

新股询价报告

交通运输
港口行业

宁波港（601018）

2010 年 09 月 08 日

股票数据

发行股本（百万股） 不超过 2500 百万股

财务数据

每股净资产（元） 1.38

相关研究报告：

岳鑫

电话： 0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号： S0980210030016

郑武

电话： 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号： S0980210030010

新股询价报告

匹配船舶大型化的天然深水港

●天然深水港优势渐现

宁波港优秀的水深条件，将使其从容应对船舶大型化的通行压力，并拥有明显的成本优势。我们认为宁波港天然深水港的优势将在未来的两年中逐渐凸显。

●集装箱业务——量价共振可期

我们认为未来宁波港的集装箱业务将在量与价两个方面为投资人带来期待。

（1）量：由于基数效应与后续产能扩建空间，我们认为未来宁波港的集装箱业务较上海港将可能呈现更快的增长态势。

（2）价：对于宁波港集装箱业务费率的提价预期，我们认为存在较大的可能性。国家指导价格存在上浮空间，集运公司盈利改善，以及同一区域内港口间合作加强，都将为宁波港的费率提价提供动因。

●铁矿石业务——真实需求驱动业务增长

宁波港铁矿石装卸货量全国占比 13%，是国内铁矿石第一大港。

宁波港的铁矿石业务量增长，更多的是由实际需求驱动。一方面，宁波港港区铁矿石堆存能力有限，制约了贸易商的囤矿行为。另一方面，宁波港的“大钢厂战略”使其业务量更贴近于钢厂真实需求。

我们认为未来宁波港的铁矿石业务量增长将较为平稳，对国际铁矿石价格、海运价格的波动敏感度相对较低。

●风险提示

- （1）2011 年集运公司的景气周期能否持续
- （2）国家宏观调控政策风险
- （3）大客户自建码头分流风险

●询价区间在 3.30~3.80 元/股之间

我们建议宁波港的询价区间为 3.30-3.80 元/股，对于 PE 为 20-24 倍。

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。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,574	4,889	3,077	5,591	6,396
(+/-%)	8.96	6.88	-37.06	81.71	14.39
净利润(百万元)	1,805	1,837	1,110	2,165	2,543
(+/-%)	8.28	1.76	-39.58	95.05	17.46
每股收益（元）	0.17	0.10	0.16	0.19	0.22

内容目录

一、天然深水港优势渐现.....	4
1.1 宁波港的核心业务——集装箱+铁矿石.....	4
1.2 天然深水港优势凸显	4
二、集装箱业务——量价共振可期.....	5
2.1 区域集装箱业务量占比有望提升	5
2.2 集装箱装卸费率提价存在可能性	6
三、铁矿石业务——真实需求驱动业务增长	7
3.1 区位优势成就铁矿石第一大港	7
3.2 实际需求驱动铁矿石业务增长	7
四、盈利预测与询价区间.....	8
4.1 盈利预测	8
4.2 询价区间	9
4.3 风险分析	9
附录:	10

图表目录

图表 1: 主营业务收入结构 (2009 年)	4
图表 2: 主营业务毛利水平 (2009 年)	4
图表 3: 集装箱船在手订单中 8000 箱以上大船占比 66%.....	5
图表 4: 远洋航线的船舶大型化加速	5
图表 5: 集装箱吞吐量 (2006-2010)	6
图表 6: 集装箱吞吐量同比增速 (2007-2010)	6
图表 7: 全国钢材生产分布图 (2009 年)	7
图表 8: 沿海主要铁矿石港口业务量 (2010 年 1-7 月)	7
图表 9: 铁矿石吞吐量 (2007-2009)	8
图表 10: 铁矿石吞吐量同比增速 (2008-2009)	8
图表 11: 宁波港业绩预测 (2007-2012)	8
图表 12: 宁波港现有码头资源	10
图表 13: 宁波港募集资金码头项目	10

