

唐山港 (601000)

证券研究报告

2018年03月07日

低估值渤海湾散货港，雄安基建中长期拉动矿石进口

环渤海湾的大宗工业物资补给大港

唐山港是唐山港区域内主导京唐港区规划、建设及经营的大型港口企业集团。目前，公司建成了各类货物堆场 1000 多万平米，拥有 1.5 万吨级-25 万吨级的件杂、散杂、煤炭、液化品、专业化矿石泊位、专业化煤炭泊位等码头。公司 2015-2016 年通过两次定向增发，先后注入 36#-40#煤炭泊位工程、津航疏浚 30%、唐港铁路 18.58%、曹妃甸实业 10%等实现跨越式发展。历史上公司营收和归母净利稳定增长，2017 前三季度实现营收 41.19 亿元，同比下降 4.6%，归母净利 11.02 亿元，同比增 14.68%。

一港三区，专业分工，铁矿石/煤炭贡献上市公司主要盈利

唐山地区是我国重要的能源、原材料基地，唐山区域港口内主要装卸货种包括矿石、煤炭、钢材等。经济腹地对大宗商品的需求特别是铁矿石、煤炭产品的增长带动港口整体货物吞吐量的上升，2017 年唐山港全港完成货物吞吐量 57,320 万吨，同比增长 10.12%。对于上市公司，铁矿石/煤炭贡献上市公司主要盈利，1) 铁矿石：短期供给侧改革或有下滑，进口替代是中期逻辑；2) 煤炭：大秦线运量恢复，煤炭吞吐量中期无虞；3) 集装箱：未来或将贡献增量。从产业整合角度，京唐港区仍旧是上市公司运营的主战场，未来唐山港口开发建设有望进入统筹规划、集约开发的阶段。

雄安新区基建启动，远期将拉动矿石进口

我们认为唐山港将率先受益于雄安新区建设：1) 雄安新区规划起步区域内面积约 100 平方公里，远景控制区面积约 2,000 平方公里，国家规划将用 10-30 年的时间完成新区的建设，而基建启动则需要大量矿石、钢材等大宗原材料；2) 从环渤海港口集群区位来看，天津港距离雄安 160 公里，唐山港距离 250 公里，但天津港定位是以集装箱为主的综合大港，而唐山港则是能源物资的大宗集散地，地理的远近并非主要考量；3) 唐山区域内成熟度的钢铁产业集群以及水铁联运的优势使得其将成为雄安新区基建的潜在供应者，唐山港作为区域内重要矿石进口和钢材装卸港口将率先受益。

盈利预测及估值

我们预计公司 17/18/19 年营业收入分别为 56.20、61.50、65.85 亿，营收增速分别为-0.11%、+9.44%、+7.06%；净利润分别为 15.77、18.53 与 20.52 亿，业绩增速分别为 19.44%、17.49%、10.73%。EPS 由此前的 0.37、0.44、0.45 调整为 0.35、0.41 和 0.45，当前股价对应 PE 分别为 14.9X，12.7X，11.5X。考虑到 A 股港口公司 18 年平均估值 23.5 倍，唐山港估值处于低位，向下有安全边际，向上有弹性，上调公司评级至“买入”评级，目标价为 7 元，对应 18 年业绩为 17X PE。

风险提示：中国经济发展缓慢，环保政策收紧，区域竞争加剧

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,157.37	5,626.44	5,620.10	6,150.37	6,584.54
增长率(%)	0.60	9.10	(0.11)	9.44	7.06
EBITDA(百万元)	2,373.51	2,413.27	2,694.15	3,004.76	3,249.94
净利润(百万元)	1,199.79	1,320.25	1,576.85	1,852.68	2,051.51
增长率(%)	10.17	10.04	19.44	17.49	10.73
EPS(元/股)	0.26	0.29	0.35	0.41	0.45
市盈率(P/E)	19.60	17.82	14.92	12.70	11.47
市净率(P/B)	2.26	1.73	1.60	1.48	1.37
市销率(P/S)	4.56	4.18	4.19	3.82	3.57
EV/EBITDA	7.96	6.63	7.02	6.15	4.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/港口
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	5.16 元
目标价格	7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,558.41
流通 A 股股本(百万股)	4,256.27
A 股总市值(百万元)	23,521.38
流通 A 股市值(百万元)	21,962.35
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	19.14
一年内最高/最低(元)	7.81/4.31

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《唐山港-半年报点评:业绩增长符合预期，净利润大增 15.5%》 2017-08-28



内容目录

1. 环渤海湾的大宗工业物资补给大港.....	4
1.1. 历史沿革	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 财务分析	5
2. 一港三区，专业分工，铁矿石/煤炭贡献上市公司主要盈利	7
2.1. 唐山一港三区，专业分工	7
2.1.1. 环渤海湾港口群各有分工	7
2.1.2. 大唐山港区：能源大宗物资的集散地	7
2.1.3. 上市公司主营京唐港区，未来走向集约开发阶段	8
2.2. 区位优势明显，经济腹地广阔	9
2.3. 从表观吞吐量数据看唐山港的增长动能	9
2.3.1. 全国港口吞吐量同比改善	10
2.3.2. 唐山港口 2017 吞吐量数据表现亮眼	10
2.3.3. 唐山港（上市公司）2017H1 数据大增	11
2.4. 铁矿石、煤炭两翼齐飞，集装箱未来或贡献增量	12
2.4.1. 矿石：短期供给侧改革或有下滑，进口替代是中期逻辑，长期看好	12
2.4.2. 煤炭：大秦线运量恢复，港口吞吐量中期无虞	13
2.4.3. 集装箱：未来或将贡献增量	14
3. 雄安新区基建启动，中期将拉动矿石进口	15
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险	18

图表目录

图 1：唐山港股权结构	4
图 2：历年营业收入	5
图 3：历年归母净利润	5
图 4：各主营业务历年营业收入（单位：亿元）	5
图 5：2017 上半年公司各主营业务的营收占比（%）	5
图 6：公司综合毛利率情况	6
图 7：公司各业务板块毛利率情况	6
图 8：公司历年投资净收益（百万元）及同比（%）	6
图 9：环渤海湾港口群	7
图 10：唐山港京唐港区腹地范围及集疏运示意图	9
图 11：唐山港货物吞吐量及同比	11
图 12：公司历年货物吞吐量（万吨）及同比（%）	11
图 13：公司历年矿石吞吐量（万吨）及同比（%）	11
图 14：公司历年煤炭吞吐量（万吨）及同比（%）	11

图 15: 公司历年钢材吞吐量 (万吨) 及同比 (%)	11
图 16: 公司历年其他货物吞吐量 (万吨) 及同比 (%)	12
图 17: 公司历年各种类货物吞吐量占比 (%)	12
图 18: 中国煤炭铁路货运运输通道	13
图 19: 大秦线日均运量 (单位: 万吨) 及月度同比	14
图 20: 雄安新区成立示意图	15
图 21: 雄安新区与唐山港、天津港距离示意图	16
图 22: 财务模型主营业务核心假设	17
图 23: A 股港口公司估值比较	17
表 1: 唐山港历史沿革	4
表 2: 唐山港三大港区定位及所有权情况	8
表 3: 唐山港两大港区主要运营单位	8
表 4: 2017 全国港口吞吐量排名 TOP 20	10

