

交通基础设施/港口

南京港

未来经营面临较大变数, 业务转型提升价值

2005年2月28日

公司研究/深度分析

发行上市资料:

基础数据(发行后):

发行价格(元)	
发行股数(万股)	3850
发行日期	
发行方式	网下询价+网上配售
主承销商	招商证券
上市日期	
每股净资产(元)	1.43
总股本/流通A股(万股)	15367/3850
流通B股/H股(万股)	-

盈利预测:

单位:百万元、元、%

	主营业务 收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务利 润率
2002	156.61	-	47.5	-	0.31	64.9
2003	169.95	8.5	51.3	8	0.33	65.4
2004	195.24	14.9	59.6	16.2	0.39	65.3
2005E	210.21	7.7	66.4	11.4	0.438	65.7
2006E	210.11	-0.05	59.9	-9.8	0.40	61.2

注:每股收益以发行后的总股本计算

投资要点:

- **公司是原南京港务局的油品业务资产。**除该资产外母公司仅有参股61%的集装箱资产盈利较好,其他资产经营情况不佳。
- **垄断长江原油中转业务。**由于长江通航条件和历史原因,使公司垄断海进江原油和鲁宁管道原油向长江中上游中转业务。原油业务占公司收入80%以上。
- **公司原油业务可能出现萎缩。**公司主要原油客户是中石化集团,目前中石化“稳定沿江,发展沿海”和发展管道运输的战略将使公司原油业务呈萎缩趋势。仪长输油管线2006年投产将给公司业绩造成明显负面影响。
- **成品油和液体化工业务是公司目前发展重点,但也面临竞争。**公司募集资金主要投向发展迅速的成品油和液体化工业务。但周边众多化工园区相关储运设施发展很快,公司竞争优势并不明显。
- **集装箱业务是公司未来增长的重要看点。**南京港的集装箱业务有望在未来的竞争中占一定优势。公司计划收购即将新成立的龙潭港区集装箱业务不少于25%股权。上港集箱和中远太平洋可能在新公司中分别占25%和20%的股份。
- **估值与询价建议。**我们认为公司的相对估值定位应不高于市场平均水平,参考DCF估值结果,我们认为公司的合理市场价格在7.9元-8.9元。建议询价区间在6.9元-7.8元。不过由于市场因素,公司上市后实际定价高出板块平均估值的可能很大。
- **两大不确定因素将对股价构成经常性影响。**公司收购集装箱业务股权比例及时间、仪长管道开通时间等信息将对上市后的公司股价形成较大影响。

分析师

朱安平

(8621) 63295888 x 426

zhuanning@sw108.com

联系人

邹毅

(8621) 63295888x417

zouyi@sw108.com

地址:上海市南京东路99号

电话:(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.sw108.com

估值与询价建议

业绩预测基本假设及结果

项目	2004	2005	2006	2007
原油总吞吐量(万吨)	1942	2050	1550	1150
综合费率(元/吨)	8.28	8.29	9.68	11.43
海进江原油(万吨)	1038	1100	1150	1150
管道油(万吨)	904	950	500	0
成品油吞吐量(万吨)	53	60	93	150
成品油综合费率(元/吨)	12.72	12.7	12.6	12.5
液体化工吞吐量(万吨)	160	172	230	276
液体化工综合费率(元/吨)	17.36	19.0	19.0	19.0
所得税率	33%	33%	33%	33%
贷款利率	6%	6%	6%	6%
股利支付比例	40%	40%	40%	40%
主营业务收入(万元)	19,524	21021	21011	20294
净利润(万元)	5,957	6724	6097	5050
每股收益(元)	0.388	0.437	0.400	0.329

说明：2005 年暂不计算收购集装箱业务；甬沪宁管道 2006 年 7 月份开通；

市盈率估值

我们认为对南京港的相对估值可以选择 A 股市场类似公司作比较。南京经营散货业务，目前 A 股市场除锦州港经营油品业务外，还有营口港将介入油品经营，但都非典型油品业务公司。如不考虑公司介入集装箱业务则发展前景一般，市盈率估值水平应低于行业平均。如考虑介入集装箱业务，则基本与同行业平均水平基本持平。由于公司 2006 年的业绩存在较大不确定性，下降的可能行较大，这将对公司估值产生一定负面影响。

