

## 北部湾港 (000582.SZ)

## 一带一路战略港口，西南门户码头成长可期

作为我国西南重要出海口，北部湾港面向东盟，地处四大重要经济圈，战略意义凸显。伴随西南陆海通道建设持续深化，公司成长可期，当前估值处于低位，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 广西北部湾地区国有公共码头唯一运营商，历经整合综合实力快速提升。公司成立于1985年，历经区域性港口整合，并于2013年实现防城港、钦州港和北海港三港整体上市，由单一的港口企业发展为综合性港口集团，公司下辖防城港、钦州港、北海港实现差异化分工，逐步形成一港三域协同发展格局。公司成长速度较快，17-22年营收复合增速达到14.3%，毛利率稳定在35%以上。
- 面向东盟，辐射西南地区的资源集散中心，区位优势显著。广西北部湾港地处泛北部湾、泛珠三角、大西南和东南十国四大经济圈，作为我国西南最便捷出海口，形成了面向东盟、辐射西南地区的资源集散优势地位，伴随西南陆海通道骨干工程平陆运河开通和“一带一路”建设持续深化，北部湾港过货量长期增长可期。货物吞吐量和集装箱吞吐量17-22年复合增速分别为12.3%、25.3%。2022年公司集装箱吞吐量增速在前十沿海港口中排名第一，预计未来港口集装箱吞吐量保持稳健较快发展。
- 持续受益于产业向西转移趋势，资本投入助力港航运营能力提升。北部湾港市场腹地包括广西、云南、川渝等地区，在承接东部沿海地区产业转移大趋势下，腹地经济实现快速发展，利好公司长期货量增长。公司近几年持续通过扩大资本开支提升港口运作能力，为长期吞吐量增长提供基础设施保障。公司2018-2022年资本开支复合增速达到82.1%，截至2022年，公司的港口通过能力达到3.33亿吨，其中集装箱通过能力达到770万标箱，港口运作能力稳步提升。公司近期公告非公开发行募集总额不超过36亿元，本次定增所募资金将主要用于港口泊位工程项目和防城港粮食输送改造工程，持续提升公司港口的吞吐能力和集疏运能力。
- 投资建议：北部湾港作为西南地区最佳出海口，在西部陆海通道和“一带一路”建设下战略地位持续凸显，同时受益于产业向西转移和与东盟贸易深化，腹地经济快速发展，长期货量增长可期。公司持续通过资本运作提升港航运营能力，在主要港口企业中仍具备较好成长性。我们预计公司23-25年归母净利润分别为11/12/14亿元，同比增长分别为6%/11%/14%，对应23年PE为12.6，PB为1.0，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：宏观经济超预期下滑、重大公共安全事件、行业收费政策调整、非公开发行股票摊薄即期回报的风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5898	6378	6389	6827	7495
同比增长	10%	8%	0%	7%	10%
营业利润(百万元)	1406	1403	1474	1559	1853
同比增长	-1%	-0%	5%	6%	19%
归母净利润(百万元)	1028	1039	1099	1222	1390
同比增长	-4%	1%	6%	11%	14%
每股收益(元)	0.63	0.59	0.62	0.69	0.78
PE	12.4	13.4	12.6	11.4	10.0
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (首次)

周期/交通运输

目标估值：NA

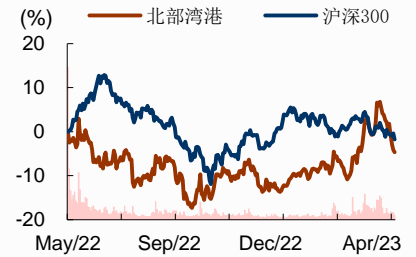
当前股价：7.83元

## 基础数据

总股本(万股)	177200
已上市流通股(万)	140967
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	110
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	49.1%
主要股东	广西北部湾国际港务集团有限公司
主要股东持股比例	63.3%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	6	5
相对表现	-5	3	9



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 苏宝亮 S1090519010004  
✉ subaoliang@cmschina.com.cn
- 肖欣晨 S1090522010001  
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 魏芸 S1090522010002  
✉ weiyun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、北部湾港：面向东盟，辐射西南地区的资源集散中心	4
1、历史复盘：经历区域整合，综合实力跃升	4
2、股权结构：实控人为广西国资委	5
3、财务情况：吞吐量增长较快，港口装卸堆存贡献核心毛利	6
二、西南地区最佳出海口，持续受益于产业转移	10
1、“一带一路”重要节点，区位优势保障长期货量空间	10
2、受益于产业转移趋势，腹地经济持续向好	12
3、持续进行资本投入，加速提高港航能力	14
4、行业竞争格局向好，带动费率回归理性	16
三、盈利预测与投资建议	18
1、盈利预测	18
2、投资建议	18
四、风险提示	19

## 图表目录

图 1：北部湾经济区示意图	4
图 2：北部湾港历史沿革	5
图 3：北部湾港股权结构图	5
图 4：北部湾港营收及增长情况	6
图 5：2022 年北部湾港主要业务占比情况	6
图 6：北部湾港货物总吞吐量变化情况	6
图 7：北部湾港集装箱吞吐量变化情况	6
图 8：北部湾港毛利及毛利率变化情况	7
图 9：港口行业主要公司毛利率情况对比	7
图 10：北部湾港各业务板块毛利情况（单位：亿元）	8
图 11：北部湾港管理、财务、研发费用率情况	8
图 12：北部湾港归母净利润及增长情况	8
图 13：2022 年旗下三大港口净利润情况（单位：亿元）	8
图 14：北部湾港 ROE 及归母净利率情况	8

图 15: 北部湾港经营性现金流净额变化情况 .....	9
图 16: 港口行业主要公司资产负债率情况对比 .....	9
图 17: 港口行业核心要素 .....	10
图 18: 西部陆海新通道线路图 .....	11
图 19: 平陆运河地理位置图 .....	11
图 20: 腹地各省和东部各地区制造业平均工资对比 (单位: 万元/年) .....	13
图 21: 腹地各省用电量增速与全国情况对比 .....	13
图 22: 腹地各省 GDP 增速与全国对比 .....	13
图 23: 中国对主要经济体及地区月度出口金额增速变化 .....	14
图 24: 中国与东盟国家月度进出口金额情况 (单位: 亿美元) .....	14
图 25: 2022 中国对东盟国家出口货物构成 .....	14
图 26: 2022 中国对东盟国家出口货物增速 .....	14
图 27: 北部湾港资本开支增长情况 .....	15
图 28: 主要港口上市企业资本开支比率变化情况 .....	15
图 29: 港口装卸堆存业务毛利占比及毛利率情况 .....	17
图 30: 北部湾港装卸堆存费率变化情况 (元/标箱) .....	17
图 31: 北部湾港历史 PE Band .....	19
图 32: 北部湾港历史 PB Band .....	19
表 1: 2021-2023Q1 全国港口集装箱吞吐量前 20 港口 (单位: 万 TEU, %) .....	6
表 2: 港口行业主要公司分红及股息率情况 .....	9
表 3: “一带一路”及北部湾港相关扶持政策梳理 .....	12
表 4: 定增募集资金用途 (单位: 亿元) .....	15
表 5: 2022 年北部湾港在建项目梳理 .....	15
表 6: 港口装卸费率相关调控政策 .....	16
表 7: 2020-2021 年广西北部湾港降费指导目标 .....	17
表 8: 2021 年以来部分港口陆续开始上调费率 .....	17
表 9: 北部湾港核心财务数据预测 .....	18
表 10: 北部湾港利润表预测 .....	18
表 11: 上市重点港口估值对比 (截至 2023 年 5 月 23 日) .....	19
附: 财务预测表 .....	20

## 一、北部湾港：面向东盟，辐射西南地区的资源集散中心

### 1、历史复盘：经历区域整合，综合实力跃升

北部湾位于广西壮族自治区西部北湾港，是我国西南最便捷出海口。北部湾位于中国南海西北部，东临雷州半岛和海南岛，北临广西壮族自治区，西临越南，与琼州海峡和中国南海相连，临岸的广西壮族自治区玉林、崇左、钦州、防城港、南宁和北海组成了北部湾经济区。广西北部湾港包括防城港域、北海港域、钦州港域，地处泛北部湾经济圈、泛珠三角经济圈、大西南经济圈和东南十国经济圈，作为我国西南最便捷出海口，形成了面向东盟、辐射西南地区的资源集散优势地位。

