

广州港 601228.SH 新股分析

估值区间: 2.97

2017年03月20日

珠三角龙头港口，竞争优势显著

发行数据

发行前总股本(万)	549450
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	
发行价(元)	2.29
发行市盈率(倍)	23
发行日期	2017-03-17
上市日期	

主要股东

	持股比例
广州港集团有限公司	86.45%
上海中海码头发展有限	4.50%
广州发展集团股份有限	1.82%

行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

广州港是珠江三角洲最大的港口之一，地理位置优越，腹地广阔，内贸为主的货源结构提升公司抗风险能力。公司发行价估值合理，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价 2.97 元。

- **广州市属国有企业，珠三角地区龙头港口。**2010 年，广州港集团联合国投交通、广州发展发起设立广州港股份有限公司，置入集团港口装卸及相关业务。2014 年，公司引入中远集团和上海中海码头作为战略投资者。截止 2016 年，公司主要运营泊位 68 个，完成广州港全港 75% 的货物吞吐量和 85% 的集装箱吞吐量。
- **装卸及相关业务为核心，拓展物流、港口辅助和贸易业务。**广州港主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，其中装卸及相关业务是公司核心业务。2014 年以来，公司货物吞吐量稳步增长，但由于装卸费率下滑，装卸业务收入和毛利均有所下滑。在装卸业务面临压力的情况下，公司加速拓展物流等其它业务，营业收入持续增长，利润整体稳定。
- **地理位置优越，货源腹地广阔。**港口具备区域垄断特征，经济腹地决定港口质地。公司经济腹地辽阔，包括我国南方的大部分省市，直接经济腹地为珠江三角洲及广东省。虽然珠三角地区港口分布密集，但公司主要集装箱泊位——南沙港区在承揽珠三角西部、北部货源具备短途运输优势。通过南沙港区三期工程建设，公司将扩大集装箱吞吐能力，提升市场竞争力。
- **募投项目:**本次，公司拟以 2.29 元/股发行 69,868 万股，募集资金 15.5 亿元，用于南沙港区三期工程建设，包括 4 个 10 万吨级集装箱泊位、2 个 7 万吨级集装箱泊位和 24 个 2 千吨集装箱泊位，设计通过能力 570 万吨/年。
- **投资策略:**我们预测公司 17/18/19 EPS 为 0.12/0.13/0.14 元，对应发行价 2.29 元 19.3/17.6/16.6X PE，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价 2.97 元，对应 17 年 25X PE。
- **风险提示:**募投项目不及预期、下游需求疲软

主要财务数据

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6713	7737	8124	8530	8957
同比增长	10%	15%	5%	5%	5%
营业利润(百万元)	991	978	1068	1184	1256
同比增长	-12%	-1%	9%	11%	6%
净利润(百万元)	672	671	734	807	853
同比增长	-17%	0%	9%	10%	6%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
ROE	7%	7%	6%	6%	6%

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况.....	5
1、公司历史沿革	5
2、主营业务.....	5
3、公司股权结构	7
二、货物吞吐整体稳定，保持龙头港地位	8
1、主要泊位情况	8
2、装卸及相关业务.....	9
3、港口辅助和贸易业务	12
(1) 港口辅助业务.....	12
(2) 贸易业务收入.....	13
三、行业分析	14
1、中国港口行业概况	14
(1) 全国港口布局趋于稳定，综合性大型枢纽港初具规模.....	14
(2) 码头泊位进一步大型化	14
(3) 港口货物吞吐量、集装箱吞吐量保持增长	15
2、广州港竞争力分析	15
(1) 珠江三角洲龙头港口	15
(2) 地理位置优越，货源腹地广阔	16
(3) 竞争优势显著	16
四、募投项目分析.....	18
五、盈利预测与投资策略.....	19
1、盈利预测与投资策略	19
2、港口行业历史 PE Band 和 PB Band	19

图表目录

图 1: 广州港历史收入和净利润.....	6
图 2: 广州港收入构成.....	6
图 3: 广州港毛利构成.....	6
图 4: 广州港主营业务毛利率变动.....	6
图 5: 广州港股权结构和组织架构.....	7
图 6: 广州港区位图.....	8
图 7: 广州港集装箱吞吐量.....	10
图 8: 广州港集装箱装卸收入变化.....	10
图 9: 广州港煤炭吞吐量.....	11
图 10: 广州港煤炭装卸收入变化.....	11
图 11: 广州港汽车吞吐量.....	11
图 12: 广州港汽车装卸收入变化.....	11
图 13: 广州港粮食吞吐量.....	12
图 14: 广州港粮食装卸收入变化.....	12
图 15: 广州港物流及辅助业务收入构成.....	13
图 16: 广州港物流及辅助业务成本构成.....	13
图 17: 广州港贸易业务收入构成.....	13
图 18: 广州港贸易业务成本构成.....	13
图 19: 全国港口货物吞吐量（年）.....	15
图 20: 全国港口货物集装箱吞吐量（年）.....	15
图 21: 2015 年全国港口五大货类比重（按重量）.....	15
图 22: 2015 年珠三角港口货物吞吐量（万吨）.....	17
图 23: 2015 年珠三角港口集装箱吞吐量（万 TEU）.....	17
图 24: 港口行业历史 PE Band.....	19
图 25: 港口行业历史 PB Band.....	19
表 1: 公司历史沿革.....	5
表 2: 广州港业务板块.....	5
表 3: 广州港发行前后股份结构.....	7
表 4: 公司主要码头资产和产能利用情况.....	9

表 5: 公司在建泊位情况.....	9
表 6: 公司主要货物吞吐情况	10
表 7: 广州港装装卸收入构成	10
表 8: 装卸业务营业成本构成	12
表 9: 全国沿海港口布局划分和建设重点	14
表 10: 2015 年全国港口万吨级及以上泊位	14
表 11: 广州港专用泊位及占比.....	16
表 12: 公司募投项目	18
表 13: 募投项目建设情况.....	18
附: 财务预测表	20

一、公司概况

1、公司历史沿革

2010年12月28日，广州港集团、国投交通、广州发展共同出资发起设立广州港股份有限公司，其中广州港集团以资产出资 71.86 亿元，国投交通和广州发展以现金出资 2.27 亿元和 1.51 亿元，折合 1.51 元/股。

广州港股份公司设立后，实际从事原由广州港集团经营管理的集装箱、石油化工、煤炭、粮食、汽车及其他散杂货等港口装卸业务，以及与港口装卸业务配套的物流、理货和船务业务。广州港集团保留了业务逐步萎缩的内港区资产，与主业相关度较低的商贸业务资产，客运、物业管理、后勤相关股权，社会职能等资产。

