

国内参股枢纽港业务稳健发展提供 β ，
海外坚持“一带一路”沿线布局贡献 α

——招商港口深度报告

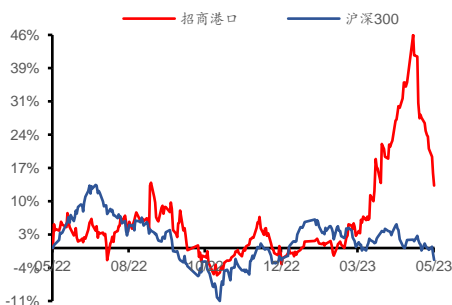
买入 (首次)

行业： 交通运输
日期： 2023年05月30日分析师： 花小伟
Tel: 021-53686135
E-mail: huaxiaowei@shzq.com
SAC 编号: S0870522120001

基本数据

最新收盘价 (元)	16.65
12mth A 股价格区间 (元)	13.82-21.40
总股本 (百万股)	2,499.07
无限售 A 股/总股本	69.72%
流通市值 (亿元)	320.07

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

公司为招商局集团旗下港口业务板块的管理及资本运营平台，是世界领先的港口开发、投资和运营商，在中国沿海主枢纽港建立了较为完善的港口网络群，且近年来公司积极践行“一带一路”倡议，并进一步巩固其国际市场的地位。截至 2022 年 12 月 31 日，公司业务分布 25 个国家和地区的 50 个港口。

产能利用周期和货物吞吐量增长周期的错配导致行业竞争加剧，“一省一港”格局改善竞争、发挥各港口资源优势

自 2001 年起分阶段来看，2012 年以前，货物吞吐量基本保持双位数增长，而 2012 年以后港口货物吞吐量均保持个位数增长。需求端来看，2022 年受疫情反复冲击和地缘政治冲突影响，货物吞吐量仅同比增长 0.9%，但 23Q1 呈现回暖趋势，同比增长 6.2%。此外，近年来我国与东盟、“一带一路”沿线国家的贸易往来日渐加深，全球贸易需求的回暖以及“一带一路”政策推动预计将对我国进出口贸易形成较强的支撑，而港口作为国际货物运输的主要途径之一，也将受益于全球贸易往来的复苏。对比同期的港口投资总额增速来看，产能利用周期和吞吐量增长周期之间存在一定的错配，导致行业产能利用率有所下滑竞争压力有所加大。因此，过去在港口货物吞吐量逐年增长的情况下，港口装卸费反而呈现出“不升反降”的趋势。激烈的价格竞争并不具备持续性且不利于行业的良性发展，在 2015 年以后，各省份纷纷开展省内港口整合行动，目前各省份基本形成了“一省一港”的竞争格局，大幅改善了原先港口之间的竞争情况，从而缓解了港口收费端的降价抢量压力，同时，通过优化各港口的定位发挥各自规模优势达到降本增效作用。

公司作为平台型企业，国内业务为基石提供 β ，海外布局贡献 α

港口业务是公司经营的基石，公司通过控股和参股两种方式实现全球的港口资产布局，并以此为核心开展港口配套服务和保税物流业务。业务量方面，2022 年公司旗下中国港口（内地+港台）的集装箱吞吐量为 11207.1 万 TEU，同比增长 9.0%，占公司总集装箱吞吐量的 76.8%；中国港口合计散杂货吞吐量 7.34 亿吨，同比增长 20.9%，占总散杂货吞吐量的 99.3%；海外码头集装箱和散杂货吞吐量分别为 3387.7 万 TEU 和 552.6 万吨。近年来，海外港口集装箱吞吐量占总集装箱吞吐量的占比基本呈现逐年增长的趋势，占比从 2018 年的 18.8% 提升至 2022 年的 23.2%，有望成为公司新的利润增长点。业绩方面，港口业务每年贡献超过 90% 以上的营业收入，2022 年港口业务营收占总营收的 96.3%，其中，中国大陆、香港及台湾地区贡献了总营收的 74.6%。此外，投资收益是公司利润的重要来源之一，2022 年录得 73.8 亿元，同比增长 11.2%，占公司利润总额的 78.9%。

■ 投资建议

随着港口整合措施持续改善港口之间的竞争情况，港口收费在吞吐量稳步增长的情况下预计仍有向上的空间。我们预测，公司 23-25 年营业收入分别为 171 亿元、181 亿元和 186 亿元，分别同比增长 5.3%、5.6%和 2.9%。其中，港口业务分别贡献 165 亿元、174 亿元和 179 亿元，同比增长 5.4%、5.8%和 3.0%，且毛利率呈现稳步提升的趋势，分别为 41.6%、41.6%和 42.2%。23-25 年公司归母净利润分别为 36 亿元、37 亿元和 38 亿元，同比增长 7.3%、2.6%和 4.5%，对应 EPS 为 1.44 元、1.47 元和 1.55 元，现价对应的市盈率为 12x、11x 和 11x，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

