



唐山港 (601000.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

港口主业量价齐升 分红仍有上升空间

投资逻辑

环渤海核心港口，区位优势显著。公司是主导唐山市京唐港区建设和经营的大型港口企业，核心主业为港口装卸堆存业务，1H2023 主业营收占比为 87%。公司所经营港口区位优势显著，具体表现为自然条件优越、交通便捷以及腹地资源好，唐山市 65% 以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地。2023Q1-Q3，公司营业收入同比增长 1%。归母净利润同比增长 16%。

看好公司专注主业，分红仍有上升空间。2020 年以来公司陆续剥离非核心业务，公司盈利能力随之提升，2023Q1-Q3 毛利率提升至 49%，为可比公司第一。公司专注主业以来现金留存更多，2022 年分红比例提升至 70%，当前股息率为 5.8%，均为可比公司第一。我们认为公司未来分红提升主要源于大股东资金压力。近年来公司控股股东唐山实业有息负债规模大幅上升，其子公司亦有亏损，资金压力下公司分红仍有上升空间。

港口整合持续推进，行业迈入新时期。我们复盘了港口行业自 2000 年以来的发展历程，在 2016 年后港口整合趋于频繁，行业迈入新时期。港口整合旨在消除以往同区域内港口激烈竞争，从过往案例来看，港口整合对区域内港口企业毛利率和装卸费率有显著提升作用，营口港整合后第一年单吨收入同比提升 60%。

腹地资源提供支撑，港口主业量价齐升。1) 吞吐量：公司经营主要货种为铁矿石、钢材及煤炭。矿石和钢材货种主要看腹地区内钢铁产量，今年以来唐山市钢企开工率处于高位，我们看好唐山市钢铁产量增长带动公司矿石、钢材货种吞吐量增长。在秦皇岛港战略转型带来竞争格局优化以及“北煤南运”运量增长下，我们看好公司煤炭吞吐量迎来增长。预计 2023-2025 年公司货物吞吐量同比增速分别为 11%/4%/4%。2) 费率：2022 年河北省完成港口整合，同区域内竞争格局改善，我们看好整合后公司装卸费率短期内可上升。预计 2023-2025 年公司港口主业营收同比增速为 20%/5%/5%。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.9 亿元、22.0 亿元、23.4 亿元，对应 PE 分别为 9.8x、9.3x、8.7x。参考可比公司 2024 年平均 PE 倍数 10.5x，由于公司股息率高更具配置性价比，给予公司 2024 年 11 倍估值，目标价格为 4.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

港口腹地经济波动风险；人工成本大幅上升风险；环保政策趋严风险；港口费率管制风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

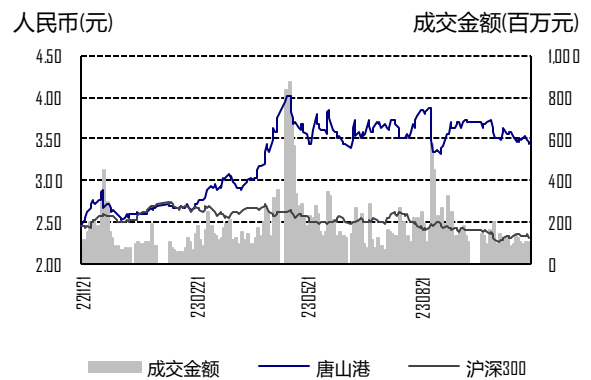
wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.44 元

目标价 (人民币)：4.08 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,075	5,620	6,011	6,254	6,512
营业收入增长率	-22.49%	-7.49%	6.95%	4.05%	4.12%
归母净利润(百万元)	2,089	1,690	2,088	2,200	2,338
归母净利润增长率	13.36%	-19.11%	23.59%	5.34%	6.26%
摊薄每股收益(元)	0.352	0.285	0.352	0.371	0.394
每股经营性现金流净额	0.32	0.41	0.33	0.43	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.26%	8.81%	10.57%	10.78%	11.07%
P/E	7.80	9.61	9.76	9.27	8.72
P/B	0.88	0.85	1.03	1.00	0.97

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、港口行业：沉浮二十载，谱写新篇章.....	5
1.1 2000-2007 年：港口行业黄金时代.....	5
1.2 2008-2015 年：港口行业低谷时期.....	6
1.3 2016-2023 年：港口行业新篇章.....	9
1.4 港口行业框架：盈利主要基于吞吐量、费率、产能三因素.....	12
二、看好公司专注主业，分红仍有上升空间.....	13
2.1 唐山港：环渤海核心港口，区位优势显著.....	13
2.2 经营策略：专注主业，盈利能力提升.....	14
2.2 分红：股息率行业第一，分红仍有望提升.....	17
三、腹地资源提供支撑，港口主业量价齐升.....	20
3.1 吞吐量：腹地资源支撑吞吐量增长.....	20
3.2 费率：港口整合带动装卸费率回升.....	24
四、盈利预测与投资建议.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议及估值.....	28
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1： 2000-2022 年港口行业经历了三个发展阶段.....	5
图表 2： 2000-2007 年进出口总额 CAGR 达 23%.....	6
图表 3： 2000-2007 年港口行业净利润 CAGR 达 31%.....	6
图表 4： 2000-2007 年港口行业平均 PE 为 30.7 倍.....	6
图表 5： 2000-2007 年港口行业 PEG 为 1.....	6
图表 6： 2008 年以来港口产能建设投资加快.....	7
图表 7： 2008-2015 年港口产能利用率出现下滑.....	7
图表 8： 同一地区区位相近、货种相似，竞争较为激烈.....	7
图表 9： 2012-2016 年唐山港港口费率持续下降.....	7
图表 10： 2015 年左右部分港口企业有息负债达到顶点.....	8
图表 11： 部分港口经营不善导致信用风险.....	8
图表 12： 2008-2015 年港口行业毛利率持续下滑.....	8
图表 13： 2008-2015 年港口行业 ROA 与 ROE 下行.....	8
图表 14： 2008-2015 年港口行业平均 PB 为 1.58 倍.....	8



图表 15: ROE 更高的公司往往具有更高 PB.....	8
图表 16: 2008-2015 年港口企业持股机构数较少.....	9
图表 17: 主题炒作推动港口企业股价快速上涨.....	9
图表 18: 港口一体化整合持续推进.....	9
图表 19: 营口港整合后单吨收入大幅提升.....	10
图表 20: 辽港股份整合后毛利率提升.....	10
图表 21: 散杂货港口在建工程处于较低水平.....	10
图表 22: 集装箱港口在建工程处于较高水平.....	10
图表 23: 上港集团投资收益占营业利润比重持续提升.....	11
图表 24: 2020 年起唐山港年度分红总额大幅提升.....	11
图表 25: 2016 年至今唐山港相对行业累计超额收益达 77%.....	11
图表 26: 当前港口行业 PE 较低.....	12
图表 27: 当前港口行业股息率不输 10 年期国债收益率.....	12
图表 28: “中特估”的提出推动港口指数上涨.....	12
图表 29: 1Q2023 起港口行业获公募基金加仓.....	12
图表 30: 港口行业分析框架.....	13
图表 31: 1H2023 公司装卸堆存业务营收占比为 87%.....	13
图表 32: 2022 年公司装卸堆存业务毛利占比为 87%.....	13
图表 33: 唐山市 65%以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地.....	14
图表 34: 公司陆续剥离盈利能力较差的业务.....	14
图表 35: 公司集装箱业务连续三年亏损.....	15
图表 36: 商品销售及船舶运输毛利率较低.....	15
图表 37: 2023Q1-Q3 公司营业收入同比增长 1%.....	15
图表 38: 2023Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 16%.....	15
图表 39: 2023Q1-Q3 公司毛利率提升至可比公司第一.....	16
图表 40: 可比公司 ROE 与杜邦分析 (2022 年).....	16
图表 41: 2023Q3 唐山港现金余额占总资产比重为 31%.....	16
图表 42: 2023Q3 唐山港资产负债率降至 10.6%.....	16
图表 43: 公司年度分红比例连续三年行业第一.....	17
图表 44: 公司股息率排名行业第一.....	17
图表 45: 高股息策略在市场下跌时有较好超额收益.....	18
图表 46: 资产比价视角下公司拥有配置性价比.....	18
图表 47: 公司控股股东唐山实业持股比例为 44.88% (截至 3Q2023).....	18
图表 48: 公司分红是控股股东的重要利润来源.....	19
图表 49: 公司罕见的在 3Q2021 进行分红.....	19



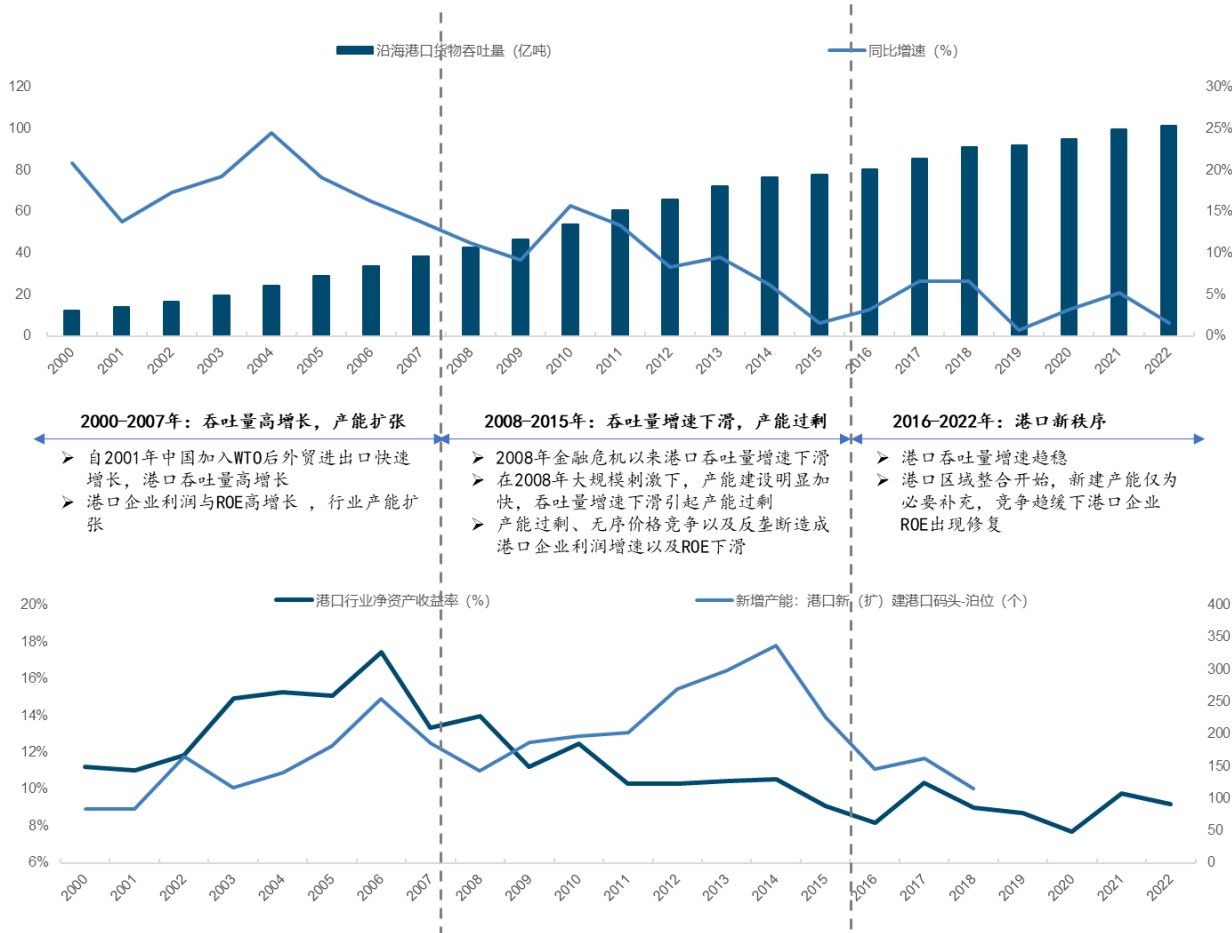
图表 50:	3Q2021 控股股东唐山实业两只债券到期.....	19
图表 51:	控股股东唐山实业总有息负债持续增长.....	20
图表 52:	控股股东唐山实业拥有亏损子公司.....	20
图表 53:	1H2023 公司装卸堆存业务实现营收 25.4 亿元.....	20
图表 54:	2023Q1-Q3 主要三大货种吞吐量占比 85%.....	20
图表 55:	2023Q1-Q3 公司吞吐量同比增长 13%.....	21
图表 56:	2023Q1-Q3 铁矿石及钢材吞吐量分别同比增长 16%/25%.....	21
图表 57:	2023Q1-Q3 唐山市钢材产量同比增长 26%.....	21
图表 58:	今年以来唐山市高炉开工率处于高位.....	21
图表 59:	2023 年 8 月中国铁矿石进口数量同比增长 11%.....	22
图表 60:	2023 年 6 月以来铁矿石进口与国产价差增大.....	22
图表 61:	唐山市粗钢产量占全国产量比重有提升趋势.....	22
图表 62:	政策利好下基建用钢有望提升.....	22
图表 63:	2023Q1-Q3 公司煤炭吞吐量同比增长 1%.....	23
图表 64:	2023 年 1-10 月大秦铁路日均运量同比增长 3.5%.....	23
图表 65:	秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港煤炭货源均依赖大秦铁路.....	23
图表 66:	电力行业用煤量呈现上升趋势.....	24
图表 67:	陕西、陕西、内蒙古地区煤炭产量占比提升.....	24
图表 68:	公司矿石、煤炭装卸费率 2017 年起有所提升.....	24
图表 69:	港口装卸费率上升会使当地企业成本增加.....	25
图表 70:	港口降费政策导致公司 2020 年费率降低.....	25
图表 71:	河北港口整合持续推进.....	25
图表 72:	公司煤炭货种费率较秦港股份更低.....	26
图表 73:	公司自 2018 年起开始缴纳环保税.....	26
图表 74:	2022 年公司原材料配件消耗成本为 2.97 亿元.....	26
图表 75:	2022 年公司原材料配件消耗成本占比 12%.....	26
图表 76:	预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元).....	27
图表 77:	公司各货种吞吐量预测 (万吨).....	28
图表 78:	核心业绩指标预测.....	28
图表 79:	可比公司估值比较 (市盈率法).....	28



一、港口行业：沉浮二十载，谱写新篇章

港口是航运的基础设施，在航运货物上下水及中转环节中，港口企业为其提供装卸、堆存等服务，并收取服务费。我国进出口贸易大部分通过海运的方式进行，港口作为海运的基础设施，其发展与宏观经济的发展关系密切。自 2000 年以来，港口行业经历了三个发展阶段，各阶段影响港口行业的主要因素各不相同。对于港口行业的分析框架的建立，也是基于其发展背景之上。我们复盘了港口行业自 2000 年来的发展历程，分析各阶段影响企业盈利和资本市场表现的因素，总结出港口行业分析框架，并以此分析公司。

