

## 招商港口（001872）深度研究报告

# “一带一路”先行者，战略价值被低估

## ——中国特色估值体系下如何理解招商港口

- ❖ 招商局旗下全球港口运营平台，“一带一路”先行者。1) 全球化网络布局。截止 22 年上半年，公司港口网络遍及 25 个国家和地区的 50 个港口，**主控港口包括深圳西部港区赤港湾以及湛江港集团；持有招商局港口（00144.HK）44.76%的股权及 67.03%的表决权；同时持有宁波港（上市公司）23.08%股权。招商局港口（00144.HK）则主控蛇口港、持有上港集团（上市公司）28%、辽港股份（上市公司）11.32%股权以及海外资产如斯里兰卡科伦坡、汉班托塔、吉布提、巴西巴拉那瓜等港口。2) 持续优化港口网络布局，均衡全球港口投资组合。a) 22 年公司成为宁波港第二大股东，有望联动上港，共同做大做强长三角港口资产影响力。b) “一带一路”先行者：布局海外港口，构建资产组合，平滑行业周期。构建港口资产的投资组合，一方面可帮助公司获得港口业务的持续增长及潜在动能，有助于拓展全球业务及客户网络，另一方面则可以帮助公司均衡发展，平滑周期。3) 经营业绩：重组后盈利能力不断提升，投资收益提供重要盈利贡献。19-21 年归母净利润分别为 29、21 及 27 亿元，在疫情影响下基本保持稳定，扣非净利率从 19 年的 8.6% 升至 21 年的 15.4%。2022 年前三季度营业收入 121.22 亿元，同比增长 6.45%，归母净利润 27.53 亿元，同比增长 13.11%；扣非净利率 21.9%。2021 年公司海外收入占比 24%，毛利率 54%，高于国内业务。投资收益提供重要盈利贡献。以 2021 年为例，公司投资收益 62.9 亿，其中上港集团贡献 41.9 亿元，占比 66.6%。**
- ❖ 中国特色估值体系下，如何理解招商港口？在此前报告，我们提出理解“中特估”，是在传统利润指标外，增加多元维度的观察，并结合我国产业发展特征及机制体制特色综合给予评估。1) 我国港口行业的发展阶段：有序整合开启，核心资产终将成为现金牛。行业特征：重资产、重区位、现金牛，成熟期港口现金流大于净利润且稳定。发展阶段：从部分区域产能过剩到有序整合。定价机制：存在进一步市场化基础。我国港口收费实行政府定价、政府指导价和市场调节价相结合方式。随着港口整合与区域化协作持续推进，我们预计奠定费率企稳回升的基础，22 年宁波港等上调了外贸箱装卸费率。2) 海外港口战略价值被低估。a) 斯里兰卡项目：南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路，辐射经济增长快速的南亚地区。科伦坡 CICT 港口是斯里兰卡最大港口之一，汉班托塔港 HIPG 港口则租约 99 年。b) 吉布提项目：非洲之角，东非地区的战略门户。吉布提东北部扼守着进出红海-亚丁湾的交汇处，属于全球为数不多的石油航运生命线，被喻为“石油通道上的哨兵”。我们认为公司海外港口战略资产价值被低估。其一、港口资源不能再生，海外优质项目可遇不可求，公司作为第一批出海收购布局，已经抢占先发优势。其二、在国际局势复杂多变的背景下，国际贸易供应链的自主安全可控将上升到全新高度，而关键贸易节点、贸易通道的核心资源卡位，具备的战略意义超过纯粹盈利的回报。
- ❖ 投资建议：我们预计公司 2022-24 年实现归母净利分别为 33.4、37 及 40.8 亿，对应 EPS 分别为 1.33、1.48 及 1.63 元，PE 分别为 12、11 及 10 倍，当前 PB 不到 0.8 倍，我们认为优质央企港口龙头 PB 应修复至 1 倍以上（行业平均），给予 23 年预计净资产 1 倍 PB，对应目标价 21.1 元，预期较现价 31% 空间，首次覆盖，“强推”评级。
- ❖ 风险提示：经济大幅下滑、海外港口拓展及运营不及预期。

## 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	15284	16632	17066	18233
同比增速(%)	21.1%	8.8%	2.6%	6.8%
归母净利润(百万)	2686	3335	3695	4076
同比增速(%)	30.0%	24.2%	10.8%	10.3%
每股盈利(元)	1.40	1.33	1.48	1.63
市盈率(倍)	12	12	11	10
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：21.1 元

当前价：16.16 元

## 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

执业编号：S0360522100002

证券分析师：周儒飞

邮箱：zhouweif@hcyjs.com

执业编号：S0360522070003

联系人：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

联系人：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

联系人：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	249,907.47
已上市流通股(万股)	192,235.78
总市值(亿元)	403.85
流通市值(亿元)	310.65
资产负债率(%)	38.41
每股净资产(元)	27.42
12 个月内最高/最低价	16.74/13.82

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

既《载旗航空的荣耀、周期价值的跃升——中国特色估值体系下如何理解中国国航》后，本篇报告同样围绕“中特估”展开探讨，我们认为作为招商局集团旗下全球港口资产运营平台的招商港口，其资产战略价值被低估。

### 投资逻辑

**1、我国港口行业的发展阶段：有序整合开启，核心资产终将成为现金牛。**

**行业特征：**重资产、重区位、现金牛。成熟期港口现金流大于净利润且稳定。

**发展阶段：**从部分区域产能过剩到有序整合。

**定价机制：**存在进一步市场化基础。我国港口收费实行政府定价、政府指导价和市场调节价相结合方式。随着港口整合与区域化协作持续推进，我们预计奠定费率企稳回升的基础。

**2、海外港口战略价值被低估。**

**斯里兰卡项目：**南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路，辐射经济增长快速的南亚地区。科伦坡 CICT 港口是斯里兰卡最大的港口之一，汉班托塔港 HIPG 港口则租约 99 年。

**吉布提项目：**非洲之角，东非地区的战略门户。吉布提东北部扼守着进出红海-亚丁湾的交汇处，属于全球为数不多的石油航运生命线，被喻为“石油通道上的哨兵”。

我们认为公司海外港口战略布局的资产价值被低估。其一、港口资源不能再生，海外优质项目可遇不可求，公司作为第一批出海布局，已经抢占了先发优势。其二、在国际局势复杂多变的背景下，国际贸易供应链的自主安全可控将上升到全新高度，而关键贸易节点、贸易通道的核心资源卡位，具备的战略意义超过纯粹盈利的回报。

### 关键假设、估值与盈利预测

**投资建议：**我们预计公司 2022-24 年实现归母净利分别为 33.4、37 及 40.8 亿，对应 EPS 分别为 1.33、1.48 及 1.63 元，PE 分别为 12、11 及 10 倍。当前 PB 不到 0.8 倍，我们认为优质央企港口龙头 PB 应修复至 1 倍以上（行业平均），给予 23 年预计净资产 1 倍 PB，对应一年期目标价 21.1 元，预期较现价 31% 空间，首次覆盖，“强推”评级。

# 目 录

<b>一、招商港口：招商局旗下全球港口运营平台，“一带一路”先行者</b> .....	<b>6</b>
（一）公司是招商局旗下全球港口资产管理运营平台 .....	6
（二）持续优化港口网络布局，均衡全球港口投资组合 .....	8
1、2022 年公司成为宁波港第二大股东，有望联合上港，共同提升长三角区域影响力 .....	8
2、一带一路先行者：布局海外港口，构建资产组合，平滑行业周期.....	10
（三）经营业绩：重组后盈利能力不断提升 .....	11
1、业务量数据：保持稳健 .....	11
2、财务数据：公司净利率不断提升，投资收益提供重要盈利贡献.....	12
3、附：招商局港口（0144.HK）财务数据.....	15
<b>二、中国特色估值体系下，如何理解招商港口？</b> .....	<b>16</b>
（一）我国港口行业的发展阶段：有序整合开启，核心资产终将成为现金牛.....	16
1、行业特征：重资产、重区位、现金牛 .....	16
2、发展阶段：从部分区域产能过剩到有序整合 .....	17
3、定价机制：存在进一步市场化基础 .....	19
（二）海外港口战略价值被低估 .....	19
1、斯里兰卡项目：南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路 .....	19
2、吉布提：非洲之角，东非地区的战略门户 .....	21
3、海外港口战略布局价值被低估 .....	22
<b>三、投资建议与风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1	招商局集团交通物流板块上市公司 .....	6
图表 2	公司股权结构（截至 2023 年 2 月） .....	7
图表 3	公司在我国港口布局 .....	8
图表 4	宁波港股权结构（截至 2022Q3） .....	8
图表 5	上港集团股权结构（截至 2022Q3） .....	8
图表 6	宁波港营业收入及增速 .....	9
图表 7	宁波港归母净利润及增速 .....	9
图表 8	上港集团历年货物吞吐量 .....	9
图表 9	上港集团历年集装箱吞吐量 .....	9
图表 10	上港集团营业收入及增速 .....	9
图表 11	上港集团归母净利润及增速 .....	9
图表 12	招商局港口的全球布局历程 .....	10
图表 13	公司港口吞吐量 .....	11
图表 14	2022 年上半年公司集装箱吞吐量及变化情况（万 TEU） .....	12
图表 15	公司营业收入及同比 .....	12
图表 16	公司归母净利润及同比 .....	12
图表 17	公司历年毛利率（%） .....	13
图表 18	公司历年扣非净利率（%） .....	13
图表 19	公司总资产及同比 .....	13
图表 20	公司历年总资产周转率 .....	13
图表 21	公司历年资产负债率 .....	13
图表 22	公司历年 ROE .....	13
图表 23	2021 年营业收入按业务拆分 .....	14
图表 24	2021 年营业收入按地区拆分 .....	14
图表 25	2021 年毛利率按业务比较（%） .....	14
图表 26	2021 年毛利率按地区比较（%） .....	14
图表 27	2021 年公司投资收益构成 .....	15
图表 28	招商局港口（0144.HK）营业收入及增速 .....	16
图表 29	招商局港口（0144.HK）归母净利润及增速 .....	16
图表 30	招商局港口（0144.HK）历年 ROE .....	16
图表 31	招商局港口（0144.HK）历年毛利率 .....	16
图表 32	港口行业经营性现金流优于净利润 .....	17
图表 33	全国主要港口集装箱吞吐量及增速 .....	17

