

2011 年 1 月 20 日

买入
A

601018.SS-人民币 3.05

目标价格: 人民币 4.10

李雁

(8610) 6622 9014

Yan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210060003

杜建平

(8610) 6622 9079

Jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(2)	(15)	(25)	-
相对新华富时 A50 指数(%)	(1)	(11)	(11)	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	12,800
流通股 (%)	16
流通股市值 (人民币 百万)	6,010
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	190
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
宁波港集团	74.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

宁波港

港口翘楚, 增长稳定

宁波港是中国大陆主要的集装箱和大宗货物中转枢纽和储存基地, 公司装卸的集装箱、铁矿石、原油、煤炭、液体化工产品五大货种吞吐量居全国前列。得天独厚的港口自然条件和优越的区位优势, 以及公司强力打造的港口和物流网络体系, 构成了不可复制的竞争优势。公司腹地经济的持续发展和外需的逐渐改善将为公司带来业绩支撑。我们预计公司 2010-12 年每股收益分别为 0.174 元、0.205 元和 0.236 元。我们确定宁波港目标价为 4.10 元, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 公司主要运营基地宁波 - 舟山港自然条件得天独厚, 拥有世界罕见的建港优势, 用相对较低的建港及维护成本便可顺应港口大型化、深水化和专业化的发展。
- 宁波港货种齐全、均衡发展, 集装箱与散杂货比翼齐飞。公司将依托长三角和长江流域腹地经济发展, 并以其天然的深水港资源和多元化的货种优势在上海国际航运中心建设中发挥不可替代的重要作用。
- 公司强力推进港口物流网络体系建设和提高作业效率, 能更好地满足货主的需求并节约成本。
- 受益外需逐渐恢复和内需增加等宏观因素支撑, 公司主要货种的吞吐量将保持较快增长; 公司适时扩建和新建码头设施将有效提升产能满足货量增长。

评级面临的主要风险

- 国内外宏观经济波动对公司业绩的影响。

估值

- 我们认为, 与其他港口类公司相比, 公司的先天禀赋和区位优势明显, 综合能力突出, 且抗风险能力较强, 应该给予其 20% 的估值溢价。我们按照 2011 年 20 倍市盈率确定宁波港目标价为 4.10 元, 公司目前估值有一定优势且绝对股价低, 我们首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,574	4,889	6,267	7,568	9,047
变动 (%)	9	7	28	21	20
净利润 (人民币 百万)	1,764	1,819	2,233	2,619	3,022
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.163	0.168	0.174	0.205	0.236
变动 (%)	22.7	3.1	3.6	17.3	15.4
全面摊薄市盈率 (倍)	18.7	18.1	17.5	14.9	12.9
核心市盈率 (倍)	19.9	20.4	18.6	15.6	13.4
每股现金流量 (人民币)	0.12	0.13	0.22	0.26	0.29
价格/每股现金流量 (倍)	24.7	23.8	14.0	11.9	10.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	15.0	15.1	11.9	10.5	9.1
每股股息 (人民币)	0.060	0.145	0.070	0.082	0.095
股息率 (%)	2.0	4.7	2.3	2.7	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
估值.....	5
公司概况.....	6
深水禀赋得天独厚，区位优势不可复制.....	8
货种齐全、规模发展，集装箱与散杂货比翼齐飞.....	10
腹地拓展和高作业效率战略强化竞争优势	18
业务量发展前景展望.....	20
盈利预测.....	32
财务状况.....	39
主要风险.....	41
附录、募集资金运用.....	42
研究报告中所提及的有关上市公司	47

投资摘要

宁波 - 舟山港是中国大陆主要的集装箱、矿石、原油、液体化工中转枢纽和储存基地,是华东地区主要的能源、原材料、粮食等散杂货集散中心。以 2008 年底数据而言,宁波-舟山港是我国集装箱吞吐量第四大港,石油、天然气及其制品吞吐量第一大港,金属矿石吞吐量第一大港,煤炭及其制品吞吐量第六大港。2009 年宁波 - 舟山港的货物吞吐量达到 5.77 亿吨,保持了国际及国内港口第一位的优势。

公司是中国最大的综合性码头运营商之一,主要经营的装卸货种包括集装箱、铁矿石、原油、煤炭、液体化工产品等。公司主要运营基地——宁波 - 舟山港自然条件得天独厚,常年不淤不冻,航道最小深度 -22.1 米,能航行、停泊和装卸世界上各类超大型船舶,并顺利通航了 44 万载重吨的超大型油轮和 1.4 万 TEU 的超大型集装箱船。宁波港拥有世界罕见的建港优势,岸线前沿水深条件好,深水岸线后方广阔的陆域对于堆存、仓储及临港工业的发展及为有利。泊位单位建设成本、维护成本大大低于同类港口,并能较好地顺应港口大型化和深水化的发展要求。

宁波港是国际性超大型深水港,优越的港口条件吸引了新一代各类超大型运输船舶前来挂靠,业务量快速增长,已与 100 多个国家及地区的约 600 个港口开展贸易运输往来。截至 2010 年 6 月 30 日,靠泊公司码头的集装箱服务航线已发展到 225 条,其中远洋航线 123 条、近洋航线 50 条、国内航线 52 条,每月装卸 1,200 多艘集装箱船舶。

宁波港拥有不可多得的地理和经济区位,位于中国大陆海岸线中部、南北沿海航线和长江黄金水道“T”型交汇点,向内既可连接沿海各港口,又能通达整个华东地区及长江流域,其向外直接面向东亚及整个环太平洋地区,1,000 海里范围内可连接香港、高雄、釜山、大阪、神户这些重要国际性货物集散港,是中国沿海近、远洋运输辐射的理想货物集散地。

宁波港经济腹地以长江三角洲地区为依托, 向内可辐射整个长江流域各省市, 包括上海、浙江、江苏、安徽、江西、湖南、湖北、四川、重庆七省两市。2009 年腹地七省两市生产总值达到 13.59 万亿元, 占全国的 40.5%; 外贸进出口额达 8,919.3 亿美元, 占全国的 40.4%。长江三角洲苏浙沪两省一市作为长江流域经济带的核心区, 外向型经济特征明显, 货物进出流量大, 给宁波港的发展奠定了长期和稳定的基础。随着长江三角洲辐射能力的增强和产业梯度转移进程的加快, 长江中上游省市增长潜力巨大。产业向长江中上游转移使得运输物流链增长, 为宁波港提供了通过江海联运、海铁联运而获得进一步发展的空间。作为上海国际航运中心建设的重要组成部分, 宁波港以其天然的深水港资源和多元化的货种结构, 将在上海国际航运中心建设中发挥不可替代的重要作用。

公司通过开发中转喂给业务、建立无水港、发展多式联运以及与大客户合作等多种战略手段有效搭建多层次码头网络体系, 并通过先进的信息技术手段提升作业效率, 形成了强大的港口物流网络及高水平的作业效率这两大竞争优势, 能更好地满足货主需求并节约成本。

我们认为, 受益外需逐渐恢复和内需增加等国内外宏观经济的支撑以及公司积极拓展业务, 公司现有主要业务板块收入将保持稳定增长。公司优良港口水深和陆域条件以及较低建港成本的优势将继续发挥, 毛利率将维持在较高水平。除此之外, 公司合联营企业还将通过投资收益贡献相当一部分利润, 我们预计公司 2009-12 年净利润复合增长率约为 18%。

估值

我们预计公司现有各业务板块未来收入将保持稳定增长,这主要受益于公司集装箱、铁矿石、原油以及煤炭和液体化工等主要货种的吞吐需求在外需逐渐恢复和内需增加等宏观因素的支撑下而保持较好的增速,同时公司积极拓展腹地资源,提升市场份额,并改扩建和新建码头设施以帮助提升产能满足货量增长。公司优良港口水深和陆域条件的优势仍将继续发挥,较低的建港及维护成本也帮助公司将毛利率维持在较高水平。

我们认为,相比其他港口类公司,公司的先天禀赋和区位优势更加明显;业务量规模及增长、主要货种结构及港口物流链相关业务等综合能力更为突出,且抗风险能力较强,应该给予其 20% 的估值溢价。我们预计公司 2010-12 年每股收益分别为 0.174 元、0.205 元和 0.236 元。我们按照 2011 年 20 倍市盈率确定宁波港目标价为 4.10 元,首次评级为**买入**。

图表 2. 估值比较

	证券代码	收盘价	评级	目标价	总市值	每股收益				每股收益增长				市盈率				市净率(倍)		净资产收益率(%)		
		2011-1-19		(人民币)	(人民币亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2009A	2010E	
综合类																						
宁波港	601018.SS	3.05	买入	4.10	390	0.17	0.17	0.21	0.24	6.3	2.4	17.8	15.1	17.9	17.5	14.9	12.9	2.3	1.6	12.8	11.6	
大连港	601880.SS	3.79	买入	4.62	168	0.00	0.18	0.20	0.22	(87.5)	5866.7	12.3	10.0	n.a.	21.2	18.9	17.1	1.2	1.3	7.6	7.1	
天津港	600717.SS	8.21	持有	8.25	137	0.38	0.55	0.65	0.75	(31.6)	42.8	18.2	15.1	21.4	15.0	12.7	11.0	1.4	1.3	6.9	9.0	
上港集团	600018.SS	4.35	未有评级	n.a.	913	0.18	0.24	0.27	0.31	(18.6)	32.4	14.4	12.9	24.3	18.3	16.0	14.2	2.8	2.6	15.9	13.6	
连云港	601008.SS	5.99	未有评级	n.a.	32	0.14	0.21	0.26	0.31	(26.3)	52.4	22.3	19.4	42.8	28.1	23.0	19.2	1.9	1.8	6.4	6.2	
平均															26.6	20.0	17.1	14.9	1.9	1.7	9.9	9.5
中值															22.8	18.3	16.0	14.2	1.9	1.6	7.6	9.0
集装箱类																						
深赤湾 A	000022.SZ	14.09	买入	16.34	91	0.65	0.91	0.95	1.03	(35.5)	39.8	5.1	7.5	21.7	15.5	14.8	13.7	3.2	2.7	14.9	19.9	
盐田港	000088.SZ	6.12	未有评级	n.a.	76	0.37	0.35	0.37	0.40	(19.7)	(4.0)	5.5	5.7	16.6	17.2	16.3	15.4	1.8	1.8	15.3	10.2	
平均															20.4	17.0	15.7	14.5	2.3	2.0	12.6	13.0
中值															21.7	17.2	16.0	14.2	1.9	1.8	14.9	10.2
资源类																						
日照港	600017.SS	3.99	买入	5.2	90	0.23	0.20	0.24	0.30	10.9	(13.1)	22.0	20.9	17.3	20.0	16.4	13.5	1.4	1.3	10.1	10.5	
锦州港	600190.SS	4.51	未有评级	n.a.	70	0.11	0.16	0.17	0.20	(29.7)	46.9	6.8	14.8	41.1	28.0	26.2	22.8	2.0	1.9	6.4	6.3	
唐山港	601000.SS	7.26	未有评级	n.a.	73	0.32	0.34	0.43	0.53	52.4	6.3	26.5	22.6	22.7	21.3	16.9	13.8	3.3	1.9	11.9	11.0	
平均															27.1	23.1	19.8	16.7	2.3	1.7	9.4	9.3
中值															22.7	21.3	16.9	13.8	2.0	1.9	10.1	10.5
行业平均（剔除整合类题材股）														25.1	20.2	17.6	15.4	2.1	1.8	10.8	10.5	
行业中值（剔除整合类题材股）														21.7	19.1	16.3	14.0	1.9	1.8	11.0	10.3	

资料来源:万得资讯、中银国际研究

公司概况

宁波 - 舟山港是中国大陆主要的集装箱、矿石、原油、液体化工中转枢纽和储存基地，是华东地区主要的能源、原材料、粮食等散杂货集散中心。公司是中国最大的综合性码头运营商之一，主要港区位于宁波 - 舟山港；同时，在嘉兴港、苏州港、温州港、台州港和南京港均有经营性泊位，此外，公司还发展了包括“无水港”、水陆运输、拖轮、理货、船舶和货物运输代理等在内的综合物流及其他业务。公司目前拥有生产性泊位 88 个，其中，万吨级以上大型泊位 61 个，五万吨级以上特大型深水泊位 37 个。

从业务量规模及增长、主要货种结构及港口物流链相关业务的综合能力来讲，公司在国内港口行业中具有明显的优势。2010 年 1-11 月，宁波 - 舟山港的货物吞吐量达到 5.76 亿吨，集装箱吞吐量为 1,215 万 TEU，港口货物吞吐量继续保持国际及国内港口第一位的优势。

图表 3. 我国货物吞吐量前十大港口

排名	2010 年 1-11 月			2009 年			2008 年			2007 年			2006 年		
	港口	吞吐量 (亿吨)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (亿吨)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (亿吨)		港口	吞吐量 (亿吨)		港口	吞吐量 (亿吨)	
1	宁波 - 舟山	5.76	9.0	宁波 - 舟山	5.77	10.96	宁波 - 舟山	5.2		上海	4.92		上海	4.7	
2	上海	5.15	15.5	上海	4.95	(2.56)	上海	5.08		宁波 - 舟山	4.73		宁波 - 舟山	4.24	
3	天津	3.69	6.0	天津	3.81	7.02	天津	3.56		广州	3.43		广州	3.03	
4	广州	3.68	9.7	广州	3.64	4.90	广州	3.47		天津	3.09		天津	2.58	
5	青岛	3.20	10.6	青岛	3.15	5.00	青岛	3		青岛	2.65		青岛	2.24	
6	大连	2.90	16.2	大连	2.72	7.94	秦皇岛	2.52		秦皇岛	2.49		秦皇岛	2.05	
7	秦皇岛	2.42	7.4	秦皇岛	2.49	1.22	大连	2.46		大连	2.23		大连	2	
8	唐山	2.24	42.1	苏州	2.46	16.59	深圳	2.11		深圳	2		深圳	1.76	
9	日照	2.08	22.2	深圳	1.94	(4.43)	苏州	2.03		苏州	1.84		苏州	1.51	
10	营口	2.08	25.5	日照	1.81	19.87	日照	1.51		日照	1.31		日照	1.1	

