

运输/工业

宁波港 (601018)

疫情冲击过去，等待盈利能力上升

——宁波港 2020 年中报点评

	陈金海(分析师)	郑武(分析师)
	021-38674925	0755-23976528
	chenjinhai@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880517070003	S0880514030002

本报告导读：

疫情对宁波港的影响已经消退。公司的投资价值，取决于未来盈利能力变化。

投资要点：

- 疫情导致盈利下滑，下调目标价至 3.8 元（原目标价 3.83 元），维持“中性”评级。上半年吞吐量下滑、港口降费，导致净利润下降 21%，低于预期。下半年吞吐量有望恢复增长，但是降费政策仍然延续。下调 2020-21 年预测 EPS 至 0.19、0.21 元（原预测 0.20、0.21 元），增加 2022 年预测 EPS 为 0.22 元。根据 DCF 估值法和可比公司 PB，下调目标价至 3.8 元。
- 港口吞吐量恢复增长。疫情导致上半年货物吞吐量增速降至 1.3%，集装箱吞吐量下滑 5.7%，盈利大幅下降。4 月份开始货物吞吐量，6 月份开始集装箱吞吐量已经恢复增长。随着疫情影响减弱、经济回升，预计下半年吞吐量增速继续回升，2021 年吞吐量有望周期上行。
- 产能投放提升市场份额。2010-19 年宁波港货物和集装箱吞吐量的市场份额都在提升，其中集装箱吞吐量增速明显高于上海港。这背后是宁波港持续扩产能，2010-19 年固定资产原值的年化增速高达 16%。未来宁波港仍有较多产能投产，市场份额有望继续提升。
- 等待盈利能力上升。2010-19 年宁波港的 ROE 和销售净利率都呈下降趋势。这一方面是人工成本刚性上升而港口收费下降导致净利率下滑，另一方面是产能快速投放导致的固定资产周转率下降。未来盈利能力上升，还有赖于产能投放放缓、港口吞吐量增速回升。
- 风险提示。全球贸易下滑，中美贸易冲突升级，港口费率继续下降，产能扩张加快。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,952	24,322	17,775	18,501	19,277
(+/-)%	21%	11%	-27%	4%	4%
经营利润 (EBIT)	3,594	3,731	3,593	3,833	3,938
(+/-)%	20%	4%	-4%	7%	3%
净利润 (归母)	2,886	3,422	3,078	3,248	3,401
(+/-)%	8%	19%	-10%	6%	5%
每股净收益 (元)	0.18	0.22	0.19	0.21	0.22
每股股利 (元)	0.08	0.09	0.09	0.10	0.11

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	16.4%	15.3%	20.2%	20.7%	20.4%
净资产收益率 (%)	7.5%	8.4%	7.2%	7.3%	7.3%
投入资本回报率 (%)	6.6%	5.9%	5.4%	5.7%	6.0%
EV/EBITDA	8.08	9.20	10.78	9.96	9.12
市盈率	21.03	17.74	19.72	18.69	17.85
股息率 (%)	2.0%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%

评级：中性

上次评级：中性

目标价格：3.80

上次预测：3.83

当前价格：3.84

2020.09.04

交易数据

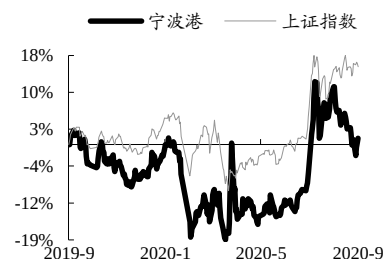
52 周内股价区间 (元)	3.15-4.27
总市值 (百万元)	60,700
总股本/流通 A 股 (百万股)	15,807/13,173
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	24.94
日均成交值 (百万元)	97.18

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	41,101
每股净资产	2.60
市净率	1.5
净负债率	4.40%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.05	0.04
Q2	0.08	0.08
Q3	0.06	0.06
Q4	0.03	0.01
全年	0.22	0.19