图表 34	全国主要港口货物吞吐量及增速 .....	17
图表 35	浙江省区域港口一体化历程 .....	18
图表 36	山东省区域港口一体化历程 .....	18
图表 37	港口产能建设已过积极扩张期 .....	18
图表 38	新（扩）建码头泊位数量与年吞吐量 2015 年起下滑 .....	18
图表 39	宁波舟山港 2021 年末上调外贸进出口集装箱港口装卸费用 10% .....	19
图表 40	科伦坡 CICT 集装箱吞吐量情况 .....	20
图表 41	吉布提港有限公司持有码头 .....	21
图表 42	吉布提被称为“红海前哨” .....	21
图表 43	A 股港口上市公司估值比较 .....	23

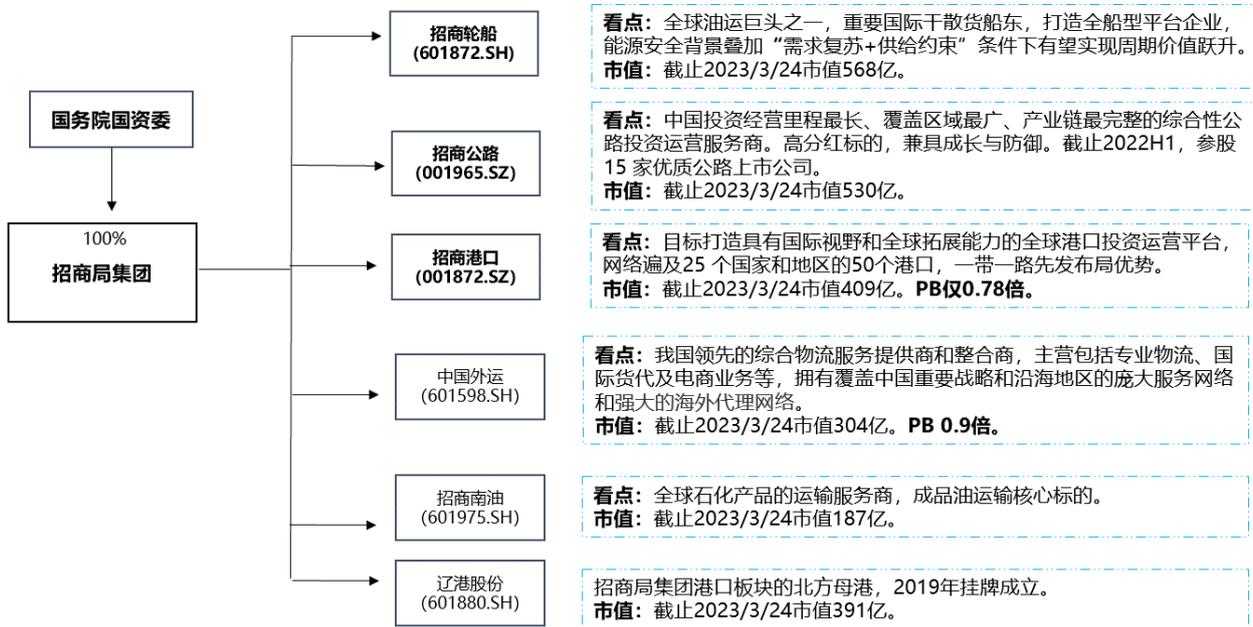
## 一、招商港口：招商局旗下全球港口运营平台，“一带一路”先行者

### （一）公司是招商局旗下全球港口资产管理运营平台

#### 1、公司大股东招商局集团具有强大的背景和资源整合能力。

招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，是百年央企、综合央企、驻港央企，2022年，招商局由国有资本投资公司试点企业正式转为国有资本投资公司。我们认为招商局是央企排头兵，改革先锋军。招商局主要业务集中于交通物流、综合金融、城市与园区综合开发，以及近年来布局的大健康、检测等新兴产业。其中，在交通物流板块中，拥有招商港口、招商轮船、招商公路、中国外运、招商南油等上市公司。

图表 1 招商局集团交通物流板块上市公司



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

#### 2、公司目标是成为世界一流的港口综合服务商。

招商局“以商业成功推动时代进步”为企业使命，目标建设四个“世界一流”：世界一流的港口综合服务商、世界一流航运企业、世界一流智慧物流综合服务平台商、世界一流商业银行与四个“全国领先”：中国领先的投资银行、中国领先的城市与园区综合开发运营服务商、中国领先的公路及相关基础设施投资运营企业、中国领先的海洋装备制造商。

招商港口是招商局集团旗下港口业务板块管理和资本运营平台，目标是迈向世界一流的港口综合服务商，于2018年12月26日在深交所上市，由原“深赤湾”重组成立，并控股招商局港口（00144.HK），积极响应国家“一带一路”战略，参与国内外各重要区域港口资产整合。

#### 3、公司资产分布：全球化网络布局

公司在2008年左右进行全球布局，截止22年上半年，公司港口网络遍及6大洲、25个国家和地区的50个港口。

**从股权分布看：**

招商港口主控港口包括深圳西部港区赤港湾（公司粤港澳大湾区港口运营的大本营）以及湛江港集团；持有招商局港口（00144.HK）44.76%的股权及67.03%的表决权；同时持有宁波港（上市公司）23.08%股权。

招商局港口（0144.HK）则主控蛇口港、持有上港集团（上市公司）28%、辽港股份（上市公司）11.32%股权，并持有我国香港地区资产及所有的海外资产，包括主控的斯里兰卡科伦坡、斯里兰卡汉班托塔、吉布提、巴西巴拉那瓜等港口，以及2013年和达飞集团合作成立合资公司 Terminal Link（持股49%）并通过该合资公司进行海外布局。

我们认为，在未来，招商港口或主要作为国内港口资源的整合平台，而海外项目资源布局则主要由招商局港口（00144.HK）进行。

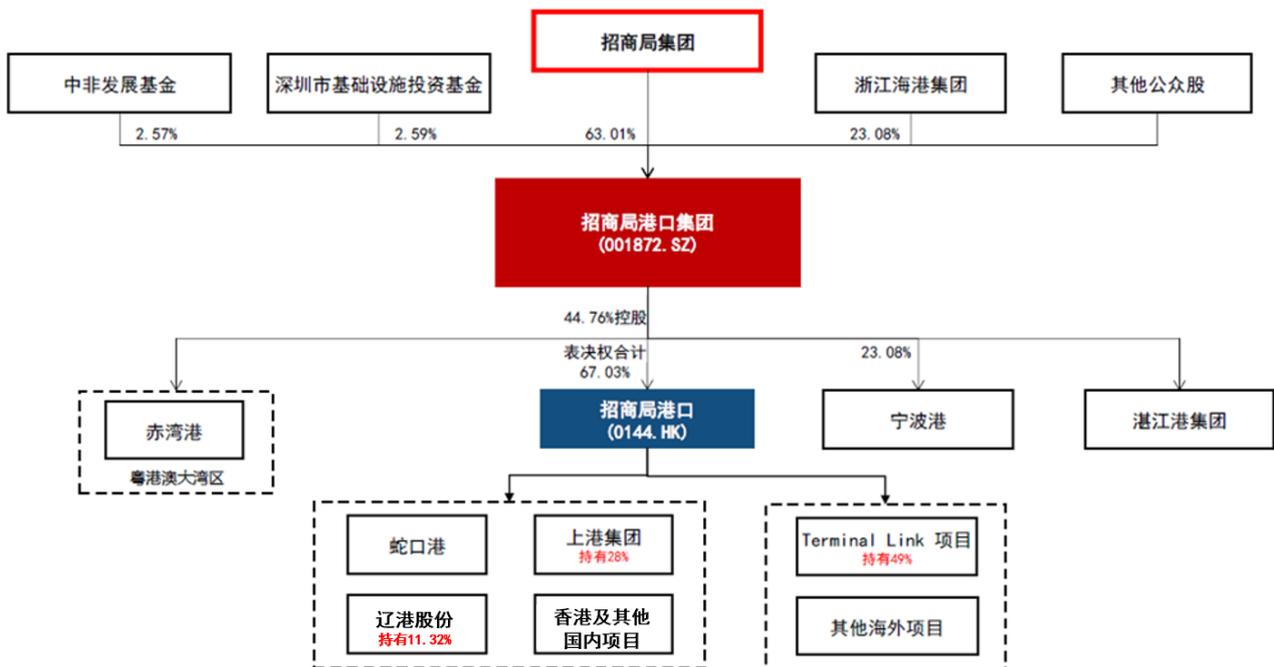
**从国内主要泊位资产看：**

截止2021年末，公司主要经营深圳西部港区及东莞麻涌24个集装箱泊位和18个散杂货泊位，汕头港6个集装箱泊位、3个散杂货泊位、1个煤炭专用泊位，湛江港2个集装箱泊位、34个散货泊位，顺德新港4个多功能泊位，漳州码头2个集装箱泊位、6个散货泊位，宁波大榭4个集装箱泊位（2023年公告拟挂牌转让）。