2014年，中远集团和上海中海码头分别以 2.02 元/股对公司增资，增资后公司总股本变更为 54.945 亿股。

表 1: 公司历史沿革

时间	事件
2010.10.28	广州港集团、国投交通、广州发展共同出资发起设立广州港股份有限公司，总股本为 50 亿股。
2014.5.27	中远集团和上海中海码头分别以 2.02 元/股对公司增资，增资后公司总股本变更为 54.945 亿股。
2017.1.12	公司首发通过发审委审批。
2017.3.3	公司首发获得证监会核准。

资料来源：招股书

2、主营业务

公司主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，其中港口装卸业务是公司主要的利润来源。

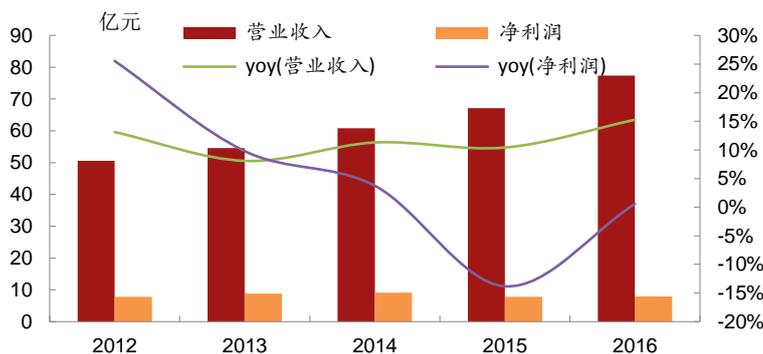
表 2: 广州港业务板块

业务板块	内容
装卸及相关业务	装卸及相关业务是公司的核心业务。公司装卸及相关业务包括装卸、仓储、港务管理等业务。装卸主要是指公司通过组织各种装卸机械在各个不同的运输环节中进行货物装卸和换装作业。
物流及港口辅助业务	公司依托港口装卸，拓展服务范围，提升服务水平，延伸港口服务功能的业务，包括拖轮、公路运输、铁路运输、外轮理货、货物代理等业务。
贸易业务	公司经营的贸易货类包括油品、煤炭、汽车、粮食、钢材等

资料来源：招股书

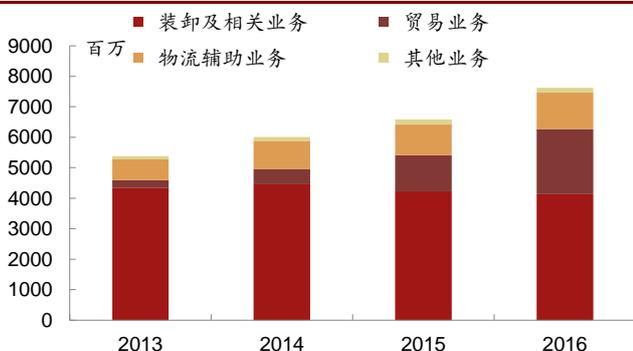
2016年，广州港实现营业收入 77.37 亿元 (+15.27%)，实现归母净利润 7.91 亿元 (+0.58%)。2012年以来，公司营业收入持续增长，主要是由于运输及代理等辅助业务收入和贸易业务收入的增长，装卸业务整体稳定。

图 1: 广州港历史收入和净利润



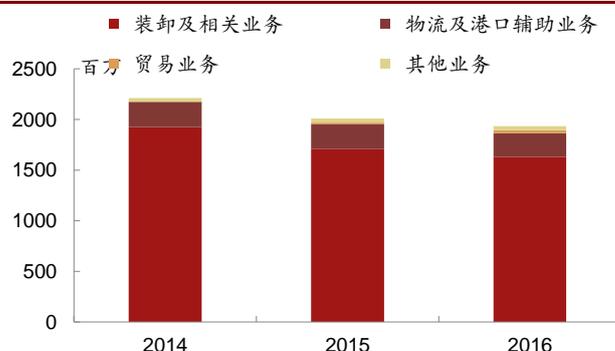
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 广州港收入构成



资料来源: Wind、招商证券

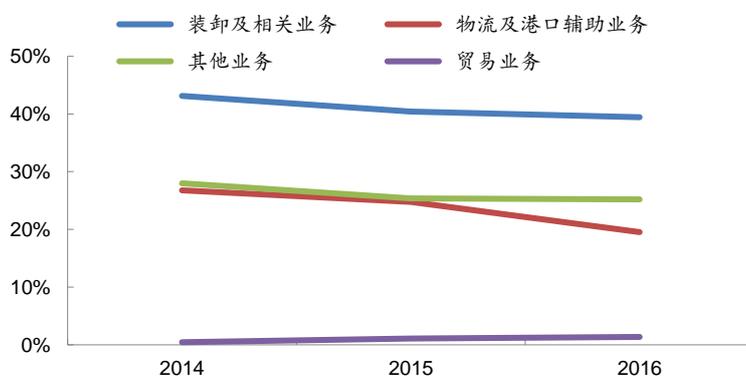
图 3: 广州港毛利构成



资料来源: Wind、招商证券

公司 14/15/16 年度主营业务毛利率分别为 36.77%/30.53%/25.37%，毛利率有所下滑。公司毛利率的下滑，一方面是低毛利率的贸易和物流业务占比提升，另一方面装卸及相关业务货类结构发生变化，高费率的外贸煤炭等有所减少，毛利率下滑。

图 4: 广州港主营业务毛利率变动

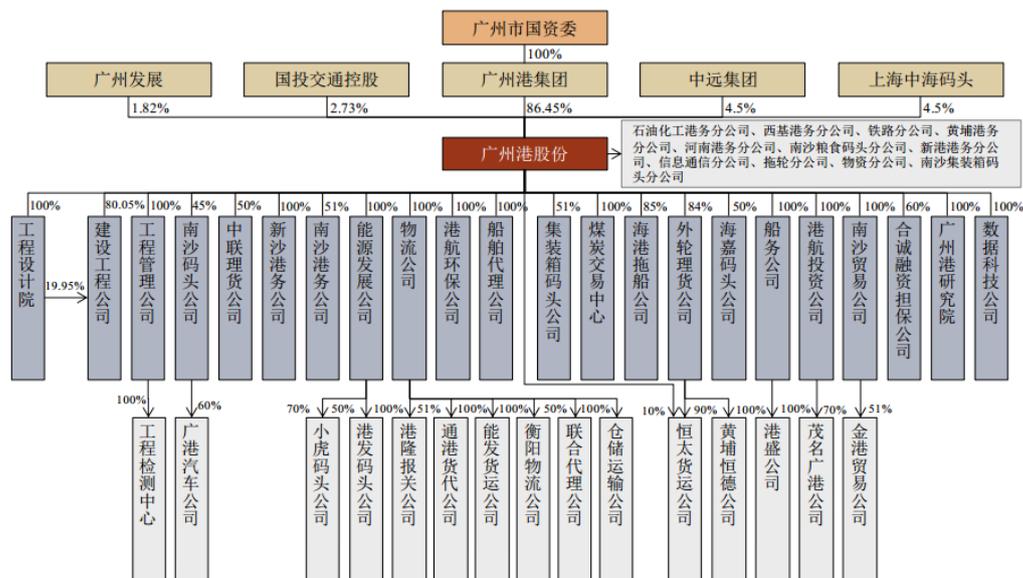


资料来源: Wind、招商证券

3、公司股权结构

本次发行前，公司股本总数为 549,450 万股，广州港集团持有公司 86.45% 的股权，为公司控股股东，实际控制人为广州市国资委，其它股东为中远集团、上海中海码头、国投交通控股和中海码头，分别持股 4.5%、4.5%、2.73% 和 1.82%。

