

大连港（601880）：东北大港 油品业务是亮点

交通运输/港口

合理价：3.24-3.96 元

报告日期：2010-11-18

主要财务指标（单位：亿元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30.22	31.92	34.33	37.25
(+/-)	2.35%	5.61%	7.54%	8.53%
营业利润	8.18	9.91	10.96	12.26
(+/-)	19.82%	21.15%	10.60%	11.85%
归属于母公司 的净利润	7.27	7.93	9.45	10.53
(+/-)	-10.24%	9.01%	19.19%	11.49%
每股收益（元）	0.164	0.179	0.213	0.238

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010-11-22/12-6
发行后总股本（亿股）	44.26
发行股数（亿股）	15
发行价格（元）	
发行市盈率（倍）	
发行动态市盈率（倍）	
行业滚动市盈率（倍）	
第一大股东	大连港集团
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	62.09%/-
发行前每股净资产（元）	2.255
发行前资产负债率	46.68%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相交通运输组

联系人-张淑龙

010-66045460 zhangsl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 大连港位于辽东半岛南端，港阔水深，冬季不冻。大连是哈大线的终点，是东北地区最重要的综合性外贸口岸。国家将大连港定位为东北亚航运中心。大连港是我国第一批石油储备基地和全国三大油品转运中心之一。公司成立于2005年11月，由大连港集团、大连融达、大连德泰、大连海泰以及大连保税正通5家公司创立。公司H股股票于2006年4月在港交所上市。
- 油品业务是公司收入和利润的主要贡献点。公司主营汽油品/液体化工品码头、集装箱码头、汽车码头装卸物流，及港口服务增值四项业务。2009年实现营业收入16.83亿元，其中油品/液体化工码头业务收入9.06亿元，占53.81%；油品业务实现净利润3.61亿元，占当期的59.75%。
- 定向配售和公开相结合 总计发行不超过15亿股。本次发行前公司股本总额为29.26亿股，其中H股10.63亿股；大连港集团持股18.17亿股，占62.09%。本次发行采用定向配售和公开发行相结合的方式。其中向大连港集团定向增发不超过12亿股，公开发行不超过6亿股，总体不超过15亿股。公开发行收购大连港集团的矿石、杂货和粮食类港口资产，以实现整体上市；公开发行主要运用油品储罐项目等其他共14项内容。
- 受益石油战略储备基地，油品吞吐量逐年提高。大连港是我国一期战略石油储备基地之一，规划储量为300万立方米。大连市年炼油产能为3000万吨，目前长兴岛新规划2000万吨炼油产能，预计公司油品业务量年增长在20%以上。
- 盈利预测及申购建议。我们预计公司2010年-2012年实现归属于母公司净利润分别为7.93亿元、9.45亿元、10.53亿元，按发行后总股本44.26亿股摊薄计算，对应EPS分别为0.18元、0.21元、0.24元。结合港口行业整体状况，我们认为大连港2010年动态市盈率在18倍—22倍较为合理，对应的合理价格区间3.24元至3.96元。
- 风险提示。来自环渤海内港口的竞争；我国进出口因人民币升值面临回落风险。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 基本情况	3
1.2 在环渤海地区大连港居第三位	3
1.3 油品业务是公司收入和利润的主要贡献点	4
1.4 定向配售和公开发行相结合 总计不超过 15 亿股	5
2. 受益石油战略储备基地 石油吞吐量逐年升高	5
2.1 我国原油进口年均复合增长率为 16.5%	5
2.2 大连港 2009 年油品吞吐量增长 14%	7
3. 定向配售实现整体上市 募投资金主要用于油品项目	7
3.1 定向配售实现大连港整体上市	7
3.2 募投项目主要用于油品项目	8
4. 受益港口整合 但短期仍存在障碍	9
5. 盈利预测与申购建议	9
5.1 盈利预测	9
5.2 合理申购价格为 3.24-3.96 元	10
5.3 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司现有港口泊位情况.....	3	
图表 2: 2009 年港口货物吞吐量排名图	4	
图表 3: 2009 年港口货物吞吐量排名图	4	
图表 4: 大连港股份吞吐量情况表.....	4	
图表 5: 2009 年公司分业务收入构成图	图表 6: 2009 年公司分业务净利润构成图.....	5
图表 7: 发行前后股本结构表（单位：万股）.....	5	
图表 8: 我国原油进口量.....	6	
图表 9: 我国石油储备基地建设进程示意图.....	6	
图表 10: 我国一期石油储备基地情况表.....	6	
图表 11: 大连港股份年度油品吞吐量.....	7	
图表 12: 拟收购资产业务量情况表.....	7	
图表 13: 拟收购资产相关指标表.....	8	
图表 14: 募投项目基本情况表（单位：亿元）.....	8	
图表 15: 大连港备考盈利预测表（单位：万元）.....	9	
图表 16: 港口板块估值.....	10	

