

北部湾港 (000582)

证券研究报告

2024 年 12 月 30 日

平陆运河通航，吞吐量有望跃升

区位优势，吞吐量高增长

北部湾港在 RCEP 和东盟自贸区的核心位置,是西部陆海新通道的出海口,预计 2014-24 年货物吞吐量年化增速 10%、集装箱吞吐量年化增速 23%,都高于全国增速。未来吞吐量有望持续较快增长:一是中国产业西迁,西南地区 GDP 和出口占比上升;二是川渝出口通过西部陆海新通道,经北部湾港的比例上升;三是中国与东盟的贸易占比上升,北部湾港区区位优势明显。

平陆运河,带动吞吐量跃升

平陆运河连通北部湾港和西江,预计 2026 年底主体建成,将是西南地区最短的出海通道,有望吸引部分广西货物从珠三角港口转向北部湾港。我们估计 2023 年长洲枢纽过闸货物中,5000 万吨左右未来有望通过平陆运河运输,水水中转给北部湾港贡献近亿吨吞吐量。随着长洲枢纽货物过闸量增长,2027 年将有更多货物转向平陆运河运输。2035 年平陆运河货运量有望达到 9550 万吨,水水中转有望给北部湾港带来近 2 亿吨货物吞吐量。

潜在利好,带来主题投资机会

潜在政策利好、远期利润有望大增,带来主题投资机会。一是美国加关税威胁下,中国可能加大与东盟、RCEP 国家贸易,北部湾港吞吐量有望加速增长。二是产业西迁,川渝地区出口有望更快增长,西部陆海新通道承运川渝出口货物的比例有望上升,北部湾港吞吐量有望加速增长。三是平陆运河开通,可能使北部湾港吞吐量跃升 20%。吞吐量增长使码头利用率上升,费率有望上行,北部湾港的盈利有望高增长。在盈利高增长兑现之前,预期波动可能带来主题投资机会。

盈利预测与目标价

北部湾港在吞吐量较快增长的基础上,2027-28 年平陆运河有望贡献 8100 万吨吞吐量;在费率小幅上升趋势的基础上,2027-28 年吞吐量跃升有望带动港口费率更大幅度上涨。我们预计 2024-28 年归母净利润 11.7、11.8、13.3、20.5、29.9 亿元。综合 AE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE,取两个估值结果的平均值,给予北部湾港的目标价为 10.91 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 经济周期波动风险,收费政策调整风险,资本开支规模过大风险,股权融资摊薄 EPS 风险,吞吐量增长不及预期风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,377.86	6,949.61	7,181.84	7,826.14	8,529.55
增长率(%)	8.13	8.96	3.34	8.97	8.99
EBITDA(百万元)	2,501.59	2,819.37	3,190.08	3,341.18	3,685.41
归属母公司净利润(百万元)	1,039.12	1,126.86	1,171.59	1,180.24	1,327.23
增长率(%)	1.06	8.44	3.97	0.74	12.45
EPS(元/股)	0.46	0.49	0.51	0.52	0.58
市盈率(P/E)	16.88	15.56	14.97	14.86	13.21
市净率(P/B)	1.36	1.29	0.98	0.94	0.91
市销率(P/S)	2.75	2.52	2.44	2.24	2.06
EV/EBITDA	8.59	8.66	8.33	8.64	7.84

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.7 元
目标价格	10.91 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,277.55
流通 A 股股本(百万股)	1,761.26
A 股总市值(百万元)	17,537.14
流通 A 股市值(百万元)	13,561.71
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	44.25
一年内最高/最低(元)	9.00/6.72

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

内容目录

1. 西南地区枢纽港，规模快速扩张	4
1.1. 广西国资控股，资产质量良好	4
1.2. 整合完成，经营北部湾核心港区	5
1.3. 投资和收购，推动规模较快扩张	7
2. 东盟和西南发展，带动吞吐量高增长	8
2.1. 产业西迁，西南地区出口占比上升	8
2.2. 海铁联运，贡献更多集装箱吞吐量	9
2.3. 区位优势，受益对东盟贸易增长	10
3. 平陆运河通航，吞吐量有望跃升	10
3.1. 平陆运河通航，成本优势明显	11
3.2. 2035 年有望贡献 2 亿吨吞吐量	12
4. 盈利预测与目标价	14
4.1. 2027 年盈利有望跃升	14
4.2. 目标价 10.91 元	14
5. 风险分析	15

图表目录

图 1：北部湾港的股权关系和经营港区（截止 2024 年 9 月 30 日）	4
图 2：北部湾港位于广西北部湾，地理位置优越	5
图 3：北部湾港的加权 ROE 维持在 8% 左右	5
图 4：2023 年北部湾港 ROE 高于行业，位居上市港口公司前列	5
图 5：北部湾港主要港区分布与“十四五”港口重大项目规划	6
图 6：北部湾港的营业收入和归母净利润较快增长	7
图 7：北部湾港的货物吞吐量和港口业务收入持续增长	7
图 8：北部湾港的固定资产增加额主要是在建工程转入	7
图 9：2013-24 年，北部湾港的股本大幅扩张	7
图 10：2010 年以来，云桂黔 GDP 在全国的占比呈上升趋势	8
图 11：2010 年以来，云桂黔和川渝的出口占比呈上升趋势	8
图 12：北部湾港的货物吞吐量增速多数年份高于全国	9
图 13：北部湾港的集装箱吞吐量增速远高于全国	9
图 14：西部陆海新通道空间布局示意图（局部）	9
图 15：海铁联运集装箱量占北部湾港吞吐量的比例上升	9
图 16：北部湾港处于 RCEP 国家地理核心位置	10
图 17：北部湾港是面向东盟的重要门户	10
图 18：中国进出口中，对东盟的占比趋势上升	10
图 19：广西进出口中，对东盟的占比处于较高水平	10
图 20：平陆运河地理位置示意图	11
图 21：部分广西货源地货物，并未经广西海关出口	12

图 22: 2024 年西江水运运价只有重卡公路运价的 1/6 左右	12
图 23: 长洲枢纽位于连通广州港和北部湾港河流的中间位置	12
图 24: 预计 2023-24 年, 长洲枢纽过闸货运量较快增长	12
图 25: 2023 年长洲枢纽上行过闸货物结构	13
图 26: 2023 年长洲枢纽下行过闸货物结构	13
图 27: 港口城市和内陆城市的碎石价差较大	13
图 28: 港口城市和内陆城市的水泥价差较大	13
表 1: 北部湾港主要港区的码头情况	6
表 2: 北部湾港集团在北部湾区域尚未注入上市公司的码头	8
表 3: 北部湾港的核心财务指标预测	14
表 4: 北部湾港的贴现率核心假设	15
表 5: 北部湾港的超额利润与贴现值	15
表 6: 北部湾港的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 和估值	15