经济复苏不及预期；“一带一路”政策推进不及预期；国企改革政策推进不及预期；国际地缘冲突加剧；公司海外新项目推进不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16230	17089	18055	18578
年增长率	6.2%	5.3%	5.6%	2.9%
归母净利润	3337	3580	3674	3841
年增长率	24.3%	7.3%	2.6%	4.5%
每股收益（元）	1.34	1.43	1.47	1.54
市盈率（X）	12.47	11.62	11.33	10.83
市净率（X）	0.77	0.73	0.70	0.67

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 05 月 24 日收盘价）

目 录

1 招商港口：背靠招商局集团布局全球港口资产	5
1.1 世界领先的港口投资和运营平台	5
1.2 背靠招商局集团，布局全球优质港口资产	5
1.3 通过参股和控股方式开展全球港口业务，其中以港口装卸 仓储业务为核心	6
2 “一省一港”改善格局，收费具备向上空间	8
2.1 港口是经济发展的晴雨表，沿海港口布局划分清晰	8
2.2 装卸费率和货物吞吐量决定港口收入，23Q1 吞吐量呈现 回暖趋势	9
2.3 “一省一港”优化港口布局缓解价格竞争，市场化定价机制 具备向上空间	12
3 国内业务为基石提供 β，海外布局贡献 α	14
3.1 港口业务为核心布局遍布全球，国内业务占比高	14
3.2 坚持“一带一路”沿线布局，海外港口具备向上弹性	16
3.3 港口业务营收占比超过 90%，投资收益逐年提升	18
3.4 公司营收及归母净利润行业排名靠前，参股港口均处于行 业领先水平	20
4 盈利预测及估值	23
5 附表	25
6 风险提示：	26

图

图 1：招商港口股权结构稳定，实际控制人为招商局集团（截 至 2022 年底）	5
图 2：招商港口通过参股招商局港口布局国内外港口（截至 2022 年底）	6
图 3：2017-2023 年营业收入及增速（单位：亿元、%）	8
图 4：2017-2023 年归母净利润及增速（单位：亿元、%）	8
图 5：全国沿海港口（分区域）布局图；	9
图 6：港口盈利模式单一，装卸费率和货物吞吐量为关键因 素；	10
图 7：2001-2022 年内河港口和沿海港口货物吞吐量及增速 （单位：亿吨、%）	10
图 8：2001-2022 年内河港口和沿海港口建设投资总额及增速 （单位：亿元、%）	11
图 9：2002-2021 年沿海港口投资总额增速和货物吞吐量增速 （单位：%）	11
图 10：2018-2022 年集装箱吞吐量及增速（单位：万 TEU、%）	15
图 11：2018-2022 年散杂货吞吐量及增速（单位：亿 吨、%）	15

图 12: 2018-2022 年各区域集装箱吞吐量及增速 (单位: 万 TEU、%)	16
图 13: 2018-2022 年各区域散杂货吞吐量及增速 (单位: 亿吨、%)	16
图 14: 2018-2022 年各区域集装箱吞吐量及增速 (单位: 万 TEU、%)	16
图 15: 2018-2022 年各区域散杂货吞吐量及增速 (单位: 亿吨、%)	16
图 16: 2022 年主要港口公司集装箱吞吐量占比情况 (单位: %)	16
图 17: 2022 年主要港口公司散杂货吞吐量占比情况 (单位: %)	16
图 18: 招商港口海外港口布局图 (截至 2022 年底)	17
图 19: 2018-2022 年各海外港口公司集装箱吞吐量及海外港口合计集装箱吞吐量增速 (单位: 万 TEU、%)	18
图 20: 2019-2022 年各海外港口公司散杂货吞吐量及海外港口合计散杂货吞吐量增速 (单位: 万吨、%)	18
图 21: 2017-2022 年各业务营收及增速 (单位: 亿元、%)	19
图 22: 2018-2022 年散杂货吞吐量及增速 (单位: 亿吨、%)	19
图 23: 2017-2022 年公司综合毛利率及各业务毛利率 (单位: %)	19
图 24: 2018-2022 年主要联合企业和合营企业贡献的投资收益及增速 (单位: 亿元、%)	20

表

表 1: 公司主营业务板块	6
表 2: 公司港口及港口相关业务布局及股权结构情况	7
表 3: 各沿海港口群体的港口组成及主要运输系统布局	8
表 4: 港口收费计费方式及收费标准修订情况	12
表 5: 各省份港口整合概况	13
表 6: 公司港口业务分区域运营情况 (截至 2022 年底)	14
表 7: 2022 年和 2023 年国企改革考核指标和相应目标任务	20
表 8: 2021-2023 年各港口公司营收、归母净利润及增速 (单位: 亿元、%) (按照 2022 年营收从高到低排序)	21
表 9: 2020-2022 年各港口公司 FCFE、增速及 ROE (单位: 亿元、%) (按照 2022 年 FCFE 从高到低排序) ..	21
表 10: 2019-2022 年各港口公司股息率及每股分红 (单位: %、元/股) (按照 2022 年股息率从高到低排序) ..	22
表 11: 各港口综合毛利率和 2022 年主要货品毛利率情况 ..	23