1. 公司概况

1.1 基本情况

大连港位于辽东半岛南端的大连湾内，港阔水深，冬季不冻。大连是哈大线的终点，以东北三省为经济腹地，是东北地区最重要的综合性外贸口岸。大连港是我国第一批石油储备基地和全国三大油品转运中心之一。

公司成立于2005年11月，由大连港集团、大连融达、大连德泰、大连海泰以及大连保税正通5家公司创立。公司H股股票于2006年4月在港交所上市。

公司主营汽油品/液体化工品码头、集装箱码头、汽车码头装卸物流，并提供拖轮、理货和信息科技服务等港口增值四项服务。公司拥有7家汽车码头及相关物流公司、13家油品/液体化工品码头及相关物流公司、33家集装箱码头及物流公司、10家港口物流增值类公司。

公司目前经营39个泊位，其中油品泊位19个，年通过能力为7690万吨；集装箱泊位18个，主要位于大窑湾，目前已建成13个，年通过能力505万标准箱；汽车码头泊位2个，年通过能力为49.67万辆。

拟收购的港口资产为：矿石泊位2个，通过能力1700万吨；杂货泊位38个，通过能力2567万吨；散粮泊位2个，通过能力450万吨。

图表 1：公司现有港口泊位情况

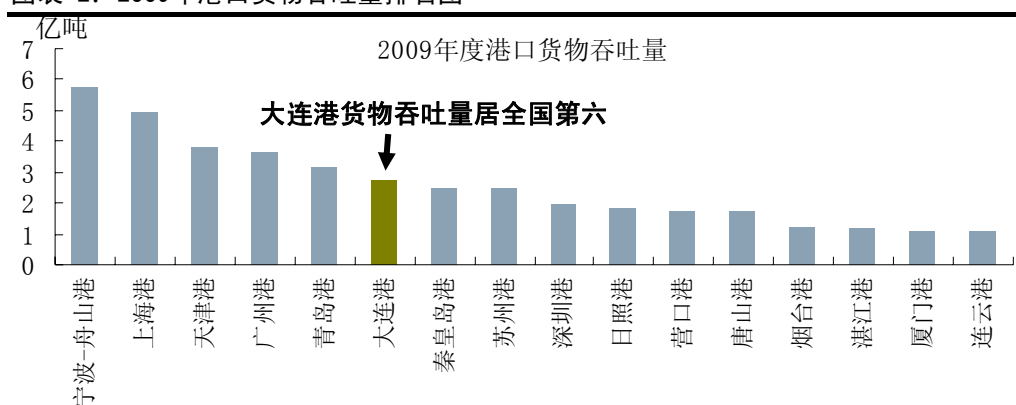
港区	泊位	用途	长度	年通过能力		
			米	液体散货	集装箱	汽车
				万吨	万 TEU	万辆
新港港区	0-2#	原油	1339	4100		
	3-12#	成品油	1990	1080		
	13-14#	液体化工品	326	100		
	15-17#	成品油	698	510		
	22#	原油	447	1900		
大窑湾	3-7#、9-14#、17#、18#	集装箱	3106		505	
	1-2#	汽车码头	470			49.67