图 5：广州港股权结构和组织架构



资料来源：招股书

本次，广州港股份有限公司拟公开发行 69868 万股，占发行后总股本 61.93 亿股的 11.28%。根据相关规定，本次发行后部分股权将被划转至社保基金理事会，本次发行前后上市公司股权结构如下：

表 3：广州港发行前后股份结构

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数 (万)	持股比例	持股数 (万)	持股比例
广州港集团 (SS):	475,000	86.45%	468,959.91	75.72%
国投交通控股 (SS)	15,000	2.73%	14,809.26	2.39%
广州发展 (SS)	10,000	1.82%	10,000	1.61%
中远集团 (SS)	24,725	4.50%	24,410.59	3.94%
上海中海码头 (SS)	24,725	4.50%	24,658.21	3.98%
全国社会保障基金理事会	-	-	6,612.03	1.07%
社会公众股	-	-	69,868	11.28%
合计	549,450	100.00%	619,318	100%

资料来源：招股书

注：SS 是 State-own Shareholder 的缩写，表示其为国有股股东。

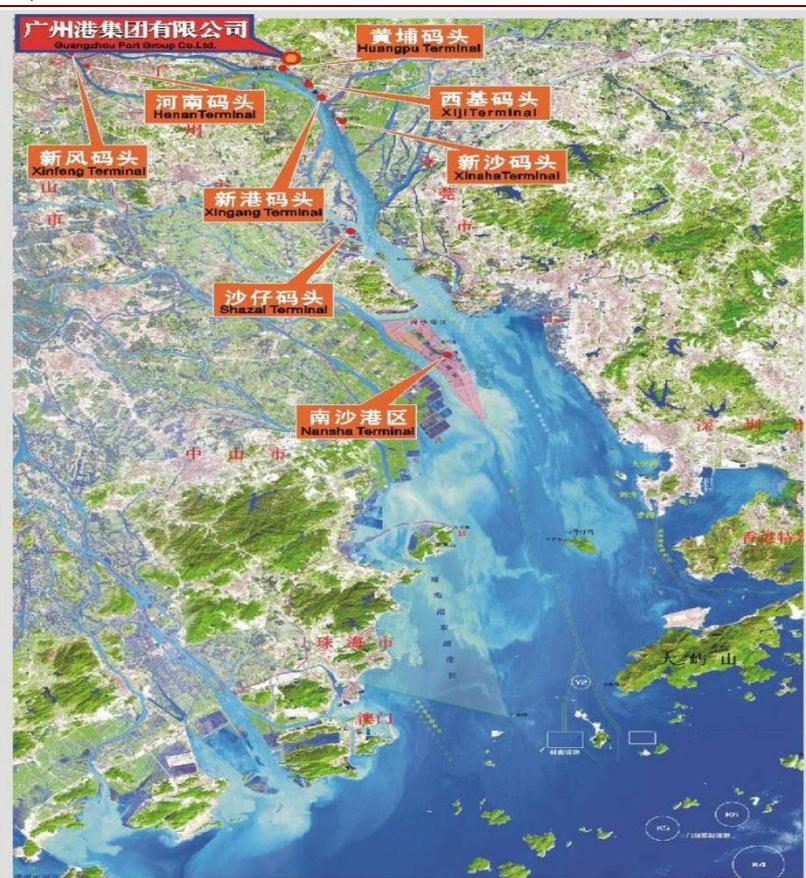
二、货物吞吐整体稳定，保持龙头港地位

广州港主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，其中装卸及相关业务（具体包括装卸、仓储、港务管理等）是公司核心业务。

1、主要泊位情况

广州港地处珠江三角洲中心位置，集疏运系统完善，水路、公路、铁路、空运集疏运网络发达，所辖的码头布局从入海口往里依次为南沙港区、新沙港区、黄埔港区、内港港区。

图 6：广州港区位图



资料来源：广东省港口协会

截至 2016 年 12 月 31 日，公司主要运营泊位 68 个，其中集装箱专用泊位 25 个、煤炭专用泊位 4 个，油品及液体化工专用泊位 5 个，其他散杂货泊位 34 个，具体情况如下表所示：

表 4: 公司主要码头资产和产能利用情况

货类	码头名称	运营主体	泊位数量	泊位水深 (米)	设计产能 (万吨)	通过量	产能利用率
集装箱 (万 TEU)	南沙港区一期	南沙港务	4	14.5-15.5	450	578.6	128.6
	南沙港区二期	南沙集装箱码头	6	15.5	480	478.2	99.6
	南沙港区三期	南沙集装箱码头	6	16	*	205.4	*
	GCT	集装箱码头	3	11-12	110	119.7	108.8
	新沙集装箱码头	新沙港务	3	12.5	100	96.2	96.2
	黄埔老港集装箱码头	黄埔港务	3	9	85	86.5	101.8
煤炭 (万吨)	新沙煤码头	新沙港务	2	12.5-13.5	2,000	1879.3	93.9
	西基码头	西基港务	2	12.5	1,900	1767	93
	小虎码头	小虎石化码头	2	14.4	450	316.1	70.2
油品及液体化工 (万吨)	港发码头	港发石油化工	1	14.2	400	312.3	78.1
	黄埔石化码头	石油化工港务	2	10.5	950	593.4	62.5
	汾水头码头				150	0	*
	小虎码头				450	231.5	*
其中: 油品 (万吨)	港发码头				400	205.7	*
	黄埔石化码头				950	573.4	*
	汾水头码头				150	0	*
	黄埔老港散杂货码头	黄埔港务	5	6~9	850	530	62.4
其他散杂货 (仅含粮食、钢材、金属矿石) (万吨)	洪圣沙码头	黄埔港务	3	10.5	650	22.1	*
	新港码头	新港港务	5	11-12.5	1,700	1403.3	82.55
	新沙散杂货	新沙港务	5	12.5	3,300	846.3	*
	沥滘码头	河南港务	3	8	320	138.1	43.2
	芳村码头	河南港务	4	5.8	400	15.2	*
	南沙粮食通用码头	南沙粮食通用	6	13.4-15.1	2,800	933.1	33.3
其他散杂货汽车 (万辆)	龙沙码头				600	597.1	99.5
	南沙汽车码头	南沙汽车码头	3	12	60	54.6	91