1 招商港口：背靠招商局集团布局全球港口资产

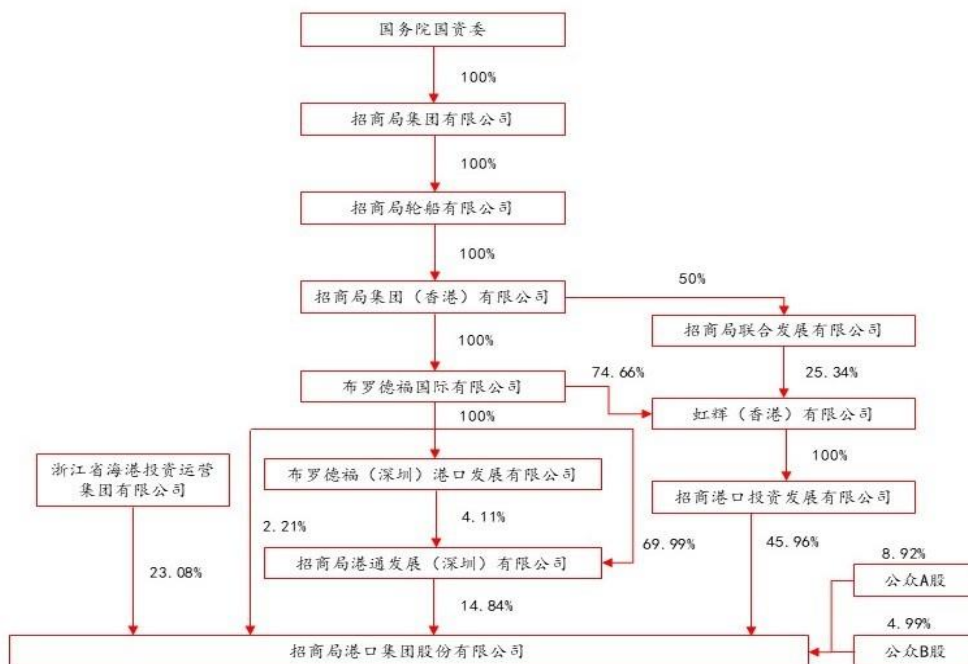
1.1 世界领先的港口投资和运营平台

公司前身为深圳赤湾港航股份有限公司（000022.SZ），成立于1990年并于1993年在深交所挂牌上市。2018年12月26日，公司在深交所重组上市并改名为招商局港口集团股份有限公司（001872.SZ）。公司是世界领先的港口开发、投资和运营商，在中国沿海主枢纽港建立了较为完善的港口网络群，投资或者投资并拥有管理权的码头遍及香港、深圳、宁波、上海、青岛等枢纽港，并成功布局六大洲，包括：亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美和北美等地区。近年来，招商港口积极践行“一带一路”倡议，并进一步巩固其国际市场的地位。

1.2 背靠招商局集团，布局全球优质港口资产

公司为招商局集团旗下港口业务板块的管理及资本运营平台，而招商局集团成立于1872年，是中央直接管理的国有重要骨干企业。截至2022年12月31日，实际控制人招商局集团累计持有公司63.01%的股权，股权结构稳定且高度集中。招商局集团作为大型中央国资企业，在招商港口的发展历程中起到了极为关键的作用，2018年推动公司完成收购招商局港口（00144.HK）股权，实现境内平台控制境外平台的架构，公司控股及并表招商局港口。

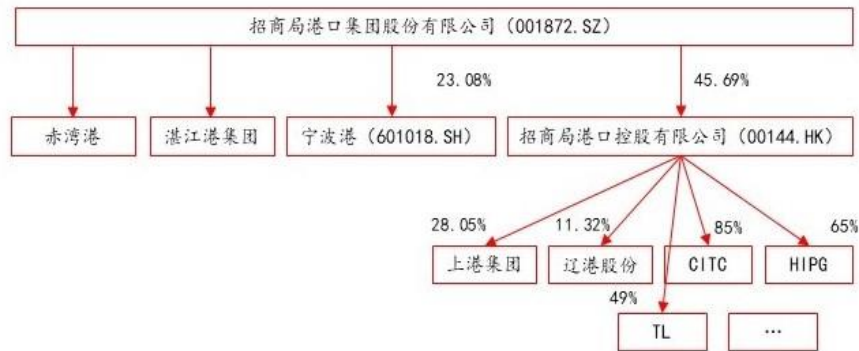
图 1：招商港口股权结构稳定，实际控制人为招商局集团（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

招商港口主控深圳赤湾港和湛江港，且 2022 年完成了对宁波港 2021 年度非公开发行股票认购，合计持有宁波港（601018.SH）23.08%的股份，是宁波港的第二大股东。同时，公司通过持有招商局港口（00144.HK）45.69%的控股股权实现对全球多个枢纽港口的布局，包括上港集团、辽港股份以及斯里兰卡 CICT 和 HIPG 等。