**从海外主要泊位资产看：**

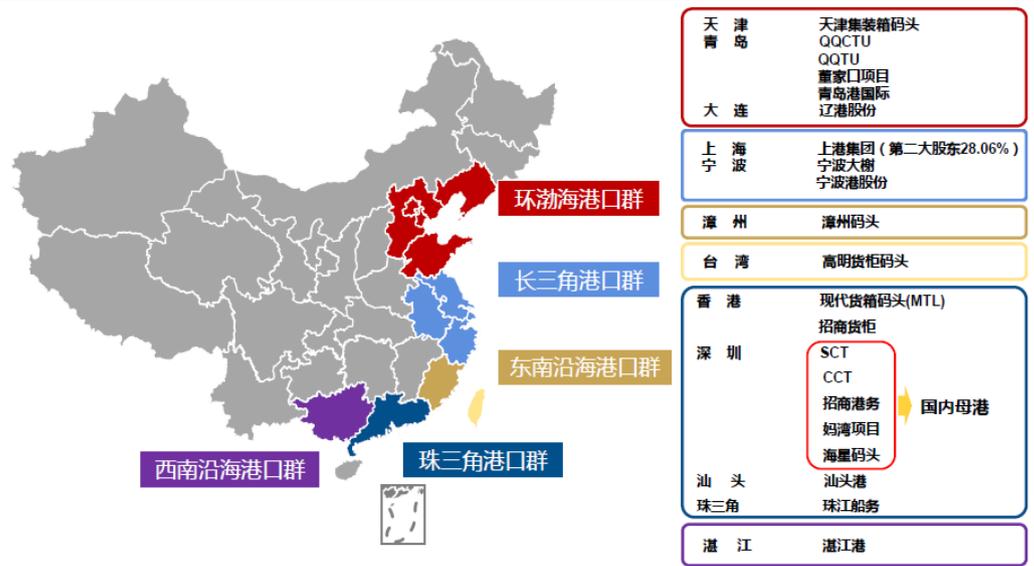
截止2021年末，公司主要经营斯里兰卡 CICT 4个集装箱泊位、HIPG 4个多功能泊位、2个油品泊位和4个集装箱泊位，多哥 LCT 3个集装箱泊位，巴西 TCP 4个集装箱泊位。

图表 2 公司股权结构（截至2023年2月）



资料来源：招商局港口集团介绍材料，华创证券

图表 3 公司在我国港口布局



资料来源：招商局港口集团介绍材料，华创证券

(二) 持续优化港口网络布局，均衡全球港口投资组合

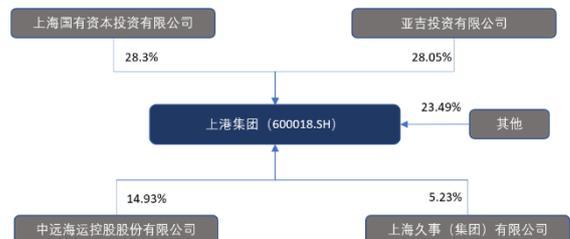
1、2022 年公司成为宁波港第二大股东，有望联合上港，共同提升长三角区域影响力

2022 年，港口上市公司中受人瞩目的两笔交易完成，分别为：浙江海港集团现金认购招商港口非公开发行 A 股股份，发行价格为 18.93 元/股，认购金额约 109 亿元，以及招商港口现金认购宁波港股份非公开发行 A 股股份，发行价格为 3.96 元/股，认购金额约 141 亿元。交易完成后，招商港口持有宁波港股份 23.08% 股份，浙江海港集团持有招商港口 23.08% 股份。

宁波港连续 12 年位居世界港口总吞吐量首位，具有稳健的经营业绩，而公司同时为上港集团第二大股东（持股 28.05%），上港集团与宁波港在腹地经济中有交叉亦有协同，公司同时为两大港口第二大股东，有助于未来进一步发挥协同作用，共同做大做强长三角港口资产影响力。同时可为公司提供可观的投资收益。

图表 4 宁波港股权结构（截至 2022Q3）

图表 5 上港集团股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：Wind，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

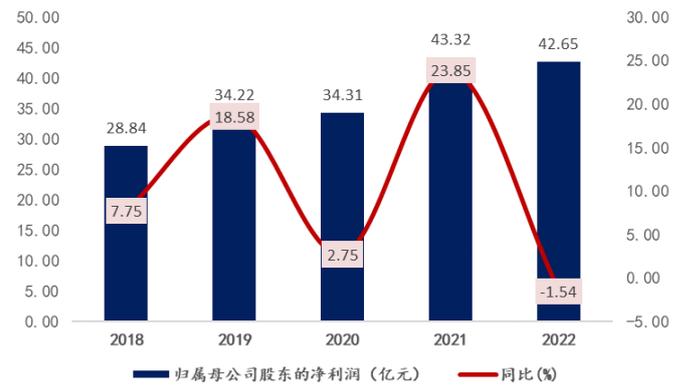
注：亚吉投资有限公司为招商局港口全资子公司

图表 6 宁波港营业收入及增速



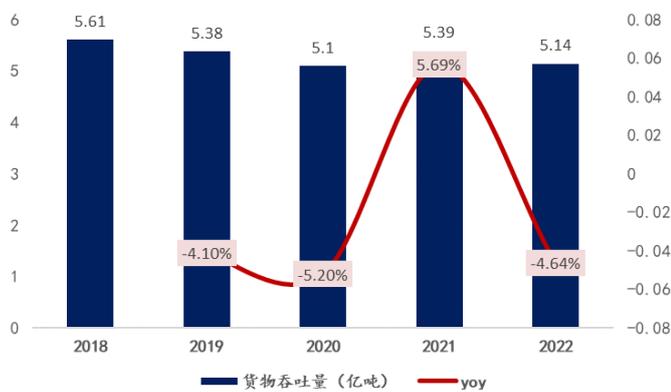
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 宁波港归母净利润及增速



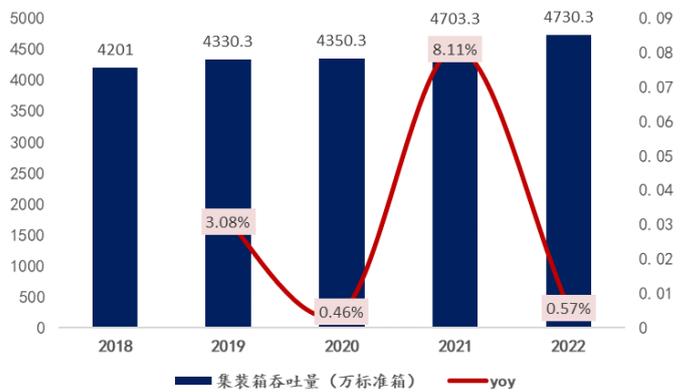
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 上港集团历年货物吞吐量



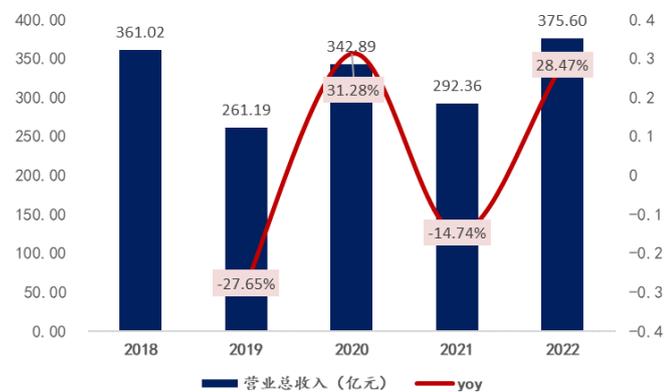
资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 上港集团历年集装箱吞吐量



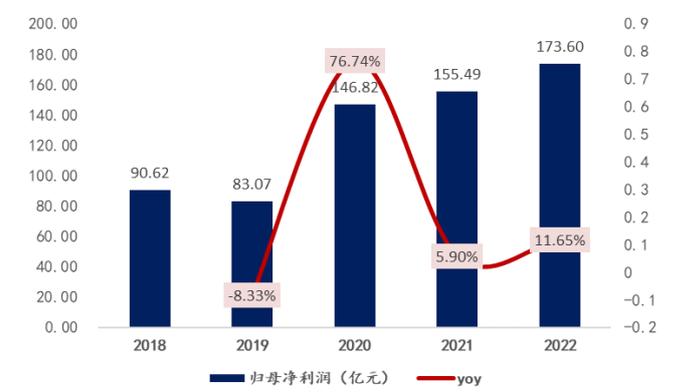
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 上港集团营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 上港集团归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

## 2、一带一路先行者：布局海外港口，构建资产组合，平滑行业周期

港口作为航运产业链的一环，具有一定的周期属性，但全球产业链分布和变化趋势，全球经贸和产业发展规律，会使得不同区域、不同竞争优势、不同产业发展阶段的港口资产周期性不相同，因此构建港口资产的投资组合，一方面可帮助公司获得港口业务的持续增长及潜在动能，有助于拓展全球业务及客户网络，另一方面则可以帮助公司均衡发展，平滑周期。

