

日照港(600017)

报告日期: 2022年11月07日

# 北方重要干散货港口, 量价向好成长性凸显

## ——日照港深度报告

### 投资要点

- 日照港为山东省重要干散货港口。公司核心货种为铁矿石、煤炭, 得益于后方货运干线铁路瓦日线、新菏兖日线以及附近山钢、日钢, 上量空间广阔。展望未来, 量方面, 中短期铁矿石维持韧性、煤炭维持高增的预期明确, 中长期“三西”地区煤炭的增产叠加“公转铁”政策的落实确保上量; 价方面, 港口整合避免同业竞争, 市场化带动费率的上行弹性。量价向好有望带动公司业绩稳增。
- 北方重要干散货港口, 股东背景雄厚  
日照港隶属山东港口集团, 吞吐量位列沿海港口第6且仍处上升通道。上市主体主营干散货业务, 多地政府、业务相关公司等股东加持下, 展业稳定性获保障。随着吞吐量稳步增长, 业绩稳中有升。2021年公司货物吞吐量同比增长11.77%至2.93亿吨, 营收、归母净利润分别实现65.05、7.37亿元, 2018-2021年复合增长率分别为8.23%、4.58%。2022年前三季度, 公司营收、归母净利润同比增速分别为18.31%、14.53%。目前公司资本开支最快阶段已过, 叠加产能利用率逐步提升, 现金流表现持续向好。
- 地缘优势突出, 干散货吞吐资源价值领先  
公司作为干散货港口, 在核心货种铁矿石、煤炭的运输链条中均为重要枢纽, 得益于地缘优势赋予的货量规模, 在各沿海港口中的重要性日趋凸显。一方面, 煤炭运量向公司后方集疏港铁路资源瓦日线、新菏兖日线传导的趋势明确, 叠加铁路资源的稀缺性, 公司上量空间广阔且领先行业; 另一方面, 公司腹地汇聚山东最优钢企山东钢铁集团、日照钢铁集团, 铁矿石转运需求规模领先各大港口。
- 量价向好, 业绩成长性可期  
公司量价向好的趋势确定, 预计后续业绩维持高成长性。吞吐量视角看, 公司以铁矿石、煤炭为核心货种且铁路资源稀缺, 中短期看, 铁矿石吞吐量预计企稳, 煤炭上量趋势明确; 中长期看, 需求端煤炭扩产叠加政策端“公转铁”政策频发的驱动下, 铁路运输上量确定性强。费率视角看, 现阶段山东港口集团已基本完成山东各港口的整合, 避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争, 同时费率市场化趋势已开启, 利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。
- 盈利预测与估值  
日照港作为北方重要枢纽港口, 铁路价值预计随“公转铁”推进而凸显, 且得益于煤炭上量预期、费率市场化推进, 业绩成长性可期。预计2022-2024年公司归母净利润分别实现8.58、9.87、11.24亿元, 对应PE分别为9.8倍、8.5倍和7.5倍, 价值低估, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示  
疫情影响正常经营; 腹地货量传导不及预期; 铁矿石、煤炭需求韧性不及预期; 费率市场化推进不及预期。

### 投资评级: 增持(首次)

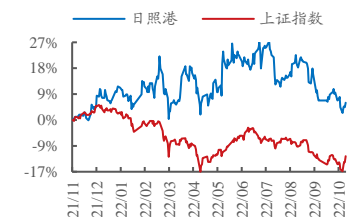
分析师: 匡培钦  
 执业证书号: S1230520070003  
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理: 黄安  
 huangan@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 2.73
总市值(百万元)	8,396.54
总股本(百万股)	3,075.65

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	6,505	7,468	8,412	9,423
(+/-) (%)	12.79%	14.81%	12.64%	12.02%
归母净利润	737	858	987	1,124
(+/-) (%)	15.23%	16.40%	15.01%	13.95%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.32	0.37
P/E	11.39	9.79	8.51	7.47

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与评级

1) **盈利预测:** 预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 8.58 亿元、9.87 亿元、11.24 亿元, 对应当前股价的 PE 分别为 9.8 倍、8.5 倍和 7.5 倍。

#### 2) 估值指标:

- **相对估值:** 以 SW 二级分类港口行业 13 个可比标的对标, 从 2022 年 11 月 4 日收盘价看, 行业加权平均 PE (TTM) 为 12.5 倍。行业整体估值偏低, 而公司当前 PE (TTM) 低于行业, 具备底部布局价值。
- **成长性:** 日照港吞吐量预计稳健增长, 同时受益于费率市场化以及港口区域整合推进, 价格有望逐步回归理性, 公司业绩具备稳健增长潜力。我们预计公司归母净利润在 2022 年实现 8.58 亿元; 在 2023 年实现 9.87 亿元, 较 2022 年预测值同比增长 15.01%; 在 2024 年实现 11.24 亿元, 较 2022 年预测值复合增速为 14.48%。当前市值下对应 2022 年利润 PEG 仅 0.63, 具备提升空间。

3) **投资评级:** 价值低估, 首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 关键假设

#### 1. 货物吞吐量

- **金属矿石:** 2022 年铁矿石需求承压, 公司铁矿石吞吐量有所下滑, 预计后续年份随着下游需求压力缓解而逐步修复。预计 2022-2024 年金属矿石吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%。
- **煤炭及制品:** 2022 年煤炭下游需求高企, 公司煤炭吞吐量增速持续领先行业, 随着“公转铁”政策推进, 预计后续年份维持领先地位。预计 2022-2024 年煤炭及制品吞吐量同比增速分别为 25%、20%、15%。
- **其他货物:** 基于历史数据, 预计 2022-2024 年其他货物吞吐量平稳增长, 同比增速分别为 15%、15%、15%。

2. **单位吞吐量收入:** 随着费率市场化以及港口区域整合推进, 预计价格回归理性, 2022-2024 年港口服务单位吞吐量收入同比增速分别为 6%、3%、3%。

3. **单位吞吐量成本:** 疫情影响下, 2022 年成本上行明显, 预计后续增速随疫情影响淡化而趋缓。预计 2022-2024 年港口服务单位吞吐量成本同比增速分别为 8%、5%、5%。

### ● 股价上涨的催化因素

股价上涨的可观测指标: 铁矿石、煤炭价格上涨; 装卸费率上涨; 港口整合推进事件等。

### ● 风险提示

- **疫情影响正常经营:** 若公司当地疫情严峻, 防控所需成本将有所增加, 且吞吐效率会有所降低, 削弱公司盈利能力。
- **腹地货量传导不及预期:** 公司货物吞吐量高度依赖腹地钢铁、煤炭产业以及附近铁路传导。若传导不畅, 公司货物吞吐量将偏低。

- **铁矿石、煤炭需求韧性不及预期:** 公司货物吞吐量以铁矿石、煤炭为主,若二者下游需求不足,将导致公司吞吐需求不足、吞吐量偏低。
- **费率市场化推进不及预期:** 行业费率市场化趋势将赋予公司利润弹性,若推进不及预期,公司盈利能力提升将不及预期。

## 正文目录

<b>1 北方重要干散货港口，股东背景雄厚</b> .....	<b>7</b>
1.1 山东港口集团旗下重要港口，主营干散货业务 .....	7
1.2 吞吐量稳步增长，带动业绩持续改善 .....	8
1.3 资本开支放缓+产能利用率提升，现金流持续向好 .....	10
<b>2 地缘优势突出，干散货吞吐资源价值领先</b> .....	<b>14</b>
2.1 干散货港口：运输链条重要枢纽 .....	14
2.2 后方集疏港铁路丰富，上量空间明确且直接受益 .....	16
2.3 钢厂资源优势：汇聚山东最优钢企资源，铁矿石需求规模领先行业 .....	17
<b>3 量价向好，业绩成长性可期</b> .....	<b>19</b>
3.1 量：预计中短期铁矿石进口韧性维持、煤炭需求高企，中长期继续看好“公转铁”驱动力 .....	19
3.1.1 中短期：铁矿石韧性维持确定性强，煤炭需求高企预计维持高增 .....	19
3.1.2 中长期：需求端+政策端“公转铁”驱动上量预期，铁路资源价值将获凸显 .....	20
3.2 价：港口整合避免同业竞争，市场化驱动费率向好 .....	22
<b>4 盈利预测及估值</b> .....	<b>24</b>
4.1 盈利预测：预计 2022 年实现归母净利润 8.58 亿元 .....	24
4.2 估值偏低，建议底部布局 .....	25
4.3 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 2021 年, 日照港在沿海港口中吞吐量排名第 6 .....	7
图 2: 日照港货物吞吐量占沿海港口比重及排名持续提升 .....	7
图 3: 日照港上市主体隶属山东港口集团, 主营干散货业务 .....	8
图 4: 日照港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.33% (上市主体口径) .....	9
图 5: 日照港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 8.23% .....	9
图 6: 日照港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 4.58% .....	9
图 7: 日照港营业收入结构以港口服务的装卸服务为主 .....	10
图 8: 日照港毛利润由装卸服务支撑 .....	10
图 9: 日照港综合毛利率与港口服务毛利率接近, 近年维持在 26% 附近 .....	10
图 10: 日照港资本开支以及资本密集度 (现金流量表口径) .....	10
图 11: 日照港上市主体固定资产账面原值以港务设施、库场设施、装卸机械设备为主 .....	11
图 12: 日照港上市主体无形资产账面原值结构 .....	12
图 13: 日照港上市主体投资活动现金流出小计 .....	12
图 14: 日照港上市主体筹资活动现金流出小计 .....	12
图 15: 公司吞吐量增速领先固定资产+在建工程+无形资产规模 .....	12
图 16: 日照港上市主体生产性泊位个数 .....	12
图 17: 日照港上市主体经营活动产生的现金流量净额 .....	13
图 18: 2021 年全球干散货物贸易量中, 铁矿石、煤炭合计占比达 51.3% .....	14
图 19: 中国粗钢总产量占全球比重过半, 铁矿石需求庞大 .....	14
图 20: 中国铁矿石进口量在 2018 年起已超越产量 .....	14
图 21: 2020 年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比 61.35% .....	15
图 22: 我国煤炭运输主要路径 .....	15
图 23: 日照港地处国内国际运输关键节点 .....	15
图 24: 日照港铁矿石到港量以及占全国铁矿石到港量比重 .....	16
图 25: 日照港煤炭运量以及在北方七港、中国重点港口中的占比 .....	16
图 26: 瓦日线、新菏兖日线地理位置以及与煤炭运输路径对照 .....	16
图 27: 2021 年, 山东省粗钢产量位列全国第 3 .....	17
图 28: 2021 年山东钢铁、日照钢铁粗钢产量位列全国前 20 .....	18
图 29: 日照钢铁精品基地带动山东钢铁集团产量高增 .....	18
图 30: 62% 品位进口铁矿石干基粉矿到岸价 .....	19
图 31: 日照港铁矿石到货量及同比 .....	19
图 32: 山西产动力末煤 (Q5500) 秦皇岛港平仓价 .....	20
图 33: 中国重点港口煤炭运量及同比 .....	20
图 34: 分地区原煤产量及全国原煤产量同比 .....	20
图 35: 铁路货运量增速近年来持续高于公路货运量 .....	22
图 36: 铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量 .....	22
图 37: 日照港两大港区与青岛港各港区地理位置 .....	22
图 38: 日照港、青岛港在山东港口整合后货物吞吐量同比增速持续高于行业 .....	23
表 1: 日照港部分重点股东 .....	8
表 2: 日照港上市主体部分重点在建工程项目 (截至 2022 年上半年末) .....	11
表 3: “公转铁”政策相关事件 .....	21