目前港口行业 2004 和 2005 年平均市盈率分别为 26.7 倍和 20.6 倍。我们认为，市场港口股价主要表现的是对 2005 年的预期。综合来看，公司上市后的 05 年预测市盈率应在 18-20 倍左右，相当于 7.8 元至 8.9 元。

港口板块公司估值比较(2月25日收盘价计算)

公司	04 年 EPS(元)	05 年 EPS(元)	04 年 PB(倍)	04 年 PE(倍)	05 年 PE(倍)
深赤湾 A	1.04	1.45	7.81	27.7	19.9
盐田港 A	0.56	0.58	4.23	23.2	22.4
天津港	0.21	0.32	1.63	31.9	20.9
上港集箱	0.64	0.8	4.47	26.3	21.0

营口港	0.36	0.54	2.28	26.6	17.7
芜湖港	0.35	0.4	2.07	24.4	21.3
重庆港九*	0.19	0.2	1.63	28.9	26.2
平均	-	-	3.75	26.7	20.6

注: *重庆港九在计算平均值时除外

DCF 估值

公司 DCF 估值结果为每股 7.89 元。如果考虑公司未来将收购集装箱业务, 实际估值应高于该水平。

加权资本成本			
无风险利率			4.80%
预期市场回报率			6.20%
Beta :			0.90
股权成本			6.06%
债务成本			5.58%
负债/股权比率:			0.30
有效税率			33.30%
WACC			8.38%
DCF 估值阶段			
估值阶段	年份		增长率
阶段 1(显性)	5		
阶段 2(半显性)	5		4%
阶段 3(永续)	After 10 年		1.00%
DCF 估值结果			
企业总价值	123194		
减: 付息债务	2000		
少数股东权益	0		
股权价值	121194		
总股本	15367		
每股价值	7.89		

估值结果与询价建议

综合来看,公司上市后的合理价格区间在 7.9 元至 8.9 元。考虑近期港口板块涨幅较大,在市场机构主要关注对象中处于估值高端,整个市场诸多政策信息仍不明朗,给予 13% 的风险折扣,建议询价区间在 6.9 元至 7.8 元。

不过,无论从整个市场还是港口板块来看,一个根本矛盾仍比较明显,即基本面差、绝对股价低和流通盘小的公司总体估值仍明显高于基本面好或绝对股价高的公司。因此,从这个意义上来说,南京港上市后的实际市场定位高于板块平均估值的可能性很大。

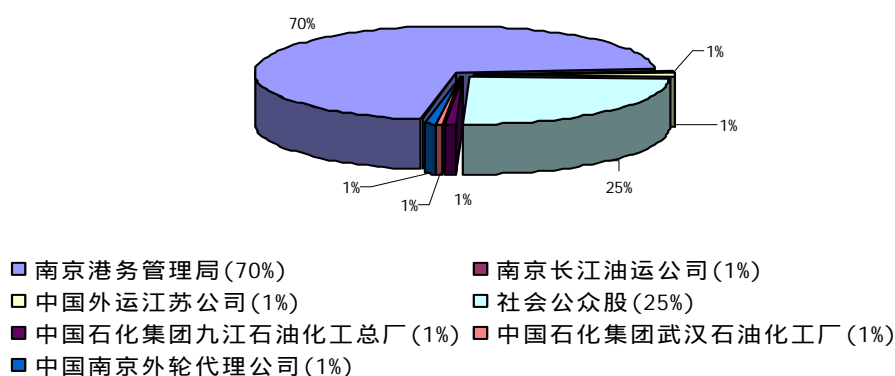
1. 公司概况

1.1 南京港务局的油品业务资产

南京港股份有限公司由南京港务管理局为主，联合南京长江油运公司等五家单位，于 2001 年发起设立。公司本次公开发发行 3850 万股后，第一大股东南京港务局持有公司 70.45% 的股权。