资料来源:

截至 2016 年 12 月 31 日, 公司在南沙港区有 20 个驳船泊位正在建设中, 具体泊位情况如下表所示:

表 5: 公司在建泊位情况

货类	项目/码头名称	运营主体	泊位数量 (个)	泊位水深 (米)	设计通过能力 (万 TEU/年)	堆场面积 (万平方米)	堆存能力 (万 TEU)
集装箱泊位	广州港南沙港工程	南沙集装箱码头分公司	驳船泊位 20 个	驳船泊位设计水深 5.7 米	166.7	9.9	0.95

资料来源: 招股书

2、装卸及相关业务

公司所辖港区吞吐的货种主要包括集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等, 其中**集装箱、煤炭、钢材和粮食吞吐量**占比较大。随着南沙港区集装箱码头和汽车滚装及粮食通用码头的相继建成投产, 新建码头泊位增加和货物吞吐能力不断扩大, 公司集装箱吞吐量、货物吞吐量和汽车吞吐量总体均保持增长势头。

表 6: 公司主要货物吞吐情况

项目	2014		2015		2016	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
货物吞吐量	36,638.0		38,065.0		40,498.3	
内贸货物	26,947.6	73.6	28,364.9	74.5	30,242.3	74.7
外贸货物	9,690.4	26.4	9,700.1	25.5	10,256.0	25.3
集装箱	1,403.5		1,473.5		1,595.3	
煤炭	6,385.8	17.4	5,563.2	14.6	5,304.6	13.1
粮食	1,533.0	4.2	1,909.0	5.0	1,776.5	4.4
钢材	1,802.2	4.9	1,625.7	4.3	1,830.0	4.5
汽车 (万辆)	84.5		78.2		86.5	
金属矿石	701.2	1.9	725.7	1.9	816.1	2.0
油品	1,132.9	3.1	1,071.8	2.8	1,144.5	2.8

资料来源: 招股书

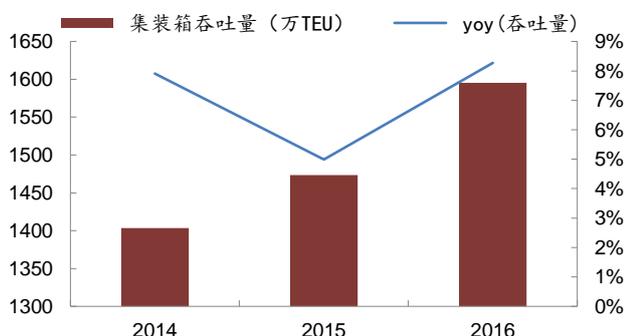
表 7: 广州港装装卸收入构成

项目	2014		2015		2016	
	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比	金额 (百万)	占比
集装箱	1,448.16	23.82	1,506.43	22.44	1,334.99	17.25
煤炭	1,295.66	21.31	882.99	13.15	815.11	10.53
汽车	458.54	7.54	450.60	6.71	490.87	6.34
粮食	387.01	6.37	551.85	8.22	481.28	6.22
金属矿石	144.15	2.37	171.05	2.55	284.23	3.67
钢铁	259.87	4.27	265.77	3.96	249.64	3.23
油品	231.23	3.80	224.17	3.34	220.83	2.85
其他	11.96	0.20	30.68	0.46	24.75	0.32

资料来源: 招股书

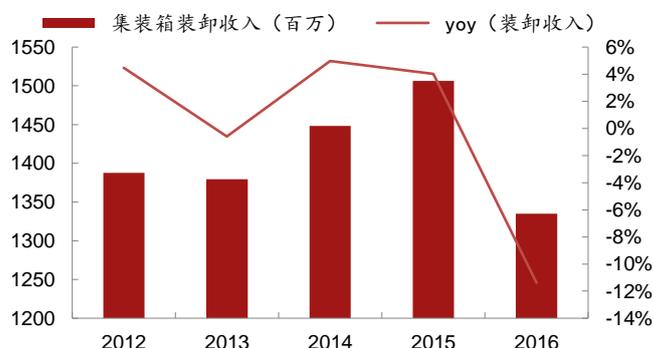
截至 2016 年 12 月 31 日, 公司拥有万吨级以上集装箱泊位 25 个。公司作为 **广州港最大的集装箱运营商**, 集装箱泊位完成的 **集装箱吞吐量占全港的 80% 以上**。2014-2016 年度, 公司集装箱吞吐量不断上升, 主要是由于公司加大内陆腹地箱源的开拓力度以及南沙港区三期工程深水泊位逐步投产。2014—2016 年, 广州港集装箱单箱装卸收入分别为 103.2 元、102.2 元、83.7 元。

图 7: 广州港集装箱吞吐量



资料来源: 招股书

图 8: 广州港集装箱装卸收入变化

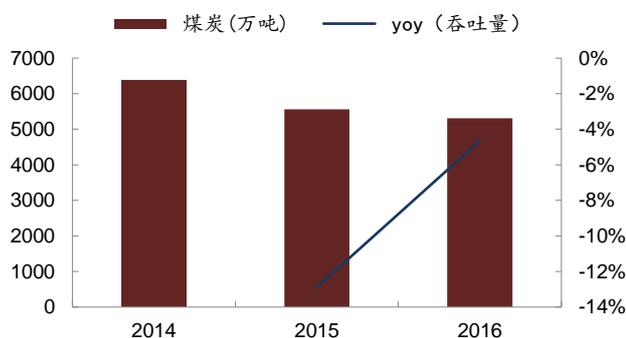


资料来源: 招股书

广东省是华南地区能源消耗大省, 通过水运输送煤炭量占广东全省电力用煤量的比重较大。公司下属全资子公司煤炭交易中心是华南地区最大的煤炭交易中心。2014-2016 年度, 公司煤炭吞吐量逐年下滑, 主要是下游煤炭需求下滑。主要是受 **宏观经济减速、固**

