

2010年09月06日

公司研究

新股研究

建议询价区间：3.5 - 4.0 元

港口行业龙头，区位优势明显

——宁波港(601018)新股研究

核心观点

申购建议：

当前港口行业主要公司 2010 年动态市盈率为 22.7 倍，最高的连云港达到 31 倍，最低的深赤湾 A 为 17.6 倍，公司作为行业龙头公司以及所在区域地理位置优势，前期唐山港上市市盈率（静态）为 32.67 倍，2010 年动态市盈率接近 25 倍，综合考虑我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间为 23-26 倍，对应合理价格区间为 3.62-4.09 之间，建议询价区间为 3.5-4.0 元。

主要依据：

公司拟发行不超过 25 亿股 A 股，占本次 A 股发行后总股本的比例不超过 18.8%，募集资金主要用于北仑港区五期集装箱码头工程、穿山港区中宅煤炭码头项目工程、梅山保税港区 1#—5#集装箱码头工程、金塘港区大浦口集装箱码头工程、采购港口设备以及补充流动资金。

公司主要在宁波-舟山港开展经营活动，此外在嘉兴港（7 个泊位）、苏州港太仓港区（10 个泊位）、南京港（4 个泊位）、温州港和台州港拥有经营性泊位，形成了以宁波港口为基础、与其他相关港口有机衔接的港口码头网络体系。公司是宁波-舟山港最大和最主要的专业码头运营商，集装箱和货物吞吐量所占市场份额最大。2009 年，公司在宁波港口货物吞吐量为 2.45 亿吨，占宁波港口 63.8% 的市场份额；公司在宁波港口的集装箱吞吐量为 1,017 万 TEU，占宁波港口 97.6% 的市场份额。

我们预计公司 2010-2012 年营业收入为 58.82 亿元、63.58 亿元、67.99 亿元，同比增速分别为 20.32%、8.09%、6.94%；归属母公司所有者净利润分别为 20.95 亿元、23.64 亿元、26.79 元，同比增速分别为 15.18%、12.85%、13.32%；按照发行后计算得到 2010-2012 年每股收益为 0.16 元、0.18 元、0.20 元。由于公司项目都在 2012 年之后投产，所以公司新产能贡献的业绩增量要在 2013 年开始释放，主要集中在 2015 年释放。

基础数据

发行前总股本(万股)	1080000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	253.18
每股净资产(元)	1.34
建议询价区间(元)	3.5-4元

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4888.7	5882.2	6357.8	6799.3
同比增速(%)	6.88%	20.32%	8.09%	6.94%
净利润(百万)	1818.6	2094.6	2363.7	2678.6
同比增速(%)	3.10%	15.18%	12.85%	13.32%
EPS(元)	0.14	0.16	0.18	0.20

研究员：汪立

电话：01084183136

Email: wangli@guodu.com

执业证书编号：S0940210060007

联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1. 宁波港发行情况一览

2009年8月21日召开的股东大会审议通过了公司A股和H股发行方案,2010年8月股东大会审议通过发行方案的有效期限延长至2011年8月20日,H股发行计划在A股发行并上市后择机实施,且H股发行价格不低于A股发行价格。

公司拟发行不超过25亿股A股,占本次A股发行后总股本的比例不超过18.8%,募集资金主要用于北仑港区五期集装箱码头工程、穿山港区中宅煤炭码头项目工程、梅山保税港区1#—5#集装箱码头工程、金塘港区大浦口集装箱码头工程、采购港口设备以及补充流动资金。

图表 1: 宁波港发行情况

公司名称	宁波港股份有限公司
公司简称	宁波港
发行地	上海
发行日期	2010年9月14日
申购代码	601018
发行股数	不超过25亿股,占发行后总股本的18.8%
发行方式	网下、网上结合
发行后总股本	133亿股
每股收益(2009)	0.17元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.14元
发行前每股净资产	1.38元