图 2：招商港口通过参股招商局港口布局国内外港口（截至 2022 年底）



资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所

1.3 通过参股和控股方式开展全球港口业务，其中以港口装卸仓储业务为核心

公司主要业务板块包含：港口业务、港口配套业务以及保税物流业务。其中，港口装卸仓储为核心业务，包含了集装箱和散杂货；港口配套业务主要包括港口信息技术业务、拖轮服务及理货业务等；保税物流业务主要为港区的客户提供仓储租赁、报关及单证等服务。公司通过控股子公司和参股联营企业及合营企业开展全球港口业务，截至 2022 年 12 月 31 日，公司业务分布 25 个国家和地区的 50 个港口。

表 1：公司主营业务板块

业务板块	应用领域
港口装卸仓储业务	集装箱装卸仓储：为船公司提供靠泊及装卸船服务、为船公司及货主提供集装箱堆存服务、为拖车公司提供吊箱服务等；同时提供集装箱拆拼箱、租箱、修箱等业务 散杂货装卸仓储：在港区内进行散杂货的装卸搬运以及堆场堆存作业。
港口配套业务	主要包括外轮到港开始所进行的拖轮拖助、驳船以及在装卸过程中的理货业务等，以及为船舶提供岸电、淡水供应
保税物流业务	为物流公司、贸易公司及货主等提供仓库/堆场租赁、库内/堆场装卸操作、报关、场站拆拼箱等，为进出保税物流园区的拖车提供单证服务

资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 2: 公司港口及港口相关业务布局及股权结构情况

类型	区域	公司名称	股权结构	
港口-境内	深圳	赤湾集装箱码头有限公司 (CCT)	控股比例 75%	
		蛇口集装箱码头有限公司 (SCT)	控股	
		妈湾智慧港 (MWP)	控股	
		漳州招商局厦门湾港务有限公司	持股比例 31%	
		深圳赤湾国际货运代理有限公司	全资子公司	
		深圳赤湾拖轮有限公司	全资子公司	
		深圳赤湾港口发展有限公司	全资子公司	
		招商港务 (深圳) 有限公司	全资子公司	
		东莞	东莞深赤湾码头有限公司	全资子公司
			东莞深赤湾港务有限公司	控股比例 85%
	佛山	广东颐德港口有限公司	招商局港口持股 51%	
	汕头	汕头招商局港口集团有限公司	控股比例 60%	
	上海	上港集团	招商局港口持股 28.05%	
	宁波	宁波大榭招商国际码头有限公司	招商局港口持股 45%	
		宁波舟山港股份有限公司 (NBP)	持股比例 23.08%	
	舟山	招商局港口 (舟山) 滚装物流有限公司	控股比例 51%	
	湛江	湛江港 (集团) 股份有限公司	控股比例 58.35%	
	厦门	漳州招商局码头有限公司	控股比例 60%	
	天津	天津港集装箱码头有限公司	持股比例 7.31%	
	大连	辽港股份	招商局港口持股 11.32%	
青岛	青岛港招商局国际集装箱码头有限公司	全资子公司		
珠三角	珠江内河货运码头有限公司	招商局港口持股 20%		
港口-港澳台	香港	赤湾海运 (香港) 有限公司	全资子公司	
		现代货箱码头有限公司	招商局港口持股 27%	
		招商局货柜服务有限公司	全资子公司	
	高雄	高明货柜码头公司	N/A	
港口-海外业务	吉布提	招商局控股 (吉布提) 有限公司	全资子公司	
		吉布提港口有限公司	招商局港口持股 23.5%	
	多哥	洛美集装箱码头	持股比例 50%	
	尼日利亚	庭堪岛集装箱码头公司 (TICT)	招商局港口持股 28.5%	
	斯里兰卡	科伦坡国际集装箱码头有限公司 (CICT)	持股比例 85%	
		汉班托塔港国际港口集团公司	招商局港口持股 65.03%	
	澳大利亚	纽卡斯尔港 (Port of Newcastle)	持股比例 50%	
	巴西	TCP	持股比例 77.45%	
	法国	法国 TL 公司	持股比例 49%	
	港口相关业务	土耳其	Kumport Liman Hizmetleri ve Lojistik	
Sanayi ve Ticaret A. S.			招商局港口持股 26%	
深圳		深圳市招商前海湾置业有限公司	全资子公司	
		招商局国际科技有限公司	与辽港集团联合投资成立	
		深圳海勤工程管理有限公司	招商局港口持股 55%	
		招商局保税物流有限公司 (招商保税)	控股	
青岛		招商港口青岛项目	招商局国际青岛公司负责	
天津		天津海天保税物流有限公司	与天津港股份合资	
香港	亚洲空运中心	招商局港口持股 34.6%		

资料来源: 公司官网, iFind, 上海证券研究所

业绩方面, 2023 年一季度公司实现营收 36.9 亿元, 同比下降 8.1%, 预计主要由于疫情反复冲击下去年年初港口拥堵情况持续加剧导致去年同期港口推存收入较高; 归母净利润 8.5 亿元, 同比