南京港务局的主要经营性资产有四块，即已经进入股份公司的原油、成品油以及液体化工品业务资产；煤炭业务资产；件杂货资产；集装箱业务资产。南京港务局原行业行政管理职能已分离至南京港口管理局，并正在进行改制。

图 1：发行后的股东结构

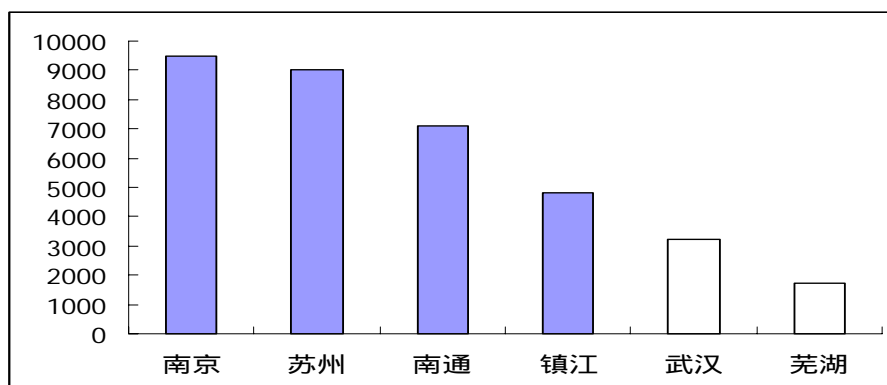


数据来源：公司招股意向书

1.2 我国内河最大的原油中转港

南京港是我国内河第一大港，直接间接腹地包括长江沿线各省。2004 年吞吐量达到 9495 万吨，主要货类油品、煤炭、集装箱等吞吐量均居于长江沿线港口前列。

图 2：2004 年南京及其下游港口吞吐量居于长江港口前列（单位：万吨）



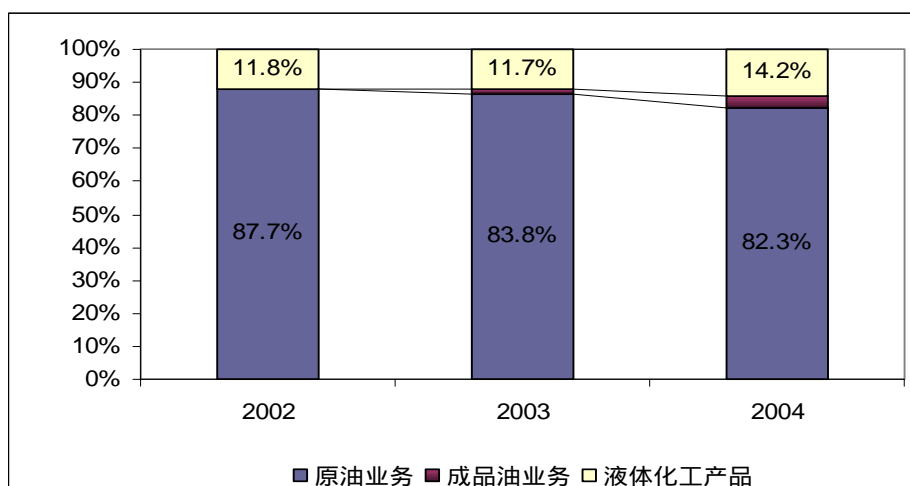
数据来源：交通部

南京港吞吐量居于内河首位的原因一方面是由于腹地经济高速发展；另一方面南京长江大桥净空较低，使装载原油等大宗散货的大型船舶被迫在南京港换装也是重要原因，同时也使南京港成为我国内河最大的原油中转港。公司的主要经营业务是全部在南京港中转的海进江原油、鲁宁管道中转原油，以及少量成品油和液体化工产品的装卸、储存服务，2004 年原油中转量达到 1942 万吨，占南京港总吞吐量的近 23%。

