



## 低估值高增速，吞吐量五年望翻倍，上调至“买入”评级

### 北部湾港(000582)

▶ **预计公司2019-21年EPS分别为0.56/0.67/0.79元，上调至“买入”评级。**我们认为北部湾港是最受益于国内产业转移和经济结构调整的标的之一，根据公司近期经营情况和最新财务数据，调整2019-21年EPS盈利预测至0.56/0.67/0.79元（原盈利预测为0.55/0.67/0.79元），上调至“买入”评级。

▶ **股权结构调整，央企溢价增持看好北部湾港发展潜力。**

北部湾港位于中国广西壮族自治区南部，以近年来经济发展异军突起的黔桂滇等西南地区为经济腹地，又临近广东、中国香港等重要市场，同时又是我国内陆腹地进入中南半岛东盟国家最便捷的出海门户，地理优势及战略地位独一无二。根据公司2019年11月28日公告，中海码头拟以8.64元/股的价格（较当日8.10元/股收盘价溢价约6.7%）受让公司大股东北港集团持有的公司92,518,231股股份，转让完成后中海码头持股比例将增加至10%，我们认为中海码头作为央企溢价增持北部湾港股权，一定程度上反映了其对广西地区及北部湾港未来发展潜力的认同。

▶ **整合防钦北三港，协同效应及规模效应促进公司吞吐量稳定增长。**广西北部湾港是中国西南出海大通道的主门户，主要港区形成钦、防、北三港区“一轴两翼”的战略布局，集装箱业务以钦州港区为中轴，并通过集装箱驳船进行防钦北三港区间干支线集疏；散杂货向防城港区、北海铁山港区集聚，贵港内河码头通过“江铁海”联运主要面向广西腹地市场。根据公司官网信息，到2018年6月底，公司共经营泊位83个，其中生产性泊位79个，万吨级以上泊位61个，年吞吐能力2.4亿吨，集装箱年通过能力468万标箱。

▶ **判断西南地区经济腹地受益于产业转移，需求将维持高速增长，北部湾港未来五年吞吐量有望实现翻倍。**

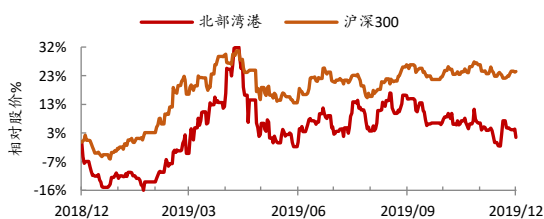
我们判断，北部湾港吞吐量有望维持当前的高增速，到2023年货物吞吐量有望达到约3.6亿吨，较2018年约1.8吨的吞吐量有望实现翻倍。

煤炭矿石等等大宗商品吞吐量将持续受益于黔桂滇等经济腹地的需求增长：公司经营干散货主要为煤炭、金属矿石、粮食、钢铁等大宗货物，吞吐量主要受黔桂滇等经济腹地的需求推动。供给侧改革以来，西南地区煤炭及铁矿石供需缺口持续扩大，对外调需求提高，持续推动北部湾港干散货吞吐量增长。近年来，河北及部分东南沿海地区重化工及轻工制造企业受环保限产政策、原材料及人力成本高企等因素影响，再叠加广西地区的地理优势和招商引资力度，部分企业将产能转移至广西、云南等资源丰富的地区，要素成本相对较低的西南地区，根据不完全统计，目前可查的广西地区重点工程项目产成品及原料未来可能通过北部湾港进行运输的货量超过1亿吨。所以我们认

#### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：增持  
目标价格：  
最新收盘价：8.34

股票代码：000582  
52周最高价/最低价：11.01/6.96  
总市值(亿)：136.33  
自由流通市值(亿)：29.66  
自由流通股数(百万)：355.69



分析师：丁一洪  
邮箱：dingyh@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519070001  
联系电话：

研究助理：李承鹏  
邮箱：licp1@hx168.com.cn  
SAC NO：  
联系电话：

分析师：卓乃建  
邮箱：zhuonj@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519100003  
联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕  
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080004  
联系电话：0755-83025232

为，随着产业转移的推进及重点项目的陆续完工投产，黔桂滇等西南腹地需求高增速有望延续，并持续推动北部湾港散杂货货物吞吐量在未来五年保持两位数增速增长。

**西部陆海新通道规划未来有望持续助力集装箱业务增长：**北部湾港作为中国西南出海口大通道，南临东盟经济区，北接中欧班列西通道，具有重要战略地位。根据2019年8月2日发布的《西部陆海新通道总体规划》，未来将持续推进西南海铁联运发展，西部陆海新通道有望衔接重庆，联通中欧班列西通道，钦州港作为《中欧班列建设发展规划（2016—2020年）》中规划的十个沿海重要港口节点之一，集装箱业务未来有望迎来放量。

▶ **随着北部湾港吞吐量增加、规模效应增强，毛利率将进一步提高，预计2023年公司将实现归母净利润约18亿元。**我们认为，随着北部湾港业务规模的持续扩大，单位货物固定成本将逐渐摊薄，规模效应不断提高。假设公司装卸业务收费标准保持当前水平，预计公司2019-23年营收分别约为47.2/54.2/62.0/70.1/79.3亿元，同比分别约为+12%/+15%/+14%/+13%/+13%，毛利率分别为+38%/+40%/+41%/+42%/+43%。预计2019-23年公司归母净利润分别约为9.1/10.9/12.9/15.4/18.0亿元。

**风险提示**

宏观经济下行，港口吞吐量增速不及预期；产业转移重点工程项目落地不及预期；港口收费政策变动；税收优惠政策变动，公司尚处于成长期，未来或存在资本支出及财务费用增加超预期的风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3711.24	4210.66	4722.75	5421.25	6199.47
YoY (%)	23.93%	13.46%	12.16%	14.79%	14.35%
归母净利润(百万元)	595.08	645.77	907.55	1090.28	1287.34
YoY (%)	31.73%	8.52%	40.54%	20.13%	18.07%
毛利率 (%)	36.43%	36.95%	37.53%	39.58%	41.32%
每股收益 (元)	0.36	0.40	0.56	0.67	0.79
ROE	8.20%	7.01%	9.22%	10.29%	11.24%
市盈率	23.51	21.67	15.42	12.83	10.87

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 股权结构调整，地方国企合作央企，卡位琼州海峡以西中国出海口.....	5
1.1. 股权结构调整，北港集团成为公司控股股东 .....	5
1.2. 中海码头溢价增持，成为公司第二大股东 .....	5
1.3. 北部湾港为琼州海峡以西最大出海口，地理优势得天独厚.....	5
2. 下辖钦北防三港分工明确，“一轴两翼”发挥各自优势.....	6
2.1. 防钦北三港业务分明，减少无序竞争，发挥各自优势.....	6
2.2. 经营货物以煤炭、矿石及粮食等大宗货物以及集装箱为主，装卸业务毛利占比超 90% .....	7
2.3. 配套公路、铁路运输网络完善 .....	8
2.4. 受湛江港、海口港及洋浦港等周边港口分流边际影响有限.....	9
3. 管理红利遇上西南经济强劲增长，风景这边挺好 .....	12
3.1. 港口整合决心大，上市公司不断整合防钦北三港海港资源.....	12
3.2. 招商引资力度强，重点项目工程落地料将推动北部湾港吞吐量快速增长.....	12
4. 西部陆海新通道规划未来有望持续助力集装箱业务增长.....	17
5. 盈利预测：预计 2023 年公司将实现归母净利润 18 亿元.....	18
5.1. 北部湾港单位货物装卸收费标准居行业中游水平 .....	18
5.2. 规模效应增强、毛利率提高，预计公司 2023 年将实现归母净利润约 18 亿元.....	19
5.3. 调整盈利预测，上调至“买入”评级 .....	19
6. 风险提示 .....	19
6.1. 宏观经济下行，港口吞吐量增速不及预期 .....	19
6.2. 税收优惠政策变动 .....	19
6.3. 交易性风险 .....	19
6.4. 重点工程项目落地不及预期 .....	20
6.5. 港口收费政策变动 .....	20
6.6. 周边港口竞争加剧 .....	20
6.7. 公司尚处于成长期，未来或存在资本支出及财务费用增加超预期风险.....	20