来源：招股说明书 天相投顾整理

1.2 在环渤海地区大连港居第三位

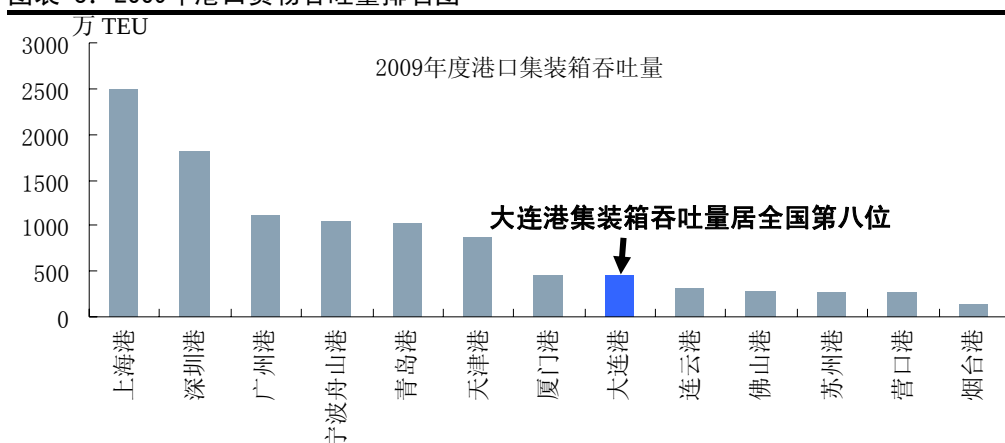
大连港货物吞吐量居全国第六，环渤海地区第三位。大连港2009年完成货物吞吐量2.72亿吨，在全国排名第六位，在环渤海地区排名第三，在东北地区内居第一位；集装箱吞吐量为457.7万TEU, 全国排名第八，环渤海地区第三。

图表 2：2009年港口货物吞吐量排名图



来源：交通运输部 天相投顾整理

图表 3：2009年港口货物吞吐量排名图



来源：交通运输部 天相投顾整理

1.3 油品业务是公司收入和利润的主要贡献点

公司吞吐的主要货种为油品、集装箱和汽车。2009年度，公司完成油品/液体化工品3979万吨、集装箱吞吐量为548万标准箱和5万辆的汽车吞吐量。

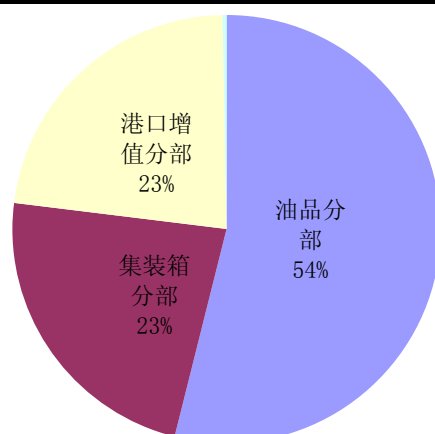
图表 4：大连港股份吞吐量情况表

大连港股份吞吐货种	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
油品/液体化工品（万吨）	2432.7	3979.3	3486.3	3440.2
集装箱（万 TEU）	288.6	548.5	545.2	428.8
汽车（万辆）	6.4	5	1.6	2.7

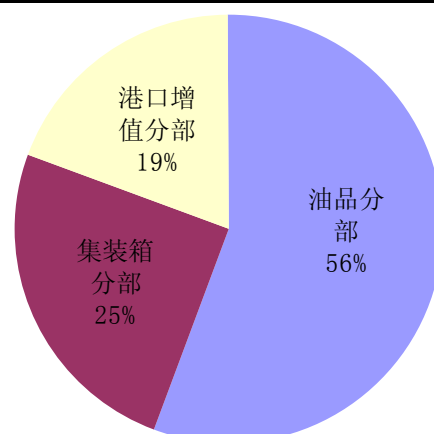
来源：招股说明书

油品业务是公司收入和利润的主要贡献点。2009年实现营业收入16.83亿元，其中油品/液体化工码头业务收入9.06亿元，占53.81%；集装箱收入3.89亿元，占23.05%；港口增值业务收入3.85亿，占22.85%。其中油品业务实现净利润3.61亿元，占59.75%；集装箱分部业务实现净利润1.62亿元，占26.75%。

图表 5：2009年公司分业务收入构成图



图表 6：2009年公司分业务净利润构成图



来源：大连港港股2009年报 天相投顾整理

附注：2009年大连港汽车码头亏损743万元，图中未包含码头亏损部分

1.4 定向配售和公开发行相结合 总计不超过 15 亿股

本次发行前公司股本总额为29.26亿股，其中H股10.63亿股；发行前大连港集团持股18.17亿股，占62.09%。

本次发行采用定向配售、网下向询价对象配售及网上资金定价发行相结合的方式。回拨机制启动前，其中向大连港集团定向增发不超过12亿股，向询价对象发行不超过6亿股，网上定价发行不超过6亿股，总体发行不超过15亿股。本次拟公开发行不超过15亿股，占本次发行后总股本的比例不超过33.89%。