图 1：北部湾经济区示意图



资料来源：公司资料、招商证券

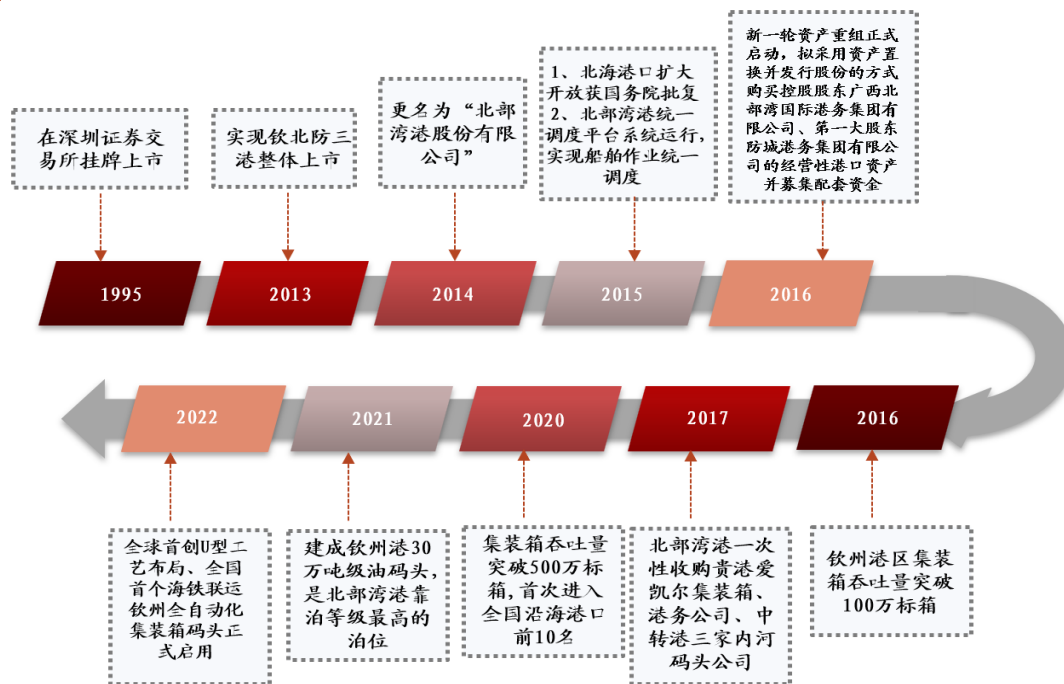
公司前期经历区域性港口整合，综合实力实现跃升。公司作为广西北部湾地区国有公共码头唯一运营商，所运营的北部湾港是西南沿海港口群的主力港口，市场腹地囊括广西、云南、川渝等地区。北部湾港股份有限公司原名北海港股份有限公司、北海新力实业股份有限公司，成立于 1985 年，并于 1995 年在深圳证交所挂牌上市，成为广西最早的上市公司之一。

2009 年，区域港口资源无序竞争逐渐成为制约港口发展的阻碍，广西防城港、钦州港、北海港开始实施整合，统一使用“广西北部湾港”名称，集团公司开创全国跨行政区域整合港口资产先河。

2013 年实现防城港、钦州港和北海港三港整体上市；2014 年上市公司“北海港股份”更名“北部湾港股份”，三港统一规划，提升广西北部湾港经济圈资源协同性。

2022 年，公司拥有及管理沿海生产性泊位 77 个，其中万吨级以上、十万吨级以上泊位分别为 70 个和 28 个，在泊位布局逐步优化，基础设施持续完善的基础上，北部湾港全港货物吞吐量和集装箱吞吐量分别位居全国沿海主要港口第 9 位和第 8 位，在前十大沿海港口中集装箱吞吐量增速排名第一。公司在经历区域性整合后逐渐迈入新发展阶段，已经由单一的港口企业发展为综合性港口集团，作为面向东盟，辐射西南经济圈的重要出海口，长期发展潜力较大。

图 2: 北部湾港历史沿革

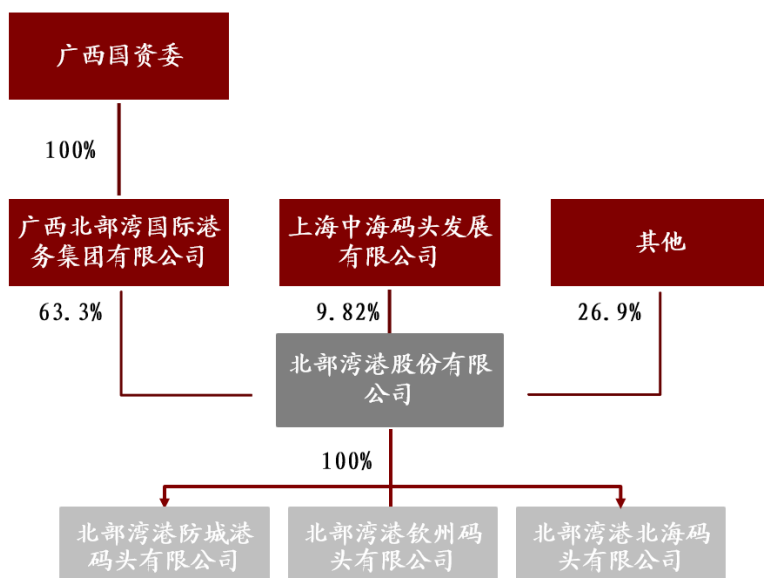


资料来源: 公司官网、招商证券

## 2、股权结构: 实控人为广西国资委

公司实控人为广西壮族自治区国资委。公司第一大股东广西北部湾国际港务集团有限公司持有公司 63.3% 股权，第二大股东上海中海码头发展有限公司持有公司 9.8% 股权，其他股东合计持有 26.9% 股权。在经历前期整合后，公司下辖三大港口实现差异化分工，逐步形成一港三域协同发展格局，其中钦州港区作为西部陆海新通道海铁联运的关键节点，重点打造国际集装箱干线港和油品运输中转基地，兼顾临港企业散杂货；防城港区大力发展大宗散货运输，兼顾配套临港集装箱功能，拓展粮食运输，打造西部陆海新通道国际大宗商品集散枢纽港；北海港区依托铁山港区，重点服务临港企业、桂东南区域企业，三大港域之间功能定位进一步细化，协同发展势头良好。

图 3: 北部湾港股权结构图



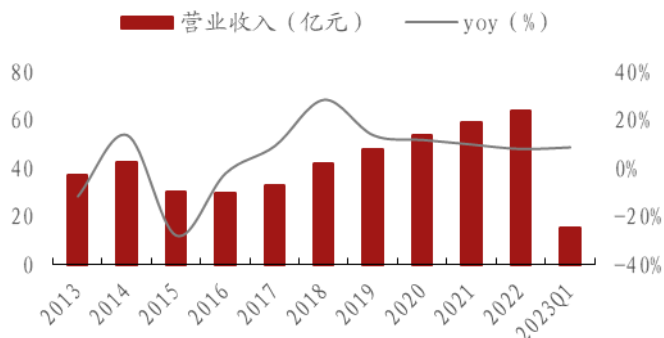
资料来源: Wind、招商证券

### 3、财务情况：吞吐量增长较快，港口装卸堆存贡献核心毛利

收入端：2022 年集装箱吞吐量增速在前十沿海港口中排名第一，成长性较强。公司核心业务主要包括港口装卸堆存业务、拖轮及港务管理业务、理货业务和代理业务，其中港口装卸堆存业务主要以集装箱装卸及港务配套服务和散杂货装卸堆存为主，是公司收入贡献的主要业务，2017-2022 年营收复合增速达到 14.3%，2022 年公司实现营业收入 63.8 亿元，同比增长 8%，其中港口装卸堆存业务实现营业收入 59 亿元，同比增长 11.1%，占总营收比重达到 92%。2022 年受到宏观经济下行影响，公司货物总吞吐量增长有所放缓，全港货物吞吐量和集装箱吞吐量分别达到 2.8 亿吨和 702.1 万 TEU，同比分别增长 4.0%和 16.8%，货物吞吐量和集装箱吞吐量 2017-2022 年复合增速分别为 12.3%、25.3%，2022 年公司集装箱货物吞吐量在前十沿海港口中排名第一。

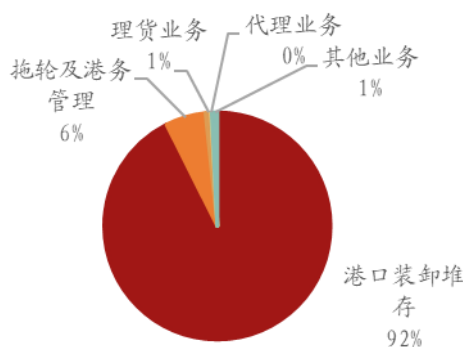
2023 年一季度，伴随宏观经济修复及疫情防控政策放开，公司实现营业收入 15.1 亿元，同比增长 8.8%，一季度北部湾港完成货物吞吐量 9731 万吨，同比增长 13%，集装箱吞吐量完成 161.2 万标箱，同比增长 14.7%，2023 年 4 月公司港口完成货物吞吐量 2524.7 万吨，同比增长 0.75%，其中集装箱完成 63.4 万标箱，同比增长 8.3%。根据公司指引，预计 2023 年公司港口吞吐量或将达到 2.83 亿吨，计划增长 288 万吨，其中集装箱吞吐量力争完成 800 万标箱，预计同比增幅 13.95%。

图 4：北部湾港营收及增长情况



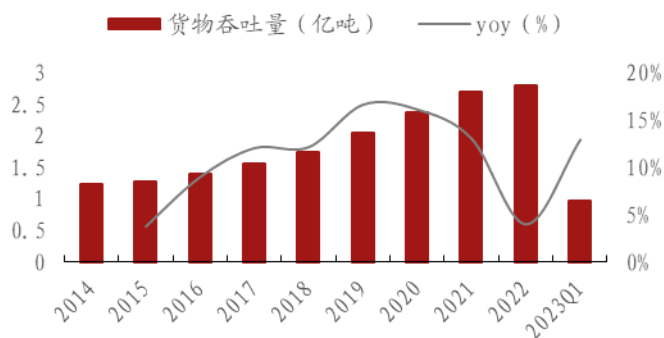
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：2022 年北部湾港主要业务占比情况



