

公司研究/首次覆盖

2019年11月27日

交通运输/港口 II

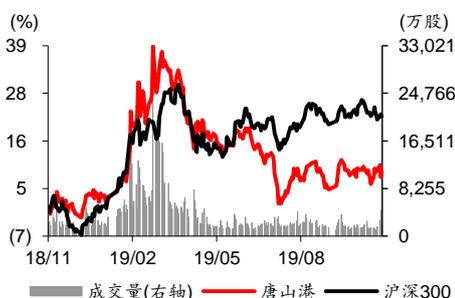
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 2.56  
合理价格区间(元): 2.90~3.02

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 能源原材料枢纽港，未来发展可期

### 唐山港(601000)

#### 受益国家运输结构调整，竞争优势明显；首次覆盖给予“增持”评级

唐山港为唐山市京唐港区国有大型港口，是我国北方地区重要能源原材料主枢纽港。公司目前形成以矿石、煤炭和钢材为主，汽车、木材和粮食等为辅的多元化货种格局。港口腹地覆盖京津冀及华北、西北广大地区，水路通达 70 多个国家和地区、200 多个港口，是环渤海地区重要的综合交通枢纽和现代物流基地。我们认为公司将受益国家“公转铁”政策，利用港区铁路交通优势，货量有望进一步提升。我们预测公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.29、0.31 和 0.34 元，基于 9.4x-9.8x 2020E PE 估值，对应目标价区间 2.90-3.02 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 散杂货主枢纽港，货物吞吐量位居全国第三

公司主营散杂货装卸业务，规模优势享受高毛利率。2018 年，唐山港货物吞吐量位列北方港口第一，全国第三。唐山市 65% 以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地，运输距离短，成本低，对客户的吸附能力强。根据河北省港口规划，唐山港将着力发展成为国家战略的能源原材料主枢纽港、综合贸易大港和面向东北亚开放的桥头堡。公司装卸堆存业务具有规模优势，彰显高毛利率。2018 年，公司装卸业务毛利率为 47.5%，高出行业平均水平，盈利能力强劲。

#### 港口交通网络便捷，经济腹地广阔

公司所在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。港口处于环渤海经济圈中心地带，是大北京战略的重要组成部分。公司的延伸经济腹地包括山西、内蒙、陕西、甘肃、宁夏、新疆等广大中西部地区，其中“三西”地区（山西、陕西和内蒙古西部）是我国煤炭的主要生产基地，依托唐港铁路和大秦线的铁路集疏运优势，近年来京唐港区煤炭年吞吐量保持在 1 亿吨以上，是“北煤南运”的主要下水港口之一。

#### 河北省港口资源整合加速推进，港口盈利能力有望进一步提升

公司所处的唐山市京唐港区位于渤海湾北岸，东距秦皇岛港 64 海里，西距天津港 70 海里，产煤腹地重合，与周边港口存在竞争关系。同时，因唐山市拥有京唐港和曹妃甸两个港区，且并无从属关系，两港区之间也存在竞争关系。相比周边港口，伴随国家关于运输结构的“公转铁”调整，公司有望受益其铁路网络的优势，承接了部分周边港口分流的货量。

#### 首次覆盖给予“增持”评级，目标价区间 2.90-3.02 元

我们预测公司 2019/2020/2021 年归母净利润 17.5 亿、18.3 亿和 20.1 亿元，同比增长 8.4%、4.7%和 10.1%。我们基于 9.4x-9.8x 2020E PE 估值（公司历史三年 PE 均值 10.8x 减 0.5 个标准差 1.0x，2020E EPS 为 0.31 元），对应目标价区间 2.90-3.02 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：1) 货量低于预期；2) 政策风险；3) 竞争加剧；4) 自然灾害。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	5,926
流通 A 股 (百万股)	5,574
52 周内股价区间 (元)	2.36-3.36
总市值 (百万元)	15,170
总资产 (百万元)	24,131
每股净资产 (元)	2.80

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,612	10,138	12,572	13,436	14,416
+/-%	16.61	33.18	24.01	6.87	7.29
归属母公司净利润 (百万元)	1,463	1,610	1,746	1,827	2,012
+/-%	11.33	10.02	8.43	4.67	10.10
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	0.27	0.29	0.31	0.34
PE (倍)	10.37	9.42	8.69	8.30	7.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资要点 .....	4
港口自然条件优越、经济腹地广阔 .....	4
铁矿石到货量位居全国第一，河北钢铁产能为优势货源腹地 .....	4
“北方七港”之首，铁路运输优势明显，受益“公转铁”政策 .....	4
唐山市港口资源整合加速推进，有助港口长期发展和提升盈利能力 .....	4
国家能源原材料主枢纽港和综合贸易港，货源优势明显 .....	5
港口自然条件优越、交通网络便捷、经济腹地广阔 .....	5
散杂货综合港，矿石和煤炭货种优势明显 .....	7
装卸堆存业务具有规模优势，高毛利率彰显盈利能力 .....	8
经济增速放缓，影响矿石货量；煤炭货量受益“公转铁” .....	10
受宏观经济放缓及钢铁厂环保限产影响，矿石吞吐量增速放缓 .....	10
“北方七港”之首，煤炭下水港竞争优势渐现 .....	11
港区铁路设施完善，受益“公转铁”政策 .....	12
煤炭需求高度依赖“三西”地区煤炭产量 .....	12
环渤海港口群竞争激烈，港口资源整合存预期 .....	14
唐山市港口资源重组加速推进 .....	14
盈利预测 .....	15
PE/PB - Bands .....	17
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 唐山港: 股权结构 (2019.09.30) .....	5
图表 2: 全国前八大港口货物吞吐量 (2018) .....	5
图表 3: 唐山港京唐港区地理位置 .....	6
图表 4: 唐山港: 经济腹地范围及集疏运通道 .....	6
图表 5: 唐山港: 营业收入及增速 .....	7
图表 6: 唐山港: 归母净利润及增速 .....	7
图表 7: 唐山港: 营业收入构成 (2018) .....	7
图表 8: 唐山港: 各分部业务毛利润占比 (2018) .....	7
图表 9: 唐山港: 各分部业务毛利率 (2018) .....	8
图表 10: 唐山港: 装卸堆存业务营业收入及增速 .....	8
图表 11: 唐山港: 装卸堆存业务毛利润及增速 .....	8
图表 12: 唐山港: 装卸堆存业务毛利率 .....	8
图表 13: 唐山港: 装卸堆存业务成本占比 (2018) .....	8
图表 14: 唐山港: 散杂货吞吐量及增速 .....	9
图表 15: 唐山港: 各散杂货种类占比 (2018) .....	9
图表 16: 中国铁矿石进口量及增速 .....	10
图表 17: 重点港口铁矿石到货量及增速 (2018) .....	11
图表 18: 铁矿石到货量: 京唐港区 vs 曹妃甸港区 (2018) .....	11
图表 19: 唐山港: 矿石吞吐量及增速 .....	11
图表 20: 重点港口煤炭运量及增速 (北方七港, 2018) .....	12
图表 21: 煤炭运量: 京唐港区 vs 曹妃甸港区 (2018) .....	12
图表 22: 唐山港: 煤炭吞吐量及增速 .....	12
图表 23: 中国原煤产量及增速 .....	13
图表 24: 中国能源消费总量: 各能源种类占比 (2018) .....	13
图表 25: 原煤占比中国能源消费总量占比 .....	13
图表 26: 核心盈利假设 .....	16
图表 27: 唐山港历史 PE-Bands .....	17
图表 28: 唐山港历史 PB-Bands .....	17

