

青岛港（601298）深度研究报告

**ROE 长期领先的北方大港，中国特色估值体系下双催化**

- ❖ **青岛港是 ROE 水平长期领先的北方大港。** 青岛港口是世界第四大沿海港口、中国第二大外贸口岸，2022 年完成货物吞吐量 6.27 亿吨，集装箱吞吐量 2682 万 TEU，航线总数稳居中国北方港口第一位。**1) 业绩看，青岛港位居行业领先。公司 ROE 水平在 2018-20 三年排名行业第一，22 年为 12.4%，行业第二。2022 年收入 193 亿元（港口主业收入行业第三），三年 CAGR 16.6%（行业平均 6.1%），归母净利润 45 亿元（行业第二，仅次于上港）。2) 业务结构看：液体散货利润贡献占比最高，2022 年税前利润 23 亿元，占比 34%，集装箱业务 16.7 亿元，占比 24%、物流及增值服务占比 22%、干散货业务占比 7%。3) 占据区位优势，运营效率领先。a) 地理位置：处于“一带一路”海陆交汇点的天然深水良港，水域宽深、四季通航。b) 背靠经济和交通网络发达的山东省。北方经济总量最大的省份，工业种类齐全，交通网络发达，为青岛港吞吐量和均衡的货种结构提供支撑。c) 公司是环渤海地区主要的综合性港口之一。青岛港货种以外贸为主，且结构均衡，能平滑单一货种的周期波动，22 年集装箱吞吐量在环渤海港区市占率为 34%，三年合计提升 3.3pct。d) 效率领先：码头装卸作业效率全球领先。**
- ❖ **如何理解青岛港的投资机会：中国特色估值体系下寻找双催化？** 在行业深度报告《优质港口具备价值重塑重大机遇——中国特色估值体系下如何理解港口行业》我们提出两大核心观点：其一，我们认为优质港口资产并不弱于高速公路。原因在于从商业模式分析，港口企业重资产属性、具有核心壁垒、终将成为现金牛，当前我国港口行业处于区域有序整合开启，费率稳步提升新周期。其二，我们认为在中国特色估值体系下“一带一路”与“区域港口一体化”是两大催化线索。具体到青岛港而言：**1) 催化 1：区域港口一体化推进带来的格局优化潜力。**从行业维度看，“一省一港”模式奠定费率稳中有升新周期。从山东港口集团看，3 年来，山东省港口一体化发展释放出倍增效应，省港口集团成立后，经营收入和利润快速增长，盈利能力改善明显，全省一盘棋，港口各司其职，“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展”为格局，若未来能有进一步协同，将更好提升山东港口在环渤海地区的竞争力、影响力与盈利能力。**2) 催化 2：“一带一路”打开机遇之窗。**2023Q1“一带一路”沿线外贸继续保持较高增速。山东省进出口结构中，“一带一路”沿线区域进出口金额占比为 38%，青岛港将继续受益于产业结构与出口方向的宏观变迁，同时“一带一路”十周年也预期将为优质港口带来新的动能。
- ❖ **投资建议：1) 盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 50.8、56.7、63.5 亿元，同比分别增长 12.2%、11.6%、12.1%，对应 EPS 分别为 0.78、0.87 及 0.98 元，PE 分别为 10、9、8 倍。**2) 目标价：**公司强调观点：优质港口龙头估值应向高速公路靠拢，六家百亿市值以上公路公司平均 PB 1.4 倍，而 ROE 水平与青岛港相近的皖通高速、宁沪高速均达到 1.5 倍 PB，因此我们给予 2023 年预计净资产 1.5 倍 PB，对应目标价 9.4 元，预计较现价 26%空间，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：经济出现下滑、腹地经济明显波动。**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	19,263	21,277	23,414	25,788
同比增速(%)	19.7%	10.5%	10.0%	10.1%
归母净利润(百万)	4,525	5,076	5,667	6,353
同比增速(%)	14.2%	12.2%	11.6%	12.1%
每股盈利(元)	0.70	0.78	0.87	0.98
市盈率(倍)	11	10	9	8
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价

**推荐（首次）**

目标价：9.4 元

当前价：7.44 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)	649,110.00
已上市流通股(万股)	539,207.50
总市值(亿元)	482.94
流通市值(亿元)	401.17
资产负债率(%)	27.62
每股净资产(元)	5.96
12 个月内最高/最低价	8.47/5.22

市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

华创交运团队围绕中国特色估值体系下如何看待行业及龙头公司发布了系列研究，最新报告我们提出了 4-2-3-1 的投资脉络，其中我们认为港口行业依旧是显著被低估的行业。3 月末我们发布了招商港口深度研究，看好公司一带一路先行者，战略价值被低估，本篇报告我们则聚焦行业 ROE 水平长期领先的青岛港，一方面揭秘公司长期脱颖而出的要素，另一方面则围绕当前环境，梳理公司价值进一步重塑的两大催化。

### 投资逻辑

**如何理解青岛港的投资机会：中国特色估值体系下寻找双催化？**

**1) 催化 1：区域港口一体化推进带来的格局优化潜力。**3 年来，山东省港口一体化发展释放出倍增效应，省港口集团成立后，经营收入和利润快速增长，盈利能力改善明显，全省一盘棋，港口各司其职，“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展”为格局，若未来能有进一步协同，将更好提升山东港口在环渤海地区的竞争力、影响力与盈利能力。

**2) 催化 2：“一带一路”打开机遇之窗。**2023Q1 “一带一路”沿线外贸继续保持较高增速。山东省进出口结构中，“一带一路”沿线区域进出口金额占比为 38%，青岛港将继续受益于产业结构与出口方向的宏观变迁，同时“一带一路”十周年也预期将为优质港口带来新的动能。

### 关键假设、估值与盈利预测

**1) 盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 50.8、56.7、63.5 亿元，同比分别增长 12.2%、11.6%、12.1%，对应 EPS 分别为 0.78、0.87 及 0.98 元，PE 分别为 10、9、8 倍。

**2) 目标价：公司强调观点：**优质港口龙头估值应向高速公路靠拢，六家百亿市值以上公路公司平均 PB 1.4 倍，而 ROE 水平与青岛港相近的皖通高速、宁沪高速均达到 1.5 倍 PB，因此我们给予 2023 年预计净资产 1.5 倍 PB，对应目标价 9.4 元，预计较现价 26% 空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

# 目 录

一、青岛港：ROE 水平领先的北方大港 .....	6
（一）公司 ROE 水平长期保持行业领先 .....	6
（二）业务拆分：液体散货利润贡献占比最高 .....	10
1、液体散货业务：利润贡献最大 .....	10
2、集装箱业务：毛利率最高，第二大利润来源 .....	12
3、物流及港口增值服务：收入贡献最大 .....	13
4、干散货业务：金属矿石为最大货种，外贸占比较高 .....	14
（三）占据区位优势，运营效率领先 .....	16
1、占据区位优势：地理位置佳、背后腹地强 .....	16
2、效率领先：码头装卸作业效率全球领先 .....	19
二、如何理解青岛港的投资机会：中国特色估值体系下双催化 .....	19
（一）催化 1：区域港口一体化推进带来的格局优化潜力 .....	19
1、区域港口一体化奠定费率稳中有升新周期的开启 .....	19
2、山东省港口集团资源持续优化将推动青岛港潜力持续释放 .....	22
（二）催化 2：“一带一路”打开机遇之窗 .....	25
三、盈利预测与投资建议 .....	27
四、风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1 青岛港股权结构（截至 2023Q1）	6
图表 2 青岛港五大港区	6
图表 3 青岛港历年收入及增速	7
图表 4 青岛港历年净利润及增速	7
图表 5 青岛港历年净利率	7
图表 6 青岛港历年 ROE（%）	7
图表 7 ROE 排名前 5 港口公司杜邦分解	9
图表 8 TOP5 港口 ROE 水平（%）	9
图表 9 TOP5 港口净利率水平（%）	9
图表 10 2022 青岛港收入结构	10
图表 11 2022 青岛港利润结构	10
图表 12 液体散货处理及配套服务历年收入及增速	11
图表 13 液体散货处理及配套服务毛利率	11
图表 14 液体散货处理及配套服务历年利润占比	11
图表 15 液体散货处理及配套服务历年 ROA	11
图表 16 液体散货历年吞吐量（亿吨）	11
图表 17 液体散货历年费率	11
图表 18 集装箱合营公司介绍	12
图表 19 公司集装箱分部业绩表	13
图表 20 集装箱历年吞吐量	13
图表 21 集装箱历年费率	13
图表 22 物流及港口增值服务历年收入及增速	14
图表 23 物流及港口增值服务收入占公司总收入比例	14
图表 24 物流及港口增值服务毛利率	14
图表 25 干散货业务分部业绩表	15
图表 26 干散货历年吞吐量（亿吨）	15
图表 27 干散货历年费率	15
图表 28 青岛港口主要货种吞吐量及外贸占比（万吨、%）	16
图表 29 青岛港距釜山-上海航线航行距离和时间更短	16
图表 30 青岛港全年停泊能力佳	17
图表 31 2022 环渤海地区主要港口外贸货物占比	18
图表 32 2020 青岛港货物吞吐种类结构	18
图表 33 青岛港货物吞吐量在环渤海港区中比重	18

图表 34 青岛港集装箱吞吐量在环渤海港区中比重 .....	18
图表 35 环渤海地区主要港口吞吐量市占率 .....	18
图表 36 各省份港口区域整合条线 .....	20
图表 37 国内外主要港口集装箱收费对比（人民币元/TEU） .....	21
图表 38 进口业务各环节收费占比 .....	21
图表 39 出口业务各环节收费占比 .....	21
图表 40 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% .....	22
图表 41 山东省区域港口一体化历程 .....	22
图表 42 山东省港口集团历年收入及增速 .....	23
图表 43 山东省港口集团历年净利润及增速 .....	23
图表 44 山东省港口集团历年流动比率、速动比率 .....	24
图表 45 山东省港口集团历年 ROE .....	24
图表 46 山东港口青岛港集团历年收入利润 .....	24
图表 47 山东港口青岛港集团盈利质量提升 .....	24
图表 48 山东港口青岛港集团 2022 业绩在行业中排名较前 .....	25
图表 49 山东港口日照港集团历年收入、净利润 .....	25
图表 50 山东港口日照港集团历年 ROE .....	25
图表 51 一带一路贸易指数上升 .....	25
图表 52 23Q1 对不同地区进出口同比增速（%，人民币） .....	25
图表 53 2022 山东省进出口结构 .....	26
图表 54 2022 山东省进口结构中一带一路沿线占比 .....	26
图表 55 2022 广东省进出口结构 .....	26
图表 56 2022 上海进出口结构 .....	26
图表 57 2023Q1 主要省份集装箱吞吐量增速(%) .....	27
图表 58 高速与港口代表性公司估值比较（截至 2023/5/12） .....	28

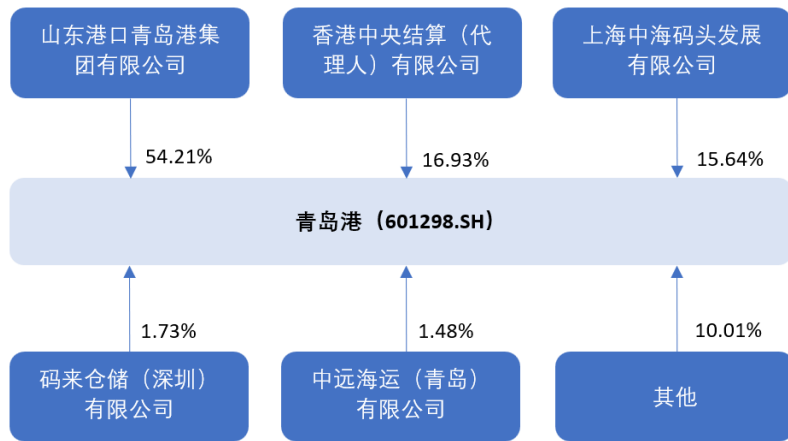
## 一、青岛港：ROE 水平领先的北方大港

### （一）公司 ROE 水平长期保持行业领先

青岛港是世界第四大沿海港口、中国第二大外贸口岸，主要从事集装箱、原油、铁矿石、煤炭、粮食等各类进出口货物的装卸、储存、保税、分拨、加工等综合港口服务。

截至 2023Q1，公司控股股东山东港口青岛港集团持股比例为 54.21%，山东省港口集团是公司控股股东山东港口青岛港集团的第一大股东。

图表 1 青岛港股权结构（截至 2023Q1）



资料来源：wind，华创证券

青岛港地理位置优越，处于“一带一路”海陆十字交汇点。青岛港东临韩国和日本，与日韩各大港口一衣带水，也是太平洋西海岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽。青岛港是 RCEP 协定中面向日韩和东盟的“桥头堡”，是沿黄流域最经济便捷的出海口。