图表 7：发行前后股本结构表（单位：万股）

股东名称	发行前		发行后	
	持股数	比例	持股数	比例
A 股社会公众股股东	-	-	332,057	75.02%
大连港集团（SS）	181,682	62.09%		
其他发起人股东	4,659	1.59%	4,284	0.97%
大连融达（SLS）	1,863	0.64%	1,713	0.39%
大连得泰（SS）	932	0.32%	857	0.19%
大连海泰（SLS）	932	0.32%	857	0.19%
大连保税正通（SLS）	932	0.32%	857	0.19%
H 股股东	106,260	36.32%	857	0.19%
合 计	292,600	100%	442,600	100%

来源：公司招股意向书

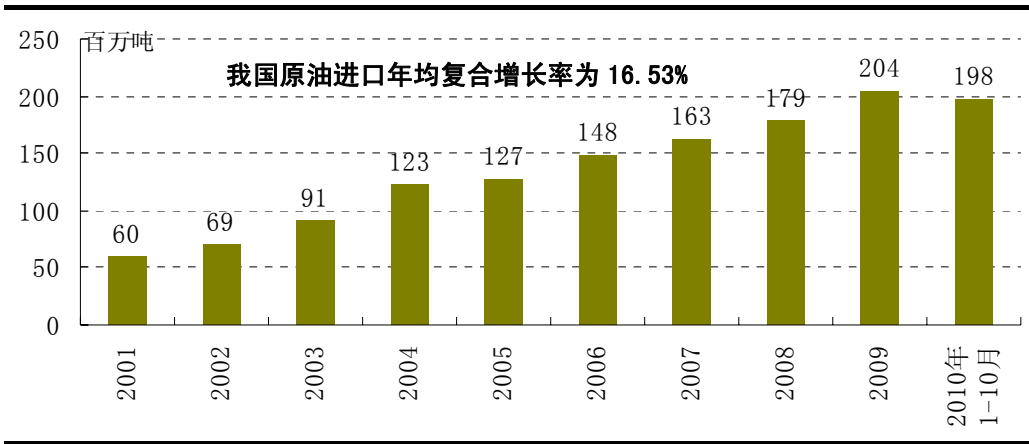
2. 受益石油战略储备基地 石油吞吐量逐年升高

2.1 我国原油进口年均复合增长率为 16.5%

随我国经济发展，对外石油依存度不断提高。2009年我国进口原油2.04亿吨，原

油消耗3.9亿吨，对外依存度突破50%。我国原油进口增长迅速，2001年进口0.60亿吨，2009年进口2.04亿吨，年均符合增长率为16.53%。

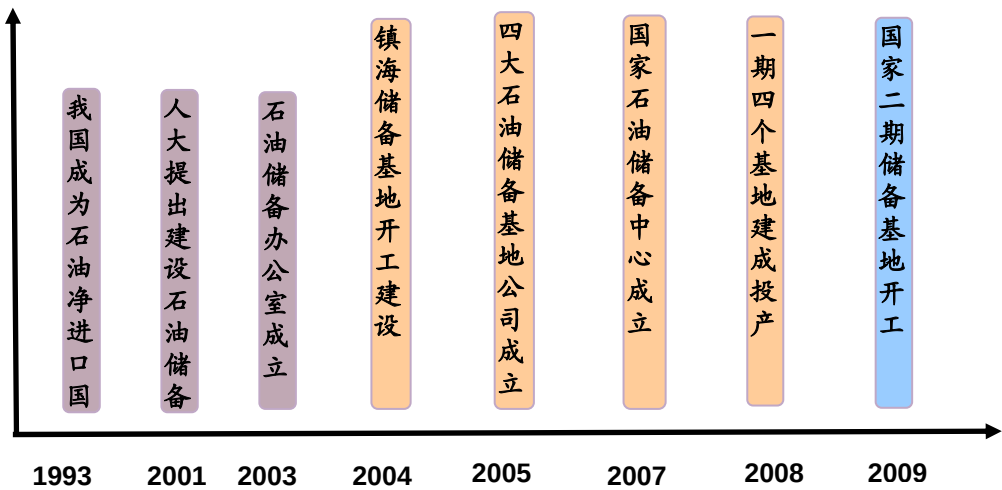
图表 8：我国原油进口量



来源：商务部

1993年我国成为石油净进口国，随后石油对外依存度逐步提高。由于建立石油储备基地，可以保障我国能源安全，避免能源价格波动，2001年全国人大提出建设石油储备。

图表 9：我国石油储备基地建设进程示意图



2003年我国启动石油储备一期项目。一期项目包括镇海、舟山、黄岛和大连4个地上石油储备基地，总规模1640万立方米，可储原油约1100-1200万吨。一期项目形成约30天左右消耗量，到2008年底，我国四个国家石油储备基地一期全部建成。大连港是中国四大战略石油储备基地之一，规划300万立方米储量，于2008年底投入使用。

