



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注

2010 年 1 月 5 日

港口行业

研究部

任重

分析员

renzhong@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析员

zhengd@cicc.com.cn

中性

营口港 (600317.CH)

增长前景明确，路途曲折颠簸

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,082	1,951	1,984	2,200	2,361
(+/-%)	20.6	80.4	1.7	10.9	7.3
净利润	185	300	200	200	273
(+/-%)	14.2	62.3	(33.2)	0.1	36.2
经常性损益净利润	184	300	200	200	273
(+/-%)	9.8	63.0	(33.2)	0.1	36.2
每股盈利(元)	0.17	0.27	0.18	0.18	0.25
每股经营现金流 (元)	0.15	0.27	(2.14)	0.89	0.85
市盈率(X)	48.6	30.0	44.9	44.8	32.9
市净率(X)	4.6	2.9	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	8.5	7.8	15.8	13.8	12.2
现金分红收益率(%)	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	9.4	9.6	6.0	5.7	7.1

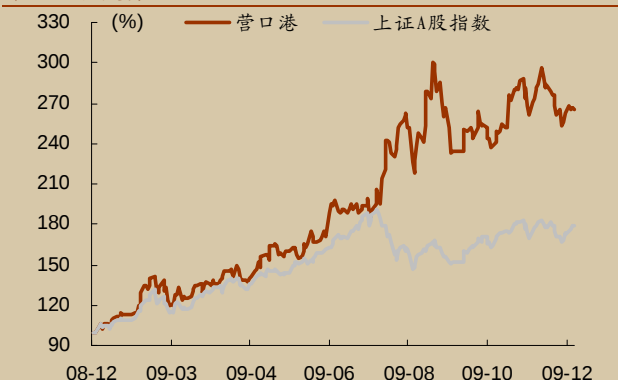
股票信息

	A股
当前股价	人民币8.18
股票代码	600317 CH Equity
日成交量 (百万股)	3.62
52周最高价/最低价	人民币9.6/3.08
发行股数 (百万股)	630.0
其中: 无限售条件流通股 (百万股)	230.0
主要股东 (持股比例)	营口港务集团有限公司(59.65%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600317.CH]	-1.33	-6.42	+12.07	-1.33
[上证A股指数]	+1.73	-2.21	+16.65	-1.02
[中金港口指数]	+3.30	-4.21	+15.81	-0.74

最近估值走势



投资亮点:

我们首次覆盖营口港，给予“中性”投资评级。我们认为，营口港股份将受益于腹地经济的快速发展、鞍钢鲅鱼圈项目的进一步建设以及母公司持续资产注入带来的经营规模扩大，但由于鞍钢鲅鱼圈二期项目尚未开工且公司财务费用高企，短期来看公司盈利面临一定压力。

- 铁矿石和钢铁是公司装卸量最大的货种，约占总量的 59%，未来两年将进入平稳较快的内生增长阶段，有望分别同比增长 10%和 5%，而较为紧张的供求关系有望推动装卸费率分别提升 5%和 3%；
- 鞍钢鲅鱼圈项目剩余 1000 万吨能力最早于 2012 年开始实际生产，在最优情况下，有望带来 1000 万吨钢铁吞吐量和 1600 万吨铁矿石吞吐量，约相当于营口港 2010 年总吞吐量的 28%；
- 巨大的债务融资带来高企的财务费用和紧张的资产负债表：2010 年净债务/净资产比率达到了 139%，利息保障倍数（净利润）仅为 0.6，使得公司 2012 年以前面临较大的加息风险，预计每加息 27bps，公司的 2010 年净利润下降 2.6%。

财务预测:

不考虑资产收购等外延式增长，我们预计公司 2010 年盈利将与 2009 年基本持平，主要由于吞吐量增长 (0.20 亿) 和费率提升 (0.43 亿) 带来的盈利增长被财务费用大幅上升 (0.52 亿) 所抹平。我们预计在费率进一步提升 (0.33 亿元)、吞吐量增长 (0.10 亿元) 和财务费用下降 (0.18 亿元) 的共同带动下，公司 2011 年盈利将同比大幅增长 36.2%或 0.73 亿元。长期来看，随着经营规模扩大，公司 2009~2015 年净利润复合增长率将达到 19.5%。

估值与建议:

营口港当前股价较 2010 年末每股 DCF 估值 6.56 元溢价 24.7%，2010 年市盈率为 44.8 倍，高于 A 股港口上市公司 29.6 倍的平均水平，估值吸引力较低。母公司对上市公司较大的支持力度或可带来惊喜，公司业绩对铁矿石和钢材业务较高的敏感性也可以带来趋势性投资机会。

风险:

铁矿石、钢材装卸需求及外延式增长的不确定性。

目录

以钢为纲，辽中工业基地门户	4
直接受益于东北振兴规划，长期增长动力充沛	6
辽中工业基是东北振兴规划最直接受益地区	6
直接腹地钢铁产业发达，保障核心货种吞吐量稳定增长	8
地理位置是营口港的最大竞争优势，货源分流风险较低	8
未来两年经营回归内生增长，鞍钢鲅鱼圈项目或成新增长动力	9
铁矿石业务：未来两年增速放缓，未来增长取决于鞍钢鲅鱼圈项目进度	9
钢铁业务：与铁矿石业务同步增长	11
装卸业务收入 2010 年增长 10.9%、2011 年增长 7.5%	11
外延式增长前景明确，空间较大	13
盈利预测与财务分析	16
主要营运数据假设	16
营业收入预测	16
营业成本预测	16
大规模的债务融资带来财务费用大幅增长	17
不考虑资产收购等外延式增长，2010 年盈利与 2009 年基本持平，2011 年盈利有望大幅增长 36.2% ...	17
加息对盈利影响较大	18
债务负担沉重，影响进一步资产扩张能力	19
估值分析及投资建议	21
DCF 估值分析	21
相对估值分析	21
首次给予“中性”投资评级	21
风险	24

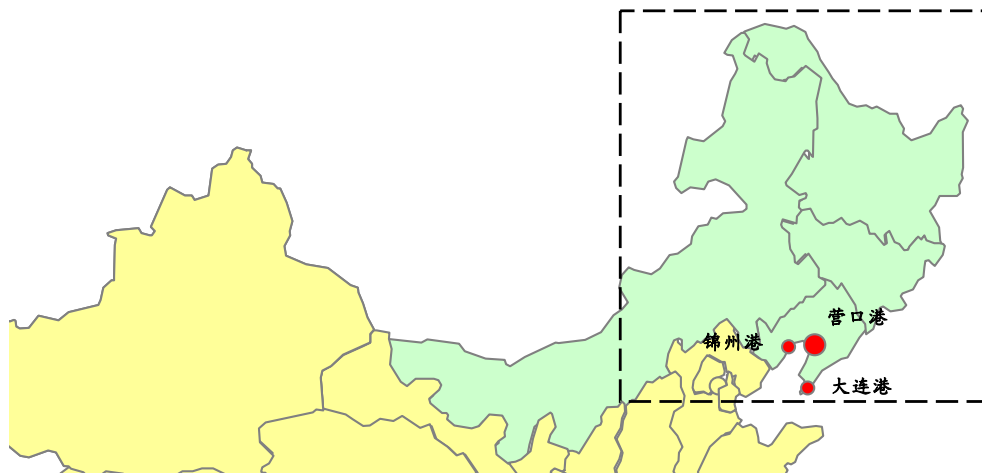
图表目录

图表 1: 营口港地理位置	4
图表 2: 营口港股权结构	4
图表 3: 营口港 2009 年吞吐量结构	4
图表 4: 营口港 2009 年预测收入结构	5
图表 5: 营口港腹地GDP增速快于全国平均水平	6
图表 6: 营口港腹地工业增加值增速快于全国平均水平	6
图表 7: 营口港腹地固定资产投资增速快于全国平均水平	7
图表 8: 辽宁省工业增加值占东北地区的 40%	7
图表 9: 营口港直接腹地	7
图表 10: 辽中地区工业增加值占辽宁省总量的 52%	8
图表 11: 辽宁省工业增加值占东北地区的 40%	8
图表 12: 营口港股份 2006~2012 年铁矿石吞吐量	9
图表 13: 营口港股份铁矿石业务收入增长放缓	10
图表 14: 营口港股份盈利对铁矿石吞吐量及费率敏感性分析	10
图表 15: 营口港股份 2006~2012 年钢铁业务收入增速放缓	11
图表 16: 营口港股份盈利对钢铁吞吐量及费率敏感性分析	11
图表 17: 营口港股份 2009~2012 年装卸业务收入预测	12
图表 18: 营口港区泊位及能力情况	13
图表 19: 油码头盈利能力分析	14
图表 20: 矿石和钢材码头盈利能力分析	14
图表 21: 通用杂货码头盈利能力分析	15
图表 22: 盈利预测主要假设	16
图表 23: 营口港营业收入预测	16
图表 24: 营业成本假设	17
图表 25: 财务费用预测	17
图表 26: 净利润预测	18
图表 27: 净利润增长归因分析	18
图表 28: 净利润对加息敏感性分析	18
图表 29: 营口港股份盈利预测	20
图表 30: 营口港股份WACC计算及DCF估值敏感性分析	21
图表 31: 港口可比公司估值表	22
图表 32: A股交通基础设施上市公司估值表	23
图表 33: 历史P/E和P/B	23

以钢为纲，辽中工业基地门户

营口港股份 2002 年上市，目前总股本 10.98 亿股，其中大股东营口港务集团有限公司持股 59.65%。公司所处的营口港是东北地区第二大港，吞吐量全国排第 11（2009 年前 11 个月数据），是辽中地区最近的出海口。公司主要从事金属矿石、钢材、油品、粮食和集装箱等货种的装卸业务，由于腹地经济区中有鞍钢、本钢等大型钢铁集团，铁矿石和钢材为公司的支柱货种，吞吐量约占总量的 59%，收入约占总额的 50%。

