

宁波港 (601018.SH) 港口行业

评级：增持 首次评级

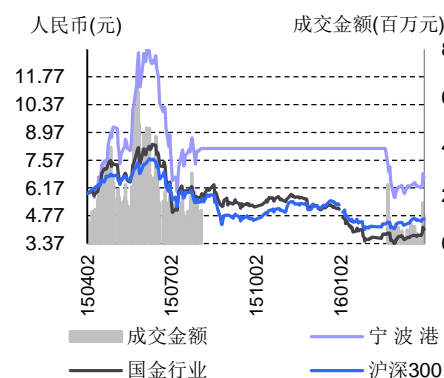
公司研究

市场价格 (人民币): 6.70 元
目标价格 (人民币): 8.00-9.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	12,800.00
总市值 (百万元)	85,760.00
年内股价最高最低 (元)	13.15/5.69
沪深 300 指数	3221.89
上证指数	3009.53



港口步入发展新常态，整合增效渡过难关

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.220	0.200	0.217	0.223	0.237
每股净资产 (元)	2.40	2.51	2.88	3.01	3.16
每股经营性现金流 (元)	0.21	0.20	0.31	0.28	0.31
市盈率 (倍)	20.89	40.90	30.91	30.07	28.29
行业优化市盈率 (倍)	30.38	35.05	30.97	30.97	30.97
净利润增长率 (%)	-0.75%	-9.39%	8.62%	2.81%	6.30%
净资产收益率 (%)	9.16%	7.94%	7.52%	7.39%	7.50%
总股本 (百万股)	12,800.00	12,800.00	12,800.00	12,800.00	12,800.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 宁波港 2015 年营业收入达到 165.2 亿，同比上涨 23.15%。归属母公司净利润为 25.54 亿元，同比下降 9.39%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.85 元 (含税)。

投资逻辑

- **贸易业务贡献营收，主业毛利下降拖累利润：**2015 年公司营业收入增长主要来源于 14 年 8 月成立的贸易公司贸易业务增量，但该业务毛利率仅 2%，利润贡献微弱。公司港口业务整体来看，在量上同比小幅上升。全年货物吞吐量完成 5.35 亿吨，与上年持平；集装箱吞吐量完成 2219.2 万吨，同比增长 6.1%。但整体各业务毛利率下降，导致利润增幅出现负增长。
- **宏观经济低迷，港口产能过剩，调整经营策略强化港口竞争力：**2015 年国内外经济增速放缓，导致外贸进出口业务量增速下降。同时近年港口集中建设导致产能过剩，竞争加剧，人工及折旧成本在不断上升，公司毛利率从 2014 年的 31% 下降至 25%。公司面对激烈的市场环境，积极调整经营策略，强化服务质量，预计 2016 年在国家推进经济稳增长措施的情况下，业务量及收入触底反弹，毛利率下降速度减缓，降幅约 1%。
- **港口资源整合，寻求协同发展：**公司拟以每股 8.16 元的价格向宁波舟山集团发行 3.7 亿股收购舟港股份 85% 股份，重组后公司将以 90.9% 的股份控股舟港股份。宁波港吸收舟山港后将整合双方资源加快宁波-舟山港一体化，有效进行优势互补，优化资源配置，提高码头利用率。但从行业发展趋势来看，短期内整合很难对业绩有大幅提振，同时舟山港业务，资产体量相对较小，对宁波港利润影响不超过 5%。
- **政策利好为公司带来新的发展机遇：**国家面对宏观经济疲软的大环境，积极投入基础设施建设，促进经济稳增长措施，公司业务预计将触底反弹。同时公司作为国内重要的铁矿石及大宗商品中转与储存基地，将主要受益于国家“一带一路”及长江经济带等战略部署，中长期来看公司将面临巨大需求的释放，利润有望回升。

投资建议

- 预计 2016 年国内外经济环境低迷将持续，公司积极调整经营策略、整合港口资源仅会对业绩进行改善，短期内难以改变增幅放缓的趋势，中长期来看可能受益于国家经济稳增长措施的推进及“一带一路”和长江经济带的战略

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

部署。给与“增持”评级。

估值

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.22/0.22/0.24 元/股。

风险

- 国内外经济增长持续放缓

内容目录

港口地理位置优越，内外辐射广阔	4
股权结构.....	4
港口坐落T型交汇点，内外辐射广阔.....	4
业务进入低增长期，产能过剩引发竞争加剧	5
整合港口资源，寻求协同发展	7
受益于“一带一路”、长江经济带战略部署，利润有望触底反弹	8
盈利预测	9
估值与评级	10