除了国内网络的不断完善与优化外，公司率先出海，布局海外港口，是积极响应“一带一路”倡议的先行者。

除前文所述，公司在斯里兰卡科伦坡、汉班托塔，吉布提，巴西巴拉那瓜投资建设了主控港外，公司与达飞集团的合作助力了全球化布局。

2013年，招商局港口以4亿欧元收购达飞集团旗下海运码头运营商 Terminal Link 的49%股权，达飞集团持股剩余的51%，并一举获得 Terminal Link 在八个国家（法国、摩洛哥、马尔他、美国、科特迪瓦、比利时、希腊及韩国）拥有的13个码头不同比例的股权。

2019年招商局港口与 Terminal Link 签订协议，拟收购达飞航运旗下10个位于亚洲、欧洲、中东及加勒比等地区的码头股权，总代价约为9.55亿美元，并于2020年3月完成首期8个码头的收购（8.15亿美元），Terminal Link 将于亚洲、欧洲、中东及加勒比等地区的21个码头组合拥有不同水平的股权，而招商局港口的全球布局也由18个国家和地区扩大至25个。

首期收购的8个码头分别为 Odessa Terminal Holdco Ltd（乌克兰）的50%股权、CMA CGM-PSA Lion Terminal Pte. Ltd.（新加坡）的49%股权、Kingston Freeport Terminal Limited（牙买加）的100%股权、Rotterdam World Gateway（荷兰）的30%股权、青岛前湾新联合集装箱码头有限责任公司（中国）的24%股权、First Logistics Development Company（越南）的47.25%股权、Laem Chabang International Terminal Co Ltd（泰国）的14.5%股权及 CMA CGM Terminal Iraq S.A.S（其持有 Umm Qasr Terminal（伊拉克）的租赁以及所有资产及负债）的100%股权。

**图表 12 招商局港口的全球布局历程**

时间	所属国家	港口/码头	备注
2010	尼日利亚	拉各斯	
2011	斯里兰卡	科伦坡港CICT	主控
2012	多哥	洛美集装箱码头	
2012	吉布提	吉布提港	主控
2013	多国	科特迪瓦阿比让、摩洛哥卡萨布兰卡、摩洛哥丹吉尔、马尔他马萨什洛克、法国马赛-福斯、法国勒阿弗尔、法国敦刻尔克、比利时安特卫普、韩国釜山、美国迈阿密、美国休斯顿等港口码头的全部或部分股权	主要通过达飞合资公司Terminal Link收购
2015	土耳其	伊斯坦布尔KUMPORT	
2017	斯里兰卡	汉班托塔港HIPG	主控
2018	巴西	巴拉那瓜港TCP	主控
2020.3	多国	Odessa Terminal Holdco Ltd（乌克兰）、CMA CGM-PSA Lion Terminal Pte. Ltd.（新加坡）、Kingston Freeport Terminal Limited（牙买加）、Rotterdam World Gateway（荷兰）、First Logistics Development Company（越南）、Laem Chabang International Terminal Co Ltd（泰国）、CMA CGM Terminal Iraq S.A.S（伊拉克）等码头的全部或部分股权	主要通过达飞合资公司Terminal Link收购

资料来源：公司公告，华创证券

### （三）经营业绩：重组后盈利能力不断提升

#### 1、业务量数据：保持稳健

公司集装箱吞吐量稳健增长，散杂货吞吐量增长较快。从所有参控股项目加总统计（不考虑权益比例），2019-2022 三年所有项目集装箱吞吐量 CAGR 为 9%，其中内地项目为 7.4%，海外项目为 17.4%；散杂货吞吐量 CAGR 为 15%，内地项目为 15%，海外项目为 -4.3%。持续的增长与公司近年来不断有并购项目纳入统计范畴有关，但也反应公司全球化的港口网络布局，比单一港口布局，可以更好分散风险，平滑业绩周期性。

2022 年，公司所有参控股港口项目共完成集装箱吞吐量 1.46 亿 TEU，同比上升 6.9%；港口散杂货业务吞吐量为 7.40 亿吨，同比上升 20.6%。

**集装箱业务方面：**内地港口项目完成集装箱吞吐量 1.05 亿 TEU，同比上升 10.5%；我国香港及台湾地区共完成集装箱吞吐量 690 万 TEU，同比下降 10.2%；海外地区港口项目共完成集装箱吞吐量 3370 万 TEU，同比增长 0.4%。

**散杂货业务方面：**内地港口项目共完成散杂货吞吐量 7.34 亿吨，同比上升 20.9%；海外地区港口项目共完成散杂货吞吐量 553 万吨，同比下降 11.0%。

图表 13 公司港口吞吐量

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
集装箱吞吐量 (万TEU)	10973	11293	12171	13639	14577
yoy		2.9%	7.8%	12.1%	6.9%
其中：内地	8139	8488	8576	9514	10517
港台	767	721	716	768	690
海外	2066	2084	2878	3357	3370
散杂货吞吐量 (万吨)	53499	48630	45430	61309	73953
yoy		-9.1%	-6.6%	35.0%	20.6%
其中：内地	53000	48300	44846	60688	73401
海外	499	630	583	621	553

资料来源：公司公告，华创证券

**分港区看：**以 2022 年上半年看，公司集装箱码头吞吐量合计较 21 年上半年小幅下降 0.7%，而海外控股港口实现了整体吞吐量增长。

图表 14 2022 年上半年公司集装箱吞吐量及变化情况（万 TEU）

区域及港口公司			2022年上半年	2021年上半年	变化率
珠三角	控股	深圳西部港区	648	650	-0.3%
		顺德新港	21	22	-5.4%
	参股	珠江内河货运码头	42	55	-22.7%
长三角	参股	上港集团	2,255	2,294	-1.7%
	控股	宁波大树	173	170	1.8%
环渤海	参股	天津港集装箱码头	432	447	-3.3%
		QQCTU	443	418	5.9%
		辽港股份	469	465	0.9%
内地东南地区	控股	漳州码头	14	12	14.3%
		汕头港	74	92	-19.4%
内地西南地区	控股	湛江港	59	58	1.9%
港台	控股/参股	招商货柜/现代货箱	250	282	-11.2%
	参股	台湾高明货柜	110	95	15.4%
海外	控股	CICT	162	150	7.7%
		TCP	56	54	4.3%
		LCT	72	73	-2.2%
	参股	TL	1,294	1,274	1.6%
		Kumport	61	62	-0.8%
		PDSA	30	35	-13.7%
		TICT	14	15	-7.5%
总计		6,678	6,722	-0.7%	

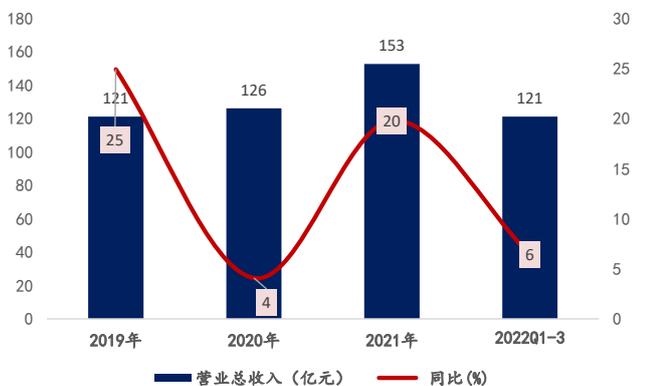
资料来源：公司公告，华创证券

## 2、财务数据：公司净利率不断提升，投资收益提供重要盈利贡献

**净利率不断提升。**公司 2018 年完成重组上市，18 年收入 97 亿，至 21 年收入升至 153 亿元，三年 CAGR 为 16.4%，19-21 年归母净利润分别为 29、21 及 27 亿元，在疫情影响下基本保持稳定，重组后毛利率和净利率呈逐年改善状态，毛利率由 2019 年的 37% 增加至 42%，扣非净利率从 19 年的 8.6% 升至 21 年的 15.4%。

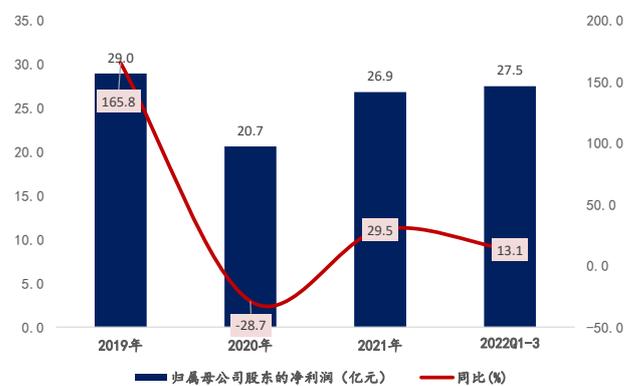
**2022 年前三季度营业收入 121.22 亿元，同比增长 6.45%，归母净利润 27.53 亿元，同比增长 13.11%；**毛利率 42.48%，扣非净利率 21.9%；净资产收益率 6.72%，由于新增投资宁波港导致 2022 前三季度公司总资产同比增速较快，总资产周转率有所下降，因而 2022 前三季度 ROE 略有下降。