表 4: 山东港口整合历程.....	22
表 5: 港口收费改革的根本原则是市场化导向, 定价逐步市场化的趋势已现 .....	23
表 6: 日照港盈利预测简表.....	24
表 7: 日照港可比公司估值表 (2022.11.4) .....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

## 1 北方重要干散货港口，股东背景雄厚

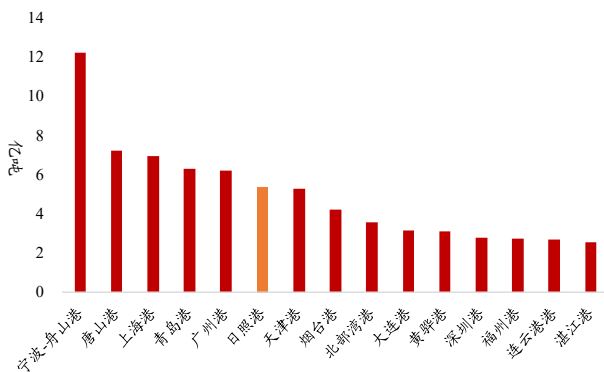
日照港隶属山东港口集团，吞吐量位列沿海港口第 6 且仍处上升通道。上市主体主营干散货业务，多地政府、业务相关公司等股东加持下，展业稳定性获保障。随着吞吐量稳步增长，业绩稳中有升。2021 年公司货物吞吐量同比增长 11.77%至 2.93 亿吨，营收、归母净利润分别实现 65.05、7.37 亿元，2018-2021 年复合增长率分别为 8.23%、4.58%。2022 年前三季度，公司营收、归母净利润同比增速分别为 18.31%、14.53%。目前公司资本开支最快阶段已过，叠加产能利用率逐步提升，现金流表现持续向好。

### 1.1 山东港口集团旗下重要港口，主营干散货业务

**日照港：山东港口集团旗下领先港口，吞吐量排名沿海港口第 6 且持续上升。**日照港隶属山东港口集团，作为我国重点发展的沿海主枢纽港之一，在山东港口集团目前“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼”的一体化协同发展格局中发挥重要作用。得益于完备的产能建设，日照港吞吐量持续领先，且重要性逐步提升。

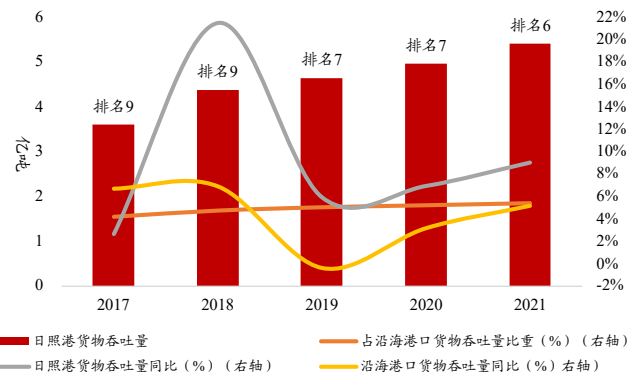
- **产能建设完备：**港口总体规划了石白、岚山两大港区，274 个泊位，7.5 亿吨能力。截至 2021 年末，已建成 73 个生产泊位，年通过能力超过 4.5 亿吨。
- **2021 年货物吞吐量排名第 6，重要性提升趋势明显：**2021 年日照港吞吐货物 5.41 亿吨。2016-2021 年，在沿海港口中的排名从第 9 提升至第 6，吞吐量占比从 4.17% 提升至 5.43%，且近年同比增速持续超沿海港口总体水平 4-6 个百分点。作为国内主要铁矿石中转港之一，日照港年度中转铁矿石超 1.6 亿吨；铁矿石、木片、大豆、石油焦、原木等货种的吞吐量居全国沿海港口的首位。

图1：2021 年，日照港在沿海港口中吞吐量排名第 6



资料来源：Wind，浙商证券研究所

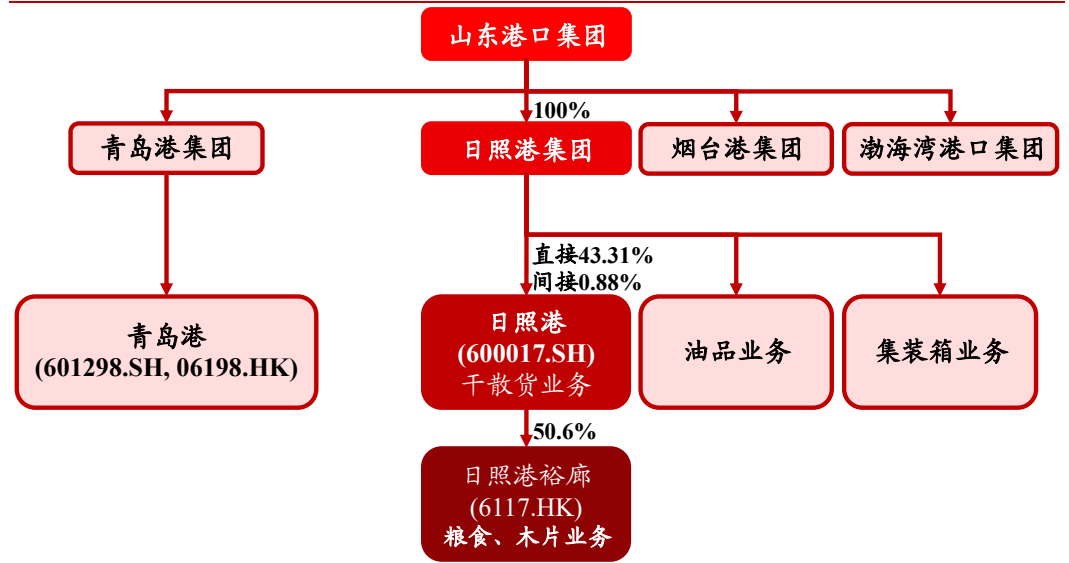
图2：日照港货物吞吐量占沿海港口比重及排名持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**日照港上市主体：主营干散货业务，政府、业务相关股东确保业务稳定开展。**日照港集团体内业务主要分为干散货、油品、集装箱三部分，其中上市主体日照港股份有限公司（600017.SH）拥有集团干散货码头装卸业务。股东背景上，控股股东日照港集团直接持股 43.31%、间接持股 0.88%，股东包含多地政府、多家业务相关公司，确保多方合作关系稳固、业务稳定开展。

图3: 日照港上市主体隶属山东港口集团, 主营干散货业务



资料来源: 山东港口集团官网, Wind, 浙商证券研究所

- **各级政府股东奠基多地协同:** 山东省政府国有资产监督管理委员会作为实控人间接持股 13.20%; 河北省、青岛市、日照市、威海市合计间接持股 35.92%。
- **业务相关股东确保长期合作关系:** 公司中转货种聚焦铁矿石、煤炭, 山东能源集团、淄博矿业集团、邯钢钢铁集团等业务相关公司持股将确保长期合作关系稳固。

表1: 日照港部分重点股东

股东类型	股东名称	持股方式及比例	
控股股东	山东港口日照港集团有限公司	直接持股 43.31%; 间接持股 0.88%	
	中华人民共和国中央政府	间接持股 1.84%	
各级政府	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	间接持股 13.20%, <b>实际控制人</b>	
	山东省财政厅	间接持股 1.67%	
	山东省社会保障基金理事会	间接持股 0.62%	
	河北省人民政府国有资产管理委员会	间接持股 0.58%	
	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会	间接持股 20.59%	
	烟台市人民政府国有资产监督管理委员会	间接持股 6.92%	
	日照市人民政府国有资产监督管理委员会	间接持股 6.69%	
	威海市人民政府国有资产监督管理委员会	间接持股 1.14%	
	业务相关公司	山东能源集团有限公司	直接持股 5.45%; 间接持股 4.01%
		淄博矿业集团有限责任公司	直接持股 1.2%
邯钢钢铁集团有限责任公司		直接持股 0.58%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.2 吞吐量稳步增长, 带动业绩持续改善

**经营:** 吞吐量稳步增长, 货种聚焦铁矿石、煤炭。公司货物吞吐量维持稳定增长, 货种以铁矿石、煤炭为主, 金属矿石、煤炭及制品占比分别稳定在 60%、20%附近。

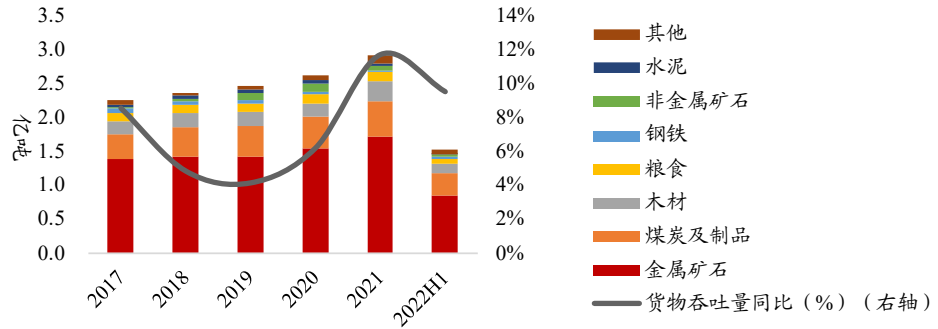
- **2021年吞吐量增速提升明显:** 2021年, 公司吞吐货物 2.93 亿吨, 同比增速从 2019 年的 4.15% 逐步提至 11.77%, 2018-2021 年复合增长率为 7.33%。其中金属矿石、



