

深度报告

交通运输
港口航运
北海港(000582)
中性

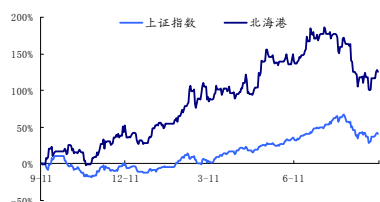
元 昨收盘: 15.77 元 (首次评级)

2009 年 11 月 11 日

本报告的独到之处

- 实地调研了北海港、防城港及钦州港，对三港及集团基本情况进行了整理
- 按照现有资产及 08 年的重组预案分别进行盈利预测

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	142.12/83.70
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	1,939.97/1,142.49
上证综指/深圳成指	3,076.65/12,715.65
12 个月最高/最低(元)	15.17/5.28

财务数据

净资产值(百万元)	279.50
每股净资产(元)	1.97
市净率	6.94
资产负债率	58.82%
息率	

相关研究报告:

分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82133400

E-mail: sunff@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

首次覆盖

重组尚有障碍 非经常性收益增加盈利

●08 年公司的吞吐量仅占集团的 1/9，贡献集团净利润的 1/12

公司目前有 4 个泊位 2 个港区，设计通过能力 215 万吨，是集团 6000 万吨 1/28，08 年净利润 1833 万元，EPS 为 0.13 元，吞吐量占集团的 1/9，净利润占集团 22779 万元的 1/12。09 年预测净利润将增长 215%，其中经常性收益 0.16 元，其余 0.12 元（44%）是非经常性损益。

●公司 07/08 吞吐量增速为 25% / 2%，收入增速为 33% / 8%

公司 06-08 年吞吐量分别为 402 万吨、502 万吨及 513 万吨，09 年计划为 520 万吨，收入增速则为 45%、33%和 8%，07 年/08 年盈利 156 万元/1833 万元。

●基于现有资产，相对估值与绝对估值的区间为 2.5 元-4.5 元/股

公司绝对估值的合理区间在 1.1 元-3.0 元之间；相对估值区间为 3.5-4.5 元。

●如果注入防城港 70%和钦州港 100%的资产，将对股价有支撑

08 年的资产重组预案中，拟注入公司防城港 70%的股权及钦州港 100%的股权。08 年防城港的吞吐量/净利润是公司 7.2 倍/12 倍，钦州港的吞吐量/净利润是公司的 1.1 倍/0.75 倍；经过实地调研，我们认为防城和钦州港的吞吐量增速都将快于公司，特别是钦州保税港区在 09 年 9 月封关运作后，未来三年吞吐量增速将达到 20%以上，防城港的吞吐量增速预计也在 10%以上。

●重组尚有障碍，给予“中性”评级

基于现有资产，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.28 元、0.18 元和 0.16 元。当前 15.8 元的股价对应 09PE 为 56 倍，PB 为 7.5 倍，扣非后的 09PE 为 99 倍。假设资产注入方案与重组预案完全相同，预计注入当年摊薄 EPS 分别为 0.70 元（增发价 12 元）、0.76 元（增发价 13.8 元）和 0.80 元（增发价 16 元），当前股价对应摊薄 PE 分别为 22X、21X 和 20X，相对于当前港口的 20X-30X 的估值区间，注入后公司的相对估值可达 17.5 元-21 元。目前资产注入的障碍在于中国证监会尚未对披露不实的调查还未有最后结论，以及拟注入资产的剥离工作还未最后完成，重组事件有不确定性，给予中性的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
营业收入(百万元)	198	204	218	233	250
(+/-%)	7.4%	3.0%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润(百万元)	18	40	26	22	25
(+/-%)	952.8%	115.5%	--	--	13.4%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.18	0.16	0.18
EBIT Margin	16.6%	17.6%	17.7%	18.1%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	15.4%	9.8%	8.1%	8.8%
市盈率 (PE)	46.3	39.1	36.5	33.9	31.5
EV/EBITDA	9.28	8.71	8.37	8.10	7.81
市净率 (PB)	7.04	6.62	6.36	6.15	5.93