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	15%	1%
相对指数	-10%	-1%	-14%

相关报告

基础设施类公司的自由现金流错觉 2019.09.04

模型更新时间: 2020.09.03

股票研究

 工业
 运输

宁波港(601018)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 3.80

上次预测: 3.83

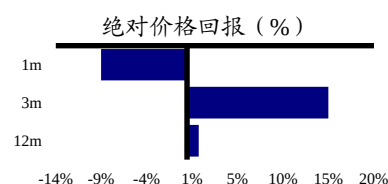
当前价格: 3.84

公司网址

www.nbport.com.cn

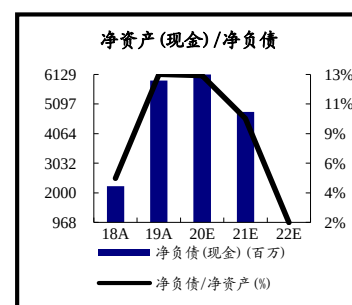
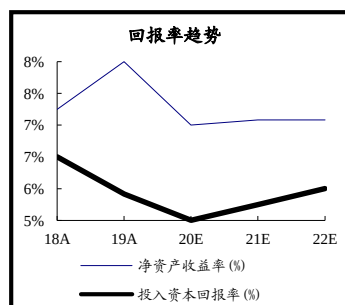
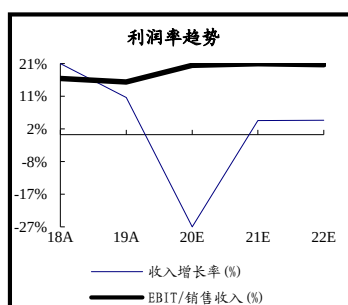
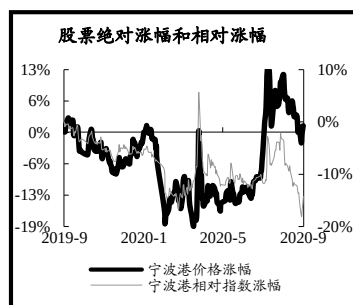
公司简介

公司是中国大陆重点开发建设的四大国际深水中转港之一,在区位、航道水深、岸线资源、陆域依托、发展潜力等方面均具有较大的优势,是世界航线最密集的港口之一,也是世界各大船公司必靠母港之一。公司坚持以码头经营为核心,以港口物流和资本经营为重点的经营模式,主营业务主要包括集装箱、铁矿石、原油、煤炭、液体化工、粮食及其他货种装卸及相关业务,同时从事综合物流、贸易销售等其他业务。


 52 周内价格范围 3.15-4.27
 市值 (百万) 60,700

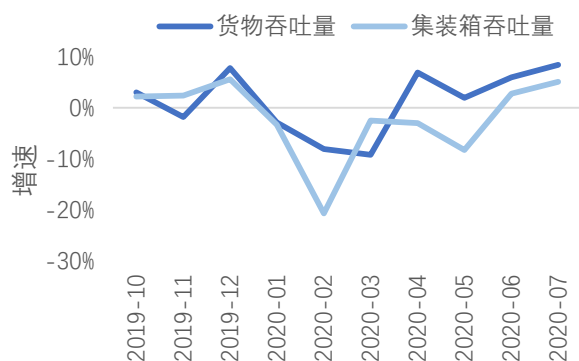
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,952	24,322	17,775	18,501	19,277
营业成本	16,588	18,582	12,188	12,647	13,240
税金及附加	168	160	158	165	172
销售费用	3	4	3	3	3
管理费用	1,572	1,800	1,800	1,888	1,961
EBIT	3,594	3,731	3,593	3,833	3,938
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	1,053	761	784	801	830
财务费用	545	483	360	358	301
营业利润	3,975	4,747	4,202	4,410	4,601
所得税	818	1,028	912	956	997
少数股东损益	322	378	294	287	285
净利润	2,886	3,422	3,078	3,248	3,401
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金、交易性金融资产	11,271	6,463	7,686	7,552	7,644
其他流动资产	7,314	6,476	5,719	5,840	5,972
长期投资	8,068	8,279	8,279	8,279	8,279
固定资产合计	31,089	30,768	31,168	30,750	31,150
无形及其他资产	15,890	18,570	22,095	25,238	26,782
资产合计	73,631	70,556	74,947	77,659	79,828
流动负债	24,140	19,325	19,297	18,050	14,796
非流动负债	7,454	8,023	8,023	8,023	8,023
股东权益	42,038	44,432	46,429	48,665	50,950
投入资本(IC)	43,660	49,846	52,032	53,043	51,845
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	2864	2937	2828	3017	3100
折旧与摊销	2,112	2,298	2,556	2,698	2,813
流动资金增量	-471	-887	682	10	-5
资本支出	-2,188	-2,415	-4,169	-3,619	-2,519
自由现金流	2,317	1,933	1,898	2,106	3,388
经营现金流	10,065	284	4,732	5,744	5,937
投资现金流	-2,490	-1,999	-3,145	-2,818	-708
融资现金流	-1,838	-2,567	-364	-3,060	-5,137
现金流净增加额	5,736	-4,283	1,223	-134	92
财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
收入增长率	20.7%	10.8%	-26.9%	4.1%	4.2%
EBIT 增长率	19.9%	3.8%	-3.7%	6.7%	2.7%
净利润增长率	7.8%	18.6%	-10.1%	5.5%	4.7%
利润率					
毛利率	24.4%	23.6%	31.4%	31.6%	31.3%
EBIT 率	16.4%	15.3%	20.2%	20.7%	20.4%
净利润率	13.1%	14.1%	17.3%	17.6%	17.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.5%	8.4%	7.2%	7.3%	7.3%
总资产收益率(ROA)	3.9%	4.9%	4.1%	4.2%	4.3%
投入资本回报率(ROIC)	6.6%	5.9%	5.4%	5.7%	6.0%
运营能力					
存货周转天数	8	9	9	9	9
应收账款周转天数	58	42	42	42	42
总资产周转率	1,129	1,082	1,494	1,505	1,491
净利润现金含量	348.8%	8.3%	153.8%	176.9%	174.6%
资本支出/收入	10.0%	9.9%	23.5%	19.6%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	38.8%	36.5%	33.6%	28.6%
净负债率	5.3%	13.3%	13.2%	9.9%	1.9%
估值比率					
PE	21.03	17.74	19.72	18.69	17.85
PB	1.38	1.47	1.43	1.37	1.31
EV/EBITDA	8.08	9.20	10.78	9.96	9.12
P/S	2.30	2.08	2.85	2.73	2.62
股息率	2.0%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%