图表目录

图 1 北港集团直接持有公司 63.06%的股权，为公司控股股东，中海码头为第二大股东 .....	5
图 2 北部湾港地理位置得天独厚 .....	6
图 3 2017 年北部湾港铁矿石、煤炭、有色金属、粮食、集装箱吞吐量占比分别为 19.3%/ 15.9%/ 8.9%/ 6.9%/14.9% .....	7
图 4 2015-18 年北部湾港煤炭及铁矿石吞吐量合计占比保持在 30%-40% .....	7
图 5 近年来，北部湾港集装箱吞吐量保持较高增速增长 .....	7
图 6 北部湾港集装箱吞吐量占货物吞吐量比例由 2014 年的 9.1%提升至 2018 年的 16.8% .....	7
图 7 2018 年公司装卸业务收入占公司主营业务比例为 87.5% .....	8
图 8 2018 年公司装卸业务毛利占比占公司毛利润比例为 94.1% .....	8
图 9 西南地区铁路路网 .....	9
图 10 湛江港主要包括霞山港区、宝满港区及调顺岛港区 .....	10
图 11 湛江港通过广湛铁路、粤海铁路及渝湛公路等运输方式与粤、桂、琼等经济腹地连接 .....	10
图 12 2017-18 年北部湾港货物吞吐量增速超过湛江港 .....	10
图 13 2017 年起，防城港铁矿石日均疏港量超过湛江港 .....	10
图 14 海口港主要辐射岛内及粤北地区，洋浦港主要辐射岛内、北部湾及东南亚 .....	11
图 15 2018 年海口港货物吞吐量为 11882 万吨，同比+5.2% .....	11
图 16 2018 年洋浦港货物吞吐量为 4206 万吨，同比-1.9% .....	11
图 17 贵州省产煤主要供内销，煤炭供给侧改革后产量减少，供需差额下降 .....	13
图 18 近年来广西煤炭供需差额增加，对进口煤需求增加 .....	13
图 19 近年来云南省水电发电量增加，煤炭供需缺口企稳 .....	13
图 20 近年来黔桂滇地区煤炭供需缺口扩大 .....	13
图 21 2011-18 年广西铁矿石供需缺口持续扩大 .....	14
图 22 2017 年起，贵州地区铁矿石供需缺口开始扩大 .....	14
图 23 2018 年云南铁矿石供需差转负 .....	14
图 24 黔桂滇地区铁矿石供需缺口持续扩大 .....	14
图 25 2018 年广西/云南用电量增速分别居全国第 2 与全国第 12 .....	15
图 26 2019 年 1-9 月广西/云南用电量增速分部居全国第 2 与全国第 5 .....	15
图 27 北部湾港北接中欧班列，南临东盟经济区 .....	18
图 28 未来规划的西南海路通道皆以北部湾港为出海口 .....	18
表 1 目前北部湾防钦北三港货物设计吞吐能力约 2.4 亿吨，其中集装箱设计吞吐能力约 500 万标准箱 .....	6
表 2 西南地区主要铁路路线 .....	8
表 3 防钦北三港通过柳北高速、桂海高速等公里与西南地区路网 .....	8
表 4 2018 年北部湾港货物吞吐量居西南地区主要港口首位 .....	9
表 5 北部湾港港口资源整合情况一览 .....	12
表 6 部分广西地区规划重点工程项目 .....	16
表 7 经测算，北部湾港装卸业务单位收入居行业中游水平 .....	18
表 8 将于 2019 年 12 月 30 日解禁的限售股合计 24805.19 万股 .....	19
表 9 部分港口公司 2018 年货物吞吐量及总资产一览 .....	20

## 1. 股权结构调整，地方国企合作央企，卡位琼州海峡以西中国出海口

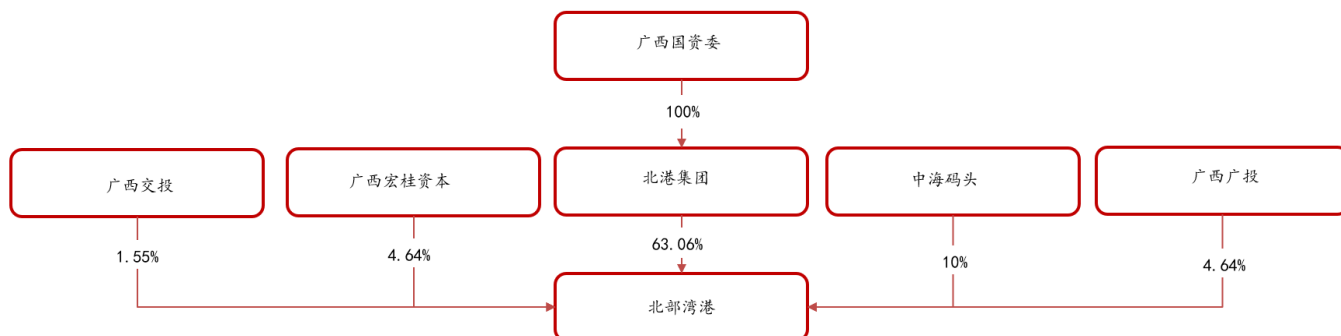
### 1.1. 股权结构调整，北港集团成为公司控股股东

根据公司 2019 年 12 月 5 日发布的公告，2019 年 12 月 4 日公司股东防城港集团将所持公司 775,137,409 股股份（持股比例 47.42%）无偿划转给北港集团，本次无偿划转及协议转让完成后，防城港集团将不再持有北部湾港的股份，北港集团成为北部湾港的控股股东，直接持有北部湾港 1,030,868,617 股 A 股股份，占北部湾港总股本的 63.06%，北部湾港实际控制人仍为广西国资委。

### 1.2. 中海码头溢价增持，成为公司第二大股东

根据公司 2019 年 11 月 28 日发布的股权转让公告，2019 年 11 月 27 日公司股东北港集团与上海中海码头签署了股权转让协议，公司大股东北港集团拟将其持有的公司 92,518,231 股股份（占公司总股本的 5.66%）以非公开协议转让的方式转让给上海中海码头，转让的价格为人民币 8.64 元/股（当日收盘价 8.10 元/股）。本次协议转让后，上海中海码头持有公司 163,461,686 股股份，占公司总股本的 10%，成为公司第二大股东。我们认为中海码头作为央企溢价增持北部湾港股权，一定程度上反映了其对广西地区及北部湾港未来发展潜力的认同。

图 1 北港集团直接持有公司 63.06% 的股权，为公司控股股东，中海码头为第二大股东

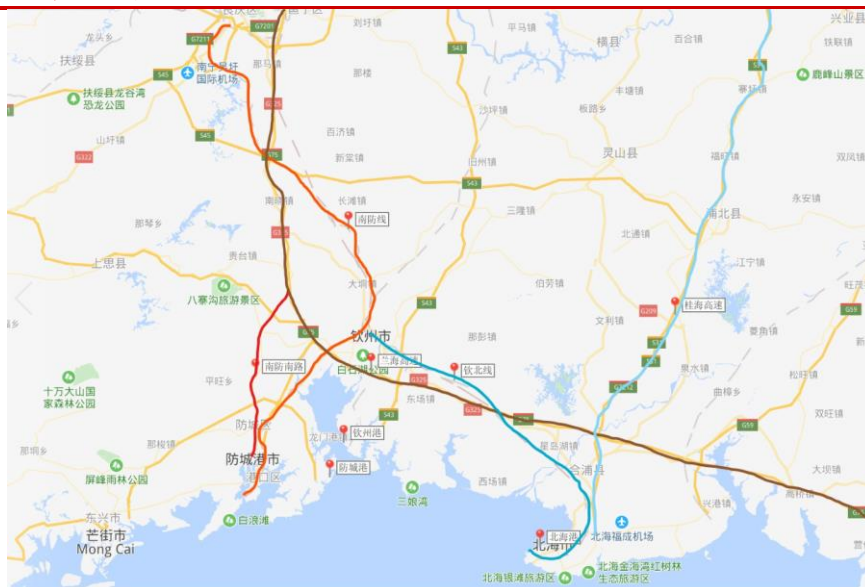


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3. 北部湾港为琼州海峡以西最大出海口，地理优势得天独厚

北部湾港位于中国广西壮族自治区南部，以近年来经济发展异军突起的黔桂滇等西南地区为经济腹地，又临近广东、中国香港等重要市场，同时又是我国内陆腹地进入中南半岛东盟国家最便捷的出海门户，地理优势及战略地位独一无二。公司下属的防城港、钦州港及北海港三港控制琼州海峡以西主要海港资源。

**图 2 北部湾港地理位置得天独厚**



资料来源：百度地图，华西证券研究所

## 2. 下辖钦北防三港分工明确，“一轴两翼”发挥各自优势

### 2.1. 防钦北三港业务分明，减少无序竞争，发挥各自优势

北部湾港目前形成钦、防、北三港区“一轴两翼”的布局，集装箱业务以钦州港区为中轴，并通过集装箱驳船进行钦北防三港区间干支线集疏；散杂货向防城港区、北海铁山港区集聚。

分港口来看：

防城港位于广西南部北部湾北岸西端，现拥有生产性泊位 44 个，万吨级以上深水泊位 33 个，泊位最大靠泊能力为 20 万吨级。码头库场面积超 500 万平方米，其中库存能力 2000 万吨，年实际通过能力超过 1.5 亿吨，其中集装箱通过能力 55 万 TEU。

钦州港区现有码头泊位 21 个，其中 10 万吨级集装箱泊位 6 个、10 万吨级多用途泊位 2 个、10 万吨级原油泊位 2 个、7 万吨级汽车滚装泊位 1 个、7 万吨级通用散杂货泊位 4 个、5 万吨级多用途泊位 2 个、3 万吨级通用散杂货泊位 2 个、1 万吨级及以下多用途泊位 2 个。港口年设计通过能力为 5700 多万吨，其中集装箱年设计吞吐能力为 420 万 TEU。

北海港区下辖铁山港作业区、石步岭作业区、海角客运站，现有生产泊位 14 个，泊位最大靠泊能力为 15 万吨级，码头库场面积近 240 万平方米，其中库存能力 1500 万吨，设计年通过能力 3000 万吨。

