

# 广州港（601228）

证券研究报告

2017 年 03 月 29 日

## 珠三角龙头大港，内贸为主差异竞争

### 华南地区内贸大港，泊位与疏运网络发达

广州港位于珠江入海口，毗邻港澳，2016 年全港货物吞吐量位列全国第五、全球第六，货物吞吐量占珠三角地区的 47.07%，港区以内贸货物为主，2014-2016 年内贸吞吐量占全港货物比重均在 75%以上。

广州港上市公司成立于 2010 年，实际控制人为广州市国资委。从吞吐量结果上看，上市公司基本上承担了港区绝大部分业务，其货物吞吐量占全港的 85.8%，集装箱吞吐量占 77.7%。公司主要运营 68 个泊位，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，此外，公司拥有发达的水公铁空集疏运网络及配套设施。

### 实控人为广州市国资委，募集资金投向南沙三期建设

公司本次发行新股 6.99 亿股，占发行后总股本的 11.28%，计划募资 16 亿元，发行后总股本为 61.9 亿，前五大股东分别为广州港集团、国投交通控股、广州发展、中远集团和上海中海码头，实控人广州国资委。募集资金将主要用于广州港南沙港区三期项目，该项目工程投资总额为 74.74 亿元，截至 2016 年底，项目已完成投资比例约 75%。

### 吞吐量增长稳健，四类收入装卸为主

2014-2016 年广州港股份货物吞吐量 CAGR 为 5.1%，其中占比较高的内贸货物吞吐量 CAGR 为 5.9%，整体增长较为稳健。广州港股份收入主要来自四大板块，分别是装卸及相关业务、物流及港口辅助业务、贸易业务和其他业务板块，装卸及相关业务对收入和毛利润贡献最大，贡献度分别为 54.3% 和 84.4%。

### 宏观增速放缓叠加竞争压力，核心板块业绩略有下滑

公司装卸业务板块自 2014 年开始连续两年出现下滑，2016 年广州港股份装卸及相关业务实现收入 41.38 亿元，同比降 2.05%，毛利润为 16.32 亿元，同比减 4.43%。我们认为广州港的收入增速主要来自贸易板块确认额的增加，而毛利和净利润的下滑更多是因为宏观经济增速放缓和华南珠三角区域的港口产能在过去几年持续增加带来的竞争压力所致。

**投资建议：**公司 IPO 项目一方面会增加集装箱码头产能和业务量，但同时随着南沙三期码头投用，仍有引发区域港口竞争进一步加剧的可能，我们判断二级市场的“打新”热情短期将提升公司的短期市值，但结合公司在珠三角核心区域带来的增长潜力和当前 A 股兄弟企业的参考估值来看，广州港股份的合理估值介于 25-30 倍之间。

**风险提示：**区域内港口竞争加剧；宏观经济超预期下滑

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 交通运输/港口  |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格   | 3.30 元   |
| 目标价格   | 4 元      |

### 基本数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股)   | 6,193.18  |
| 流通 A 股股本(百万股) | 698.68    |
| A 股总市值(百万元)   | 20,437.49 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,305.64  |
| 每股净资产(元)      | 1.82      |
| 资产负债率(%)      | 45.80     |
| 一年内最高/最低(元)   | 3.30/2.75 |

### 作者

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 姜明                         | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110516110002 |     |
| jiangming@tfzq.com         |     |
| 张峰                         | 联系人 |
| zhangfeng@tfzq.com         |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

| 财务数据和估值     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E     |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 6,712.61 | 7,737.39 | 8,391.96 | 9,353.57 | 10,091.22 |
| 增长率(%)      | 10.00    | 15.00    | 8.00     | 11.00    | 8.00      |
| EBITDA(百万元) | 2,072.02 | 2,146.47 | 2,308.23 | 2,477.78 | 2,651.35  |
| 净利润(百万元)    | 672.49   | 670.88   | 783.44   | 847.04   | 971.24    |
| 增长率(%)      | (17.00)  | 0.00     | 17.00    | 8.00     | 15.00     |
| EPS(元/股)    | 0.11     | 0.11     | 0.13     | 0.14     | 0.16      |
| 市盈率(P/E)    | 30.39    | 30.46    | 26.09    | 24.13    | 21.04     |
| 市净率(P/B)    | 2.16     | 2.04     | 1.78     | 1.66     | 1.54      |
| 市销率(P/S)    | 3.00     | 2.60     | 2.40     | 2.20     | 2.00      |
| EV/EBITDA   | 0.00     | 0.00     | 9.72     | 8.24     | 7.05      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 公司概况.....                       | 4  |
| 1.1. 广州港和广州港股份 .....               | 4  |
| 1.1.1. 广州港 .....                   | 4  |
| 1.1.2. 广州港股份 .....                 | 5  |
| 1.2. IPO 方案：拓展集装箱码头 .....          | 6  |
| 2. 主营分析.....                       | 8  |
| 2.1. 营收、利润及业务板块 .....              | 8  |
| 2.2. 宏观增速放缓叠加竞争压力，核心板块业务略有下滑 ..... | 9  |
| 3. 估值对比及投资建议 .....                 | 10 |
| 4. 风险提示 .....                      | 11 |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1：广州港区示意图 .....                         | 4  |
| 图 2：广州港区位优势 .....                         | 4  |
| 图 3：2011-2016 广州港、全国港口货物吞吐量 .....         | 5  |
| 图 4：2011-2016 广州港、全国港口集装箱吞吐量 .....        | 5  |
| 图 5：广州港股份 IPO 前股权结构图 .....                | 6  |
| 图 6：广州港股份近三年运营数据 .....                    | 9  |
| 图 7：2011-2016 年公司营收、归母净利润（亿元）及增速（%） ..... | 9  |
| 图 8：2011-2016 主营业务收入结构（百万元） .....         | 9  |
| 图 9：2014-2016 主营业务毛利润结构（百万元） .....        | 9  |
| 图 10：盐田港、深赤湾 A、广州港股份装卸业务毛利率（%） .....      | 10 |
| 图 11：盐田港、深赤湾 A、广州港股份装卸业务毛利润（百万元） .....    | 10 |
| 图 12：港口行业上市企业市盈率（倍）比较 .....               | 11 |
| 图 13：港口上市企业市净率（倍）比较 .....                 | 11 |
| 图 14：港口行业上市企业 ROE 对比 .....                | 11 |
| 图 15：珠三角港口上市企业装卸业务毛利率对比（%） .....          | 11 |
| 表 1：2016 年全球吞吐量排名前十大港口 .....              | 4  |
| 表 2：2016 年珠三角地区主要港口货物及集装箱吞吐量 .....        | 5  |
| 表 3：广州港股份现有主要泊位 .....                     | 6  |
| 表 4：广州港股份 IPO 基本情况 .....                  | 7  |
| 表 5：广州港股份 IPO 后股东结构 .....                 | 7  |
| 表 6：南沙港三期工程设计参数 .....                     | 7  |
| 表 7：广州港股份近三年货物吞吐量（亿吨）及集装箱吞吐量（万标准箱） .....  | 8  |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 8：广州港股份部分装卸业务吞吐量及收入（亿元） ..... | 10 |
|---------------------------------|----|