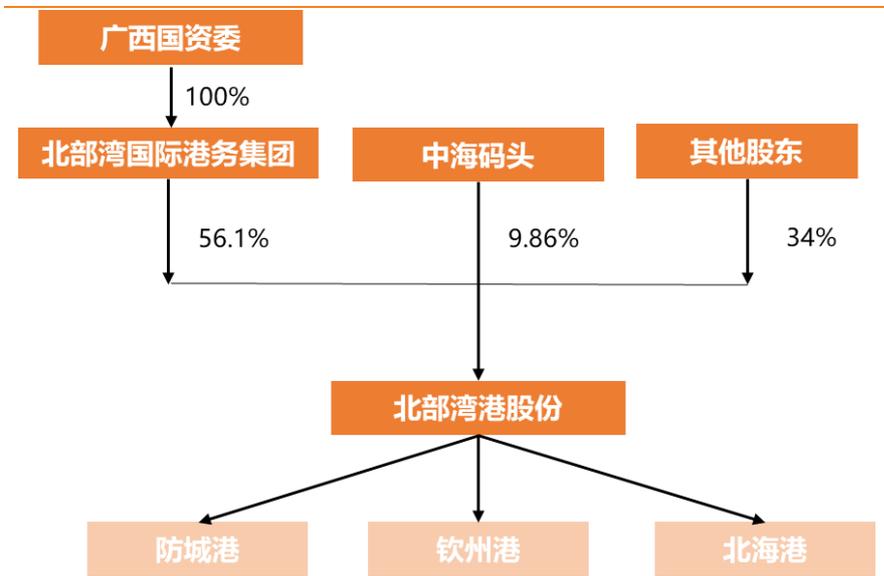
1. 西南地区枢纽港，规模快速扩张

北部湾港是广西国资控股公司，主要经营钦州港区、防城港区、北海港区。北部湾港立足广西、面向东南亚，是西南地区内外贸物资转运的陆路运距最短、最便捷的出海口，中国与东盟区域内贸易大部分是通过北部湾海域来进行。通过不断投资和收购，北部湾港的货物吞吐量、收入、利润较快增长。未来三年，北部湾港将继续积极投资和整合港口资源。

1.1. 广西国资控股，资产质量良好

北部湾港股份有限公司（以下简称北部湾港）是大型国有企业广西北部湾国际港务集团控股上市公司。北部湾港成立于 1989 年，1995 年在深圳证券交易所挂牌上市，成为中国港口行业及广西最早的上市公司之一。2013 年实现钦北防三港整体上市，后更名为北部湾港股份有限公司。三港整体上市后，北部湾港成为全国率先完成区域港口一体化的企业，是广西主要的公共码头投资运营商。北部湾港股份经营业务包含货物装卸、港口仓储、港口拖轮、外轮理货、无船承运等，经营范围主要覆盖广西南宁市、钦州市、防城港市、北海市等。

图 1：北部湾港的股权关系和经营港区（截止 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

北部湾港位于广西北部湾，地理位置优越。北部湾港地处中国—东盟经济圈、泛北部湾经济圈、泛珠三角区域经济圈、西部大开发战略区域、大湄公河次区域经济合作区域、中越“两廊一圈”合作区域、南宁—新加坡经济走廊，东南亚“海上丝绸之路”的起点，是国家和西南地区能源、原材料、外贸物资等的重要集散中枢之一，是西南地区铁路、公路、管道多种运输方式与海洋运输的主要换装节点，是西南地区内外贸物资转运的陆路运距最短、最便捷的出海口，是以西南地区为主的港口腹地对外开放、实施西部大开发战略、参与泛珠江三角洲区域合作、参与国际经济竞争与合作的重要依托。中国与东盟区域内贸易大部分是通过北部湾海域来进行的，海洋运输是中国与东盟贸易的主要运输方式。

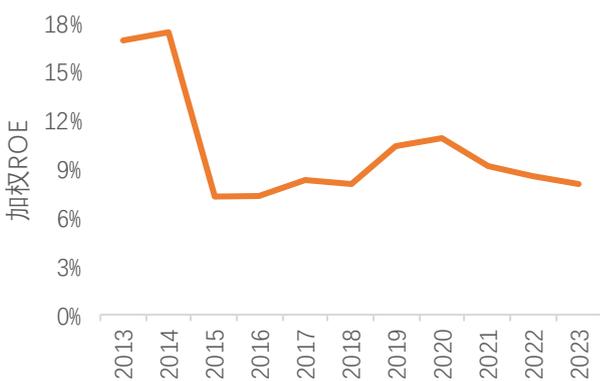
图 2：北部湾港位于广西北部湾，地理位置优越



资料来源：公司官网，天风证券研究所

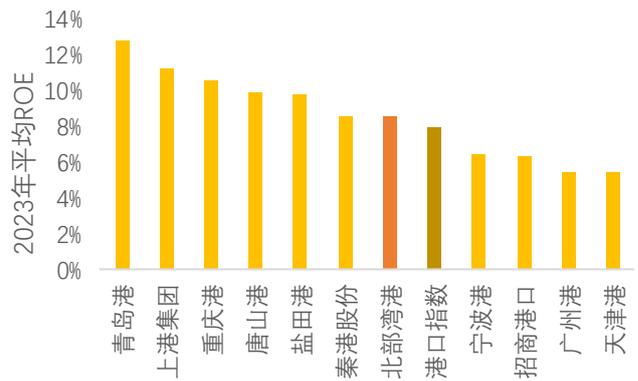
北部湾港运营良好，盈利能力较强。北部湾港不断完善码头、堆场、航道等基础设施，大力推进大型化、专业化泊位建设，全面提升港口的作业能力；加强自动化、智能化技术应用，持续提升码头服务效率；不断完善在西部陆海新通道沿线省市的内陆无水港和海铁联运班列运营布局，加强国际国内集装箱航线网络建设；积极与船公司、货主等合作伙伴建立紧密的合作关系，共同开拓市场。2013-23 年，北部湾港的 ROE 维持在 7% 以上，2023 年高于港口行业，位居 17 家 A 股上市港口公司前列，说明盈利能力较强，且比较稳定。

图 3：北部湾港的加权 ROE 维持在 8% 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2023 年北部湾港 ROE 高于行业，位居上市港口公司前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

北部湾港有望建成世界一流港口。北部湾港将继续围绕既定的发展战略，以打造世界一流港口为发展目标，全面贯彻新发展理念，实现战略任务并提高生产经营能力，开创北部湾港发展新局面，持续推进西部陆海新通道、北部湾国际门户港和国际枢纽海港建设。目标到 2025 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色、经济的、具有国际影响力的世界一流港口，北部湾港的码头大型化、专业化和智能化水平达到国内同类港口领先，集装箱吞吐量达到 1000 万标箱；到 2035 年，集装箱吞吐量突破 2000 万标箱。

1.2. 整合完成，经营北部湾核心港区

北部湾港基本完成港口整合。2007 年，广西壮族自治区党委、政府决定整合北海、钦州、

防城港三市港口资源，成立广西北部湾国际港务集团有限公司，消除恶性竞争，提高港口资源利用率和效益。2009年12月，交通部发布公告，广西防城港、钦州港、北海港实施整合，统一使用“广西北部湾港”名称。2014年，上市公司名称由“北海港股份”更改为“北部湾港股份”，三个港区的资产整体上市。

北部湾港形成了一港三域（钦州港区、防城港区、北海港区）协同发展格局。钦州港区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；防城港区打造大宗散货集散枢纽，兼顾配套临港集装箱功能；北海港铁山港区重点服务临港企业、桂东南区域企业。三港区相对差异化分工推动资源集中，并通过支线驳船，促进三港域班轮共享、运力衔接、功能组合。

