



Research and  
Development Center

# 成长迅速的北方散货港口

—— 唐山港（0601000.sh）深度报告

2012年08月18日

冯磊  
交通运输行业分析师

## 证券研究报告

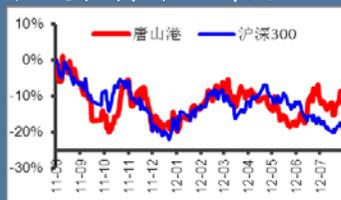
### 公司研究——调研报告

#### 唐山港 (601000.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 唐山港相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

冯磊 行业分析师

执业编号: S1500510120006

联系电话: +86 10 63081105

邮箱: fenglei@cindasc.com

#### 相关研究

《港口行业6月报--进出口创新高推动外贸吞吐量快速增长》2012.6

#### 公司主要数据 (2012-8-14)

收盘价(元)	6.72
52周内股价波动区间(元)	6.04-7.63
最近一月涨跌幅(%)	-1.47
总股本(亿股)	11.28
流通A股比例(%)	39.89
总市值(亿元)	75.8

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街九号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

## 成长迅速的北方散货港口

### 唐山港深度报告

2012年08月18日

目标价区间: 9.7-10.2元

#### 本期内容提要:

- ◆ **公司简介:** 唐山港属于京唐港区, 具有优越的建港条件, 独特的区位优势和发达便捷的集疏运网络, 近3年货物吞吐量复合增长率超过20%。公司通过收购首钢码头, 实现矿石规模翻番。计划建设专业化煤炭码头, 提高煤炭吞吐能力150%。
- ◆ **腹地支撑成长:** 钢铁行业低迷和产能过剩对唐山地区影响有限, 高效集约的钢铁氛围促使钢铁资源向唐山地区汇集。预计唐山钢铁产能年底将达到1.4亿吨, 支撑公司铁矿石吞吐量持续增长。
- ◆ **煤炭迎来大发展:** 蒙冀铁路建成后, 内蒙煤炭多数经由蒙冀铁路运往曹妃甸港下水, 而山西地区煤炭多数经由大秦线运至秦皇岛港和京唐港下水, 由于秦皇岛港已经趋于饱和, 公司下水煤炭将迎来跨越式发展机遇。
- ◆ **风险因素:** 环渤海湾港口分布密集, 竞争较为激烈。
- ◆ **股价催化剂:** 首钢码头超出设计能力, 煤炭专业化码头获批开工。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:** 铁矿石回流4600万吨, 大秦线煤炭分流主要流向京唐港区, 公司装卸费率维持稳定, 毛利率稳中略有上升。我们预计唐山港2012、2013和2014年EPS分别为0.53元、0.6元和0.69元, 对应的市盈率分别为13倍、11倍和10倍。我们认为公司的合理估值在9.7-10.2元, 当前的估值水平有较大提升空间, 首次给予“买入”评级。

#### 主要财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	2,556.88	2,998.26	4,301.66	4,955.53	5,651.25
增长率 YoY %	32.49%	17.26%	43.47%	15.20%	14.04%
净利润(百万元)	343.93	461.44	601.76	676.58	781.07
增长率 YoY%	35.97%	34.17%	30.41%	12.43%	15.44%
毛利率%	33.39%	33.89%	34.63%	35.25%	35.81%
净资产收益率 ROE%	13.13%	11.38%	12.23%	12.17%	12.42%
每股收益 EPS(元)	0.3	0.41	0.53	0.6	0.69
市场一致预期 EPS(元)	0.31	0.42	0.58	0.71	0.82
市盈率 P/E(倍)	22	16	13	11	10
市净率 P/B(倍)	2.1	1.6	1.5	1.3	1.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注:

## 目录

投资聚焦	1
盈利预测与估值	2
基本假设与收入预测	2
公司估值	4
公司概况	5
竞争优势	7
岸线优势	7
区位优势	8
腹地优势	8
集疏运优势	9
成本优势	10
竞争对手分析	10
曹妃甸港区	11
主要业务板块分析	12
铁矿石装卸堆存业务	13
装卸设施	13
唐山地区钢铁发展	14
铁矿石回流	16
钢材装卸堆存业务	17
煤炭装卸堆存业务	18
开滦配煤中心项目	18
蒙冀铁路	18
进口焦煤	19
其他货种	19
收费标准	20
投资风险	20

## 图目录

图 1: 京唐港区地理位置	7
图 2: 京唐港区泊位分布	7
图 3: 京唐港区货物吞吐量(百万吨)	7
图 4: 京唐港区吞吐量分货种比重	7
图 5: 京唐港区腹地情况	9
图 6: 京唐港区优势腹地	9
图 7: 环渤海港口竞争格局图	10
图 8: 京唐港区与曹妃甸港区腹地比较	12
图 9: 公司业务收入构成	13
图 10: 公司毛利收入构成	13
图 11: 全国及河北粗钢产量增速	14
图 12: 河北粗钢产量全国占比	14
图 13: 唐山市钢铁产能分类	15
图 14: 唐山市各区钢铁产能占比	15

## 表目录

表 1: 唐山港营业收入预测	2
表 2: 唐山港毛利预测	3
表 3: 唐山港吞吐能力预测	3
表 4: 唐山港货种吞吐量预测	3
表 5: 唐山港货种费率预测	4
表 4: 唐山港 FCFE 估值法参数与估值结果	4
表 6: 唐山港估值敏感性分析	4
表 7: 同类公司相对估值比较	5
表 8: 唐山市新增钢铁产能	15
表 9: 唐山港各货种的收费标准	20

## 投资聚焦

### 主要内容

唐山港主要码头泊位属于京唐港区，具备优越的建港条件、广阔的国有滩涂、独特的区位优势和发达便捷的集疏运网络。公司主营业务主要由装卸堆存、港务管理、商品销售、船舶运输等构成，2009-2011 年货物吞吐量复合增长率达到 22%。受腹地钢铁产业支撑，公司钢材发运量位居全国沿海港口第 3、进口铁矿石吞吐量位居全国沿海港口第 9、焦煤进口量位居全国港口第 1、内贸煤炭发运量位居全国港口第 4。

公司 2011 年再融资收购首钢码头 2 个 20 万吨矿石泊位，增加吞吐能力 3500 万吨，实现规模翻番；计划通过发行中期票据建设专业化煤炭泊位，增加吞吐能力 1.3 倍，公司未来 5 年仍将保持 20%以上增长。

我们对公司价值进行了分析，发现公司价值当前被显著低估。

### 投资逻辑

随着公司新泊位逐渐达产，矿石、煤炭吞吐量保持高速增长，腹地经济发展和比较优势支持货运需求和运量回流。

### 有别于大众的认识

钢铁行业低迷和产能过剩对唐山地区影响有限，高效集约的钢铁氛围促使钢铁资源向唐山地区汇集。

### 股价催化剂

首钢码头超出设计能力，煤炭专业化码头获批开工。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

铁矿石回流 4600 万吨，大秦线煤炭分流主要流向京唐港区，公司装卸费率维持稳定，毛利率稳中略有上升，我们预计唐山港 2012、2013 和 2014 年的营业收入增长率分别为 43%、15%和 14%，EPS 分别为 0.53 元、0.6 元和 0.69 元，对应的市盈率分别为 13 倍、11 倍和 10 倍。按照绝对估值方法计算的公司合理价格为 10.2 元，按照相对估值方法计算的公司合理价格为 9.7 元，当前的估值水平有较大提升空间，首次给予“买入”评级。

### 主要风险

环渤海湾港口分布密集，竞争较为激烈，可能影响公司先前被分流的货源调头回流；港口吞吐量与腹地经济发展的关联度高，未来国内外宏观经济波动、河北沿海经济带建设发展情况等都有可能对公司吞吐量构成影响。

## 盈利预测与估值

### 基本假设与收入预测

公司矿石、煤炭、钢材三大货种的装卸堆存业务贡献了大部分利润，2011年，装卸堆存业务贡献了62%的收入和78%的毛利。公司业务构成中还包括港务管理、商品销售、船舶运输和其他业务，合计贡献了约22%的毛利。