目前公司共运营青岛大港港区、前湾港区、黄岛油港区、董家口港区及威海港港区五大港区。截至 2022 年，公司运营 108 个泊位，包括 68 个处理单一类型货物的专用泊位、40 个可处理金属矿石、煤炭及其他一般货物的通用泊位。

其中，威海港港区为公司 2022 年 5 月并购，其余大港港区、前湾港区、黄岛油港区及董家口港区完成的货物吞吐量分别占公司 2022 年完成货物吞吐量的 4.5%、54.2%、10.5% 及 30.7%。

图表 2 青岛港五大港区

港区	主要经营公司	货种	泊位数量	最大水深 (米)
前湾港区	QQCT、QQCTU、QQCTN、前港分公司、西联及青港物流	集装箱、干散货及件杂货	40	-21
黄岛油港区	青岛实华及红星物流	液体散货	13	-24
董家口港区	董家口分公司、QDOT、青岛实华、董家口油品、摩科瑞物流、董家口通用码头、青岛港通用码头有限公司及华能青岛	干散货、液体散货及件杂货	25	-25
大港港区	大港分公司	集装箱、液体散货及件杂货	18	-15
威海港港区	威海港发展公司、威海青威及威海世昌物流有限公司	集装箱、干散货及件杂货	12	-16.5

资料来源：公司公告，华创证券

**经营业绩看：青岛港位居行业领先。**

**吞吐量：**2022 年公司完成集装箱吞吐量 2682 万 TEU，同比增长 13.1%；完成货物吞吐量 6.27 亿吨，同比增长 10.3%，其中干散杂货吞吐量完成 2.38 亿吨，同比增长 13.3%，液体散货吞吐量完成 1.12 亿吨，同比增长 4.1%；航线总数稳居中国北方港口第一位。

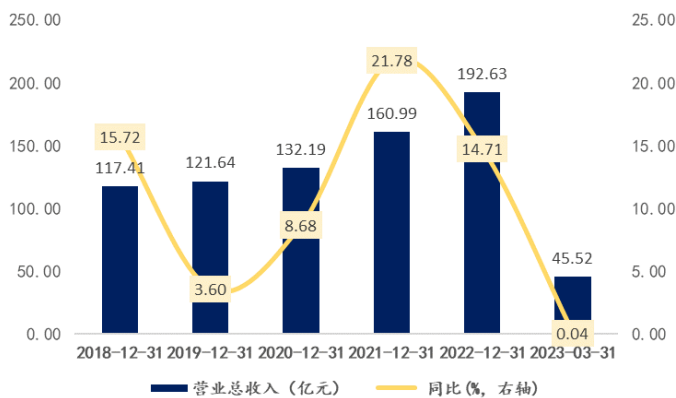
**营业收入：**2022 年 192.6 亿元（港口主业收入行业排名第三，仅次于上港和宁波港），同比+14.7%，三年 CAGR 为 16.6%（行业平均 6.1%）。

**归母净利润：**2022 年为 45.3 亿元（行业排名第二，仅次于上港），同比+13.6%；ROE 12.4%（行业平均 7%）。2023Q1 实现归母净利润 12.59 亿元，同比+10.23%（行业平均为 1.3%）。

**盈利能力：**2023Q1 毛利率 37.5%（高出行业平均水平 7pct），同比+3.4pct（行业平均为 +0.56 pct）；净利率为 31.2%（高出行业平均水平 9.4pct），同比+1.4pct（行业平均为 +1.1pct）；扣非净利率为 27%（高出行业平均水平 10 pct），同比+2.8pct（行业平均为 +1.2pct）。

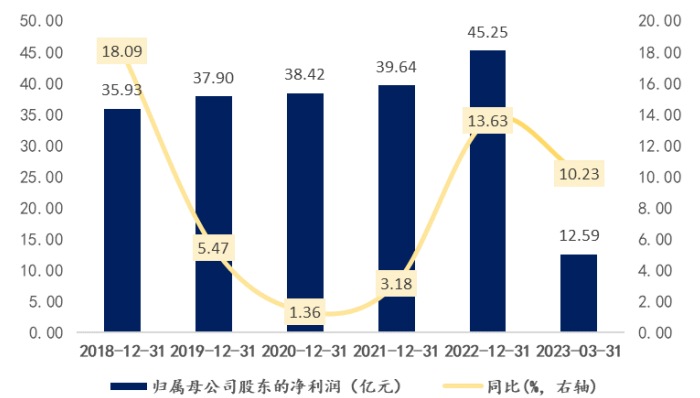
**ROE：**2022 ROE 为 12.4%，仅次于上港集团，位于行业第二，行业平均水平为 7%，高于行业平均水平 5.4pct。

图表 3 青岛港历年收入及增速



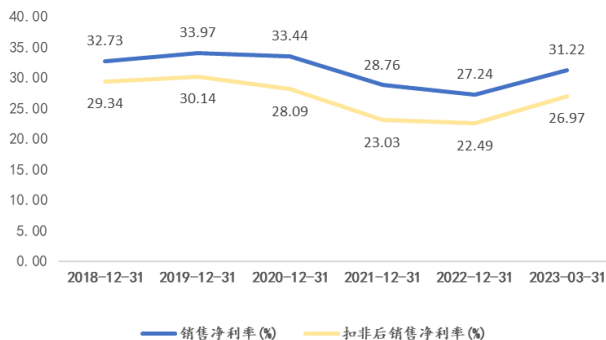
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 青岛港历年净利润及增速



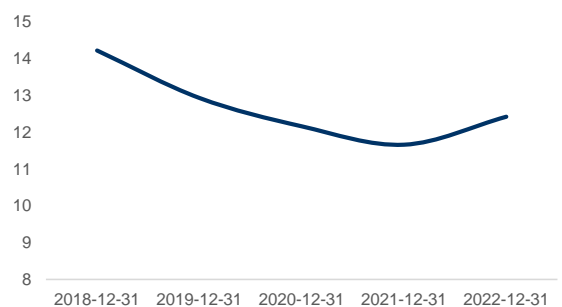
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 青岛港历年净利率



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 青岛港历年 ROE (%)



资料来源：Wind，华创证券

**青岛港 ROE 在 2018-2020 三年排名行业第一**，2021-22 年位居第二（因上港集团连续 2 年投资收益超百亿而位居第一）。公司 ROE2018 年最高为 14.2%，后略有下滑到 2022 年的 12.4%。拆解因素看：

**净利率：有所下降**，从 2020 年的 33.44% 下降到 2022 年的 27.24%。

原因之一是，整体毛利率由 2020 年的 35.8% 下降到 2021 年的 31.4%，主要为业务结构变化，公司毛利率较低的物流及港口增值服务占比上升，其占比由 2020 年的 37% 上升到 2020 年的 42.3%，且该业务毛利率由 2020 年的 30.4% 下降到 2022 年的 20%。

原因之二是投资收益在收入和利润占比中逐年减少，2018-2022 年公司投资收益维持在 13 亿元左右，投资收益/总收入由 2018 年的 11.7% 下降到 2022 年的 7.4%。

**权益乘数：略有下降**，从 2020 年的 1.56 下降到 1.39；

**总资产周转率：提升**，从 2020 年的 0.29 提升至 0.33。

排名靠前的公司中：

**上港集团** ROE 从 2018 年 14.21% 略次于青岛港，到 2022 年的 16.25% 排名行业第一，主要得益于净利率提升，从 2018 年 30.16% 提升到 2022 年的 48%（其中受益于东方海外国际的投资收益显著贡献），权益乘数和总资产周转率大体稳定。

**北部湾港** ROE 2020 年曾排名行业第二，后因销售净利率和总资产周转率下滑，ROE 从 2020 年的 10.9% 下降到 8.6%。

**唐山港** ROE 2018-2021 年稳定在 11% 的高位水平，2022 年略有下降至 9% 排名行业第三，其中 2022 年净利率下降 3.2pct，权益乘数下降 0.06，总资产周转率下降 0.01。

**秦港股份** ROE 从 2018 年的 5.9% 逐渐上升到 2022 年的 7.84%，2022 年排名行业第五，为逐年改善的净利率所致，公司净利率从 2018 年的 10.09% 上升到 2022 年的 19.61%，资产周转率大体稳定，权益乘数略有降低。

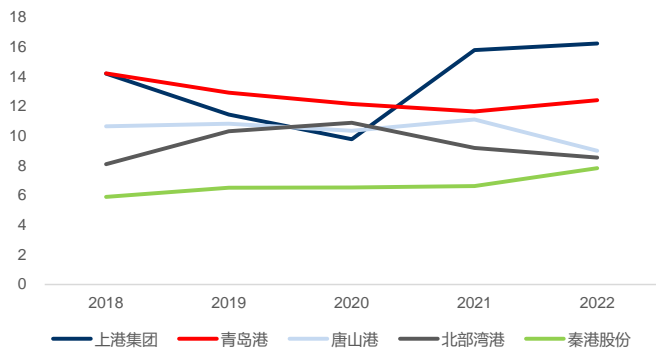


图表 7 ROE 排名前 5 港口公司杜邦分解

	2018	2019	2020	2021	2022	5年平均
ROE (%)						
上港集团	14.21	11.46	9.80	15.81	16.25	13.51
青岛港	14.23	12.94	12.17	11.67	12.43	12.69
唐山港	10.67	10.84	10.36	11.13	9.01	10.40
北部湾港	8.11	10.33	10.90	9.21	8.55	9.42
秦港股份	5.90	6.53	6.54	6.64	7.84	6.69
行业平均	6.27	6.75	6.25	7.31	7.01	6.72
净利率 (%)						
上港集团	30.16	27.49	35.16	45.15	48.04	37.20
青岛港	32.73	33.97	33.44	28.76	27.24	31.23
唐山港	15.17	15.75	25.16	35.44	32.22	24.75
北部湾港	16.89	22.33	21.98	19.53	18.03	19.75
秦港股份	10.09	12.32	13.93	15.12	19.61	14.22
行业平均	14.85	17.97	17.77	19.90	19.46	17.99
资产周转率						
唐山港	0.45	0.47	0.32	0.25	0.24	0.34
青岛港	0.24	0.24	0.24	0.27	0.33	0.26
北部湾港	0.28	0.27	0.29	0.25	0.23	0.26
秦港股份	0.27	0.26	0.25	0.24	0.25	0.25
上港集团	0.27	0.25	0.18	0.21	0.21	0.22
行业平均	0.38	0.36	0.34	0.39	0.36	0.37
权益乘数						
北部湾港	1.64	1.69	1.61	2.04	1.96	1.79
秦港股份	1.73	1.63	1.63	1.64	1.53	1.63
上港集团	1.75	1.57	1.62	1.58	1.50	1.61
青岛港	1.66	1.57	1.56	1.56	1.39	1.55
唐山港	1.37	1.34	1.25	1.20	1.14	1.26
行业平均	1.75	1.69	1.68	1.70	1.62	1.69

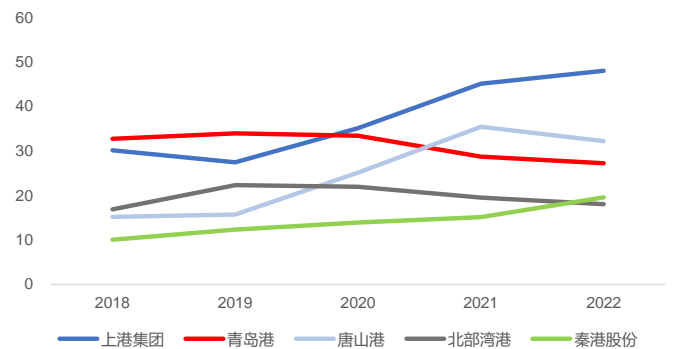
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 TOP5 港口 ROE 水平 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 TOP5 港口净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