图表 1：营口港地理位置



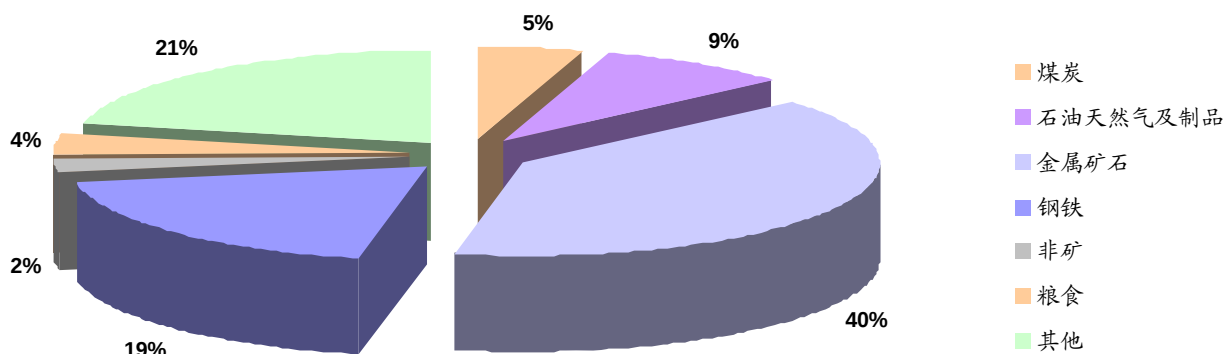
资料来源：中金公司研究部

图表 2：营口港股权结构

营口港股份	股数 (百万股)	比例 (%)
营口港务集团有限公司	655	59.65
营口鑫达投资有限公司	38	3.44
营口金鑫投资有限公司	29	2.65
社会公众股	376	34.26
总股数	1,098	100.00

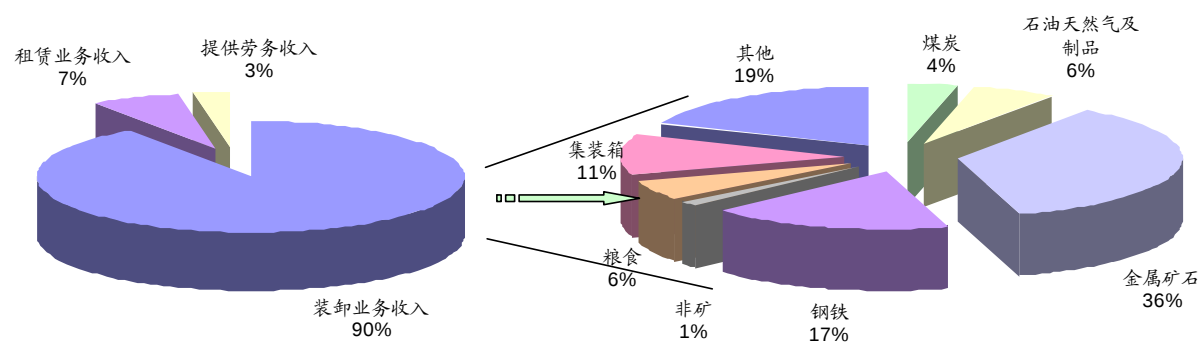
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：营口港 2009 年吞吐量结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 营口港 2009 年预测收入结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

直接受益于东北振兴规划，长期增长动力充沛

营口港腹地（辽宁、吉林、黑龙江、蒙东地区）经济长期落后于长、珠三角等沿海发达地区，基数较低但潜力巨大，2002 年以来在国家东北老工业基地振兴规划的带动下经济快速增长。辽宁省是东北地区工业最发达的省份，而营口港直接经济腹地辽中地区是辽宁省的制造业中心，将充分受益于东北地区先进装备制造业基地、能源工业基地和基础原材料产业基地的振兴政策，产生大量大宗原材料装卸需求。新增货源将主要由大连港和营口港两大枢纽港来装卸，考虑到工业企业对物流成本较为敏感，营口港距离直接腹地的距离比大连港近 200 公里，每吨陆路运输费用少 20~50 元/吨，具备一定的竞争优势。地理位置的优势将有力保障营口港货物吞吐量的长期增长。

辽中工业基是东北振兴规划最直接受益地区

国家东北振兴规划带动腹地经济快速增长

营口港腹地（辽宁、吉林、黑龙江、蒙东地区）经济长期落后于长、珠三角等沿海发达地区，基数较低但潜力巨大。2002 年以来，在国家东北老工业基地振兴规划的带动下，营口港区直接经济腹地的 GDP 增速、工业增加值增速以及固定资产投资增速均大幅领先于全国平均水平，产生了大量对钢铁及煤炭等大宗原材料的需求。

图表 5：营口港腹地 GDP 增速快于全国平均水平

GDP 增速	营口港腹地				全国
	辽宁	吉林	黑龙江	内蒙古	
2002	10.2%	9.5%	10.2%	13.2%	9.1%
2003	11.5%	10.2%	10.2%	17.9%	10.0%
2004	12.8%	12.2%	11.7%	20.9%	10.1%
2005	12.3%	12.1%	11.6%	23.8%	10.4%
2006	13.8%	15.0%	12.1%	19.0%	11.6%
2007	14.5%	16.1%	12.0%	19.1%	13.0%
2008	13.1%	16.0%	11.8%	17.2%	9.0%
1~3Q09	12.7%	12.1%	9.8%	16.7%	7.7%
Average	12.6%	12.9%	11.2%	18.5%	10.1%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 6：营口港腹地工业增加值增速快于全国平均水平

VAI 增速	营口港腹地				全国
	辽宁	吉林	黑龙江	内蒙古	
2002	9.7%	13.6%	4.5%	22.2%	16.5%
2003	24.5%	21.7%	8.0%	37.5%	27.3%
2004	31.5%	22.0%	18.8%	50.3%	30.5%
2005	37.8%	17.6%	33.0%	59.7%	31.7%
2006	33.2%	29.5%	19.0%	43.4%	26.2%
2007	30.2%	37.3%	11.3%	42.5%	28.5%
2008	22.4%	19.8%	20.7%	36.2%	10.3%
1~3Q09	14.4%	15.3%	9.0%	19.4%	10.3%
Average	25.5%	22.1%	15.5%	38.9%	22.7%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 7: 营口港腹地固定资产投资增速快于全国平均水平

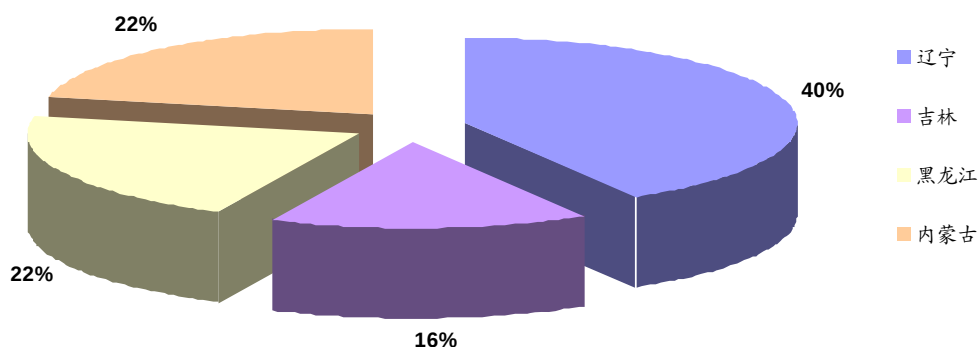
FAI增速	营口港腹地				全国
	辽宁	吉林	黑龙江	内蒙古	
2002	13.0%	18.9%	8.6%	40.6%	16.9%
2003	29.3%	16.2%	11.5%	65.9%	27.7%
2004	43.5%	20.6%	22.7%	52.2%	26.8%
2005	41.0%	48.9%	21.4%	47.9%	26.0%
2006	35.5%	49.0%	28.7%	27.2%	23.9%
2007	30.7%	40.7%	26.7%	30.0%	24.8%
2008	34.8%	38.0%	29.0%	25.2%	25.9%
1~3Q09	41.3%	39.8%	45.2%	35.9%	32.6%
Average	33.6%	34.0%	24.2%	40.6%	25.6%

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

辽中地区是东北最发达的制造业基地, 增长前景明确

辽宁省是东北地区工业最发达的省份, 工业增加值占到东北地区的 40%; 而营口港直接经济腹地辽中地区是辽宁省的制造业中心, 工业增加值占全省的 52%。根据国家东北地区振兴规划, 建设先进装备制造业基地、发展能源工业、提升基础原材料产业是提振经济增长的重点, 辽中地区以及其主要出海门户营口港无疑将是这一战略的最大受益者。

图表 8: 辽宁省工业增加值占东北地区的 40%



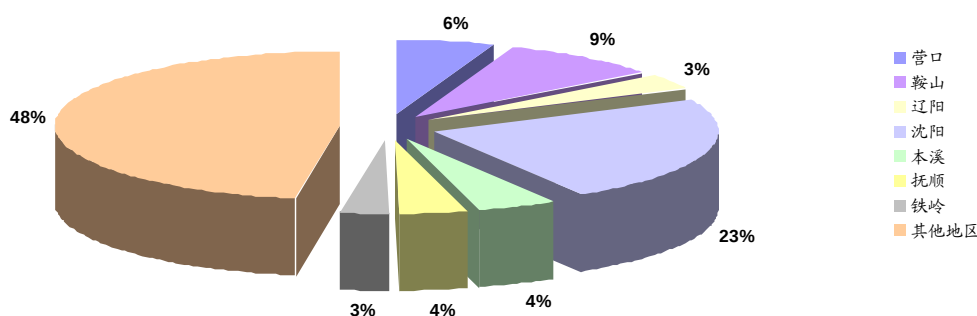
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 9: 营口港直接腹地