1.3 原油中转业务是公司主要收入来源

公司近年收入的 80%以上来自于原油中转，其次是增长较快液体化工品的装卸、存储服务。

图 3：公司收入结构



数据来源：公司招股意向书

2. 业务发展趋势

2.1 公司码头能力富裕，存储能力不足

大宗液体散货港口装卸的主要工艺是通过管道高速输送，是港口业务中装卸效率最高的货种之一。公司目前码头装卸能力远远超过实际业务量，而且存在挖潜空间。公司的原油中转业务部分通过水上中转，部分需要使用存储罐，但原油业务今后总体将趋于稳定，而成品油和液体化工品业务对储罐的利用率较高，随

着该类业务快速增长，储罐能力不足成为主要制约因素。公司本次募集资金主要投向成品油和液体化工品存储项目。

表 2：公司业务能力和实际业务量对比

作业流程	能力（万吨/年）	2004 实际业务量（万吨）	
码头装卸	2400	海进江原油	1038
水上过驳	1800	管道原油	904
存储	222 万立方米（约 200 万吨）	成品油及化工品	213

数据来源：公司招股意向书

2.2 原油业务前景堪忧

2.2.1 原油业务受制于中石化经营战略

长江原油货流的主要流向是，海进江原油（主要由中海发展承运）部分在南京港通过货主码头直接进入扬子石化、金陵石化，部分换装 5000 吨以下油驳运（主要由南京水运承运）往南京上游中石化所属炼油厂；来自胜利、中原油田等处生产的原油经鲁宁管道在南京港下水运往上游炼厂。

公司的原油中转业务的主要优势是受长江通航条件的限制，历史形成了在海进江原油中转业务方面的垄断。主要不足是其原油业务主要客户是中石化的沿江炼油厂，因此其原油业务量不是简单地取决于腹地经济，而更多地受到中石化公司经营战略的影响，具体就是对全国业务布局和石化货流的调整。

表 3：公司与主要中石化集团客户交易占销售额的 81%

	2004 年（元）	占主营收入总额的比例
中国石油化工股份有限公司		
- 长岭分公司	26,664,463	13.7%
- 武汉分公司	25,675,396	13.2%
- 安庆分公司	26,211,465	13.4%
- 九江分公司	22,440,242	11.5%
- 荆门分公司	12,377,245	6.3%
- 金陵分公司	78,648	0.04%
中石化股份合计	113,447,459	58.1%
中石化巴陵石油化工有限公司	17,725,280	9.10%
中石化仪征化纤进出口公司	9,507,558	4.9%
中石化仪征化纤物质装备公司	6,281,408	3.2%
中石化集团合计	260,409,164	75.34%