煤炭及制品吞吐量分别同比增长 10.77%、12.65%至 1.72、0.53 亿吨，分别占公司货物吞吐量 58.76%、17.96%。

- **2022 年上半年煤炭实现高增：**2022 年上半年，公司吞吐货物 1.54 亿吨，同比增长 9.57%。其中金属矿石、煤炭及制品吞吐量分别同比增长 2.67%、28.70%至 0.85、0.33 亿吨，分别占公司货物吞吐量 55.50%、21.21%。

图4：日照港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.33%（上市主体口径）

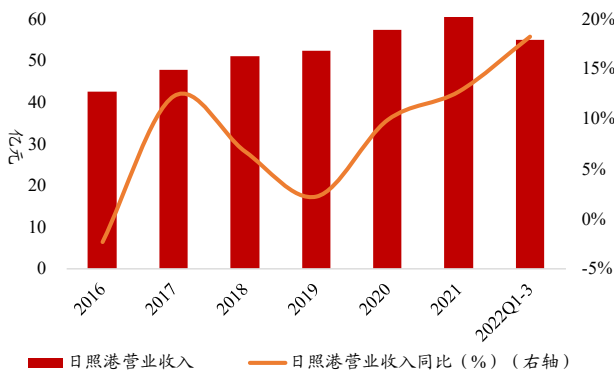


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**财务：整体稳中有升，近年逐步改善。**公司财务表现在 2019 年较弱，营收、归母净利润同比增速分别落至 2.25%、1.31%，主要系吞吐量未达计划水平所致。但近年来财务表现已随吞吐量增速回升而逐步改善，整体保持稳中有升。

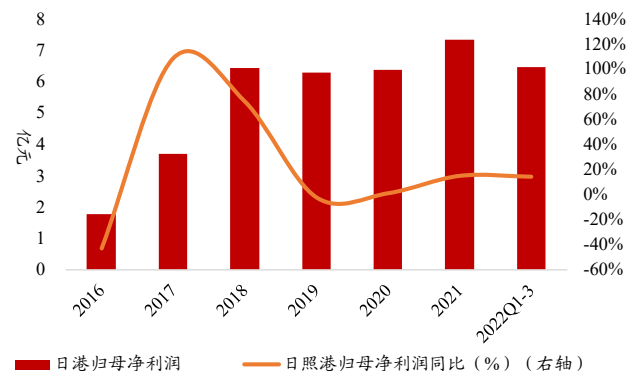
- **2021 年增速回升明显：**公司营收、归母净利润分别实现 65.05、7.37 亿元，同比增速分别为 12.79%、15.23%，2018-2021 年复合增长率分别为 8.23%、4.58%。
- **2022 年前三季度维持稳步增长：**得益于吞吐量改善，公司营收、归母净利润分别实现 55.08、6.49 亿元，同比增速分别为 18.31%、14.53%。

图5：日照港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 8.23%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：日照港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 4.58%

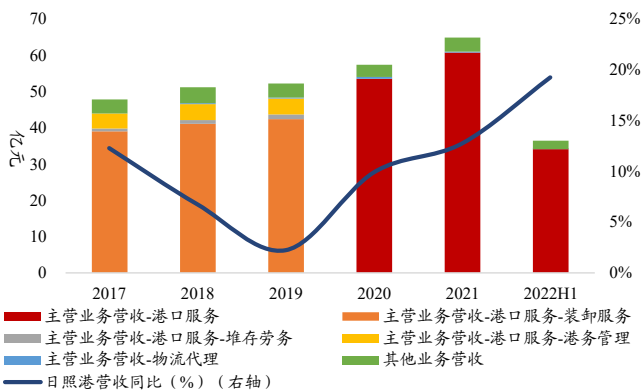


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**业务结构：专注港口服务，装卸支撑业绩。**公司主营大宗散杂货的港口服务，包括装卸、堆存、中转、港务管理等服务，其中装卸服务持续支撑业绩。

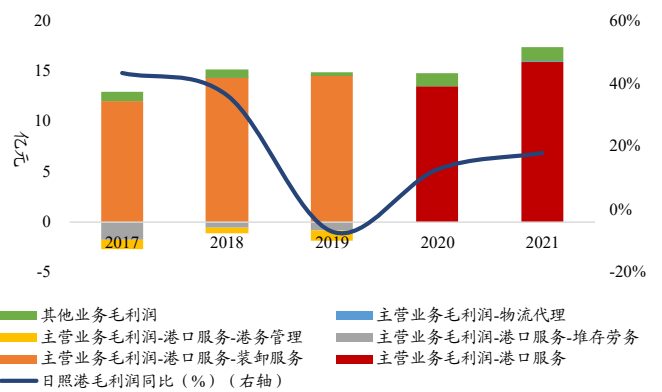
- **装卸服务持续支撑营收与毛利润：**港口服务持续占据 90%以上营收与毛利润，2021 年实现营收 61.03 亿元、毛利润 15.97 亿元，同比增速分别为 13.25%、18.17%。港口服务又分为装卸服务、堆存服务、港务管理三大子业务，三者占港口服务营收的比重分别稳定在 88%、2.5%、9.5%附近。

图7: 日照港营业收入结构以港口服务的装卸服务为主



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

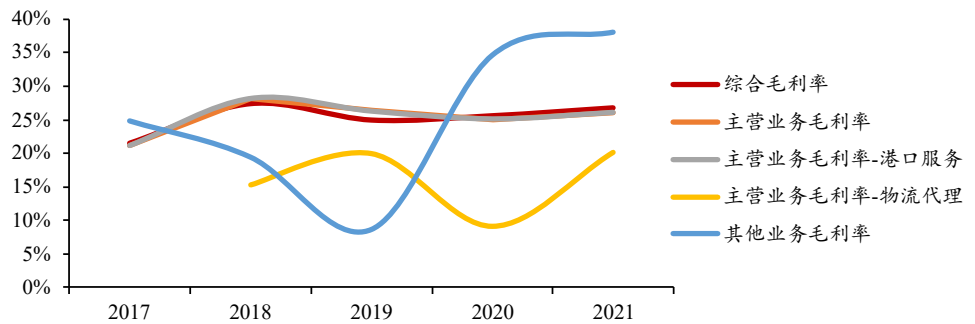
图8: 日照港毛利润由装卸服务支撑



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

- **毛利率维持在26%附近:** 公司综合毛利率与港口服务毛利率接近, 近年维持在26%附近, 而物流代理、其他业务毛利率存在一定波动。

图9: 日照港综合毛利率与港口服务毛利率接近, 近年维持在26%附近



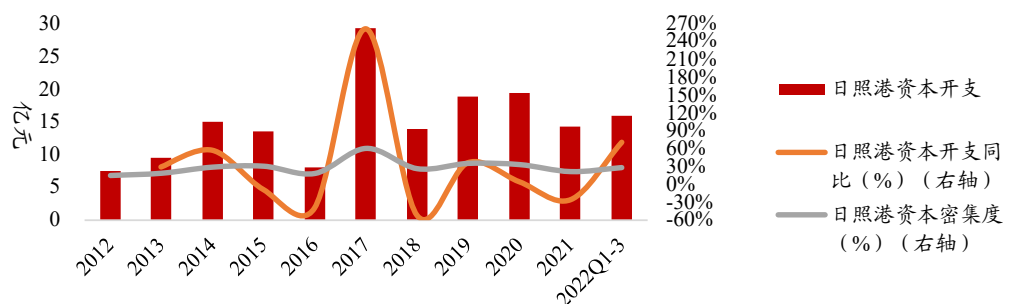
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 资本开支放缓+产能利用率提升, 现金流持续向好

公司在建工程当前的最大项目“石臼港区东煤南移工程”有望于2023年完工转固, 中期看资本开支高峰或已过, 投资与筹资现金流支出压力已获缓解。在此基础上, 公司产能利用率已进入提升通道, 预计带动经营现金流持续向好。

**资本开支: 最大在建工程即将转固, 投资放缓缓解投资与筹资现金流压力。**2021年, 公司资本开支同比下滑26.51%至14.35亿元, 资本密集度同比下滑11.80个百分点至22.05%。目前公司最大在建工程即将转固, 资本开支高峰或迎放缓阶段, 用于产能扩张以及筹措资金的现金支出压力已获缓解, 预计后续财务压力将逐步减轻。

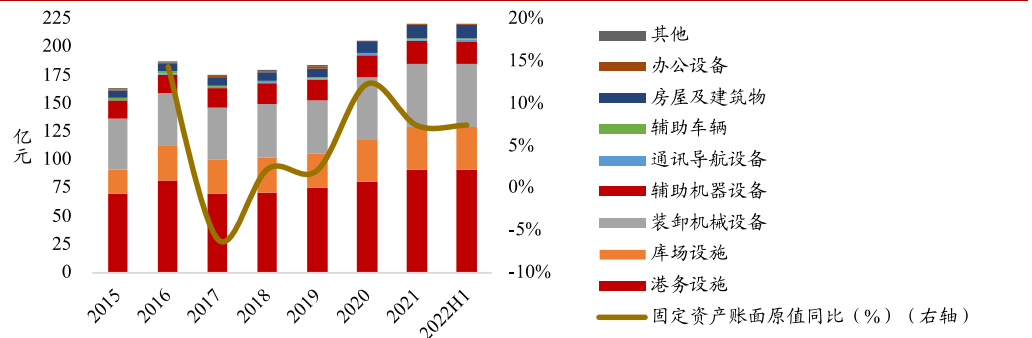
图10: 日照港资本开支以及资本密集度(现金流量表口径)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- **固定资产的增长主要来自产能转固，预计扩张高峰已过：**港务设施、库场设施、装卸机械设备三者持续占据公司固定资产 80%以上的份额，因此公司固定资产的增长主要源自在建工程转入，而非其他途径。2021 年，公司固定资产账面原值同比增速下降 4.92 个百分点至 7.44%，其 15.33 亿元的增幅主要源自在建工程“岚山港区南作业区 12 号 16 号泊位工程”、“日照钢铁精品基地配套成品码头工程”完工后分别转入的 5.90、3.81 亿元。

图11：日照港上市主体固定资产账面原值以港务设施、库场设施、装卸机械设备为主



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2022 年上半年，公司在建工程中最大的 5 个项目合计占比已超 80%，且其中仅“石白港区东煤南移工程”有望于 2023 年完工转固、带动超 20 亿元的固定资产增幅，其他项目完工仍需较长时间，故中期看 2023 年后固定资产或难有项目带动大幅增长。