**港务管理：**主要包括拖轮作业收入、港口设施保安费收入以及收取业主泊位收入，目前约占收入的7%和毛利的9%，通常港务管理费用将随着港区吞吐量的上升而逐年增加。

**商品销售：**主要包括唐山市外轮供应有限公司的燃油销售收入和煤炭港埠公司的煤炭销售收入。商品销售收入较不稳定，主要随煤炭市场波动而变化，虽然收入占比达到27%，但由于商品销售毛利率较低，毛利占比仅2%。

**船舶运输：**主要包括唐山华兴海运有限公司、洋浦华诚有限公司的船舶运输收入。由于近海运输市场的不景气，公司船舶运输业务没有盈利。

**其他收入：**主要包括代理服务收入、监理咨询服务收入等，目前占公司营业收入的4%，毛利占比8%。

我们对公司未来三年经营预期有如下判断和假定：

**矿石业务：**预计公司铁矿石2012年将实现2400万吨增量，同比增长75%；2013年首钢码头达产，公司铁矿石实现1100万吨增量，同比增长20%；2014年达到计划吞吐能力，公司铁矿石实现1100万吨增量，同比增长16%。

**钢材业务：**预计未来2-3年公司钢材吞吐量将保持平稳缓慢增长，2012-2014年钢材吞吐量增速维3%，4%，4%。

**煤炭业务：**预计2012年公司煤炭吞吐量在焦煤进口的推动下增长11%至3500余万吨，2013年、2014年维持10%的自然增长；2015年由于煤炭专业码头试运行，吞吐量骤增47%到6300万吨。

**营业成本和毛利润率：**我们假设营业成本在2012-2014年分别同比增长41%、14%和13%，毛利率维持在35%-37%，公司各项业务毛利率基本保持稳定。

**表 1：唐山港营业收入预测**

营业收入(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
装卸堆存	1328	1537	1857	2661	3109	3609
港务管理	123	159	194	243	292	335
商品销售	337	685	774	1185	1315	1447
船舶运输	60	52	36	36	36	36

其他	82	104	122	158	182	200
合计	1,930	2536	2985	4283	4934	5626
增速	43%	31%	18%	43%	15%	14%

资料来源: 信达证券研发中心

表 2: 唐山港毛利预测

毛利 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
装卸堆存	569	655	790	1211	1415	1643
港务管理	69	84	110	134	160	185
商品销售	12	5	20	31	34	38
船舶运输	24	16	0	0	0	0
其他	66	75	85	107	129	150
合计	740	836	1006	1483	1739	2015

资料来源: 信达证券研发中心

表 3: 唐山港吞吐能力预测

吞吐能力 (百万吨)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
散杂货	29.7	29.7	35.3	35.3	55.3	20.3	20.3
合计	29.7	29.7	37.1	37.1	57.1	72.1	72.1

资料来源: 信达证券研发中心

表 4: 唐山港货种吞吐量预测

吞吐量 (百万吨)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
矿石	32.7	29.53	32.14	56	67	78
YoY %	66%	-10%	9%	74%	20%	16%
钢材	12.3	14.8	14.52	15	15.6	16.3
YoY %	8%	21%	-2%	3%	4%	4%
煤炭	20.1	27.42	31.49	35	39	43
YoY %	46%	36%	15%	11%	11%	10%
其他	1.9	3	5	9	10	12
YoY %	56%	58%	67%	80%	11%	20%

资料来源: 信达证券研发中心

表 5: 唐山港货种费率预测

有效费率 (元 /吨)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
矿石	18.4	18.4	19.6	20.4	20.6	20.8
钢材	20.4	20.6	21.6	22.9	23.1	23.4
煤炭	22.2	22.6	24.9	26.1	26.9	27.7
其他	22.8	23	25.8	28.9	31.8	34.3

资料来源: 信达证券研发中心

## 公司估值

### FCFF 估值

采用企业自由流折现法 (FCFF) 对公司进行估值, 计算得出公司价值约 115 亿元, 折合每股价值 10.2 元, 相对当前股价 (8 月 14 日: 6.72 元) 约有 52% 的预期涨幅。

表 3: 唐山港 FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	0.97	研究期经营价值	60.3 亿元
股票 Beta	0.87	TV	54.7 亿元
无风险利率	3.70%	其它价值	--
市场收益率	10.70%	合计	115.1 亿元
TV 增长率	0	总股本	11.28 亿股
Wacc	9.79%	每股价值	10.2 元/股

资料来源: 信达证券研发中心

表 6: 唐山港估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率 g	WACC				
	8.81%	9.30%	9.79%	10.28%	10.77%
0.00%	11.53	10.83	10.20	9.64	9.12
1.00%	12.35	11.54	10.81	10.16	9.58
2.00%	13.42	12.43	11.57	10.81	10.14
3.00%	14.85	13.61	12.56	11.64	10.85
4.00%	16.87	15.24	13.88	12.74	11.76

资料来源: 信达证券研发中心

## 相对估值

我们认为，港口行业由于投资额高，折旧对净利润影响较大，不同的港口公司采用不同的折旧方法造成公司净利润对比不具有有一致性，而且港口公司业务比较单一，适合采用 EV/EBITDA 估值。

目前港口公司平均 EV/EBITDA 为 10.3 倍，而公司为 7 倍，存在低估。而公司无论 ROE，毛利率，净利率在行业内都处于前列，理应获得溢价。如果按行业平均水平给予公司估值，公司合理价格为 9.7 元，较当前股价有 46% 涨幅。

**表 7: 同类公司相对估值比较 (2012-8-14 收盘价)**

证券代码	证券简称	市值 (亿)	ROE(2011)	毛利率	净利率	EV/EBITDA
600017.SH	日照港	40.6	9%	28%	14%	9.1
600190.SH	锦州港	57.2	6%	47%	21%	13.6
600317.SH	营口港	27.7	6%	31%	9%	8.2
600717.SH	天津港	9.0	9%	23%	10%	5.4
601008.SH	连云港	64.1	6%	27%	9%	10.1
601880.SH	大连港	231.9	5%	37%	19%	9.4
000022.SZ	深赤湾 A	45.0	15%	55%	39%	6.6
000088.SZ	盐田港	62.7	10%	62%	130%	13.5
000507.SZ	珠海港	36.6	19%	18%	65%	12.4
600018.SH	上港集团	795.5	12%	46%	27%	6.6
600279.SH	重庆港九	26.1	5%	25%	6%	13.3
600575.SH	芜湖港	14.2	12%	4%	1%	17.1
601018.SH	宁波港	457.0	10%	48%	36%	8.0
	平均	143.7	10%	35%	30%	10.3
601000.SH	唐山港	75.8	11%	34%	16%	7

资料来源: 信达证券研发中心

## 公司概况

唐山港集团股份有限公司位于唐山市东南 80 公里处的唐山海港经济开发区境内，主要码头泊位属于京唐港区，从事的主要业务为码头和其他港口设施经营、货物装卸和港口拖轮等业务。公司实际控制人为唐山市国资委，唐山港口实业集团有限公司持股 47.1%。

京唐港区地理位置显要，自然条件优越，水深岸陡，不冻不淤，是天然建港良址。港区后方陆域面积辽阔，规划岸线 45 公里，可建泊位 150 个，港区目前仅开发岸线 7.9 公里，建成泊位 31 个，未来发展空间广阔。

京唐港区是我国最年轻的亿吨大港，自 1989 年动工兴建以来，影响日增，1992 年被国务院批准为一类口岸。开港以来货运

吞吐量呈现快速增长，在 20 年的时间里完成了其它兄弟港口数十年、上百年走过的历程。

目前，京唐港区已建成第一、二港池全部和第三、四、五港池部分泊位，形成 5 个港池建设运营的整体格局。建成散杂、件杂、多用途、集装箱、煤炭、水泥、纯碱、液化石油气等各种功能的 1.5~10 万吨级泊位 31 个。

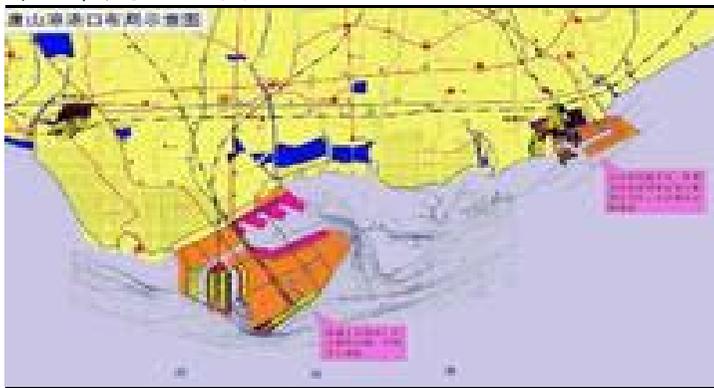
京唐港区腹地广阔，除以唐山地区为直接腹地外，兼济河北、京、津等其它周边地区，并辐射晋、蒙、陕、甘、宁、新等广袤的西部地区，水路通达 50 多个国家（地区），120 多个港口。

京唐港区是国家重点物资运输的重要港口，在我国煤炭、矿石、钢铁等货物运输中占有重要地位。受腹地钢铁产业支撑，京唐港钢材发运量位居全国沿海港口第 3、进口铁矿石吞吐量位居全国沿海港口第 9、焦煤进口量位居全国港口第 1、内贸煤炭发运量位居全国港口第 4。