图表 10：我国一期石油储备基地情况表

基地名称	所处省份	规划储量	折合重量
		立方米	万吨
宁波镇海	浙江	520	349
舟山岙山	浙江	500	335

青岛黄岛	山东	320	215
大连新港	辽宁	300	229
合计		1640	1100-1200

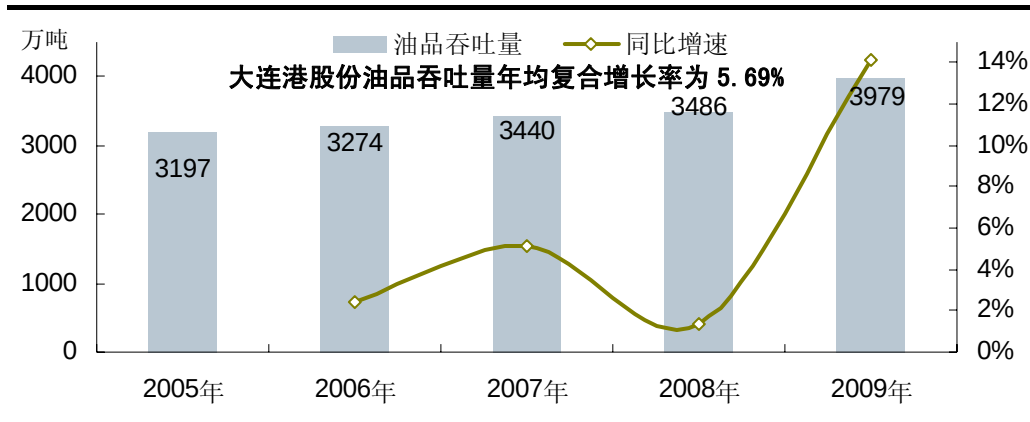
来源：天相投顾整理

后期将按照从沿海到内陆、地面到地下的顺序建设二期、三期储备基地，最终达到90余天的净进口量。

2.2 大连港 2009 年油品吞吐量增长 14%

大连港股份2009年油品吞吐量为3979万吨，同比增加493万吨，增长14.14%；近5年的复合增长率为5.69%。

图表 11：大连港股份年度油品吞吐量



来源：公司2009年年报

3. 定向配售实现整体上市 募投资金主要用于油品项目

3.1 定向配售实现大连港整体上市

公司本次发行拟采用向大连港集团定向配售和公开发行的方式，累计发行不超过15亿股。定向配售部分用于收购大连港集团14家下属公司股权、6家分公司和其他相关资产，以实现大连港的整体上市，拟收购资产的评估价值为28.05亿元。定向配售完成后，大连港码头及码头支持类资产将全部进入上市公司，实现大连港的整体上市。

图表 12：拟收购资产业务量情况表

拟收购资产吞吐量情况		2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
矿石码头及相关物流业务（万吨）		1358.5	2821.1	1352.6	1141
杂货码头及相关物流业务（万吨）		1348.5	2303.8	2227.8	1733.6
散粮码头及相关物流业务（万吨）		370.3	709.2	668.5	701.5
客运滚装码头及相关物流业务	乘客（万人次）	134.2	377.4	433.6	380.4
	滚装车辆（万辆）	24.3	48.6	43.2	30.6