## 1. 公司概况

### 1.1. 广州港和广州港股份

#### 1.1.1. 广州港

广州港位于珠江入海口和我国外向型经济最活跃的珠江三角洲地区中心地带，濒临南海，毗邻香港和澳门，因地理条件优越、周边内河水系发达，广州港可被分为内港和外港两大区域，在内而外分别为内港、黄埔、新沙和南沙四大港区，港区内集疏运系统完善，水路、公路、铁路、空运集疏运网络发达，水路借助江航道可辐射至广东、广西等流域，内河驳船集疏运可覆盖泛珠三角，同时港区铁路与全国铁路干线联网，可覆盖湘、鄂、赣、桂、云、贵、川等地区，经营货种以集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品为主。

2016 年全港货物吞吐量为 5.2 亿吨，位列全国第五、全球第六，国内排名仅次于宁波-舟山港、上海港、苏州港、天津港，占国内港口总吞吐量比重约为 4.41%；港区集装箱吞吐量达 1886 万标准箱，位列全国第四、世界第七，国内前 3 的分别为上海、深圳和宁波-舟山港，广州港占全国比重比约为 8.52%，值得一提的是广州港以内贸货物为主，2014-2016 年内贸吞吐量分别为 3.63、3.82 和 3.98 亿吨，占全港货物比重为 75.3%、76.3%和 76.3%。

图 1：广州港区示意图



资料来源：百度图库，天风证券研究所

图 2：广州港区区位优势



资料来源：百度图库，天风证券研究所

表 1：2016 年全球吞吐量排名前十大港口

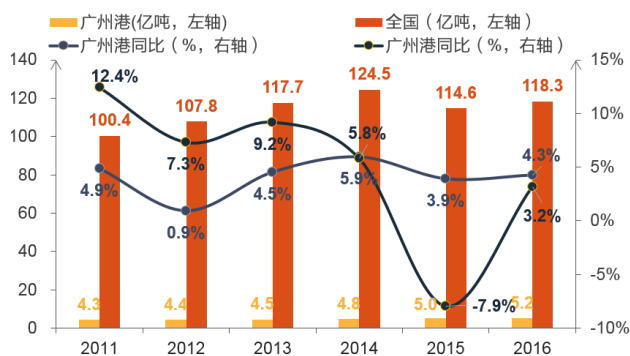
| 货物吞吐量排名 | 港口     | 货物吞吐量（亿吨） | 集装箱吞吐量排名 | 港口     | 集装箱吞吐量（万标准箱） |
|---------|--------|-----------|----------|--------|--------------|
| 1       | 宁波-舟山港 | 9.18      | 1        | 上海港    | 3713         |
| 2       | 上海港    | 6.43      | 2        | 新加坡港   | 3090         |
| 3       | 新加坡港   | 5.93      | 3        | 深圳港    | 2411         |
| 4       | 苏州港    | 5.74      | 4        | 宁波-舟山港 | 2157         |
| 5       | 天津港    | 5.50      | 5        | 香港港    | 1963         |
| 6       | 广州港    | 5.22      | 6        | 釜山港    | 1943         |
| 7       | 唐山港    | 5.16      | 7        | 广州港    | 1858         |
| 8       | 青岛港    | 5.01      | 8        | 青岛港    | 1801         |
| 9       | 黑德兰港   | 4.85      | 9        | 迪拜港    | 1480         |
| 10      | 鹿特丹港   | 3.45      | 10       | 天津港    | 1450         |

资料来源：交通运输部，WIND，天风证券研究所

- **吞吐量及增速：**2016 年广州港货物吞吐量约占全国港口吞吐量比重约为 4.41%，在整个珠三角港口群中的占比为 47.07%；集装箱吞吐量占比为 8.52%，占珠三角港口群比重为 41.23%；从增速维度看，2016 年广州港货物吞吐量增速为 4.3%，略低于珠三角港口 5.6%的增速，但仍比全国港口 3.2%的增速高出近 1 个百分点；与此同时，广州港近年来集装箱业务得到长足进步，2016 年增速为 6.8%，高出珠三角港口群近 3.3 个百分点，