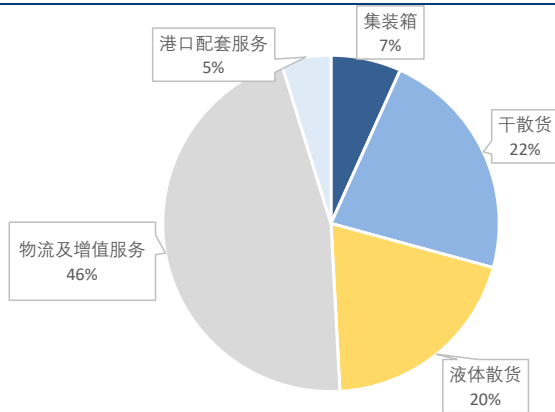
## （二）业务拆分：液体散货利润贡献占比最高

2022 年公司实现营业收入 192.6 亿元，同比+14.7%，归母净利润 45.25 亿元，同比+13.6%。

**收入结构看：**物流及港口增值服务收入占比最高（2022 年收入为 81 亿，占比 46%），其次为干散货业务（2022 年收入为 40 亿，占比 22%）、液体散货业务（2022 年收入为 35 亿，占比 20%）、集装箱业务（2022 年收入为 12 亿，占比 7%）。

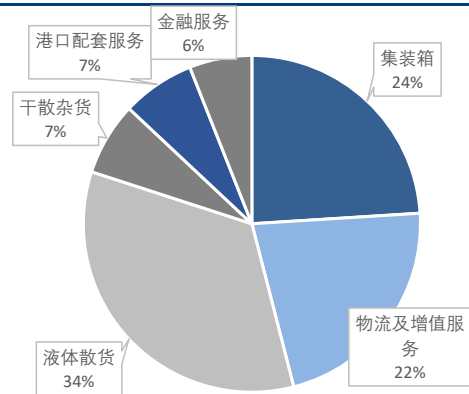
**利润结构看：**公司税前利润占比最大为液体散货业务（2022 年为 23 亿元，占比 34%），其次为集装箱业务（2022 年为 16.7 亿元，占比 24%）、物流及增值服务（2022 年为 15 亿元，占比 22%）、干散货业务（2022 年为 4.9 亿元，占比 7%）。

图表 10 2022 青岛港收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 2022 青岛港利润结构



资料来源：公司公告，华创证券

### 1、液体散货业务：利润贡献最大

公司主要通过大港分公司在大港港区经营 2 个成品油专用泊位以及通过合营企业海湾港务在董家口港区经营 2 个液体化工专用泊位；

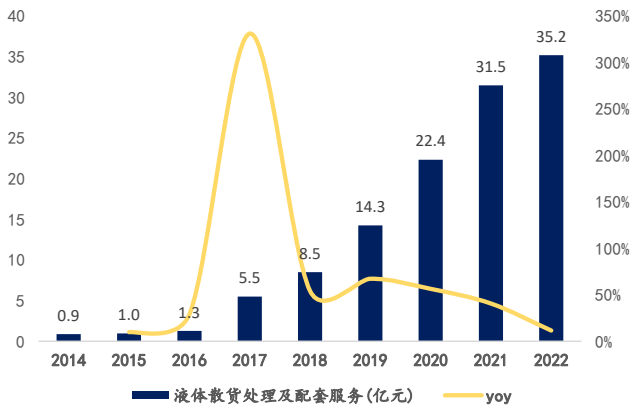
通过合营企业青岛实华在黄岛港区及董家口港区提供液体散货处理服务，其中在黄岛港区经营 11 个液体散货处理专用泊位，在董家口港区经营 2 个液体散货专用泊位。

2022 年液体散货实现营业收入 35.19 亿元，占公司总收入比例为 20%，同比+11.8%；实现控股公司利润 20.12 亿元，同比+12.4%；实现分部利润 23.13 亿元，占公司利润比例为 35%，同比+7.5%，主要为董家口港区建成的原油码头、液体化工码头及原油商业储备库逐步释放产能，装卸、仓储业务收入和利润增加。2017-2018 年收入增速较快原因为董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道工程及配套潍坊罐区建设和运营。

公司近两年液体散货吞吐量稳健增长，2021-2022 年吞吐量分别为 1.1、1.12 亿吨；费率水平稳定增长，2021-22 年单吨收入分别为 43.75 元、46.94 元。

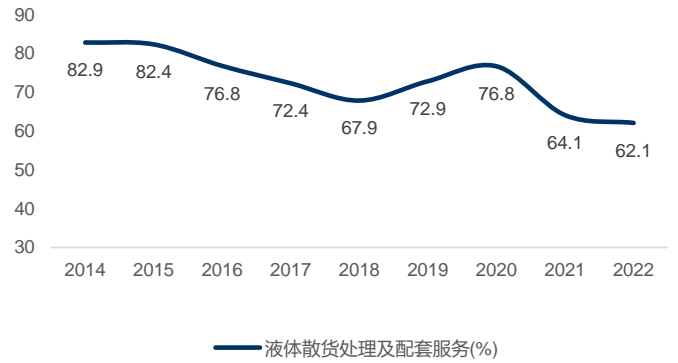
2021-22 年液体散货业务毛利率为 64.1%、62.12%，整体较 2020 年的 76.8% 下降幅度较大，主要原因为地方炼厂原料结构发生变化，重质油比例增加，库存周转慢。

图表 12 液体散货处理及配套服务历年收入及增速



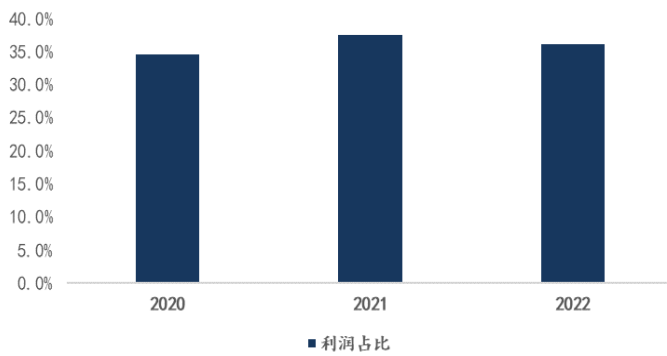
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 液体散货处理及配套服务毛利率



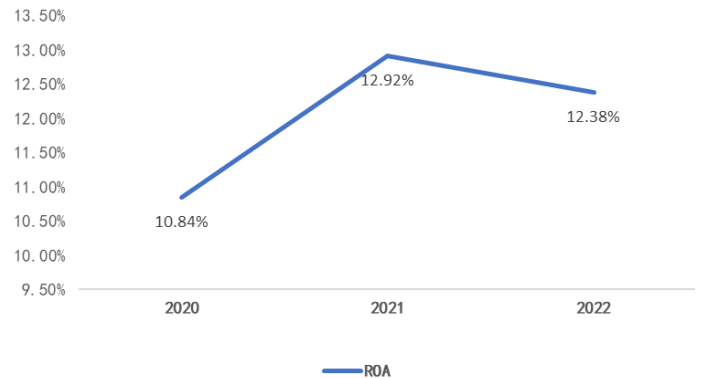
资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 液体散货处理及配套服务历年利润占比



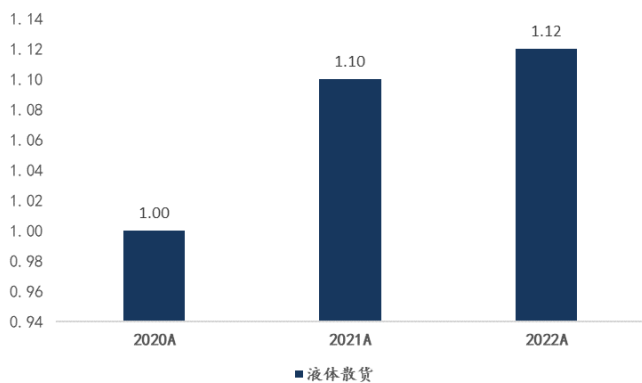
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 液体散货处理及配套服务历年 ROA



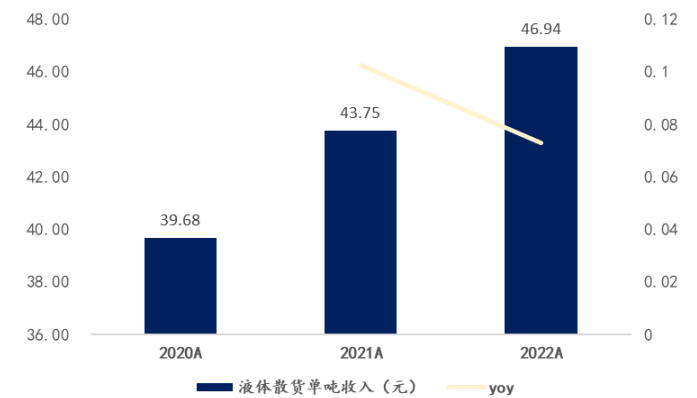
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 液体散货历年吞吐量 (亿吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 液体散货历年费率



资料来源: Wind, 华创证券

注: 单吨价格收入端统计包括合营公司及联营公司收入, 下同

## 2、集装箱业务：毛利率最高，第二大利润来源

公司于前湾港区、大港港区、董家口港区、威海港港区经营集装箱业务，主要通过大港分公司、董家口分公司、威海港发展公司、合营企业 QQCT 及其下属公司和主要合营企业 QQCTN、QQCTU 及 QQCTUA 等进行集装箱处理服务。

QQCT: 1995 年起，公司与马士基、中远海运、招商局等国际航运公司合作，通过共同股权投资等方式建立了 QQCT 等合营企业，对维持并增加公司的吞吐量起到了较大的作用。由于公司对合营企业 QQCT 并未取得控制权，因而 QQCT 业绩体现在公司投资收益；公司并表的集装箱业务收入主要来自于大港分公司、青岛港通用码头有限公司、威海港发展公司，利润来源于上述公司以及对 QQCT 的投资收益。

**2022 年集装箱业务占收入比例为 7%，但占公司利润比例为 24.3%，集装箱分部 16.7 亿元的利润中有 53% 来自 QQCT 等合营企业的投资收益。**

集装箱为公司毛利率最高业务，毛利率从 2019 年的 68.5% 提升到 2022 年的 73.4%；在公司利润比重亦由 2019 年的 18.8% 提升到 2023 年的 24.3%，三年合计提升 5.5pct。

包含合营及联营企业，公司 2022 年集装箱吞吐量合计为 2682 万 TEU，同比+13.1%，近 2 年复合增长率为 10.4%；2022 年单箱收入为 231.25 元，同比+14.82%，原因为 QQCT 2022 年 2 月 9 日公告，外贸 40 英尺及 20 英尺重箱作业包干费分别上调约 14%、11%，40 英尺箱收费为 820 元（涨价前为 720 元），20 英尺箱收费为 535 元（涨价前为 480 元）；2021 年单箱收入为 201.39 元，同比+3.74%。

**图表 18 集装箱合营公司介绍**

合营企业	介绍
QQCT	青岛前湾集装箱码头有限责任公司，于2000年5月17日成立，由青岛港、迪拜环球、马士基合资运营，公司持股51%的合营公司（公司无控制权，因此不纳入本公司合并财务报表）；主要经营集装箱处理及配套服务业务；拥有11个深水集装箱船舶专用泊位，码头岸线长达3439米，泊位水深负17.5米，可停靠2.4万标箱集装箱船舶。
QQCTN	青岛新前湾集装箱码头有限责任公司，由QQCT和泛亚国际成立，QQCT持股95.32%的附属公司，主要经营全自动化集装箱码头的集装箱处理及配套服务业务。
QQCTU	青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司，2009年12月18日由山东港口青岛港集团、招商局集团、迪拜环球、中远集团（现中远海运）、马士基、香港泛亚（长荣）“三国六方”合资成立，QQCTN持股50%；运营管理的总资产约70亿港币，合资经营9个泊位，码头岸线总长度3163米；主要经营集装箱处理及配套服务业务。