早在 1919 年，孙中山先生在《建国方略》中就提出要在唐山区界京唐港区建设“与纽约等大”、“为世界贸易之通路”的“北方大港”。

1. 环渤海湾的大宗工业物资补给大港

唐山港是国家北方的重要港口之一，具有渤海湾内少有的深水岸线资源。而唐山港集团股份有限公司（以下简称唐山港）是唐山港区域内主导京唐港区规划、建设及经营的大型港口企业集团，港口功能设施齐全，结构布局合理。

目前，公司建成了各类货物堆场 1000 多万平米，拥有 1.5 万吨级-25 万吨级的件杂、散杂、煤炭、液化品、专业化矿石泊位、专业化煤炭泊位等码头，年设计通过能力 1.72 亿吨/集装箱 110 万 TEU，航道等级达到 25 万吨级。

1.1. 历史沿革

唐山港成立于 2003 年 1 月 3 日，前身系京唐港股份有限公司。公司是国有控股股份制企业，主要从事码头和其他港口设施的经营、货物装卸等业务。2010 年 7 月 5 日，公司在上海证券交易所上市。

表 1：唐山港历史沿革

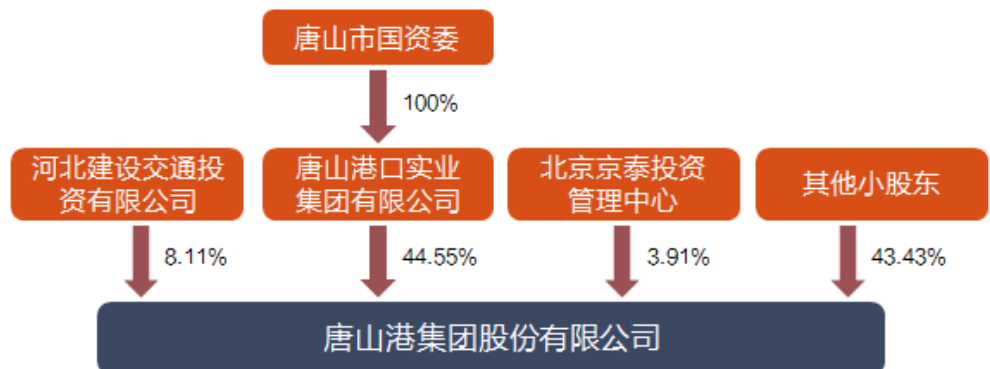
时间	事件	融资方式
2003 年 1 月	京唐港股份有限公司在京唐港务局基础上改制设立	-
2008 年 3 月	公司更名为唐山港集团股份有限公司	-
2010 年 7 月	公司在上海证券交易所上市	首发
2011 年 9 月	公司收购京唐港首钢码头有限公司 60% 股权	-
2015 年 5 月	非公开发行股票募集资金投资项目 36#-40# 煤炭泊位工程	定向增发
2016 年 12 月	非公开发行股票募集资金的收购津航疏浚 30%、唐港铁路 18.58%、曹妃甸实业 10%、6 宗土地使用权及部分固定资产	定向增发
2017 年 8 月	控股子公司津唐集装箱公司收购唐山港集装箱公司 100% 股权	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构

公司股权相对集中。公司的控股股东为唐山港口实业集团有限公司，实际控制人为唐山市国资委。公司前五大股东分别为：唐山港口实业集团有限公司、河北建设交通投资有限公司、北京京泰投资管理中心、中晟（深圳）金融服务集团有限公司和中央汇金资产管理有限责任公司，持股比例分别为 44.6%、8.1%、3.9%、2.6% 和 1.6%。

图 1：唐山港股权结构



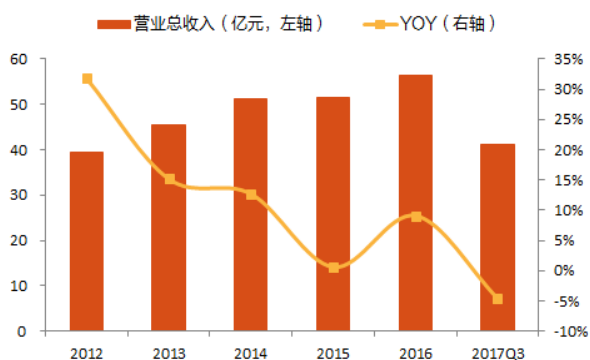
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 财务分析

公司营收和归母净利润总体稳定增长。2012-2016年,公司分别实现营业收入 39.51、45.50、51.27、51.57、56.26 亿元, 年化增长率 9.2%; 归母净利润分别为 6.46、8.88、10.89、12.0、13.2 亿元, 年化增长率 19.6%。2012-2016 年营收和归母净利润稳定增长, 但增长率逐年下降。其中 2015 年营收涨幅微弱, 主要系公司贸易板块业务量压减, 船舶运输业务剥离, 导致商品贸易收入、船舶运输收入及其他物流收入下降, 但由于此类业务毛利率较低, 对公司净利润的增长影响不大。2016 年营收和业绩双升其原因在于 36-40#新泊位投产以及成本端控制得当。

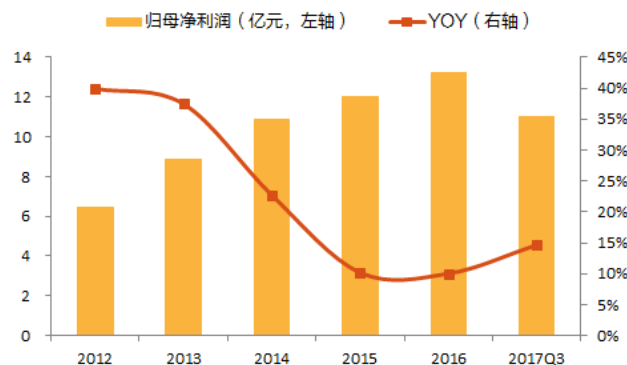
受 Q3 单季度吞吐量下滑影响, 前三季度增速有所放缓, 2017 前三季度实现营收 41.19 亿元, 同比下降 4.6%, 实现归母净利润 11.02 亿元, 同比增 14.68%。

图 2: 历年营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

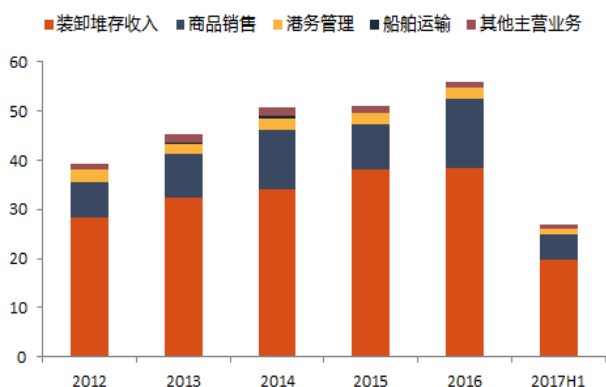
图 3: 历年归母净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

