

# 宁波港 (601018.sh)

## 依托浙江海洋经济区，成长性卓悦的综合性大港

杨志清 交通运输业 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020011

### 自然条件优异，东方强港

宁波港水深条件优异，可停靠目前全球最大的船舶。2010年宁波-舟山港货物吞吐量位居沿海港口第一，集装箱吞吐量位居沿海港口第三名。腹地为全国经济最发达最活跃的长江流域。

### 主营业务的成长性

(1) 集装箱业务: 充分受益外需复苏，浙江 80% 的集装箱货通过宁波港出海；考虑到公司产能释放以及需求提高，我们预计 2011 年宁波港集装箱吞吐量增速为 18%-21%。

(2) 矿石业务: 需求稳定增长。短期增长主要来自于太仓武港；长期矿石吞吐增量主要来自于 40 万吨级专业矿砂船的停靠。

(3) 原油业务: 根据商务部预计未来 10 年我国原油进口量复合增长率在 8% 以上；宁波实华二期 45 万吨原油泊位投产后可使产能提高一倍。

(4) 煤炭业务: 浙江省预计 2020 年发电装机容量将达 7200 万千瓦，电煤需求可达 1 亿吨。

### 不可忽视的物流实力

“无水港”将宁波港港区向内地延伸，公司的集卡车队保障集装箱物流的速度；“海铁联运”帮助宁波港延伸集装箱货源地；水路运输船队有利扩大宁波港的水路集散能力，有利于增加嘉兴、杭州的集装箱货源。

### 盈利预测和投资建议

我们预计宁波港 2010-2012 年实现 EPS 0.176、0.22 和 0.27 元，根据港口行业估值中枢和近期港口上市公司的估值请见，我们给予公司 2011 年 18-20 倍市盈率，目标价 3.8-4.2，给予买入评级。

**风险提示:** 全球经济复苏进度慢于预期；中国经济增速下滑；

### 预测及评估

|             | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 4,573.97 | 4,888.75 | 6,108.75 | 7,683.85 | 9,541.41 |
| 增长率(%)      | 8.96%    | 6.88%    | 24.96%   | 25.78%   | 24.17%   |
| EBITDA(百万元) | 2,674.81 | 2,869.39 | 2,378    | 2,959    | 3,556    |
| 净利润(百万元)    | 1,763.94 | 1,818.62 | 1,991    | 2,403    | 2,898    |
| 增长率(%)      | 9.44%    | 3.10%    | 9.49%    | 20.68%   | 20.62%   |
| 每股收益(元)     | 0.163    | 0.168    | 0.18     | 0.22     | 0.27     |
| 市盈率         | 0.00     | 0.00     | 16.92    | 14.02    | 11.63    |
| 市净率         | 0.00     | 0.00     | 2.05     | 1.79     | 1.55     |
| EV/EBITDA   | 0.00     | 0.00     | 12.62    | 10.89    | 9.29     |

数据来源: 宁波港股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|         |      |
|---------|------|
| 当前价格(元) | 3.32 |
| 目标价格(元) | 4.22 |
| 前次评级    | 买入   |

### 股价走势

宁波港(601018)与沪深300(000300)



|       |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|
| 市场表现  | 1个月    | 3个月    | 12个月   |
| 股价涨幅  | -1.78% | -7.26% | -7.00% |
| 沪深300 | -1.37% | -0.83% | 0.00%  |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

12,800.00/2,000.00

主要股东:

宁波港集团有限公司

主要股东持股比例

74.45%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 12.58% |
| ROA      | 9.98%  |
| 资产负债率    | 41.83% |
| 每股净资产(元) | 1.34   |

2009 年报数据

## 目录索引

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、公司概况 .....                      | 4  |
| (一) 股权分析：宁波市国资委是公司的实际控制人 .....    | 4  |
| (二) 集装箱吞吐量和货物吞吐量名列沿海港口前茅 .....    | 4  |
| 二、公司主要竞争优势 .....                  | 7  |
| (一) 港口条件优异，集疏运体系发达 .....          | 7  |
| (二) 腹地外向型经济发达，货源充足 .....          | 8  |
| (三) 发达的物流体系，将口岸向内陆延伸 .....        | 9  |
| (四) 产能进一步扩大，装卸业务能力进一步提高 .....     | 10 |
| (五) 政策支持——将港口作为经济的增长极 .....       | 11 |
| 三、集装箱业务：受益外需复苏 .....              | 11 |
| (一) 需求——经济复苏带来的贸易量修复 .....        | 11 |
| (二) 产能——泊位建设不紧不慢，根据货量需求逐步投产 ..... | 14 |
| (三) 装卸费率——稳中有增 .....              | 16 |
| 四、铁矿石业务——水深优势，空间较大 .....          | 17 |
| (一) 地理优势+参股收购=产能扩张 .....          | 18 |
| (二) 需求——依赖于钢铁产量 .....             | 19 |
| (三) 铁矿石业务预测与敏感性分析 .....           | 20 |
| 五、原油业务：稳定贡献业绩，期待产能投放 .....        | 20 |
| (一) 原油进口需求长期呈现上涨趋势 .....          | 21 |
| (二) 宁波港是长三角的重要原油吞吐港 .....         | 21 |
| (三) 自身生产能力有待进一步扩大 .....           | 21 |
| (四) 我国未来原油进口量将翻倍 .....            | 22 |
| 六、煤炭业务及综合物流业务 .....               | 23 |
| (一) 煤炭业务 .....                    | 23 |
| (二) 综合物流业务 .....                  | 24 |
| 七、盈利预测与股票估值 .....                 | 25 |
| (一) 盈利预测 .....                    | 25 |
| (二) 估值与投资建议 .....                 | 25 |
| 八、风险提示 .....                      | 26 |

## 图表索引

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：各主营业务收入占比变化（2007-2010 年） .....  | 6  |
| 图 2：各主营业务毛利润占比变化（2007-2010 年） ..... | 7  |
| 图 3：各主营业务毛利率变化（2007-2010 年） .....   | 7  |
| 图 4：沿海主要港口万吨级以上泊位数量 .....           | 7  |
| 图 5：宁波港附近的集疏运体系 .....               | 8  |
| 图 6：公司经营港口及腹地范围 .....               | 9  |
| 图 7：浙江省外贸依存度变化 .....                | 9  |
| 图 8：各地进出口商品总额年同比增速 .....            | 9  |
| 图 9：集装箱吞吐量与世界 GDP 增速 .....          | 12 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 10: 各地区 GDP 年同比增速.....                      | 13 |
| 图 11: 各地区进出口商品总额年同比增速.....                    | 13 |
| 图 12: 宁波港与上海港区区位图.....                        | 14 |
| 图 13: 宁波港公司主要集装箱码头吞吐量（2007-2009 年）.....       | 15 |
| 图 14: 中国粗钢年产量及同比增速（2001-2010 年）.....          | 19 |
| 图 15: 中国铁矿石年进口量及同比增速（2001-2010 年）.....        | 19 |
| 图 16: 中国原油消费占比远低于世界平均水平.....                  | 21 |
| 图 17: 中国原油年进口量及同比增速（2001-2010 年）.....         | 22 |
| 图 18: 最近二年港口行业（申万三级分类）PE 倍数情况.....            | 25 |
| <br>                                          |    |
| 表 1: 宁波港股份有限公司前十大股东.....                      | 4  |
| 表 2: 公司的港口装卸业务及权益比例（仅列控股公司）.....              | 4  |
| 表 3: 2010 年沿海港口集装箱和货物吞吐量前十名.....              | 5  |
| 表 4: 宁波港目前生产泊位及利用情况.....                      | 5  |
| 表 5: 宁波港拥有发达的集疏运网络.....                       | 8  |
| 表 6: 宁波港目前在建泊位及相关信息.....                      | 10 |
| 表 7: 克拉克森预计 2011-2012 年全球集装箱贸易量复合增长率为 9%..... | 12 |
| 表 8: 中国港口集装箱吞吐量增速不断扩大.....                    | 12 |
| 表 9: 公司 2009 年集装箱业务的泊位及生产情况.....              | 15 |
| 表 10: 宁波港公司在建集装箱泊位.....                       | 15 |
| 表 11: 宁波港 2011 年集装箱吞吐量增速的敏感性分析.....           | 16 |
| 表 12: 宁波港集装箱吞吐量和业务收入预测.....                   | 17 |
| 表 13: 宁波港 2011 年集装箱业务收入增速的敏感性分析.....          | 17 |
| 表 14: 我国主要铁矿石接卸港口水深情况.....                    | 18 |
| 表 15: 公司 2009 年铁矿石业务的泊位及生产情况.....             | 18 |
| 表 16: 中国铁矿石进口量测算.....                         | 20 |
| 表 17: 中国 2011 年铁矿石进口量敏感性测试.....               | 20 |
| 表 18: 宁波港 2011 年铁矿石业务收入增速的敏感性分析.....          | 20 |
| 表 19: 公司 2009 年原油业务的泊位及生产情况.....              | 22 |
| 表 20: 宁波港 2011 年原油业务收入增速的敏感性分析.....           | 23 |
| 表 21: 公司 2009 年煤炭业务的泊位及生产情况.....              | 24 |
| 表 22: 浙江省电煤装机容量规划.....                        | 24 |
| 表 23: 公司 2011-2012 年主营业务预测.....               | 25 |
| 表 24: 市场主要港口上市公司估值情况.....                     | 26 |

## 一、公司概况

### （一）股权分析：宁波市国资委是公司的实际控制人

宁波港股份有限公司于2008年3月27日发起设立，控股股东一直都是宁波港集团。宁波港集团为宁波市国资委全资控股，前身为宁波港务管理局，成立于1979年。

表 1：宁波港股份有限公司前十大股东

| 股东名称        | 持股数量（股）        | 比例（%）  |
|-------------|----------------|--------|
| 宁波港集团       | 9,529,725,158  | 74.45  |
| 招商局码头（宁波）   | 583,200,000    | 4.55   |
| 中信港投        | 190,594,503    | 1.49   |
| 宁波宁兴        | 105,885,835    | 0.83   |
| 宁波交投        | 05,885,835     | . 3    |
| 宁波开投        | 31,765,7 1     | 0.25   |
| 宁波城投        | 31,765,751     | 0.25   |
| 舟山港务        | 21,177,167     | 0.16   |
| 社会公众股       | 2,000,000,000  | 15.63  |
| 全国社会保障基金理事会 | 200,000,000    | 1.56   |
| 合计          | 12,800,0 0,000 | 100.00 |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 2：公司的港口装卸业务及权益比例（仅列控股公司）

|        | 公司名称                  | 权益比例 |
|--------|-----------------------|------|
| 集装箱业务  | 宁波港集团北仑第三集装箱有限公司      | 0 %  |
|        | 宁波铃隆货柜有限公司            | 51%  |
|        | 宁 梅山岛国际集装箱码头有限公司      | 90%  |
|        | 舟山甬舟集装箱码头有限公司         | 65%  |
|        | 宁波港股份有限公司北仑第二集装箱码头分公司 | 100% |
| 铁矿石业务  | 宁波港股份有限公司北仑矿石码头分公司    | 100% |
| 原油业务   | 宁波实华原油码头有限公司          | 50%  |
| 其他货物业务 | 嘉兴市乍浦开发集团有限公司         | 100% |
|        | 万方（太仓）开发建设有限公司        | 100% |
|        | 南京明州码头有限公司            | 70%  |
|        | 浙江五洲乍浦港口有限公司          | 24%  |
|        | 嘉兴市富春港务有限公司           | 100% |
|        | 宁波港股份 公司镇海港埠分公司       | 100% |
|        | 宁波港股份 限公司北仑第二港埠分公司    | 100% |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