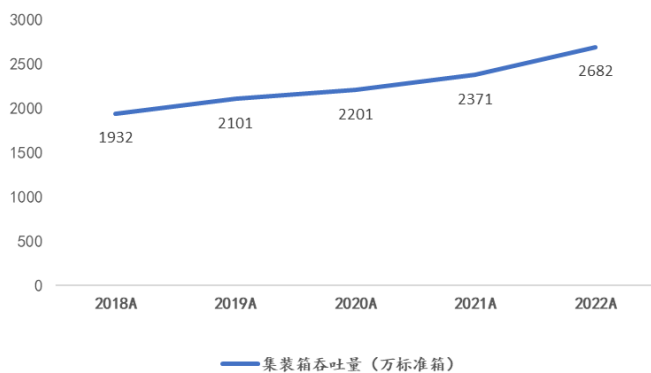
资料来源：公司公告，华创证券

**图表 19 公司集装箱分部业绩表**

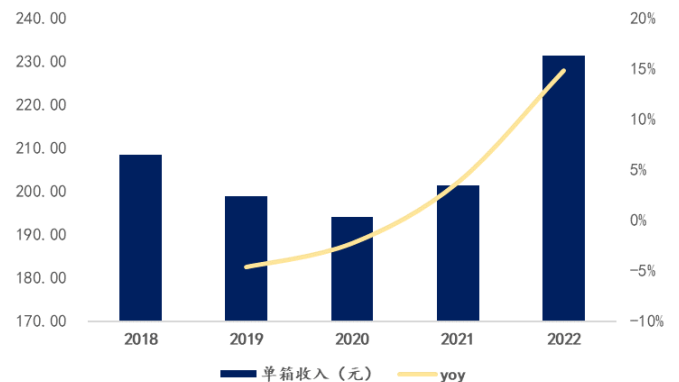
单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022
控股公司					
营业收入	240.6	218	202.1	586	1193.7
营业成本		68.6	75.1	242.7	317.1
毛利		149.4	127	343.3	876.6
毛利率 (%)		68.5%	62.8%	58.6%	73.4%
控股公司利润		92.1	82.4	234.8	791.3
合营公司及联营公司					
营业收入	3788	3958	4071	4188.8	5008.4
营业成本		1559	1633	1748.5	2075.6
毛利		2399	2438	2440.3	2932.8
毛利率 (%)		60.6%	59.9%	58.3%	58.6%
对合营公司和联营公司的投资收益		882.7	859.5	847.7	879.1
集装箱分部业绩 (利润)		974.8	941.9	1082.5	1670.4
占公司业绩 (利润) 比例		18.80%	16.90%	17.60%	24.30%

资料来源：公司公告，华创证券

注：控股公司为大港分公司；合营公司及联营公司的营业收入、营业成本为 QOCT、威海海联集装箱有限公司财务报表中营业收入、营业成本的加总

**图表 20 集装箱历年吞吐量**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 21 集装箱历年费率**


资料来源：Wind，华创证券

### 3、物流及港口增值服务：收入贡献最大

2022 年物流及港口增值服务营业收入为 81.4 亿元，贡献公司 46% 的总收入，同比 +18.0%，主要为代理业务及场站业务收入增加；实现控股公司利润 14.25 亿元，同比 +7.8%；实现分部利润 14.91 亿元，同比 +7.6%，主要为场站业务及代理业务利润增加。

物流及港口增值服务业务指依托港口装卸主业，拓展服务范围，提供港口装卸的前端和后端服务，包括拖轮、理货、货物代理、船舶代理、场站、运输等业务。

运输业务：为货主提供一站式、门到门运输服务，包括水路货物运输、公路运输、铁路运输；主要向货方及其代理人按业务量收取费用，为市场调节价。

拖轮业务：为船舶靠离泊、引航、移泊提供拖轮服务收费，主要向船公司、船代按船舶数量收取。

**理货业务：**为船舶提供理货（货物的计量、丈量、监装、监卸、货损）、理箱（集装箱装、拆箱）相关服务收费，主要向船公司、船代按业务量收取。

**代理业务：**办理货物进口通关手续、报关、报检、提供相关证件、文件、并将货物运送到目的地；办理船舶在港有关业务和进出口港口手续，并开展相关进出口单证业务；收费方式为向委托方按业务量收费，实现市场调节价。

**场站业务：**围绕集装箱从进口卸货后的空箱到装载货物后的重箱并准备出口的流转过程展开，包括集装箱的短期堆存、拼箱及拆箱、集港以及集装箱维修服务；收费方式为向委托方按业务量收费，实现市场调节价。

图表 22 物流及港口增值服务历年收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 物流及港口增值服务收入占公司总收入比例



资料来源：公司公告，华创证券

2021 年公司物流及港口增值服务毛利率由 2020 年前的 30% 下降到 23%，主要原因为业务量增加及运费上涨导致代理业务成本增加。

图表 24 物流及港口增值服务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

#### 4、干散货业务：金属矿石为最大货种，外贸占比较高

公司主要通过前港分公司位于前湾港区的 9 个专用泊位及控股子公司摩科瑞物流及合营公司 QDOT 位于董家口港区的 5 个泊位提供金属矿石及煤炭处理服务。

从货源结构上看，青岛港区在集装箱上已确定远洋干线枢纽港地位。在干散货货种，如进口矿石及部分件杂货种上，青岛港、日照港、烟台港三港之间存在一定竞争关系。

2022年，公司干散货业务实现营业收入39.73亿元，占比为22%，同比+8.15%，毛利率19.49%，实现利润4.95亿元，占公司总体利润比例为7%。

货种结构上，占比最大货种为金属矿石，占比60%左右，且外贸比例接近75%。

公司干散货吞吐量近两年稳健增长，2022年吞吐量为2.38亿吨，2021年为2.1亿吨；干散货单吨收入2022年为25.8元，同比-5%，2021年为27.2元，同比+7.7%。

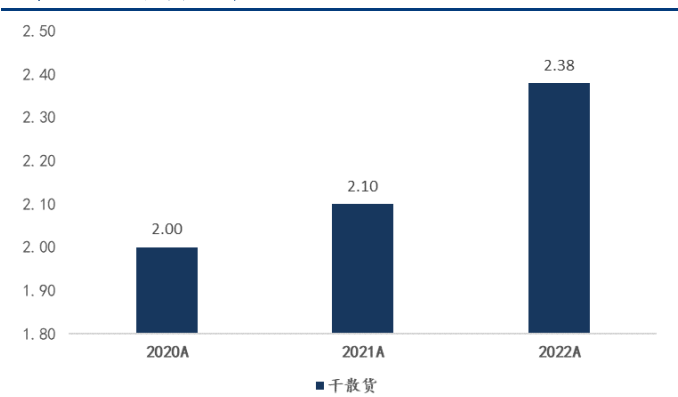
图表 25 干散货业务分部业绩表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022
<b>控股公司</b>				
营业收入	2711	3295	3673	3973
yoy		21.5%	11.5%	8.1%
营业成本	2105	2621	2853	3198
毛利	606	674	820	774
毛利率	22.4%	20.5%	22.3%	19.5%
控股公司利润	393	458	522	488
yoy		16.5%	13.9%	-6.5%
<b>合营公司</b>				
营业收入	1737	1751	2036	2175
营业成本	1338	1455	1797	1892
毛利	399	297	238	283
毛利率	23.0%	16.9%	11.7%	13.0%
对合营公司的投资收益	46	23	-35	7
<b>分部业绩</b>	<b>439</b>	<b>481</b>	<b>487</b>	<b>495</b>

资料来源：公司公告，华创证券

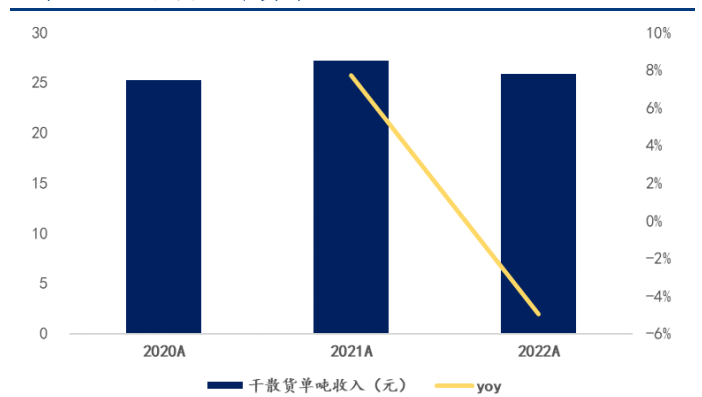
注：控股公司为前港分公司；合营公司的营业收入、营业成本为QDOT、西联、华能青岛等本公司合营公司财务报表中营业收入、营业成本的加总

图表 26 干散货历年吞吐量（亿吨）



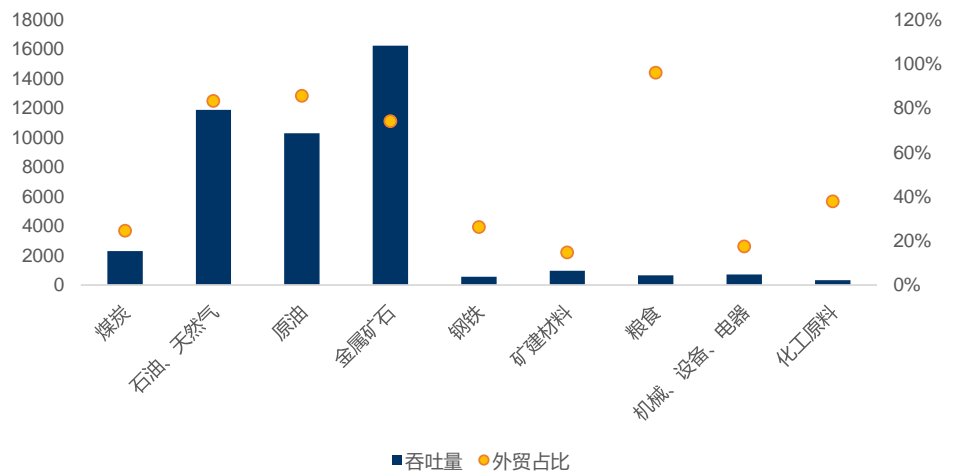
资料来源：Wind，华创证券

图表 27 干散货历年费率



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 青岛港口主要货种吞吐量及外贸占比（万吨、%）



资料来源：交通运输部《2021 中国交通运输统计年鉴》，华创证券

### （三）占据区位优势，运营效率领先

#### 1、占据区位优势：地理位置佳、背后腹地强

##### 1) 地理位置：处于“一带一路”海陆交汇点的天然深水良港。

其一、地理位置优越，航线密度北方第一。青岛港地处环渤海地区港口群、长江三角洲港口群、日韩港口群中心地带和“一带一路”十字交汇点，区位优势明显；承接建设国内大循环北方枢纽、港口型国家物流枢纽和打造“一带一路”合作新平台、山东对外开放桥头堡等国家、省市战略，战略地位突出。青岛港航线密集，拥有集装箱航线 220 余条，遍及全球 180 多个国家和地区的 700 多个港口，航线密度位居中国北方港口第一位。

由于优越的地理位置，青岛港靠近全球主要海运航线的港口，意味着能够降低租船成本及燃油成本以及缩短航运时间，货物装载量大的大型船舶会优先选择停靠。以釜山-上海航线为例，釜山及上海港为东西方贸易航线（包括亚欧、跨太平洋及跨大西洋的部分地区）的停泊港，东西方贸易航线服务通常会停靠釜山港及上海港以及环渤海的另外一个港口。五大环渤海港口中，青岛港距离釜山-上海航线的航行距离及航行时间均为最短。

图表 29 青岛港距釜山-上海航线航行距离和时间更短

港口	釜山至各环渤海港口至上海的航行距离（以海里计）	釜山至各环渤海港口至上海的航行时间（以天数计）
青岛	901	2.9
大连	1085	3.5
天津	1384	4.4
营口	1368	4.4
烟台	1003	3.2