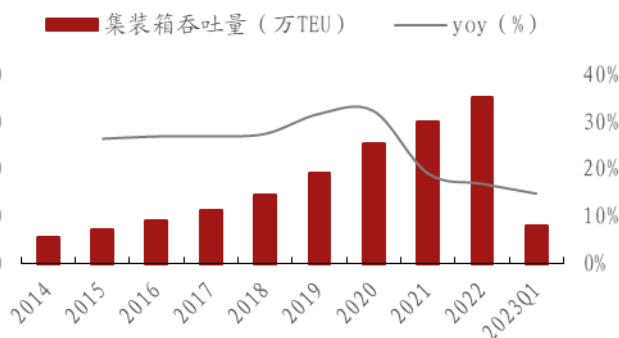
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：北部湾港货物总吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：北部湾港集装箱吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：2021-2023Q1 全国港口集装箱吞吐量前 20 港口（单位：万 TEU，%）

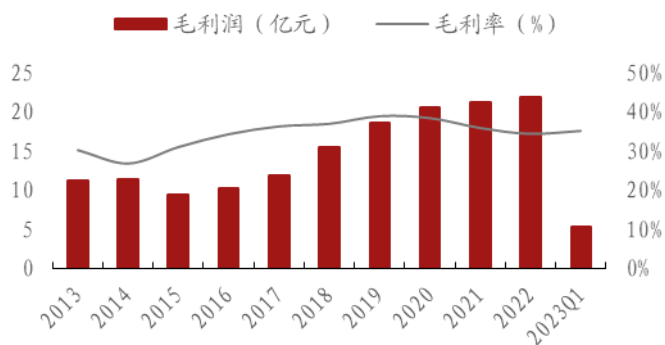
排名	港口	2021	同比	港口	2022	同比	港口	2023Q1	同比
1	上海港	4703	8.1%	上海港	4730	0.6%	上海港	1147	-6.4%
2	宁波舟山港	3108	8.2%	宁波舟山港	3335	7.3%	宁波舟山港	819	3.5%
3	深圳港	2877	8.4%	深圳港	3004	4.4%	青岛港	662	12.2%
4	广州港	2447	5.6%	青岛港	2567	8.3%	深圳港	617	-4.9%
5	青岛港	2371	7.8%	广州港	2486	1.6%	广州港	561	2.4%
6	天津港	2027	10.4%	天津港	2102	3.7%	天津港	505	9.0%

排名	港口	2021	同比	港口	2022	同比	港口	2023Q1	同比
7	厦门港	1205	5.6%	厦门港	1243	3.2%	厦门港	290	0.7%
8	苏州港	811	29.0%	苏州港	908	11.9%	苏州港	208	1.6%
9	北部湾港	601	19.0%	北部湾港	702	16.8%	北部湾港	161	14.7%
10	营口港	521	-7.8%	日照港	580	12.2%	日照港	150	15.8%
11	日照港	517	6.4%	连云港港	557	10.6%	连云港	146	15.5%
12	连云港港	503	4.8%	营口港	500	-4.1%	营口港	120	16.9%
13	佛山港	371	-8.5%	大连港	446	21.5%	烟台港	115	17.5%
14	东莞港	369	-2.9%	烟台港	412	12.8%	大连港	112	19.7%
15	大连港	367	-28.1%	东莞港	361	-2.2%	南京港	81	10.5%
16	烟台港	365	10.6%	福州港	346	0.4%	福州港	80	-3.7%
17	福州港	345	-2.2%	唐山港	334	1.5%	佛山港	72	1.7%
18	唐山港	329	5.7%	佛山港	322	-13.1%	嘉兴港	71	21.6%
19	南京港	311	2.9%	南京港	320	2.9%	武汉港	66	34.9%
20	武汉港	248	26.1%	嘉兴港	285	28.4%	东莞港	64	-6.3%

资料来源：交通运输部、招商证券

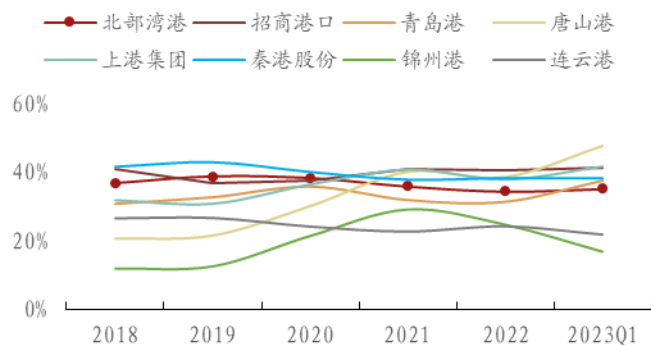
**毛利及费用端：港口装卸堆存业务贡献核心毛利，财务费用小幅上行。**2022 年公司毛利润达到 23 亿元，同比增长 34.4%，毛利率为 37.1%，其中港口装卸堆存业务贡献毛利超 95%。得益于区位优势及集装箱货量占比较高因素，北部湾港毛利率水平相对领先，近三年公司毛利率呈小幅下行趋势，主要受到码头泊位在建工程转固导致折旧成本增加、产能仍处于爬坡期、人工成本上涨和 2020 年起推行的北部湾港区降费政策等因素影响。费用方面，2022 年公司管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 8.0%、4.1%、0.1%，2023 年第一季度公司管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 7.5%、4.8%、0.2%。公司管理费用相对稳定，2022 年及 2023Q1 财务费用有所上行，主要由于带息负债增加及部分工程转固后利息费用化增加所致，公司研发费用率有所上行，持续通过增加研发投入加快港口信息化建设进程，推进港口作业信息化系统开发，提高作业效率。

图 8：北部湾港毛利及毛利率变化情况



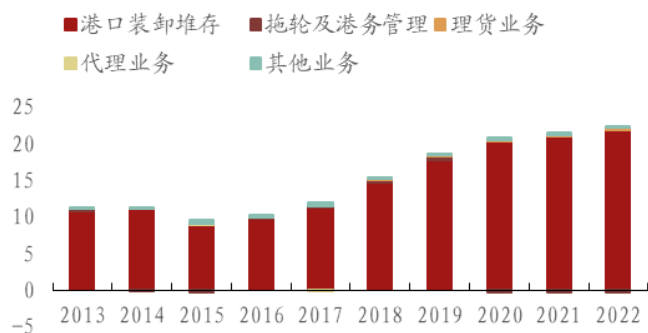
资料来源：公司公告、招商证券

图 9：港口行业主要公司毛利率情况对比



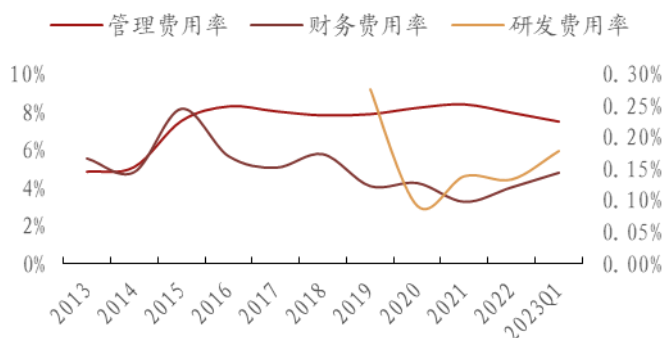
资料来源：公司公告、招商证券

图 10: 北部湾港各业务板块毛利情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

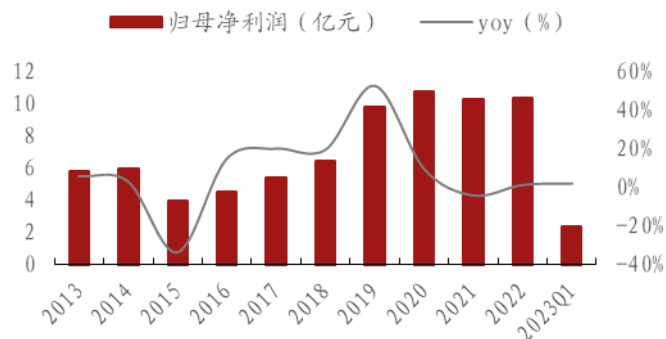
图 11: 北部湾港管理、财务、研发费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

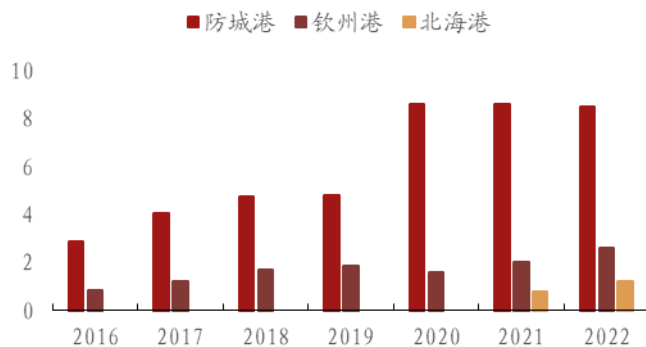
**利润端: ROE 及归母净利率有所回落, 看好后续盈利能力逐步修复。**公司归母净利润自 2015 年起进入快速增长通道, 2015-2019 年归母净利润复合增速达到 25.7%, 维持较快增长, 进入 2020 年后利润增速放缓, 2021 年公司面临疫情防控、环保投入成本增加、航道施工等多重不利因素影响, 归母净利润同比下滑, 2022 年公司在宏观因素不利的背景下, 加快港航能力建设, 实现归母净利润 10.39 亿元, 同比增长 1.83%, ROE 和归母净利率分别为 8.55%、16.29%。2022 年公司旗下三大港口中, 防城港、钦州港、北海港分别实现净利润 8.5 亿元/2.6 亿元/1.2 亿元, 其中防城港码头在发展大宗散货运输的同时兼顾配套临港集装箱功能, 拓展粮食运输, 吞吐量和利润贡献相对领先。2023 年第一季度公司实现归母净利润 2.38 亿元, 同比增长 1.78%, ROE 和归母净利率分别为 1.83%、15.71%, 预计 23 年在宏观经济修复后 ROE 及净利润仍有提升空间。