图表1：2000-2022年港口行业经历了三个发展阶段



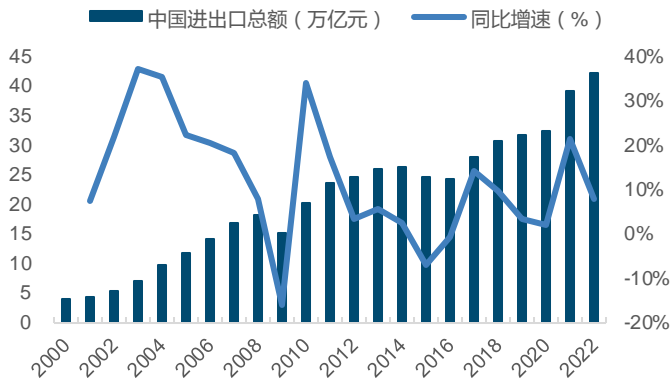
来源：Wind, iFind, 国金证券研究所

1.1 2000-2007年：港口行业黄金时代

行业进入成长期，吞吐量拉动企业盈利高增。在行业成长期，需求的快速增长往往是企业盈利提升的驱动力。我国自 2001 年加入 WTO 后，进出口贸易额快速增长。2000-2007 年，我国进出口总额 CAGR 达 23%。进出口贸易额的增长带动港口吞吐量显著提升，同期沿海港口货物吞吐量从 12.3 亿吨增长至 33.6 亿吨，CAGR 为 18%。在此期间，港口行业进入盈利高增长的黄金时期，企业营收 CAGR 高达 37%，净利润 CAGR 达到 31%。

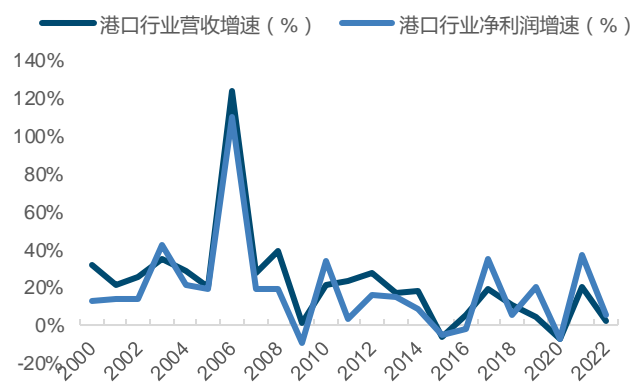


图表2: 2000-2007年进出口总额 CAGR 达 23%



来源: iFind, 国金证券研究所

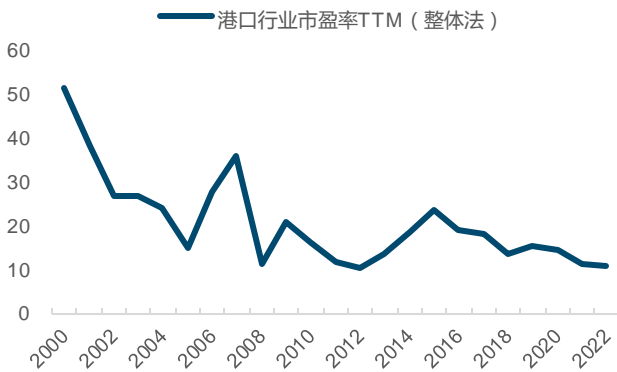
图表3: 2000-2007年港口行业净利润 CAGR 达 31%



来源: iFind, 国金证券研究所

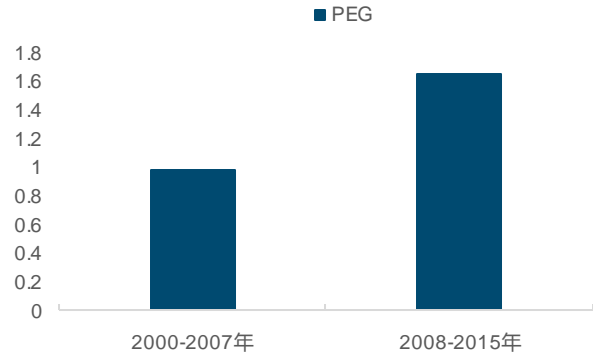
资本市场对于成长期的港口行业较为青睐。由于港口企业收入和净利润的高速增长, 港口行业被市场视为成长行业, 市场给予较高估值, 2000-2007年港口行业平均 PE 达到了 31 倍。我们令 $PEG = \text{平均 PE} / \text{净利润复合增长率}$, 2000-2007年期间, 港口行业 PEG 为 1。基于此, 我们认为这期间港口行业估值处于合理水平。

图表4: 2000-2007年港口行业平均 PE 为 30.7 倍



来源: iFind, 国金证券研究所

图表5: 2000-2007年港口行业 PEG 为 1



来源: iFind, 国金证券研究所

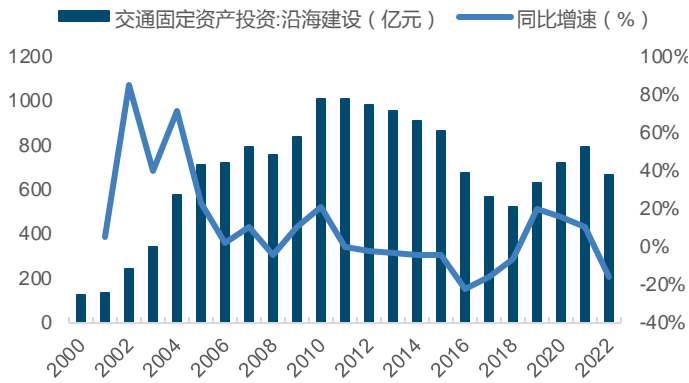
1.2 2008-2015年: 港口行业低谷时期

金融危机以来, 港口吞吐量增速下滑, 2008-2015年沿海港口货物吞吐量 CAGR 为 9%。在此期间, 港口产能建设加快。供需增速错位导致行业进行价格竞争, 产能利用率也有所下滑。港口行业净利率与 ROE 随产能利用率下滑而降低, 2008-2015年行业净利润 CAGR 也下滑至 9.5%。在此期间, 港口企业持股基金数量减少, 港口行业失去主力资金支持, 区间涨跌幅为 -3.5%。无论从盈利还是股价表现来看, 港口行业均进入了低谷时期。

产能建设加快, 产能利用率下滑。在 2008 年金融危机后的大规模刺激中, 港口投资明显加快。2009-2015 年港口固定资产投资额是历史上最高的几年, 2009 年固定资产投资额高达 1007 亿元, 在 2015 年后港口固定资产投资金额连续 3 年大幅下滑。2008-2015 年港口平均新增泊位数量为 232 个, 较 2000-2007 年期间均值增长 54%。但由于金融危机后国内工业化进程放缓、外贸需求下台阶导致吞吐量增速中枢显著下移, 新增产能与需求脱轨严重, 港口产能利用率出现下滑。

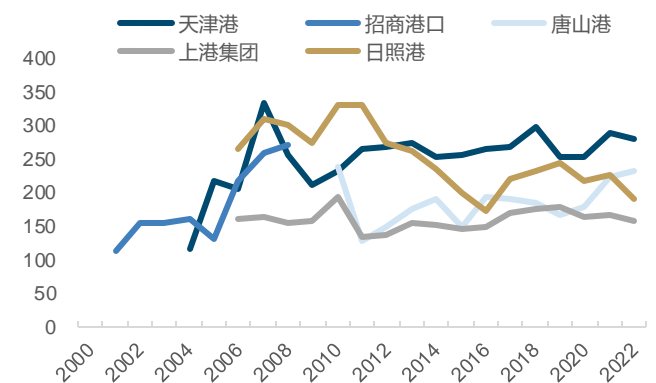


图表6: 2008年以来港口产能建设投资加快



来源: iFind, 国金证券研究所

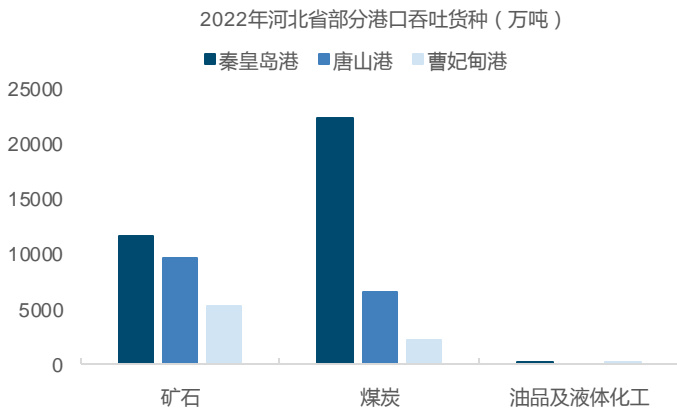
图表7: 2008-2015年港口产能利用率出现下滑



来源: iFind, 国金证券研究所 注: 以港口货物吞吐量除以固定资产衡量

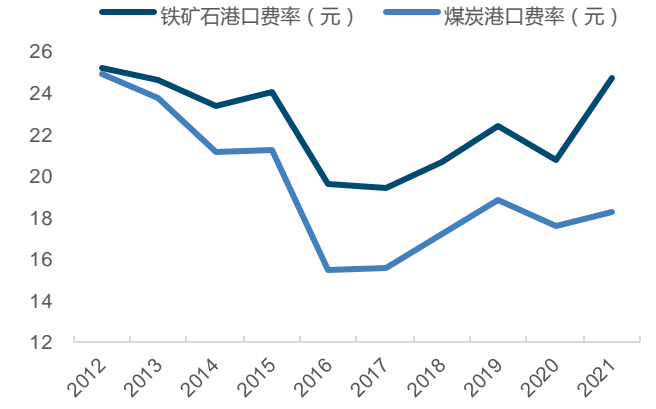
以价换量确保产能利用率, 同业进行价格竞争。对于港口而言, 同一经济腹地中产业结构及运输基础设施几近相同, 同腹地港口装卸货物也接近, 其区域性的特征决定行业竞争只存在于同腹地港口之间。由于新增产能与吞吐量脱轨导致产能过剩, 各港口趋于吸引吞吐量确保产能利用率。由于港口资源及资质难以在短时间改变, 降价是各港口吸引吞吐量的最直接手段。以唐山港为例, 2012-2016年港口费率持续下降, 2017年起才触底回升。这种以价换量的打法在行业产能过剩初期较为普遍。

图表8: 同一地区区位相近、货种相似, 竞争较为激烈



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表9: 2012-2016年唐山港港口费率持续下降

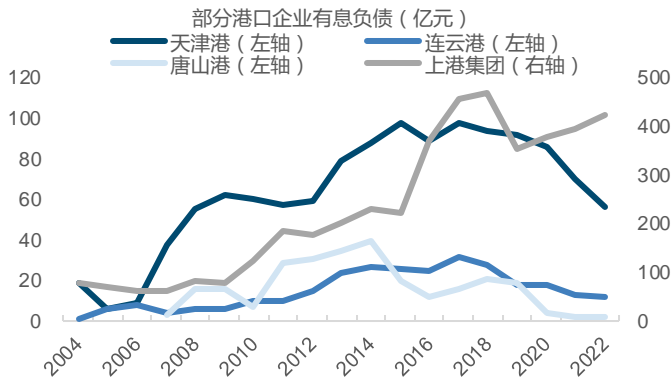


来源: 公司公告, 国金证券研究所

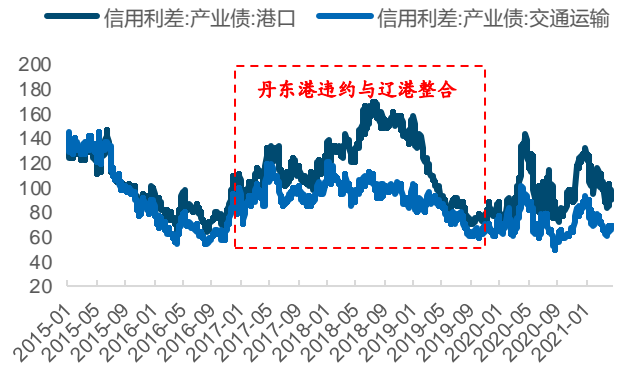
产能扩张导致港口企业债务负担加重。在港口行业产能扩张浪潮中, 企业 Capex 持续增加, 伴随而来的是企业负债的快速增长。以部分上市较早港口企业为例, 2008-2015年, 天津港、连云港、上港集团、唐山港有息负债年复合增速分别为 8.4%/23.4%/15.1%/16.5% (唐山港为 2008-2014 年复合增速), 在 2015 年左右港口企业有息负债达到了历史最高值。期间企业端债务压力与财务成本增加, 叠加盈利增速下行, 部分企业甚至出现债务危机。



图表10: 2015 年左右部分港口企业有息负债达到顶点



图表11: 部分港口经营不善导致信用风险

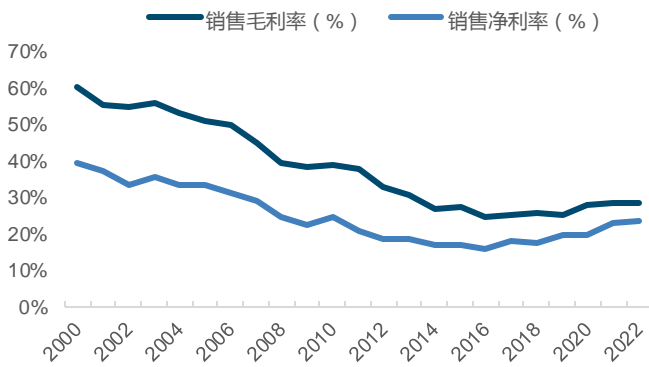


来源: Wind, 国金证券研究所

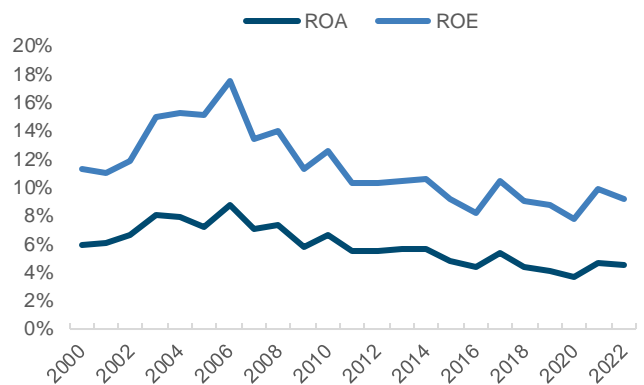
来源: Wind, 国金证券研究所

企业经营下行, 港口盈利能力受挫。总结来看这段时间港口行业的问题在于: 1) 产能扩张与需求增长不匹配, 产能利用率下滑, 同时加重企业债务负担。2) 行业价格竞争加剧, 以价换量打法下行业整体盈利受到压制。2008-2015 年期间, 港口企业净利润 CAGR 为 9.5%, 毛利率累计下降 12pct 至 27%, ROE 降至 9%。