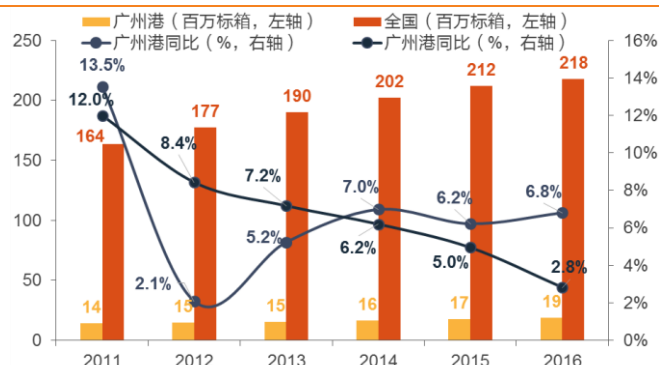
较全国港口增速高出近 4 个百分点。

图 3：2011-2016 广州港、全国港口货物吞吐量



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

图 4：2011-2016 广州港、全国港口集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

- **内外贸货物比重：**广州港货物内贸为主，外贸为辅，2014-2016 年内贸吞吐量分别为 3.63、3.82 和 3.98 亿吨，占全港货物比重为 75.3%、76.3%和 76.3%，因为内贸货物的装卸费率低于外贸，因此广州港的毛利率会低于同区域的其它外贸港口，譬如深赤湾、盐田港等。

广州港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。整体来看，珠三角地区港口密集，同质化程度较高，区域内的主要竞争对手包括深圳港、湛江港、珠海港、东莞港（原虎门港）

### 1.1.2. 广州港股份

广州港股份有限公司（601228.SH，以下简称广州港股份）成立于 2010 年 12 月 28 日，由广州港集团、国投交通、广州发展共同发起设立，2014 年中远集团和上海中海码参与增资，实际控制人为广州国资委。广州港股份目前是广州港区最核心的运营商，承接了后者主要资产及业务量，2016 年广州港股份吞吐量为 4.05 亿吨，占广州全港吞吐量的 85.84%，其中内贸吞吐量 3.02 亿吨，占比 75.8%；集装箱吞吐量 1595 万标箱，占比 77.7%。

表 2：2016 年珠三角地区主要港口货物及集装箱吞吐量

| 港口    | 货物吞吐量<br>(亿吨) | 珠三角港口占比 (%) | 集装箱吞吐量<br>(万标准箱) | 珠三角港口占比 (%) |
|-------|---------------|-------------|------------------|-------------|
| 广州港   | 5.22          | 47.07%      | 1858             | 41.23%      |
| 深圳港   | 2.14          | 19.30%      | 2411             | 53.51%      |
| 珠海港   | 1.18          | 10.64%      | 165              | 3.66%       |
| 湛江港   | 2.55          | 22.99%      | 72               | 1.60%       |
| 广州港股份 | 4.05          | 40.40%      | 1595             | 32.05%      |

资料来源：交通运输部，WIND，天风证券研究所

广州港股份在自然条件、集疏运系统和基础设施等配套设施方面非常完善：

- **基础设施：**截止 2016 年底，广州港股份主要运营 68 个泊位，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；公司是广州港区的核心运营商，拥有的泊位数量占比极高，公司拥有全港 100%的万吨级集装箱泊位，57%的万吨级煤炭泊位，42%的万吨级油品及液体泊位，87%的万吨级散杂货泊位。除了以上建成的泊位之外，公司的南沙港三期工程还有 20 个 2000 吨级的驳船泊位在建。
- **集疏运体系：**广州港是华南地区的重要陆路交通枢纽，拥有发达的水路、公路、铁路、空运的集疏运网络。广州港的水路通过珠江航道与泛珠三角地区中心城市相连，京珠、

广深和南沙港快速路等众多的高速公路、国道将港区纳入全国公路网，港区铁路与京广、广九、广梅全国铁路干线联网，可覆盖华南和西南等地区。由于发达的集疏运网络，广州港可以实现江海联运、铁海联运等多式联运，极大提升企业运输效率，提高公司竞争力。

- 除了以上的配套设施，公司还拥有 72 艘船舶组成的拖轮船队、穿梭巴士船队。以及 79 条外贸航线，这些航线通达全球 80 多个国家和地区的 350 多个港口。

表 3：广州港股份现有主要泊位

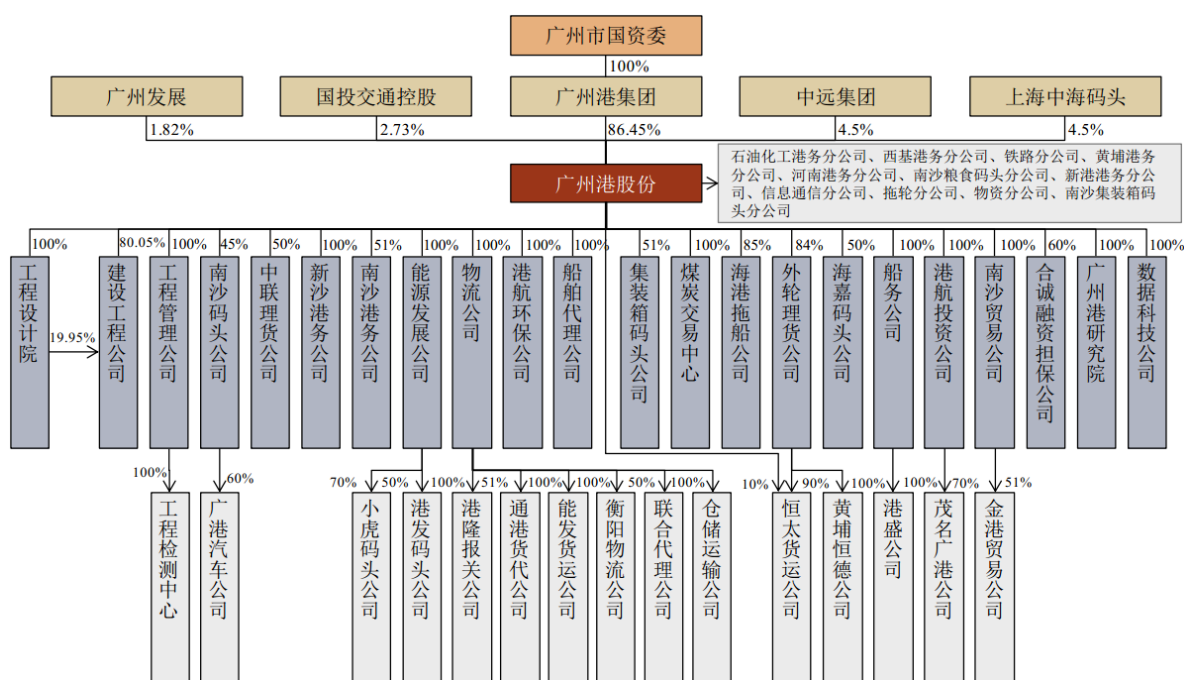
| 分类       | 泊位数量 | 堆存能力      | 万吨级以上泊位数量 | 广州全港万吨级以上泊位数量 | 万吨级泊位占广州全港比例（%） |
|----------|------|-----------|-----------|---------------|-----------------|
| 集装箱      | 25   | 47.7 万标准箱 | 25        | 25            | 100.00%         |
| 煤炭       | 4    | 204.3 万吨  | 4         | 7             | 57.14%          |
| 油品及液体    | 5    | \         | 5         | 12            | 41.67%          |
| 其他散杂货    | 34   | 522.8 万吨  | 27        | 31            | 87.10%          |
| 驳船泊位（在建） | 20   | 4 万吨      |           |               |                 |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. IPO 方案：拓展集装箱码头