**表 1 目前北部湾防钦北三港货物设计吞吐能力约 2.4 亿吨，其中集装箱设计吞吐能力约 500 万标准箱**

	北部湾港合计	防城港区	钦州港区	北海港区
货物设计吞吐能力（亿吨）	2.37	1.5	0.57	0.3
集装箱设计吞吐量能力（万标准箱）	505	55	420	30

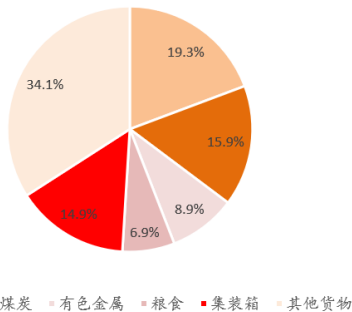
资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 2.2. 经营货物以煤炭、矿石及粮食等大宗货物以及集装箱为主，装卸业务毛利占比超 90%

北部湾港吞吐货物中干散货以煤炭、铁矿石、有色金属及粮食等大宗货物为主，2017 年公司铁矿石、煤炭、有色金属及粮食吞吐量分别为 3118 万吨/2575 万吨/1431 万吨/1111 万吨。2015-18 年铁矿石及煤炭吞吐量占比保持在 30%-40%。

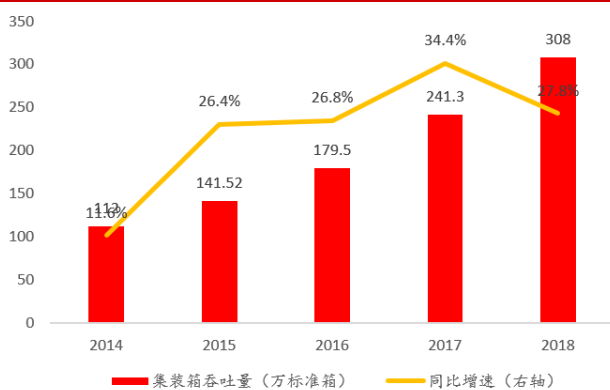
集装箱方面，近年来北部湾港集装箱吞吐量增速领先货物吞吐量总体增速，占比不断提升，2015-18 年北部湾港分别完成集装箱吞吐量 141.5/179.5/241.3/308 万标准箱，同比分别为+26.4%/+26.8%/+34.4%/+27.8%，占货物吞吐量比例分别为 11.1%/12.9%/14.9%/16.8%。

图 3 2017 年北部湾港铁矿石、煤炭、有色金属、粮食、集装箱吞吐量占比分别为 19.3%/ 15.9%/ 8.9%/ 6.9%/14.9%



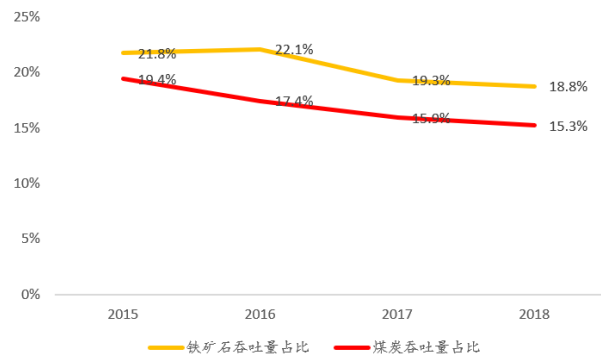
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 近年来，北部湾港集装箱吞吐量保持较高增速增长



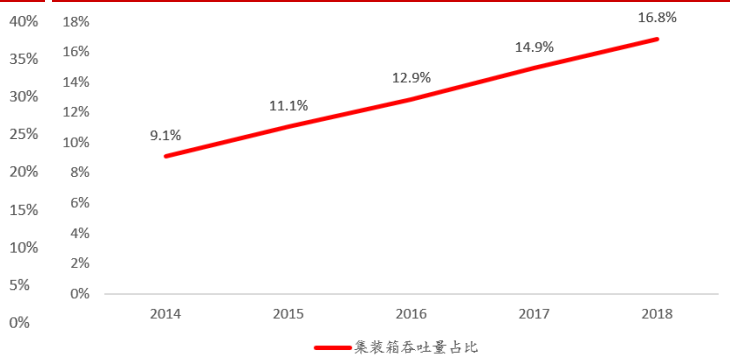
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2015-18 年北部湾港煤炭及铁矿石吞吐量合计占比保持在 30%-40%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 北部湾港集装箱吞吐量占货物吞吐量比例由 2014 年的 9.1%提升至 2018 年的 16.8%

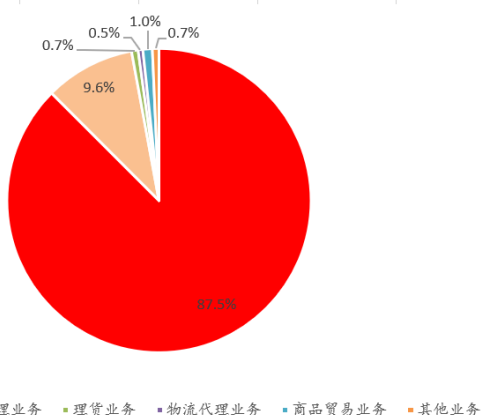


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司主营业务港口装卸业务，拖船、停泊等港口管理业务，理货业务，物流代理业务及商品贸易业务。近年来，公司专注港口装卸主业，装卸业务收入及毛利占比提升，2018 年公司装卸业务、港口管理业务、理货业务、物流代理业务、商品贸易业务及其他业务营业收入分别为 36.9/4.1/0.3/0.2/0.4/0.3 亿元，占比分别为 87.5%/9.6%/0.7%/0.5%/1.0%/0.7%；毛利润分别为 14.6/4.0/1.3/0.03/0.2/0.2 亿元，占比分别为 94.1%/2.5%/0.8%/0.2%/1.2%/1.2%。

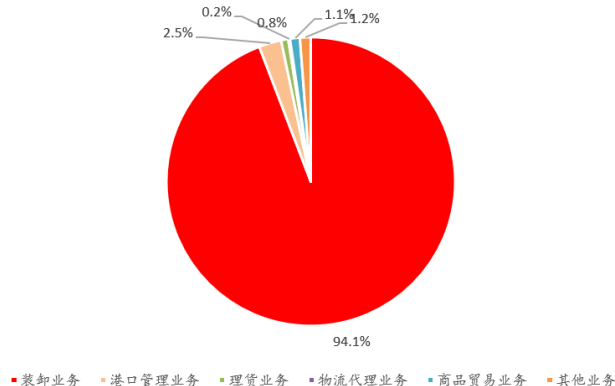
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 7 2018 年公司装卸业务收入占公司主营业务比例为 87.5%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 2018 年公司装卸业务毛利占比占公司毛利润比例为 94.1%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.3. 配套公路、铁路运输网络完善

公司所属防城港、钦州港及北海港交通便利，除水路运输外，公路与铁路构成的运输同样发挥着联通北部湾港与西南地区经济腹地的作用。

公路运输方面，防钦北三港主要通过柳北高速、桂海高速、兰海高速广西段、呼北高速等与西南地区路网相连，从而与西南腹地公路联网，辐射黔桂滇等西南经济腹地。

铁路方面，南防线、南昆线、钦北线、内昆线及水柏线的通车使北部湾港得以西连大西南各省。

表 2 西南地区主要铁路路线

线路名称	最大运输能力 (万吨/年)	运距 (公里)	起点	终点	通车时间
南防线	2150	174	广西南宁	广西防城港	1986 年
南昆线	3500	828.6	广西南宁	云南昆明	1997 年
钦北线		100	广西钦州	广西北海	1995 年
内昆线		872	四川内江	云南昆明	2001 年
水柏线	1000	119	贵州六盘水	贵州柏果镇	2001 年
成昆线	2600	1096	四川成都	云南昆明	1970 年
贵昆线		617	贵州贵阳	云南昆明	1970 年