图表 15 公司营业收入及同比

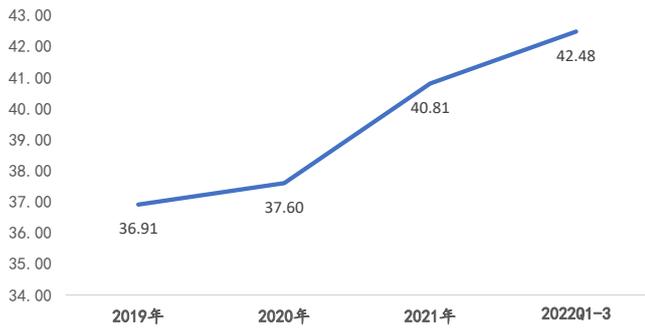


资料来源：Wind，华创证券

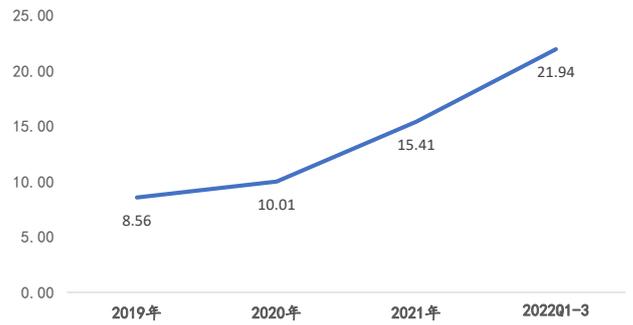
图表 16 公司归母净利润及同比



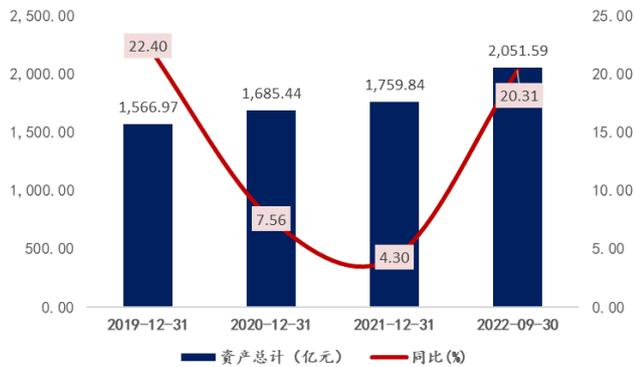
资料来源：Wind，华创证券

**图表 17 公司历年毛利率 (%)**


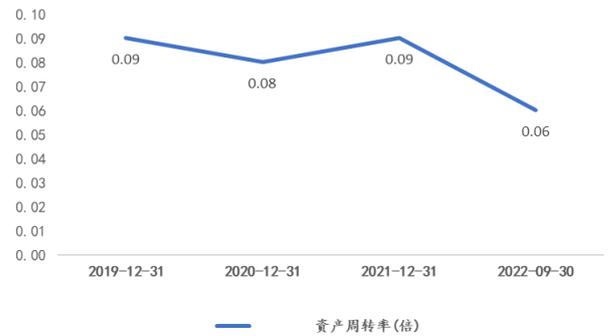
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 18 公司历年扣非净利率 (%)**


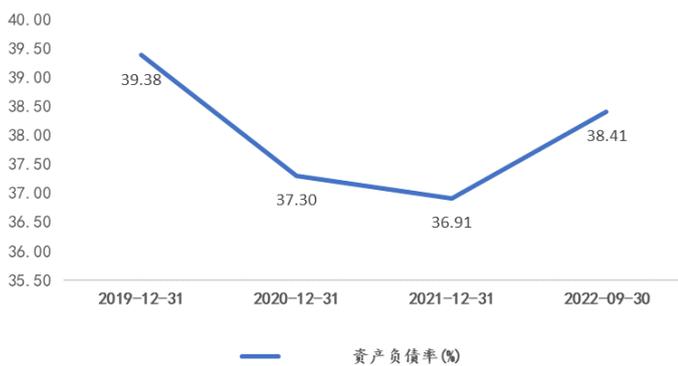
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 19 公司总资产及同比**


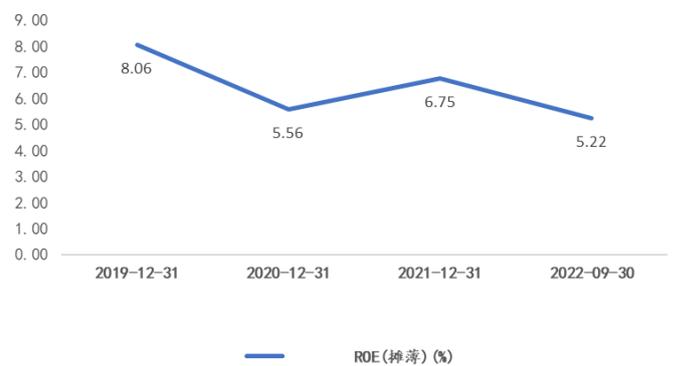
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 20 公司历年总资产周转率**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 21 公司历年资产负债率**


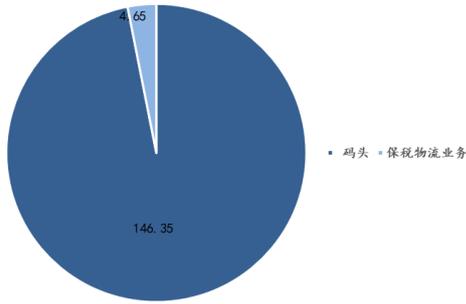
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 22 公司历年 ROE**


资料来源: Wind, 华创证券

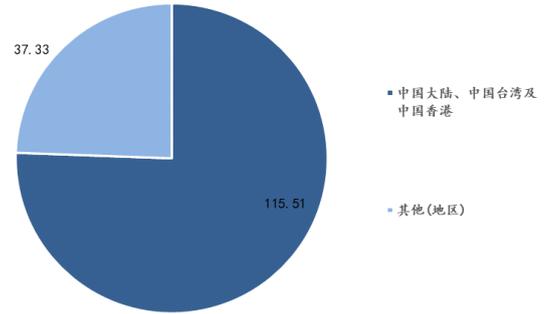
公司海外收入占比 24%，毛利率较国内业务更高。按业务分，港口业务为公司主要收入来源，2021 年收入 146 亿元，占比 96%；保税业务 2021 年收入 4.7 亿元，占比 3.3%。按地区分，海外地区收入占 24%，国内收入占 76%。海外业务毛利率 2021 年为 54%，高于国内业务的 36%。

图表 23 2021 年营业收入按业务拆分



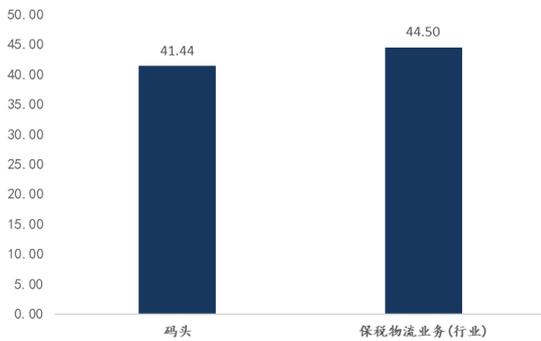
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 2021 年营业收入按地区拆分



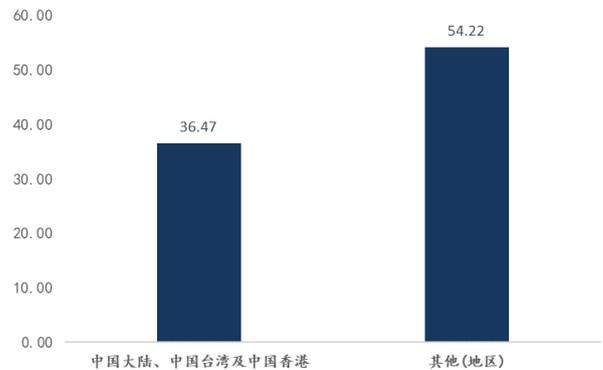
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 2021 年毛利率按业务比较 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 2021 年毛利率按地区比较 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

**投资收益提供重要盈利贡献。**

以 2021 年为例，公司投资收益 62.9 亿，其中上港集团为 41.9 亿元，占比 66.6% 为最大项；南山集团收益 6.85 亿元，占比 10.9%；辽港股份收益为 1.8 亿元，占比 2.8%；宁波舟山为 2.3 亿元，占比 3.7%。

注：2023 年宁波港收益将以 23.08% 股权确认。

**图表 27 2021 年公司投资收益构成**

被投资单位	权益法下确认的投资收益(亿元)	占比
<b>一、合营企业</b>		
Euro-Asia Ocean gate S.à.r.l.	0.58	0.91%
Port of Newcastle	0.13	0.20%
青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司	0.83	1.32%
烟台港集团莱州港有限公司（曾用名“中海港务（莱州）有限公司”）	0.33	0.53%
其他	0.56	0.89%
小计	2.43	3.86%
<b>二、联营企业</b>		
上港集团	41.90	66.61%
南山集团	6.85	10.89%
Terminal Link SAS	4.76	7.57%
辽港股份	1.77	2.82%
深圳市招商前海实业发展有限公司	1.30	2.07%
宁波舟山	2.29	3.65%
招商局东北亚开发投资有限公司	0.08	0.13%
其他	1.51	2.40%
小计	60.48	96.14%
合计	62.91	