IPO 前：广州港股份广州港集团、国投交通、广州发展共同发起设立，广州港集团为公司第一大股东，实际控制人为广州市国资委，2014 年 5 月，中远集团和上海中海码头以 2.02 元/股向广州港增资，持股比例各为 4.5%。

图 5：广州港股份 IPO 前股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

IPO 概述：公司本次发行新股 6.99 亿股，占发行后总股本的 11.28%，同时，按照《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，广州港股份原有股东将按比例以发行价转让给全国社会保障基金理事会 10% 的股权。IPO 后总股本为 61.9 亿，前五大股东分别为广州港集团、国投交通控股、广州发展、中远集团和上海中海码头，其中，第一大股东仍为广州港集团，持股比例为 75.72%。

表 4：广州港股份 IPO 基本情况

| 指标     | 发行后      | 指标     | 发行后    |
|--------|----------|--------|--------|
| 发行价格   | 2.29 元   | 市盈率    | 22.98  |
| 发行股数   | 6.99 亿股  | 每股收益   | 0.10 元 |
| 新股比例   | 11.28%   | 市净率    | 1.23   |
| 募集资金总额 | 16 亿元    | 每股净资产  | 1.86 元 |
| 总股本    | 61.93 亿股 | 净资产收益率 | 6.90%  |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：广州港股份 IPO 后股东结构

| 股东名称      | 持股数（百万股） | 持股比例   |
|-----------|----------|--------|
| 广州港集团     | 4689.6   | 75.72% |
| 国投交通控股    | 148.09   | 2.39%  |
| 广州发展      | 100.00   | 1.61%  |
| 中远集团      | 244.11   | 3.94%  |
| 上海中海码头    | 246.58   | 3.98%  |
| 全国社保基金理事会 | 66.12    | 1.07%  |
| 公众投资者     | 698.68   | 11.28% |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**IPO 用途：**本次 IPO 发行价定为 2.29 元募集资金 16 亿元，本次发行股份占公司发行后总股本的 11.28%。公司发行新股所募集得资金将主要用于广州港南沙港区三期项目。南沙三期工程主要包括 4 个 10 万吨级集装箱泊位、2 个 7 万吨级集装箱泊位，设计通过能力为 370 万标准箱，以及 24 个 2 千吨级的驳船泊位，设计通过能力为 200 万标准箱。

- 南沙港三期工程，工程投资总额为 74.74 亿元，截至 2016 年底，项目已完成投资比例约 75%。

表 6：南沙港三期工程设计参数

|       | 分类    |         | 标准箱   | 产能增加比例（%） |
|-------|-------|---------|-------|-----------|
| 集装箱泊位 | 10 万吨 | 4 个完成   | 370 万 | 16.00%    |
|       | 7 万吨  | 2 个完成   | 370 万 | 8.00%     |
|       | 码头岸线  | 2218m   |       |           |
| 驳船泊位  | 2 千吨  | 4 个完成   | 200 万 |           |
|       | 2 千吨  | 20 个未完成 | 200 万 |           |
|       | 码头岸线  | 1660m   |       |           |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

该项目完成后，将有助于提高公司的货物吞吐能力和营运效率，提升公司服务水平，提高公司的核心竞争力，促进公司发展。但项目投产后，将会使折旧等费用增加，对短期盈利水平会有所影响。

## 2. 主营分析

### 2.1. 营收、利润及业务板块

广州港股份收入主要来自四大板块，分别是装卸及相关业务、物流及港口辅助业务、贸易业务和其他业务板块。

- 货物装卸及相关业务：公司的核心业务，包括装卸、仓储、港务管理等业务。
- 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：公司为货物的上下游买卖家提供购销渠道及增值服务，发行人经营的贸易货类包括油品、煤炭、汽车、粮食、钢材等。
- 其他板块：建筑社工、设计、监理、修理等业务。

**业务量：**2014-2016 年广州港股份实现货物吞吐量 3.66、3.81 和 4.05 亿吨，年复合增速 5.1%，其中占比较高的内贸货吞吐量分别为 2.69、2.84 和 3.02 亿吨，年复合增速为 5.9%；集装箱吞吐量为 1404、1474 和 1595 万标准箱，复合增速约为 6.6%；除煤炭之外，矿、粮、油、车等主要货种装卸量基本稳定。

