

唐山港（601000.SH）

受益于渤海湾港口整合，装卸主业有望迎量价齐升

增持

核心观点

唐山港股份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，位于环渤海核心区域。京唐港区规划面积 90 平方公里，其中陆域 65 平方公里，海域 25 平方公里，目前已利用自然岸线 11.2 公里，建成 1.5—25 万吨级泊位 44 座，利用码头岸线 12.21 公里，航道等级 20 万吨级。公司营业收入主要来自于大宗商品的装卸堆存、港务管理及大宗商品贸易（销售），2022 年分别占营业收入的比例为 77%/5%/15%，如从毛利视角来看，则占比分别为 88%/5%/2%，装卸堆存是公司业务的核心。

我国港口大而不强的局面有望随整合推进改善。中国是全球港口吞吐量最大的国家，坐拥五大港口群，全球吞吐量最大的 20 个港口中，中国占据 16 席。从需求端来看，我国港口吞吐量连年增长，增速与 GDP 增长相当，但是由于港口的产能增长因决策周期、建设周期，明显滞后于需求周期，2010 年以来我国港口行业遭遇了供需错配困境，此外趋同的服务及重叠的腹地导致区域内竞争格局恶化，行业整体 ROE、净利率表现偏弱。为解决内耗问题，2015 年以来我国港口整合明显加速，现已基本形成“一省一港”的格局，费率亦从指导价转向市场化定价，行业整体净利率已明显回升。

唐山港股份近年剥离了部分盈利偏弱的非核心主业，经营质量显著改善。

2020 年以来，唐山港股份陆续剥离了难以实现盈利的船舶运输、集装箱码头业务，并大幅压缩了低毛利的商品销售业务，虽营收端大幅缩减，但是利润端并未明显受损，现金流明显改善，2022 年公司实现营业收入 56.2 亿元、归母净利润 16.9 亿元，较未剥离前的 2019 年，营收几乎腰斩，利润端仅下滑约 5%，经营性净现金流从 15.9 亿提升至 24.1 亿，未来公司经营更专注于核心的装卸业务。考虑到渤海湾港口群中天津因环保政策原因缩减大宗商品装卸规模，河北省内港口已于 2022H2 完成整合且秦皇岛实施战略转型，预计公司装卸堆存业务有望迎量价齐升。

分红率明显提升，价值提升可期。同步于公司剥离非核心业务，公司的分红率出现明显提升，2020—2022 年期间，虽公司扣非净利润受疫情影响小幅下滑，但是分红金额维持稳定，均为 11.85 亿元，分红率约为 55%—70%（占扣非利润比 66%—74%），较 2019 年及以前约 25—30% 的水平明显提升。考虑到公司目前已暂无资本开支计划，且 2023 年起盈利能力有望明显改善，预计公司分红规模有望再上台阶，带来 DDM 模型分子端改善，公司价值有望提升。

盈利预测与估值：不同于其他港口上市公司积极开发副业、向投资平台发展，唐山港股份聚焦主业，自 2020 年以来持续剥离盈利较差的业务并提升分红率，经营质量已经明显改善。受益于 2022 年末河北港口整合及渤海湾其他港口战略转型，预计渤海湾港口大宗商品装卸业务竞争格局改善，煤炭及铁矿石装卸量向唐山地区倾斜，且装卸费率有望出现较为明显的回升，带动公司净利润增长，预计 2023—2025 年公司实现净利润 21.04/22.38/23.06 亿元，同比分别+24.5%/+6.4%/+3.0%，以 70% 的分红率进行 DDM 估值，可得公司合理估值区间位于 4.16—4.42 元/股，较 8 月 17 日收盘价具有 11.8%—18.8% 上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：港口整合影响不及预期、钢铁环保政策超预期趋严、公司分红率超预期下滑、港口费率市场化程度下降、基建及地产投资不及预期等。

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：姜明

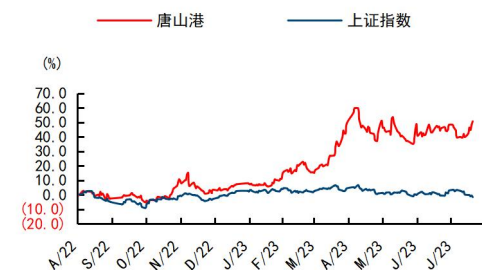
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	增持（首次评级）
合理估值	4.16 - 4.42 元
收盘价	3.78 元
总市值/流通市值	22400/22400 百万元
52 周最高价/最低价	4.49/2.48 元
近 3 个月日均成交额	156.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,075	5,620	6,136	6,227	6,265
(+/-%)	-22.5%	-7.5%	9.2%	1.5%	0.6%
净利润(百万元)	2089	1690	2104	2238	2306
(+/-%)	13.4%	-19.1%	24.5%	6.4%	3.0%
每股收益(元)	0.35	0.29	0.36	0.38	0.39
EBIT Margin	29.4%	28.9%	34.8%	36.9%	37.8%
净资产收益率(ROE)	11.3%	8.8%	10.6%	10.9%	10.9%
市盈率(PE)	10.0	12.3	9.9	9.3	9.0
EV/EBITDA	9.3	10.1	7.5	7.1	6.9
市净率(PB)	1.12	1.08	1.05	1.02	0.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

唐山港：地处环渤海核心区域	6
港口行业：港口强国“供给侧改革”持续推进	7
中国是全球港口吞吐量最大的国家，坐拥五大港口群	7
国内港口吞吐量持续增长，但 2009 年以来盈利能力相对较弱	9
2015 年以来，港口整合加速，竞争格局逐步向好	11
唐山港：京唐港区收益稳中向好	13
唐山一港三区，京唐港区地理位置优越、货源充足	13
河北港口整合大幕推进，竞争趋于缓和有望带来装卸价格回升	17
聚焦主业，盈利能力实现上台阶，持续高分红可期	20
公司历史财务数据分析	21
盈利预测	23
预测假设	23
盈利预测结果	24
估值与投资建议	26
绝对估值	26
相对估值	27
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图 1: 唐山港股权结构 (截至 2023. 3. 31)	6
图 2: 中国五大港口群分布图	8
图 3: 我国沿海港口吞吐量连年增长	9
图 4: 我国 GDP 与沿海货物吞吐量同比增速对比	9
图 5: 我国对沿海港口的高额投资持续至 2016 年	10
图 6: 国内港口的产能利用率变化	11
图 7: 低利用率叠加降费导致港口行业 ROE 表现较为低迷	11
图 8: 港口整合有望带来价格提升	13
图 9: 京唐港区和曹妃甸港区股权结构	15
图 10: 京唐港区背靠唐山钢铁产业	16
图 11: 河北是我国钢铁产量第一的大省	16
图 12: 唐山占据河北粗钢及钢材过半产能	16
图 13: 大秦线运量稳定, 煤炭下水需求较好	17
图 14: 渤海湾港口在大宗领域的竞争格局明显改善	18
图 15: 唐山港自 2010 年以来吞吐量增长明显快于其他渤海湾港口	19
图 16: 唐山港历史装卸费率	19
图 17: 2020-2022 唐山港与秦皇岛港装卸费率比较	19
图 18: 剥离商品销售和船舶运输有利于公司经营质量提升	20
图 19: 转让集装箱码头资产提升公司经营质量	20
图 20: 2020 年起唐山港分红率明显提升	21
图 21: 2017 年以来唐山港收入变化	22
图 22: 2017 年以来唐山港归母净利润变化	22
图 23: 唐山港分业务收入占比 (%)	22
图 24: 唐山港分业务毛利情况 (亿元)	22
图 25: 唐山港剥离非核心业务后利润率改善	22
图 26: 唐山港费用率较低且较为稳定	22

表1：2022 年全球港口货物吞吐量排名	8
表2：2012 年来我国港口出现降价潮	10
表3：2015 年起全国港口整合日益频繁	12
表4：港口收费已趋于市场化定价	12
表5：渤海湾港口一览及未来发展方向	14
表6：唐山一港三区的定位及简要情况	14
表7：唐山港股份近年剥离了部分盈利能力较差的业务	20
表8：唐山港股份吞吐量预测	24
表9：唐山港股份装卸费率预测	24
表10：港务、商品销售、及其他收入预测及总收入汇总	24
表11：唐山港股份营业成本预测	25
表12：唐山港股份分业务毛利率预测	25
表13：唐山港毛利预测结果一览	25
表14：DDM 模基本参数设置	26
表15：根据未来 10 年分红预测及 0.5%永续增长 DDM 模型的结果预测	27
表16：唐山港与其他港口公司的 PB 估值比较	27

