

2005年3月3日

新股定价分析

# 南京港

短线或受追捧，长期风险颇大

发行价 E | 7.42 元

## 投资建议

- 在 7.42 元的询价上限积极申购
- 预计上市首日合理收盘价：8.50 ~ 9.50 元

## 投资要点

- 南京港是长江流域最大的原油中转港，主营原油、成品油和液化品的装卸和储存，主要客户是长江上游的石化厂。2004 年管道原油和海进江原油业务占主营业务收入的 82.3%，头五名客户占公司总收入的 82.9%。
- 中石化投资建设的“仪征——长岭”原油运输管道项目将对公司原油中转业务带来冲击。公司计划将 81.71% 的募股资金投入液化品装卸储运业务，有望在中期内缓解管道项目对利润表的影响。长期来看，集装箱业务的注入将改变公司的主营货种。
- 可量化的风险主要包括原油管道运输的替代效应、装卸业务的作业费率风险以及液化品的中转量波动风险。业绩风险敏感性测算显示南京港未来业绩波动风险较高，此外大股东的资产质量和盈利能力也值得关注。
- 我们用市盈率法、市净率法和 DDM 模型作为估值方法。考虑到该公司相对同行较低的潜在增长率和较高的业绩波动风险，我们对市盈率法和 DDM 估值结果进行了风险调整。根据上述分析，我们认为该公司未来 12 个月的合理目标价约为 7.03 元。
- 我们认为，上市首日定价很大程度上取决于对大盘短期趋势和机构预期的波动。预计南京港发行价将直达询价上限 7.42 元，预计上市首日收盘价在 9 元左右。考虑到近期华电和黔源上市的示范效应以及港口股较受投资机构认同的特点，不排除南京港上市后短期内受到追捧的可能。

行业	交通运输
公司代码	
发行量 (百万股)	38.5
募集资金净额 (百万)	285.7
总股本 (百万股)	153.7
流通股 A (百万股)	38.5
大股东持股量 (%)	
南京港务管理局	70.45
每股帐面值 (元)	3.29
净资产收益率 (%)	11.30
研究员:	
郑武 罗晓鸣	
	☎ (0755) 82262888-2458
	2586
	zhengwu@pasc.com.cn
	luoxm@pasc.com.cn

截至年度	主营收入	净利润	增长率	每股收益	市盈率	每股股息	股息率
12月31日	(百万)	(百万)	(%)	(元)	(倍)	(元)	(%)
2002	157	47	---	0.31	29.1	0.31	3.43
2003	170	51	8.00	0.33	27.0	0.33	3.71
2004	195	60	16.23	0.39	23.2	0.23	2.58
2005E	221	70	17.36	0.45	19.8	0.27	3.03
2006E	232	75	6.64	0.49	18.6	0.29	3.23

注：各年度每股收益按发行后总股本计算。市盈率以预测的上市首日收盘价中值9元计算，业绩预测采用主承销商预测数据。

## 1. 公司概况

### 1.1 发行概况——询价发行 3850 万股

南京港股份有限公司（以下简称南京港）由南京港务管理局等六家公司于 2001 年 9 月发起设立，通过注入南京港务局第五、六公司等资产形成了南京港的经营性资产。

公司采用网下累计投标询价配售和网上市值配售相结合的发行方式，发行 A 股 3850 万股。3 月 3 日公布询价区间为 7.00~7.42 元，3 月 8 日公布网下定价和配售结果，3 月 11 日市值配售申购。

表 1 南京港发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数(万股)	比例	持股数(万股)	比例
南京港务管理局	10826	94.00%	10826	70.45%
南京长江油运公司	173	1.50%	173	1.13%
中国外运江苏公司	173	1.50%	173	1.13%
中国石化集团九江石油化工总厂	115	1.00%	115	0.75%
中国石化集团武汉石油化工厂	115	1.00%	115	0.75%
中国南京外轮代理公司	115	1.00%	115	0.75%
A 股	0	0.00%	3850	25.05%
合计	11517	100.00%	15367	100.00%

