

买入 维持
锦州港（600190）
2011 年 5 月 11 日

亿吨大港雏形已现

交通运输行业高级分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053
ymniu@htsec.com
021-23219420

联系人
虞楠
yun@htsec.com
021-23219382

1. 现有泊位未来两年集装箱和油品是主要增长点

锦州港过去三年里，除了 2008 年由于散货和集装箱码头的投产，吞吐量有大幅提升外，在没有大规模新项目投资的情况下，增长主要靠内部挖潜。

表 1 过去四年公司主要吞吐货种构成

	2007	2008	2009	2010
合计（万吨）	3515	4723	4573	4996
其中：煤炭（万吨）	578	1613	1585	1632
粮食（万吨）	427	393	412	482
铁矿石（万吨）	370	477	267	360
油品（万吨）	840	874	860	955
集装箱（万 TEU）	45	65	74	65

资料来源：海通证券研究所

公司未来两年内有增长空间的泊位主要是表 2 中的蓝色部分：

（1）**集装箱**。2010 年建成的 209 和 210 号两个 30 万 TEU 的泊位。今年预计能带来 15 万 TEU 的增量。未来只要货源充足，集装箱的吞吐量仍将持续增长。一般来说两个设计能力 30 万 TEU 的泊位，吞吐能力可达到 80-90 万 TEU，因此吞吐能力不是瓶颈，吞吐量增长主要取决于货源的增长速度。表 2 中，207 和 208 泊位是锦州港与中海、大连港的合资码头，锦州港的权益比例是 34%。

（2）**石油**。中石油锦州石油储备基地一期 60 万立方米，已经于 2009 年 9 月竣工。公司 301 泊位 2010 年吞吐量为 10 万吨左右，目前正在深挖航道，预计今年的吞吐量将可达到 15 万吨。另外，中石化在锦州的石油储备基地 20 万立方米也在洽谈中，建成后也将通过锦州港下水中转。

（3）**散货**。304、305 和 306 号泊位未来主要用于煤炭、钢材、矿类装卸，目前仍在申请批文阶段，项目尚未启动。而公司与中电投合资的码头项目位于第四港池的北岸线，包括三个 7 万吨泊位。散货是公司未来最主要的增长源。锦赤白铁路的贯通将形成一条蒙东煤炭资源经由锦州港的出海通道，使锦州港成为我国“北煤南运”重要能源运输基地。届时，把白音华地区的煤炭通过铁路运输到锦州港装船运往华东、华中和华南地区。计划铁路全线贯通时间为 2013 年底，每年到达锦州港转运的煤炭可达 3500 万-5000 万吨左右。

表 2 锦州港到 2013 年末的泊位规划情况

泊位位置	名称	用途	能力（万吨）	投放年份
第一港池	101	石油	415	1997
	102	石油	165	1991
	103	石油	80	1990
	104	石油	80	1990
	105	散杂	100	1995
	106	散杂	160	1995
	107	杂货	15	2001
	201	散杂	160	1999
第二港池	202	件杂	260	1999
	203	件杂	400	2004
	204	件杂	300	2004
	205	通用散杂	550	2007
	206	通用散杂	550	2008
	207	集装箱	30 万 TEU	2005
	208	集装箱	30 万 TEU	2005
	209	集装箱	30 万 TEU	2010
第三港池	210	集装箱	30 万 TEU	2010
	301	石油	800(1100)	2005
	304	通用散杂	200	2013
	305	通用散杂	200	2013
第五港池	306	通用散杂	160	2013
	501	化工品	60	2002
	502	油品化工	200	2006
		工作船		2005
合计	24		7555(120 万 TEU)	

资料来源：海通证券研究所

2. 港区面积将在两年后扩大一倍

锦州港目前有第一、第二、第三、第五，共四个港池在运营，其中第三港池只建有一个泊位，未来第三港池北岸和西岸，以及第四港池将开发成散货码头，面积是现有港区面积的一倍。

图 1 锦州港规划码头



资料来源：海通证券研究所

3. 作为蒙东煤炭最近出海口，合资码头预计 2013 年建成

蒙东的煤炭资源以及锦州港的战略位置，我们在 2009 年 3 月 4 日的报告《战略位置成就亿吨大港梦想》中已经有较为详细的阐述。锦州港位于辽宁省西部，直接货源腹地为蒙东地区。蒙东（东北）煤炭基地主要包括 16 个矿区，是国家规划的 13 个基地中最大的一个，也是煤炭储量最丰富的一个。