### （二）集装箱吞吐量和货物吞吐量名列沿海港口前茅

宁波港位于经济发达的长江三角洲，地处我国南北沿海航线和长江黄金水道的交汇点。公司主要在宁波－舟山港开展经营活动，在嘉兴港、苏州港太仓港区、南京港、温州港和台州港拥有经营性泊位，形成了以宁波-舟山港口为基础、与其他相关港口有机衔接的港口码头网络体系。

据交通部统计，宁波——舟山港2010年的港口货物吞吐量完成6.29亿吨，集装箱吞吐量完成1314万TEU，分列沿海港口第一名和第三名。

表 3：2010 年沿海港口集装箱和货物吞吐量前十名

| 排名 | 货物     |           | 集装箱    |            |
|----|--------|-----------|--------|------------|
|    | 港口名    | 货物吞吐量(万吨) | 港口名    | 吞吐量(千 TEU) |
| 1  | 宁波-舟山港 | 62915     | 上海港    | 29069      |
| 2  | 上海港    | 56320     | 深圳港    | 22510      |
| 3  | 天津港    | 41300     | 宁波-舟山港 | 13144      |
| 4  | 广州港    | 40959     | 广州港    | 12520      |
| 5  | 青岛港    | 35012     | 青岛港    | 12010      |
| 6  | 大连港    | 31399     | 天津港    | 10080      |
| 7  | 秦皇岛港   | 26297     | 厦门港    | 5824       |
| 8  | 唐山港    | 25062     | 大连港    | 5262       |
| 9  | 日照港    | 22597     | 连云港港   | 3871       |
| 10 | 营口港    | 22579     | 营口港    | 3338       |

数据来源：中国港口网，广发证券发展研究中心

截至2009年底，宁波-舟山港拥有生产性泊位628个，占全国港口生产性泊位总数的13.9%。其中，万吨级以上大型泊位108个，占全国沿海港口万吨级泊位总数的8.9%；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。

表 4：宁波港目前生产泊位及利用情况

| 单位：      | 设计吞吐能力 |       |       | 产 利用 |      |      | 2010 年 6 月 |           |
|----------|--------|-------|-------|------|------|------|------------|-----------|
| 万 TEU，万吨 | 007    | 2008  | 2009  | 2007 | 2008 | 2009 | 泊位（个）      | 靠泊等级（船型）  |
| 集装箱      | 5 0    | 510   | 690   | 175% | 203% | 112% | 1          | 1.4 万 TEU |
| 铁矿石      | 4,495  | 4,495 | 7,987 | 147% | 147% | 96%  | 12         | 30 万吨级    |
| 煤炭       | 1,660  | 1,660 | 1,660 | 118% | 123% | 118% | 8          | 5 万吨级     |
| 原油       | 2,000  | 2,000 | 2,000 | 148% | 131% | 141% | 2          | 30 万吨级    |
| 其他       | 1,708  | 1 948 | 2,359 | 1 9  | 173  | 2 1% | 36         | 5 万吨级     |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

集装箱业务：共有21个集装箱泊位，其中最大靠泊能力的集泊位能满足1.4万TEU的超大型集装箱船的靠泊作业。

铁矿石业务：在北仑港区和苏州港太仓港区共有12个铁矿石专用泊位开展矿石装卸业务，其中有一个泊位可供30万载重吨的铁矿石船靠泊。同时，公司还有大约26.4万平方米的铁矿石堆存与这些码头相配套。

原油泊业务：在大榭港区拥有2个原油装卸泊位，其中卸船泊位为25万吨级（兼靠30万吨），是目前全国最大的原油泊位之一，装船泊位为5万吨级。

其他货物业务：有总面积接近45万平方米的煤炭堆场、总存储能力接近62万吨的储罐（用于存储液体化工产品），还有总面积接近64万平方米的通用堆场。

#### ■ 股份公司经营业务情况

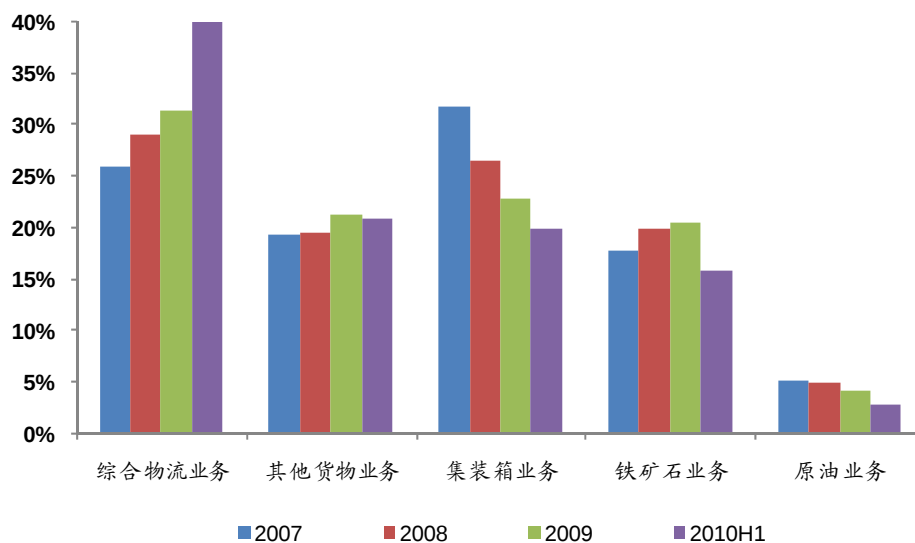
公司目前主要经营港口装卸业务和综合物流及其他业务，前者包括集装箱装卸及相关业务、铁矿石装卸及相关业务、原油装卸及相关业务、其他货物装卸及相关业务等，

以下分别简称为“集装箱业务”、“铁矿石业务”、“原油业务”、“其他货物业务”；后者包括“无水港”、水上运输、陆路运输、拖轮、理货、船舶和货物运输代理以及房地产开发等，以下简称“综合物流业务”。

#### ■ 各业务收入占比分析

从最近4年来看，相对来说，在公司主营业务中：综合物流业务发展迅速，目前占到总收入的41%；集装箱业务占主营收入的比例自2007年以来逐年下降趋势较为明显，2010年上半年仅占收入的20%；铁矿石业务、其他货物业务占主营业务收入的比例相对较为稳定。

图 1：各主营业务收入占比变化（2007-2010 年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- 从盈利能力来看，集装箱和铁矿石业务给公司贡献了较大的毛利润，最近四年集装箱和铁矿石业务平均贡献毛利占比分别为30%和25%。受金融危机影响，全球集装箱贸易量萎缩，宁波港集装箱业务的盈利水平在2008年和2009年均出现一定程度的下降，但随着全球经济的复苏，2010年开始盈利能力将逐渐恢复。
- 中国铁矿石进口量的不断扩大，宁波港的铁矿石业务贡献的毛利在主营业务毛利中的比例稳步提升。

#### ■ 各业务毛利率分析

费率：根据交通部规定，散杂货的装卸费率通常按照政府指导价最高上浮15%执行，下浮不限；内资码头的集装箱装卸费率按照政府指导价上下15%浮动，外资参股的集装箱码头装卸费率根据市场情况自定。

根据定价机制，宁波港各货种的装卸费率基本维持稳定，毛利率基本维持在较为平稳的状态。对于集装箱装卸业务，在金融危机期间，集装箱货种的装卸费率略有下滑，同时受人工成本的影响，毛利率在2009年略有下滑。

综合物流业务正在进行市场拓展阶段，无船承运、陆地运输、船代、货代等业务量的不断扩大，内陆“无水港”的盈利模式公司正在探索。随着业务的扩大，公司综合物流

的毛利率不断得到稀释，在2007年至2010年上半年，综合物流业务的毛利率从46%下降至24%。

图 2：各主营业务毛利润占比变化（2007-2010 年）

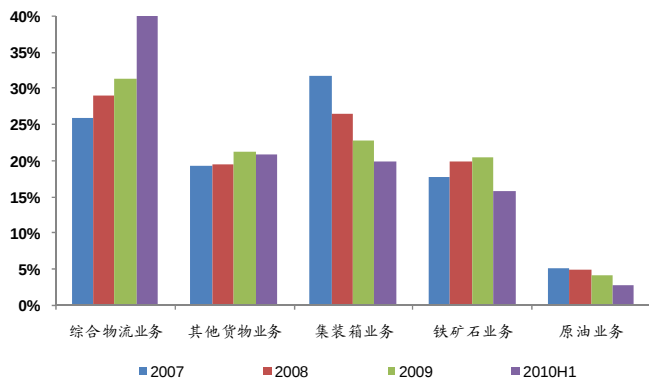
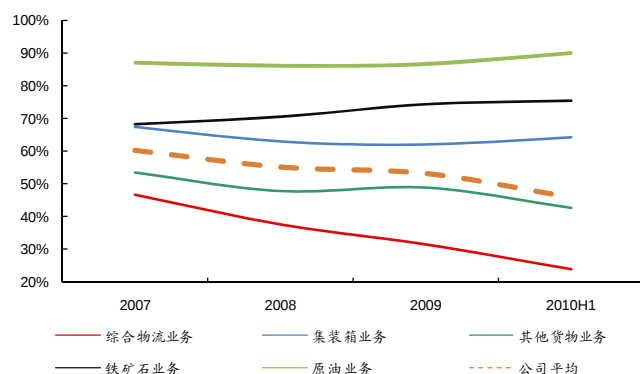


图 3：各主营业务毛利率变化（2007-2010 年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

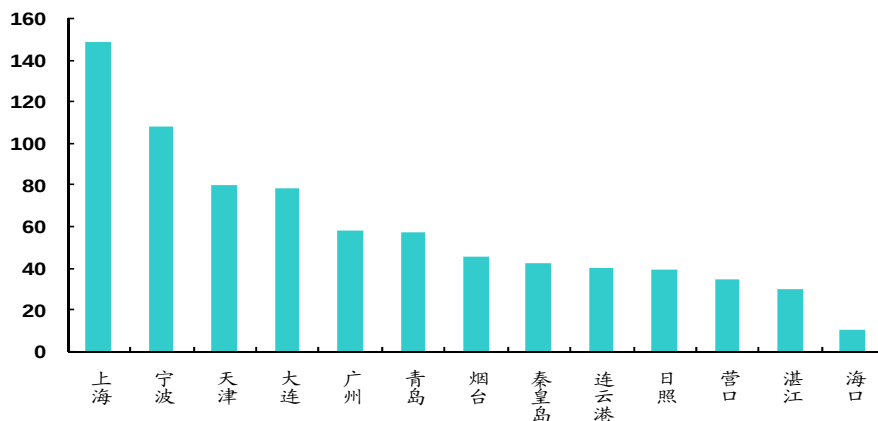
## 二、公司主要竞争优势

### （一）港口条件优异，集疏运体系发达

#### ■ 天然禀赋优异，可停靠最大规格船舶

宁波-舟山港是自然条件十分优越的港口，航道的最小深度为-22.1米，能航行、停泊和装卸目前世界上各种类型的超大型船舶，包括1.8万TEU集装箱船和40万吨级矿砂船（中国目前仅大连港、宁波港可以停靠）。