资料来源：公司公告，华创证券

注：Terminal Link SAS 是达飞集团与招商局港口的合资企业

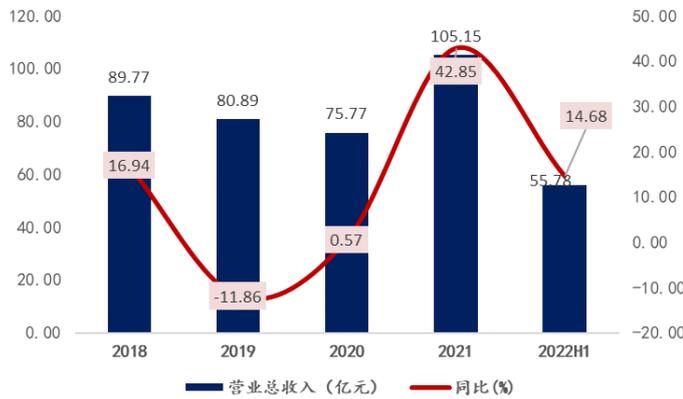
### 3、附：招商局港口（0144.HK）财务数据

近年来招商局港口（0144.HK）收入和利润均呈现稳定增长态势，营业收入 2016-2021 年 5 年 CAGR 为 7.8%，归母净利润为 6.3%。

2022H1 招商局港口（0144.HK）项目共完成集装箱吞吐量 6628 万 TEU，同比-0.3%。其中国内项目完成集装箱吞吐量 4939 万 TEU，同比-1.0%，海外地区项目 1689 万 TEU，同比+1.5%，海外地区项目增长主要得益于 Terminal Link、CICT、TCP 吞吐量的稳健增长。

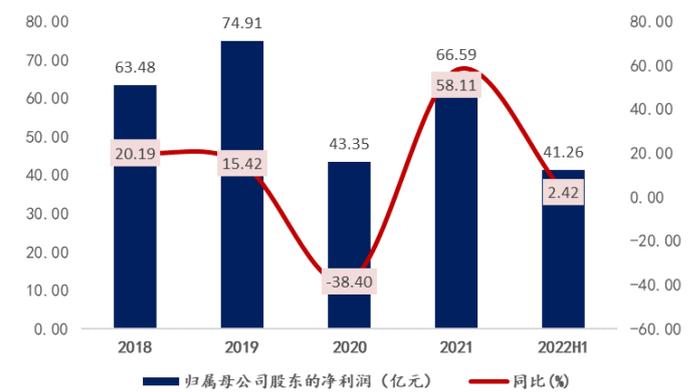
招商局港口（0144.HK）ROE 近年来呈下滑趋势，主要原因为港口项目的整合使得权益规模增加较大，权益性投资近 5 年 CAGR 为 8.2%，增长速度高于公司收入利润，虽盈利能力持续改善，权益投资增长仍使得 ROE 水平有所下降。

图表 28 招商局港口（0144.HK）营业收入及增速



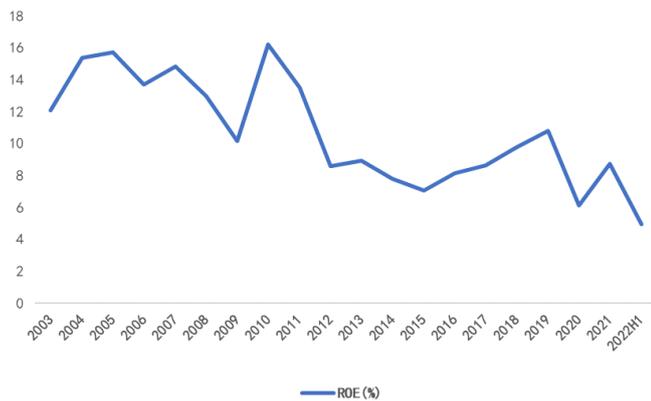
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 招商局港口（0144.HK）归母净利润及增速



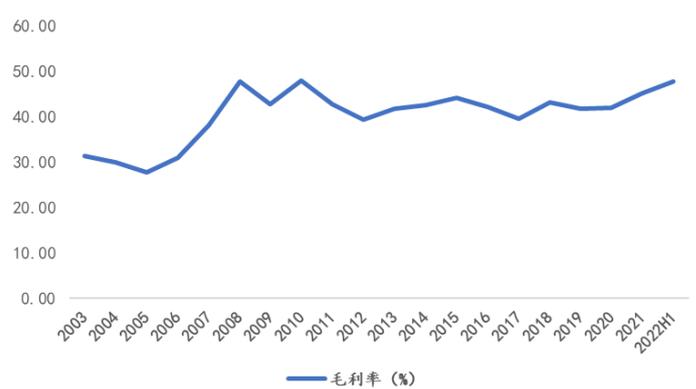
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 招商局港口（0144.HK）历年 ROE



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 招商局港口（0144.HK）历年毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、中国特色估值体系下，如何理解招商港口？

在报告《载旗航空的荣耀、周期价值的跃升——中国特色估值体系下如何理解中国国航》中，我们提出理解“中特估”，是在传统利润指标外，增加多元维度的观察，并结合我国产业发展特征及机制体制特色综合给予评估。

### （一）我国港口行业的发展阶段：有序整合开启，核心资产终将成为现金牛

#### 1、行业特征：重资产、重区位、现金牛

**重资产：**港口行业是资本密集行业，投资规模大、投资回报周期较长，项目收购、开发建设、码头设施升级等均需要资金支持。但因固定资产折旧成本占成本比重相对较高，又具备规模效应及价格弹性。

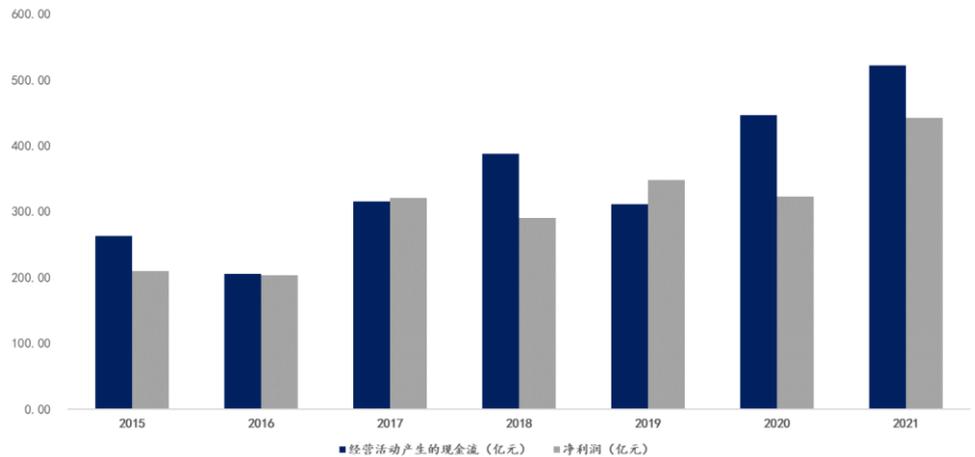
**重区位：**港口业务发展与辐射的腹地经济、港口的天然条件，以及周边港口竞争等均有

关。区位是港口企业的重要竞争优势。

**现金牛：**港口企业的主业收入来自于港口装卸、仓储、运输及其它配套服务，收入=货物吞吐量\*装卸费率，固定资产折旧占成本比重相对较高，成熟期港口现金流大于净利润且稳定。

货物吞吐量的高低取决于产能规模大小，以及经济环境和进出口贸易环境影响；装卸费率则包括政府定价、政府指导价及市场调节价三部分。

**图表 32 港口行业经营性现金流优于净利润**



资料来源：Wind，华创证券

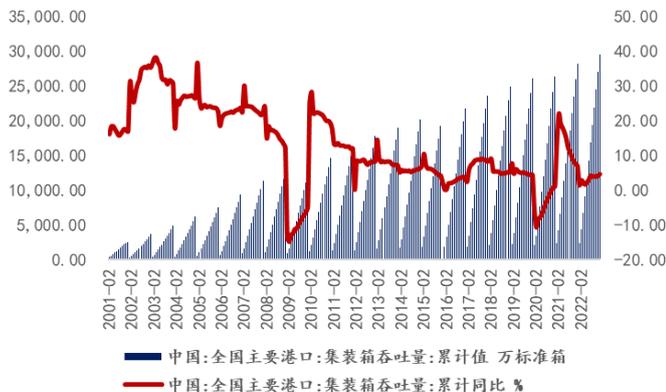
## 2、发展阶段：从部分区域产能过剩到有序整合

自 2001 年加入 WTO 以来，我国港口行业可划分为三个主要发展阶段。

**第一阶段：**2001-2014 年，行业高速成长期，加入 WTO 世贸组织，为我国港口行业带来了高速增长。

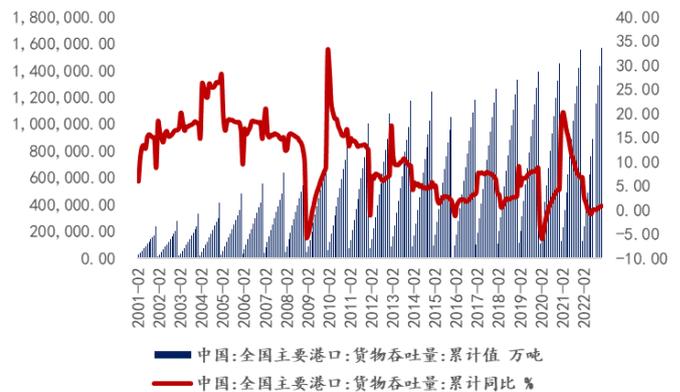
**第二阶段：**2015-2017 年的行业成熟期，我国经济进入新常态，港口吞吐量增速回落，港口发展逐渐进入成熟期，出现了部分区域的产能过剩。