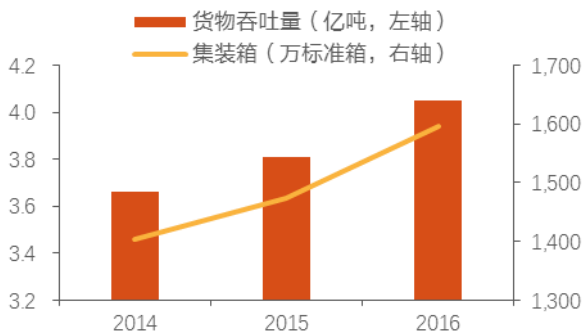
表 7：广州港股份近三年货物吞吐量（亿吨）及集装箱吞吐量（万标准箱）

| 项目        | 2014        |        | 2015        |        | 2016        |        |
|-----------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
|           | 吞吐量<br>(亿吨) | 占比 (%) | 吞吐量<br>(亿吨) | 占比 (%) | 吞吐量<br>(亿吨) | 占比 (%) |
| 货物吞吐量     | 3.66        |        | 3.81        |        | 4.05        |        |
| 内贸货物      | 2.69        | 73.60% | 2.84        | 74.50% | 3.02        | 74.70% |
| 外贸货物      | 0.97        | 26.40% | 0.97        | 25.50% | 1.03        | 25.35% |
| 集装箱（万标准箱） | 1404        |        | 1474        |        | 1595        |        |
| 煤炭        | 0.64        | 17.40% | 0.56        | 14.60% | 0.53        | 13.10% |
| 粮食        | 0.15        | 4.20%  | 0.19        | 5%     | 0.18        | 4.40%  |
| 钢材        | 0.18        | 4.90%  | 0.16        | 4.30%  | 0.18        | 4.50%  |
| 汽车（万辆）    | 85          |        | 78          |        | 87          |        |
| 金属矿石      | 0.07        | 1.90%  | 0.07        | 1.90%  | 0.08        | 2.00%  |
| 油品        | 0.11        | 3.10%  | 0.11        | 2.80%  | 0.11        | 2.80%  |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

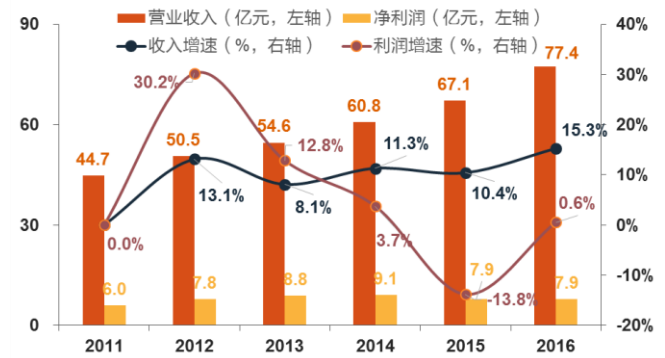
**收入和利润：**近年来公司收入虽保持稳定增长，但毛利和净利润均有一定程度下滑，2014-2016 年公司收入分别为 60.8、67.13 和 77.37 亿元，毛利分别为 22.4、20.7 和 19.7 亿，净利润分别为 8.07、6.72 和 6.71 亿元，2015 年业绩下降主要是煤炭业务量的不景气导致，2016 年则是因为集装箱、粮食和煤炭等货种的综合作用。

图 6：广州港股份近三年运营数据



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

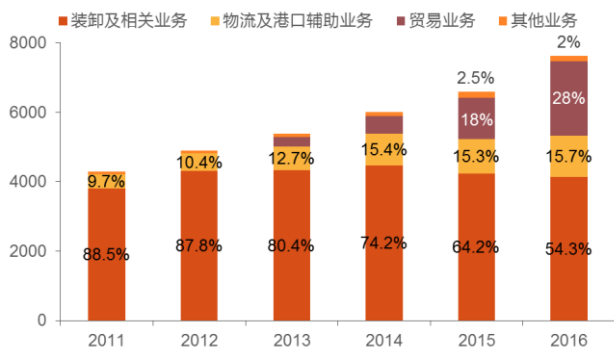
图 7：2011-2016 年公司营收、归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

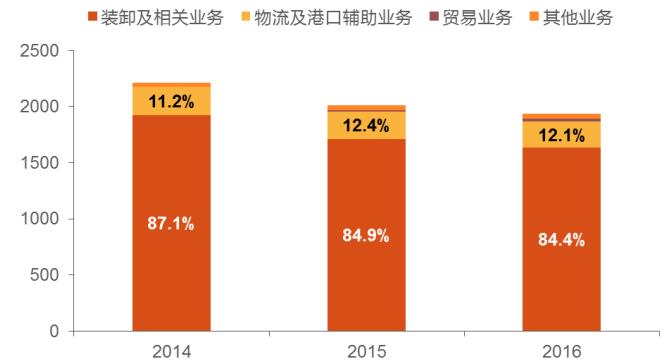
- 四大业务板块中，装卸及相关业务和物流及港口辅助业务对收入和毛利润贡献最大，2016 年前者贡献度分别为 54.3% 和 84.4%，后者则贡献 15.7% 的收入和 12.1% 的利润；2013 年之后公司将贸易业务从辅助业务单独分列出来，虽然对收入的贡献逐渐增加至 28%，但 16 年毛利占比仅为 1.5%，还不如其他业务 2% 的利润权重。

图 8：2011-2016 年主营业务收入结构（百万元）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

图 9：2014-2016 年主营业务毛利润结构（百万元）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

## 2.2. 宏观增速放缓叠加竞争压力，核心板块业务略有下滑

装卸及相关业务作为广州港股份的核心，贡献了 50% 以上的收入以及 80% 以上的毛利润，该板块自 2014 年开始连续两年出现下滑，2016 年广州港股份装卸及相关业务实现收入 41.38 亿元，同比降 2.05%，毛利润为 16.32 亿元，同比减 4.43%。