公司于 2010 年 6 月首次公开发行人民币普通股 2 亿股，发行价 8.2 元，并于 2010 年 7 月 5 日在上海证券交易所上市交易，募集资金主要投向 20#—22#通用杂货泊位工程，装卸的货种为钢铁类件杂货，年设计通过能力 560 万吨，2010 年 4 月通用泊位建成试运行。公司于 2011 年 8 月向 8 名特定对象非公开发行 A 股 127973058 股，发行价 6.8 元，募集资金用于收购控股股东持有的京唐港首钢码头有限公司 60% 股权，并投资建设京唐港区第四港池 20 万吨级内航道工程，首钢码头 20 万吨矿石码头 2011 年 11 月底开始试运行。

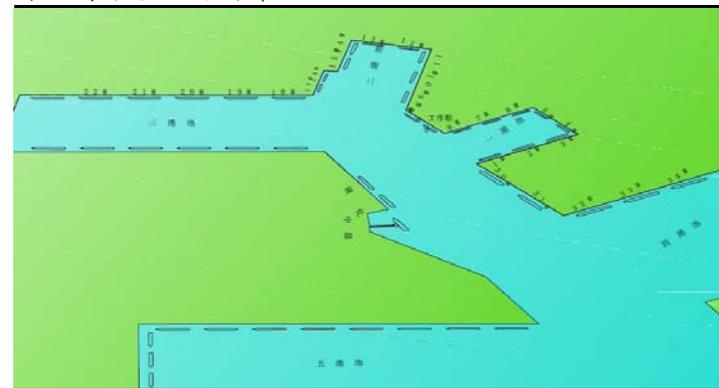
2011 年京唐港区完成货物吞吐量 1.37 亿吨，其中，公司完成 8314 万吨。其中，煤炭完成运量 3149 万吨，同比增长 14.85%；钢材货种发运量完成 1452 万吨，与 2010 年基本持平，位居全国沿海港口第 3 位；矿石完成运量 3214 万吨，同比增长 8.81%；完成内贸货物吞吐量 4347 万吨，同比增长 25.39%；完成外贸货物吞吐量 3968 万吨，与 2010 年基本持平，其中进口焦煤运量 1323 万吨，仍位居全国沿海港口第一位。2012 上半年，煤炭与钢材运量同比基本持平，矿石运量成为重要亮点，完成矿石运量为 2537.20 万吨，同比增长 66.17%。

图 1: 京唐港区地理位置



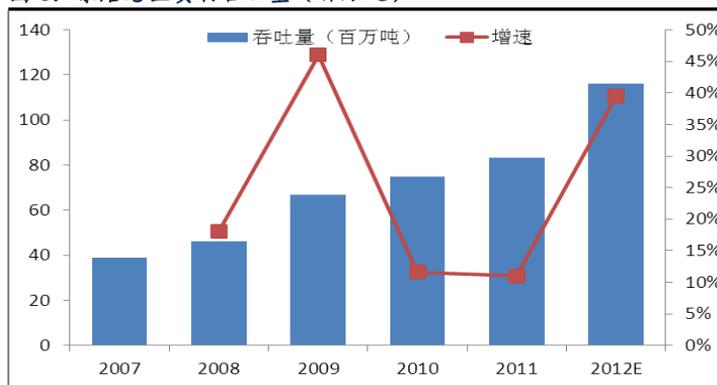
资料来源: 公司网站

图 2: 京唐港区泊位分布



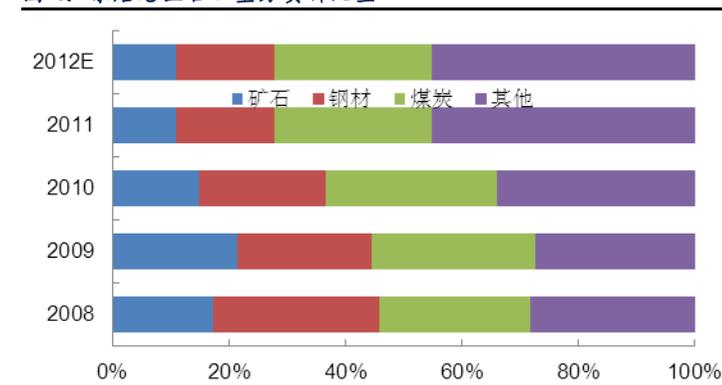
资料来源: 公司网站

图 3: 京唐港区货物吞吐量 (百万吨)



资料来源: 公司公告

图 4: 京唐港区吞吐量分货种比重



资料来源: 公司公告

## 竞争优势

京唐港区是唐山市联合北京市共同投资开发建设的环渤海地区重要港口, 具备优越的建港条件、广阔的国有滩涂、独特的区位优势 and 发达便捷的集疏运网络。

### 岸线优势

京唐港区位于唐山市东南 80 公里处的唐山海港经济开发区境内, 地处渤海湾北岸, 沿大沽口至秦皇岛海岸的岬角上, 大清河口与滦河口之间。京唐港区有两个突出特点: 一是水深条件好, -10 米等深线距岸仅 4.8 公里, 宜建港自然海岸线长达 11 公

里。二是陆域广阔，近期规划港口面积 30 平方公里，均为盐碱荒滩，工程地质条件良好，建港用地不占良田，不用拆迁，后方陆域有 100 多平方公里开阔平坦的盐碱荒地可供开发利用，具有发展外向型临港工业的地域优势。按照总体规划，京唐港区规划建设 5 个港池，可建 100 多个万吨级以上深水泊位，形成集装箱码头作业区、液体散货作业区、干散货作业区、杂货码头作业区、通用散杂货码头作业区、综合物流区等 6 大功能区和 1 个远景预留发展区。目前，港区已建成和在建 30 多个泊位，未来发展空间非常充裕。

公司建港采用地连墙模式，在沿海陆域进行深挖，再连成港，基体稳固，建港成本在所有模式中最低，

## 区位优势

京唐港区地处环渤海经济圈中心地带，背依京津唐、京承张金三角经济区，是河北省沿海经济强省发展战略的重点发展地区，腹地广阔，货源充足。京唐港区直接腹地唐山市是我国重要的能源、原材料基地。京唐港的间接腹地可覆盖华北、东北和西北等地区。随着西部大开发战略的实施，京唐港区更注重与西部省市的沟通，与山西、陕西、内蒙等地建立了更加紧密的联系，扩大了服务半径。

继“珠三角”、“长三角”之后，环渤海地区成为中国经济发展的新亮点，京唐港位居环渤海地区中部，其港口的重要作用将日显重要。唐山市工业结构以重工业为主，重工业结构又以能源、原材料工业为主，钢铁、建材、能源、装备制造和化工五大优势产业竞争实力显著增强，这一特点形成唐山市工业产成品运量大的特征。

目前唐山市正在加快钢铁工业整合重组，推进产品结构向高端、精品、专业化、深加工升级，打造国内一流钢铁产业基地。立足海港经济开发区，加快提升精品钢材、装备制造和精细化工等骨干产业发展水平。

## 腹地优势

京唐港区之所以迅速成为亿吨大港，最重要原因是其区位优势突出，腹地特色经济发展对港口需求大。公司的直接腹地河北省是钢铁大省，粗钢产量多年来居全国首位，2010 年产量达到 14,459 万吨，占全国粗钢产量的 23.1%，唐山地区的钢铁产量则占到河北省的 60%以上。

唐山海港经济开发区是 1993 年 6 月经河北省人民政府批准设立的省级经济开发区，从一片盐碱滩涂上起步，初步形成了以现代港口、临港工业、商贸物流为特色、以开放型经济为主体的现代化滨海新城。“十一五”期间，全区地区生产总值由 20.2 亿元增长到 76 亿元；规模以上工业增加值由 6 亿元增长到 38 亿元；财政收入由 5.5 亿元增长到 16 亿元。开发区实施产业强区战略，与一批国内外知名大公司、大集团成功对接，西班牙德佳德斯公司、德国蒂森克虏勃等世界 500 强企业以及大唐国际、中冶集团、北燃集团、首钢集团、中材建设、开滦集团等国内知名企业纷纷落户开发区。以佳华煤化工有限公司、中润煤化工有限公司为主导的煤化工产业，以中冶恒通冷轧技术有限公司为主导的精品钢产业，以唐山中材重型机械有限公司为主导的装备制造产业，以唐山港京唐港区为依托的现代物流产业，为开发区实现跨越发展打下了坚实的基础。