资料来源：南京港招股意向书

### 1.2 主营业务概况

#### ■ 主营业务收入高度依赖原油装卸业务

南京港主要从事原油、成品油和液体化工产品的装卸、储存等港口服务，80%以上的主营业务收入来自于原油装卸和储存业务。

表 2 南京港主营业务收入构成

分业务情况	2002 年		2003 年		2004 年	
	营业收入 (万元)	占当年收 入比例	营业收入 (万元)	占当年收 入比例	营业收入 (万元)	占当年收 入比例
原油业务	13742	87.75%	14242	83.80%	16072	82.32%
成品油业务	73	0.47%	262	1.54%	674	3.45%
液体化工业务	1846	11.79%	2491	14.66%*	2778	14.23%
合计	15661	100.00%	16995	100.00%	19524	100.00%

资料来源：南京港招股意向书，平安证券研究员对带\*数据进行了调整

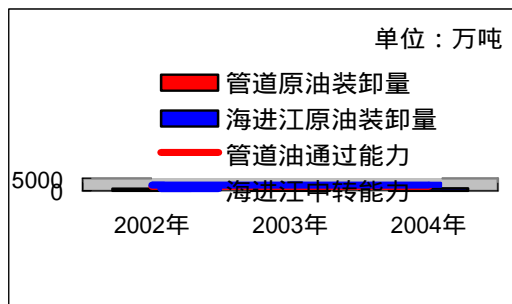
#### ■ 原油中转能力的使用率不高

原油业务包括海进江原油和管道原油装卸业务。

从装卸中转量来看，目前管道油年通过能力 1800 万吨，海进江原油中转能力 2400 万吨。过去 3 年，两项业务的实际总量均低于 1100 万吨，但合计业务量基本保持稳定。

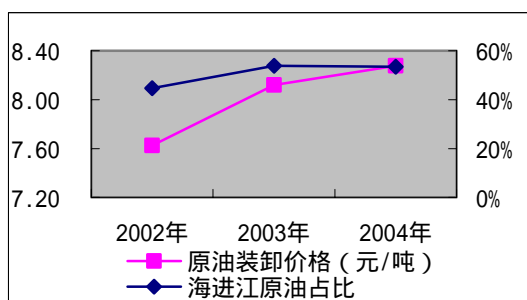
从装卸价格来看，原油吨处理价格有所上升，其主要原因是海进江的装卸费率较高，并且过去 3 年海进江业务占原有业务的比例略有上升。

图1 2002~2004年原油中转量稳定



资料来源：南京港招股意向书，平安证券

图2 装卸价格随海进江原油占比提高而微升

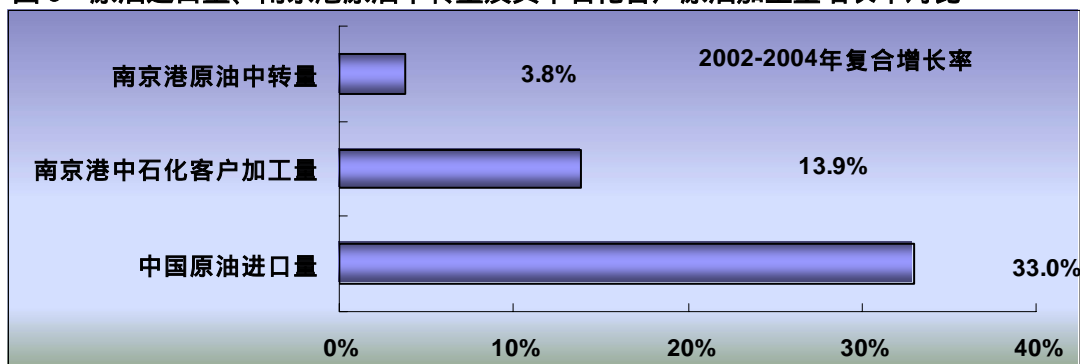


■ 原油装卸业务增长率远低于中国原油进口量增长率

从图3可以看到，2002~2004年南京港的原油装卸业务复合年增长率只有3.8%，不仅远低于中国原油进口量，而且也低于其中石化客户的年原油加工量。

我们对南京港原油装卸业务的成长性亦不乐观，并将在后面的“风险分析”中作具体阐述。

图3 原油进口量、南京港原油中转量及其中石化客户原油加工量增长率对比



资料来源：南京港招股意向书、平安证券行业数据库

1.3 募股资金投向

从南京港募股资金投向来，主要投入于液体化工储运设施和成品油运输项目。原油水运日渐受到管道运输的威胁，液体化工储运可能会成为中短期的盈利增长点。

表3 南京港募股资金投向一览表

项目	总投资额 (万元)	建成后年均净利润 (万元)	2004年12月进度
新生圩液化码头储运工程	13800	1226	
仪征港区液化储运设施扩建	5823	985	已完工项目 2974 万元
仪征港区成品油运设施	4992	507	已完工项目 2744 万元
仪征港区工艺管道扩建	2685	445	
总计	27300	3163	