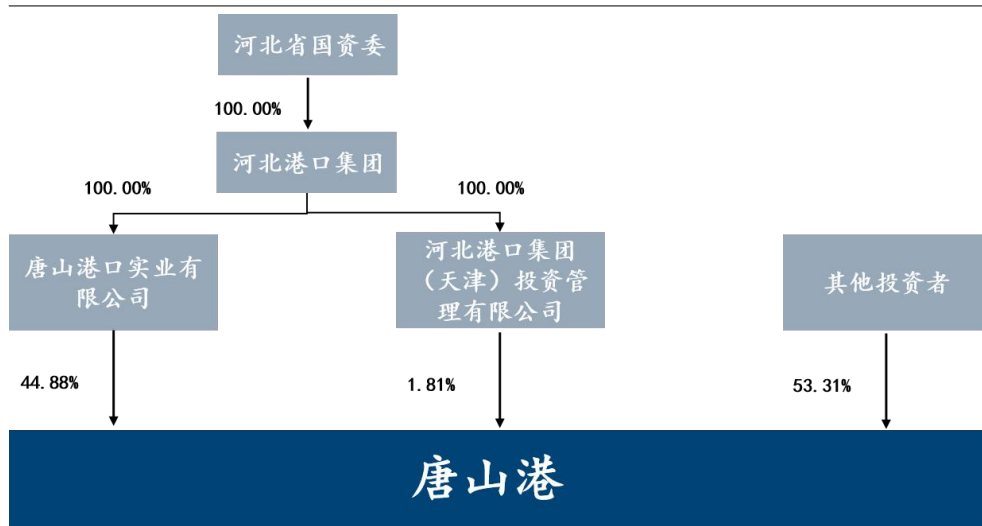
唐山港：地处环渤海核心区域

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，位于环渤海核心区域。京唐港区规划面积 90 平方公里，其中陆域 65 平方公里，海域 25 平方公里。规划建设六个港池、五大功能区（集装箱作业区、液体散货作业区、干散货作业区、杂货作业区、综合物流区）。规划自然岸线 19 公里，码头岸线 49.04 公里。目前，已利用自然岸线 11.2 公里，已建成 1.5—25 万吨级泊位 44 座，利用码头岸线 12.206 公里，占可利用码头岸线的 24.8%，货物堆场 1000 多万平米，航道等级 20 万吨级。

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。2022 年，公司完成货物吞吐量 2.07 亿吨，其中包括铁矿石 9641.9 万吨、煤炭 6511.5 万吨、钢材 1458.6 万吨、砂石 1921.5 万吨，分别占货物吞吐量的 47.7%/32.2%/7.2%/9.5%。

唐山港的第一大股东为唐山港口实业集团有限公司，实际控制人为河北省国资委。唐山港原为唐山市国资委旗下上市公司，2022 年 7 月，经河北省政府统一部署，唐山市国资委将所持有的唐山港口实业集团 100% 股权无偿划转给河北港口集团，唐山港实控人由唐山市国资委变更为河北省国资委。无偿划转完成后，河北省国资委通过唐山港口实业集团有限公司持有唐山港 44.88% 股权、通过河北港口集团（天津）投资管理有限公司持有唐山港 1.81% 股权，合计持有唐山港 46.69% 的股权。

图1：唐山港股权结构（截至 2023.3.31）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

港口行业：港口强国“供给侧改革”持续推进

中国是全球港口吞吐量最大的国家，坐拥五大港口群

中国幅员辽阔、海岸线资源丰富，且经济以实体发展为主，造就了我国港口吞吐量全球领先的地位，根据上海国际航运研究中心最新发布的《全球港口发展报告（2022）》报告，全球吞吐量前 20 的港口当中，中国占据了 16 席，其中唐山港于 2022 年超越上海港，成为中国及全球吞吐量第 2 大的港口。

中国的港口密集，大体可以分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群。

环渤海港口群：由辽宁、津冀和山东沿海港口群组成，地理位置上由于接近我国西北部煤炭产区及钢铁产区且铁路网络较为发达，货种多以大宗商品如铁矿石、煤炭、钢材为主，其中辽宁和山东作为我国粮食主要产地，亦布局大量粮食储运设施。

长江三角洲地区港口群：依托上海国际航运中心，以上海、宁波、连云港港为主，充分发挥舟山、温州、南京、镇江、南通、苏州等沿海和长江下游港口的作用，同时拥有全球集装箱吞吐量排名第一的上海港及全球货物吞吐量排名第一的宁波-舟山港。

东南沿海地区港口群：以厦门、福州港为主，包括泉州、莆田、漳州等港口组成，由于福建地区电厂较为密集，是我国煤炭重要的收货地。

珠江三角洲地区港口群：由粤东和珠江三角洲地区港口组成。该地区港口群依托香港经济、贸易、金融、信息和国际航运中心的优势，在巩固香港国际航运中心地位的同时，以广州、深圳、珠海、汕头港为主，相应发展汕尾、惠州、虎门、茂名、阳江等港口，是我国制造业重要的出海口。

西南沿海地区港口群：由粤西、广西沿海和海南省的港口组成。该地区港口的布局以湛江、防城、海口港为主，相应发展北海、钦州、洋浦、八所、三亚等港口，服务于西部地区开发，为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障。一方面，广西是我国糖及碳酸钙最主要的产区之一；另一方面，海南作为我国自由贸易岛，对岛外的物资交流需求仍在增长。

图2：中国五大港口群分布图



资料来源：交通部《全国沿海港口布局规划》，国信证券经济研究所整理

表1：2022 年全球港口货物吞吐量排名

港口排名	所属国家	港口名称	2022 年(万吨)	2021 年(万吨)	同比增长
1 (1)	中国	宁波舟山	126134	122405	3.0%
2 (3)	中国	唐山	76887	72240	6.4%
3 (2)	中国	上海	72777	76970	-5.4%
4 (4)	中国	青岛	65754	63029	4.3%
5 (5)	中国	广州	65592	62367	5.2%
6 (6)	新加坡	新加坡	57819	59964	-3.6%
7 (7)	中国	苏州	57276	56590	1.2%
8 (9)	中国	日照	57057	54117	5.4%
9 (8)	澳大利亚	黑德兰	56621	55327	2.3%
10 (10)	中国	天津	54902	52954	3.7%
11 (11)	荷兰	鹿特丹	46739	46871	-0.3%
12 (13)	中国	烟台	46257	42337	9.3%
13 (12)	韩国	釜山	42492	44280	-4.0%
14 (14)	中国	广西北部湾	37134	35822	3.7%
15 (15)	中国	泰州	36444	35291	3.3%
16 (16)	中国	江阴	35062	33757	3.9%
17 (18)	中国	黄骅	31510	31134	1.2%
18 (17)	中国	大连	30613	31553	-3.0%
19 (22)	中国	福州	30164	27352	10.3%
20 (23)	中国	连云港	30111	26918	11.9%

资料来源：上海航运交易所，国信证券经济研究所整理

注：括号内为 2021 年排名

国内港口吞吐量持续增长，但 2009 年以来盈利能力相对较弱

2000 年以来，我国沿海港口货物吞吐量快速增长。21 世纪以来，我国经济发展进入快车道，经济的增长推动城市化建设的进程，沿海港口吞吐量从 2000 年 12.56 亿吨/年的水平提升至 2022 年 101.31 亿吨的水平，cagr 高达 9.95%，且以年为维度来看，仅 2019 年出现了吞吐量负增长。

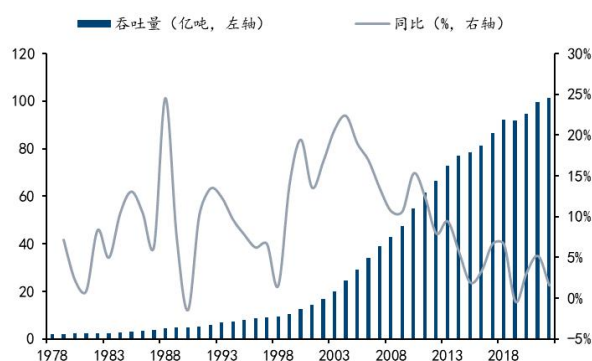
我国沿海港口吞吐量增速与 GDP 增长具有一定相关性，2000 年以来已经经历了三个阶段：

1) **快速增长期（2000–2008 年）**：2000–2008 年期间，我国加入 WTO，国内 GDP 与港口货物吞吐量加速增长，期间港口吞吐量增速明显快于 GDP 增速

2) **增速放缓期（2009–2016 年）**：2008 年美国次贷危机后，全球经济发展出现停滞，我国依靠“四万亿”刺激，迎来了短期脉冲式的修复，但是整体经济增速及港口吞吐量增速双双下台阶，期间港口吞吐量一度较为低迷，且 2011 年后我国大力发展服务业，第三产业占 GDP 的比重提升，导致部分时间段沿海货物吞吐量增速较 GDP 偏慢

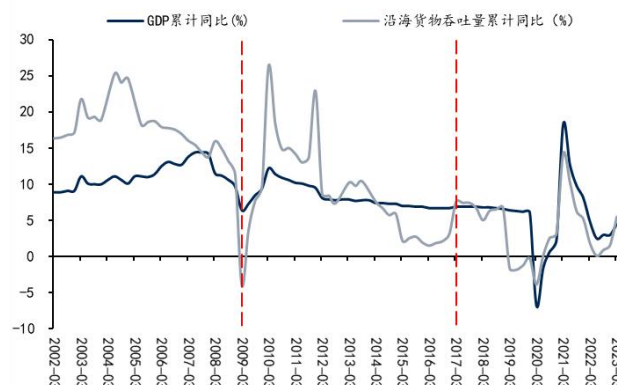
3) **同步成长期（2017 年至今）**：2017 年以来，国内经济增长势头基本得以修复，且经济已经具备了一定体量，抗风险能力明显提升。除此之外，期间我国对于制造业的重视程度再度提升，“十四五”规划明确提出要“深入实施制造强国战略”、“保持制造业比重基本稳定”，与“十二五”提出的“服务业增加值占国内生产总值比重提高 4 个百分点”、“十三五”规划提出的“服务业比重进一步提高”截然不同。在经历贸易摩擦、疫情等外部冲击的情况下，GDP 及港口吞吐量仍稳步增长，且较为稳定的第二产业占比带来了我国沿海港口货物吞吐量与 GDP 增速较以往更为同步。