图 5：北部湾港主要港区分布与“十四五”港口重大项目规划

附件5

广西“十四五”沿海港口重大项目规划示意图



资料来源：广西交通厅，天风证券研究所

北部湾港泊位众多、航线丰富。2024年，北部湾港拥有及管理沿海生产性泊位89个，万吨级以上泊位81个，10万吨级以上泊位32个，15万吨级以上泊位19个，20万吨级以上泊位6个，30万吨级泊位1个，年吞吐能力3.92亿吨，其中集装箱吞吐量能力980万标箱。北部湾港共开通内外贸集装箱航线79条，其中外贸集装箱航线48条（远洋航线6条），内贸集装箱航线31条，通过北部湾港现有航线网络可通达全球集装箱港口，辐射范围涵盖100多个国家和地区的200多个港口。

表 1：北部湾港主要港区的码头情况

名称	泊位数量	总面积	岸线长度	设计通过能力	集装箱通过能力	年吞吐能力
	个	平方公里	公里	万吨/年	万标箱	亿吨
防城港	44	17	11.6	8000	200	1.5
钦州港	27	/	7.6	15053	610	1.93
北海港	22	15.17	87	5580	88	0.38

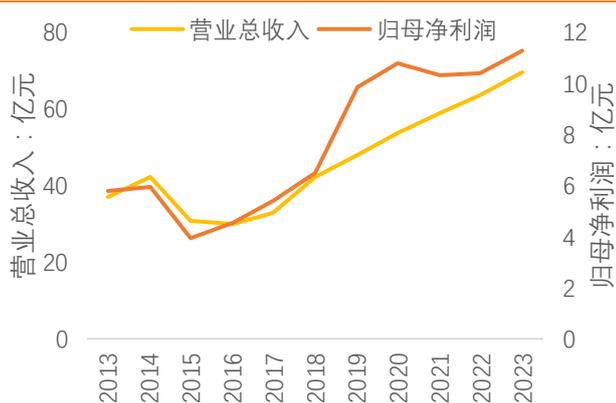
资料来源：公司官网，中国港口网，搜航网，天风证券研究所

腹地广阔，吞吐量增长潜力较大。依托西部陆海新通道建设，北部湾港辐射的货源腹地包括广西、云南、贵州、四川、重庆等西部地区 and 湖南、湖北等中部地区，随着北部湾地区公路、铁路、运河集疏运网络的陆续建成与完善，西部陆海新通道建设和西部大开发形成新格局，将加快推动腹地经济发展，使货源具有更大增长潜力。

1.3. 投资和收购，推动规模较快扩张

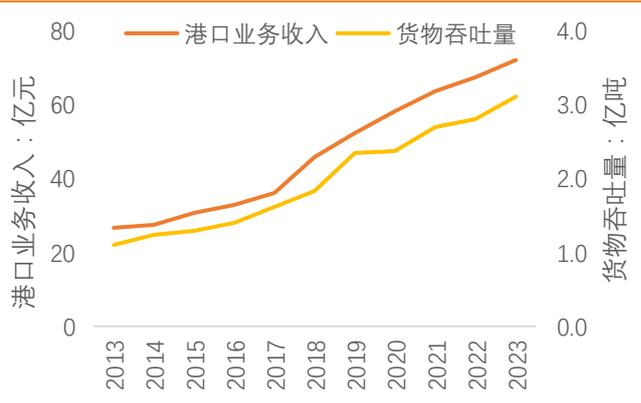
北部湾港的营收和利润较快增长。2013-23 年，北部湾港的营业收入年化增速 6%，归母净利润年化增速 7%，在 A 股上市港口公司中位于中上游水平。收入和利润增长主要来自港口货物吞吐量增长，2013-23 年年化增长 11%，带动主业收入年化增速 10%。

图 6：北部湾港的营业收入和归母净利润较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

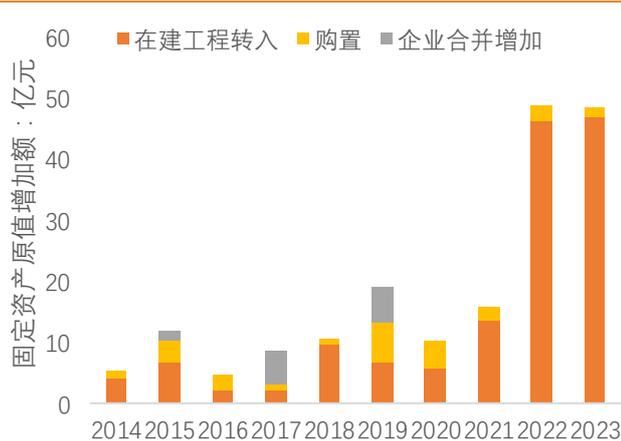
图 7：北部湾港的货物吞吐量和港口业务收入持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

货物吞吐量增长的背后，是港口不断投资和收购。2014-23 年，北部湾港固定资产原值累计增加 184 亿元，比 2013 年底增长 275%，年化增速 14%，呈现高增长。从固定资产增长来源看，在建工程转入占据主要部分。但是大量的投资需要大量的融资，2013-23 年北部湾港总股本扩张了 114%，导致 EPS 增幅远低于归母净利润增幅。

图 8：北部湾港的固定资产增加额主要是在建工程转入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2013-24 年，北部湾港的股本大幅扩张



资料来源：Wind，天风证券研究所

2013 年以来，北部湾港先后以股份或现金作为支付手段，购买北部湾港集团及其全资子公司防港集团下属北部湾港区域内沿海货运码头泊位。截止 2024 年 5 月，北部湾港集团还有少量正在建设或已建成尚未注入上市公司的广西北部湾区域内沿海货运码头泊位，其中尚未正式运营的泊位均已由上市公司进行代建；已运营但盈利情况欠佳的泊位已由上市公司托管。

表 2：北部湾港集团在北部湾区域尚未注入上市公司的码头

序号	未注入泊位	泊位吨级	目前情况
1	钦州大榄坪作业区 1 号-3 号泊位	两个 7 万吨和一个 5 万吨通用泊位	已取得港口经营许可证，已委托上市公司经营管理
2	北海铁山港西港区北暮作业区 7-8 号泊位	一个 10 万吨通用泊位、一个 15 万吨通用泊位	按计划开展施工建设，已委托北部湾港代建
3	北海铁山港西港区北暮作业区 9-10 号泊位	两个 10 万吨通用泊位	按计划开展施工建设，已委托北部湾港代建

资料来源：增发募集说明书，天风证券研究所

未来三年，北部湾港将积极投资和整合港口资源。北部湾港将把握合适的时机，继续积极实施对优质港口资源的整合，并启动投资新建码头项目，进一步提升公司控制下的优质港口资源，将广西北部湾港打造成为我国沿海重要枢纽港和区域性国际航运中心，因此未来战略性投资资金规模较大。