估值与投资建议

我们建议宁波港的询价区间为 3.30-3.80 元/股，对于 PE 为 20-24 倍。

本询价报告仅为我们对宁波港的初步理解。我将在调研后，给予深度报告，并在深度报告中详细分析公司合理价值。

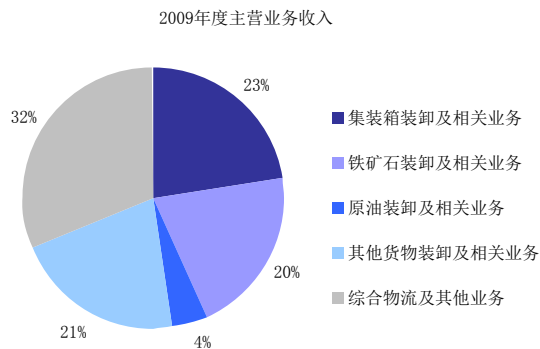
一、天然深水港优势渐现

宁波港优秀的水深条件，将使其从容应对船舶大型化的通行压力，并拥有明显的成本优势。我们认为宁波港天然深水港的优势将在未来的两年中逐渐凸显。

1.1 宁波港的核心业务——集装箱+铁矿石

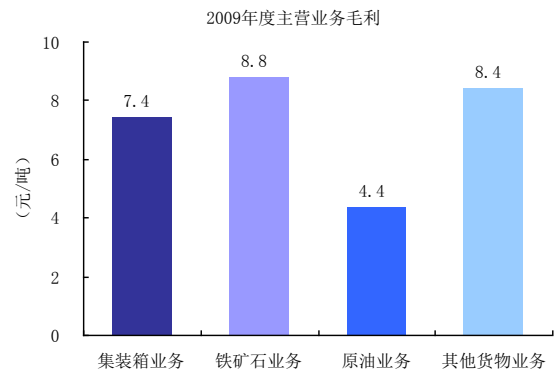
宁波港拥有强大的综合业务能力。从主营业务收入来看，集装箱业务与铁矿石业务是宁波港最为核心的两大业务。

图表 1：主营业务收入结构（2009 年）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 2：主营业务毛利水平（2009 年）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

1.2 天然深水港优势凸显

宁波港拥有优秀的深水岸线条件，且该优势将在未来的两年中逐渐凸显。

➤ 优秀的水深条件可以降低大船挤出风险

集运公司与散货公司对单船规模效应的追求，使远洋集装箱船与铁矿石散货船均呈现大型化趋势，且这一趋势将在 2011-2012 年加速。

中国作为全球制造业工厂与铁矿石需求地，中国港口未来两年将面对更为明显的大船通行压力。因此，港口的深水条件将可能制约其集装箱与铁矿石业务发展。

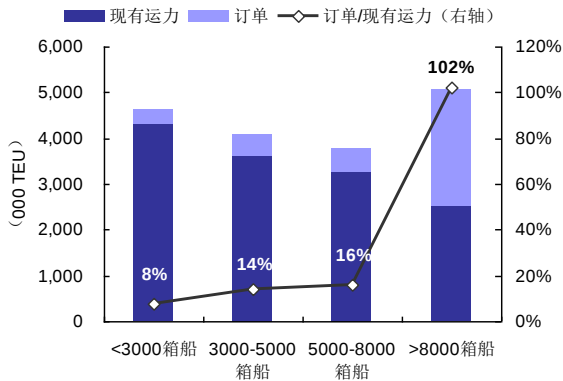
得益于优秀的水深条件，宁波港未来两年的大船挤出风险较低。宁波港拥有-22 米的水深条件，可以通行 14000 箱以上的集装箱船舶；宁波港 90%以上的集装箱装

卸泊位，均可通行 8000 箱以上的超巴拿马型集装箱大船。

➤ 优秀的水深条件可以降低港口成本

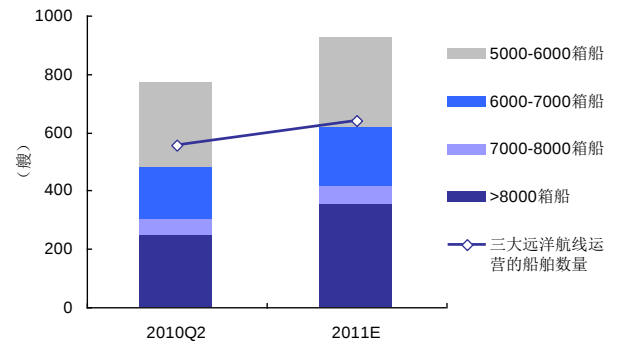
深水港具有明显的成本优势。无论从建设成本或运营维护成本来看，宁波港优秀的水深条件均使其深水泊位的成本相对较低。