来源：招股说明书

图表 13：拟收购资产相关指标表

内容（单位：万元）	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入	69,061	135,388	136,110	112,612
同比增长（%）		-0.53%	20.87%	
归属母公司股东净利）	7,746	15,529	8,869	3,566
同比增长（%）		75.08%	148.75%	
净资产收益率（%）	2.99%	6.17%	3.99%	1.66%

来源：招股说明书

拟收购的港口资产为：矿石泊位2个，通过能力1700万吨；杂货泊位38个，通过能力2567万吨；散粮泊位2个，通过能力450万吨。

收购资产的评估价值为28.05亿元，是当前公司归属普通股股东净权益66亿元的42.5%；拟收购资产2009年度收入规模为13.54亿元，与上市公司同期收入16.83亿元比为80.45%；拟收购资产2010年中期的净资产收益率为2.99%，与同期上市公司4.74%相比，资产收购在短期内有摊薄效应。

3.2 募投项目主要用于油品项目

目前，公司油品码头主要集中在新港港区，其中原油码头泊位4个，年通过能力为6000万吨；成品油码头泊位为13个，年通过能力为1590万吨；液体化工品泊位2个，年通过能力为100万吨。

公开IPO公开发行部分募集的16.6亿元（占公开发行募集资金的45.27%）用于油品及液体化工品泊位建设项目。具体项目涉及新港100万立方米原油储罐项目、新港度假村60万立方米原油储罐项目、新港沙坨子二期原油储罐项目和LNG项目。液体化工品泊位将陆续在2010年和2011年底投产，预计油品吞吐量将增速将达到13%，亦将成为公司业绩增长的贡献点。

图表 14：募投项目基本情况表（单位：亿元）

序号	募投项目板块	项目名称	使用金额	使用进度		占比
				2010 年	2011 年	
1	油品/液体化工品码头及相关物流业务	新港 100 万立方米原油储罐项目	76,000	51,700	24,300	20.73%
2		新港度假村 60 万立方米原油储罐项目	55,000	5,000	50,000	15.00%
3		新港沙坨子二期原油储罐项目	2,960	2,960		0.81%
4		LNG 项目	32,000	32,000		8.73%
5	矿石码头及相关物流业务	矿石专用码头 4 号堆场工程	52,000	30,000	22,000	14.18%
6		购置矿石码头卸船机	3720	3720		1.01%
7	散粮码头及相关物流业务	购置 300 辆散粮车	15,000	15,000		4.09%
8	汽车码头及相关物流业务	汽车滚装船项目	23,000	22,000	1,000	6.27%
9	综合物流体系建设	穆棱新建铁路专用线工程项目	4,125	4,125		1.13%
10	集装箱码头及相关物流业务	购置两艘集装箱船	5,400	5,400		1.47%

11	信息化建设		5,000	5,000		1.36%
12	集装箱码头及相关物流业务	投资大窑湾三期码头公司	22,400	22,400		6.11%
13	杂货码头、客运滚装码头及相关物流业务	大连港老港区搬迁改造 大连湾杂货及滚装泊位 扩建工程	40,000	40,000		10.91%
14	归还贷款及补充流动资金		30,000	30,000		8.18%
合计			366,605	269,305	97,300	100%

大连目前具有年 3000 万吨的炼油产能。目前中石化 2000 万吨长兴岛炼厂处于规划中，给公司带来新的增长空间。公司方面目前经营 1390 万立方米的储罐，未来将建设 2000 万吨的储罐。总体看油品的业务将有 20%以上的增长。

从时间节奏看，炼厂的建设需要两年左右时间，预计业绩增长贡献将在 2012 年左右。

4. 受益港口整合 但短期仍存在障碍

大连港具有港口水深、更靠近主航道的优势，国家将其定位为东北亚航运中；同时辽宁省政府在沿海发展中将大连港定位为中心，进行打造港口群。

公司在港口整合方面分两个层次，在大连市内主要是采用参控股的形式，实现港口的协调发展；其次是在辽宁省内整合锦州港、葫芦岛港等。

2007 年公司曾启动邀约收购锦州港，但由于公司为 H 股，锦州港为 A+B 股，股权层面的整合仍面临政策性障碍。公司在辽宁省内的港口整合已经获得国家和辽宁省政府的支持，同时公司已与锦州港股东东方集团进行接触。未来具体港口整合仍要以政策和资产盈利水平为时间窗，港口的整合仍不具有确定性。