资料来源: 中金公司研究部

图表 10：辽中地区工业增加值占辽宁省总量的 52%



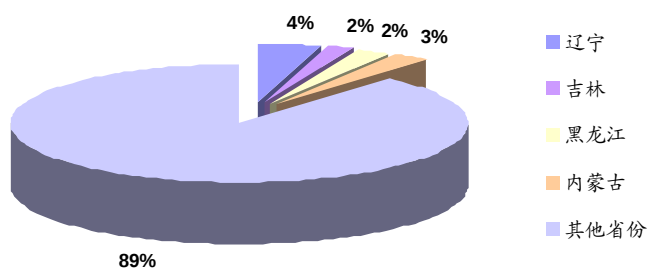
资料来源：CEIC，中金公司研究部

直接腹地钢铁产业发达，保障核心货种吞吐量稳定增长

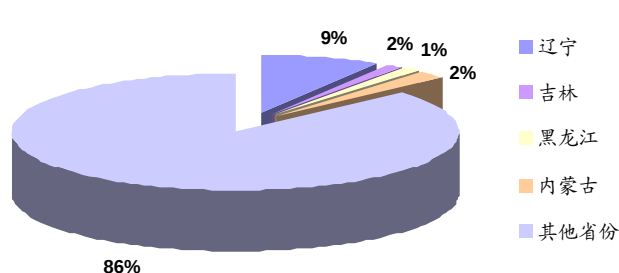
辽宁省 GDP 约占全国的 4%，但钢铁产业发达，粗钢产量约占全国的 9%。营口港直接腹地中大型钢铁集团众多，有力保障铁矿石、钢材等核心货种吞吐量稳定增长。

图表 11：辽宁省工业增加值占东北地区的 40%

辽宁省 GDP 占比



辽宁省粗钢产量占比



资料来源：CEIC，中金公司研究部

地理位置是营口港的最大竞争优势，货源分流风险较低

东北地区经济以能源、装备制造和粮食生产为主，以大宗散杂、件杂货为主，单位货值低，工业生产企业对物流成本较为敏感。东北地区物流主干道从哈尔滨、长春、沈阳直到大连，对应两大枢纽港营口港和大连港。营口港位于大连和沈阳之间，距离直接腹地的距离比大连港近 200 公里，每吨陆路运输费用少 20~50 元/吨，竞争优势较大。

未来两年经营回归内生增长，鞍钢鲅鱼圈项目或成新增长动力

铁矿石和钢铁是公司装卸量最大的货种，未来两年将进入平稳较快的内生增长阶段，合计吞吐量将分别同比增长 10% 和 5%，而较为紧张的供求关系有望推动铁矿石和钢铁装卸费率 2010 年上升 5%，以后年度年均上升 3%，带动公司装卸业务收入 2010 年和 2011 年分别录得 11.2% 和 8.0% 的同比增长。鞍钢鲅鱼圈项目剩余 1000 万吨还没有开始建设，最早也需要 2012 年才能开始实际生产。在最优情况下，有望带来 1000 万吨钢铁吞吐量和 1600 万吨铁矿石吞吐量，约相当于营口港 2010 年总吞吐量的 28%。由于开工时点和实际产能增量仍有较大的不确定性，我们暂未将其考虑到盈利预测中。

公司盈利对铁矿石和钢材装卸业务吞吐量和费率均较为敏感。根据我们测算，1% 的铁矿石吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 1.8% 和 2.3%，2011 年盈利分别增长 1.4% 和 1.7%；1% 的钢铁吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 0.6% 和 1.0%，2011 年盈利分别增长 0.5% 和 0.8%。

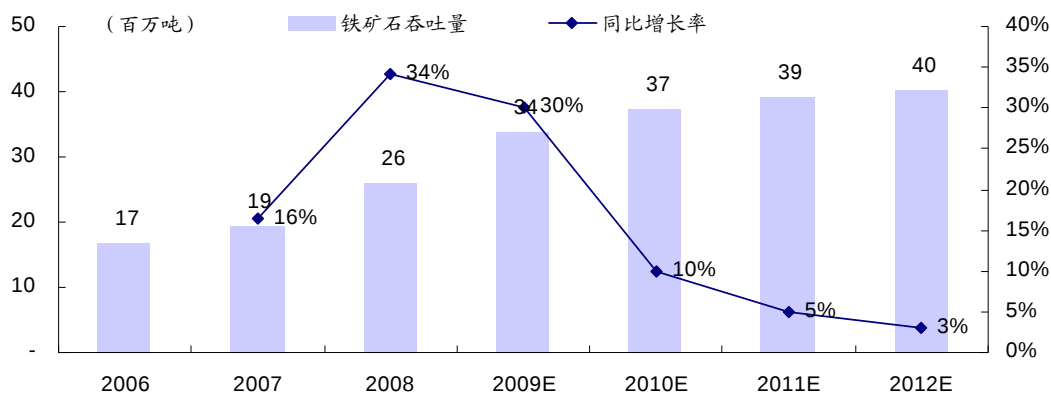
铁矿石业务：未来两年增速放缓，未来增长取决于鞍钢鲅鱼圈项目进度

铁矿石吞吐量 2010 年同比增长 10%，2011 年同比增长 5%

铁矿石是公司装卸量最大的货种，吞吐量约占总量的 40%，收入约占总额的 32.4%（2009 年预测数据）。受益于工业化和城镇化加速，钢铁需求从复苏走向繁荣，腹地钢厂生产能力不断扩大以及进口铁矿石比例的提高带动营口港铁矿石吞吐量 2006~2009 年取得 32.5% 的年复合增长。

展望未来，国家已经开始较大力度整治钢铁产能过剩问题，由于腹地钢厂大多为国有大型钢厂，已有产能淘汰的风险并不高，但新增产能受到严厉控制，我们预计腹地已有钢铁产能将进入较为平稳的内生增长期。对于营口港来讲，鞍钢鲅鱼圈项目将可以带来 1500 万吨产能，将是吞吐量的主要增量来源。其中 2009 年一期 500 万吨项目已经投产并开始运营，当年实际产量约为 450 万吨，预计 2010 年产量将达到 550 万吨左右。我们预计公司 2010 年铁矿石吞吐量将同比增长 10% 或 339 万吨，其中约有一半来自于鞍钢鲅鱼圈项目，另外 170 万吨来自腹地钢铁企业产能利用率的提升。2011 年吞吐量增速将放缓至 5%，增量全部由腹地钢铁企业内生增长贡献。

图表 12：营口港股份 2006~2012 年铁矿石吞吐量



资料来源：公司数据，中金公司研究部

2012 年以后增长取决于鞍钢鲅鱼圈项目进度

鞍钢鲅鱼圈项目剩余 1000 万吨还没有开始建设，最早也需要 2012 年才能开始实际生产。在最优情况下，有望带来 1000 万吨钢铁吞吐量和 1600 万吨铁矿石吞吐量，约相当于营口港 2010 年总吞吐量的 28%。由于开工时点和实际产能增量仍有较大的不确定性，我们暂未将其考虑到盈利预测中。

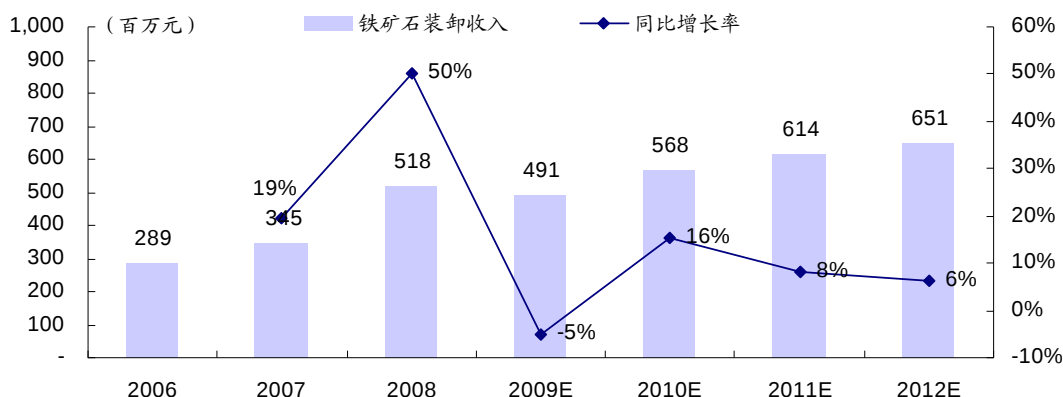
供求关系紧张有望推动装卸费率逐年上升

公司专业铁矿石泊位能力仅有 2320 万吨左右，但我们预计 2010 年实际处理铁矿石将达到 3725 万吨，意味着公司必须大量依靠通用散杂货泊位进行铁矿石装卸。由于供求关系紧张，我们判断公司将逐年对铁矿石费率进行上调，上调幅度应与铁矿石龙头港口日照港上调幅度相若。我们保守假设公司铁矿石装卸费率 2010 年上升 5%，2011 年以后年均上涨 3%。

量价齐升推动铁矿石收入 2010、2011 分别同比增长 15.5% 和 8.1%

综合而言，公司铁矿石装卸业务收入在吞吐量和费率共同温和提升的带动下将同比增长 12.2% 和 7.1%，达到 5.68 亿元和 6.14 亿元。我们预计未来在鞍钢项目进一步落实前营口港铁矿石装卸收入增速将出现较为明显的放缓。

图表 13：营口港股份铁矿石业务收入增长放缓



资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司盈利对铁矿石吞吐量和费率敏感性分析

公司盈利对铁矿石装卸业务吞吐量和费率均较为敏感。根据我们测算，1% 的铁矿石吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 1.8% 和 2.3%，2011 年盈利分别增长 1.4% 和 1.7%。

图表 14：营口港股份盈利对铁矿石吞吐量及费率敏感性分析

铁矿石吞吐量变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010 年盈利变化	1.8%	8.9%	17.7%	26.6%	35.5%
2011 年盈利变化	1.4%	6.9%	13.8%	20.7%	27.6%
铁矿石费率变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010 年盈利变化	2.3%	11.3%	22.5%	33.8%	45.0%
2011 年盈利变化	1.7%	8.7%	17.4%	26.1%	34.8%

