

珠海港（000507）：能源物流齐头并进，西江战略初具规模

2019年11月12日

推荐/首次

珠海港

点评报告

报告摘要：

2019年前三季度，公司实现营业收入23.88亿元（+33.4%）；实现归母净利润1.46亿元（+2.0%）；三季度单季实现营收8.96亿元（+14.05%），实现归母净利润0.24亿元（+4.5%）。

西江流域吞吐量持续增长：公司“西江战略”初具规模。前三季度云浮新港在环保政策趋严，主力货种石材的吞吐量下滑近30%的情况下实现集装箱吞吐量同比2%增长；梧州港前三季度货物吞吐量同比增长14%；今年新并购的贵港新龙码头吞吐量同比增长22%。

船队建设周期较长，但规模效应与协同效应可期：公司今年4月完成定增，资金主要用于船队建设。航运业务投资周期较长，需要形成规模效应，并与西江沿线港口形成有效协同后才能逐渐形成盈利，故预计定增对公司近期业绩造成一定摊薄。但西江流域航运业运力非常分散，缺乏龙头企业，规模化船队有望形成较强的议价权，故看好公司航运板块中长期的发展。

风电板块运营稳定，新增并购安徽宿州风电场：公司旗下风电场前三季度实现累计发电量3.37亿千瓦时。公司于9月并购宿州风电场，运营风电场数量增加到6个。除内蒙古安达风电场弃风情况较去年有所加剧外，其余风电场不存在弃风或弃风情况明显好转。

参股公司业绩波动导致投资收益下滑：公司前三季度投资收益0.92亿元，较去年同期的1.03亿元有所下降，主要系参股的广珠发电分红额波动，以及中化珠海由于石化行业景气度下降导致的盈利下滑。我们预计全年公司投资收益同比小幅下降。

公司盈利预测及投资评级：受益于公司“西江战略”以及航运板块的后续发力，我们预计相关港口的吞吐量还将维持较快增长；公司风电场弃风率较低，将带来稳定的利润贡献。预计公司19-21年EPS分别为0.20、0.22、0.26元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；环保政策趋严（导致石材、化工等大宗商品运量下降）；航运运价大幅波动；参股公司业绩及分红大幅波动。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,860.64	2,614.96	3,294.85	3,828.62	4,326.34
增长率(%)	3.30%	40.54%	26.00%	16.20%	13.00%
归母净利润(百万元)	140.61	168.79	171.49	206.28	242.88
增长率(%)	34.92%	20.04%	1.60%	20.28%	17.74%
净资产收益率(%)	5.13%	5.87%	4.29%	4.97%	5.62%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.20	0.22	0.26
PE	32.40	26.99	29.53	26.03	22.10
PB	1.66	1.59	1.01	0.99	0.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是珠海市港口发展和资本运作的重要平台，着力培育港口航运、物流供应链、能源环保、港城建设、航运金融等业务板块，主要从事物流供应链、能源环保、港城建设、航运金融等业务以及港口的投资及运营，以及船舶运输等业务。

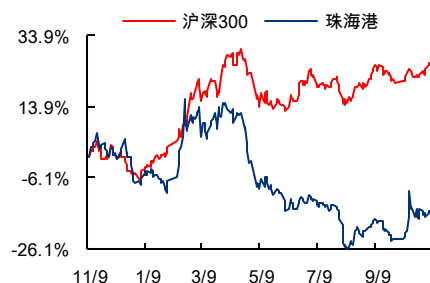
发债及交叉持股介绍：

2019-11-01 公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过10亿元的公司债券。

交易数据

52周股价区间(元)	5.98-7.35
总市值(亿元)	55.64
流通市值(亿元)	46.17
总股本/流通A股(万股)	93042/77214
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.8

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

单击此处输入文字。

1. 企业介绍：港口物流与能源供应双主业的综合性港口企业

公司是珠海市国资委旗下上市公司，控股股东珠海港控股集团有限公司，持股 29.64%。珠海港旗下拥有 51 家控股企业，13 家参股企业，1 家合营企业，总资产 93 亿，净资产 53 亿。公司业务板块主要为港口物流与综合能源，辅以部分港城建设业务。

港口板块：

1. **云浮新港**：广东内河第一大港，西江中转枢纽，拥有外贸资质，2018 年实现总吞吐量 475.62 万吨，集装箱吞吐量 23.32 万标箱。今年前三季度完成集装箱吞吐量 16.61 万标箱，同比增长 2%。
2. **梧州大利口码头**：内贸港口，远期规划 6 个 1000 吨级多用途泊位（水工结构 2000 吨），现 1, 2 号泊位建成投产，3, 4 号泊位正在建设中，前三季度完成货物吞吐量 117.91 万吨，同比增长 14%。
3. **贵港新龙码头**：位于黔江、郁江、浔江交汇口，前三季度完成货物吞吐量 66.08 万吨，同比增长 22%。
4. **神华粤电煤炭码头**（参股 30%）：珠三角等级最高的专业煤炭码头，2018 年完成卸船量 2006.7 万吨，同比增加 18.95%，达到设计产能。
5. **中化珠海石化储运码头**（参股 45%）：华南地区最大的成品油储运基地之一。