## 投资要点

### 港口自然条件优越、经济腹地广阔

2018年，唐山港货物吞吐量位列北方港口第一位，全国第三位，是我国北方地区重要能源原材料主枢纽港。公司目前形成了以矿石、煤炭、钢材、集装箱运输为主，水渣、汽车、木材、粮食、液化品和机械设备等货种为辅的多元化货种格局。公司所在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。港口处于环渤海经济圈中心地带，是大北京战略的重要组成部分。

### 铁矿石到货量位居全国第一，河北钢铁产能为优势货源腹地

2018年，唐山港铁矿石到货量共计2.1亿吨，货量大幅超过其他沿海港口，位居全国港口第一位。主要受益于河北钢铁产能大省对铁矿石原材料的需求拉动。公司距离客户短，运输成本低，客户资源丰富。由于我国高品位铁矿石资源稀缺，主要以进口为主，是全球主要铁矿石进口国，2018年我国铁矿石进口量占比全球铁矿石海运总量的72%。沿海港口主要承接进口铁矿石装卸业务。公司在承揽铁矿石货源方面，优势明显，相比周边港口，具有较强竞争力。

### “北方七港”之首，铁路运输优势明显，受益“公转铁”政策

公司所在的京唐港区与唐港铁路、迁曹铁路与大秦线、京山线、京秦线等国铁干线接轨。相比周边港口，铁路交通优势明显。2018年，交通运输部等部门提出了钢铁、煤炭、矿石等大宗货物运输“公路转铁路”政策，要求以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向。我们认为“公转铁”政策将分流其他铁路产能受限港区的货量，有助公司争夺煤炭吞吐份额。2018年，唐山港（京唐港区+曹妃甸港区）煤炭运量位居全国港口首位，共计完成煤炭运量1.9亿吨，同比增长19.4%，贡献全国重点港口运量的26%。其他重点煤炭港口均不同深度受到“公转铁”政策的负面影响。其中，黄骅港、秦皇岛港和天津港煤炭吞吐量同比分别下降11.0%、22.1%和28.5%。

### 唐山市港口资源整合加速推进，有助港口长期发展和提升盈利能力

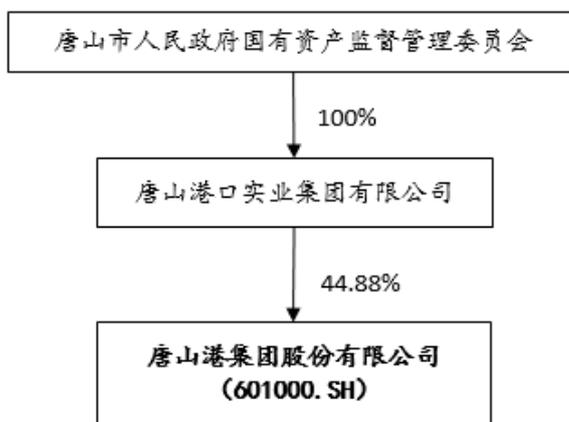
2018年12月，唐山市发改委成立了港口发展领导小组及办公室，制定了《唐山市港口资源整合重组实施方案》，计划分两阶段将唐山港口实业集团（公司的控股股东）和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司。2019年11月18日，唐山港口集团有限责任公司正式揭牌成立，预示着唐山市港口资源重组加速推进。我们认为，区域间港口资源整合，将缓和京唐港区和曹妃甸港区的竞争；货种承揽的合理规划，将有利港口的长期发展和提升盈利能力。唐山市政府表示，将着力将唐山港建设成为国家战略的能源原材料主枢纽港、综合贸易港和面向东北亚开放的桥头堡。

## 国家能源原材料主枢纽港和综合贸易港，货源优势明显

唐山港集团股份有限公司（唐山港）是主导唐山市京唐港区的国有大型港口企业，主要从事港口综合运输业务，具体业务包括港口装卸堆存、运输物流、保税仓储、港口综合服务。唐山市拥有两大港区，京唐港区和曹妃甸港区，公司主要经营区域在唐山市京唐港区。京唐港区目前形成了以矿石、煤炭、钢材、集装箱运输为主，水渣、汽车、木材、粮食、液化品和机械设备等货种为辅的多元化货种格局。

京唐港区规划面积 90 平方公里，其中陆域面积 65 平方公里，海域面积 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 45 公里。目前，港区已利用自然岸线 11.2 公里，已建成码头泊位 44 座，货物堆场 1000 多万平米，航道等级 20 万吨级。

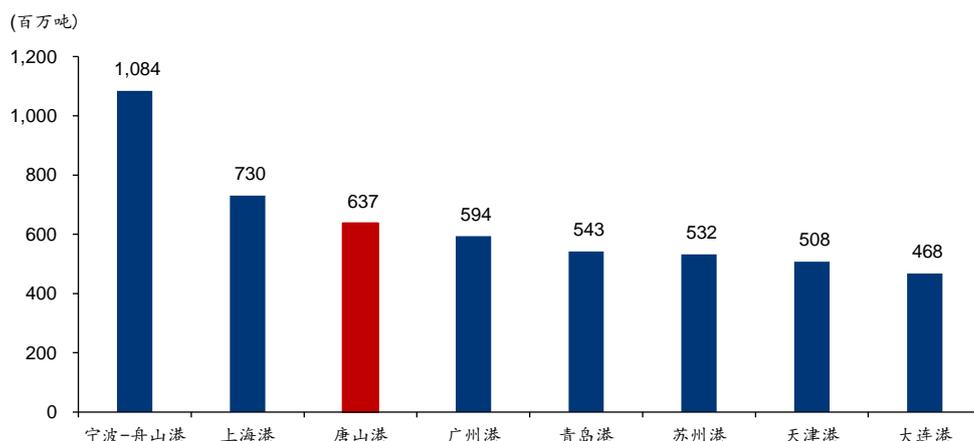
图表1：唐山港：股权结构（2019.09.30）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据交通运输部数据，2018 年，唐山港（京唐港区+曹妃甸港区）共计完成货物吞吐量 6.4 亿吨，同比增长 12.7%，跻身全国港口排名第三位，较 2017 年排名上升两位（2017 年唐山港货物吞吐量排名全国第五）。其中，京唐港区货物吞吐量突破 3 亿吨。