图表12: 2008-2015 年港口行业毛利率持续下滑



图表13: 2008-2015 年港口行业 ROA 与 ROE 下行

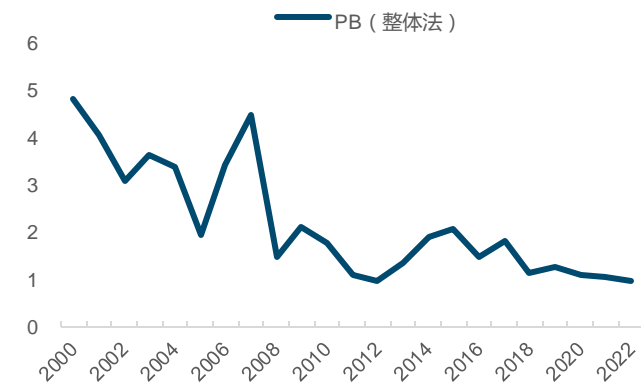


来源: iFind, 国金证券研究所

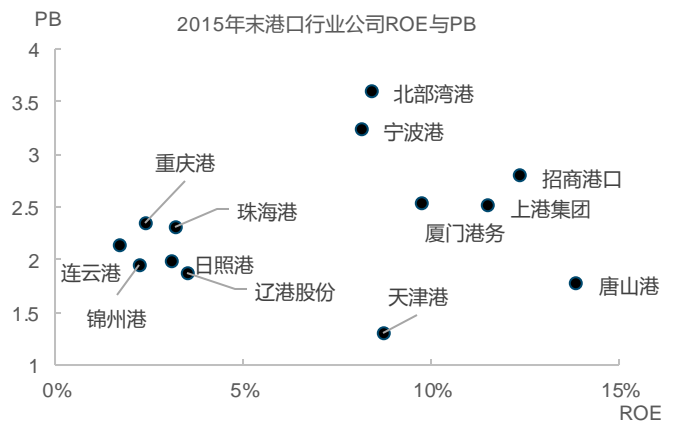
来源: iFind, 国金证券研究所

港口行业转为以 PB 估值。由于港口行业在 2008-2015 年期间盈利能力及盈利增速下滑, 原来的 PEG 估值方法失去增速支撑, 尽管在此期间港口行业平均 PE 已经跌落到 15.7 倍, 但其 PEG 仍有 1.6。另一方面, 港口行业重资产的属性决定了其增长需要由 Capex 支撑, 市场对其估值方法转为以 PB 来估值。2008-2015 年港口行业平均 PB 为 1.58, 以 2015 年末为例, 港口公司整体呈现出 ROE 高的公司 PB 更高, 其估值具有合理性。

图表14: 2008-2015 年港口行业平均 PB 为 1.58 倍



图表15: ROE 更高的公司往往具有更高 PB



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

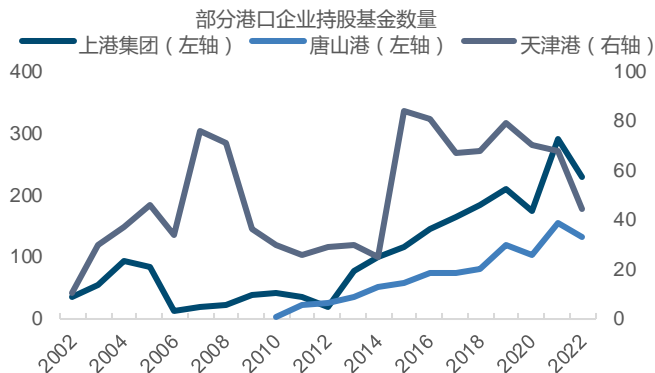
港口行业失去机构资金支持, 以主题炒作为主。2008-2015 年, 港口企业持股基金数量减



少，股价难以走出超额收益，期间港口行业相对上证指数超额收益率仅为 6.8%。同时，港口行业由于地域性明显、业务简单、股价低等特点，成为中小投资热衷的炒作标的。在区域利好政策出台时，港口个股股价表现出巨大弹性。2013 年 7 月，上海自贸区获批，上港集团自 8 月 22 日起 14 个交易日内上涨 170%；2014 年 2 月，京津冀协同发展上升为国家战略，同年唐山港、天津港涨幅高达 201%及 100%。

图表16: 2008-2015 年港口企业持股机构数较少

图表17: 主题炒作推动港口企业股价快速上涨



来源: iFind, 国金证券研究所

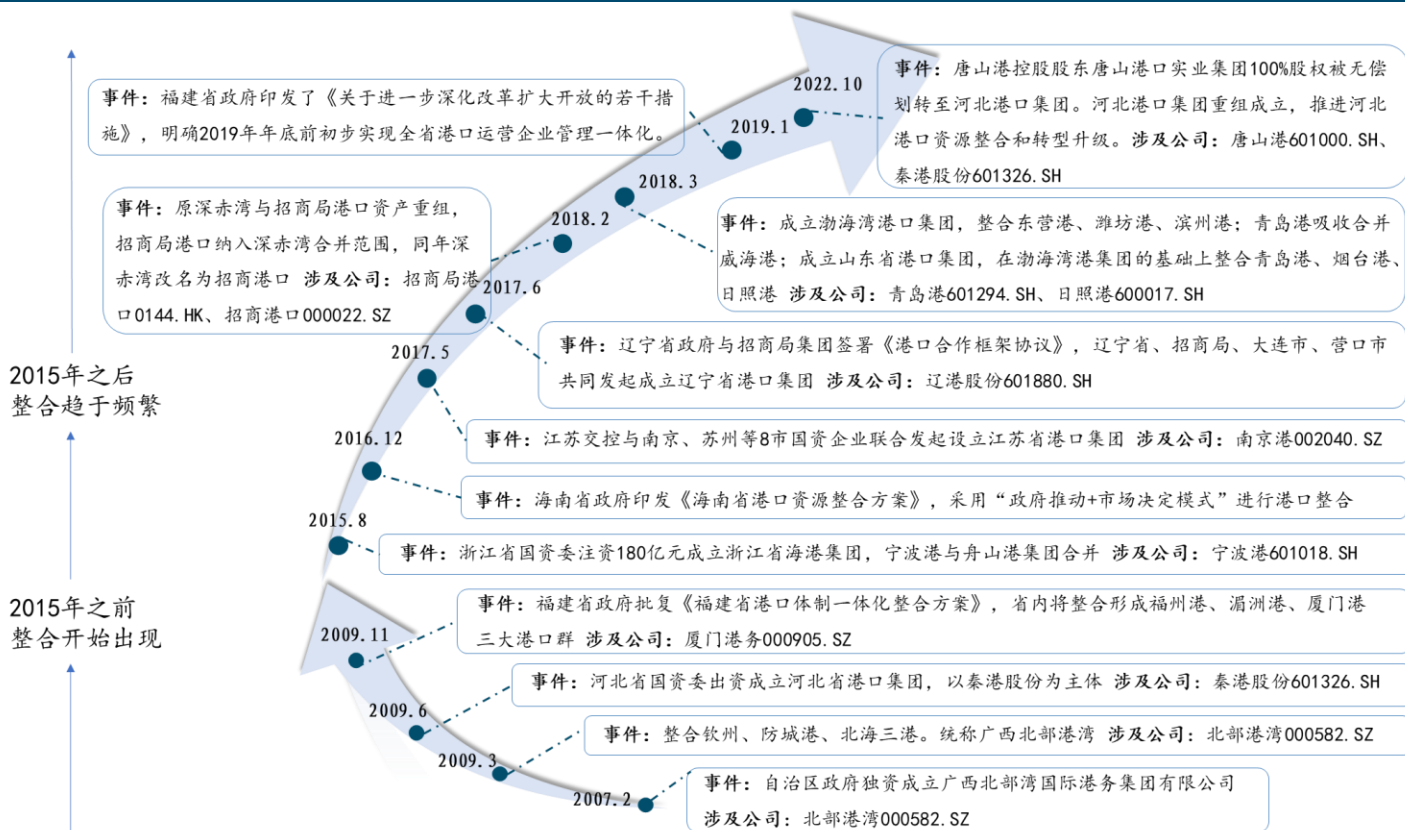


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 2016-2023 年: 港口行业新篇章

港口整合推进，港口行业谱写新篇章。2015 年宁波与舟山港整合，拉开区域港口一体化的序幕，随后区域港口整合趋于频繁。港口整合一般是成立省级港口集团，通过省级港口集团逐步整合省内的港口资产，旨在消除同区域内港口激烈竞争，提高产能效率，改善企业经营。2016-2022 年，港口整合推动下，港口产能建设趋于理性，企业盈利出现改善，行业净利润 CAGR 也提升至 12.4%。在行业迈入成熟期后，企业出现“上港集团”和“唐山港”为代表的两种发展模式。

图表18: 港口一体化整合持续推进



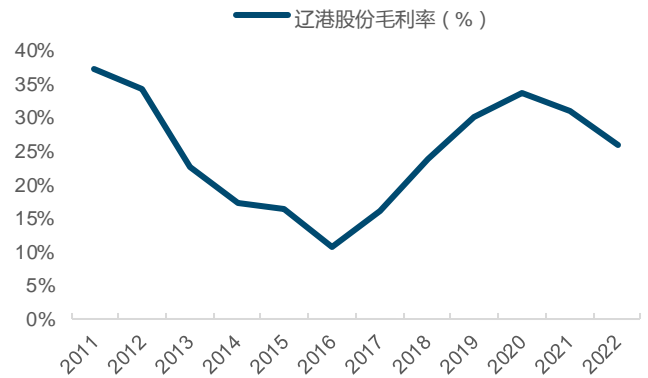
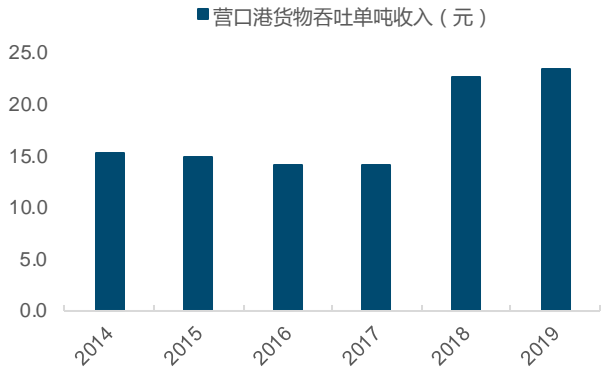
来源: 各政府网站, 国金证券研究所



港口整合有助于企业经营改善。一方面，港口整合能够让区域竞争格局得到明显改善，缓和同区域内港口激烈竞争关系，让港口费率回归理性。以辽宁港口整合为例，整合完成后，营口港、大连港综合单价均有明显回升，毛利率出现显著改善。营口港整合后第一年单吨收入同比提升 60%。2016-2020 年，辽港股份毛利率从 10.8% 提升至 33.6%。另一方面，港口整合能够泊位资源得到合理利用，“一省一港”的模式可以实现高效协调分配业务资源，港口产能利用率可以回升。

图表19: 营口港整合后单吨收入大幅提升

图表20: 辽港股份整合后毛利率提升



来源: 营口港公告, 国金证券研究所

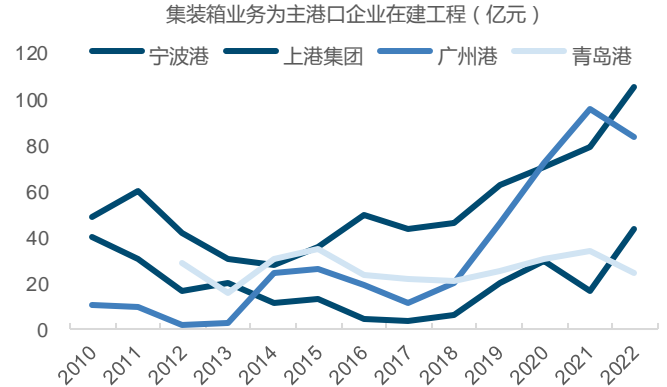
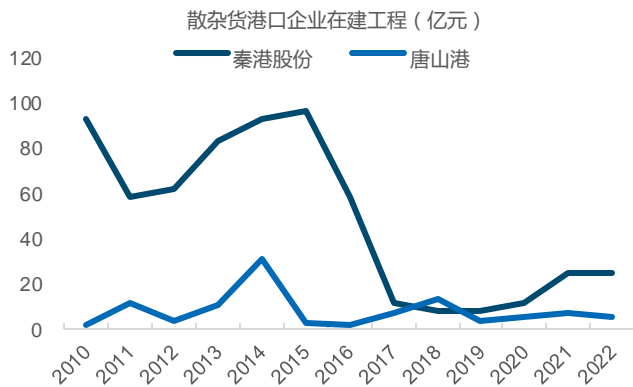
来源: iFind, 国金证券研究所

注: 辽宁港口于 2017 年开始整合

产能建设趋于理性，散杂货港口率先进入成熟期。2016-2022 年，港口企业产能建设增速下降，产能建设趋于理性。一方面，港口货物吞吐量 CAGR 下降至 4.0%，港口整合也在一定程度上避免了企业产能竞争，企业产能建设的积极性下降；另一方面，交通部多次发文进行政策指导，尤其是规范了港口岸线使用的审批和申请，港口企业申请增加产能更加困难。基于此，散杂货港口率先进入成熟期，企业在建工程处于历史较低水平；同时，在建设高水平、专业化港口推动下，集装箱港口仍有产能补充。

图表21: 散杂货港口在建工程处于较低水平

图表22: 集装箱港口在建工程处于较高水平



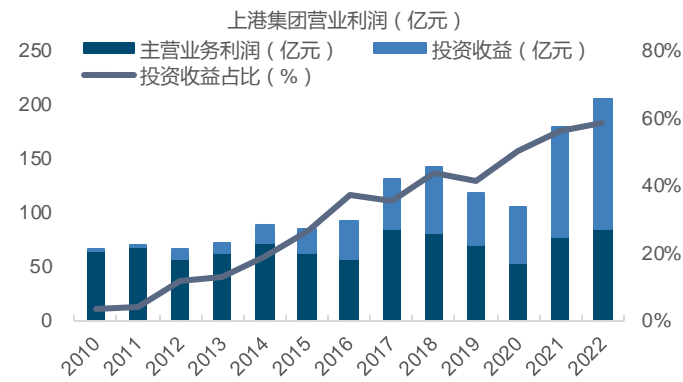
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

进入成熟期后行业出现两种发展模式。行业进入成熟期后，再投资需求减少使得行业有大量货币资金沉淀，行业内企业出现两种发展模式：1) 部分企业通过积极的再投资寻求业绩增长点，典型的代表是上港集团，其投资收益占营业利润比重不断升高，2022 年已经升至 58%。2) 部分企业走向“现金牛”模式，现金流大于净利润，典型的代表是唐山港，2020 年起分红总额及比例大幅提升，2021-2022 年分红比例分别达到 99%/70%。对于进入成熟期的港口行业，市场对于高分红公司较为青睐，唐山港 2016 年至今相对行业累计超额收益达 77%。

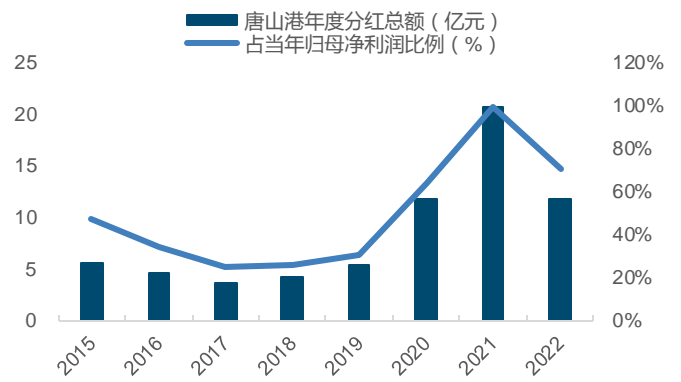


图表23: 上港集团投资收益占营业利润比重持续提升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 2020年起唐山港年度分红总额大幅提升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表25: 2016年至今唐山港相对行业累计超额收益达77%