图表 3：集装箱船在手订单中 8000 箱以上大船占比 66%



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

图表 4：远洋航线的船舶大型化加速



资料来源：Clarkson，Drewry，国信证券经济研究所

备注：三大远洋航线包括亚洲-欧洲航线、亚洲-地中海航线与亚洲-墨西哥航线等三条可运营超巴拿马型集装箱船舶的远洋航线。

二、集装箱业务——量价共振可期

我们认为未来宁波港的集装箱业务将在量与价两个方面为投资人带来期待。

(1) 量：由于基数效应与后续产能扩建空间，我们认为未来宁波港的集装箱业务较上海港将可能呈现更快的增长态势。

(2) 价：对于宁波港集装箱业务费率的提价预期，我们认为存在较大的可能性。国家指导价格存在上浮空间，集运公司盈利改善，以及同一区域内港口间合作加强，都将为宁波港的费率提价提供动因。

2.1 区域集装箱业务量占比有望提升

由于基数效应与后续产能扩建空间，我们认为未来宁波港的集装箱业务较上海港将可能呈现更快的增长态势，其在长三角港口群中的集装箱业务量占比有望提升。

➤ 区域内港口集运竞争激烈

同一区域内港口间集装箱业务的竞争，较散货业务更为激烈，原因在于：

(1) 集运公司的规模效应。从集运公司对港口的选择来看，为追求规模效应，集运公司在同一区域内一般只选择一个港口作为该区域的干线港。

(2) 集运货物的聚集效应。从货主或货代对港口的选择来看，完善的航线网

络与密集的航班频率都将成为其考虑的重要因素。

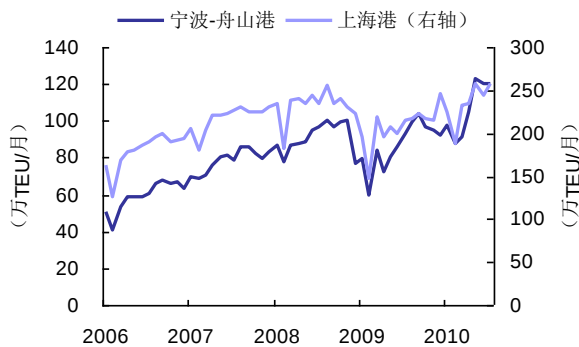
➤ 宁波港集装箱业务高增速可期

由于同属长三角港口群，上海港与宁波港之间一直存在着集装箱业务的竞争。我们认为未来宁波港的集装箱业务将可能呈现更快的增长态势。

(1) 基数原因：上海港 09 年的集装箱吞吐量是宁波港的 2.4 倍。由于上海港集装箱业务量基数较大，未来上海港的自然增速将可能低于宁波港。

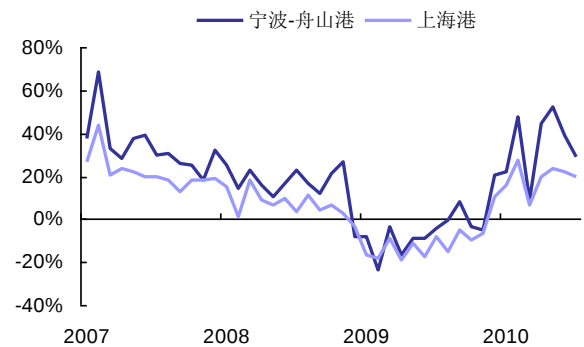
(2) 产能原因：经过多年的开发建设，上海港的岸线资源已较为有限；而宁波港的岸线资源仍较为充裕，可以满足未来的需求增长。

图表 5：集装箱吞吐量（2006-2010）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 6：集装箱吞吐量同比增速（2007-2010）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

2.2 集装箱装卸费率提价存在可能性

对于宁波港集装箱业务费率的提价预期，我们认为存在可能性，且与其他交运基建行业相比，港口提价的可能性更高。

➤ 国家指导价格存在上浮空间

与大部分交运基建行业一样，港口的收费标准也实施政府指导价格。按照国家相关规定，中外合资港口可以按照国家的指导价格上浮 20%。

宁波港属于中外合资公司，其目前执行的集装箱装卸基准费率仍存在较大的上浮空间。

➤ 公益性定位不明确，舆论压力较低

与机场、公路行业明确的公益性定位不同，港口的公益属性不甚明确。同时，港口提价的谈判对象是集中度极高的集运公司，对社会公众的利益影响相对间接。因此，港口提价的舆论压力将小于其他机场与公路行业。