图表2：全国前八大港口货物吞吐量（2018）



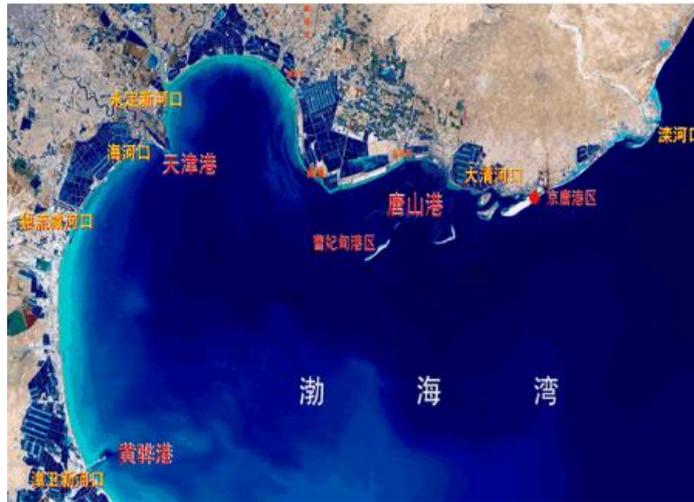
资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

## 港口自然条件优越、交通网络便捷、经济腹地广阔

公司所在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。宜建港自然海岸线长达 19 公里，规划岸线长达 45 公里，后方陆域广阔，有 100 多平方公里开阔平坦的盐碱荒地可供开发利用，具有发展外向型临港工业的地域优势。

京唐港区位于唐山海港开发区，陆上距北京和天津分别为 233 公里和 208 公里，海上距上海港 669 海里，香港 1,360 海里，距日本长崎港 680 海里，韩国仁川港 400 海里。港口处于环渤海经济圈中心地带，是大北京战略的重要组成部分。

图表3：唐山港京唐港区地理位置



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

连通京唐港区的唐港公路、滦港公路和环渤海公路分别与 205、102 和 107 国道相接。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的高速公路网，大大缩短了京唐港区与北京、天津和东北各省市的距离。从京唐港区到北京或是天津约两小时车程。铁路交通方面，京唐港区与唐港铁路、迁曹铁路与大秦线、京山线、京秦线等国铁干线接轨。

公司位于环渤海经济圈的中心地带，直接经济腹地唐山市是我国北方重要工业城市，其中唐山市 65% 以上的钢铁产能是公司的优势货源腹地，公司与主要客户间的运输距离短、成本低，对客户的吸附能力强，在钢材、焦煤、铁矿石等货种的市场竞争中优势突出。

其次，公司的延伸经济腹地包括山西、内蒙、陕西、甘肃、宁夏、新疆等广大中西部地区，其中“三西”地区（山西、陕西和内蒙古西部）是我国煤炭的主要生产基地，依托唐港铁路和大秦线的铁路集疏运优势，近年来京唐港区煤炭年吞吐量保持在 1 亿吨以上，是“北煤南运”的主要下水港口之一。

图表4：唐山港：经济腹地范围及集疏运通道



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

### 散杂货综合港，矿石和煤炭货种优势明显

公司装卸业务货种以散杂货为主，主要涉及矿石、煤炭、钢材等，主要客户包括钢铁、焦化、电力企业、贸易公司和船代公司等。2018年，公司实现营业收入101.4亿元，同比增长33.2%；归母净利润16.1亿元，同比增长10.0%。

公司经营主要涉及五大分部业务：装卸堆存、商品销售、船舶运输、物流及其他、港务管理。2018年，此五大类业务分别贡献公司营业收入的43.8%、41.3%、8.4%、3.7%和2.8%。利润贡献方面，装卸堆存业务贡献公司毛利润的100.3%，是公司核心盈利驱动；港务管理、物流及其他和商品销售业务分别贡献毛利润的7.4%、7.0%和5.0%；公司的船舶运输业务（主要为集装箱运输及内贸运输业务）仍处于亏损状态，主因集装箱运输业务仍处于前期市场培育阶段，运营成本较高以及2018年内贸船舶运输市场较为低迷导致。

图表5：唐山港：营业收入及增速



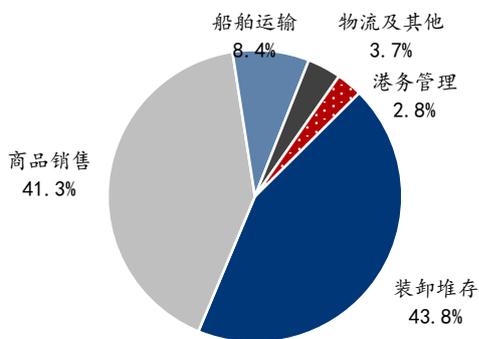
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：唐山港：归母净利润及增速



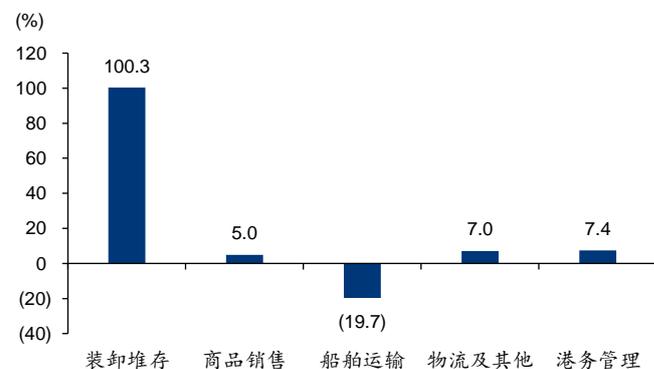
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：唐山港：营业收入构成（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