图 12: 北部湾港归母净利润及增长情况



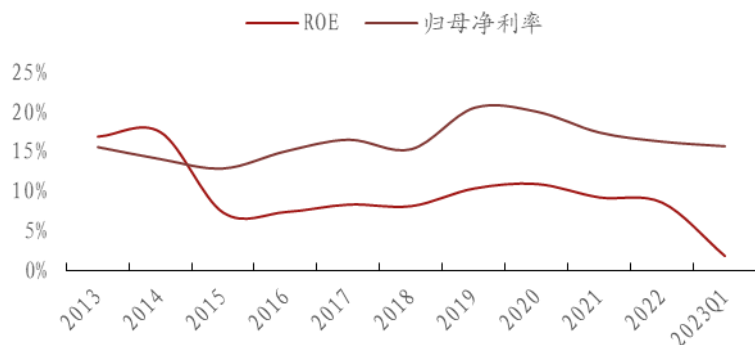
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 2022 年旗下三大港口净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 北部湾港 ROE 及归母净利率情况



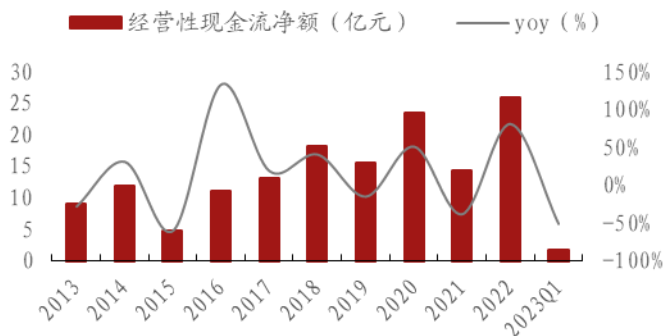
资料来源: 公司公告、招商证券



**现金流及资产负债率：**公司经营性现金流表现良好，整体呈波动增长趋势，2022 年公司经营性现金流净额达到 26.0 亿元，同比增长 78.3%，主要由于客户回款增加和税费返还。2023Q1 公司经营性现金流量净额达到 1.7 亿元，同比下降 52.17%，主要由于增值税留抵退税减少、职工工资和企业年金增加所致。

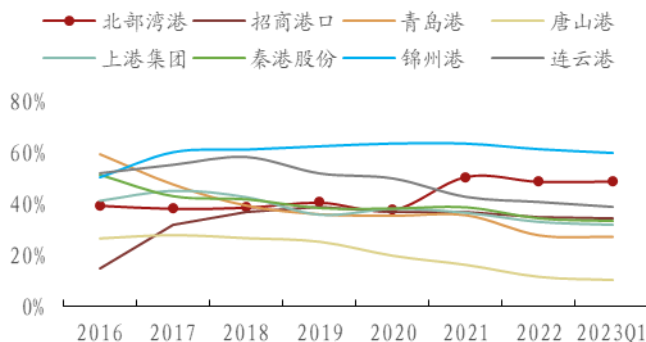
公司资产负债率相对稳定，2016-2020 年期间基本维持在 40%左右，2021 年以后，由于“十四五”期间对资金投入需求较大，公司主要通过银行借款、发行可转债等方式融资，导致利息负担较重，资产负债率有所上升，基本维持在 50%左右，2023Q1 公司资产负债率为 49.1%。展望未来，若公司定增项目顺利发行，资产负债率或有望下降至 40%左右，同时可转债陆续转股后可进一步降低资产负债率。

图 15: 北部湾港经营性现金流净额变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 16: 港口行业主要公司资产负债率情况对比



资料来源：Wind、招商证券

**分红情况：**北部湾港分红比率基本稳定在 30%左右，股息率在 2%左右，位于主要港口企业中等偏下水平，股利分配政策相对稳定，预计未来伴随公司盈利能力提升，分红比率有望增加。

表 2: 港口行业主要公司分红及股息率情况

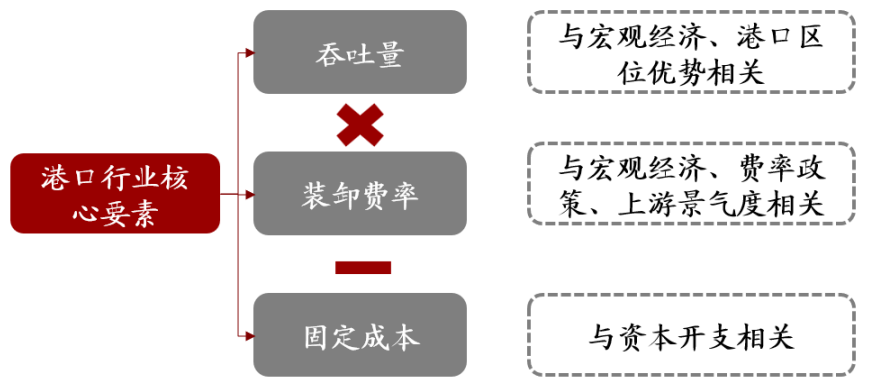
企业	2019		2020		2021		2022	
	分红比率	股息率	分红比率	股息率	分红比率	股息率	分红比率	股息率
北部湾港	29.23%	1.98%	28.10%	1.77%	31.72%	2.29%	29.50%	2.34%
招商港口	30.51%	2.68%	35.37%	2.39%	30.78%	2.54%		3.13%
青岛港	34.30%	2.92%	44.30%	4.08%	41.99%	4.80%		
唐山港	30%	3.46%	64.32%	8.06%	99.30%	12.73%	70.14%	7.30%
上港集团	37.08%	2.51%	35.71%	2.80%	30.13%	3.47%		
秦港股份	54.00%	2.82%	35.93%	2.27%	30.13%	2.01%		2.58%
锦州港	23.89%	0.65%	21.42%	0.66%	31.74%	0.70%		
连云港	31.78%	0.05%	58.46%	0.47%	34.15%	0.78%	39.02%	1.03%

资料来源：Wind、招商证券

## 二、西南地区最佳出海口，持续受益于产业转移

港口行业主要受到吞吐量+装卸费率+固定成本三重因素影响。港口行业的核心影响要素主要包括吞吐量、装卸费率及固定成本变化，其中货物吞吐量与宏观需求、腹地资源情况、以及区位优势重要性紧密相关；装卸费率主要受政府调控，近年来伴随行业整合持续，竞争格局向好，费率市场化趋势显现；固定成本则更多与资本开支相关，受长期产能规划影响。

图 17：港口行业核心要素



资料来源：资产信息网、招商证券

### 1、“一带一路”重要节点，区位优势保障长期货量空间

西部海陆新通道建设背景下，北部湾港门户作用凸显。广西北部湾港是中国大西南最佳出海口，依托西部陆海新通道建设，起到连接东南亚、辐射货源腹地广西、云南、贵州、四川、重庆等地区的重要作用。西部陆海新通道的建设将成为深化中国西部地区 and 东南亚及中亚地区国际经贸合作的重要战略部署，目前西部陆海通道的物流网络已覆盖全球 393 个港口，极大缓解了西部地区向东盟出口运距较长的问题，当前“陆海新通道”衔接和“一带一路”建设同西部大开发和长江经济带等发展战略实现有机结合，为中国西部地区对外开放打开重要通道，而北部湾港作为这条通道中的重要门户港口，是西南地区铁路、公路、管道等多种运输方式和海洋运输的主要换装节点，发挥好北部湾港的集散中心作用有助于推动陆海内外联动、东西双向互济的开放新格局。最先开通中欧班列的重庆持续和北部湾港加强合作，2023 年 5 月 6 日重庆与南宁海关签署合作备忘录，持续深化支持西部陆海新通道建设，包括支持“重庆-钦州”铁海联运高效监管，支持“重庆-凭祥”中越国际铁路联运班列拓展货源，提升“中国-东盟”跨境公路运输口岸通关效率等，目前西部陆海新通道北部湾港开行的班列服务站点从 2017 年的 4 省 4 市 4 站覆盖至目前的 17 省 60 市 113 站，与中欧、中亚班列形成常态化衔接，预计未来公司可持续借助西部陆海新通道海铁联运班列开拓业务，成长空间较大。