投资摘要

估值与投资建议

我们假设公司 2009-2011 年以后的收入增长率分别为 3%、7%及 7%，永续增长率为 2%，得到公司的绝对估值的合理区间在 1.1 元-3.0 元之间，价值中枢为 2.5 元；基于港口估值区间 22X-30X 计算，预计 09 年预计每股收益 0.28 元，扣除非经常性损益后为 0.16 元，公司的相对估值区间为 3.5-4.5 元；当前 15.8 元的股价对应 09PE 为 56 倍，PB 为 7.5 倍，扣除后的 09PE 为 99 倍。公司 08 年 8 月公告了资产注入的预案，后因各种原因到目前未获审批，股价中已经包含了部分重组预期。

假设基于公司 08 年 8 月的资产重组预案，防城港 70%的股权及钦州港 100%的股权注入公司，且资产价格与重组预案相同为 22.24 亿元，我们预计公司对应摊薄的 EPS 分别为 0.70 元（增发价 12 元）、0.76 元（增发价 13.8 元）和 0.80 元（增发价 16 元），对应当前 15.8 元的股价 PE 分别为 21X、19X 和 18X，相对于港口 23X-30X 的估值区间，价格还有 20%-30%左右的空间，目标价可达 17.5 元-21 元。

核心假设或逻辑

（1）基本收入假设：公司 2009-2011 年以后的收入增长率分别为 3%、7%及 7%，永续增长率为 2%；（2）资产注入假设：防城港 70%的股权及钦州港 100%的股权注入公司，且资产价格与重组预案相同为 22.24 亿元；

与市场预期的差异之处

一方面，市场认为伴随广西经济起飞及东盟经济区的兴起，广西省将有诸多大的项目计划或即将上马，例如能源（1000 万吨炼油）、2000 万吨原油储备以及相关乙烯等石化项目上马、钢铁（武钢与柳钢，防城港）、林浆纸（铁山港）等，公司的大股东---北部湾湾港口集团，及下属的北海、防城、钦州、铁山等港口将迎来大规模发展期，但我们经过实地调研，发现上述项目大部分由货主自建码头解决，北部湾港务集团分享的增量货源可能不如预期。

另一方面，市场普遍认为公司当前的股价已经充分反映了防城港及钦州港的注入预期，集团 08 年的盈利是北海港的 12 倍，其中防城、钦州和北海港分别贡献了集团净利润的 87%、6%和 8%，我们认为伴随着钦州和防城港的盈利增长（09 年前三季度钦州和防城分别完成货物吞吐量 1433 万吨和 3221 万吨，分别增长 27%和 14%）。特别是公司股价走高的情形下，对公司股本摊薄较小，未来注入时的每股收益增厚可能超预期，因此资产注入的方案能够对现在股价形成一定的支撑。

股价变化的催化因素

证监会对公司的调查结束，同意重组方案；拟注入资产的剥离工作结束。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、资产注入有不确定性；
- 2、公司重新设计重组方案；

内容目录

估值与投资建议	4
绝对估值法：1.1 元-3.0 元/股	4
相对估值法：合理价格为 4.5 元（基于现有资产）	4
给予“中性”的投资评级	5
北海港设计能力 215 万吨	5
公司目前主要有 4 个生产性泊位	5
近三年营业收入平均增长 33%，但盈利不佳	6
装卸收入贡献收入的 91%和毛利的 93%，毛利率 33%	6
盈利预测：09 年非经常性收益可贡献 0.12 元	7
基本假设及结论	7
资产注入假设分析	7
大股东北部湾国际港务集团年通过能力是公司的 28 倍	7
防城港、钦州港和北海港分别占集团吞吐量的 77%、12%和 11%	8
公司资产注入的条件已经基本具备，只待证监会审批	9
按 13.8 元的股价增发，公司备考 EPS 为 0.76 元	9
北海港、钦州港和防城港的资产负债率分别为 62%、88%和 50%	10
防城港及钦州港基本情况介绍	10
防城港占北部湾集团吞吐量的 76%，设计能力 4000 万吨	10
钦州港的保税港区 09 年 9 月封关，设计能力 120 万箱	11