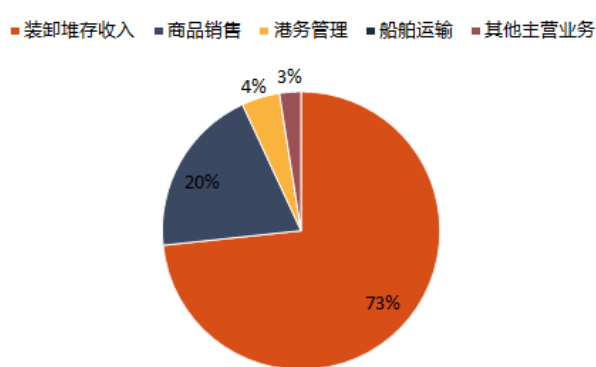
公司的各项主营业务收入占比稳定。公司的主营业务包括装卸堆存、商品销售、港务管理、船舶运输（2016 年被剥离）等, 其中装卸堆存是公司最主要的收入来源, 占比稳定在 70% 左右。商品销售和港务管理收入占比分别稳定在 20%和 5%左右。

图 4: 各主营业务历年营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

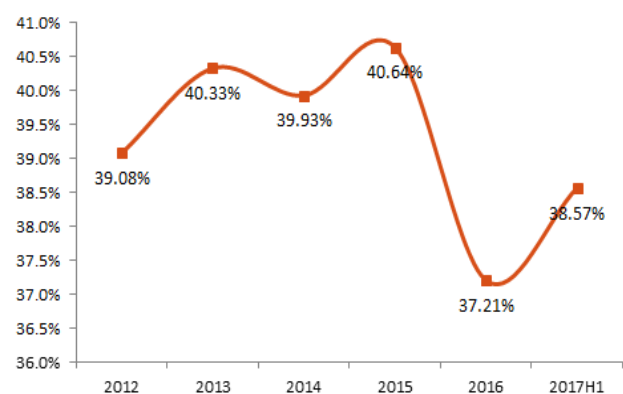
图 5: 2017 上半年公司各主营业务的营收占比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

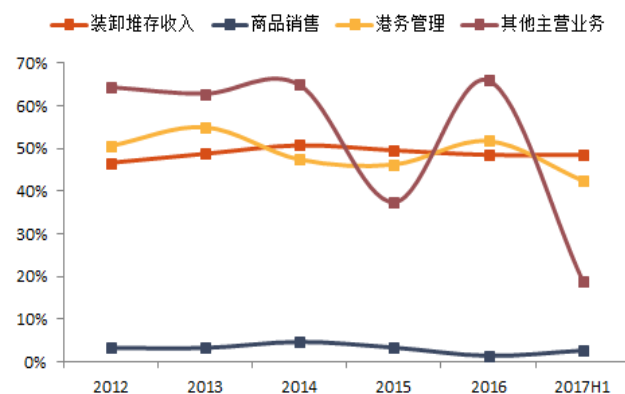
从综合毛利率来看,2012-2016 年, 公司综合毛利率分别为 39.08%、40.33%、39.93%、40.64% 和 37.21%。2016 年, 环渤海区域内平均费率的下调, 公司综合毛利率略有下降, 但整体来看, 综合毛利率比较稳定, 其原因在于装卸堆存、商品销售和港务管理这三大主要收入来源的毛利率保持稳定, 且三者在营收中占比稳定。虽然其他主营业务毛利率波动较明显, 但占比小使其对公司综合毛利率影响较小。

图 6：公司综合毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

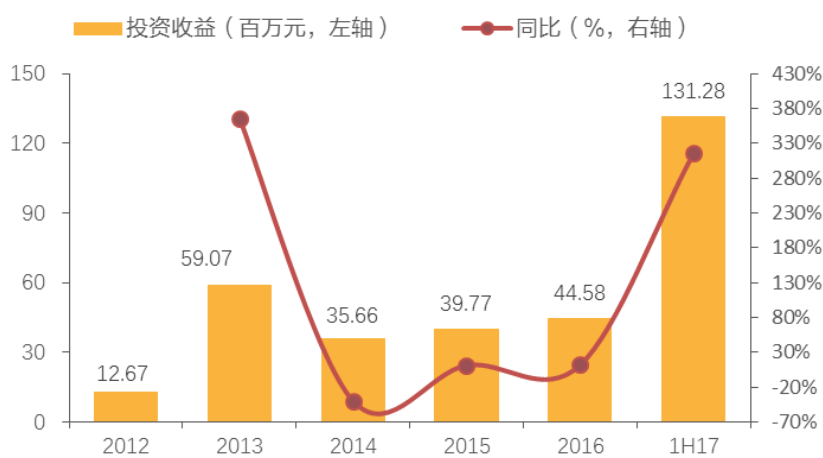
图 7：公司各业务板块毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资收益成为亮点：2017H1 公司从所投资企业获得投资收益 1.31 亿元，同比增长 316.1%，成为公司新利润增长点之一。其中，0.93 亿元来自于唐港铁路有限责任公司投资收益、唐山曹妃甸实业港务有限公司 2016 年分红以及子公司唐山港集团（北京）国际贸易有限公司期货业务收益；0.37 亿元来自公司出售金融资产获得的收益。

图 8：公司历年投资净收益（百万元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 一港三区，专业分工，铁矿石/煤炭贡献上市公司主要盈利

2.1. 唐山一港三区，专业分工

2.1.1. 环渤海湾港口群各有分工

环渤海湾的港口群包括河北省所拥有的秦皇岛、唐山、黄骅三大港口以及天津市所属的天津港。从总量来看，四大港口各有分工：

- 1) **秦皇岛港**是我国能源运输系统中的重要节点和最重要的煤炭下水港之一，主要承担“北煤南运”、“西煤东运”的枢纽工作，是国内最重要的煤炭运输港口，历年来占全国煤炭运输总量的一半以上；
- 2) **黄骅港**是我国北方主要煤炭装船港之一，是“三西”煤炭外运第二通道的重要出海口；
- 3) **唐山港**是我国能源、原材料等大宗物资专业化运输系统的重要组成部分，旗下曹妃甸港区吞吐量近年增速迅猛，2014 年货物吞吐量首次超越秦皇岛，跃居河北第一大港；
- 4) **天津港**位于环渤海地区的中心位置，是北京的传统海上门户，是首都经济圈的主要出海口，是我国最大的人工港和功能最齐全的综合大港之一。