资料来源：交通运输部，中银国际研究

图表 4. 我国集装箱吞吐量前十大港口

排名	2010 年 1-11 月			2009 年			2008 年			2007 年			2006 年		
	港口	吞吐量 (万标箱)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (万标箱)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (万标箱)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (万标箱)	同比增长 (%)	港口	吞吐量 (万标箱)	
1	上海	2,658	17.6	上海	2,500	(10.7)	上海	2,801	7.1	上海	2,615	20.4	上海	2,172	
2	深圳	2,071	25.4	深圳	1,825	(14.8)	深圳	2,142	1.5	深圳	2,110	14.2	深圳	1,847	
3	宁波 - 舟山	1,215	26.8	广州	1,120	1.8	广州	1,100	16.3	青岛	946	22.9	青岛	770	
4	广州	1,131	11.8	宁波 - 舟山	1,050	(3.9)	宁波 - 舟山	1,093	15.9	宁波 - 舟山	943	32.1	宁波 - 舟山	714	
5	青岛	1,098	16.9	青岛	1,026	2.4	青岛	1,002	8.2	广州	926	39.0	广州	666	
6	天津	917	15.3	天津	870	2.4	天津	850	19.7	天津	710	19.3	天津	595	
7	厦门	527	24.4	厦门	468	(7.0)	厦门	503	8.6	厦门	463	15.5	厦门	401	
8	大连	479	15.2	大连	458	1.1	大连	453	18.9	大连	381	18.7	大连	321	
9	连云港	362	31.5	连云港	303	1.0	连云港	300	50.0	连云港	200	53.8	连云港	130	
10	营口	310	29.1	佛山	292	13.6	苏州	257	35.3	苏州	190	53.2	苏州	124	

资料来源：交通运输部，中银国际研究

图表 5.2008 年我国散杂货吞吐量前十大港口

排名	石油、天然气及制品		金属矿石		煤炭及制品	
	港口	吞吐量 (亿吨)	港口	吞吐量 (亿吨)	港口	吞吐量 (亿吨)
1	宁波 - 舟山	1.1	宁波 - 舟山	1.34	秦皇岛	2.18
2	青岛	0.55	青岛	0.95	天津	0.98
3	大连	0.49	日照	0.82	上海	0.8
4	天津	0.43	天津	0.66	黄骅	0.78
5	广州	0.28	上海	0.61	广州	0.75
6	南京	0.28	唐山	0.51	宁波 - 舟山	0.55
7	上海	0.24	苏州	0.38	苏州	0.51
8	惠州	0.2	南通	0.35	唐山	0.4
9	湛江	0.19	镇江	0.3	徐州	0.31
10	深圳	0.14	营口	0.29	江阴	0.23

资料来源：《2009 年中国港口年鉴》，中银国际研究

宁波港股份有限公司成立于 2008 年 3 月 31 日，由宁波港集团有限公司联合招商局码头（宁波）、中信港投、宁波交投、宁波开投、宁波城投和舟山港务等 7 家发起人共同设立。2010 年 9 月 17 日公司在 A 股市场公开发行 20 亿股，发行价格 3.70 元/股，募集资金 74 亿元，用于建设 15 个集装箱泊位、15 万吨级和 5 万吨级的煤炭码头各一个、采购相关港口设备及补充流动资金。

图表 6.股权结构图

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	股份数量(股)	持股比例(%)	股份数量(股)	持股比例(%)
宁波港集团（SS）	9,720,000,000	90.0	9,529,725,158	74.5
招商局码头（宁波）	583,200,000	5.4	583,200,000	4.6
中信港投（SS）	194,400,000	1.8	190,594,503	1.5
宁波宁兴（SS）	108,000,000	1.0	105,885,835	0.8
宁波交投（SS）	108,000,000	1.0	105,885,835	0.8
宁波开投（SS）	32,400,000	0.3	31,765,751	0.3
宁波城投（SS）	32,400,000	0.3	31,765,751	0.3
舟山港务（SS）	21,600,000	0.2	21,177,167	0.2
社会公众股	-	-	2,000,000,000	15.6
全国社会保障基金理事会	-	-	200,000,000	1.6
合计	10,800,000,000	100	12,800,000,000	100

注：SS 是 State-owned Shareholder 的缩写，表示国有股股东。

资料来源：公司数据

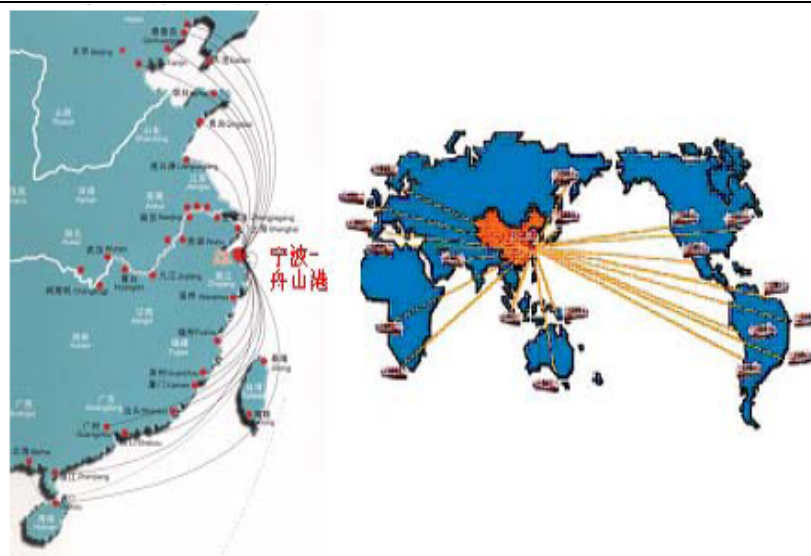
深水禀赋得天独厚，区位优势不可复制

宁波港具有深水大港的天然禀赋，常年不淤不冻，浙江省拥有居全国第一位的深水岸线资源，水深大于 10 米的深水岸线长达 333 公里。目前航道最小深度已达 -22.1 米，能航行、停泊和装卸世界上各种类型的超大型船舶，并顺利通航了 44 万载重吨（DWT）的超大型油轮和 1.4 万 TEU 的超大型集装箱船。

宁波港拥有世界罕见的建港优势，宁波港东北面的舟山群岛对风浪形成天然屏障，无需修建防波堤，水域辽阔、风平浪静；岸线前沿水深条件好，泊位单位建设成本低，码头后方拥有广阔的陆域，对于堆存、仓储及临港工业的发展极为有利；公司得以用相对较低的建港及维护成本便可顺应港口大型化、深水化和专业化的发展要求。

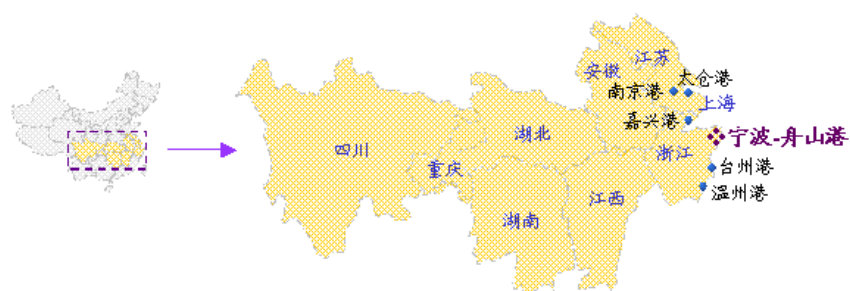
宁波港拥有不可多得的地理和经济区位，港口处于中国大陆海岸线中部、南北沿海航线和长江黄金水道“T”型交汇点，内外辐射便捷，向内既可连接沿海各港口，又能通过江海联运覆盖整个华东地区及长江流域七省两市；向外直接面向东亚及整个环太平洋地区，1,000 海里范围内可连接香港、高雄、釜山、大阪、神户这些重要国际性货物集散港，是中国区域经济最发达的地区——长江三角洲的原材料和加工品进出的重要门户，也是中国沿海和远洋运输辐射的理想货物集散地。宁波港作为上海国际航运中心的重要组成部分，在长江流域原材料和加工品运输中发挥了积极的作用。

图表 7. 宁波港区位图



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 公司所运营的码头所在港口的布局和经济腹地



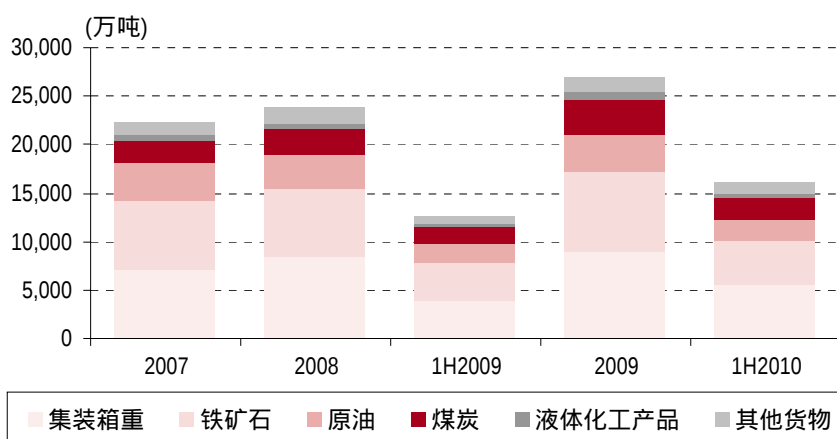
资料来源：中银国际研究

货种齐全、均衡发展，集装箱与散杂货比翼齐飞

公司作为集装箱干线港、能源原材料等大宗物资枢纽港，是中国大陆主要的集装箱、矿石、原油、液体化工中转枢纽和存储基地，是华东地区主要的能源、原材料、粮食等散杂货集散中心。

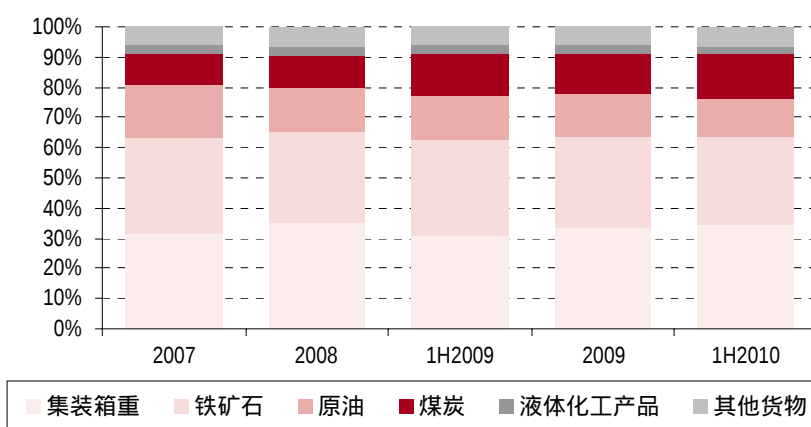
公司 2007-09 年吞吐量分别达到了 2.24 亿吨、2.38 亿吨和 2.70 亿吨，拥有以集装箱、矿石、原油、煤炭和液体化工五大基础货种为主的完备处理体系，在上述货种的装卸能力和装卸效率方面有明显的竞争优势。

图表 9. 公司货种结构



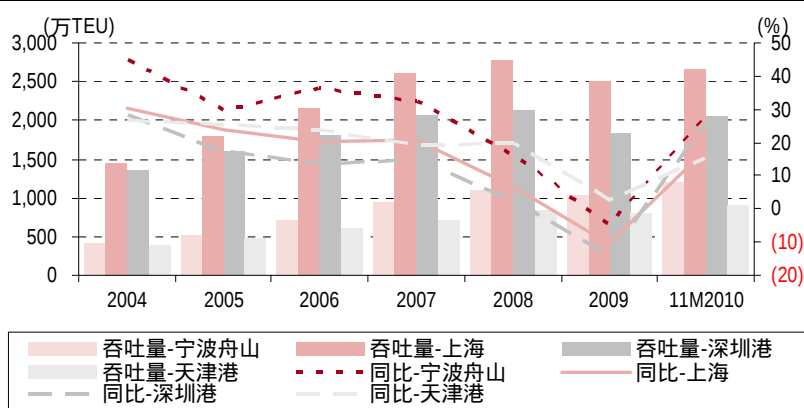
资料来源：中银国际研究

图表 10. 公司分货类吞吐量比重



资料来源：中银国际研究

图表 11.公司与主要港口集装箱吞吐量及增速对比



资料来源：中银国际研究

集装箱业务—争创国际一流干线港

公司在宁波北仑、大榭、穿山、梅山、舟山金塘等港区进行集装箱装卸作业，共有 21 个集装箱专用泊位，最大集装箱泊位设计靠泊能力能满足 1.4 万 TEU 的超大型集装箱船的靠泊作业，泊位设计年通过能力约为 850 万 TEU。公司凭借自己对宏观经济贸易对集装箱运输的影响的判断，适时调整泊位扩建和投产进度，目前主要港口设施利用率均处于高负荷水平，但通过提高作业效率，仍然能够满足未来三年的增长需求。

为了提升营运能力，公司正在实施多项建设及改造工程，我们预计在 2014 年底前将有 10 个集装箱专用泊位建成投产，集装箱设计吞吐能力将增加 550 万 TEU。集装箱泊位的主要在建工程包括宁波 - 舟山港北仑港区五期集装箱码头、宁波 - 舟山港梅山保税港区 1# ~ 5# 集装箱码头泊位、宁波 - 舟山港金塘港区大浦口集装箱码头。

公司与世界大班轮公司在码头、航线开发、腹地开拓、国际中转、空箱调运等方面进行更为广泛密切的合作，促进了沿海沿江内支、内贸线迅速发展，内外贸中转网络初见雏型，航线结构进一步优化，为吸引更多的南北货源到宁波港中转创造了有利条件。

散杂货业务—我国最大的能源、原材料集散中心

长三角和长江流域的经济体量以及我国能源和原材料的分布特点,决定了该地区对能源和原材料运输和集散的需求量十分庞大。宁波 - 舟山港的独特区位优势 and 港口条件,使其责无旁贷地承担了能源和原材料集散中心的作用,同时,政府制定规划,积极推动建成华东地区重要的能源原材料产业集聚区和大宗物资仓储集散中心,将进一步加强宁波 - 舟山港的能源和原材料集散中心的地位。

2008 年,宁波 - 舟山港金属矿石吞吐量居于全国首位,达到 1.34 亿吨。公司铁矿石所服务的主要客户为武钢、沙钢、马钢、南钢等长江钢厂及新余、南昌、萍乡等内陆钢厂和本省的杭钢、宁钢等钢厂。2009 年,长三角地区及长江流域腹地省份钢铁产量占全国钢铁总产量比重为 31%,对公司铁矿石业务量构成支撑。

2008 年,宁波 - 舟山港石油、天然气及其制品吞吐量居于全国首位,达到 1.1 亿吨。宁波-舟山港原油储运服务于中石化、中石油、中海油等国家大型石化企业,同时还服务于国家战略储备库。

宁波 - 舟山港是华东地区主要的煤炭输入港之一,是浙江省最大的煤炭集散中心,是宁波临港大工业的主要能源接卸地。2009 年公司煤炭接卸量超过 3,500 万吨。由于我国煤炭资源主要位于北方,而东部沿海地区经济发达,对煤炭能源需求量大,因此“北煤南运”及进口煤炭的需求长期存在。