图 4：沿海主要港口万吨级以上泊位数量



数据来源：广发证券发展研究中心

#### ■ 集疏运体系日益完善，铁路直通港区

宁波拥有水陆空立体交叉、有机衔接的交通运输体系。宁波市即将建成“一环五射”高速公路网。在国家的《中长期铁路网规划》中，宁波已被定位为国家铁路网重要枢纽，

并列入全国18个城市集装箱中心站建设范围。

杭州湾跨海大桥和甬台温铁路建成通车之后，宁波基本确立了长三角南翼综合交通枢纽地位。

宁波目前已经建成杭州湾跨海大桥及南连接线、甬金高速、舟山跨海大桥宁波连接线、绕城高速西段等项目，打通宁波北向、西南向和东向高速公路通道。

表 5：宁波港拥有发达的集疏运网络

| 方向 | 交通类型           | 通往       |
|----|----------------|----------|
| 北  | 杭州湾跨海大桥        | 上海、江苏    |
| 西  | 杭甬高速、萧甬铁路、杭 运河 | 杭州、绍兴 萧山 |
| 西南 | 甬金高速、甬金铁路（规划）  | 义乌、绍兴、金华 |
| 南  | 甬台温铁路          | 台州、温州    |
| 东南 | 象山高速公路（规划）     | 象山、台州    |
| 东  | 甬舟高速、舟山跨海大桥    | 舟山       |

数据来源：广发证券发展研究中心整理

图 5：宁波港附近的集疏运体系



数据来源：广发证券发展研究中心

宁波港是少数拥有铁路直通港区的港口，其通过“萧甬”和“甬台温”铁路与全国铁路网相连接。

正在规划中的“甬金铁路”将直接连接浙中的金华和义乌，更加方便金华和义乌的外贸货物进入港区。通过甬金铁路，江西、湖南地区的货源通过宁波港出海也更加方便。

发达的港区铁路网使宁波港能积极发展“海铁联运”，充分发挥宁波港口铁路运输在周边港口中的比较优势，提升市场占有率。

## （二）腹地外向型经济发达，货源充足

### ■ 腹地的经济状况是港口吞吐量的基础

以1995-2009年的数据测算，全国范围内，GDP、进出口贸易总额和水运货物运输量相互之间的相关系数都在0.98以上。而以2001-2010年的GDP和规模以上全国港口货物吞吐量来看，二者的相关系数更是高达0.995。

宁波港的直接经济腹地为浙江，公司集装箱吞吐量中有80%的货源来自于浙江，尤其是宁波、台州和温州三市所辖的经济带和舟山、绍兴、金华、丽水和杭州，其中浙江北部的嘉兴、湖州等地由于地理原因是宁波港与上海港的交叉腹地。

宁波港的中转腹地为铁路浙赣线所覆盖的鄱阳湖平原经济区和洞庭湖平原经济区，间接的经济腹地为长江沿线的长江经济带。

图 6：公司经营港口及腹地范围



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

作为民营经济和轻工业最发达的地方，浙江省是典型的外向型经济。尤其是在加入WTO之后，浙江省经济的外贸依存度迅速上升到50%以上。

图 7：浙江省外贸依存度变化

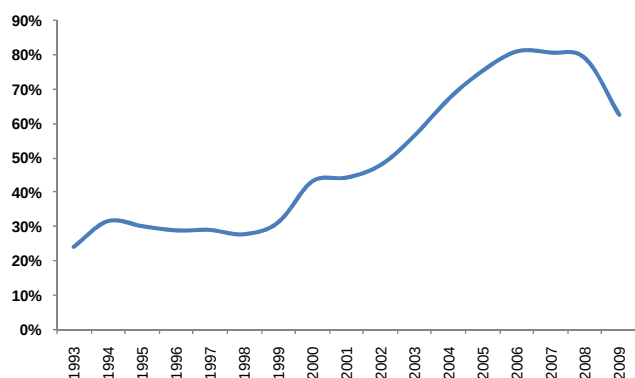
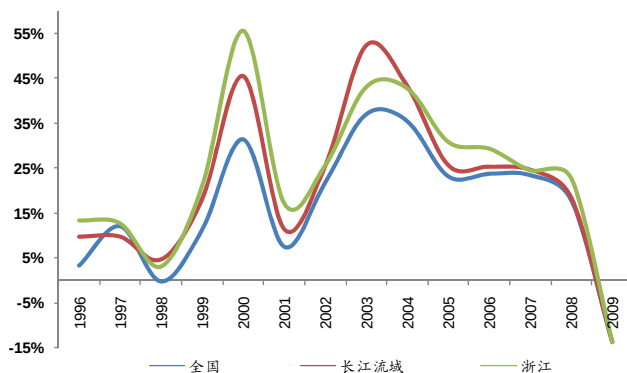


图 8：各地进出口商品总额年同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （三）发达的物流体系，将口岸向内陆延伸

#### ■ 布局物流网络，扩大腹地辐射力度

公司通过嘉兴市乍浦开发集团有限公司，控股浙江五洲乍浦港口有限公司，并直接控股嘉兴市富春港务有限公司、嘉兴市东方物流有限公司。嘉兴的货大多通过宁波港的

物流网络走宁波港出海。

其次，公司通过参股温州金鑫码头、浙江台州港务有限公司、浙江龙门港务有限公司，扩大公司在温、台的物流力量。

#### ■ 物流硬实力较强，水陆交通工具齐备

- **水上运输：**主要经营宁波—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。
- **陆路运输：**公司拥有240 辆集装箱运输卡车，为拓展腹地提供运输保障，也为下属各集装箱码头提供公共运输服务。
- **船代、货代：**公司自主经营开发船代和货代平台，具备较高的综合港口软实力。

### （四）产能进一步扩大，装卸业务能力进一步提高

#### ■ 集装箱泊位

北仑港区五期集装箱码头工程：建设1个10万吨级、1个7万吨级、2个5万吨级和1个2万吨级集装箱泊位及相应配套设施，设计年通过能力250万标箱。

梅山保税港区1#~5#集装箱码头工程：新建10万吨级集装箱泊位2个和7万吨级集装箱泊位3个，设计年通过能力300万TEU。

金塘港区大浦口集装箱码头工程：新建5个7—10 万吨级大型集装箱泊位，水深18米，设计吞吐量为250万TEU/年。该工程第一阶段的01#泊位和02#泊位于2010年7月底试投产。

以上工程全部建好，公司的集装箱设计吞吐能力将达到1540万TEU/年。

#### ■ 散杂货泊位

穿山港区中宅煤炭码头工程：新建15万吨级煤炭接卸泊位1个，年接卸能力900万吨；5万吨级煤炭装船泊位1个，年装船能力430万吨。原定于2013 年竣工。

镇海港区通用散货工程：开始于2010年5月，新建5万吨级散货卸船泊位2个、5000吨级散货装船泊位1个。码头年设计吞吐量为555万吨，预计于2011年年底投入试运行。

南京港龙潭港区五期工程：水深-14 米，设计接卸能力590 万吨，新建2个5万吨级通用泊位、2个3000吨级通用泊位。

**表 6：宁波港目前在建泊位及相关信息**

|                    | 种类     | 预算额(亿元) | 权益比例 | 设计吞吐能力  | 预计竣工时间 | 靠泊等级   |
|--------------------|--------|---------|------|---------|--------|--------|
| 北仑港区五期集装箱码头工程      | 集装箱    | 6.12    | 100% | 250万TE  | 2015年  | 10万吨级  |
| 梅山保税港区1#—5#集装箱码头工程 | 集装箱    | 54.54   | 90%  | 300万TEU | 2015年  | 10万吨级  |
| 金塘港区大浦口集装箱码头工程     | 集装箱    | 58.50   | 65%  | 250万TEU | 2015年  | 10万吨级  |
| 穿山港区中宅煤炭码头工程       | 煤炭     | 24.57   | 100% | 1330万吨  | 2013年  | 15万吨级  |
| 镇海港区通用散货工程         | 散货     | 7.24    | 100% | 555万吨   | 2011年底 | 6.5万吨级 |
| 南京港龙潭港区五期工程        | 散货、件杂货 | 7.93    | 10%  | 590万吨   | -      | 5万吨级   |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

### （五）政策支持——将港口作为经济的增长极

2005年，交通部综合规划司发布了《长江三角洲地区现代化公路水路交通规划纲要》，其中宁波港的定位：多功能综合运输枢纽，承担上海国际航运中心集装箱运输并与舟山共同承担长江三角洲及长江沿线地区能源及外贸大宗物资海进江中转运输。

2007年6月，浙江省提出了“港航强省”的战略目标，明确以宁波—舟山港建设为核心，推进全省港口资源的整合和开发，大力发展海洋运输业。并制订了以宁波—舟山港为核心平台，通过战略投资、资产重组、运营泊位、姊妹港合作和航班航线合作等多种方式，建立全省港口联盟的计划。

2010年12月，宁波市公布的“十二五”规划纲要中，提出要建设现代化国际枢纽港。

2011年1月，浙江省发布了《浙江省国民经济和社会发展第十二个五年(2011—2015年)规划纲要》，提到要推动宁波—舟山港口一体化发展，建设先进制造业、现代物流和能源原材料基地，打造现代化国际港口城市。构筑大宗商品交易平台。一体化港口的目标是“集散并重”的综合性国际枢纽港。

2011年3月，国务院日前正式批复《浙江海洋经济发展示范区规划》，浙江海洋经济发展示范区建设上升为国家战略。根据《规划》，浙江将打造“一核两翼三圈九区多岛”为空间布局的海洋经济大平台，宁波—舟山港海域、海岛及其依托城市是核心区，在此基础上形成九个沿海产业集聚区。同时，浙江省将构建大宗商品交易平台、海陆联动集疏运网络、金融和信息支撑系统“三位一体”的港航物流服务体系。

## 三、集装箱业务：受益外需复苏

### （一）需求——经济复苏带来的贸易量修复

#### ■ 世界集装箱需求正在逐步复苏

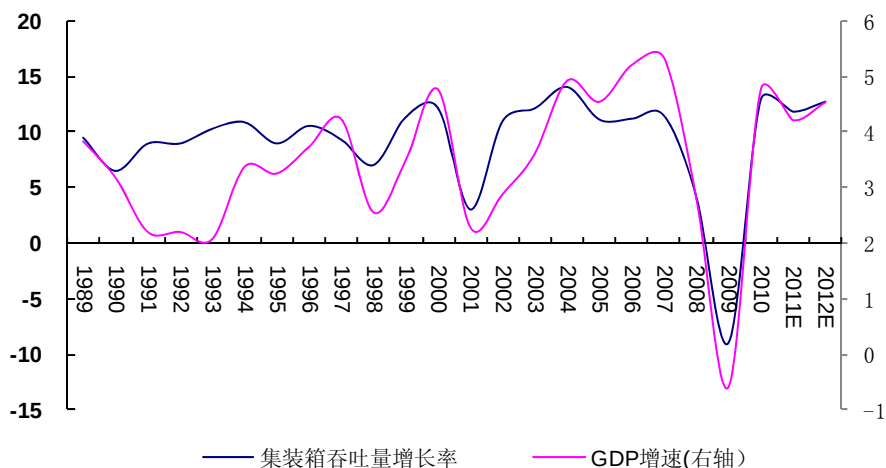
全球集装箱货运需求直接取决于全球贸易量，间接取决于全球GDP的增长率。我们根据1989年-2009年20年的数据，统计得出：集装箱货运量增长率与GDP增长率之间的相关系数为0.804。

同样，我们还测算了集装箱货运量增长率与GDP之间的弹性，1989-2009年20年间的弹性均值为2.8。

按照IMF对世界经济2011-2012年分别增长4.22%、4.54%的判断，我们采用历史平均弹性估算集装箱吞吐量的增速相应的维持11.8%、12.7%（采用回归分析法测算出2011-2012年集装箱吞吐量的增速相应位11.27%和11.53%）。