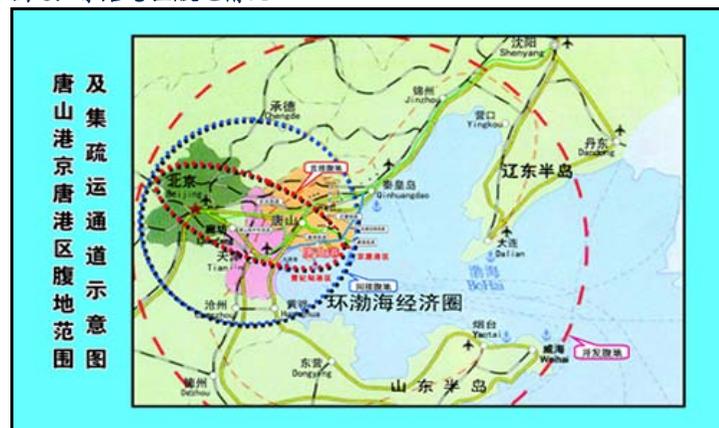
公司腹地可以分为三个层次：

**绝对垄断腹地——临港产业带。**公司所在地唐山市乐亭新区的临港产业带是公司绝对垄断腹地，公司对于该区域的货物运输需求具有绝对垄断地位。乐亭新区规划面积 1300 平方公里，适合发展钢铁及煤化工产业。临港产业带货源生成量大约占公司总吞吐量的 20%。

**相对垄断腹地——直接腹地唐山市。**京唐港区位于唐山市东南，唐山地区的钢铁产能主要集中在东部及北部的迁安滦县、乐亭一带，距离京唐港的距离较曹妃甸港更近，其中京唐港区优势腹地辐射的钢铁产能占整个唐山市的 70%左右。河北省和唐山市正在将重工业逐步向沿海地区转移，河北钢铁在唐山地区的产能未来也将主要向京唐港区搬迁。

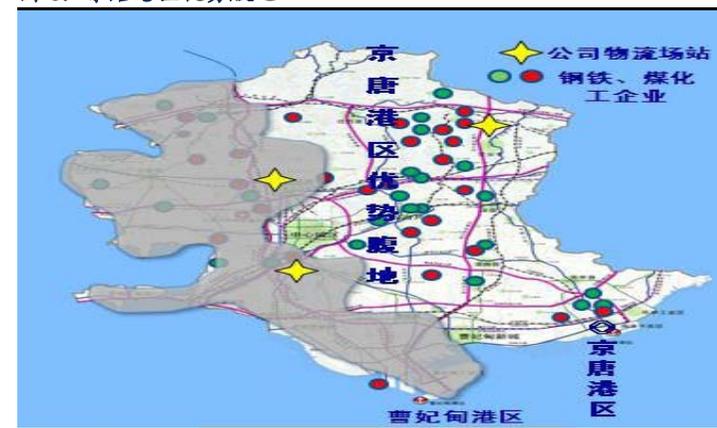
**延伸辐射腹地——中西部地区。**公司的延伸腹地包括山西、陕西、内蒙、甘肃、宁夏、新疆等中西部地区，和天津港、黄骅港、秦皇岛港等港口腹地交叉。这一区域竞争的货源主要是山西和内蒙的内贸下水煤炭。

图 5：京唐港区腹地情况



资料来源：信达证券研发中心

图 6：京唐港区优势腹地



资料来源：信达证券研发中心

## 集疏运优势

京唐港是全国集疏港条件最好的港口之一。以铁路和公路集疏运为主。唐港、滦港、环渤海三条公路分别与 205、102 国道相连，唐山至港口 90 公里唐港公路、港口至滦县 70 公里滦港公路、环渤海公路三条高等级公路与 205、102、107 国道相接。长 80 公里的唐港高速公路与津唐高速公路、京沈高速公路在唐山境内汇成“X+O”型的高速公路网，大大缩短了京唐港与北京、天津和东北各省市的距离。从京唐港到北京、天津分别是 233 公里和 208 公里，约两小时车程。

唐港铁路专用线由京唐港区至滦西站与京山线接轨，并接通京秦、大秦线，现有运输能力为 12,710 万吨/年。京唐港区通过唐港铁路与国家铁路网的京山、京秦、大秦、京包、京原、丰沙大、包兰等铁路相连并辐射至全国。

## 成本优势

公司引入协力作业模式，部分辅助业务外包给协力作业单位。公司按照不同货种和作业工艺制定了作业单价，严格按作业单价付费。协力作业模式减少了公司因经营规模扩大带来的人工成本增加和设备更新再投入的资金成本。同时，对协力作业单位采取相关的约束监管措施和绩效考核，提高了作业效率，提升了港口服务质量。形成了公司在沿海港口界经营模式的创新

根据中国港口协会统计，沿海港口中唐山港的劳动生产率仅次于舟山港，排名第二，高于同等规模港企业。原因在于公司采用的外包模式，避免了在技术、人员和设备上的巨额投资，享受规模效应并取得成本优势。

公司协力作业模式的优点在于：外包后，与装卸、倒运相关的设备等资产不进入公司资产负债表，相关人员也不进入公司编制，因此公司可以通过港区本身的需求和市场化的机制合理调配与此相关的设备和人力等资源，有利于降低成本、提高效率。通过“外包”装卸、倒运这些辅助性作业环节，公司实现了高于港口行业平均水平的投资回报率：2011 年公司净资产回报率为 11%，在散杂货港口公司中位居第 1 位；毛利率和净利率在散杂货港口公司中均位居第 2 位。

## 竞争对手分析

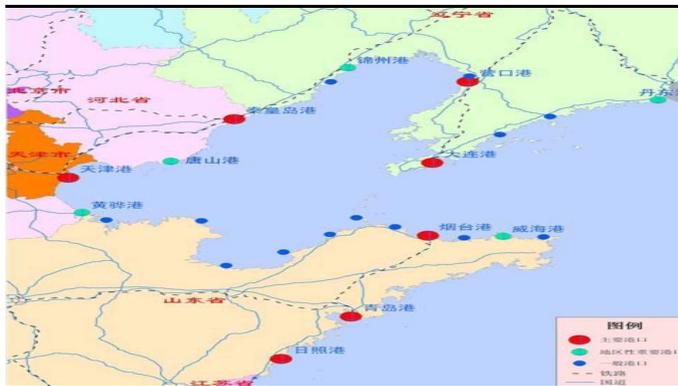
京唐港区位于渤海湾北岸，与公司竞争的主要是天津港、秦皇岛港及唐山港曹妃甸港区。

天津港位于京唐港区西部 70 海里处，是我国北方的传统大型港口，天津港已经形成了以集装箱、原油及制品、铁矿石、煤炭为“四大支柱”、以钢铁、粮食等为“一群重点”的货源结构，2011 年吞吐量 4.534 亿吨。

秦皇岛港位于京唐港区以东 64 海里处，是我国北煤南运的主枢纽港，最大的能源输出港，2011 年吞吐量为 2.877 亿吨，运输货种以煤炭为主。

曹妃甸港区位于京唐港区以西 30 海里处，岛前自然水深 25 - 30 米，是渤海湾内唯一不需要开挖航道和港池就具备建设 20 万吨级以上深水泊位的天然良址。曹妃甸港区的规划设计涵盖了铁矿石、煤炭、原油、件杂货等多种功能，泊位等级的下限触及 7 万吨级，同时一些投资巨大的临港重化工业项目也相继取得实质性进展。2012 年吞吐量预计将突破 2 亿吨。

图 7：环渤海港口竞争格局图



资料来源：信达证券研发中心

京唐港区的直接经济腹地河北省是中国钢铁产量第一大省，其中唐山的钢铁产量又占河北省的一半左右，有力保证了公司的钢铁吞吐量。唐山地区钢铁工业的发展与京唐港形成了良性互动。随着河北钢铁产能主要面向唐山地区和沧州地区的沿海发展，钢铁基地的建设对京唐港区的依赖性逐年增加，对港区钢铁、矿石吞吐能力的需求将逐年增加。

京唐港区距腹地内主要钢铁厂的距离比秦皇岛港和天津港近，在陆路运输成本上有优势。由于受京唐港区吞吐能力不足等因素的影响，唐山地区钢材一部分流向天津港等其他周边港口。随着京唐港区规模的不断扩大，港口功能的不断完善，服务水平的不断提高，公司具备较强的市场竞争潜力。