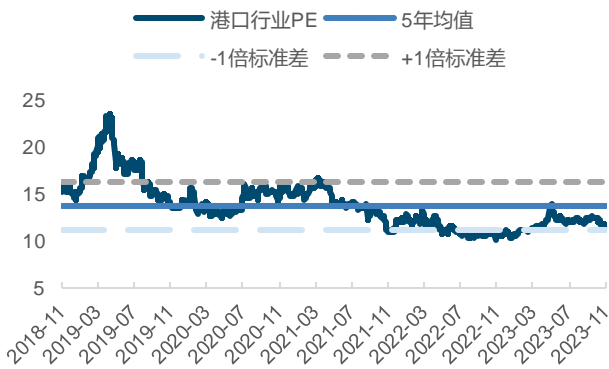


来源: Wind, 国金证券研究所

从资产比价视角, 用股息率估值。由于港口行业再投资需求减少, 行业出现“现金牛”公司, 该类公司表现出高分红、高股息的特征。对于这种类债型股票投资, 我们可以站在资产比价的视角上对其进行估值。将其股息率与10年期国债收益率进行对比, 当其股息率远高出10年期国债收益率时, 则其估值处于低估状态, 资产值得配置。当前港口行业PE接近5年均值-1倍标准差附近, 且股息率不输10年期国债收益率, 我们认为可选择板块中部分优质标的配置。

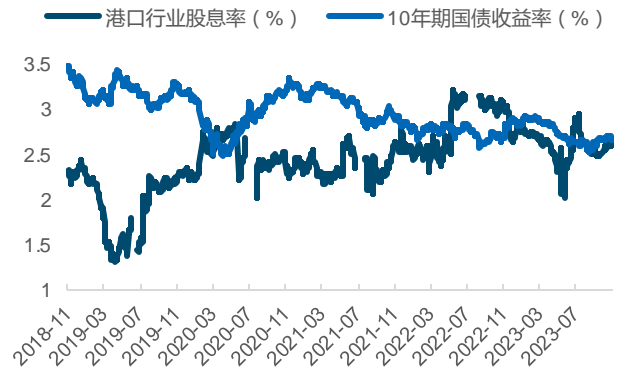


图表26: 当前港口行业 PE 较低



来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: 当前港口行业股息率不输 10 年期国债收益率



来源: iFind, 国金证券研究所

从主题到价值,“中特估”有望推动港口价值重塑。港口行业具有重资产属性,核心壁垒高,腹地资源良好的港口更是不可多得的优质资产。2016 年以来港口行业估值处于下降区间,2022 年港口行业 PB 降至 0.93 倍。年初起,中国特色估值体系的提出让港口行业迎来一次上涨行情,1Q2023 起港口行业也获得公募基金的加仓。我们认为“中特估”是中长期的投资机会,是低估值、高股息策略的回归,在港口行业整合后迈入高质量发展阶段下,“中特估”有望推动港口企业价值重塑。

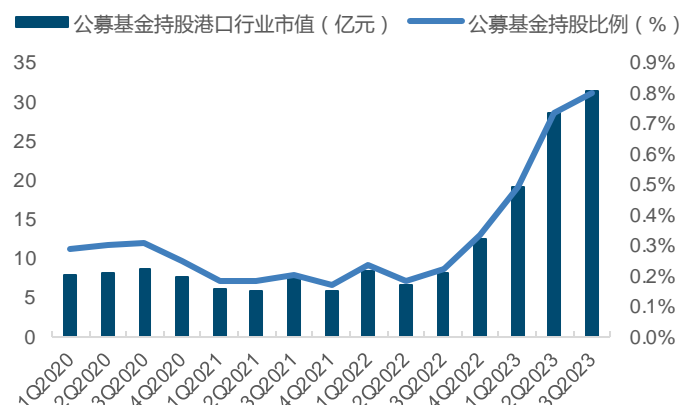
图表28: “中特估”的提出推动港口指数上涨



来源: iFind, 国金证券研究所

注: 图中为中信港口指数

图表29: 1Q2023 起港口行业获公募基金加仓



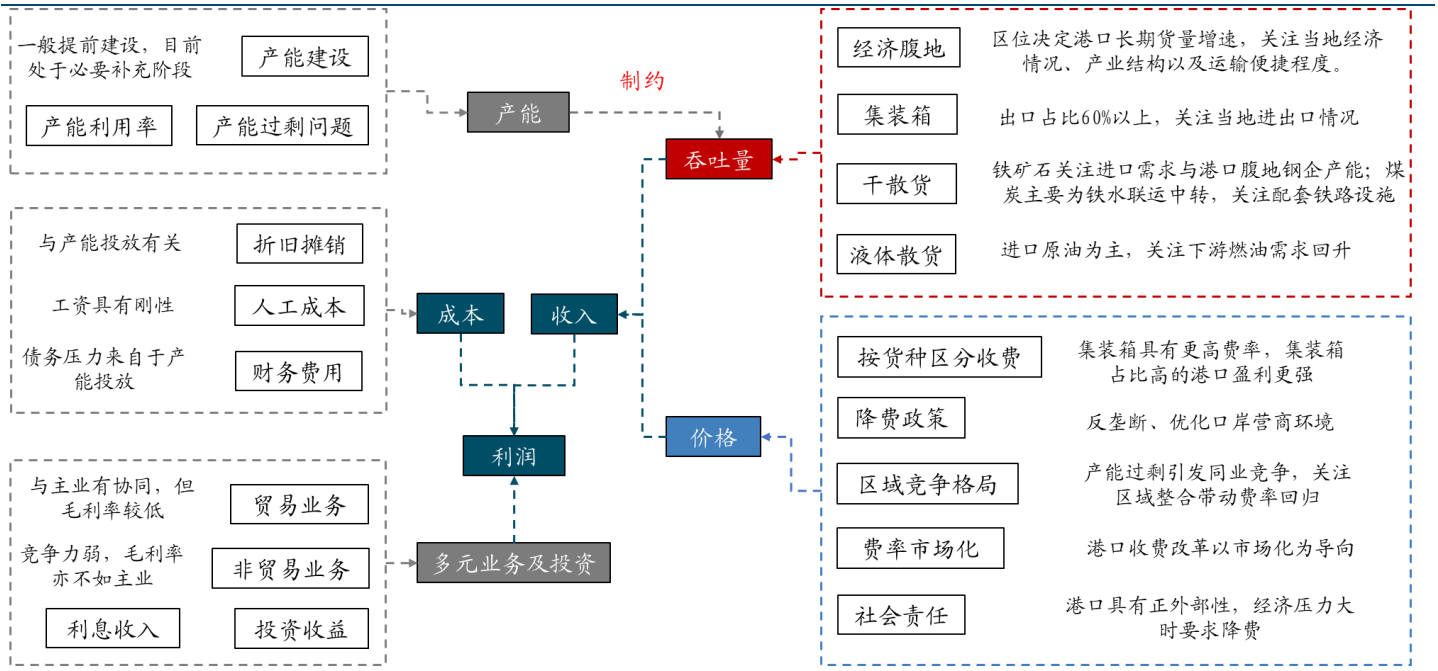
来源: iFind, 国金证券研究所

1.4 港口行业框架: 盈利主要基于吞吐量、费率、产能三因素

在港口行业发展历史基础上,我们总结出港口行业分析框架。港口行业主业利润主要取决于吞吐量、费率、产能三因素。港口企业盈利增长主要依托吞吐量和费率的增长。吞吐量主要取决于港口腹地的经济情况,区位直接决定港口长期需求增长以及吞吐的货种结构。不同货种费率不同,区域竞争结构以及政策因素均对费率有一定影响。产能规模是利润的基础,产能会制约港口吞吐量的上限,产能利用率决定港口利润率水平,同时产能的折旧也是港口主要成本之一。



图表30：港口行业分析框架



来源：国金证券研究所

二、看好公司专注主业，分红仍有上升空间

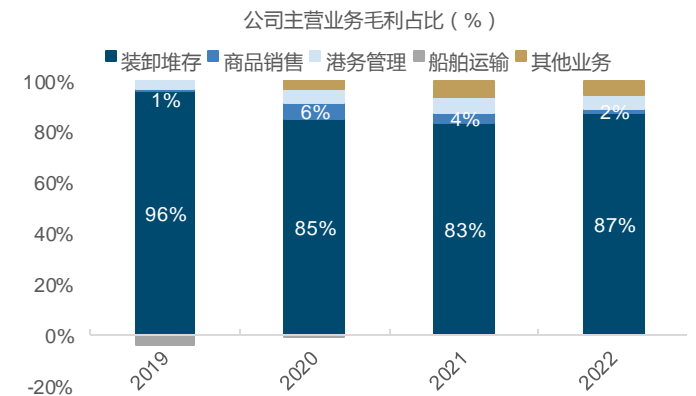
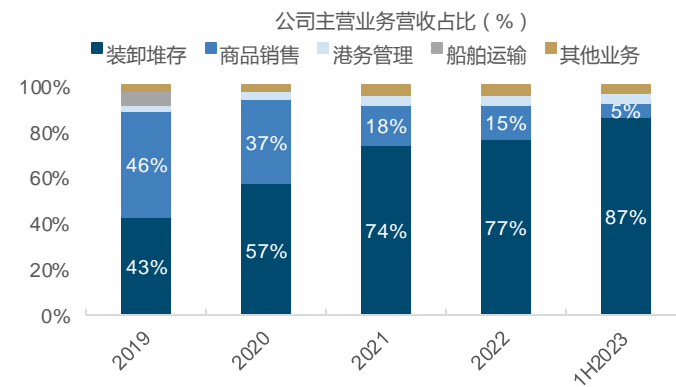
2.1 唐山港：环渤海核心港口，区位优势显著

唐山港集团股份有限公司是主导唐山港京唐港区建设经营的国有大型上市港口企业，主要从事港口综合运输业务。唐山港是环渤海地区的核心港口，公司所经营的京唐港区规划面积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。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。

公司主业为装卸堆存业务。公司目前主营业务有装卸堆存、商品销售、港务管理、物流及其他业务，其中装卸堆存业务是核心主业。装卸堆存业务模式是为进出码头客户提供货物装卸及堆存等服务，并收取服务费用。近年来，装卸堆存业务营收占比不断提升，1H2023业务占比为87%。装卸堆存业务一直是公司毛利的主要来源，历年对公司毛利贡献超过80%，2022年毛利贡献占比为87%，同比提升4.2pct。商品销售业务营收占比逐年减少，主要由于公司专注主业，压缩商品销售业务。

图表31：1H2023 公司装卸堆存业务营收占比为87%

图表32：2022 年公司装卸堆存业务毛利占比为87%



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

公司核心竞争力在于区位优势，具体表现为自然条件优越、交通便捷以及腹地资源好。公司所经营的京唐港区是津冀港口群中距渤海湾出海口最近之点，是全国集疏港条件最好的港口之一，码头岸线长达49公里。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，从京唐港区到北京或是天津约两小时公路车程，铁路连接唐港铁路、迁曹铁路，与大秦线、京山线、京秦线等国铁干线接轨。唐山市 65%以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地，对于钢材及铁矿石货种，公司的区位在环渤海港区中最有优势。

图表33：唐山市 65%以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 经营策略：专注主业，盈利能力提升

我们看好公司专注型经营策略：1) 公司盈利能力逐步改善，现金造血能力强。在公司陆续剥离非核心业务后，公司盈利质量指标逐渐提升，毛利率提升至可比公司第一，ROE、营业现金比率、资产负债率等指标兑现良好，均排名可比公司前列。2) 高分红回报股东。专注型经营策略减少了除主业外资本开支，公司现金余额占总资产比重达 31%，分红比例连续三年行业第一。

公司专注于主业，陆续剥离非核心业务。公司主营业务为装卸堆存业务，2022 年装卸堆存业务实现营收 43.14 亿元，占营收比重为 76.8%；主业毛利率为 44%，一般情况下港口主业盈利能力会远高于多元业务。公司于 2020 年剥离船舶运输业务，该业务在剥离前毛利率一度为负，2020 年业务毛利率为-43%。2021 年公司剥离集装箱码头业务并压缩贸易业务，集装箱码头业务在剥离前连续三年亏损，剥离业务可使公司盈利提升。压缩的贸易业务毛利率较低，2022 年该业务毛利率为 4.9%，远不及公司主业。

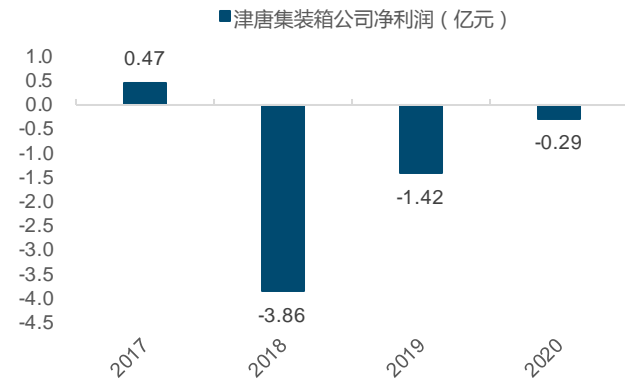
图表34：公司陆续剥离盈利能力较差的业务

时间	事件	具体情况
2020 年 1 月	剥离船舶运输业务	公司将合德（香港）国际航运有限公司 100%股权转让给控股股东子公司唐山港合德海运有限公司，香港合德不再纳入公司合并报表
2021 年 8 月	压缩商品销售业务	公司将北京国际贸易有限公司 51%股权转让给控股股东，北京国贸不再纳入公司合并报表
2021 年 9 月	剥离集装箱码头业务	公司将 21#、22#、25#集装箱泊位相关资产及津唐国际集装箱码头公司 60%股权转让给控股股东子公司，津唐集装箱公司不再纳入公司合并报表

来源：公司公告，国金证券研究所

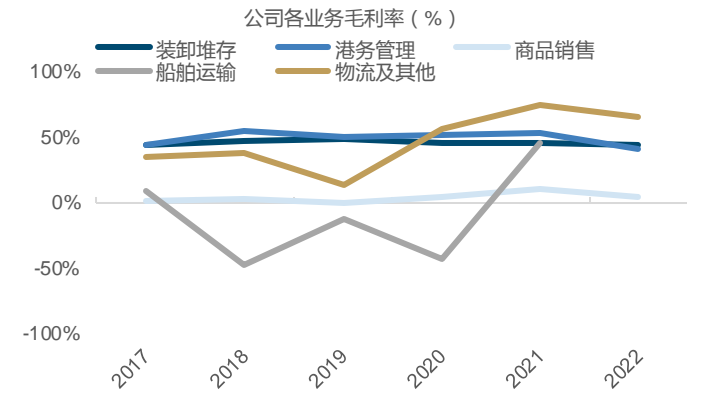


图表35: 公司集装箱业务连续三年亏损



来源: 公司公告, 国金证券研究所

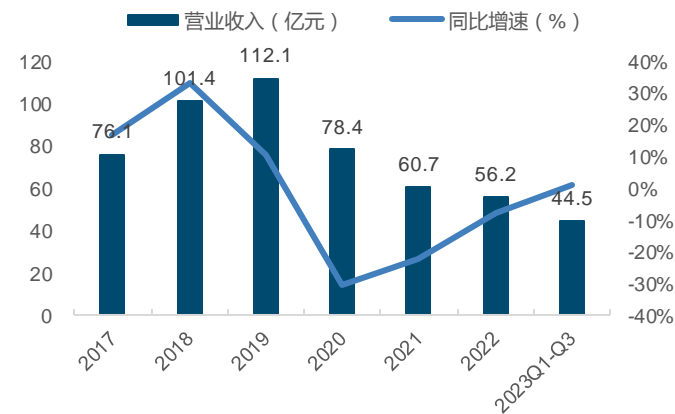
图表36: 商品销售及船舶运输毛利率较低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