图表目录

表 1：三阶段模型的主要假设	4
表 2：绝对估值的基本假设条件	4
表 3：估值方法输出	4
表 4：港口上市公司盈利预测与估值水平比较	5
表 5：集团 08 年数据	8
表 6：三港及集团数据	9
表 7：增发假设	9
图 1：北海港示意图	6
图 2：吞吐量增长	6
图 3：近三年营业收入增长率，08 年增长 8%	6
图 4：近三年净利润（万元）	6
图 5：收入构成（2008Y）	7
图 6：毛利构成（2008Y）	7
图 7：集团控股图	8
图 8：三港净利润贡献（2008Y）	8
图 9：三港地图	11
图 10：广西北部湾经济区位分析图	11
图 11：钦州保税港区规划	11
图 12：钦州保税港区规划	11

估值与投资建议

绝对估值法：1.1 元-3.0 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司 2009-2011 年以后的收入增长率分别为 3%、7%及 7%，永续增长率为 2%。据此得到公司的绝对估值的合理区间在 1.1 元-3.0 元之间，价值中枢为 2.5 元。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入增长率	7.44%	3.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	2.00%
销货成本/营业收入	59.52%	55.50%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
管理费用/营业收入	11.62%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
销售费用/销售收入	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
营业税及附加/营业收入	3.35%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设条件

无杠杆 Beta	0.93	Kd	6.00%
无风险利率	3.50%	T	0.30%
股票风险溢价	6.50%	Ka	9.55%
公司股价（元）	11.98	Ke	10.49%
发行在外股数（百万）	142	E/(D+E)	86.49%
股票市值(E, 百万元)	1703	永续增长率	2%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：估值方法输出

估值方法	每股价值（元）
APV	3.0
FCFF	1.8
AE	2.1
EVA	1.1
FCFE	2.5

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：合理价格为 3.5 元-4.5 元（基于现有资产）

基于现有码头及泊位资产，公司的设计吞吐能力仅有 215 万吨，近三年的货物吞吐量分别为 403 万吨、502 万吨及 513 万吨，08 年盈利 1833 万元，每股收益 0.13 元。

我们预计公司 09 年每股收益为 0.28 元，扣除非经常性收益的每股收益为 0.16 元，给予港口 09PE 的区间为 20-30 倍估算，合理价 3.5 元-4.5 元。但公司 08 年 8 月公告了资产注入的预案后，因各种原因到目前未获审批，股价已经反映了部分资产注入的预期，当前对应 09PE 为 59 倍（扣除非经常性收益后为 105 倍），PB

为 7.5 倍。

表 4: 港口上市公司盈利预测与估值水平比较

Ticker	中文名称	股价	总股数 (百万)	市值(百 万)	EPS			PE			PB			最新评级
					2008	2009E	2010E	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600717	天津港	11.93	1674.77	19980.00	0.58	0.50	0.55	20.6	23.9	21.7	2.2	2.0	1.9	推荐
600018	上港集团	5.57	20990.80	116918.76	0.23	0.21	0.23	24.2	26.5	24.2	3.9	3.4	3.0	谨慎推荐
600017	日照港	6.65	1510.10	10042.18	0.25	0.22	0.26	26.6	30.2	25.6	3.6	3.3	2.9	中性
000022	深赤湾 A	14.72	644.76	9490.92	0.93	0.69	0.72	15.8	21.3	20.4	3.4	3.0	2.6	谨慎推荐
000088	盐田港	8.16	1245.00	10159.20	0.45	0.36	0.38	18.1	22.7	21.5	2.6	2.4	2.1	中性
600317	营口港	7.79	1097.57	8550.08	0.53	0.40	0.50	14.7	19.5	15.6	2.8	2.4	2.1	谨慎推荐
000905	厦门港务	8.32	531.00	4417.92	0.26	0.10	0.19	32.0	80.8	44.3	2.9	2.8	2.6	中性
582	北海港	14.70	142.12	2089.20	0.13	0.27	0.20	113.1	54.4	73.5	8.6	7.5	6.8	中性