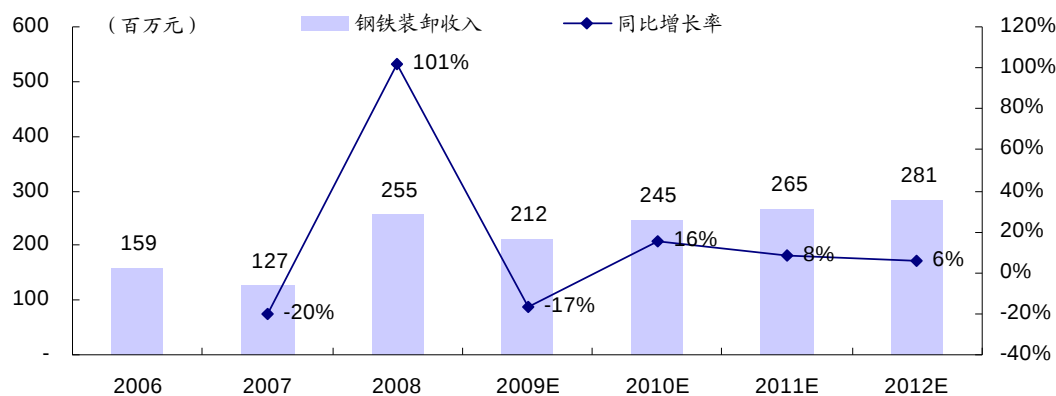
资料来源：中金公司研究部

钢铁业务：与铁矿石业务同步增长

钢铁装卸收入 2010、2011 分别同比增长 15.5% 和 8.1%

钢铁是公司第二大的货种，吞吐量与铁矿石吞吐量直接相关。我们预计 2010、2011 年公司钢铁吞吐量将分别同比增长 10% 和 5% 达到 1795 万吨和 1884 万吨，约占公司货物吞吐总量的 19.2% 和 19.0%。我们预计公司 2010 年钢铁装卸能力将接近 100%，带动钢铁平均装卸费率随铁矿石费率的上涨而进一步上调。我们保守假设公司铁矿石装卸费率 2010 年上升 5%，2011 年以后年均上涨 3%，与铁矿石费率上调幅度相同。综合而言，我们预计公司钢铁装卸业务收入在吞吐量和费率共同温和提升的带动下将同比增长 15.5% 和 8.1%，达到 2.45 亿元和 2.65 亿元，但在鞍钢项目落实前亦难以出现显著增长。

图表 15：营口港股份 2006~2012 年钢铁业务收入增速放缓



资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司盈利对钢铁吞吐量和费率敏感性分析

公司盈利对钢铁装卸业务吞吐量和费率敏感性仅次于铁矿石业务。根据我们测算，1% 的钢铁吞吐量和费率提升，将使得公司 2010 年盈利分别增长 0.9% 和 1.4%，2011 年盈利分别增长 0.7% 和 1.1%。

图表 16：营口港股份盈利对钢铁吞吐量及费率敏感性分析

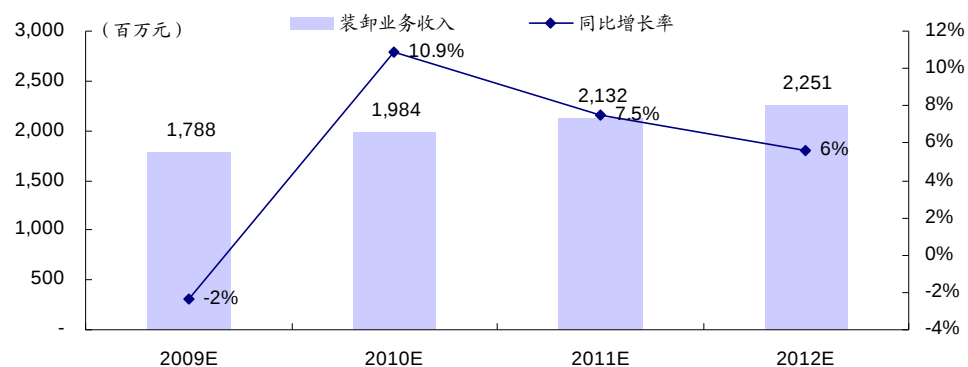
钢铁吞吐量变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010 年盈利变化	0.6%	3.1%	6.1%	9.2%	12.3%
2011 年盈利变化	0.5%	2.4%	4.8%	7.1%	9.5%
钢铁费率变化	1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2010 年盈利变化	1.0%	4.9%	9.7%	14.6%	19.4%
2011 年盈利变化	0.8%	3.8%	7.5%	11.3%	15.0%

资料来源：中金公司研究部

装卸业务收入 2010 年增长 10.9%、2011 年增长 7.5%

在铁矿石和钢铁业务的带动下，我们预计公司货物吞吐总量 2010、2011 年将分别增长 9.4% 和 6.3% 达到 0.93 亿吨和 0.99 亿吨，平均费率未来两年平均增长 3.9% 和 2.6%，带动公司装卸业务收入分别同比增长 10.9% 和 7.5%。

图表 17：营口港股份 2009~2012 年装卸业务收入预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

外延式增长前景明确，空间较大

目前集团公司和上市公司存在同业竞争情况，需要上市公司收购集团公司资产来解决。目前集团公司 14~15#泊位、54#~56#泊位已经租给上市公司使用，租金基本相当于泊位每年的折旧费用，即使注入上市公司也很难贡献盈利增厚。目前集团公司在建以及尚未租赁给股份公司的泊位吞吐能力大约为 6600 万吨，相当于股份公司目前现有能力（自有泊位+租赁母公司泊位）的 91.2%，盈利能力在最优情况下可以达到 3.81 亿元，约相当于股份公司 2010 年盈利的 1.9 倍，外延式盈利增长空间广阔。

- 油品码头方面，集团公司 1 个 30 万吨级原油泊位、1 个 5 万吨级成品油泊位、1 个液体化工泊位以及 A 刚池两个油品泊位 2009 年底已经竣工，我们预计在最优情况下可以贡献 2.53 个亿的盈利；
- 矿石和钢材码头方面，集团公司 1 个 30 万吨级矿石码头预计于 2010 年竣工，7 个钢材泊位也将陆续投入使用，我们预计在最优情况下矿石码头和钢材码头分别可以贡献 0.62 和 0.29 个亿的盈利；
- 集团公司 A 港池 3#~6#泊位完全达产后，也可以产生 0.37 个亿的盈利。

图表 18：营口港区泊位及能力情况

股份公司现有运营设施及资产	泊位数	设计吞吐能力 (千吨)	港区	靠泊能力 (万吨)	堆场面积 (平方米)	主要股东	股份	投产日期	投资额 (百万元)
铁矿石码头									
二港池25#-26#	2	5,200	鲅鱼圈	12	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
二港池31#—38#	8	4,000	鲅鱼圈	3	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
一港池16 #	1	2,000	鲅鱼圈	10	3,300	营口港股份	100%	n.a.	3,300
一港池17 #	1	12,000		2006					
煤炭码头									
二港池22#	1	5,000	鲅鱼圈	3.5	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	700
石油									
11#~15#泊位（成品油）	5	6,000	鲅鱼圈	0.3~8	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
钢材									
通用泊位	14	18,000	鲅鱼圈	7	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
粮食									
四港池41 #	1	5,000	鲅鱼圈	8	40万吨储仓	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
汽车、通用									
四港池46 # 、47#	2	2,200	鲅鱼圈	8	166,000	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
集装箱									
51~53#	3	6,000	鲅鱼圈	10	n.a.	营口港股份	100%	n.a.	n.a.
股份公司租用母公司运营设施及资产	泊位数	设计吞吐能力 (千吨)	港区	靠泊能力 (万吨)	堆场面积 (平方米)	主要股东	股份	投产日期	投资额 (百万元)
石油									
14#-15#	2	1,000	鲅鱼圈	n.a.	n.a.	营口港集团	100%	n.a.	n.a.
集装箱/钢材									
54#-56#	3	6,000	鲅鱼圈	n.a.	n.a.	营口港集团	100%	n.a.	n.a.
股份公司已有能力合计		72,400							
集团公司运营设施及资产	泊位数	设计吞吐能力 (千吨)	港区	靠泊能力 (万吨)	堆场面积 (平方米)	主要股东	股份	投产日期	投资额 (百万元)
铁矿石									
30万吨矿石码头	1	20,000	鲅鱼圈	30	n.a.	营口港集团	100%	2010	3,000
钢材									
57#-63#	7	10,500	鲅鱼圈	5	n.a.	营口港集团	100%	n.a.	n.a.
石油									
30万吨原油码头	1	20,000	鲅鱼圈	30	n.a.	营口港集团	100%	2009	1,500
液体化工泊位	1	1,500		n.a.	n.a.	营口港集团	100%	2009	200
5万吨成品油泊位	1	4,000		5	n.a.	营口港集团	100%	2009	400
A港池1~2#号泊位	2	3,800		n.a.	n.a.	营口港集团	100%	2009	300
其他散杂货									
A港池3~6号泊位	4	6,200	鲅鱼圈	n.a.	n.a.	营口港集团	100%	n.a.	800
集团公司可注入资产能力合计		66,000							

资料来源：中金公司研究部

图表 19：油码头盈利能力分析

30万吨原油码头盈利能力分析	最优情况	其他油码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量（千吨）	20,000	吞吐量（千吨）	9,300
每吨收费（元）	20.1	每吨收费（元）	18.7
营业收入（百万元）	401	营业收入（百万元）	174
营业成本（百万元）	-145	营业成本（百万元）	-71
折旧（百万元）	-48	折旧（百万元）	-29
其他营业成本（百万元）	-97	其他营业成本（百万元）	-42
占收入比例	-24%	占收入比例	-24%
毛利（百万元）	256	毛利（百万元）	103
毛利率	64%	毛利率	59%
期间费用（百万元）	-16	期间费用（百万元）	-7
期间费用率	-4%	期间费用率	-4%
税前利润（百万元）	241	税前利润（百万元）	96
有效税率（%）	25%	有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	181	净利润（百万元）	72
每吨净利润（元）	9.0	每吨净利润（元）	7.8
利润率	45%	利润率	42%