➤ 集运公司盈利改善

集运公司盈利的改善为提价创造了谈判环境。

经济危机使集运行业经历了2009年的寒冬;随着2010年集运需求的逐步恢复,以及集运公司“加船减速”的有效推广,集运公司的盈利情况在2010年得到大幅改善。

➤ 同一区域内港口间的合作加强

上海港与宁波港的合作意识逐步加强,并形成定期对话机制,很大程度上降低恶性竞争所带来的费率定价风险。

三、铁矿石业务——真实需求驱动业务增长

宁波港铁矿石装卸货量全国占比13%,是国内铁矿石第一大港。

宁波港的铁矿石业务量增长,更多的是由实际需求驱动。一方面,宁波港港区铁矿石堆存能力有限,制约了贸易商的囤矿行为。另一方面,宁波港的“大钢厂战略”使其业务量更贴近于钢厂真实需求。

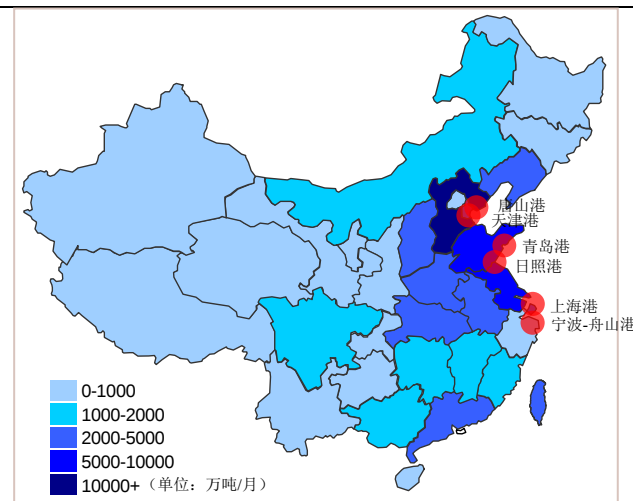
我们认为未来宁波港的铁矿石业务量增长将较为平稳,对国际铁矿石价格、海运价格的波动敏感度相对较低。

3.1 区位优势成就铁矿石第一大港

宁波港铁矿石装卸货量全国占比13%,是国内铁矿石第一大港。

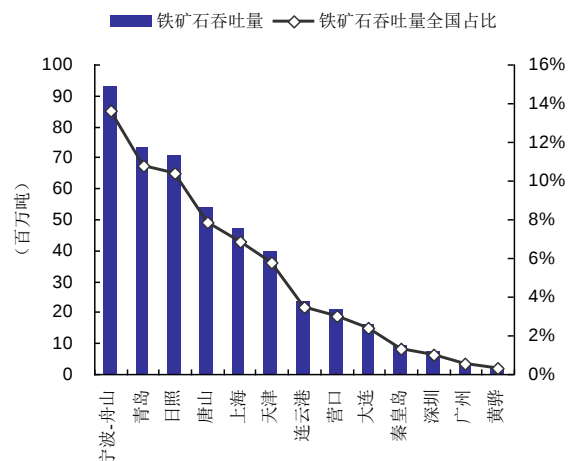
- (1) 宁波港靠近铁矿石需求地;
- (2) 宁波港附近没有国产矿山;
- (3) 水深条件方便Capesize铁矿石散货船停靠。

图表 7：全国钢材生产分布图（2009 年）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图表 8：沿海主要铁矿石港口业务量（2010 年 1-7 月）



资料来源：中贸物流网，国信证券经济研究所

3.2 实际需求驱动铁矿石业务增长

我们认为宁波港的铁矿石业务量增长，更多的是由实际需求驱动。

一方面，宁波港港区铁矿石堆存能力有限，制约了贸易商的囤矿行为。

另一方面，宁波港的铁矿石业务专注于与大钢厂的长期服务，即“大钢厂战略”。目前，宁波港拥有了武钢、沙钢、马钢、南京钢厂等一批大钢厂客户。在宁波港的铁矿石装卸业务中，大钢厂客户业务量占比高达 90% 以上。