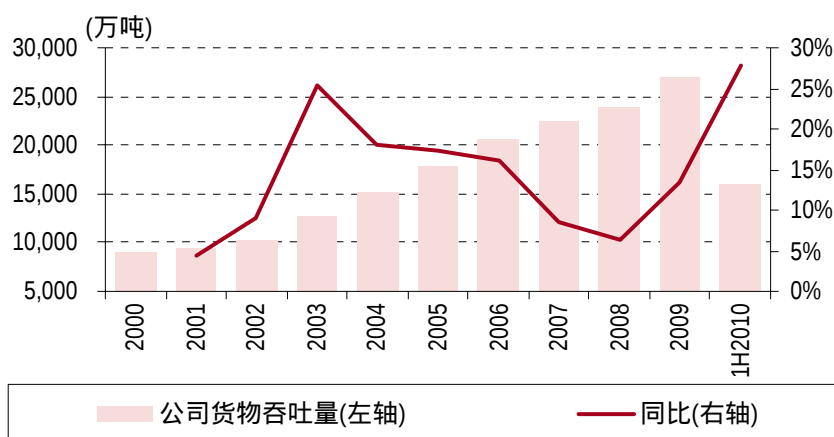
宁波港是我国最大的液体化工储运港,主要为宁波化学工业区配套服务,2009 年公司液体化工产品接卸量达到 682 万吨。公司其他货物吞吐量为 1,656 万吨,主要包括钢铁、矿建材料、水泥、木材、粮食和化肥等物资。

综合竞争力具备优势,抗风险能力强

公司的优良港口资源和区位优势使公司货物吞吐量在过去得到了长足发展,2000-2008 年公司货物吞吐量复合增长率达到 13%,在港航业整体增速下滑的 2009 年,公司港口货物吞吐量同比增长 13.3%。2000-2008 年公司集装箱吞吐量复合增长率达到 36.3%,2009 年宁波港集装箱吞吐量的下滑幅度也远小于同类型其他港口,充分体现了宁波港的综合竞争力。

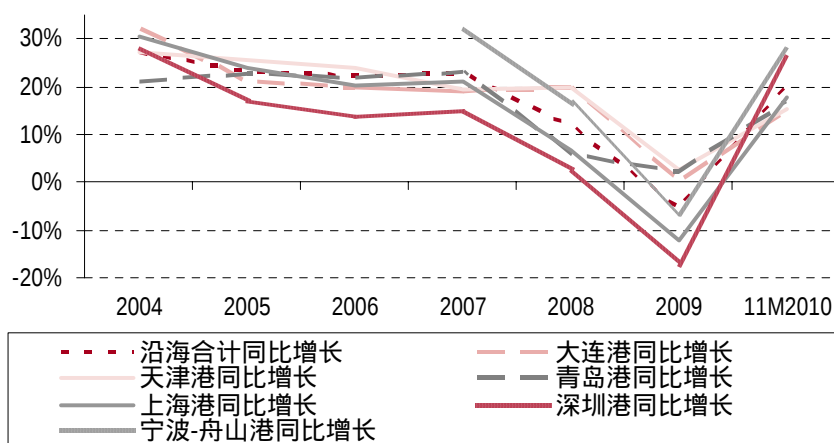
公司在吞吐量规模及货种结构上优势明显,综合盈利能力和抗风险能力优于其他主要港口。我们认为,以宁波港为代表的在规模、综合性及专业化上具备优势的港口,在此前金融危机中体现出了较好的抗风险能力,未来随着内需的拉动和外需的恢复,公司综合盈利能力将更加向好。

图表 12.公司货物吞吐量及增速



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 13.沿海主要港口集装箱吞吐量及增速



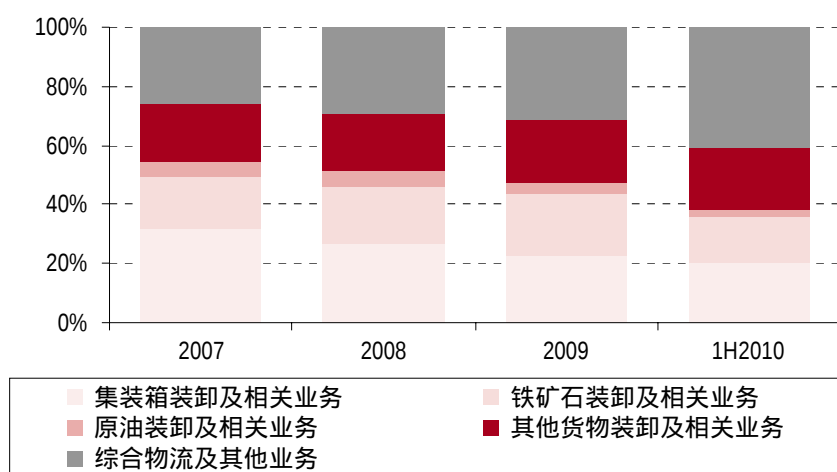
资料来源：万得资讯，中银国际研究

收入结构均衡

公司的五大主营业务收入构成相对均衡,企业经济效益良好。2004-09年,企业收入复合增长率达到15.75%。2009年,集装箱板块收入占主营收入的22.84%,铁矿石收入占20.4%,原油收入占4.13%,其他货物收入占21.3%,综合物流及其他业务收入占31.33%。五大板块业务分别贡献主营毛利比重为26.64%、28.49%、6.71%、19.59%和18.57%。

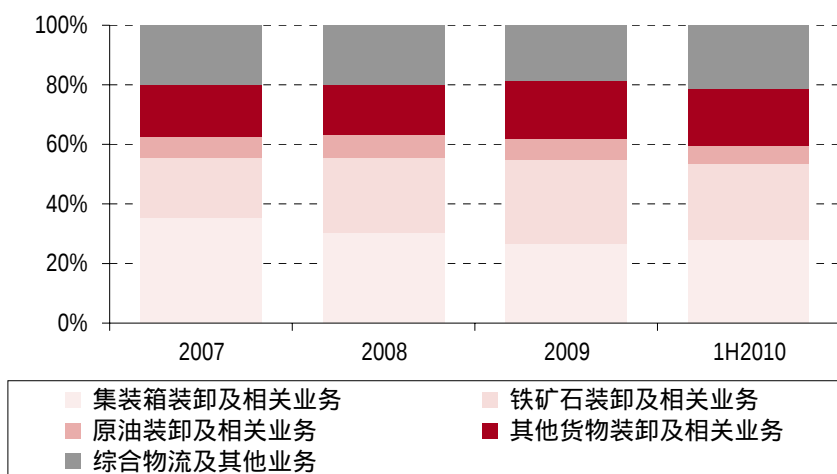
由于公司很大一部分码头运营业务通过合联营企业进行,对公司业绩贡献通过投资收益反映,如将该部分合联营企业产生的收入与公司主营收入对应板块合计,则公司各业务板块的收入将更加均衡。

图表 14. 公司主营收入结构



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 15. 公司业务分部毛利占比



资料来源：公司数据、中银国际研究

腹地经济持续走强，临港产业集群发展迅速

宁波港直接服务浙江外向型经济,面向长三角地区,辐射整个长江流域,是长三角及长江流域外向型经济的重要门户;经济腹地主要包括上海、浙江、江苏、安徽、江西、湖南、湖北、四川、重庆七省两市。该长江经济带横贯我国东中西部,在我国经济发展中处于东出西进、辐射南北、带动周边的“脊梁”位置,是我国经济总量规模最大、实力最强和最具发展活力的经济区之一。

长江三角洲苏浙沪两省一市作为长江流域经济带的核心区，外向型经济特征明显，货物进出流量大。随着《长江三角洲地区区域规划》的实施，公司主要腹地生产要素将更加自由流动，推动该区域实现整体产业升级和区域内的产业结构调整，其中杭绍甬产业和港口联动轴作为国家战略的提出，将临港产业的发展和宁波港口的联动机制统筹协调，给宁波港的发展奠定了长期和稳定的基础。随着长江三角洲辐射能力的增强和产业梯度转移进程的加快，长江中上游省市增长潜力巨大，逐步形成一条横贯东西、连接南北的综合型经济带。产业向长江中上游转移使得运输物流链增长，为宁波港提供了通过江海联运、海铁联运而获得进一步发展的空间。

同时，上海国际航运中心规划的实施，将使全区域内的物流资源得到统筹配置和利用，宁波港作为上海国际航运中心的重要组成部分，依托中心建设，全力打造深水化、大型化、专业化码头群，做强港口主业。目前，宁波港和上海港在资本层面已经开展合作，共同成立了港口投资公司开展港口投资业务。

此外，浙江省“港航强省”战略也为宁波港发展奠定政策支持。浙江省港口联盟建设取得实质性进展，以宁波港为龙头，以资产为纽带，公司逐步整合了温州、台州、嘉兴、舟山等省内港口的部分有效资源，包括温州金鑫码头有限公司、浙江台州湾港务有限公司、浙江五洲乍浦港口有限公司、嘉兴市富春港务有限公司、浙江舟山武港码头有限公司等实体企业。

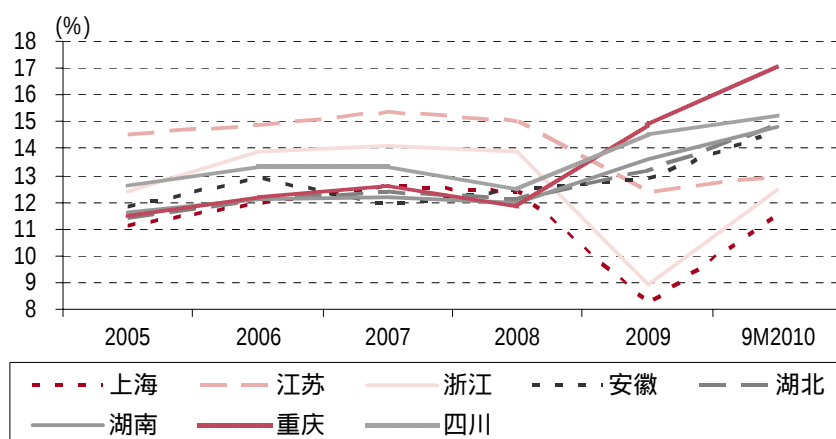
图表 16. 2009 年公司腹地七省两市国民经济主要指标

主要经济指标	单位	占全国 (%)	腹地 合计	上海	江苏	浙江	皖赣湘 鄂川渝
人口	万人	36.60	48,368.5	1,378.9	7,624.5	5,060	34,305.1
GDP	亿元	40.5	135,878.4	14,901	34,061.2	22,832	64,084.3
外贸进出口额	亿美元	40.40	8,919.3	2,777.5	3,388.3	1,877.3	876.2

资料来源：万得资讯，中银国际研究

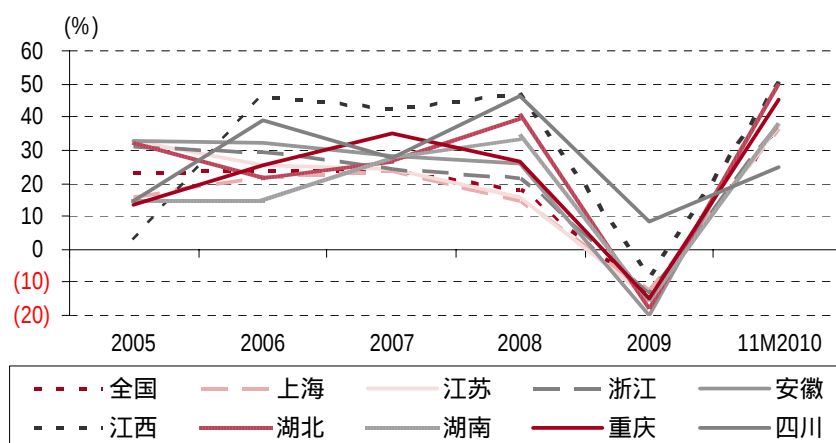
注：人口为 2008 年数据

图表 17.公司经济腹地 GDP 增速



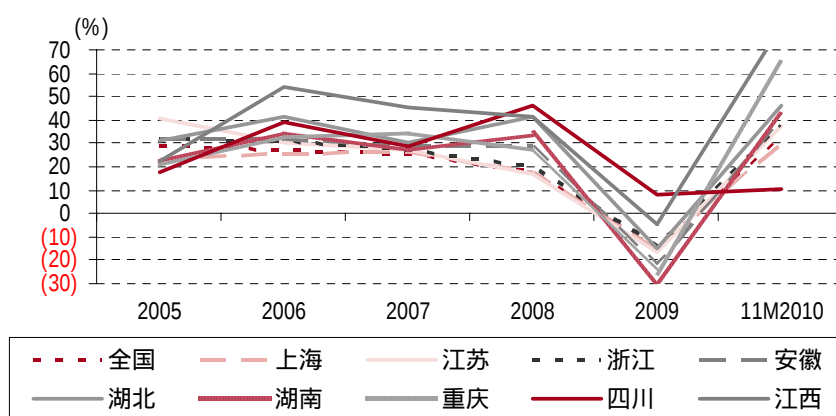
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 18.公司经济腹地外贸进出口额增速



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 19.公司经济腹地外贸出口额增速



资料来源：万得资讯，中银国际研究

临港产业集群快速发展成为港口增长的有利支撑

在北仑、镇海、慈溪等地，已形成了宁波经济技术开发区、宁波保税区、宁波出口加工区、大榭开发区、宁波梅山保税港区、杭州湾新区 6 个国家级开发区，以及镇海大宗散货联运基地、宁波国家级石化工业基地项目等特色项目。港口沿线 60 多公里的临港工业，形成了能源、石化、钢铁、汽车及零配件以及造船和造纸六大产业，集聚了 800 多家规模以上工业企业，全球 500 强的跨国公司就有 39 家。

宁波国家级化工经济技术开发区得到国家批准设立。宁波具有发展石化工业的良好条件和现实基础，在产业上游，有年炼油能力达 1,600 万吨的镇海炼化；在产业下游，在余姚等地具有亚洲较大规模的塑料制品加工基地和集散中心。目前，国家发改委已正式批复同意宁波建设国家级石化工业基地；镇海炼化扩建 1,500 万吨炼油能力和年产 120 万吨乙烯项目正在抓紧推进，宁波化工区将建设成为核心的世界级石化产业基地，与杭州湾北岸的上海金山石化工业区共同组成具有全球战略影响的环杭州湾石化产业基地。

2010 年 6 月 28 日梅山保税港区完成首期封关验收，成为了继上海洋山、天津东疆、大连大窑湾和海南洋浦之后，国务院批准设立的第五个保税港区。梅山保税港区以国际出口配套业、进口分拨业和国际中转业为主导产业，以航运服务业和金融服务业为配套产业，其将成为带动宁波未来发展新的增长极。公司在梅山保税港区规划建设 5 个集装箱码头，设计总吞吐能力 300 万 TEU/年，目前已有两个码头投产。未来，随着港口保税功能逐渐发挥作用，公司的竞争力将大大增强。

腹地拓展和高作业效率战略强化竞争优势

宁波港集装箱吞吐量增速一直领先于国内沿海港口的平均增速，这主要得益于公司运用多种战略手段有效搭建多层次码头网络体系，并通过先进的信息技术手段提升作业效率，公司强大的港口物流网络及高水平的作业效率，能更好地满足货主的需求并节约成本，构成了公司的重要竞争力。

