
船舶运输	35.49	23.61	16.10	17.08	17.93	18.83
YoY	32.2%	-33.5%	-31.8%	6.1%	5.0%	5.0%
其他	57.77	49.55	75.38	83.75	93.04	103.37
YoY	208.1%	-14.2%	52.1%	11.1%	11.1%	11.1%

来源: 国金证券研究所。公司资料

图表2: 公司未来毛利率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务毛利率	39.6%	37.8%	33.2%	32.3%	31.5%	31.0%
装卸堆存	40.2%	42.8%	43.0%	43.4%	43.4%	43.4%
港务管理	62.6%	56.2%	53.0%	53.6%	53.6%	53.6%
商品销售	4.5%	3.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
船舶运输	49.9%	39.3%	31.1%	31.4%	31.4%	31.4%
其他	83.1%	75.6%	72.8%	73.5%	74.2%	75.0%

来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表3: 铁矿石和煤炭是公司的第一大货种

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
装卸量 (百万吨)						
钢铁	11.32	12.26	14.80	17.02	18.72	20.59
YoY	2.8%	8.3%	20.7%	15%	10%	10%
铁矿石	19.69	32.65	29.53	31.89	33.49	34.16
YoY	22.1%	65.8%	-9.6%	8%	5%	2%
煤炭	13.78	20.13	27.42	31.53	34.69	38.15
YoY	35.2%	46.1%	36.2%	15%	10%	10%
其他货种	1.22	1.90	3.00	3.30	3.63	3.99
YoY	-19.0%	55.8%	57.8%	10%	10%	10%
合计	46.01	66.95	74.75	83.75	90.53	96.90
YoY	18.5%	45.5%	11.7%	12.0%	8.1%	7.0%
装卸堆存收入 (百万元)						
钢铁	253.62	248.24	302.70	355.07	398.39	442.61
YoY	51.7%	-2.1%	21.9%	17.3%	12.2%	11.1%
铁矿石	343.56	594.00	547.96	603.63	646.49	666.01
YoY	68.4%	72.9%	-7.8%	10.2%	7.1%	3.0%
煤炭	254.26	442.48	614.66	720.99	808.95	898.75
YoY	53.7%	74.0%	38.9%	17.3%	12.2%	11.1%
其他货种	26.44	43.03	69.25	77.70	87.18	96.86
YoY	30.9%	62.7%	61.0%	12.2%	12.2%	11.1%
合计	877.9	1,327.7	1,534.6	1,757.4	1,941.0	2,104.2
YoY	57.7%	51.2%	15.6%	14.5%	10.4%	8.4%
费率 (元/吨)						
钢铁	22.40	20.25	20.45	20.86	21.28	21.49
YoY	47.6%	-9.6%	1%	2%	2%	1%
铁矿石	17.45	18.19	18.56	18.93	19.31	19.50
YoY	37.9%	4.2%	2%	2%	2%	1%
煤炭	18.45	21.98	22.42	22.86	23.32	23.56
YoY	13.7%	19.1%	2%	2%	2%	1%
其他货种	21.67	22.63	23.08	23.55	24.02	24.26
YoY	61.5%	4.4%	2%	2%	2%	1%
合计	19.08	19.83	20.53	20.99	21.44	21.72
YoY	33.1%	3.9%	3.5%	2.2%	2.2%	1.3%

来源: 国金证券研究所, 公司资料

收购首钢码头 60%股权的影响测算

- 预计首钢码头固定资产为 25 亿元, 年折旧率为 6%; 预计年利息费为负债的 4%; 预计除折旧外, 每吨装卸成本为 8 元 (根据唐山港情况推算)
- 首钢码头 (20 万吨) 投产后, 部分因为泊位能力不足而转移外地的货源将会回流, 预计码头投产当年即可达到盈亏平衡;

图表4: 预计首钢码头在 2012 年将能达到盈亏平衡

吞吐量 (百万吨)	15	25	35	45	55
收入	285	475	665	855	1045
成本	270	350	430	510	590
毛利	15	125	235	345	455
毛利率	5%	26%	35%	40%	44%
管理费用	-25.65	-42.75	-59.85	-76.95	-94.05
利息费用	-60	-60	-60	-60	-60
净利润	-70.65	22.25	115.15	208.05	300.95
利润率	-25%	5%	17%	24%	29%
归属公司净利润	-42.39	13.35	69.09	124.83	180.57
折合每股收益	-0.037	0.012	0.061	0.110	0.159