航运板块：

公司控制下总运力 33.7 万吨；其中自有 19 艘，运力 8.7 万吨。

前三季度集装箱运输累计完成 46.69 万 TEU，同比增长 63%；散货运输合计完成 282.47 万吨，同比增长 69%。增速较快主要系西江流域本身的吞吐量增长以及控制下的船队规模大幅增长。

物流供应链：

1. **汇通物流园**：位于高栏经济区，占地 10 万平方米，主要为大宗货物存储、中转、装卸提供场地支持。
2. **港达供应链**：珠海第一家获得海关监管 AA 类资质的物流企业。拥有占地面积 2 万平的保税仓，是珠海除保税区以外唯一的公共保税仓。
3. **港航配套服务**：包括货代、理货、报关报检、拖轮等港口配套服务，与港口主业形成协同效应。

能源环保板块：

1. **珠海港昇**：总资产超 10 亿元，旗下 6 个风电场（内蒙古三个，浙江一个，安徽一个，珠海本地一个）总装机规模约 283 兆瓦。19 年前三季度发电 3.37 亿千瓦时。
2. **港兴公司**：主要从事珠海市金湾区、斗门区、高栏港经济区及横琴新区的天然气管网铺设、运营、管理和维护等特许经营业务。2019 年前三季度供气 5378 万立方，同比增长 96%，营收 3.75 亿元。

主要参股企业：

1. 广珠发电、珠海新源热力，中海油珠海天然气发电
2. 珠海可口可乐饮料有限公司（持股 50%合营企业）
3. 珠海碧辟化工有限公司

2. 内河航运条件优越，与周边港口形成差异化竞争

2.1 公司与北部湾港形成错位竞争

公司与北部湾港的经济腹地存在一定的重合。由于广西地区没有向南的江海联运出海口，北部湾港受地理条件限制，更多是海铁联运及海陆转运，因此在广西西南部有一定的运距与时效优势。

公司依托珠江水系，拥有完善的集疏运体系，且在西江流域重要节点均有控股码头，并配套相应的驳船航线，江海联运优势明显。现阶段，随着西江通航条件不断完善，通过水路集散货物便捷且具有成本优势。故而公司与北部湾整体上形成了错位竞争。

图 1：西江流域航道图，公司在云浮、梧州与贵港投资码头



资料来源：互联网，东兴证券研究所

2.2 与广州与深圳相比，珠海港在大宗散货的内河转运方面优势较大

珠江有八大出海口，但从内河航运条件来看，西四门优于东四门。考虑到珠海高栏港的地理优势及产业基础，大宗商品是珠海港的优势项目。可以看到，神华的煤炭码头以及中化的成品油储运码头都设在高栏港，以方便内河转运。现阶段，深圳基本退出了散杂货运输，专攻集装箱。广州和佛山地区由于航道水文条件限制，当地出发的内河船舶一般在 2000 吨以下。

西江的通航能力分成几段。从珠海中转上行到云浮地区可以稳定通行 5000 吨的船，2000 吨的船可以稳定通行到贵港，再往后一般用 1000 吨的船，航道通行能力根据丰水期和枯水期有所不同。西江上游部分流域修了水坝但没有配套船闸，这几年随着沿线的船闸的逐渐补齐，西江整体的船舶通行能力还有继续提升的空间。

公司以干散货、油气化工品等大宗商品等为突破口：一是“西江战略”的实施，使珠海港腹地延伸至广西、云贵川一带；二是珠海港集疏运体系逐步完善，通过广珠铁路、江海联运、海铁联运至湖南、贵州、江西等内陆区域的货量将逐步增加；三是随着港珠澳大桥的通车，珠海将成为连接粤港澳最便利的物流节点之一。

2.3 控股码头具有较强区位优势

公司旗下三个控股码头都具有较强的区位优势。其中云浮新港是云浮地区唯一的外贸码头，议价能力较好；梧州大利口码头货源较为丰富，长洲水利枢纽船闸就位于梧州；桂平新龙码头是桂平地区唯一具备规模的码头，收费有一定的保障。近期西江沿岸地方政府对无证码头的清理整治工作在加速，有利于公司码头业务的开展。

3. 西江流域货源充沛，但运力结构分散

西江整体的航运量很大。长洲水利枢纽船闸年累计货物通过量预计 2019 年有望超过 1.5 亿吨，现在长洲枢纽船闸的月货物通过量超过 1000 万吨已成为常态。

然而西江的运力结构非常分散，个体化经营程度较高，缺少大型龙头企业。区域内最大的航运企业是中远海集团下属的五洲航运，控制运力规模约为公司船队规模的两倍。

3.1 公司欲打造西江地区航运龙头企业

考虑到西江流域航运市场各企业运力占比较小，市场占有率发展空间很大。公司于今年 4 月完成定增后，会加快航运板块船舶购置、建造，控制更多的运力，尽快形成规模效应；同时加密西江驳船网络，致力于打造成为西江驳船运输及江海联运龙头企业。