请务必阅读尾页重要声明 7

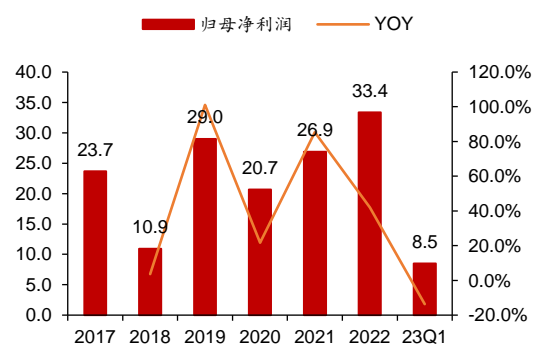
下降 1.1%；扣非归母净利润 7.2 亿元，同比下降 13.7%。此外，2017 年-2022 年，公司业绩持续稳步增长，营业收入的 CAGR 达 16.6%。公司的毛利率维持在 40%左右的水平，且自 2019 年起至 2023 年一季度，毛利率基本呈现稳步提升的趋势。

图 3：2017-2023 年营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 4：2017-2023 年归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

2 “一省一港”改善格局，收费具备向上空间

2.1 港口是经济发展的晴雨表，沿海港口布局划分清晰

港口作为资源配置枢纽和国际贸易关键节点，对于国家综合实力的提升、综合运输网的完善等具有十分重要的作用。港口行业也被视为经济发展的晴雨表，其增速整体与经济发展趋同。纵观我国发展历史，港口在经济、社会和贸易发展以及人民生活水平的提高等多方面起到了至关重要的支撑作用。2006 年，交通部发布《全国沿海港口布局规划》，将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个规模化、集约化、现代化的港口群体，并针对各区域形成了煤炭、石油、铁矿石、集装箱和粮食等 8 个运输系统布局，在增强港群为腹地经济服务能力的同时进一步推动港群之间的合理分工和有序竞争。

表 3：各沿海港口群体的港口组成及主要运输系统布局

港口群体	港口组成	服务区域及主要运输系统布局
环渤海地区	<p>辽宁：以大连东北亚国际航运中心和营口港为主，包括丹东、锦州等港口组成；</p> <p>津冀：以天津北方国际航运中心和秦皇岛港为主，包括唐山、黄骅等港口组成；</p> <p>山东：以青岛、烟台、日照港为主及威海等港口组成。</p>	<p>辽宁：服务于我国北方沿海和内陆地区的社会经济发展；津冀：服务于京津、华北及其西向延伸的部分地区；山东：主要服务于山东半岛及其西向延伸的部分地区</p> <p>布局大型专业化的石油、液化天然气、铁矿石和粮食等大宗散货中转储运设施、集装箱运输等、专业化煤炭装船等</p>

长江三角洲地区	以上海、宁波、连云港港为主，并布局南通、南京、舟山等港口	服务于长江三角洲以及长江沿线地区，布局集装箱运输、进口石油及天然气接卸中转储运、进口铁矿石中转运输、煤炭接卸及转运等
东南沿海地区	以厦门、福州港为主，包括泉州、莆田、漳州等港口组成	服务于福建省和江西等内陆省份部分地区的社会经济发展和对台“三通”的需求，布局煤炭专业化接卸设施、进口石油及天然气接卸储运、集装箱运输等
珠江三角洲地区	由粤东和珠江三角洲地区港口组成，以广州、深圳、珠海、汕头港为主，并发展汕尾、惠州、虎门、茂名、阳江等港口	服务于西部地区，加强广东省和内陆地区与港澳地区的交流，并布局煤炭接卸及转运、集装箱运输、进口石油及天然气接卸中转储运等
西南沿海地区	由粤西、广西沿海和海南省的港口组成，以湛江、防城、海口港为主，并发展北海、钦州、洋浦、八所、三亚等港口	服务于西部地区，为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障，并布局集装箱运输、进口石油及天然气中专储运等

资料来源：交通部，上海证券研究所

图 5：全国沿海港口（分区域）布局图；



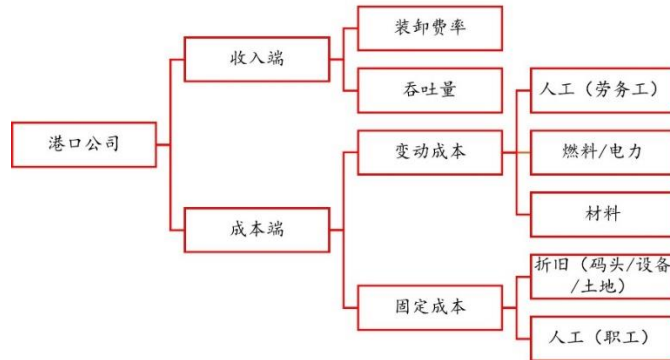
资料来源：交通部，上海证券研究所

2.2 装卸费率和货物吞吐量决定港口收入，23Q1 吞吐量呈现回暖趋势

港口主要的盈利模式较为单一，收入端主要由装卸费率和货物吞吐量决定，而成本则由人工、燃料、材料、固定资产折旧等多项构成。其中，货物吞吐量受到港口所处腹地的经济水平影响，且港口的产能规模也是影响吞吐量的重要因素之一。随着改革开放政策的推行与实施，中国不断加大力度完善港口的基础设施建设