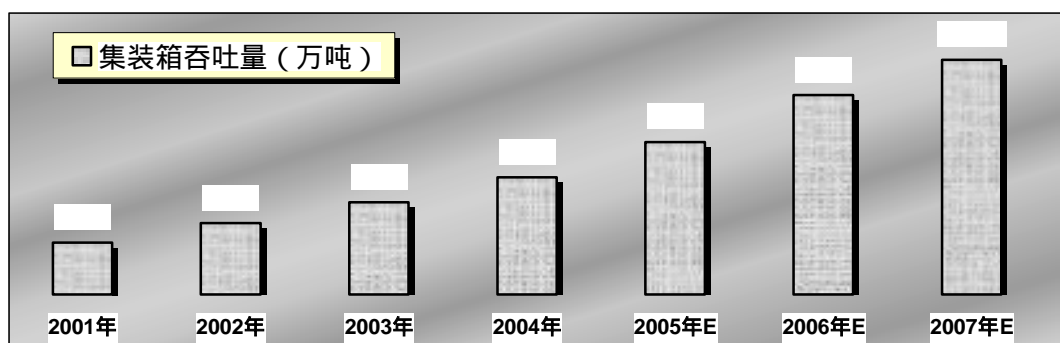
资料来源：南京港招股意向书 平安证券

1.4 母公司尚未注入的优质资产——集装箱码头

根据南京港业务发展规划，公司将于2006~2007年整合母公司集装箱物流资源，创建“以集装箱为主要货种的现代港口物流体系”。如果该规划顺利实施，公司的业务结构将发生重大变化。

基于我们对中石化原油管道可能会在2006年完工的预测，不排除公司在2006年启动收购及融资安排的可能，我们预计收购比例约为25%~50%。

图4 南京港务局集装箱运输量稳步增长



资料来源：南京港招股意向书 平安证券预测

## 11. 财务分析与业绩预测

### 2.1 公司主要财务指标简要分析

从盈利指标来看，公司过去3年主营业务利润率基本稳定在65%附近，净资产收益率也保持在28%左右。这种的净资产收益率和毛利率与许多集装箱港口上市公司相似，应属合理。另外，公司通过向南京港务局租赁土地也是其净资产收益率较高的原因之一。

从偿债能力来看，流动比率和速动比率均属正常。2004年末负债率31.4%，上市后的负债率将进一步下降。

表4 南京港主要财务比率一览

财务比率	2002年	2003年	2004年
<b>盈利能力</b>			
毛利率	64.92%	65.41%	65.33%
净利率	30.31%	30.16%	30.51%
净资产收益率	28.8%	28.30%	27.18%
<b>偿债能力</b>			
流动比率	0.87	0.98	1.29
速动比率	0.85	0.96	1.27
资产负债率	27.73%	31.69%	31.44%

资料来源：南京港招股意向书

### 2.2 业绩预测

以下是南京港主承销商招商证券对南京港进行的预测利润结果，我们将在后面的风险敏感性分析中对主承销商提供的业绩预测进行敏感性分析。

表5 业绩预测假设

项目	2003	2004	2005E	2006E	2007E
原油 (万吨)	1,754	1,942	1,990	1,369	1,122
其中：海进江原油	944	1,038	1,090	1,144	1,122
管道原油	810	904	900	225	0
原油综合费率 (元/吨)	8.12	8.28	8.35	10.15	11.21
液体化工 (万吨)	128	160	220	330	429
液体化工费率 (元/吨)	19.46	17.36	18.14	18.75	19.47
成品油 (万吨)	20	53	112	222	398
成品油费率 (元/吨)	13.1	12.72	13.35	13.97	14.25
资本性支出 (万元)	2,372	4,543	15,453	11,848	9,021