数据来源：公司招股意向书

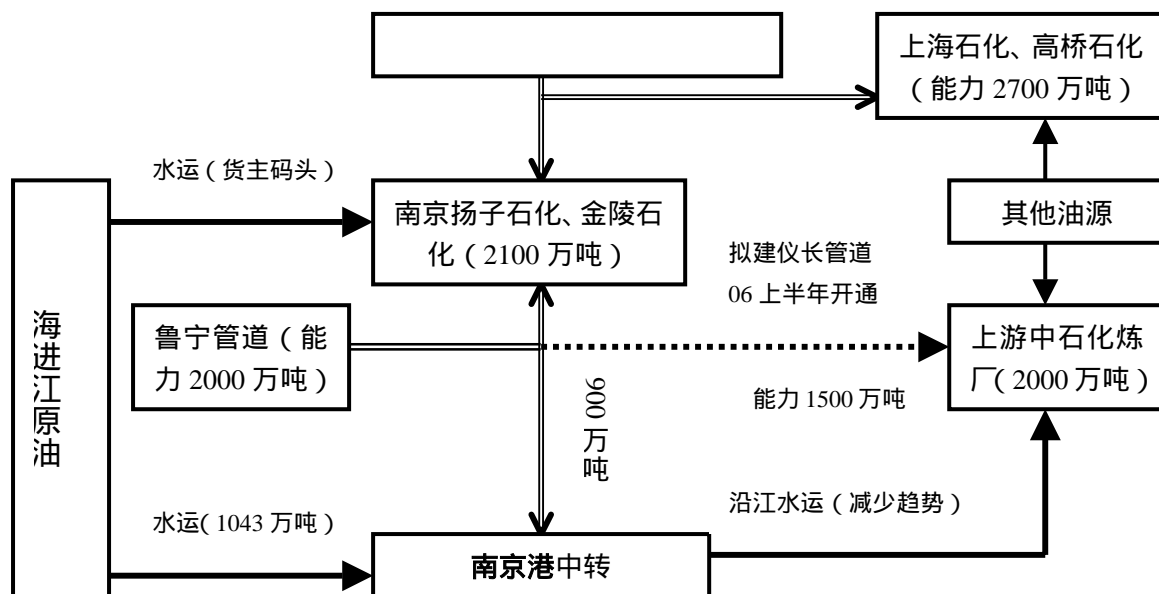
2.2.2 甬沪宁管道建设将对原油业务造成冲击

中石化的最新战略包括以下方面：

- 调整原油资源配置，炼油以沿海大炼油厂为主，沿江炼油厂为辅；
- 调整原油流向，沿海炼油厂使用外贸进口和海洋原油，沿江炼油厂以管道原油为主；
- 调整原油运输格局，发展管道运输，降低运输成本；
- 建三江（即：过江、进江和沿江）管线，计划2006年3月竣工投产。

上述战略的影响是，首先，仪长管道（江苏仪长至湖南长岭，也称沿江管道）建成后，鲁宁管道目前经公司中转的900万吨原油管道油将被替代。其次，公司海进江原油中转业务总量将保持稳定，而且将来仪长管线将来是否会承接甬沪宁管道的原油，从而使海进江原油中转减少仍存在一定不确定性。

图4：中石化沿江地区原油物流示意图



数据来源：申银万国证券研究所

我们预计未来两年南京上游中石化对南京港原油中转需求可能温和增长5%，此后将保持稳定，由于仪长管道建设有所推迟，我们预计从06年7月起影响公司管道油中转。

表4：公司原油中转业务预测

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
----	------	------	------	------	------	------

海进江原油 (万吨)	805	904	1,038	1,100	1,150	1,150
管道原油 (万吨)	997	810	904	950	400	0
合计 (万吨)	1802	1754	1942	2050	1550	1150

数据来源：申银万国证券研究所

2.3 成品油和液体化工业务机遇和挑战并存

2.3.1 成品油和液体化工业务增长较快

公司经营的液体化工产品主要包括硫酸、乙二醇、对二甲苯、苯乙烯、环己酮、液碱、磷酸、沥青和糖蜜等，该类业务相对分散，对存储的要求各有不同。成品油的情况也比较类似。该类业务的直接间接腹地包括苏北地区、安徽及南京以上的江西、湖南、湖北地区。受益于上述地区的快速经济发展，特别是石化工业增长，近年来公司液体化工产品和成品油增长较快，2004 年分别达到 25%和 165%。

2.3.2 市场竞争将可能趋于激烈

由于在南京周边地区，成品油和液体化工储运设施较多，公司的存储设施总体处于明显劣势。

表 5：公司与周边地区液体化工仓储设施比较

	储罐罐容 (万立方米)	备注
江苏省石油总公司南通分公司	14.60	
中化南通汇丰石化有限公司	30.00	储能罐种类齐全
江苏省石油总公司江阴分公司	23.40	
江苏长江石油化工有限公司	12.30	储能罐种类齐全
中油华东兴能实业有限公司	27.00	储能罐种类齐全
南京港股份有限公司	2.96	储能罐种类不够齐全

数据来源：公司招股意向书

公司面临的竞争来自两方面，一是周边化工（物流）园区众多，这些园区都有规划建设中的石化装卸储运设施，而且设计规模超前，投产初期富裕能力可能较大，从而加剧竞争。如邻近的南京化工园区是经中央批准设立的国家级化工开发区，计划投资近 1000 亿元，该开发区将规划建设包括深水码头、储罐、铁路等储运设施，此外，邻近的扬子石化和金陵石化货主码头各自拥有包括万吨级泊位在内的 11 座化工品码头，总吞吐能力超过 2000 万吨，甬沪宁管道开通后，相关