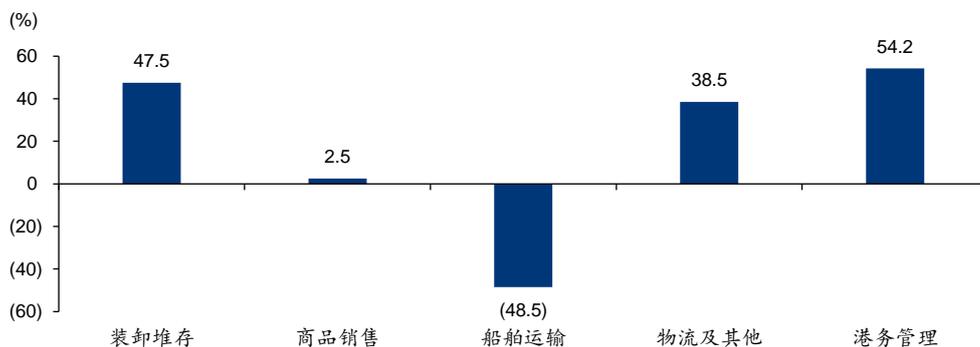
图表8：唐山港：各分部业务毛利润占比（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利能力方面,2018年,公司港务管理、装卸堆存和物流及其他业务毛利率分别为54.2%、47.5%和38.5%;商品销售业务毛利润率为2.5%;船舶运输录得亏损。

**图表9: 唐山港: 各分部业务毛利率 (2018)**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**装卸堆存业务具有规模优势, 高毛利率彰显盈利能力**

公司装卸堆存业务主要依靠货物吞吐量增长驱动, 成本相对固定, 具有一定规模优势。2018年, 公司装卸堆存业务实现营业收入44.4亿元, 同比增长7.6%; 实现毛利润21.1亿元, 同比增长16.5%, 毛利率为47.5%。受益装卸业务的货量规模优势, 公司整体毛利率均维持较高水平。装卸堆存业务成本中, 外付作业费、折旧和工资是为主要成本, 分别占比36.3%、27.6%和17.1%。

**图表10: 唐山港: 装卸堆存业务营业收入及增速**



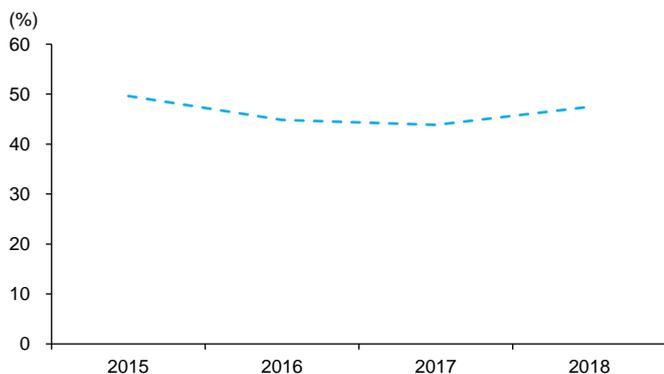
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表11: 唐山港: 装卸堆存业务毛利润及增速**



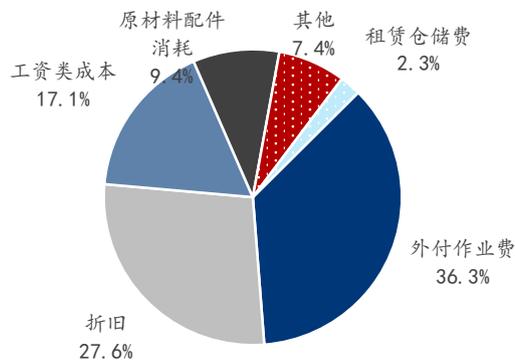
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表12: 唐山港: 装卸堆存业务毛利率**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

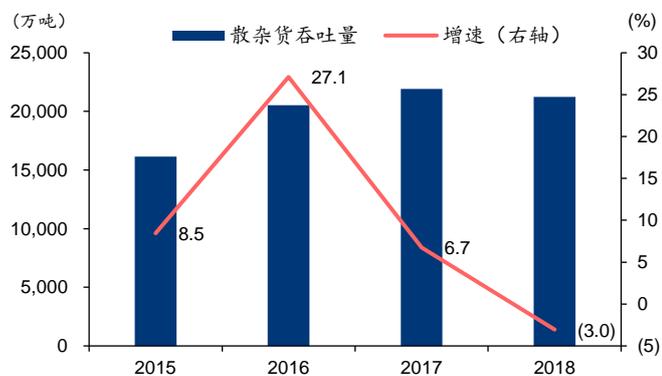
**图表13: 唐山港: 装卸堆存业务成本占比 (2018)**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

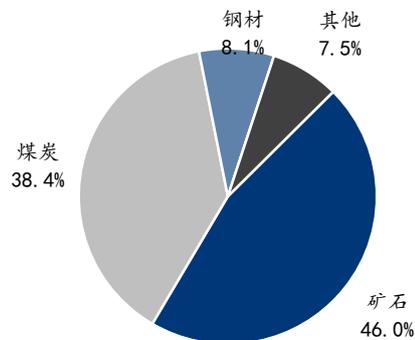
货物吞吐量方面，2018年公司实现散杂件货物吞吐量2.1亿吨，同比下降3.0%，主要受宏观经济放缓和环保政策拖累，大宗散货需求下降；实现集装箱吞吐量233.3万标准箱，同比增长16.3%，主因公司积极加快集装箱业务发展的推进。作为国家能源原材料运输主枢纽港，大宗散杂货为公司主要装卸货种，其中，矿石、煤炭、钢材分别占公司散杂货吞吐量的46.0%、38.4%和8.1%。

图表14：唐山港：散杂货吞吐量及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15：唐山港：各散杂货种类占比（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 经济增速放缓，影响矿石货量；煤炭货量受益“公转铁”

港口行业是国民经济和社会发展的基础行业，属于周期性行业，与宏观经济发展关系密切。在中国，沿海港口建设重点围绕煤炭、集装箱、进口铁矿石等运输系统进行。港口装卸的货物分为干散货、集装箱、液体散货、件杂货、滚装汽车五大类。其中，煤炭、金属矿石、水泥、粮食等大宗干散货物主要通过散装方式运输；机电产品、纺织服装、玩具等工业制成品主要通过集装箱方式运输。干散货主要为工业原材料，需求由宏观经济景气程度决定，因此港口货物吞吐量增速与经济活跃度有直接关系。

### 受宏观经济放缓及钢铁厂环保限产影响，矿石吞吐量增速放缓

矿石为公司港口装卸业务的主要货种，是钢铁生产的原材料，其需求与国内钢铁生产量高度相关。由于我国高品位铁矿石资源稀缺，主要以进口为主，是全球主要铁矿石进口国，2018年我国铁矿石进口量占比全球铁矿石海运总量的72%。沿海港口主要承接进口铁矿石装卸业务。