设，根据交通运输部数据，我国港口货物吞吐量从 2001 年的 24.0 亿吨上升至 2022 年的 156.8 亿吨。

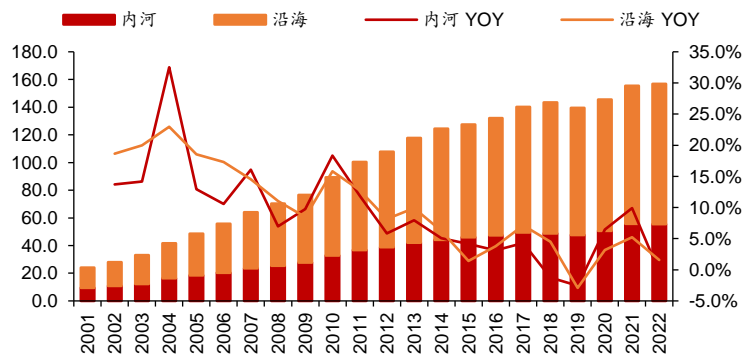
图 6：港口盈利模式单一，装卸费率和货物吞吐量为关键因素；



资料来源：行行查，上海证券研究所

分阶段来看，2012 年以前，货物吞吐量基本保持双位数增长，2001-2011 年货物吞吐量 CAGR 达 15.4%，2012 年以后港口货物吞吐量均保持个位数增长，且受全球经济增长疲软和国际贸易摩擦等因素影响 2019 年的港口货物吞吐量首次出现了小幅下滑。需求端来看，2022 年受疫情反复冲击和地缘政治冲突影响，货物吞吐量仅同比增长 0.9%，但 23Q1 呈现回暖趋势，同比增长 6.2%。此外，近年来我国与东盟、“一带一路”沿线国家的贸易往来日渐加深，根据海关总署数据，2023 年 1-4 月，东盟是中国的第一大贸易伙伴，且中国对“一带一路”沿线国家合计进出口同比增长 15.4%，全球贸易需求的回暖以及“一带一路”政策推动预计将对我国进出口贸易形成较强的支撑，而港口作为国际货物运输的主要途径之一，也将受益于全球贸易往来的复苏。

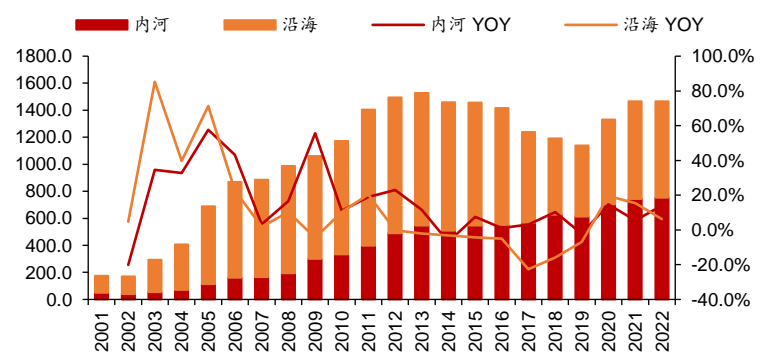
图 7：2001-2022 年内河港口和沿海港口货物吞吐量及增速（单位：亿吨、%）



资料来源：iFinD、交通运输部，上海证券研究所

2001-2021年期间，港口建设投资总额基本与货物吞吐量保持一致的趋势，根据交通运输部数据，港口全年投资总额从2001年的174亿元提升至2021年的1513亿元，其中沿海港口的全年投资总额从124亿元增长至723亿元。分阶段来看，港口全年投资总额在2012年之前基本保持较高的增长速度，CAGR达23.2%，而2012-2019年增速明显下滑，港口产能建设节奏上逐渐趋于谨慎。

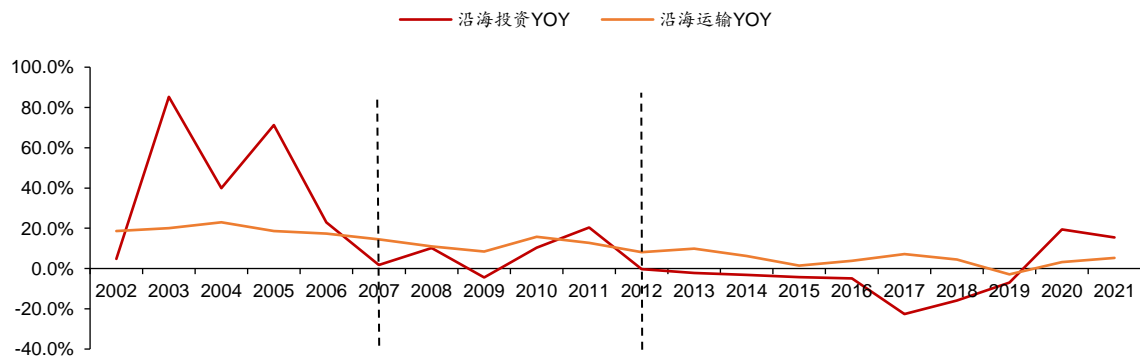
图 8：2001-2022 年内河港口和沿海港口建设投资总额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD、交通运输部，上海证券研究所
*2022 年 12 月数据缺失，数据截至 2022 年 11 月