资料来源：中金公司研究部

图表 20：矿石和钢材码头盈利能力分析

30万吨矿石码头盈利能力分析	最优情况	钢材码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量（千吨）	20,000	吞吐量（千吨）	10,500
每吨收费（元）	15.2	每吨收费（元）	13.7
营业收入（百万元）	305	营业收入（百万元）	143
营业成本（百万元）	-192	营业成本（百万元）	-90
折旧（百万元）	-96	折旧（百万元）	-45
其他营业成本（百万元）	-96	其他营业成本（百万元）	-45
占收入比例	-31%	占收入比例	-31%
毛利（百万元）	113	毛利（百万元）	54
毛利率	37%	毛利率	37%
期间费用（百万元）	-30	期间费用（百万元）	-14
期间费用率	-10%	期间费用率	-10%
税前利润（百万元）	83	税前利润（百万元）	39
有效税率（%）	25%	有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	62	净利润（百万元）	29
每吨净利润（元）	3.1	每吨净利润（元）	2.8
利润率	20%	利润率	21%

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 21: 通用杂货码头盈利能力分析

通用杂货码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量 (千吨)	6,200
每吨收费 (元)	20.7
营业收入 (百万元)	128
营业成本 (百万元)	-66
折旧 (百万元)	-26
其他营业成本 (百万元)	-40
占收入比例	-31%
毛利 (百万元)	63
毛利率	49%
期间费用 (百万元)	-13
期间费用率	-10%
税前利润 (百万元)	50
有效税率 (%)	25%
净利润 (百万元)	37
每吨净利润 (元)	6.0
利润率	29%

资料来源: 公司数据 中金公司研究部

盈利预测与财务分析

主要营运数据假设

根据之前的分析，我们将公司未来的营运数据预测归纳如下：

图表 22：盈利预测主要假设

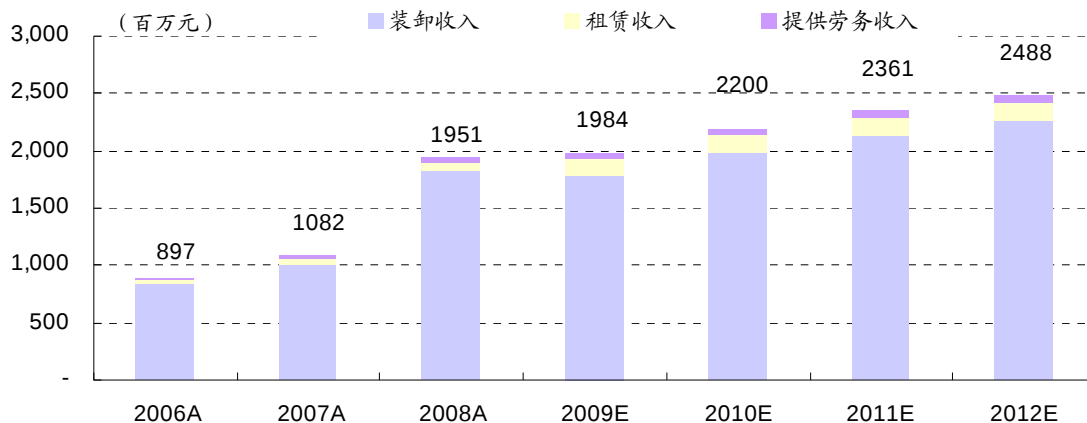
	重要假设					同比增长率			
	08A	09E	10E	11E	12E	09E	10E	11E	12E
吞吐量假设									
散杂货吞吐量（百万吨）	70.0	85.4	93.4	99.3	103.2	22%	9%	6%	4%
费率假设（人民币元/吨）									
散杂货装卸费率（元/吨）	20.7	16.4	17.0	17.5	17.9	-21%	4%	3%	3%
营业收入的比例									
人员费用	15.5%	17%	17%	17%	17%				
材料及燃料费用	12.0%	8%	9%	9%	9%				
租赁费用	11.9%	10%	10%	9%	9%				
主营业务税金及附加	8.5%	11%	11%	11%	11%				
管理费用	3.2%	3%	3%	3%	3%				
所得税税率	17.1%	18.6%	20.6%	22.6%	24.6%				

资料来源：公司数据 中金公司研究部

营业收入预测

各主要货种吞吐量的增长和平均费率的提升将带动公司营业收入未来两年分别增长 10.9%和 7.3%至 2010 年的 22.0 亿元和 2011 年的 23.6 亿元。

图表 23：营口港营业收入预测

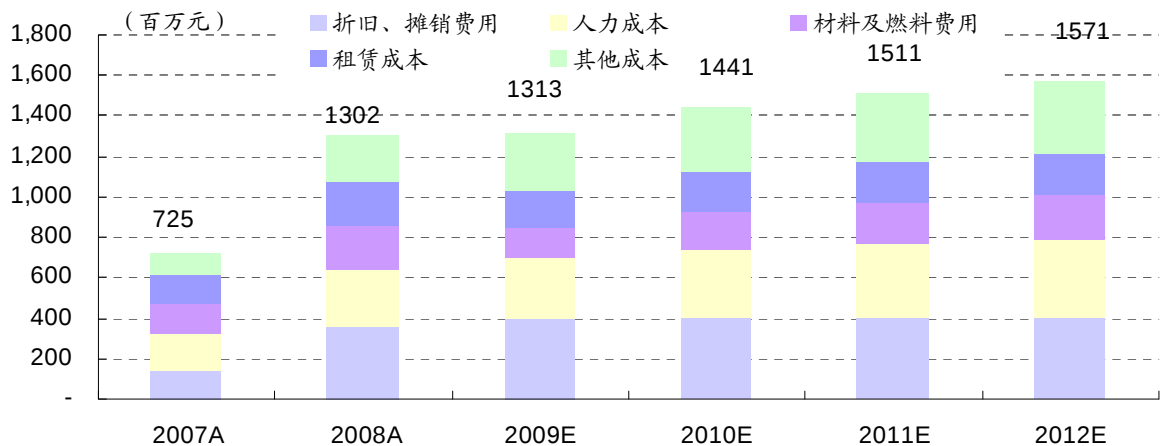


资料来源：公司数据：中金公司研究部

营业成本预测

我们预计 2010 年公司营业成本将较 2009 年同比增长 9.7%，2011 年营业成本较 2010 年同比增长 4.9%，略低于对应年份营业收入增速，主要得益于主要货种装卸费率提升带来的主营业务利润率上升以及固定成本占比较高带来的经营杠杆效应。

图表 24: 营业成本假设

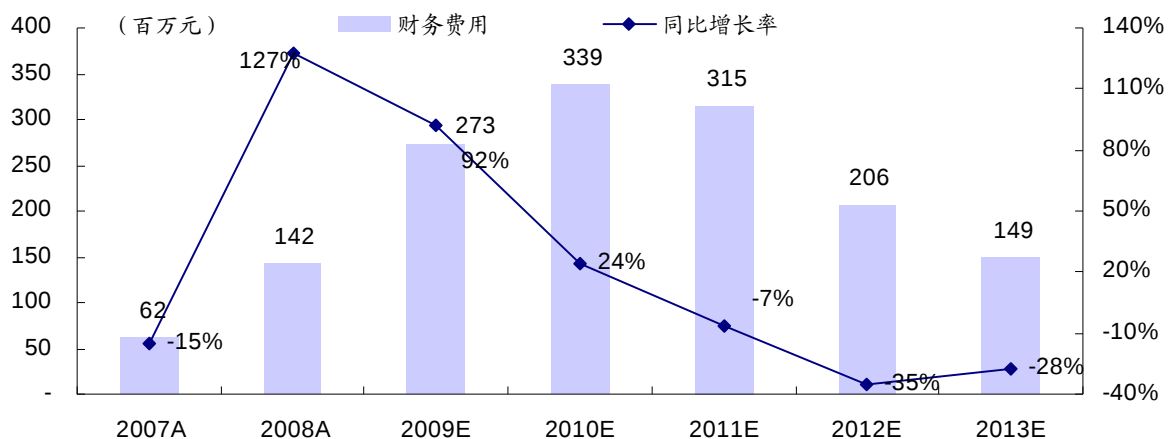


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

大规模的债务融资带来财务费用大幅增长

公司 2008 年以定向增发结合现金收购的方式项目公司收购了 7 个泊位的资产和业务、营口新世纪集装箱码头有限公司 60% 的股权以及部分油罐资产和矿石码头的土地使用权, 合计作价 72.36 亿元, 其中债务融资额约为 44.5 亿元。大规模的债务融资带来财务费用大幅增长, 预计 2009 年财务费用将同比增长 92.3% 达到 2.73 亿元, 2010 年将进一步增长 24.1% 至 3.39 亿元。在不考虑进一步债务融资的条件下, 2011 年和 2012 年将分别有 6 亿元和 21 亿元财务费用到期, 带来财务费用 6.9% 和 34.8% 的同比下降。

图表 25: 财务费用预测



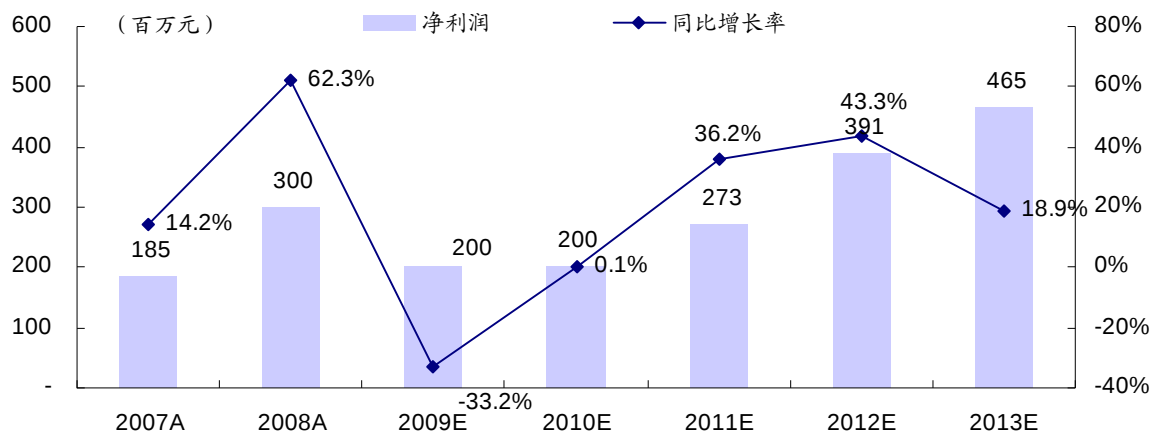
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