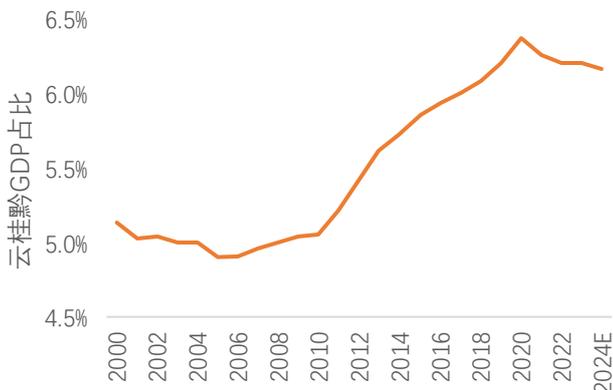
2. 东盟和西南发展，带动吞吐量高增长

北部湾港在 RCEP 和东盟自贸区的核心位置，是西部陆海新通道的出海口，预计 2014-24 年货物吞吐量年化增速 10%、集装箱吞吐量年化增速 23%，都高于全国增速。未来吞吐量有望持续较快增长：一是中国产业西迁，西南地区 GDP 和出口占比上升；二是川渝出口通过西部陆海新通道，经北部湾港的比例上升；三是中国与东盟的贸易占比上升，北部湾港区区位优势明显。

2.1. 产业西迁，西南地区出口占比上升

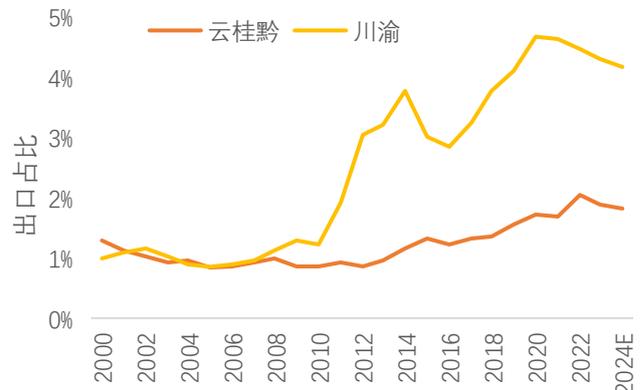
政策推动西南地区发展。2020 年 5 月，新华社授权发布《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，其中提出以共建“一带一路”为引领，加大西部开放力度，要完善北部湾港口建设，打造具有国际竞争力的港口群。2024 年 9 月，中共中央、国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见提出：引导资金、技术、劳动密集型产业从东部向中西部、从中心城市向腹地有序转移。未来川渝、云贵地区的 GDP 和出口占比有望上升。

图 10：2010 年以来，云贵 GDP 在全国的占比呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2010 年以来，云贵和川渝的出口占比呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

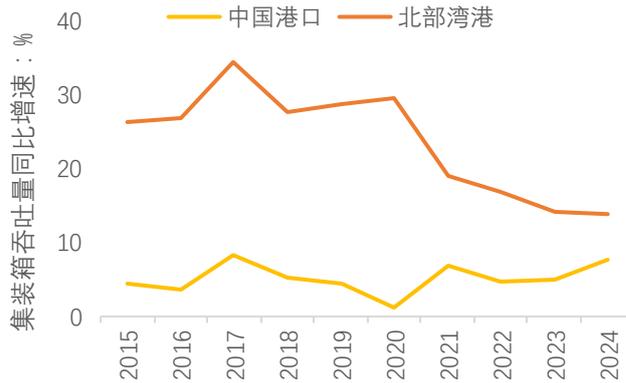
西南地区经济更快发展和出口更快增长，带动北部湾港吞吐量更快增长。北部湾港是国家和西南地区能源、原材料、外贸物资等的重要集散中枢之一，是西南地区铁路、公路、管道多种运输方式与海洋运输的主要换装节点，是西南地区内外贸物资转运的陆路运距最短、最便捷的出海口。西南西区经济发展和出口增长更快，使北部湾港货物吞吐量和集装箱吞吐量增速更快，预计 2014-2024 年货物吞吐量年化增速 10%、集装箱吞吐量年化增速 23%，都高于全国增速。

图 12：北部湾港的货物吞吐量增速多数年份高于全国



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：北部湾港的集装箱吞吐量增速远高于全国



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 海铁联运，贡献更多集装箱吞吐量

政策推动西部陆海新通道建设，北部湾港是国际门户港。2019年8月，国家发展改革委印发了《西部陆海新通道总体规划》，提出了打造广西北部湾国际门户港。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，明确将北部湾港与上海港、广州港等港口一并列为国际枢纽海港。2021年8月，国家发展改革委印发了《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》，进一步强调加快建设广西北部湾港国际门户港，高水平共建西部陆海新通道，打造国内国际双循环重要节点枢纽，为北部湾港的发展带来了新的机遇。

西部陆海新通道使北部湾港的货源腹地辐射岛云桂黔、川渝。依托西部陆海新通道建设，北部湾港辐射的货源腹地主要包括广西、云南、贵州、四川、重庆等中国西部地区及湖南、湖北等中部地区，随着北部湾地区公路、铁路集疏运网络的建成，西部陆海新通道建设和西部大开发形成新格局将加快推动北部湾港腹地经济发展，使公司货源具有更大增长潜力。截止2024年5月，西部陆海新通道北部湾港开行的班列已达17个省区、60个城市、113个站点。

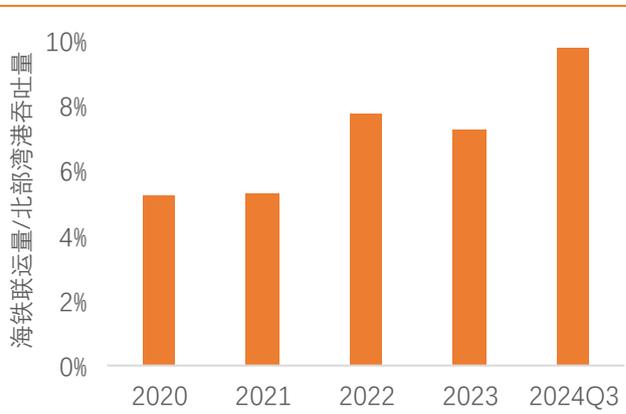
西部陆海新通道为北部湾港贡献7%左右集装箱吞吐量。西部陆海新通道主要有铁海联运班列、跨境公路班车和国际铁路联运。2023年，重庆、四川、云南到北部湾港已实现“双向天天班”，北部湾港到川渝地区的班列运行时长下降了33%，有效降低社会物流成本。2023年，铁海联运班列运输集装箱58.4万标箱，货值491.77亿元，同比增长7%、3%，为北部湾港贡献7%左右集装箱吞吐量。

图 14：西部陆海新通道空间布局示意图（局部）



资料来源：新京报，天风证券研究所

图 15：海铁联运集装箱量占北部湾港吞吐量的比例上升



资料来源：Wind，西部陆海新通道门户网，中国交通新闻网，央视网，天风证券研究所

川渝通过西部陆海新通道进出口的比例有上升空间。2020-2023年，西部陆海新通道的

运输货值/川渝进出口总额在 3.5%左右，2023 年上升到 3.9%。随着西部陆海新通道的铁路基础设施完善、运行时间缩短，这个比例还有上升空间。

2.3. 区位优势，受益对东盟贸易增长

RCEP 和东盟自贸区有望推动北部湾港对外贸易增长。北部湾港具有立足广西、面向东南亚的区位优势。2022 年 1 月，东盟十国发起的区域全面经济伙伴关系（即 RCEP）正式生效；2024 年 10 月，《中国—东盟关于实质性结束中国—东盟自由贸易区 3.0 版升级谈判的联合声明》发布，有望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。在美国对中国出口商品加征关税威胁下，未来有望进一步促进中国与东盟之间的贸易增长。