资料来源: 国信证券经济研究所

给予“中性”的投资评级

基于现有资产, 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.28 元、0.18 元和 0.16 元, 当前 15.8 元的股价对应 09PE 为 59 倍, PB 为 7.5 倍, 扣非 09PE 为 105 倍。假设资产价格与重组预案相同为 22.24 亿元, 我们预计注入备考的摊薄的 EPS 分别为 0.70 元 (增发价 12 元)、0.76 元 (增发价 13.8 元) 和 0.80 元 (增发价 16 元), 对应当前 15.8 元的股价, 摊薄 PE 分别为 22X、21X 和 20X, 相对于港口 20X-30X 的估值区间, 相对估值可达 17.5 元-21 元。目前资产注入的障碍在于中国证监会尚未对披露不实的调查, 未有最后结论, 以及拟注入资产的剥离工作还未完成, 重组事件有不确定性, 给予中性的投资评级。

集团 08 年的盈利是北海港的 12 倍, 其中防城、钦州和北海港分别贡献了集团净利润的 87%、6%和 8%, 08 年防城港和钦州港的吞吐量分别是公司的 7.2 倍和 1.1 倍, 净利润分别是公司的 12 倍和 0.75 倍, 我们经过实地调研, 认为钦州保税港区在 09 年 9 月封关运作后, **未来三年吞吐量增速将达到 20%以上, 防城港的吞吐量增速预计也在 10%以上**。我们认为伴随着钦州和防城港的盈利增长 (09 年前三季度钦州和防城分别完成货物吞吐量 1433 万吨和 3221 万吨, 分别增长 27%和 14%)。特别是公司股价走高的情形下, 对公司股本摊薄较小, 未来注入时的每股收益增厚可能超预期, 因此资产注入的方案能够对现在股价形成一定的支撑。

北海港设计能力 215 万吨

公司目前主要有 4 个万吨级以上的生产性泊位

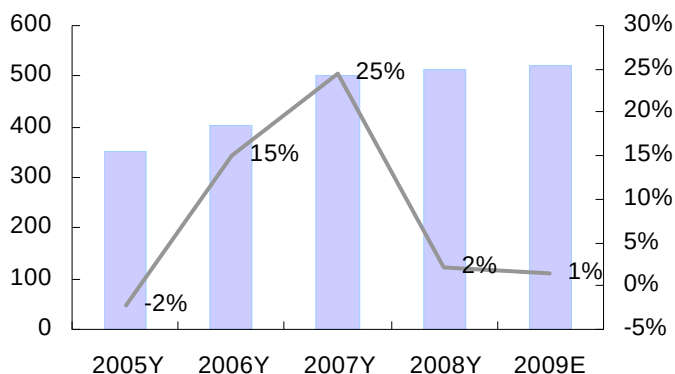
北海港主要包含石步岭港区和老港区二个作业区, 设计能力 215 万吨。其中石步岭港区设计能力 180 万吨, 共 4 个万吨级以上的生产性泊位, 其中 3 个是杂货泊位 (1~2#是 1 万吨级、4#是 3.5 万吨级的), 一个是设计 5 万箱的集装箱泊位 (3#是 2.5 万吨级的集装箱泊位), 另外老港区设计能力 35 万吨。水深-8~-12.9 米, 航道宽为 100~130 米。

06-08 年北海港吞吐量分别为 402 万吨、502 万吨及 513 万吨，增速分别为 15%、25%及 2%，09 年计划吞吐量为 520 万吨（增速为 1%）。

图 1: 北海港示意图



图 2: 吞吐量增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

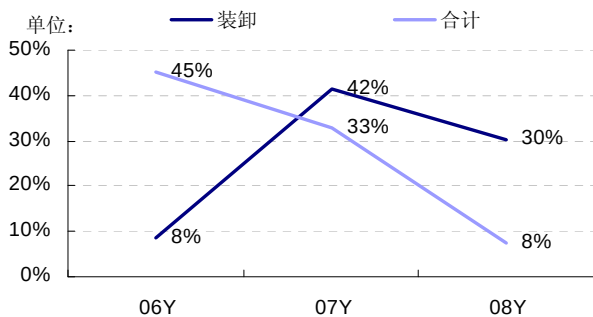
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