来源: 国金证券研究所,

附录：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,347	1,930	2,557	2,991	3,385	3,743
增长率		43.3%	32.5%	17.0%	13.2%	10.6%
主营业务成本	-806	-1,192	-1,703	-2,025	-2,318	-2,582
% 销售收入	59.8%	61.8%	66.6%	67.7%	68.5%	69.0%
毛利	541	738	854	966	1,067	1,161
% 销售收入	40.2%	38.2%	33.4%	32.3%	31.5%	31.0%
营业税金及附加	-44	-61	-71	-90	-102	-112
% 销售收入	3.3%	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-3	-5	-5	-6	-10	-11
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
管理费用	-170	-221	-234	-284	-322	-356
% 销售收入	12.6%	11.4%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	324	450	544	586	634	682
% 销售收入	24.1%	23.3%	21.3%	19.6%	18.7%	18.2%
财务费用	-70	-65	-54	-7	18	33
% 销售收入	5.2%	3.4%	2.1%	0.2%	-0.5%	-0.9%
资产减值损失	-1	-9	-2	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	1	7	8	9	10
% 税前利润	n.a	0.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
营业利润	250	377	495	587	660	725
营业利润率	18.5%	19.5%	19.4%	19.6%	19.5%	19.4%
营业外收支	4	4	4	9	9	9
税前利润	254	381	499	596	669	734
利润率	18.8%	19.8%	19.5%	19.9%	19.8%	19.6%
所得税	-61	-109	-136	-149	-167	-183
所得税率	24.2%	28.6%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	192	273	363	447	502	550
少数股东损益	34	20	19	21	23	26
归属于母公司的净利润	158	253	344	425	478	524
净利率	11.8%	13.1%	13.5%	14.2%	14.1%	14.0%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	192	273	363	447	502	550
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	171	226	260	367	416	443
非经营收益	73	45	54	74	16	10
营运资金变动	-245	-95	18	-16	70	63
经营活动现金净流	191	448	695	872	1,004	1,067
资本开支	-1,374	-346	-504	-704	-400	-101
投资	-60	-13	-30	-1	0	0
其他	19	2	10	8	9	10
投资活动现金净流	-1,416	-357	-524	-697	-391	-91
股权募资	172	0	1,606	1,640	-148	0
债权募资	1,285	-30	-856	-247	-80	-68
其他	-218	-186	-277	-40	-141	-149
筹资活动现金净流	1,239	-216	474	1,353	-369	-217
现金净流量	15	-125	645	1,528	244	758

来源：国金证券研究所

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	345	220	865	2,393	2,637	3,395
应收款项	113	80	86	238	269	297
存货	6	88	8	55	64	71
其他流动资产	53	197	42	407	466	518
流动资产	518	585	1,001	3,093	3,435	4,282
% 总资产	12.4%	13.2%	19.3%	40.8%	43.4%	50.8%
长期投资	152	164	192	193	192	192
固定资产	2,965	3,096	3,352	3,782	3,848	3,575
% 总资产	70.8%	69.7%	64.7%	49.9%	48.7%	42.4%
无形资产	529	547	588	503	432	372
非流动资产	3,671	3,859	4,184	4,480	4,474	4,141
% 总资产	87.6%	86.8%	80.7%	59.2%	56.6%	49.2%
资产总计	4,189	4,443	5,185	7,573	7,908	8,423
短期借款	0	107	0	0	0	0
应付款项	602	670	515	963	1,099	1,221
其他流动负债	255	133	140	347	392	433
流动负债	858	909	655	1,310	1,491	1,654
长期贷款	1,515	1,378	629	535	454	386
其他长期负债	64	151	152	0	0	0
负债	2,436	2,438	1,436	1,845	1,946	2,041
普通股股东权益	1,510	1,748	3,490	5,449	5,659	6,053
少数股东权益	243	257	258	280	303	329
负债股东权益合计	4,189	4,443	5,185	7,573	7,908	8,423

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.198	0.316	0.344	0.425	0.478	0.524
每股净资产	1.887	2.185	3.490	4.541	4.716	5.044
每股经营现金净流	0.239	0.560	0.695	0.726	0.837	0.889
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.089	0.100	0.109
回报率						
净资产收益率	10.49%	14.47%	9.86%	7.81%	8.45%	8.66%
总资产收益率	3.78%	5.69%	6.63%	5.62%	6.05%	6.23%
投入资本收益率	7.51%	9.22%	9.04%	7.02%	7.41%	7.56%
增长率						
主营业务收入增长率	58.46%	43.30%	32.49%	17.00%	13.15%	10.58%
EBIT增长率	45.86%	39.01%	20.72%	7.81%	8.13%	7.59%
净利润增长率	20.37%	59.79%	35.97%	23.66%	12.49%	9.62%
总资产增长率	62.97%	6.07%	16.68%	46.07%	4.43%	6.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	10.9	8.7	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	7.1	14.5	10.3	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	149.4	121.6	72.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	661.2	546.5	447.5	410.5	391.4	346.9
偿债能力						
净负债/股东权益	66.76%	63.09%	-6.30%	-32.43%	-36.60%	-47.15%
EBIT利息保障倍数	4.6	6.9	10.1	88.8	-35.6	-20.5
资产负债率	58.16%	54.87%	27.71%	24.36%	24.60%	24.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	0	0	1
持有	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	3.00	3.00	2.67

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-17	持有	8.11	N/A
2 2010-10-20	持有	8.08	N/A

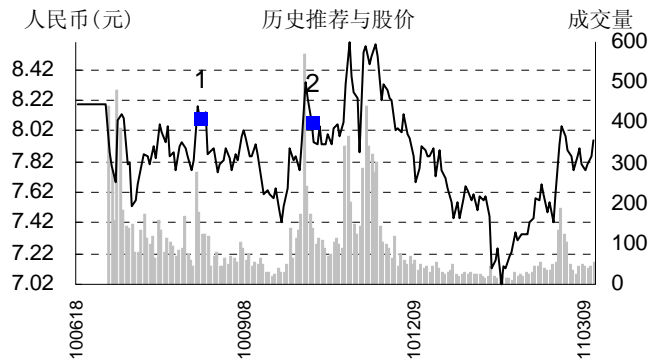
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室