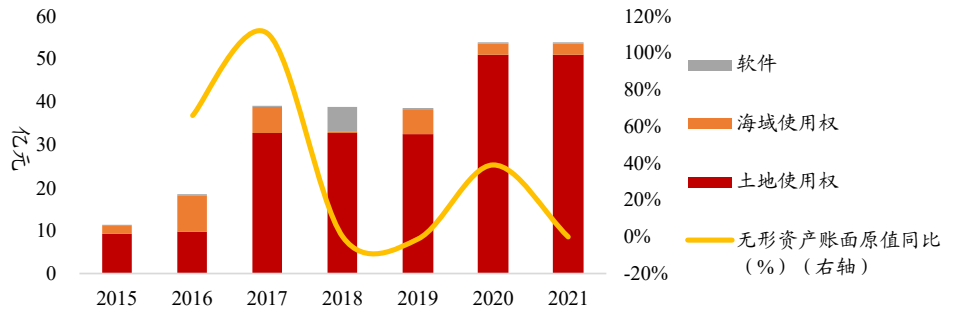
表2：日照港上市主体部分重点在建工程项目（截至 2022 年上半年末）

项目名称	2022 年上半年 增加金额(亿元)	账面价值 (亿元)	占在建工程 比重(%)	工程累计投入 占预算比例(%)	开工 年月
石白港区东煤南移工程	0.89	23.90	35.92%	90.58%	2017/10
日照钢铁精品基地配套矿石码头工程	0.07	10.11	15.20%	37.22%	2016/03
石白港区南区西#18-#20 泊位及后方储运系统流程化工程	2.69	10.35	15.55%	53.19%	2020/08
石白港区南区#14、#15 泊位及后方储运系统流程化工程	1.19	6.64	9.98%	50.48%	2017/05
石白港区南区#14、#15 通用散货泊位工程	0.10	3.99	6.00%	21.33%	2017/05
<b>各项目合计</b>	<b>4.93</b>	<b>55.00</b>	<b>82.66%</b>	N/A	N/A

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **无形资产的前期扩张主要来自土地回填，预计后续增长幅度有限：**土地使用权支撑公司无形资产规模，2020 年增长 18.67 亿元，主要系公司前期通过土地回填将日照石白港区部分海域使用权转换成土地使用权，并支付相关土地出让金 14.63 亿元。目前公司无其他回填项目，且中期看未有土地扩张需求，预计无形资产后续扩张幅度有限。

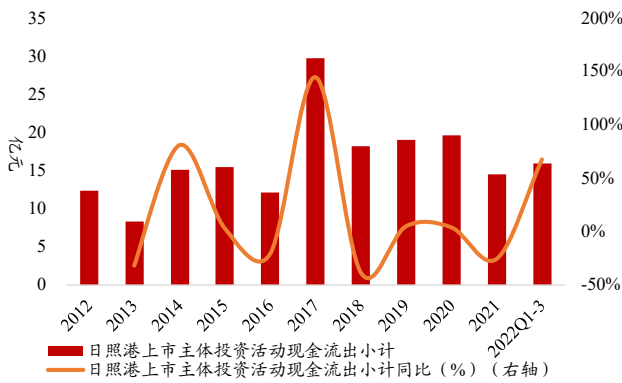
图12: 日照港上市主体无形资产账面原值结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

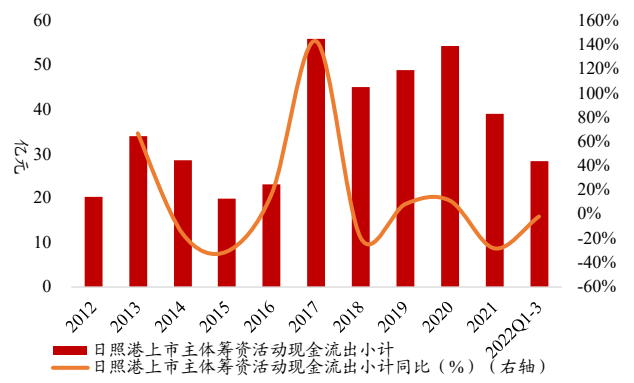
- **投资与筹资现金流: 受益于资本开支放缓, 支出压力缓解。**从公司投资与筹资现金流出来看, 二者在2021年分别同比下滑26.10%、28.17%至14.53、39.09亿元, 其中筹资现金流在2022年前三季度维持1.84%的同比降幅。

图13: 日照港上市主体投资活动现金流出小计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 日照港上市主体筹资活动现金流出小计

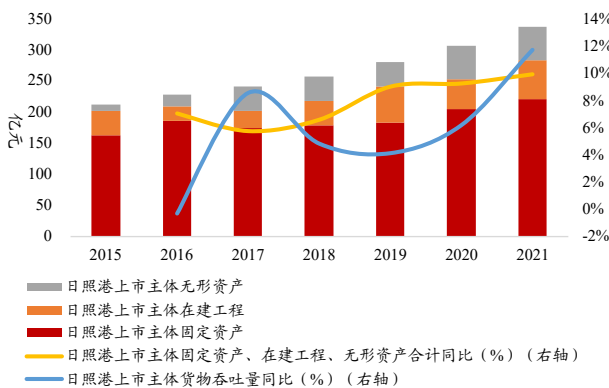


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**产能利用率: 进入提升通道, 驱动经营现金流改善。**吞吐量加速提升叠加产能投入放缓, 公司产能利用率逐步提升, 预计逐步消解产能过剩担忧, 并带动公司经营现金流向好。

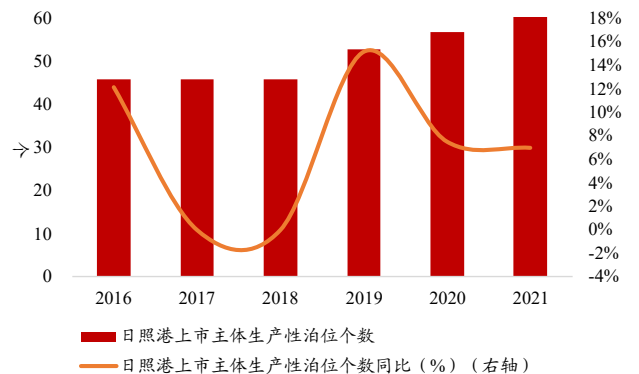
- **吞吐量增速已高于产能规模增速:** 对比固定资产、在建工程、无形资产三者合计规模与公司货物吞吐量同比增速, 除2017年外, 货物吞吐量同比增速持续落后, 直到2021年领先1.79个百分点, 释放产能过剩缓解信号。同时, 公司泊位投产速度明显放缓, 2021年生产性泊位数61个, 同比增速落至7.02%。

图15: 公司吞吐量增速领先固定资产+在建工程+无形资产规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

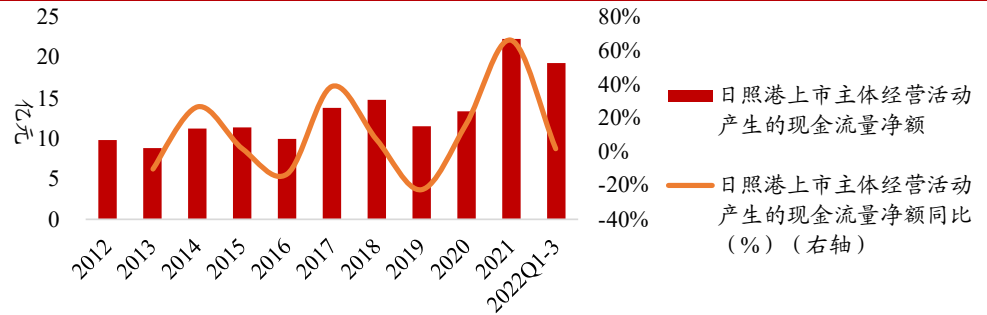
图16: 日照港上市主体生产性泊位个数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

- **经营现金流：受益于盈利能力提升而改善明显。**2021年起，随着吞吐量高增以及产能利用率提升，公司经营现金净流入增长明显，而净流出增长偏缓，经营现金流净额获大幅改善，同比高增 66.82%至 22.44 亿元，并在 2022 年前三季度实现 19.42 亿元，同比增长 2.03%。

图17：日照港上市主体经营活动产生的现金流量净额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

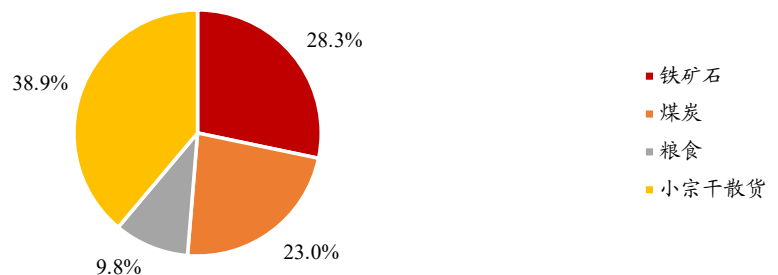
## 2 地缘优势突出，干散货吞吐资源价值领先

公司作为干散货港口，在核心货种铁矿石、煤炭的运输链条中均为重要枢纽，得益于地缘优势赋予的货量规模，在各沿海港口中的重要性日趋凸显。一方面，煤炭运量向公司后方集疏港铁路资源瓦日线、新菏兖日线传导的趋势明确，叠加铁路资源的稀缺性，公司上量空间广阔且领先行业；另一方面，公司腹地汇聚山东最优钢企山东钢铁集团、日照钢铁集团，铁矿石转运需求规模领先各大港口。

### 2.1 干散货港口：运输链条重要枢纽

**干散货港口：高货量+航线稳定，确保经营稳定性与枢纽地位。**干散货主要包含铁矿石、煤炭、粮食、小宗干散货等货种，其中以铁矿石、煤炭为主。根据克拉克森统计，2021 年全球干散货物贸易中铁矿石、煤炭分别占据 28.3%、23.0%的比重，二者合计达 51.3%。各类干散货基本均具备低货值、长保质期、供需区域分离等性质，因此在运输方式的选择上对成本更敏感，多年以来均以水运为核心方式。而庞大的运输需求以及相对确定的航线确保干散货港口经营稳定性以及在运输过程中的枢纽地位。