2018年，我国共计完成铁矿石进口量10.6亿吨，同比下降0.9%，主因宏观经济需求疲软叠加河北省在采暖季实施钢铁厂环保限产抑制铁矿石需求导致。今年以来，受巴西及澳洲矿难影响，铁矿石出货量受阻，我国铁矿石进口量进一步下滑。根据海关总署数据，2019年1-9月，我国铁矿石进口量共计7.8亿吨，同比下滑2.4%。我们预计2019年全年，我国铁矿石进口量为1.1亿吨，同比下滑1.3%。因今年异常事件造成的铁矿石进口低基数，我们预计2020年铁矿石进口量有望同比改善，但整体需求受宏观经济增速放缓影响，将维持1.7%的低位增长。

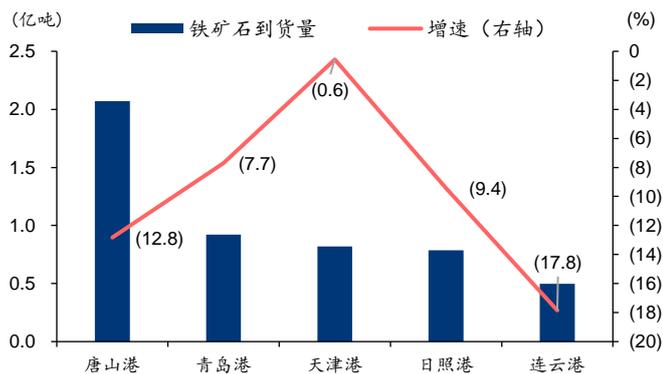
图表16：中国铁矿石进口量及增速



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

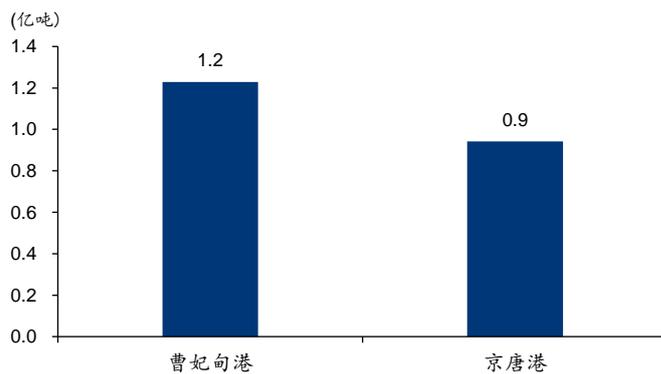
根据交通运输部数据，唐山港（京唐港区+曹妃甸港区）铁矿石到货量位居全国港口第一，是我国重要的能源原材料枢纽港。2018年，唐山港铁矿石到货量共计2.1亿吨，货量大幅超过其他沿海港口，主要受益于河北钢铁产量大省对铁矿石原材料的需求拉动。公司距离客户距离短，运输成本低，客户资源丰富。其中，公司所在的京唐港区铁矿石到货量为0.9亿吨。

图表17: 重点港口铁矿石到货量及增速 (2018)



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

图表18: 铁矿石到货量: 京唐港区 vs 曹妃甸港区 (2018)



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

上市公司层面, 2018 年公司共计完成矿石吞吐量 9761.8 万吨, 同比下降 13.3%。今年上半年, 受到巴西、澳洲铁矿石减产影响, 铁矿石价格大幅上涨, 上半年我国进口铁矿石明显下滑, 港口铁矿石吞吐量也随之下降。2019 年 1-6 月, 公司完成矿石吞吐量 4,835.3 万吨, 同比下降 3.4%。

图表19: 唐山港: 矿石吞吐量及增速



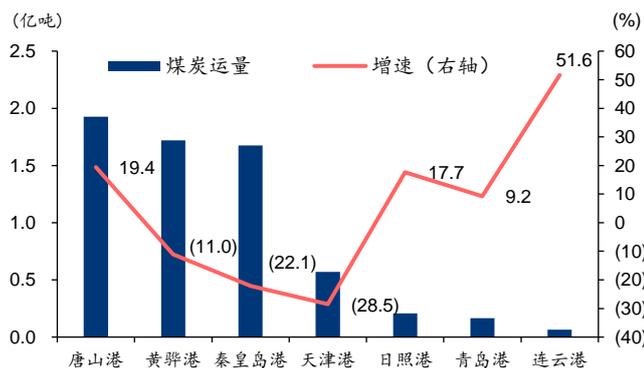
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### “北方七港”之首, 煤炭下水港竞争优势渐现

我国煤炭资源分布具有不平衡性、东南沿海地区经济增长对煤炭需求的驱动, 将带动沿海港口对“西煤东运”、“北煤南运”业务的需求。我国煤炭行业供给侧改革使先进产能不断释放, 煤炭供给进一步向“三西”地区集中, “北煤南运”通道优势继续巩固。

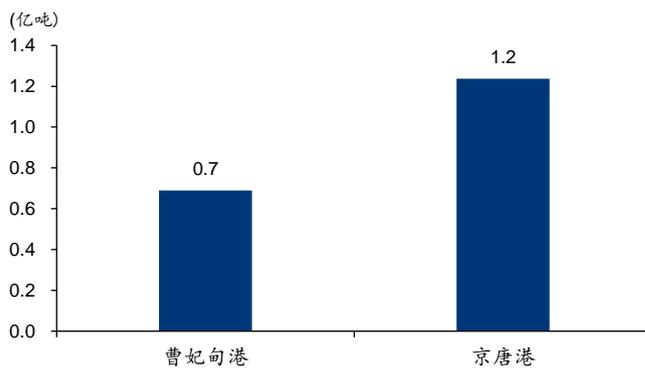
根据交通运输部数据, 2018 年, 全国重点港口完成煤炭运量 7.5 亿吨, 同比增长 3.0%。其中“北方七港”为重点煤炭下水港 (唐山港、黄骅港、秦皇岛港、天津港、日照港、青岛港和连云港), 共计完成煤炭运量 6.3 亿吨, 占比全国煤炭运量的 85%。其中, 唐山港 (京唐港区+曹妃甸港区) 煤炭运量位居全国港口首位, 2018 年共计完成煤炭运量 1.9 亿吨, 同比增长 19.4%, 贡献全国重点港口运量的 26%, 其中公司所在的京唐港区完成煤炭运量 1.2 亿吨。

图表20: 重点港口煤炭运量及增速 (北方七港, 2018)



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

图表21: 煤炭运量: 京唐港区 vs 曹妃甸港区 (2018)



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

上市公司层面, 2018 年公司共计完成煤炭吞吐量 8,161.5 万吨, 同比增长 17.8%; 2019 年 1-6 月, 公司共计完成煤炭吞吐量 4,315.7 万吨, 同比增长 8.7%。公司煤炭运量同比实现较高增长主要受益于国内煤炭市场需求旺盛以及国家调整运输结构的政策驱动。