储运富裕能力可能会进一步增加。另一方面，南京周边地区交通条件日益便利，铁路和高速公路运能快速增长，也可能导致存储需求有所下降。

2.3.3 募集资金项目主要增加成品油和液体化工品存储能力

表 6：募集资金项目

	投资(万元)	工期(年)	收入(万元)	业务量(万吨)	新增税后利润(万元)
南京新生圩液体化工码头储运工程	13800	2	3250	65	1226
仪征液体化工储运设施扩建工程	5823	1	1700	34	984
仪征港成品油运设施建设工程	4976	1	1900	83	507
仪征港区工艺管道扩建工程	2684	1	982	75	445

数据来源：公司招股意向书

上述项目中的仪征液体化工储运设施扩建工程仪征港成品油运设施建设工程已经部分完工，所有项目正式完工投产将在 2006 年中期之后。因此，公司在此之前的相关业务增长仍将受到一定限制。根据招股意向书预测，上述项目盈利能力比较可观。随着成品油和液体化工储运业务市场竞争趋于激烈，其将来盈利能力可能低于预期。

2.3.4 成品油和液体化工品业务预测

由于受存储能力限制，公司 2005 年成品油和液体化工品业务量增速可能明显低于上年。

表 7：公司成品油和液体化工品业务量预测

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
成品油(万吨)	8	20	53	60	93	150
液体化工(万吨)	90	128	160	172	230	276

数据来源：申银万国证券研究所

2.4 服务费率总体趋于市场化

由于公司原油中转业务不存在竞争，服务费率执行交通部相关收费规定，除主管部门进行调整外，今后变动的可能性较低。成品油和液体化工品业务由于市场化程度较高，服务价格已经实现市场化，公司实际执行价格明显低于交通部相关标准。从历史来看，公司费率总体保持稳定。公司原油业务实际综合费率明显

低于交通部标准主要由于业务结构，成品油和液体化工品综合费率低于标准则有品种结构、服务项目和市场定价等多种因素。由于公司原油业务比重可能下降，总体费率将趋于市场化。

表 8：公司服务价格（元/吨）

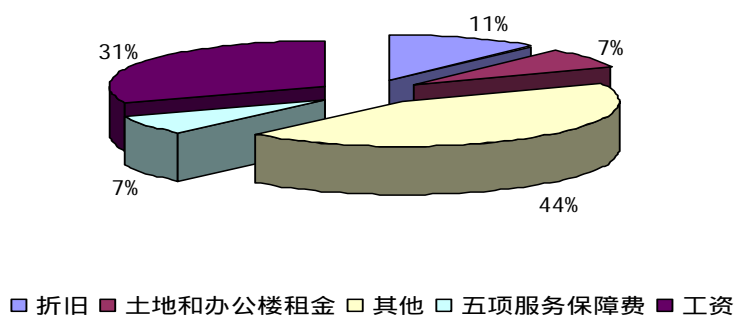
品种	交通部标准	02年综合费率	03年综合费率	04年综合费率
管道油	4.65			
海进江(外贸)	20.9			
海进江(内贸)	8.98	7.63	8.12	8.28
成品油	20(综合)	9.48	13.10	12.72
液体化工	多品种	20.51	19.46	17.36

数据来源：申银万国证券研究所

2.5 盈利能力较高，未来成本可能上升较快

在费率稳定、收入持续增长的情况下，公司主营业务利润率稳定在 65% 的水平上，没有呈现出港口行业边际利润递增的特征。公司相对于经营其他货种的港口公司，公司折旧和摊销等固定成本所占比重偏低，工资和与生产经营相关的可变成本比重明显较高。随着总投资 27000 万元募集资金项目的投入（4300 万元已经在 2004 年底转入固定资产），2006 年成本增速将可能加快。

图 5：公司总成本费用构成



数据来源：申银万国证券研究所

3. 公司未来有参与集装箱业务的可能

3.1 集装箱业务是大股东另一优质资产

除股份公司本身外，大股东旗下 2004 年盈利超过 100 万元的资产就是控股 61.63% 的南京国际集装箱装卸有限公司（与美国 ENCINAL TERMINALS 合资），当年净利润为 4052 万元。