图 9：环渤海湾港口群



资料来源：唐山港务局，天风证券研究所整理

2.1.2. 大唐山港区：能源大宗物资的集散地

大“唐山港”概念实际包括三大港区：**京唐港港区**、**曹妃甸港区**、**丰南港区**，从三者的定位来看：

- 1) **京唐港区**是为腹地经济发展所需各类物资运输服务的综合性港区，为唐山市及其他腹地的通用物资转运服务，共有煤炭、矿石、钢铁、集装箱、液化产品五大业务板块，散杂货、件杂货、多用途、集装箱专用和液体化工专用等各种功能，在唐山港煤炭运输中发挥辅助作用；
- 2) **曹妃甸港区**承担“北煤南运”的重要任务，目前亦在打造全球第一石化基地，是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，为邻港冶金、石化、能源、装备制造、建材等大型重化工业服务。

3) **丰南港区**是距离唐山市主城区最近的港口，为后方临港工业服务，未来将发展成为区域综合运输服务的港区，2016 年启动施工，目前尚在建设中。

表 2：唐山港三大港区定位及所有权情况

港区	港口定位	所有权情况
京唐	为腹地经济发展所需各类物资运输服务的综合性港区	基本上由唐山港上市公司拥有，部分泊位向货主出租，如开滦、考伯斯、冀东水泥等，另有与首钢合资、公司占 60% 股权的京唐港首钢码头有限公司
曹妃甸	承担“北煤南运”的重要任务，大宗散货转运为主的大型综合性港区	多为业主码头，包括实业公司、首钢京唐、国投煤码头、中石油原油码头、秦皇岛港煤三期、中石化 LNG、开发区通用码头等
丰南	区域综合运输服务的港区	唐山丰南港建设开发有限责任公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.3. 上市公司主营京唐港区，未来走向集约开发阶段

从港区的开发主体来看，1) **京唐港区基本上由唐山港上市公司拥有**；2) 曹妃甸港区所有权情况复杂，多为业主码头，包括国投码头、中石油原油码头、秦皇岛港控股的曹妃甸实业、中石化 LNG、开发区通用码头等。

与京唐港港区不同，曹妃甸港区所有权较为复杂，涉及企业分为两类：

1) 第一类由港口公司运营，包括**唐山曹妃甸实业港务有限公司**（河北港口集团通过秦皇岛港控股）、**曹妃甸港集团股份有限公司**（曹妃甸工业区财政局国资办）、**国投曹妃甸港口有限公司**（国家开发投资公司全资子公司国投交通公司下辖）等；（备注：河北港口成立于 2009 年，下辖秦皇岛港、唐山曹妃甸港区部分资源、沧州黄骅港区等，占有四大港区其三，为河北省国资委下属的港口集团）

2) 第二类为货主运营，包括中石油曹妃甸 LNG 码头、中石化码头、华能码头等，业主不同而定价不同，彼此形成竞争。

表 3：唐山港两大港区主要运营单位

港区	运营单位	货种	控股股东
京唐	唐山港（601000.SH）	铁矿石、煤炭	唐山市国资委
	国投中煤同煤京唐港口有限公司	煤炭	国投交通公司（27%）
曹妃甸	唐山曹妃甸实业港务有限公司	铁矿石	秦皇岛港股份有限公司
	曹妃甸港集团股份有限公司	铁矿石、钢材	曹妃甸工业区财政局国资办
	国投曹妃甸港口有限公司	煤炭	国投交通公司（51%）
	曹妃甸煤炭港务公司	煤炭	秦皇岛港股份有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上，当前唐山区域内运营码头资产除货主运营单位外，根据控股股东划分包括唐山市国资委、河北港口集团、国投交通公司三家。其中：

1) 国投交通控股同时引入地方背景股东参与（唐山港参股 12% 国投京唐、秦皇岛港参股 15% 国投曹妃甸）；

2) 河北港口集团通过持有秦皇岛港股份控股曹妃甸部分煤炭码头，但其他股东方面也引入地方背景股东（唐山港参股 10% 曹妃甸实业、曹妃甸集团参股 21% 曹妃甸煤炭港务），而实际曹妃甸工业区财政局国资办上级单位为唐山市国资委。

上述股权结构关联较为复杂，**我们认为未来唐山港口开发建设有望进入统筹规划、集约开发、以公共码头建设为主的新阶段，京唐港区仍旧是上市公司运营的主战场。**

2.2. 区位优势明显，经济腹地广阔

京唐港是环渤海区域内地理位置+集疏港条件最好的港口之一：

从地理位置来看，京唐港区位于唐山市东南 80 公里处的唐山海港开发区境内，渤海湾北岸。陆上距北京市 230 公里、天津市 208 公里，约两小时车程；海上距上海港 669 海里，香港 1360 海里，距日本长崎港 680 海里，韩国仁川港 400 海里。

从集疏运条件来看，国道/公路：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。**高速**：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。**铁路**：总长 77.3 公里，年运输能力 1200 万吨的滦港铁路（滦县——京唐港）与国铁干线京山线、京秦线接轨。

图 10：唐山港京唐港区腹地范围及集疏运示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从经济腹地来看，冀东地区是我国重要的能源、原材料基地，直接腹地唐山市的钢铁、建材、能源、装备制造和化工五大优势重工业产业快速发展。河北省为中国钢铁第一大省，2017 年河北粗钢占比 23%，唐山市占河北省超过 50%。另一方面，经济腹地内客户面对京唐港区无论从陆向距离还是海向距离都较曹妃甸港区方便，可知公司区位优势更加突出。

2.3. 从表观吞吐量数据看唐山港的增长动能

受益于“三去一降一补”的供给侧改革扎实推进以及“增速换挡”的经济结构不断优化，2017 年我国经济面改善，国内 GDP 达到 82.7 万亿元，同比增长 6.9%。进出口金额为 27.79 万亿人民币，同比增长 14.2%。其中，出口增长 10.8%，上年为下降 1.9%；进口增长 18.7%，增速比上年加快 18.1 个百分点。

2.3.1. 全国港口吞吐量同比改善

我国宏观经济的又一表现数据——**全国港口吞吐量**17 全年实现 86.25 亿吨,同比增长 6.7%,同比 2016 年增加 3.7 个 pct。从全国前二十大港口吞吐量排名来看,除天津港下滑以外,其他港口增速均表现抢眼,其中唐山港整体实现 5.65 亿吨港口吞吐量,增速 8.6%,高于全国平均增速。

表 4: 2017 全国港口吞吐量排名 TOP 20

2017 年	2016 年	港口	2017 年吞吐量 (亿吨)	2016 年吞吐量 (亿吨)	增速 (%)
1	1	宁波-舟山港	10.07	9.22	9.2%
2	2	上海港	7.51	7.01	7.2%
3	3	苏州港	6.08	5.80	4.9%
4	5	广州港	5.86	5.22	8.4%
5	6	唐山港	5.73	5.20	10.1%
6	7	青岛港	5.08	5.00	1.5%
7	4	天津港	5.03	5.51	-8.7%
8	8	大连港	4.51	4.37	3.3%
9	10	营口港	3.62	3.52	2.9%
10	9	日照港	3.60	3.50	2.8%
11	11	烟台港	2.86	2.66	7.6%
12	12	湛江港	2.81	2.56	9.9%
13	13	黄骅港	2.69	2.44	10.1%
14	20	秦皇岛港	2.45	1.87	31.0%
15	16	深圳港	2.41	2.14	12.6%
16	15	南京港	2.39	2.20	8.8%
17	14	南通港	2.36	2.26	4.2%
18	18	北部湾港	2.17	2.04	6.6%
19	17	厦门港	2.10	2.09	0.6%
20	19	连云港	2.07	2.00	3.3%