资料来源：百度地图、百度百科、华西证券研究所

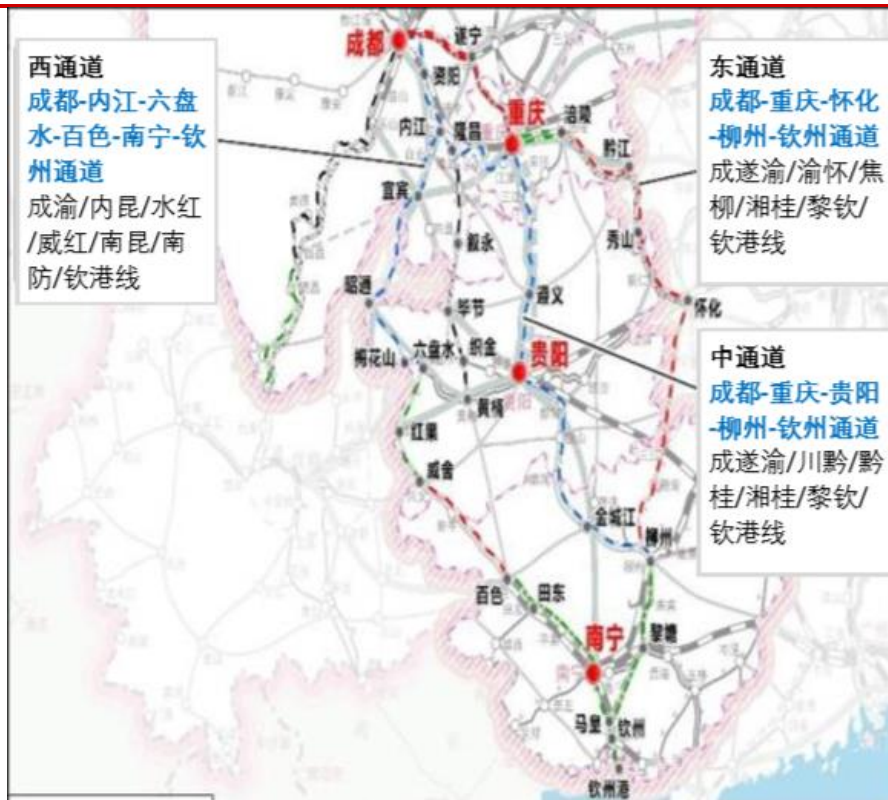
表 3 防钦北三港通过柳北高速、桂海高速等公路与西南地区路网

公路名称	车道	运距 (公里)	起点	终点	通车时间
柳北高速	双向四车道	143	柳州	北海	2017 年
桂海高速	双向四车道	625	桂林	北海	1993 年
兰海高速广西段	双向四车道		广西南丹县	北海	2012 年
呼北高速广西段	双向四车道	618	广西资源县梅溪乡	北海铁山港	2013 年

资料来源：百度地图、百度百科、华西证券研究所



图 9 西南地区铁路路网



资料来源：百度图片，华西证券研究所

## 2.4. 受湛江港、海口港及洋浦港等周边港口分流边际影响有限

北部湾地区周边主要港口包括公司所属的防钦北三港组成的北部湾港（不含贵港港区）、湛江港、洋浦港及海口港。到 2018 年，四个西南地区主要港口中湛江港生产用码头泊位个数最多为 119 个，北部湾港（不含贵港港区）万级以上生产用码头泊位最多为 61 个。吞吐量方面，2018 年北部湾港货物吞吐量为 18280 万吨，在四个主要港口中排第二，集装箱吞吐量为 308 万标准箱，四个港口中居首。

表 4 2018 年北部湾港货物吞吐量居西南地区主要港口首位

港口名称	生产用码头泊位个数 (个)	万级以上生产用码头泊位个数 (个)	2018 年货物吞吐量 (万吨)	集装箱吞吐量 (万标准箱)
北部湾港	79.00	61.00	18280	308
湛江港	119.00	36.00	30185	101
洋浦港	42.00	26.00	4206	27
海口港	69.00	34.00	11882	185

资料来源：Wind, 公司官网，华西证券研究所

### 2.4.1. 湛江港：吞吐货物结构与北部湾港接近，辐射粤桂部分地区

湛江港位于中国大陆最南端的广东省雷州半岛东北部的广州湾内，主要港区包括霞山港区、调顺岛港区、宝满港区和东海岛港区，根据国家统计局数据，到 2018 年

湛江港生产用码头泊位个数为 119 个，万级以上生产用码头泊位个数为 36 个，2018 年公司口径的货物吞吐量及集装箱吞吐量分别为 30185 万吨/101 万标准箱。

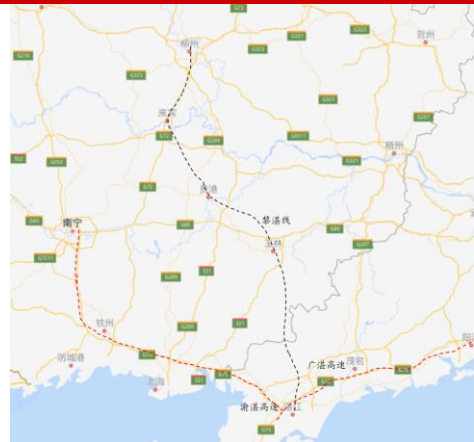
湛江港直接的经济腹地包括广西中东部、粤西等地区，间接中转腹地主要为海南省。铁路运输方面，湛江港通过广湛铁路、粤海铁路和黎湛线连同广东、广西及海南地区；公路运输方面，湛江港通过渝湛高速以及 G15、G75 高速公路与广东省、湛江市公路网连通。

图 10 湛江港主要包括霞山港区、宝满港区及调顺岛港区



资料来源：百度地图，华西证券研究所

图 11 湛江港通过广湛铁路、粤海铁路及渝湛公路等运输方式与粤、桂、琼等经济腹地连接

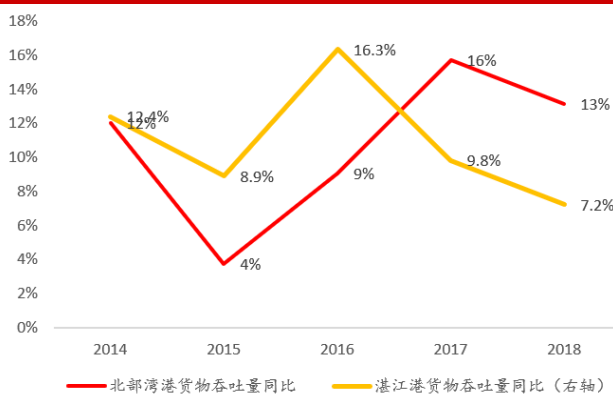


资料来源：百度地图，华西证券研究所

货物结构方面，湛江港吞吐货物主要包括煤炭、石油、金属矿石钢铁、水泥、非金属矿石、化肥和粮食等，货物结构与北部湾港接近。

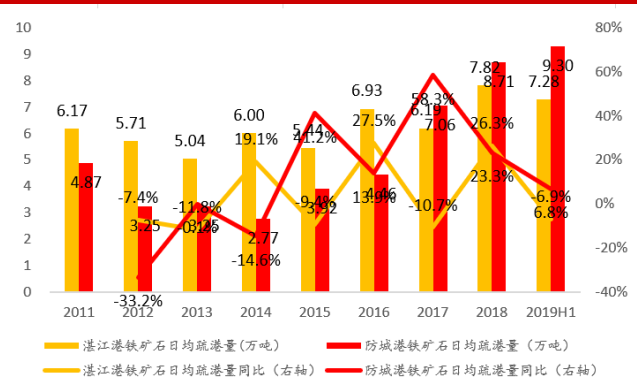
从货物吞吐量及增速来看，2017 年起北部湾港货物吞吐量超过湛江港，同时防城港铁矿石日均疏港量也从 2017 年起超过湛江港。

图 12 2017-18 年北部湾港货物吞吐量增速超过湛江港



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 2017 年起，防城港铁矿石日均疏港量超过湛江港



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.4.2. 海口港与洋浦港以海南岛为主要腹地，辐射粤西及北部湾地区

海口港位于海南岛北岸，主要港区为秀英港区、新海港区及马村港区，根据国家统计局数据，到 2018 年海口港生产用泊位 69 个，其中万级以上泊位 34 个，2018 年海口港货物吞吐量及集装箱吞吐量分别为 11882 万吨/185 万标准箱。

洋浦港位于海南岛西北岸的洋浦湾内，根据国家统计局数据，到 2018 年洋浦港生产用泊位共 42 个，其中万吨级以上生产用泊位共 26 个，2018 年货物吞吐量及集装箱吞吐量分别为 4206 万吨/27 万标准箱。

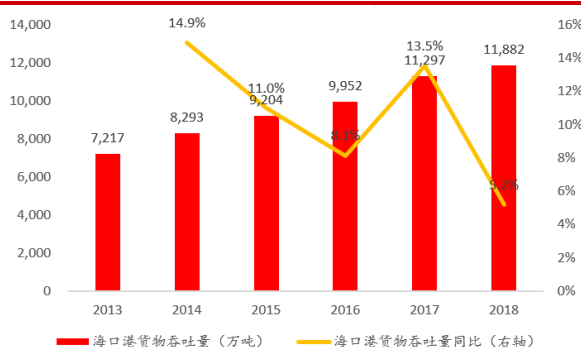
从海口港及洋浦港地理位置来看，海口港位于琼中海峡南岸，与雷州半岛隔海相望，是海南岛对外贸易和旅客进出港重要口岸，为连接海南岛与内陆的交通枢纽，主要辐射海南岛内及华南地区；洋浦港位于海南岛西北岸，距离北部湾及越南海防港距离较海口港更近，可辐射海南岛内、北部湾及越南海防地区。