图表22: 唐山港: 煤炭吞吐量及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 港区铁路设施完善, 受益“公转铁”政策

2018 年, 交通运输部等部门提出了钢铁、煤炭、矿石等大宗货物运输“公路转铁路”政策, 要求以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场, 以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向, 通过三年集中攻坚, 实现与 2017 年相比, 全国铁路货运量增加 11 亿吨、增长 30%; 到 2020 年, 山西全省重点煤矿企业全部接入铁路专用线, 沿海主要港口如唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。

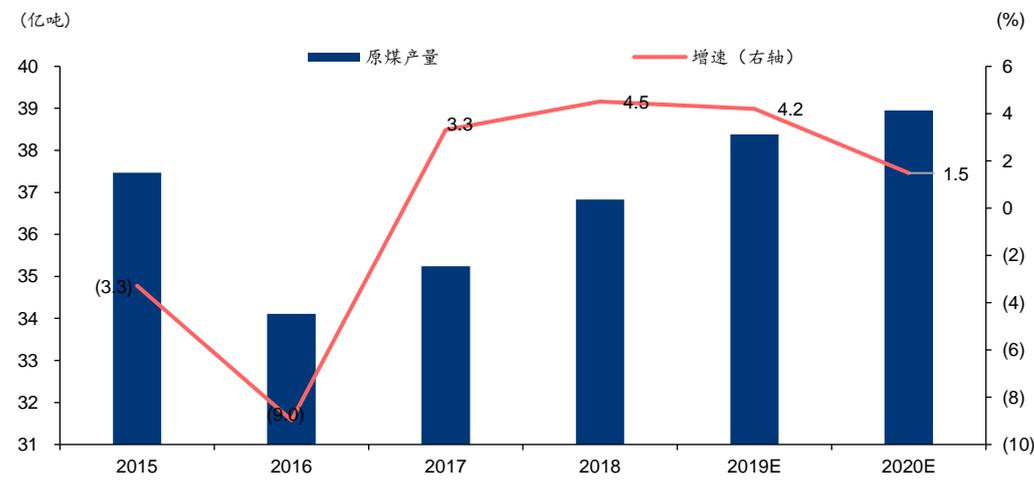
公司所在港区铁路设施完善, 京唐港区与唐港铁路、迁曹铁路与大秦线、京山线、京秦线等国铁干线接轨。“公转铁”政策分流其他铁路产能受限港区, 有助公司争夺煤炭吞吐份额。例如北方七港中的黄骅港、秦皇岛港和天津港均因“公转铁”政策, 煤炭吞吐量均出现不同程度的下滑。

### 煤炭需求高度依赖“三西”地区煤炭产量

我国港口煤炭吞吐量的需求高度依赖于“三西”地区的煤炭产量。根据国家统计局数据, 2018 年, 我国原煤产量达到 36.8 亿吨, 同比增长 4.5%。我国是煤炭生产大国, 近年来受环保及能源消费结构的调整, 煤炭消费量占我国能源消费总量的比重出现逐年下降的趋势。

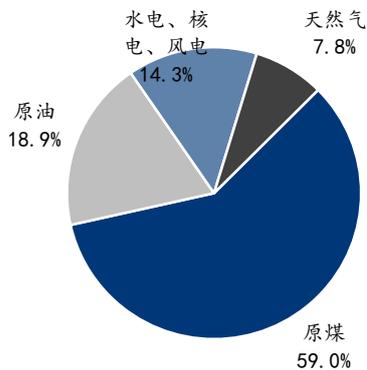
2018年，煤炭消费量占比我国能源消费总量的59.0%，较2011年的高点，大幅下降11.2个百分点，但仍大幅高于其他能源种类占比。2018年，原油、水核风电和天然气能源消费分别占比我国能源总消费量的18.9%、14.3%和7.8%。2019年1-10月，我国原煤产量共计30.6亿吨，同比增长5.7%。根据华泰钢铁煤炭组预测，2019年和2020年，我国原煤产量将达到38.4亿吨和39.0亿吨，同比增长4.2%和1.5%。

**图表23： 中国原煤产量及增速**



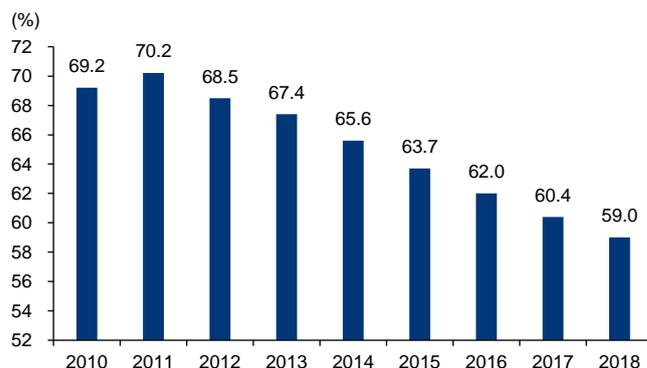
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表24： 中国能源消费总量：各能源种类占比（2018）**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表25： 原煤占比中国能源消费总量占比**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

## 环渤海港口群竞争激烈，港口资源整合存预期

港口行业发展与宏观经济息息相关，随着我国经济社会发展进入新阶段，港口行业也告别“高增长”，进入“温和增长期”。与此同时，港口行业也面临新形势和新挑战，区域港口竞争日趋激烈、港口整合加速推进、环保政策更加严格等，这些变化对港口行业的转型升级都提出了更高要求。

公司所处环渤海津冀沿海港口群主要包括天津港、秦皇岛港、唐山港和黄骅港等，主要服务于京津、华北及其西向延伸的部分地区。公司所处的唐山市京唐港区位于渤海湾北岸，东距秦皇岛港 64 海里，西距天津港 70 海里，产煤腹地重合，与周边港口存在竞争关系。同时，因唐山市拥有京唐港和曹妃甸两个港区，且并无从属关系，两港区之间也存在竞争关系。相比周边港口，伴随国家关于运输结构的“公转铁”调整，公司有望受益其铁路网络的优势，承接了部分周边港口分流的货量。

## 唐山市港口资源重组加速推进

2018年12月，唐山市发改委成立了港口发展领导小组及办公室，制定了《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（公司的控股股东）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11月18日，唐山港口集团有限责任公司曹妃甸正式揭牌成立，唐山市国资委对唐山港口集团有限责任公司 100% 控股，预示着唐山市港口资源重组加速推进。我们认为，区域间港口资源整合，将缓和相邻港口间的无序竞争；货种承揽的合理规划，将有利港口的长期发展和提升盈利能力。唐山市政府表示，新成立的唐山港口集团有限责任公司将充分发挥港口核心战略资源作用，着力推动港口转型升级，实现港口高质量发展，加快将唐山港建设成为国家战略的能源原材料主枢纽港和、综合贸易港和面向东北亚开放的桥头堡。截止目前，唐山市港口资源整合已在集团层面开展，上市公司层面影响尚未披露。