图表目录

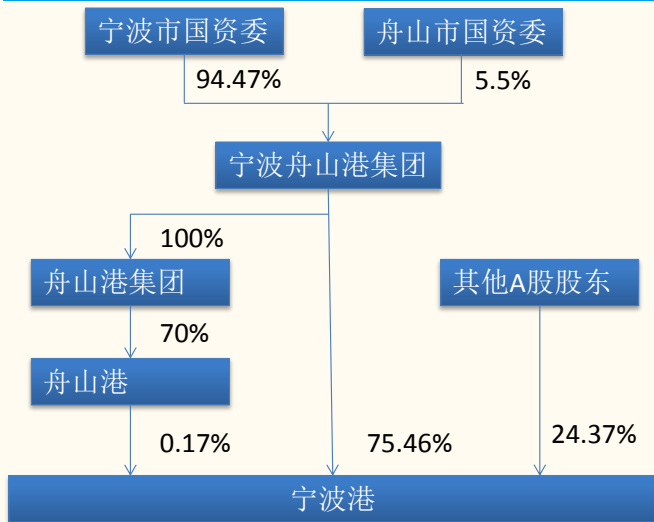
图表 1：无偿转让前股权结构	4
图表 2：无偿转让后的股权结构	4
图表 3：宁波港对内辐射地区	5
图表 4：宁波港对外辐射	5
图表 5：营业收入分布（基于 2015 年财报）	6
图表 6：毛利分布（基于 2015 年财报）	6
图表 7：全国进出口贸易金额	6
图表 8：货物吞吐量	6
图表 9：各业务毛利变化	7
图表 10：各部分吞吐量变化.....	7
图表 11：各业务毛利率变化.....	7
图表 12：合并舟山港对财务报表影响（基于 2015 年 11 月 30 日数字）	8
图表 13：一带一路效果图	9
图表 14：营业收入预测.....	10
图表 15：宁波港历史 PE.....	10

港口地理位置优越，内外辐射广阔

股权结构

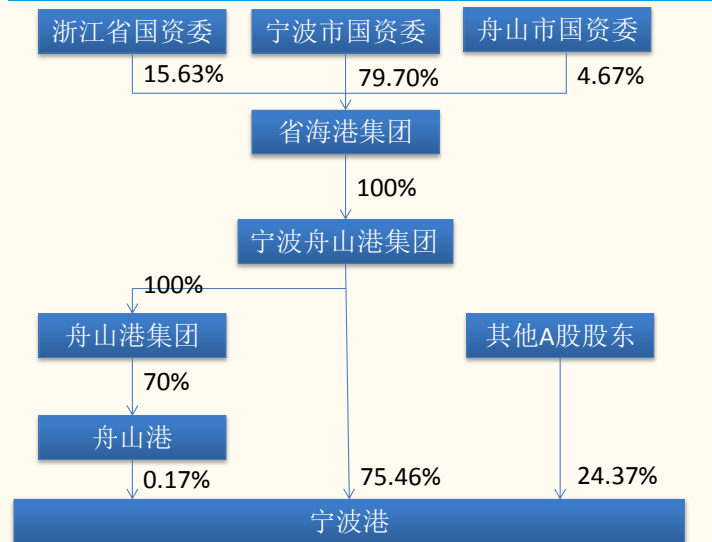
- 宁波港是我国重点开发建设的四大国际深水中转港之一，主营业务为集装箱，铁矿，原油，液化品，煤炭等货物装卸业务。2004年，按国务院要求宁波港务局实施政企分离，成立了宁波港集团有限公司。2008年宁波港集团有限公司联合7家单位创立了宁波港股份有限公司。并于2010年在上海证券交易所挂牌上市交易。
- 公司现最大股东为宁波舟山港集团有限公司，直接持股96.58亿，占比75.46%。实际控制人为浙江省国资委。公司原由宁波港集团控股，2015年9月响应国企改革，宁波港集团与舟山港集团合并，更名为宁波舟山港集团。并于12月发布公告，宁波市国资委和舟山市国资委先分别将自己所持宁波舟山港集团94.47%及5.53%的股份无偿划转省海港集团。浙江省国资委再将所持省海港集团79.7%及4.67%的股份无偿划至宁波市国资委和舟山市国资委。根据省海港集团公司章程，无偿划转之后省海港集团的实际控制人仍为浙江省国资委，所以宁波港实际控制人在无偿划转之后由原来的宁波市国资委转变成浙江省国资委。