数据来源: 招股说明书

公司发行前总股本为108亿股,本次发行A股拟不超过25亿股,发行后总股本为133亿股。发行前后,公司第一大股东均为宁波港集团,公司实际控制人为宁波省国资委。

图表 2: 发行前后股本结构一览

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份数量(万股)	持股比例	股份数量(万股)	持股比例
宁波港集团	972,000	90.00%	948,216	71.29%
招商局码头	58,320	5.40%	58,320	4.38%
中信港投	19,440	1.80%	18,964	1.43%
宁波宁兴	10,800	1.00%	10,536	0.79%
宁波交投	10,800	1.00%	10,536	0.79%
宁波开投	3,240	0.30%	3,161	0.24%
宁波城投	3,240	0.30%	3,161	0.24%
舟山港务	2,160	0.20%	2,107	0.16%
社会公众股	-	-	250,000	18.80%
全国社会保障基金理事会	-	-	25,000	1.88%
合计	1,080,000	100.00%	1,330,000	100.00%

数据来源: 招股说明书

2. 宁波港业务构成

2.1 宁波港区区位优势明显, 全球第二大港

公司主要在宁波-舟山港开展经营活动，此外在嘉兴港（7个泊位）、苏州港太仓港区（10个泊位）、南京港（4个泊位）、温州港和台州港拥有经营性泊位，形成了以宁波港口为基础、与其他相关港口有机衔接的港口码头网络体系。

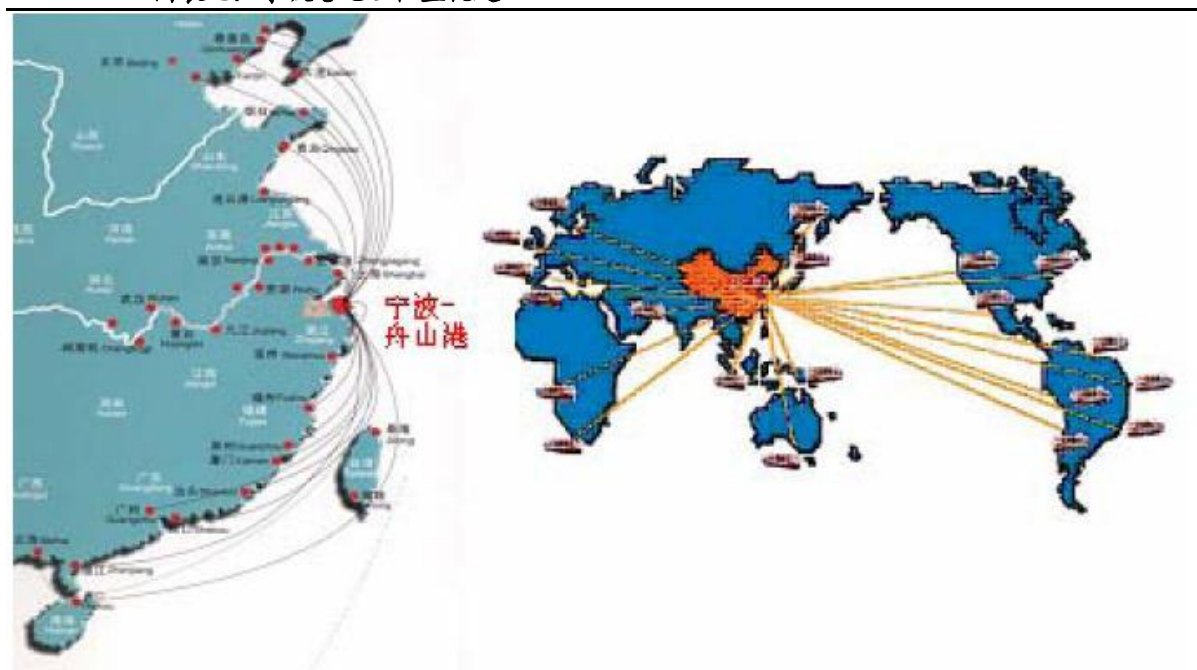
宁波-舟山港包括宁波港口和舟山港口，位于极具战略意义的长江三角洲，地处我国南北沿海航线和长江黄金水道的交汇点，是处理集装箱、矿石、原油、煤炭和液体化工产品等货物装卸的国际枢纽港口，具有极佳的区位优势。

