

湘财证券研究所
交通运输研究小组
刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

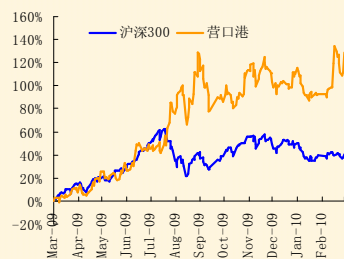
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: ljj2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	9.29
目标价格	12.33
52周波动区间	16.82
	7.10
流通A股(亿股)	4.68
总市值(亿元)	101.96
日均成交量(百万股)	5.76

最近一年股价表现

投资要点
□ 将长期受益于腹地经济快速发展, 外延增长空间大, “增持” 评级

我们认为营口港业务发展将长期受益于东北振兴和辽宁省沿海经济带的快速发展, 货物吞吐量有望保持较快的增长速度, 此外母公司营口港集团为解决同业竞争问题将把煤炭、钢材和油气等业务资产注入营口港。不考虑资产注入的情况下, 预计公司净利润将实现 26% 的复合增长率, 2010 年和 2011 年 EPS 分别达到 0.21 元和 0.27 元, 盈利前景良好, 首次给予“增持”评级, 6~12 个月目标价 12.33 元。

□ 内生增长靠集装箱和金属矿石业务, 外延靠煤炭、油气和钢材业务

公司金属矿石和集装箱业务内生增长前景较好, 煤炭和钢材及油气的外延式扩张空间巨大。如果不考虑资产注入, 公司集装箱业务增长速度将较快, 2010 年增速将超过 30%, 金属矿石和粮食等业务保持 10% 以上的增长速度; 若果完成母公司相关资产注入, 预计公司未来 3~5 年的吞吐量将增长 110~150% 至 2.5~3 亿吨, 业务增长空间较为广阔。

□ 费率总体水平较低, 未来会有稳步提升

公司费率处在政策规定的下限附近, 且 2009 年有一定程度的下调。未来在需求增长、成本上升和竞争有序的背景下, 综合费率水平有望实现稳步的提升, 但幅度不会太大。

□ 短期关注同业竞争和财务压力, 长期关注资产注入

同业竞争和财务费用高企是影响公司 2009 年业绩的主要不利因素, 未来两年业绩也将受制于上述因素。但长期来看, 港口集团引入战略投资者开发矿石和油气港口, 以及正在培育的煤炭和钢材泊位资产均将是营口港外延式增长的主要推动因素, 我们看好公司资产注入后带来的良好盈利前景。

营口港主要财务数据和估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,951	1,876	2,180	2,469	2,742
YOY%	53.17%	-3.84%	16.23%	13.25%	11.06%
净利润(百万元)	306	200	242	334	421
YOY%	-3.51%	-34.63%	20.99%	38.33%	25.99%
EPS(元)	0.55	0.18	0.21	0.27	0.36
P/E(X)	34	53	44	34	26
P/B(X)	3.29	3.10	2.99	2.85	2.67

调研内容:

母公司多方努力培育优良资产，鲅鱼圈+仙人岛港口发展前景造好

营口港集团（营口港母公司）尚未注入营口港股份的鲅鱼圈较为成熟的资产主要是出口煤炭和内贸煤炭泊位，根据相关统计数据，2009 年营口港集团煤炭吞吐量为 2300 万吨左右（含上市公司进口煤炭吞吐量 339 万吨），比 2007 年的 826 万吨增长 178%，资产盈利能力相比 2007 年已经有大幅度提高。这部分资产注入上市公司后有望为公司增加年吞吐量 2000~2500 万吨。此外，集团还拥有鲅鱼圈油气、钢材等泊位资产。

营口港集团正在建设鲅鱼圈 30 万吨级铁矿石泊位以及仙人岛 30 万吨级原油泊位。集团建设上述港口的资金来源除自有和借贷资金外，积极寻求战略投资者或者合作伙伴，如鞍钢集团和其他具有实力的中外资企业，以加快项目的建设进程。这些项目具有较好的盈利前景，未来将会注入上市公司。总体来看，公司最有外延式增长空间的当属煤炭业务，此外，30 万吨铁矿石泊位建成后亦将贡献超过 1000 万吨的矿石吞吐量，而油气业务盈利能力较强，发展潜力巨大。

短期内权益融资实施的可能性较低，未来会有大动作

营口港 2008 年实施定向增发购买母公司资产后，负债水平大幅度增加，近期发行债券使公司的资金来源趋于多元化，亦改善了负债结构，不过仍需要权益融资来改善资产负债表。公司在资本市场进行权益融资在短期内实施的可能性较小，预计未来收购母公司资产将不再逐步进行，可能会一次性解决多个码头的资产注入或者是实现鲅鱼圈港口资产的整体上市。