图表 1: 无偿转让前股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 无偿转让后的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

港口坐落T型交汇点，内外辐射广阔

- 宁波港地处我国大陆海岸线中部，南北和长江“T”型结构的交汇点上，地理位置优越，具有连接东西，辐射南北的区域优势。对内宁波港直接连接浙江省，依靠已形成的高速公路，铁路，航空，江海联运，水水中转等全方位的集疏运网络，运输范围可扩大至江苏，江西，湖北，四川等省市。其中通过江海联运，可沟通长江，京杭大运河直接覆盖整个华东地区及经济发达的长江流域。港口经济腹地工业发达，经济繁荣，为公司提供了庞大的货源和客户量。

图表 3: 宁波港对内辐射地区



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 宁波港对外直接面对环太平洋地区, 海上至香港, 高雄, 釜山, 大阪, 神户均在 1000 海里之内。同时也是沿海向美洲, 大洋洲和南美州等港口远洋运输的理想集散地。目前宁波港已与全球 100 多个国家和地区 600 多个港口有贸易往来, 形成了覆盖全球的集疏运网络。

图表 4: 宁波港对外辐射



来源: 网络, 国金证券研究所

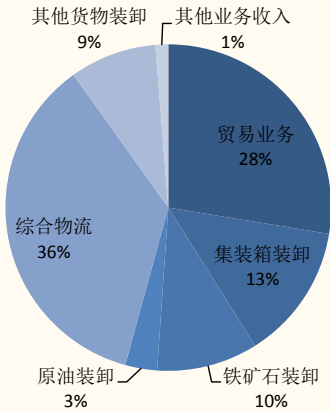
- 宁波港现有生产泊位 328 座, 其中万吨级以上的大型泊位 99 座, 5 万吨级以上的特大型深水泊位 63 座, 是中国大陆大型和特大型深水泊位最多的港口。2015 年完成货物吞吐量 5.35 亿吨, 集装箱吞吐量 2219.2 万吨。集装箱排名超越香港港, 跻身世界港口前四强。

业务进入低增长期, 产能过剩引发竞争加剧

- 公司主要为港口卸载及综合物流业务, 卸载业务又细分为集装箱, 铁矿石, 原油及其他货物卸载。从营业收入来看, 综合物流, 贸易业务额及集装箱卸载贡献较多, 占总营业收入比例达到 36%, 28%及 13%。其中贸易业务

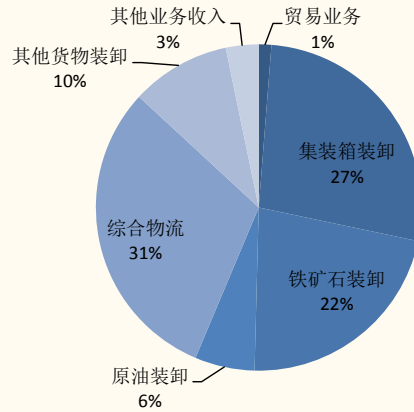
交易额大，但是毛利率仅为 2%。所以按毛利贡献来看，综合物流，集装箱卸载及铁矿石卸载业务占比较高，分别达到 31%，27%和 22%。