不考虑资产收购等外延式增长, 2010 年盈利与 2009 年基本持平, 2011 年盈利有望大幅增长 36.2%

综合而言, 不考虑资产收购等外延式增长, 我们预计公司 2010 年盈利将与 2009 年基本持平, 主要由于公司货物吞吐量的增长 (带来 0.20 亿新增盈利) 和装卸费率的提升 (带来 0.43 亿新增盈利) 带来的盈利提升基本被财务费用的大幅上升 (0.52 亿盈利影响) 抹平。

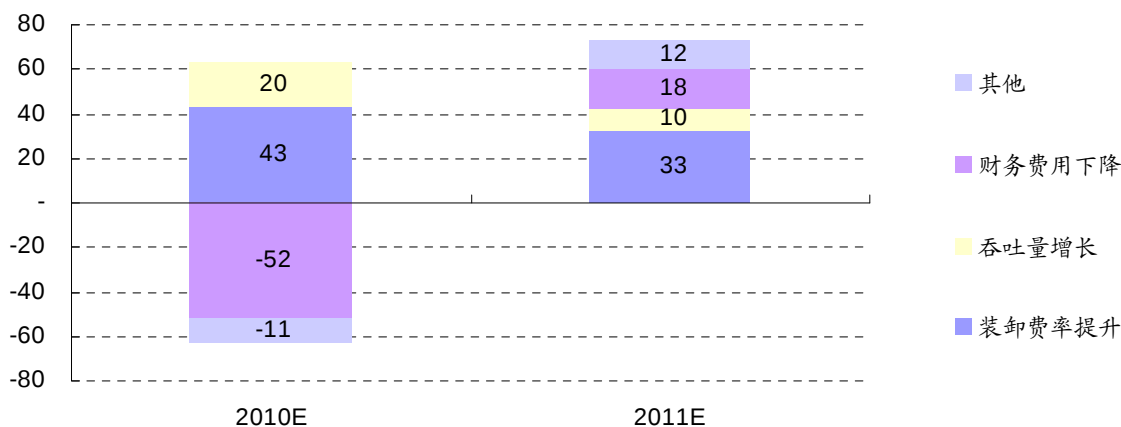
我们预计在装卸费率进一步提升 (0.33 亿元)、吞吐量增长 (0.10 亿元) 和财务费用下降 (0.18 亿元) 的共同带动下, 公司 2011 年盈利将同比大幅增长 36.2% 或 0.73 亿元。

图表 26：净利润预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：净利润增长归因分析



资料来源：中金公司研究部

加息对盈利影响较大

由于公司借款均为浮动汇率，如果央行加息将带来财务费用的较大上升。在我们的基础架设中，预计 2010 年加息 1 次利率上升 0.27 个百分点，2011 年加息两次利率上升 0.54 个百分点。根据我们的测算，央行每多加息一次或多加息 0.27 个百分点，营口港 2010 年和 2011 年净利润将分别下降 2.6% 和 1.4%。

图表 28：净利润对加息敏感性分析

央行加息	0.27%	0.54%	0.81%	1.08%	1.35%
2010年盈利变化	-2.6%	-5.2%	-7.8%	-10.4%	-13.0%
2011年盈利变化	-1.4%	-2.9%	-4.3%	-5.7%	-7.1%

资料来源：中金公司研究部

债务负担沉重，影响进一步资产扩张能力

我们预计公司 2009 年资产负债率和净债务/净资产率分别高达 166.3%和 64.3%，资产负债表扩张已经接近极限。同时我们估算 2010~2014 年公司的经营现金流总额约为 48.7 亿元左右，仅够偿还目前 50 亿元左右的债务，很难进一步支持持续收购母公司资产带来的大额资本开支，未来进一步债务融资的能力有限。我们认为，由于母公司目前资产大多处于建设或者培育期，短期内盈利能力有限，上市公司很难通过二级市场融资或者定向增发收购母公司资产，同业竞争问题将随着母公司泊位不断竣工日益严重。我们认为，目前较为实际的解决办法是在母公司资产竣工后由上市公司租用经营，租金约相当于资产折旧费用水平，母公司通过承担资产建设带来的财务费用对减轻上市公司盈利负担并扩大盈利规模，待上市公司资产负债表修复或租赁资产盈利能力提高后再通过股权或债务手段融资收购。

总之，母公司和上市公司的同业竞争问题必须通过资产收购来解决，所以上市公司的外延式增长前景非常明确。但目前上市公司债务融资能力已经到达极限、股权融资条件仍不成熟，港区经营资产整体上市的路途仍将充满曲折颠簸。

图表 29：营口港股份盈利预测

损益表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,082	1,951	1,984	2,200	2,361	2,488
其中：主营业务收入	1,082	1,951	1,984	2,200	2,361	2,488
减：营业成本	-725	-1,302	-1,313	-1,441	-1,511	-1,571
营业税金及附加	-35	-62	-63	-70	-75	-79
管理费用	-49	-106	-119	-132	-142	-149
财务费用	-62	-142	-273	-339	-315	-205
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
加：投资收益	36	30	37	45	49	51
营业利润调整项	-	-	-	-	-	-
营业利润	246	369	253	264	367	534
加：营业外收支净额	1	-	-	-	-	-
税前利润	246	368	253	264	366	534
减：所得税	-62	-63	-47	-54	-83	-131
少数股东损益	-	-6	-6	-9	-11	-12
净利润	185	300	200	200	273	391
资产负债表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	67	263	309	243	167	204
流动资产合计	328	685	841	724	691	761
固定资产净值	2,691	7,179	7,392	7,017	6,625	6,234
在建工程	12	32	6	-	-	-
非流动资产合计	2,910	8,266	8,488	8,134	7,773	7,412
总资产	3,238	8,951	9,329	8,858	8,464	8,173
短期借款	480	1,690	-	100	100	200
其他应付款	130	2,953	27	30	32	34
流动负债合计	994	5,040	813	523	945	2,613
非流动负债合计	274	790	5,189	4,799	3,699	1,338
负债合计	1,268	5,830	6,002	5,322	4,644	3,950
少数股东权益	-	22	28	37	48	60
股东权益	1,970	3,121	3,327	3,536	3,820	4,223
现金流量表（人民币百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	185	300	200	200	273	391
固定资产折旧及无形资产摊销	135	359	391	404	404	404
财务费用	62	142	273	339	315	205
经营性应收项目的减少（减：增加）	-56	-259	-110	51	-43	-33
经营性应付项目的增加（减：减少）	-75	92	-3,076	23	17	37
经营活动现金流	160	295	-2,353	981	929	966
购建固定资产及其它长期资产支付的现金	-82	-617	-589	-22	-13	-13
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-24	-24	-28	-30	-31
投资活动现金流	-63	-613	-576	-5	6	7
上市募集资金额	-	-	-	-	-	-
短期及长期借款变动	-23	1,540	3,248	-703	-695	-731
支付利息及股利	-168	-143	-273	-339	-315	-205
其它	100	-923	-	-	-	-
筹资活动现金流	-90	473	2,976	-1,042	-1,010	-936
现金及现金等价物净增加额	7	155	46	-66	-76	37
主要经营和财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
增长						
收入	20.6%	80.4%	1.7%	10.9%	7.3%	5.4%
息税折旧摊销前利润	15.3%	95.9%	5.4%	9.7%	7.9%	5.3%
息税前利润	12.2%	65.4%	3.0%	14.5%	13.2%	8.5%
税前利润	22.3%	49.7%	-31.3%	4.1%	39.0%	45.8%
净利润	14.2%	62.3%	-33.2%	0.1%	36.2%	43.3%
利润率						
毛利率	33.0%	33.3%	33.8%	34.5%	36.0%	36.9%
息税折旧摊销前利润率	41.0%	44.6%	46.2%	45.7%	46.0%	46.0%
息税前利润率	28.5%	26.2%	26.5%	27.4%	28.9%	29.7%
经营利润率	22.7%	18.9%	12.8%	12.0%	15.5%	21.5%
净利润率	17.1%	15.4%	10.1%	9.1%	11.6%	15.7%
收益率指标						
资产收益率	5.7%	3.3%	2.1%	2.3%	3.2%	4.8%
净资产收益率	9.4%	9.6%	6.0%	5.7%	7.1%	9.3%
投入资本收益率	6.2%	5.3%	2.2%	2.3%	3.3%	4.9%
债务指标						
资产负债率	39.2%	65.1%	64.3%	60.1%	54.9%	48.3%
净债务/净资产	47.8%	73.8%	166.3%	138.6%	112.2%	83.2%
利息保障倍数						
利息保障倍数 - 净利润 (x)	2.9	2.1	0.7	0.6	0.9	1.9
利息保障倍数 - EBITDA (x)	7.1	6.2	3.3	2.9	3.4	5.5
利息保障倍数 - 现金 (x)	1.1	1.9	1.1	0.7	0.5	1.0
每股数据						
每股盈利 (元)	0.17	0.27	0.18	0.18	0.25	0.36
每股分红 (元)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (元)	1.79	2.84	3.03	3.22	3.48	3.85
每股经营现金流 (元)	0.15	0.27	-2.14	0.89	0.85	0.88

资料来源：公司数据，中金公司研究部

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。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