图 14 海口港主要辐射岛内及粤北地区，洋浦港主要辐射岛内、北部湾及东南亚



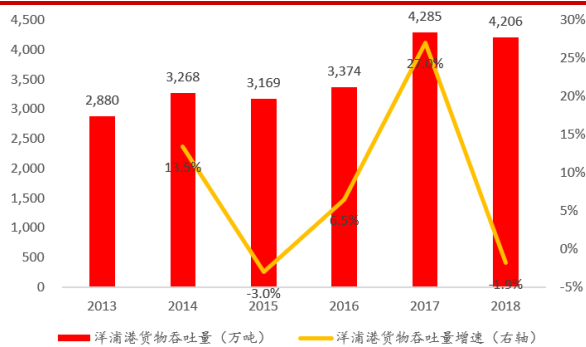
资料来源：百度地图，华西证券研究所

图 15 2018 年海口港货物吞吐量为 11882 万吨，同比 +5.2%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 2018 年洋浦港货物吞吐量为 4206 万吨，同比 -1.9%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为西南地区四个主要港口中，海口港主要承担海南岛与内陆地区的货物与旅客运输，主要辐射岛内及粤西地区，对北部湾港吞吐量影响较小；洋浦港距离越南海防仅 151 海里，可承接部分东南沿地区的外贸货物中转运输，但其港口规模相对较小，预计分流影响有限。

湛江港吞吐货物种类结构与北部湾港类似，且同样辐射云黔桂等地区经济腹地有所重叠，但北部湾港距近年来经济需求回暖的西南地区更近，对于川渝黔桂滇等地的辐射能力更强。

### 3. 管理红利遇上西南经济强劲增长，风景这边挺好

#### 3.1. 港口整合决心大，上市公司不断整合防城北三港海港资源

为了避免区域间港口的同业竞争，充分发挥规模效应协同效应，公司控股股东北部湾港务集团不断对北部湾地区港口资源进行整合。根据公司官网信息，到 2018 年 6 月底，公司共经营泊位 83 个，其中生产性泊位 79 个，万吨级以上泊位 61 个，年吞吐能力 2.4 亿吨，集装箱年通过能力 468 万标箱。

表 5 北部湾港港口资源整合情况一览

时间	事件	发行数量&交易价格	资产变动情况
2013 年	发行股份购买防城港 100%股权、北拖公司 57.57%股权及钦州港 100%股权。	股票发行数量： <b>690,026,949 股</b> ； 股票发行价格： <b>7.51 元/股（复权后 5.34 元/股）</b>	本次交易的标的资产中包含的泊位数量为 <b>42 个</b> ，其中万吨级以上泊位数为 35 个，十万吨级及以上泊位数为 10 个
2015 年	非公开发行股票收购钦州兴港 100%股权、北海兴港 100%股权、防城港兴港 100%股权	股票发行数量： <b>121,896,162 股</b> ； 股票发行价格： <b>22.15 元/股（复权后 16.65 元/股）</b>	收购标的包括： <b>防城港兴港</b> 拥有防城港域 403-405 号泊位； <b>钦州兴港</b> 拥有钦州港大榄坪 5 号泊位； <b>北海兴港</b> 拥有铁山港域 3-4 号泊位
2018 年	以北海北港 100%股权、防城北港 100%股权作价，对钦州盛港 100%股权、北海港兴 100%股及防城盛港 100%股权进行资产置换，并通过非公开发行发行股票的方式募集资金支付 168,543.97 万元资产置换价差。	股票发行数量 <b>146,305,531 股</b> ； 发行价格为 <b>11.52 元/股（复权后 11.29 元/股）</b>	<b>置出资产</b> 包括：北海北港：海角作业区 1#-5#泊位；防城北港：防城港 0#、1#-2#泊位以及过渡段 <b>置入资产</b> 包括：钦州盛港：钦州港域大榄坪南作业区 7#-8#泊位；勒沟作业区 13#-14#泊位；北海港兴：北海港铁山港西港区北暮作业区 5#、6#泊位工程；防城盛港：20 万吨码头、402#泊位及 406#-407#泊位
2018 年	非公开发行股票募集 16.5 亿元配套资金	股票发行数量： <b>248,051,887 股</b> ； 发行股票价格： <b>6.64 元/股（复权后 6.53 元/股）</b>	<b>配套资金用途</b> ：防城港 402#泊位后续建设；防城港 406#-407#泊位后续建设；钦州大榄坪 7#-8#泊位后续建设；钦州勒沟 13#-14#泊位后续建设；北海铁山港 5#-6#泊位后续建设
2019 年	拟收购股权	收购价格： <b>89,319.03 万元</b>	收购标的包括：北海宏港 100%股权；钦州宏港 100%股权；防城港雄港 100%股权；云约江公司 100%股权

资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 3.2. 招商引资力度强，重点项目工程落地料将推动北部湾港吞吐量快速增长

供给侧改革以来，西南地区煤炭及铁矿石供需缺口持续扩大，对外调需求提高，持续推动北部湾港干散货吞吐量增长。近年来，河北及部分沿海地区受环保限产政策、

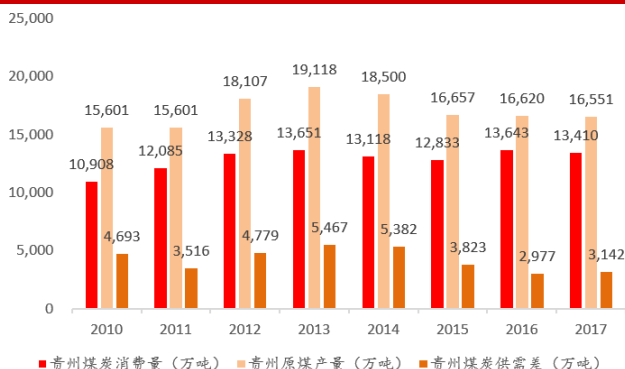
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

原材料及人力成本高企等因素影响，再叠加广西地区地理位置优势和招商引资力度，部分企业将产能转移至广西、云南等资源富集、要素成本相对较低的西南地区，根据不完全统计，目前可查的重点工程项目产成品及原料未来可能通过北部湾港进行运输的货量超过1亿吨。所以我们认为，随着产业转移的推进及重点项目的陆续完工投产，黔桂滇等西南腹地需求高速增长有望延续，并持续推动北部湾港散杂货货物吞吐量在未来五年保持两位数增速增长。

### 3.2.1. 西南地区铁矿石及煤炭供需缺口持续扩大，外调需求提高

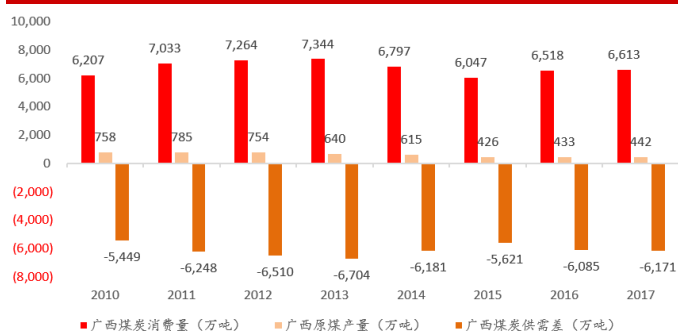
西南黔桂滇三个地区中，贵州为产煤大省，煤炭主要供内销售，少量通过铁路及公路等运输方式运往云南、广西及川渝地区。云南地区为煤炭净调入省，近年来随着水电发电量的增加，煤炭缺口企稳，通过铁路及公路等运输方式从周边地区调入煤炭基本能满足需求；黔桂滇三地中广西煤炭缺口最大，根据Wind数据，2017年广西煤炭消费量产量为6613万吨，原煤产量为442万吨，缺口约6171万吨，由于地处沿海临近港口，广西缺口煤炭除部分通过内贸的方式从其他地区调入，部分则通过进口煤的方式满足需求，根据Wind数据，2015-17年广西煤炭供需缺口分别为，5621万吨/6085万吨/6171万吨，供需差额增加，煤炭外调需求增加。

图 17 贵州省产煤主要供内销，煤炭供给侧改革后产量减少，供需差额下降



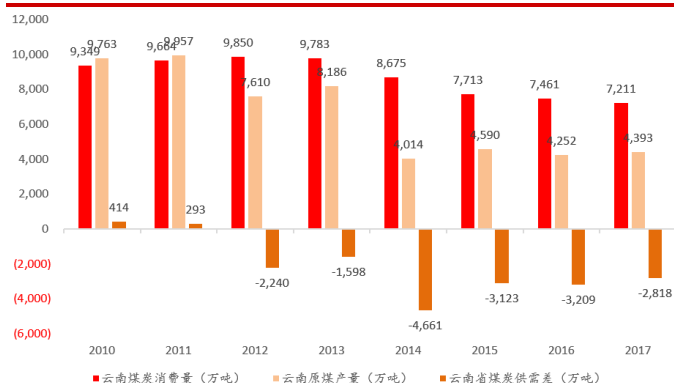
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 近年来广西煤炭供需差额增加，对进口煤需求增加



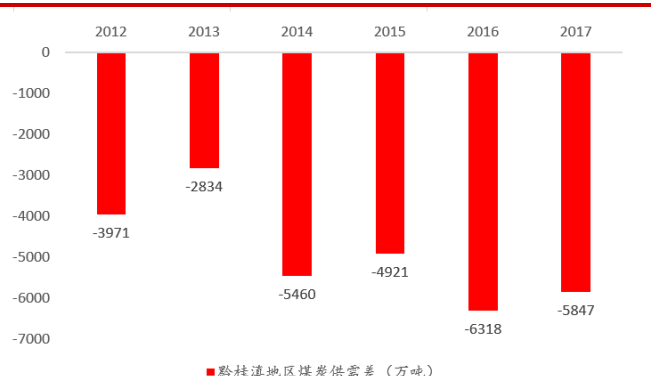
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 19 近年来云南省水电发电量增加，煤炭供需缺口企稳