资料来源：青岛港（06198.HK）招股书，华创证券

其二、水域宽深、四季通航。青岛港位于环渤海南侧港口，全年不冻不淤，停泊能力较佳。青岛港口位于北纬 36 度黄金纬度线，是天然深水良港。位于环渤海内侧的港口一



般吃水较浅，需要较多的疏浚和维护。位于环渤海南侧及辽东半岛顶端的港口，深水设施较好，较少受到海冰或大浪等恶劣天气条件的影响，故作业天数多于其竞争对手。

**图表 30 青岛港全年停泊能力佳**



资料来源：青岛港（06198.HK）招股书，华创证券

## 2) 腹地经济：背靠经济和交通网络发达的山东省

山东省是北方经济总量最大的省，2022 年 GDP 排名全国列第三，仅次于广东和江苏。2022 年山东省进出口总值 3.33 万亿，在各省份中排名全国第四，排名北方省份第一。山东省产业结构亦较为均衡，作为大工业省份，**山东省是我国唯一拥有 41 个工业大类的省份**，电力、机械、化工等行业在国内领先。

**青岛港受益于青岛完善的运输网络布局，腹地领域可辐射到环渤海及更广地区。**青岛拥有“海陆空铁”综合立体交通网络，截至 2021 年全市铁路线路 12 条，高速公路和普通国道等干线公路通车里程位居山东省首位。青岛港综合货物处理能力的形成是因其可连接山东省境内的主要铁路及发达的公路系统。对于长江沿岸及环渤海地区，得益于发达的交通系统，青岛港亦担当着主要的原油转运枢纽。

**发达的交通运输网络，可使得陆上到青岛港口运输成本较低及运输时间较短。**

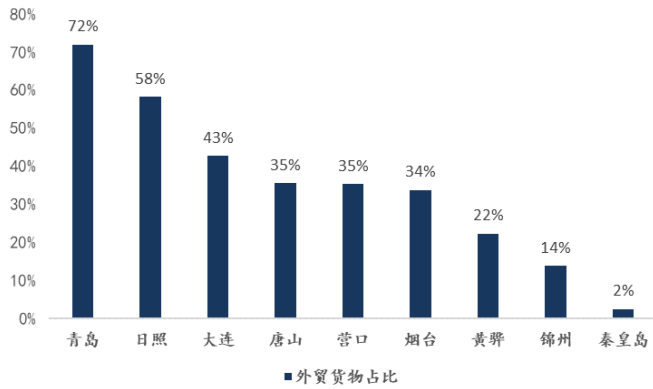
山东省较大的经济体量和外贸体量为青岛港吞吐量提供支撑，且较为均衡的产业结构为公司均衡的货种结构奠定基础。

## 3) 环渤海地区主要的综合性港口之一

**青岛港货种结构中以外贸为主。**外贸货物收费高于内贸货物，因而货物吞吐量中外贸占比较高的港口能收取更高的费率和保持更高的盈利水平。在环渤海地区主要港口中，青岛港的外贸货物吞吐量最大且占比最高，2022 年外贸货物吞吐量为 4.73 亿吨，占总货物吞吐量比例为 72%。

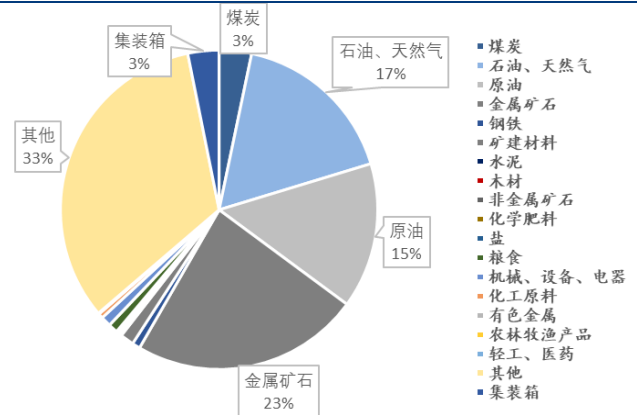
**青岛港是环渤海地区主要的综合性港口之一，货种结构较为均衡。**因此，青岛港吞吐量以多个行业需求作为支撑，不太受到单一类型货物周期性变化的影响，对于收入利润而言增长更为稳健。相较之下，环渤海地区部分港口以单一类型货物为主，如以煤炭为主，易受到单一行业需求波动的周期性影响。

图表 31 2022 环渤海地区主要港口外贸货物占比



资料来源：中国港口协会，华创证券

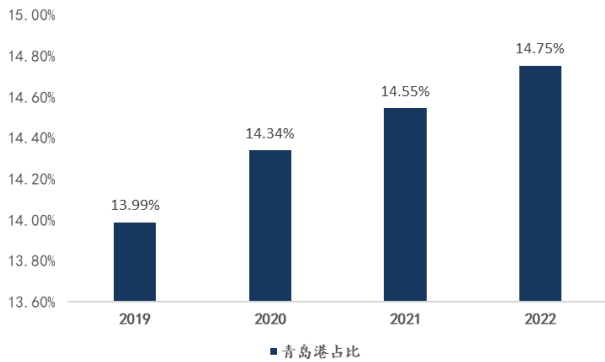
图表 32 2020 青岛港货物吞吐种类结构



资料来源：交通运输部《2021 中国交通运输统计年鉴》，华创证券

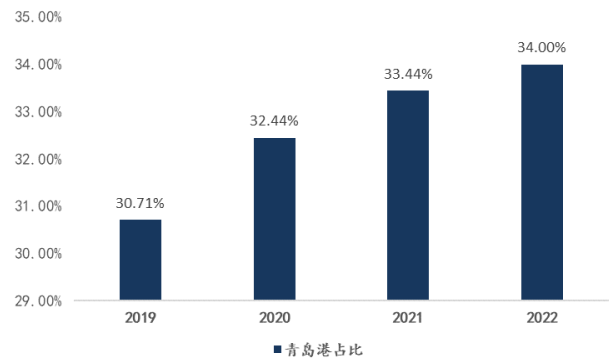
青岛港吞吐量在环渤海港区中占比不断提升，集装箱占比提升速度快。2022 年青岛港货物吞吐量占环渤海港区比重为 14.75%，三年合计提升 0.76pct，平均每年市占率提升 0.25pct。2022 年青岛港集装箱吞吐量在环渤海港区市占率为 34%，三年合计提升 3.3pct，平均每年提升 1.1pct，提升速度快于集装箱。

图表 33 青岛港货物吞吐量在环渤海港区中比重



资料来源：中国港口协会，华创证券

图表 34 青岛港集装箱吞吐量在环渤海港区中比重



资料来源：中国港口协会，华创证券

图表 35 环渤海地区主要港口吞吐量市占率

	2019	2020	2021	2022	2022年较2019年变化
环渤海散杂货吞吐量市占率前5港口					
唐山港	15.91%	16.66%	16.67%	17.25%	1.34%
青岛港	13.99%	14.34%	14.55%	14.75%	0.77%
日照港	11.24%	11.77%	12.49%	12.80%	1.57%
天津港	11.93%	11.93%	12.22%	12.32%	0.39%
烟台港	9.36%	9.47%	9.77%	10.38%	1.02%
合计	62.42%	64.17%	65.70%	67.51%	5.08%
环渤海集装箱吞吐量市占率前5港口					
青岛港	30.71%	32.44%	33.44%	34.00%	3.29%
天津港	25.29%	27.05%	28.59%	27.82%	2.54%
日照港	6.58%	7.16%	7.29%	7.68%	1.10%
烟台港	4.53%	4.86%	5.15%	5.46%	0.93%
唐山港	4.30%	4.60%	4.64%	4.42%	0.13%
合计	71.40%	76.12%	79.11%	79.38%	7.98%

资料来源：交通运输部《2021 中国交通运输统计年鉴》，华创证券

## 2、效率领先：码头装卸作业效率全球领先

青岛港拥有全球领先、亚洲首个全自动化的集装箱码头，以及智能空轨集疏运体系、全国首个全系统干散货智慧绿色码头，是亚洲乃至世界智慧码头的典范。

### 集装箱业务：依托智慧赋能，创新高效作业模式。

2022年，公司船时效率 355 自然箱/小时，刷新 2M 联盟地中海航线全球最高效率纪录；全自动化集装箱码头单机平均作业效率达到 60.18 自然箱/小时，第九次刷新世界纪录；满足外贸企业海运需求，增开加班船同比增长 17%，为船公司节约进出港时间 689 小时，成为东北亚的加班首选港。

### 散杂货：最优的全程物流解决方案，最低的综合物流成本。

设备设施：拥有世界先进的卸船机 7 台、翻车机 2 台以及充足的流动机械。所有流程均采用先进的计算机管理系统，可满足 5-40 万吨级大型散货船舶的作业能力需要。

疏运能力：前湾港区铁路发运能力日均 2500 车以上，董家口铁路于 2019 年 3 月开通运营，新增装车能力日均 1000 车以上，为豫晋陕地区内陆客户打通了一条运输新通道。

## 二、如何理解青岛港的投资机会：中国特色估值体系下双催化

我们在行业深度《优质港口具备价值重塑重大机遇——中国特色估值体系下如何理解港口行业》中提出，站在 2023 年看，港口行情并非重复过往“炒地图”、“纯主题”，而是“中国特色估值体系”大框架下，产业发展新阶段得到市场的关注使然。

我们提出两大核心观点：

其一，我们认为优质港口资产并不弱于高速公路。原因在于从商业模式分析，港口企业重资产属性、具有核心壁垒、终将成为现金牛，当前我国港口行业处于区域有序整合开启，费率稳步提升新周期。

其二，我们认为在中国特色估值体系下“一带一路”与“区域港口一体化”是两大催化线索。

### （一）催化 1：区域港口一体化推进带来的格局优化潜力

#### 1、区域港口一体化奠定费率稳中有升新周期的开启

##### 1) “一省一港”有序整合开启，奏响行业发展新篇章

我们在行业深度中提出观点：“一省一港”有序整合开启，奏响行业发展新篇章。“自 2015 年宁波舟山港开始实施港口整合，福建、广西、辽宁、广东、山东、江苏、河北等省份逐渐加入港口整合队伍，‘一省一港’成为我国港口发展新格局。港口资源整合是促进港口提质增效、化解过剩产能、减少同质化竞争的重要举措，未来将从港口行业内部，向上下游产业拓展，逐步实现港口产业链的全方位整合。”

**图表 36 各省份港口区域整合条线**

时间	名称	主要资产
2015年	浙江海港集团	2015年8月，浙江海港投资运营集团有限公司（简称“浙江海港集团”）组建成立，成为国内第一家集约化运营管理全省港口资产的省属国有企业，形成以宁波-舟山港为主体，浙江省东南沿海温州港和泰州港、杭州湾、嘉兴港为一体的港口发展新格局。
2017年	江苏省港口集团	2017年5月正式挂牌成立，涉及南京、连云港、苏州、南通、镇江、常州、泰州、扬州市等沿江沿海8市港口和省属港航企业。
2019年	辽港集团	2019年1月4日，辽宁港口集团在大连挂牌成立，大连港、营口港、盘锦港和绥中港率先完成整合。2019年9月30日，辽港集团实际控制人由辽宁省国资委变更为招商局集团有限公司，截止22年末，集团的母公司和最终母公司分别为营口港集团和招商局集团。
2019年	山东省港口集团	山东省港口集团有限公司是省属国有重要骨干企业，成立于2019年8月6日，总部位于山东青岛。拥有青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港集团四大港口集团，青岛港（601298.SH，06198.HK）、日照港（600017.SH）、日照港裕廊（6117.HK）三家上市公司
2020年	福建省港口集团	福建省港口集团于2020年8月正式成立，旗下有厦门港务发展股份有限公司（股票代码：000905），及福建省交运集团财务有限公司。
2022年	河北省港口集团	2022年10月30日，河北港口集团重组成立，包括秦皇岛港股份有限公司(A+H股)、唐山港集团股份有限公司(A股)2家港口类上市公司。

资料来源：浙江海港集团、山东省港口集团、辽港集团、河北港口集团官网，华创证券

## 2) 2015年后港口收费逐步市场化。

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。

**港口主要收入来源均为市场调节价模式。**

部分重要政策变化如下：

自2015年1月1日起，依据《交通运输部、国家发展改革委关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》（交水发〔2014〕253号），内外贸集装箱、散杂货装卸作业费（不含堆存保管费）、国际客运码头作业费等各类劳务性收费**由政府定价转为实行市场调节价**。