近三年营业收入平均增长 33%，08 年盈利 1833 万元

近三年公司收入增长率分别为 45%、33%和 8%，装卸收入增速为 8%、42%和 30%，近二年装卸收入增长较快。

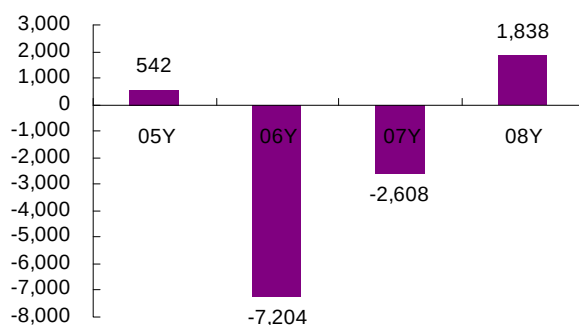
公司 06 年亏损，07 年盈利 156 万元，08 年努力控制了主营成本的情况下，实现净利润 1833 万元，EPS 为 0.13 元。

图 3: 近三年营业收入增长率，08 年增长 8%



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4: 近三年净利润（万元）



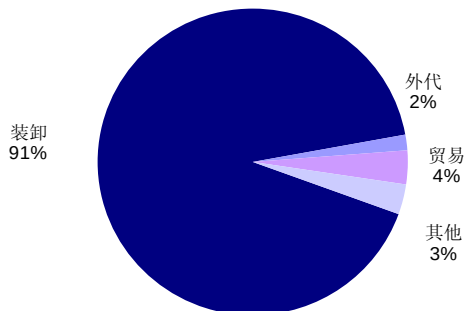
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

装卸收入贡献收入的 91%和毛利的 93%，毛利率 33%

公司收入主要靠装卸业务（91%），毛利达 32.6%，其他依次是贸易（4%）、外轮代理（2%）、其他（主要是租赁和供水业务，占 3%）；

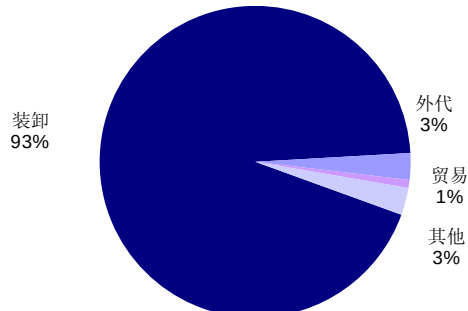
毛利构成上，装卸业务（93%），其他依次是外代（3%）、其他（3%）、贸易（1%）。

图 5: 收入构成 (2008Y)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: 毛利构成 (2008Y)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

盈利预测: 扣除非经常性损益后为 0.15 元

基本假设及结论

根据对公司基本面的分析, 我们假设公司 2009-2010 年的货物吞吐量增长率分别为: 3%、7%和 7%, 基于现有泊位及资产, 我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.28、0.18 元及 0.16 元, 扣除非经常性收益 09 年 EPS 为 0.16 元。

说明:

1、09 年因资产减值转回 1738 万元, 主因是公司解决历史遗留问题, 北海市以土地抵债方式归还了 8690 万元及利息, 因此公司转回了以前计提的坏账准备 1738 万元, 贡献资产减值转回 0.12 元, 为 08 年每股收益 0.13 元的 94%。

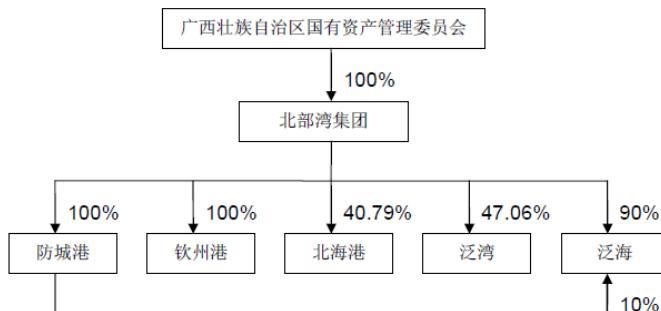
2、公司 08 年及 09 年目前的所得税政策是先抵减“未分配利润”的亏损, 后再计征。如果广西税务部门继续认可此政策, 截止 09 年中报公司的未分配利润为 -6120 万元, 按目前的盈利预测, 公司在 2011 年起按 25%计征。