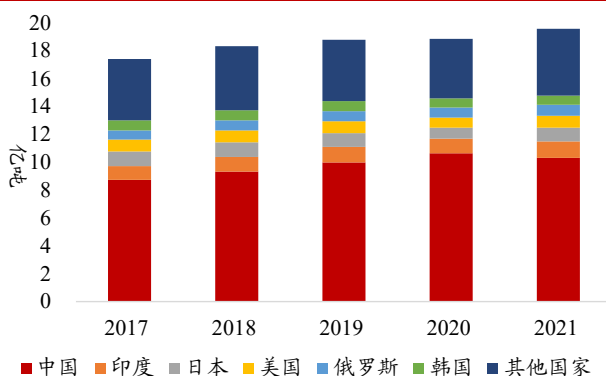
图18：2021 年全球干散货物贸易量中，铁矿石、煤炭合计占比达 51.3%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

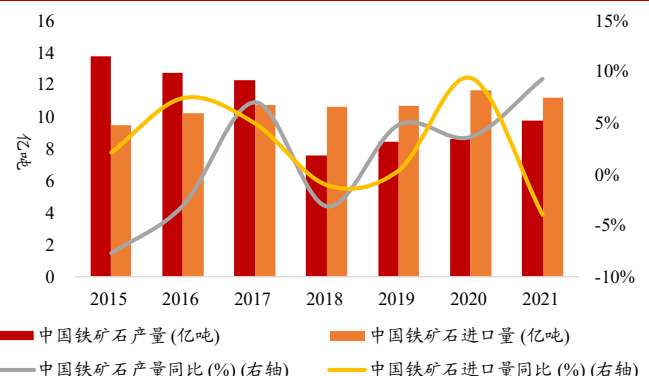
- **铁矿石运输：进口需求庞大，以上水转运为主。**据美国地质调查局统计，2020 年我国铁矿石储量占全球约 11%，但 34.50%的含铁量与世界平均水平 46.67%差距明显，铁矿石资源偏弱。同时，据世界钢铁协会统计，我国粗钢总产量在 2021 年达到 10.33 亿吨，占全球比重达 52.87%。偏弱的铁矿石资源叠加较强的产钢需求催生庞大进口需求。目前我国铁矿石高度依赖进口，产量持续低于进口量，2021 年产量和进口量分别为 9.81、11.24 亿吨，催生庞大的上水转运需求。

图19：中国粗钢总产量占全球比重过半，铁矿石需求庞大



资料来源：世界钢铁协会，浙商证券研究所

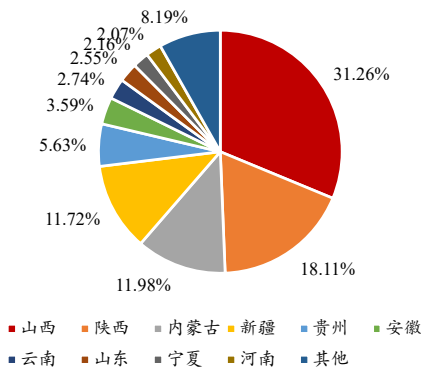
图20：中国铁矿石进口量在 2018 年起已超越产量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **煤炭运输：供需区域决定“西煤东调+北煤南运”路径，以铁路+水路联运为主。**我国煤炭资源集中在山西、陕西、内蒙古西部“三西”地区，2020年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比61.35%，而煤炭消费地区集中在人口密度更高的华东、京津冀、华南等地，煤炭运输需求规模庞大且稳定，催生“西煤东调+北煤南运”的运输格局。运输过程中，煤炭主要从产地“三西”地区通过铁路运往华东港口，再通过水路运往各大消费地，因此港口为我国煤炭转运重要枢纽。

图21：2020年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比61.35%



资料来源：自然资源部，浙商证券研究所

图22：我国煤炭运输主要路径



资料来源：高德地图，浙商证券研究所绘制

**日照港：地缘优势聚拢需求，重要性日渐凸显。**公司得益于地处国内外关键枢纽的区位优势，腹地需求规模庞大且陆运网络传导顺畅。现阶段公司铁矿石、煤炭吞吐量份额均稳中有升，充分发挥地缘优势，凸显在国内港口中的重要性。

- **地缘优势：需求可观且传导顺畅。**公司地处国内南北海岸线与东西铁路沿线交汇点，同时连接环太平洋经济圈和新亚欧大陆桥经济带，便于吸收国内外需求。得益于多个内陆港、高速、国道干线、铁路等资源，公司腹地深入陕西、山西、河南等省份，覆盖钢铁、粮食、造纸、木材等制造加工企业，需求庞大且传导稳定。

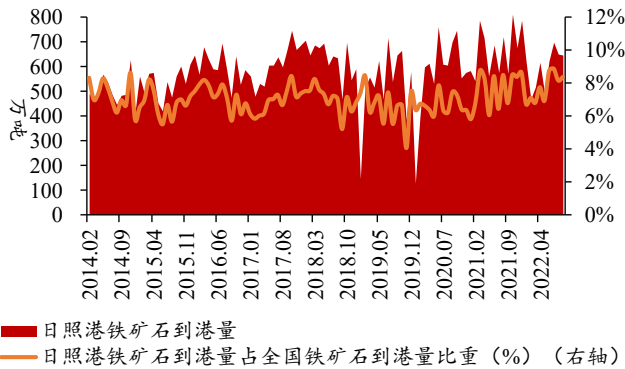
图23：日照港地处国内国际运输关键节点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

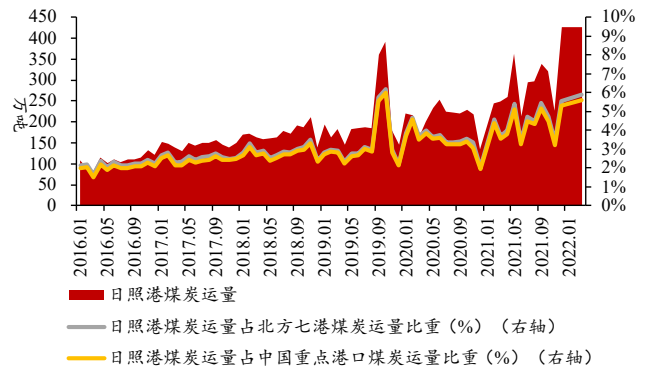
- **铁矿石、煤炭份额稳中有升，重要性日渐凸显。**得益于地缘优势，公司铁矿石、煤炭转运需求庞大且稳定，且份额均稳中有升，凸显在国内港口中的重要性。铁矿石方面，月度到港量在 2021 年下半年逐步企稳 700 万吨高位，占比从 2015 年 6%左右的水平稳步提升至 2021 年 8%左右的水平；2022 年因下游需求有所承压，但占比未有明显下调。煤炭方面，月度运量在 2021 年末至 2022 年初已企稳 400 万吨以上量级，占比维持增长，其中占北方七港煤炭运量比重逼近 6%，占我国重点港口煤炭运量比重企稳 5%以上。

图24：日照港铁矿石到港量以及占全国铁矿石到港量比重



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：日照港煤炭运量以及在北方七港、中国重点港口中的占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2 后方集疏港铁路丰富，上量空间明确且直接受益

**铁路资源独特，提升效率奠基上量潜力释放。**“西煤东调”主要能源通道瓦日线、新菏兖日线加持下，日照港为全国唯一拥有 2 条千公里以上铁路干线的港口。其中，瓦日线连接山西煤炭生产地瓦塘镇以及位于日照港石白港区的日照站，新菏兖日线连接河南新乡以及位于日照港岚山港区的日照南站，二者沿线周边铁路网络发达，便于吸收各地需求。目前日照港已调整港口铁路集疏运布局，在 2021 年 6 月从“北进北出”切换至“双进双出”，大幅提升运输效率，中长期下水煤与上水铁矿石上量趋势确定，奠基上量潜力释放。

图26：瓦日线、新菏兖日线地理位置以及与煤炭运输路径对照



资料来源：交通运输部，国家发改委，国家能源局，浙商证券研究所

注：本图采用交通运输部中长期铁路网规划图与《煤炭工业发展“十三五”规划》煤炭净调出、调入路径图的叠加绘制。制图机构不一导致地图未能完全重叠，或与实际情况存在偏差，仅供参考。



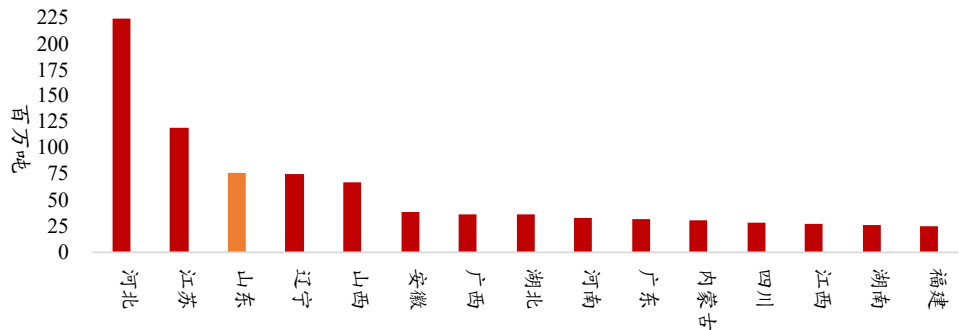
瓦日线长期上量空间广阔，日照港受益最为直接。我国“三西”地区煤炭铁路外运通道主要分为北通路、中通路、南通路三大横向通道，其中北通路的大秦线、朔黄线、蒙冀线以及中通路的瓦日线运能较大且具备配套港口，在我国运煤通道中重要性最强。瓦日线作为煤炭铁路外运中通路主干，长期上量空间广阔，日照港作为配套港口将直接受益。

- **瓦日线设计产能充足，目前仍存显著上量空间。**瓦日线于2014年底正式建成通车，是世界上首条按30吨重载铁路标准建设的国铁I级重载铁路，全长1260公里，设计能力2亿吨/年，配套下水港为日照港。由于建成时间较晚、装车效率相对不成熟等因素，目前年运量仍不足1亿吨，距离设计运能仍存广阔空间。
- **北通路接近满载，运量向瓦日线转移的确定性强。**目前我国煤炭铁路外运仍高度依赖北通路，其中大秦线等铁路已接近满载，且扩产空间有限。在剩余铁路中，瓦日线设计运量较大且利用率有待提升，运量向瓦日线转移的确定性较强，日照港作为配套港口预计直接受益。

### 2.3 钢厂资源优势：汇聚山东最优钢企资源，铁矿石需求规模领先行业

山东为全国第3钢铁大省，公司邻近省内最优资源山钢、日钢。山东是我国钢铁大省之一，2021年粗钢产量以76.49百万吨位列全国第3，占比达7.41%。公司腹地包含山东省最大的两家钢企山东钢铁集团、日照钢铁集团，二者共同支撑公司铁矿石吞吐需求规模领先行业。