资料来源：招商证券行业研究报告

表 6 南京港 2004 年~2006 年盈利预测

单位：万元	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	16,995	19,524	22,107	23,188	26,602
减：主营业务成本	5,308	6,114	6,363	6,413	7,585
主营业务税金及附加	571	655	741	777	892
主营业务利润	11,116	12,756	15,002	15,998	18,125
加：其他业务利润	60	64	72	75	87
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	3,387	3,803	4,421	4,638	5,320
财务费用	73	83	169	257	251
利润总额	7,678	8,932	10,483	11,179	12,640
减：所得税	2,551	2,975	3,491	3,723	4,210
净利润	5,126	5,957	6,992	7,456	8,431
每股收益（元）	0.33	0.39	0.46	0.49	0.55

资料来源：招商证券行业研究报告

注：各年度每股收益按发行后股本计算

### III. 投资风险及其敏感性分析

我们针对原油管道运输的替代效应、液化品装卸价格和液体化工中转量对业绩的影响进行了敏感性分析。此外，我们建议投资者关注南京港母公司较低的经营业绩。

从风险分析的结果来看，我们认为南京港未来业绩波动风险较高，建议投资者在估值时予以适当的折价。

#### 3.1 原油管道替代效应的敏感性分析

##### ■ 预计“仪征——长岭”管道将于 2006 年 5 月建成

原油管道替代效应风险，是指由于沪宁涌原油运输管道可能会沿江延伸连通长江上游石化企业，导致南京港管道石油运输量下降，业绩低于原有预期的风险。关于中石化油运管线的说法众多，而中石化尚未对外提供官方说法。我们收集到《九江日报》2005 年 1 月的报道，九江石化武处长透露中石化规划 2006 年 5 月建成总投资 40 亿元的“仪征——长岭”沿江原油输送管线项目。我们注意到，主承销商对南京港的产能预测与上述报道基本吻合。

##### ■ 业绩对海进江原油运量变化的敏感度分析

然而，我们未能确定的是，随着陆水转运管道原油通过量的下降，水水转运原油中转量是否也会发生变化？表 7 是我们进行敏感性分析的结果。从另外一个角度来讲，如果中石化最终取消沿江管道铺设，或者管道的投入时间延后，那么 2006~2007 年南京港的原油运输也可能取得比预期更好的业绩。

表 7 南京港 2006~2007 年每股收益对于海进江原油运量变化的敏感度分析

项目	-20%	-10%	0%	10%	20%
2006 年每股收益（元）	0.37	0.42	0.49	0.52	0.57
2007 年每股收益（元）	0.44	0.49	0.55	0.60	0.66

资料来源：平安证券

##### ■ 不排除未来计提原油装卸相关固定资产损失的可能

需要补充的是，如果沿江原油管道铺设完成，不仅原油周转需求下降，南京港的原油装卸资产处置也可能对损益表造成影响。

### 3.2 液体化工品作业费率的敏感性分析

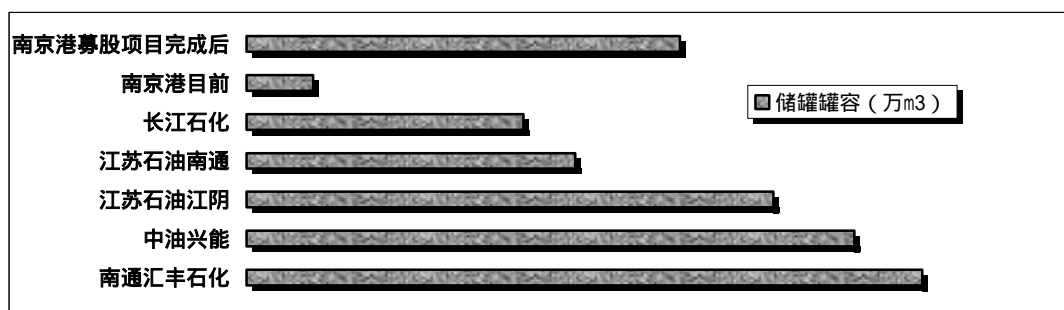
#### ■ 液体化工品项目投资额占募股资金的 81.71%

南京港计划将 81.71%的募集资金用于液体化工品的码头储运装卸项目，预期新增净利润占募股资金预期新增净利润总量的 83.97%。

#### ■ 募股资金项目投产后，南京港液体化工储存优势仍不明显

即使在募股项目投产后，南京港在液体化工储存能力方面的优势也不明显。考虑到液化品水运船只相对较小，对港口水深条件要求较低的情况，我们预计未来液体化工装卸储存业务的竞争较为激烈。