### 曹妃甸港区

唐山地区 65%以上的钢铁、煤化工企业产能对京唐港高度依赖。从陆向距离来看，针对唐山市直接腹地，京唐港区直接腹地辐射范围钢产量是曹妃甸港区辐射范围钢产量的 1.5 倍。铁路运输方面，唐山港京唐港区运输距离比曹妃甸港区近 33 公里。唐山以外间接腹地货物集疏港均需通过铁路运输，唐山港京唐港区和曹妃甸港区相比有明显优势。以迁安市为例，从京唐港区到迁安市大致为 75 公里，比曹妃甸港区 130 公里短 55 公里。按当前铁路 0.07 元/吨公里的运价，每吨铁矿石节约 3.8 元；按当前公路铁矿石运价大致在 0.4 元/吨公里。此外公司在交叉腹地建设物流场站，进一步降低货物至京唐港区的运输成本。依托公路、铁路集疏港优势，京唐港区对于唐山市具有相对垄断地位。

京唐港区的优势腹地为迁安、滦县、遵化等，且唐山港腹地的主要钢厂均在迁安地区。京唐港区附近近距离的周边钢铁企业较多，与曹妃甸港区相比，陆上运营距离短 30-50 公里，每吨货物可节省 5 元运费。曹妃甸港区的优势腹地为丰润区、遵化以及丰南区。在已形成的自然分工的基础上，在公司两个 25 万吨级泊位投产后，我们预计公司的优势腹地将会迅速扩大，一些过去被周边港口分流的货源将调头回流走京唐港区。

根据《唐山港总体规划》，唐山港两港区的基本定位和主要功能不同，将形成分工协作的格局。

京唐港区将发展成为为腹地经济发展所需各类物资运输服务的综合性港区，为唐山市及其它腹地的通用物资转运服务。京唐港区以满足客户对公用码头的需求为主。

曹妃甸港区将发展为服务曹妃甸循环经济示范区和大宗散货转运为主的大型综合性港区。曹妃甸港区主流发展方向为落户曹妃甸循环经济示范区的首钢、中石化、中石油等行业巨头的货主码头，以及大进大出、船舶大型化的资源中转型码头。

图 8: 京唐港区与曹妃甸港区腹地比较

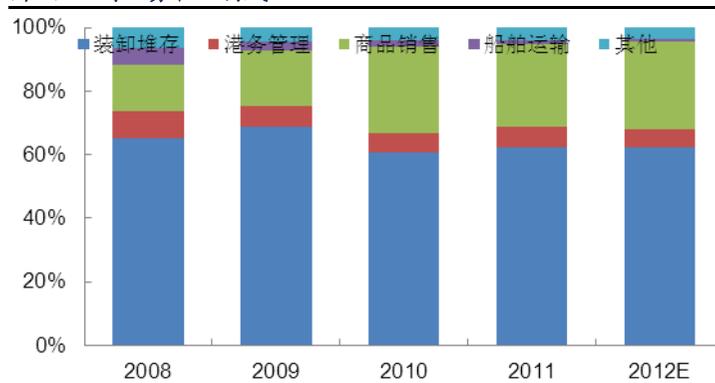


资料来源：信达证券研发中心

## 主要业务板块分析

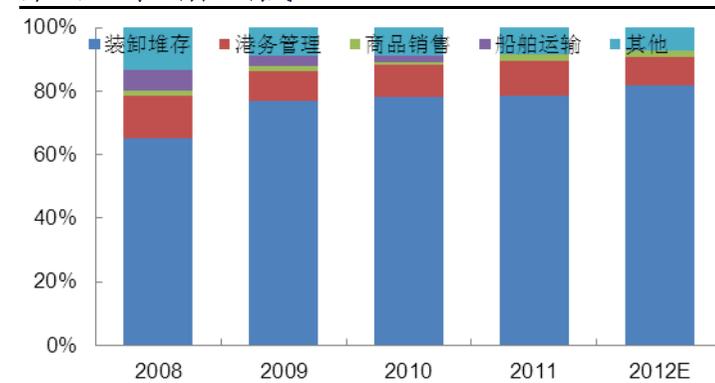
公司主营业务主要由装卸堆存、港务管理、商品销售、船舶运输等构成，其中装卸堆存、港务管理和商品销售业务收入分别占到公司 2011 年业务收入的 62%、7%和 26%，合计达到 95%。

图 9: 公司业务收入构成



资料来源: 公司公告

图 10: 公司毛利收入构成



资料来源: 公司公告

装卸堆存业务 2011 年贡献了收入的 62%，毛利的 78%，主要由钢铁、铁矿石、煤炭和其他货种业务构成。2011 年公司共接卸 8315 吨货物，其中铁矿石、钢铁、煤炭和其他货物分别为 3214、1452、3149 和 5 万吨，分别占比 38.7%、17.5%、37.9%和 6%。

公司货物吞吐量保持快速增长，2009-2011 年货物吞吐量复合增长率达到 22%。其中钢材吞吐量增长比较平稳，三年复合增速达到 9%；受制于码头装卸能力，铁矿石吞吐量近三年复合增长率 18%，随着首钢码头公司收购的完成，公司 2012 年，2013 年铁矿石吞吐量将会有爆发性增长，2012 年上半年铁矿石吞吐量同比增长超过了 60%；收益于大秦线运能分流和迁曹铁路建成，煤炭吞吐量近三年复合增速达到了 32%；其他货种的复合增速达到了 61%。

### 铁矿石装卸堆存业务

铁矿石装卸堆存收入占 2009 年公司装卸堆存收入的 44%，但是由于公司港口航道水深和码头设施瓶颈所限，公司铁矿石运量在 2009 年达到增长顶峰后，被其他港口分流的影响开始加大，2010 年同比下降 10%。随着 2011 年 11 月 25 日首钢码头投入试运行，2011 年铁矿石运量开始回升，同比增长了 9%。随着首钢码头在 2012 年和 2013 年逐步达到设计能力，我们预计铁矿石吞吐量将达到 5600 万吨和 6700 万吨，同比增长 74%和 20%。

### 装卸设施

公司原拥有 2 个专业化矿石泊位，年通过能力 1700 万吨，而 2010 年公司实际接卸 2953 万吨铁矿石，设施利用率达到 174%，矿石接卸能力提升裕度已非常有限。首钢码头岸线长度 855 米，共建设两个 20 万吨级矿石泊位，配套堆场 110 万平方米，设计通过能力 3500 万吨/年，码头前沿水深将达到-19.5 米，具备接卸进口巴西矿和澳矿的能力，25 万吨级大型铁矿砂船无需乘潮可直达港区。

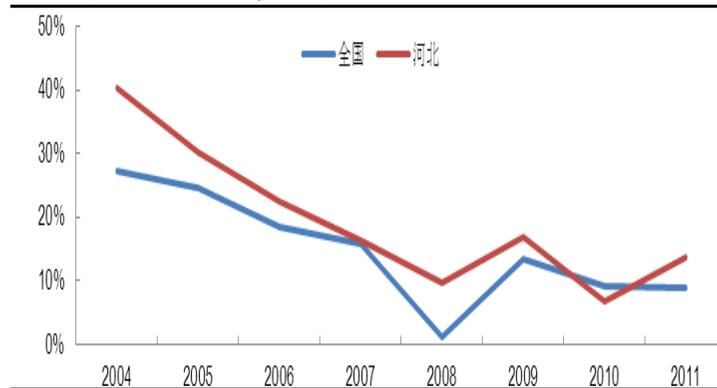
京唐港区原航道为 7 万吨级，2010 年 2 月，京唐港区 10 万吨级航道通过验收投入使用，提升了港区的通航能力，可满足 10 万吨船舶单向、1 万吨以下船舶双向通航。但是由于航道能力不足，使港口只能接纳巴拿马及以下级别的船型，致使许多需求、特别是铁矿石的需求得不到满足。公司配套 20 万吨级矿石码头建成 20 万吨级航道，在原 10 万吨级航道的基础上加深、延长，航道长度 16.7 公里，设计底标高-20.0 米，可满足 20 万吨级船舶单向 5 万吨级船舶双向通航。

公司通过再融资收购首钢码头和建设 20 万吨级航道解决了公司缺乏大型专业化矿石泊位、码头装卸能力紧张的局面，使公司的核心竞争力得到提升。

### 唐山地区钢铁发展

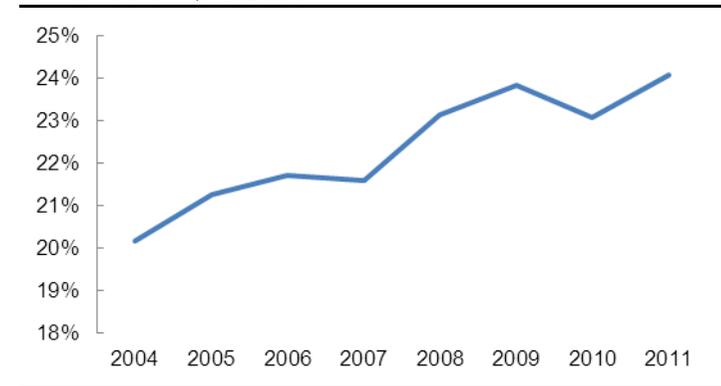
河北是中国钢铁生产第一大省，钢铁产量增速持续领先全国整体水平。国家统计局统计 2011 年粗钢产量统计数据显示，2011 年全国粗钢产量增速 8.9%，河北省增速达到 13.8%。近年来国内钢铁产能呈现出向河北省不断集中的趋势，河北粗钢产量占全国比重呈逐年上升态势，2011 年全国粗钢产量 6.83 亿吨，河北省则达到 1.65 亿吨，占全国粗钢产量的比重进一步提升至 24%。而全国预估粗钢产能达 8.2 亿吨，河北地区的产能在 2.4 亿吨左右，占全国总量的 29.3%。