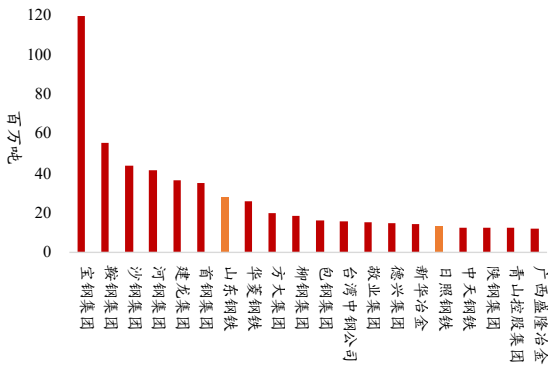
图27：2021年，山东省粗钢产量位列全国第3



资料来源：Wind，浙商证券研究所

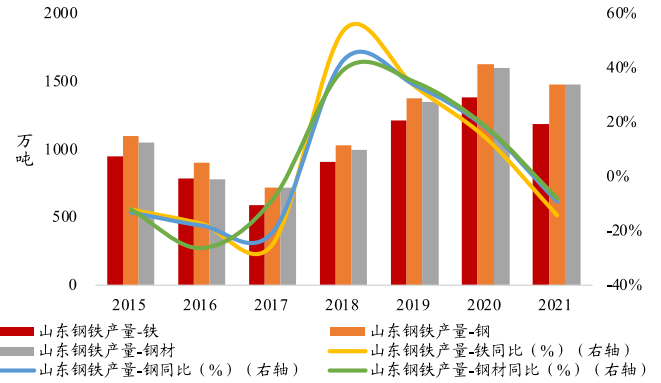
- **山东钢铁集团：山东规模最大国有钢企，粗钢产量位列全国第7、世界第11。**山东钢铁集团2021年粗钢产量28.25百万吨，占全国2.74%、全省36.93%。集团内包含多家钢企以及位于各地的生产基地，其中位于日照的日照钢铁精品基地于2019年全面投产，产能领先世界，带动山东钢铁集团产量高增，并推动日照港铁矿石运输需求。
- **日照钢铁集团：山东规模最大民营钢企，粗钢产量位列全国第16、世界第33。**日照钢铁集团2021年粗钢产量13.57百万吨，占全国1.31%、全省17.74%。集团为山东省内仅次于山东钢铁集团的第二大钢企，距离兖石铁路35公里、日照港40公里，相比省内其他钢企运输成本优势显著，与日照港高度协同合作。

图28： 2021年山东钢铁、日照钢铁粗钢产量位列全国前20



资料来源：世界钢铁协会，浙商证券研究所

图29： 日照钢铁精品基地带动山东钢铁集团产量高增



资料来源：山东钢铁公司公告，浙商证券研究所

**铁矿石相关产能建设完备，充分吸收需求奠基业绩基本盘。**公司铁矿石相关产能建设完善，具备充分吸收铁矿石转运需求的能力，奠基业绩基本盘。公司与腹地内莱钢、海鑫、济钢、邯钢、济源钢铁在2003年合资组建的日照显桥铁矿石装卸有限公司专业化矿石码头规模全国领先，现已注入日照港第二港务分公司协同发挥效益。目前，在公司61个生产性泊位中，包含大型铁矿石专用泊位2个，且码头与临港钢厂等通过皮带机互连，得益于亚洲最长的铁矿石管状皮带机，装卸效率、堆存能力、集疏运能力全国领先。

### 3 量价向好，业绩成长性可期

公司量价向好的趋势确定，预计后续业绩维持高成长性。吞吐量视角看，公司以铁矿石、煤炭为核心货种且铁路资源稀缺，中短期看，铁矿石吞吐量预计企稳，煤炭上量趋势明确；中长期看，需求端煤炭扩产叠加政策端“公转铁”政策频发的驱动下，铁路运输上量确定性强。费率视角看，现阶段山东港口集团已基本完成山东各港口的整合，避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争，同时费率市场化趋势已开启，利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。

#### 3.1 量：预计中短期铁矿石进口韧性维持、煤炭需求高企，中长期继续看好“公转铁”驱动力

公司以铁矿石、煤炭为核心货种且铁路资源稀缺，中短期看铁矿石吞吐量预计企稳、煤炭上量趋势明确，中长期看“公转铁”趋势驱动上量预期确定。

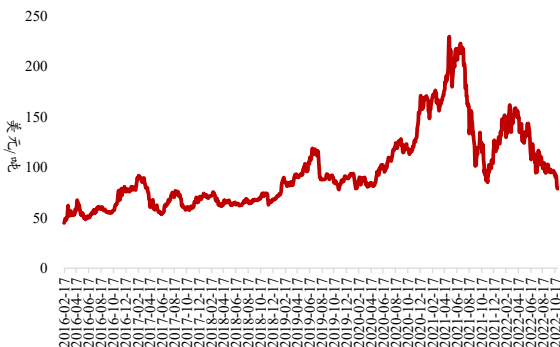
- **中短期：**铁矿石方面，近期下游需求因地产业信用风险集中体现而有所走弱，但公司铁矿石进口上水量维持韧性，月度到货量维持 500 万吨水平，且同比降幅已收窄至近 10%，中短期吞吐量预计趋稳；煤炭方面，需求维持高位，月度运量同比增速持续超行业 20-30 个百分点，中短期吞吐量预计维持高增。
- **中长期：**需求端煤炭扩产叠加政策端“公转铁”政策频发将驱动铁路运输上量，瓦日线、新菏究日线上量预期明确，凸显公司铁路资源价值。

##### 3.1.1 中短期：铁矿石韧性维持确定性强，煤炭需求高企预计维持高增

**铁矿石：**下游需求低迷不改进口韧性，吞吐量预计维持稳定。根据艾瑞咨询，建筑行业贡献超 55%的钢材下游需求，故近期地产信用风险集中体现成为铁矿石需求不足的主因之一。但下游需求走弱对铁矿石进口影响有限，中短期看预计公司铁矿石吞吐量维持平稳。

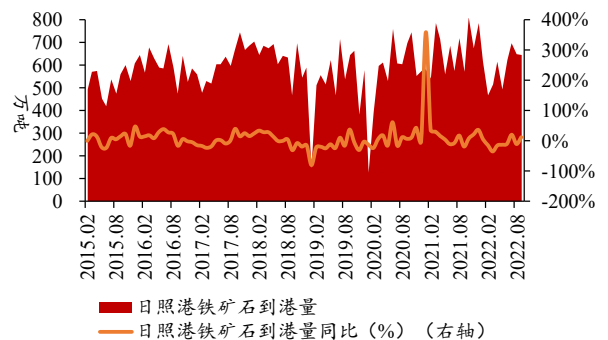
- **铁矿石下游需求走弱：**从价格上看，62%品位进口铁矿石干基粉矿到岸价在 2021 年 7 月末起从超 220 美元/吨的价格大幅下滑至 100 美元/吨附近，2022 年持续震荡，在 11 月 1 日落至 79.87 美元/吨，同比下滑 19.04%。
- **对进口量影响有限：**公司铁矿石到货量 2022 年 3 月因疫情影响出现高达 34.17% 的同比降幅，但 4 月起降幅已得到明显控制，5 月降幅控制至 11.97%，目前月度到货量维持 650 万吨左右水平，预计短期内维持平稳表现。

图30：62%品位进口铁矿石干基粉矿到岸价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：日照港铁矿石到货量及同比

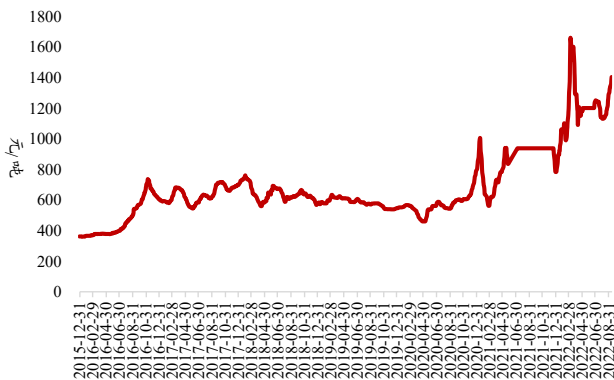


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**煤炭：下游需求维持高位，运量持续高增明确上量预期。**煤炭根据用途可大致分为动力煤、炼焦煤、无烟煤三类，其中动力煤约占原煤产量 80%，其消费量及价格对煤炭需求的代表性较强。短期内预计煤炭需求维持高位，公司运量维持高增速，上量预期明确。

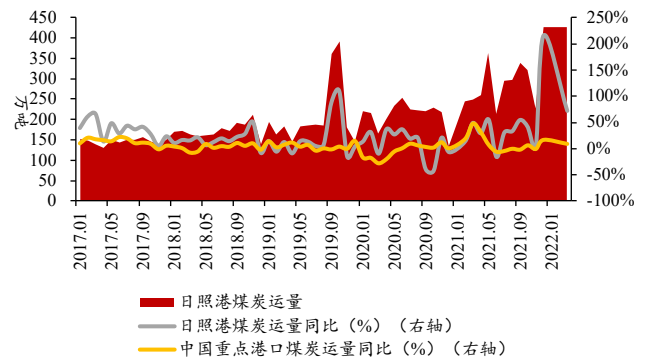
- **煤炭下游需求维持高位：**以山西产动力煤（Q5500）秦皇岛平仓价为例，从 2016-2020 年 600 元/吨附近的水平到 2021 年突破 1000 元/吨，并在 2022 年初突破 1500 元/吨，目前已企稳 1400 元/吨水平，反映需求维持高位且短期内回调概率较低。
- **表现远超行业，上量趋势明确：**公司煤炭运量在 2021 年进入高增，月度运量从 2020 年约 210 万吨的水平提升至 2021 年约 290 万吨的水平，多数月份同比增速处在 30%-40% 的区间，远超行业 10% 左右的水平，预计持续高增。

图32：山西产动力末煤（Q5500）秦皇岛港平仓价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图33：中国重点港口煤炭运量及同比



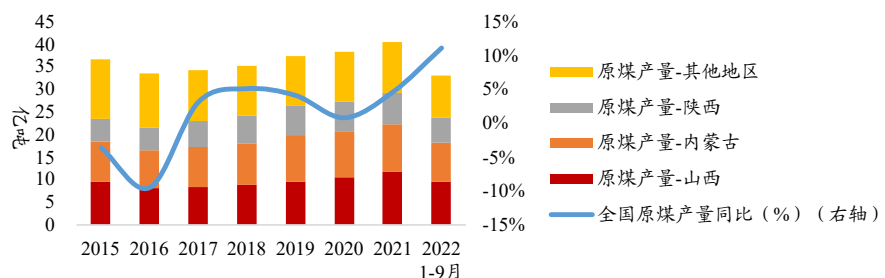
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.1.2 中长期：需求端+政策端“公转铁”驱动上量预期，铁路资源价值将获凸显