目前南京集装箱新港区仪征龙潭集装箱港区龙潭港一期工程已经于 2004 年 3 月竣工投产，暂时仅经营内贸箱业务。未来南京港老港区的国际集装箱装卸有限公司业务将转至该港区。该一期工程总投资约 11 亿元，设计年吞吐能力 52 万标准箱，远期在 100 万箱以上，是长江沿线最大的集装箱专业化港区。

3.2 公司计划介入集装箱业务

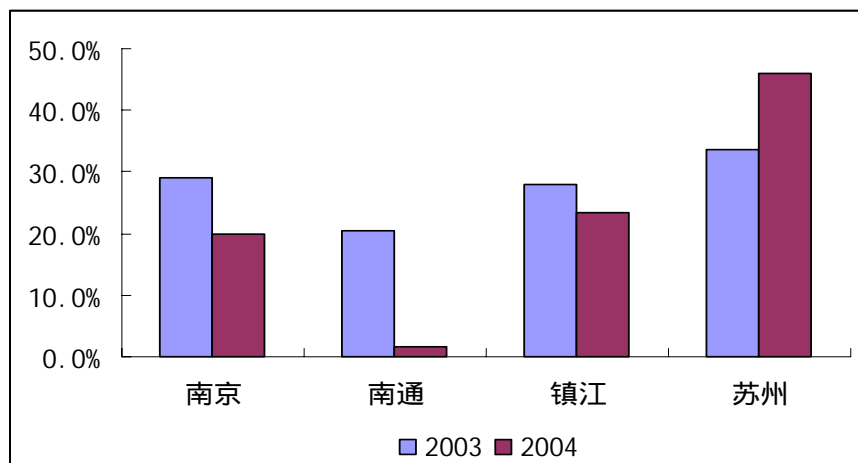
公司规划在 2006-2007 年介入集装箱业务，主要方式可能是参股即将新建的龙潭港区。南京港务局承诺在 2008 年底之前将其持有的龙潭港区的不少于 25% 的股权优先转让给股份公司。上港集箱、中远太平洋可能在新公司中分别占有 25% 和 20% 的股权，南京港务局承诺转让 25% 股权的原因可能是现合作方美国 ENCINAL TERMINALS 也将占一部分股权。

尽管南京国际集装箱装卸有限公司每目前盈利较好，新公司投产后可能因折旧大幅提高而使利润增长减缓，甚至短期下降。

3.3 南京港集装箱业务在竞争中略占优势

长江三角洲地区目前共有主要集装箱港口 11 座，竞争激烈，多数港口利用率力不足。由于上海国际航运中心的形成，长江三角洲地区港口的主要前途在内支线和喂给港。根据 2004 年国家发改委、交通部规划，长江三角洲地区南京港、南通港、镇江港、苏州港被确定为集装箱运输支线港，以国内支线运输为主。2010 年前重点建设南京港龙潭港区、镇江港大港港区、南通港狼山港区和苏州太仓港区等，新增能力 700 余万标准箱。

图 6：长江三角洲主要内河港集装箱吞吐量增幅



数据来源：申银万国证券研究所

总体来看，由于腹地重合，港口条件类似，长江三角洲地区集装箱港口竞争长期将比较激烈。2004 年南京港集装箱吞吐量达 48 万标箱，南京港地处水陆交通枢纽，如果上港集箱、中远太平洋能够进入，则在竞争上可能略占优势，未来几年吞吐量增幅保持 20%的可能性是较大的。

4. 公司面临的两大不确定性

公司面临的两方面重大不确定性，一是仪长管道开通时间，以及开通后的实际运营情况；二是公司介入集装箱业务的时间和股权比例。

不过，未来公司在时间和盈利上，用集装箱业务替代原油业务减少的利空的可能性也是较大的。

假设龙潭港集装箱新公司 2006 年前成立，2006 年盈利 4000 万元，公司收购 25% 股权。以下是 2006 年公司不同时间收购集装箱股权以及沿江管道开通对公司盈利的影响分析。