根据克拉克森的预测，2011-2012年全球集装箱贸易量的增速约为9%，如果美欧经济复苏超预期，那么今年的集装箱贸易量增速将同样超预期。

图 9：集装箱吞吐量与世界 GDP 增速



数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：克拉克森预计 2011-2012 年全球集装箱贸易量复合增长率为 9%

|                         | 2008 | 2009   | 2010   | 2011  | 2012  |
|-------------------------|------|--------|--------|-------|-------|
| Transpacific            | 20.5 | 18.4   | 20.3   | 22.1  | 23.8  |
| FarEast-Europe          | 16.8 | 15.2   | 17.1   | 18.6  | 18.6  |
| Transatlantic           | 6.3  | 5      | 5.5    | 6     | 6.2   |
| Non-mainlane East-West' | 14.3 | 14.4   | 16     | 17.6  | 18.9  |
| North-South             | 22.4 | 21.1   | 24     | 26.6  | 28.3  |
| Other"                  | 56.3 | 50.4   | 56.5   | 62.1  | 69.3  |
| TOTAL                   | 137  | 124    | 140    | 153   | 167   |
| 增长率                     |      | -9.49% | 12.90% | 9.29% | 9.15% |

资料来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

#### ■ 中国的适箱产品短期内增速不大可能下滑

人力成本的提高、人民币升值等因素可能会使中国生产的适箱商品在国际上的竞争力下降，但短期内我们认为还尚未有能够代替中国“世界工厂”地位的地区或国家。随着全球经济的复苏，中国的服装、电子产品、家具等适箱商品的产量和出口量增速仍继续放大。

根据德鲁里咨询的统计，2000-2010年全球集装箱港口的吞吐量复合增长率为7.85%，其中中国港口的集装箱吞吐量复合增长率达22.22%。2010年中国的集装箱吞吐量达1.45亿TEU，增速达18.8%。

表 8：中国港口集装箱吞吐量增速不断扩大

| 单位：百万 TEU | 2000 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | CARG |
|-----------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
|-----------|------|------|------|------|------|------|-------|------|

|          |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球集装箱吞吐量 | 236.6  | 399.1  | 442.4  | 497.7  | 524.5  | 466.9  | 513.3  | 7.85%  |
| 中国       | 19.9   | 75.8   | 93.6   | 114.7  | 128    | 121.1  | 138.1  | 22.22% |
| 市场份额     | 8.40%  | 19.00% | 21.20% | 23.00% | 24.40% | 25.90% | 26.90% |        |
| 美国       | 27.9   | 40.3   | 42.6   | 43.2   | 41     | 35.2   | 37.8   | 2.62%  |
| 市场份额     | 11.80% | 10.10% | 9.60%  | 8.70%  | 7.80%  | 7.50%  | 7.40%  |        |
| 日本       | 13.8   | 17     | 16.9   | 18.1   | 18.4   | 17.6   | 18.3   | 2.74%  |
| 市场份额     | 5.80%  | 4.30%  | 3.80%  | 3.60%  | 3.50%  | 3.80%  | 3.60%  |        |
| 西欧       | 51.7   | 75.7   | 81.1   | 91     | 91.7   | 78.7   | 82.1   | 4.78%  |
| 市场份额     | 21.90% | 19.00% | 18.30% | 18.30% | 17.50% | 16.90% | 16.00% |        |
| 东盟国家     | 34.5   | 54.6   | 59.2   | 66.9   | 70.7   | 66.2   | 73.9   | 7.51%  |
| 市场份额     | 14.60% | 13.70% | 13.40% | 13.40% | 13.50% | 14.20% | 14.40% |        |

数据来源：Drewery，广发证券发展研究中心

### ■ 海铁联运+“无水港”=集装箱货源向内陆延伸

海铁联运是集装箱长途运输的重要方式，可以大大降低集装箱运输的成本。以运输20英尺重箱为例，运距每增加1千米，公路运输运价增加3.50元/TEU，海铁联运运价增加2.03元/TEU，江海联运运价增加0.76元/TEU。

2010年，宁波港海铁联运完成2.8万标准箱，为2009年的16倍；虽然海铁联运贡献的箱量还很少，但根据国外的经验，未来我国集装箱海铁联运会得到比较大的发展。国外的一些主要港口，海铁联运的比例为20%左右。例如，鹿特丹、汉堡、安特卫普、长滩等，其集装箱运输结构比例公路：铁路：水运为60:20:20。

海铁联运的方式会无形中延伸宁波港的腹地范围。

“无水港”是指公司在内陆接收企业的货物，该货物视同已经出港。公司负责该批货物的运输、装船等一系列后续操作。无水港的建设也是公司扩大腹地，揽货的一种手段，同时也可以扩大物流收入。

上海港“长江战略”的实施挤压了宁波港在武汉、重庆等长江沿线城市发展海铁联运的空间，我们认为未来宁波港海铁联运和经济腹地的开拓主要还是在江西和湖南两省。从2007年开始，两省的经济增速和进出口增速开始超过全国，也超过了长三角地区。

图 10：各地区 GDP 年同比增速

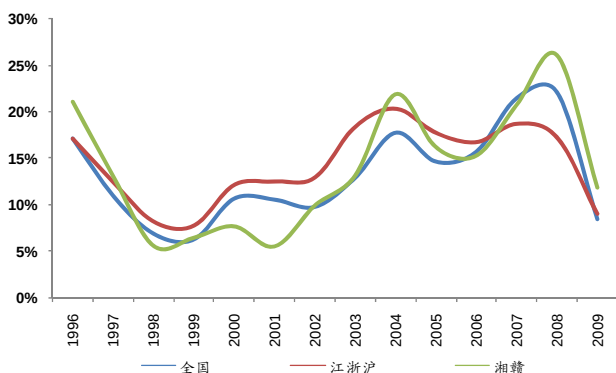
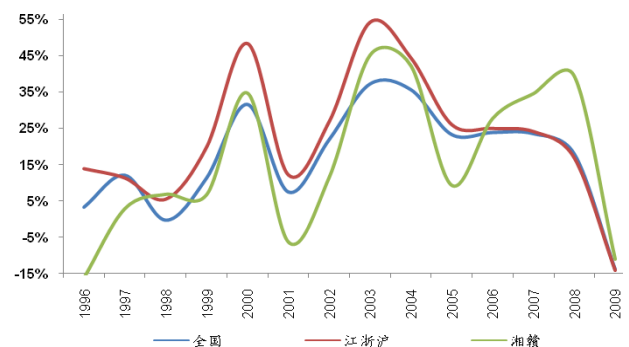


图 11：各地区进出口商品总额年同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### ■ 上海港对公司的竞争威胁？

同处于我国T字型经济带核心区的战略区位、同为长江三角洲的两个超级大港，上

海港和宁波港之间存在竞争是必然的。由于同处长江三角洲区域内，双方腹地存在一定的交叉，宁波港与上海港两港口在港口规划、港口建设、港口腹地货源和中转货源等方面存在一定程度的“同质性”。

图 12：宁波港与上海港区位图



数据来源：图片百科

不过在政府的指导下，上海港与宁波港还是有很大的合作可能性。宁波与上海两地港口经济互有优势和差距，在港口资源上存在互补，并且要接受国家宏观政策的共同调控，因而两地港口经济应存在合作关系，如上海在港口航运服务与物流服务上具有优势，而宁波在航运和临港产业上具有优势。杭州湾跨海大桥带给两地港口经济的是更大的互动合作，有利于改善两地的集疏运条件，促进两地港口经济的优势互补。

国家发改委和交通部编制的《长江三角洲地区港口建设规划》中明确指出：“建设以上海、宁波两港为主，干线港、支线港、喂给港层次清楚、分工合理的集装箱运输体系”。

2009 年4 月，国务院公布了《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，明确提出到2020年基本形成以上海为中心、以江浙为两翼，以长江流域为腹地，与国内其他港口合理分工、紧密协作的国际航运枢纽港。

2010年3月，宁波港与上海港正式签约挂牌成立合资公司，共同进行码头建设与投资。我们判断，在两地政府的支持下，上海港和宁波港会延续目前的竞争均衡态势，一起享受高速发展的长江流域经济腹地。

## （二）产能——泊位建设不紧不慢，根据货量需求逐步投产

公司未来短期内没有新的集装箱泊位投入运营。大榭招商国际集装箱码头的01#泊位、02#泊位分别于2010年1月、2009 年1月开始运营；穿山码头的02#泊位，远东码头的08#、09#泊位于2009 年7 月开始运营；舟山甬舟集装箱码头的01#泊位、02#泊

位于2010年7月开始运营。这些泊位的设计吞吐量为340万TEU/年。

目前，宁波港的设计吞吐能力为850万TEU/年。预计到2015年，公司的设计吞吐能力将达到1540万TEU/年。

公司目前在建的集装箱工程共有三个，根据我们的调研情况，公司计划根据吞吐量的需求逐步投产集装箱泊位。

表 9：公司 2009 年集装箱业务的泊位及生产情况

| 单位名称                  | 权益比例 | 泊位编号      | 前沿水深（米） | 设计通过能力（万 TEU） | 09 年实际吞吐量（万 TEU） | 产能利用率 |
|-----------------------|------|-----------|---------|---------------|------------------|-------|
| 宁波港股份有限公司北仑第二集装箱码头分公司 | 分公司  | 01# - 04# | 15      | 100           | 322              | 322%  |
| 宁波北仑国际集装箱码头有限公司       | 51%  | 03# - 05# | 13.5    | 90            | 185              | 206%  |
| 宁波大榭招商国际码头有限公司        | 35%  | 01# 4#    | 17.5    | 240           | 119              | %     |
| 宁波穿山码头经营有限公司          | 50%  | 02# - 03# | 15      | 80            | 85               | 106%  |
| 宁波港吉码头经营有限公司          | 50%  | 04#       | 17      | 40            | 66               | 165%  |
| 宁波意宁码头经营有限公司          | 50%  | 05#       | 17      | 40            | 59               | 48%   |
| 宁波甬利码头经营有限公司          | 50%  | 06#       | 15      | 40            | 31               | 78%   |
| 宁波远东码头经营有限公司          | 50%  | 07# -09#  | 15      | 120           | 112              | 93%   |
| 舟山甬舟集装箱码头有限公司         | 65%  | 01# - 2#  | 18      | 100           | 0                | 0%    |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 10：宁波港公司在建集装箱泊位

|                    | 种类  | 权益比例 | 设计吞吐能力  | 预计竣工时间 | 靠泊等级  |
|--------------------|-----|------|---------|--------|-------|
| 北仑港区五期集装箱码头工程      | 集装箱 | 100% | 250万TEU | 2015年  | 10万吨级 |
| 梅山保税港区1#—5#集装箱码头工程 | 集装箱 | 90%  | 300万TEU | 2015年  | 10万吨级 |
| 金塘港区大浦口集装箱码头工程     | 集装箱 | 65%  | 250万TEU | 2015年  | 10万吨级 |

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图 13：宁波港公司主要集装箱码头吞吐量（2007-2009 年）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

### (三) 装卸费率——稳中有增

根据交通部规定，内资集装箱港口的装卸费率上下浮动不得超过政府指导价格的15%；外资参股集装箱港口的装卸费率按照市场情况自行定价。

交通部的2002年给的指导价是外贸集装箱425.5元/TEU；内贸集装箱是250元/TEU。根据公司IPO时的介绍，宁波港的2010年的外贸集装箱装卸基本费率低于交通部制定的标准。