图 11: 全国及河北粗钢产量增速



资料来源: 公司公告

图 12: 河北粗钢产量全国占比



资料来源: 公司公告

河北的钢铁产能主要分布在京唐港区直接腹地唐山地区，根据河北省的规划，钢铁产业发展的方向是现有产能和新建产能向沿海地区转移，主要是向唐山和沧州这两个地区转移。目前唐山地区内 45 家钢铁企业共有 144 座高炉，产能 1.2 亿吨左右，占河北省的 50%左右，占全国粗钢产能的 14.6%左右。其中长流程钢厂 34 家，产能 1.06 亿吨，钢坯、生铁生产企业 11 家，产能 0.13 亿吨。

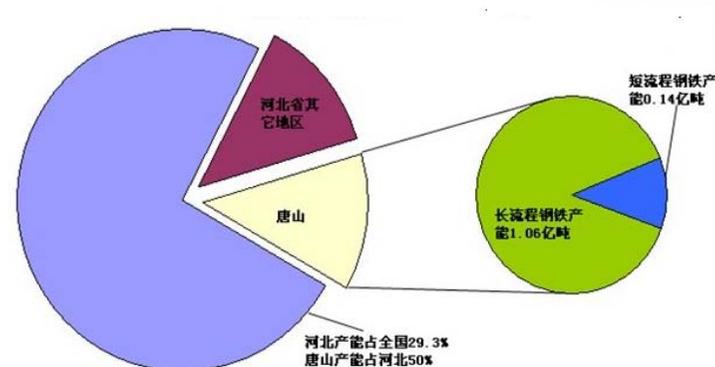
唐山依托其著名的煤炭、铁矿生产基地，坐拥毗邻京、津两市，海运、铁路、公路交通便利的优势，建立起了集约高效的钢铁产业。在 2000 年唐山市钢铁产能不到 500 万吨，在全国十大钢铁基地排在最后一位。随着国内经济的快速发展，钢材的需求量越来越大，唐山借机大力发展钢铁行业，整个地区转变发展方式，迎来产能的集中释放。虽在后期面临高耗高污企业改革，

唐山钢铁业却在节能减排、整合重组、关闭取缔、治理整顿等多方面压力袭击中继续发展壮大，十年来取得了年均产能增长率 34% 的成绩。

从 2008 年开始，唐山钢铁产业开始淘汰落后产能行动，四年的时间累计淘汰落后炼铁产能 1571 万吨、炼钢产能 2289 万吨，唐山总淘汰产能占全国淘汰任务的 17%。淘汰落后产能的行动，间接刺激了中小钢铁企业对生存的追求。为了生存下去，中小企业不断加紧产线上马、大力生产、扩张合并，以小换大等。

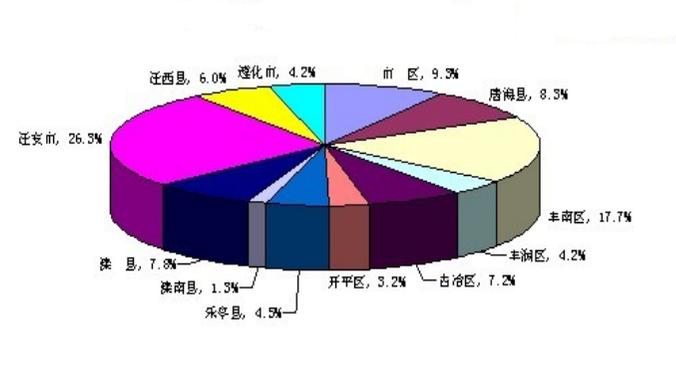
分区域统计来看，迁安市区域内钢铁产能所占比重较大，主要是区内占据铁矿石资源丰富、品位好的优势，首钢迁安公司（800 万吨）、九江线材（600 万吨）等大型钢企落户，发展壮大；其次产能占比大的便是丰南区，与京津邻近，交通优势明显，这两大区占钢铁总产能的 44% 左右，产业相对来说比较集中。

图 13: 唐山市钢铁产能分类



资料来源: 中国联合钢铁网

图 14: 唐山市各区钢铁产能占比



资料来源: 中国联合钢铁网

表 8: 唐山市新增钢铁产能

钢厂名称	所属区域	新增高炉	目前状态	产能 (万吨)
****	迁安市	2560 M3*1	已烘炉	220
****	迁安市	2560 M3*1	5 月投产	220
**	迁安市	1080 M3*1	年底投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	已投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	5 月投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	1 月投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	2 月底投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	2 月底投产	120
****	迁安市	1080 M3*1	3 月投产	120

**	迁安市	1080 M3*1	下半年投产	120
**	迁安市	1080 M3*1	下半年投产	120
**	迁安市	1080 M3*1	下半年投产	120
**	迁安市	1080 M3*1	下半年投产	120
**	遵化市	1200 M3*1	2月下旬投产	130
**	滦县	1080 M3*1	4-5月投产	120
**	丰南区	680 M3*1	3月投产	80
**	丰润区	1080 M3*1	已准备, 随时投产	120
***	丰润区	1080 M3*1	6月建成投产	120
总计		18座高炉		2330

资料来源: 中国联合钢铁网

在全国高喊产能过剩时, 唐山钢铁业并未停止产能扩张的步伐。中国联合钢铁网最新统计, 2012 年统计唐山地区将新增 18 座高炉, 共计 2330 万吨的新增产能, 其中迁安市新增产能就达 1760 万吨, 产能集中性越来越强。预计唐山地区钢铁产能于 2012 年底将达到 1.4-1.45 亿吨。

在钢铁行业不景气和产业政策转向, 全国高喊产能过剩的大背景下, 唐山地区钢厂的扩产热情却持续不减, 高炉开工率的数据不断刷新, 一部分新建高炉也相继投产。据中国钢管信息港报道, 目前, 唐山地区的高炉开工率已达 95% 以上, 几乎所有的钢厂都在开足马力生产。

唐山地区高效集约的钢铁氛围是其它任何地区所不具备的, 由此形成了 4000-5000 家从事钢铁贸易的公司, 20 余家较大规模的钢材物流园。直接腹地内钢铁产能逐年增加将对公司铁矿石吞吐量的持续增长形成有力支撑。

### 铁矿石回流

由于曹妃甸港拥有 4 个 25 万吨级铁矿石深水泊位, 能够接卸 10 万吨级以上大型散货船运输的进口巴西矿和澳矿, 而京唐港泊位等级偏小, 仅能接卸 10 万吨级以下小型散货船运输的进口印度矿, 导致腹地内大量钢铁企业进口的巴西矿和澳矿被迫绕道曹妃甸港上水, 部分铁矿石货源还流向了周边的天津港和秦皇岛港等其他港口。2010 年唐山地区进口铁矿石总量 1.1 亿吨左右, 其中京唐港仅接卸 2,954 万吨, 曹妃甸港接卸 6405 万吨, 剩余 1600 万吨左右则流向了周边其他港口。2009 年全年秦皇岛港的铁矿石吞吐量为 1900 万吨, 但是秦皇岛本地的钢厂只能为其带来至多 300 万吨的货量, 秦皇岛港的矿石吞吐量中大约有 1000 万吨是唐山地区的钢厂生成的。另外天津港大约有 600 万吨的铁矿石吞吐量也是来自唐山地区的。因此这部分货量将来将伴随着京唐港区和曹妃甸港区的吞吐能力增加而出现回流。

我们预计首钢码头 2 个 20 万吨级矿石码头投产将吸引周边港口矿石回流量 4000 万吨:

1、直接腹地钢厂。由于京唐港区位于唐山海港经济开发区内, 因此坐落在开发区内的钢铁企业都会完全依赖京唐港进口铁矿

石和出口钢材，属于“垄断腹地”。目前坐落在开发区内的钢铁企业主要包括中冶恒通冷轧技术有限公司、唐山中厚板材有限公司、河北德龙现代特种管件制造有限公司等。我们预计将回流 700 万吨。