“大钢厂战略”，使宁波港的铁矿石业务呈现以下两个特点：

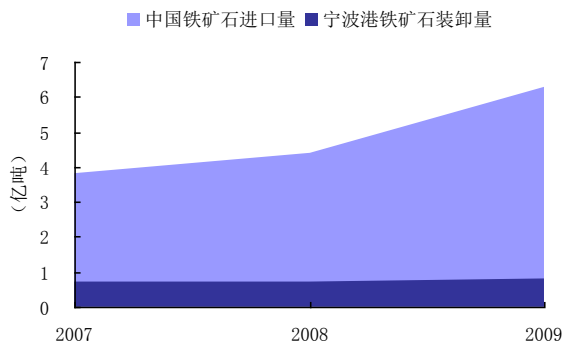
(1) 业务量增速更贴近实际需求增长

宁波港的铁矿石装卸量中贸易矿占比较低，贸易商投机性囤矿因素对于其业务量的干扰较少，其业务量更贴近于实际需求。这也是宁波港 09 年铁矿石吞吐量增速大幅低于全国铁矿石进口增速的根本原因。

(2) 陆侧疏运能力制约力较低

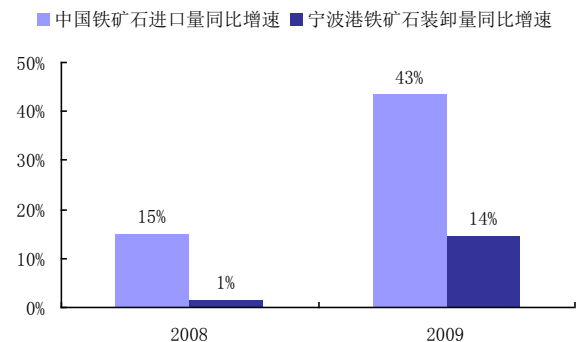
大钢厂的铁矿石运输以水路中转为主，陆侧疏运压力较低。在宁波港未来的铁矿石业务发展中，陆侧疏运能力对其铁矿石业务发展的制约程度将较低。宁波港铁矿石水水中转比例接近 90%，水铁中转只占 10% 左右。

图表 9：铁矿石吞吐量（2007-2009）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 10：铁矿石吞吐量同比增速（2008-2009）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

四、盈利预测与询价区间

我们建议宁波港的询价区间为 3.30-3.80 元/股，对于 PE 为 20-24 倍。

4.1 盈利预测

图表 11：宁波港业绩预测（2007-2012）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.16	0.17	0.10	0.16	0.19	0.22

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

备注：2010-2012 年 EPS 为全面摊薄厚业绩预测。

4.2 询价区间

我们建议宁波港的询价区间为 3.30-3.80 元/股，对于 PE 为 20-24 倍。

4.3 风险分析

- (1) 2011 年集运公司的景气周期能否持续
- (2) 国家宏观调控政策风险
- (3) 大客户自建码头分流风险

附录:

图表 12: 宁波港现有码头资源

	泊位用途	港区	泊位数量	设计通过能力 (万 TEU/万吨)	09 年实际吞吐量 (万 TEU/万吨)	产能使用率
现有码头资源	集装箱	北仑	7	190	507	267%
		大榭	3	180	119	66%
		穿山	8	320	353	110%
	铁矿石	北仑	6	4,495	6,846	152%
		苏州(太仓)	6	3,492	830	24%
	原油	大榭	2	2,000	2,817	141%
	液体化工	镇海	7	571	564	99%
		北仑	2	199	201	101%
	成品油	镇海	1	100	-	0%
	煤炭	北仑	3	1,040	958	92%
		镇海	4	570	1,003	176%
		嘉兴	1	50	-	0%
	通用件杂货	北仑	3	483	702	145%
		镇海	5	270	1,310	485%
		甬江	5	85	258	304%
		大榭	2	111	78	70%
		嘉兴	3	240	1,641	684%
	客货滚装	甬江	2	100	182	182%
	客泊位	大榭	5	-	-	-
	多用途	北仑	1	200	43	22%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

备注: 集装箱码头泊位的产能数据单位为万 TEU/年, 其他泊位的产能数据单位为万吨/年。

图表 13: 宁波港募集资金码头项目

	泊位用途	港区	泊位数量	设计通过能力 (万 TEU/万吨)	总投资额 (亿元)	募集资金拟使 用量(亿元)	税前财务 内部收益率	工期
募集资金项目	集装箱	北仑	5	250	65.12	55.90	10.97%	2006-2015
		梅山保税	5	300	53.06	16.50	11.65%	2009-2015
		金塘	5	250	58.50	12.60	12.03%	2006-2015
	煤炭	穿山	2	900	24.57	24.50	6.09%	2009-2013

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

备注: 集装箱码头泊位的产能数据单位为万 TEU/年, 其他泊位的产能数据单位为万吨/年。

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

免责声明

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	刘 洋		赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	