**需求端：煤炭扩产+产能向“三西”地区集中，带动铁路运输需求。**随着煤炭增产保供政策推进，中期看煤炭产量稳步提升趋势确定，且产能进一步集中于高度依赖铁路外运的“三西”地区，带动煤炭铁路外运需求的预期明确。

- **煤炭增产保供政策推进，确保中期转运需求：**为确保煤炭供应，2021 年下半年发改委大力推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能。从全国原煤产量看，2021 年达 40.71 亿吨，同比增速为 4.70%，在 2022 年 1-9 月实现 33.16 亿吨，同比增速高达 11.20%，扩产带来庞大的转运需求。
- **产能进一步集中于“三西”地区，强化“西煤东调”铁路依赖度：**山西、陕西、内蒙古三省原煤产量占比已从 2015 年的 64.16% 提至 2022 年 1-9 月合计的 72.12%，且煤炭外运高度依赖铁路，预计进一步带动“西煤东调”对铁路运输的需求。

图34：分地区原煤产量及全国原煤产量同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**政策端：“公转铁”政策频发确定铁路运输上量预期，初见成效凸显铁路资源价值。**

“公转铁”政策指促进大宗原材料运输方式从公路向铁路转移，自 2017 年 4 月天津港禁止汽运煤集港起逐步推进，随着相关政策制定铁路货运量及货物周转量 2025 年目标，中期看铁路运输上量预期确定性强，目前运输方式切换已现成效，凸显铁路资源价值。

- **政策频发，确定上量预期：**2021 年 11 月交通运输部《综合运输服务“十四五”发展规划》提出，目标 2025 年铁路货物周转量占比达 17%；2022 年 1 月国务院办公厅《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025 年）》指出，全国铁路货运量目标增长 10%，且晋陕蒙产煤区中长距离运输铁路占比达 90%。

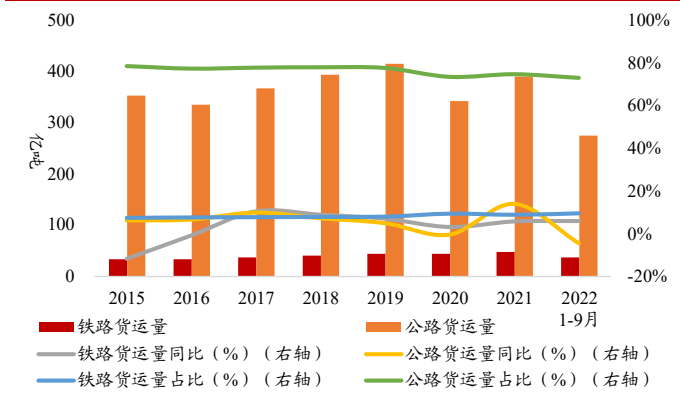
表3：“公转铁”政策相关事件

事件年月	事件
2017/04	天津港禁止汽运煤集港
2017/09	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018/02	铁路总公司组织北京局集团公司与唐山市政府签订《关于加强唐山地区铁路集疏港运输战略合作的框架协议》
2018/03	广西 10 家交通运输业与中铁南宁局集团公司签署“公转铁”运输协议
2018/04	中央财经委员会第一次会议要求调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量
2018/04	交通部召开运输结构调整工作组会议，以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进货物运输“公转铁”
2019/01	自 2019 年 1 月 1 日起，青岛港、烟台港及日照港的煤炭集港全部改为铁路或水路运输
2019/11	山东港口集团与中铁济南局集团有限公司签署 2020 年度路港战略合作协议，进一步推动运输结构调整，扩大铁路运输份额
2020/01	郑州局集团与 21 家“白货”企业签订运量互保协议
2020/03	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，率先推进大宗货运“公转铁”
2020/06	两部委发布《关于进一步减低物流成本实施意见的通知》，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”
2020/12	《京津冀交通一体化发展白皮书（2014-2020 年）》显示，截止 2020 年底，北京、天津、河北货物到发铁路运输比例分别为 9.67%、20.77%、12.5%，天津、河北港口煤炭铁路集港比例达 100%
2021/11	交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》中强调，国家将着手把晋陕蒙煤炭主产区建设成为运输结构调整示范区，推进区域内货运铁路和铁路专线建设，目标 2025 年铁路货物周转量占比达 17%
2022/01	国务院办公厅印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025 年）》，明确“十四五”期末，铁路货运量增长 10%，矿企煤炭铁路运输比达 90%

资料来源：中国政府网，交通运输部，生态环境部，国铁集团，山东省交通运输厅，天津政务信息发布，浙江省海港集团，国务院，浙商证券研究所

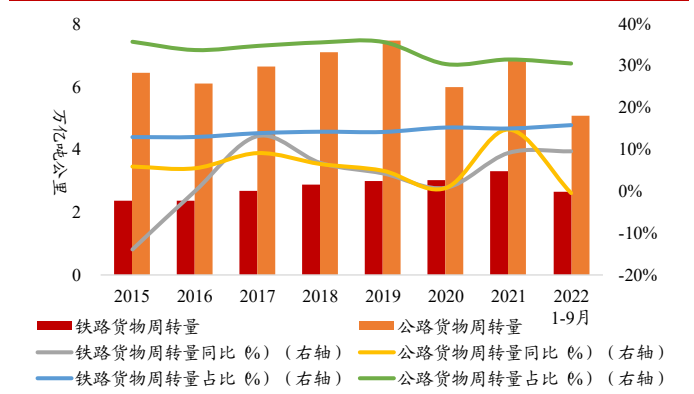
- **初见成效，铁路资源价值将获凸显：**目前铁路货运量、货物周转量占比均逐步提升，而公路占比相应下滑，运输方式切换已初见成效。
  - **铁路货运量增速近年来持续高于公路货运量：**2022 年 1-9 月，铁路、公路分别累计实现货运量 36.86、276.49 亿吨，同比变动分别为 6.07%、-4.41%，占全国货运量比重分别从 2015 年的 7.46%、78.74%变动至 9.79%、73.47%。
  - **铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量：**2022 年 1-9 月，铁路、公路分别实现货物周转量 2.65、5.09 万亿吨公里，同比变动分别为 9.67%、-0.31%，占全国货物周转量比重分别从 2015 年的 13.15%、35.83%变动至 16.03%、30.74%，其中铁路货物周转量占比 16.03%已接近 2025 年目标值 17%。

图35: 铁路货运量增速近年来持续高于公路货运量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.2 价: 港口整合避免同业竞争, 市场化驱动费率向好

港口整合避免同业竞争, 协同扩容筑巢引凤。近年来, 沿海各省先后开启港口资源整合, “一省一港” 态势已逐步形成。目前山东港口集团已基本完成山东各港口的整合, 避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争, 提升资源利用效率, 有助于吸收需求, 构筑长期空间。

表4: 山东港口整合历程

事件年月	相关事件
2018/03	渤海湾港口集团成立, 整合东营港、潍坊港、滨州港
2019/07	青岛港吸收合并威海港
2019/08	成立山东省港口集团, 在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港, 形成了“以青岛港为龙头, 日照港、烟台港为两翼, 渤海湾港为延展, 各板块集团为支撑, 众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局

资料来源: 山东港口集团官网, 浙商证券研究所

- 山东省港口整合, 区域港口费率有望协同, 提升资源利用效率: 日照港与青岛港部分腹地重合, 山东港口整合后可快速根据整合目标匹配业务资源, 避免腹地重合引起的同业竞争, 提升整体产能利用效率, 避免需求外流。

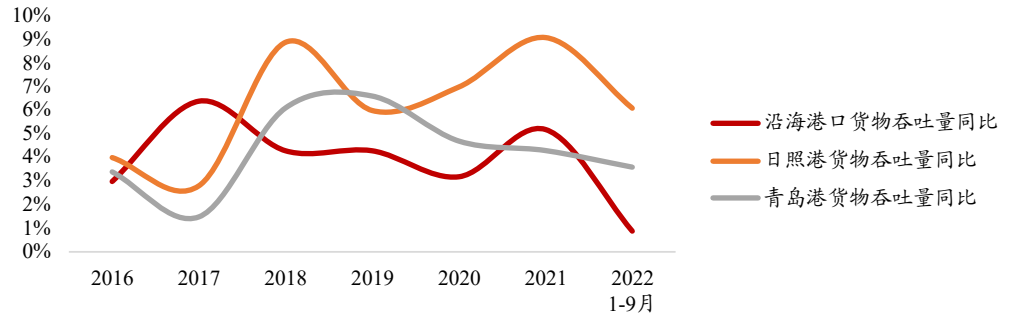
图37: 日照港两大港区与青岛港各港区地理位置



资料来源: 高德地图, 浙商证券研究所绘制

- **提效扩容促进需求吸收，整合后货物吞吐量增速持续高于行业：**随着整体处理效率提升，港口集团可容纳更庞大的装卸货等处理需求，奠基长期成长空间。从货物吞吐量增速上看，日照港、青岛港在整合后的货物吞吐量同比增速持续高于行业，2022年1-9月累计分别以6.1%、3.6%超沿海港口水平5.2、2.7个百分点。

图38：日照港、青岛港在山东港口整合后货物吞吐量同比增速持续高于行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**费率市场化趋势已开启，贡献业绩弹性想象空间。**我国港口收费形式主要分为政府定价、政府指导价、市场调节价三种形式，近年来已经历多次改革，定价逐步市场化的趋势已现，带动业绩上行的想象空间。港口现行收费办法为交通运输部、国家发改委于2019年4月1日起执行的《港口收费计费办法》（第2次修订版），其中降低了部分政府定价收费标准，合并了部分收费项目，并赋予船方拖轮使用自主决定权。本次修订释放后续进一步市场化的信号，对各港口而言，业绩向上弹性仍存想象空间。

表5：港口收费改革的根本原则是市场化导向，定价逐步市场化的趋势已现

收费项目	政府定价	政府指导价	市场调节价	待定
货物港务费	现行			
装卸作业包干费		2016年前	现行	
引航费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费、围油栏使用费	2016年前	现行		
外贸理货费	1993-2005		现行	2005-2016
船舶代理费	1994-2003		现行	