资料来源:各港口港务局官网,天风证券研究所

2.3.2. 唐山港口 2017 吞吐量数据表现亮眼

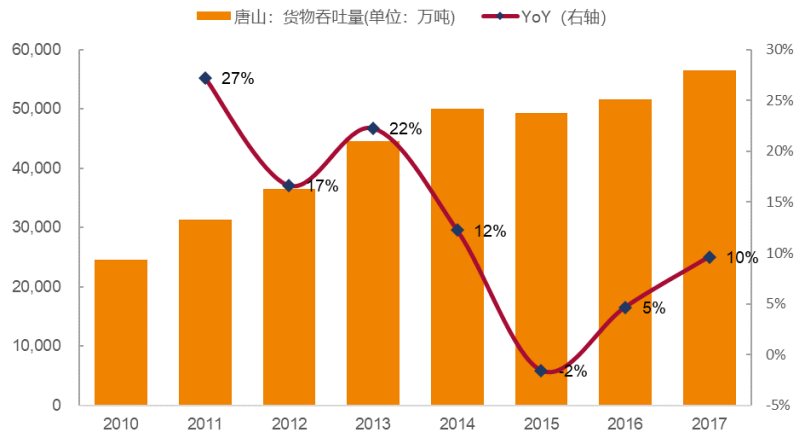
唐山地区是我国重要的能源、原材料基地,因此涉及钢铁、建材、能源、装备制造和化工 5 大产业,其主要装卸货种包括矿石、煤炭、钢材等。经济腹地区域内对大宗商品的需求特别是铁矿石、煤炭产品的增长带动整体货物吞吐量的上升:

截至 2017 年 12 月底,唐山港全港完成货物吞吐量 57,320 万吨,同比增长 10.12%。煤炭吞吐量 17,738 万吨,同比增长 23.84%;矿石吞吐量 24,748 万吨,同比增长 1.87%;钢铁吞吐量 5,691 万吨,同比增长 8.52%;集装箱吞吐量 253 万 TEU,同比增长 30.72%。

曹妃甸港区完成货物吞吐量 28,271 万吨,同比增长 13.30%。煤炭吞吐量 6,495 万吨,同比增长 49.07%;矿石吞吐量 13,454 万吨,同比增长 2.72%;钢铁吞吐量 3,982 万吨,同比增长 11.71%;集装箱吞吐量 52.5 万 TEU,同比增长 22.06%。

京唐港区完成货物吞吐量 29,048 万吨,同比增长 7.19%。煤炭吞吐量 11,343 万吨,同比增长 13.82%;矿石吞吐量 11,294 万吨,同比增长 0.88%;钢铁吞吐量 1,708 万吨,同比增长 1.73%;集装箱吞吐量 200.5 万 TEU,同比增长 33.20%。

图 11: 唐山港货物吞吐量及同比

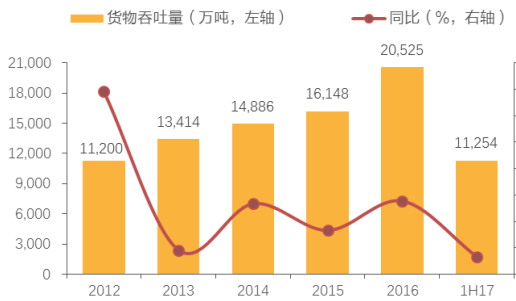


资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3.3. 唐山港（上市公司）2017H1 数据大增

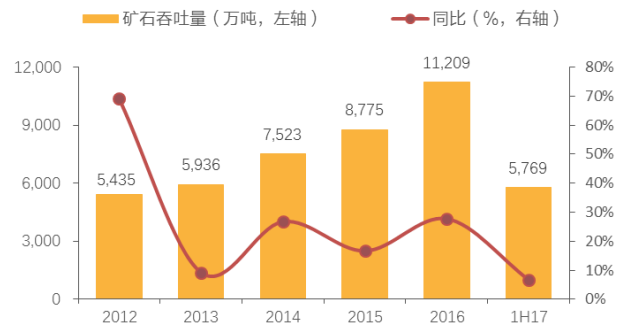
上半年上市公司实现货物吞吐量 1.13 亿吨, 同比增长 21.8%; 其中矿石吞吐量为 0.58 亿吨, 同比增长 6.7%; 煤炭吞吐量为 0.34 亿吨, 同比增长 45.9%; 钢材吞吐量为 0.09 亿吨, 同比增长 13.7%; 其他货物吞吐量为 0.12 亿吨, 同比增长 68.6%。

图 12: 公司历年货物吞吐量 (万吨) 及同比 (%)



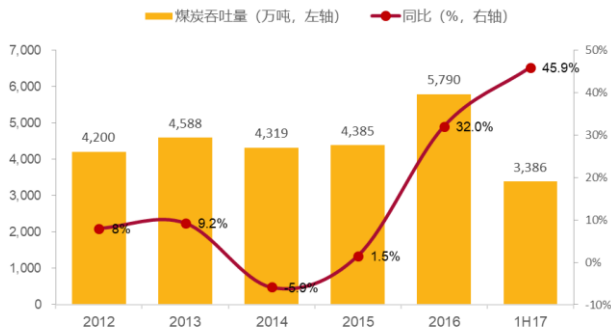
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 公司历年矿石吞吐量 (万吨) 及同比 (%)



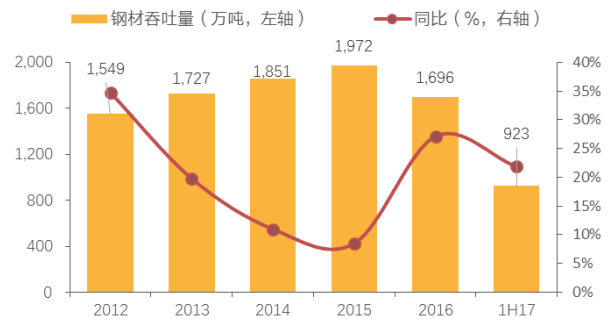
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 公司历年煤炭吞吐量 (万吨) 及同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

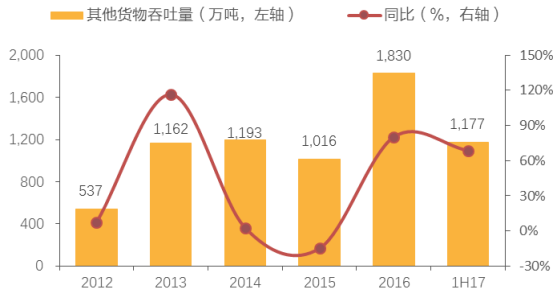
图 15: 公司历年钢材吞吐量 (万吨) 及同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