港口网络化布局有效拓展腹地

公司通过资产收购和参与码头港口建设等方式，积极开拓支线港和喂给港，在长三角地区已初步形成由嘉兴港、苏州港太仓港区、温州港、台州港和南京港组合，实现由点→线→网的战略布局。通过在浙江省内的慈溪、萧山、绍兴、杭州、义乌、金华、衢州和省外的上饶、鹰潭建设“无水港”，公司进一步发挥政策优势、延伸腹地，有效拓展货源。

在宁波港大力发展中转运输的经营战略下，公司已形成铁路、公路、水路、江海河全面的多式联运，向综合物流服务商迈进。目前，宁波已经开通了到义乌、温州的班列，并对海铁联运等业务给予快速便捷通关，通关效率提升超过50%。鹰潭、上饶、南昌、株洲等地也开展了到宁波的海铁联运业务。宁波市将继续推进“海铁联运西进”战略，将根据运输需求逐步开行至重庆、成都、西安、南昌等地的集装箱班列，铁道部也将在运输计划、装车组织、运价优惠等方面给予支持。

公司内贸集装箱 2007 年只有约 70 万 TEU，占比不到 7%；自 09 年初，公司开始积极搭建内贸中转平台，促进北方、南方和浙江省内的内贸干线公司在宁波交汇和分驳，09 年收购宁波远洋，建立了自己的船队公司，目前运力已达 15 万吨。同时还筹建了货代公司，集卡运力迅速增长，预计未来集卡车队将达到 500 辆，物流体系逐渐形成，公司可以向货主提供从订舱、集卡接货到装船、船运等一系列快速高效的服务，以全物流服务方式拓展新市场，并有力支撑沿海和沿江支线网络的搭建和开发。公司内贸集装箱 09 年已超过 100 万 TEU，占比超过 10%，内贸中转建设已经初见成效，为宁波港成为物流中心奠定基础。

通过与客户共建码头等战略合作来稳固拓展货源

为了稳固和拓展货源，公司积极与客户开展战略合作，建立客户联合体，实现共赢。公司先后与多家客户进行了合作，设立了包括宁波北仑国际集装箱码头有限公司、太仓武港码头有限公司、宁波实华原油码头有限公司、宁波金海葵液化储运有限公司、宁波穿山码头经营有限公司、宁波港吉码头经营有限公司、宁波意宁码头经营有限公司等在内的合营、联营企业。

码头作业效率和港口信息化领先，创建高性能物联网信息平台

在最新的马士基世界港口排行榜上，宁波港码头作业效率连续3年位列第一。公司是国内最早开展电子数据交换（EDI）工作的码头运营商之一，在电子口岸建设方面走在国内前列，为相关外贸物流企业提供了经济、准确和便捷的国际信息物流平台。目前，港口生产业务协同管理系统、集装箱码头管理系统、船舶自动识别系统、港口生产过程与设备可视化系统、全球卫星定位监控系统、引航综合业务管理系统、外理综合业务管理系统、集装箱货运站综合业务系统、企业资产管理系统、财务管理系统的投入使用，不仅使作业效率大大提高，也为企业运作、决策提供了精确的依据。

图表 20.近两年收购的主要公司

收购的公司	公司主营业务	注册地	注册资本 (千元)	收购时间	收购股权 比例(%)	收购代价 (千元)
1 嘉兴市富春港务有限公司	码头和其他港口设施经营，港口装卸，仓储业务	中国嘉兴	100,000	2009.10.31	100	145,459
2 百思德投资有限公司	实业投资	英属维尔京	美元 50	2009.11.9	100	61,274
3 宁波远洋运输有限公司	国际国内货物运输及代理，报关报检，自营及代理进出口	中国宁波	10,000	2009.5.11	100	44,816
4 万方(太仓)开发建设有限公司	码头开发和建设	中国太仓	342,000	2009.4.16	100	402,000
5 南京明州码头有限公司	经营港口公用码头设施	中国南京	243,088	2008.12.16	70	7,000
6 宁波港东南物流货柜有限公司	集装箱的处理，货物仓储，国际货代等	中国宁波	55,524	2008.12.2	45	26,767
7 嘉兴市乍浦开发集团有限公司	乍浦港区开发建设投资	中国嘉兴	181,879		100	
8 嘉兴市东方物流有限公司	件杂货、集装箱货物保税仓储、装卸、检验等；报关报检代理、房屋设施租赁	中国嘉兴	25,400	2008.8.16	90	751,360
9 浙江五洲乍浦港口有限公司	港口装卸、堆存、搬运，集装箱装卸	中国嘉兴	181,220		24	
合计						1,438,676

资料来源：公司数据，中银国际研究

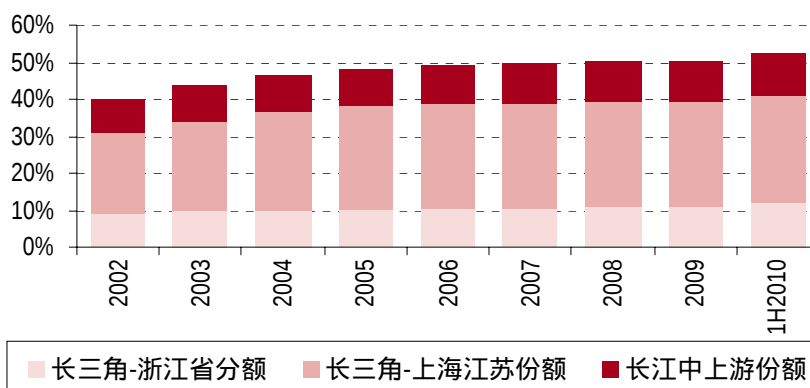
业务量发展前景展望

集装箱业务分部

腹地外向型经济特征及外需改善对集装箱业务构成支撑

就公司直接腹地长三角地区而言,其外向型经济一直以来保持了良好的发展势头。近5年来,长三角外贸出口总额在全国占比保持在近40%的水平,并呈现逐渐上升趋势。2010年上半年,该区域外贸出口额在全国占比达到40.87%,为历史最高。考虑到该区域巨大的外向型经济体量,我们认为未来十年长三角地区对外贸易良好发展的趋势不会改变,但随着地区经济均衡化发展和产业结构调整,增速或逐渐稳定,我们预计未来长三角地区外贸出口总额占全国的份额将保持在40%左右。

图表 21.长三角及长江中上游外贸出口额全国占比



资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司集装箱业务受危机冲击小，反弹快

公司09年完成集装箱吞吐量1,037万TEU,同比降幅为3.4%,降幅较小的主要原因是由于公司在码头扩充、航线开发、腹地拓展力度以及中转箱、空箱、内贸箱业务发展方面做出了诸多努力,使得公司的区域市场占有率达到23.2%,较上年上升了0.8个百分点。公司优良的自然、区位优势以及不断壮大的市场规模和市场竞争能力使大船公司选择挂靠宁波港,运力和航班的稳定性和密度也都有所增加,同时也吸引了更多中型班轮公司在宁波港开展中转业务。

2010 年上半年，公司实现集装箱吞吐量 638 万 TEU，同比增长 38.7%，反弹幅度比全国沿海港口平均增速 22.1% 快了 16.6 个百分点。

腹地拓展方面，公司收购嘉兴乍浦港的六个泊位后，通过优化管理、强化改造、拓展业务，对腹地箱源产生了巨大的吸引力，使乍浦港的集装箱吞吐量从 07 年的不到 4 万 TEU 迅速增长到 09 年的 20 万 TEU，预计 2010 年可超过 30 万 TEU，三年后可实现年吞吐量过 100 万标箱的目标，成为公司集装箱业务在宁波 - 舟山港域以外新的增长点。同时，公司集自有船队、车队、公共订舱平台以及货代合作等优势，吸引更多箱源走向宁波港，船队运力资源和内外贸同船运输资质可加强与南北沿海、长江沿岸港口的呼应和对接，并通过吸引宁波-台州、张家港、南通、福州、厦门等内贸干线公司在宁波交汇分驳，使公司未来内支线和内贸线的发展空间很大，2009 年内贸箱量增长超过 30%，我们预计未来两年内贸箱吞吐量增幅将在 20% 左右，规模超过 120 万 TEU。

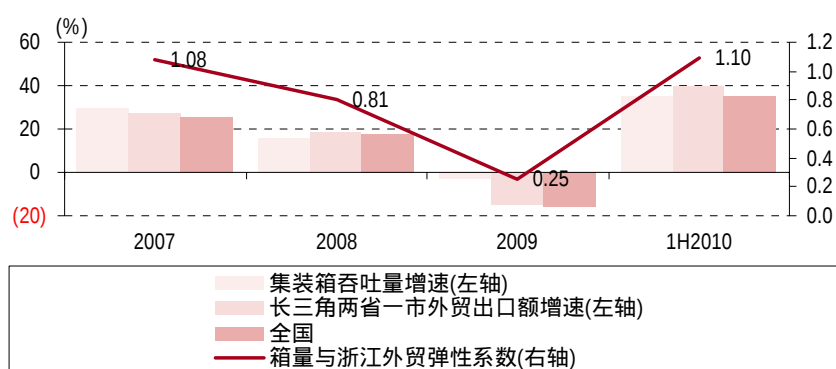
我们认为，未来公司来自于浙东、浙中、浙南等直接货源腹地的优势地位将会延续，该区域箱源生成量也会随着经济逐渐复苏而继续保持较稳定的增长，公司在浙北杭嘉湖平原经济区以及苏南等公共腹地的市场占有率，将主要依靠嘉兴乍浦港的转运基地功能、综合物流配套支撑服务和海铁联运、无水港的发展而有较大提升空间，同时，由于国际远洋干线、内支线和内贸线增加，以及港口保税功能逐渐完善，公司集装箱吞吐量、中转箱和内贸箱的比重也会逐渐享受到由其带来的集聚效应，走向良性循环。

集装箱吞吐量预测

公司最主要的箱源是来自浙江省内的箱量。2007 年以来宁波港集装箱吞吐量与浙江省外贸出口额之间的弹性系数关系在 0.8-1.1 之间（2008 年集装箱吞吐量跌幅则远小于外贸出口额跌幅）。综合考虑区域内现有的外贸出口竞争优势以及未来部分低端出口产业或将向内陆转移的趋势，如果选取平均弹性系数 1，我们测算宁波港 2010-2012 年集装箱吞吐量增速将达到 26%、14% 和 12% 左右。

但是,由于公司在支线港、无水港等方面积极开拓业务,并通过物流服务使腹地得以扩大,市场份额得以增加,内贸和中转箱比例的快速提升也使公司箱量得到更快增长,因此我们认为公司集装箱业务增量与区域外贸出口的弹性将有所增加。从2010年上半年的情况来看,公司实现集装箱吞吐量638万TEU,同比增速达到了38.7%,与浙江省外贸出口额增速弹性达到1.1。我们预计公司2010年全年集装箱吞吐量将实现1,350万TEU,增速约为30%,此后增速约为14%。

图表 22. 宁波港集装箱吞吐量与浙江省外贸出口额弹性关系

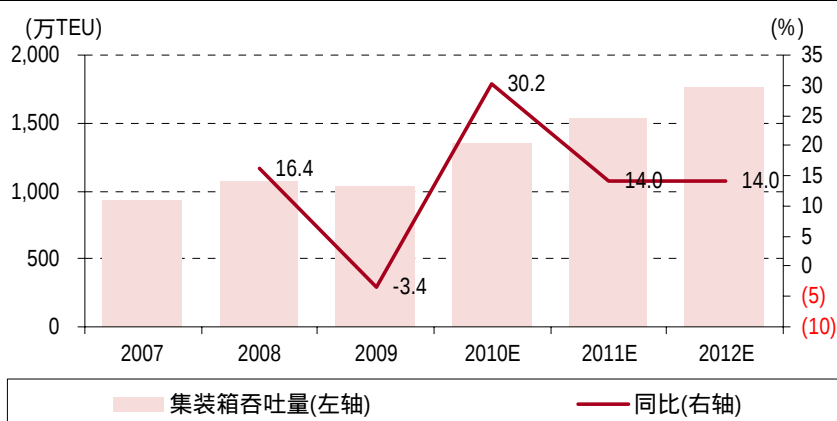


资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 23. 外贸出口与宁波港集装箱吞吐量弹性关系

(亿美元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
全国	12,186.4	14,306.9	12,016.1	14419	15717	17289
同比 (%)	25.8	17.4	(16.0)	26.6	14	12
长三角地区	4,758.8	5,615.4	4,741.4	5798	6395	7131
同比 (%)	26.9	18.0	(15.6)	29.3	15.4	13.2
浙江	1,282.9	1,542.9	1,330.2	1620	1779	1973
同比 (%)	27.2	20.3	(13.8)	26.6	14.0	12.0
宁波港集装箱吞吐量	923	1074	1037	1313	1497	1676
同比 (%)	32.3	16.4	(3.4)	26.6	14.0	12.0

资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 24.公司集装箱吞吐量预测


资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 25.公司集装箱现有泊位情况

	泊位数	最大靠泊等级	设计通过能力 (万TEU)	2009年吞吐量 (万TEU)	设施利用率 (%)	泊位数
北仑第二集装箱码头分公司	北仑	4	15	190	322	169.5
北仑国际	北仑	3	5	90	185	205.5
大榭招商	大榭	4	10	240	119	49.6
						其中 2010 年 1 月新增一个泊位，能力 60 万 TEU
穿山、港吉、意宁、远东等	穿山	8	10	320	353	110.3
舟山甬舟	金塘	2	10	100	-	-
						2010 年 7 月开始运营

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 26.公司集装箱在建泊位情况

在建(至 2014 年底)	增加 10 个泊位	吞吐能力 550TEU	建设进度
北仑港区五期集装箱码头工程	5 个 2-10 万吨级	250 万 TEU	
梅山保税港区 1# ~ 5# 集装箱码头工程	5 个泊位	300 万 TEU	2010 年下半年投入试生产 2 个
金塘港区大浦口集装箱码头工程	5 个 7-10 万吨级	250 万 TEU	2010 年下半年投入试生产 2 个

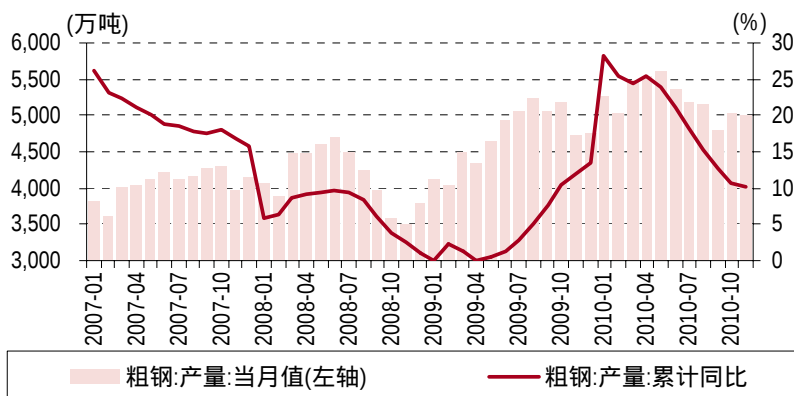
资料来源：公司数据、中银国际研究

铁矿石业务分部

我国铁矿石进口地区主要是环渤海和长三角地区，矿石码头集中度也较高，以宁波 - 舟山、青岛、日照、天津等港口为主。其中长江三角洲地区形成了以长江口外宁波 - 舟山港为主的矿石装卸转运基地，同时利用长江口航道在 2010 年实现 12.5 米水深的运输条件，在长江口内上海、苏州、南通等港口建设大型矿石中转码头，接卸从宁波 - 舟山港减载后进入长江的大型矿石船，镇江、南京等港口建设一定吨级的矿石转运码头，接卸二程运输船舶。总体来讲，宁波港在长三角矿石接卸的枢纽地位突出，与周边港口竞争相对较小。