图 18: 西部陆海新通道线路图



资料来源:《西部陆海新通道总体规划》、招商证券

平陆运河全面开工，成为直抵东盟最近通道，北部湾港区位优势有望实现跃升。2022年8月西部陆海通道的骨干工程平陆运河正式开工建设，将改变滇黔桂出海格局，平陆运河始于南宁横州市西津库区平塘江口，经钦州灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾，可通航 5000 吨级船舶，预计于 2025-2026 年建成开通，届时云贵川渝桂的货物将不再需要绕行广州港，极大程度缩短了向东盟运输货物的距离，北部湾港的通关地位将实现跃升，过货量增长潜力可期。

图 19: 平陆运河地理位置图



资料来源: 百度百科、招商证券

“一带一路”政策频出，对重要港口节点扶持力度增加。西部陆海新通道位于中国西部地区腹地，北接丝绸之路经济带，南连 21 世纪海上丝绸之路，协同衔接长江经济带，在构建“一带一路”新发展格局中具有重要战略意义，承载了国家打开西南地区向东盟开放发展的新通道。近年来相关扶持政策频出，更好支持北部湾港长期高质量建设。展望 2023 年，作为“一带一路”政策提出的十周年，我国对沿线重要门户港口的扶持力度将持续增强。

表 3: “一带一路”及北部湾港相关扶持政策梳理

时间	政策文件	政策内容
2019 年 8 月	《西部陆海新通道总体规划》	打造广西北部湾国际门户港地位。
2021 年 2 月	《国家综合立体交通网规划纲要》	将北部湾港与上海港、广州港等港口一并列列为国际枢纽海港。
2021 年 8 月	《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》	加快建设广西北部湾港国际门户港，共建西部陆海新通道，打造国内国际双循环重要节点枢纽。
2021 年 12 月	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	加快建设交通强国，构建现代综合交通运输体系，优化畅通水运设施网络，推进北部湾防城港和钦州等 20 万吨级及以上航道建设。
2022 年 1 月	区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）	进一步畅通北部湾港与 RCEP 成员国之间的贸易往来，为北部湾港发展注入新的强劲动力，提升北部湾港在双循环新格局中的战略地位。
2022 年 3 月	关于高质量实施区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的指导意见》	全面落实协定规定的市场开放承诺和规则，引导地方、产业和企业适应区域市场更加开放的环境、更加充分的竞争，更好把握 RCEP 带来的机遇，促进经济高质量发展。
2022 年 3 月	第十三届全国人民代表大会第五次会议《政府工作报告》	高质量共建“一带一路”。坚持共商共建共享，巩固互联互通合作基础，稳步拓展合作新领域。推进西部陆海新通道建设。有序开展对外投资合作，有效防范海外风险。
2023 年 3 月	国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见	高质量实施已生效的自由贸易协定，编发重点行业应用指南，深入开展《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等专题培训，组织论坛等多种形式的交流活动。

资料来源：国务院、商务部、国家发展改革委员会、招商证券

## 2、受益于产业转移趋势，腹地经济持续向好

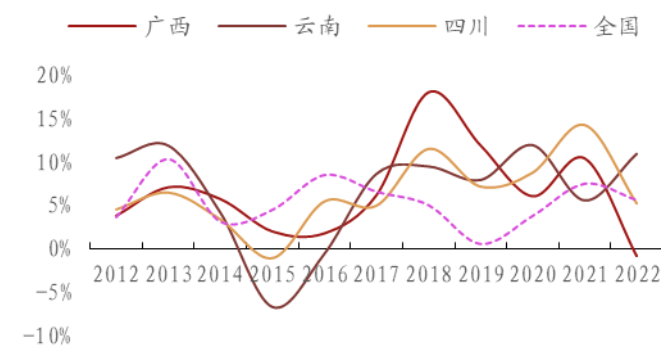
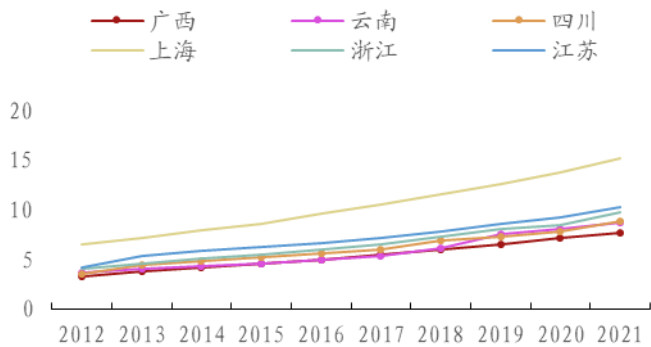
新发展格局下引导产业合理有序向中西部地区转移成为重要目标，西部地区产业承接能力提升。在经过 30 多年发展后，中国人口红利逐步消退，劳动力和土地等成本优势减弱，部分劳动力密集型产业转移呈向西、向外两大趋势，近年来，东部向西部地区产业转移规模逐渐增长，同时出现完整产业链转移趋势。2021 年 11 月《关于促进制造业有序转移的指导意见》指出应引导劳动密集型产业重点向中西部劳动力丰富、区位交通便利地区转移。产业转移所涉及的行业主要包括劳动密集型产业、能源矿产开发和加工业、农产品加工业、装备制造业、现代服务业、高技术产业和加工贸易产业，可以充分发挥中西部地区资源丰富、劳动力来源丰富、劳动力要素成本低、市场潜力大的优势。我们认为西部地区具备较好的产业承接能力主要有以下两方面原因：

**1、西部地区劳动力供给充足，且相较东部地区具备明显价格优势。**劳动力供给方面，以公司主要辐射的广西、云南、四川、贵州四省为例，2016 年以来四省人口增长速度普遍高于全国平均人口增长速度，充足的人口保证了劳动密集型产业的劳动力来源，2022 年广西、四川、贵州三省的人口增速在全国人口负增长的情况下均维持常住人口的正增长。劳动力价格方面，伴随东部地区城镇非私营单位制造业职工平均工资持续上涨，部分劳动力密集型产业面临成本快速增加的压力，向工资水平相对较低的西部地区转移逐步成为更优选择，2012 年广西、云南、四川制造业职工平均工资分别为 3.3 万元/年，3.7 万元/年、3.6 万元/年，相较上海、浙江、江苏的 6.5 万元/年、4.1 万元/年、4.3 万元/年具备明显优势。从人均可支配收入情况看，广西、四川、贵州、云南四省人均可支配收入低于全国平均水平，

2022 年全国人均可支配收入为 47412 元，四省人均可支配收入分别为 38530 元/41444 元/39211 元/40905 元。

**2、西部地区电价、租金等要素成本更低。**东部地区中上海、浙江、江苏等地区大工业用电价格均超 0.6 元/千瓦时，其中部分地区 1-10 千伏用电价格超过 0.7 元/千瓦时，而相较之下，西部川渝、贵州等地用电价格相对更低，趋势产业向中西部要素成本更低的地区转移。观察广西、云南、四川地区用电量增速与全国对比情况，2017-2020 年三省用电量增速均超过全国社会总用电量增幅，产业转移趋势明确。

图 20: 腹地各省和东部各地区制造业平均工资对比 (单位: 万元/年) 图 21: 腹地各省用电量增速与全国情况对比

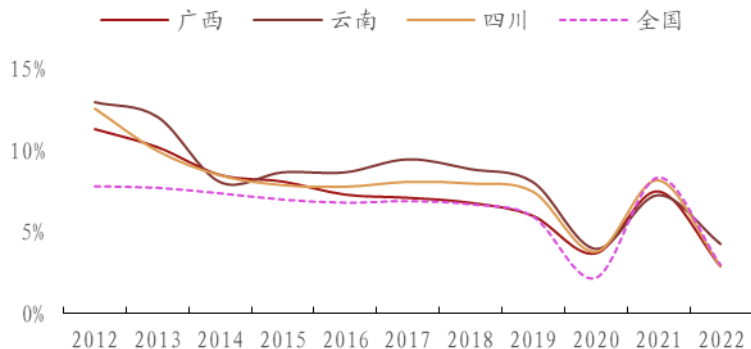


资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

北部湾港核心市场腹地包括广西、云南、川渝等地区，在承接东部沿海地区产业转移大趋势下，腹地经济实现快速发展，利好公司长期货量增长。在产业转移大趋势下，北部湾港辐射的经济腹地广西、云南、贵州、四川四省 GDP 保持高增长。采用疫情前 2019 年数据进行对比，2019 年全国 GDP 增速为 6.0%，广西、云南、贵州、四川四省的 GDP 增速分别为 6.0%/8.1%/8.3%/7.4%，基本高于全国 GDP 增速。