估值分析及投资建议

我们认为营口港股份将受益于腹地经济的快速发展、鞍钢鲅鱼圈项目的进一步建设以及母公司持续资产注入带来的经营规模扩大。然而，巨大的债务融资带来高企的财务费用预计直到 2012 年才有望明显下降，鞍钢鲅鱼圈项目何时开工仍无眉目，公司现有业务盈利增长较为有限且面临较大的加息风险；同时，沉重的债务负担以及收购资产盈利能力不足使得公司继续收购母公司资产遇到瓶颈，外延式增长短期内也很难有进一步突破的空间。营口港当前股价较我们 2010 年末每股 DCF 估值 6.56 元溢价 24.7%，对应 2010 和 2011 年市盈率 44.8 倍及 32.9 倍，高于 A 股港口公司 29.6 倍的市盈率水平，估值吸引力较低。首次给予“中性”的投资评级，母公司对上市公司较大的支持力度或可带来惊喜，公司业绩对铁矿石和钢材业务吞吐量和费率较高的敏感性也可以带来短期趋势性投资机会。

DCF 估值分析

我们认为，对于中国的交通基础设施公司而言，DCF 方法是比较合适的估值手段：首先，由于中国的交通基础设施公司仍处于发展阶段，且地区发展程度不同，因此不同公司的发展阶段有较大差别。用市盈率的简单比较不好把握公司间的成长性差异；其次，交通基础设施公司现金流稳定，DCF 方法能较好地反映其业务特性及相应的价值；最后，由于中国交通基础设施公司未来资本开支仍比较高，DCF 估值能综合考虑资本开始所带来的估值影响，更全面地反映相应的资金、财务风险。

在营口港股份的 DCF 测算中，由于较难把握，我们不考虑任何资产收购影响。若采用 10.0% 的资金加权平均成本（WACC）以及 2% 的永续增长率，营口港股份 2010 年底的 DCF 估值为 6.56 元/股，对应 2010、2011 年市盈率 36.6 倍及 26.5 倍，较当前股价有 19.8% 的折让，长期投资价值较低。

图表 30：营口港股份 WACC 计算及 DCF 估值敏感性分析

无风险利率	3.5%	WACC	永续增长率假设变化/DCF估值(人民币元)				
风险溢价	8.0%		0%	1%	2%	3%	4%
Beta	1.10						
股权成本	12.3%	9.2%	6.39	7.02	7.82	8.89	10.37
税前债务成本	6.0%	9.6%	5.90	6.45	7.15	8.07	9.31
税率	25.0%	10.0%	5.45	5.94	6.56	7.35	8.40
税后债务成本	4.5%	10.4%	5.04	5.48	6.02	6.70	7.60
目标负债率	30%	10.8%	4.67	5.05	5.53	6.13	6.90
加权资本成本	10.0%						

资料来源：中金公司研究部

相对估值分析

市盈率作为未来成长性的预期，其高低取决于市场对其业绩前景的判断。目前 A 股港口公司 2010 年市盈率在 25 倍左右，考虑到公司未来资产收购预期较为明确，较 A 股港口可比成长性看高一线，我们认为 25~28 倍市盈率能够合理反映营口港的投资价值；以 2010 年末每股盈利计算，分别对应股价 4.56 元~5.11 元之间，以 2011 年末每股盈利计算，分别对应股价 6.21 元~6.96 元之间，上限仍低于当前股价，投资价值并不明显。

首次给予“中性”投资评级

我们认为营口港股份将受益于腹地经济的快速发展、鞍钢鲅鱼圈项目的进一步建设以及母公司持续资产注入带来的经营规模扩大。然而，巨大的债务融资带来高企的财务费用预计直到 2012 年才有望明显下降，鞍钢鲅鱼圈项目何时开工仍无眉目，公司现有业务盈利增长较为有限且面临较大的加息风险；同时，沉重的债务负担以及收购资产盈利能力不足使得公司继续收购母公司资产遇到瓶颈，外延式增长短期内也很难有进一步突破的空间。综合考虑公司目

前较高的估值水平，首次给予“中性”的投资评级，母公司对上市公司较大的支持力度或可带来惊喜，公司业绩对铁矿石和钢材业务吞吐量和费率较高的敏感性也可以带来短期趋势性投资机会。

图表 31：港口可比公司估值表

代码	货币	股价	市值 (百万美元)	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG	
				2010-1-4	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E			11E
国际港口公司																										
Forth Ports PLC	FPT.LN	GBp	11.54	1,043	n.a.	22.0	20.8	18.5	2.4	2.3	2.2	2.1	n.a.	10.4	10.3	12.7	2.5	2.5	2.5	2.6	12.5	12.3	11.8	11.0	n.a.	n.a.
Port of TAURANGA	POT.NZ	NZD	7.05	737	20.9	20.3	19.0	17.3	1.5	1.5	1.4	1.4	7.0	7.2	7.7	8.2	n.a.	4.0	4.2	4.6	14.5	13.2	12.3	11.5	6%	3.2
Lyttelton Port	LPC.NZ	NZD	2.40	191	24.5	22.4	20.0	17.4	1.9	1.8	1.7	1.7	7.8	8.1	8.9	9.4	n.a.	2.3	2.7	3.0	n.a.	9.8	9.2	8.8	12%	2.0
ICT SI	ICT.PM	PMP	0.54	1,798	15.9	20.1	18.1	15.0	2.4	2.2	2.0	1.9	16.1	11.4	12.2	12.4	1.5	1.5	1.5	1.8	7.3	7.7	6.9	6.2	2%	8.2
平均值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	11.4	10.7	10.1	9.4	5%	3.9
中值					20.9	21.1	19.9	17.9	1.9	1.9	1.8	1.7	7.0	8.8	9.0	10.4	2.5	3.2	3.4	3.6	12.5	11.0	10.5	9.9	5%	3.9
香港上市港口公司																										
中远太平洋*	1199.HK	HKD	9.93	2,876	10.7	9.8	15.7	12.3	1.2	1.1	1.0	1.0	10.4	11.3	6.7	8.2	3.7	4.1	2.6	3.2	8.8	8.3	10.7	9.2	-4%	n.m.
招商局国际*	144.HK	HKD	25.25	7,887	16.8	20.5	20.6	17.0	2.1	2.0	2.0	2.0	12.2	9.5	9.6	11.6	2.6	2.2	2.2	2.6	12.9	15.5	13.4	11.6	0%	n.m.
大连港*	2880.HK	HKD	3.00	1,128	9.9	13.6	12.2	11.1	1.3	1.2	1.1	1.0	12.3	8.5	8.7	8.6	3.4	2.1	2.4	2.6	7.3	9.8	9.5	9.0	-4%	n.m.
厦门国际港务*	3378.HK	HKD	1.40	488	9.1	16.4	13.7	11.4	0.9	0.9	0.8	0.8	10.1	5.4	6.1	6.8	4.4	2.4	2.9	3.5	5.8	7.2	5.9	4.9	-7%	n.m.
天津港发展* (A/H整合前)	3382.HK	HKD	2.81	643	38.6	64.6	45.7	37.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.6	2.1	3.0	3.6	1.1	0.6	0.9	1.1	18.1	24.7	19.2	16.6	1%	26.7
天津港发展* (A/H整合后)	3382.HK	HKD	2.81	643	19.6	43.7	29.0	24.9	1.4	1.4	1.4	1.4	7.0	3.2	4.7	5.5	2.2	0.9	1.4	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-8%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	HKD	12.91	1,333	11.1	16.1	13.3	11.0	2.6	2.5	2.2	1.9	23.3	15.7	16.7	17.5	4.5	3.1	3.8	4.5	6.8	8.6	7.2	6.0	0%	23.2
平均值					12.9	20.0	17.4	14.6	1.6	1.5	1.4	1.3	12.5	8.9	8.7	9.7	3.5	2.5	2.5	3.0	8.3	9.9	9.3	8.1	-4%	n.m.
中值					10.9	16.3	14.7	11.8	1.4	1.3	1.3	1.2	11.3	9.0	7.7	8.4	3.6	2.3	2.5	2.9	7.3	8.6	9.5	9.0	-3%	n.m.
国内集装箱港口公司																										
上港*	600018.CH	CNY	5.80	17,863	26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4
盐田港*	000088.CH	CNY	8.31	1,517	17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.
深赤湾A*	000022.CH	CNY	15.13	1,333	15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	3.1	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.
平均值					19.8	25.8	22.9	20.2	3.4	3.2	2.9	2.8	18.0	12.7	13.2	13.9	2.7	2.0	2.2	2.5	14.2	13.7	12.5	11.0	-1%	n.m.
中值					17.8	23.2	21.7	18.8	3.6	3.4	3.1	3.1	15.5	11.7	12.4	12.8	2.9	2.2	2.3	2.7	13.7	15.0	14.0	12.1	-2%	n.m.
国内散杂货港口公司																										
天津港*	600717.CH	CNY	12.43	3,037	21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.
日照港*	600017.CH	CNY	6.91	1,526	39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3
营口港*	600317.CH	CNY	8.29	1,320	30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.
锦州港*	600190.CH	CNY	6.08	1,293	57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2
厦门港务	000905.CH	CNY	8.38	653	38.1	44.1	34.9	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
连云港	601008.CH	CNY	7.70	607	38.3	41.2	31.7	31.4	2.5	2.5	2.4	2.3	6.4	6.2	6.9	7.3	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7%	5.6
平均值					65.7	45.0	36.3	29.0	3.5	2.5	2.3	2.2	7.4	6.2	7.1	7.7	0.5	0.6	0.8	0.9	13.5	17.1	15.2	13.9	31%	2.1
中值					39.1	44.1	34.9	27.3	2.9	2.5	2.4	2.3	8.3	6.2	6.9	7.3	0.5	0.7	0.9	0.9	14.1	15.3	13.3	12.2	13%	3.1
国内港口公司平均值					53.2	39.2	32.3	26.1	3.4	2.7	2.6	2.4	10.3	8.6	9.4	10.0	1.1	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	27%	2.0
国内港口公司中值					38.1	36.9	30.2	23.2	2.9	2.6	2.4	2.3	9.6	7.4	8.9	9.6	0.6	1.0	1.3	1.7	13.7	15.0	13.8	12.1	18%	2.1