根据公司公告，自2011年1月1日起，宁波港的外贸集装箱装卸费率提升8%；考虑到内贸集装箱的影响以及公司给予大货主的折扣优惠，我们认为宁波港的集装箱吞吐费率整体上调约6%-7%。

#### ■ 还有没有可能再提高费率？

上港集团在费率上提之前，外高桥港区的外贸集装箱装卸包干费率为565元/TEU，洋山港区位515元/TEU，2011年1月1日起上提后分别为582元/TEU和541元/TEU（上调幅度分别为3%和5%）。

宁波港外贸集装箱吞吐费率上调后，与上海港相比仍然处于较低的位置，与华南的盐田国际码头和香港、新加坡相比更低。我们认为随着经济环境的好转和港口吞吐量的大幅增加，船公司普遍盈利，港口费率调整已是大势所趋，港口逐渐进入提价周期。

我们根据2000-2010年全国集装箱货运量和中国GDP之间的变化关系，测算出二者的弹性为2.11。而2007-2010年，中国集装箱吞吐量和宁波港集装箱吞吐量的年复合增长率分别为10.2%和19.2%。

受益腹地经济的增长和全球经济的复苏，考虑公司过去和来的投资计划，我们假设宁波港未来两年集装箱吞吐量增速还可以达到全国增速的1.1倍，即自定义倍数为1.1。

根据IMF对中国经济增长的预测，我们预计宁波港2011年和2012年集装箱吞吐量的增长率分别为22.4%和22.1%。从另一方面看，如果后面两年没有新的泊位投产，则2011年和2012年的整体产能利用率将达到187%和229%。如果按照2015年的设计吞吐能力，2011年和2012年的整体产能利用率将达到103%和126%。

表 11：宁波港 2011 年集装箱吞吐量增速的敏感性分析

|           |     | 中国 GDP 预计增长率 |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 自定义<br>倍数 | 0.9 | 7.6%         | 8.1%  | 8.6%  | 9.1%  | 9.6%  | 10.1% | 10.6% | 11.1% |
|           | 1   | 14.5%        | 15.4% | 16.4% | 17.3% | 18.3% | 19.3% | 20.2% | 21.2% |
|           | 1.1 | 16.1%        | 17.2% | 18.2% | 19.3% | 20.3% | 21.4% | 22.5% | 23.5% |
|           | 1.2 | 17.7%        | 18.9% | 20.0% | 21.2% | 22.4% | 23.5% | 24.7% | 25.9% |
|           | 1.3 | 19.3%        | 20.6% | 21.9% | 23.1% | 24.4% | 25.7% | 26.9% | 28.2% |
|           | 1.4 | 20.9%        | 22.3% | 23.7% | 25.1% | 26.4% | 27.8% | 29.2% | 30.6% |
|           | 1.4 | 22.5%        | 24.0% | 25.5% | 27.0% | 28.5% | 29.9% | 31.4% | 32.9% |

数据来源：广发证券发展研究中心

2010年12月1日，公司发布公告称，将自2011年1月1日零时起调整外贸集装箱装卸包干费率，调整幅度为以2010年基准费率为基础上调8%大，但由于折扣、箱量结构等，外贸觉得2010年，整体集装箱费率上调约7%。

目前中国沿海港口的费率严重低于国际水平。虽然在未来的2年内，公司还是有可能继续上调外贸集装箱、内贸集装箱和内支线中转箱等的装卸费率。不过，保守起见，我们假设未来2年内，宁波港口的集装箱装卸费率不会出现新的上调。

按照以上的逻辑，我们预测2010-2012年集装箱业务的收入增长率分别为10.7%、30.9%、22.1%。

表 12：宁波港集装箱吞吐量和业务收入预测

|           | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 吞吐量(万TEU) | 923     | 1,074   | 1,037   | 1300    | 1591    | 1943    |
| 吞吐量增速     |         | 16.36%  | -3.45%  | 25.38%  | 22.37%  | 22.13%  |
| 收入(百万元)   | 1308.49 | 1183.08 | 1083.59 | 1199.87 | 1571.02 | 1918.75 |
| 收入增速      |         | -9.58%  | -8.41%  | 10.73%  | 29.71%  | 22.13%  |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

实际上，外贸复苏可能导致外贸箱量占比的提高，而外贸集装箱的港口收费会高一些，从而使得2011年集装箱收入增速超出我们的预期。

表 13：宁波港 2011 年集装箱业务收入增速的敏感性分析

|   |       | 费率增速  |       |       |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   |       | 2.0%  | 4.0%  | 6.0%  | 7.0%  | 8.0%  | 10.0% | 12.0% | 14.0% |
| 吞 | 7.4%  | 9.5%  | 11.7% | 13.8% | 14.9% | 16.0% | 18.1% | 20.3% | 22.4% |
| 吐 | 12.4% | 14.6% | 16.9% | 19.1% | 20.2% | 21.4% | 23.6% | 25.9% | 28.1% |
| 量 | 17.4% | 19.7% | 22.1% | 24.4% | 25.6% | 26.8% | 29.1% | 31.5% | 33.8% |
| 增 | 22.4% | 24.8% | 27.3% | 29.7% | 30.9% | 32.2% | 34.6% | 37.1% | 39.5% |
| 速 | 27.4% | 29.9% | 32.5% | 35.0% | 36.3% | 37.6% | 40.1% | 42.7% | 45.2% |
|   | 32.4% | 35.0% | 37.7% | 40.3% | 41.6% | 43.0% | 45.6% | 48.3% | 50.9% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 四、铁矿石业务——水深优势，空间较大

## （一）地理优势+参股收购=产能扩张

### ■ 长江三角洲具有明显水深优势的铁矿石进口港

宁波港—舟山港是我国重要的铁矿石进口港和中转港。宁波港在北仑港区分别拥有1个30万吨和1个15万吨的矿石泊位，在参股合营的太仓武港拥有1个20万吨和1个15万吨的矿石泊位。此外宝钢还在舟山港区有2个20万吨的货主泊位。

公司把天然的水深优势转化为铁矿石进口业务上的优势，2008年宁波-舟山港铁矿石进口量全国第一，比第二名的青岛多41%。

出于物流便利考虑，长江流域很多钢厂都设立在长江沿岸，远洋运输铁矿石的散货船往往由于庞大而不能进入长江，在沿海深水港进行减载、换装到小船或者火车上进行二次运输。长江三角洲铁矿石港口主要有宁波-舟山、上海、苏州、南通、镇江，其中，宁波-舟山港在水深方面远远超过其他港口，随着大型铁矿砂船舶的增多，拥有众多深水泊位的宁波-舟山港区区位优势将更加明显。

表 14：我国主要铁矿石接卸港口水深情况

| 港口    | 矿石泊位最大水深（米） |
|-------|-------------|
| 宁波-舟山 | 20.5        |
| 青岛    | 21.0        |
| 日照    | 20.5        |
| 天津    | 22.8        |
| 上海    | 11.0        |
| 唐山    | 13.4        |
| 苏州    | 15.8        |
| 南通    | 11.0        |
| 镇江    | 11.0        |
| 营口    | 12.5        |

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

### ■ “太仓武港”码头是铁矿石业务的主要增长点

在未来没有新建铁矿石泊位的情况下，宁波港的增长点主要在公司参股55%的太仓武港码头。太仓武港码头的总设计吞吐能力为3492万吨，2009年铁矿石吞吐量为830万吨，矿石泊位的利用率只有23.7%，如果将其泊位利用率提高到100%，铁矿石吞吐量将增加2660万吨。

太仓武港码头是宁波港在省外投资建设的第一个大型专业化矿石中转码头，是长江内最大的铁矿石中转码头，与北仑、舟山等外海矿石码头一起，为长江中上游及京杭大运河沿线的钢铁企业提供矿石中转服务。

表 15：公司 2009 年铁矿石业务的泊位及生产情况

| 单位名称 | 受益类 | 泊位编号 | 靠泊等级 | 设计通过能 | 09 年实际吞吐量 | 产能利 |
|------|-----|------|------|-------|-----------|-----|
|------|-----|------|------|-------|-----------|-----|

|                    | 型   | (万吨)      | 力(万吨) | (万吨)  | 用率    |      |
|--------------------|-----|-----------|-------|-------|-------|------|
| 宁波港股份有限公司北仑矿石码头分公司 | 分公司 | 01#       | 15    | 1,000 | 2,011 | 201% |
|                    |     | 02#       | 30    | 1,200 | 2,082 | 174% |
|                    |     | 03# - 04# | 5     | 1400  | 1329  | 95%  |
|                    |     | 05#       | 3     | 700   | 595   | 85%  |
| 宁波众成矿石码头有限公司       | 25% | 06#       | 5     | 195   | 829   | 425% |
|                    |     | 01#       | 20    | 990   | 191   | 6%   |
| 太仓武港码头有限公司         | 55% | 02#       | 15    | 990   | 268   | 3%   |
|                    |     | 03# - 06# | 0.5   | 1512  | 371   | 25%  |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

太仓武港的股东分别为宁波港集团、香港武港贸易有限公司、中国对外贸易运输集团三家大型国有集团共同出资组建的中外合资企业，占比分别55:25:20。其中，香港武港贸易有限公司是武汉钢铁集团的全资子公司，负责武钢集团的铁矿石供应。

太仓武港码头于2009年1月进入试投产，2009年6月正式投入运营，先后与武钢、沙钢、南钢、南昌钢厂、江苏华贸等钢铁企业和贸易公司建立紧密的合作关系。2009年，太仓武港码头的铁矿石吞吐量约为69.2万吨/月。

2010年前11个月，太仓码头累计接卸铁矿石已超1000万吨大关，完成吞吐量2000万吨，月均吞吐量为181.8万吨，同比增长1.63倍。2011年1月份，武港码头进口铁矿石145万吨，创该码头单月进口量新高。

## (二) 需求——依赖于钢铁产量

### ■ 钢铁产业的快速发展是推动铁矿石进口的主要动力

钢铁工业是工业基础性行业，中国是钢铁的生产、消费和出口大国。2010年全国产粗钢6.27亿吨，占全球粗钢产量的44%。

2001-2010年，全国铁矿石进口量和全国粗钢产量相关系数分别为0.9759，铁矿石进口量和中国粗钢产量之间的弹性系数为1.35。

图 14：中国粗钢年产量及同比增速（2001-2010 年）

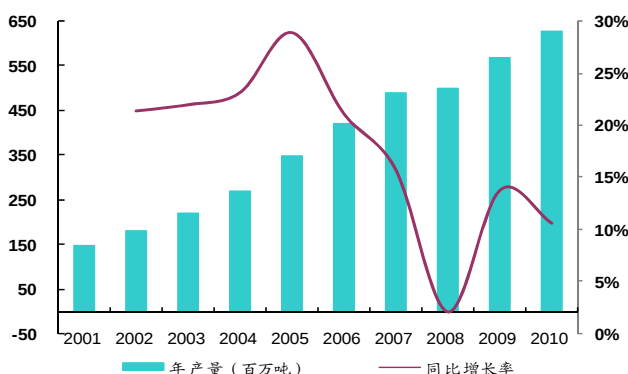
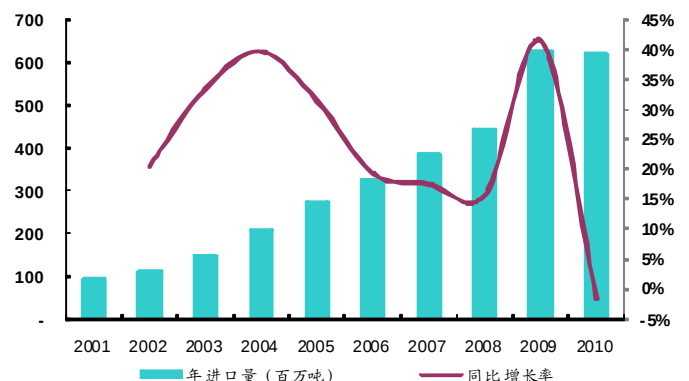