图 5 南京港（募股资金投入前后）与周边企业现有液化储存能力的对比



资料来源：南京港招股意向书、平安证券

#### ■ 业绩对液化产品作业费率波动的敏感度分析

考虑到南京港 2004 年液体化工品作业费率同比下降 11%，并且募股资金主要的预期新增盈利来自液体化工装卸储运，我们进行了敏感性分析如表 8。

表 8 南京港 2006-2007 年每股收益对于液体化工品作业费率变化的敏感度分析

项目	(-10%, -10%)	(0%, 0%)	(8%, 12%)
2006 年每股收益 (元)	0.44	0.47	0.49
2007 年每股收益 (元)	0.48	0.51	0.55

资料来源：平安证券

注：(8%, 12%) 指假设 2006、2007 年液体化工品中转费率比 2004 年分别上升 8% 和 12%。

### 3.3 液体化工品中转量增长率的敏感性分析

根据主承销商的预测，随着募股资金项目建成投入使用，南京港 2006~2007 年液体化工品业务量相对 2004 年增长 106% 和 168%。这种预测与募股项目的投入时间相符，但是市场的竞争可能会导致中转量未能按时达到预期目标。

表 9 南京港 2006-2007 年每股收益对于液体化工品中转量变化的敏感度分析

项目	(25%, 50%)	(50%, 100%)	(106%, 168%)
2006 年每股收益 (元)	0.39	0.43	0.49
2007 年每股收益 (元)	0.41	0.47	0.55

资料来源：平安证券

注：(106%, 168%) 指假设 2006、2007 年液体化工品中转量率比 2004 年分别上升 106% 和 168%。

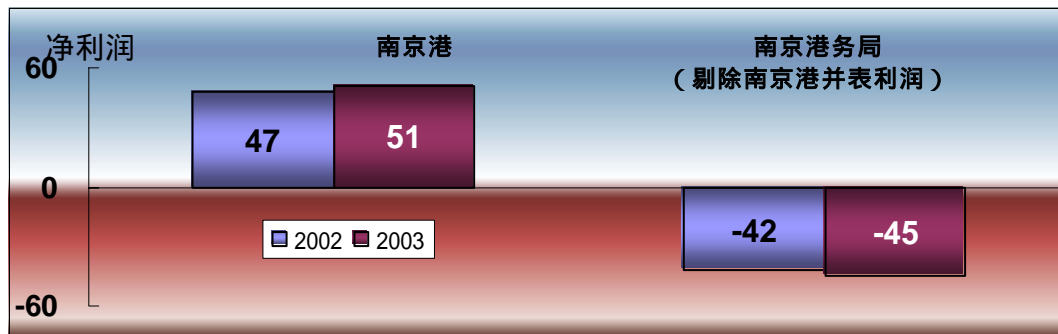
### 3.4 大股东盈利和资产质量不理想



## ■ 南京港务局的盈利能力远逊于南京港股份公司

尽管南京港过去 3 年的主营业务毛利率和净利率非常稳定,但是其母公司的盈利能力尚不如人意。招股意向书透露 2004 年集团的盈利能力有所上升,需要待更完整的数据披露后才能做进一步的分析。

图 6 2002-2003 年南京港与南京港务局净利润对比 (单位:百万元)



资料来源:南京港招股意向书 平安证券

## ■ 南京港务局的资产质量亦不理想

以 2003 年 12 月 31 日数据为例,南京港务局不良资产占净资产的 39.67%。招股意向书披露这些不良资产是在 2000 年以前形成,2004 年 11 月 30 日上述影响尚未消除。

## IV. 基本面定价分析

根据市盈率法、DDM 模型和市净率法,我们得到的估值分别是 8.30、7.67 和 6.71 元。

由于市盈率法和 DDM 模型估值结果与预测每股收益成正比,结合前面的业绩敏感性分析,我们对市盈率法和 DDM 模型估值结果给予 10%的折扣。

经过上述调整,我们得到市盈率法、DDM 模型和市净率法的估值分别是 7.47 元、6.90 元和 6.71 元,计算三者的平均值,得到我们推算的南京港目标价——7.03 元。