资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测：预计 2022 年实现归母净利润 8.58 亿元

我们基于以下核心假设进行盈利预测：

#### 1. 货物吞吐量

- a) **金属矿石**：2022 年铁矿石需求承压，公司铁矿石吞吐量有所下滑，预计后续年份随着下游需求压力缓解而逐步修复。预计 2022-2024 年金属矿石吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%。
- b) **煤炭及制品**：2022 年煤炭下游需求高企，公司煤炭吞吐量增速持续领先行业，随着“公转铁”政策推进，预计后续年份维持领先地位。预计 2022-2024 年煤炭及制品吞吐量同比增速分别为 25%、20%、15%。
- c) **其他货物**：基于历史数据，预计 2022-2024 年其他货物吞吐量平稳增长，同比增速分别为 15%、15%、15%。

2. **单位吞吐量收入**：随着费率市场化以及港口区域整合推进，预计价格回归理性，2022-2024 年港口服务单位吞吐量收入同比增速分别为 6%、3%、3%。

3. **单位吞吐量成本**：疫情影响下，2022 年成本上行明显，预计后续增速随疫情影响淡化而趋缓。预计 2022-2024 年港口服务单位吞吐量成本同比增速分别为 8%、5%、5%。

表6：日照港盈利预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营数据</b>					
港口服务货物吞吐量（亿吨）	2.63	2.93	3.19	3.49	3.80
港口服务货物吞吐量同比增长率	6.22%	11.77%	8.57%	9.47%	8.83%
金属矿石吞吐量	1.56	1.72	1.74	1.79	1.85
金属矿石吞吐量同比增长率	9.75%	10.77%	1%	3%	3%
煤炭及制品	0.47	0.53	0.66	0.79	0.91
煤炭及制品同比增长率	2.83%	12.65%	25%	20%	15%
其他货物吞吐量	0.60	0.68	0.79	0.90	1.04
其他货物吞吐量同比增长率	0.42%	13.67%	15%	15%	15%
港口服务单位吞吐量收入（元/吨）	20.43	20.80	22.04	22.71	23.39
港口服务单位吞吐量收入同比增长率	4.63%	1.80%	6.00%	3.00%	3.00%
港口服务单位吞吐量成本（元/吨）	15.28	15.35	16.58	17.41	18.28
港口服务单位吞吐量成本同比增长率	6.28%	0.47%	8.00%	5.00%	5.00%
<b>财务数据</b>					
营业收入（亿元）	57.67	65.05	74.68	84.12	94.23
营业收入同比增长率	9.94%	12.79%	14.81%	12.64%	12.02%
营业成本（亿元）	42.88	47.60	55.65	63.85	72.86
营业成本同比增长率	8.99%	10.99%	16.91%	14.74%	14.11%
毛利润（亿元）	14.79	17.45	19.04	20.27	21.37
毛利润同比增长率	12.78%	18.02%	9.08%	6.48%	5.42%
毛利率	25.64%	26.83%	25.49%	24.10%	22.68%
归母净利润（亿元）	6.40	7.37	8.58	9.87	11.24
归母净利润同比增长率	1.31%	15.23%	16.40%	15.01%	13.95%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## 4.2 估值偏低，建议底部布局

根据我们的预测，日照港 2022-2024 年归母净利润预计分别为 8.58 亿元、9.87 亿元、11.24 亿元；从估值角度看，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 10.2 倍，2022-2024 年对应 PE 分别为 9.8 倍、8.5 倍、7.5 倍，PB (LF) 为 0.6 倍。

**相对估值角度：**以 SW 二级分类港口行业 13 个可比标的对标，从 2022 年 11 月 4 日收盘价看，行业加权平均 PE (TTM) 为 12.5 倍。行业整体估值偏低，而公司当前 PE (TTM) 低于行业，具备底部布局价值。

表7：日照港可比公司估值表（2022.11.4）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)		PE				PB (LF)
		2022/11/4	2021A	TTM	2022E	2023E	2024E	
601298.SH	青岛港	354	8.9	8.2	7.8	7.0	6.4	1.0
600018.SH	上港集团	1220	8.3	6.6	6.6	8.1	7.9	1.1
000507.SZ	珠海港	51	11.4	13.5	12.4	10.4	9.3	1.0
601018.SH	宁波港	693	16.0	15.7	-	-	-	1.0
601228.SH	广州港	235	20.7	19.4	-	-	-	1.2
601880.SH	大连港	334	17.4	23.9	-	-	-	1.0
000582.SZ	北部湾港	134	13.0	12.7	-	-	-	1.1
601326.SH	秦港股份	137	13.2	12.8	-	-	-	0.9
601000.SH	唐山港	151	7.2	8.7	-	-	-	0.8
600717.SH	天津港	116	12.0	11.1	-	-	-	0.6
000088.SZ	盐田港	107	23.2	21.8	-	-	-	1.1
000905.SZ	厦门港务	56	23.2	22.8	-	-	-	1.2
002040.SZ	南京港	33	22.5	21.1	-	-	-	1.1
<b>加权平均</b>			<b>12.7</b>	<b>12.5</b>				<b>1.0</b>
<b>600017.SH</b>	<b>日照港</b>	<b>84</b>	<b>11.4</b>	<b>10.2</b>	<b>9.8</b>	<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>0.6</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：22-24 年盈利预测 PE 值除青岛港、上港集团、日照港为浙商交运团队预测外，其余公司数据为 Wind 一致预期。

**成长性角度：**日照港吞吐量预计稳健增长，同时受益于费率市场化以及港口区域整合推进，价格有望逐步回归理性，公司业绩具备稳健增长潜力。我们预计公司归母净利润在 2022 年实现 8.58 亿元；在 2023 年实现 9.87 亿元，较 2022 年预测值同比增长 15.01%；在 2024 年实现 11.24 亿元，较 2022 年预测值复合增速为 14.48%。当前市值下对应 2022 年利润 PEG 仅 0.63，具备提升空间。

综合相对估值及成长性等方面考虑，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

## 4.3 风险提示

- **疫情影响正常经营：**若公司当地疫情严峻，防控所需成本将有所增加，且吞吐效率会有所降低，削弱公司盈利能力。

- **腹地货量传导不及预期：**公司货物吞吐量高度依赖腹地钢铁、煤炭产业以及附近铁路传导。若传导不畅，公司货物吞吐量将偏低。
- **铁矿石、煤炭需求韧性不及预期：**公司货物吞吐量以铁矿石、煤炭为主，若二者下游需求不足，将导致公司吞吐需求不足、吞吐量偏低。
- **费率市场化推进不及预期：**行业费率市场化趋势将赋予公司利润弹性，若推进不及预期，公司盈利能力提升将不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2,140	2,592	3,245	3,630
现金	990	608	1,439	1,269
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	559	1,324	1,217	1,605
其它应收款	4	50	11	57
预付账款	4	13	20	14
存货	127	240	170	298
其他	456	357	388	387
<b>非流动资产</b>	27,063	27,643	29,101	29,945
金额资产类	27	27	27	27
长期投资	763	763	763	763
固定资产	13,048	12,925	13,696	13,867
无形资产	4,812	4,775	4,739	4,702
在建工程	6,242	6,980	7,704	8,414
其他	2,172	2,172	2,172	2,172
<b>资产总计</b>	29,203	30,235	32,345	33,575
<b>流动负债</b>	6,951	7,141	8,132	8,088
短期借款	1,139	1,139	1,139	1,139
应付款项	283	210	411	298
预收账款	20	46	65	47
其他	5,509	5,746	6,517	6,603
<b>非流动负债</b>	7,489	7,489	7,489	7,489
长期借款	4,657	4,657	4,657	4,657
其他	2,832	2,832	2,832	2,832
<b>负债合计</b>	14,440	14,630	15,621	15,577
少数股东权益	1,685	1,792	1,924	2,074
归属母公司股东权益	13,079	13,813	14,800	15,924
<b>负债和股东权益</b>	29,203	30,235	32,345	33,575

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2,244	1,375	3,404	1,913
净利润	820	965	1,119	1,274
折旧摊销	970	645	749	860
财务费用	401	454	454	454
投资损失	(71)	(54)	(99)	(87)
营运资金变动	97	(644)	1,169	(599)
其它	26	8	12	11
<b>投资活动现金流</b>	(1,311)	(1,179)	(2,119)	(1,628)
资本支出	(1,435)	(1,233)	(2,219)	(1,716)
长期投资	8	0	0	0
其他	115	54	99	87
<b>筹资活动现金流</b>	(781)	(577)	(454)	(454)
短期借款	(854)	0	0	0
长期借款	497	0	0	0
其他	(424)	(577)	(454)	(454)
<b>现金净增加额</b>	152	(382)	831	(170)

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6,505	7,468	8,412	9,423
营业成本	4,760	5,565	6,385	7,286
营业税金及附加	30	33	37	33
营业费用	0	0	0	0
管理费用	337	339	346	331
研发费用	10	40	22	15
财务费用	392	400	421	375
资产减值损失	(30)	(10)	(15)	(17)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	71	54	99	87
其他经营收益	12	46	72	93
<b>营业利润</b>	1,032	1,181	1,362	1,551
营业外收支	(1)	2	(0)	1
<b>利润总额</b>	1,031	1,183	1,362	1,552
所得税	211	219	243	279
<b>净利润</b>	820	965	1,119	1,274
少数股东损益	83	107	133	149
<b>归属母公司净利润</b>	737	858	987	1,124
EBITDA	2,353	2,183	2,444	2,711
EPS (最新摊薄)	0.24	0.28	0.32	0.37

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.79%	14.81%	12.64%	12.02%
营业利润	9.85%	14.48%	15.29%	13.89%
归属母公司净利润	15.23%	16.40%	15.01%	13.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.83%	25.49%	24.10%	22.68%
净利率	11.33%	11.49%	11.73%	11.93%
ROE	5.63%	6.21%	6.67%	7.06%
ROIC	4.48%	4.94%	5.26%	5.47%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.45%	48.39%	48.29%	46.39%
净负债比率	97.81%	93.75%	93.40%	86.55%
流动比率	0.31	0.36	0.40	0.45
速动比率	0.24	0.28	0.33	0.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.29
应收账款周转率	11.49	10.31	11.49	11.49
应付账款周转率	23.72	25.41	23.72	23.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.28	0.32	0.37
每股经营现金	0.73	0.45	1.11	0.62
每股净资产	4.25	4.49	4.81	5.18
<b>估值比率</b>				
P/E	11.39	9.79	8.51	7.47
P/B	0.64	0.61	0.57	0.53
EV/EBITDA	7.41	8.04	6.85	6.23

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>