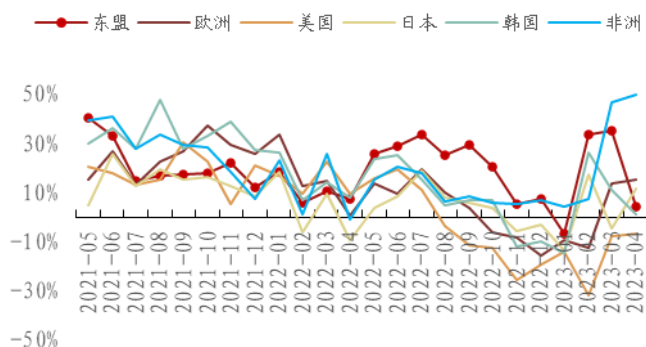
图 22: 腹地各省 GDP 增速与全国对比



资料来源: Wind、招商证券

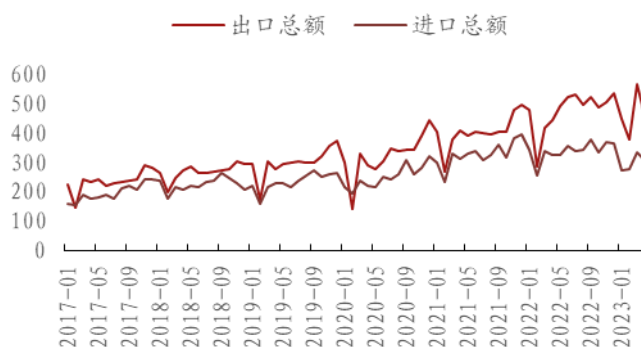
面向东盟，受益于我国与东盟国家贸易增长。新兴市场对我国出口拉动作用不可忽视，在“一带一路”倡议和 RCEP 生效下，东南亚等新兴市场为拉动我国出口带来新动能，北部湾港作为面向东盟，辐射西南的重要港口，未来在中国与东盟国家贸易中将扮演重要角色。截至 2022 年，中国对欧洲、美国、东盟、非洲出口金额分别为 74.5、58.2、57.1、16.5 百亿美元，同比增速分别为 6.2%、0.9%、18.1%、11.2%，中国对“一带一路”沿线国家出口拉动整体出口增长 6.1 个百分点，在全球宏观经济疲软，外需动能不足的背景下，“一带一路”沿线国家对我国出口拉动作用持续增长，长期看东南亚、非洲等新兴市场在我国对外贸易中的地位将会愈发重要。2022 年中国与东盟国家之间的进出口规模达到 6.5 万亿元，同比增长 15%，其中出口金额达到 3.8 万亿元，同比增长 21.7%，进口金额达到 2.7 万亿元，同比增长 6.8%，东盟占我国外贸比重较 2021 年上升 1pct 至 15.5%。2023 年 2 月、3 月、4 月我国对东盟出口增速分别达到 33.7%、35.4%、4.5%，4 月中国对东盟国家出口金额达到 462.0 亿元，对东盟国家进口金额达到 307.2 亿元。

图 23: 中国对主要经济体及地区月度出口金额增速变化



资料来源: Wind、招商证券

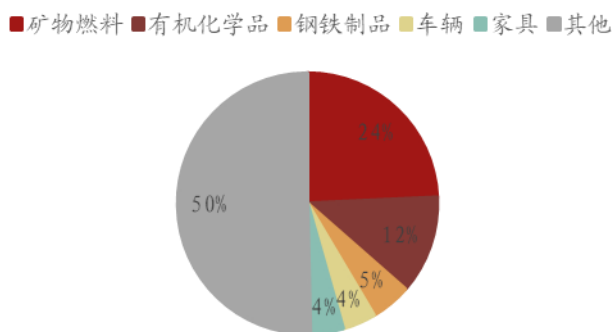
图 24: 中国与东盟国家月度进出口金额情况 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind、招商证券

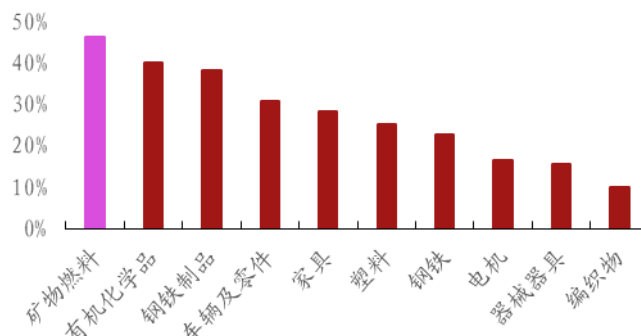
北部湾港货物运输以大宗商品为主。以北部湾港三港口中业务规模最大的防城港为例, 防城港中转的货物特点包括以外贸货物、西南地区货物和铁矿砂、磷矿砂、重晶石、硫磺、氧化铝、煤炭等为代表的大宗货、散件货为主, 在“散改集”影响下, 集装箱运输占比持续提升, 散件货比例走低。观察中国对东盟国家出口货物金额构成, 其中矿物燃料和有机化学品货物出口金额占比分别达到 24%和 12%, 2022 年我国对东盟国家矿物燃料出口金额增速达到 46.4%, 维持高速增长, 我国与东盟大宗商品贸易需求持续提升, 为北部湾港货量提供保障。

图 25: 2022 中国对东盟国家出口货物构成



资料来源: Wind、招商证券

图 26: 2022 中国对东盟国家出口货物增速

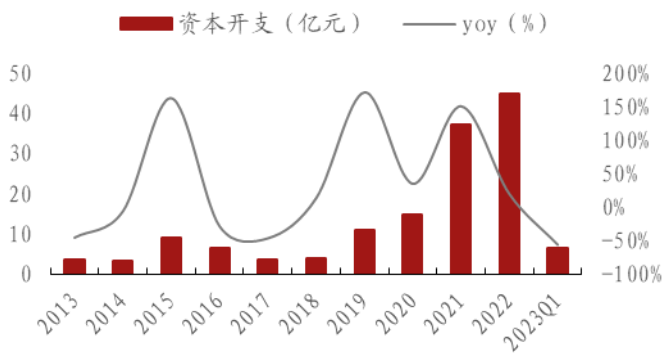


资料来源: Wind、招商证券

### 3、持续进行资本投入, 加速提高港航能力

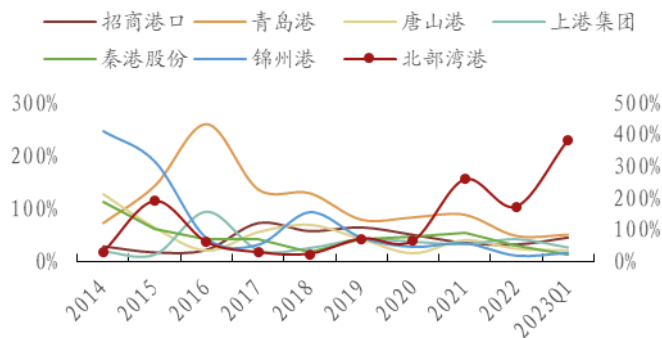
公司近几年持续通过扩大资本开支提升港口运作能力, 为长期吞吐量增长提供基础设施保障。公司 2018-2022 年资本开支复合增速达到 82.1%, 2022 年资本开支达到 44.8 亿元, 同比增长 20.3%, 公司资本开支比率近几年保持较高水平, 资本投入持续扩大, 为吞吐量增长提供基础设施保障, 截至 2022 年, 公司的港口通过能力达到 3.33 亿吨, 其中集装箱通过能力达到 770 万标箱, 港口运作能力稳步提升。

图 27: 北部湾港资本开支增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 主要港口上市企业资本开支比率变化情况



资料来源: Wind、招商证券 (注: 资本开支比率=资本开支/经营性现金流)

公司通过定增募集资金，持续进行项目投入。公司近期公告非公开发行募集资金总额不超过 36 亿元，本次定增所募资金将主要用于港口泊位工程项目和防城港粮食输送改造工程，持续提升公司港口的吞吐能力和集疏运能力，本次募投项目预计每年新增折旧摊销费用最高为 1.5 亿元，占 2022 年营收比例最高约为 2.4%。我们认为公司当前产能扩张符合长期吞吐量增长需求，根据公司指引，2025 年、2035 年集装箱吞吐量将有望分别达到 1000 万 TEU、2000 万 TEU，较 2022 年分别提升 42.4%、184.9%。

表 4: 定增募集资金用途 (单位: 亿元)

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	北海港铁山港西港区北暮作业区南 4 号南 5 号泊位工程	27.8	20
2	北海港铁山港西港区北暮作业区南 7 号至南 10 号泊位工程	18.2	3
3	防城港粮食输送改造工程 (六期)	6.5	3
4	偿还银行借款	10	10
合计		62.5	36

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 2022 年北部湾港在建项目梳理

项目名称	项目总投资 (亿元)	建设内容	项目进度
防城港第四作业区 402#泊位后续建设			91.88%
防城港渔湾港区第五作业区 513-516 号泊位工程	3.48		90.79%
防城港渔湾港区散货专业化中心堆场工程	7.77	新建皮带输送机系统一套、自动化双尾车斗轮堆取料机 4 台、铁路装车楼 2 座，配套堆场防尘网 1970 米、污水处理设备设施 1 套、供电照明、中控系统、给排水、消防、喷淋、房屋建筑、栈桥、转运站、道路等设备设施项目。	79.43%
北海港铁山港西港区北暮作业区南 7 号至南 10 号泊位工程	18.22	建设 3 个 1 万吨级多用途泊位和 1 个 5 万吨级通用泊位	28.78%
钦州大榄坪南作业区 7-8#泊位自动化集装箱码头改造项目	20.66	通过改造，拟建设成为两个 10 万吨级全自动化集装箱码头泊位，岸线总长 518.5 米，设计底高程-15.1 米，码头设计通过能力 102 万标箱	71.25%
防城港企沙港区赤沙作业区 2 号泊位 (一期) 工程	15.36	项目主要建设 20 万吨散货泊位，水工结构按 30 万吨散货船预留	39.83%
防城港企沙港区赤沙作业区 1 号泊位 (一期) 工程	22.32	主要建设规模为建设 1 个 20 万吨散货泊位及相应的配套附属设施，结构按 30 万吨散货船设计，使用岸线总长 415m	37.17%
钦州大榄坪南作业区 9-10#泊位自动化集装箱码头建设项目	31.64	项目新建 2 个 10 万吨级自动化集装箱泊位	58.49%