### 4.1 市盈率法估值

我们选取的 6 家港口上市公司的市盈率分布区间为 (21.9, 27.1), 均值 25.0。

考虑到内河港口的增长率较低 ( $g$  较小), 并且南京港原油业务面临较大的不确定性 ( $r$  较高), 根据  $PE = (RR - g) * (1 + g) / (r - g)$ , 我们认为合理的市盈率应该为 20~23 倍, 即股价应在 7.8~8.9 元, 中位数为 8.30 元/股。

表 10 同行业可比公司的市盈率比较

证券代码	证券简称	总股本(百万股)	流通股(百万股)	市盈率	ROE2004E
600279	重庆港九	228	86	23.7	7.08%
600575	芜湖港	119	45	21.9	9.52%
600317	营口港	250	100	27.1	8.61%
600018	上港集箱	1804	420	25.4	17.68%
000088	盐田港 A	1245	325	24.8	19.65%
000022	深赤湾 A	496	204	26.9	31.20%

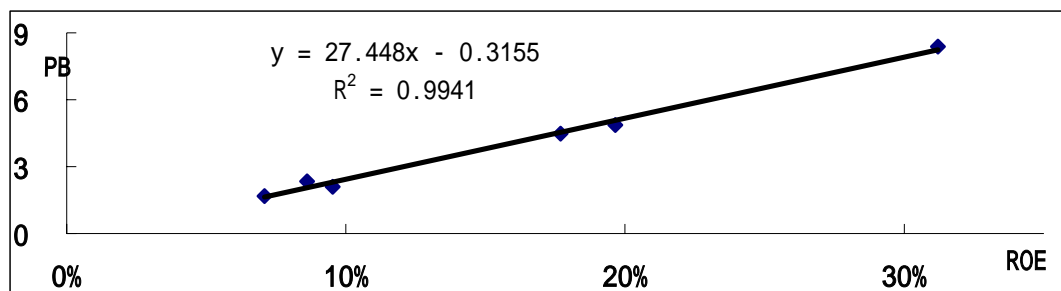
资料来源:WIND 资讯 平安证券

## 4.2 市净率法估值

上述选取的 6 家港口上市公司的市净率分布区间为 (1.7, 8.4)，均值 4.0。

从图 6 我们不难发现，港口上市公司目前的市净率水平与其净资产收益率水平相关性高，解析能力强，与  $PB=(ROE*(RR-g)*(1+g))/(k-g)$  的原理相符。根据经验回归模型，我们计算得到的估值为 6.71 元。

图 7 港口上市公司的市净率与净资产收益率相关性较高



资料来源：平安证券

## 4.3 股利贴现模型估值

根据股利贴现模型， $V=D1/(k-g)$  以及我们对部分参数的假设，得到该公司 DDM 模型估值 7.67 元/股。

表 11 股利贴现模型参数假设与估值结果

长期净资产收益率	10%
长期分红比例	50%
内涵增长率 g	5%
必要回报率	8%
EPS2005	0.46 元/股
股价	7.67 元/股

资料来源：平安证券

## IV. 预计上市定价与申购建议价

上市首日定价很大程度上取决于大盘短期波动和机构预期的变化。我们预测发行价将直达询价区间上限 7.42 元，上市首日收盘价约为 8.5~9.5 元。建议投资者积极参与网上市值配售。

考虑到近期华电能源和黔源电力上市的良好示范效应，以及国内港口股因垄断性资源优势而较受投资机构认同的特点，不排除南京港上市后短期内受到追捧的可能。

平安证券综合研究所投资评级：

- 买入（预测未来 12 个月涨幅超过 20%，即涨幅 > 20%）
- 持有（预测未来 12 个月涨幅介于 10% 至 20% 之间，即 10% < 涨幅 < 20%）
- 观望（预测未来 12 个月涨幅介于 -10% 至 10% 之间，即 -10% < 涨幅 < 10%）
- 卖出（预测未来 12 个月涨幅低于 -10%，即涨幅 < -10%）



此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2005 版权所有。保留一切权利。

## **平安证券有限责任公司**

### **综合研究所**

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：(0755) 82262888 传真：(0755) 82449257