表 9：收购集装箱 25% 股权以及沿江管道开通对公司 06 年盈利的影响（每股收益：元）

	四月	七月	十月	06 年不开通
一月	0.423	0.455	0.495	0.530
四月	0.407	0.439	0.479	0.514
七月	0.391	0.423	0.463	0.498
十月	0.374	0.406	0.446	0.481
06 年不收购	0.358	0.390	0.430	0.465

数据来源：申银万国证券研究所

附表

利润表				
项 目	2004	2005E	2006E	2007E
一、主营业务收入	19,524	21021	21021	20294
减：主营业务成本	6,114	6502	7457	8243
主营业务税金及附加	655	704	704	680
二、主营业务利润	12,756	13814	12859	11371
加：其他业务利润	64	60	60	60
减：营业费用	0	0	0	0
管理费用	3,803	4032	4203	4359
财务费用	83	-151	-332	-471
三、营业利润	8,933	9993	9048	7543
加：投资收益	0	0	0	0
营业外收入	2	0	0	0
减：营业外支出	-3	0	0	0
四、利润总额	8,932	9993	9048	7543
减：所得税	2,975	3269	2951	2493
少数股东收益	0	0	0	0
五、净利润	5,958	6724	6097	5050
总股本		15367	15367	15367
EPS		0.438	0.40	0.33

现金表				
	2004	2005E	2006E	2007E
净利润	5,958	6724	6097	5050
加：少数股东本期损益	0	0	0	0
计提减值准备	45	0	0	0
固定资产折旧	1,493	1600	1828	2320
无形资产和待摊费用的摊销	0	300	300	300
处置资产损失	1	0	0	0
财务费用	134	(151)	(332)	(471)
投资损失	0	0	0	0
存货的减少	(53)	(47)	0	0
经营性应收项目的减少	(69)	(119)	(0)	57
经营性应付项目的增加	1,235	(210)	318	262
其它	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	8,748	8098	8211	7518
收回投资收到的现金	0	0	0	0
收到的其它与投资活动有关的现金流量净额	2	0	0	0
固定资产、无形资产和其它长期资产支付现金(capex)	(4184)	(13400)	700	(2360)
投资所支付的现金	(150)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(4332)	(13400)	700	(2360)
吸收权益性投资所收到的现金	0	27000	0	0
发行债券现金	0	0	0	0
借款/还款净现金	0	(4000)	0	0
分配股利或利润/偿付利息所支付的现金	(2295)	180	332	471
其他	(65)			
筹资活动产生的现金流量净额	(2359)	23180	332	471
现金及现金等价物净增加额	2056	17878	9243	5630
货币资金的期初余额	6648	8704	26582	35825
货币资金的期末余额	8704	26582	35825	41455

资产负债表				
资 产	2004	2005E	2006E	2007E
流动资产				
货币资金	8,704	17888	26804	31841
应收帐款	1537	1655	1655	1598
存货	153	200	200	200
流动资产合计	10,394	19743	28659	33639
长期投资合计	150	150	150	150
固定资产				
固定资产净额	19,933	26873	37573	38045
工程物资及在建工程	1495	14895	1695	1555
固定资产合计	21,428	41768	39268	39600
无形资产及其他资产合计	0	0	0	0
资产总计	31,972	61661	68077	73389
负债和股东权益				
流动负债				
短期借款	4,000	0	0	0
应付帐款	2377	2167	2486	2748
其他流动负债	1784	2000	2000	2000
流动负债合计	8,052	4167	4486	4748
长期负债				
长期借款	2,000	2000	2000	2000
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	2000	2000	2000
负债合计	10,052	6167	6486	6748
股东权益				
股本	11,517	15367	15367	15367
资本公积	2,879	25879	25879	25879
盈余公积	2,460	3469	4383	5141
未分配利润	5,064	10780	15962	20255
股东权益合计	21,920	55494	61591	66642
负债及股东权益合计	31,972	61662	68077	73389

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。