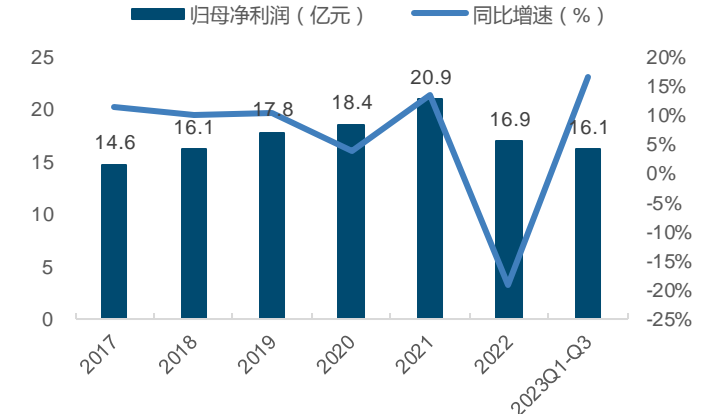
业务剥离导致营收下降, 归母净利润仍然稳健。由于公司持续压缩和剥离非核心业务, 公司营收在 2020-2022 年起连续下降, 2023Q1-Q3 公司营收 44.5 亿元, 同比增长 1%, 主要因为公司港口主业同比增长。在剥离船舶业务后, 公司 2021 年归母净利润同比增长 13%; 2022 年受压缩贸易业务影响, 归母净利润同比下降 19%。2023Q1-Q3 公司实现归母净利润 16.1 亿元, 同比增长 16%, 达到历史第二高水平, 足以反映公司在非核心业务剥离后归母净利润仍然稳健。

图表37: 2023Q1-Q3 公司营业收入同比增长 1%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 2023Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 16%

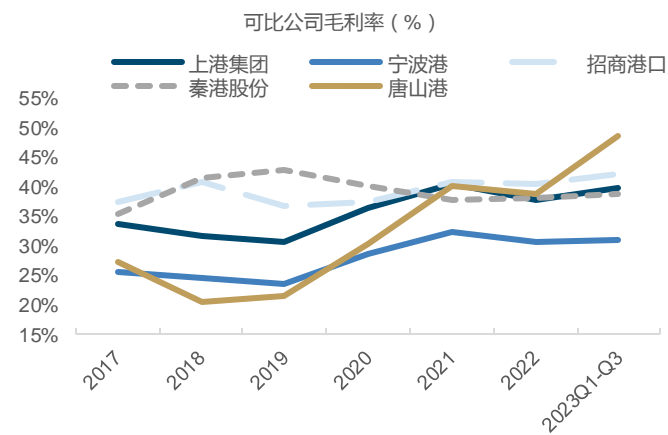


来源: Wind, 国金证券研究所

盈利能力提升, 毛利率升至可比公司第一。公司 2019 年毛利率为 22%, 非核心业务的压缩和剥离带来最显著的效果是公司盈利能力的提升, 2023Q1-Q3 公司毛利率提升至 49%, 位居可比公司第一。2022 年公司 ROE 位居可比公司第三, 拆分来看, 销售净利率高是公司 ROE 高的主要原因, 权益乘数较低是公司 ROE 的后续提升空间。可比公司中, 上港集团和招商港口销售净利率高于公司, 主要由于投资收益在两家公司营业利润中占比较多。



图表39: 2023Q1-Q3 公司毛利率提升至可比公司第一



图表40: 可比公司 ROE 与杜邦分析 (2022 年)

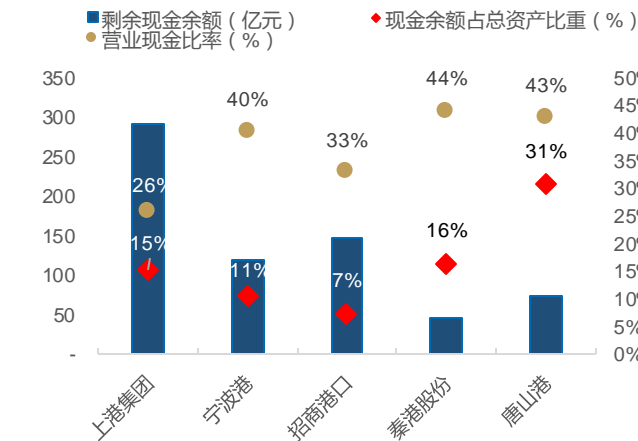
公司	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
上港集团	16.2%	48.0%	22.5%	1.5
青岛港	12.5%	27.2%	33.0%	1.39
唐山港	9.0%	32.2%	24.4%	1.14
北部湾港	8.6%	18.0%	24.3%	1.96
秦港股份	7.8%	19.6%	26.1%	1.53
招商港口	7.1%	50.7%	9.1%	1.54
宁波港	6.7%	18.2%	25.8%	1.42
广州港	6.3%	9.4%	31.9%	2.11
天津港	4.2%	10.6%	28.5%	1.38
辽港股份	3.3%	12.0%	20.3%	1.38

来源: Wind, 国金证券研究所

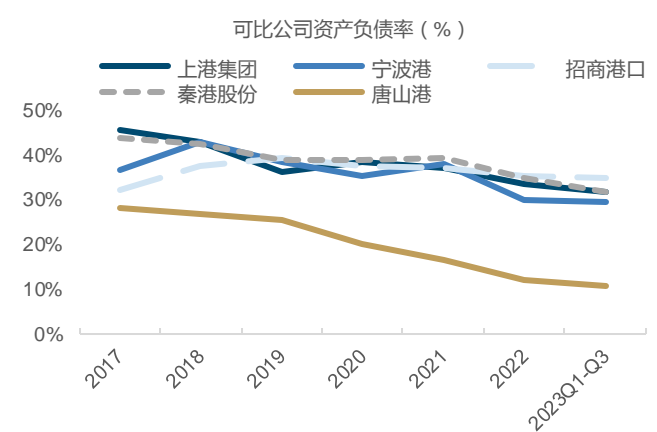
来源: iFind, 国金证券研究所 注: 可比公司为港口板块市值前 10 大企业

现金造血能力强, 现金余额留存较多。由于公司港口主业创造现金流能力强, 公司逐步聚焦主业后, 营业现金比率提升至 43%, 为可比公司第二。近年来公司已无重大资本开支项目, 且资本开支主要围绕主业开展。截至 1H2023, 公司重点在建工程仅剩 25 万吨级内航道以及东港站路基桥涵工程。由于公司现金造血能力强叠加资本开支缩减, 截至 3Q2023 公司留存现金达到 72.2 亿元, 现金余额占总资产比重为 31%, 同时公司资产负债率也降至 10.6%, 为可比公司最低。

图表41: 2023Q3 唐山港现金余额占总资产比重为 31%



图表42: 2023Q3 唐山港资产负债率降至 10.6%



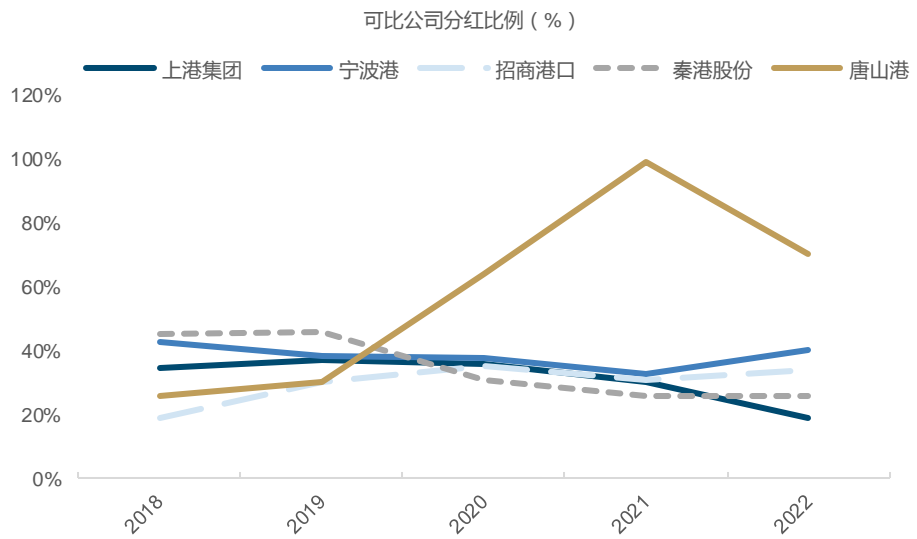
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

分红比例连续三年行业第一。在公司有大量现金留存情况下, 可以通过高分红的方式回报股东。公司自 2020 年开始分红比例大幅提升, 2019 年公司分红比例为 30%, 2020-2022 年公司分红比例分别为 64%/99%/70%, 较 2019 年大幅提升。可比公司对比来看, 公司自 2020 年起现金分红比例连续三年行业第一, 2022 年公司分红比例较可比公司中第二名宁波港高出 30%。



图表43：公司年度分红比例连续三年行业第一



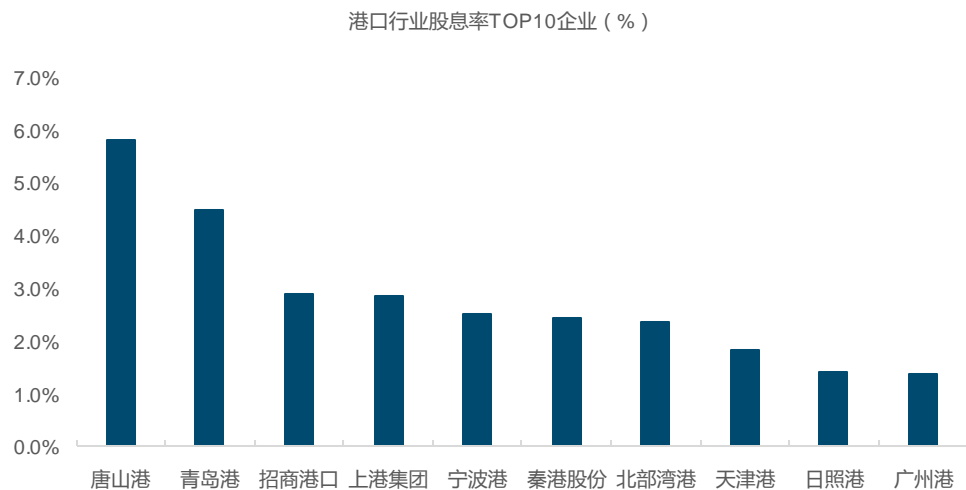
来源：iFind, 国金证券研究所

分红比例=公司当年分红总额/公司当年归母净利润

2.2 分红：股息率行业第一，分红仍有望提升

股息率位居行业第一。以2022年报告期分红为标准，公司最新股息率为5.8%，排名港口行业第一。我们认为当前公司具有较好配置价值：1) 高股息策略在市场下跌时往往具有较好的超额收益，当前市场整体走势仍然较弱，高股息凭借其防御性具备配置性价比。2) 从大类资产比价视角来看，公司股息率超过市场上众多资产的收益率，较当前10年期国债收益率高3.2pct，具备配置性价比。

图表44：公司股息率排名行业第一

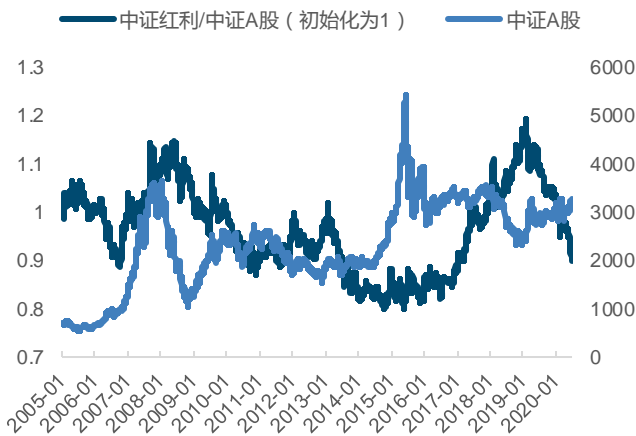


来源：Wind, 国金证券研究所

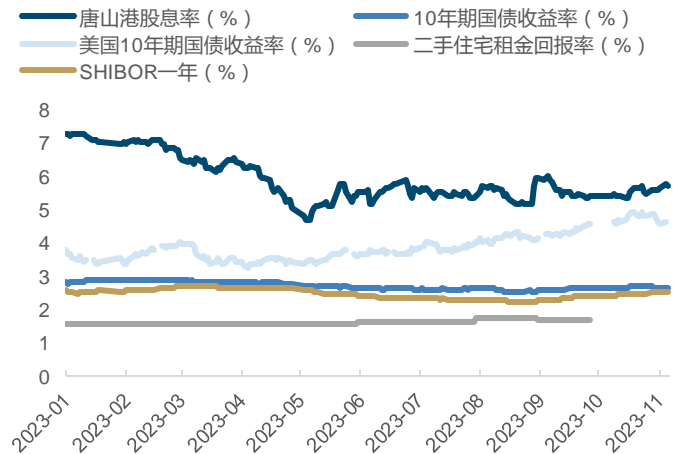
注：以2022年报告期分红为基准，股价日期为2023年11月17日



图表45: 高股息策略在市场下跌时有较好超额收益



图表46: 资产比价视角下公司拥有配置性价比

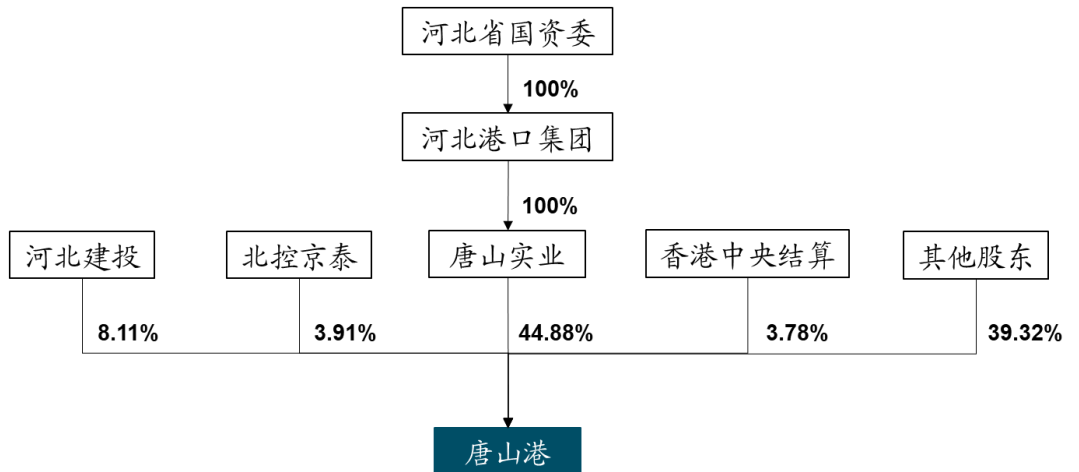


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

控股股东为唐山实业, 对公司决策影响较大。公司控股股东为唐山港口实业集团有限公司 (以下简称唐山实业), 持股比例为 44.88%, 公司实控人为河北省国资委。控股股东对公司决策影响力较大, 在分红时唐山实业往往会根据自身需求影响公司的分红方案。

图表47: 公司控股股东唐山实业持股比例为 44.88% (截至 3Q2023)