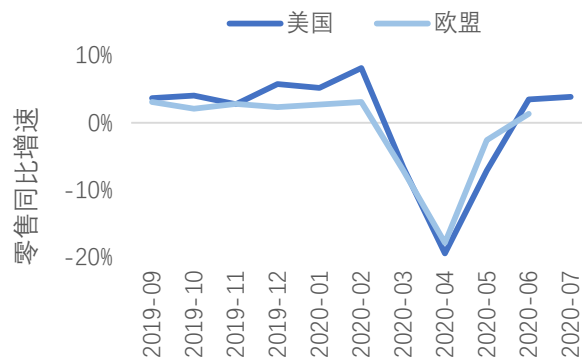
附录:

图 1: 宁波港吞吐量已经恢复增长



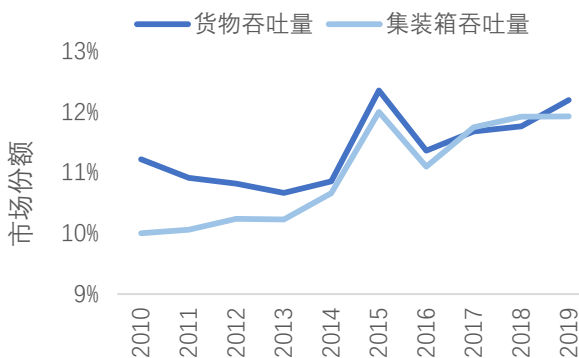
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 欧美消费恢复增长将带动中国出口增长



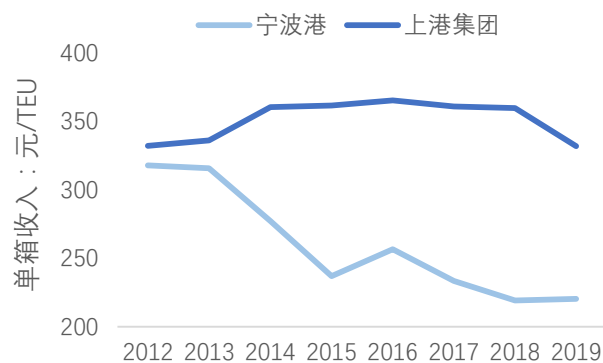
数据来源: Wind, 美国商务部, 欧盟统计局, 国泰君安证券研究

图 3: 宁波港的吞吐量市场份额上升



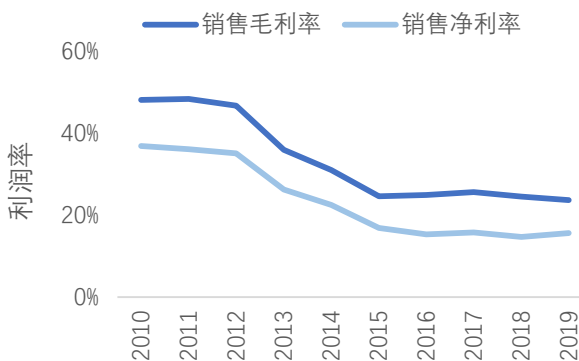
数据来源: Wind, 交通部, 国泰君安证券研究

图 4: 宁波港主要码头的单箱收入低于上港集团



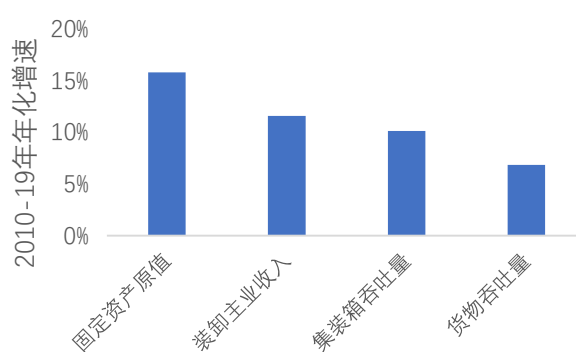
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 宁波港的销售利润率持续下滑



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 固定资产增速超过装卸收入, 资产周转率下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

表 1: 宁波港 DCF 模型的主要参数假设

DCF 模型主要参数	参数值
无风险利率	3%
风险溢价	4%
债务利率	6.5%
2029 年之后 EPS 年化增速	0%

数据来源: 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		