图 16：北部湾港处于 RCEP 国家地理核心位置



资料来源：纺织贸促会网站，天风证券研究所

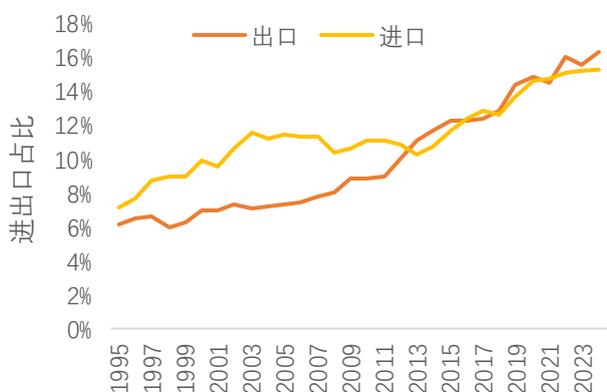
图 17：北部湾港是面向东盟的重要门户



资料来源：北部湾在线网站，天风证券研究所

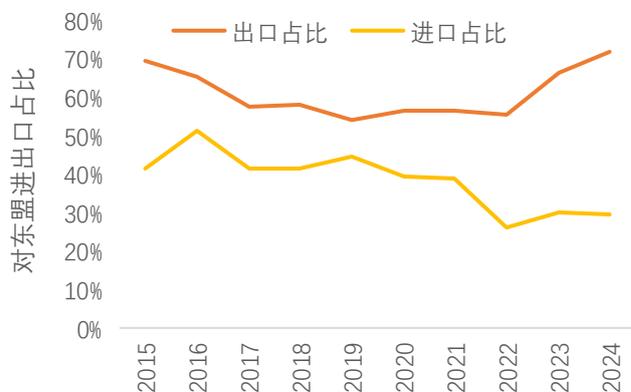
中国对东盟进出口占比上升，带动北部湾港货物吞吐量增长。1995 年以来，中国的进出口中，对东盟的比例呈上升趋势。随着东盟经济持续较快增长、RCEP 和东盟自贸区落地，对东盟的进出口占比有望继续上升。广西进出口货物中，对东盟的比例较高。针对东南亚地区的货物，通过北部湾港可以快速接入中国西部市场，减少中转环节，提高了物流效率。北部湾港近年外贸集装箱货物吞吐量中，约 40% 的货物往来于东南亚地区。

图 18：中国进出口中，对东盟的占比趋势上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：广西进出口中，对东盟的占比处于较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 平陆运河通航，吞吐量有望跃升

平陆运河连通北部湾港和西江，预计 2026 年底主体建成，将是西南地区最短的出海通道，有望吸引部分广西货物从珠三角港口转向北部湾港。我们估计 2023 年长洲枢纽过闸货物中，5000 万吨左右未来有望通过平陆运河运输，水水中转给北部湾港贡献近亿吨吞吐量。随着长洲枢纽货物过闸量增长，2027 年将更多货物转向平陆运河运输。2035 年平陆运河货运量有望达到 9550 万吨，水水中转有望给北部湾港带来近 2 亿吨货物吞吐量。

3.1. 平陆运河通航，成本优势明显

平陆运河连通北部湾港和西江，预计 2026 年底主体建成。平陆运河是西江干流与北部湾的江海联通工程，起点位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，全长约 135 公里，估算总投资 727 亿元。运河以航运功能为主，航道按内河 I 级标准建设，通航 5000 吨级船舶，设计年单向通过能力 8900 万吨。2022 年 8 月开工，预计 2026 年 12 月底主体建成。平陆运河建设将以最短的距离打通北部湾港至西江通道，一旦运河建成，北部湾港业绩有望高速增长。

图 20：平陆运河地理位置示意图

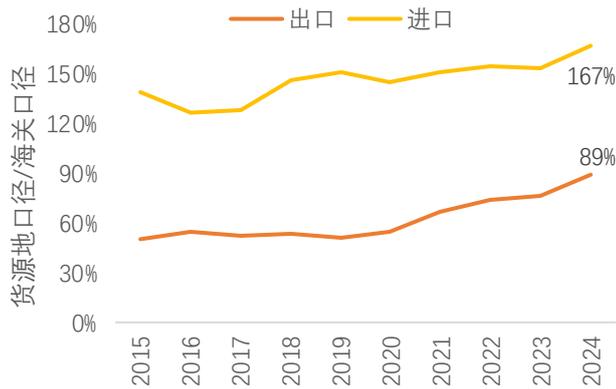


资料来源：湖北网络广播电视台网站，天风证券研究所

平陆运河是西南地区最短的出海通道。平陆运河作为西部陆海新通道建设的重要牵引性工程，将为我国广袤西南、西北地区开辟新的路径最短的出海通道，缓解长江、珠江通过能力紧张局面，增强水运通道抗风险能力。项目建成后，与正在研究论证的湘桂运河衔接，将纵向贯通长江、珠江及北部湾，对于加快广西经济社会发展、促进中国—东盟经贸合作具有十分重要的意义。

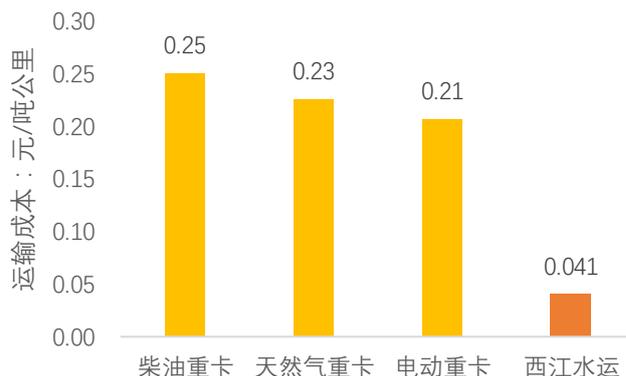
运河运输价格低廉，有望吸引部分广西货物从珠三角港口转向北部湾港。西江水运运价是重卡公路运价的 1/6 左右，所以广西大量货物通过西江水路运输到珠三角港口，出现广西货不走广西港的困局。平陆运河建成通航后，将直接开辟广西及西南地区运距最短、最经济、最便捷的通往东盟地区的通道，西南地区货物经平陆运河出海较经广州港出海缩短内河航程 560 公里以上，有望吸引大量西南地区货物通过北部湾港出运。

图 21：部分广西货源地货物，并未经广西海关出口



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2024 年西江水运运价只有重卡公路运价的 1/6 左右