费率有上调空间

未来费率具有一定的上调空间，一是目前公司的费率处于政策规定的下限附近，费率水平较低；二是运营成本呈上升趋势；三是港口间在费率方面的竞争压力将会随着需求的增长和港口间的整合得到缓解；四是大规模的港口建设高峰将过，供给压力降低。为了维持与大货主之间的长期合作关系，公司费率的调整将顾及主要客户的利益。

腹地经济增长前景良好，能够提供较好业务保障

国家振兴东北的效果在未来会显现，GDP 增速会加快，且国家实施东北沿海经济带发展规划亦将带来发展机遇。虽然经济结构调整，但整个运量是在不断增长。从这个角度看，将支持公司的业务规模不断扩大。目前看，东北地区铁矿石产量降低，随着钢铁产能增加，铁矿石进口需求和钢材的出口及南运需求空间较大。此外，油气和煤炭等能源产品亦将随着腹地经济的发展产生不断增长的运量。

各主要业务发展形式较佳

受益于腹地经济的快速发展，公司各主要业务增长较快，2009 年公司油气和粮

食业务增速均超过 30%，而主要业务金属矿石吞吐量亦达到 20%。从一季度情况看，整个生产形式仍然保持较好的水平。预计 2010 年集装箱吞吐量将达 300 万 TEU，其他业务也将保持较快的增长速度。

竞争优势将会提升

营口港矿石、油品和煤炭等主要业务均与大连港、锦州港形成竞争关系。但营口港集团正在建设的 30 万吨矿石和原油码头将提高营口港整体竞争优势。未来看，与鞍钢集团和华能建立合作关系将巩固营口港在矿石和煤炭业务方面的市场地位。此外，大连港正在不断整合东北沿海的港口资源，行业内无序竞争的局面将会得到抑制。

图 1 营口港主要货种吞吐量及增速



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

分析与评论

业务增长空间广阔

金属矿石和集装箱业务内生增长前景较好,煤炭和钢材及油气的外延式扩张空间巨大。如果不考虑资产注入,公司集装箱业务增长速度将较快,2010 年增速将超过 30%,金属矿石和粮食等业务保持 10%以上的增长速度;若果完成母公司相关资产注入,预计公司未来 3~5 年的吞吐量将增长 110~150%至 2.5~3 亿吨,业务增长空间较为广阔。

盈利能力将会逐渐提升

2009 年公司营收和利润受到煤炭和钢材业务下降及财务费用高企和费率下调的影响有不同程度的下降。预计未来两年随着总体业务量的增长和费率水平的提升,以及财务费用问题的逐渐解决,公司盈利能力将会逐渐提升。

短期内同业竞争问题需要关注

我们认为同业竞争问题主要体现在同在鲅鱼圈港区煤炭和钢材货种的同业竞争方面。公司煤炭吞吐量 2008 年和 2009 年分别大幅度下降 44%和 27%,由 2007 年的 826 万吨下降至 2009 年的 339 万吨,而 2009 年钢材吞吐量下滑超过 14%至 1250 万吨。值得注意的是,营口港集团煤炭吞吐量 2008 年和 2009 年增速均超过 60%,2009 年达到 2300 万吨左右,钢材吞吐量 2009 年亦保持 15%的增速至 2200 万吨左右。出现上述相左趋势可能跟货种安排有关,如股份公司从事进口煤炭业务,而集团从事出口和南运煤炭业务,但这种竞争关系需要尽快的得到解决。

鞍钢鲅鱼圈项目影响较为有限

市场寄予厚望的鞍钢鲅鱼圈项目实际上对营口港的影响较为有限,更多的体现是随着鲅鱼圈项目产量的提高,鞍钢对营口港依赖程度的上升。我们认为,鞍钢与营口港已经形成资本纽带和业务纽带关系,鞍钢无论将产能放在鞍山还是转移到鲅鱼圈只是其自身的经济性考虑,整体上对营口矿石和钢材吞吐量的影响较为有限。

腹地经济增速抢眼,相关产业发展迅速

营口港腹地经济 2009 年在金融危机背景下平均增速达到 13.6%,高于全国近 5 个百分点,钢材产量和煤炭产量占全国的比重分别达到 11%和 25%,增速亦高于全国平均水平。东北地区经济增速高于全国的情况在未来 5~10 还将得以保持,腹地相关产业的快速发展将带动东北沿海港口吞吐量的增长。