自2016年3月1日起，港口作业包干费按照《港口收费计费办法》（交水发〔2015〕206号）规定执行，该规定进一步明确，港口作业包干费等在内的相关费用实行**市场调节价**。

## 3) 我们预计我国港口费率开启稳中有升周期，基于两项分析：有空间、有基础。

**其一费率向上有空间。**

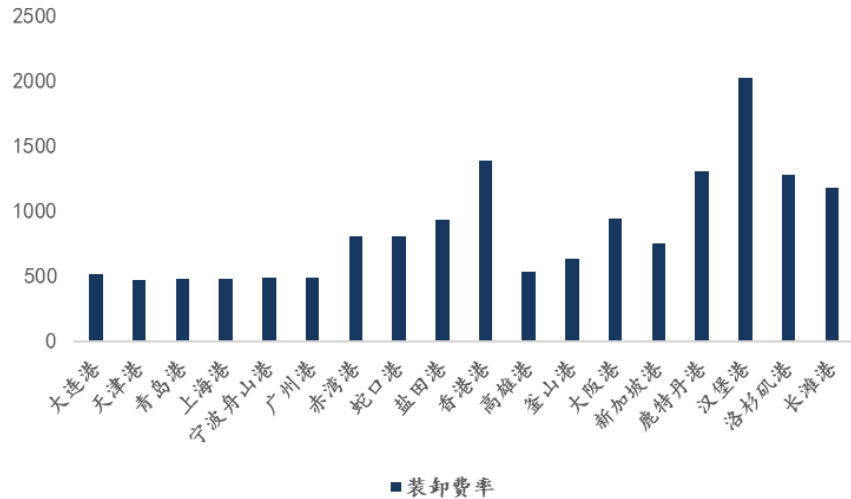
根据中国港口协会2019年调研统计的码头装卸费率来看，我国沿海主要港口外贸集装

箱装卸作业费普遍较低。

除深圳港区（盐田、蛇口、赤湾）外，其余大陆沿海港口均在人民币 500 元/TEU 左右，而港澳台及国外主要港口集装箱装卸作业费都在人民币 630 元/TEU 以上，鹿特丹港、汉堡港、洛杉矶港等欧美主要港口均超过人民币 1100 元/TEU，德国汉堡港更是超过人民币 2000 元/TEU。

（注：该数据为港口协会调研抽取数据，不代表平均装卸费率水平）

图表 37 国内外主要港口集装箱收费对比（人民币元/TEU）

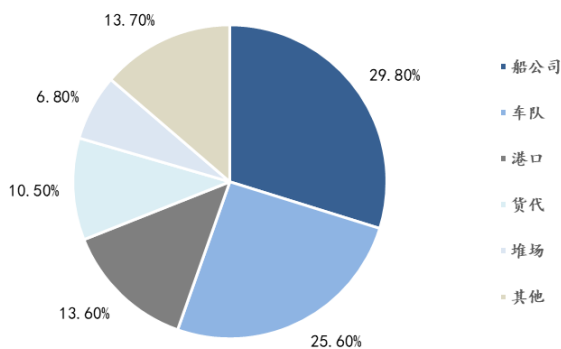


资料来源：中国港口协会，华创证券

注：该数据为港口协会调研抽取数据，不代表平均装卸费率水平

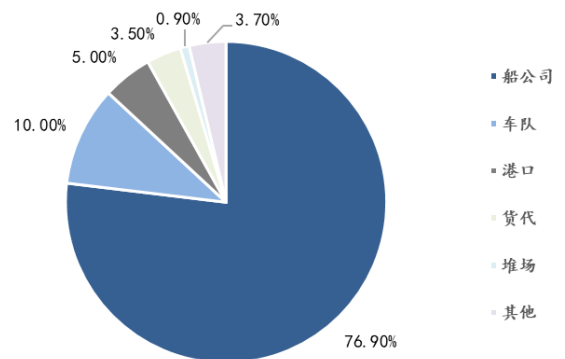
港口码头收费在出口环节中占比较低。根据中国港口协会《2019 我国港口企业营商环境报告》，在出口业务中，以国内某地出口到洛杉矶一个 20 英尺普货箱为例，货主总支出给货代人民币 10450 元，出口各环节涉及费目 35 个，涉及最终收费单位 18 个，收费占比最高的是船公司(76.9%)，其次是车队、港口码头（5%）、货代等。

图表 38 进口业务各环节收费占比



资料来源：中国港口协会，华创证券

图表 39 出口业务各环节收费占比



资料来源：中国港口协会，华创证券

其二费率向上有基础。

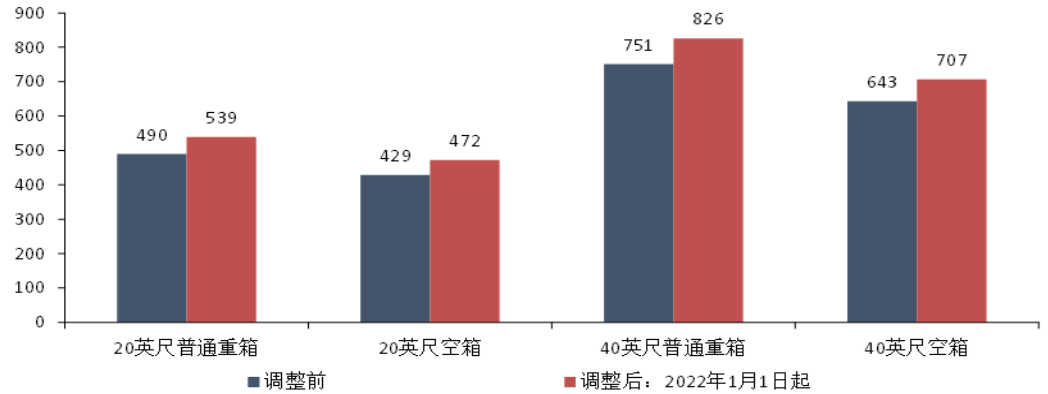
2021 年 12 月，宁波舟山港发布《宁波舟山港外贸进出口集装箱港口收费目录清单（202111 版）》，宣布自 2022 年 1 月 1 日起，将外贸集装箱装卸费上调 10%。其中：

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。

其背后我们认为港口整合与区域化协作持续推进，使得过去激烈竞争转向了同集团下的协同发展，沿海港口同质化价格竞争将减弱，亦奠定费率企稳回升的基础。我们同样认为未来对船公司的价格传导将更精细化、科学化，而并非一刀切的价格调整策略。

**图表 40 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

## 2、山东省港口集团资源持续优化将推动青岛港潜力持续释放

在山东绵长的海岸线上，不仅有青岛港、日照港、烟台港 3 个吞吐量超 4.5 亿吨的大港，境内 30 个沿海县（市、区）还分布着 20 余个港区。在省内港口进行整合前，存在重复建设、价格战抢夺货源问题。

针对沿海港口“多小散弱”、恶性竞争等问题，2018 年开始山东省对沿海港口进行整合。

### 整合总体分四步实施：

第一步，成立渤海湾港口集团，整合东营、潍坊、滨州三市港口，并推进青岛港集团吸收合并威海港集团，形成青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港口四大港口集团；

第二步，由省级出资人出资 169 亿元，完成省港口集团的组建；

第三步，将四大港口集团以账面值划转至省港口集团，同时选取第三方机构，对各港口进行资产清核、审计评估，确认出资人权益；

第四步，省港口集团成立后，适时引进国内外知名航运公司作为战略合作方开展合作，实现优势互补、互利共赢。

**图表 41 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

2019年8月6日，山东省港口集团成立，拥有青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港口集团四大港口集团，青岛港（601298.SH，06198.HK）、日照港（600017.SH）、日照港裕廊（6117.HK）三家上市公司，共有21个主要港区、360余个生产性泊位、330余条集装箱航线。

**全省一盘棋，港口各司其职。**山东省港口集团成立后，推进“三个一”，即港口规划一盘棋、资源开发一张图、管理服务一张网，制定了整合、融合、耦合的一体化改革发展路线图。

山东省港口集团一体化发展的整体布局，是“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展”作为格局。四大港口集团均保留装卸、仓储、转运等传统港口业务，其他各港口分散的600亿元资产规模、100多个业务单元则选择“合并整合”，重组为集团下面的金控、物流、贸易、航运等12个板块，四大港口得以专注港口主业。

**青岛港定位为龙头，担当建设国际化枢纽港重任**，日照港、烟台港、渤海湾港为青岛港的喂给港，四大港口各司其职并进行差异化经营，各港口之间开通内支线，形成“微循环”。

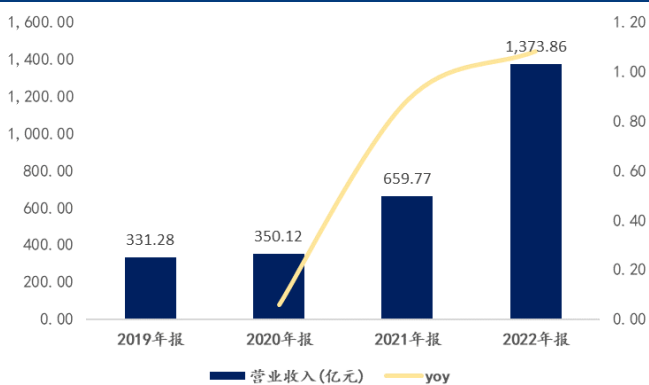
**3年来，山东省港口一体化发展释放出倍增效应：**2022年，山东省港口集团货物吞吐量突破16亿吨，同比增长7.7%；集装箱量突破3700万标箱，同比增长9.4%，分别稳居全球第一、第三位。

**山东省港口集团成立后，经营收入和利润快速增长，盈利能力改善明显。**

2022年集团收入1373.9亿元，同比+108.1%，3年CAGR 61%；2022年净利润65亿元，同比+212%，3年CAGR 74%。2022年集团净利率为4.7%，同比+1.2pct，ROE为4.95%，同比+2.95pct。山东省港口集团整合后较佳的经营绩效，是区域整合后各港口共赢、提升整体竞争力，做大做优港口资产的力证。

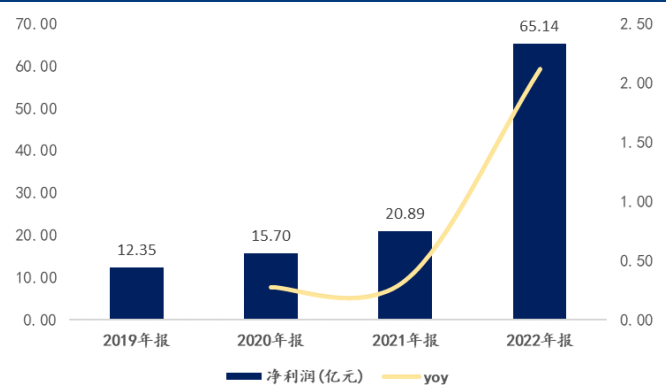
注：2022年增速较快，系并购整合潍坊港区散货码头有限公司、潍坊港西作业区码头有限公司、潍坊港拖轮服务有限公司、潍坊港区集装箱码头有限公司。

图表 42 山东省港口集团历年收入及增速



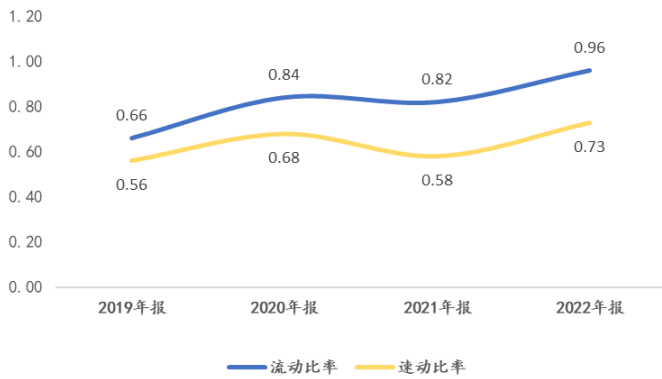
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 山东省港口集团历年净利润及增速