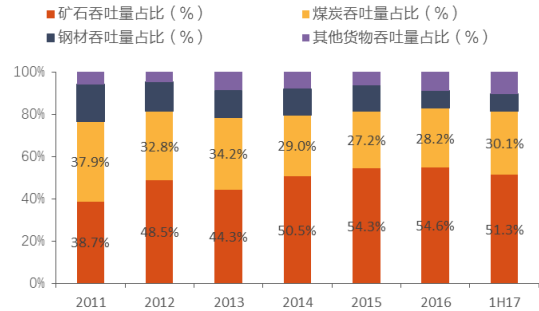
矿石和煤炭依旧是公司主要货种，但煤炭占比有所提升。上半年公司矿石吞吐量占比为 51.3%，煤炭占比为 30.1%，钢材占比为 8.2%，其他货物占比为 10.5%，铁矿石和煤炭是公司吞吐量前两名。从吞吐量历年占比来看，铁矿石有所下降较 16 年的 54.3% 下跌 3 个百分点，而煤炭的占比较 16 年的 28.2% 上升 2 个百分点，主要是因为需求的增长以及天津港汽运煤炭禁止后带来的增长。

图 16：公司历年其他货物吞吐量（万吨）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 17：公司历年各种类货物吞吐量占比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 铁矿石、煤炭两翼齐飞，集装箱未来或贡献增量

2.4.1. 矿石：短期供给侧改革或有下滑，进口替代是中期逻辑，长期看好

始于 2015 年底，一场以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点的供给侧结构性改革，经中央经济工作会议定调后，正式拉开序幕。2016 年 2 月份，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》6 号文，明确 5 年时间内化解钢铁过剩产能 1-1.5 亿吨。

一边是落后产能淘汰，另一边则是环保限产、冬季错峰生产，钢铁产能过剩问题基本得到解决，行业产能利用率恢复到 80% 左右，钢材价格普遍从每吨 2000 元上涨至 4000 元左右，全行业一举扭亏为盈。2017 年，大中型钢铁企业销售利润率估计为 4.4%。

然而对于以装卸大宗物资商品为主业的港口而言，却是既不增量也不增价，一方面去产能使得粗钢产量得到控制，港口短期内无法走“量”，另一方面港口公司相对于钢企议价能力开始减弱，且价格受地方政府管控。因此，**短期来看，铁矿石吞吐量开始承压。**

进口替代是中期逻辑：中国铁矿石进口量由中国钢铁消费量与铁矿石进口依赖度共同决定，当前钢材价格回升，行业扭亏，国内矿价同期上涨，成本倒逼使得进口矿或将替代国产矿，将可能带动中国铁矿石进口量的潜在增长。

从长期的角度，供需面向好：当前钢铁行业景气回升主要归于过剩产能的有效出清，而非钢铁需求再次出现趋势性增长所致，但我们认为钢铁需求端也并不会大幅下滑，随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，我国钢铁消费规模在未来 10 至 20 年里可能呈平台波动走势。

2.4.2. 煤炭：大秦线运量恢复，港口吞吐量中期无虞

2017 年，我国主要港口发运煤炭 7.26 亿吨，同比增长 11.9%；其中，环渤海港口发运煤炭 6.77 亿吨，同比增加 8100 万吨，增幅达 13%，环渤海港口煤炭发运量占港口煤炭发运量的 93.2%。

■ 环渤海出海港口的货运铁路线

而连接三西“山西、陕西、蒙西”煤矿与环渤海出海港口的是三条煤炭货运铁路线：大秦线（大一秦秦皇岛）、朔黄线（神池—黄骅港）以及蒙冀线（鄂尔多斯—曹妃甸）。

其中秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港三港依赖大秦铁路，1) 秦皇岛港集煤方式为大秦铁路，2) 京唐港的集煤方式为大秦线的支线迁曹铁路，3) 曹妃甸港的集煤方式则包括迁曹铁路和新建成的蒙冀铁路。

图 18：中国煤炭铁路货运运输通道

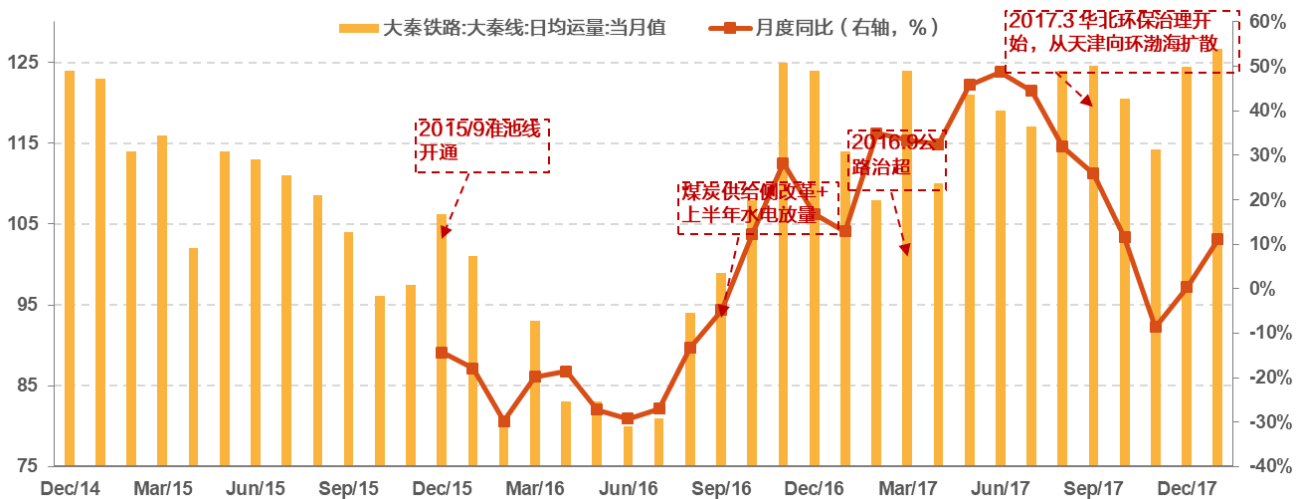


资料来源：中国铁路网，天风证券研究所整理

■ 大秦铁路货运量低点复苏

2017 年由于火电需求回暖，叠加去年 921 公路治超之后铁路运输成本优势开始凸显，大量公路货源分流，同时华北地区环保治理进一步促进公路煤炭运量回流铁路等因素共同刺激大秦铁路货运量自低点复苏，大秦线全年运量 4.32 亿吨，同比 2016 全年的 3.51 亿吨增长达到 22.5%，大秦线日均运量 118.04 万吨，最高日运量 130.78 万吨。从而带动唐山港区域内整体煤炭货运吞吐量同比增长 23.84%，其中曹妃甸同比增长 49.07%、京唐港同比增长 13.82%。