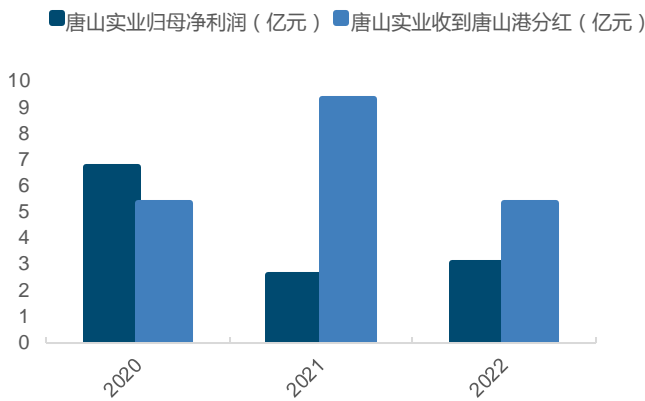


来源: 公司公告, 国金证券研究所

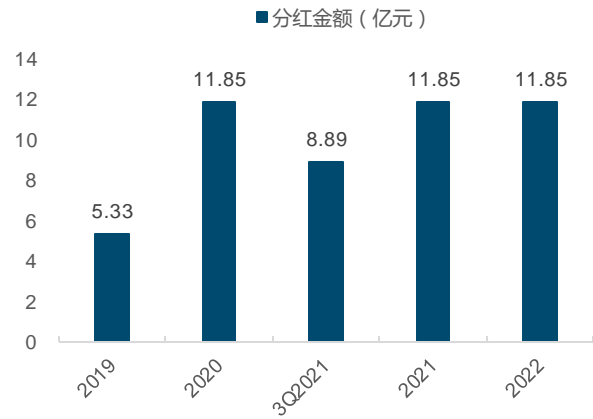
控股股东资金诉求是公司提高分红的主要原因。1) 控股股东自身盈利能力较弱, 公司分红是其利润的重要来源。2022 年公司分红 11.85 亿元, 唐山实业收到分红 5.32 亿元, 而当年唐山实业归母净利润为 3.05 亿元。2) 公司在 3Q2021 罕见的进行了分红, 我们注意到控股股东唐山实业在 4Q2023 有两只债券到期, 且唐山实业收到的 3.99 亿元分红与即将到期的一只债券金额相似。基于此, 我们认为控股股东的资金诉求是公司提高分红的主要原因。



图表48: 公司分红是控股股东的重要利润来源



图表49: 公司罕见的在 3Q2021 进行分红



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 收到的分红=公司分红*股东持股比例

来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 3Q2021 控股股东唐山实业两只债券到期

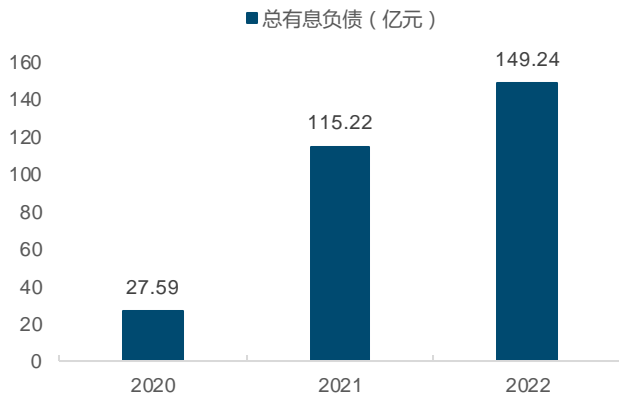
证券代码	证券名称	到期日	剩余期限(年)	主体/债项评级	当期利率	金额(亿元)
102281621. IB	22 唐山实业 MTN001	2027-07-22	3.6913	AAA/--	3.3800	18.00
042380538. IB	23 唐山实业 CP001	2024-09-15	0.8415	AAA/--	2.6900	6.00
042280425. IB	22 唐山实业 CP001	2023-09-22	0	AAA/--	2.1300	6.00
042100442. IB	21 唐山实业 CP001	2022-10-08	0	AAA/--	3.0600	6.00
012103944. IB	21 唐山实业 SCP003	2022-07-26	0	AAA/--	2.9300	3.00
012100737. IB	21 唐山实业 SCP002	2021-11-30	0	AAA/--	3.3800	2.00
012100159. IB	21 唐山实业 SCP001	2021-10-11	0	AAA/--	3.0000	4.00
101662023. IB	16 唐山实业 MTN001	2021-03-09	0	AAA/AAA	3.7800	2.00
012001531. IB	20 唐山实业 SCP001	2021-01-18	0	AAA/--	1.9900	4.00
011902731. IB	19 唐山实业 SCP002	2020-08-17	0	AAA/--	3.3800	4.00
011900483. IB	19 唐山实业 SCP001	2019-11-26	0	AAA/--	3.2000	4.00
101462009. IB	14 唐山港口 MTN001	2019-04-18	0	AAA/AAA	6.3500	4.00
1282468. IB	12 唐山港 MTN1	2017-11-14	0	AAA/AA+	5.5700	4.00

来源: iFind, 国金证券研究所

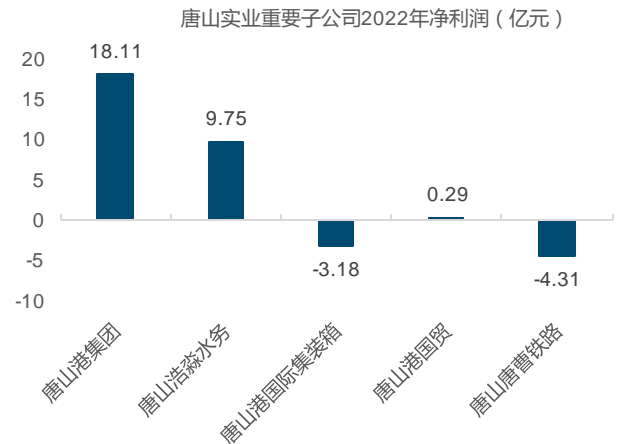
我们认为公司后续分红有望提升, 主要来自控股股东资金压力。1) 控股股东唐山实业业务不断发展, 融资金额上升。根据唐山实业信评报告, 2020-2022 年唐山实业有息负债规模从 27.59 亿元上升至 149.24 亿元, 整体债务压力有所抬升。2) 控股股东唐山实业 2020-2021 年吸收了公司亏损的船运及集装箱业务, 其子公司唐曹铁路在 2022 年亦有亏损。控股股东子公司亏损增加是其资金压力的另一大来源。我们认为唐山实业资金压力增大下, 对公司现金分红的诉求将更大, 公司分红有望提升。



图表51: 控股股东唐山实业总有息负债连续增长



图表52: 控股股东唐山实业拥有亏损子公司



来源: 唐山实业公告, 国金证券研究所

来源: 唐山实业公告, 国金证券研究所

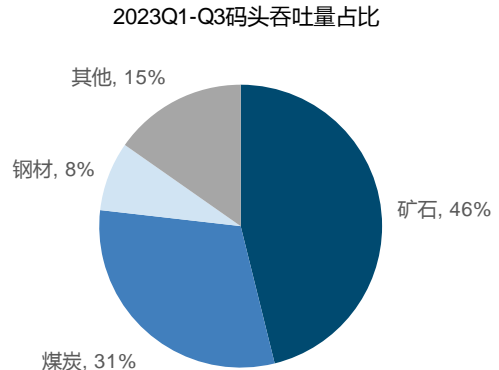
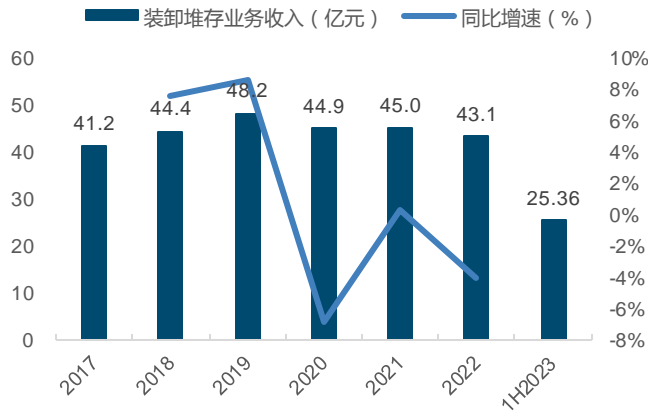
三、腹地资源提供支撑, 港口主业量价齐升

3.1 吞吐量: 腹地资源支撑吞吐量增长

经营货种为散杂货, 吞吐量同比增长。2022 年公司主业装卸堆存业务实现营收 43.1 亿元, 同比-4%; 1H2023 公司装卸堆存业务实现营收 25.4 亿元。公司经营货种为散杂货, 主要货种为矿石、煤炭及钢材, 2023Q1-Q3 公司三大货种吞吐量占比为 85%。2023Q1-Q3 公司货物吞吐量为 1.75 亿吨, 同比增长 13%; 其中铁矿石及钢材吞吐量分别同比增长 16%/25%。

图表53: 1H2023 公司装卸堆存业务实现营收 25.4 亿元

图表54: 2023Q1-Q3 主要三大货种吞吐量占比 85%

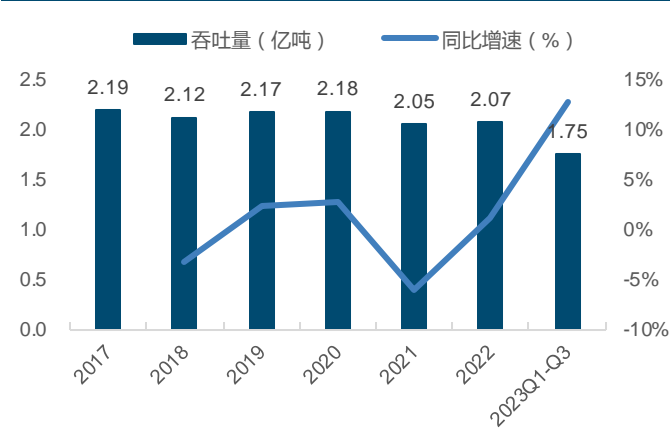


来源: 公司公告, 国金证券研究所

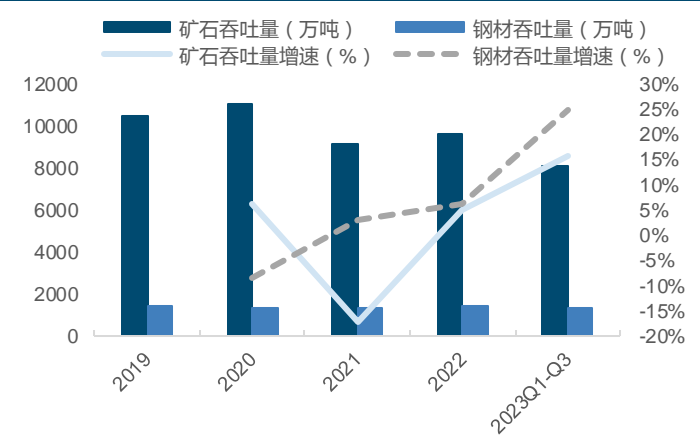
来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表55: 2023Q1-Q3 公司吞吐量同比增长 13%



图表56: 2023Q1-Q3 铁矿石及钢材吞吐量分别同比增长 16%/25%

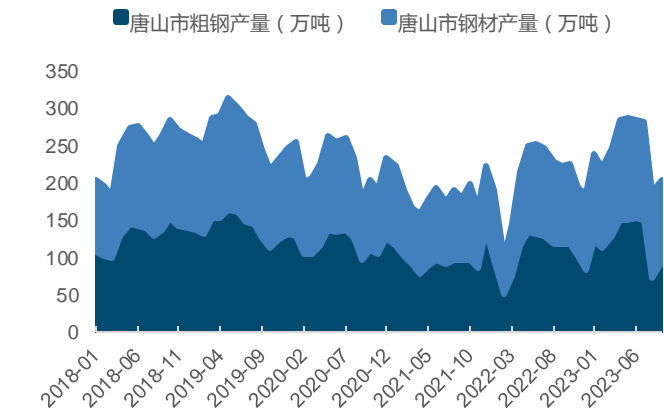


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司具有区位优势, 铁矿石及钢材主要看区域内钢铁产量。唐山市 65% 以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地, 对于钢材及铁矿石货种, 公司的区位在环渤海港区中最有优势。公司铁矿石及钢材的吞吐量主要取决于腹地内钢铁企业的生产情况。今年以来唐山市高炉开工率处于高位, 2023Q1-Q3 唐山市粗钢产量同比增长 17%, 钢材产量同比增长 26%, 腹地钢铁产量增长拉动公司铁矿石及钢材吞吐量上升。

图表57: 2023Q1-Q3 唐山市钢材产量同比增长 26%



图表58: 今年以来唐山市高炉开工率处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所

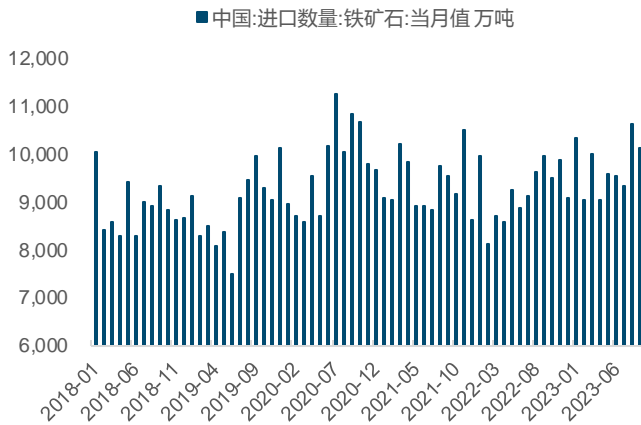
来源: Wind, 国金证券研究所

铁矿石吞吐量还受铁矿石价格影响。公司所在港区铁矿石的货种主要是进口矿石, 其吞吐量由生产需求与价格共同决定。因此, 即使未来钢铁产量出现下滑, 铁矿石价格变化仍可为港口铁矿石进口带来额外的需求弹性。一般进口的铁矿石成本更低, 与国产铁矿石之间存在明显价差。当前铁矿石价格处于 2021 年以来的历史低位, 且今年 6 月以来, 国产与进口铁矿石价差在逐步扩大。2023 年 8 月国内进口铁矿石数量出现大幅上升, 同比增长 11%, 环比增长 14%。



图表59: 2023年8月中国铁矿石进口数量同比增长11%

图表60: 2023年6月以来铁矿石进口与国产价差增大



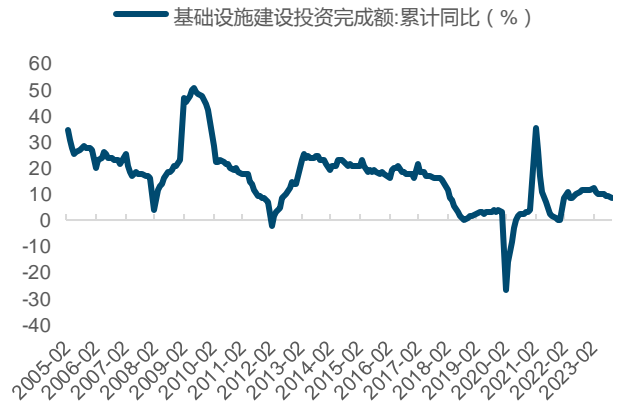
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