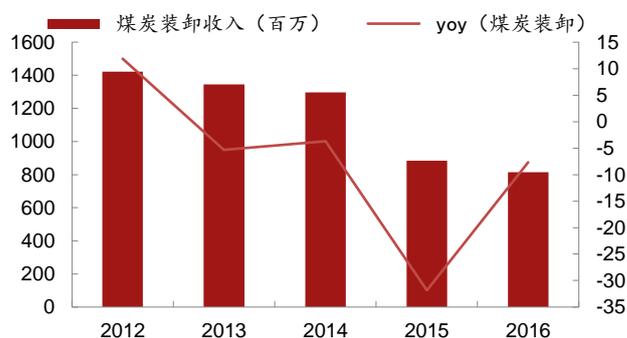
定资产投资低迷、国家环保政策以及清洁能源冲击等因素的影响。

图 9: 广州港煤炭吞吐量



资料来源: 招股书

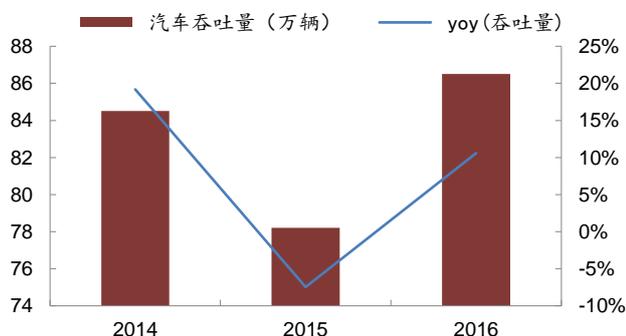
图 10: 广州港煤炭装卸收入变化



资料来源: 招股书

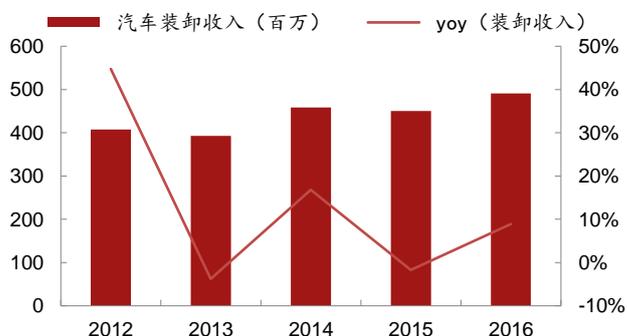
2006 年, 作为汽车产业配套项目的南沙港区沙仔岛 2 个滚装汽车码头和 1 个多用途汽车码头建成投产。2015 年, 国内汽车销售市场持续低迷, 库存压力大, 外贸进口车市场进入深度调整阶段, 各进口品牌到港量全线下滑。2016 年下半年, 公路治超导致汽车陆运成本增加, 国内各汽车制造厂家自第四季度起提高水运比例, 汽车吞吐量有所恢复。

图 11: 广州港汽车吞吐量



资料来源: 招股书

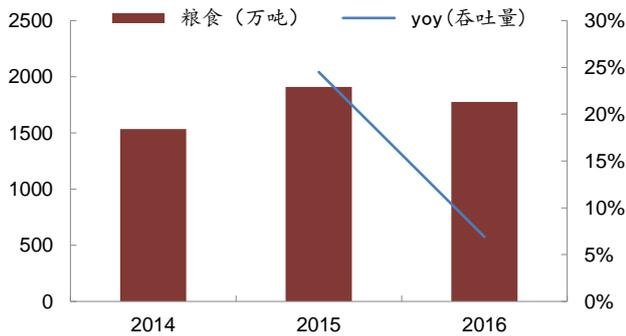
图 12: 广州港汽车装卸收入变化



资料来源: 招股书

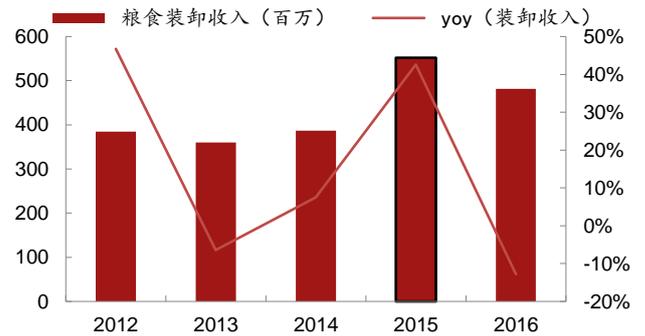
粮食方面, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司拥有 4 个粮食专用泊位。2014-2016 年度, 公司粮食吞吐量分别为 1,533.0 万吨、1,909.0 万吨及 1,776.5 万吨。2015 年全年公司粮食吞吐量同比上升 376 万吨, 同比增加 24.5%, 主要是因为**粮食需求增加, 南沙粮食码头接卸能力进一步释放**。2016 年全年公司粮食吞吐量同比下降 132.5 万吨, 同比减少 6.9%, 主要原因系本地工厂自用粮食货源增加, 通过驳船运出港的粮食数量减少, 从而使得粮食整体吞吐量有所下降。

图 13: 广州港粮食吞吐量



资料来源: 招股书

图 14: 广州港粮食装卸收入变化



资料来源: 招股书

从构成来看,公司的装卸及相关业务成本以人工费用、折旧摊销和直接材料及水电为主,2016 年度、2015 年度及 2014 年度三项成本合计占比分别为 82.97%、81.59%及 78.41%。2015 年以来,直接材料及水电占比有所下降,主要由于受国际原油市场低迷影响,燃油平均单价持续下降,燃料费用有所减少。报告期内,折旧摊销占比整体呈上升趋势,主要由于南沙集装箱码头分公司部分泊位仍处于建设期,资本性支出增加导致转固规模增加,折旧摊销计提金额增加。

表 8: 装卸业务营业成本构成

项目	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
合计	2506	100	2517	100	2539	100
人工费用	1068	42.62	1053	41.84	1027	40.47
直接材料及水电	283	11.29	284	11.29	330	13
折旧摊销	728	29.07	716	28.46	633	24.94
维护修理费	167	6.67	212	8.42	236	9.28
其他成本	260	10.35	251	9.99	312	12.31