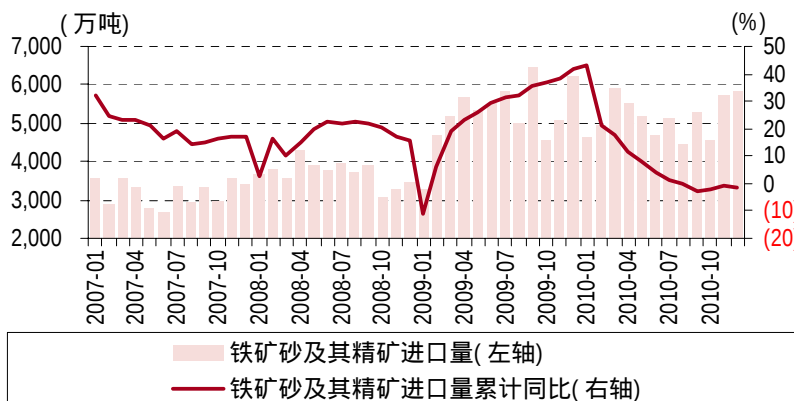
从需求角度讲,在我国调整产业结构、扩大内需和铁矿石供应以进口为主的综合背景下,我们认为铁矿石的进口量仍将保持稳定增长。

图表 27.全国粗钢产量月度数据



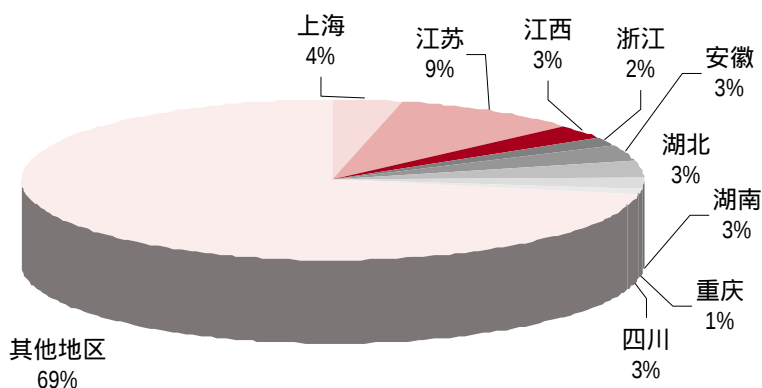
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 28.全国进口铁矿石月度数据



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 29.2009 年公司主要腹地省市粗钢产量份额



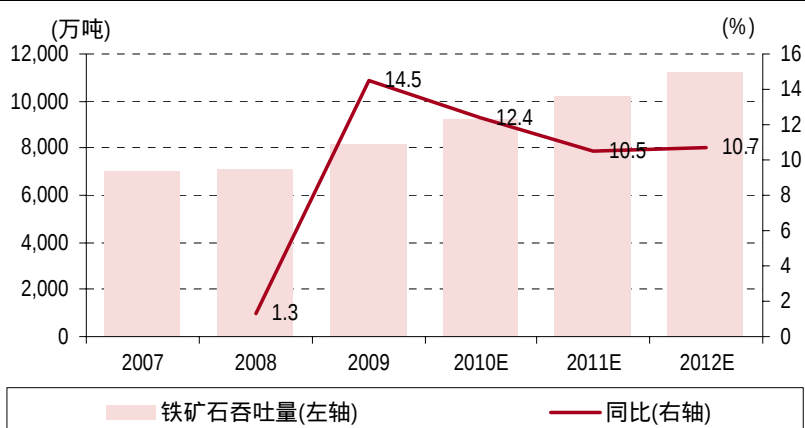
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

公司铁矿石接卸量将保持较快增长

公司在北仑和苏州港太仓港区共拥有 12 个铁矿石专用泊位，其中包括 30 万吨级和 20 万吨级泊位各一个、15 万吨级的泊位两个，泊位总和年设计吞吐能力为 7,987 万吨，并配有 26.4 万平米的堆场。此外，公司在南京明州（龙潭港五期）建设的 4 个通用泊位即将投产，设计总吞吐能力 590 万吨，也可用来接卸铁矿石。其中北仑港区受设施及堆场限制，接卸能力日趋饱和，使部分货源只好转走其他港口。公司新项目的建设投用，现有资源的整合以及技术改造力度的加大，使得北仑港区矿石接卸量未来仍有一定增长。

公司未来铁矿石增量将主要体现在合联营企业太仓武港。太仓武港是公司与武汉钢铁集团及中外运集团投资共建，公司持有太仓武港码头有限公司 55% 的股份，可满足长江沿线和长三角地区日益增长的铁矿石进口需求，公司通过与大型钢铁企业的战略合作，帮助公司稳定货源基础，实现互利双赢。太仓武港于 2009 年 1 月开始运营，总设计吞吐能力为 3,492 万吨，拥有 20 万和 15 万吨级码头各一个，以及 4 个 5,000 吨级码头。“太仓 - 北仑”组合式港口服务优势已开始显现；未来公司通过加强铁路运输和水路二程运力组织，优化装卸工艺和作业流程，提高作业效率，矿石吞吐量有望继续保持较好增长。2009 年武港亏损 671 万元，2010 年上半年已盈利 684 万元，我们预计 2010 年太仓武港铁矿石吞吐量可实现约 2,100 万吨，全年盈利可能达到 1,500 万左右，为公司贡献投资收益约 750 万。

北仑矿石码头与太仓武港码头的整合运作，使公司铁矿石整体产能有较大提升。2010 年上半年，公司实现铁矿石吞吐量 4,630 万吨，同比增长 17%；我们假设下半年公司矿石接卸量与上半年环比持平，则 2010 全年矿石吞吐量增速将达到 12.4%。我们假设 2011-2012 年将保持约 10.5% 的增长；其中北仑和武港增长率分别为 8% 和 18% 左右。

图表 30.公司铁矿石吞吐量预测


资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

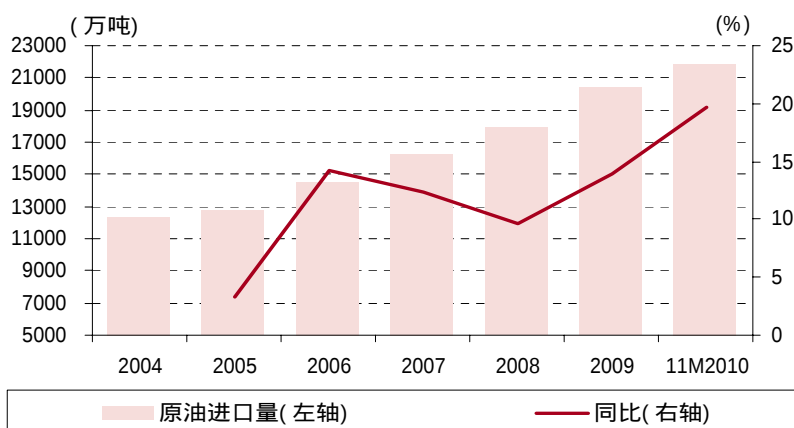
图表 31.公司铁矿石泊位情况

	泊位数	最大靠泊等级 (万吨级)	设计通过能力 (万吨)	2009年吞吐量 (万吨)	设施利用率 (%)
北仑	6	30	4,495	6,846	152.3
太仓武港	6	20	3,492	826	23.7
南京明州	4	5	590	2011年投产	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

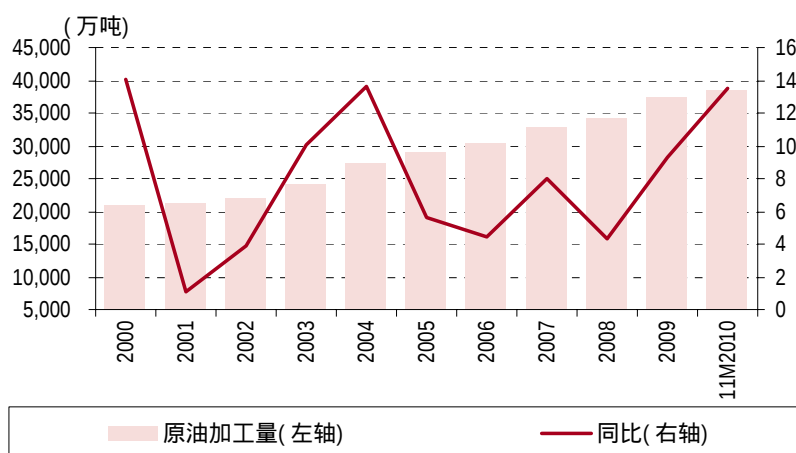
原油接卸业务

原油是我国第二大能源来源, 仅次于煤炭。2010年上半年, 我国原油进口增长 30%, 原油加工量增长 18.6%, 主要港口进口原油接卸量完成 1.08 亿吨, 同比增长 28%。随着国内外宏观经济基本面逐渐向好, 工业增长加速, 我们预计国内交通运输、石化、汽车等主要原油消耗工业和居民生活对原油及其制品的需求都将保持较快的增长, 而国内原油产量增速有限, 因此未来我国对进口原油的需求增长仍较快。

图表 32.我国原油年进口量及增速


资料来源: 万得资讯、中银国际研究

图表 33.我国原油年加工量及增速



资料来源：万得资讯、中银国际研究

长三角和长江沿线地区是我国炼油工业的主要聚集区之一，原油综合配套加工能力占全国原油加工总量约 24%，主要炼化企业包括镇海炼化、扬子石化、金陵石化、上海石化、高桥石化以及安庆、九江、岳阳、武汉等地的石化企业，并在长三角地区形成了以宁波 - 舟山港为核心，嘉兴、上海、南京港等为有益补充的原油中转运输体系。公司在细分市场的原油客户以甬沪宁、长江沿线炼油企业为主。

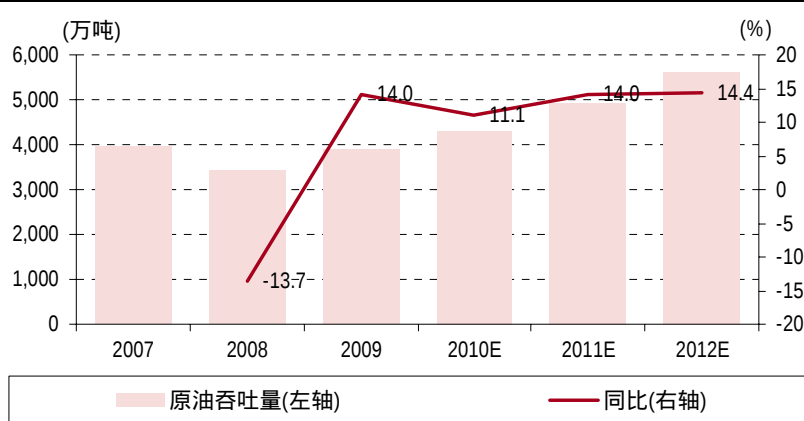
公司主要通过与客户合资在大榭港区拥有 2 个泊位，进行原油装卸业务，包括 25 万吨级（兼靠 30 万吨）的卸船泊位和 5 万吨级的装船泊位，两泊位年总设计通过能力超过 2,000 万吨。同时，公司还通过油港轮驳分公司进行海上原油过驳业务。公司接卸外贸进口原油上岸后，一部分原油通过甬沪宁输油管道输送至港口后方镇海炼化和储备库、上海及南京等长江沿线地区，甬沪宁管道年输油能力为 4,300 万吨，其中上海方向为 2,300 万吨，南京方向为 2,000 万吨；另外一部分原油主要是通过二程中转进入上海和长江沿线地区炼厂。2009 年，水路出运和管道输送疏运方式所占比例分别为 40.5% 和 59.5%。我们预计公司腹地各炼化企业加工能力以及原油储备需求量将保持不断提升。

2010 年上半年，公司实现原油吞吐量 1,970 万吨，同比增长 8.4%，其中以管道装卸原油为主的合营企业宁波实华的业务增量是公司原油装卸增量的主要贡献源，同时公司占股 35% 的宁波大榭港发码头有限公司自今年投产，也将贡献一定增量。目前宁波实华的 2 个原油码头产能利用率已经较高，后期将保持温和增长。

2011 年宁波港 45 万吨级原油码头将投入运行，公司持股 50%。新码头的投产将有效的提升公司原油接卸能力。目前，码头配套的直通上海南京的管道仍在进行中，供应相关炼油厂和国家储备库。预计 2012 年建成后该原油码头产能将马上饱和。

我们预计公司 2010 年全年原油接卸量增速约为 11%，之后两年增速约为 14%。

图表 34.公司原油吞吐量预测



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 35.公司原油泊位情况

	泊位数	靠泊等级 (万吨)	设计通过能力	2009 年吞吐量 (万吨)	设施利用率 (%)
宁波实华原油码头有限公司	2	30、7	2000	2818	140.9
	1	45		2010 年底投入运行	

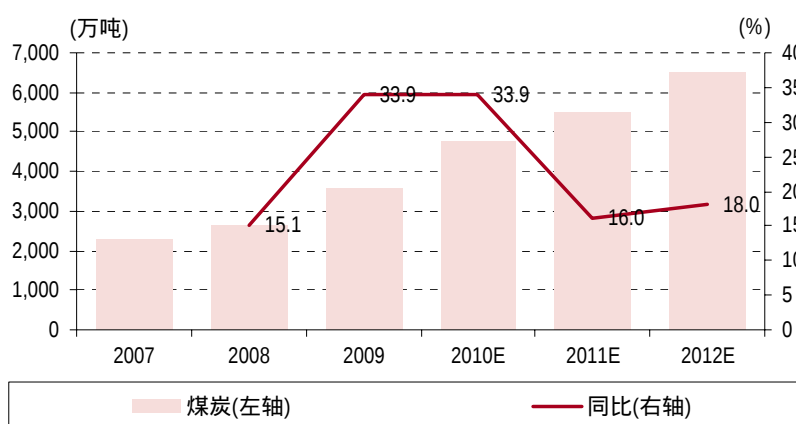
资料来源：公司数据、中银国际研究

煤炭接卸业务分部

宁波 - 舟山港是华东地区主要的煤炭输入港，浙江省和宁波市煤炭需求旺盛，公司煤炭接卸量保持较快的增长，虽然面临其他码头的分流影响，但宁钢重组恢复生产的用煤需求、镇海炼化大乙烯项目及杭州湾热电新厂投用等，都将为宁波港的煤炭吞吐量带来新的增长。