5. 盈利预测与申购建议

5.1 盈利预测

以公司完成定向收购和公开发行后的实体作为研究对象，预计公司 2010-2012 年的全面摊薄每股收益为 0.179、0.213 和 0.238 元。

图表 15：大连港备考盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	295,295	302,248	319,193	343,265	372,541
收入增速	9.26%	2.35%	5.61%	7.54%	8.53%
营业成本	184,822	179,113	180,900	192,584	210,587
成本增速	9.16%	-3.09%	1.00%	6.46%	9.35%
毛利率	37.41%	40.74%	43.33%	43.90%	43.47%
营业税金及附加	12,657	15,431	12,446	13,547	14,254
营业税金率	4.29%	5.11%	3.90%	3.95%	3.83%

销售	0	0	0	0	0
管理费用	32,746	33,910	32,254	33562	32514
财务费用	7,851	6,611	6,652	6521	6254
资产减值损失	5,284	-761	0		
公允价值变动收益	-612	901	6		
投资收益	16,942	12,949	12,142	12541	13652
营业利润	68,264	81,793	99,089	109,592	122,584
营业外收入	43,905	6,619	6,650		
营业外支出	631	1,852	1,458		
利润总额	111,538	86,560	93,897	109,592	122,584
所得税费用	23,598	12,842	12,857	13254	15251
所得税率	21.16%	14.84%	13.69%	12.09%	12.44%
净利润	87,939	73,718	81,040	96,338	107,333
归属普通股股东净利	81,022	72,727	79,282	94,493	105,348
增速	31.62%	-10.24%	9.01%	19.19%	11.49%
少数股东损益	6,918	991	1,758	1845	1985
总股本（万股）	442,600	442,600	442,600	442,600	442,600
全面摊薄 EPS	0.183	0.164	0.179	0.213	0.238

来源：天相投顾

5.2 合理申购价格为 3.24-3.96 元

我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润分别为 7.93 亿元、9.45 亿元、10.53 亿元，按发行后总股本 44.26 亿股摊薄计算，对应的公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.18 元、0.21 元、0.24 元。

结合港口行业整体状况，考虑相关中型港口上市公司如营口港、盐田港、日照港的市盈率水平，我们认为大连港 2010 年动态市盈率在 18 倍—22 倍较为合理，对应的合理价格区间 3.24 元至 3.96 元。

图表 16：港口板块估值

代码	公司简称	股价	EPS		PE	
			2010E	2011E	2010PE	2011PE
600018	上港集团	4.06	0.2	0.22	20.3	18.5
000022	深赤湾 A	13.56	0.85	1.04	16.0	13.0
000088	盐田港	6.45	0.37	0.41	17.4	15.7
600717	天津港	8.83	0.44	0.48	20.1	18.4
600317	营口港	6.22	0.18	0.22	34.6	28.3
600190	锦州港	4.72	0.14	0.15	33.7	31.5
601008	连云港	6.46	0.24	0.3	26.9	21.5

来源：天相投顾

5.3 风险提示

1) 来自环渤海内其他港口的竞争：在环渤海内的营口港和天津港与大连港相比更靠近腹地，由于水运的物流成本低，大连港在综合物流成本方面面临一定的竞争压力。其中营口港在矿石业务方面与大连港存在竞争，天津港在集装箱业务方面与大连港存在金竞争。

2) 环渤海内的营口港和天津港与大连港相比更靠近腹地，由于水运的物流成本低，大连港在综合物流成本方面面临一定的竞争压力。其中营口港在矿石业务方面与大连港存在竞争，天津港在集装箱业务方面与大连港存在金竞争。

3) 进出口回落风险。10 月份我国铁矿石进口环比降一成，原油进口降三成。10 月份，我国进口铁矿石 4572 万吨，环比下降 9.99%；原油进口 1639 万吨，上月为 2329 万吨，环比下降了 29.63%。在大宗商品价格高企的情况下，铁矿石、原油进口亦呈现逐月下滑态势。

4) 大连港港口设施在 7 月发生爆炸和漏油事故，对公司最直接的影响就是与港口有关的原油、铁矿石和粮食进口业务将受到影响，当期港区内的炼厂因油品的接卸安全也于降低了进口量。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041