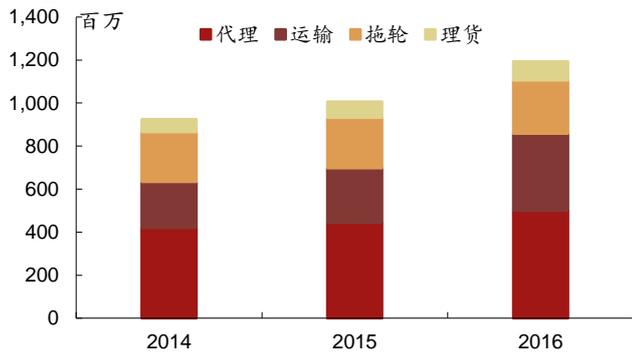
资料来源: 招股书

3、港口辅助和贸易业务

(1) 港口辅助业务

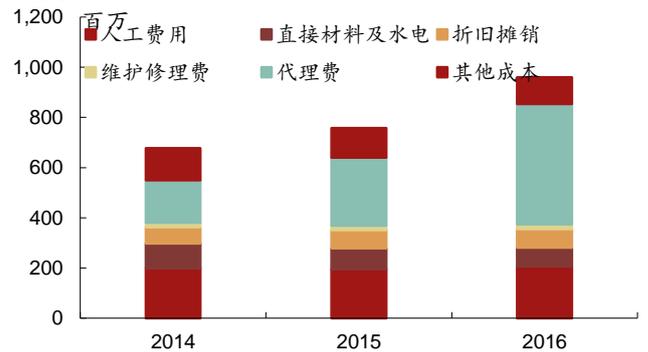
公司提供全程物流服务以减少客户总物流成本支出是港口物流发展的趋势。物流及港口辅助业务指依托港口装卸,拓展服务范围,提升服务水平,延伸港口服务功能的业务,包括拖轮、公路运输、铁路运输、外轮理货、货物代理等业务,成本以代理费、人工费用、直接材料及水电和折旧摊销为主。

图 15: 广州港物流及辅助业务收入构成



资料来源: Wind

图 16: 广州港物流及辅助业务成本构成

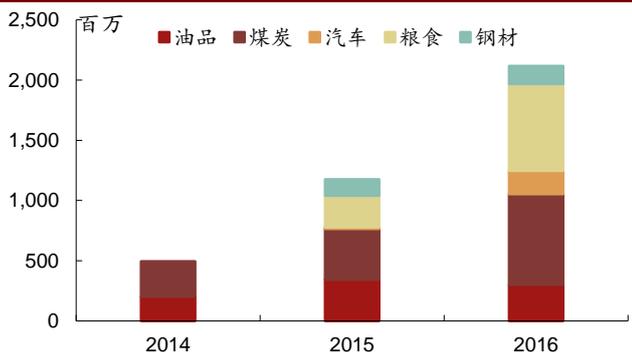


资料来源: Wind

(2) 贸易业务收入

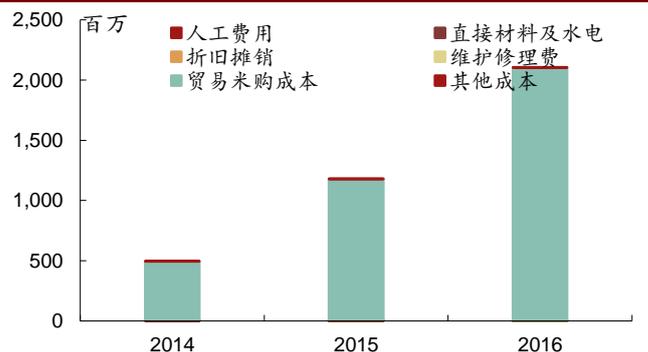
贸易业务基于与码头装卸主业客户的合作, 为货物的上游卖家及下游买家提供购销渠道及增值服务, 公司经营的贸易货类包括油品、煤炭、汽车、粮食、钢材等, 其中汽车、粮食、钢材为 2015 年度新开展的贸易货类。

图 17: 广州港贸易业务收入构成



资料来源: Wind

图 18: 广州港贸易业务成本构成



资料来源: Wind

三、行业分析

1、中国港口行业概况

(1) 全国港口布局趋于稳定，综合性大型枢纽港初具规模

港口业属于大型基础设施行业，具有规模经济效益特征，行业集中度高，进入港口行业壁垒较高，要求良好的地理条件、雄厚的资金实力，以及必须符合国家宏观港口规划的产业政策。综合来看，我国港口布局基本已形成以主枢纽港为骨干、区域性中型港口为辅助、小型港口为补充、层次分明的体系。

国务院 2006 年 8 月 16 日审议通过的《全国沿海港口布局规划》将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海五个港口群体。

表 9: 全国沿海港口布局划分和建设重点

区域	主要港口	建设重点
环渤海地区	大连港、秦皇岛港、天津港、青岛港、日照港	集装箱、进口铁矿石、进口原油和煤炭装船中转运输系统
长江三角洲地区	上海港、宁波港、连云港	集装箱、进口铁矿石、进口原油中转运输系统和煤炭卸船运输系统
东南沿海地区	福州港、厦门港	煤炭卸船运输系统、进口石油、天然气接卸储运系统、集装箱、陆岛滚装和旅客运输系统
珠江三角洲地区	广州港、深圳港、珠海港、汕头港	集装箱、进口原油中转运输系统和煤炭卸船运输系统
西南沿海地区	湛江港、防城港、海口港	集装箱运输系统、进口石油、天然气中转储运系统、进出口矿石中转运输系统、粮食中转储运系统、旅客中转及邮轮运输系统

资料来源：招股书

(2) 码头泊位进一步大型化

中国码头泊位总量继续增加。根据交通运输部《2015 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2015 年末，全国港口拥有生产用码头泊位 31,259 个，比上年末减少 446 个。其中，沿海港口生产用码头泊位 5,899 个，增加 65 个；内河港口生产用码头泊位 25,360 个，减少 511 个。码头泊位大型化水平不断提升。全国港口拥有万吨级及以上泊位 2,221 个，比上年末增加 111 个。其中，沿海港口万吨级及以上泊位 1,807 个，增加 103 个；内河港口万吨级及以上泊位 414 个，增加 8 个。

表 10: 2015 年全国港口万吨级及以上泊位

泊位吨级	全国港	比上年	沿海港	比上年	内河港	比上年
1-3 万吨级	793	38	619	33	174	5
3-5 万吨级	369	4	266	5	103	-1
5-10 万吨级	728	44	600	42	128	2
10 万吨级及以上	331	25	322	23	9	2
合计	2,221	111	1,807	103	414	8

资料来源：招股书

(3) 港口货物吞吐量、集装箱吞吐量保持增长

港口货物和集装箱吞吐量总体保持较快增长，2015 年增速有所放缓。2015 年全年全国港口完成货物吞吐量 127.50 亿吨，比上年增长 2.4%，完成集装箱吞吐量 2.12 亿 TEU，比上年增长 4.5%。2016 年以来港口吞吐量保持平稳增长，尤其下半年以来增速加快。

图 19: 全国港口货物吞吐量 (年)



资料来源: Wind

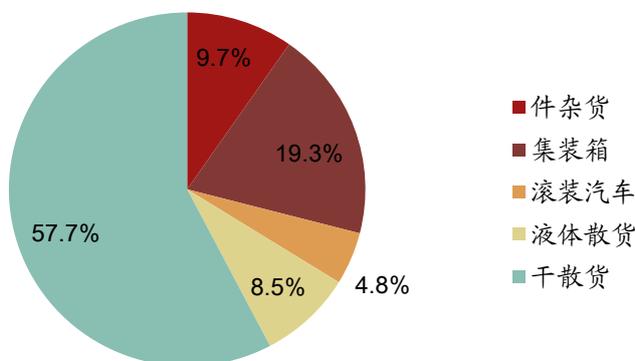
图 20: 全国港口货物集装箱吞吐量 (年)