图 15：中国铁矿石年进口量及同比增速（2001-2010 年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2001-2010年间，我国粗钢产量的年复合增长率为17.4%，铁矿石进口量复合增长率27.34%。由于国产矿的品味较低且产量不足，10年间我们对进口铁矿石的依赖度不断提高，至2010年已经达到63%。我们假设2011年铁矿石进口依赖度为60%

表 16：中国铁矿石进口量测算

| 单位：万吨           | 2007     | 2008     | 2009     | 2010      | 2011E     |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 年初港口库存(A)       | 4,065.0  | 5,080.0  | 6,015.0  | 6,617.0   | 7,392.0   |
| 本年进口(B=G*F)     | 38,309.0 | 44,356.0 | 62,778.0 | 61,863.0  | 64,200.0  |
| 本年进口矿石消耗量(c)    | 37,695.0 | 43,342.0 | 62,186.0 | 61,159.0  | 64,592.0  |
| 年末港口库存(D=A+B-C) | 4,679.0  | 6,094.0  | 6,607.0  | 7,321.0   | 7,000.0   |
| 本年粗钢产量(E)       | 48,924.0 | 50,048.0 | 56,784.0 | 62,665.0  | 67,051.6  |
| 铁矿石消耗量(F=E*1.6) | 78,278.4 | 80,076.8 | 90,854.4 | 100,264.0 | 107,282.4 |
| 进口铁矿石依赖度(G)     | 48.16%   | 54.13%   | 68.45%   | 61.00%    | 60.21%    |

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 17：中国 2011 年铁矿石进口量敏感性测试

| 铁矿石进口量(增速) |     | 钢铁产量增速        |               |               |               |
|------------|-----|---------------|---------------|---------------|---------------|
|            |     | 7%            | 8%            | 9%            | 10%           |
| 铁矿石进口依赖度   | 50% | 5.35 (-13.5%) | 5.40 (-12.7%) | 5.45 (-11.9%) | 5.50 (-11.1%) |
|            | 55% | 5.89 (-4.9%)  | 5.94 (-4.0%)  | 6.00 (-3.1%)  | 6.05 (-2.2%)  |
|            | 60% | 6.42 (3.8%)   | 6.48 (4.7%)   | 6.54 (5.7%)   | 6.60 (6.7%)   |
|            | 65% | 6.96 (13.5%)  | 7.02 (13.5%)  | 7.09 (14.5%)  | 7.15 (15.6%)  |

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

### (三) 铁矿石业务预测与敏感性分析

根据广发证券钢铁行业研究组的预测，未来两年中国粗钢产量的增长率为8%，进口铁矿石的依存度为60%，按照吨钢用铁矿石1.6吨来计算，2011和2012年我国的铁矿石进口量约为6.48亿吨和6.96亿吨。

2010年1-6月份，宁波港铁矿石吞吐量4630万吨，同比增长17%。如果2010年下半年可以保持和上半年同样的增速，则2010年宁波港铁矿石吞吐量可以达到9588万吨。

2007年到2010年上半年，宁波港的铁矿石吞吐量与中国铁矿石进口量的比例为变化不大，平均值为15.8%。按照这个比例，我们预期2010-2012年宁波港铁矿石吞吐量为9588万吨、10147万吨和10959万吨，对应的同比增速分别为17%、5.8%和8%。

此外，保守起见，我们假设后面几年铁矿石业务的收费基本不变。则2010-2012年铁矿石业务收入的增速也为-0.61%、4.93%和8%。

表 18：宁波港 2011 年铁矿石业务收入增速的敏感性分析

|      |       | 铁矿石吞吐量增速 |       |       |       |       |
|------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
|      |       | -0.2%    | 2.8%  | 5.8%  | 8.8%  | 11.8% |
| 费率变化 | -6.0% | -6.2%    | -3.3% | -0.5% | 2.3%  | 5.1%  |
|      | -3.0% | -3.2%    | -0.3% | 2.7%  | 5.6%  | 8.5%  |
|      | 0.0%  | -0.2%    | 2.8%  | 5.8%  | 8.8%  | 11.8% |
|      | 3.0%  | 2.8%     | 5.9%  | 9.0%  | 12.1% | 15.2% |
|      | 6.0%  | 5.8%     | 9.0%  | 12.2% | 15.4% | 18.5% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 五、原油业务：稳定贡献业绩，期待产能投放

### （一）原油进口需求长期呈现上涨趋势

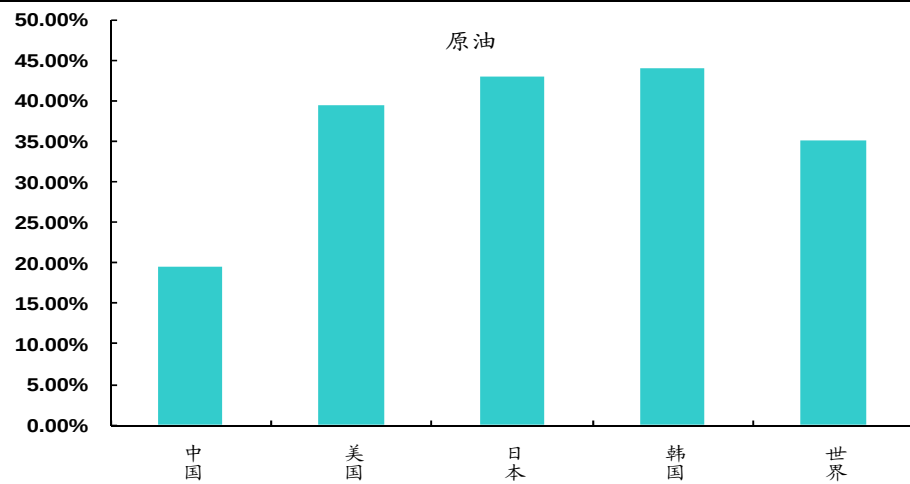
#### ■ 原油：我国第二大能源，对外依存度超50%

2009年，石油在我国一次能源消费中的比重为18.7%，是我国的第二大能源来源，仅次于煤炭。目前，我国原油消费占比远低于世界平均水平，未来有望进一步上升。

我国是全球第二大原油消费国，仅次于美国；是全球第三大原油进口国，仅次于美国、日本，海运是主要的运输方式。

由于经济的迅猛发展，我国对原油的消费也快速增长。自从1993年我国成为原油净进口国之后，进口石油占比不断提高，2010年原油对外依存度接近54%，随着汽车保有量的增多，短期内还将继续提高。

图 16：中国原油消费占比远低于世界平均水平



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

### （二）宁波港是长三角的重要原油吞吐港

2009年末，我国原油年加工能力约4.9亿吨，全国拥有千万吨级炼厂17家，形成了五大主要炼油工业基地，包括东北炼化基地、环渤海炼化基地、长三角炼化基地、珠三角炼化基地和西北炼化基地。

长三角和长江沿线地区是我国炼油工业的主要聚集区，原油综合配套加工能力占全国原油加工总量约24%。区域内的大型炼化工厂主要有：镇海石化、上海石化、金陵石化、高桥石化，年炼化能力分别为2000万吨、1400万吨、1350万吨、1130万吨，合计5880万吨的炼化能力。

此外，在宁波市的镇海和舟山市的岱山，国家修建有两个战略石油储备基地，建设规模分别为520万和500万立方米，约合416万吨和400万吨。

进口原油上岸方式决定了宁波港是长三角的主要干线港。长三角和长江沿线炼化企业所使用的进口原油主要分三种方式运输：

- 经宁波-舟山港上岸，除了镇海炼化所需原油和各类储备库经管道截留外，其余主要通过甬沪宁管道输往上海、南京等；
- 通过宁波-舟山港和青岛港中转进入上海和长江沿线地区炼厂；
- 经青岛港上岸并接入鲁宁管道与胜利原油混输进入长江沿线。历史数据看，经过宁波-舟山港的占绝大多数。

### （三）自身生产能力有待进一步扩大

目前，宁波-舟山港区有7个25万吨及以上级深水原油泊位：宁波港大榭港区拥有2个30万吨级泊位、宁波港镇海港区算山有1个25万吨泊位、宁波港北仑港区有1个25万吨级泊位、舟山港岱山码头有2个25万吨级泊位、舟山港册子岛有1个30万吨级泊位。

公司控股50%的宁波实华原油码头有限公司在大榭港区拥有2个泊位，靠泊等级分别为30万吨级和7万吨级，2009年整个公司的原油吞吐量为3885万吨。

表 19：公司 2009 年原油业务的泊位及生产情况

| 单位名称         | 受益类型 | 泊位编号 | 靠泊等级<br>(万吨) | 设计通过能力<br>(万吨) | 09 年实际吞吐量<br>(万吨) | 产能利用率 |
|--------------|------|------|--------------|----------------|-------------------|-------|
| 宁波实华原油码头有限公司 | 50%  | 01#  | 30           | 1,500          | 2,312             | 154%  |
|              |      | 02#  | 7            | 500            | 505               | 101%  |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

2010年12月，大榭港区实华二期45万吨级的原油码头工程通过交通运输部初步设计审查，标志着码头建设进入实质性阶段。码头设计年通过能力1800万吨，建设合同工期360日历天。宁波港间接控股此码头50%的股份。码头建成后，公司的年设计原油吞吐量将增加90%。

#### （四）我国未来原油进口量将翻倍

从我国原油进口来看，由于国内产量增长有限，随着石油消费的稳步增长我国原油进口依赖度将逐步提高。按照商务部预测，到2015年我国石油需求量将达到5.2亿吨，到2020年我国石油需求量可能达到7亿吨。而我国国内产量大约维持在2亿吨左右水平，届时至2015年和2020年分别面临3.2亿吨和5亿吨的缺口，这些缺口都需要从国外进口。

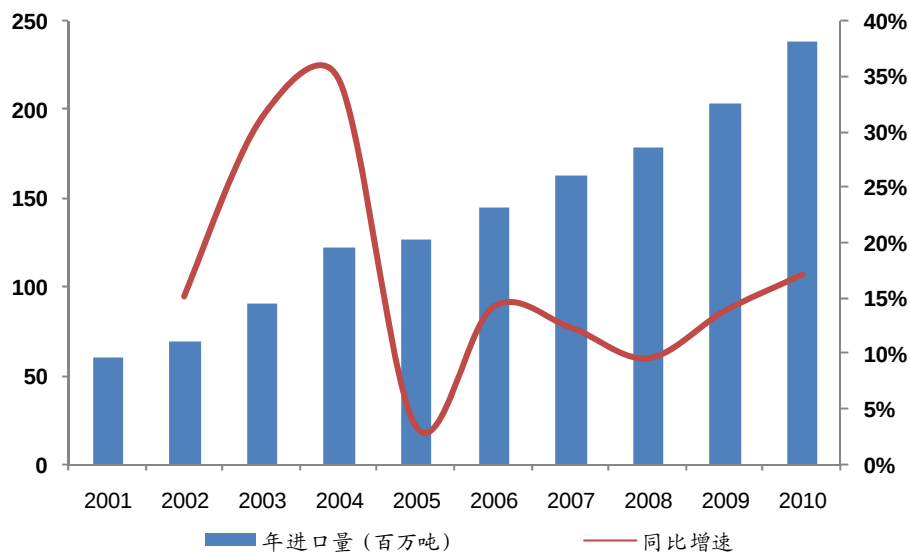
扣除中缅、中哈、中俄管道的运输量，这三个管道年输送总量约为5000万吨，尚有大量的石油需要通过海运的方式运至中国。