资产注入假设分析

大股东北部湾国际港务集团年通过能力是公司的 28 倍

公司的大股东广西北部湾国际港务集团有限公司, 是自治区政府直属的国有独资企业, 由广西沿海港口的部分国有资产重组整合设立而成。目前拥有生产性泊位 54 个 (12 个在建), 年通过能力超过 6000 万吨, 是公司目前设计能力 215 万吨的 28 倍。

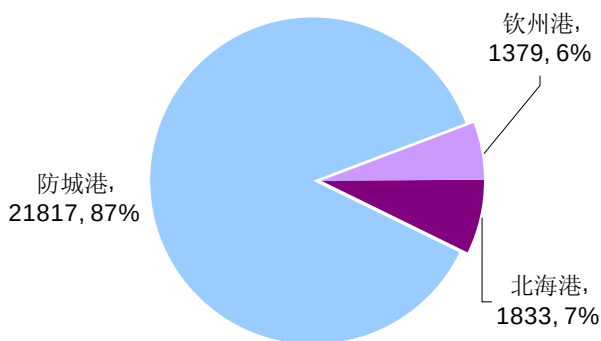
图 7：集团控股图



资料来源：国信证券经济研究所

08 年集团营业收入 11.4 亿元，比增 36%，净利润 2.28 亿元，比增 110%；其中防城公司、钦州港及北海港分别贡献了净利的 87%、6%和 8%。

图 8：三港净利润贡献（2008Y）



资料来源：国信证券经济研究所

按照《收购报告书》的披露，截止 08 年末集团总资产和净资产分别为 93.5 亿元和 39.4 亿元，负债率为 58%。

表 5：集团 08 年数据

项目	2008Y	2007Y	YOY
总资产(万元)	934,781.5	646,547.9	45%
净资产(万元)	393,705.3	327,260.5	20%
营业收入(万元)	114,364.1	84,619.2	35%
净利润(万元)	22,778.6	10,833.7	110%
净资产收益率 6%	6.00%	3.3	
资产负债率 58%	58%	49%	

资料来源：收购报告书 国信证券经济研究所整理

防城港、钦州港和北海港分别占集团吞吐量的 77%、12%和 11%

08 年完成集团完成货物吞吐量 4800 万吨，同比增长 18.52%，完成集装箱吞

吐量 33.61 万 TEU，同比增长 22.62%。其中：防城港、钦州港和北海港分别完成货物吞吐量的 77%、12%和 11%，集装箱吞吐量的 67%、18%和 15%。按净利润贡献来看，三港分别贡献了集团净利润的 96%、6%和 8%。

表 6：三港及集团数据

	净利润	占比	货物吞吐量 (08Y)	占比	集装箱吞吐量 (08Y)	占比
北海港	1833	8%	513	11%	4.93	15%
防城港	21817	96%	3701	77%	22.57	67%
钦州港	1379	6%	583	12%	6.11	18%
集团	22778.639	100%	4800	100%	33.61	100%

资料来源：收购报告书 国信证券经济研究所整理

资产注入还需证监会批准及完成资产剥离

09 年 9 月 23 日，公司的国有法人股划转获证监会批准：北部湾集团将收购北海市机场投资管理有限责任公司、北海市高昂交通建设有限责任公司分别持有公司的 23.51%、17.28%的全部股权，合计占公司总股本的 40.79%，收购后北部湾集团将成为公司第一大控股股东。

集团曾于 08 年 7 月筹划对北海港进行重大资产重组，重组方案为：北海港向北部湾集团发行股份，购买北部湾集团旗下的防城公司 70%的股权和钦州港公司 100%的股权，资产价格为 22.54 亿元。后因三个原因：1) 股权划转一直未获得核准（前提条件，9.23 完成）；2) 证监会对公司的信息披露不实的立案调查还未做出结论；3) 拟注入的资产还未剥离完成等 3 个原因，资产重组计划暂时搁浅。