注：*数据为中企预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

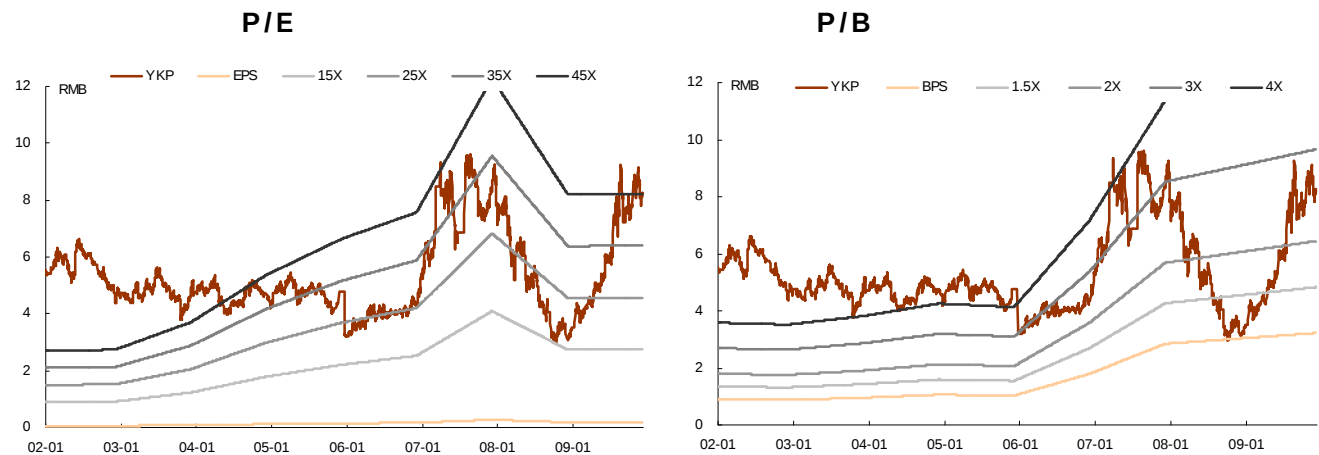
图表 32: A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG				
				2010-1-4				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E						
A股港口上市公司																													
上港*	600018.CH	5.79	17,802					26.3	32.6	28.7	26.0	4.1	3.8	3.6	3.3	15.5	11.7	12.4	12.8	1.8	1.4	1.6	1.8	13.7	15.0	14.2	12.7	0%	66.4
天津港*	600717.CH	12.22	2,998					21.7	31.7	24.6	23.2	2.3	2.2	2.0	1.9	10.5	6.8	8.3	8.3	0.0	0.9	1.2	1.3	12.4	13.0	11.6	10.4	-2%	n.m.
盐田港*	000088.CH	8.21	1,497					17.8	23.2	21.7	18.8	2.7	2.3	2.2	2.1	15.3	10.7	10.5	11.3	2.9	2.2	2.3	2.7	19.9	15.2	14.0	12.1	-2%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	15.22	1,335					15.3	21.6	18.4	15.8	3.6	3.4	3.1	2.8	23.3	15.7	16.7	17.5	3.3	2.3	2.7	3.2	9.0	11.0	9.5	8.2	-1%	n.m.
日照港*	600017.CH	6.91	1,528					39.9	28.8	22.5	18.0	3.5	2.3	2.1	1.9	8.7	8.0	9.5	10.8	0.7	1.0	1.3	1.7	15.8	14.8	12.7	12.1	30%	1.3
营口港*	600317.CH	8.18	1,315					30.0	44.9	44.8	32.9	2.9	2.7	2.5	2.4	9.6	6.0	5.7	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.8	13.8	12.2	-3%	n.m.
锦州港*	600190.CH	6.01	1,286					57.1	66.9	46.6	49.2	6.0	2.6	2.5	2.4	10.4	3.9	5.4	4.9	0.6	0.4	0.5	0.5	18.1	24.8	22.7	20.7	5%	11.2
A股港口平均								29.7	35.7	29.6	26.3	3.6	2.8	2.6	2.4	13.3	9.0	9.8	10.4	1.3	1.2	1.4	1.6	13.8	15.7	14.1	12.6	4%	7.1
A股机场上市公司																													
上海机场*	600009.CH	17.90	5,052					40.1	54.2	30.7	25.7	2.8	2.7	2.5	2.3	7.0	4.9	8.1	8.9	0.3	0.2	0.4	0.4	19.6	19.1	14.9	13.1	16%	2.5
深圳机场*	000089.CH	7.49	1,854					52.8	24.0	20.7	19.4	2.8	2.5	2.3	2.1	5.2	10.5	11.1	10.8	0.3	0.8	0.9	0.9	22.6	14.0	11.1	9.7	40%	1.3
白云机场*	600004.CH	10.15	1,710					24.0	23.2	19.4	18.3	2.0	1.9	1.8	1.7	8.3	8.1	9.1	9.0	1.7	1.3	1.5	1.6	9.3	8.9	7.6	6.7	9%	2.5
厦门空港*	600897.CH	18.78	819					28.7	20.5	20.0	19.0	5.0	4.5	4.1	3.8	17.5	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	12.0	11.6	10.9	15%	1.9
A股机场平均								36.4	30.5	22.7	20.6	3.1	2.9	2.7	2.4	9.5	11.4	12.2	12.1	0.6	0.6	0.7	0.8	17.3	13.5	11.3	10.1	21%	1.7
A股高速公路上市公司																													
宁沪高速*	600377.CH	7.01	4,986					22.7	17.3	16.8	14.4	2.2	2.1	2.1	2.0	9.8	12.3	12.4	14.0	3.9	5.1	5.2	6.1	12.3	9.9	9.5	8.2	17%	1.4
皖通高速*	600012.CH	5.87	1,345					14.1	14.9	16.7	15.6	1.9	1.8	1.7	1.7	13.8	12.3	10.5	10.6	3.9	3.6	3.2	3.4	8.4	8.6	8.2	7.5	-3%	n.m.
深高速*	600548.CH	5.94	1,617					25.7	22.5	21.8	21.1	1.8	1.8	1.7	1.6	7.2	7.9	7.8	7.8	2.0	2.2	2.3	2.4	19.1	15.3	14.1	13.0	7%	3.8
福建高速*	600033.CH	6.57	1,761					12.4	13.8	15.4	15.4	2.3	2.0	1.8	1.7	19.4	17.1	14.3	13.3	2.3	2.1	1.6	3.0	n.a.	11.1	12.6	10.6	-7%	n.m.
赣粤高速*	600269.CH	8.58	2,935					18.3	17.8	16.8	15.4	2.5	2.5	2.2	1.9	16.3	14.2	13.8	13.7	1.3	1.4	1.5	1.8	n.a.	10.8	9.9	9.2	6%	3.1
粤高速*	000429.CH	5.43	902					17.1	18.9	21.1	23.8	2.0	1.8	1.7	1.6	11.6	9.4	8.0	6.7	1.8	1.7	1.5	1.3	12.3	13.9	14.7	12.3	-10%	n.m.
A股高速公路平均								18.4	17.5	18.1	17.6	2.1	2.0	1.9	1.7	13.0	12.2	11.1	11.0	2.5	2.7	2.6	3.0	13.1	11.6	11.5	10.1	1%	12.8
A股铁路上市公司																													
铁龙物流*	600125.CH	11.18	1,644					38.1	30.5	26.8	24.6	4.6	4.1	3.6	3.2	12.0	13.4	13.4	13.0	0.5	0.5	0.5	0.5	26.3	21.7	18.4	0.2	16%	2.4
广深铁路*	601333.CH	4.72	4,493					27.6	24.9	24.5	22.3	1.5	1.4	1.4	1.3	5.4	5.8	5.7	5.9	1.7	1.9	1.9	2.1	12.7	11.7	11.2	0.1	7%	3.8
大秦铁路*（资产收购前）	601006.CH	10.21	19,406					19.8	21.3	17.0	15.6	3.3	3.1	2.9	2.7	16.6	14.5	16.9	17.1	2.9	2.7	3.4	3.7	12.9	12.1	9.7	0.1	8%	2.4
大秦铁路*（资产收购后）	601006.CH	10.21	19,406					n.a.	17.7	14.4	12.7	n.a.	2.2	2.1	n.a.	n.a.	12.6	14.4	0.0	n.a.	3.4	4.2	0.0	24.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A股铁路平均								28.5	25.5	22.8	20.8	3.1	2.9	2.6	2.4	11.3	11.2	12.0	12.0	1.7	1.7	2.0	2.1	17.3	15.1	13.1	0.1	11%	2.6
A股基础设施上市公司平均值																													
								25.9	25.6	22.6	20.3	2.8	2.6	2.4	2.2	12.3	11.1	11.3	11.5	1.7	1.7	1.7	2.0	14.8	13.4	12.1	8.9	9%	3.0
A股基础设施上市公司中值								24.0	23.2	21.1	19.0	2.7	2.3	2.2	2.0	11.6	10.7	10.5	10.8	1.7	1.4	1.5	1.8	12.9	13.0	11.6	10.4	8%	2.9

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 33: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

风险

- 公司目前经营主要倚赖铁矿石业务，因此房地产和基建投资低于预期带来的中国钢铁需求不足、国家对钢铁产能的整治和调整过于严厉带来供给显著下降、以及铁矿石谈判带来的铁矿石进口风险以及国际铁矿石价格波动等均带来一定程度的经营风险；
- 鞍钢鲅鱼圈项目剩余 1000 万吨产能迟迟不能开工；
- 借款费用规模巨大，加息对盈利影响巨大；
- 新工程竣工带来折旧费用和财务费用增加，货量不足拖累整体盈利表现；
- 货源不足带来相邻港口恶性竞争，对公司业务量分流并带来装卸费率下滑；
- 外延式增长进度缓慢，从母公司收购资产盈利能力差于预期。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。