回顾 2002-2021 年沿海港口投资总额和货物吞吐量的增速，两者之间存在一定阶段性的错配。2007 年以前，沿海港口投资总额增速明显高于货物吞吐量增速，港口行业处于产能高速扩张状态，然而 2007 年以后，当产能仍处于逐渐爬坡的过程中时，货物吞吐量增长下了一台阶，保持在了低双位数区间增长。虽然投资总额增速也同步有所下滑，但产能利用周期和吞吐量增长周期之间的错配导致行业产能利用率有所下滑竞争压力有所加大。

图 9：2002-2021 年沿海港口投资总额增速和货物吞吐量增速（单位：%）



资料来源：iFinD、交通运输部，上海证券研究所

不同类型的港口由于需求的趋势性变化不同，竞争情况也有所不同。首先，按照不同的需求，港口主要被分为以集装箱为主、以干散货为主和以油品为主的三大类港口。以集装箱为主的港口吞吐量普遍较大，但受到外贸需求的影响较大。近年来，随着全球化经济的发展和我国进出口规模的夸张，我国沿海众多港口常年集装箱吞吐量排名世界领先。然而，以干散货为主的港口数量较多，行业集中度较低，导致竞争压力较大。以石油和天然气为主的港口数量较少，同时吞吐量受到油价的影响更大。

2.3 “一省一港”优化港口布局缓解价格竞争，市场化定价机制具备向上空间

港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费，交通运输部联合国家发改委制定的《港口收费计费办法》自 2016 年 3 月 1 日起实施，该《办法》下港口收费政策制度有所调优，将 6 项政府定价调整为政府指导价的同时明确将港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等实行市场调节价。其中，影响港口公司收入端的装卸费率包含在港口作业包干费项目下，自 2016 年起实行市场调节价。

表 4：港口收费计费方式及收费标准修订情况

计费方式	收费项目	修订情况
政府定价	货物港务费	2019 年起收费标准降低 15%
	港口设施保安费	2019 年起收费标准降低 20%
	国内客运和旅游船舶港口作业费	2017 年起纳入港口作业包干费，实行市场调节价
政府指导价	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	2019 年起引航（移泊）费和航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别下降 10% 和 5%
市场调节价	港口作业包干费 堆存保管费 库场使用费 船舶供水、供油、供电等多项服务	2016 年起实行市场调节价

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

过去在港口货物吞吐量逐年增长的情况下，港口装卸费反而呈现出不升反降的趋势，主要由于港口同质化及邻近港口腹地交叉导致港口业务竞争激烈而不得不通过降价争取货源。港口之间的竞争由于早期是地方政府大力推动各地的港口建设和发展，地市之间的竞争决定了港口在建设 and 定位上重合度较高，没有实现差异化发展。在市场景气、货物吞吐量高速增长的时候，港口之间的竞争较为缓和，然而 2008 年金融危机对全球经济体系造成冲击，后续几年里国际贸易持续低迷，港口行业出现了货物不足但产能过剩的情况。

激烈的价格竞争并不具备持续性且不利于行业的良性发展，优化港口布局、推动港口资源整合和转型升级才能更为有效的解决港口供给侧问题，因此在 2015 年以后，各省份纷纷开展省内港口整合行动，目前各省份基本形成了“一省一港”的竞争格局，大幅改善了原先港口之间的竞争情况，从而缓解了港口收费端的降价抢量压力，同时，通过优化各港口的定位发挥各自规模优势达到降本增效作用。