- 2、迁安、乐亭、滦南等地钢厂。如迁安地区现有钢铁产能 5000 万吨，迁安地区钢厂进口的铁矿石通过京唐港上水比通过曹妃甸港上水节省公路运距 50 公里，每吨矿石节省运费 5 元。我们预计将回流 2300 万吨。
- 3、首钢、唐钢原来通过青岛、日照、大连等港口卸载后转水的二程矿，将直接转变为一程矿在京唐港上水。我们预计将回流 500 万吨左右。
- 4、山西、内蒙、宣化及承德等内陆钢厂以前通过日照港、青岛港、连云港上水的矿石有望回流至京唐港，如太钢进口矿石通过京唐港上岸比通过青岛港上岸每吨节省运费 10 元。我们预计将回流 500 万吨左右。

此外首钢也对新码头的运量作出了承诺。

公司直接腹地唐山地区近两年还将有 2000 万吨以上的新增钢铁产能，带来的铁矿石进口需求在 3000 万吨以上。如海港开发区内唐钢计划新建 100 万吨的无缝钢管、300 万吨的 H 型钢等近两年都需开工建设；此外，首钢码头后方预留了大片土地，首钢宝业 1500 万吨精品钢基地计划落户于此，未来唐钢也可能入驻，带来的新增产能也将在 1500 万吨左右。因此，首钢码头 2 个 20 万吨级泊位达到设计能力 3500 万吨运能，甚至到 5000 万吨计划运能，在矿石需求端都是有保证的。

考虑到首钢码头 2011 年 11 月底刚试运行，一般第一年矿石转运皮带有一个磨合过程，我们预计公司铁矿石 2012 年将实现 2400 万吨增量，同比增长 75%；2013 年首钢码头达产，公司铁矿石实现 1100 万吨增量，同比增长 20%；2014 年达到计划吞吐能力，公司铁矿石实现 1100 万吨增量，同比增长 16%。

### 钢材装卸堆存业务

公司有着距离腹地钢厂近的天然优势，依托唐山市近几年不断扩充的产能，以及唐山市精品钢材基地建设规划，公司钢铁吞吐量不断上升，跃居成为公司第三大货种，钢材发运量在沿海港口中排名第三位。

2011 年河北省钢材产量 1.92 亿吨，增幅高于全国 3.56 个百分点，占全国的比例为 21.82%，继续位列全国首位，其中唐山市占比超过 50%以上。过去受京唐港区吞吐能力不足等因素的影响，唐山地区钢材一部分流向天津港等其他周边港口。

公司原有钢材泊位 4 个，设计能力为 600 万吨，而 2010 年公司钢材吞吐量已达到 1480 万吨，设施利用率已达到 240%左右。公司 IPO 募投项目中包含的 20-22#泊位是通用杂货泊位，码头结构按照远期可停靠 10 万吨级船舶预留，码头前沿水深 -16.0 米，泊位吨级大，停靠船型大，专业化程度高。堆场区面积约 80.8 万平方米，运输通畅，铁路和高速公路直达港区。近期的货种以钢铁类件杂货为主，年设计通过能力 560 万吨，2010 年投产后已实现吞吐量 594 万吨，达到当年投产、当年贡献利润的预期目标。

公司钢材业务的客户主要分布在唐山地区，少部分来自宣化、包头、太原等地。依托腹地钢铁产业发展的支撑，京唐港紧随天津港和营口港，位居国内第三大钢材发运港。

由于京唐港距河北省内主要钢厂的距离较天津港更近，且每吨钢材装卸费率较天津港低 7-8 元，2010 年 4 月随着新建通用泊位投产，部分钢材开始回流京唐港。另外，公司采用班轮作为优势，吸引货源；且在丰南区等地设立场站，依靠集装箱优势吸附大量货源，此举可使每月钢材量增加 5 万吨左右。

虽然受宏观经济下滑影响，公司 2011 年钢材吞吐量有所减少，2012 年上半年与 2011 年基本持平，但公司有着距离腹地钢厂近的天然优势，依托唐山市不断扩充的产能，以及唐山市精品钢材基地建设规划，同时考虑周边港口钢材货源继续回流的影响，我们预计未来 2-3 年公司钢材吞吐量将保持平稳缓慢增长，估算公司 2012-2014 年钢材吞吐量增速 3%，4%，4%。

### 煤炭装卸堆存业务

京唐港区是北方沿海 7 个主要煤炭下水港之一，煤炭吞吐量主要来自于大秦线分流的内贸下水煤，以及腹地企业进口的焦煤。公司作为北煤南运通道的组成部分，煤炭装卸堆存业务增速迅猛，近 3 年煤炭吞吐量复合增长率超过了 30%。2011 年公司完成煤炭吞吐量 3149 万吨，同比增长 15%，其中进口焦煤量 1323 万吨，仍位居全国沿海港口第一位。

### 开滦配煤中心项目

公司直接腹地唐山海港开发区是目前国内最大的煤化工临港加工区，现有煤化工产能 670 万吨。受腹地焦化企业和钢铁企业支撑，京唐港焦煤进口量连续三年位居国内港口第一。

公司和开滦集团在京唐港区合资建设 2000 万吨焦煤配煤中心项目（近期 2000 万吨，远期计划达到 5000 万吨），公司持有 19% 的股权。开滦配煤中心项目位于京唐港煤码头规划区域内，总投资 11.56 亿元，总占地面积 1073 亩。产品定位为炼焦煤，总流通量 2000 万吨。该基地具有配制冶炼精煤、集中储煤场、物流配送、物流信息处理、交易市场结算、物流系统设计咨询六大功能。建成后将成为国家煤炭供应链管理示范物流工程及世界一流炼焦煤储配基地，通过全球采购，整合国内外炼焦煤资源。预计一期 2000 万吨投产后每年将给京唐港带来 1500 万吨的煤炭吞吐量（上水 750 万吨，下水 850 万吨），将促进公司焦煤运量的快速增长。

### 蒙冀铁路

大秦线煤炭主要通过秦皇岛港、以及唐山地区的曹妃甸港和京唐港下水，运往华东和华南电厂。大秦线 2010 年煤炭运量 4 亿吨，其中经由京唐港下水的煤炭量为 4778 万吨（上市公司装卸 1242 万吨，国投中煤同煤公司装卸 3536 万吨）。

目前在建的蒙冀铁路（包头-集宁-张家口-曹妃甸），构成了蒙西、蒙东直达曹妃甸港的铁路煤运大通道，设计运输能力为 2 亿吨/年；曹妃甸港目前煤炭运输能力为 5000 万吨/年，近期主要配合大秦线扩能要求，中远期则是作为“蒙冀铁路大通道”的配套港口，煤炭下水能力将达到 2 亿吨；2014 年蒙冀铁路建成后，内蒙煤炭多数经由蒙冀铁路运往曹妃甸港下水，而山

西地区煤炭多数经由大秦线运至秦皇岛港和京唐港下水，由于秦皇岛港已经趋于饱和，京唐港下水煤炭将迎来跨越式发展机遇，预计内贸下水煤有望增加 1 亿吨左右。

### 进口焦煤

由于唐山地区钢铁企业密集，对焦炭需求旺盛，且受国家铁路运力的限制，唐山地区对外贸进口焦煤的依赖性越来越大。唐山地区的焦化企业主要集中在京唐海港经济开发区，京唐港区固有的集疏运体系、码头泊位、运营策略等优势使得京唐港区 2008 年至 2011 年外贸进口焦煤量稳居全国第一。

海港经济开发区成为国内最大的具有完整煤焦一体化产业链条，被认定为河北省煤化工特色产业基地。目前，开滦唐山湾百万吨级煤焦油深加工二期 60 万吨深加工项目和京唐港煤化工园区 6 万吨/年聚甲醛生产装置、15 万吨/年己二酸装置及配套设施等一批精细化工项目正在积极组织推进。随着煤化工产业链不断向下游延伸，对进口焦煤的需求增强，京唐港区成为全国最大的焦煤集散地，给公司带来新的发展机遇。

整个京唐港区经营煤炭业务的主要是国投中煤同煤京唐港口公司（公司参股 12%）和京唐港煤炭港埠有限责任公司（公司控股 61.42%）。国投中煤建设第四港池 32#~34#泊位，经营大秦线分流的 3000 万吨煤炭项目；京唐港煤炭港埠公司经营 4#~6#泊位；还有部分业主经营 2#和 3#泊位，为业主自身提供煤炭装卸业务。

