秦港股份601326.SH新股分析

估值区间：3.4
2017 年 08 月 03 日

北煤南运主枢纽，主业触底回升

发行数据

发行前总股本(万)	502941
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	
发行价（元）	2.34
发行市盈率（倍）	50
发行日期	2017-08-04
上市日期	

主要股东

	持股比例
河北港口集团有限公司	61.11%
秦皇岛市人民政府国有	12.52%
北京控股集团有限公司	0.83%

行业指数

资料来源：贝格数据、招商证券

公司是北煤南运主枢纽，煤炭运输主业触底回升，发行价估值合理，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价 3.4 元，对应 17 年 20X PE。

- **大宗干散货码头运营商，历时数年回归 A 股。**秦港股份成立于 2008.3，是全球最大的大宗干散货码头运营商，主要经营区域包括秦皇岛港、曹妃甸港区和黄骅港区，控股股东为河北港口集团，实际控制人为河北省国资委。公司 2010 年开始筹备上市，后由于诸多原因转而 2013.12 在香港联交所上市，拟于 2017.8 在上交所上市，回归 A 股。
- **煤炭为核心业务，业绩触底回升。**秦皇岛港、曹妃甸港区通过大秦线及其支线迁曹线、张唐铁路等与“三西”煤炭主产区相连，是该区域外运煤炭的主要下水港。公司在秦皇岛港具备 1.95 亿吨煤炭下水能力，同时投资建设曹妃甸煤炭煤码头二期工程（5000 万吨，持股 51%）。16 年上半年，主要是准池铁路通车后朔黄对大秦分流增强，公司煤炭吞吐量持续下滑；16 年下半年以来，随着黄骅港产能饱和和煤炭市场回暖，公司煤炭吞吐量显著回升。
- **拓展铁矿石等其它货种，降低煤炭业务依赖度。**为了降低煤炭业务依赖度，公司逐步拓展了金属矿石、杂货、液体散货和集装箱业务，尤其是在曹妃甸和黄骅港建设 6550 万吨（相对控股 35%）和 3000 万吨铁矿石码头。但是由于产能利用率较低，集装箱和油品业务仍处于亏损状态，预计后续盈利逐步改善。
- **募投项目：**本次发行，公司拟公开发行不超过 5.58 亿股，占发行后公司总股本的 10%，募集资金不超过 12.41 亿元，用于秦皇岛本港设备购置等项目。
- **投资策略：**公司是北煤南运主枢纽，煤炭下水港地位仍然稳固，且逐步拓展矿石、油品等其它业务，主营业绩触底回升。我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.17/0.19/0.20 元，对应发行价 2.34 元 13.9/12.5/11.7X PE，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价 3.4 元，对应 17 年 20X PE。
- **风险提示：**煤炭需求下滑、周边港口分流

主要财务数据

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6890	4911	6384	6704	7039
同比增长	-5%	-29%	30%	5%	5%
营业利润(百万元)	1660	349	1133	1280	1377
同比增长	-23%	-79%	225%	13%	8%
净利润(百万元)	1344	365	942	1050	1122
同比增长	-32%	-73%	158%	12%	7%
每股收益(元)	0.27	0.07	0.17	0.19	0.20
ROE	11%	3%	7%	7%	7%

资料来源：公司数据、招商证券

常涛
010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

研究助理
袁钉
yuanding@cmschina.com.cn

正文目录

一、全球最大干散货码头运营商 4
1、历史沿革：H 股上市到回归 A 股 4
2、北煤南运主枢纽 4
3、股权结构 5
二、煤炭业务触底回升，拓展货种多元化 6
1、煤炭为主，拓展其它业务 6
（1）煤炭：和大秦线运量高度相关 6
（2）拓展铁矿石等其它业务 7
2. 优质客户带来稳定货源 8
3、盈利能力底部回升 8
三、募投项目分析 10
四、盈利预测与投资策略 10
1、盈利预测与投资策略 10
2、港口行业历史 PE Band 和 PB Band 10

图表目录

图 1: 公司发展历史沿革 4
图 2: 环渤海地区沿海港口布局规划方案 4
图 3: 三西地区煤炭下水煤示意图 4
图 4: 大秦铁路集疏运示意图 6
图 5: 秦皇岛港是大秦线主要疏运港 7
图 6: 中国粗钢产量和铁矿石进口量 7
图 7: 秦皇岛港各货类吞吐量在津冀港口群占比情况 8
图 8: 秦港股份收入及净利润 9
图 9: 秦港股份收入结构 9
图 10: 秦港股份成本结构 9
图 11: 干散货（煤炭）贡献主要毛利 9
图 12: 干散货主导综合毛利率 9
图 13: 港口行业历史 PE Band 10
图 14: 港口行业历史 PB Band 10