图3：我国沿海港口吞吐量连年增长



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图4：我国 GDP 与沿海货物吞吐量同比增速对比



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

港口产能增长明显滞后于吞吐量需求增长，2009–2016 年产能利用率下行。港口

是典型的重资产型服务机构，对于产能投放的决策往往依据于已实现的吞吐量及对未来吞吐量的展望，因此大股东往往对于投资规划较为谨慎，投资决策周期偏长，且港口的建设亦需要一定的时间，因此港口产能的增长往往滞后于吞吐量的增长。且港口一旦建成，拆除的成本较高，因此港口的产能多数时间只增不减。

错配的供需迫使我国港口降费，进一步削弱盈利能力，ROE 处于较低水平。受产能持续增长和货量增长不及预期的双重影响，较低的产能利用率使得固定成本难以被摊薄，2012 年起，福建、江苏、广西、天津等地纷纷出台降费政策，从而吸引货源。但是整体来看，由于港口具有背靠腹地经济的区域化属性，跨省市的竞争难度相对较大，降费反而导致区域内竞争愈演愈烈。

图5：我国对沿海港口的高额投资持续至 2016 年



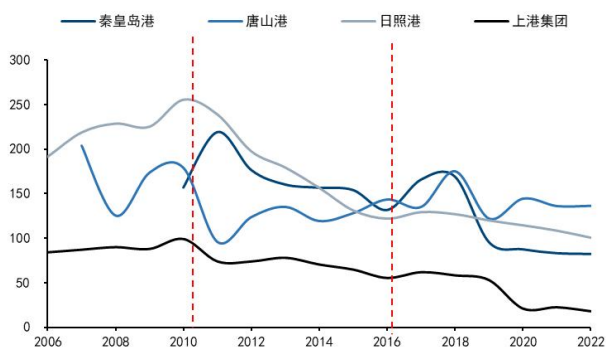
资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

表2：2012 年来我国港口出现降价潮

日期	主题	具体政策
2012-09	福建省	当年起 5 年内，进出福建省港口的货物港务费降低 10%，对省内陆地港的集装箱免收货物港务费。对中西部省份经福建省港口进出的货物免征货物港务费。
2015-04	江苏省	当年起，取消省内港口货物港务费征收事项。
2016-10	广西省	当月起，北部湾港(含防城港、北海港、钦州港)引航全部按基本港(防城港)收费标准征收引航(移泊)费，不再加收引航附加费。同时，对进出钦州、北海、防城港的外贸集装箱船统一执行优惠政策。
2018-04	天津市	当月起，推行“上限封顶，总额控制”和“明码标价，公开透明”的“一站式阳光价格”清单，再造业务流程，实现“一次缴费，全港通行”。

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

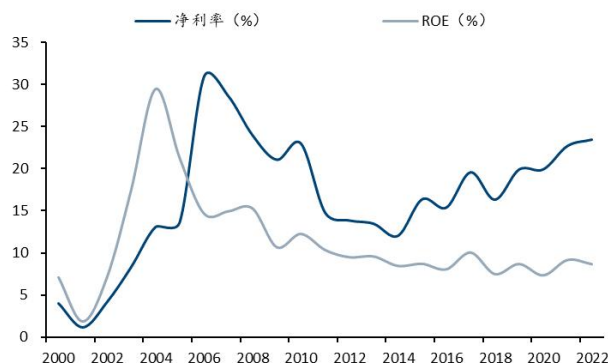
图6: 国内港口的产能利用率变化



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

注: 产能利用率为港口吞吐量/上市公司固定资产规模之比

图7: 低利用率叠加降费导致港口行业 ROE 表现较为低迷



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

2015 年以来，港口整合加速，竞争格局逐步向好

以省为单位而言，费率的降低并不能很好地抢夺其他省市的货源，而省内港口的激烈竞争反而损害了当地港口及税务的整体利益；如将视野拓展至港口行业整体，吞吐量的增长并非取决于港口费率，而是全国乃至全球的经济活力，单纯的降费对吞吐量提升影响有限。

以资源整合的方式提升效率，从而实现共赢的方式逐步成为主流，15 年起港口整合大幕开启。2015 年 8 月，浙江省成立浙江省海港集团，9 月宁波港集团和舟山港集团完成合并，打响了港口区域化整合的第一枪，海南、江苏、辽宁、山东、河北随之跟进，截至当前，国内沿海省市已基本实现了“一省一港”的格局。

表3: 2015 年起全国港口整合日益频繁

省份	涉及上市公司	事件年月	港口整合事件
广西	北部湾港 000582. SZ	2007/02	自治区政府独资成立广西北部湾国际港务集团有限公司
		2009/03	整合钦州、防城港、北海三港，统称“广西北部湾港”
河北	秦港股份 601326. SH 唐山港 601000. SH	2009/06	河北省国资委出资成立河北省港口集团
		2019/10	唐山市国资委出资成立唐山港口集团，整合唐山港口实业集团及曹妃甸港集团
福建	厦门港务 000905. SZ	2009/11	福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，省内将整合形成福州港、湄洲港、厦门港三大港口群
浙江	宁波港 601018. SH	2015/08	浙江省国资委注资 180 亿元成立浙江省海港集团
		2015/09	宁波港与舟山港集团完成合并
海南		2016/12	海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》采用“政府推动+市场决定模式”
江苏	南京港 002040. SZ	2017/05	江苏交控与南京、苏州等 8 市国资企业联合发起设立江苏省港口集团
辽宁	辽港股份 601880. SH	2017/06	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》
		2017/11	辽宁省、招商局、大连市、营口市共同发起成立辽宁省港口集团
山东	青岛港 601298. SH 日照港 600017. SH	2018/03	渤海湾港口集团成立，整合东营港、潍坊港、滨州港
		2019/07	青岛港吸收合并威海港
		2019/08	成立山东省港口集团，在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

2017 年以来，港口迎来产能利用率和价格的同步上行，盈利能力开始修复。产能利用率方面，随着吞吐量逐年增长及港口产能增速逐步放缓，港口的产能利用率开始有所修复。相较于量，更重要的是港口费率开始提升，港口的收费项目主要分为货物港务费、装卸包干作业费、引航拖轮等服务费、外贸理货费、船舶代理费等，从定价模式上分为政府定价、政府指导价、市场化定价三类，截至当前，除港务费仍由政府定价、引航拖轮等服务费采用政府指导价外，其他项目已全部实施市场化定价。

表4: 港口收费已趋于市场化定价

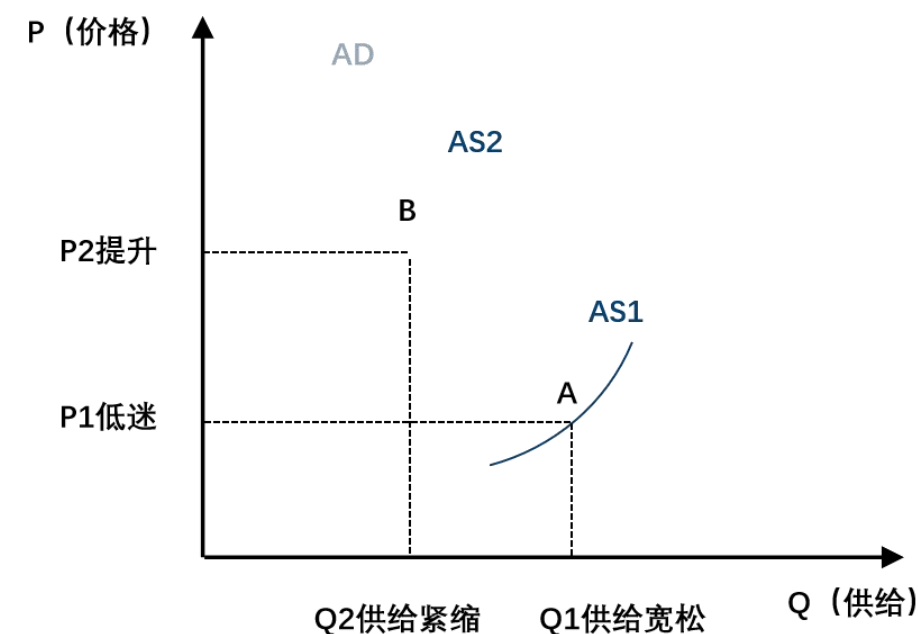
收费项目	2016 年以前			现行		
	政府定价	政府指导价	市场化定价	政府定价	政府指导价	市场化定价
货物港务费	√			√		
装卸作业包干费		√				√
引航费、拖轮费、停泊费等服务费	√				√	
外贸理货费	√					√
船舶代理费	√					√

资料来源：交通部《港口收费计费办法》，国信证券经济研究所整理

港口进一步提价或是时代的浪潮。我国港口的降费起源于 2008 年全球金融危机后的“四万亿投资”，彼时我国大力建设港口基础设施实在一举两得，一方面来说高额的固定资产投资本身具有拉动经济、激发内部活力的作用；另一方面来说，我国加入 WTO 后，以价换量的出口战略已经得以证实，通过“垄断低价”控制出口生产要素的成本从而在海外市场取得竞争优势，对经济的拉动更具乘数效应。