2010年我国进口原油量约为2.4亿吨，按照2015年3.2亿吨的进口量计算，年进口原油的复合增长率7.6%。

#### 原油业务预测与敏感性分析

2001-2010年，我国原油进口量的年均复合增长率高达16.5%。2005-2010年，我国原油进口量的年均复合增长率为13.2%。

图 17：中国原油年进口量及同比增速（2001-2010 年）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2010 年上半年，宁波港公司实现原油吞吐量1970 万吨，同比增长8.4%。如果2010 年下半年可以保持和上半年同样的增速，则2010年宁波港的原油吞吐量可以达到4211 万吨。

根据上述假设，我们2011年和2012年我国的原油进口增速平均为15%。考虑到公司的泊位现状和建设计划，我们预测，2010-2012年宁波港公司原油吞吐量的增长率分别为8.4%、15%和30%。

表 20：宁波港 2011 年原油业务收入增速的敏感性分析

|      |     | 原油吞吐量增速 |       |       |       |       |
|------|-----|---------|-------|-------|-------|-------|
|      |     | 5%      | 10%   | 15%   | 20%   | 25%   |
| 费率变化 | -6% | -1.3%   | 3.4%  | 8.1%  | 12.8% | 17.5% |
|      | -3% | 1.9%    | 6.7%  | 11.6% | 16.4% | 21.3% |
|      | 0%  | 5.0%    | 10.0% | 15.0% | 20.0% | 25.0% |
|      | 3%  | 8.2%    | 13.3% | 18.5% | 23.6% | 28.8% |
|      | 6%  | 11.3%   | 16.6% | 21.9% | 27.2% | 32.5% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 六、煤炭业务及综合物流业务

### （一）煤炭业务

煤炭是我国第一大能源，煤炭分为动力煤和炼焦煤两类，其中动力煤的需求来源主要是发电需求、建材需求、工业需求、生活需求；炼焦煤的需要主要来自于生产钢铁需求。

我国煤炭的产地主要集中在“三西”，即陕西、山西和内蒙西部，总体呈现北多南少的状态，因此山西和内蒙的煤炭通过铁路运输至北方港口，然后通过散货船将煤炭从北方港口运至南方。

宁波港是浙江省包括浙江以南的重要煤炭吞吐港，宁波港通过三个全资子公司在北仑港区、镇海港区和嘉兴港区拥有9个煤炭装卸泊位。2010年上半年，公司煤炭吞吐量

达到2401万吨，同比增长37%。2007-2009年，公司煤炭吞吐量的复合增长率为24.14%。

据浙江省电力发展规划，至2020年浙江省装机容量将扩至7400万千瓦，电煤需要接近1亿吨，相比2010年接近增长1倍。因此，从长期来看，宁波港的煤炭吞吐量将逐步上升。

表 21：公司 2009 年煤炭业务的泊位及生产情况

| 单位名称               | 受益类型 | 泊位编号          | 靠泊等级<br>(万吨) | 设计通过能力<br>(万吨) | 09 年实际吞吐量<br>(万吨) | 产能利用率 |
|--------------------|------|---------------|--------------|----------------|-------------------|-------|
| 宁波港股份有限公司北仑第二港埠分公司 | 100% | 01#-02#、04#   | 5            | 910            | 680               | 75%   |
| 宁波港股份有限公司镇海港埠分公司   | 100% | 01#-04#、03#-1 | 2            | 630            | 1344              | 213%  |
| 嘉兴市富春港务有限公司        | 100% | 9#            | 2            | 50             | -                 | 0%    |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表 22：浙江省电煤装机容量规划

|      | 累计发电装机容量(万千瓦) | 燃煤(油)装机容量(万千瓦) | 占比   | 电煤需求(万吨)    |
|------|---------------|----------------|------|-------------|
| 2010 | 5,240         | 3,457.50       | 66%  | 6,900—7,700 |
| 2020 | 7,400         | >4,440         | >60% | 接近 10,000   |

数据来源：《浙江省2010年电力发展规划及2020年展望》，广发证券发展研究中心整理

#### ■ 继续扩产，迎合需求扩大

正在建设中的穿山港区中宅煤炭码头工程最早将于2012年投入试运营，将增加产能1330万吨，约合现有煤炭设计年吞吐能力的83%。

考虑过去的业务情况和未来的生产计划，我们预测2010-2012年的煤炭吞吐量的增长率为37%、24.5%和30%。

煤炭业务是其他货物业务中增长最快的业务。我们预测2010-2012年，考虑了煤炭业务的其他货物业务的增速为31%、20%、24%。

### (二) 综合物流业务

综合物流及其他业务主要包括“无水港”、水上运输、陆路运输、拖轮、理货、船舶和货物运输代理等。综合物流业务是本公司的重要辅助业务，其平台功能的发挥对其他板块的业务起到重要战略支撑作用

**“无水港”业务：**是本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。它以集装箱场站的方式运营，实现港口及口岸功能在内陆腹地的延伸，主要为客户提供集装箱存储、拼箱、仓储、维修及报关等服务。

**水上运输业务：**主要经营宁波—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。

**陆路运输：**公司拥有240 辆集装箱运输卡车，为拓展腹地提供运输保障，也为下属各集装箱码头提供公共运输服务。

相对来讲，船舶和货物运输代理业务、船舶运输业务和房地产业务比较低，导致了最近三年综合物流业务毛利率的不断下滑。

以其他四项业务的增速为基础，我们预测2010-2012年综合物流业务收入的增速为

60%、35%和30%。

## 七、盈利预测与股票估值

### （一）盈利预测

公司的运营效率始终位居全国码头运营商的领先地位。凭借先进的装备和理念，优秀的团队，以及富有成效的管理，公司在港口装卸服务上树立了具有鲜明个性特点的品牌；创造了多项世界记录，以集装箱作业为例，最高单船作业效率达每小时装卸546.63自然箱，达到世界领先水平。

目前，公司严格执行交通运输部制订的《港口收费规则》（内、外贸）等各项收费规定，并在规定框架内实行市场化运作。谨慎起见，我们假设未来2年内，宁波港口的各项费率不会出现新的上调。

根据我们的计算，2010-2012年公司营业收入的增长率分别为25.6%、25.8%和24.2%。

参考各项业务的历史毛利率情况，我们假定未来毛利率恒定，集装箱业务、铁矿石业务、原油业务、其他货物业务和综合物流业务的毛利率分别为64%、75%、87%、42%和24%。

我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.178、0.221、0.268元。

表 23：公司 2011-2012 年主营业务预测

| (万吨、万 TEU、<br>万元) |     | 吞吐量     |         | 收入     |        | 毛利润    |        |
|-------------------|-----|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                   |     | 2011    | 2012    | 2011   | 2012   | 2011   | 2012   |
| 集装箱业务             | 预测值 | 1591.0  | 1943.2  | 1571.0 | 1918.8 | 1005.5 | 1228.0 |
|                   | 增速  | 22.4%   | 22.1%   | 30.9%  | 22.1%  | 30.9%  | 22.1%  |
| 铁矿石业务             | 预测值 | 10147.2 | 10959.0 | 1017.9 | 1099.4 | 763.4  | 824.5  |
|                   | 增速  | 5.8%    | 8.0%    | 5.8%   | 8.0%   | 5.8%   | 8.0%   |
| 原油业务              | 预测值 | 4843.0  | 6296.0  | 205.1  | 266.6  | 178.4  | 232.0  |
|                   | 增速  | 15.0%   | 30.0%   | 15.0%  | 30.0%  | 15.0%  | 30.0%  |
| 其他货物业务            | 预测值 | 9269.5  | 11496.3 | 1491.7 | 1850.0 | 626.5  | 777.0  |
|                   | 增速  | 20.2%   | 24.0%   | 20.2%  | 24.0%  | 20.2%  | 24.0%  |
| 综合物流业务            | 预测值 |         |         | 3210.6 | 4173.8 | 1028.6 | 1232.4 |
|                   | 增速  |         |         | 35.0%  | 30.0%  | 19.7%  | 19.8%  |
| 所有业务              | 预测值 |         |         | 7496.4 | 9308.6 | 3602.4 | 4293.9 |
|                   | 增速  |         |         | 25.8%  | 24.2%  | 19.1%  | 19.2%  |

数据来源：广发证券发展研究中心

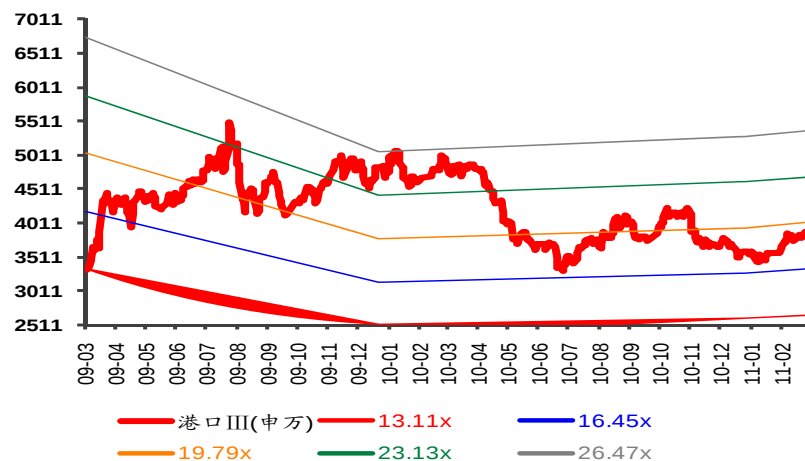
### （二）估值与投资建议

由于港口亦属于强周期的行业，我们在这里采用相对估值法，以给出中短期的投资建议。

#### ■ 市场整体估值水平

港口整体估值水平：PE的估值区间大致为16-23倍，估值中枢约为20倍；

图 18：最近二年港口行业（申万三级分类）PE 倍数情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### ■ 主要港口上市公司估值情况

根据Wind统计的数据，主流港口2010-2011年的PE均值为21.07倍和18.01倍；

表 24：市场主要港口上市公司估值情况

| 简称    | 每股收益（元） |        |        |        | 市盈率   |       |       |       |
|-------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
|       | 09A     | 10E    | 11E    | 12E    | 09A   | 10E   | 11E   | 12E   |
| 深赤湾 A | 0.6500  | 0.9061 | 1.0310 | 1.1549 | 27.71 | 19.87 | 17.46 | 15.59 |
| 盐田港   | 0.3696  | 0.3550 | 0.3932 | 0.4177 | 20.24 | 21.07 | 19.02 | 17.91 |
| 日照港   | 0.2600  | 0.1929 | 0.2499 | 0.2958 | 28.02 | 22.29 | 17.21 | 14.54 |
| 上港集团  | 0.1791  | 0.2371 | 0.2712 | 0.3061 | 23.61 | 17.84 | 15.60 | 13.82 |
| 锦州港   | 0.1096  | 0.1682 | 0.1722 | 0.1823 | 45.50 | 28.24 | 27.58 | 26.06 |
| 营口港   | 0.1750  | 0.2159 | 0.2788 | 0.3799 | 33.99 | 27.56 | 21.34 | 15.66 |
| 天津港   | 0.3800  | 0.4885 | 0.5650 | 0.6546 | 23.13 | 18.20 | 15.73 | 13.58 |
| 唐山港   | 0.3200  | 0.3640 | 0.4302 | 0.5275 | 30.84 | 21.43 | 18.13 | 14.79 |
| 连云港   | 0.1400  | 0.2055 | 0.2609 | 0.3116 | 52.15 | 34.65 | 27.29 | 22.85 |
| 宁波港   | 0.1700  | 0.1734 | 0.1966 | 0.2238 | 24.14 | 19.79 | 17.44 | 15.33 |
| 大连港   | 0.2000  | 0.1784 | 0.2025 | 0.2248 | 29.60 | 21.87 | 19.26 | 17.35 |
| 平均值   |         |        |        |        |       | 23.3  | 19.86 | 17.22 |
| 中值    |         |        |        |        |       | 21.65 | 18.56 | 15.63 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结合行业整体估值中枢以及最新行业估值情况，我们给予宁波港按照2011年业绩18-20倍市盈率估值区间，目标价为3.98-4.22。