资料来源：Wind，人民网，第一商用车网，中青汽车网等，天风证券研究所

3.2. 2035 年有望贡献 2 亿吨吞吐量

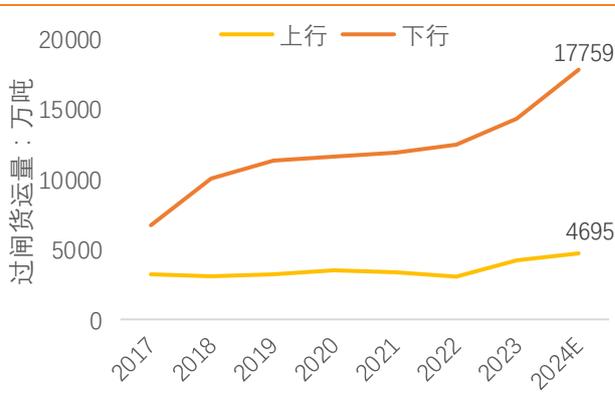
长洲枢纽过闸货运量大、增速快，意味着平陆运河潜在货物通过量较大。长洲枢纽在梧州市，位于广州港沿西江和平陆运河到北部湾港的中间位置，因此长洲枢纽上游的货物有望通过平陆运河运输。2023 年以来，长洲枢纽过闸货运量较快增长，按照今年前 11 月运量推算，2024 年有望达到 2.2 亿吨。我们估计 2023 年长洲枢纽过闸货物中，5000 万吨左右未来有望通过平陆运河运输（上行 3400 万吨，下行 1400 万吨，详见下文），给北部湾港贡献近亿吨吞吐量。随着长洲枢纽货物过闸量增长，未来更多货物有望转向平陆运河运输。

图 23：长洲枢纽位于连通广州港和北部湾港河流的中间位置



资料来源：贵州交通公众号，天风证券研究所

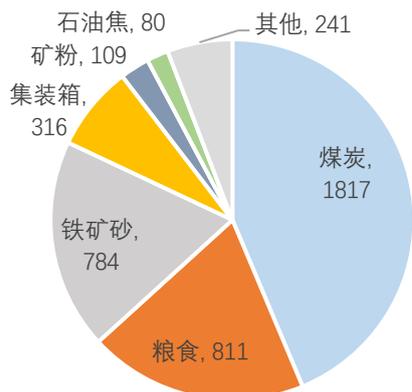
图 24：预计 2023-24 年，长洲枢纽过闸货运量较快增长



资料来源：交通运输部珠江航务管理局，天风证券研究所

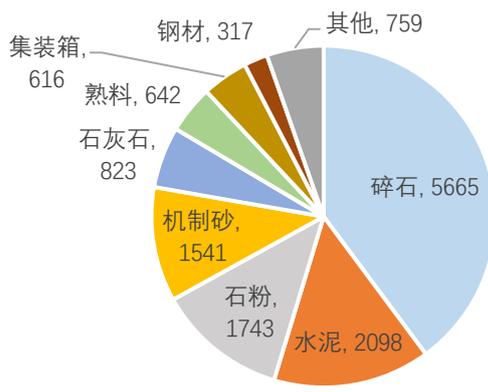
平陆运河开通后，长洲枢纽上行货物大部分有望转向通过平陆运河运输。一是煤炭、粮食、铁矿砂等货物并不依赖广东生产，往往来自外省调入或外国进口，不必经珠三角港口运输。二是多数外省调入或外国进口货物，经北部湾港和平陆运河运输到长洲枢纽上游的距离更短。我们估计 2023 年有 3400 万吨以上上行货物，未来有望转向北部湾港和平陆运河运输，水水中转带来 6800 万吨以上吞吐量。随着长洲枢纽过闸货量增长，未来有望更多货物转向平陆运河运输。

图 25：2023 年长洲枢纽上行过闸货物结构



资料来源：交通运输部珠江航务管理局网站，天风证券研究所

图 26：2023 年长洲枢纽下行过闸货物结构



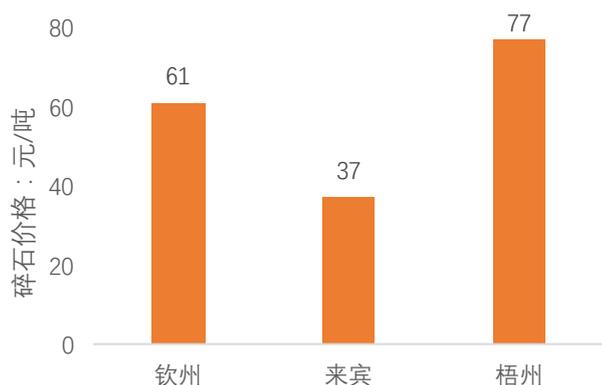
资料来源：交通运输部珠江航务管理局网站，天风证券研究所

平陆运河开通后，长洲枢纽下行货物只有少数可能转向平陆运河运输。下行的碎石、水泥、石粉、机制砂、石灰石、熟料等建筑材料，大部分在珠三角本地使用；少数集装箱、钢材等货物可能调运到外省或出口到外国，有望通过平陆运河和北部湾港运输。如果 10% 的货物转向平陆运河，那么 2023 年的货量中，1400 万吨货物未来有望流向北部湾港。

平陆运河开通后，有望吸引货物“公转水”。由于水路运费低廉，北部湾港部分公路集疏运货物，有望转向通过平陆运河，给北部湾港带来更多吞吐量（水路运进和水路运出各计算一次吞吐量，公路和铁路运进或运出都不计算港口吞吐量）。在北部湾港 2023 年 3.1 亿吨的吞吐量中，如果未来增加 10% 通过水路集疏运，那么港口吞吐量未来有望增加 3100 万吨。

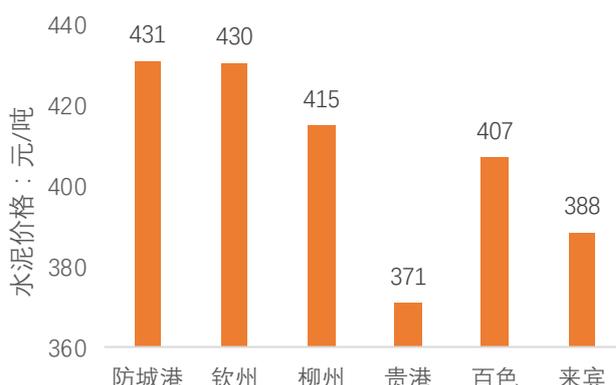
平陆运河开通后，套利贸易有望使北部湾港吞吐量增加。北部湾港与内陆城市的碎石、水泥等建材存在较大差价，运河开通使运输成本大幅下降，有望带来套利贸易运输。参考长洲枢纽下行货量是上行货量的 4 倍左右，平陆运河开通后，下行货量有望远超上行货量。但是这些货物附加值较低、装卸费负担能力有限，我们预计给北部湾港带来的吞吐量和装卸收入有限。

图 27：港口城市和内陆城市的碎石价差较大



资料来源：水泥网，天风证券研究所

图 28：港口城市和内陆城市的水泥价差较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

2035 年平陆运河货运量有望达到 9550 万吨。平陆运河的直接腹地包括广西境内钦州、南宁、贵港、百色、来宾、柳州、河池、崇左等地市，并依托与西江水系连通的右江、南北盘江、桂江、贺江、湘桂运河和周边铁路网络，辐射广西全区以及贵州、云南、湖南等省部分区域。平陆运河建成后主要运输货类有集装箱、金属矿石、煤炭、矿建材料、水泥、非金属矿石、粮食等，中国水运网按常规方法预测，至 2035 年货运量 9550 万吨，至 2050 年货运量将达到 12000 万吨，在考虑诱增运量的理想情况下，2050 年运量将达到 1.5~1.8 亿吨。水水中转，对北部湾港的吞吐量贡献有望达到平陆运河货运量的一倍。