但是反观当前，我国的产业升级已然进入关键窗口，出口的结构已经逐步从价格驱动转向质量、技术驱动，低生产要素成本的重要性明显下降。以土地财政作为支撑，大量投建生产要素的发展路径或已不再适用，港口作为生产要素的典型代表，后续或需进行角色切换，以较好的效益为国家提供税收，从而反哺高端制造业，从“受血者”转向“输血者”，路径上，以整合的形式完成供给出清（减少报价者以缓解竞争），推动此前“垄断低价”（承担社会责任）的生产要素价格回归至正常水平（国际一般水平）。

图8：港口整合有望带来价格提升



资料来源：国信证券经济研究所整理

唐山港：京唐港区收益稳中向好

唐山一港三区，京唐港区地理位置优越、货源充足

渤海湾是我国重要的原材料发运港，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，其中河北的港口主要承担北煤南运、钢铁及其他能源大宗商品的发运，天津港则相对更为综合，承担了首都经济圈主要出海口的职责。

表5: 渤海湾港口一览及未来发展方向

港口	定位	发展方向
秦皇岛港	国际知名旅游港、现代综合贸易港	西港区打造成集邮轮客运、旅游、商贸、金融等功能为一体的客运港区；东港区发展为以集装箱和煤炭、石油、铁矿石等散杂货运输为主的综合性港区
唐山港-京唐港区	能源原材料主枢纽港、综合贸易大港、东北亚开放桥头堡	提升散杂货、集装箱、物流等板块运营质量
唐山港-曹妃甸港区		大力发展原油、铁矿石、LNG、煤炭等大宗原材料运输
黄骅港	现代化综合服务港、国际贸易港、雄安新区便捷出海口	散货港区以铁矿石、原油等大宗散货物资运输为主，兼顾成品油、液化天然气等其他散货运输功能；综合港区以集装箱、粮食、滚装、成品油、液体化工产品及其他散杂货运输为主。
天津港	北方国际航运枢纽，京津冀“出海口”	重点发展集装箱、滚装、邮轮运输。2025年集装箱吞吐量达到2200万标准箱。优化调整大宗散货运输结构，积极发展滚装和邮轮等运输。打造“公转铁+散改集”双示范绿色港口。

资料来源：天津十四五规划，河北十四五规划，国信证券经济研究所整理

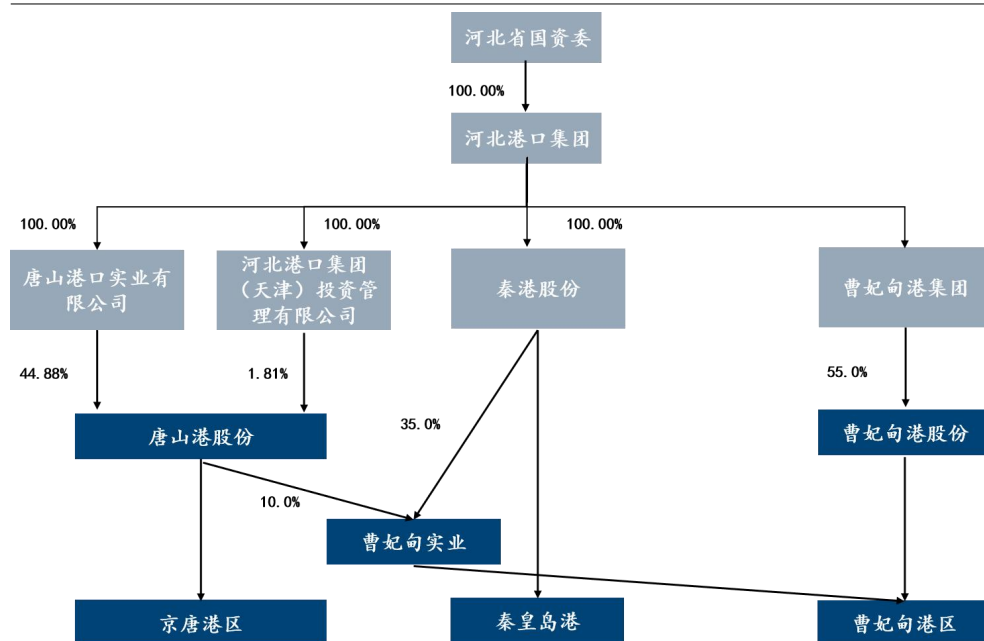
唐山港上市公司所在的唐山地区实由三大港区组成，分别为京唐港区、曹妃甸港区和丰南港区，其中京唐港区和曹妃甸港区分别为唐山地区的综合性港口及大宗商品枢纽港，丰南港区从2016年开始建设，目前尚规模较小。股权结构上，京唐港区由唐山港上市公司独立控制，曹妃甸的股权结构则较为复杂，由曹妃甸实业、曹妃甸港股份和货主码头公司经营，唐山港上市公司通过持有10%曹妃甸实业间接持有部分曹妃甸港区股权。京唐港区和曹妃甸港区的经济腹地重叠、货种结构相似、集疏运条件较为接近，内部竞争较为激烈。

表6: 唐山一港三区的定位及简要情况

港区名称	港口定位	其他说明
京唐港区	除大宗散货转运外，承担腹地经济发展所需各类物资运输的综合性港区	货物泊位由唐山港股份所有，集装箱泊位已经剥离
曹妃甸港区	大宗散货转运港，18年以来“北煤南运”的主要承载	多为货主码头，18年以来煤炭吞吐量已超过京唐港区，为渤海湾主要的货物枢纽港，大力发展原油、铁矿石、LNG等货种
丰南港区	区域内综合运输服务区	2016年开始建设，唐山丰南港建设开发有限公司所有

资料来源：唐山市政府官网，国信证券经济研究所整理

图9: 京唐港区和曹妃甸港区股权结构



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

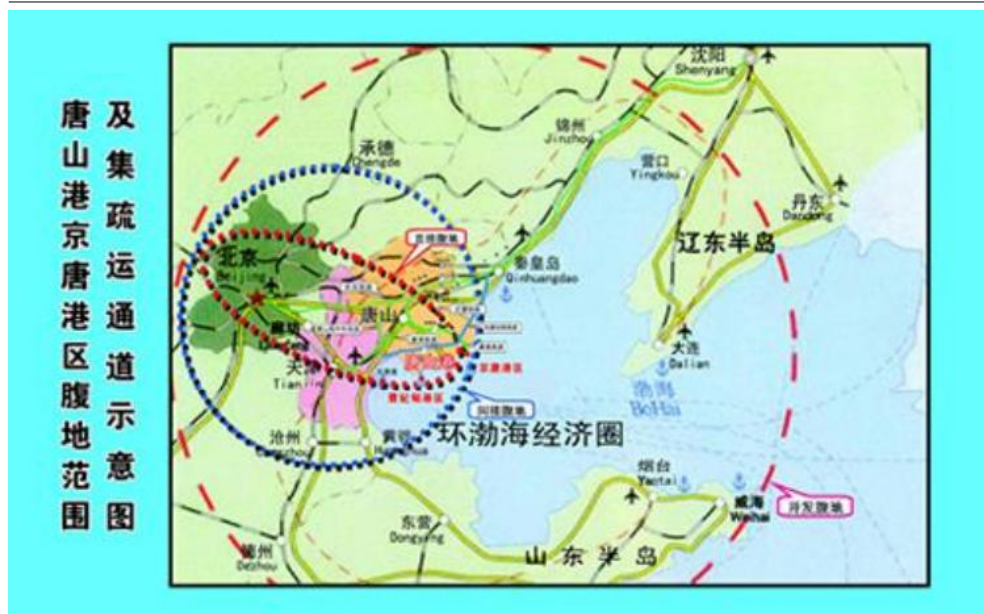
京唐港是环渤海区域内地理位置、集疏港条件最好的港口之一：从地理位置来看，京唐港区位于唐山市东南 80 公里处的唐山海港开发区境内，渤海湾北岸。陆上距北京市 230 公里、天津市 208 公里，约两小时车程；海上距上海港 669 海里，香港 1360 海里，距日本长崎港 680 海里，韩国仁川港 400 海里。从集疏运条件来看，国道/公路：唐港、滦港、环渤海三条公路分别与 205、102 国道相连，唐山至港口 90 公里唐港公路、港口至滦县 70 公里滦港公路、环渤海公路三条高等级公路与 205、102、107 国道相接。高速：长 80 公里的唐港高速公路与津唐高速公路、京沈高速公路在唐山境内汇成“X+0”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。

唐山港股份背靠唐山市钢铁产业，钢铁及铁矿石货源充足稳定。河北省为中国钢铁第一大省，2023 年 H1 河北粗钢产量达到 1.16 亿吨，占全国粗钢产量 21.7%，唐山市是河北省最大的粗钢及钢材产地，2022 年唐山粗钢和钢材产量分别达到 1.24 和 1.83 亿吨，分别占河北省 58.6%和 57.0%，具备优势的产业资源为唐山港提供了充沛的货源。具体来看，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，因此 18 年以来唐山港上市公司的货物吞吐量始终较为饱和，但是受制于产能，京唐港区的瓶颈已经较为明显，近年的增量主要由曹妃甸港区承担。

唐山港是“北煤南运”最重要的枢纽之一。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（大同—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、