4. 风电板块贡献稳定收益，补贴退坡对公司影响较小

公司旗下风电场前三季度实现累计发电量 3.37 亿千瓦时。公司于 9 月并购宿州风电场，运营风电场数量增加到 6 个。除内蒙古安达风电场弃风情况较去年有所加剧外，其余风电场不存在弃风或弃风情况明显好转。

今年市场较为关注的风电补贴退坡主要影响的是在建项目的上网电价。目前公司暂无自有建设项目报批。除高栏风电场外，5 个电厂都是收购已投入运营且成功并网的项目，上网电价是之前就已经核准的，不受政策退坡影响。因此我们预计未来风电板块将稳定贡献收益。

风险提示

宏观经济不及预期；环保政策趋严（导致石材、化工等大宗商品运量下降）；航运运价大幅波动；行业政策变化；参股公司业绩及分红大幅波动。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1040	1658	2126	2447	2964	营业收入	1861	2615	3295	3829	4326
货币资金	457	935	1265	1465	1875	营业成本	1411	2114	2768	3235	3686
应收账款	355	430	496	556	605	营业税金及附加	17	19	16	19	22
其他应收款	53	50	63	73	82	营业费用	83	93	99	103	104
预付款项	36	40	46	52	60	管理费用	136	170	185	203	216
存货	74	87	114	133	151	财务费用	111	122	93	96	83
其他流动资产	22	43	62	76	90	研发费用	0	3	5	5	5
非流动资产合计	4875	5181	6790	6824	6689	资产减值损失	13.98	-12.26	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	371	421	421	421	421	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2534	2620	2837	2979	3002	投资净收益	90.60	117.05	105.34	115.88	121.67
无形资产	225	217	204	192	180	加: 其他收益	22.77	31.82	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	31	35	2659	2659	2659	营业利润	201	260	240	288	337
资产总计	5915	6839	8916	9271	9652	营业外收入	7.15	2.48	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	928	1896	1578	1745	1923	营业外支出	4.45	16.29	5.00	5.00	5.00
短期借款	234	462	0	0	0	利润总额	204	246	240	288	337
应付账款	175	258	333	389	443	所得税	38	53	47	58	69
预收款项	59	128	215	316	430	净利润	166	193	193	230	268
一年内到期的非流动负	136	697	697	697	697	少数股东损益	25	24	22	24	25
非流动负债合计	1897	1680	1638	1651	1659	归属母公司净利润	141	169	171	206	243
长期借款	581	924	924	924	924	主要财务比率					
应付债券	1096	598	600	600	600		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2825	3576	3216	3396	3583	成长能力					
少数股东权益	347	389	411	435	460	营业收入增长	3.30%	40.54%	26.00%	16.20%	13.00%
实收资本 (或股本)	790	790	930	930	930	营业利润增长	42.79%	29.29%	-7.67%	19.87%	17.15%
资本公积	789	801	1662	1662	1662	归属于母公司净利润	34.92%	20.04%	1.60%	20.28%	17.74%
未分配利润	1022	1138	1265	1413	1581	获利能力					
归属母公司股东权益合	2743	2874	4001	4152	4322	毛利率 (%)	24.16%	19.17%	16.00%	15.50%	14.80%
负债和所有者权益	5915	6839	8916	9271	9652	净利率 (%)	8.91%	7.38%	5.87%	6.01%	6.20%
现金流量表						总资产净利润 (%)	2.38%	2.47%	1.92%	2.22%	2.52%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	5.13%	5.87%	4.29%	4.97%	5.62%
经营活动现金流	366	379	429	491	553	偿债能力					
净利润	166	193	193	230	268	资产负债率 (%)	48%	52%	36%	37%	37%
折旧摊销	168.56	180.31	198.91	223.17	242.50	流动比率	1.12	0.87	1.35	1.40	1.54
财务费用	111	122	93	96	83	速动比率	1.04	0.83	1.28	1.33	1.46
应收账款减少	-32	-75	-66	-59	-49	营运能力					
预收账款增加	21	69	87	101	114	总资产周转率	0.32	0.41	0.42	0.42	0.46
投资活动现金流	-104	-324	-1713	-151	5	应收账款周转率	5	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.53	12.08	11.16	10.61	10.40
长期投资减少	0	0	1372	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	91	117	105	116	122	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.21	0.20	0.22	0.26
筹资活动现金流	-118	417	1614	-139	-148	每股净现金流 (最新摊)	0.18	0.60	0.35	0.22	0.44
应付债券增加	2	-498	2	0	0	每股净资产 (最新摊)	3.47	3.64	5.68	5.85	6.03
长期借款增加	23	343	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	141	0	0	P/E	32.40	26.99	29.53	26.03	22.10
资本公积增加	0	13	861	0	0	P/B	1.66	1.59	1.01	0.99	0.96
现金净增加额	145	472	330	201	409	EV/EBITDA	12.87	11.31	11.96	10.14	8.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015年至2018年于广发证券任交通运输行业分析师，2019年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。