我们认为后续公司钢材及铁矿石吞吐量仍能增长, 主要看好唐山市钢铁产量稳定增长: 1) 唐山市经历了供给侧改革淘汰落后产能, 2015-2021年粗钢产量占全国比重持续下降, 目前除限产时期外唐山市钢铁产量占比出现企稳回升。2) 后续国内用钢需求可企稳。中央财政将在4Q2023增发国债1万亿元, 资金主要用于灾后重建等基建工程, 预计2024年基建投资同比增速或将维持高位, 支撑国内钢铁需求。根据世界钢铁协会2023年10月预测, 2024年我国钢材需求同比持平。

图表61: 唐山市粗钢产量占全国产量比重有提升趋势

图表62: 政策利好下基建用钢有望提升



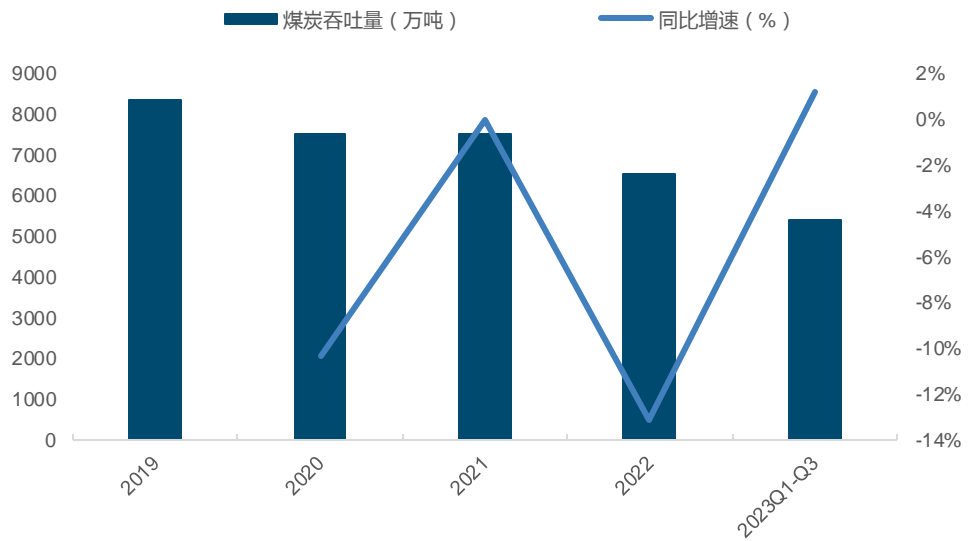
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

煤炭铁水联运, 货源主要来自大秦铁路。环渤海港口是我国“北煤南运”的重点枢纽, 陕西、山西、内蒙古西部的煤矿通过铁路与环渤海港口连接, 再通过航运发往南方用煤地区。其中公司的京唐港区主要承接大秦线(支线为迁曹铁路)的货源。2023年1-10月大秦铁路日均发运量为115.14万吨, 同比增长3.5%, 带动港区煤炭吞吐量提升。环渤海港区中, 秦皇岛港、京唐港(公司港区)、曹妃甸港煤炭货源来自大秦铁路, 三者构成竞争关系, 其中煤炭吞吐量最多的港口是秦皇岛港。2023Q1-Q3公司实现煤炭吞吐量5380.3万吨, 同比增长1%。

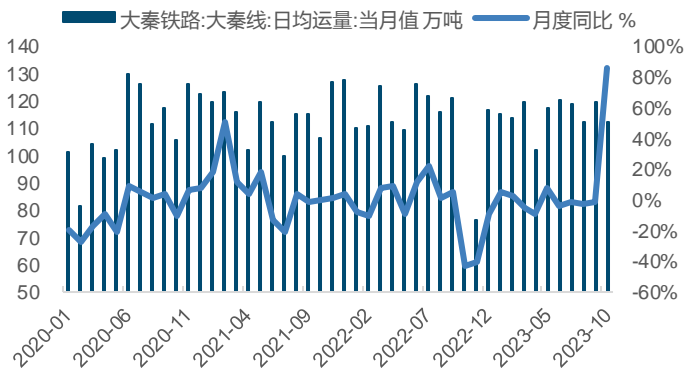


图表63: 2023Q1-Q3 公司煤炭吞吐量同比增长 1%



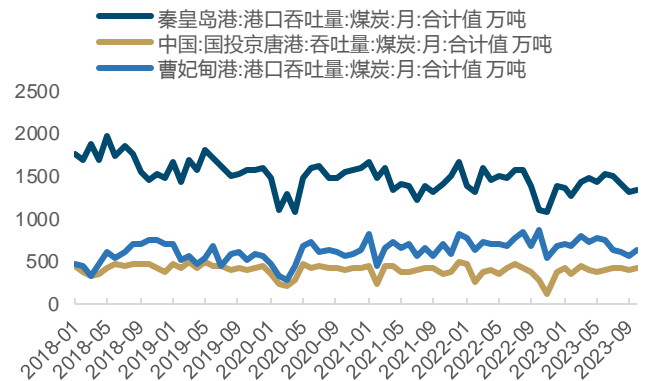
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表64: 2023年1-10月大秦铁路日均运量同比增长 3.5%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港煤炭货源均依赖大秦铁路

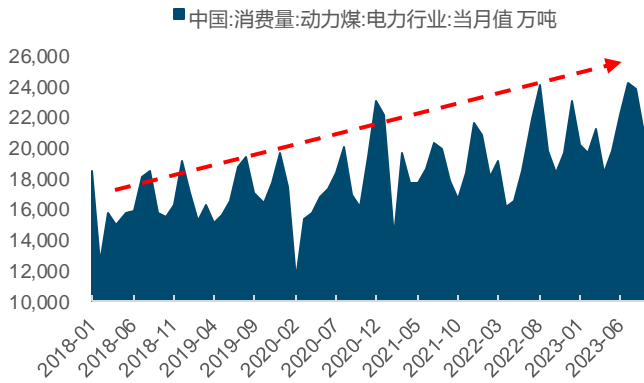


来源: Wind, 国金证券研究所

我们看好公司未来煤炭吞吐量提升: 1) 秦皇岛战略转型, 竞争格局改善。秦皇岛港目前在逐步转型, 成为国际知名旅游及贸易港口, 考虑到煤炭业务对环境影响, 后续煤炭吞吐量或下降。2) 环渤海港口煤炭吞吐总量可提升。根据中国煤炭工业协会《2023 中国煤炭工业发展报告》, 预计未来一段时间内我国煤炭消费总量将有小幅增长、峰值约为 45 亿吨; 而 2022 年我国煤炭消费量 43 亿吨, 未来仍有增长空间。同时, 在煤炭去产能推动下, 煤炭生产中心向资源禀赋好、开采条件好的晋陕蒙新地区集中, 山西、陕西、内蒙古三地煤炭产量占比持续提升, 2023 年 9 月占比为 72%。而作为承接山西、陕西、内蒙古煤炭运输的大秦铁路, 其货运量可提升, 推动环渤海港口煤炭吞吐量提升。

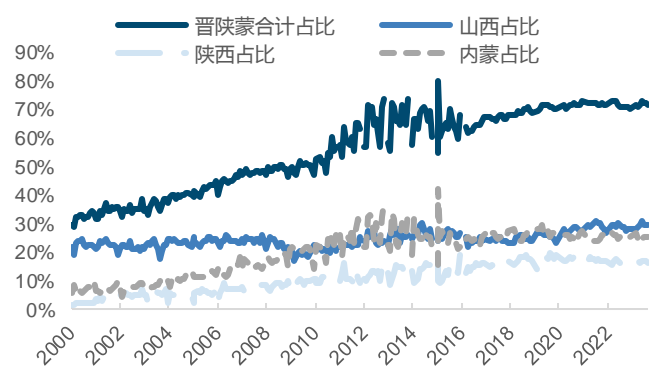


图表66: 电力行业用煤量呈现上升趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 陕西、山西、内蒙古地区煤炭产量占比提升

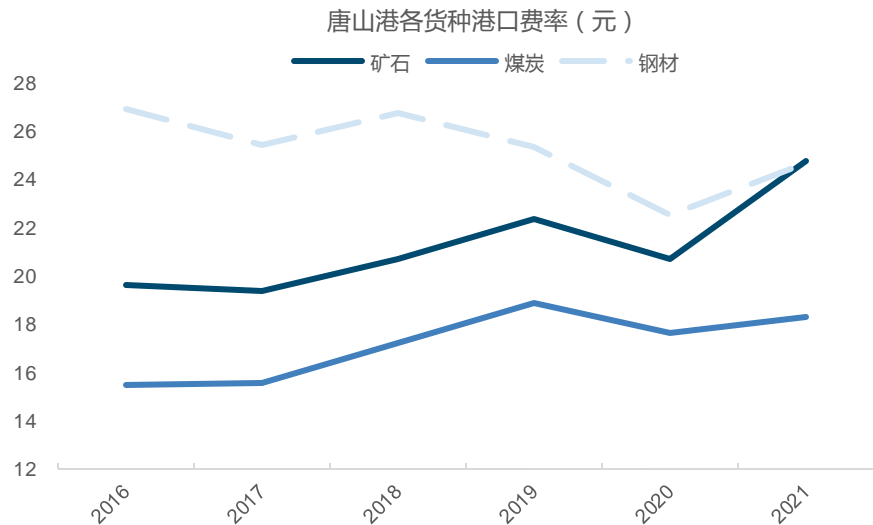


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 费率: 港口整合带动装卸费率回升

各货种费率涨跌互现。2016-2021年, 公司矿石货种费率累计增长 26%, 煤炭货种费率累计增长 18%, 钢材货种费率下降 8%。主要原因在于: 1) 公司自 2018 年开始缴纳环保税, 成本加成视角下, 对环保有要求的货种费率提升。2) 公司所处的环渤海港区铁矿石竞争格局较好, 且公司区位优势明显, 因而在 2021 年可以提价 19%; 而煤炭竞争格局较差, 提价动力不足, 因此其提价幅度不如矿石。3) 港口装卸费率上升会使当地企业的成本增加。由于新冠疫情爆发, 交通运输部、发改委于 2020 年发布《关于延续阶段性降低港口收费标准有关事项的通知》, 同年公司各货种费率出现较大降幅。

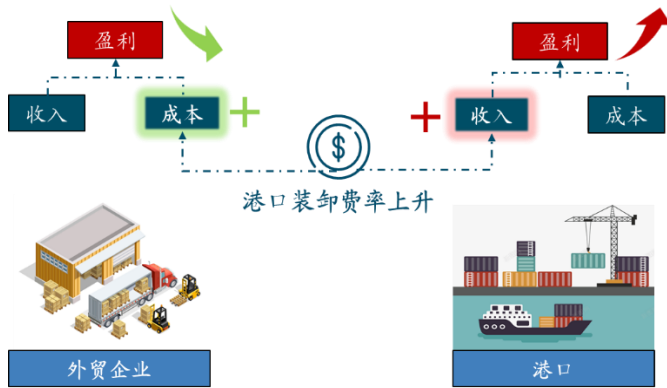
图表68: 公司矿石、煤炭装卸费率 2017 年起有所提升



来源: 公司公告, 唐山实业公告, 国金证券研究所



图表69: 港口装卸费率上升会使当地企业成本增加



来源: 国金证券研究所

图表70: 港口降费政策导致公司2020年费率降低

时间	政策
2020年3月	交通运输部、发改委发布《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》
2020年7月	交通运输部、发改委发布《关于延续阶段性降低港口收费标准有关事项的通知》
2021年4月	发改委等发布《关于做好2021年降成本重点工作的通知》
2022年4月	交通运输部、发改委发布《关于减并港口收费等有关事项的通知》
2022年9月	交通运输部、发改委发布《关于阶段性降低货物港务费收费标准的通知》

来源: 各政府网站, 国金证券研究所

2022年河北港口整合阶段性完成。2017年起河北港口整合加速推进, 2022年公司控股股东唐山实业100%股权划转至河北港口集团, 河北港口集团完成对唐山港(京唐港区及曹妃甸港区)、黄骅港、秦皇岛港的控股, 港口整合阶段性完成。港口整合能够让区域竞争格局得到明显改善, 缓和同区域内港口激烈竞争关系, 打开港口费率上升空间。

图表71: 河北港口整合持续推进

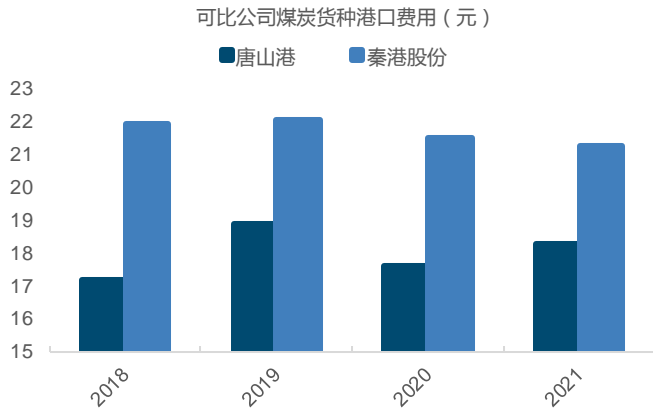
时间	事件
2009年7月	成立河北港口集团, 以秦港股份为主体, 集港口建设、开发, 国有资产运营、管理及投融资于一身
2017年7月	《加快推进津冀港口协同发展工作方案(2017—2020年)》主要任务: 优化津冀港口布局和功能分工, 加快港口资源整合
2018年12月	《唐山市港口资源整合重组实施方案》, 计划分两阶段将唐山港口实业集团和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司
2019年10月	成立唐山港口集团有限责任公司, 拟整合唐山港京唐港区、曹妃甸港区。借助曹妃甸自贸片区等政策优势, 不断提升港口的开放引领, 产业聚集功能, 打造服务国家战略的能源主枢纽港。
2021年4月	《天津十四五规划和2035年远景目标纲要》: 加强与环渤海港口的协同联动, 组建环渤海港口联盟, 打造具有国际竞争力的东北亚世界级港口群
2021年4月	河北港口集团与天津港集团签署《世界一流津冀港口全面战略合作框架协议》, 目标是构建世界一流津冀港口群
2022年7月	唐山市国资委持有的唐山港口实业集团100%股权被无偿划转至河北港口集团。2022年, 河北港口集团已完成收购唐山港口实业集团有限公司100%股权、曹妃甸港集团有限公司100%股权以及国投曹妃甸港口有限公司24%股权等港口公司少数股权, 成为唐山港间接控股股东
2022年8月	河北省与国家开发投资集团签署战略合作框架协议, 携手推进河北港口资源整合和转型升级。
2022年10月	河北港口集团重组成立, 承担全省港口投资运营主体职能

来源: 公司公告, 政府网站, 国金证券研究所

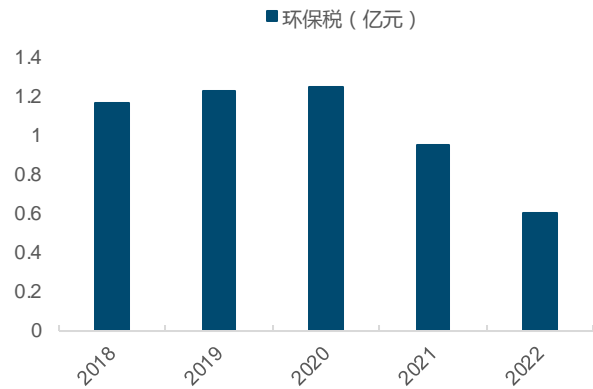
我们看好公司港口费率短期提升: 1) 港口整合的完成改善区域港口竞争格局, 公司通过低费率进行价格竞争的必要性下降。同时公司部分货种费率较同区域内秦港股份更低, 有较大的上升空间。参考其他港口整合经验, 整合后公司费率短期内可迎来上升。2) 随着2018年《环境保护税法》的正式施行, 国家对环保方面要求趋于严格。除需要缴纳环保税外, 公司还需对环保设备设施进行维护更新。成本加成视角来看, 环保支出的增长将推动公司费率上升。