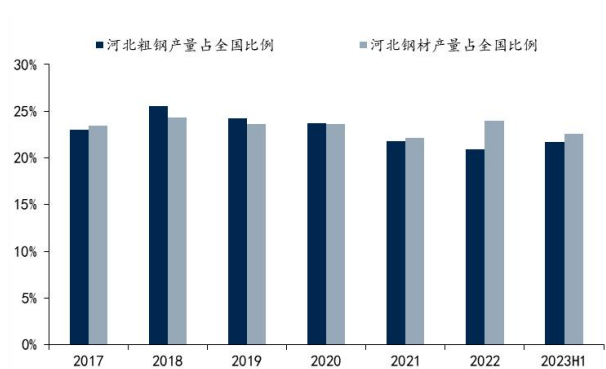
曹妃甸港三港依赖大秦铁路。2014 年以来，大秦铁路的运量多数时间维持较高水平，作为成熟的煤炭运输铁路干线，未来运量有望继续保持稳定，带来唐山港较为充沛的煤炭货源。

图10：京唐港区背靠唐山钢铁产业



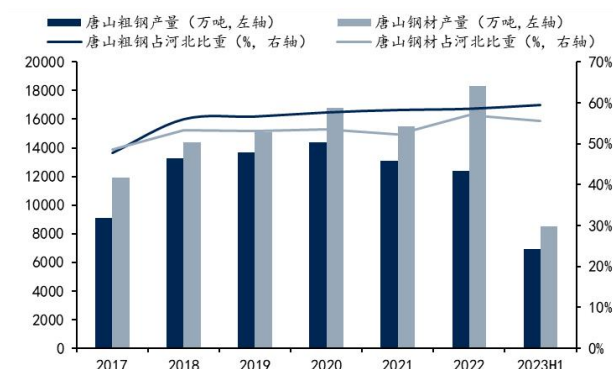
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图11：河北是我国钢铁产量第一的大省



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图12：唐山占据河北粗钢及钢材过半产能



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图13: 大秦线运量稳定, 煤炭下水需求较好



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

河北港口整合大幕推进，竞争趋于缓和有望带来装卸价格回升

天津环保政策促使大宗货品吞吐量下降，渤海湾港口群的货物竞争已然趋缓，由河北港口承担主要的大宗商品装卸。自2017年4月起，天津市发布《天津市2017年大气污染防治工作方案》，天津港不再接收柴油货车运输的集港煤炭，造成了天津港业务结构发生较为重大的变化，一方面天津港逐步退出“北煤南运”的历史舞台；另一方面来说，由于缺乏进港的运煤货车，而空驶至港口后再运输铁矿石对货运公司而言无法实现“重去重回”，容易产生亏损，运输方的不积极导致了铁矿石库存无法高效疏运，天津港在其他大宗品类装卸的竞争力亦开始下降。

河北省内的竞争格局优化来源于两方面：

1. **秦皇岛港战略转型，报价者减少**：过去河北省当中承担“北煤南运”任务的有秦皇岛港、唐山港及黄骅港，其中秦皇岛是主要枢纽港，但是近年秦皇岛港目前已逐步转型，成为国际知名的旅游港、现代综合贸易港，考虑到煤炭装卸业务对环境的影响，后续大概率秦皇岛港的吞吐量将逐步下降。
2. **河北港口整合持续推进，低价竞争策略或成为历史**：2022年H2，河北省港口集团无偿受让了唐山港口实业有限公司100%股权，并同步受让曹妃甸港集团有限公司100%股权、唐山曹妃甸实业港务有限公司25%股权、国投曹妃甸港口有限公司24%股权、华能曹妃甸港口有限公司25%股权、唐山曹妃甸煤炭港务有限公司6%股权，完成了河北省港口的整合。此举将秦皇岛、唐山港从原先的“竞争对手”转化为“队友”，通过低价抢占货源无异于损害母公司的权益，后续低价策略或将被制约。

河北港口吞吐需求较为稳定，供给维持低增长，唐山港供需格局向好。河北港口主要承担北方的钢铁、煤炭运输需求，钢铁方面，“十四五”期间雄安新区、通

州城市副中心、大兴机场临空经济区等建设，有望对北方钢材消费需求和唐山铁矿石进口需求形成支撑；煤炭方面，受益于天津环保政策的持续收紧及省内竞争格局的优化，北煤南运的需求有望外溢至唐山及黄骅，带来煤炭运输需求提升，此外，唐山港仍可拓展木材、甜菜粕、石材等其他货种，保障自身吞吐量稳中有升。反观供给侧，河北省对港口的投资早已趋缓。2012年以来，河北省对港口的固定资产投资走入下行通道，投资额从2012年高点约184.64亿元下降至2019年约24.62亿元，产能增速持续放缓，2020年起虽有所回升，但是始终稳定在50亿元/年的水平。

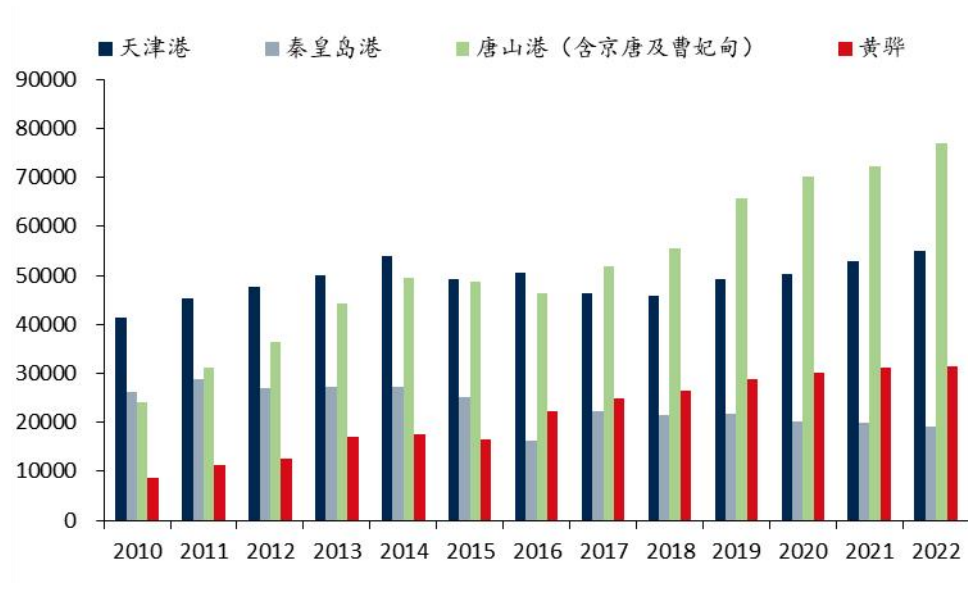
当前唐山港的装卸费率仍处于历史较低位置，后续或有较大修复空间。唐山港的装卸费率跟随港口行业大趋势，自2010年以来逐步下跌，虽然2015年行业便已发布《港口收费计费办法》，旨在以市场化定价修复港口盈利能力，但是长期供过于求的局面导致装卸费率继续承压，自2017年才开始有所修复。纵向比较来看，当前唐山港的装卸费率仍处于历史较低水平，如考虑到通胀水平，实际费率水平则更低；横向比较来看，唐山港虽然占据了优越的地理位置和腹地经济，但是较秦港股份仍有一定差距。

图14：渤海湾港口在大宗领域的竞争格局明显改善



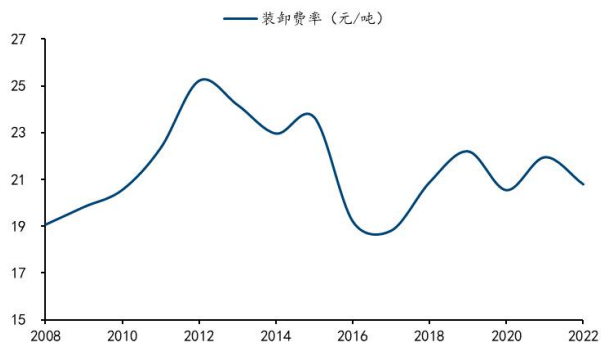
资料来源：天津十四五规划，河北十四五规划，国信证券经济研究所整理

图15: 唐山港自 2010 年以来吞吐量增长明显快于其他渤海湾港口



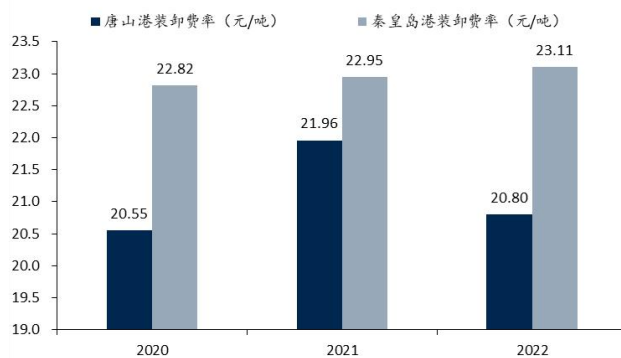
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图16: 唐山港历史装卸费率



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图17: 2020-2022 唐山港与秦皇岛港装卸费率比较



资料来源: 秦港股份年报, 唐山港年报, 国信证券经济研究所整理

聚焦主业，盈利能力实现上台阶，持续高分红可期

2020 年以来，唐山港陆续剥离非核心业务。从历史数据来看，公司的主营业务包括核心的装卸业务、港务管理、商品销售、船舶运输等，但是自 2020 年起，唐山港股份陆续剥离了连年亏损的船舶运输业务及低毛利的商品销售业务，公司虽然营收因此受损，但是毛利率明显提升，经营质量得以改善。