表 1: 秦港股份主要泊位资产 5
表 2: 秦港股份发行前后股本结构 5
表 3: 秦港股份主要货物吞吐情况 6
表 4: 公司三大港口各货类吞吐量全国排名 8
表 5: 公司募投项目投资额（百万） 10
附：财务预测表 11

一、全球最大干散货码头运营商

1、历史沿革：H 股上市到回归 A 股

秦港股份成立于 2008 年 3 月，由河北港口集团（原秦港集团）联合其他 9 家发起人共同出资设立，为全球最大的大宗干散货公众码头运营商。2013 年 12 月，秦港股份在香港联交所主板上市，成为香港资本市场上第一家以干散货业务为主的码头运营商。2017 年 8 月，公司拟在上交所主板上市。

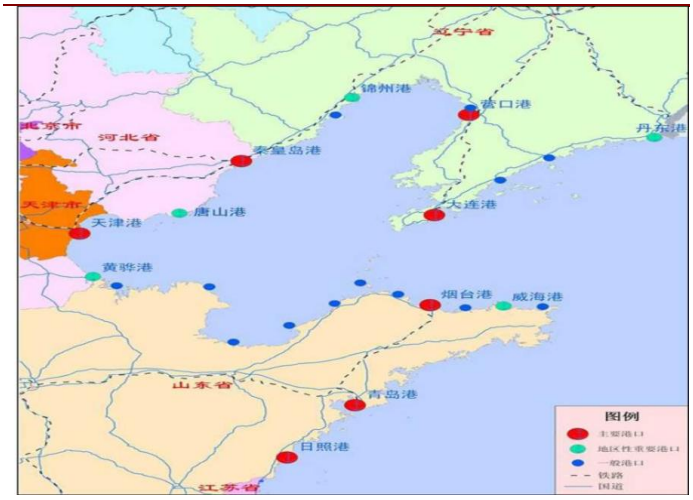
图 1：公司发展历史沿革

资料来源：招股书、招商证券

2、北煤南运主枢纽

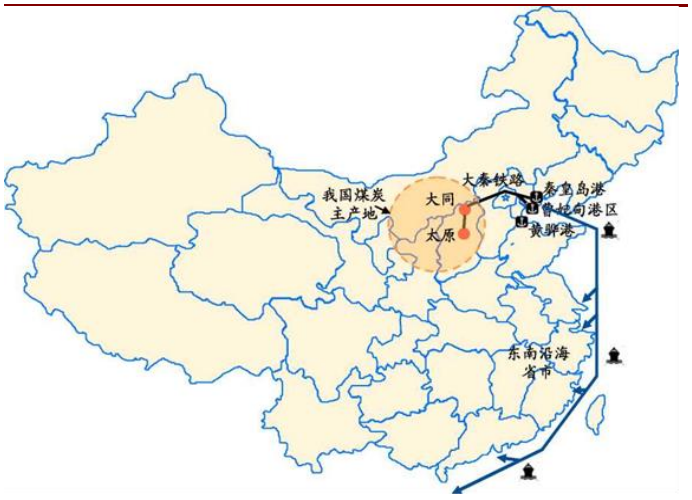
秦港股份目前主要有秦皇岛港、曹妃甸港区、黄骅港区三大经营区域，为客户提供高度一体化的综合港口服务，包括装卸、堆存、仓储、运输及物流服务，经营货种主要包括煤炭、金属矿石、油品及液体化工、集装箱、杂货及其他货品。

图 2：环渤海地区沿海港口布局规划方案



资料来源：招股书

图 3：三西地区煤炭下水煤示意图



资料来源：招股书

1）秦皇岛港区：秦皇岛港是我国“西煤东运”、“北煤南运”能源运输大通道的主枢纽港和目前全球最大的公众煤炭码头。秦港股份在秦皇岛港经营泊位 50 个，其中煤炭专用泊位 23 个，油品及液体化工专用泊位 7 个，矿石及其他杂货泊位 17 个；新港湾集装箱公司经营 3 个集装箱泊位。