宁波-舟山港是自然条件十分优越的港口，舟山群岛为宁波-舟山港提供天然屏障，宁波-舟山港常年不冻，本公司在宁波-舟山港的码头全年可作业天数达 350 天以上。宁波-舟山港是国内少数对集装箱、矿石、原油、煤炭、液体化工产品等五大基础货物具有综合处理能力的沿海港口之一。鹿特丹港统计数据显示，宁波-舟山港 2009 年货物吞吐量全球排名第二。

截至 2009 年 12 月 31 日，宁波-舟山港拥有生产性泊位 628 个，其中，万吨级以上大型泊位 108 个，包括五万吨级以上的特大型深水泊位 62 个，是全国拥有大型和特大型深水泊位最多的港口。

宁波-舟山港的码头经营分为货主码头自主经营和专业码头运营商经营两类。公司是宁波-舟山港最大和最主要的专业码头运营商，集装箱和货物吞吐量所占市场份额最大。2009 年，公司在宁波港口货物吞吐量为 2.45 亿吨，占宁波港口 63.8% 的市场份额；公司在宁波港口的集装箱吞吐量为 1,017 万 TEU，占宁波港口 97.6% 的市场份额。

图表 3：宁波港地理位置优越

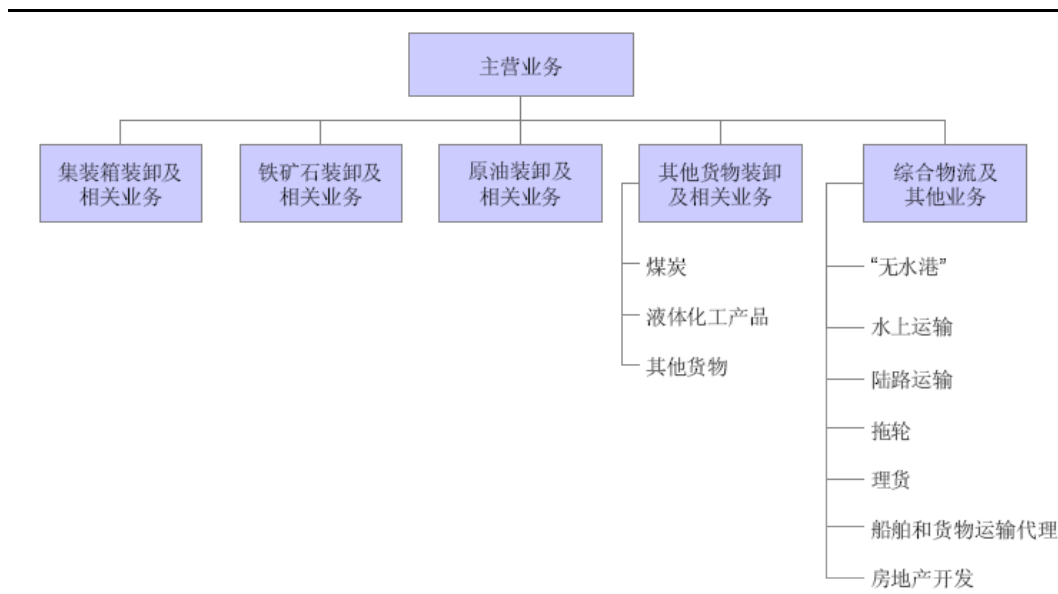


资料来源：招股说明书

2.2 公司主营业务构成

公司主营业务主要包括集装箱装卸及相关业务、铁矿石装卸及相关业务、原油装卸及相关业务、其他货物装卸及相关业务、综合物流及其他业务。

图表 4：公司主营业务



资料来源：招股说明书

图表 5：各货种吞吐量构成

分类	2010H	2009	2008	2007
集装箱（万TEU）	638	1,037	1,074	923
铁矿石	4,630	8,195	7,158	7,067
原油	1,970	3,885	3,408	3,948
煤炭	2,401	3,549	2,650	2,303
液体化工产品	359	682	588	609
其他货物	1,067	1,656	1,619	1,390
合计	15,994	26,996	23,824	22,398