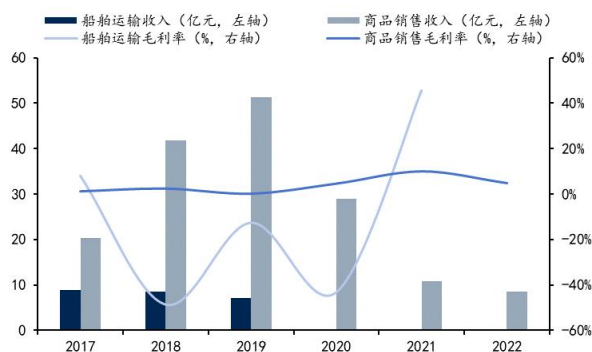
近年公司再投资聚焦于主业，且短期暂无重大资本开支计划。2020 年以来，唐山港股份完成了京唐港首钢码头矿石铁路疏港配套装车系统工程及唐山港京唐港区第四港池 25 万吨级航道工程，截至 2023 年 7 月末已经全部投产。此外，公司目前在手货币资金高达 71.78 亿元，每年的净利润规模达到 15 亿元以上，在无重大资本开支计划的前提下，公司有望维持高分红。

表7: 唐山港股份近年剥离了部分盈利能力较差的业务

时间	事件	结果
2020-01-01	转让合德(香港)国际航运有限公司 100%股权	剥离船舶运输业务
2021-06-09	拟转让唐山港集团(北京)国际贸易有限公司 51%股权(所持全部股权)	压缩商品销售业务
2021-08-11	拟转让集装箱泊位相关资产及津唐国际集装箱码头有限公司 60%股权(所持全部股权)	剥离集装箱码头业务

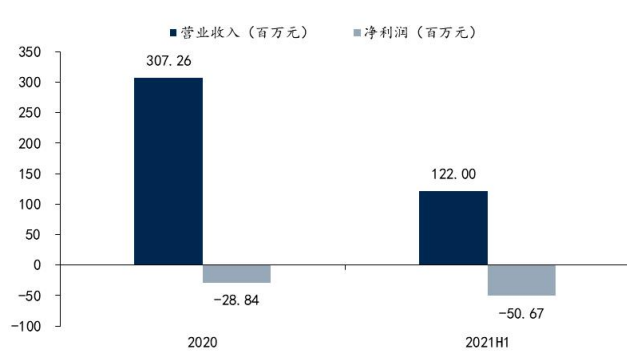
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 剥离商品销售和船舶运输有利于公司经营质量提升



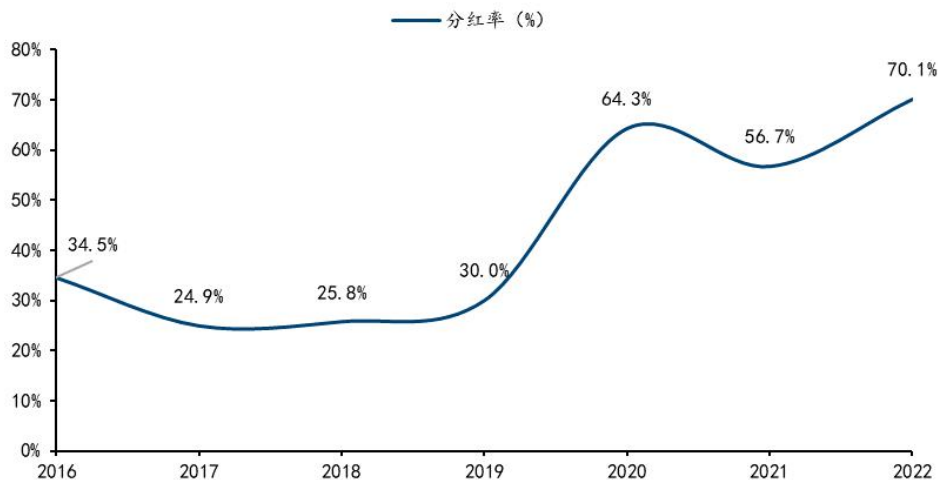
资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图19: 转让集装箱码头资产提升公司经营质量



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

图20: 2020 年起唐山港分红率明显提升



资料来源：东财 Choice，国信证券经济研究所整理

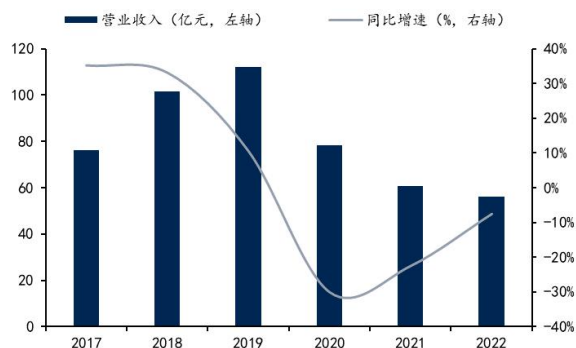
公司历史财务数据分析

唐山港近年剥离部分非核心业务，收入端有所下滑，但是利润端保持稳定。2022 年，唐山港实现营业收入 56.2 亿元，较 2019 年几乎腰斩，但是实现归母净利润 16.9 亿元，较 2019 年仅下降 0.9 亿元，其背后的原因在于公司聚焦装卸主业，剥离了部分非核心业务如船舶运输、部分大宗商品销售、集装箱码头，其中商品销售业务由于收入成本均包含货值，对公司主营业务收入的影响较大，但是由于毛利率较低，过去并未给上市公司带来明显的利润贡献，公司整体利润规模并未受到影响。

装卸业务为唐山港收入及利润的主要来源，经营质量逐步提升。随着唐山港逐步剥离非核心业务，公司装卸主业的占比随之提升，自 2017-2019 年 40-50% 提升至 2022 年接近 80% 的水平，同时带来了公司利润率水平的改善，2022 年公司毛利率和净利率分别达到 38.7% 的较高水平。截至 2022 年，除装卸堆存外，作为主业的延伸，公司开展了商品销售、港务管理、物流等其他业务。

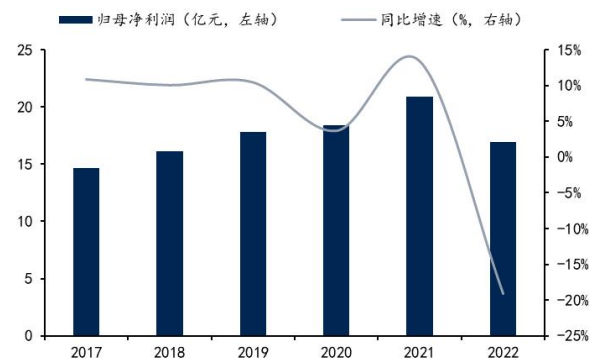
公司费用率控制较好，财务费用于 21 年起转负，净利率水平较高。港口企业主要依托于自身的码头资源为客户提供服务，因此销售费用及研发费用较低，费用主要产生于管理及财务，其中公司管理费用总额整体基本保持稳定，而在公司持续较好经营的背景下，财务费用逐步减少，2021-2022 年公司财务费用分别为 -28.69/-49.69 百万元，造就公司费用率维持较低水平，约为公司营收的 6%-8%。稳健的经营及较低的费用为公司带来了较高的净利率，2022 年公司净利率达到 32.2%。

图21: 2017 年以来唐山港收入变化



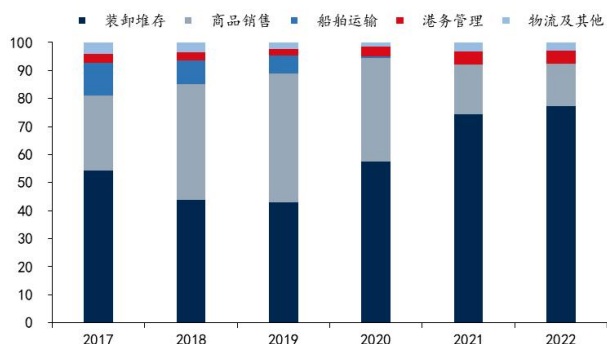
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图22: 2017 年以来唐山港归母净利润变化



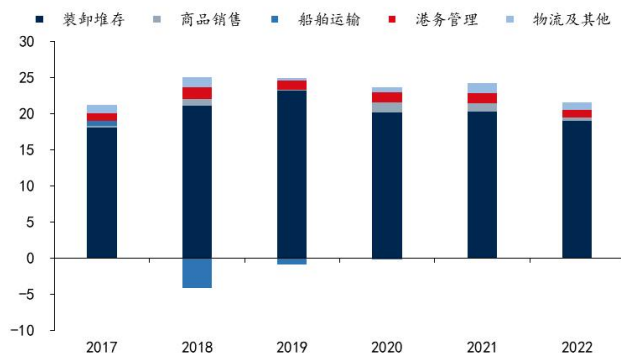
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图23: 唐山港分业务收入占比 (%)



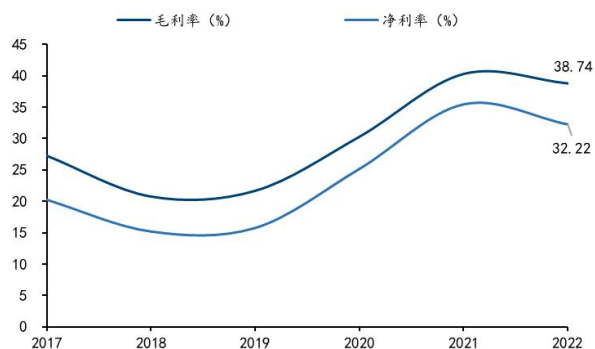
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图24: 唐山港分业务毛利情况 (亿元)