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 近年来黔桂滇地区煤炭供需缺口扩大



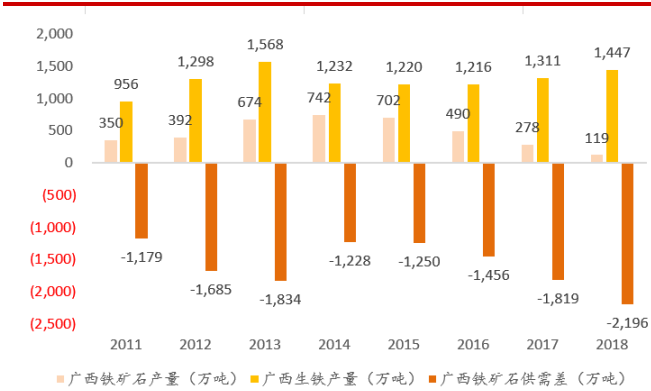
资料来源：Wind，华西证券研究所

铁矿石方面，2016-18年黔桂滇地区铁矿石合计产量分别为3268万吨/3227万吨/2191万吨，同比增速分别为-12.1%/-1.2%/-32.1%，生铁合计产量分别为2865万吨

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

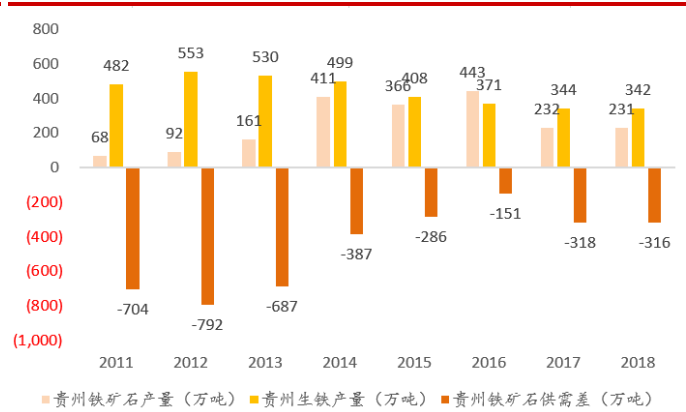
/2976 万吨/3361 万吨，同比分别为+0.1%/+3.1%/+12.9%，按照每生产 1 吨生铁需要消耗 1.6 吨铁矿石的比例，计算得 2016-18 年黔桂滇地区铁矿石供需缺口分别为 1316 万吨/1535 万吨/3187 万吨，同比分别为+52.5%/+16.7%/+107.6%，黔桂滇地区铁矿石供给缺口持续扩大。

图 21 2011-18 年广西铁矿石供需缺口持续扩大



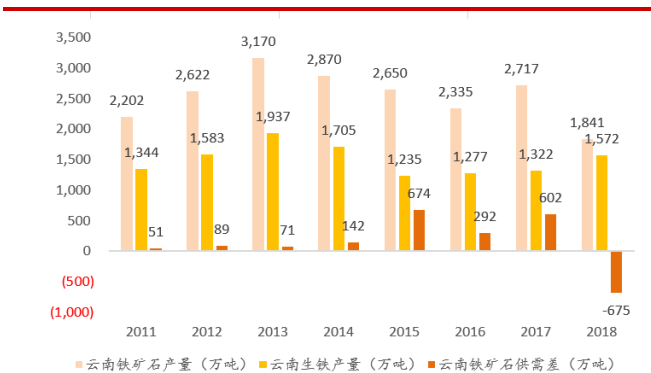
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 2017 年起, 贵州地区铁矿石供需缺口开始扩大



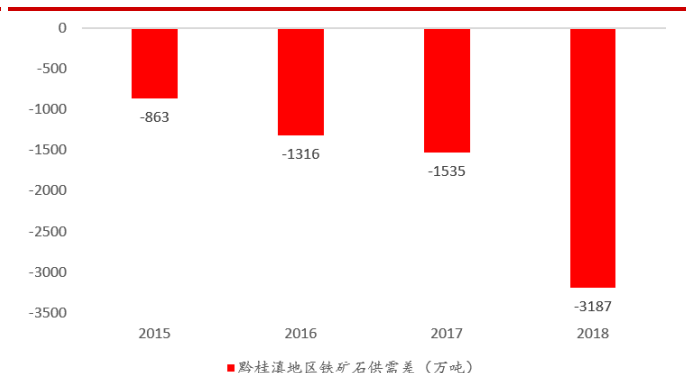
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 2018 年云南铁矿石供需差转负



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 黔桂滇地区铁矿石供需缺口持续扩大

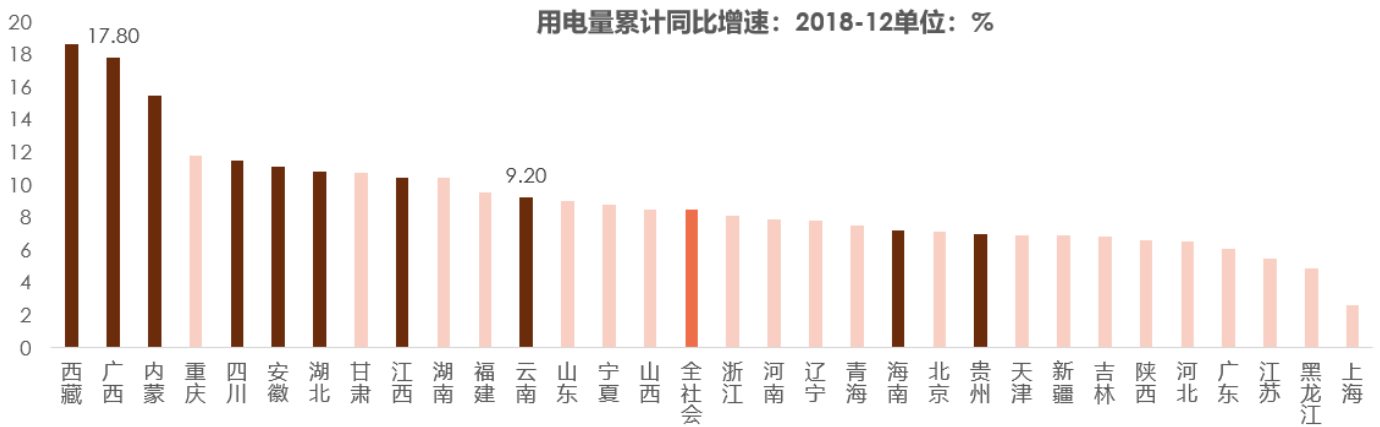


资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3.2.2. 用电量数据验证产业转移逻辑

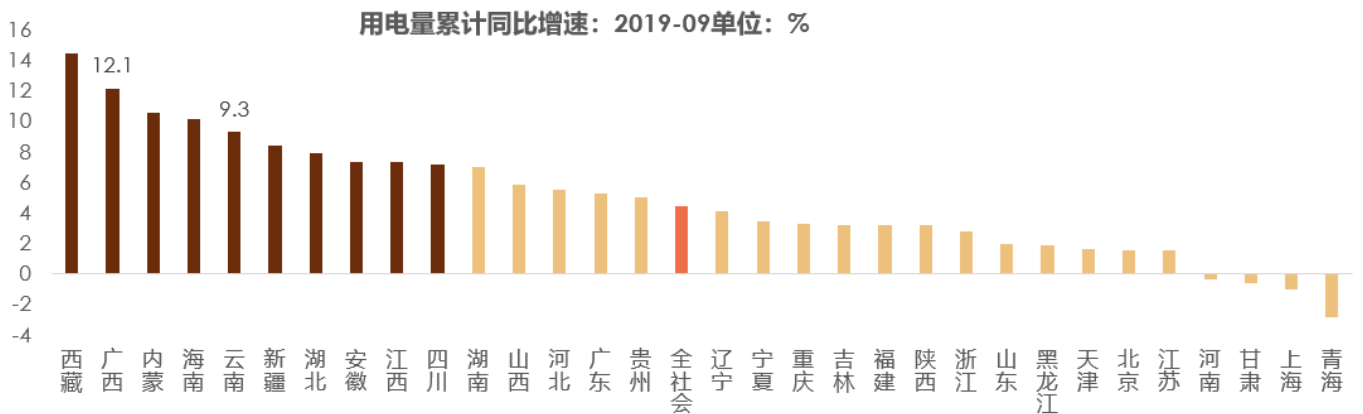
从用电量增速来看, 2017 年起, 广西、云南等西南地区用电量增速居全国前列。2018 年广西、云南用电量增速分别为+17.8%/+9.2%, 排名分别为全国第 2 与全国第 12, 2019 年前 9 月广西、云南用电量增速分别为+12.1%/+9.3%, 排名分别为全国第 2 与全国第 5。我们认为, 近年来中西部地区用电量的高增速在一定程度上反映了我国产业转移的趋势。