- 广州港股份 2015 年装卸业务收入下降主要是因为煤炭货种的疲软，公司煤炭吞吐量较 14 年减少 820 万吨至 5563 万吨，降幅 12.88%，煤炭装卸费单价较 14 年减少 4.42 元/吨至 15.87 元/吨，降幅达 21.77%，从而带动整体装卸业务收入较 14 年下滑 5.4%。
- 2016 年，广州港股份收入下降的原因主要是因为集装箱、粮食和煤炭的综合作用。2016 年，集装箱单箱装卸收入由 102.23 元/标准箱降为 83.68 元/标准箱，降幅达 18.15%，从而导致集装箱业务收入下降 11.38%；粮食业务的业务量较 15 年减少 132 万吨，同比减 6.94%，装卸单价由 28.91 元/吨降为 27.09 元/吨，降幅为 6.28%，导致粮食业务收入 16 年整体下降 12.79%；煤炭吞吐量和装卸单价则继续下降，吞吐量较 15 年减少 258 万吨，同比下降 4.65%，装卸单价由 15.87 元/吨降为 15.37 元/吨，降幅 3.19%，从而导致煤炭业务收入下降 7.69%。综合来看，收入占比超过 60% 的三项业务均呈下降趋势，导致广州港股份 2016 年装卸业务的收入下降 2%。

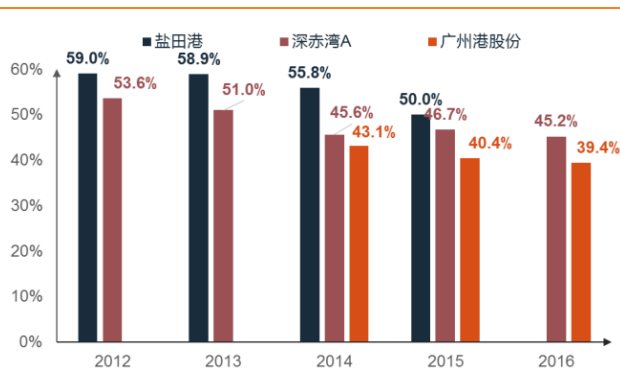
表 8：广州港股份部分装卸业务吞吐量及收入（亿元）

| 年份   | 集装箱       |        | 煤炭      |        | 粮食      |        |
|------|-----------|--------|---------|--------|---------|--------|
|      | 吞吐量（万标准箱） | 收入（亿元） | 吞吐量（万吨） | 收入（亿元） | 吞吐量（万吨） | 收入（亿元） |
| 2014 | 1,404     | 14.48  | 6,386   | 12.96  | 1,533   | 3.87   |
| 2015 | 1,474     | 15.06  | 5,563   | 8.83   | 1,909   | 5.52   |
| 2016 | 1,595     | 13.35  | 5,305   | 8.15   | 1,777   | 4.81   |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

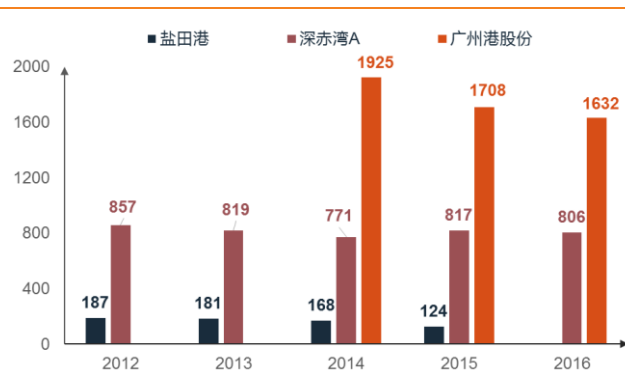
**物流及辅助业务收入** 2016 年占营业收入和毛利的比重分别为 15.7%和 12%，作为次重要的业务板块，过去三年的表现也较为一般，虽然收入呈稳定增长，分别为 9.25 亿、10.06 亿、11.93 亿，但毛利率的持续下行（分别为 26.77%、24.75%、19.53%）拖累了利润表现，2016 年该板块毛利为 2.33 亿元，同比下滑 6.32%。

图 10：盐田港、深赤湾 A、广州港股份装卸业务毛利率（%）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

图 11：盐田港、深赤湾 A、广州港股份装卸业务毛利润（百万元）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

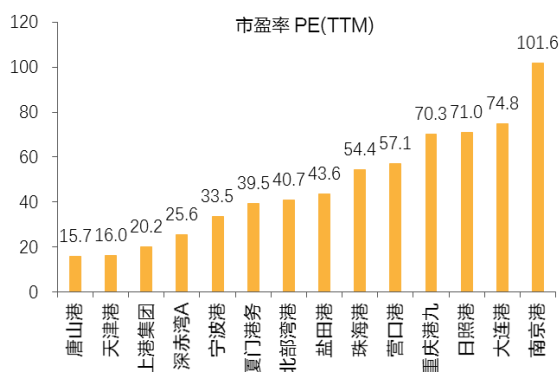
**总结：**广州港的收入增速主要来自贸易板块确认额的增加，而毛利和净利润的下滑更多是因为宏观经济增速放缓和华南珠三角区域的港口产能在过去几年持续增加带来的竞争压力所致，我们观察过去 3-5 年周边盐田港、赤湾港的毛利及毛利率，总体也进入了下行通道（广州港股份的毛利率低于深赤湾 A 和盐田港是因为内贸货占比较高）。

### 3. 估值对比及投资建议

横向比较港口行业上市公司估值水平，由于港口的主题逻辑，各个标的之间极差较大，PE 估值较低的在 15-20 倍之间；考虑盈利能力，广州港股份在同业中排名靠前，但略逊色于同样位于华南地区的盐田港与深赤湾 A。

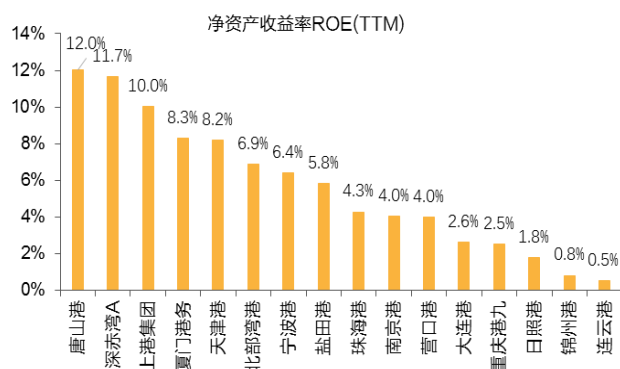
公司 IPO 项目一方面会增加集装箱码头产能和业务量，但随着南沙三期码头投用，仍有引发区域港口竞争进一步加剧的可能，我们判断二级市场的“打新”热情短期将提升公司的短期市值，但结合公司在珠三角核心区域带来的增长潜力和当前 A 股兄弟企业的参考估值来看，广州港股份的合理估值介于 25-30 倍之间。给予买入评级，目标价 4 元。