图表 5：营业收入分布（基于 2015 年财报）



来源：公司财报，国金证券研究所

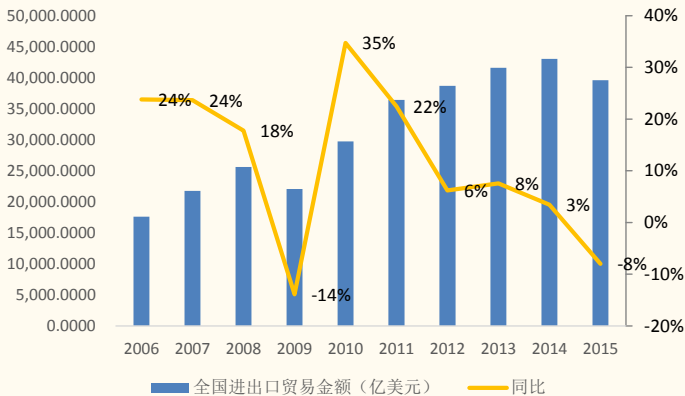
图表 6：毛利分布（基于 2015 年财报）



来源：公司财报，国金证券研究所

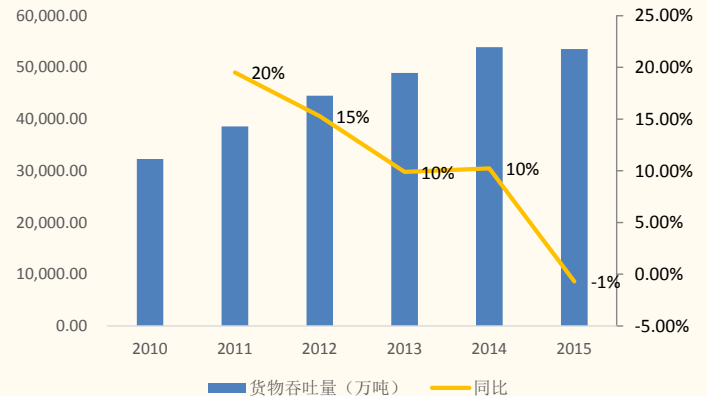
- 从收入端来看，港口卸载业务在 2015 年增速有所放缓。受国内外宏观经济疲软影响，导致外贸进出口业务量在急剧下降。2015 年我国全国进出口贸易总金额同比下降 8%，是继 2009 年金融危机后遇到的首次负增长。受此影响，宁波港货物吞吐量增速也迎来了近 5 年首次负增长，达 -1%。其中煤炭及铁矿石吞吐量同比有所下降，集装箱及原油业务同比小幅上升。整体上来看，几乎所有业务的增长速度同比均有较大幅度的下降。预计在未来的几年内，港口业务将从原来的高速增长进入现在新常态增长，增速均会维持在一个较低的水平。
- 公司 2015 年综合物流业务规模不断增大，收入及毛利小幅上涨 1%。海铁联运箱量完成 17.05 万标准箱，同比上涨 26.2%。冷链及保税业务量同比增长 137.6%和 68.9%，同时公司开展国际全程物流，为客户开展海外运输代理业务。

图表 7：全国进出口贸易金额



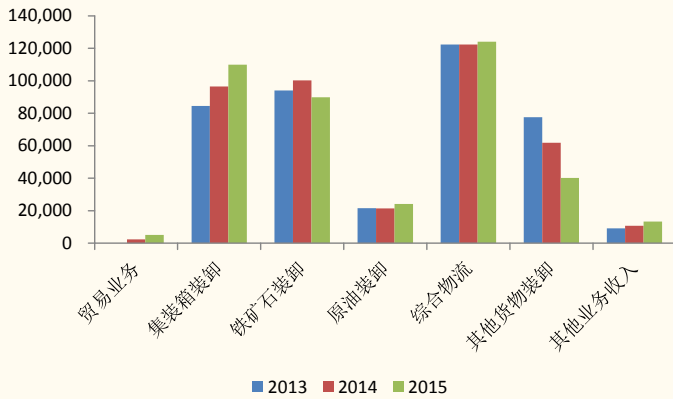
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：货物吞吐量



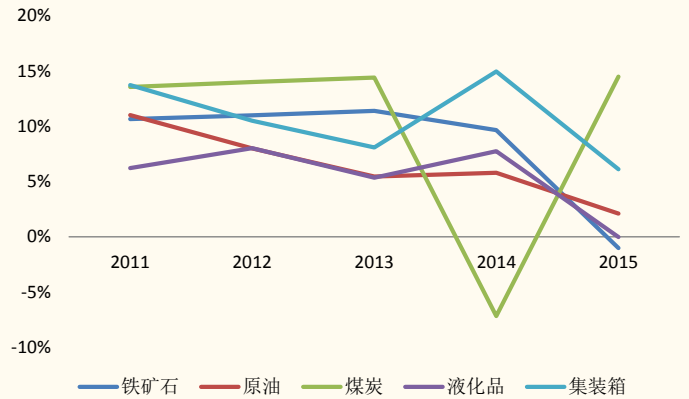
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：各业务毛利变化