北部湾港的集装箱吞吐量有望保持较快增长。根据习近平总书记对北部湾港提出的“四个一流”建设方针,北部湾港 2025、2035 年集装箱吞吐量目标分别为 1000、2000 万 TEU, 2023-2035 年集装箱吞吐量年化增速有望保持 8% 左右。

4. 盈利预测与目标价

平陆运河开通有望使北部湾港的货物吞吐量和净利润跃升。北部湾港在吞吐量较快增长的基础上,2027-28 年平陆运河有望贡献 8100 万吨吞吐量;在费率小幅上升趋势的基础上,2027-28 年吞吐量跃升有望带动港口费率更大幅度上涨。我们预计 2024-28 年归母净利润 11.7、11.8、13.3、20.5、29.9 亿元。综合 AE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE, 取两个估值结果的平均值, 给予北部湾港的目标价为 10.91 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4.1. 2027 年盈利有望跃升

假设平陆运河开通给北部湾港 2027-28 年带来 8100 万吨吞吐量。积极的财政政策和适度宽松的货币政策带动经济复苏, 假设 2024-26 年货物吞吐量年化增速 6%, 略高于 2024H1 的 5.5%。2027 年平陆运河有望通航, 假设 2027-28 年货物吞吐量年化增速达到 15%, 通航 2 年平陆运河带来 8100 万吨吞吐量。

假设 2027-28 年吞吐量大幅增长使港口费率更明显提升。假设 2024 年单吨收入下降 3%, 与 2024H1 一致。2025-26 年经济有望复苏, 假设港口费率略有回升, 年化涨幅 3%。2027-28 年平陆运河开通带来吞吐量较快增长, 假设港口费率年化增速 5%。2029 年开始港口吞吐量增速恢复正常, 港口费率保持年化 2% 左右涨幅。

表 3: 北部湾港的核心财务指标预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入: 亿元	58.98	63.78	69.50	71.82	78.26	85.30	102.58	123.44
yoy	10%	8%	9%	3%	9%	9%	20%	20%
货物吞吐量: 万吨	2.69	2.80	3.10	3.29	3.49	3.70	4.25	4.89
yoy	1%	4%	11%	6%	6%	6%	15%	15%
单吨收入: 元/吨	19.72	21.08	21.10	20.53	21.14	21.78	22.87	24.01
yoy	9%	7%	0%	-3%	3%	3%	5%	5%
毛利润: 亿元	21.17	21.95	23.50	22.18	24.64	27.37	37.66	50.66
yoy	3%	4%	7%	-6%	147%	23%	53%	85%
毛利率	35.9%	34.4%	33.8%	30.9%	31.5%	32.1%	36.7%	41.0%
归母净利润: 亿元	10.28	10.39	11.27	11.72	11.80	13.27	20.53	29.90
yoy	-4%	1%	8%	4%	1%	12%	55%	46%
ROE	9.1%	8.1%	8.3%	6.6%	6.4%	6.8%	10.0%	13.3%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

潜在政策利好、远期利润有望大增, 带来主题投资机会。一是如果 2025 年美国对中国商品加征进口关税, 中国可能加大与东盟、RCEP 国家贸易。北部湾港位于 RCEP 地区核心、是中国面向东盟的门户, 吞吐量有望加速增长。二是政策推动中国产业西迁, 有望带动川渝地区出口更快增长。西部陆海新通道承运川渝出口货物的比例有望上升, 带动北部湾港吞吐量加速增长。三是平陆运河有望在 2027 年通航, 分流西江运输货物和“公转水”, 可能使北部湾港吞吐量跃升 20% 左右。吞吐量增长使码头利用率上升, 费率有望上行, 北部湾港的盈利有望高增长。在盈利高增长兑现之前, 预期波动可能带来主题投资机会。

4.2. 目标价 10.91 元

综合 AE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE, 取两个估值结果的平均值,

给予北部湾港的目标价为 10.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 AE 估值法，北部湾港的每股合理价值为 14.8 元。北部湾港未来的资本开支较大，短期现金流达不到稳态，所以采用超额利润计算公司价值。

表 4：北部湾港的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3%左右
风险溢价	4%	利率下行，股票投资者预期回报率下降到 7%左右
贝塔	0.85	2016 年以来北部湾港相对沪深 300 指数的贝塔 0.85
半显性期增长率	5%	吞吐量缓慢增长，产能利用率上升，费率提升推升毛利率
永续增长率	2%	吞吐量稳定，成本上升对冲费率上涨

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，北部湾港的超额利润及贴现值如表 5。

表 5：北部湾港的超额利润与贴现值

指标	2024E	2024E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
超额利润:亿元	-1.18	-1.60	-0.69	5.70	5.98	6.28	6.59	6.92	7.27	7.63	8.02	8.42	195.10
贴现:亿元	-1.18	-1.50	-0.61	4.73	4.67	4.60	4.54	4.48	4.42	4.37	4.31	4.25	98.57
权益价值:亿元													135.66

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均预期 PE，北部湾港的每股合理价值为 7.03 元。可比公司选择盈利较好的港口上市公司：上港集团、宁波港、招商港口、唐山港、青岛港等。

表 6：北部湾港的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 和估值

代码	名称	股价 (元)		EPS (元)		PE		
		2024/12/27	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600018.SH	上港集团	6.05	0.57	0.64	0.64	10.63	9.46	9.41
601018.SH	宁波港	3.85	0.25	0.25	0.26	15.55	15.51	15.07
001872.SZ	招商港口	20.59	1.48	1.64	1.70	13.93	12.59	12.08
601298.SH	青岛港	8.67	0.77	0.80	0.85	11.21	10.83	10.16
601000.SH	唐山港	4.67	0.35	0.34	0.35	13.28	13.68	13.21
000088.SZ	盐田港	4.90	0.39	0.22	0.23	12.58	21.80	21.72
601326.SH	秦港股份	3.41	0.29	0.29	0.30	11.77	11.77	11.21
	平均					12.71	13.66	13.27
000582.SZ	北部湾港	7.70	0.64	0.51	0.52	12.09	14.97	14.86

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险分析

经济周期波动风险

经济周期下行，商品运输需求增长放缓，港口吞吐量增速可能下降，港口产量利用率可能下降，导致盈利受影响。

收费政策调整风险

北部湾港的收入主要来源于港口货物装卸、堆存及相关港务管理服务业务，如果国家调整

港口收费政策，要求港口降费，将直接影响经营业绩。

资本开支规模过大

北部湾港未来可能大量投资，影响盈利能力。2013-2023 年北部湾港的固定资产原值年化增速 13%。2024-2026 年，北部湾港将继续积极实施对优质港口资源的整合，并启动投资新建码头项目，因此公司未来战略性投资资金需求量较大。截至 2023 年末，未来重大资本性支出项目尚未支出的投资金额为 140 亿元左右，达到 2023 年底固定资产原值的 48%。大量投资导致产能扩张，产能利用率或将偏低，影响盈利能力。