锦州至白音华煤矿的铁路共分为两段，白音华—赤峰的铁路由白音华煤电公司出资建设，已经在 2008 年底贯通。赤峰—锦州段在 2008 年 6 月开工，由以下四家电力公司共同投资：

- （1）中国电力投资集团公司下属白音华煤电有限责任公司；
- （2）大唐国际发电股份有限公司；
- （3）中国国电集团公司；
- （4）华润电力投资有限公司。

图 2 锦州港腹地煤炭资源



资料来源：互联网，海通证券研究所

与铁路线相配套的合资煤炭码头公司—中电投锦州港口有限责任公司，已经于今年 5 月 4 日公告成立。

- （1）中国电力投资集团公司下属白音华煤电有限责任公司持股 53%；
- （2）锦州港持股 33%；
- （3）大唐国际发电股份有限公司持股 10%；
- （4）中国国电集团东北电力有限公司持股 4%

该公司总投资 42 亿元，首期注册资本 1.75 亿元，锦州港以现金出资 5775 万元。预计煤炭码头和铁路线都将于 2013 年底建成使用，码头的近期目标年设计通过能力 3500 万吨，远期目标 6000 万吨。

除了与中电投合资意外，公司和华润电力的合资公司也在推进中，正在等待国家发改委核准批复。目前来看，为避免重复建设，提高码头利用效率，我们预计国家发改委应更倾向于鼓励以锦州港为主建设公共码头。

4. 随着锦赤铁路通车时间临近，大连与锦州的整合预期越来越强烈

辽宁省将以大连港为龙头，整合同一区域港口，建设东北亚航运中心组合大港的规划不变，而大连港在 2010 年底回归 A 股上市后，区域整合预期加强。

大连港集团在 2009 年通过定向增发，持有锦州港 19.44% 的股份，是锦州港的第二大股东，与第一大股东差距仅 0.29%。大连港整体上市后，锦州港的股权是大连港集团在股份公司以外最主要的营利性资产。大连港在招股说明书中提到：大连港股份公司拥有大连港集团持有的锦州港股份权益的收购选择权。

我们认为，随着锦赤铁路通车时间的临近，从大连港对自己发展的定位，以及业绩增长的需求角度，大连港整合锦州港的预期越来越强烈。

5. 盈利预测和投资建议

我们略微修正对于公司 2011 年盈利预测为 0.16 元，对应的市盈率为 30 倍。我们认为锦州港是未来港口行业中最具成长性的公司，目前正处在腾飞前夜。

值得一提的是，2010 年 5 月，国家海洋局核准批复锦州港区域建设用海一期规划面积 753.18 公顷，这片土地目前还在回填阶段。对港口企业来说，岸线资源是最宝贵的不可再生资源，解决了岸线问题，就解决了公司长期发展空间的问题。753 公顷的土地，相当于锦州港的面积未来将扩大一倍（前图 1 所示），这样大的未开发岸线资源，在国内港口上市公司中非常罕见。

此外，大连港对锦州港的整合方案仍是未来一年值得我们重点关注的焦点。

综上所述，我们维持公司“买入”的投资评级，目标价 6.3 元。

6. 风险提示

港口贸易增速低于预期。公司整合以及泊位改扩建效果低于预期。

表 3 锦州港盈利预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(万元)	79224	73886	86392	102029	122843
营业总成本(万元)	57084	51823	57459	69814	84902
营业成本(万元)	36287	32333	41199	48174	57278
营业税金及附加(万元)	2788	2593	3039	3571	4299
销售费用(万元)	521	547	564	714	860
管理费用(万元)	6536	6356	8486	9285	11179
财务费用(万元)	10910	6705	4072	7950	11056
资产减值损失(万元)	41	3289	99	121	230
投资净收益(万元)	352	207	528	615	511
营业利润(万元)	22493	22270	29461	32708	38221
营业外收入(万元)	273	634	245	525	418
营业外支出(万元)	128	553	265	225	363
利润总额(万元)	22638	22352	29441	33008	38276
所得税(万元)	5879	5737	7304	8229	9569
净利润(万元)	16759	16615	22137	24779	28707
少数股东损益(万元)	334	312	373	409	488
归属于母公司所有者的净利润(万元)	16425	16303	21765	24371	28219
每股收益(元)	0.16	0.11	0.14	0.16	0.18

注：EPS 预测按照公司最新股本摊薄

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣：交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。