2）曹妃甸港区：曹妃甸港是渤海湾内唯一不需要开挖航道和港池就具备建设 30 万吨级以上大型深水泊位的天然良港，具有极佳的建港优势。曹妃甸煤炭公司在建 5 个煤炭

泊位；曹妃甸实业公司（相对控股 35%）拥有 6 个矿石泊位。

3）黄骅港区：黄骅港区靠近河北省中南部与山东省西北部经济腹地，也是冀中南最便捷、最经济的出海口之一。沧州渤海公司经营 2 个通用散货泊位、2 个通用散杂货泊位和 4 个多用途泊位，沧州矿石公司经营 2 个矿石专用泊位。

表 1：秦港股份主要泊位资产

港口	货类	运营主体	股权	泊位数量	泊位水深（米）	岸线长度（米）	产能（万吨/年）	堆存能力（万吨）
秦皇岛港	煤炭	第二港务分公司	100%	5	14	1,396	4,200	1,027
		第六港务分公司		3	12.5-17.0	840	3,200	
		第七港务分公司		6	12.5-17.0	1,602	5,500	
		第九港务分公司		6	14.9-17.0	1,757	5,190	
		第三港务分公司		3	8.8-10.8	552	1,365	
	油品等	第一港务分公司		7	5.0-14.0	1,459	1700	28.6
	杂货	杂货港务分公司		17	5.6-17.0	3,813	1,480	219
	集装箱	新港湾集装箱公司	55%	3	14.0-15.8	886	75 万 TEU	2.3 万 TEU
曹妃甸	煤炭	曹妃甸煤炭公司	51%	5*	15.5	1,435	5,000	374
	矿石	曹妃甸实业公司	35%	6			6550	1500
黄骅港	通用散货	沧州渤海公司	96.08%	2	15.3	508.5	500	14
	通用散杂货	沧州渤海公司		2	15.3	508.5	300	8
	多用途	沧州渤海公司		4	15.3	1,057	1,000	
	矿石	沧州矿石公司	98.47%	2	22	736	3,000	480

资料来源：招商证券、招股书

3、股权结构

本次发行前，公司总股本 50.29 亿股，河北港口集团持有公司 61.11%的股份，为公司控股股东，实际控制人为河北省国资委。本次，公司拟公开发行不超过 5.58 亿股股本，占发行后总股份的 10%。

表 2：秦港股份发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	股份（百万）	比例（%）	股份（百万）	比例（%）
河北港口集团	3073.36	61.11%	3032.53	54.27%
秦皇岛国资委（SS）	629.82	12.52%	521.46	11.12%
河北省交投（SS）	212.69	4.23%	209.87	3.76%
大秦铁路（SS）	42.75	0.85%	42.75	0.77%
中国海运（SS）	42.00	0.83%	41.44	0.74%
国寿投资（SS）	42.00	0.83%	41.44	0.74%
首钢总公司（SS）	42.00	0.83%	41.44	0.74%
北控集团（SS）	42.00	0.83%	41.44	0.74%
同煤集团（SS）	42.00	0.83%	41.44	0.74%
山西港务办公室（SS）	30.95	0.62%	30.54	0.55%
H 股股东	829.85	16.50%	829.85	14.85%
全国社保基金理事会	-	-	55.23	0.99%
境内公众投资者	-	-	558.00	9.99%
合计	5029.41	100.00%	5587.41	100.00%

资料来源：招股书

二、煤炭业务触底回升，拓展货种多元化

1、煤炭为主，拓展其它业务

公司所辖港区吞吐的货种主要包括煤炭、金属矿石、油品及液化工产品、集装箱等，其中**煤炭、金属矿石**是主要货种，分别占公司 16 年吞吐量的 57%和 36%。

表 3：秦港股份主要货物吞吐情况

项目		2014	2015	2016
总吞吐量		38,209	37,016	31,276
公司及控股子公司		29,825	28,974	23,965
曹妃甸实业公司*		8,384	8,042	7,311
分类货物	煤炭	24,579	23,041	17,704
	油品及液体化工	726	701	331
	金属矿石	10,899	11,101	11,274
	杂货及其他	1,038	920	642
	集装箱（万标箱）	73	100	112