图 25 2018 年广西/云南用电量增速分别居全国第 2 与全国第 12



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 2019 年 1-9 月广西/云南用电量增速分部居全国第 2 与全国第 5



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3.2.3. 重点工程项目未来或将为北部湾港带来超 1 亿吨吞吐量增量，预计货物吞吐量将维持较高增速

根据广西壮族自治区发改委印发的《2017 年全区攻坚突破重点项目清单》、《2018 年全区攻坚突破重点项目清单》及《2019 年全区攻坚突破重点项目清单》等资料显示，未来广西地区将承接大量钢铁、化工项目，其中包括柳钢防城港基地（设计粗钢产能 1470 万吨）、津西钢铁防城港生产基地（设计粗钢产能 1000 万吨）、胜宝新一代钢铁生产加工基地项目（设计炼铁产能 405 万吨）等。

为了计算重点工程项目对北部湾港未来货物吞吐量的影响，我们排除了产能可能当地消化的项目、产成品及原材料可能不通过北部湾港运输的项目、将建设自有业主码头的部分项目后，粗略计算得，未来广西重点工程项目产成品及原材料运输将为北部湾港带来超过 1 亿吨的吞吐量增量。我们认为，未来随着产业转移的推

进和重点项目工程的陆续投产，北部湾港腹地需求将维持高增速并推动北部湾港货物吞吐量增长。

表 6 部分广西地区规划重点工程项目

项目名称	主要建设内容及规模	总投资 (亿元)	计划开工时间	计划竣工时间	原材料及产成品吞吐量估算 (万吨)
柳钢防城港基地	柳钢防城港钢铁基地将新建 4 座 3200m <sup>3</sup> 炼铁高炉、7 座 200t 炼钢转炉，规模为生铁产能 1068 万吨、粗钢产能 1470 万吨	686	2018	2019 年底	4483.5
津西钢铁防城港生产基地	津西钢铁在防城港市投资建设的 1000 万吨/年全流程钢铁项目将落户防城港经开区，项目拟分两期建设，一期项目投资约 170 亿元，转移钢铁产能 500 万吨左右。	300	2019		3050
胜宝新一代钢铁生产加工基地项目	拟建项目减量置换后炼铁产能为 405 万吨、炼钢产能为 393 万吨。建设 3×1550m <sup>3</sup> 高炉，3×116t 转炉，以及原料厂、焦化、烧结、轧钢等配套公用设施。同时引进一批制管、镀锌带钢、钢木家具、钢材深加工等配套产业项目。	160	2018	2020	1198.7
广西盛隆产业升级技术改造项目	对生产线装备工艺技术水平进行整体改造升级。一期项目主要建设 2 座 1680 立方米高炉，形成钢产能 340 万吨。二期项目主要建设 3 台 120 吨转炉，形成钢产能 420 万吨。	90	2017	2020	2318
敬业集团 570 万吨钢铁产能异地转移项目	项目建设 1×450m <sup>3</sup> 、2×588m <sup>3</sup> 、1×1080m <sup>3</sup> 、2×1268m <sup>3</sup> 高炉，2×80t、2×150t 转炉，1 条 1780mm 热连轧生产线、一条高品质钢短流程薄带铸轧生产线、1 条高速线材生产线、1 条精品棒材生产线和两条冷轧生产线，形成年产 570 万吨钢铁产能。	209	2018		1738.5
合计		1445			12788.65

资料来源：广西发改委，华西证券研究所



## 4.西部陆海新通道规划未来有望持续助力集装箱业务 增长

根据国务院 2019 年 8 月 2 日发布的《西部陆海新通道总体规划》（以下简称《规划》）及广西发改委和财政厅 2019 年 10 月 31 日发布的《广西加快西部陆海新通道建设若干政策措施（修订版）》，未来西部陆海新通道将从：完善公路、铁路及港口设施建设、增强大通道通行能力，降低主通道公路、铁路物流运输费用提高运输效率，两个方面推进西部陆海新通道的发展。

**加快运输通道建设方面：**《西部陆海新通道总体规划》要求 2019-25 年，建设自重庆经贵阳、南宁至北部湾出海口（北部湾港、洋浦港），自重庆经怀化、柳州至北部湾出海口，以及自成都经泸州（宜宾）、百色至北部湾出海口三条通路，共同形成西部陆海新通道的主通道。积极推进钦州、洋浦等港口建设大型化、专业化、智能化集装箱泊位，提升集装箱运输服务能力；大力推进防城港等港口建设大型化干散货码头，促进干散货作业向专业化、绿色化方向发展；有序推进进港航道疏浚整治，改善通航条件。

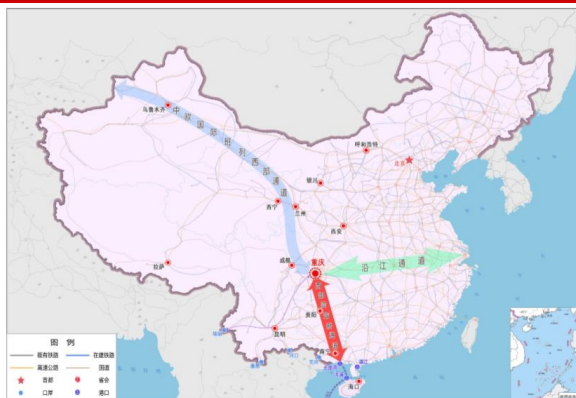
《规划》要求到 2020 年，北部湾港集装箱吞吐量达到 500 万标准箱，到 2025 年吞吐量达到 1000 万标准箱。

**降费增效方面：**《广西加快西部陆海新通道建设若干政策措施（修订版）》要求：

- 1) 支持企业常态化、规模化开行西部陆海新通道班列、班轮，运营企业对外公示多式联运集装箱收费“一口价”并承诺服务标准。
- 2) 中国铁路南宁局集团有限公司对西部陆海新通道所有经北部湾港始发的铁海联运集装箱班列给予铁路运价下浮优惠。
- 3) 支持企业开行中国-中南半岛跨境公路运输班车。对经广西边境主要口岸往返中南半岛国家、开行密度达到每月 25 班以上的跨境公路运输企业予以支持。
- 4) 对经防城港港区、北海港区转钦州港区的集装箱货物的港口服务及转港运输环节费用，按经钦州港区同一价格收费。
- 5) 对车辆运输车 and 满足国家交通运输部标准（GB-1589）的集装箱运输车辆，在进出钦州、北海、防城港港域和东兴、友谊关、凭祥铁路 3 个口岸时，在广西区内减半收取高速公路车辆通行费。
- 6) 继续推进通关便利化改革，沿海口岸进出口整体通关时间逐年降低，其中 2019 年压缩三分之一。
- 7) 对往返北部湾港的西部陆海新通道海铁联运铁路冷藏集装箱重箱，在享受铁路班列支持基础上按不同运输距离给予补助，运输距离 200-500 公里按照不超过 500 元/40 英尺集装箱、运输距离 500-1500 公里按照不超过 1000 元/40 英尺集装箱、运输距离超过 1500 公里按照不超过 1500 元/40 英尺集装箱给予支持。

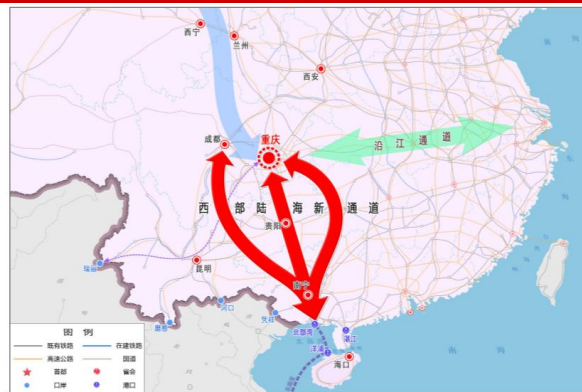
我们认为，未来随着西部陆海新通道规划的持续推进，西南地区综合交通运输网络将进一步完善，陆海通道物流成本有望进一步降低、通行效率进一步提高。西部陆海通道将能更好地衔接中欧班列西通道，北部湾港集装箱吞吐量增速有望迎来放量。

图 27 北部湾港北接中欧班列，南临东盟经济区



资料来源：西部陆海新通道规划，华西证券研究所

图 28 未来规划的西南海路通道皆以北部湾港为出海口



资料来源：西部陆海新通道规划，华西证券研究所

综上所述，我们预计 2019-23 年公司将实现货物吞吐量分别约为 2.1/ 2.4/ 2.8/ 3.2/3.6 亿吨，同比分别为+16%/+15%/+15%/+14%/+14%，其中集装箱吞吐量分别约为 385/474/568/682/818 万标准箱，同比分别为+25%/+23%/+20%/+20%/+20%。

## 5. 盈利预测：预计 2023 年公司将实现归母净利润 18 亿元

### 5.1. 北部湾港单位货物装卸收费标准居行业中游水平

2018 年北部湾港实现货物吞吐量 18279 万吨，实现装卸业务收入 368480 万元，计算得单位货物收入为 20.2 元/吨。比较 11 家港口上市公司 2018 年装卸业务单位收入，北部湾港排 6 位，居行业中游水平。在对公司营收进行测算时，我们假设未来装卸业务单位收入保持当前水平。