2010 年上半年，受益于进口煤炭大幅增长，公司煤炭吞吐量实现 2,401 万吨，增速达到 37%，我们预计全年煤炭吞吐量将实现 4,612 万吨，增速约为 34%。2011 年四季度公司中宅煤码头将投入试生产，将成为浙江省最大的专业化公共煤炭码头，新增煤炭等散货吞吐能力 1,330 万吨/年，产能将在现有能力的基础上增加 90%，有效提增公司煤炭装卸能力。我们预计 2011-12 年公司煤炭吞吐量增速分别为 16% 和 18%。

图表 36. 公司煤炭吞吐量预测



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 37. 公司煤炭泊位情况

	泊位数	最大靠泊等级 (万吨级)	设计通过能力 (万吨)	2009 年吞吐量 (万吨)	设施利用率 (%)
北仑	3	5	1040	958	92.12
镇海	5	2	630	1344	213.33
嘉兴	1	2	50		
中宅	2	15 (接卸)、 5 (装船)	900、430	2011 年底投产	

资料来源：公司数据、中银国际研究

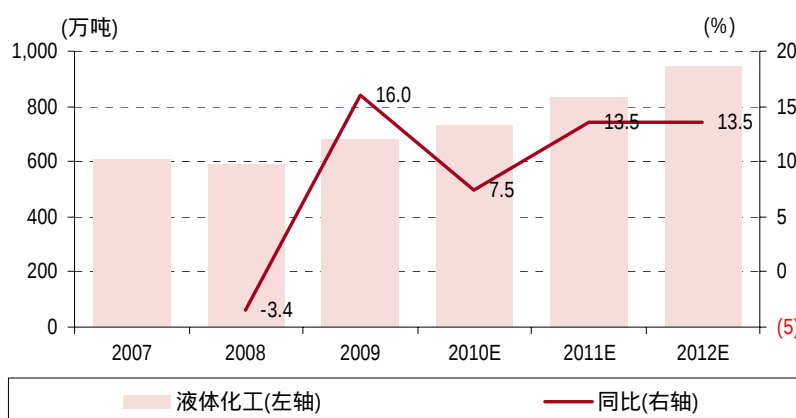
液体化工产品接卸业务分部

宁波市液体化工产业发达，拥有全国最大的以液体化工产品为主营商品的大型临港型专业市场——宁波中国液体化工产品交易市场。现有镇海炼化、韩国 LG 甬兴、中金石化有限公司、杭州湾腈纶、中化进出口公司等 70 多家企业落户园区。按照宁波化工区总体规划（2002-2020），园区重点发展以炼油及乙烯为龙头的石化源头产业、合成材料产业、高分子产品产业和精细化工产业。即将建设的 80 万吨（一期）乙烯项目，可为整个化工区的发展提供丰富的石油化工原料，园区将发展成为华东乃至世界一流的国家级石化产业基地。

公司镇海化工码头是全国最早的专业化液体化工码头,2009年,宁波港完成液体化工品吞吐量 682 万吨,同比增长 25%。专业的储运能力和巨大的液体化工流量吸引了国内主要液化贸易商如中化国际股份有限公司、中化物产股份有限公司、中国海洋石油总公司、中国石化化工销售分公司等化工贸易商来港开展贸易业务,带动宁波形成了国内重要的液体化工品交易市场及物流基地。随着高速公路网的延伸,宁波港的液化经济腹地可扩大至安徽、江西等省的部分地区。

2010 年上半年,公司实现液体化工品接卸量 359 万吨,同比增长 6.9%,我们预计全年接卸量达到 730 万吨左右,同比增长 7.5%,未来两年增速保持在 13.5%左右。

图表 38.公司液体化工吞吐量预测



资料来源：公司数据

图表 39.公司液体化工泊位情况

	泊位数	最大靠泊等级 (万吨级)	设计通过能力 (万吨)	2009 年吞吐量 (万吨)	设施利用率 (%)
北仑	2	8	199	201	101.01
镇海	8	6	671	564	84.05

资料来源：公司数据、中银国际研究

综合物流及其他业务分部

公司综合物流主要包括“无水港”业务、水上和陆路运输服务、拖轮业务、船舶和货物运输代理等业务。

“无水港”是公司开发集装箱腹地,进行集装箱内陆运输装卸业务经营的重要网点,主要为客户提供集装箱存储、货物拆装箱、拼箱、仓储、集装箱维修及报关等服务,通过开展“无水港”业务,公司集装箱腹地市场得到有效拓展。

水上运输服务业务主要通过宁波联合集装箱海运有限公司开展，现经营宁波 - 乍浦、宁波 - 温州、宁波 - 长江下游港口、中日、中韩的集装箱班轮运输，在宁波口岸的中日国际集装箱运输箱量中占据了约 25% 的市场份额。公司下属水上运输企业依靠宁波港优势，兼营国际集装箱中转业务，现已与诸多国际干线船公司建立了国际集装箱中转业务合作。

陆路运输方面，公司拥有 240 辆集卡运输卡车，为拓展腹地提供运输保障，预计未来规模可拓展至 500 辆。

拖轮业务主要服务于宁波港口船舶的泊位停靠和泊位离开，具有不可替代性和较高的收费水平。

公司还开展了船舶和货物运输的代理业务。

公司综合物流作为公司港口业务开发拓展工具，从订舱、到车到船及运输装卸搭建全方位、快速高效的服务平台，帮助强化了公司在港口运输物流链上的市场控制力和占有率。毛利率水平在公司各板块业务中处于较低水平，但这个板块对公司其他板块的业务形成了有效支撑。

2010 年上半年，公司综合物流业务收入达到 12.04 亿元人民币，相当于该板块 2009 年全年收入的 80.97%，增长势头迅猛，我们认为这主要是得益于公司以推进综合物流业务推动港口装卸主业的战略举措。我们预计 2010-12 年该业务分部收入同比增速将分别达到 62%、25% 和 25%。

盈利预测

公司来自于码头运营的收益主要来自于两部分,一是体现在主营业务利润上,二是反映在投资收益上。由于公司对外收购和合资建设码头的步伐不断加快,因此,公司合联营企业数量不断增多,投资收益在归属母公司净利润中所占的比重也不断加大,由 2007 年的 22%增加到了 2010 年上半年的 29.3%。我们对这两部分都做了较为详细的预测和分析。

对主营业务收入和盈利的预测

2011 年费率提升, 利润率维持较高水平

费率水平对公司毛利率具有至关重要的作用。近期,公司公告从 2011 年 1 月 1 日起提升外贸集装箱费率 8%;而内贸集装箱也将提价 15%。综合考虑到港口企业成本的上升以及船公司盈利水平在经济复苏的环境下逐步修复,我们认为公司内贸其他货种也存在提价的空间。谨慎起见,我们对 2011 年需求存在较旺可能性的煤炭货种及收费较低的其他杂货货种做出 5%的提价预测,而矿石和原油货种费率暂未做提价预测。

主营业务收入分板块预测

集装箱业务:我们预计公司 2010 年集装箱业务收入将实现 16.9%的增长,2011 年受益于提价,收入增速将实现 22%左右,未来稳定在 14%左右。

铁矿石业务:北仑矿石分公司铁矿石码头由于堆场能力限制,产能已基本饱和,产量将维持稳定,但是由于与太仓武港码头的协同效应将提升北仑铁矿石码头的周转能力,因此我们预计铁矿石收入将实现小幅增长,2010-12 年增速分别为 -3.9%、8.0 %和 8.0%。

原油业务:原油业务收入因为由原来分子公司通过过驳接卸方式部分改变为通过合联营企业进行码头装卸方式运作,其收益也将主要体现在投资收益上,而原油接卸业务量因码头建设扩能的因素,未来将以 14%左右的增幅稳定增长。

其他货物业务：该业务板块收入主要包括来自煤炭、液体化工、粮食、钢铁等其他货种的装卸收入。在煤炭需求大增和中宅煤码头 2011 年投产带来的新增吞吐量的支撑下，考虑提价 5% 提价因素，我们预计 2010-12 年其他货物收入增长分别为 23.2%、21.0% 和 22.5%。

综合物流及其他业务：2010-12 年收入增速将分别达到 62%、25% 和 25%。

公司优良的港口水深及广阔的陆域优势使其建港成本远低于国内主要港口，综合毛利率水平保持在 50% 以上，较国内综合性港口具有明显优势，而且业绩弹性更大。分货种来看，公司原油装卸毛利率最高，接近 90%，铁矿石毛利率在 75% 左右，集装箱毛利率在 64% 左右，其他货物在 45%，综合物流为 25%。

公司码头建设和维护成本较低，同时目前设施利用率较高，使毛利率保持在行业内较高的水平。虽然公司未来将有一定的码头新设施投产，但是由于公司采取了根据业务量逐步建设投产新设施的措施，使得新投产设施也能达到较好的利用率，因此我们认为公司各分业务板块毛利率水平将保持稳定，但由于综合物流板块收入比重增加，公司综合毛利率水平有所下降。

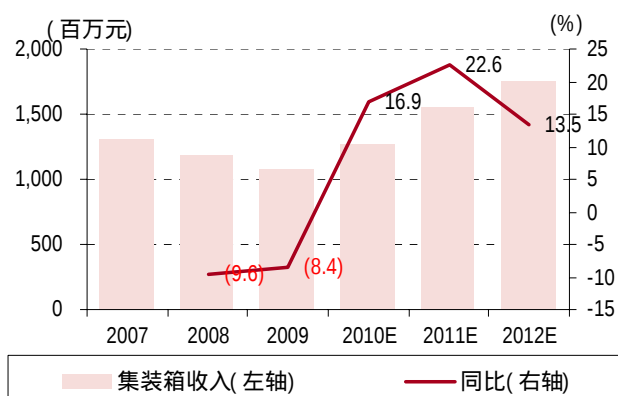
我们认为公司经营、管理能力较好，预计公司销售费用率及管理费用率将保持在较稳定的水平。

图表 40.公司主营收入分业务板块预测

(人民币, 百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱收入	1,308	1,183	1,084	1,267	1,554	1,763
同比(%)		(9.6)	(8.4)	16.9	22.6	13.5
收入占比 (%)	31.8	26.5	22.8	21.0	21.4	20.4
毛利率(%)	67.2	63.0	62.1	64.0	64.0	64.0
铁矿石收入	732	888	968	930	1,005	1,085
同比(%)		21.4	8.9	(3.9)	8.0	8.0
收入占比 (%)	17.8	19.9	20.4	15.4	13.8	12.6
毛利率(%)	68.1	70.4	74.4	75.0	75.2	75.2
原油收入	208	217	196	178	184	189
同比(%)		4.3	(9.4)	(9.0)	3.0	3.0
收入占比 (%)	5.0	4.9	4.1	3.0	2.5	2.2
毛利率(%)	86.9	85.9	86.4	88.5	88.5	86.0
其他货物收入	798	874	1,011	1,245	1,507	1,845
同比(%)		9.5	15.7	23.2	21.0	22.5
收入占比 (%)	19.4	19.6	21.3	20.6	20.8	21.3
毛利率(%)	53.5	47.9	48.9	42.5	43.0	45.0
综合物流及其他收入	1,069	1,302	1,486	2,408	3,010	3,762
同比(%)		21.8	14.2	62.0	25.0	25.0
收入占比 (%)	26.0	29.2	31.3	39.9	41.5	43.5
毛利率(%)	46.7	37.6	31.6	24.0	25.0	25.0
主营收入合计	4,116	4,464	4,745	6,029	7,259	8,645
主营利润合计	2,484	2,465	2,525	2,774	3,313	3,878
主营综合毛利率(%)	60.4	55.2	53.2	46.0	45.6	44.9

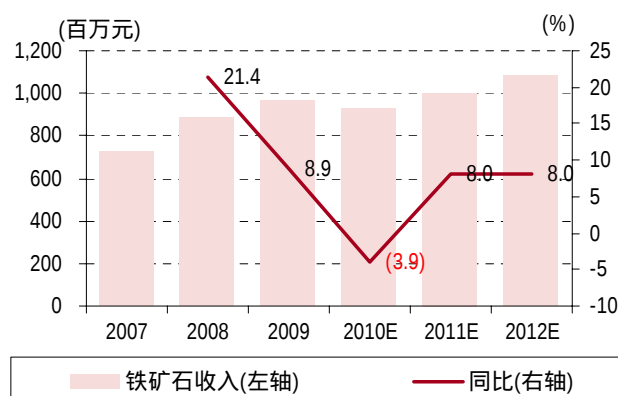
资料来源：中银国际研究

图表 41.公司集装箱收入预测



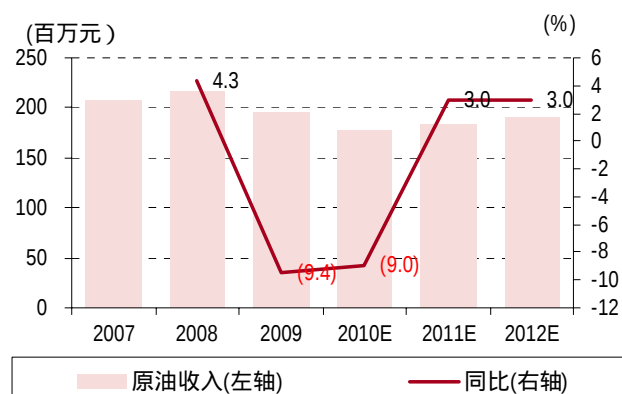
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42. 公司铁矿石收入预测



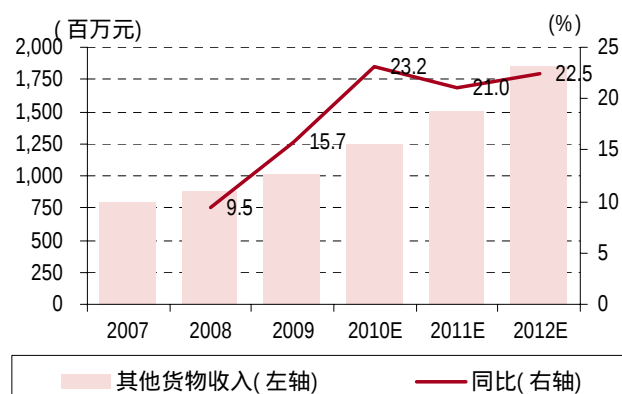
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 43. 公司原油收入预测