图 19：大秦线日均运量（单位：万吨）及月度同比



资料来源：wind，天风证券研究所

■ 展望：大秦线运量继续，港口吞吐量中期无虞

- 1) 2018 年，我们认为考虑去产能推进以及先进产能的投产，叠加华北地区环保治理大概率继续从严，汽运煤炭进港依旧受限等因素，大秦线货运量有望继续维持与 2017 全年类似甚至略高的景气度。
- 2) 火电需求旺盛且 921 公路治超使得铁路性价比凸显且叠加黄骅港煤炭下水分流短期已饱和，中期内通过铁路集疏运体系转运至环渤海港口下水的方式将延续。
- 3) 京唐港将继续承担大秦线支线分流的作用，唐山港上市公司具有一定地理优势，未来将充分受益于大秦线的煤炭货量，中期区域内港口吞吐量无虞。

2.4.3. 集装箱：未来或将贡献增量

2015 年 11 月《中共唐山市委关于制定唐山市国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，唐山市将坚持港口、港产、港城“三位一体”协调推进，促进沿海经济迅速崛起。提出“到 2020 年，唐山港货物吞吐量达到 8 亿吨，集装箱发展到 500 万标箱”的发展目标，推动海港经济开发区在京津冀协同发展中加快发展，努力建成沿海新增长极。

2017 年 8 月唐山港发布公告公司控股子公司津唐国际集装箱公司（唐山港持股 60%，天津港持股 40%）以现金方式收购唐港实业所有的唐山港京唐港区 26#-27#集装箱泊位及其配套设施资产以及唐山港国际集装箱码头有限公司 100%股权。此前收购有利于进一步优化整合唐山港京唐港区集装箱运输资源，减少竞争，优化区域货源市场、航线资源配置，具有良好的经济效益和发展前景，能够有效提升港口群内集装箱运输竞争力。

展望：当前公司集装箱业务仍处于市场培育阶段，但我们认为公司通过与天津港的深度合作、错位竞争，将有望每年提升 50 万标箱的吞吐量，到 2020 年实现吞吐量 500 万标箱的目标。

3. 雄安新区基建启动，中期将拉动矿石进口

2017年4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。“雄安新区”规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里、中期发展区面积约200平方公里、远期控制区面积约2000平方公里。而同时，央媒以“千年大计、国家大事”论述此举，规格空前。

雄安新区中短期来看是非首都功能疏解，以缓解北京人口、交通、地产、污染等方面的“大城市病”，且冠以“千年大计”之名。而再造一座新城，逻辑上来说则是基建启动，大宗原材料运输，港口或将先受益。

图 20：雄安新区成立示意图



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

我们认为唐山港将率先受益于雄安新区建设：

- 1) 雄安新区包括雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，当地基础设施建设滞后、基础薄弱，而雄安新区规划起步区域内面积约 100 平方公里，远景控制区面积约 2,000 平方公里，国家规划将用 10-30 年的时间完成新区的建设，而基建启动则需要大量矿石、钢材等大宗原材料。
- 2) 从环渤海港口集群的区域位置来看，天津港距离雄安 160 公里，唐山港距离 250 公里，但我们认为天津港的定位是以集装箱为主的综合大港，而唐山港则是能源物资的大宗集散地，地理的远近并非雄安新区供应原材料的主要考量。
- 3) 唐山区域内成熟度的钢铁产业集群以及水铁联运的优势使得其将成为雄安新区基建的潜在供应者，唐山港作为区域内重要矿石进口和钢材装卸港口将率先受益。

图 21：雄安新区与唐山港、天津港距离示意图



资料来源：百度地图，天风证券研究所整理

4. 盈利预测及估值

核心假设：

1) **装卸堆存**：我们认为公司未来铁矿石及煤炭将成为装卸堆存业务利润贡献边际增量的主要来源，17-19 年有望保持 6.0%、10.0%、8.0%的增速。

2) **商品销售**：因毛利率较低，公司该项业务未来将逐步放缓，17-19 年增速分别为-20.0%、8.0%、4.5%。

3) **港务管理**：港务业务占比较小，但与挂靠港船舶数量有关，我们认为 17-19 年将分别维持 6.0%、5.0%、4.0%。

图 22：财务模型主营业务核心假设

YEAR	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万）								
装卸堆存收入	2823	3245	3419	3820	3847	4078	4486	4845
YOY	51.9%	14.9%	5.4%	11.7%	0.7%	6.0%	10.0%	8.0%
商品销售	731	884	1197	923	1392	1113	1203	1257
YOY	-5.6%	20.9%	35.4%	-22.9%	50.8%	-20.0%	8.0%	4.5%
港务管理	249	211	240	225	239	254	266	277
YOY	28.1%	-15.4%	13.9%	-6.2%	6.3%	6.0%	5.0%	4.0%
船舶运输	18	21	35	8	0	0	0	0
YOY	-48.8%	12.2%	71.6%	-77.8%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他主营业务	116	165	190	144	114	137	151	158
YOY	-4.4%	41.9%	15.2%	-24.1%	-20.9%	20.0%	10.0%	5.0%
主营合计	3938	4525	5081	5119	5592	5582	6105	6537
YOY	31.9%	14.9%	12.3%	0.7%	9.2%	-0.18%	9.37%	7.06%

资料来源：wind，天风证券研究所

因此整体来看，我们预计公司 17/18/19 年营业收入分别为 56.20、61.50、65.85 亿，营收增速分别为-0.11%、+9.44%、+7.06%；净利润分别为 15.77、18.53 与 20.52 亿，业绩增速分别为 19.44%、17.49%、10.73%。EPS 由此前的 0.37、0.44、0.45 调整为 0.35、0.41 和 0.45，当前股价对应 PE 分别为 14.9X，12.7X，11.5X。考虑到 A 股港口公司 18 年平均估值 23.5 倍，唐山港 PE 处于低位，向下有安全边际，向上有弹性，上调公司评级至“买入”评级，目标价为 7 元，对应 18 年业绩为 17X PE。

图 23：A 股港口公司估值比较

公司名称	代码	股价 (元)	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	每股收益 (EPS)			P/E(x)		
							2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
A股港口公司												
深赤湾A	000022.SZ	24.14	n.a	645	645	15.6	0.83	0.93	1.12	29.2	26.1	21.6
盐田港	000088.SZ	8.00	n.a	1,942	1,942	15.5	0.18	-	-	44.2	-	-
珠海港	000507.SZ	9.56	n.a	790	772	7.5	0.13	-	-	72.4	-	-
北部湾港	000582.SZ	9.04	n.a	1,387	263	12.5	0.33	-	-	27.7	-	-
厦门港务	000905.SZ	10.38	n.a	531	531	5.5	0.39	-	-	26.7	-	-
南京港	002040.SZ	11.78	n.a	372	307	4.4	0.23	-	-	51.8	-	-
珠海港	000507.SZ	9.56	n.a	790	772	7.5	0.13	-	-	72.4	-	-
日照港	600017.SH	3.79	n.a	3,076	3,076	11.7	0.06	0.11	0.12	66.1	36.0	32.5
上港集团	600018.SH	7.51	买入	23,174	22,755	174.0	0.30	0.50	0.54	25.1	15.0	13.9
锦州港	600190.SH	3.94	n.a	2,002	2,002	7.9	0.03	-	-	142.1	-	-
重庆港九	600279.SH	6.03	n.a	693	693	4.2	0.11	0.71	0.23	53.3	8.5	26.7
营口港	600317.SH	3.09	n.a	6,473	6,473	20.0	0.08	-	-	40.7	-	-
天津港	600717.SH	10.36	n.a	1,675	1,675	17.4	0.75	0.62	0.70	13.7	16.7	14.8
唐山港	601000.SH	5.16	买入	4,558	4,256	23.5	0.29	0.35	0.41	17.8	14.9	12.7
连云港	601008.SH	4.37	n.a	1,015	1,015	4.4	0.01	-	-	521.3	-	-
宁波港	601018.SH	5.34	n.a	13,173	12,800	70.3	0.17	0.21	0.22	30.6	26.0	24.8
广州港	601228.SH	5.98	n.a	6,193	699	37.0	0.11	0.12	0.14	55.2	48.0	42.1
大连港	601880.SH	2.57	n.a	12,895	12,895	33.1	0.04	-	-	62.4	-	-
平均值				4,521	4,087	26.2	0.23	0.44	0.43	75.2	23.9	23.6