资料来源: Wind

中国港口中转的货物包括干散货、液体散货、件杂货、集装箱和滚装车辆，其中干散货比例最大，占 2015 年中国港口吞吐量的 57.7%。

图 21: 2015 年全国港口五大货类比重 (按重量)



资料来源: 招股书

2、广州港竞争力分析

(1) 珠江三角洲龙头港口

2016 年，广州港货物吞吐量 5.44 亿吨，集装箱吞吐量 1,885.8 万 TEU。在广东省五个沿海主要港口中，广州港与深圳港、湛江港、珠海港、东莞港（原虎门港），公司作为广州港最核心的运营商，运营管理着广州港大部分集装箱泊位以及绝大部分万吨级以上主要生产装卸设施，在中国珠三角地区以及华南地区港口企业中具有主导作用，是中国港口行业龙头企业之一。

2014-2016 年，公司完成货物吞吐量 3.66 亿吨、3.81 亿吨和 4.05 亿吨，分别占广州港全港货物吞吐量的 75.99%、76.05%和 77.44%。2014-2016 年，公司完成集装箱吞吐

量 1,403.5 万 TEU、1,473.5 万 TEU 和 1595.3 万 TEU，分别占广州港全港集装箱吞吐量的 85.64%、84.70%和 85.48%。广州港拥有的各专用泊位数量占广州港相同货类泊位总数的比例如下：

表 11：广州港专用泊位及占比

货类	项目/码头名称	地理位置	万吨级以上泊位数量	广州全港同类万吨级以上泊位	占比
集装箱	南沙港区一期	南沙港区	4	25	100%
	南沙港区二期	南沙港区	6		
	南沙港区三期	南沙港区	6		
	GCT	黄埔港区	3		
	新沙集装箱码头	新沙港区	3		
	黄埔老港集装箱码头	黄埔港区	3		
煤炭	新沙煤码头	新沙港区	2	7	57.1%
	西基码头	黄埔港区	2		
油品及液体化工	小虎码头	南沙港区	2	12	41.7%
	港发码头	南沙港区	1		
	黄埔石化码头	黄埔港区	2		
其他散杂货	黄埔老港散杂货码头	黄埔港区	5	31	87.1%
	洪圣沙码头	黄埔港区	3		
	新港码头	黄埔港区	5		
	新沙散杂货码头	新沙港区	5		
	南沙粮食通用码头	南沙港区	6		
	南沙汽车码头	南沙港区	3		

资料来源：招股书

(2) 地理位置优越，货源腹地广阔

公司所处广州港处于中国南大门，处于几乎贯通泛珠江经济区域的珠江的入海口，是泛珠江三角洲经济区域的出口通道和中国最重要的对外贸易口岸之一，点辐射和线辐射能力强。珠三角西部、北部城市至南沙港的距离只有深圳、香港等港口的二分之一，与东南部的深圳、香港等港口相比，公司的主要集装箱泊位——南沙港区在承揽珠江三角洲西部、北部货源方面具有一定的短途运输优势。

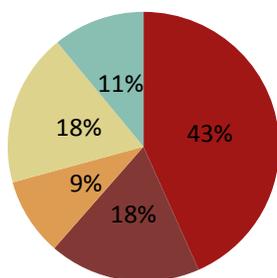
公司经济腹地辽阔，包括我国南方的大部分省市，其直接经济腹地为珠江三角洲及广东省地区，背靠经济最发达的城市之一（广州）和最有活力的城市群。广东省经济发达，内外贸活跃，汽车、电子等支柱产业以及能源消耗和粮食需求均为广州港提供了充足货源。广州近年经济增长幅度均保持较高水平，2016 年广州市地区生产总值同比增幅为 8.2%。发达的经济水平、活跃的内外贸环境、繁荣的消费市场为广州港吞吐量的增长提供了有力支撑。

(3) 竞争优势显著

公司目前主要的竞争对手为珠三角地区港口，包括香港、深圳、珠海、东莞等港口，其中香港港主要定位于国际集装箱中转枢纽港，其他内地珠三角地区港口则业务各有侧重和优势。整体来看，珠三角地区港口密集，同质化程度较高，区域内存在一定竞争。在广东省五个沿海主要港口中，深圳港、湛江港、珠海港、东莞港（原虎门港）与广州港同为五个亿吨大港。2013-2015 年度主要货类吞吐量情况如下：

图 22: 2015 年珠三角港口货物吞吐量 (万吨)

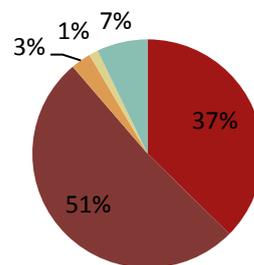
■ 广州港 ■ 深圳港 ■ 珠海港 ■ 湛江港 ■ 东莞港



资料来源: 招股书

图 23: 2015 年珠三角港口集装箱吞吐量 (万 TEU)

■ 广州港 ■ 深圳港 ■ 珠海港 ■ 湛江港 ■ 东莞港



资料来源: 招股书

总体来看, 广州港地处珠三角地区中部, 在全国沿海港口布局规划层面, 是沿海主枢纽港和集装箱干线港, 由于依托区位条件好且历史悠久, 广州港是华南地区最大的综合性主枢纽港, 整体竞争优势明显。

广州港直接腹地为广州、佛山等珠三角中部地区, 辐射华南、西南和中南地区, 直接腹地与上述港口基本不同; 广州港和上述港口的间接腹地都为珠三角地区, 但广州港的辐射范围更广阔。深圳港是以外贸集装箱装卸业务为主的港口, 在间接腹地外贸集装箱装卸业务与广州港存在一定的竞争关系; 湛江港是以散杂货业务为主的港口, 主要服务粤西地区, 在珠三角地区与广州港基本没有竞争关系, 但在西南地区存在一定的竞争关系; 珠海港口是以大宗散杂货为主的港口, 在珠西地区的散杂货装卸业务方面与广州港存在一定的竞争关系; 东莞港(原虎门港)以煤炭等散杂货和内贸集装箱装卸业务为主, 煤炭和内贸集装箱装卸业务在珠江口东岸的部分地区与广州港存在竞争关系。

四、募投项目分析

本次发行，公司拟向社会公开发行人 69,868 万股，募集资金 155,283.39 万元用于以下募投项目：

表 12：公司募投项目

投资项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资总额（万元）
广州港南沙港区三期工程项目	747,400	155,283.39