表 7 经测算，北部湾港装卸业务单位收入居行业中游水平

公司	2018 年货物吞吐量 (万吨)	2018 年装卸业务收入 (万元)	单位收入 (元/吨)
青岛港 (2018H1, 控股口径)	6129	205150	33.5
南京港	1903	61170	32.1
上港集团	56100	1565800	27.9
唐山港	21200	443770	20.9
<b>北部湾港</b>	<b>18279</b>	<b>368480</b>	<b>20.2</b>
日照港	23735	468230	19.7
秦港股份	38238	675520	17.7
天津港	42866	580790	13.5
大连港	46700	544170	11.7
宁波港	77643	887880	11.4
广州港	46546	527530	11

注：由于 2018 年青岛港控股口径货物吞吐量数据缺失，故采用 2018 年上半年数据进行测算

## 5.2. 规模效应增强、毛利率提高，预计公司 2023 年将实现归母净利润约 18 亿元

如前文所述，预计 2019-23 年公司将分别实现货物吞吐量 2.1/2.4/2.8/3.2/3.6 亿吨，假设未来装卸业务单位收入保持当前水平，预计 2019-23 年公司营业收入分别约为 47.2/54.2/62.0/70.1/79.3 亿元，同比分别约为+12%/+15%/+14%/+13%/+13%，同时随着北部湾港业务规模的持续扩大，单位货物固定成本将逐渐摊薄，规模效应不断提高，预计 2019-23 年公司毛利率分别约为毛利率分别为+38%/+40%/+41%/+42%/+43%。预计 2019-23 年公司归母净利润分别约为 9.1/10.9/12.9/15.4/18.0 亿元。

## 5.3. 调整盈利预测，上调至“买入”评级

我们认为北部湾港是最受益于国内产业转移和经济结构调整的标的之一，随着北部湾地区周边产业转移规划的重点项目的落地和逐渐达产，预计公司业绩在未来五年将保持较高增速增长。中海码头溢价增持北部湾港股权也在一定程度上反映了央企对于北部湾港未来发展潜力的认同，我们根据公司最新运营数据及财务数据，调整 2019-21 年 EPS 盈利预测至 0.56/0.67/0.79 元（原盈利预测为 0.55/0.67/0.79 元），上调至“买入”评级。

## 6. 风险提示

### 6.1. 宏观经济下行，港口吞吐量增速不及预期

北部湾港吞吐量未来和宏观经济的相关度会越来越高，若宏观经济下行超预期，或将导致公司港口吞吐量增速低于预期。

### 6.2. 税收优惠政策变动

目前公司根据国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日企业所得税按照 15% 税率缴纳，税率存在可能的变更风险。

### 6.3. 交易性风险

目前公司流通股份数共 25317.52 万股，占总股本比例约为 15.5%，按照 2019 年 12 月 08 日 8.34 元/股的收盘价，计算流通市值为 21.95 亿元。公司 2018 年 12 月 26 日完成非公开发行的 24805.19 万股股票即将于 2019 年 12 月 30 日解禁，解禁后公司流通股将增加值 51122.71 万股，占总股本的比例为 31.3%，流通市值将增加至 43.66 亿元。

表 8 将于 2019 年 12 月 30 日解禁的限售股合计 24805.19 万股

股东名称	解禁时间	解禁股份数 (万股)	解禁前流通股 (万股)	解禁后流通股 (万股)
广西交通发展投资基金合伙企业 (有限合伙)	2019/12/30	2,530.12		
广西广投资产管理有限公司	2019/12/30	7,590.36		
广西宏桂资本运营集团有限公司	2019/12/30	7,590.36		
上海中海码头发展有限公司	2019/12/30	7,094.35		
合计		24,805.19	26,317.52	51,122.71

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 6.4. 重点工程项目落地不及预期

上述部分重点工程项目仍处于前期规划阶段，未来开工投产进度存在低于预期的风险。

## 6.5. 港口收费政策变动

港口收费政策变动可能对公司业绩造成较大影响。

## 6.6. 周边港口竞争加剧

周边港口对北部湾港吞吐量分流的负面影响或超预期。

## 6.7. 公司尚处于成长期，未来或存在资本支出及财务费用增加超预期风险

根据公司 2019 年 12 月 7 日公告，预计公司 2020 年项目计划总投资约 150 亿元，其中 2020 年计划投资约 50 亿元，预计 2020 年债务性融资规模将增加约 30 亿元，参照公司当前债务融资成本，预计 2020-21 年公司财务费用将增加约 1/1.5 亿元。

目前公司尚处于成长期，未来或存在较大规模的资本支出，根据现有的公开资料无法对未来资本支出规模和在建工程转固时间进行精确预测，公司未来存在在建工程大规模转固后折旧费用增加、以及存在债务规模扩大，财务费用增加的风险，影响公司毛利率以及业绩增速。

表 9 部分港口公司 2018 年货物吞吐量及总资产一览

公司	2018 年公司年报口径货物吞吐量 (万吨)	2018 年年末公司总资产 (亿元)
宁波港	77643	733
上港集团	56100	1,462
青岛港	48600	488
广州港	46546	252
天津港	42866	342
秦港股份	38238	260
日照港	23735	215
唐山港	21200	233
北部湾港	18279	171
南京港	1903	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4210.66	4722.75	5421.25	6199.47	净利润	711.07	999.32	1200.53	1417.52
YoY (%)	13.46%	12.16%	14.79%	14.35%	折旧和摊销	664.72	675.66	689.48	703.32
营业成本	2654.80	2950.14	3275.71	3638.02	营运资金变动	152.00	60.21	129.03	143.55
营业税金及附加	34.74	38.96	44.72	51.14	经营活动现金流	1831.45	1950.75	2317.51	2661.34
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	-405.17	-774.03	-4243.99	-4245.25
管理费用	329.92	370.04	424.77	485.75	投资	-22.41	0.00	0.00	0.00
财务费用	244.80	192.89	271.62	365.86	投资活动现金流	-432.29	-774.08	-4244.02	-4245.27
资产减值损失	49.99	0.00	0.00	0.00	股权募资	1666.75	0.00	0.00	0.00
投资收益	-4.30	-0.05	-0.03	-0.02	债务募资	-517.31	0.00	3000.00	0.00
营业利润	909.91	1176.67	1412.38	1668.67	筹资活动现金流	637.97	-484.51	2361.56	-825.94
营业外收支	-44.83	-1.00	0.00	-1.00	现金净流量	2037.13	692.16	435.05	-2409.86
利润总额	865.08	1175.67	1412.38	1667.67	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	154.01	176.35	211.86	250.15	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	711.07	999.32	1200.53	1417.52	营业收入增长率	13.46%	12.16%	14.79%	14.35%
归属于母公司净利润	645.77	907.55	1090.28	1287.34	净利润增长率	8.52%	40.54%	20.13%	18.07%
YoY (%)	8.52%	40.54%	20.13%	18.07%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.40	0.56	0.67	0.79	毛利率	36.95%	37.53%	39.58%	41.32%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率	16.89%	21.16%	22.14%	22.87%
货币资金	2882.92	3575.08	4010.13	1600.26	总资产收益率 ROA	3.77%	5.01%	4.91%	5.48%
预付款项	6.86	7.62	8.47	9.40	净资产收益率 ROE	7.01%	9.22%	10.29%	11.24%
存货	29.40	58.13	64.54	71.68	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	810.16	972.00	1097.85	1238.07	流动比率	<b>0.98</b>	<b>1.13</b>	<b>1.20</b>	<b>0.63</b>
流动资产合计	3729.34	4612.83	5180.99	2919.41	速动比率	0.97	1.12	1.18	0.61
长期股权投资	6.16	6.16	6.16	6.16	现金比率	0.75	0.88	0.93	0.35
固定资产	10423.01	10278.80	9891.73	9491.08	资产负债率	38.99%	38.27%	45.85%	44.59%
无形资产	2339.77	2281.36	2222.94	2164.52	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	13387.72	13485.09	17039.60	20580.54	总资产周转率	0.26	0.27	0.27	0.27
资产合计	17117.06	18097.92	22220.59	23499.95	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1224.00	1224.00	1224.00	1224.00	每股收益	0.40	0.56	0.67	0.79
应付账款及票据	730.28	845.16	938.43	1042.23	每股净资产	5.63	6.02	6.48	7.01
其他流动负债	1865.04	2001.70	2170.57	2358.62	每股经营现金流	1.12	1.19	1.42	1.63
流动负债合计	3819.32	4070.86	4333.00	4624.84	每股股利	0.00	0.17	0.21	0.26
长期借款	2714.72	2714.72	5714.72	5714.72	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	139.96	139.96	139.96	139.96	PE	21.67	15.42	12.83	10.87
非流动负债合计	2854.68	2854.68	5854.68	5854.68	PB	1.25	1.42	1.32	1.22
负债合计	6674.00	6925.54	10187.68	10479.52					
股本	1634.62	1634.62	1634.62	1634.62					
少数股东权益	1236.62	1328.40	1438.65	1568.83					
股东权益合计	10443.06	11172.38	12032.91	13020.43					
负债和股东权益合计	17117.06	18097.92	22220.59	23499.95					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。