资料来源：招股书

（1）煤炭：和大秦线运量高度相关

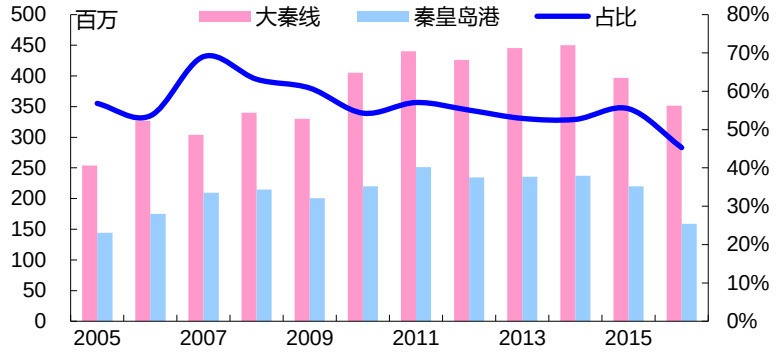
大秦线是我国运载能力最大的重载煤炭运输专用铁路，是“西煤东运”、“北煤南运”最重要的战略通道。秦皇岛港、曹妃甸港区通过大秦线及其支线迁曹线、张唐铁路等与我国煤炭主要产区的“三西”地区相连，是该区域外运煤炭的主要下水港。

图 4：大秦铁路集疏运示意图

资料来源：招商证券

2016 年，大秦线煤炭运载量 3.51 亿吨，占全国 19 亿吨铁路煤炭发运量的 18.5%；秦皇岛港煤炭运量 1.59 亿吨，占大秦线煤炭运量的 45.3%。2016 年上半年，受宏观经济增速放缓、煤炭市场低迷、周边港口分流影响，煤炭吞吐量持续下滑；2016 年下半年，随着宏观经济企稳回升、煤炭市场回暖，公司加大营销力度，使周边港口分流得到遏制，煤炭吞吐量有所恢复。

图 5：秦皇岛港是大秦线主要疏运港



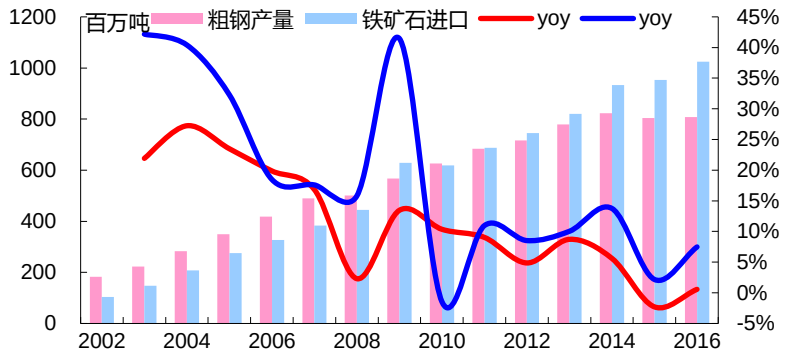
资料来源：Wind、招商证券

（2）拓展铁矿石等其它业务

1）金属矿石：2016 年，中国粗钢产量达到 8.08 亿吨，连续多年位居世界第一。环渤海地区河北、山东和辽宁粗钢产量居全国第一、第三和第四，合计占全国粗钢产量的 40%左右。国内铁矿石普遍品味不高，相较于澳矿和巴西矿无价格优势，因此需要大量进口外矿。中国铁矿石进口需求，也是驱动上一轮航运牛市的主要引擎。秦港股份分别在曹妃甸和黄骅港经营铁矿石进口业务。

2016 年度，受益于冀中南地区等经济腹地对进口铁矿石的稳定需求，金属矿石吞吐量继续保持升势，较去年同期小幅增长 1.5%。作为曹妃甸港区开拓者，公司在曹妃甸港区陆续投资建设了矿石、煤炭等专业化码头，2016 年，本公司在该港区完成铁矿石吞吐量 7,010 万吨，占整体货物吞吐量的 90%以上。

图 6：中国粗钢产量和铁矿石进口量



资料来源：Wind、招商证券

2）杂货及其他货品：公司其他杂货吞吐量从 2012 年的 660 万吨增长至 2014 年的 1,038 万吨，年均复合增长率达到 25.4%，但受 2015 以来的市场环境影响，杂货吞吐量有所回落。