股权融资摊薄 EPS

大量投资导致大量股权融资，可能摊薄 EPS。2013-2023 年，北部湾港的固定资产原值增加 213 亿元，但是这十年期间的经营性净现金流合计仅 160 亿元，意味着还需要大量的融资。因此，2013-2023 年北部湾港总股本增加 114%。虽然 2013-2023 年北部湾港的归母净利润增长 94%，但是 EPS 仅增长 18%。未来 140 亿元重大资本开支，很可能高于未来五年的经营性净现金流之和，从而带来股权融资需求和股本扩张。

吞吐量增长不及预期

我们预期 2027 年平陆运河开通将带来大量吞吐量，但是实际开通时间可能推迟，带来的货量也可能偏低，导致北部湾港吞吐量增长不及预期，营收和利润也达不到预期水平。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,144.20	2,134.44	3,124.80	951.28	986.66	营业收入	6,377.86	6,949.61	7,181.84	7,826.14	8,529.55
应收票据及应收账款	591.84	710.93	635.38	831.71	767.24	营业成本	4,182.77	4,600.40	4,963.60	5,361.90	5,792.68
预付账款	5.36	5.28	6.20	6.20	7.19	营业税金及附加	53.32	80.29	57.45	62.61	68.24
存货	46.88	42.18	53.91	49.89	62.25	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	574.11	630.62	632.43	631.54	633.45	管理费用	508.48	537.21	574.55	626.09	682.36
流动资产合计	3,362.40	3,523.45	4,452.72	2,470.63	2,456.79	研发费用	8.56	18.79	21.55	23.48	25.59
长期股权投资	101.15	193.10	193.10	193.10	193.10	财务费用	260.26	313.41	345.93	321.73	333.51
固定资产	16,716.56	21,070.99	25,117.37	28,320.60	30,552.25	资产/信用减值损失	(23.66)	7.17	5.00	5.00	5.00
在建工程	6,109.07	4,747.69	3,373.85	2,686.92	1,843.46	公允价值变动收益	(0.05)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,452.42	2,795.45	2,997.53	3,192.11	3,379.18	投资净收益	(60.18)	(26.82)	200.00	0.00	0.00
其他	724.74	977.61	829.92	733.46	733.46	其他	45.80	(96.98)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
非流动资产合计	26,103.94	29,784.84	32,511.77	35,126.18	36,701.45	营业利润	1,402.55	1,516.20	1,573.76	1,585.34	1,782.16
资产总计	29,466.33	33,308.28	36,964.49	37,596.81	39,158.24	营业外收入	9.98	4.84	5.00	5.00	5.00
短期借款	1,511.37	1,797.50	1,500.00	1,500.00	1,500.00	营业外支出	1.62	12.17	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	2,284.99	2,104.40	2,631.53	2,484.43	3,042.56	利润总额	1,410.92	1,508.87	1,568.76	1,580.34	1,777.16
其他	2,050.02	2,460.56	2,816.66	2,864.41	2,988.06	所得税	260.94	264.12	274.60	276.63	311.08
流动负债合计	5,846.39	6,362.47	6,948.19	6,848.84	7,530.62	净利润	1,149.98	1,244.75	1,294.16	1,303.71	1,466.08
长期借款	4,932.70	7,078.50	6,050.55	6,000.00	6,000.00	少数股东损益	110.86	117.89	122.57	123.47	138.85
应付债券	1,674.02	1,722.90	1,722.90	1,722.90	1,722.90	归属于母公司净利润	1,039.12	1,126.86	1,171.59	1,180.24	1,327.23
其他	1,759.31	2,090.01	2,090.01	2,090.01	2,090.01	每股收益(元)	0.46	0.49	0.51	0.52	0.58
非流动负债合计	8,366.03	10,891.41	9,863.47	9,812.92	9,812.92	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14,437.02	17,499.67	16,811.66	16,661.76	17,343.53	成长能力					
少数股东权益	2,127.09	2,207.44	2,280.98	2,355.07	2,438.38	营业收入	8.13%	8.96%	3.34%	8.97%	8.99%
股本	1,772.16	1,771.98	2,277.55	2,277.55	2,277.55	营业利润	-0.25%	8.10%	3.80%	0.74%	12.42%
资本公积	4,509.05	4,385.50	7,447.65	7,447.65	7,447.65	归属于母公司净利润	1.06%	8.44%	3.97%	0.74%	12.45%
留存收益	6,468.15	7,271.16	7,974.11	8,682.26	9,478.59	获利能力					
其他	152.87	172.53	172.53	172.53	172.53	毛利率	34.42%	33.80%	30.89%	31.49%	32.09%
股东权益合计	15,029.32	15,808.61	20,152.83	20,935.05	21,814.70	净利率	16.29%	16.21%	16.31%	15.08%	15.56%
负债和股东权益总计	29,466.33	33,308.28	36,964.49	37,596.81	39,158.24	ROE	8.05%	8.29%	6.56%	6.35%	6.85%
						ROIC	7.40%	7.09%	6.41%	5.85%	5.84%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.99%	52.54%	45.48%	44.32%	44.29%
净利润	1,149.98	1,244.75	1,171.59	1,180.24	1,327.23	净负债率	46.51%	62.56%	37.58%	46.32%	44.29%
折旧摊销	966.09	1,253.40	1,425.39	1,589.12	1,724.73	流动比率	0.55	0.53	0.64	0.36	0.33
财务费用	282.75	339.18	345.93	321.73	333.51	速动比率	0.55	0.53	0.63	0.35	0.32
投资损失	60.18	26.82	(200.00)	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	954.83	(670.73)	846.21	(194.31)	730.99	应收账款周转率	12.54	10.67	10.67	10.67	10.67
其它	(816.07)	(38.16)	122.57	123.47	138.85	存货周转率	149.95	156.06	149.47	150.78	152.11
经营活动现金流	2,597.77	2,155.25	3,711.69	3,020.25	4,255.32	总资产周转率	0.23	0.22	0.20	0.21	0.22
资本支出	4,483.54	4,211.89	4,300.00	4,300.00	3,300.00	每股指标(元)					
长期投资	13.83	91.95	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.46	0.49	0.51	0.52	0.58
其他	(9,359.82)	(7,446.36)	(8,400.00)	(8,600.00)	(6,600.00)	每股经营现金流	1.14	0.95	1.63	1.33	1.87
投资活动现金流	(4,862.44)	(3,142.52)	(4,100.00)	(4,300.00)	(3,300.00)	每股净资产	5.66	5.97	7.85	8.16	8.51
债权融资	(381.53)	2,576.42	(1,671.37)	(372.28)	(333.51)	估值比率					
股权融资	658.35	(548.82)	3,050.05	(521.49)	(586.43)	市盈率	16.88	15.56	14.97	14.86	13.21
其他	557.46	(1,041.97)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.36	1.29	0.98	0.94	0.91
筹资活动现金流	834.29	985.63	1,378.67	(893.77)	(919.95)	EV/EBITDA	8.59	8.66	8.33	8.64	7.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.46	14.33	15.05	16.47	14.74
现金净增加额	(1,430.39)	(1.63)	990.36	(2,173.52)	35.38						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com