资料来源：招股书

本次募集资金将用于投资广州港南沙港区三期工程项目建设。南沙三期主要包括 4 个 10 万吨级集装箱泊位和 2 个 7 万吨级集装箱泊位建设。

南沙三期紧紧围绕公司现有的主营业务，将有利于提高公司的集装箱业务吞吐能力和运营效率，提升公司服务水平，保障公司的后续经营发展，进一步突出和提高公司的核心业务竞争能力。公司报告期集装箱业务占装卸及相关收入的比约为 30%，南沙三期完成后有利于提高集装箱业务占比，进而提高公司毛利水平。南沙三期位于政府规划的南沙自贸区内，有助于公司吸引新客户，增加收入来源。

表 13：募投项目建设情况

货类	项目/码头名称	运营主体	泊位数 (个)	泊位水深(米)	设计通过能力 (万 TEU/年)	堆场面积 (万平方米)	堆存能力 (万 TEU)
集装箱泊位	广州港南沙港区三期工程	南沙集装箱码头分公司	20 个	驳船泊位设计水深 5.7 米	166.7	9.9	0.95

资料来源：招股书

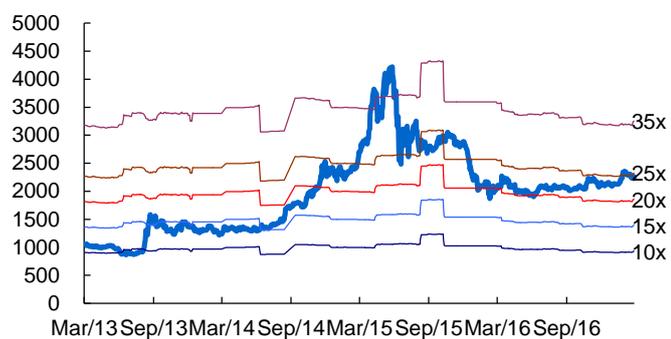
五、盈利预测与投资策略

1、盈利预测与投资策略

我们预测公司 17/18/19 EPS 为 0.12/0.13/0.14 元,对应发行价 2.29 元 19.3/17.6/16.6X PE, 建议投资者积极申购。

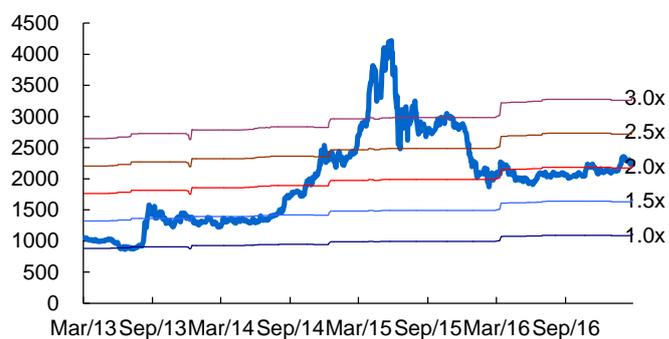
2、港口行业历史 PE Band 和 PB Band

图 24: 港口行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 25: 港口行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1873	2845	4123	5180	6260
现金	812	1148	2341	3310	4296
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	155	305	320	336	353
应收款项	527	624	655	688	722
其它应收款	114	99	104	109	115
存货	65	105	110	116	122
其他	200	565	593	623	654
非流动资产	18006	18122	17949	17795	17660
长期股权投资	893	1135	1135	1135	1135
固定资产	10285	11352	11471	11580	11680
无形资产	2923	2893	2603	2343	2109
其他	3905	2742	2740	2738	2736
资产总计	19879	20967	22071	22976	23921
流动负债	5565	5850	4489	4662	4843
短期借款	769	925	0	0	0
应付账款	173	209	219	230	242
预收账款	104	201	211	221	233
其他	4520	4515	4059	4210	4368
长期负债	3568	3753	3753	3753	3753
长期借款	1258	1218	1218	1218	1218
其他	2311	2534	2534	2534	2534
负债合计	9134	9603	8242	8414	8595
股本	5495	5495	6193	6193	6193
资本公积金	990	983	1884	1884	1884
留存收益	2975	3519	4253	4840	5451
少数股东权益	1286	1368	1499	1644	1797
归属于母公司所有者权益	9459	9996	12330	12918	13529
负债及权益合计	19879	20967	22071	22976	23921

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	684	1100	2273	2289	2321
净利润	672	671	734	807	853
折旧摊销	825	935	1173	1153	1135
财务费用	239	242	215	160	152
投资收益	(22)	(60)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(1155)	(812)	79	83	87
其它	125	124	131	145	153
投资活动现金流	(2342)	(419)	(940)	(940)	(940)
资本支出	(1914)	(530)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(428)	111	60	60	60
筹资活动现金流	1607	(360)	(139)	(380)	(395)
借款变动	1473	(353)	(1525)	0	0
普通股增加	0	0	699	0	0
资本公积增加	(73)	(7)	901	0	0
股利分配	0	0	0	(220)	(242)
其他	207	(0)	(215)	(160)	(152)
现金净增加额	(50)	321	1193	968	986

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6713	7737	8124	8530	8957
营业成本	4641	5765	6054	6356	6674
营业税金及附加	27	50	53	56	58
营业费用	33	24	25	27	28
管理费用	780	733	770	808	848
财务费用	261	238	215	160	152
资产减值损失	1	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	60	60	60	60
营业利润	991	978	1068	1184	1256
营业外收入	52	71	71	71	71
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	1038	1044	1134	1249	1321
所得税	252	253	268	297	315
净利润	786	791	865	952	1006
少数股东损益	114	120	131	145	153
归属于母公司净利润	672	671	734	807	853
EPS (元)	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	10%	15%	5%	5%	5%
营业利润	-12%	-1%	9%	11%	6%
净利润	-17%	0%	9%	10%	6%
获利能力					
毛利率	30.9%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利率	10.0%	8.7%	9.0%	9.5%	9.5%
ROE	7.1%	6.7%	6.0%	6.3%	6.3%
ROIC	7.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	45.9%	45.8%	37.3%	36.6%	35.9%
净负债比率	11.2%	13.1%	5.5%	5.3%	5.1%
流动比率	0.3	0.5	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.3	0.5	0.9	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	75.3	68.0	56.3	56.3	56.3
应收帐款周转率	12.9	13.5	12.7	12.7	12.7
应付帐款周转率	24.2	30.2	28.3	28.3	28.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
每股经营现金	0.12	0.20	0.37	0.37	0.37
每股净资产	1.72	1.82	1.99	2.09	2.18
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.04	0.04
估值比率					
PE	18.7	18.8	19.3	17.6	16.6
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.8	9.5	8.0	7.9	7.7

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。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“公司”）编制。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，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。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。

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