公司目前正按照河北省发改委关于开展 36#-40#煤炭专业化泊位项目前期工作的批复，编制完成了 36#-40#泊位工程项目可研、环评、安评等系列报告，申报审核工作有序推进。如果煤炭专业化泊位按计划建成，公司将新增 4600 万吨运能。公司为满足后续建设项目的资金需求，拟发行 20 亿中期票据。按照公司融资审核周期及泊位建设周期，我们预计煤炭专业化泊位将在 2015 年试运行，新增 2000 万吨吞吐量；2016 年达产，新增 4600 万吨吞吐量。

我们预计 2012 年公司煤炭吞吐量在焦煤进口的推动下增长 11%至 3500 余万吨，2013 年、2014 年维持 10%的自然增长；2015 年由于煤炭专业码头试运行，吞吐量骤增 47%到 6300 万吨。

### 其他货种

依托液化产品、木材、粮食、水渣、滚装汽车等新货种，打造新的运量增长点，重点培育滚装汽车及出口机械设备等货种，发展滚装汽车运输业务；利用木材加工基地优势，做大进口木材上岸业务。拉长对客户的服务链，吸引废钢深加工、木材深加工、矿石破碎等项目落地，形成产业聚集效应。

公司近年来加大新货种开发力度，货种结构日趋合理，尤其是一些重大项目落户临港工业园区后，进口木材、进口大豆、液体化工等新货种异军突起，有望成为未来几年新的增长动力。随着多个新货种的成功开发，未来 3 年内有望达到 1400 万吨。进口木材：新开发外贸进口木材业务，和乐亭新区政府联手，有望将京唐港区培育成为北方最大木材集散地。进口大豆：中储粮油脂、油料加工项目在京唐港区落户，大豆进口及成品油出口将在公司装卸。年进口量将达到 150 万吨，大豆及成品油

将新货种增量中的一个亮点。

## 收费标准

2011年6月16日，财政部、交通运输部联合发布《港口建设费征收使用管理办法》，代替1993年颁发的《港口建设费征收办法实施细则》。新的管理办法于2011年10月1日开始执行。

改革主要涉及到两点：（1）港建费的征收主体由港口企业代征代缴变更为由海事局价外征收；（2）港建费下调，国外进出口货物每吨由7元降为5.6元，国内出口货物每吨由5元降为4元。

港口企业一般征收包干费率，包括港杂费、装卸费和代收的港建费，以唐山港的铁矿石为例，包干费率为25.1元/吨，除去代收代缴的7元/吨港建费，上市公司计算的收入大致为18元/吨。

**表 9: 唐山港各货种的收费标准**

有效费率 (元/吨)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
矿石	17.3	18.6	18.4	18.4	19.6	20.4
钢材	20.8	23.9	20.4	20.6	21.6	22.896
煤炭	22.2	19.7	22.2	22.6	24.9	26.145
其他	18.4	23.1	22.8	23	25.8	28.896

资料来源：信达证券研发中心

## 投资风险

- 环渤海湾港口分布密集，竞争较为激烈，可能影响公司先前被分流的货源调头回流；
- 经济周期和相关行业景气周期所引致的风险，港口吞吐量与腹地经济发展的关联度高，未来国内外宏观经济波动、河北沿海经济带建设发展情况等都有可能对公司吞吐量构成影响；
- 协力作业模式对公司业务协调和管理控制提出了更高的要求。若公司的经营管理水平不能适应企业规模扩展的需要，将可能影响公司的运营效率和业务的持续发展；
- 自然条件异常变化的风险，
- 国家宏观调控对唐山地区钢铁产能及铁矿石吞吐量的影响。

□

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,000.78	1,875.27	1,395.81	4,165.67	3,664.30
现金	865.00	1,438.09	974.49	3,685.06	3,120.83
应收账款	7.93	96.22	75.70	87.21	99.45
其它应收款	71.54	74.53	113.65	130.92	149.30
预付账款	38.84	138.26	130.15	148.50	167.88
存货	7.74	112.65	86.30	98.47	111.32
其他	9.72	15.53	15.53	15.53	15.53
非流动资产	4,183.91	8,674.78	9,399.72	9,702.76	10,395.88
长期投资	191.80	347.02	347.02	347.02	347.02
固定资产	3,134.91	6,502.11	7,186.04	7,049.51	6,904.01
无形资产	587.91	576.72	617.17	656.09	693.99
其他	269.28	1,248.93	1,249.49	1,650.14	2,450.86
资产总计	5,184.69	10,550.05	10,795.53	13,868.44	14,060.18
流动负债	655.17	2,951.10	2,510.91	2,787.35	3,042.18
短期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	150.00
应付账款	292.65	1,475.26	1,288.13	1,469.73	1,661.59
其他	362.52	1,325.84	1,072.78	1,167.62	1,230.59
非流动负债	781.27	2,179.27	2,179.27	4,179.27	3,179.27
长期借款	629.00	2,008.07	2,008.07	4,008.07	3,008.07
其他	152.27	171.20	171.20	171.20	171.20
负债合计	1,436.43	5,130.37	4,690.17	6,966.62	6,221.45
少数股东权益	258.46	798.77	882.69	1,002.57	1,158.41
归属母公司股东权益	3,489.80	4,620.91	5,222.67	5,899.25	6,680.32
负债和股东权益	5184.69	10550.05	10795.53	13868.44	14060.18

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,556.88	2,998.26	4,301.66	4,955.53	5,651.25
同比	32.49%	17.26%	43.47%	15.20%	14.04%
归属母公司净利润	343.93	461.44	601.76	676.58	781.07
同比	35.97%	34.17%	30.41%	12.43%	15.44%
毛利率	33.39%	33.89%	34.63%	35.25%	35.81%
ROE	13.13%	11.38%	12.23%	12.17%	12.42%
每股收益(元)	0.30	0.41	0.53	0.60	0.69
P/E	22	16	13	11	10
P/B	2.17	1.64	1.45	1.28	1.13
EV/EBITDA	8.99	10.43	7.05	7.22	5.85

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,556.88	2,998.26	4,301.66	4,955.53	5,651.25
营业成本	1,703.04	1,982.15	2,812.16	3,208.63	3,627.49
营业税金及附加	70.90	86.65	121.80	141.77	161.67
营业费用	4.81	8.61	10.23	13.01	14.84
管理费用	234.44	271.60	322.62	346.89	409.72
财务费用	53.97	36.61	117.98	181.69	190.00
资产减值损失	1.60	1.41	2.10	2.42	2.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.26	11.63	6.88	8.63	9.02
营业利润	495.38	622.85	921.64	1,069.75	1,253.85
营业外收入	8.48	33.69	16.28	19.48	23.15
营业外支出	4.68	2.79	3.28	3.58	3.22
利润总额	499.18	653.75	934.64	1,085.65	1,273.78
所得税	135.83	170.39	248.97	289.19	336.87
净利润	363.35	483.36	685.68	796.46	936.92
少数股东损益	19.42	21.92	83.92	119.88	155.84
归属母公司净利润	343.93	461.44	601.76	676.58	781.07
EBITDA	817.85	990.37	1,464.71	1,707.10	1,937.38
EPS (摊薄)	0.38	0.43	0.53	0.60	0.69

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	695.36	594.67	777.08	1,616.36	1,769.87
净利润	363.35	483.36	685.68	796.46	936.92
折旧摊销	258.08	290.00	400.59	431.97	444.11
财务费用	60.58	46.61	129.48	189.48	219.48
投资损失	-7.26	-11.63	-6.88	-8.63	-9.02
营运资金变动	18.16	-191.47	-426.43	214.73	189.26
其它	2.45	-22.20	-5.36	-7.65	-10.88
投资活动现金流	-524.02	-2,397.51	-1,111.19	-716.31	-1,114.61
资本支出	-503.64	-1,756.78	-1,118.07	-724.93	-1,123.63
长期投资	7.60	-539.48	6.88	8.63	9.02
其他	-27.98	-101.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	473.87	2,215.88	-129.48	1,810.52	-1,219.48
短期借款	1,606.26	1,073.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	-855.80	1,418.17	0.00	2,000.00	-1,000.00
其他	279.50	275.31	129.48	189.48	219.48
现金净增加额	645.20	413.04	-463.60	2710.57	-564.23

## 分析师简介

冯磊，从业 11 年，曾就职于北京证券，从事行业公司研究和 ETF 投资。2008 年加入信达证券，担任过行业协会会刊专栏作者。崇尚多元化投资理念。

## 交通运输行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
宁沪高速	600377	山东高速	600350	连云港	601008	唐山港	601000
天津港	600717	中国国航	601111	南方航空	600029	东方航空	600115
大秦铁路	601006	广深铁路	601333	保税科技	600794	上海机场	600009

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。