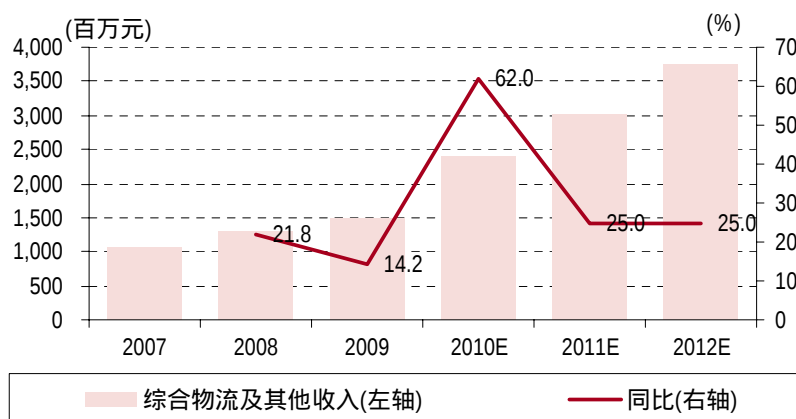
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 44. 公司其他货物收入预测



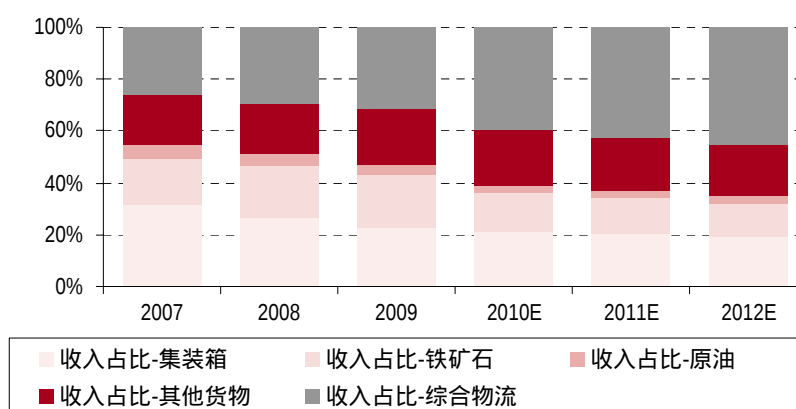
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 45. 公司综合物流及其他收入预测

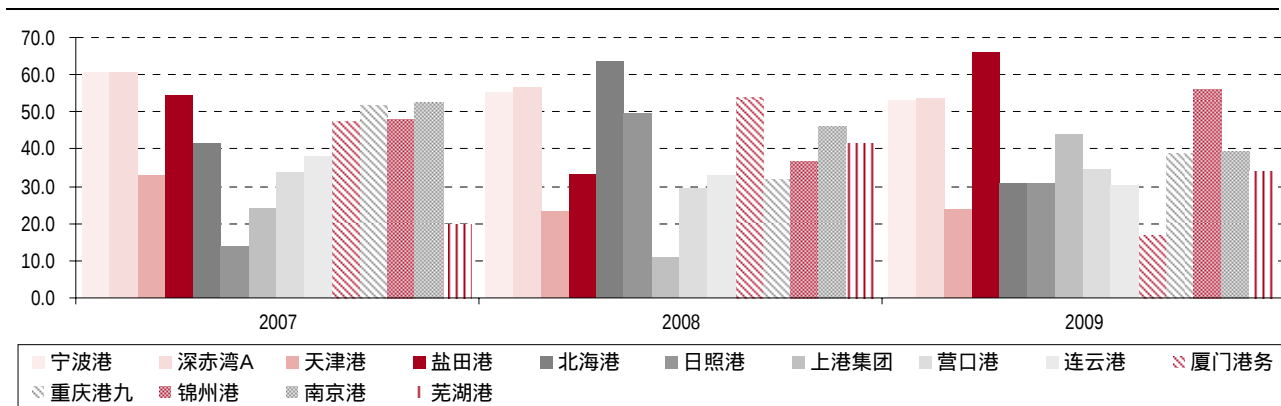


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

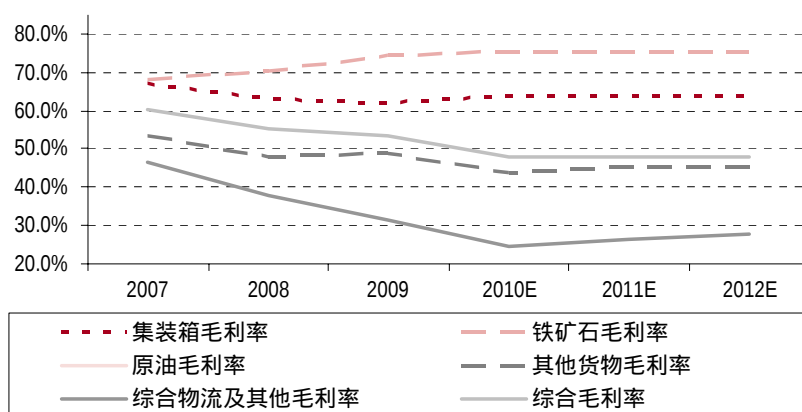
图表 46. 公司未来收入比重预测



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 47.公司与主要港口类上市公司近三年毛利率水平比较


资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 48.公司各业务板块毛利率及综合毛利率


资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 49.公司主要费用率假设

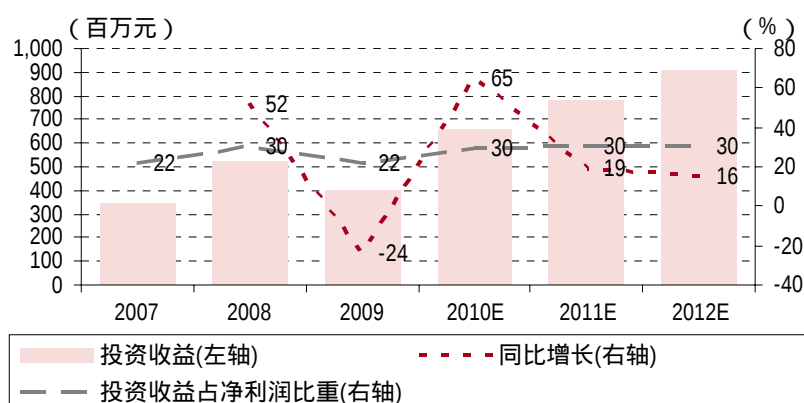
	(%)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率		0.6	0.78	0.3	0.1	0.1	0.1
管理费用率		14.7	15.8	14.6	12.0	12.0	12.0
有效所得税率		24.2	19.0	21.0	19.2	19.4	19.3
净利润率		39.7	39.5	37.6	35.4	34.6	33.1

资料来源: 公司数据、中银国际研究

对投资收益的预测

公司为了稳定和拓展货源，积极扩大与客户的战略合作，设立了包括宁波北仑国际集装箱码头有限公司、太仓武港码头有限公司、宁波实华原油码头有限公司、宁波穿山码头经营有限公司、宁波港吉码头经营有限公司、宁波意宁码头经营有限公司等在内的合营、联营企业，这些企业 2007-2009 年通过投资收益分别为公司贡献了 22%、30%和 22%的净利润。我们预计随着合联营企业货运量的增长、码头产能利用率的逐步提升以及费率提高，未来公司投资收益也将保持较好的增长，我们预计 2010-12 年增速分别达到 65%、19%和 16%。

图表 50.公司投资收益预测

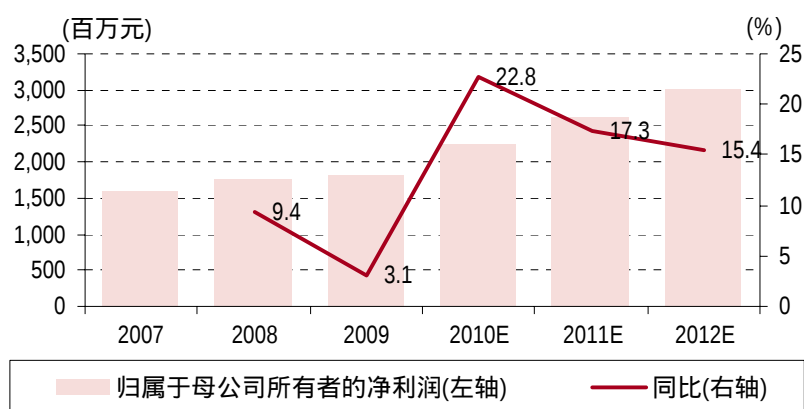


资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

公司 2009-12 年净利润复合增长率约 18%

基于上述假设和分析，我们预测 2010-2012 年宁波港归属于母公司所有者净利润将分别达到 22.33 亿、26.19 亿和 30.22 亿。2009-2012 年的三年净利润复合增长率约为 18%。

图表 51.公司净利润及增速预测



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

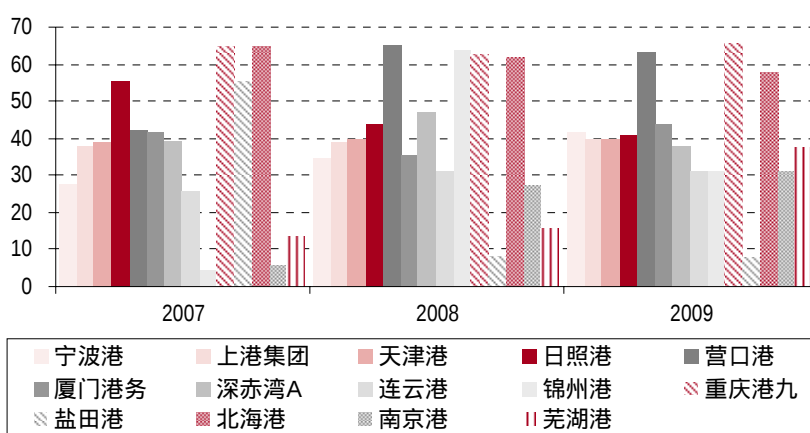
财务状况

资本开支逐渐增大，股权融资有效改善资本结构

港口企业基建、技术改造以及投资等资金需求规模较大，在经过 2008 年以来的一系列收购扩张和改扩建工程后，公司的资本开支大规模增加，资产负债率也从 2007 年的 27.7% 上升到 2009 年的 41.8%，但总体来讲，公司较好的业务增长及盈利能力使其现金流保持了良性循环，为公司资本开支提供了较多的资金支持，公司在进行了较大的资本投入后，负债水平仍然低于行业平均水平，避免了因借贷增加而导致财务费用大幅上涨侵蚀利润。

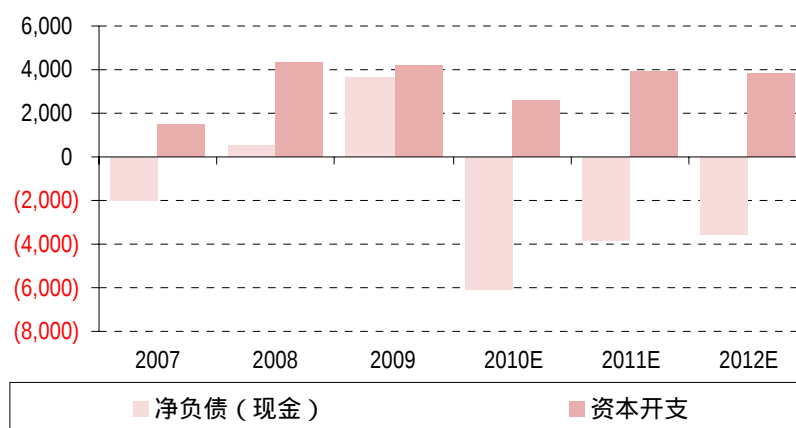
为了满足不断增长的市场需求，公司未来几年的资本开支将用于集装箱、煤炭及相关的配套设施投入，预计未来 5 年每年的资本开支规模将在 25 亿至 40 亿之间，融资规模较大，此次通过发行 A 股融得资金 74 亿，扣除承销费用及其他发行费用实际净募得资金约 72.13 亿。预计公司财务成本可大幅度降低，同时公司的经营现金流也会随盈利能力增长而不断增加，预计未来几年公司将保持净现金状态。

图表 52. 公司与主要港口类上市公司资产负债率对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 53.公司净负债（现金）及资本开支



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

成立财务公司，帮助提升资金使用效率

随着公司规模进一步扩大,其融资需求和内部资金往来日益扩大,为了降低财务成本,由公司持股 75%、集团持股 25% 的宁波港集团财务有限公司已正式开业。财务公司组建后,将加强宁波港及其所形成的企业集团资金的集中管理,提高资金使用效率,并拓展经营管理范围,提高企业综合效益。考虑到财务公司最为盈利的贷款业务尚未开展,我们在盈利预测中暂未考虑该企业的贡献。

主要风险

国内外宏观经济波动对公司经营业绩的影响

公司货物吞吐量与国内外宏观经济形势关系密切,如果全球经济出现波动,进而影响我国的经济发展和国际、国内贸易量,最终有可能影响到公司的经营业绩。

全球航运业的发展对公司经营业绩的影响

公司的主要客户包括船公司及其代理公司、货主及其代理公司,国内外航运市场具有明显的周期性和波动性,航运市场的供给、需求和价格波动会在一定程度上影响到港口码头经营,公司的经营业绩也可能受到影响。

与现有及新建码头运营商的竞争

在集装箱业务方面,与长江三角洲地区的码头运营商存在竞争关系;在矿石和原油业务方面,与青岛、广州、日照、舟山等地区的码头运营商,以及长江口附近中小型港口的码头运营商间存在竞争关系。

大客户流失的风险

公司的少数主要客户有实力建设自有港口或码头,目前已建成并投入使用的主要有:中国石油化工股份有限公司的北仑算山码头[1977年投用,2006年对其2号、3号泊位(主要泊位)完成改造]和舟山册子岛码头(2006年2月投入使用),用于原油装卸;浙江省能源集团有限公司的舟山煤炭中转码头(2009年6月投入使用),用于煤炭装卸和中转。中国石油化工股份有限公司2007-2009年度经公司过驳的原油数量下降;2009年舟山煤炭中转码头投入使用后,浙江省能源集团有限公司经公司中转的煤炭量将有所下降,但报告期内上述客户营业收入占公司同期营业收入的比例很小。这些货主自有码头的建设,都有可能导致公司货源的流失和影响公司货源的增量。不排除未来公司的客户继续自行建造码头,而对公司业务产生不利影响。

附录、募集资金运用

公司公开发行 200,000 万股，发行募集募集资金扣除发行费用后，按轻重缓急顺序投资于以下项目（包括置换募集资金到位前已预先投入该等项目的自筹资金）：

图表 54. 募集资金投资项目

序号	项目名称	(千元)		募集资金使用进度				
		募集资金	项目拟使用募	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
		拟使用量	集资金投入部	7-12 月				
			分截至 2010 年 6 月 30 日已投入					
1	宁波 - 舟山港北仑港区五期集装箱码头工程	5,590,000	1,444,721	251,444	100,000	1,000,000	1,300,000	1,493,835
2	宁波 - 舟山港穿山港区中宅煤炭码头工程	2,450,000	183,810	719,602	1,400,000	146,588	-	-
3	宁波 - 舟山港梅山保税港区 1# ~ 5# 集装箱码头工程	1,650,000	450,000	300,000	600,000	300,000	-	-
4	宁波 - 舟山港金塘港区大浦口集装箱码头工程	1,260,000	64,557	300,000	300,000	300,000	295,443	-
5	采购港口相关设备	880,000	678,800	201,200	-	-	-	-
6	补充流动资金	1,200,000	-	1,200,000	-	-	-	-
	总计	13,030,000	2,821,888	2,972,246	2,400,000	1,746,588	1,595,443	1,493,835