表 1 营口港腹地经济 2009 年主要数据

	GDP	yoy%	钢材产量	yoy%	汽车产量	yoy%	煤炭产量	yoy%
	亿元		万吨		万辆		万吨	
辽宁	15,066	13.10%	4,937	19.40%	51	49.10%	n. a	n. a
吉林	7,203	13.30%	856	19.40%	123	37.60%	4,401	15.20%
黑龙江	8,288	11.10%	505	18.60%	28	33.70%	8,748	5.60%
内蒙古	9,726	16.90%	1,295	30.10%	n. a	n. a	60,100	22.80%
平均		13.60%		21.88%		40.13%		14.53%
全国		8.70%		15.20%		48.20%		8.80%

数据来源：各省统计数据，湘财证券研究所

估值和投资建议

营口港未来将长期受益于腹地经济的快速发展，且母公司培育的油气、煤炭和钢材泊位资产具有较高的盈利空间，营口港业务内生和外延增长空间巨大，估值水平提高具有显著的空间。即使不考虑母公司资产注入，随着费率的回升和业务量的增长，公司净利率未来三年亦能保持 26%左右的复合增长率，预计 2010 年和 2011 年每股收益为 0.21 元和 0.27 元。

公司目前股价对应的 2010 年和 2011 年动态市盈率率分别为 44X 和 34X，估值水平略显偏高。从绝对估值看，根据湘财证券 DCF 估值模型，营口港合理估值为 12.33 元。考虑到公司业务具有巨大的发展空间，以及业绩具有较大的想象空间我们给予公司 12 个月目标价 12.33 元，即股价仍有 33%的上升空间，首次给予“增持”评级。

表 2 营口港 DCF 估值敏感性分析

		永续增长率Gn(%)				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC(%)	6.35%	16.57	18.30	20.35	22.83	25.87
	6.85%	14.69	16.13	17.83	19.84	22.27
	7.35%	13.06	14.29	15.71	17.37	19.35
	7.85%	11.64	12.69	13.89	15.29	16.93
	8.35%	10.39	11.30	12.33	13.51	14.88
	8.85%	9.28	10.07	10.96	11.98	13.14
	9.35%	8.29	8.98	9.76	10.64	11.63
	9.85%	7.40	8.01	8.69	9.46	10.32
	10.35%	6.60	7.14	7.74	8.41	9.16

资料来源：湘财证券研究所

表 3 营口港主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1876	2180	2469	2742
收入同比(%)	-4%	16%	13%	11%
归属母公司净利润	192	231	297	394
净利润同比(%)	-18%	20%	28%	33%
毛利率(%)	34.4%	35.0%	36.0%	36.5%
ROE(%)	5.8%	6.8%	8.3%	10.3%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.27	0.36
P/E	53.07	44.12	34.35	25.86
P/B	3.10	2.99	2.85	2.67

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 4 营口港盈利预测业务量假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
金属矿石吞吐量(万吨)	1,756	2,102	2,605	3,121	3,496	3,775	3,964
yoy(%)		19.70%	23.93%	19.81%	12.00%	8.00%	5.00%
钢铁	1,174	894	1,457	1,250	1,313	1,509	1,660
yoy(%)		-23.85%	62.98%	-14.21%	5.00%	15.00%	10.00%
石油天然气	530	562	534	715	751	788	828
yoy(%)		6.04%	-4.98%	33.90%	5.00%	5.00%	5.00%
煤炭	389	826	463	339	373	392	392
yoy(%)		112.34%	-43.95%	-26.78%	10.00%	5.00%	0.00%
粮食	181	164	263	349	401	462	531
yoy(%)		-9.39%	60.37%	32.70%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	1,690	1,336	1,682	1,883	2,071	2,278	2,284
yoy(%)		-20.95%	25.90%	11.95%	10.00%	10.00%	0.23%
货物吞吐量合计	5,720	5,884	7,004	7,657	8,404	9,101	9,658
yoy(%)		2.87%	19.03%	9.32%	9.76%	8.29%	6.12%
集装箱吞吐量(万TEU)	101	137	204	221	300	350	385
yoy(%)		35.64%	48.91%	8.33%	35.75%	16.67%	10.00%

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 5 营口港利润表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,876	2,180	2,469	2,742
营业成本	1,231	1,417	1,580	1,741
营业税金及附加	60	70	79	88
营业费用	0	0	0	0
管理费用	120	135	148	151
财务费用	260	289	251	238
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	31	33	35	37
营业利润	237	302	446	562
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	237	302	446	562
所得税费用	37	60	111	140
净利润	200	242	334	421
少数股东损益	8	11	16	20
归属母公司净利润	192	231	297	394
BPS	0.18	0.21	0.27	0.36

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。