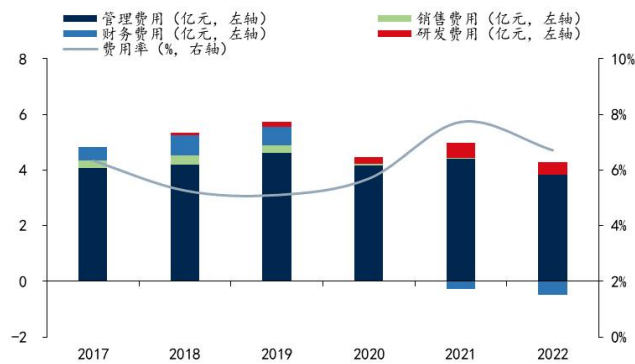
资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图25: 唐山港剥离非核心业务后利润率改善



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

图26: 唐山港费用率较低且较为稳定



资料来源: 东财 Choice, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

预测假设

A. 吞吐量假设：

随着 2022 年末国内疫情放开，2023 年我国经济增长及港口吞吐量有望同步回升，考虑到此前基数较低，预计 2023 年港口吞吐增速略快于 5% 的 GDP 增长目标，假设 2023 年唐山港股份的钢材及煤炭吞吐量分别上涨 12%，铁矿石由于近年国内废钢产业链发展迅速，增速相对较慢为 8%。2024/2025 年，所有主要货种分别同比增长 3%/1%，由此可以预计 2023-2025 年唐山港货物吞吐量增速分别为 10.4%/3.3%/1.3%。

B. 装卸费率假设：

考虑到渤海湾港口群在大宗商品领域的竞争趋缓，且 2022 年 H2 河北港口集团层面完成整合，预计 2023 年港口装卸费率有望实现较为明显改善，但是这一效应将会逐渐减弱，预计 2023-2025 期间，各货种的港口装卸费率分别增长 3%/2%/1%。

C. 装卸费率假设：

考虑到渤海湾港口群在大宗商品领域的竞争趋缓，且 2022 年 H2 河北港口集团层面完成整合，预计 2023 年港口装卸费率有望实现较为明显改善，但是这一效应将会逐渐减弱，预计 2023-2025 期间，各货种的港口装卸费率分别增长 3%/2%/1%。

D. 港务、商品销售、及其他收入预测：

1. 假设港务管理业务随吞吐量增长于 2023-2025 年期间实现 5%/3%/2% 增长；
2. 商品销售方面，考虑到公司今年大幅压缩商品销售业务，假设后续维持压缩该业务的趋势，假设 2023-2025 年分别贡献 5.0/3.0/2.0 亿元收入；
3. 其他业务方面，假设 2023-2025 年期间维持 4% 的装卸收入的比例。
4. 投资收益方面：由于公司投资收益来源于同业，假设其维持稳定

根据以上预测，可得 2023-2025 年唐山港股份将实现营业收入 60.9/61.8/62.2 亿元，同比分别增长 9.2%/1.5%/0.6%。

E. 成本及毛利率预测：

1. 成本预测：考虑到规模效应，预计单位吞吐量带来的工资成本不会快速增长，预计 2023-2025 年期间分别增长 2%/1%/0%；单位吞吐量的倒运成本及外付劳务费或将随通胀相对温和增长，预计单位吞吐量的倒运成本每年增长 1%，外付劳务费增长相对较快，以 3% 作为基准；折旧成本方面，假设折旧成本占总成本比例始终维持 17% 的比重。另销售成本因业务规模缩小大幅缩减。根据以上假设可得公司 2023-2025 年营业成本分别为 3262.77/3178.19/3146.65 百万元。

2. 毛利率预测:

假设 2023-2025 期间港务管理业务维持 41%、商品销售业务因规模效应消失毛利率分别为 5%/3%/2%，根据营业成本总额可得装卸业务毛利率分别为 48.3%/49.2%/49.3%，公司整体毛利率为 44.7%/46.8%/47.6%。

盈利预测结果

表8: 唐山港股份吞吐量预测

吞吐量(百万吨)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总吞吐量(百万吨)	204.83	207.39	229.05	236.63	239.75
YoY	-6.2%	1.3%	10.4%	3.3%	1.3%
钢材(百万吨)	13.76	14.59	16.34	16.83	17.00
YoY	3.0%	6.0%	12.0%	3.0%	1.0%
铁矿石(百万吨)	91.86	96.42	104.13	107.26	108.33
YoY	-17.2%	5.0%	8.0%	3.0%	1.0%
煤炭(百万吨)	74.94	65.12	72.93	75.12	75.87
YoY	-0.1%	-13.1%	12.0%	3.0%	1.0%

资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理及预测

表9: 唐山港股份装卸费率预测

费率(元/吨)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体费率(元/吨)	21.64	21.64	22.34	22.80	23.04
YoY	3%	0%	3%	2%	1%
钢材	21.47	21.69	22.34	22.78	23.01
YoY	2%	1%	3%	2%	1%
铁矿石	18.87	19.06	19.63	20.02	20.22
YoY	2%	1%	3%	2%	1%
煤炭	24.26	24.26	24.99	25.49	25.74
YoY	1%	0%	3%	2%	1%
其他	24.14	24.14	24.86	25.36	25.62
YoY	1%	0%	3%	2%	1%

资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理及预测

表10: 港务、商品销售、及其他收入预测及总收入汇总

收入(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	6045.47	5577.11	6088.82	6179.41	6217.46
YOY	-22.9%	-7.7%	9.2%	1.5%	0.6%
装卸堆存收入	4497.80	4314.05	5117.64	5394.68	5522.29
YoY	0.2%	-4.1%	18.6%	5.4%	2.4%
港务管理收入	274.95	258.65	271.59	279.73	285.33
YoY	1.8%	-5.9%	5.0%	3.0%	2.0%
商品销售收入	1078.21	847.24	500.00	300.00	200.00
YoY	-62.7%	-21.4%	-41.0%	-40.0%	-33.3%
其他	192.479	157.1735	199.59	205.00	209.85
YoY	22%	-18%	27%	3%	2%
与装卸堆存收入占比	4%	4%	4%	4%	4%

资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理及预测

表11: 唐山港股份营业成本预测

成本（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成本总额	3628.84	3442.56	3262.77	3178.19	3146.65
YoY	-34%	-5%	-5%	-3%	-1%
工资类成本	394.96	403.49	438.07	457.10	463.12
YoY	-12%	2%	9%	4%	1%
外付倒运费	823.09	859.51	933.18	973.72	996.41
YoY	0%	4%	9%	4%	2%
外付劳务费	278.16	296.93	325.54	346.41	361.50
YoY	3%	7%	10%	6%	4%
折旧费	696.15	575.09	545.06	530.93	525.66
YoY	-8%	-17%	-5%	-3%	-1%
租赁费	33.10	75.77	78.80	81.95	85.23
YoY	-35%	129%	4%	4%	4%
销售成本	969.45	805.69	475.00	291.00	196.00
YoY	-65%	-17%	-41%	-39%	-33%
其他	432.83	426.07	467.12	497.07	518.72
YoY	37%	-2%	10%	6%	4%

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理及预测

表12: 唐山港股份分业务毛利率预测

整体毛利率（%）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	40.2%	38.6%	44.8%	46.9%	47.7%
装卸堆存收入	45.2%	44.1%	48.3%	49.2%	49.2%
港务管理收入	52.6%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
商品销售收入	10.1%	4.9%	5.0%	3.0%	2.0%
其他	74.2%	66.1%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理及预测

表13: 唐山港毛利预测结果一览

毛利（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利合计	2431.57	2153.28	2728.42	2898.62	2965.27
YoY	2.5%	-11.4%	26.7%	6.2%	2.3%
装卸堆存毛利	2034.41	1901.99	2472.52	2652.14	2718.60
YoY	0.6%	-6.5%	30.0%	7.3%	2.5%
港务管理毛利	144.74	105.85	111.14	114.48	116.77
YoY	2.5%	-26.9%	5.0%	3.0%	2.0%
商品销售毛利	108.76	41.54	25.00	9.00	4.00
YoY	-19.6%	-62.0%	-39.8%	-64.0%	-55.6%
其他	142.73	103.90	119.75	123.00	125.91
YoY	65.0%	-27.2%	15.3%	2.7%	2.4%

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理及预测

最终在费用率维持平稳的假设下，可以得出唐山港股份 2023-2025 年的归母净利润分别为 21.04/22.38/23.06 亿元，同比分别+24.5%/+6.4%/+3.0%。

估值与投资建议

绝对估值

绝对估值上，考虑到公司未来暂无重大资本开支计划，且近三年分红率及分红规模均较为稳定，我们认为使用 DDM 绝对估值法较为合理，我们对模型参数作出以下假设：

1. 无风险收益率：假设无风险收益率与十年期国债收益率接近，即 2.67%；
2. β 值：根据 WIND 的 β 计算器，公司 2018 年以来的 β 值为 0.75
3. 股票风险溢价及 K_e ：根据 6% 的股权风险溢价，可得贴现率为 7.15%
4. 永续增长率：考虑到未来国内港口产能投放的不确定性，保守以 0 增长模型对公司股权进行测算

表 14：DDM 模基本参数设置

指标	值
无杠杆 Beta	0.7462
无风险利率	2.67%
股票风险溢价	6.00%
公司股价	3.74
发行在外股数	5926
股票市值 (E)	21096
债务总额 (D)	1
Kd	2.70%
T	18.00%
Ka	7.15%
有杠杆 Beta	0.75
K_e	7.15%
$E/(D+E)$	100.00%
$D/(D+E)$	0.00%
WACC	7.15%
永续增长率 (10 年后)	0%