来源：公司年报，国金证券研究所

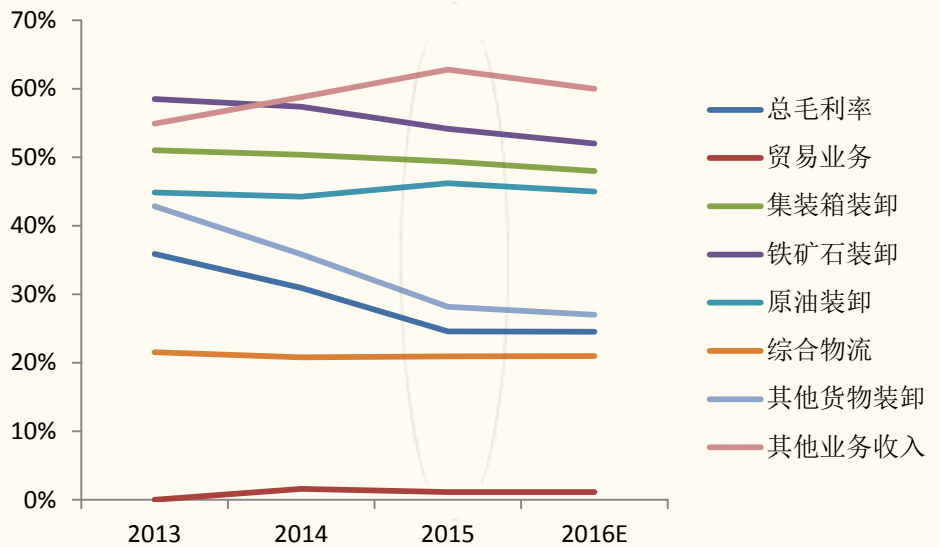
图表 10：各部分吞吐量变化



来源：国金证券研究所

- 从成本端来看，近年港口集中建设，产能过剩，竞争加剧。同时员工薪酬及折旧费用的大幅上升，导致整体业务毛利率在 2015 年有下降的趋势。其中铁矿石及其他货物装卸业务毛利率下降明显。整体毛利率从 2014 年的 36% 下降至 28%。其中 2014 年并入低毛利贸易业务也对整体毛利的降低产生比较大的影响。公司现积极加大对成本的管控力度，尝试控员增效，增强审计监督力度，在业务量下降的预期下，预计 2016 年毛利率与 15 年持平。

图表 11：各业务毛利率变化



来源：公司年报，国金证券研究所

- 在整体港口发展速度下降的大趋势下，公司对内强化挖潜增效、安全控制及内部改革，同时积极加快信息化建设，以建设智慧港口为目标，预打造高效的港口、物流服务信息平台。对外强化市场拓展，完善揽货体系建设，强化国际合作，开拓港口发展空间。在多种措施实行的条件下，预计 2016 年业绩下滑状况会有所缓解。

整合港口资源，寻求协同发展

- 公司根据省政府关于加快推进宁波舟山港实质性一体化要求，2016 年 1 月 25 日与宁波舟山港集团签署了《发行股份购买资产协议》，拟作价 8.16 元向宁波舟山集团发行 3.7 亿股收购舟港股份 85% 股份。重组后公司将以 90.9% 的股份控股舟港股份。

- 宁波港吸收舟山港后将整合双方资源加快宁波-舟山港一体化，有效进行优势互补，优化资源配置，提高码头利用率。但从行业发展趋势来看，短期内整合很难对业绩有大幅提振，同时舟山港业务，资产体量相对较小，对宁波港利润影响不超过 5%。

图表 12：合并舟山港对财务报表影响（基于 2015 年 11 月 30 日数字）

项目	交易前	交易后	变化比例
资产总额	4,897,421.40	5,614,947.60	15%
负债合计	1,500,349.90	2,032,065.80	35%
归属于上市公司股东的净资产	3,211,199.50	3,348,268.30	4%
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	2.51	2.54	1%
营业收入	1,477,283.00	1,486,733.30	1%
归属于上市公司股东的净利润	249,681.40	260,167.80	4%
基本每股收益（元/股）	0.20	0.20	1%

来源：公司公告，国金证券研究所

受益于“一带一路”、长江经济带战略部署，利润有望触底反弹

- 2013 年国家提出丝绸之路经济带及海上丝绸之路（一带一路）的战略构想。宁波港从地理位置上看水路可辐射海上丝绸之路，铁路可对接陆上丝绸之路。一带一路战略将涵盖中亚，南亚，中东欧直至欧洲，面对总人口达 30 亿，市场规模广阔。公司将受益于一带一路战略的落实，需求面将在长期预计将有爆发式的增长。
- 同时公司地处长江经济带，2014 年国家推出《关于依托黄金水道推动长江经济带发展指导意见》，指出将发挥长江黄金水道的独特作用，构建现代化综合交通运输体系，推动沿江产业结构优化升级，打造世界级产业集群，培育具有国际竞争力的城市群，使长江经济带成为充分体现国家综合经济实力、积极参与国际竞争与合作的内河经济带。宁波港作为长江经济带重要节点，也将从区域竞争力提升中获益。