**图表 33 全国主要港口集装箱吞吐量及增速**



资料来源：Wind，华创证券

**图表 34 全国主要港口货物吞吐量及增速**



资料来源：Wind，华创证券

第三阶段：2017年我国港口行业发展步入升级整合期，建设高质量港口以实现交通强国目标下，我国港口供给侧整合持续推进。

我国区域港口一体化改革，以推进“一省一集团”为方向，浙江、山东、辽宁等省份先后成立了省级港口集团，作为整合省内港口的平台持续推进区域整合。

**图表 35 浙江省区域港口一体化历程**

浙江省区域港口一体化历程
2015年8月，在原省海投集团基础上，更名成立浙江省海港投资运营集团有限公司（省海港集团），并一次性注入省属资产150亿元，作为省级海洋港口资源开发建设投融资主平台。
2015年9月，原宁波港集团和舟山港集团通过股权等值划转方式组建了宁波舟山港集团。
2016年11月，省海港集团与宁波舟山港集团深化整合，实行“两块牌子、一套班子”运作。在实现宁波—舟山港一体化运营基础上，又相继完成了对温州港、嘉兴港、台州港和义乌国际陆港等相关港口资产的整合。

资料来源：交通运输部，华创证券

**图表 36 山东省区域港口一体化历程**

山东省区域港口一体化历程
2018年3月，山东高速集团控股整合滨州港、东营港、潍坊港，组建山东渤海湾港口集团
2019年7月9日，威海港100%股权无偿划转青岛港
2019年8月6日，由青岛港、日照港、烟台港和渤海湾港四大港口组建的山东省港口集团正式挂牌成立

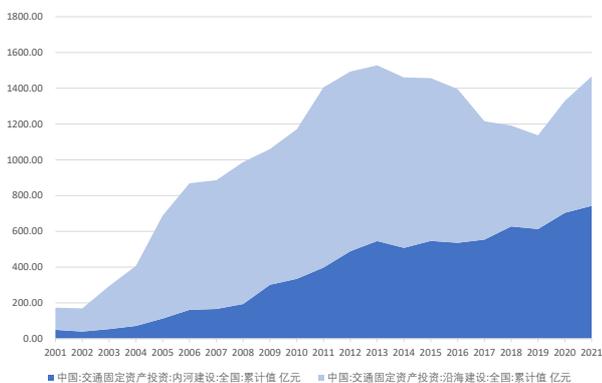
资料来源：交通运输部，华创证券

**资本开支角度看：**在出口贸易的快速增长带动下，全国港口年度固定资产投资额从2001年的174亿元增长至2013年的1528亿元，增长近8倍，且新增产能集中在沿海港口，此阶段带动港口资本支出高增。但从2014年到2019年，港口年度固定资产投资缩减，从1460亿元收窄至1137亿元，从此阶段开始行业扩产较为谨慎。

尽管2020-21年有所提升，但我们认为行业资本支出在需求端平稳增长和供给端区域整合趋势下，积极扩张期已过，结合港口较长的使用期限属性，在行业迈过固定资产扩张期进入成熟期后，港口资产现金牛属性凸显。

同时从新建码头泊位数据看：我国新（扩）建码头吞吐量在2012年左右进入高峰期，新建码头停泊位则在2014年达到高峰，当年新增停泊位337个。随着行业发展进入成熟期，2015年起新（扩）建码头泊位数量呈下滑趋势。

**图表 37 港口产能建设已过积极扩张期**



资料来源：Wind，华创证券

**图表 38 新（扩）建码头泊位数量与年吞吐量 2015年起下滑**



资料来源：Wind，华创证券

### 3、定价机制：存在进一步市场化基础

我国港口收费实行政府定价、政府指导价和市场调节价相结合方式，其中：

实行政府定价的港口收费包括货物港务费、港口设施保安费、国内客运和旅游船舶港口作业费；

实行政府指导价的港口收费包括引航（移泊）费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费和围油栏使用费；

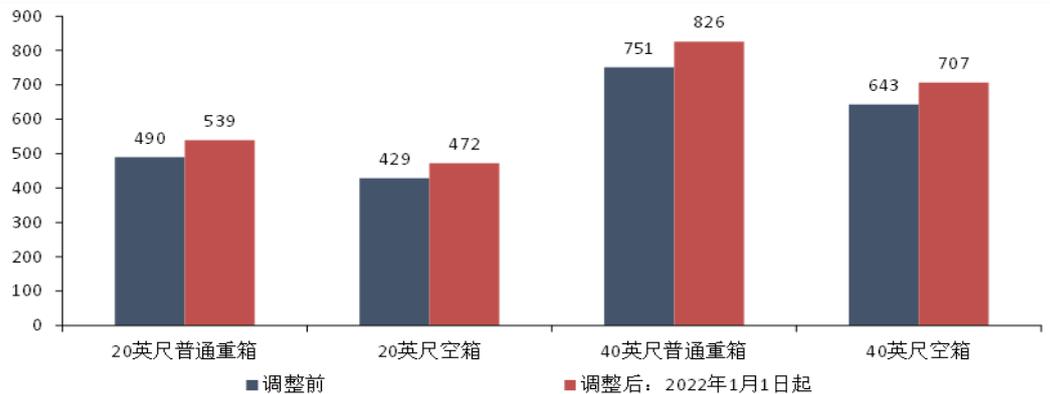
实行市场调节价的港口收费包括港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费，以及提供船舶服务的供水（物料）服务费、供油（气）服务费、供电服务费、垃圾接收处理服务费、污油水接收处理服务费。

2021年12月，宁波舟山港发布《宁波舟山港外贸进出口集装箱港口收费目录清单（202111版）》，宣布自2022年1月1日起，将外贸集装箱装卸费上调10%。

其中：普通重箱装卸包干费 20 英尺箱由 490 元/箱上调至 539 元/箱；40 英尺箱装卸包干费由 751 元/箱上调至 826 元/箱。空箱装卸包干费 20 英尺箱由 429 元/箱上调至 472 元/箱；40 英尺箱由 643 元/箱上调至 707 元/箱。

上调费率的还包括广州港等。

**图表 39 宁波舟山港 2021 年末上调外贸进出口集装箱港口装卸费用 10%**



资料来源：公司官网，华创证券

根据马士基统计的码头装卸费指数来看，我国费率低于国际标准。随着港口整合与区域化协作持续推进，预计未来国内沿海港口同质化价格竞争将减弱，奠定费率企稳回升的基础。

#### （二）海外港口战略价值被低估

我们以公司海外主控港口斯里兰卡科伦坡、汉班托塔以及吉布提港口的战略布局为例，来阐述我们认为公司海外布局战略价值被低估。

##### 1、斯里兰卡项目：南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路

招商港口在在斯里兰卡布局主控了科伦坡 CICT 和汉班托塔 HIPG 港口，项目战略意义重大。

斯里兰卡是我国提出“一带一路”倡议的重要节点，也是最早加入“一带一路”倡议的国家之一。

**科伦坡 CICT 港口**是斯里兰卡最大的港口之一，共有 3 个泊位，1200 米岸线，于 2014 年竣工投入运营，经营期限为 35 年，招商局港口持股 85%，斯里兰卡港务局占 15% 股份。

2022 年吞吐量为 321.5 万标箱，产能为 400 万标箱左右。

**汉班托塔港 HIPG 港口**共有 10 个泊位，3487 米岸线，招商局港口持股 65%，2017 年中国和斯里兰卡签订汉班托塔港的管理开发协议，招商局港口租用港口及周边约 60.7 平方公里的土地 99 年。2022 年吞吐量为 129 万吨散杂货，突破 50 万辆滚装船。

**图表 40 科伦坡 CICT 集装箱吞吐量情况**



资料来源：公司公告，华创证券

### 地理优势：南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路

斯里兰卡有着优越的地缘经济位置和海洋位置。

作为南亚地区重要的海上交通枢纽，科伦坡港离世界最繁忙的国际海上贸易东西航线仅 30 余海里，成为欧亚、太平洋、印度洋地区世界航海线的重要航站及补给站。科伦坡港位于印度洋航道，是印度洋往太平洋的必经之路，科伦坡南国际集装箱码头可作为中国海上运输的中转站，并为海上补给提供更高的安全性和运输效率。

汉班托塔港位于斯里兰卡南部省，直面广阔的印度洋，向东是亚太地区，向南是澳大利亚，向北是南亚，向西是非洲和中东，拥有较大的交通枢纽潜力。

### 腹地经济：经济增长快速的南亚地区

斯里兰卡辐射正处在经济快速发展阶段的南亚地区。南亚地区的人口超过了 17 亿，约占世界总人口的 20%，具备成为世界工厂和消费增长点的潜力。2021 年中国与南亚国家贸易额达到 1875 亿美元，比 2019 年疫情之前高出 500 多亿美元，比十年前翻了近一番。自 2013 年以来，南博会已成功举办六届，共有 89 个国家、地区和国际组织先后参展参会，累计 3331 个项目签约，签约金额超 4.3 万亿元人民币，极大地推动了中国与南亚国

家的经贸往来和交流合作。

## 2、吉布提：非洲之角，东非地区的战略门户

招商局港口于 2012 年 12 月投资吉布提港，出资 1.65 亿美元，经营年限为无限期，持股 23.5%，其余股份为吉布提政府持有，但公司是港口的主要运营者。招商局入股吉布提港后，通过推动 DMP 新港区的建设和运营模式转变，实现吉布提港经营管理全面提升。

吉布提港有限公司下属共 4 个码头，为吉布提多功能码头（持股 100%）、吉布提多功能新码头（持股 100%）、吉布提多哈雷集装箱码头（持股 66%）、吉布提干港（持股 23%）。

图表 41 吉布提港有限公司持有码头



资料来源：招商局港口集团介绍材料，华创证券

### 地理优势：被喻为“石油通道上的哨兵”

吉布提位于远东与中东连接红海、地中海、欧洲及美东的主航道，地理位置重要，被称为“红海前哨”，又被喻为“石油通道上的哨兵”。因吉布提东北部扼守着进出红海-亚丁湾的交汇处，属于全球为数不多的石油航运生命线。