2. 优质客户带来稳定货源

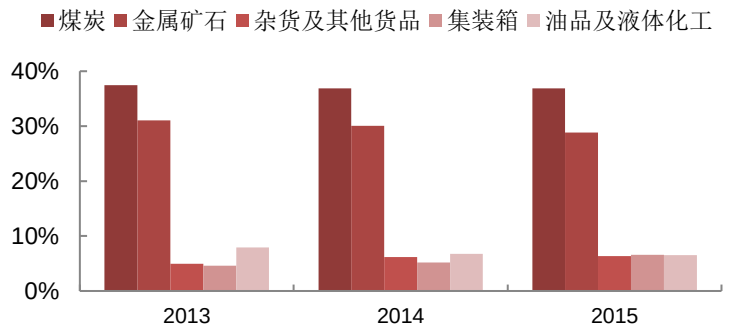
公司客户以大型煤炭、电力和钢铁企业为主，包括中煤集团、神华集团、浙能集团、伊泰集团、同煤集团、首钢总公司、河北钢铁集团等。因此秦港股份能够持续获得充足、稳定的货源，使秦皇岛港各货类吞吐量在津冀港口群占占比稳定，同时为业务持续增长创造先决条件。

表 4：公司三大港口各货类吞吐量全国排名

货种	港口	2015 年度	2014 年度	2013 年度
煤炭	秦皇岛港	1	1	1
	曹妃甸港	4	4	4
	黄骅港	2	2	2
金属矿石	秦皇岛港	24	21	22
	曹妃甸港	3	2	3
	黄骅港	14	14	13

资料来源：招股书

图 7：秦皇岛港各货类吞吐量在津冀港口群占比情况



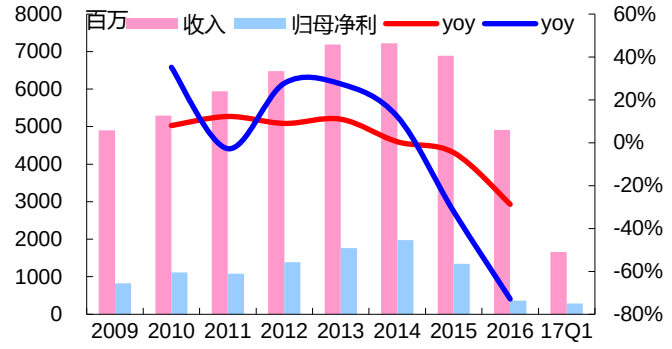
资料来源：招股书

3、盈利能力底部回升

2016 年，秦皇岛港实现营业收入 49.11 亿元（-28.99%），实现归母净利润 3.65 亿元（-72.85%）。2016 年，公司收入和利润的下滑，主要是准池铁路通车后，朔黄线对大秦线的分流增强，秦皇岛港下水煤炭下降。

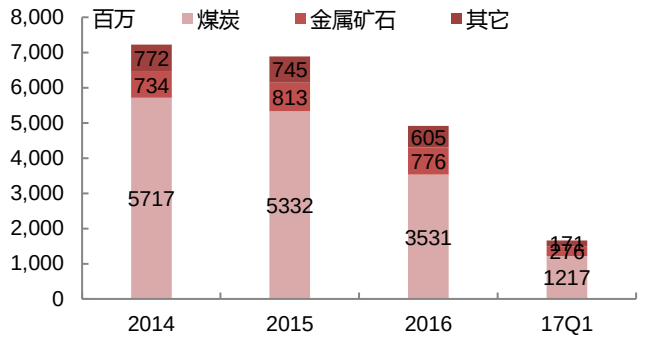
从构成来看，公司的主营业务成本以职工薪酬、折旧摊销和燃料动力费为主，2016 年度、2015 年度及 2014 年度三项成本合计占比分别为 76.33%、76.01%及 74.41%。同时，三年来燃料动力费逐步下降，主要由于国际原油市场低迷影响，燃油平均单价持续下降，燃料费用有所减少。