## 盈利预测

装卸堆存业务为公司核心业务，其余板块业务对公司毛利润贡献均低于10%。2019年上半年，公司装卸堆存业务实现营业收入21.4亿元，同比增长6.1%；毛利润11.0亿元，同比增长11.0%。装卸堆存业务收费标准相对平稳，收入主要依靠货物吞吐量增长驱动。港口吞吐量增速与宏观经济景气程度高度相关，唐山港因整体货量规模较大，边际增长相对平稳。2018年和2019年上半年，公司装卸堆存营业收入同比分别增长7.6%和6.1%。受宏观经济增速放缓影响，我们预测公司2019\2020\2021年装卸堆存业务收入同比分别增长5.1%、5.8%和6.0%。2019年上半年，公司装卸堆存业务实现毛利率51.3%，我们假设公司全年毛利率水平维持在51.0%，2019/2020/2021年实现毛利润23.8亿、25.2亿和26.7亿元。

2019年上半年，公司商品销售业务实现营业收入31.3亿元，同比大幅增长91.9%；毛利润8,600万元，同比增长75.4%。利润大幅上涨主因公司为增加港口运量，自2018年下半年以来，积极发展与港口相关的综合贸易服务，在大宗商品交易市场采购矿石等。我们预计2019年下半年销售规模同上半年相当，全年营业收入实现64.2亿元。我们基准假设公司2020年和2021年商品销售规模同比分别增长8.0%和8.5%，商品销售分部毛利率总体平稳。2019年上半年，商品销售业务实现毛利率2.7%，我们预测公司2019-2021年毛利率水平为2.6%，实现毛利润分别为1.7亿、1.8亿和2.0亿元。

船舶运输分部，2019年上半年，公司实现营业收入2.8亿元，同比下降17.1%，主因运输市场运费同比下降导致。因内贸船舶运输市场竞争激烈，市场低迷，固定成本高，因此此业务仍旧处于亏损状态。2019年上半年，船舶运输分部亏损1.3亿元，较2018年亏幅收窄。我们预计2019年下半年船舶运输收入规模和上半年相当，全年实现收入5.7亿元；毛利率和上半年持平，维持在-46.5%，2019年全年预计亏损2.7亿元。内贸运输市场规模相对平稳，我们预计2020\2021年公司营业收入同比分别小幅增加1.5%和2.0%，行业运费水平有望同比改善，有利公司毛利率水平提升。我们预计2020\2021年毛利率为-44%和-40%，分别亏损2.5亿和2.4亿元。

2019年上半年，物流及其他和港务管理业务分别实现毛利润7,600万和6,100万元。公司这两分部业务发展相对平稳，我们预计2019\2020\2021年物流及其他业务实现毛利润1.5亿、1.6亿和1.8亿元；港务管理业务实现毛利润1.5亿、1.6亿和1.7亿元。

图表26: 核心盈利假设

	2017	2018	1H19	2019E	2020E	2021E
<b>装卸堆存</b>						
营业收入	4,125	4,438	2,138	4,662	4,932	5,228
yoy	4.6%	7.6%	6.1%	5.1%	5.8%	6.0%
毛利率	43.8%	47.5%	51.3%	51.0%	51.0%	51.0%
毛利润	1,808	2,107	1,097	2,378	2,515	2,666
yoy	2.3%	16.5%	11.0%	12.9%	5.8%	6.0%
<b>商品销售</b>						
营业收入	2,028	4,186	3,133	6,423	6,937	7,526
yoy	46.6%	106.4%	91.9%	53.5%	8.0%	8.5%
毛利率	1.3%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
毛利润	26	104	86	167	180	196
yoy	25.9%	305.3%	75.4%	60.4%	8.0%	8.5%
<b>船舶运输</b>						
营业收入	880	852	282	569	578	589
yoy	30.1%	-3.2%	-17.1%	-33.2%	1.5%	2.0%
毛利率	8.1%	-48.5%	-46.5%	-46.5%	-44.0%	-40.0%
毛利润	71	(413)	(131)	(265)	(254)	(236)
yoy	30.1%	-680.1%	-35.7%	-35.9%	-3.9%	-7.3%
<b>物流及其他</b>						
营业收入	320	353	160	326	355	390
yoy	20.9%	10.3%	-9.0%	-7.8%	9.0%	10.0%
毛利率	35.4%	38.5%	47.3%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利润	113	136	76	147	160	176
yoy	-31.0%	19.7%	0.0%	7.9%	9.0%	10.0%
<b>港务管理</b>						
营业收入	244	288	129	297	311	327
yoy	2.1%	18.0%	-9.9%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利率	44.2%	54.2%	47.3%	50.0%	51.0%	51.0%
毛利润	108	156	61	148	159	167
yoy	-12.8%	44.7%	0.0%	-5.0%	7.1%	5.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

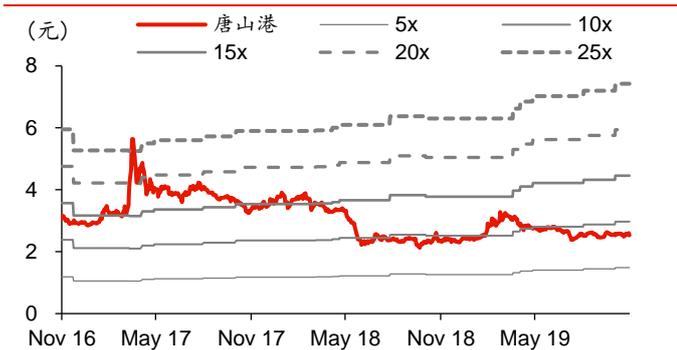
费用方面, 2018年, 公司营业费用和管理费用分别占比公司营业收入的0.3%和4.1%。我们预计2019-2021年, 此两类费用占比相对平稳, 和2018年持平。财务费用方面, 公司2018年发生财务费用7,475万元, 占比营业收入的0.74%, 公司整体负债规模较小, 净负债率为26.7%。伴随短期借款陆续还款, 我们预计公司2019\2020\2021年财务费用分别为5,322万、5,238万和4,869万元。

整体, 2019年前三季度, 公司实现营业收入85.3亿元, 同比增长18.9%; 实现归母净利润12.5亿元, 同比增长13.3%。我们预测公司2019/2020/2021年归母净利润分别为17.5亿、18.3亿和20.1亿元(EPS分别为0.29、0.31和0.34元), 同比分别增长8.4%、4.7%和10.1%。