项目名称	项目总投资(亿元)	建设内容	项目进度
防城港第四作业区 401 号泊位后 续建设	12.67		36.91%
防城港渔湾港区煤炭仓储基地	7.49	拟建设约为 20 万平方米的专业化堆场, 项目设计散货 通过能力为 800 万吨/年	0.68%
防城港粮食输送改造工程(六 期)	6.47	拟新建 16 座浅圆仓(单仓 1 万吨, 仓容 16 万吨), 1 组立筒仓(单仓 3500 吨, 仓容总量 3.5 万吨), 5 座大 直径筒仓(单仓 2.15 万吨, 仓容 10.75 万吨), 总建设 仓容 30.25 万吨	0.21%
北海港铁山港西港区北暮作业区 南 4 号南 5 号泊位工程	27.81	新建 2 个 10 万吨级通用泊位及其配套设施	0.07%

资料来源: 公司公告、招商证券

#### 4、行业竞争格局向好，带动费率回归理性

伴随行业格局优化，装卸费率市场化程度有望提高。港口板块经历区域性产能过剩，但近年来有序整合为行业效益提升奠定良好基础。早在 20 世纪 80 年代，我国主要港口仍以中央与地方双重领导的管理体制为主，进入 21 世纪后，伴随我国对外贸易持续深化，对港口吞吐能力提出更高要求，产能不足成为当时行业面临的主要问题，为推动港口行业的快速发展，我国开始对港口管理体制进行改革，提出港口管理权下放地方政府、政企分开的管理体制，促进港口行业快速发展，2001-2013 年期间我国沿海及内河交通固定资产投资持续增长，港口万吨级码头泊位吞吐能力新增产能也在 2012 年达到新增 5 亿吨左右的高位。然而在经济新常态下，经济增速和增长动力逐步发生变化，区域港口层面已经出现较为明显的产能过剩问题，港口行业出现无序投产、同质化竞争和低效供给等问题。2015 年，港口行业正式拉开整合序幕，在“一省一港”思路指引下，各省份陆续开始进行省内港口整合，以浙江省、江苏省、辽宁省、山东省等为代表的省份均陆续开启区域港口整合，以减少区域内无序竞争和重复建设，提高港口运营效率。在行业整合持续下，行业格局不断优化，恶性竞争减少，推动装卸费率市场化程度提升。

表 6: 港口装卸费率相关调控政策

时间	政策文件	政策内容
2015 年 7 月	《中华人民共和国交通部港口费收费规则》	船舶在港口装卸货物，装卸费按“国外进出口货物装卸费率表”的规定计算。
2015 年 12 月	交通运输部 国家发展改革委关于印发《港口收费计费办法》的通知	依据《港口法》《价格法》和《中央定价目录》等法律法规规定，交通运输部会同国家发展改革委制定了《港口收费计费办法》。
2019 年 3 月	交通运输部 国家发展改革委关于修订印发《港口收费计费办法》的通知	降低部分收费标准，合并收费项目并规范收费行为，确保各项政策落实到位。
2019 年 10 月	优化营商环境条例(中华人民共和国国务院令 2019 年第 722 号)	依法削减进出口环节审批事项，取消不必要的监管要求，优化简化通关流程，提高通关效率，清理规范口岸收费，降低通关成本。
2019 年 11 月	交通运输部等九部委《关于建设世界一流港口的指导意见》	深化港口价格形成机制改革，进一步放开市场竞争性服务收费。
2019 年 12 月	交通运输部关于修改《港口经营管理规定》的决定	港口经营人、港口理货业务经营人以及从事船舶港口服务的经营者应当遵守国家有关港口经营价格和收费的规定，使用国家规定的港口经营票据。
2020 年 2 月	交通运输部等七部委《关于大力推进海运业高质量发展的指导意见》	充分利用中央和地方支持海运发展的有关政策，巩固减税降费政策成效。

资料来源: 交通运输部、中国港口协会、招商证券



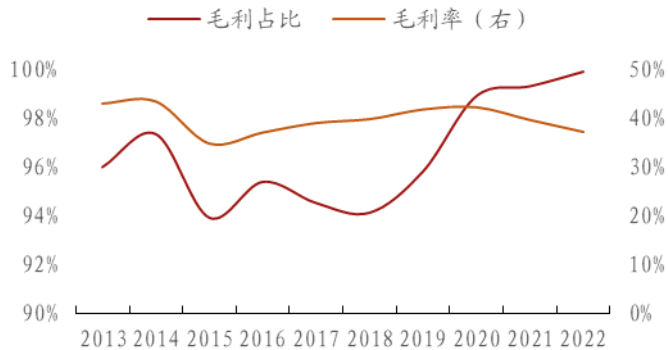
前期北部湾港在政府指导下进行降费，预计后续费率仍有提升空间。2020年起广西省开始进行对北部湾港的降费指导，北部湾港装卸堆存费率（港口装卸堆存收入/集装箱吞吐量）持续下降，2022年约为841元/标箱。自2021年起港口行业开启新一轮提价，定价趋于市场化，考虑到国内港口费率处在相对较低水平，在未来吞吐量提升及码头运作效率提升的背景下公司费率有潜在提升空间。

表 7: 2020-2021 年广西北部湾港降费指导目标

收费条款	2020 年底目标	2021 年底目标
理货服务费	由 12-16 元/标箱降至 10-12 元/标箱内	截至 8-10 元/标箱内
近洋码头操作费	由 413-990 元/标箱降至 300-700 元/标箱	降至 250-600 元/标箱
远洋码头操作费	由 640-1063 元/标箱降至 500-800 元/标箱	降至 400-700 元/标箱
集装箱交接单费	由 50 元/票降至 30 元/票以下	降至 20 元/票以下
船方文件费	由 500 元/票降至 450 元/票	降至 400 元/票以下
码头办单费	由 200 元/票降至 100 元/票	降至 50 元/票以下
舱单录入费	由 215 元/票降至 100 元/票以下	降至 50 元/票以下
进口报关报检代理费	由 800-2000 元/票降至 500 元/票左右	降至 300 元/票左右
出口报关报检代理费	由 350 元/票降至 250 元/票左右	降至 150 元/票左右
查验手续服务费	由 150-500 元/票降至 100-400 元/票	降至 80-350 元/票
改（报关）单费	由 150-500 元/票降至 100-400 元/票以内	降至 50-350 元/票以内
船方提货单换单费	由 500 元/票降至 300 元/票以下	降至 200 元/票以下
集装箱封志费	由 50 元/自然箱降至 40 元/自然箱以下	降至 30 元/自然箱以下
电放费	由 450 元/票降至 250 元/票以下	降至 150 元/票以下
出口订舱服务费	由 300 元/票降至 100 元/票以下	降至 50 元/票以下

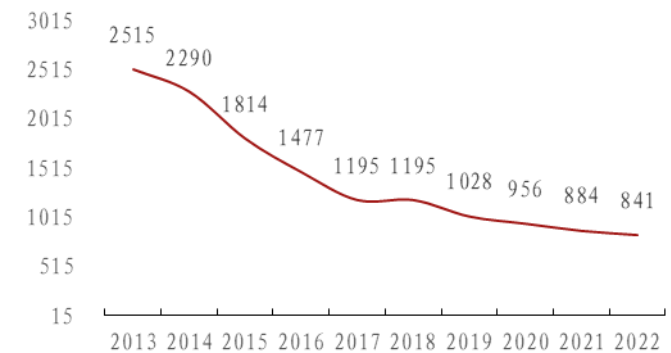
资料来源：广西省政府网、招商证券

图 29: 港口装卸堆存业务毛利占比及毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 30: 北部湾港装卸堆存费率变化情况（元/标箱）



资料来源：公司公告、招商证券

表 8: 2021 年以来部分港口陆续开始上调费率

公司	时间	相关政策
宁波舟山港	2021 年 12 月	自 2022 年 1 月 1 日起对船方 20 英尺、40 英尺的空重箱装卸船费收入进行 10% 左右的提价，本次上调属于市场调节价范畴
上港集团	2021 年 12 月	披露《上港集团服务收费目录清单》，针对内贸中转收费标准进行提价
广州港	2021 年 12 月	宣布上调部分项目“港口作业包干费”，20 英尺外贸标箱由原来的 490 元和 540 元上调至 583 元，外贸空箱公示价由原来的 300 元上调至 357 元

资料来源：宁波市政府网、公司公告、招商证券

### 三、盈利预测与投资建议

#### 1、盈利预测

**核心假设:**

- 1、考虑到国内经济实现温和复苏，“一带一路”及 RCEP 政策下港口吞吐量保持稳健增长。预计港口吞吐量 2023-2025 年同比增长 5%、6%、7%。
- 2、预计 2023-2025 年单吨装卸堆存收入保持相对稳定，分别为 20.25/20.45/21.06 元，分别同比-4%（生产端放开后，码头周转效率提升，单吨堆存收入可能有所下降）、1%、3%。
- 3、疫情后码头整体运作效率提升，预计公司整体毛利率保持稳健增长，2023-2025 年分别为 35.6%、36%、38.1%。