图表 42 吉布提被称为“红海前哨”



资料来源：招商局港口集团介绍材料，华创证券

### 辐射区域：东非、中东、红海地区

吉布提国土面积 2.32 万平方公里，总人口约 92 万，提辐射东非、中东、红海地区，其对埃塞俄比亚的依赖重，埃塞的发展将成吉布提经济发展重要外部驱动力。

2020 年前，吉布提和中国的贸易额已经超过 23 亿美金，95%是吉布提进口中国商品。借用这个进口通道，肯尼亚、埃塞俄比亚、厄立特里亚等国对华进口的贸易额也有上升，吉布提港每年处理内陆邻国埃塞俄比亚近九成进出口货物，后者是东非最大也是发展最快的经济体，也是中国在东非最重要的经济伙伴。

### 3、海外港口战略布局价值被低估

我们以斯里兰卡与吉布提两个海外项目的布局，说明战略地位的重要性。我们认为公司海外港口战略布局的资产价值被低估。

其一、港口资源不能再生，海外优质项目可遇不可求，公司作为第一批出海收购布局全球网络，已经抢占了先发优势。

其二、在国际局势复杂多变的背景下，国际贸易供应链的自主安全可控将上升到全新高度，而关键贸易节点、贸易通道的核心资源卡位，具备的战略意义超过纯粹盈利的回报。

## 三、投资建议与风险提示

### 1、盈利预测：

**收入：**结合不同港口吞吐量的表现，以及我们对费率稳中有升的判断，同时考虑公司预计将于 23 年内完成宁波大榭的转让，我们综合预计公司 22-24 年收入分别为 166、171 及 182 亿，同比分别增长 8.8%、2.6%及 6.8%。

**投资收益：**我们考虑 2023 年宁波港对投资收益的全年贡献，但同时我们预计上港集团来自东方海外的投资收益或有所明显下降，综合预计 2022-24 年投资收益分别为 76.6、79.3 及 79.8 亿。

**归母净利润：**我们预计公司 2022-24 年实现归母净利分别为 33.4、37 及 40.8 亿，对应 EPS 分别为 1.33、1.48 及 1.63 元，PE 分别为 12、11 及 10 倍。

**2、投资建议：**我们认为优质央企港口龙头 PB 应修复至 1 倍以上（行业平均），给予 23 年预计净资产 1 倍 PB，对应目标价 21.1 元，预期较现价 31%空间，首次覆盖，“强推”评级。

**图表 43 A 股港口上市公司估值比较**

代码	名称	市值 (亿元)	PB	归母净利润		ROE (%)	扣非净利率 (%)
		截止2023/3/27		2021	2022前三季度	2021	2021
600018.SH	上港集团	1,285	1.13	147	155	14.7	39.8
601018.SH	宁波港	706	0.98	43	35	7.9	16.4
<b>001872.SZ</b>	<b>招商港口</b>	<b>404</b>	<b>0.77</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>6.7</b>	<b>15.4</b>
601298.SH	青岛港	397	1.09	40	35	11.4	23.0
601880.SH	辽港股份	389	1.01	19	11	5.0	11.9
601228.SH	广州港	233	1.21	11	9	7.7	9.3
601000.SH	唐山港	181	0.96	21	14	11.3	27.4
601326.SH	秦港股份	161	0.94	10	11	6.5	15.1
000582.SZ	北部湾港	134	1.08	10	8	9.1	16.8
600717.SH	天津港	118	0.66	10	7	5.6	4.1
000088.SZ	盐田港	115	1.21	5	4	5.1	66.7
600017.SH	日照港	89	0.65	7	6	5.6	11.2
601008.SH	连云港	57	1.37	1	1	2.7	1.7
000905.SZ	厦门港务	55	1.16	2	2	6.4	0.7
000507.SZ	珠海港	52	1.00	4	2	8.1	6.8
600897.SH	厦门空港	50	1.32	1	0	3.7	5.7
600279.SH	重庆港	50	0.88	1	0	1.2	0.0
002040.SZ	南京港	35	1.14	1	1	5.0	17.3
	<b>平均</b>		<b>1.03</b>				

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

## 2、风险提示

**经济大幅下滑的风险。**经济活动是带动港口吞吐量增长与衰退的直接因素，经济处于扩张期时，运输需求增加，港口行业的业务量上升；当经济处于低潮时期，运输需求减少，港口行业的业务量降低。而港口行业的重资产属性，使得一旦需求不及预期，会带来利润的较大波动。

**海外港口拓展及运营不及预期的风险。**公司港口分布于全球 25 个国家和地区，各个区域政治、经济、社会环境不同，对公司的国际化经营管理能力要求较高，而国际贸易摩擦加深也将带来一定的经营风险，因此海外港口业务运营及拓展面临一定的不及预期的风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12772	7224	16267	26676
应收票据	6	0	0	0
应收账款	1321	1437	1476	1576
预付账款	52	57	55	55
存货	195	203	204	205
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8636	8771	8830	8942
流动资产合计	22982	17692	26832	37454
其他长期投资	11461	11876	12051	12522
长期股权投资	70353	90918	90918	90918
固定资产	31710	31668	31129	30547
在建工程	2544	2594	2544	2574
无形资产	18475	18060	17658	17169
其他非流动资产	18459	18493	18526	18556
非流动资产合计	153002	173609	172826	172286
<b>资产合计</b>	<b>175984</b>	<b>191301</b>	<b>199658</b>	<b>209740</b>
短期借款	13651	13151	12651	12851
应付票据	2	2	2	2
应付账款	844	745	726	728
预收款项	9	10	10	11
合同负债	197	200	205	219
其他应付款	2091	2091	2091	2091
一年内到期的非流动负债	8268	9000	8800	8800
其他流动负债	5192	5848	6099	6424
流动负债合计	30254	31047	30584	31126
长期借款	7145	4145	4045	3945
应付债券	16671	14000	14000	14000
其他非流动负债	10879	10880	10880	10880
非流动负债合计	34695	29025	28925	28825
<b>负债合计</b>	<b>64949</b>	<b>60072</b>	<b>59509</b>	<b>59951</b>
归属母公司所有者权益	39801	52222	52705	53203
少数股东权益	71234	79007	87444	96586
<b>所有者权益合计</b>	<b>111035</b>	<b>131229</b>	<b>140149</b>	<b>149789</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>175984</b>	<b>191301</b>	<b>199658</b>	<b>209740</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6510</b>	<b>5590</b>	<b>6630</b>	<b>7262</b>
现金收益	11937	14189	14989	16055
存货影响	16	-8	-1	-1
经营性应收影响	468	-16	63	0
经营性应付影响	-102	-98	-19	3
其他影响	-5810	-8477	-8402	-8796
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4572</b>	<b>-22886</b>	<b>-1850</b>	<b>-1750</b>
资本支出	-1864	-2415	-1818	-1721
股权投资	-4122	-20565	0	0
其他长期资产变化	1414	94	-32	-29
<b>融资活动现金流</b>	<b>-950</b>	<b>11748</b>	<b>4263</b>	<b>4897</b>
借款增加	3190	-5439	-800	100
股利及利息支付	-4000	-5437	-5779	-6186
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-142	22624	10842	10983

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15284</b>	<b>16632</b>	<b>17066</b>	<b>18233</b>
营业成本	9047	9083	8831	8731
税金及附加	192	209	219	228
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1729	1879	1911	1987
研发费用	218	233	239	237
财务费用	1545	1858	1648	1676
信用减值损失	-253	5	5	5
资产减值损失	-420	-100	-100	-100
公允价值变动收益	221	20	50	100
投资收益	6637	7664	7932	7979
其他收益	363	350	403	443
<b>营业利润</b>	<b>9136</b>	<b>11338</b>	<b>12537</b>	<b>13831</b>
营业外收入	44	40	40	40
营业外支出	96	60	40	40
<b>利润总额</b>	<b>9084</b>	<b>11318</b>	<b>12537</b>	<b>13831</b>
所得税	1429	1811	2006	2213
<b>净利润</b>	<b>7655</b>	<b>9507</b>	<b>10531</b>	<b>11618</b>
少数股东损益	4969	6172	6836	7542
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2686</b>	<b>3335</b>	<b>3695</b>	<b>4076</b>
NOPLAT	8957	11068	11916	13026
EPS(摊薄) (元)	1.40	1.33	1.48	1.63

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.1%	8.8%	2.6%	6.8%
EBIT 增长率	32.3%	24.0%	7.7%	9.3%
归母净利润增长率	30.0%	24.2%	10.8%	10.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.8%	45.4%	48.3%	52.1%
净利率	50.1%	57.2%	61.7%	63.7%
ROE	6.7%	6.4%	7.0%	7.7%
ROIC	14.6%	19.3%	18.5%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	31.4%	29.8%	28.6%
债务权益比	51.0%	39.0%	35.9%	33.7%
流动比率	0.8	0.6	0.9	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.9	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	32	30	31	30
应付账款周转天数	29	31	30	30
存货周转天数	8	8	8	8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.40	1.33	1.48	1.63
每股经营现金流	2.60	2.24	2.65	2.91
每股净资产	15.93	20.90	21.09	21.29
<b>估值比率</b>				
P/E	12	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	20	17	16	15

## 交通运输组团队介绍

### 副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2021年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

### 分析师：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

### 分析师：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021年加入华创证券研究所。

### 研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021年加入华创证券研究所。

### 研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522