图 8：秦港股份收入及净利润



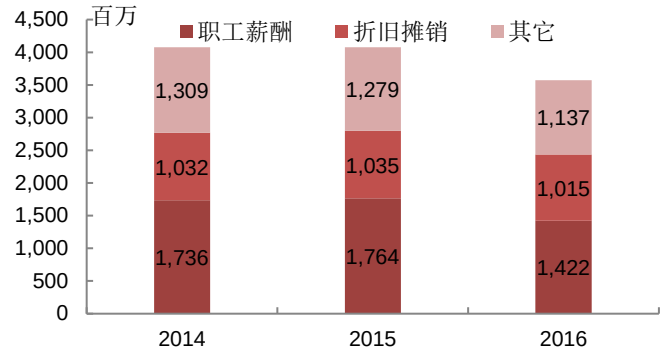
资料来源：招股书

图 9：秦港股份收入结构



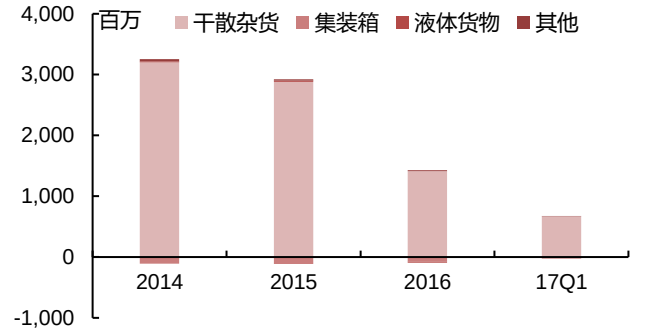
资料来源：招股书

图 10：秦港股份成本结构



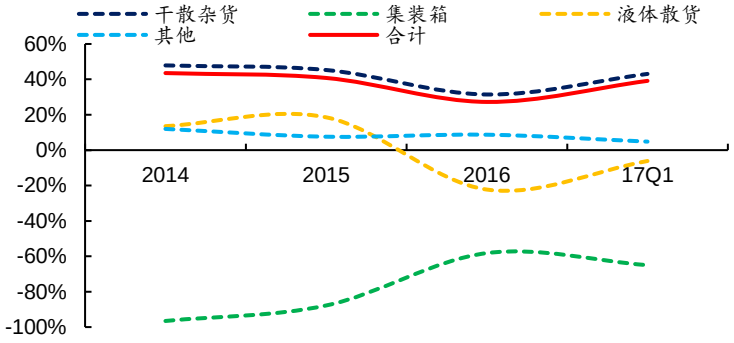
资料来源：招股书

图 11：干散货（煤炭）贡献主要毛利



资料来源：招股书

图 12：干散货主导综合毛利率



资料来源：招股书

三、募投项目分析

本次发行，公司公开发行不超过 5.58 亿股，募集资金不超过 12.41 亿元，分别用于秦皇岛本港设备购置等项目。

表 5：公司募投项目投资额（百万）

投资项目名称	投资总额	拟使用募集资金
秦皇岛本港设备购置	382	382
煤五期预留取料机完善	92	92
内燃机车购置	9	9
流动机械购置	20	20
煤二期取料机更新	167	167
304#泊位卸船机更新	95	95
秦皇岛港煤一起中配室高、低压柜及皮带机控制系统改造	40	40
黄骅港散货港区矿石码头一期工程	5791	819
合计	5215	1241

资料来源：招股书

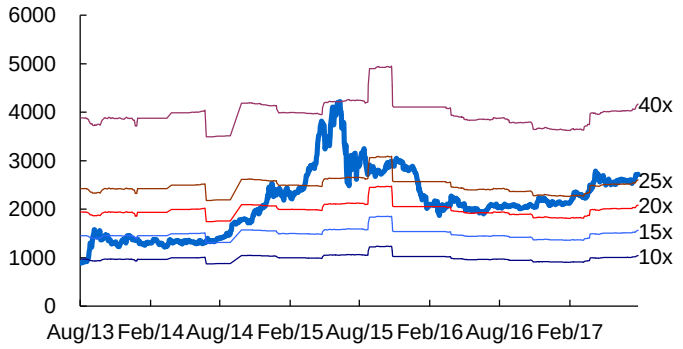
四、盈利预测与投资策略

1、盈利预测与投资策略

我们预测公司 17/18/19 EPS 为 0.17/0.19/0.20 元，对应发行价 2.34 元 13.9/12.5/11.7X PE，建议投资者积极申购；给予公司 17 年 20X PE，目标价 3.4 元。

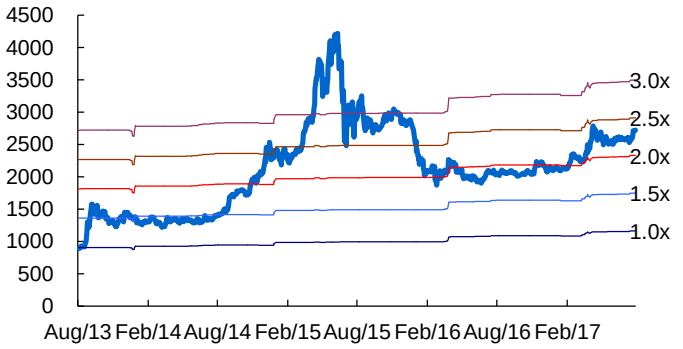
2、港口行业历史 PE Band 和 PB Band

图 13：港口行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14：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	3166	2569	2629	3759	4902
现金	2483	1857	1751	2838	3935
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	84	91	118	124	130
应收款项	178	150	195	205	215
其它应收款	19	34	44	47	49
存货	197	215	235	246	259
其他	204	221	285	300	315
非流动资产	24004	23722	23378	23066	22783
长期股权投资	1505	1543	1543	1543	1543
固定资产	11007	13403	13260	13129	13010
无形资产	935	2010	1809	1628	1465
其他	10557	6766	6766	6765	6765
资产总计	**27170**	**26291**	**26006**	**26825**	**27686**
流动负债	4256	4556	2008	2040	2074
短期借款	1450	1545	0	0	0
应付账款	101	103	112	118	123
预收账款	388	472	515	541	568
其他	2317	2436	1381	1382	1383
长期负债	9874	9069	9069	9069	9069
长期借款	9456	8665	8665	8665	8665
其他	418	404	404	404	404
负债合计	**14129**	**13625**	**11076**	**11109**	**11142**
股本	5029	5029	5587	5587	5587
资本公积金	4509	4511	5259	5259	5259
留存收益	2278	1896	2838	3605	4412
少数股东权益	1225	1229	1246	1265	1285
归属于母公司所有者权益	11816	11437	13684	14452	15259
负债及权益合计	**27170**	**26291**	**26006**	**26825**	**27686**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2321	1489	2502	2606	2628
净利润	1344	365	942	1050	1122
折旧摊销	1100	1074	1344	1312	1283
财务费用	335	285	462	387	366
投资收益	(239)	(121)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(194)	(131)	(113)	(12)	(12)
其它	(26)	18	17	19	20
投资活动现金流	(2042)	(86)	(850)	(850)	(850)
资本支出	(1437)	(604)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(605)	518	150	150	150
筹资活动现金流	(1814)	(1645)	(1758)	(670)	(681)
借款变动	(1620)	(1375)	(2602)	0	0
普通股增加	0	0	558	0	0
资本公积增加	2	2	748	0	0
股利分配	0	0	0	(282)	(315)
其他	(196)	(272)	(462)	(387)	(366)
现金净增加额	(1535)	(242)	(106)	1087	1097

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6890	4911	6384	6704	7039
营业成本	4079	3573	3894	4089	4294
营业税金及附加	35	67	87	92	96
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1073	800	958	1006	1056
财务费用	297	259	462	387	366
资产减值损失	(16)	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	239	121	150	150	150
营业利润	1660	349	1133	1280	1377
营业外收入	68	141	100	100	100
营业外支出	15	5	5	5	5
利润总额	1713	485	1228	1375	1473
所得税	367	114	269	306	331
净利润	1346	372	958	1069	1142
少数股东损益	2	7	17	19	20
归属于母公司净利润	1344	365	942	1050	1122
EPS（元）	0.27	0.07	0.17	0.19	0.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	-29%	30%	5%	5%
营业利润	-23%	-79%	225%	13%	8%
净利润	-32%	-73%	158%	12%	7%
获利能力					
毛利率	40.8%	27.2%	39.0%	39.0%	39.0%
净利率	19.5%	7.4%	14.7%	15.7%	15.9%
ROE	11.4%	3.2%	6.9%	7.3%	7.4%
ROIC	6.0%	1.7%	5.1%	5.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	51.8%	42.6%	41.4%	40.2%
净负债比率	42.6%	42.9%	33.3%	32.3%	31.3%
流动比率	0.7	0.6	1.3	1.8	2.4
速动比率	0.7	0.5	1.2	1.7	2.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	20.6	17.3	17.3	17.0	17.0
应收帐款周转率	35.7	29.9	37.0	33.5	33.5
应付帐款周转率	39.7	35.1	36.3	35.6	35.6
每股资料（元）					
每股收益	0.27	0.07	0.17	0.19	0.20
每股经营现金	0.46	0.30	0.45	0.47	0.47
每股净资产	2.35	2.27	2.45	2.59	2.73
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.06	0.06
估值比率					
PE	8.8	32.2	13.9	12.5	11.7
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.7	16.0	9.0	8.8	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

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 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。