图 12：港口行业上市企业市盈率（倍）比较



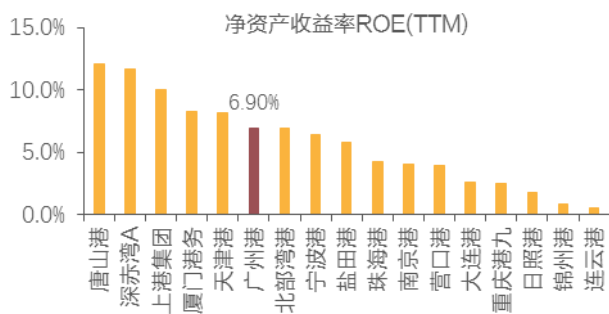
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：港口上市企业市净率（倍）比较



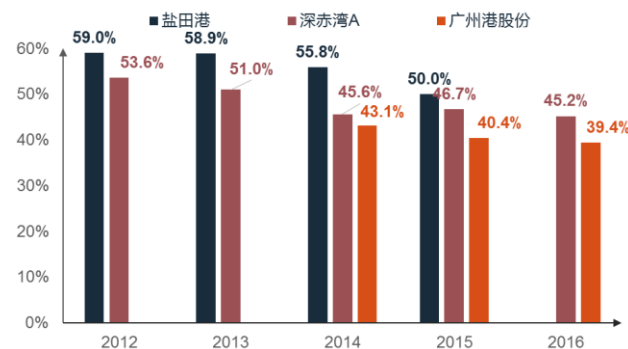
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：港口行业上市企业 ROE 对比



资料来源：WIND 天风证券研究所

图 15：珠三角港口上市企业装卸业务毛利率对比（%）



资料来源：招股说明书，WIND，天风证券研究所

## 4. 风险提示

区域内港口竞争加剧；宏观经济超预期下滑

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2015             | 2016             | 2017E            | 2018E            | 2019E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 812.22           | 1,148.23         | 1,483.85         | 3,670.37         | 5,613.69         |
| 应收账款            | 641.02           | 722.56           | 769.35           | 841.54           | 840.33           |
| 预付账款            | 57.33            | 198.69           | 94.46            | 118.31           | 144.99           |
| 存货              | 64.64            | 104.97           | 66.77            | 117.75           | 73.21            |
| 其他              | 297.96           | 670.59           | 532.30           | 690.57           | 566.10           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,873.16</b>  | <b>2,845.03</b>  | <b>2,946.72</b>  | <b>5,438.54</b>  | <b>7,238.32</b>  |
| 长期股权投资          | 892.85           | 1,134.69         | 1,134.69         | 1,134.69         | 1,134.69         |
| 固定资产            | 10,285.65        | 11,352.53        | 11,007.41        | 10,514.97        | 9,924.70         |
| 在建工程            | 3,028.84         | 1,958.09         | 1,166.47         | 693.18           | 394.54           |
| 无形资产            | 2,923.37         | 2,892.66         | 2,812.18         | 2,731.38         | 2,650.28         |
| 其他              | 875.04           | 783.89           | 759.10           | 733.67           | 708.25           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>18,005.75</b> | <b>18,121.86</b> | <b>16,879.84</b> | <b>15,807.89</b> | <b>14,812.45</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>19,878.91</b> | <b>20,966.89</b> | <b>19,826.56</b> | <b>21,246.43</b> | <b>22,050.77</b> |
| 短期借款            | 768.76           | 925.25           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付账款            | 586.33           | 973.38           | 641.02           | 1,127.31         | 782.27           |
| 其他              | 4,210.35         | 3,951.58         | 3,680.63         | 3,614.16         | 3,620.90         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>5,565.43</b>  | <b>5,850.20</b>  | <b>4,321.65</b>  | <b>4,741.47</b>  | <b>4,403.18</b>  |
| 长期借款            | 1,257.79         | 1,218.26         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券            | 1,597.85         | 2,192.48         | 2,192.48         | 2,192.48         | 2,192.48         |
| 其他              | 712.71           | 341.76           | 320.00           | 320.00           | 320.00           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>3,568.35</b>  | <b>3,752.50</b>  | <b>2,512.48</b>  | <b>2,512.48</b>  | <b>2,512.48</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>9,133.79</b>  | <b>9,602.71</b>  | <b>6,834.13</b>  | <b>7,253.95</b>  | <b>6,915.66</b>  |
| 少数股东权益          | 1,285.77         | 1,367.86         | 1,507.20         | 1,660.21         | 1,831.60         |
| 股本              | 5,494.50         | 5,494.50         | 6,193.18         | 6,193.18         | 6,193.18         |
| 资本公积            | 1,005.13         | 1,005.13         | 1,006.39         | 1,006.39         | 1,006.39         |
| 留存收益            | 3,968.62         | 4,507.34         | 5,292.05         | 6,139.10         | 7,110.33         |
| 其他              | (1,008.90)       | (1,010.64)       | (1,006.39)       | (1,006.39)       | (1,006.39)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>10,745.12</b> | <b>11,364.19</b> | <b>12,992.43</b> | <b>13,992.48</b> | <b>15,135.12</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>19,878.91</b> | <b>20,966.89</b> | <b>19,826.56</b> | <b>21,246.43</b> | <b>22,050.77</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015              | 2016            | 2017E             | 2018E           | 2019E           |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 786.48            | 791.03          | 783.44            | 847.04          | 971.24          |
| 折旧摊销           | 824.93            | 934.83          | 927.23            | 956.52          | 980.02          |
| 财务费用           | 238.78            | 242.36          | 226.58            | 233.84          | 201.82          |
| 投资损失           | (22.29)           | (59.94)         | (60.00)           | (65.00)         | (65.00)         |
| 营运资金变动         | 925.41            | (2,170.69)      | (269.36)          | 139.95          | (169.32)        |
| 其它             | (2,069.06)        | 1,362.23        | 139.34            | 153.01          | 171.39          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>684.24</b>     | <b>1,099.82</b> | <b>1,747.23</b>   | <b>2,265.36</b> | <b>2,090.15</b> |
| 资本支出           | 3,101.36          | 1,400.78        | (268.24)          | (90.00)         | 10.00           |
| 长期投资           | 42.14             | 241.84          | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (5,485.26)        | (2,061.28)      | 616.97            | 245.00          | 45.00           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,341.76)</b> | <b>(418.66)</b> | <b>348.74</b>     | <b>155.00</b>   | <b>55.00</b>    |
| 债权融资           | 3,830.96          | 4,935.70        | 2,696.48          | 2,696.48        | 2,696.48        |
| 股权融资           | (256.12)          | (135.67)        | 582.87            | (129.85)        | (97.83)         |
| 其他             | (1,967.58)        | (5,160.30)      | (5,039.69)        | (2,800.47)      | (2,800.47)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,607.27</b>   | <b>(360.26)</b> | <b>(1,760.34)</b> | <b>(233.84)</b> | <b>(201.82)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(50.25)</b>    | <b>320.90</b>   | <b>335.62</b>     | <b>2,186.52</b> | <b>1,943.32</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>6,712.61</b> | <b>7,737.39</b> | <b>8,391.96</b> | <b>9,353.57</b> | <b>10,091.22</b> |
| 营业成本             | 4,640.68        | 5,765.45        | 6,182.80        | 6,919.54        | 7,472.26         |
| 营业税金及附加          | 27.46           | 50.43           | 58.74           | 65.48           | 60.55            |
| 营业费用             | 33.10           | 24.26           | 25.18           | 28.06           | 30.27            |
| 管理费用             | 780.47          | 732.89          | 797.24          | 879.24          | 918.30           |
| 财务费用             | 260.99          | 237.91          | 226.58          | 233.84          | 201.82           |
| 资产减值损失           | 1.24            | 8.74            | 7.00            | 5.00            | 3.50             |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 投资净收益            | 22.29           | 59.94           | 60.00           | 65.00           | 65.00            |
| 其他               | (44.58)         | (119.89)        | (120.00)        | (130.00)        | (130.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>990.96</b>   | <b>977.64</b>   | <b>1,154.42</b> | <b>1,287.42</b> | <b>1,469.51</b>  |
| 营业外收入            | 51.66           | 71.39           | 50.00           | 70.00           | 60.00            |
| 营业外支出            | 4.17            | 5.47            | 6.00            | 6.00            | 6.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,038.45</b> | <b>1,043.55</b> | <b>1,198.42</b> | <b>1,351.42</b> | <b>1,523.51</b>  |
| 所得税              | 251.97          | 252.52          | 275.64          | 351.37          | 380.88           |
| <b>净利润</b>       | <b>786.48</b>   | <b>791.03</b>   | <b>922.78</b>   | <b>1,000.05</b> | <b>1,142.63</b>  |
| 少数股东损益           | 113.98          | 120.15          | 139.34          | 153.01          | 171.39           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>672.49</b>   | <b>670.88</b>   | <b>783.44</b>   | <b>847.04</b>   | <b>971.24</b>    |
| 每股收益（元）          | 0.11            | 0.11            | 0.13            | 0.14            | 0.16             |