资料来源：东财 choice，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

根据我们对未来十年的每股红利及上述假设，可得公司对应 2023 年的合理股价为 4.29 元/股，考虑到资本市场波动，将目标价区间分别较 4.29 上/下调 3%，可得合理估值区间为 4.16-4.42 元/股。

表15: 根据未来10年分红预测及0.5%永续增长DDM模型的结果预测

指标	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
每股红利	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	4.58
PV(红利)	0.23	0.23	0.22	0.21	0.20	0.19	0.19	0.18	0.17	0.16	2.30
每股价值	4.29										

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

相对估值

相对估值上,我们采用了上港集团、日照港、秦港股份等头部港口作为参考,但是结果的参考意义较为有限,主要原因在于港口的定位、发展方向、现有业务结构有明显不同。其中,上港集团目前超50%的利润来自于投资收益(包含集装箱航运、房地产等),因此公司的估值相对较低;秦港股份由于秦皇岛其或将面临战略转型,未来的收益存在一定不确定性,因此估值相对较低;日照港虽为山东枢纽港之一,但是其战略地位及吞吐量规模远不及唐山港股份,故而估值水平相对唐山港股份偏低。

表16: 唐山港与其他港口公司的PB估值比较

代码	简称	2023E	2024E	2025E
600018.SH	上港集团	0.97	0.88	0.80
600017.SH	日照港	0.65	0.61	0.58
601326.SH	秦港股份	0.99	0.91	0.84
	平均	0.87	0.80	0.74
601000.SH	唐山港	1.09	1.05	1.02

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 唐山港数据为国信证券研究所预测, 其余公司数据来自于Wind一致预期

投资建议

不同于其他港口上市公司积极开发副业、向投资平台发展,唐山港股份聚焦主业,自2020年以来持续剥离盈利较差的业务并提升分红率,经营质量已经明显改善。受益于2022年末河北港口整合及渤海湾其他港口战略转型,预计渤海湾港口大宗商品装卸业务竞争格局改善,煤炭及铁矿石装卸量向唐山地区倾斜,且装卸费率有望出现较为明显的回升,带动公司净利润增长,预计2023-2025年公司实现净利润21.04/22.38/23.06亿元,同比分别+24.5%/+6.4%/+3.0%,以70%的分红率进行DDM估值,可得公司合理估值区间位于4.16-4.42元/股,较8月17日收盘价具有11.8%-18.8%上行空间,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值风险

- ◆ 绝对估值：本报告用绝对估值法对公司进行估值，具体采用了基于公司未来分红的 DDM 模型。在 DDM 模型当中，对公司分红规模的判断、无风险收益率及风险溢价的设置、永续增长率的设定均会对公司估值结果产生较大影响，如后续以上参数发生变化，则可能对公司的估值造成较大波动，存在对上市公司价值明显高估或者低估的可能性。
- ◆ 相对估值：我们采用了上港集团、日照港、秦港股份等头部港口作为参考，但是由于港口的定位、发展方向、现有业务结构有明显不同，结果的参考意义较为有限。

盈利预测的风险

- ◆ 天津环保政策超预期放开风险：自 2017 年 4 月起，天津市发布《天津市 2017 年大气污染防治工作方案》，天津港不再接收柴油货车运输的集港煤炭，造成了天津港业务结构发生较为重大的变化，大宗商品装卸需求明显下降，但是如果未来天津再度接收柴油货车集港煤炭，可能带来大宗商品装卸需求回流，影响河北港口的装卸需求量及装卸费率。
- ◆ 河北港口整合影响低于预期：2022H2 河北港口集团完成整合，唐山港、秦皇岛港、黄骅港从竞争对手关系转变为队友，我们预计竞争格局的改善有望带来河北港口整体费率改善，但是如整合影响低于预期，或存在费率无法提升，甚至竞争进一步恶化的可能性。
- ◆ 对上市公司装卸业务量的预测过于乐观风险：考虑到 2020-2022 期间我国受疫情影响，基建及地产投资相对较弱导致基数偏低，且十四五规划中秦皇岛港或将逐步转型，我们预测 2023 年唐山港股份的吞吐量达到双位数增长，虽公司 1 季报或已体现出公司实现量价齐升，但是仍需考虑下半年因外部环境发生重大变化等因素可能带来的业务量不及预期风险。

政策风险

- ◆ 港口费率政策：2015 年我国推出《港口收费计费办法》，旨在以市场化定价修复港口盈利能力，如未来恢复以指导价为基础的定价模式，港口费率可能不升反降。
- ◆ 钢铁限产政策：河北是全国第一大钢铁生产省份，唐山则占据了河北省钢铁生产的半壁江山，在我国钢铁产业当中占据举足轻重的位置，唐山港股份背靠唐山钢铁产业，钢铁及铁矿石货源较为充沛，如后续因碳中和及环保政策，顶层对河北及唐山的钢铁产业进行限制，则可能导致公司的吞吐量受损的情况，进而导致公司业绩表现不及预期。

供给超预期提升的风险

我国对港口的投资高峰已过，自 2012 年以来全国沿海港口投资额明显下降，渤海湾港口的产能亦明显降速增长，如果京津冀港口企业大量投资增加产能，则装卸费率可能大幅下降，从而影响唐山港股份的盈利能力。

分红比例大幅下降风险

2020 年以来，随着公司剥离部分盈利能力偏弱的业务，公司同步提升了分红率，2020-2022 年分红率达到 55%-70%，较 2019 年及之前 25%-30%的分红率明显提升，这也支持公司的 DDM 定价明显提升，如后续公司分红政策出现变化，分红率大幅下降，则会导致公司的 DDM 定价大幅下降。

公共卫生事件风险

疫情期间，由于人员流动存在一定阻碍，且财政压力较大，导致国内基建投资及地产投资及建设进度低于预期，唐山港 2020-2022 期间的吞吐量及费率亦有所受损，如后续发生类似的公共卫生事件，则可能再度影响公司的吞吐量及费率

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5297	6775	7568	8802	10131	营业收入	6075	5620	6136	6227	6265
应收款项	2428	422	471	478	481	营业成本	3629	3443	3386	3306	3277
存货净额	105	104	93	89	87	营业税金及附加	164	126	135	134	132
其他流动资产	855	837	920	934	940	销售费用	3	1	1	1	1
流动资产合计	8685	8138	9052	10303	11638	管理费用	440	382	435	440	443
固定资产	9862	9414	8798	7950	7090	研发费用	56	44	41	49	47
无形资产及其他	1608	1669	1603	1536	1469	财务费用	(28)	(50)	(108)	(123)	(142)
投资性房地产	896	1162	1162	1162	1162	投资收益	594	500	500	500	500
长期股权投资	2692	2952	3252	3552	3852	资产减值及公允价值变动	(80)	6	0	0	0
资产总计	23744	23335	23867	24502	25212	其他收入	189	(12)	(41)	(49)	(47)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	1	1	营业利润	2571	2212	2745	2920	3008
应付款项	1259	1237	1106	1057	1038	营业外净收支	21	47	0	0	0
其他流动负债	2041	904	892	859	846	利润总额	2593	2258	2745	2920	3008
流动负债合计	3301	2143	1999	1917	1886	所得税费用	440	448	494	526	542
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	64	121	147	156	161
其他长期负债	637	655	655	655	655	归属于母公司净利润	2089	1690	2104	2238	2306
长期负债合计	637	655	655	655	655	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3938	2797	2654	2571	2540	净利润	2089	1690	2104	2238	2306
少数股东权益	1259	1364	1408	1455	1503	资产减值准备	100	(60)	(1)	(3)	(4)
股东权益	18547	19173	19805	20476	21168	折旧摊销	871	724	983	1018	1030
负债和股东权益总计	23744	23335	23867	24502	25212	公允价值变动损失	80	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(28)	(50)	(108)	(123)	(142)
每股收益	0.35	0.29	0.36	0.38	0.39	营运资本变动	(2368)	559	(265)	(102)	(42)
每股红利	0.35	0.21	0.25	0.26	0.27	其它	(100)	93	45	50	52
每股净资产	3.13	3.24	3.34	3.46	3.57	经营活动现金流	671	3000	2866	3200	3343
ROIC	8.99%	7.97%	12%	16%	17%	资本开支	0	(170)	(300)	(100)	(100)
ROE	11.26%	8.81%	11%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	40%	39%	45%	47%	48%	投资活动现金流	(341)	(429)	(600)	(400)	(400)
EBIT Margin	29%	29%	35%	37%	38%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	42%	51%	53%	54%	负债净变化	(134)	0	0	0	0
收入增长	-22%	-7%	9%	1%	1%	支付股利、利息	(2098)	(1227)	(1473)	(1566)	(1614)
净利润增长率	13%	-19%	25%	6%	3%	其它融资现金流	4312	1362	(0)	0	0
资产负债率	22%	18%	17%	16%	16%	融资活动现金流	(151)	(1092)	(1473)	(1566)	(1614)
股息率	10.1%	5.9%	7.1%	7.5%	7.8%	现金净变动	179	1478	793	1234	1329
P/E	10.0	12.3	9.9	9.3	9.0	货币资金的期初余额	5118	5297	6775	7568	8802
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	5297	6775	7568	8802	10131
EV/EBITDA	9.3	10.1	7.5	7.1	6.9	企业自由现金流	0	2415	2171	2699	2829
						权益自由现金流	0	3777	2259	2800	2945

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032