上述三个原因来看，划转已经完成，因此目前资产注入的障碍主要在于：1) 证监会的方面，广西证监局 08 年 8 月已经提交初步意见上报中国证监会，但证监会未结论，2) 集团拟注入的资产剥离尚未最后完成。

前 20 日交易均价 13.8 元的增发价计算，公司备考 EPS 为 0.76 元

我们假设：

- 1、假设防城港 70%的股权及钦州港 100%的股权价格与 08 年 8 月重组预案相同，为 22.24 亿元；
- 2、分别假设公司的增发价格为 12 元、13.8 元及 15 元；
- 3、假设 09 年防城港的净利润增长 15%、钦州港增长 10%，北海港 09 年的净利润为 3800 万元。

由此得出对应摊薄的 EPS 分别为 0.70 元（增发价 12 元）、0.76 元（增发价 13.8 元）和 0.80 元（增发价 16 元），对应当前 14.6 元的股价 PE 为 21X、19X 和 18X，相对于当前港口估值集中的 23X-30X 的区间，还有 20%左右的空间。

表 7：增发假设

资产总值（亿元）	22.24	
新资产 PE（08Y）	13.4X	
假设新资产 09 年的盈利（万	19,080	假设：防城增长 15%，钦州增长 10%
北海港 09Y 盈利（万元）	3,950.0	

增发假设			
假设增发价格（元/股）	12	13.8	16
增发后的总股本	32746	30329	28113
摊薄 EPS（元/股）	0.70	0.76	0.82
11.8 日股价对应的 PE	22.5	20.8	19.3

资料来源：09.9.23 收购报告书 国信证券经济研究所整理

北海港、钦州港和防城港的资产负债率分别为 62%、88%和 50%

按照北部湾港务集团的规划，到 2010 年货物吞吐能力将达到 1 亿吨，2020 年达到 3 亿吨。其中集团将投资 36 亿元在防城港，重点建设东、西湾的万吨级码头，2010 年防城港通过能力将达 6000 万吨；在钦州港的大榄坪，将规划建设 2 个 10 万吨级的码头；在北海市铁山港，北部湾港务集团也已经开工建设两个 10 至 15 万吨级的码头。

我们从广西省了解到港务集团 09 年的投资计划是 53.8 亿(上半年完成 21 亿元)，根据集团上述吞吐量的规划及大力建设广西的国家战略，我们认为 2010 年前后仍应不低于此水平。而集团每年的净利润及 2.3 亿元，且北海港及钦州港的资产负债率已分别达 62%及 88%，防城港的负债率也达到 50%，而集团 08 年的资产负债率由 07 年的 49%增长至 08 年的 58%，未来有一定的资金缺口。

集团上半年 6 月完成货物吞吐量 2750.98 万吨，同比增长 14.42%。营运收入同比增长 12.16%；利润同比增长 40.25%，完成港口基本建设投资 16 亿元。

动态：09 年三季度钦州全港完成货物吞吐量 1433.1 万吨，同比增长 26.9%。主要货种有煤炭、石油及制品、金属矿石、粮食、集装箱等；防城港务集团完成货物吞吐量 3220.7 万吨，同比增长 14.4%。

防城港及钦州港基本情况介绍

防城港占北部湾集团 08 年吞吐量的 76%，设计能力 4000 万吨

防城港位于广西南部北部湾北岸西端，现拥有泊位 35 个，其中生产性泊位 31 个，万吨级以上深水泊位 21 个，20 万吨级矿石码头已建成投产。码头库场面积达 300 万平方米，年实际吞吐能力超过 4000 万吨，其中集装箱通过能力 50 万 TEU。防城港目前正在同时建设 5~20 万吨级等各类泊位 11 个，建成后港口通过能力届时将达 6000 万吨，形成集装箱、进口铁矿、其它有色金属矿、硫磺、粮食、液体化工产品，出口磷肥、非金属矿、煤炭等九大专业化物流系统。