## 八、风险提示

### （一）中国经济增速放缓影响港口货物吞吐量

按照中国“十二五”规划，中国未来五年GDP增速目标放缓至7%；如果中国经济增速放缓，那么国内投资和工业增加值将会同步放缓，从而引致钢铁行业的需

求减少，直接影响到港口铁矿石接卸量。可能会对公司铁矿石业务造成影响。

## （二）产业梯度转移方向对港口货量的影响

中国人力成本的提高已渐渐成为共识，“中国制造”的竞争力得到一定的消弱，按照产业梯度理论，劳动力成本所占比重较大的产业将会逐渐向劳动力成本低的地区转移。目前有两个趋势，一个趋势是由中国的沿海向中国的中西部地区转移，一个趋势是向东南亚等国家转移。

东南亚国家相比中国中西部地区也具有一定的竞争优势，例如出海交通方便，如果初级加工制造业较多的向东南亚国家转移，对我国港口的集装箱吞吐量带来不利的影响。

## （三）外需复苏低于预期

中国出口业务较多的依赖于外需的复苏进程，如果欧美经济复苏幅度低于预期，那么会直接给中国的集装箱出口量以及原料进口量带来负面影响，从而影响港口的吞吐量。

## 资产负债表

单位：百万元

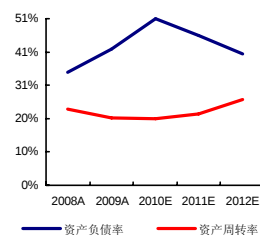
| 至 12 月 31 日    | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 5,132  | 4,369  | 10,997 | 9,491  | 9,377  |
| 货币资金           | 2,569  | 2,400  | 7,817  | 5,603  | 4,807  |
| 应收及预付          | 1,937  | 1,477  | 2,263  | 2,907  | 3,522  |
| 存货             | 222    | 141    | 468    | 530    | 598    |
| 其他流动资产         | 403    | 352    | 450    | 450    | 450    |
| <b>非流动资产</b>   | 16,600 | 20,949 | 23,294 | 26,048 | 27,704 |
| 长期股权投资         | 3,412  | 3,409  | 3,409  | 3,409  | 3,409  |
| 固定资产           | 6,244  | 7,700  | 9,715  | 11,628 | 13,200 |
| 在建工程           | 2,969  | 5,689  | 6,541  | 6,725  | 6,305  |
| 无形资产           | 2,137  | 2,640  | 3,139  | 3,796  | 4,300  |
| 其他长期资产         | 1,838  | 1,512  | 490    | 490    | 490    |
| <b>资产总计</b>    | 21,732 | 25,318 | 34,291 | 35,538 | 37,081 |
| <b>流动负债</b>    | 7,025  | 7,961  | 15,047 | 13,868 | 12,483 |
| 短期借款           | 2,838  | 3,602  | 1,714  | 1,714  | 1,714  |
| 应付及预收          | 4,083  | 4,208  | 5,572  | 6,892  | 8,508  |
| 其他流动负债         | 105    | 151    | 7,761  | 5,261  | 2,261  |
| <b>非流动负债</b>   | 527    | 2,631  | 2,506  | 2,506  | 2,506  |
| 长期借款           | 173    | 2,330  | 2,330  | 2,330  | 2,330  |
| 应付债券           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债        | 354    | 301    | 177    | 177    | 177    |
| <b>负债合计</b>    | 7,553  | 10,591 | 17,553 | 16,374 | 14,989 |
| 股本             | 10,800 | 10,800 | 10,800 | 10,800 | 10,800 |
| 资本公积           | 1,712  | 2,069  | 2,069  | 2,069  | 2,069  |
| 留存收益           | 1,353  | 1,586  | 3,577  | 5,980  | 8,878  |
| 归属母公司股东权益      | 13,866 | 14,454 | 16,446 | 18,849 | 21,747 |
| 少数股东权益         | 313    | 272    | 292    | 316    | 345    |
| <b>负债和股东权益</b> | 21,732 | 25,318 | 34,291 | 35,538 | 37,081 |

## 利润表

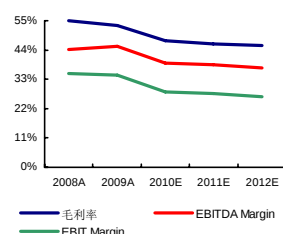
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4574  | 4889  | 6109  | 7684  | 9541  |
| 营业成本            | 2065  | 2292  | 3209  | 4126  | 5197  |
| 营业税金及附加         | 153   | 183   | 214   | 271   | 343   |
| 销售费用            | 31    | 14    | 30    | 30    | 42    |
| 管理费用            | 721   | 715   | 928   | 1145  | 1436  |
| 财务费用            | 35    | 23    | 89    | 60    | 64    |
| 资产减值损失          | -1    | -7    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 527   | 400   | 660   | 834   | 1019  |
| <b>营业利润</b>     | 2098  | 2068  | 2300  | 2886  | 3479  |
| 营业外收入           | 142   | 271   | 233   | 185   | 208   |
| 营业外支出           | 13    | 15    | 20    | 19    | 17    |
| <b>利润总额</b>     | 2227  | 2324  | 2513  | 3052  | 3669  |
| 所得税             | 423   | 488   | 502   | 625   | 742   |
| <b>净利润</b>      | 1805  | 1837  | 2011  | 2427  | 2927  |
| 少数股东损益          | 41    | 18    | 20    | 24    | 29    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1764  | 1819  | 1991  | 2403  | 2898  |
| EBITDA          | 2017  | 2207  | 2378  | 2959  | 3556  |
| EPS (元)         | 0.16  | 0.17  | 0.18  | 0.22  | 0.27  |

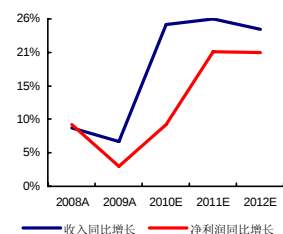
## 资产负债率趋势



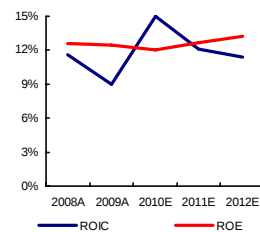
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

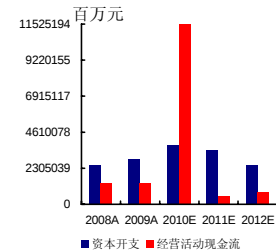
| 至 12 月 31 日    | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1,331  | 1,385  | 11,505 | 466    | 759    |
| 净利润            | 1,805  | 1,837  | 2,011  | 2,427  | 2,927  |
| 折旧摊销           | 413    | 522    | 649    | 848    | 1,032  |
| 营运资金变动         | -298   | -281   | 8,767  | -1,886 | -2,068 |
| 其它             | -589   | -692   | 79     | -923   | -1,132 |
| <b>投资活动现金流</b> | -3,564 | -2,849 | -3,143 | -2,602 | -1,478 |
| 资本支出           | -2,509 | -2,854 | -3,803 | -3,436 | -2,497 |
| 投资变动           | -1,127 | 10     | 660    | 834    | 1,019  |
| 其他             | 73     | -5     | 0      | 0      | 0      |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2,635  | 1,297  | -2,946 | -77    | -77    |
| 银行借款           | 4,451  | 4,970  | -1,888 | 0      | 0      |
| 债券融资           | -3,229 | -3,079 | -25    | 0      | 0      |
| 股权融资           | 1,580  | 48     | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | -167   | -643   | -1,033 | -77    | -77    |
| <b>现金净增加额</b>  | 402    | -167   | 5,417  | -2,213 | -797   |
| <b>期初现金余额</b>  | 2,308  | 2,569  | 2,400  | 7,817  | 5,603  |
| <b>期末现金余额</b>  | 2,711  | 2,402  | 7,817  | 5,603  | 4,807  |

主要财务比率

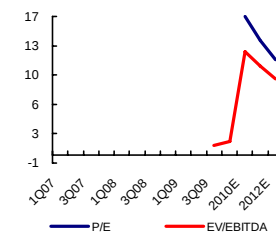
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 营业收入            | 9.0%  | 6.9%  | 25.0%  | 25.8% | 24.2% |
| 营业利润            | -1.6% | -1.4% | 11.2%  | 25.5% | 20.5% |
| 归属于母公司净利润       | 9.4%  | 3.1%  | 9.5%   | 20.7% | 20.6% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 毛利率             | 54.9% | 53.1% | 47.5%  | 46.3% | 45.5% |
| 净利率             | 39.5% | 37.6% | 32.9%  | 31.6% | 30.7% |
| ROE             | 12.7% | 12.6% | 12.1%  | 12.7% | 13.3% |
| ROIC            | 11.7% | 9.1%  | 15.1%  | 12.2% | 11.5% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 资产负债率           | 34.8% | 41.8% | 51.2%  | 46.1% | 40.4% |
| 净负债比率           | 3.8%  | 25.0% | -22.0% | -7.7% | -3.1% |
| 流动比率            | 0.73  | 0.55  | 0.73   | 0.68  | 0.75  |
| 速动比率            | 0.67  | 0.51  | 0.68   | 0.62  | 0.67  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 0.23  | 0.21  | 0.20   | 0.22  | 0.26  |
| 应收账款周转率         | 11.56 | 9.35  | 10.34  | 9.82  | 10.07 |
| 存货周转率           | 10.21 | 12.62 | 12.97  | 11.80 | 12.45 |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |       |       |
| 每股收益            | 0.16  | 0.17  | 0.18   | 0.22  | 0.27  |
| 每股经营现金流         | 0.12  | 0.13  | 1.07   | 0.04  | 0.07  |
| 每股净资产           | 1.28  | 1.34  | 1.52   | 1.75  | 2.01  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |       |       |
| P/E             | 0.0   | 0.0   | 16.9   | 14.0  | 11.6  |
| P/B             | 0.0   | 0.0   | 2.0    | 1.8   | 1.5   |
| EV/EBITDA       | 0.3   | 1.7   | 12.6   | 10.9  | 9.3   |

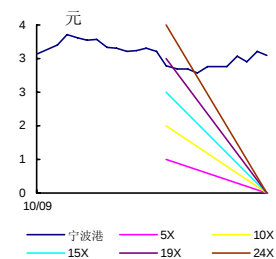
资本支出与经营活动现金流



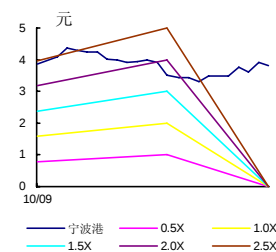
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009 年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。