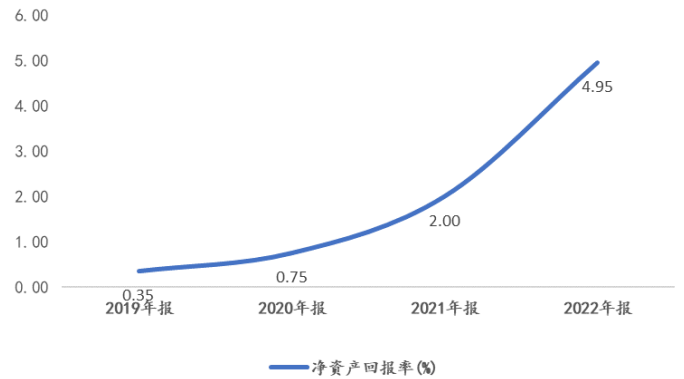
资料来源：Wind，华创证券

图表 44 山东省港口集团历年流动比率、速动比率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45 山东省港口集团历年 ROE



资料来源: Wind, 华创证券

**青岛港控股股东山东港口青岛港集团在港口区域整合后，财务指标亦改善明显。**

选取南通运通港务发展有限公司、江苏苏州港集团有限公司、东莞港务集团有限公司、国投交通控股有限公司等 39 家海港与服务行业公司，山东港口青岛港集团净利润分位数为 12、净利率分位数为 15、ROE 分位数 35，主要盈利指标排名较前。

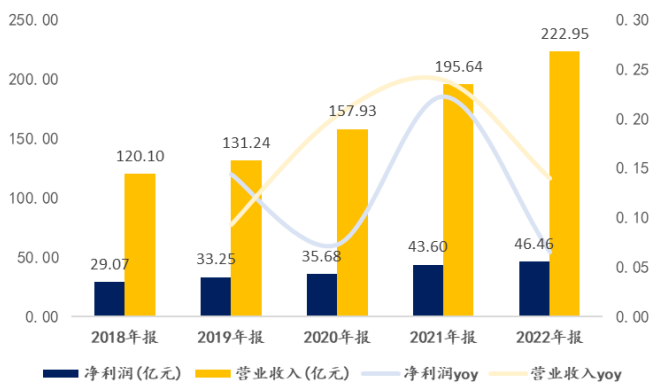
目前山东港口青岛港集团中纳入合并报表的子公司共 108 个，经营港口装卸主业的 2 个资产（青岛港国际股份有限公司和山东港口威海港有限公司）均在青岛港上市公司体内，集团体内存在较多的港口物流服务公司和其他行业公司。

日照港主要经营干散货业务，与青岛港地理位置相近、主要干散货货种重叠，港口协会口径统计的 2022 年货物吞吐量日照港为 5.7 亿吨，青岛港为 6.6 亿吨，均为环渤海港口吞吐量排名靠前港口。

2022 年青岛港干散货业务毛利率仅为 20% 左右，日照港毛利率 23%，仍明显低于唐山港 39% 的销售毛利率、秦港股份 38% 的毛利率。

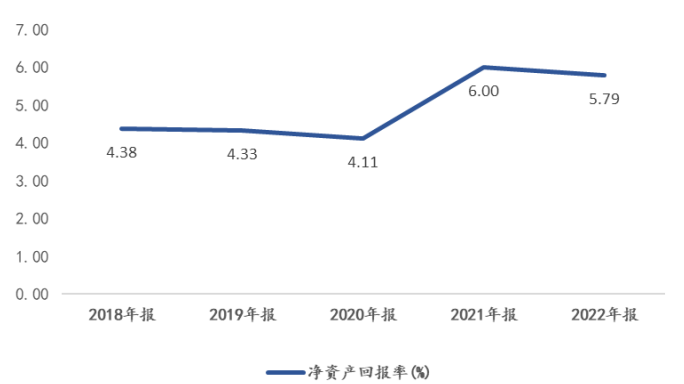
若未来日照港和青岛港港口资源能进一步协同，将更好提升山东港口在环渤海地区的市占率、影响力与盈利能力，也会使得青岛港进一步释放潜力。

图表 46 山东港口青岛港集团历年收入利润



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 山东港口青岛港集团盈利质量提升



资料来源: Wind, 华创证券



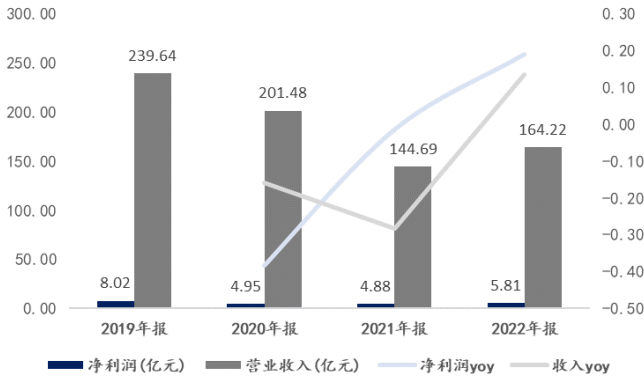
图表 48 山东港口青岛港集团 2022 业绩在行业中排名较前

企业名称	总资产(亿元)	资产负债率	净利润(亿元)	净利率	ROE	速动比率	流动比率	EBIT(亿元)
山东港口青岛港集团有限公司	896.43	37.01	46.46	20.84	5.79	1.42	1.46	62.31
企业分位	32.00	22.00	12.00	15.00	30.00	20.00	35.00	15.00
1/4分位	1,080.38	40.65	11.61	12.18	6.34	1.31	1.49	23.44
中位数	511.85	53.36	4.89	6.15	2.90	0.86	1.21	15.69
3/4分位	236.98	66.52	1.13	2.73	0.77	0.66	0.80	3.29

资料来源：Wind，华创证券

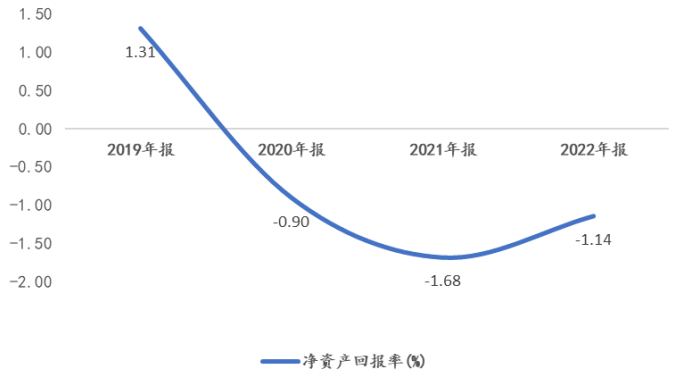
注：行业比较选取 Wind 四级行业海港与服务行业 39 家公司

图表 49 山东港口日照港集团历年收入、净利润



资料来源：Wind，华创证券

图表 50 山东港口日照港集团历年 ROE



资料来源：Wind，华创证券

## (二) 催化 2：“一带一路”打开机遇之窗

### 2023Q1 “一带一路”沿线外贸继续保持较高增速。

按美元计，一季度我国对东盟、非洲等新兴市场出口分别增长 18.6%、19.3%，对美国出口下降 17%，欧洲出口下降 7.1%。对一带一路沿线国家进出口增长 16.8%，占进出口总值的 34.6%，提升 3.5 个百分点；对 RCEP 其他成员国进出口增长 7.3%。

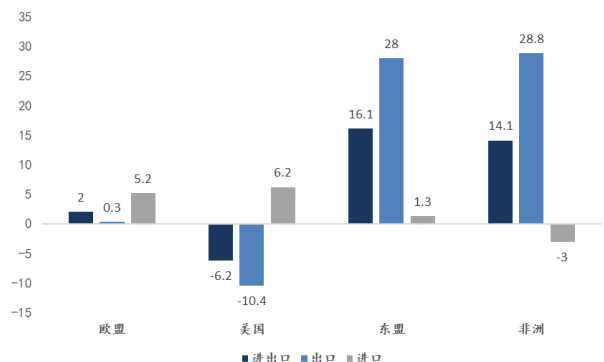
以人民币计算，一季度我国外贸进出口总值同比+4.8%，其中出口同比+8.5%，进口同比+0.2%，其中我国对东盟、非洲等新兴市场出口分别增长 28%、28.8%，对美国出口下降 10.4%，欧洲出口增长 0.3%。我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 16.8%，占进出口总值的 34.6%，提升 3.5 个百分点。

图表 51 一带一路贸易指数上升



资料来源：Wind，华创证券

图表 52 23Q1 对不同地区进出口同比增速（%，人民币）



资料来源：海关总署，华创证券

山东省进出口结构中，“一带一路”沿线占比较高，美国和欧盟合计占比较小，预计青岛港将受益于一带一路沿线进出口的较快增长。

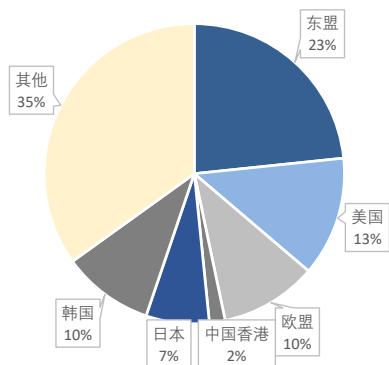
2022年山东省外贸结构中，与东盟国家进出口金额占比为23.4%，与“一带一路”沿线国家进出口金额占比高达38%，而欧盟占比10.5%，美国占比为12.9%，美国和欧盟合计占比23.4%。东盟是山东最大的贸易伙伴，且山东与日韩市场毗邻，因此从RCEP生效落地中获益更早、享惠更多，2022年山东对RCEP其他成员国进出口1.27万亿元，同比增长23.9%，已占全省进出口总值的近4成。

这一结构的背后是山东省与“一带一路”沿线国家紧密相融的产业结构。2022年，山东省自“一带一路”沿线国家进口占全省进口值的比重提升12.3个百分点至46.2%，其中87.3%的橡胶、81.9%的原油、53.4%的塑料和31.1%的集成电路进口自沿线国家；同时，山东省59%的钢材、41.5%的基本有机化学品、39.6%的塑料制品和33.4%的汽车零配件出口到了“一带一路”沿线国家。

而2022年广东省外贸结构中，与东盟国家进出口总金额占比为16.3%，与“一带一路”沿线国家进出口金额占27.1%，欧盟占比为11.6%，美国占比为12.3%，美国和欧盟合计占比24%。

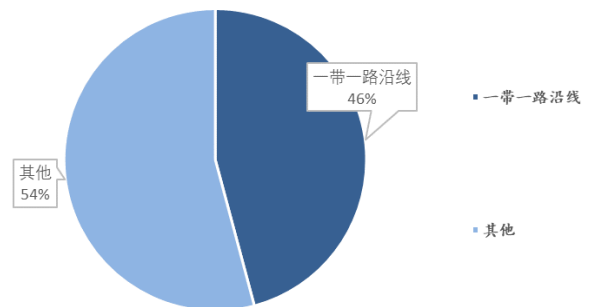
2022年上海外贸结构中，与东盟国家进出口总金额占比为13.5%，欧盟占比为19.7%，美国占比为12.5%，美国和欧盟合计占比32.2%。