图表 13：一带一路效果图



来源：网络，国金证券研究所

盈利预测

- 整体来讲，我们预计在 2016 年港口行业依然会保持低速增长的趋势，公司整合港口资源，内部调整经营策略，提高生产效率会在一定程度上缓解业绩下行的压力。国家面对宏观经济疲软的大环境，积极投入基础设施建设，促进经济稳增长措施，公司业务有望将触底反弹。同时公司作为国内重要的铁矿石及大宗商品中转与储存基地，将主要受益于国家“一带一路”及长江经济带等战略部署，中长期来看公司将面临巨大需求的释放，利润有望回升。
- 我们预计公司业务收入整体在 2016 年达 6%的增速，毛利率维持与 2015 年一致。预计 2016-18 年净利润（考虑舟山港并入）达到 27.74,28.51 和 30.32 亿，增幅为 8.62%，2.81%及 6.3%。

图表 14: 营业收入预测

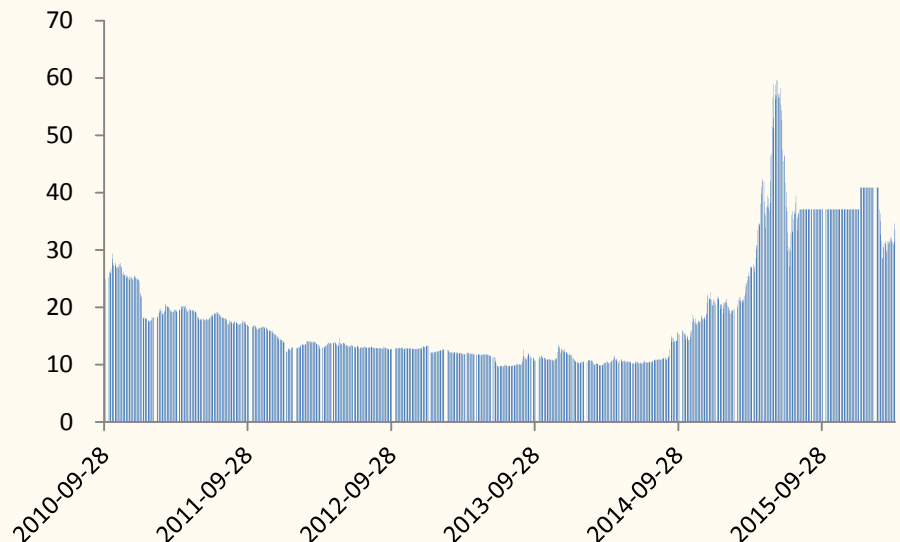
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
贸易业务	N/A	207%	5%	5%	5%
集装箱装卸	16%	16%	20%	15%	14%
铁矿石装卸	9%	-5%	5%	5%	5%
原油装卸	1%	8%	10%	5%	5%
综合物流	4%	1%	5%	6%	6%
其他货物装卸	-5%	-17%	-5%	-10%	-10%
其他业务收入	11%	15%	10%	8%	8%
总毛利率	31%	25%	25%	24%	25%
贸易业务	2%	1%	1%	1%	1%
集装箱装卸	50%	49%	48%	47%	46%
铁矿石装卸	57%	54%	52%	52%	52%
原油装卸	44%	46%	45%	45%	45%
综合物流	21%	21%	21%	21%	21%
其他货物装卸	36%	28%	27%	24%	24%
其他业务收入	59%	63%	60%	58%	59%

来源: 国金证券研究所

估值与评级

- 预计 2016 年国内外经济环境低迷将持续, 公司积极调整经营策略、整合港口资源仅会对业绩进行改善, 短期内难以改变增幅放缓的趋势, 中长期来看可能受益于国家经济稳增长措施的推进及“一带一路”和长江经济带的战略部署。公司估值现 PE 为 33 倍, 历史平均 PE 为 20 倍, 港口行业目前平均 PE 为 40 倍, 均处于历史高点, 港口基本面平淡, 我们给与“增持”评级。

图表 15: 宁波港历史 PE



来源: wind, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD