

秦港股份（601326）

证券研究报告

2023 年 05 月 02 日

河北港口整合，价值有望重估

股权划转完成，经营整合开始

2022 年 7 月河北省启动港口资源整合，河北国资控股的主要港口公司股权划转至河北港口集团。2023 年开始，河北港口集团一体化管控秦皇岛港、唐山港京唐港区和曹妃甸港区、沧州黄骅港区，深入推进煤炭、矿石运输业务整合融合。一方面，河北港口整合将有效解决省内港口无序恶性竞争、重复建设问题，未来资本开支需求减少，产能利用率有望上升。另一方面，河北省内港口竞争主体减少，低价竞争缓和，港口费率有望得到修复，部分亏损的港口企业有望实现盈利，并逐渐恢复到正常盈利水平。

港口费率有望持续回升

整合前秦皇岛港，唐山港京唐港区和曹妃甸港区，沧州黄骅港相互竞争，河北国资控股码头与国投集团、华能集团、神华集团等央企控股码头竞争，港口服务同质化导致价格竞争激烈。整合后省内秦、唐、沧三地港口各自为战、大而不强的同质化竞争时代就此终结。秦港股份 95% 左右收入来自装卸业务，装卸费从 2015 年开始实行市场定价。所以整合后，偏低的费率有望修复，盈利能力有望上升。参考辽港股份，辽宁港口整合后散杂货单吨收入上升 90%，毛利率明显提升。

非上市港口资产有望整合

河北港口集团承诺：5 年内通过资产重组、资产置换、股权置换、业务调整、委托管理等多种措施解决同业竞争问题。我们认为非上市码头有望整合到上市公司中，带来秦港股份二次增长。2022 年河北省港口货物吞吐量 12.77 亿吨，其中秦港股份占比 30%，唐山港股份占比 16%。河北港口集团持有大量非上市港口公司股权，考虑同业竞争问题，2022 年底已经开始委托秦港股份管理部分股权。

盈利预测与目标价

2023 年吞吐量回升、港口费率恢复，盈利有望大幅增长。未来港口费率进一步恢复、资产整合有望推动盈利继续增长。我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.11、22.09、24.80 亿元。综合权益 FCFE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予秦港股份的目标价为 5.69 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济周期波动风险，煤炭行业下行风险，收费政策调整风险，区域港口整合风险，重大未决诉讼风险

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	3.36 元
目标价格	5.69 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,757.56
流通 A 股股本(百万股)	4,757.56
A 股总市值(百万元)	15,985.40
流通 A 股市值(百万元)	15,985.40
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	33.77
一年内最高/最低(元)	3.36/2.62

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,594.86	6,919.42	7,763.88	8,322.17	8,726.33
增长率(%)	2.15	4.92	12.20	7.19	4.86
EBITDA(百万元)	2,821.94	3,170.15	3,812.21	4,251.43	4,542.72
归属母公司净利润(百万元)	1,038.39	1,308.42	1,811.42	2,209.09	2,480.16
增长率(%)	4.35	26.00	38.44	21.95	12.27
EPS(元/股)	0.19	0.23	0.32	0.40	0.44
市盈率(P/E)	18.08	14.35	10.36	8.50	7.57
市净率(P/B)	1.17	1.08	1.02	0.94	0.86
市销率(P/S)	2.85	2.71	2.42	2.26	2.15
EV/EBITDA	6.28	5.12	4.42	3.44	2.45

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 北煤南运枢纽港，港口核心资产	4
1.1. 河北国资控股，港口核心资产	4
1.2. 北煤南运枢纽，区位优势显著	5
1.3. 内退福利和环保税导致盈利波动	6
2. 码头统一经营，费率有望回升	7
2.1. 河北港口主体众多，竞争激烈	7
2.2. 码头统一经营，竞争有望缓和	9
2.3. 装卸自主定价，费率有望回升	10
3. 港口资产整合，有望二次增长	11
3.1. 港口处于成熟期，自然增长慢	11
3.2. 省内非上市码头有望陆续整合	12
4. 盈利预测与目标价	13
4.1. 2023 年盈利有望增长	13
4.2. 目标价 5.69 元	13
5. 风险分析	14

图表目录

图 1：秦港股份的股权关系和经营港区（截止 2023 年 3 月 31 日）	4
图 2：秦港股份经营的码头主要在秦皇岛港、曹妃甸港和黄骅港	5
图 3：秦港股份装卸的货物主要是煤炭和金属矿石	5
图 4：秦港股份的收入主要来自煤炭和金属矿石装卸业务	6
图 5：秦港股份的毛利主要来自煤炭和金属矿石装卸业务	6
图 6：秦港股份的毛利润和净利润大幅波动	7
图 7：秦港股份的内退福利和环保税变化加剧利润波动	7
图 8：河北和天津港口区位相近、货种相似，竞争较为激烈	8
图 9：河北和天津主要港口企业的散杂货装卸费率	8
图 10：河北港口整合后，主要公司的股权关系（截止 2023 年 4 月 29 日）	9
图 11：秦港股份煤炭和金属矿石的单吨收入大幅波动	10
图 12：秦港股份其他散杂货的单吨收入大幅波动	10
图 13：辽宁港口整合，辽港股份的单吨（箱）收入上升	11
图 14：辽宁港口整合，辽港股份主要品类的毛利率上升	11
图 15：中国主要大宗商品的进口增速放缓	11
图 16：河北省主要港口的吞吐量增速放缓	11
图 17：秦港股份的吞吐量已经处于零增长附近	12
图 18：唐山港股份和秦港股份的资本开支已经大幅减少	12
表 1：秦港股份在秦皇岛港的码头情况	5
表 2：秦港股份在曹妃甸港区的煤炭码头情况	6

表 3：秦港股份在黄骅港的码头情况.....	6
表 4：京津冀区域港口整合进展.....	8
表 5：秦皇岛港煤炭及散杂货代表性港口作业包干费率.....	9
表 6：曹妃甸实业港务公司的铁矿石作业包干费率.....	10
表 7：河北港口集团持有的非上市港口公司股权（未通过上市公司持有部分）.....	12
表 8：秦港股份的核心财务指标预测.....	13
表 9：秦港股份的贴现率核心假设.....	14
表 10：秦港股份的权益自由现金流与贴现值.....	14
表 11：秦港股份的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 和估值.....	14

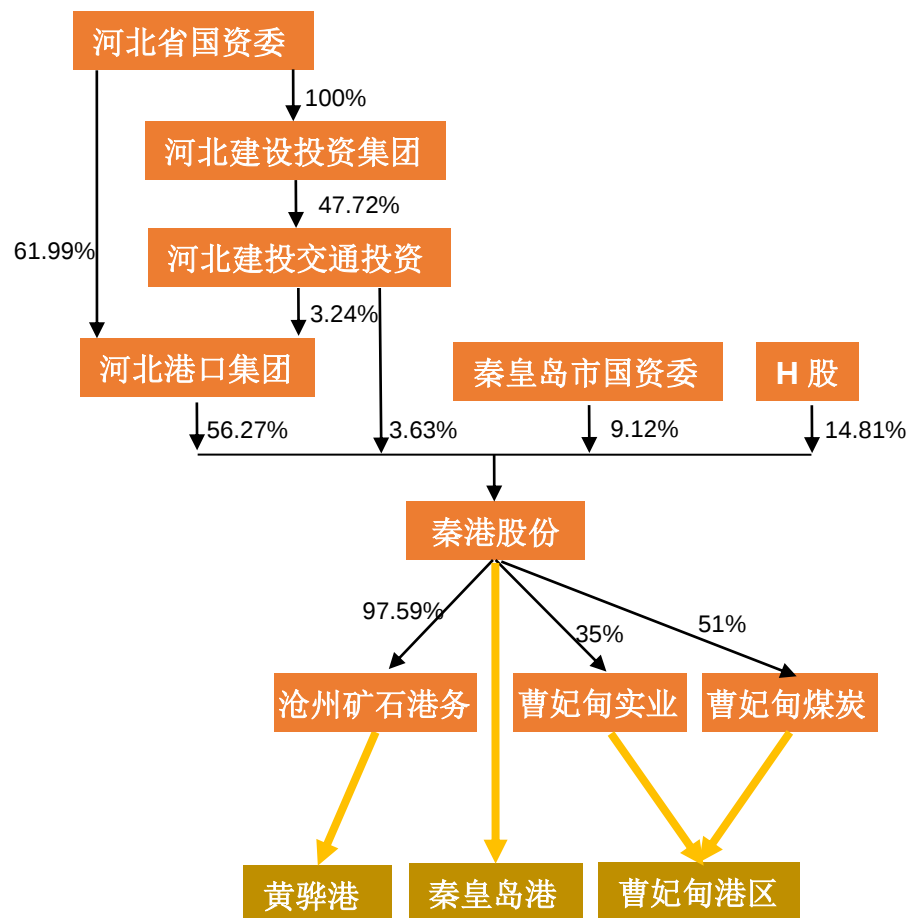
1. 北煤南运枢纽港，港口核心资产

秦港股份是河北港口集团的控股子公司，主导经营的秦皇岛港是“西煤东运”、“北煤南运”能源运输大通道的重要枢纽港，同时在曹妃甸港区和黄骅港经营铁矿石、煤炭等码头，是冀中南铁矿石运输枢纽。秦港股份的收入和毛利来自煤炭和金属矿石装卸业务。2013 年以来的盈利波动主要是吞吐量、装卸费率、环保税、内退福利等波动所致。

1.1. 河北国资控股，港口核心资产

秦皇岛港股份有限公司（简称“秦港股份”）成立于 2008 年 3 月 31 日，是河北港口集团的控股子公司。秦港股份是全球大型大宗干散货公众码头运营商、中国内贸煤炭运输大通道的重要港口、环渤海地区最重要的矿石码头运营商之一。秦港股份主要承担货物装卸、堆存、仓储、运输及物流等业务，经营货种包括煤炭、金属矿石、油品及液体化工品、集装箱及其他杂货，并为客户提供拖轮、理货、配煤等港口增值服务。2013 年 12 月，秦港股份在香港联交所主板上市；2017 年 8 月，在上海证交所上市。

图 1：秦港股份的股权关系和经营港区（截止 2023 年 3 月 31 日）

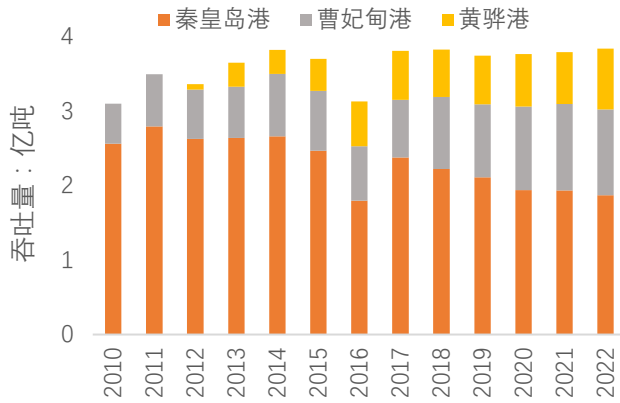


资料来源：Wind，天风证券研究所

秦港股份是河北省国资委间接控股企业。秦港股份由河北港口集团直接控股、河北省国资委间接控股，秦皇岛市国资委直接持股 9.12%，H 股占 14.85%。2022 年 7 月河北港口资产整合，省内大量港口股权无偿划转到河北港口集团。

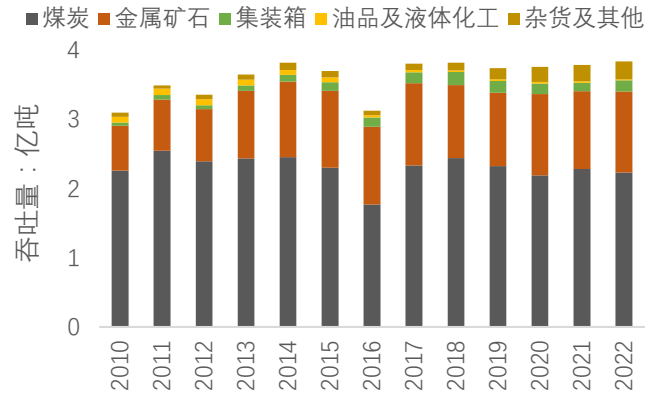
秦港股份经营的秦皇岛港、曹妃甸港区、黄骅港区均位于环渤海地区。秦港股份通过联营企业唐山曹妃甸实业港务有限公司、参股企业国投曹妃甸港口有限公司、控股子公司曹妃甸煤炭公司在曹妃甸港发展煤炭、铁矿石业务；通过控股子公司沧州矿石港务在黄骅港发展铁矿石等业务。

图 2：秦港股份经营的码头主要在秦皇岛港、曹妃甸港和黄骅港



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：秦港股份装卸的货物主要是煤炭和金属矿石



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 北煤南运枢纽，区位优势显著

秦皇岛港是具有百年历史的大港，地处渤海北岸、河北省东北部，自然条件优良，港阔水深，不冻不淤，共有 12.2 公里码头岸线，陆域面积 11.3 平方公里，水域面积 226.9 平方公里，主要分为东、西两大港区。秦皇岛港位于我国装载能力最大的重载煤炭运输专用铁路大秦线的东端，是我国“西煤东运”、“北煤南运”能源运输大通道的重要枢纽港，承担着国家煤炭运输的重任。

秦港股份在秦皇岛港的吞吐能力 2.26 亿吨和 75 万 TEU。截至 2022 年 6 月 30 日，秦港股份在秦皇岛港经营生产性泊位 50 个，泊位水深最大都能达到 10 米以上，散杂货码头设计吞吐能力 2.26 亿吨/年、堆存能力 1273 万吨。

表 1：秦港股份在秦皇岛港的码头情况

货类	名称	泊位数量 (个)	泊位水深 (米)	岸线长度 (米)	设计通过能力 (万吨/年)	堆场/仓库面积 (万平方米)	堆存能力 (万吨)	投产年份
煤炭	第二港务分公司	5	14	1,396	4,200			1983-2005 年
	第六港务分公司	3	12.5-17.0	840	3,200			1989 年
	第七港务分公司	6	12.5-17.0	1,602	5,500	262	1,027	1997-2005 年
	第九港务分公司	6	14.9-17.0	1,757	5,190			2006-2014 年
	第三港务分公司	3	8.8-10.8	552	1,365			1962 年
油品及液体化工	第一港务分公司	7	5.0-14.0	1,459	1,700	28.6	27	1973-2012 年
杂货	杂货港务分公司	17	5.6-17.0	3,813	1,480	96	219	1975-2004 年
集装箱	新港湾集装箱公司	3	14.0-15.8	886	75 万 TEU	36	2.3 万 TEU	1983-2005 年

资料来源：Wind，河北港口集团债券募集说明书，天风证券研究所

曹妃甸港区位于唐山市曹妃甸区，西距天津港 38 海里，东北距京唐港区 33 海里，规划建设为服务北方大宗物资转运和环渤海新型工业化基地的大型综合性港区。曹妃甸港区通过迁曹线与大秦线迁安北站相连，是大秦线煤炭疏运的重要分流通道；2015 年，张家口至唐山的张唐铁路建成通车；2018 年，唐山至曹妃甸的唐曹铁路全线开通；2020 年，卑水线木厂口站至曹妃甸的水曹铁路正式投运。曹妃甸港区具有完善的集疏运铁路通道。

秦港股份控股的曹妃甸煤炭公司负责投资经营曹妃甸港区煤码头二期工程，建有 5 个煤炭专用泊位，包括 2 个 10 万吨级泊位、2 个 7 万吨级和 1 个 5 万吨级泊位，设计吞吐能力 5000 万吨/年。此外，秦港股份参股的曹妃甸实业在曹妃甸港区经营矿石码头业务。

表 2：秦港股份在曹妃甸港区的煤炭码头情况

货类	运营主体	泊位数量 (个)	泊位水深 (米)	岸线长度 (米)	设计通过能力 (万吨/年)	堆场/仓库面积 (万平方米)	堆存能力 (万吨)	投产年份
煤炭	曹妃甸煤炭港务公司	5	15.5	1,435	5,000	83	374	2018 年

资料来源：Wind，河北港口集团债券募集说明书，天风证券研究所

黄骅港区位于河北省南部沧州市，邻近山东省北部，以冀中南和鲁西北为主要经济腹地。黄骅港直通朔黄铁路，是“西煤东运”、“北煤南运”重要枢纽。2014 年，黄骅港到邯鄲的邯黄铁路正式投运，铁矿石可直达冀南地区，黄骅港成为冀中南铁矿石运输枢纽。根据河北省经济社会发展和港口布局规划，黄骅港将建成通用散杂货、大型散货、集装箱、成品油及液体化工品等码头泊位 100 余个，年通过能力超过 5 亿吨，最终成为综合性大港。

秦港股份在黄骅港综合港区的投资经营主体，是控股的沧州矿石港务，共经营 12 个泊位，设计通过能力 6800 万吨/年。

表 3：秦港股份在黄骅港的码头情况

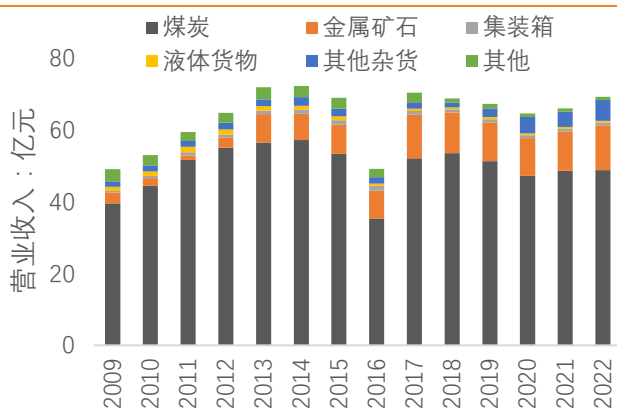
货类	运营主体	泊位数量 (个)	泊位水深 (米)	岸线长度 (米)	设计通过能力 (万吨/年)	堆场/仓库面积 (万平方米)	堆存能力 (万吨)
散货	沧州黄骅矿石港务	2	15.3	508.5	500	107	14
散杂货		2	15.3	508.5	300		8
多用途		4	15.3	1057	1,000		杂货 27.08 万吨， 集装箱 2.4 万 TEU
矿石		2	22	736	3,000		480
		2	N.A.	682	2000	N.A.	N.A.

资料来源：Wind，河北港口集团债券募集说明书，公司官网，国家海事局官网，天风证券研究所

1.3. 内退福利和环保税导致盈利波动

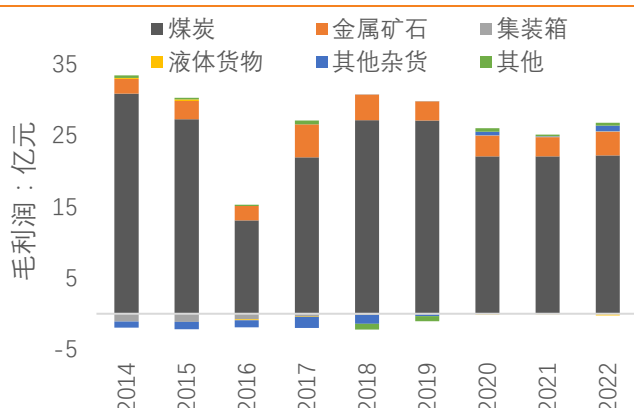
秦港股份的收入和毛利，主要来源煤炭和金属矿石装卸业务。秦港股份 85%以上收入来自煤炭和金属矿石业务，毛利 95%以上来自煤炭和金属矿石业务。其他货物的吞吐量、收入、毛利都较少。所以秦港股份的盈利和煤炭、钢铁产业链紧密相关。

图 4：秦港股份的收入主要来自煤炭和金属矿石装卸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

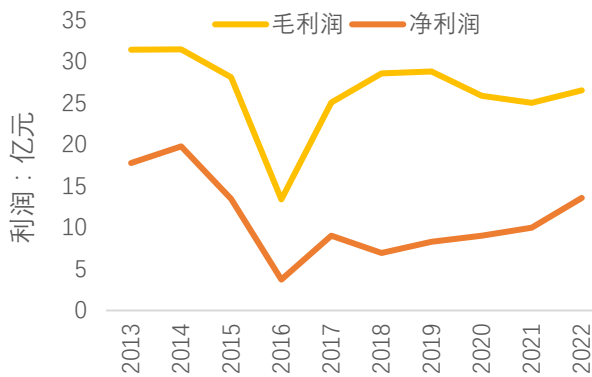
图 5：秦港股份的毛利主要来自煤炭和金属矿石装卸业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

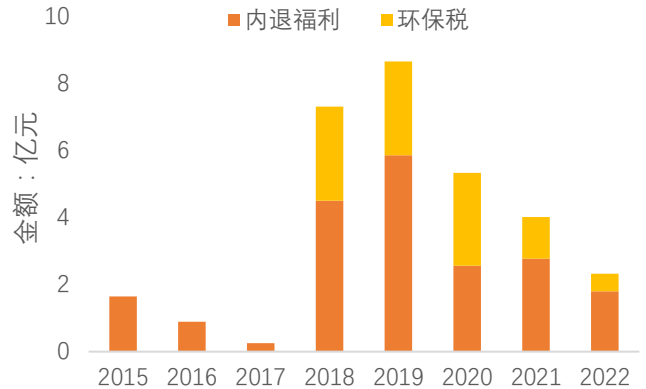
秦港股份的盈利大幅波动。2016 年单吨收入下滑导致利润大幅下滑。2018-2019 年内退福利和环保税增加，导致净利润没有随毛利率回升。2020-2021 年，尽管毛利润下滑，但是内退福利和环保税减少导致净利润回升。

图 6：秦港股份的毛利润和净利润大幅波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：秦港股份的内退福利和环保税变化加剧利润波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

内退福利和内退员工数量、职位、服务年资等相关。为落实公司转型升级发展战略，优化人力资源结构，提高企业劳动生产率和人均创利水平，减少人工成本的低效、无效损耗，切实提升发展质量和运营效益，启动“离岗等退”工作，根据自愿原则对达到一定条件的员工进行优化调整。对于职工内部退休计划，秦港股份自员工停止提供服务日至正常退休日之间期间、企业拟按月支付的内退员工工资和缴纳的社会保险费等，作为辞退福利。

2. 码头统一经营，费率有望回升

2022 年 7 月河北省启动港口资源整合，河北国资控股的主要港口公司股权划转至河北港口集团，将有效解决省内港口无序恶性竞争、重复建设局面。2023 年河北港口集团一体化管控秦皇岛港、唐山港京唐港区和曹妃甸港区、沧州黄骅港区，深入推进煤炭、矿石运输业务整合融合。河北省内港口竞争主体减少，低价竞争缓和，港口费率有望得到修复，部分亏损的港口企业有望实现盈利，并逐渐恢复到正常盈利水平。参考辽港股份，辽宁港口整合后散杂货单吨收入上升 90%，毛利率明显提升。

2.1. 河北港口主体众多，竞争激烈

全国港口众多，区域内港口相互竞争。中国漫长的海岸线上遍布港口，服务腹地企业。考虑运输经济性，往往区域内港口竞争较为激烈，跨区域之间竞争较少。环渤海区域干散货港口密集，尤其是河北与天津港口，腹地高度重合，所以竞争较为激烈。

河北省的港口经营主体众多，竞争激烈。河北港口资源包含“三港四区”，分别为秦皇岛港，唐山港京唐港区和曹妃甸港区，沧州黄骅港。其中，河北港口集团的业务涵盖秦皇岛港、唐山港和沧州黄骅港三大港。本地企业以及国投集团、华能集团、神华集团等多家央企也在河北港口有投资布局，存在相互竞争关系。

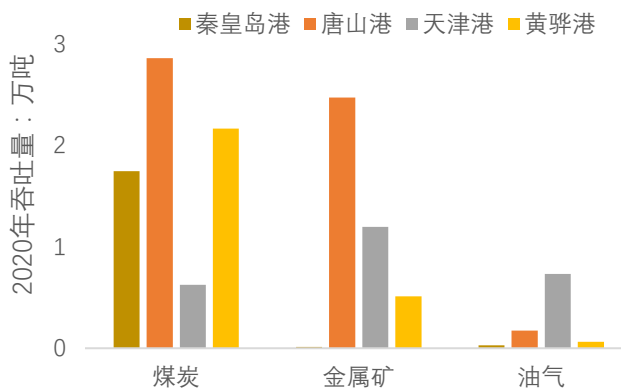
表 4：京津冀区域港口整合进展

时间	事件
2009 年 7 月	成立河北港口集团，以秦港股份为主体，集港口建设、开发，国有资产运营、管理及投融资于一身
2017 年 7 月	《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020 年）》主要任务：优化津冀港口布局和功能分工，加快港口资源整合
2018 年 12 月	《唐山市港口资源整合重组实施方案》，计划分两阶段将唐山港口实业集团和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司
2019 年 10 月	成立唐山港口集团有限责任公司，拟整合唐山港京唐港区、曹妃甸港区
2021 年 2 月	《天津十四五规划和 2035 年远景目标纲要》：加强与环渤海港口的协同联动，组建环渤海港口联盟，打造具有国际竞争力的东北亚世界级港口群
2021 年 4 月	河北港口集团与天津港集团签署《世界一流津冀港口全面战略合作框架协议》，目标是构建世界一流津冀港口群
2022 年 7 月	唐山市国资委持有的唐山港口实业集团 100% 股权被无偿划转至河北港口集团
2022 年 8 月	河北省与国家开发投资集团签署战略合作框架协议，携手推进河北港口资源整合和转型升级。

资料来源：河北港口集团有限公司官网，河北省政府，河北省人民政府参事室，天津市政府，唐山发改委，环渤海新闻网，人民日报，唐山港公司公告，天风证券研究所

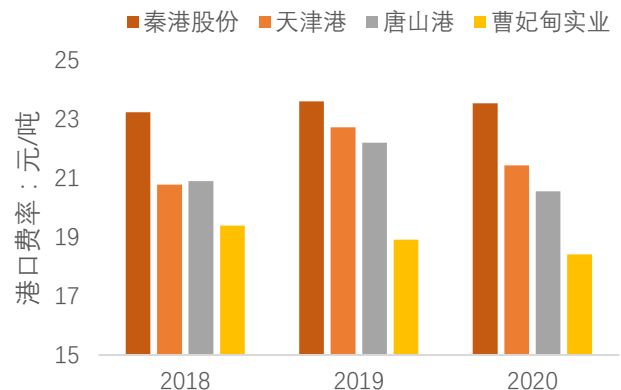
港口服务同质化，价格竞争是主要手段。2015 年开始港口装卸和堆存收费实行市场定价。港口主要提供装卸、堆存等服务，较为同质化。港口具有明显的区域性特征，面向交叉腹地内的客户，价格竞争较为激烈。尤其在产能过剩阶段，竞争可能加剧。

图 8：河北和天津港口区位相近、货种相似，竞争较为激烈



资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

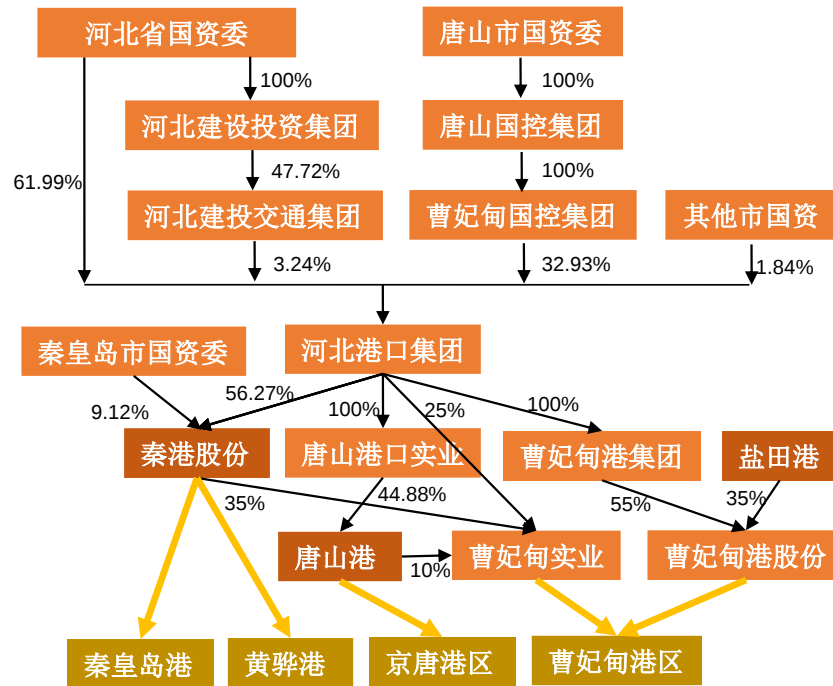
图 9：河北和天津主要港口企业的散杂货装卸费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年 7 月，河北省启动港口资源整合，唐山港口实业集团有限公司、曹妃甸港集团有限公司以及曹妃甸地区部分港口公司股权已划转至河北港口集团，重组完成新的河北港口集团。河北省港口资源整合将有效解决省内港口无序恶性竞争、重复建设局面，提升全省港口综合竞争力。组建后的新集团将统筹内部各个港口之间业务布局，优化资源配置，为后续发展打开新局面。

图 10: 河北港口整合后, 主要公司的股权关系 (截止 2023 年 4 月 29 日)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 码头统一经营，竞争有望缓和

随着一体化协同发展的强力推进，省内秦、唐、沧三地港口各自为战、大而不强的同质化竞争时代就此终结。2023 年，河北港口集团率先从核心优势——港口运营板块入手，一体化管控秦皇岛港、唐山港京唐港区和曹妃甸港区、沧州黄骅港区，深入推进煤炭、矿石运输业务整合融合。未来河北省内港口竞争有望缓和。

新河北港口集团成立后，立即着手谋划实施煤炭运输业务领域一体化协同发展。河北港口集团旗下秦皇岛港、唐山港京唐港区和曹妃甸港区等均从事港口煤炭装卸运输生产。河北港口集团成立煤炭业务协同工作专班、开展专项调研和业务统筹，以做优煤炭运输业务存量、降低港口同质化竞争、提高港口综合竞争力为导向，制定实施业务一体化协同发展方案，从主体结构整合延伸到港口业务全面融合。

秦港股份对各货种的装卸作业主要采取包干收费模式，约占总收费的 95%左右；货物港务费约占 2%左右；其他堆存保管费、停泊费等费用占总收费的比例均较低。秦港股份在秦皇岛港经营的货类主要是煤炭，吞吐量占该港区总吞吐量的比例超过 90%，2022 年主要货种执行的费率水平略有差异。

表 5: 秦皇岛港煤炭及散杂货代表性港口作业包干费率

货类	作业方式	内贸（元/吨）		外贸（元/吨）	
		进口（注）	出口（注）	进口	出口
煤炭/焦煤	汽车-堆场-船	—	23.00*	30	24.5
	火车-堆场-船	—	23.00*	35	24.5
铁矿石	船-堆场-汽车	20	20	26	26
	船-堆场-火车	23	25	30	—

资料来源：Wind，河北港口集团债券募集说明书，天风证券研究所

注 1：上述费率不含港口建设费、货物港务费及拖轮费、停泊费等费用，相关费用根据国家有关规定另行收取。此表仅为代表性作业费率，实际执行中视情况可能有所微调。

注2：“进口”指经由水运进入港口，“出口”指经由水运运出港口，下同。

注 3：加*费率所对应的作业占发行人该类型吞吐量收入的主要部分。除煤炭和铁矿石外，其他散杂货（包括化肥、粮油、水泥等）占秦皇岛港区吞吐量的比例较小。

秦港股份通过唐山曹妃甸实业港务有限公司在曹妃甸港区经营的货类主要是铁矿石，铁矿石吞吐量占其在该港区总吞吐量的比例约 95%左右；通过唐山曹妃甸煤炭港务有限公司在曹妃甸港区经营的货类主要是煤炭，煤炭吞吐量占其在该港区总吞吐量的比例约 30%左右。唐山曹妃甸实业港务铁矿石和唐山曹妃甸煤炭港务煤炭执行的作业包干费率水平如下。

表 6：曹妃甸实业港务公司的铁矿石作业包干费率

货类	内贸（元/吨）		外贸（元/吨）	
	进口	出口	进口	出口
铁矿石	14.5	19.5	22.6	—
煤炭		16.1		

资料来源：Wind，河北港口集团债券募集说明书，天风证券研究所

秦港股份在黄骅港综合港区的控股子公司沧州矿石港务主要经营装卸铁矿石、煤炭、铝矾土等杂项货类，作业包干、堆存等货种费率主要是根据公司实际情况，参考周边港口和市场动态，因地域差别原因，自行定价。

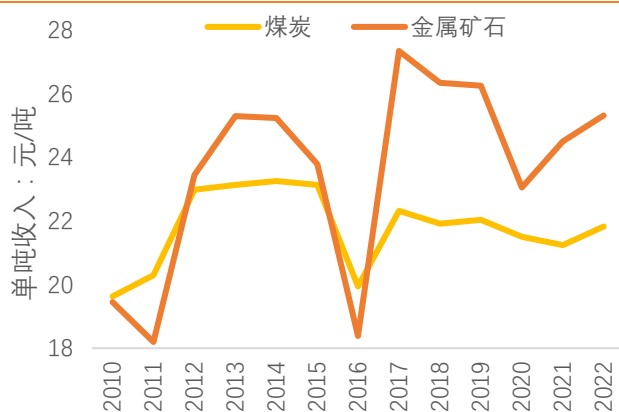
2.3. 装卸自主定价，费率有望回升

港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费。根据 2015 年发布的《港口收费计费办法》，实行政府定价的港口收费包括货物港务费、港口设施保安费、国内客运和旅游船舶港口作业费；实行政府指导价的港口收费包括引航（移泊）费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费和围油栏使用费；实行市场调节价的港口收费包括港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费，以及提供船舶服务的供水（物料）服务费、供油（气）服务费、供电服务费、垃圾接收处理服务费、污水水接收处理服务费。

2015 年开始港口装卸和堆存收费实行市场定价。港口经营人为船舶运输的货物及集装箱提供港口装卸等劳务性作业，向船方、货方或其代理人等综合计收港口作业包干费，收费标准由港口经营人自主制定；货物及集装箱在港口仓库、堆场堆存，由港口经营人向货方或其代理人收取堆存保管费，堆存保管费和库场使用费的收费标准由港口经营人自主制定。

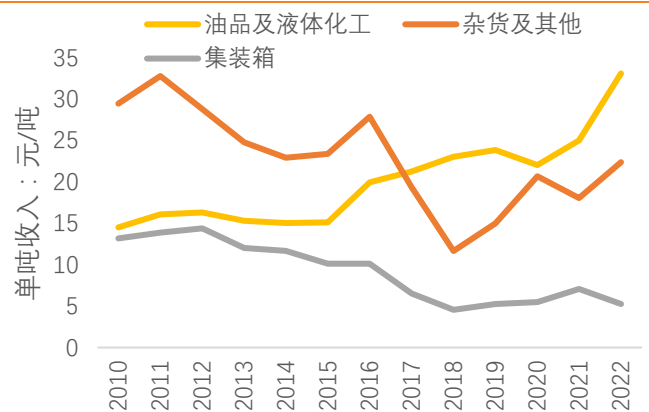
秦港股份的货物单吨收入大幅波动。单吨收入包含装卸、堆存、货物港务费、拖轮费等所有港口收费。2010 年以来，秦港股份的单吨收入大幅波动，煤炭、金属矿石等单吨收入波动较大。

图 11：秦港股份煤炭和金属矿石的单吨收入大幅波动



资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

图 12：秦港股份其他散杂货的单吨收入大幅波动



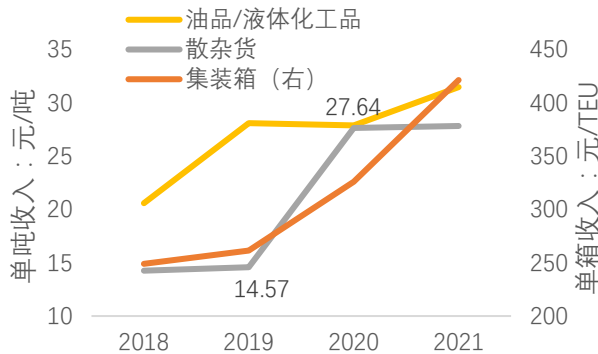
资料来源：Wind，天风证券研究所

河北港口整合后，低价竞争减少，费率有望回升。河北港口整合前，省内各个港口相互竞争，港口内部货主码头和公共码头相互竞争，过度竞争导致费率偏低。河北港口整合后，河北港口集团一体化管理省内港口，竞争主体减少，低价竞争缓和，港口费率有望得到修复。

辽宁港口整合后，辽港股份的单位收入大幅上升。2019 年 1 月，整合了辽宁主要港口的辽港集团正式成立。2019 年 5 月，招商局集团对辽港集团的持股比例上升到 51%。2021

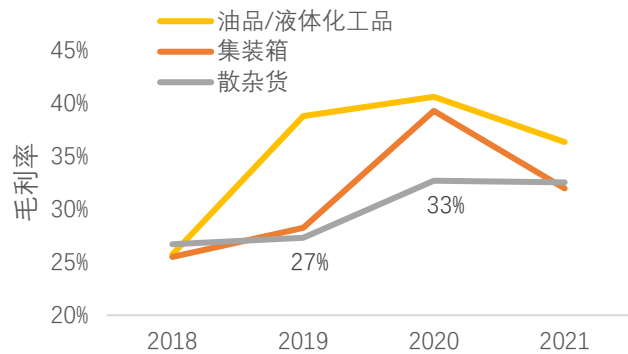
年 1 月，大连港吸收合并营口港，2021 年 2 月更名为辽港股份。整合后辽港股份 2020 年的散杂货业务单吨收入比 2019 年上升 90%，毛利率明显提高。

图 13：辽宁港口整合，辽港股份的单吨（箱）收入上升



资料来源：Wind，辽港股份公司公告，天风证券研究所

图 14：辽宁港口整合，辽港股份主要品类的毛利率上升



资料来源：Wind，辽港股份公司公告，天风证券研究所

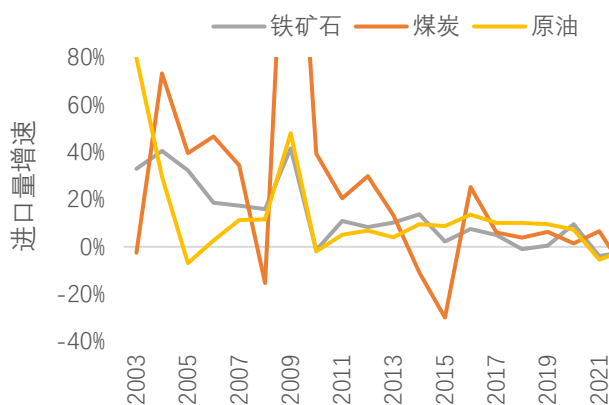
3. 港口资产整合，有望二次增长

河北港口整合有望推动秦港股份再次增长。随着国内大宗商品需求增长放缓，干散货港口吞吐量已经趋于零增长，秦港股份的资本开支也明显减少。但是河北港口整合，河北港口集团承诺 5 年内通过资产重组、资产置换、股权置换、业务调整、委托管理等多种措施解决同业竞争问题，我们认为非上市码头有望整合到上市公司中，带来秦港股份二次增长。

3.1. 港口处于成熟期，自然增长慢

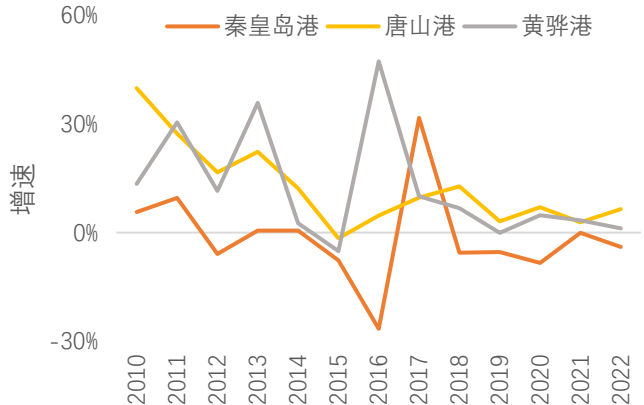
河北主要港口吞吐量增速已经放缓。随着中国工业化、城市化放缓，对大宗商品的需求增速放缓，主要大宗商品进口量甚至出现负增长，这导致港口货物吞吐量增速放缓。河北港口装卸的货物主要是煤炭、金属矿石等大宗商品，2019 年以来秦皇岛港、唐山港、黄骅港的吞吐量增速放缓。

图 15：中国主要大宗商品的进口增速放缓



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

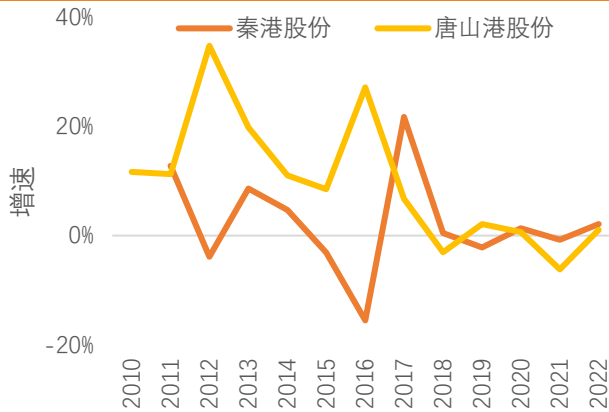
图 16：河北省主要港口的吞吐量增速放缓



资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

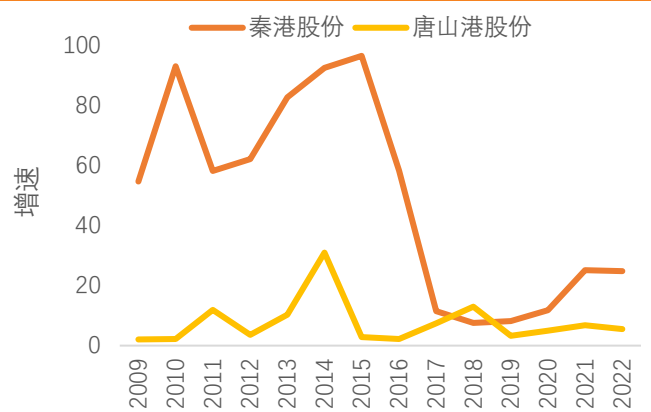
秦港股份的吞吐量增速也已经放缓。2014 年以来，秦港股份的货物吞吐量在 3.8 亿吨左右波动，没有趋势性变化。唐山港股份的吞吐量从 2016 年开始也在 2.1 亿吨左右波动，没有趋势性变化。散杂货吞吐需求增速放缓，港口进入成熟期，建设投资和资本开支需求也减少。

图 17：秦港股份的吞吐量已经处于零增长附近



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：唐山港股份和秦港股份的资本开支已经大幅减少



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 省内非上市码头有望陆续整合

河北港口集团承诺：针对因股权划转而产生的本公司、本公司控制的其他公司及上市公司之间的同业竞争或潜在同业竞争，本公司将在本次河北港口资源整合的股权划转完成（2022 年 10 月 31 日）后 5 年内，并力争用更短的时间，综合运用包括但不限于资产重组、资产置换、股权置换、业务调整、委托管理等多种措施或整合方式稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。

河北省内还有大量码头不在秦港股份和唐山港股份这两家上市公司。2022 年河北省港口货物吞吐量 12.77 亿吨，其中秦港股份占比 30%，唐山港股份占比 16%。考虑到河北港口整合中的同业竞争问题，我们认为部分非上市码头资产有望陆续整合到两家上市港口企业中。

表 7：河北港口集团持有的非上市港口公司股权（未通过上市公司持有部分）

公司名称	河北港口集团持股比例		
	直接	间接	合计
国投中煤同煤京唐港口有限公司		20%	20%
国投曹妃甸港口有限公司	24%		24%
唐山曹妃甸煤炭港务有限公司	6%	12%	18%
华能曹妃甸港口有限公司	25%	13%	38%
河北华电曹妃甸储运有限公司		22%	22%
曹妃甸港集团股份有限公司		55%	55%
唐山曹妃甸实业港务有限公司	25%		25%
唐山首钢京唐曹妃甸港务有限公司		11%	11%
曹妃甸港矿石码头股份有限公司		21%	21%
曹妃甸港西港码头有限公司		55%	55%

资料来源：Wind，天风证券研究所

股权托管工作已经启动。为解决及避免秦港股份与控股股东及其子公司之间同业竞争问题，2022 年 12 月 31 日，秦港股份与唐港实业签署《股权托管协议》，就秦港股份受托管理唐港实业持有的国投京唐港 20%股权事项达成一致。在托管期限内实行无偿委托，国投京唐港的经营收益和亏损仍由其股东享有和承担。除股权处置权、《公司法》规定的股东会特别决议事项表决权、收取分红的权利及分配目标公司剩余资产的权利外，秦港股份享有国投京唐港的其他全部股东权利。

4. 盈利预测与目标价

2023 年吞吐量回升、港口费率恢复，盈利有望大幅增长。2022 年多因素导致港口吞吐量低基数，2023 年吞吐量有望明显回升。河北港口整合使竞争主体减少、低价竞争缓和，2023 年港口费率有望恢复。综合权益 FCFE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予秦港股份的目标价为 5.69 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 2023 年盈利有望增长

假设 2023 年内贸煤炭实际装卸费率恢复到 23 元/吨，外贸恢复到 30 元/吨。2022 年煤炭业务单吨收入 21.8 元/吨，其中装卸作业占比 95%左右，所以装卸作业单吨收入 20.71 元/吨，低于公布费率是因为实际执行中视情况可能有所微调。考虑河北港口整合，低价竞争缓和，假设 2022 年秦港股份的内贸煤炭装卸费率恢复到 23 元/吨，外贸恢复到平均 30 元/吨，考虑内外贸货物吞吐量结构，平均单吨收入有望恢复到 24.26 元/吨。

假设 2023 年煤炭吞吐量回升 1%，金属矿石吞吐量回升 8%。2022 年秦港股份煤炭吞吐量下滑 2.2%，2023Q1 下滑 4.98%，考虑 2022 年疫情影响吞吐量，假设 2023 年吞吐量回升 1%；2022 年金属矿石吞吐量增长 4.3%，2023Q1 增长 21.38%，假设 2023 年吞吐量增长 8%；2022 年其他杂货吞吐量增长 7.4%，2023Q1 增长 22.68%，假设 2023 年增长 10%。

表 8：秦港股份的核心财务指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入：亿元	64.56	65.95	69.19	77.63	83.22	87.26
yoy	-4.0%	2.2%	4.9%	12.2%	7.2%	4.9%
煤炭吞吐量：万吨	21924	22858	22348	22571	22571	22571
yoy	-5.8%	4.3%	-2.2%	1.0%	0.0%	0.0%
煤炭单吨收入：元/吨	21.51	21.25	21.83	24.26	26.20	27.51
yoy	-2.4%	-1.2%	2.7%	11.1%	8.0%	5.0%
金属矿石吞吐量：万吨	11767	11235	11720	12658	12658	12658
yoy	11.0%	-4.5%	4.3%	8.0%	0.0%	0.0%
金属矿石单吨收入：元/吨	23.06	24.51	25.33	26.61	27.15	27.69
yoy	-12.2%	6.3%	3.3%	5.1%	2.0%	2.0%
毛利润：亿元	25.88	25.00	26.52	33.37	37.83	40.69
yoy	-10.1%	-3.4%	6.1%	25.8%	13.3%	7.6%
归母净利润：亿元	9.95	10.38	13.08	18.11	22.09	24.80
yoy	6.9%	4.3%	26.0%	38.4%	22.0%	12.3%
ROE	6.5%	6.5%	7.6%	9.9%	11.1%	11.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 5.69 元

综合权益 FCFE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予秦港股份的目标价为 5.69 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据权益 FCFE 估值法，秦港股份的每股合理价值为 7.75 元。秦港股份的再投资空间有限、港口业务现金流稳定，所以采用权益 FCFE 估值法。

表 9：秦港股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.47%
风险溢价	5%	股票投资者预期回报率在 8%–10%
贝塔	0.9	2016 年以来秦港股份相对沪深 300 指数的贝塔 0.9
半显性期增长率	2%	吞吐量缓慢增长，港口费率小幅上升
永续增长率	0%	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，秦港股份的权益自由现金流及贴现值如表 10。

表 10：秦港股份的权益自由现金流与贴现值

指标	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	终值
FCFE：亿元	13.50	28.11	42.18	31.65	32.28	32.93	33.59	34.26	34.94	35.64	36.36	37.08	463.54
贴现：亿元	12.82	24.71	34.33	23.85	22.53	21.28	20.10	18.98	17.92	16.93	15.99	15.10	188.75
权益价值：亿元													433.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均预期 PE，秦港股份的每股合理价值为 3.63 元。可比公司选择盈利较好的港口上市公司：唐山港、青岛港、上港集团、招商港口、日照港。

表 11：秦港股份的可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2023/4/28	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601000.SH	唐山港	3.95	0.35	0.38		11.23	10.48	
601298.SH	青岛港	7.17	0.78	0.88	1.00	9.15	8.11	7.20
600018.SH	上港集团	5.73	0.60	0.66	0.71	9.51	8.67	8.11
001872.SZ	招商港口	19.90	1.48	1.64	1.81	13.43	12.15	10.97
600017.SH	日照港	3.00	0.24	0.27	0.30	12.71	11.17	10.11
	平均					11.21	10.11	9.10
601326.SH	秦港股份	3.36	0.32	0.40	0.44	10.36	8.50	7.57

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险分析

经济周期波动风险

秦港股份经营的核心货物是矿建材料、煤炭、钢材、金属矿石、粮食等大宗商品，如果经济周期下行，这些商品的需求可能减少，从而将对港口的货物吞吐量产生不利影响。

煤炭行业下行风险

在碳中和要求下，光伏、风电等新能源产业快速发展。如果国家以煤炭为主的能源消费结构发生转变，可能致使秦港股份煤炭业务吞吐量和经营业绩大幅下滑。

收费政策调整风险

秦港股份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，将直接影响到经营业绩。

区域港口整合风险

河北港口集团是整合省内港口资源的重要主体，未来整合方向、节奏、幅度等都存在不确定

定性。如果河北港口集团的非上市码头资产整合到上市公司中，交易价格存在不确定性。

重大未决诉讼风险

2022 年底，秦港股份及子公司作为被告的诉讼、仲裁涉及金额累计 19.29 亿元。如果败诉，秦港股份将承担较大损失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,051.77	4,847.76	5,496.61	7,797.42	11,399.84	营业收入	6,594.86	6,919.42	7,763.88	8,322.17	8,726.33
应收票据及应收账款	111.21	137.98	141.62	158.09	156.18	营业成本	4,094.70	4,267.18	4,426.43	4,539.43	4,656.69
预付账款	10.23	23.63	11.50	24.53	12.43	营业税金及附加	206.54	135.41	151.94	162.86	170.77
存货	167.32	125.28	178.24	133.03	186.28	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	227.06	140.63	155.83	144.91	158.93	管理费用	922.31	834.73	768.41	781.78	795.42
流动资产合计	4,567.60	5,275.28	5,983.81	8,257.98	11,913.67	研发费用	53.88	143.99	116.46	124.83	130.89
长期股权投资	3,258.87	3,595.01	3,995.01	4,395.01	4,795.01	财务费用	217.66	139.99	130.81	47.87	(14.28)
固定资产	12,416.39	11,548.01	11,293.60	10,262.25	8,921.97	资产/信用减值损失	(62.96)	(53.15)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
在建工程	2,509.10	2,478.72	1,191.49	676.60	470.64	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,981.37	2,950.07	2,980.15	3,008.23	3,034.31	投资净收益	186.11	235.23	250.00	270.00	300.00
其他	2,043.65	2,093.61	2,065.46	2,035.46	2,005.46	其他	(301.02)	(448.54)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	23,209.38	22,665.42	21,525.70	20,377.54	19,227.38	营业利润	1,277.63	1,664.57	2,349.84	2,865.40	3,216.84
资产总计	27,776.98	27,940.70	27,509.51	28,635.52	31,141.05	营业外收入	8.88	5.29	5.29	5.29	5.29
短期借款	330.36	260.27	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	5.07	6.67	6.67	6.67	6.67
应付票据及应付账款	238.67	259.89	257.28	273.10	270.98	利润总额	1,281.44	1,663.19	2,348.45	2,864.02	3,215.46
其他	2,624.79	2,014.63	3,277.64	2,718.71	3,391.46	所得税	284.30	306.12	469.69	572.80	643.09
流动负债合计	3,193.82	2,534.80	4,534.92	3,991.81	4,662.44	净利润	997.14	1,357.06	1,878.76	2,291.22	2,572.37
长期借款	6,259.17	5,949.70	3,000.00	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	(41.25)	48.65	67.35	82.13	92.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,038.39	1,308.42	1,811.42	2,209.09	2,480.16
其他	710.01	667.65	667.65	667.65	667.65	每股收益 (元)	0.19	0.23	0.32	0.40	0.44
非流动负债合计	6,969.19	6,617.35	3,667.65	3,667.65	3,667.65						
负债合计	10,867.28	9,715.62	8,202.57	7,659.46	8,330.09						
少数股东权益	854.35	903.47	950.61	1,008.11	1,072.65	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	5,587.41	5,587.41	5,587.41	5,587.41	5,587.41	成长能力					
资本公积	5,207.67	5,207.67	5,207.67	5,207.67	5,207.67	营业收入	2.15%	4.92%	12.20%	7.19%	4.86%
留存收益	4,699.19	5,694.71	6,962.70	8,509.06	10,245.17	营业利润	3.85%	30.29%	41.17%	21.94%	12.26%
其他	561.08	831.81	598.53	663.81	698.05	归属于母公司净利润	4.35%	26.00%	38.44%	21.95%	12.27%
股东权益合计	16,909.69	18,225.08	19,306.93	20,976.06	22,810.96	获利能力					
负债和股东权益总计	27,776.98	27,940.70	27,509.51	28,635.52	31,141.05	毛利率	37.91%	38.33%	42.99%	45.45%	46.64%
						净利率	15.75%	18.91%	23.33%	26.54%	28.42%
						ROE	6.47%	7.55%	9.87%	11.06%	11.41%
						ROIC	6.45%	8.07%	10.92%	14.19%	16.19%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.12%	34.77%	29.82%	26.75%	26.75%
净利润	997.14	1,357.06	1,811.42	2,209.09	2,480.16	净负债率	19.98%	11.21%	-4.23%	-14.86%	-29.46%
折旧摊销	1,258.09	1,245.48	1,211.56	1,218.16	1,220.16	流动比率	1.17	1.70	1.32	2.07	2.56
财务费用	277.67	233.50	130.81	47.87	(14.28)	速动比率	1.13	1.66	1.28	2.04	2.52
投资损失	(186.11)	(235.23)	(250.00)	(270.00)	(300.00)	营运能力					
营运资金变动	(743.03)	(498.33)	665.40	(486.48)	647.36	应收账款周转率	40.21	55.53	55.53	55.53	55.53
其它	902.02	331.81	67.35	82.13	92.21	存货周转率	39.95	47.30	51.16	53.47	54.66
经营活动现金流	2,505.77	2,434.30	3,636.53	2,800.77	4,125.60	总资产周转率	0.24	0.25	0.28	0.30	0.29
资本支出	1,870.64	664.46	100.00	100.00	100.00	每股指标 (元)					
长期投资	206.21	336.14	400.00	400.00	400.00	每股收益	0.19	0.23	0.32	0.40	0.44
其他	(3,937.42)	(1,465.28)	(350.00)	(330.00)	(300.00)	每股经营现金流	0.45	0.44	0.65	0.50	0.74
投资活动现金流	(1,860.58)	(464.68)	150.00	170.00	200.00	每股净资产	2.87	3.10	3.29	3.57	3.89
债权融资	275.35	(678.95)	(2,340.77)	(47.87)	14.28	估值比率					
股权融资	(154.53)	270.73	(796.91)	(622.09)	(737.47)	市盈率	18.08	14.35	10.36	8.50	7.57
其他	(385.59)	(679.06)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.17	1.08	1.02	0.94	0.86
筹资活动现金流	(264.77)	(1,087.27)	(3,137.68)	(669.96)	(723.18)	EV/EBITDA	6.28	5.12	4.42	3.44	2.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.13	8.30	6.48	4.82	3.35
现金净增加额	380.43	882.35	648.85	2,300.81	3,602.42						

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com