图表 53 2022 山东省进出口结构



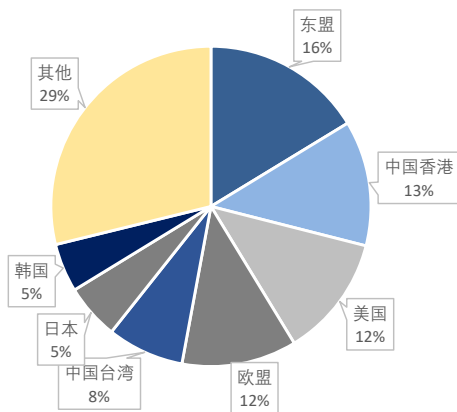
资料来源：海关总署，华创证券

图表 54 2022 山东省进口结构中一带一路沿线占比



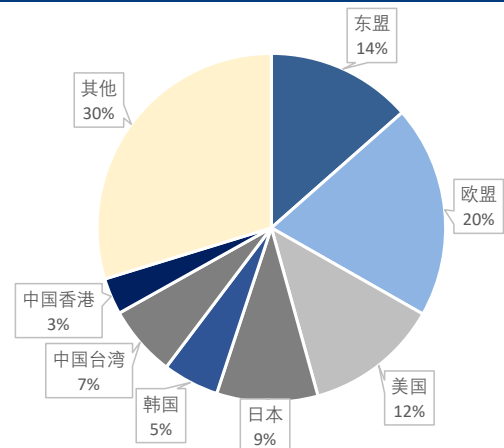
资料来源：海关总署，华创证券

图表 55 2022 广东省进出口结构



资料来源：海关总署，华创证券

图表 56 2022 上海进出口结构

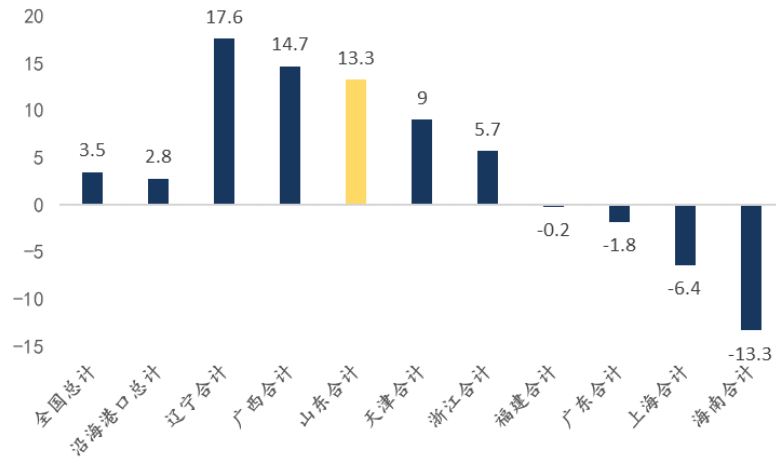


资料来源：海关总署，华创证券

在“一带一路”沿线较快的进出口增速拉动下，山东省 2023Q1 进出口增速为 7.7%，领先于全国水平 2.9pct。Q1 山东省沿海港口集装箱吞吐量同比增速为 13.3%，高出同期全国水平 10.5pct。

青岛港作为山东省港口龙头，2023Q1 集装箱吞吐量同比增速在全国主要沿海港口中领先，同比增 16.6%，剔除威海港影响后，2023Q1 集装箱吞吐量同比+12%；剔除威海港后货物吞吐量同比+5.1%，剔除前为 9.6%。

图表 57 2023Q1 主要省份集装箱吞吐量增速(%)



资料来源：交通部，华创证券

### 青岛港积极开拓一带一路航线。

2021 年，青岛港“一带一路”及 RCEP 航线正式首航，新开长荣东南亚线、万海/运达越南线、万海/运达/以星/高丽印度线三条国际航线。三条国际航线同时开通，助力青岛港全面构建对接东南亚、中亚等“一带一路”沿线国家、RCEP 成员国经贸往来的“海上黄金通道”。青岛港实现了对“海上丝绸之路”沿线国家的全覆盖，为国内外贸企业与东南亚、欧洲、地中海、中东以及非洲等地区的贸易往来提供了全面畅通的国际物流通道。

2022 年 8 月，青岛港“七线一列”集中开通。其中包括 5 条“一带一路”及 RCEP 航线，包括达飞/太平/宏海泰越线、地中海航运东南亚线、海丰集运海防线、中谷海运东南亚线以及长锦/兴亚远东航线，重点服务越南、泰国、马来西亚等 RCEP 成员国，构建起东南亚进口水果、冰鲜等冷链生活资料对接山东港口的低成本、高效率的海上物流大通道。

2022 年 11 月，青岛港再新开“一带一路”中东集装箱新航线，山东省港口集团与阿联酋阿布扎比港务集团合作的“中东—远东”航线正式开通。

## 三、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测：

**分业务看：我们预计公司液体散货业务稳健增长。**系因我们预计需求端受益于山东地炼发展及管道网络建设的完善。

我们预计散杂货业务持续受益于山东省港口区域整合，仍有费率上涨空间。目前青岛港散杂货收费仍较环渤海部分港口低，持续推进的港口整合将改善区域竞争格局，提升散杂货费率和盈利水平。

我们预计航线结构差异使得集装箱业务维持增长。公司航线结构中东南亚占比较大，受美线和欧美航线影响较小，今年一季度以来东南亚航线进出口增速相对欧美航线优势明显。

综上，我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 50.8、56.7、63.5 亿元，同比分别增长 12.2%、11.6%、12.1%，对应 EPS 分别为 0.78、0.87 及 0.98 元，PE 分别为 10、9、8 倍。

## 2、目标价：

我们在行业深度中提出观点，优质港口龙头估值应向高速公路靠拢，六家百亿市值以上公路公司平均 PB 1.4 倍，而 ROE 水平与青岛港相近的皖通高速、宁沪高速均达到 1.5 倍 PB，因此我们给予 2023 年预计净资产 1.5 倍 PB，对应目标价 9.4 元，预计较现价 26% 空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 58 高速与港口代表性公司估值比较（截至 2023/5/12）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PB	2022 归母净利润 (亿元)	2022 净利率 (%)	2022 ROE (%)	2022 股息率 (%)
001965.SZ	招商公路	559	1.0	48.6	63.3	8.5	4.6
600377.SH	宁沪高速	498	1.5	37.2	28.3	11.2	4.7
600350.SH	山东高速	366	1.2	28.6	20.2	8.3	5.3
600548.SH	深高速	215	1.2	20.1	20.8	9.9	4.7
000429.SZ	粤高速A	175	1.8	12.8	43.0	14.3	5.1
600012.SH	皖通高速	180	1.5	14.5	27.2	12.5	5.1
	平均		1.4		35.1	13.4	5.1
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PB	2022 归母净利润 (亿元)	2022 净利率 (%)	2022 ROE (%)	2022 股息率 (%)
600018.SH	上港集团	1,324.9	1.1	172.2	48.0	16.3	2.5
601018.SH	宁波港	721.8	1.0	42.2	18.2	7.1	2.3
001872.SZ	招商港口	469.6	0.8	33.4	50.7	7.5	2.4
601298.SH	青岛港	482.9	1.2	45.3	27.2	12.4	3.6
601880.SH	辽港股份	393.4	1.0	12.8	11.9	3.3	1.1
601228.SH	广州港	258.8	1.3	10.8	9.4	7.2	1.3
601000.SH	唐山港	231.7	1.2	16.9	32.2	9.0	5.1
601326.SH	秦港股份	209.5	1.2	13.1	19.6	7.8	1.9
000582.SZ	北部湾港	152.4	1.2	10.4	18.0	8.6	2.0
600717.SH	天津港	140.1	0.8	7.4	10.6	4.2	1.6
	平均		1.1		17.0	6.7	2.2

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

## 四、风险提示

**经济出现下滑的风险。**港口行业属于国民经济基础产业，行业发展与我国宏观经济形势具有较高的关联度，受国内经济周期波动性影响较大。若经济出现下滑，则很可能给公司的生产活动和经营业绩带来一定负面影响。

**腹地经济波动的风险。**港口货物吞吐量与其腹地经济发展水平密切相关。公司主要经济腹地包括山东、江苏、河北、山西及河南，延伸腹地则包括陕西、宁夏、甘肃及新疆，该地区的经济发展状况以及对国际、国内贸易需求情况是影响公司发展的关键因素，如果其经济增长速度放缓或出现下滑，将对公司经营产生一定负面影响。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,183	10,328	8,449	10,964
应收票据	96	96	89	96
应收账款	2,016	2,162	3,206	2,965
预付账款	126	143	163	170
存货	54	59	65	70
合同资产	124	128	140	155
其他流动资产	2,277	2,319	5,033	5,310
流动资产合计	13,878	15,234	17,145	19,730
其他长期投资	178	181	185	189
长期股权投资	12,888	13,000	13,000	13,000
固定资产	22,184	24,997	27,654	30,167
在建工程	2,490	2,481	2,477	2,474
无形资产	3,202	3,382	3,544	3,689
其他非流动资产	2,657	2,637	2,648	2,660
非流动资产合计	43,598	46,678	49,507	52,179
<b>资产合计</b>	<b>57,476</b>	<b>61,913</b>	<b>66,653</b>	<b>71,909</b>
短期借款	269	169	119	119
应付票据	1,035	1,134	1,235	1,344
应付账款	1,435	1,573	1,713	1,864
预收款项	9	10	11	12
合同负债	274	302	333	366
其他应付款	3,701	3,701	3,701	3,701
一年内到期的非流动负债	720	720	720	720
其他流动负债	1,244	1,315	1,424	1,547
流动负债合计	8,687	8,925	9,256	9,673
长期借款	1,543	1,643	1,693	1,743
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	5,970	5,970	5,970	5,970
非流动负债合计	7,512	7,612	7,662	7,712
<b>负债合计</b>	<b>16,199</b>	<b>16,537</b>	<b>16,918</b>	<b>17,385</b>
归属母公司所有者权益	37,400	40,727	44,364	48,450
少数股东权益	3,877	4,649	5,371	6,074
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,277</b>	<b>45,376</b>	<b>49,734</b>	<b>54,524</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,476</b>	<b>61,913</b>	<b>66,653</b>	<b>71,909</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,233</b>	<b>5,818</b>	<b>2,963</b>	<b>7,513</b>
现金收益	6,263	7,268	8,132	9,103
存货影响	72	-5	-5	-6
经营性应收影响	-214	-156	-1,052	231
经营性应付影响	-7,168	238	243	260
其他影响	7,280	-1,527	-4,354	-2,076
<b>投资活动现金流</b>	<b>-795</b>	<b>-4,429</b>	<b>-4,431</b>	<b>-4,520</b>
资本支出	-4,956	-4,512	-4,514	-4,516
股权投资	-2,873	-112	0	0
其他长期资产变化	7,034	195	84	-4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,692</b>	<b>-244</b>	<b>-412</b>	<b>-478</b>
借款增加	915	0	0	50
股利及利息支付	-2,340	-2,544	-2,815	-3,126
股东融资	14	0	0	0
其他影响	-3,281	2,300	2,403	2,597

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>19,263</b>	<b>21,277</b>	<b>23,414</b>	<b>25,788</b>
营业成本	13,206	14,473	15,765	17,151
税金及附加	145	172	185	204
销售费用	107	118	130	143
管理费用	952	1,000	1,100	1,212
研发费用	111	123	135	149
财务费用	-184	-145	-138	-124
信用减值损失	-15	-15	-15	-15
资产减值损失	-9	-5	-5	-5
公允价值变动收益	8	20	20	20
投资收益	1,434	1,583	1,740	1,916
其他收益	202	210	210	210
<b>营业利润</b>	<b>6,560</b>	<b>7,347</b>	<b>8,205</b>	<b>9,198</b>
营业外收入	8	8	6	7
营业外支出	13	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>6,556</b>	<b>7,353</b>	<b>8,209</b>	<b>9,203</b>
所得税	1,309	1,468	1,639	1,837
<b>净利润</b>	<b>5,247</b>	<b>5,885</b>	<b>6,570</b>	<b>7,366</b>
少数股东损益	722	809	904	1,013
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,525</b>	<b>5,076</b>	<b>5,667</b>	<b>6,353</b>
NOPLAT	5,100	5,769	6,460	7,267
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.78	0.87	0.98

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.7%	10.5%	10.0%	10.1%
EBIT 增长率	12.9%	13.1%	12.0%	12.5%
归母净利润增长率	14.2%	12.2%	11.6%	12.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.4%	32.0%	32.7%	33.5%
净利率	27.2%	27.7%	28.1%	28.6%
ROE	12.1%	12.5%	12.8%	13.1%
ROIC	19.1%	19.3%	19.3%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.2%	26.7%	25.4%	24.2%
债务权益比	20.6%	18.7%	17.1%	15.7%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.6	1.7	1.8	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	36	35	41	43
应付账款周转天数	39	37	38	38
存货周转天数	2	1	1	1
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.70	0.78	0.87	0.98
每股经营现金流	0.96	0.90	0.46	1.16
每股净资产	5.76	6.27	6.83	7.46
<b>估值比率</b>				
P/E	11	10	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	6	6	5

## 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	caiyeilin@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
	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
	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	zhangjian@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
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@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