资料来源：公司数据

（一）宁波 - 舟山港北仑港区五期集装箱码头工程

北仑港区集装箱码头五期位于宁波北仑穿山半岛北岸，共建设 5 个 2-10 万吨级集装箱专用泊位，泊位岸线总长度 1,625 米，设计吞吐量 250 万 TEU/年。装卸采用双 20 英尺岸桥，额定起重量为 61 吨，轨距为 35 米，最大外伸距为 65 米。其中三个泊位后方的重箱及冷藏箱堆场采用轮胎式场桥作业，起升高度 18 米，额定起重量为 40 吨（少量额定起重重量增加为 50 吨），危险品及铁路整箱采用正面吊作业；另外两个泊位后方的重箱堆场采用轨道式场桥作业，轨距为 31.5 米，额定起重量为 61 吨。空箱堆场采用堆高机作业，拆装箱库场采用正面吊及叉车作业。集装箱从堆场至岸桥采用集卡运输。该项目总投资约 6,512,000 千元，拟使用 A 股募集资金 5,590,000 千元，经公司测算税前财务内部收益率为 10.97%。

该项目于 2006 年开始前期工作，目前定于 2015 年竣工。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已投入该项目的资金中，拟以募集资金置换的自筹资金金额为 1,444,721 千元。

（二）宁波 - 舟山港穿山港区中宅煤炭码头工程

中宅煤码头工程位于宁波市北仑区郭巨镇穿山半岛北侧,计划建设 15 万吨级煤炭接卸泊位 1 个,泊位长度为 520 米,年接卸能力 900 万吨,建设 5 万吨级煤炭装船泊位 1 个,泊位长度为 352 米,年装船能力 430 万吨,以及建设相应水、陆域配套设施。

物料堆场区 I 横向布置,堆取料作业采用 4 台斗轮堆取料机,堆料额定能力为 4,200 吨/小时,取料额定能力分 2 档,1 档为 4,200 吨/小时,另 1 档为 2,100 吨/小时。堆场带式输送机单向运行,带式输送机带宽为 1,800 毫米,带速为 4.5 米/秒,额定能力为 4,200 吨/小时,最大能力为 5,040 吨/小时。在物料堆场区 I 中布置 1 路作业线可将堆场中的物料转运至物料堆场区 II,物料堆场区 II 采用装载机作业,卡车驳运方式。煤炭装汽车采用装车仓,共布置 8 个装车位,装车仓容量为 2,000 吨。

该项目总投资约 2,457,000 千元,拟使用 A 股募集资金 2,450,000 千元。经公司测算税前财务内部收益率为 6.09%。

该项目于 2009 年开始前期工作,目前定于 2013 年竣工。截至 2010 年 6 月 30 日,公司已投入该项目的资金中,拟以募集资金置换的自筹资金金额为 183,810 千元。

（三）宁波 - 舟山港梅山保税港区 1#-5#集装箱码头工程

项目位于梅山岛南侧梅山保税港区,共建设 5 个集装箱码头,相应建设集装箱泊位长 1,800 米,另有配套的工作船泊位 2 个,长 150 米。码头前沿装卸船用岸桥作业,起重量为 65 吨,轨距为 35 米,外伸距为 61 米。水平运输采用集卡。该项目总的设计年吞吐量 300 万 TEU/年,汽车装卸量 2 万辆/年。

项目总投资约 5,306,000 千元,其中 35%为自有资金,拟使用 A 股募集资金 1,650,000 千元。该项目由本公司的控股子公司宁波梅山岛国际集装箱码头有限公司组织实施,该公司股东为本公司(持股 90%)和宁波梅山岛开发投资有限公司(持股 10%)。本公司拟采取增资或其他合法方式使用募集资金。经公司测算项目税前财务内部收益率为 11.65%。

该项目于 2009 年开始前期工作,目前定于 2015 年竣工。截至 2010 年 6 月 30 日,公司已投入该项目的资金中,拟以募集资金置换的自筹资金金额为 450,000 千元。

（四）宁波 - 舟山港金塘港区大浦口集装箱码头工程

项目拟在金塘岛大浦口建设规模为 5 个 7-10 万吨级大型集装箱泊位，设计吞吐量为 250 万 TEU/年。装卸大部分为双 20 英尺箱岸桥，额定起重量为 61 吨，轨距为 35 米，最大外伸距为 65 米；少量为双 40 英尺箱岸桥，额定起重量为 80 吨，轨距为 35 米，最大外伸距为 65 米。后方堆场主作业要用轨道式场桥，额定起重量为 50 吨，轨距为 40 米，起升高度为 18.5 米，其中危险品堆场轨道式场桥起升高度为 12 米。水平运输采用集卡。

项目总投资约 5,850,000 千元，其中 35% 为自有资金投入。该项目拟使用 A 股募集资金 1,260,000 千元。该项目由公司的控股子公司舟山甬舟集装箱码头有限公司组织实施，该公司股东为公司（持股 65%）、香港宁兴（集团）有限公司（持股 25%）和舟山市金塘港口开发有限公司（持股 10%）。公司拟采取增资或其他合法方式使用募集资金。经公司测算项目财务内部收益率为 12.03%。

项目于 2006 年开始前期工作，目前预定于 2015 年竣工。截至 2010 年 6 月 30 日，公司已投入该项目的资金中，拟以募集资金置换的自筹资金金额为 64,557 千元。

（五）采购港口相关设备

为提高公司的港口通过能力，完善港口功能，以满足港口竞争需要，公司拟采购港口相关设备。港口通过能力的提升和集疏运条件的改善是港口业务增长的重要条件，通过对影响码头吞吐能力的码头前沿、仓库堆场等生产环节机械设备的增添，进一步扩大港口综合通过能力，以适应港口现代化和船舶大型化发展的要求，满足港口生产对码头泊位的需求。通过公路、水路集疏运能力的拓展，满足“无水港”建设和集装箱内支线等发展的需要，并缓解当前港口集疏运能力不足的矛盾。

当前沿海港口竞争态势更趋激烈，宁波港口集装箱和散杂货业务面临着来自其他港口的竞争压力，公司通过设备购置和集疏运网络的完善，解决制约生产发展的瓶颈问题，提高港口竞争力。

公司拟利用本次募集资金 880,000 千元进行设备购置，按照公司固定资产折旧政策，上述采购固定资产中的主要资产为装卸搬运设备、港作船舶和运输船舶等资产，其折旧年限均在 10-20 年间，公司实施上述固定资产采购项目后，固定资产折旧金额会有所上升，预计由募集资金购买的固定资产每年新增折旧 57,470 千元，但该项目同时能够极大地增强企业资源和改善装备结构，扩大营业领域，提高公司的码头运营能力和竞争力，能够为公司带来显著经济效益。

图表 55.本次计划购置设备的种类和计划投资额

序号	设备名称	投资额(千元)	募集资金拟使用量(千元)
1	斗轮机 SR1、SR2	70,000	70,000
2	门机	9,900	8,410
3	50 吨轮胎吊	2,900	2,900
4	龙门吊（2 台）	18,280	15,500
5	龙门吊（4 台）	37,200	37,200
6	桥吊（2 台）	56,000	56,000
7	4118KW 拖轮（消拖 6 号）	50,000	45,000
8	2940KW 拖轮（拖 26 号）	34,000	31,650
9	2940KW 拖轮（拖 27 号）	38,000	35,560
10	3528KW 拖轮（拖 28 号）	44,600	41,760
11	4410KW 拖轮（拖 29 号）	55,000	52,980
12	3528KW 拖轮（拖 30 号）	48,000	46,230
13	挖泥船组 2 组	44,050	13,310
14	23000 吨散货船	129,980	13,000
15	20000 吨散货船（2 艘）	268,960	73,970
16	5380 吨多用途船（3 艘）	104,640	55,810
17	80 米敞口式集装箱船（4 艘）	82,400	32,960
18	80 米敞口式集装箱船（4 艘）	71,200	71,200
19	5000 吨集装箱船（3 艘）	75,000	75,000
20	600-700TEU 集装箱船	55,000	55,000
21	集卡车（190 辆）	57,000	46,560
	合计	1,352,110	880,000

资料来源：公司数据

（六）补充流动资金

本次发行募集资金在满足上述项目资金需求的同时，拟利用募集资金 1,200,000 千元补充流动资金，以改善财务状况，满足公司对运营资金和实现战略发展的需求。

公司作为国内领先的码头运营商，为处理持续增长的货物吞吐量，近年来不断新建码头，并对港口基础设施进行持续改善，使得公司的资本开支持续增加，公司迫切需要大量流动资金来满足业务发展的需要。通过股权融资来补充部分流动资金，将有助于公司提高资本实力，实现公司的业务发展目标。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,574	4,889	6,267	7,568	9,047
销售成本	(2,065)	(2,292)	(3,341)	(4,076)	(4,948)
运营费用	(486)	(383)	(419)	(419)	(520)
息税折旧前利润	2,023	2,214	2,507	3,074	3,580
折旧与摊销	(419)	(529)	(552)	(754)	(882)
营业利润(息税前利润)	1,605	1,685	1,954	2,320	2,698
净利息收入/(费用)	41	(2)	(10)	10	8
其它盈利/(亏损)	582	641	831	923	1,046
税前利润	2,227	2,324	2,776	3,253	3,752
所得税	(423)	(488)	(529)	(617)	(712)
少数股东损益	(41)	(18)	(13)	(16)	(18)
净利润	1,764	1,819	2,233	2,619	3,022
核心净利润	1,659	1,616	2,094	2,506	2,909
每股收益(人民币)	0.163	0.168	0.174	0.205	0.236
核心每股收益(人民币)	0.154	0.150	0.164	0.196	0.227
每股股息(人民币)	0.060	0.145	0.070	0.082	0.095
收入增长(%)	9	7	28	21	20
息税前利润增长(%)	(7)	5	16	19	16
息税折旧前利润增长(%)	(4)	9	13	23	16
每股收益增长(%)	23	3	4	17	15
核心每股收益增长(%)	19	(3)	9	20	16

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	2,513	2,346	7,908	4,931	4,665
应收帐款	2,339	1,827	1,965	2,419	2,901
库存	222	141	188	227	271
其它流动资产	58	56	56	56	56
流动资产合计	5,132	4,369	10,117	7,633	7,893
固定资产	9,212	13,389	15,499	18,707	21,687
无形资产	2,132	2,632	2,582	2,532	2,482
其它长期资产	5,255	4,928	4,716	4,504	4,392
长期资产合计	16,600	20,949	22,797	25,743	28,561
总资产	21,732	25,318	32,914	33,376	36,455
应付账款	4,083	4,208	4,840	5,814	6,907
短期债	2,943	3,753	553	151	151
其它流动负债	0	0	1,517	0	0
流动负债合计	7,025	7,961	6,910	5,965	7,058
长期债	173	2,330	1,330	1,000	1,000
其它长期负债	354	301	301	301	301
股本	10,800	10,800	12,800	12,800	12,800
资本公积	3,066	3,654	11,288	13,008	14,976
股东权益	13,866	14,454	24,088	25,808	27,776
少数股东权益	313	272	286	302	320
负债权益总计	21,732	25,318	32,914	33,376	36,455
每股账面价值(人民币)	1.28	1.34	1.88	2.02	2.17
每股有形资产(人民币)	1.09	1.09	1.68	1.82	1.98
净负债/(现金)(人民币)	0.06	0.35	(0.47)	(0.30)	(0.27)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	2,227	2,324	2,776	3,253	3,752
折旧与摊销	419	529	552	754	882
净利息费用	(41)	2	10	(10)	(8)
营运资本变动	301	270	(447)	(481)	(566)
支付所得税	(423)	(488)	(529)	(617)	(712)
其它经营现金流	(1,153)	(1,253)	435	379	326
经营活动产生的现金流	1,331	1,385	2,796	3,277	3,674
购建固定资产净额	(2,561)	(3,225)	(2,600)	(3,900)	(3,800)
投资减少/(增加)	(1,075)	381	659	783	906
其它投资现金流	73	(5)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,564)	(2,849)	(1,941)	(3,117)	(2,894)
净股本增加	1,580	48	7,400	0	0
净负债增加	1,223	1,892	(4,200)	(731)	0
支付股息	0	(957)	(10)	(889)	(1,046)
其它筹资现金流	(86)	314	1,517	(1,517)	0
筹资活动产生的现金流	2,716	1,297	4,707	(3,137)	(1,046)
现金余额变动	484	(167)	5,562	(2,977)	(266)
年初现金	2,110	2,513	2,346	7,908	4,931
公司自由现金流	(2,233)	(1,464)	855	160	780
股权自由现金流	(1,373)	(529)	(3,354)	(1,460)	(266)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	44.2	45.3	40.0	40.6	39.6
息税前利润率	35.1	34.5	31.2	30.7	29.8
税前利润率	48.7	47.5	44.3	43.0	41.5
净利率	38.6	37.2	35.6	34.6	33.4
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.5	1.5	1.3	1.1
利息覆盖倍数	71.7	29.0	20.8	136.4	158.6
净权益负债率(%)	4.3	25.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	0.5	1.4	1.2	1.1
估值(倍)					
市盈率	18.7	18.1	17.5	14.9	12.9
核心业务市盈率	19.9	20.4	18.6	15.6	13.4
目标价对应核心业务市盈率	26.7	27.4	25.1	20.9	18.0
市净率	2.4	2.3	1.6	1.5	1.4
价格/现金流	24.7	23.8	14.0	11.9	10.6
企业价值/息税折旧前利润	15.0	15.1	11.9	10.5	9.1
周转率					
存货周转天数	35.7	28.9	17.9	18.6	18.4
应收帐款周转天数	182.9	155.5	110.4	105.7	107.3
应付帐款周转天数	287.3	309.5	263.5	256.9	256.6
回报率(%)					
股息支付率	36.8	85.9	40.2	40.2	40.2
净资产收益率	13.6	12.8	11.6	10.5	11.3
资产收益率	6.7	5.7	5.4	5.7	6.3
已运用资本收益率	11.1	9.1	8.7	8.8	9.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

日照港 (000017.SZ/人民币 3.99, 买入)

天津港 (600717.SS/人民币 8.21, 持有)

宁波港 (600717.SS/人民币 3.05, 买入)

大连港 (600717.SS/人民币 3.79, 买入)

深赤湾 A (000022.SZ/人民币 14.09, 买入)

盐田港 (000088.SZ/人民币 6.12, 未有评级)

上港集团 (600018.SS/人民币 4.35, 未有评级)

锦州港 (600190.SS/人民币 4.51, 未有评级)

连云港 (601008.SS/人民币 5.99, 未有评级)

唐山港 (601000.SS/人民币 7.26, 未有评级)

以 2011 年 1 月 19 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与宁波港存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371