资料来源：招股说明书

2010 年上半年，公司实现主营业务收入 29.66 亿元，其中综合物流和其他业务实现收入 12.04 亿元，占比达到 40.7%，位居各项业务首位，集装箱装卸及相关业务实现收入 5.89 亿元，占比为 19.9%，铁矿石业务实现收入 4.65 亿元，占比达到 15.7%，原油业务实现收入 0.83 亿元，占比为 2.8%，其他货物实现收入 6.16 亿元，占比为 20.8%。

图表 6：主营业务收入构成（万元）

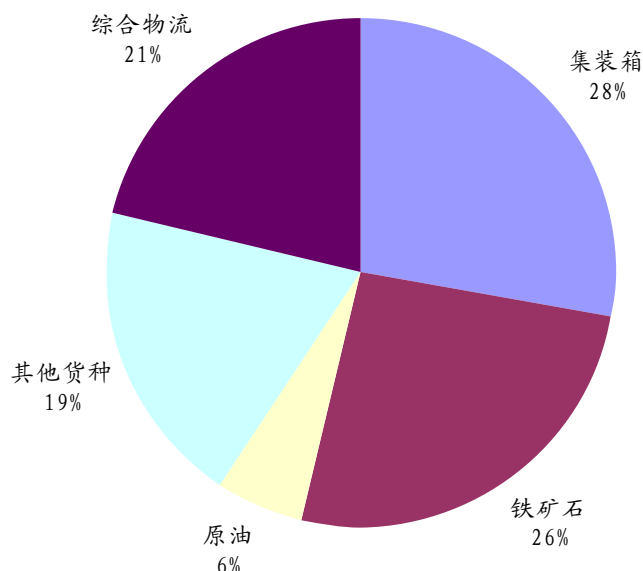
项目	2010H		2009		2008	
	主营业务收入	占比（%）	主营业务收入	占比（%）	主营业务收入	占比（%）
集装箱装卸及相关业务	58,877	19.92	108,359	22.84	118,308	26.5
铁矿石装卸及相关业务	46,446	15.71	96,771	20.4	88,843	19.9
原油装卸及相关业务	8,343	2.82	19,609	4.13	21,654	4.85
其他货物装卸及相关业务	61,586	20.84	101,073	21.3	87,377	19.58
综合物流及其他业务	120,355	40.71	148,641	31.33	130,199	29.17
合计	295,607	100	474,452	100	446,382	100

数据来源：招股说明书

从毛利构成来看，集装箱业务是公司利润的最大来源，占比达到 28%，其余业务对利润贡献从大到小依次为铁矿石、综合物流及其他、其他货种、原油。从毛利率来看，

原油业务毛利率最高达到 89.96%，铁矿石业务毛利率居第二位为 75.45%，其次是集装箱业务毛利率为 64.16%，其他货种的毛利率为 42.84%，综合物流及其他业务毛利率为 24.02%。

图表 7：主营业务毛利构成



数据来源：招股说明书

3. 募投项目情况

公司募集资金主要用于用于北仑港区五期集装箱码头工程、穿山港区中宅煤炭码头项目工程、梅山保税港区 1#—5#集装箱码头工程、金塘港区大浦口集装箱码头工程、采购港口设备以及补充流动资金，总共资金需求为 130.3 亿元。其中，三个项目是集装箱码头建设，涉及资金 85 亿元，公司募集资金主要用于扩大集装箱吞吐能力，三个项目合计涉及吞吐能力达到 800 万 TEU/年，约占公司 2009 年吞吐量的 80%，随着新项目投产（竣工时间为 2015 年）公司集装箱接卸能力将会大幅提升；另外，公司还将投资一个煤炭码头工程，该工程投资额为 24.5 亿元，将于 2013 年竣工，涉及吞吐能力为 430 万吨/年；其余资金将用于采购港口相关设备以及补充流动资金。