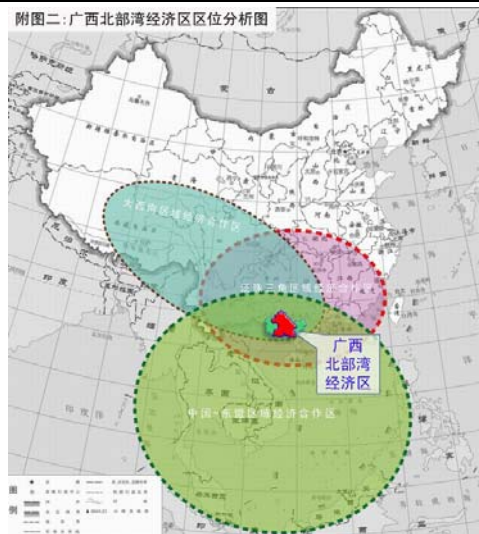
防城港目前的主要业务包括硫磺（全国进口第一）、煤炭、矿石及集装箱等。

图 9：三港地图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 10：广西北部湾经济区区位分析图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

钦州港的保税港区 09 年 9 月封关，设计能力 120 万箱

08 年 5 月国务院正式批准设立广西钦州保税港区，是继上海洋山、天津东疆、大连大窑湾、海南海口、宁波梅山之后的全国第六个保税港区，也是我国中西部地区唯一的保税港区。钦州保税港区规划面积 10 平方公里，将分三期建设。第一期 2.5 平方公里，09.9 月开始封关运作，由集团下属的钦州公司经营，设计能力 120 万 T。钦州港的发展目标：立足北部湾，服务大西南，面向东南亚，力争成为运行高效、功能完善、开放度高的亚太地区重要的国际物流枢纽和资源配置枢纽。

图 11：钦州保税港区规划



资料来源：钦州保税港网站，国信证券经济研究所

图 12：钦州保税港区规划



资料来源：钦州保税港网站，国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	23	23	23	23	营业收入	198	204	218	233
应收款项	115	118	126	135	营业成本	134	136	145	155
存货净额	3	3	3	3	营业税金及附加	7	6	6	7
其他流动资产	4	4	4	4	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	144	147	156	165	管理费用	24	26	27	29
固定资产	446	454	445	434	财务费用	16	14	14	14
无形资产及其他	39	38	37	35	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	0	16	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	637	647	645	642	营业利润	17	38	24	28
短期借款及交易性金融负债	254	266	265	265	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	13	13	13	14	利润总额	18	40	26	30
其他流动负债	44	42	45	49	所得税费用	0	0	0	7
流动负债合计	311	321	324	327	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	18	40	26	22
其他长期负债	82	67	51	36					
长期负债合计	82	67	51	36	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	393	388	375	363	净利润	18	40	26	22
少数股东权益	2	2	2	2	资产减值准备	(18)	0	0	0
股东权益	242	258	268	277	折旧摊销	24	31	33	35
负债和股东权益总计	637	647	645	642	公允价值变动损失	(0)	(16)	0	0
					财务费用	16	14	14	14
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(53)	(21)	(20)	(21)
每股收益	0.13	0.28	0.18	0.16	其它	18	(0)	0	0
每股红利	0.14	0.17	0.11	0.09	经营活动现金流	(11)	34	39	36
每股净资产	1.70	1.81	1.89	1.95	资本开支	12	(22)	(22)	(22)
ROIC	7%	7%	7%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	15%	10%	8%	投资活动现金流	12	(22)	(22)	(22)
毛利率	32%	33%	33%	34%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	33%	33%	33%	支付股利、利息	(20)	(24)	(16)	(13)
收入增长	7%	3%	7%	7%	其它融资现金流	51	12	(1)	(0)
净利润增长率	953%	116%	--	--	融资活动现金流	10	(12)	(17)	(14)
资产负债率	62%	60%	58%	57%	现金净变动	12	0	0	0
息率	0.9%	1.1%	0.7%	0.6%	货币资金的期初余额	10	23	23	23
P/E	121.9	56.5	85.6	100.5	货币资金的期末余额	23	23	23	23
P/B	9.3	8.7	8.4	8.1	企业自由现金流	15	24	29	23
EV/EBITDA	46.3	39.1	36.5	33.9	权益自由现金流	66	22	14	12

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 皓	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				