图表72: 公司煤炭货种费率较秦港股份更低



图表73: 公司自 2018 年起开始缴纳环保税



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

注: 秦港股份包含秦皇岛

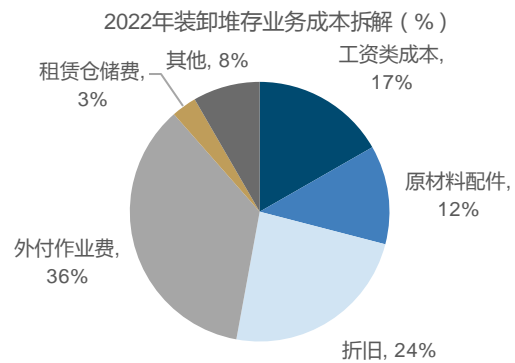
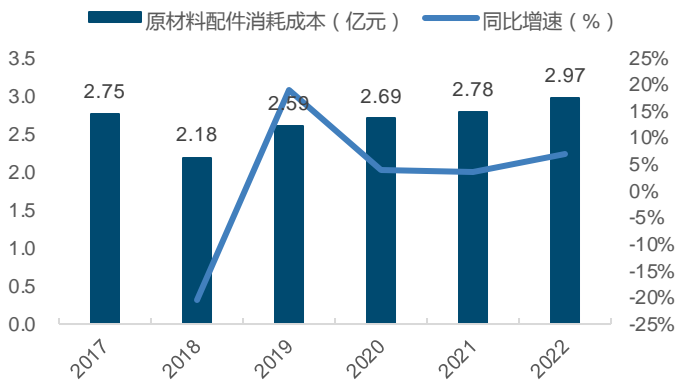
来源: 公司公告, 国金证券研究所

港、曹妃甸港、黄骅港

港口整合可带动公司成本下降。公司采购的原材料及配件主要为港机设备及配件、维修材料、办公用品等, 2022 年公司原材料配件消耗成本为 2.97 亿元, 同比增长 7%, 在公司装卸堆存业务成本中占比 12%。河北港口整合后, 三大港口均由河北港口集团控股, 可以通过集团集体采集降低原材料配件成本。

图表74: 2022 年公司原材料配件消耗成本为 2.97 亿元

图表75: 2022 年公司原材料配件消耗成本占比 12%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入为 60.1 亿元、62.5 亿元、65.1 亿元, 增速分别为 7%、4%、4%。主要假设如下:

预计装卸堆存业务 2023-2025 年营业收入分别为 51.6 亿元、54.2 亿元、56.8 亿元, 增速分别为 20%、5%、5%。预计 2023-2025 年公司货物吞吐量分别为 2.3 亿吨、2.4 亿吨、2.5 亿吨, 增速分别为 11%、4%、4%, 其中 2023 年公司铁矿石、钢材、煤炭吞吐量分别为 1.1 亿吨、1800 万吨、7000 万吨, 同比增速分别为 11%、23%、8%。预计 2024-2025 年公司铁矿石吞吐量增速均为 4%, 钢材吞吐量增速均为 4%, 煤炭吞吐量增速均为 5%。

预计装卸堆存业务 2023-2025 年毛利率分别为 50%、51%、52%。根据 2023 年中报, 1H2023 公司整体毛利率上升至 47%。公司港务管理、贸易业务毛利率较低, 而毛利率高的物流及其他业务收入体量较小, 对整体毛利率影响较弱。因此我们判断公司主业装卸堆存业务 1H2023 毛利率提升至 47% 以上, 或源于港口费率提升。

预计商品销售业务 2023-2025 年营业收入分别为 4.0 亿元、3.8 亿元、3.6 亿元, 增速分别为 -53%、-5%、-5%, 主要由于公司专注主业, 持续压缩自身商品销售业务。



图表76: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)

	2020	2021	2022	1H2023	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7837	6075	5620	2925	6011	6254	6512
YOY (%)	-30%	-22%	-7%		7%	4%	4%
营业成本 (百万元)	5465	3629	3443	1549	3175	3258	3326
YOY (%)	-38%	-34%	-5%		-8%	3%	2%
毛利率	30%	40%	39%	47%	47%	48%	49%
装卸堆存业务							
营业收入 (百万元)	4487	4498	4314	2535	5163	5417	5684
YOY (%)	-7%	0%	-4%		20%	5%	5%
营业成本 (百万元)	2464	2463	2412		2576	2674	2755
YOY (%)	-1%	0%	-2%		7%	4%	3%
毛利率	45%	45%	44%		50%	51%	52%
港务管理							
营业收入 (百万元)	270	275	259	148	285	291	297
YOY (%)	2%	2%	-6%		10%	2%	2%
营业成本 (百万元)	129	130	153		168	172	175
YOY (%)	-3%	1%	17%		10%	2%	2%
毛利率	52%	53%	41%		41%	41%	41%
商品销售							
营业收入 (百万元)	2892	1078	847	160	395	375	356
YOY (%)	-44%	-63%	-21%		-53%	-5%	-5%
营业成本 (百万元)	2757	969	806		375	356	339
YOY (%)	-46%	-65%	-17%		-53%	-5%	-5%
毛利率	5%	10%	5%		5%	5%	5%
物流及其他业务							
营业收入 (百万元)	122	192	157	81	168	171	175
YOY (%)	-53%	58%	-18%		7%	2%	2%
营业成本 (百万元)	53	50	53		55	56	57
YOY (%)	-77%	-5%	7%		3%	2%	2%
毛利率	57%	74%	66%		67%	67%	67%

来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表77：公司各货种吞吐量预测（万吨）

	2020	2021	2022	1H2023	2023E	2024E	2025E
吞吐量	21832	20483	20739	11689	23030	24056	25128
YOY (%)	1%	-6%	1%	1%	11%	4%	4%
矿石	11091	9186	9642	80	10750	11180	11627
YOY (%)	6%	-17%	5%	5%	11%	4%	4%
钢材	1336	1376	1459	1459	1800	1872	1947
YOY (%)	-8%	3%	6%	6%	23%	4%	4%
煤炭	7499	7494	6512	6512	7000	7350	7718
YOY (%)	-10%	0%	-13%	-13%	8%	5%	5%
其他货种	1906	2428	3,27	3,27	3480	3654	3837
YOY (%)	33%	27%	29%	29%	11%	5%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

综合以上假设，公司 2023-2025 年对应的归母净利润分别为 20.8 亿元、21.9 亿元、23.4 亿元，增幅分别为 23%、5%、7%。每股收益分别为 0.35 元/股、0.37 元/股、0.40 元/股。预计 2023-2025 年每股股利分别为 0.24 元/股、0.26 元/股、0.27 元/股，对应股息率分别为 7.2%、7.6%、8.0%。

图表78：核心业绩指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润（百万元）	1843	2089	1690	2,088	2,200	2,338
归母净利润增长率	3.65%	13.36%	-19.11%	23.59%	5.34%	6.26%
归母净利率 (%)	24%	34%	30%	35%	35%	36%
摊薄每股盈利（元）	0.311	0.352	0.285	0.352	0.371	0.394
每股股利（元）	0.20	0.35	0.20	0.25	0.26	0.28
股息率	8.1%	12.7%	7.3%	7.2%	7.6%	8.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：股息率对应股价日期为 2023 年 11 月 17 日

4.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.9 亿元、22.0 亿元、23.4 亿元，对应 PE 分别为 9.8x、9.3x、8.7x。参考可比公司 2024 年平均 PE 倍数 10.5x，由于公司股息率高更具配置性价比，给予公司 2024 年 11 倍估值，目标价格为 4.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表79：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
600018	上港集团	4.88	0.64	0.76	0.61	0.67	0.71	7.63	6.44	7.97	7.31	6.86
601018	宁波港	3.46	0.26	0.28	0.25	0.25	0.26	13.37	12.31	13.97	13.93	13.54
001872	招商港口	15.52	0.90	1.34	1.45	1.55	1.67	17.16	11.56	10.70	9.98	9.32
平均值										10.88	10.41	9.91
601000	唐山港	3.44	0.35	0.29	0.35	0.37	0.39	7.80	9.61	9.76	9.27	8.72

来源：Wind，国金证券研究所

注：对应股价日期为 2023 年 11 月 17 日

五、风险提示

港口腹地经济波动风险。港口吞吐量与腹地经济密切相关，公司吞吐主要货种为铁矿石、煤炭、钢材等。若腹地经济出现波动，钢铁产量缩减，则港口吞吐量下滑，影响公司盈利。

人工成本大幅上升风险。人工成本和外付作业费是港口的主要成本，若人工成本大幅提升，则会降低企业盈利。



环保政策趋严风险。国家对企业环保方面要求较高，若要求更加严格，则公司需要付出更多环保支出，影响企业盈利。

港口费率管制风险。若因经济不景气、突发状况等原因，政府要求港口企业降低费率，公司盈利将受损。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	7,837	6,075	5,620	6,011	6,254	6,512	货币资金	5,118	5,297	6,775	7,510	8,962	10,482	
增长率		-22.5%	-7.5%	7.0%	4.1%	4.1%	应收款项	1,521	3,172	1,162	1,606	1,671	1,740	
主营业务成本	-5,465	-3,629	-3,443	-3,175	-3,258	-3,326	存货	218	105	104	96	98	100	
%销售收入	69.7%	59.7%	61.3%	52.8%	52.1%	51.1%	其他流动资产	275	111	97	84	85	87	
毛利	2,372	2,446	2,177	2,836	2,997	3,186	流动资产	7,132	8,685	8,138	9,296	10,817	12,409	
%销售收入	30.3%	40.3%	38.7%	47.2%	47.9%	48.9%	%总资产	29.0%	36.6%	34.9%	39.6%	44.4%	49.0%	
营业税金及附加	-191	-164	-126	-144	-150	-156	长期投资	2,601	2,942	3,305	3,255	3,205	3,155	
%销售收入	2.4%	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	固定资产	12,621	9,862	9,414	9,083	8,442	7,800	
销售费用	-4	-3	-1	-1	-1	-1	%总资产	51.3%	41.5%	40.3%	38.7%	34.7%	30.8%	
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,872	1,632	1,703	1,814	1,875	1,934	
管理费用	-417	-440	-382	-421	-438	-456	非流动资产	17,460	15,058	15,197	14,155	13,523	12,891	
%销售收入	5.3%	7.2%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	71.0%	63.4%	65.1%	60.4%	55.6%	51.0%	
研发费用	-25	-56	-44	-70	-73	-76	资产总计	24,592	23,744	23,335	23,451	24,341	25,301	
%销售收入	0.3%	0.9%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	49	1	1	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	1,735	1,784	1,624	2,199	2,334	2,497	应付款项	2,112	1,407	1,395	1,277	1,311	1,339	
%销售收入	22.1%	29.4%	28.9%	36.6%	37.3%	38.3%	其他流动负债	1,965	1,894	746	705	735	766	
财务费用	-1	28	50	86	99	117	流动负债	4,126	3,301	2,143	1,983	2,046	2,105	
%销售收入	0.0%	-0.5%	-0.9%	-1.4%	-1.6%	-1.8%	长期贷款	134	0	0	0	0	0	
资产减值损失	22	-118	-27	-50	-50	-50	其他长期负债	686	637	655	194	181	181	
公允价值变动收益	16	21	47	0	0	0	负债	4,945	3,938	2,797	2,177	2,227	2,286	
投资收益	454	594	500	545	562	579	普通股股东权益	18,439	18,547	19,173	19,750	20,410	21,111	
%税前利润	19.1%	22.9%	22.1%	19.4%	18.9%	18.2%	其中：股本	5,926	5,926	5,926	5,926	5,926	5,926	
营业利润	2,350	2,571	2,212	2,790	2,955	3,152	未分配利润	7,554	7,425	7,765	8,392	9,052	9,753	
营业利润率	30.0%	42.3%	39.4%	46.4%	47.2%	48.4%	少数股东权益	1,207	1,259	1,364	1,524	1,704	1,904	
营业外收支	28	21	47	20	20	20	负债股东权益合计	24,592	23,744	23,335	23,451	24,341	25,301	
税前利润	2,378	2,593	2,258	2,810	2,975	3,172	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	30.3%	42.7%	40.2%	46.8%	47.6%	48.7%	每股指标							
所得税	-406	-440	-448	-562	-595	-634	每股收益	0.311	0.352	0.285	0.352	0.371	0.394	
所得税率	17.1%	17.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	3.112	3.130	3.236	3.333	3.444	3.563	
净利润	1,972	2,153	1,811	2,248	2,380	2,538	每股经营现金净流	0.399	0.324	0.406	0.335	0.426	0.449	
少数股东损益	129	64	121	160	180	200	每股股利	0.200	0.350	0.200	0.247	0.260	0.276	
归属于母公司的净利润	1,843	2,089	1,690	2,088	2,200	2,338	回报率							
净利率	23.5%	34.4%	30.1%	34.7%	35.2%	35.9%	净资产收益率	9.99%	11.26%	8.81%	10.57%	10.78%	11.07%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.49%	8.80%	7.24%	8.90%	9.04%	9.24%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	7.26%	7.48%	6.33%	8.27%	8.44%	8.68%	
净利润	1,972	2,153	1,811	2,248	2,380	2,538	增长率							
少数股东损益	129	64	121	160	180	200	主营业务收入增长率	-30.08%	-22.49%	-7.49%	6.95%	4.05%	4.12%	
非现金支出	909	993	759	720	731	732	EBIT增长率	-0.11%	2.81%	-8.99%	35.46%	6.13%	6.95%	
非经营收益	-423	-820	-499	-403	-582	-599	净利润增长率	3.65%	13.36%	-19.11%	23.59%	5.34%	6.26%	
营运资金变动	-91	-406	336	-582	-6	-13	总资产增长率	-0.27%	-3.45%	-1.72%	0.50%	3.79%	3.95%	
经营活动现金净流	2,367	1,920	2,407	1,983	2,523	2,658	资产管理能力							
资本开支	-358	-385	939	154	-80	-80	应收账款周转天数	31.2	41.1	42.1	35.0	35.0	35.0	
投资	62	90	49	0	0	0	存货周转天数	32.4	16.3	11.1	11.0	11.0	11.0	
其他	258	124	308	545	562	579	应付账款周转天数	162.8	158.2	132.3	130.0	130.0	130.0	
投资活动现金净流	-38	-171	1,296	699	482	499	固定资产周转天数	564.8	551.7	575.5	518.0	460.4	406.3	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-391	33	-1,001	-435	-13	0	净负债/股东权益	-25.12%	-26.74%	-32.98%	-35.30%	-40.53%	-45.55%	
其他	-735	-1,528	-1,229	-1,512	-1,540	-1,636	EBIT利息保障倍数	1,638.7	-62.8	-32.7	-25.7	-23.6	-21.4	
筹资活动现金净流	-1,126	-1,495	-2,229	-1,947	-1,553	-1,636	资产负债率	20.11%	16.58%	11.99%	9.28%	9.15%	9.03%	
现金净流量	1,203	255	1,474	736	1,452	1,520								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究