图表 8：募投项目一览（万元）

项目名称	募集资金拟使用量	募集资金投入部分截至2010年6月30日已投入	竣工时间	吞吐能力
宁波－舟山港北仑港区五期集装箱码头工程	559,000	144,472	2015年	250万TEU
宁波－舟山港穿山港区中宅煤炭码头工程	245,000	18,381	2013年	430万吨
宁波－舟山港梅山保税港区1#～5#集装箱码头工程	165,000	45,000	2015年	300万TEU
宁波－舟山港金塘港区大浦口集装箱码头工程	126,000	6,456	2015年	250万TEU
采购港口相关设备	88,000	67,880		
补充流动资金	120,000	-		
总计	1,303,000	282,189		

资料来源：招股说明书

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2010-2012 年营业收入为 58.82 亿元、63.58 亿元、67.99 亿元，同

比增速分别为 20.32%、8.09%、6.94%；归属母公司所有者净利润分别为 20.95 亿元、23.64 亿元、26.79 元，同比增速分别为 15.18%、12.85%、13.32%；按照发行后计算得到 2010-2012 年每股收益为 0.16 元、0.18 元、0.20 元。由于公司项目都在 2012 年之后投产，所以公司新产能贡献的业绩增量要在 2013 年开始释放，主要集中在 2015 年释放。

图表 9：宁波港盈利预测

项目（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	488,875	588,215	635,783	679,929
同比增长	6.88%	20.32%	8.09%	6.94%
毛利率	53.12%	48.46%	51.57%	53.85%
二、营业总成本	322,026	417,406	429,038	441,398
营业成本	229,175	303,171	307,880	313,764
营业税金及附加	18,331	20,588	22,252	23,798
销售费用	1,442	600	800	1,000
管理费用	71,463	79,409	85,831	91,790
财务费用	2,309	13,638	12,274	11,047
资产减值损失	-695	-300	-300	-300
投资净收益	39,989	61,642	66,573	71,899
三、营业利润	206,838	232,751	273,618	310,729
加：营业外收入	27,124	30,420	23,922	27,155
减：营业外支出	1,531	1,500	1,500	1,500
四、利润总额	232,431	261,671	296,040	336,384
减：所得税	48,766	50,007	57,367	66,121
五、净利润	183,665	211,663	238,673	270,263
减：少数股东损益	1,802	2,200	2,300	2,400
归属于母公司所有者的净利润	181,862	209,463	236,373	267,863
同比增长	3.10%	15.18%	12.85%	13.32%
六、发行后股本摊薄每股收益(元)	0.14	0.16	0.18	0.20

数据来源：国都证券研究所

当前港口行业主要公司 2010 年动态市盈率为 22.7 倍，最高的连云港达到 31 倍，最低的深赤湾 A 为 17.6 倍，公司作为行业龙头公司以及所在区域地理位置优势，前期唐山港上市市盈率（静态）为 32.67 倍，2010 年动态市盈率接近 25 倍，综合考虑我们认为公司 2010 年动态市盈率合理区间为 23-26 倍，对应合理价格区间为 3.62-4.09 之间，建议询价区间为 3.5-4.0 元。

图表 10：港口行业主要公司估值一览

名称	代码	股价	EPS				PE				PB
			2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	
盐田港	88	7.07	0.46	0.37	0.38	0.41	15.4	19.1	18.6	17.2	2.2
深赤湾 A	22	14.64	1.00	0.65	0.83	0.93	14.6	22.5	17.6	15.7	3.2
上港集团	600018	4.64	0.22	0.18	0.23	0.26	21.1	25.8	20.2	17.8	3.0
日照港	600017	6.54	0.21	0.26	0.30	0.36	31.1	25.2	21.8	18.2	2.3
天津港	600717	9.16	0.57	0.38	0.49	0.55	16.1	24.1	18.7	16.7	1.5
营口港	600317	6.68	0.55	0.17	0.23	0.29	12.1	39.3	29.0	23.0	2.2
连云港	601008	6.51	0.19	0.14	0.21	0.27	34.3	46.5	31.0	24.1	2.0
唐山港	601000	8.03	0.21	0.32	0.33	0.44	38.2	25.1	24.3	18.3	2.4
平均		7.9	0.4	0.3	0.4	0.4	22.9	28.4	22.7	18.9	2.4

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com