我们基于PE估值法, 给予公司9.4x-9.8x 2020E PE倍数(基于公司历史三年PE均值10.8x减0.5个标准差1.0x, 2020E EPS为0.31元), 对应目标价区间2.90-3.02元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

## PE/PB - Bands

图表27: 唐山港历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 唐山港历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

- 1) 散杂货吞吐量低于预期: 公司核心业务增长来自货物吞吐量, 核心货种为矿石和煤炭。宏观经济增长低于预期, 拖累对大宗散杂货的需求, 将直接影响公司货物吞吐量。
- 2) 政策风险: 港口经营受河北省、交通运输部及发改委的政策影响。如河北省在采暖季延迟环保限产期限, 或交通运输部实施更加严格的煤炭集疏港管理, 负面政策或将影响公司港口装卸业务的经营。
- 3) 竞争加剧: 公司所处的环渤海港口群竞争激烈, 经济腹地重合。周边港口通过压低价格恶性竞争, 将导致公司货量被周边港口分流。
- 4) 自然灾害: 异常极端天气导致港口装卸业务无法进行; 货源地如矿石或煤炭开采遭受自然灾害, 货源供应受阻。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,846	6,146	10,149	10,034	14,482
现金	2,962	3,595	6,470	6,618	10,458
应收账款	731.05	828.56	1,272	910.23	1,453
其他应收账款	62.07	50.01	94.48	57.33	106.04
预付账款	208.07	344.34	410.52	444.60	474.16
存货	198.72	529.31	354.65	596.60	420.03
其他流动资产	1,684	798.59	1,548	1,408	1,571
非流动资产	16,220	17,149	16,997	16,815	16,658
长期投资	1,474	2,024	1,841	1,902	1,882
固定投资	11,429	11,463	11,987	12,056	12,022
无形资产	1,875	1,878	1,971	2,017	2,078
其他非流动资产	1,442	1,784	1,197	839.34	675.76
资产总计	22,066	23,295	27,146	26,848	31,140
流动负债	4,765	4,336	6,833	4,934	7,516
短期借款	281.00	369.38	339.92	349.74	346.46
应付账款	3,072	2,758	4,971	3,103	5,611
其他流动负债	1,412	1,209	1,523	1,481	1,559
非流动负债	1,418	1,920	2,026	2,330	2,589
长期借款	822.42	1,182	1,402	1,668	1,918
其他非流动负债	595.33	737.27	624.50	662.09	671.38
负债合计	6,182	6,255	8,859	7,264	10,106
少数股东权益	1,362	1,284	1,206	1,124	1,034
股本	4,558	5,926	5,926	5,926	5,926
资本公积	3,645	3,654	3,654	3,654	3,654
留存公积	6,253	6,131	7,507	8,892	10,436
归属母公司股东权益	14,521	15,756	17,081	18,461	20,000
负债和股东权益	22,066	23,295	27,146	26,848	31,140

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,595	1,701	3,479	704.85	4,482
净利润	1,540	1,538	1,668	1,746	1,922
折旧摊销	778.30	811.49	811.82	880.55	934.31
财务费用	46.84	74.75	53.22	52.38	48.69
投资损失	(214.48)	(437.03)	(400.00)	(350.00)	(420.00)
营运资金变动	(578.60)	(298.47)	1,369	(1,598)	1,925
其他经营现金	22.65	12.22	(22.46)	(25.39)	71.79
投资活动现金	(1,741)	(955.52)	(301.80)	(346.42)	(370.62)
资本支出	586.66	1,169	630.00	567.00	680.40
长期投资	893.40	(12.05)	(78.10)	26.03	(8.68)
其他投资现金	(261.01)	201.20	250.10	246.61	301.11
筹资活动现金	(1,300)	36.21	(301.87)	(211.00)	(271.04)
短期借款	281.00	88.38	(29.46)	9.82	(3.27)
长期借款	(62.16)	359.90	219.21	266.11	250.48
普通股增加	0.00	1,368	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(213.51)	9.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,305)	(1,789)	(491.62)	(486.93)	(518.24)
现金净增加额	(1,447)	786.09	2,875	147.43	3,840

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,612	10,138	12,572	13,436	14,416
营业成本	5,539	8,037	9,992	10,670	11,433
营业税金及附加	75.27	203.40	252.23	269.55	289.21
营业费用	27.89	32.23	42.00	44.16	47.64
管理费用	401.32	419.13	567.45	589.43	638.50
财务费用	46.84	74.75	53.22	52.38	48.69
资产减值损失	11.40	15.45	14.10	14.55	14.40
公允价值变动收益	(8.33)	(3.74)	(6.04)	(4.89)	(5.46)
投资净收益	214.48	437.03	400.00	350.00	420.00
营业利润	1,818	1,884	2,045	2,141	2,359
营业外收入	22.74	22.04	22.27	22.19	22.22
营业外支出	6.94	5.15	5.75	5.55	5.61
利润总额	1,834	1,901	2,062	2,158	2,376
所得税	293.67	363.15	393.77	412.16	453.78
净利润	1,540	1,538	1,668	1,746	1,922
少数股东损益	76.95	(71.90)	(77.96)	(81.60)	(89.84)
归属母公司净利润	1,463	1,610	1,746	1,827	2,012
EBITDA	2,643	2,771	2,910	3,074	3,342
EPS (元, 基本)	0.32	0.27	0.29	0.31	0.34

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.61	33.18	24.01	6.87	7.29
营业利润	15.84	3.64	8.53	4.70	10.18
归属母公司净利润	11.33	10.02	8.43	4.67	10.10
获利能力 (%)					
毛利率	27.23	20.72	20.52	20.59	20.69
净利率	19.22	15.88	13.89	13.60	13.96
ROE	10.08	10.22	10.22	9.90	10.06
ROIC	12.73	12.08	14.56	13.57	17.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.02	26.85	32.64	27.05	32.45
净负债比率 (%)	18.66	26.73	20.75	29.22	23.42
流动比率	1.23	1.42	1.49	2.03	1.93
速动比率	1.19	1.30	1.43	1.91	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.45	0.50	0.50	0.50
应收账款周转率	9.25	12.18	11.21	11.53	11.42
应付账款周转率	2.24	2.76	2.59	2.64	2.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.27	0.29	0.31	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.29	0.59	0.12	0.76
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.66	2.88	3.12	3.38
估值比率					
PE (倍)	10.37	9.42	8.69	8.30	7.54
PB (倍)	1.04	0.96	0.89	0.82	0.76
EV_EBITDA (倍)	4.69	4.48	4.26	4.03	3.71

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com