| 主要财务比率         | 2015    | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 营业收入           | 10.41%  | 15.27% | 8.46%  | 11.46% | 7.89%  |
| 营业利润           | -11.94% | -1.34% | 18.08% | 11.52% | 14.14% |
| 归属于母公司净利润      | -16.65% | -0.24% | 16.78% | 8.12%  | 14.66% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 毛利率            | 30.87%  | 25.49% | 26.32% | 26.02% | 25.95% |
| 净利率            | 10.02%  | 8.67%  | 9.34%  | 9.06%  | 9.62%  |
| ROE            | 7.11%   | 6.71%  | 6.82%  | 6.87%  | 7.30%  |
| ROIC           | 7.46%   | 7.07%  | 7.38%  | 8.35%  | 10.17% |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 45.95%  | 45.80% | 34.47% | 34.14% | 31.36% |
| 净负债率           | 26.87%  | 39.52% | 27.08% | 18.97% | 5.86%  |
| 流动比率           | 0.34    | 0.49   | 0.68   | 1.15   | 1.64   |
| 速动比率           | 0.32    | 0.47   | 0.67   | 1.12   | 1.63   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 11.08   | 11.35  | 11.25  | 11.61  | 12.00  |
| 存货周转率          | 108.91  | 91.24  | 97.73  | 101.38 | 105.69 |
| 总资产周转率         | 0.35    | 0.38   | 0.41   | 0.46   | 0.47   |
| <b>每股指标（元）</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.11    | 0.11   | 0.13   | 0.14   | 0.16   |
| 每股经营现金流        | 0.11    | 0.18   | 0.28   | 0.37   | 0.34   |
| 每股净资产          | 1.53    | 1.61   | 1.85   | 1.99   | 2.15   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |        |
| 市盈率            | 30.39   | 30.46  | 26.09  | 24.13  | 21.04  |
| 市净率            | 2.16    | 2.04   | 1.78   | 1.66   | 1.54   |
| EV/EBITDA      | 0.00    | 0.00   | 9.72   | 8.24   | 7.05   |
| EV/EBIT        | 0.00    | 0.00   | 16.25  | 13.43  | 11.18  |

## 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                                                   | 武汉                                                                                                            | 上海                                                                                                              | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼<br>邮编：518017<br>电话：(86755)-82566970<br>传真：(86755)-23913441<br>邮箱：research@tfzq.com |