**表 9: 北部湾港核心财务数据预测**

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5898	6378	6389	6827	7495
yoy	10.0%	8.1%	0.2%	6.9%	9.8%
其中: 装卸堆存收入	5313	5905	5895	6312	6956
yoy	10.0%	11.1%	-0.2%	7.1%	10.2%
吞吐量 (亿吨)	2.69	2.80	2.91	3.09	3.30
yoy	0.6%	3.9%	4%	6%	7%
单吨装卸收入	19.72	21.09	20.25	20.45	21.06
yoy	9.4%	6.9%	-4%	1%	3%
毛利	2118	2195	2272	2456	2859
yoy	2.9%	3.7%	3.5%	8.1%	16.4%
毛利率	35.9%	34.4%	35.6%	36.0%	38.1%

资料来源: 公司数据、招商证券

#### 2、投资建议

北部湾港作为西南地区最佳出海口，在西部陆海通道和“一带一路”建设下战略地位持续凸显，同时受益于产业向西转移和与东盟贸易深化，公司腹地经济快速发展，带动长期货量增长。公司持续通过资本运作提升港航运营能力，在主要港口企业中仍具备较好成长性。基于上述因素，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 11、12、14 亿元，同比增长分别为 6%、11%、14%，对应 23 年 PE 为 12.6，PB 为 1.0，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**表 10: 北部湾港利润表预测**

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5898	6378	6389	6827	7495
营业成本	3781	4183	4118	4372	4636
营业税金及附加	43	53	53	57	63
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	496	508	509	544	598
研发费用	8	9	9	9	10
财务费用	196	260	260	320	370
资产减值损失	4	(24)	4	4	4
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	32	122	50	50	50
投资收益	(4)	(60)	(20)	(20)	(20)
营业利润	1406	1403	1474	1559	1853
营业外收入	5	10	10	10	10
营业外支出	3	2	2	2	2

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润总额	1408	1411	1483	1567	1861
所得税	256	261	267	282	334
少数股东损益	124	111	117	64	137
归属于母公司净利润	1028	1039	1099	1222	1390

资料来源: 公司数据、招商证券

表 11: 上市重点港口估值对比 (截至 2023 年 5 月 23 日)

证券代码	证券简称	市盈率 PE(LYR)	市净率 PB(MRQ)
600018.SH	上港集团	7.21	1.07
601018.SH	宁波港	16.37	0.95
001872.SZ	招商港口	12.76	0.77
601298.SH	青岛港	10.08	1.18
601000.SH	唐山港	12.13	1.04
000582.SZ	北部湾港	13.35	1.07

资料来源: 公司数据、招商证券

## 四、风险提示

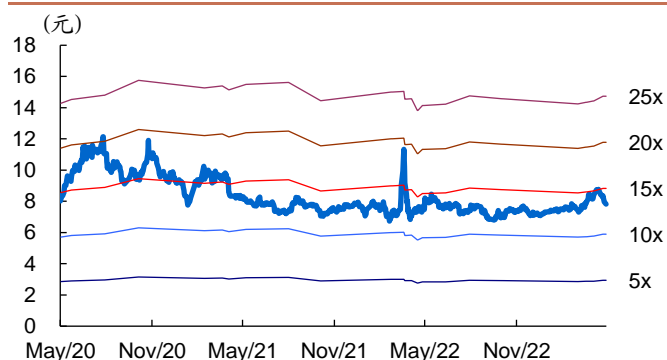
**宏观经济超预期下滑:** 交运行业发展与宏观经济发展联系密切, 如果宏观经济持续下滑, 势必影响重点公司经营业绩。

**重大公共安全事故:** 如果出现重大公共安全事故, 将影响交运出行意愿, 或对重点公司经营业绩产生一定程度的影响。

**行业收费政策调整:** 铁路公路港口行业收费标准均有强监管性特征, 如果行业收费价格超预期下调或将对重点公司经营业绩产生一定的影响。

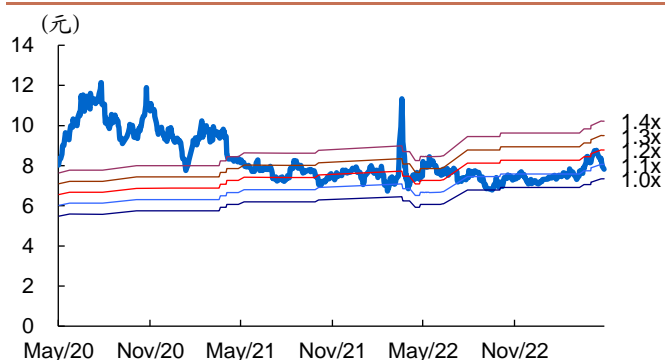
**非公开发行股票摊薄即期回报的风险:** 本次发行募集资金到位后, 公司净资产规模和股本数量将有所提高, 若短期内公司利润增长幅度小于净资产和股本数量的增长幅度, 存在净资产收益率和每股收益下降的风险。

图 31: 北部湾港历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 32: 北部湾港历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5049	3362	3194	2275	2198
现金	3590	2144	2000	1000	800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	120	120	129	141
应收款项	425	472	453	485	532
其它应收款	6	6	6	6	7
存货	38	47	39	42	44
其他	989	573	574	614	673
<b>非流动资产</b>	21835	26104	30261	35141	41711
长期股权投资	87	101	101	101	101
固定资产	12440	16712	20752	25561	32092
无形资产商誉	2440	2452	2289	2136	1994
其他	6868	6838	7118	7343	7524
<b>资产总计</b>	<b>26884</b>	<b>29466</b>	<b>33454</b>	<b>37416</b>	<b>43909</b>
<b>流动负债</b>	5827	6071	7866	10383	15323
短期借款	1704	1511	2981	5215	9901
应付账款	1919	2285	2249	2388	2532
预收账款	286	225	221	235	249
其他	1919	2050	2415	2545	2641
<b>长期负债</b>	7855	8366	8986	9475	9867
长期借款	3856	4933	5553	6042	6434
其他	3999	3433	3433	3433	3433
<b>负债合计</b>	<b>13683</b>	<b>14437</b>	<b>16852</b>	<b>19858</b>	<b>25190</b>
股本	1633	1772	1772	1772	1772
资本公积金	3804	4641	4641	4641	4641
留存收益	5841	6489	7145	8037	9060
少数股东权益	1923	2127	3044	3109	3246
归母权益	11278	12902	13558	14450	15473
<b>负债及权益合计</b>	<b>26884</b>	<b>29466</b>	<b>33454</b>	<b>37416</b>	<b>43909</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1438	2598	2598	3089	3657
净利润	1028	1039	1099	1222	1390
折旧摊销	746	966	1162	1439	1748
财务费用	196	283	260	320	370
投资收益	4	60	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(660)	144	(12)	68	32
其它	123	105	119	71	146
<b>投资活动现金流</b>	(4255)	(4862)	(4493)	(6294)	(8295)
资本支出	(3724)	(4479)	(5000)	(6000)	(8000)
其他投资	(531)	(384)	507	(294)	(295)
<b>筹资活动现金流</b>	3768	834	1751	2205	4438
借款变动	800	979	2454	2854	5175
普通股增加	(1)	139	0	0	0
资本公积增加	238	837	0	0	0
股利分配	(539)	(294)	(443)	(330)	(366)
其他	3271	(826)	(260)	(320)	(370)
<b>现金净增加额</b>	951	(1430)	(144)	(1000)	(200)

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	5898	6378	6389	6827	7495
营业成本	3781	4183	4118	4372	4636
营业税金及附加	43	53	53	57	63
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	496	508	509	544	598
研发费用	8	9	9	9	10
财务费用	196	260	260	320	370
资产减值损失	4	(24)	4	4	4
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	32	122	50	50	50
投资收益	(4)	(60)	(20)	(20)	(20)
<b>营业利润</b>	1406	1403	1474	1559	1853
营业外收入	5	10	10	10	10
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1408	1411	1483	1567	1861
所得税	256	261	267	282	334
少数股东损益	124	111	117	64	137
<b>归母净利润</b>	1028	1039	1099	1222	1390

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	10%	8%	0%	7%	10%
营业利润	-1%	-0%	5%	6%	19%
归母净利润	-4%	1%	6%	11%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.9%	34.4%	35.6%	36.0%	38.1%
净利率	17.4%	16.3%	17.2%	17.9%	18.5%
ROE	9.1%	8.1%	8.1%	8.5%	9.0%
ROIC	6.7%	6.1%	5.4%	5.1%	5.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.9%	49.0%	50.4%	53.1%	57.4%
净负债比率	24.2%	25.3%	29.6%	34.1%	40.9%
流动比率	0.9	0.6	0.4	0.2	0.1
速动比率	0.9	0.5	0.4	0.2	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	113.4	98.3	95.5	107.7	107.7
应收账款周转率	14.3	12.5	11.0	11.5	11.7
应付账款周转率	2.7	2.0	1.8	1.9	1.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.63	0.59	0.62	0.69	0.78
每股经营净现	0.88	1.47	1.47	1.74	2.06
每股净资产	6.90	7.28	7.65	8.15	8.73
每股股利	0.18	0.25	0.19	0.21	0.24
<b>估值比率</b>					
PE	12.4	13.4	12.6	11.4	10.0
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.5	10.4	9.0	7.9	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖宸晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

**魏芸：**伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。