资料来源：wind，天风证券研究所

PE-Band

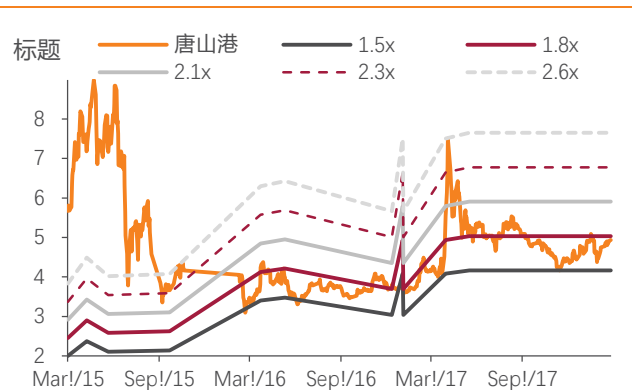
唐山港历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

唐山港历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

5. 风险

中国经济发展缓慢，环保政策收紧，区域竞争加剧

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,184.33	3,977.53	5,795.06	6,365.27	9,894.48	营业收入	5,157.37	5,626.44	5,620.10	6,150.37	6,584.54
应收账款	782.46	821.87	553.54	689.28	641.28	营业成本	3,061.53	3,532.99	3,392.09	3,605.40	3,800.90
预付账款	75.68	26.88	255.96	114.34	108.44	营业税金及附加	12.32	48.12	46.00	50.00	51.00
存货	370.26	233.87	580.06	248.79	655.59	营业费用	1.88	1.90	2.00	2.20	2.40
其他	629.41	922.53	80.90	1,209.59	233.27	管理费用	331.79	327.72	310.00	330.00	350.00
流动资产合计	4,042.15	5,982.67	7,265.53	8,627.28	11,533.06	财务费用	151.41	80.49	2.87	(43.59)	(58.29)
长期股权投资	183.29	1,393.75	1,393.75	1,393.75	1,393.75	资产减值损失	42.23	12.72	10.00	8.00	5.00
固定资产	10,800.06	10,579.71	10,038.04	9,478.49	8,895.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	288.05	215.18	165.11	147.07	118.24	投资净收益	39.77	44.58	150.00	160.00	180.00
无形资产	985.17	1,452.91	1,420.52	1,388.13	1,355.73	其他	(79.53)	(89.16)	(300.00)	(320.00)	(360.00)
其他	345.71	669.02	676.77	660.69	660.00	营业利润	1,595.98	1,667.08	2,007.15	2,358.36	2,613.53
非流动资产合计	12,602.29	14,310.57	13,694.19	13,068.12	12,422.73	营业外收入	23.78	48.66	30.92	34.45	38.01
资产总计	16,644.44	20,293.24	20,959.72	21,695.39	23,955.79	营业外支出	25.27	57.59	27.92	36.93	40.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,594.49	1,658.14	2,010.16	2,355.88	2,610.73
应付账款	2,210.79	2,696.02	2,532.00	2,377.36	2,763.06	所得税	300.65	231.39	301.52	353.38	391.61
其他	1,333.03	1,445.76	1,924.61	1,487.08	1,812.00	净利润	1,293.84	1,426.75	1,708.63	2,002.50	2,219.12
流动负债合计	3,543.82	4,141.78	4,456.61	3,864.44	4,575.05	少数股东损益	94.05	106.49	131.78	149.83	167.61
长期借款	1,319.51	867.42	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,199.79	1,320.25	1,576.85	1,852.68	2,051.51
应付债券	206.24	206.24	137.49	183.32	175.68	每股收益(元)	0.26	0.29	0.35	0.41	0.45
其他	197.79	215.63	278.59	230.67	241.63						
非流动负债合计	1,723.54	1,289.29	416.08	413.99	417.31						
负债合计	5,267.36	5,431.07	4,872.69	4,278.44	4,992.37	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	980.77	1,304.61	1,429.80	1,577.13	1,741.02	成长能力					
股本	2,248.44	4,558.41	4,558.41	4,558.41	4,558.41	营业收入	0.60%	9.10%	-0.11%	9.44%	7.06%
资本公积	3,693.50	3,549.93	3,549.93	3,549.93	3,549.93	营业利润	7.29%	4.45%	20.40%	17.50%	10.82%
留存收益	4,416.77	5,399.76	6,548.88	7,731.49	9,114.06	归属于母公司净利润	10.17%	10.04%	19.44%	17.49%	10.73%
其他	37.60	49.46	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	11,377.08	14,862.18	16,087.02	17,416.96	18,963.42	毛利率	40.64%	37.21%	39.64%	41.38%	42.28%
负债和股东权益总计	16,644.44	20,293.24	20,959.72	21,695.39	23,955.79	净利率	23.26%	23.47%	28.06%	30.12%	31.16%
						ROE	11.54%	9.74%	10.76%	11.70%	11.91%
						ROIC	14.64%	14.02%	15.13%	19.59%	20.13%
						偿债能力					
						资产负债率	31.65%	26.76%	23.25%	19.72%	20.84%
						净负债率	22.07%	8.08%	2.36%	-7.76%	-13.11%
						流动比率	1.14	1.44	1.63	2.23	2.52
						速动比率	1.04	1.39	1.50	2.17	2.38
						营运能力					
						应收账款周转率	8.23	7.01	8.17	9.90	9.90
						存货周转率	12.09	18.63	13.81	14.84	14.56
						总资产周转率	0.32	0.30	0.27	0.29	0.29
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.29	0.35	0.41	0.45
						每股经营现金流	0.24	0.33	0.63	0.25	0.89
						每股净资产	2.28	2.97	3.22	3.47	3.78
						估值比率					
						市盈率	19.60	17.82	14.92	12.70	11.47
						市净率	2.26	1.73	1.60	1.48	1.37
						EV/EBITDA	7.96	6.63	7.02	6.15	4.63
						EV/EBIT	10.81	9.16	9.41	7.98	5.89

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com