表 5：各省份港口整合概况

省份	公司	时间	主要事件
广西	北部港湾	2007 年 2 月	北部湾港集团成立，整合防城、钦州、北海三个沿海港口
		2017 年 9 月	北部湾港股份收购贵港港，实现“江-海”联动
河北	秦港股份 唐山港	2009 年 7 月	河北省国资委成立河北港口集团，以秦港股份为主体
		2019 年 10 月	唐山市国资委成立唐山港口集团，整合唐山港口实业集团和曹妃甸港集团
		2022 年 9 月	7 月起启动河北省港口资源整合，9 月唐山港实控人由唐山市国资委变更为河北省国资委
福建	厦门港务	2009 年 11 月	福建省审议通过《福建省港口体制一体化整合总体方案》，拟整合福州港、湄洲湾港和厦门港三大港口群
		2020 年 8 月	省委省政府组建福建省港口集团，整合交通运输集团、厦门港务、省能源集团和漳州、泉州、宁德等地拥有的国有港口航运企业资产
浙江	宁波港	2015 年 8 月	浙江省国资委成立浙江省海港集团，整合宁波港、舟山港、嘉兴港、台州港和温州港等 5 大港口的港口公司
		2015 年 9 月	宁波港与舟山港集团完成合并
		2016 年 11 月	8-11 月，嘉兴港、温州港、台州港、义乌港资产完成整合注入海港集团
江苏	南京港	2020 年 11 月	宁波舟山港集团整合嘉兴港、温州港、义乌港、台州港
		2017 年 5 月	江苏省政府和连云港、南京、苏州、南通、镇江、常州、泰州、扬州 8 市地方国有涉港资产共同出资成立江苏省港口集团
辽宁	辽港股份	2017 年 6 月	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》
		2017 年 12 月	大连港、营口港两港集团实际控股由地方国资委变为辽宁省国资委
山东	青岛港 日照港	2021 年 2 月	大连港和营口港完成了换股合并，辽港股份挂牌上市
		2018 年 3 月	山东渤海湾港口集团成立，整合滨州港、东营港、潍坊港
		2019 年 7 月	青岛港和威海港完成合并
海南	海峡股份	2019 年 8 月	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
		2005 年 1 月	海南港航设立，统一管理秀英港、新港、马村港三港，统称海口港
		2014 年 1 月	海南港航与洋浦开发区建设签署《海口港—小铲滩码头港口资源整合合作协议书》，拉开海口港和洋浦港实质性合作的序幕
广东	广东港	2016 年 3 月	海口与东方、临高签订港口及岸线资源整合战略合作协议
		2017 年 12 月	广州港集团与东莞港务集团签署战略合作框架协议
		2018 年 7 月	《广东省港口资源整合方案》提出以广州港集团、深圳港口集团为两大主体，分区域整合沿海 14 市及佛山市范围内的省属、市属国有港口资产
		2018 年 11 月	广州港集团收购中航投资持有的中山港航集团 52.51% 的股份

资料来源：各公司官网，证券日报，新华社，福建日报，财新网，江苏省国资委等，上海证券研究所

上述表格中我们汇总了主要省份港口整合的情况，我们认为，目前主要省份下“一省一港”的格局基本实现，此前区域内港口之间的竞争压力大幅缓解，叠加疫情期间海运市场经历了两年的景气周期，船公司业绩有所改善，这些影响因素预计将为港口公司创造一定的价格提升空间，尤其是以干散货为主的港口。同时，港口收费刚性较强，和海运运价相比波动较小，因此增幅不会大起大落，在装卸费率实行市场化定价机制的情况下，港口行业有望呈现量稳价升的态势。

3 国内业务为基石提供 β ，海外布局贡献 α

3.1 港口业务为核心布局遍布全球，国内业务占比高

港口业务是公司经营的基石，公司通过控股和参股两种方式实现全球的港口资产布局，并以此为核心开展港口配套服务和保税物流业务。从港口的区域布局来看，公司在中国珠三角地区主要采用控股的方式，而在长三角和环渤海区域则主要采用参股的形式，例如公司参股了上港集团和辽港股份；海外区域，公司坚持布局“一带一路”沿线国家和地区，控股斯里兰卡的科伦坡国际集装箱码头（CICT）和汉港（HIPG）、巴西 TCP 以及多哥洛美集装箱码头（LCT），并参股吉布提港有限公司（PDSA）、法国 TL 及土耳其 Kumport 等。

表 6：公司港口业务分区域运营情况（截至 2022 年底）

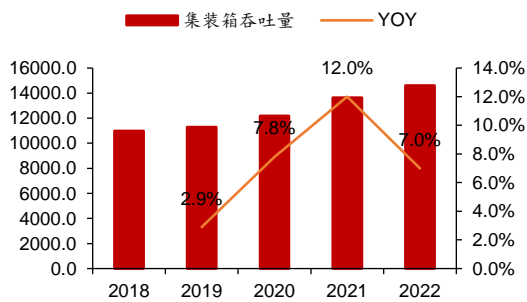
区域	港口公司	持股情况	集装箱	散杂货
珠三角	深圳西部港区	控股	√	√
	东莞麻涌	控股		√
	顺德新港	控股	√	√
	珠江内河货运码头	参股	√	√
长三角	上港集团	参股	√	√
	宁波舟山港	参股	√	√
	宁波大榭	控股	√	
中国 环渤海	天津港集装箱码头	参股	√	
	QQTU	参股		√
	QQCTU	参股	√	
	青岛董家口	参股		√
	辽港股份	参股	√	√
	莱州港务	参股		√
内地东南地区	漳州码头	控股	√	√
	厦门湾港务	控股		√
	汕头港	控股	√	√
内地西南地区	湛江港	控股	√	√
香港	招商货柜/现代货柜	控股/参股	√	
台湾	台湾高明货柜	参股	√	

海外	斯里兰卡	HIPG	控股		✓
		CICT	控股	✓	
	巴西	TCP	控股	✓	
	多哥	LCT	控股	✓	
	法国	TL	参股	✓	
	土耳其	Kumport	参股	✓	✓
	吉布提	PDSA	参股	✓	✓
	尼日利亚	TICT	参股	✓	

资料来源：公司公告，上海证券研究所

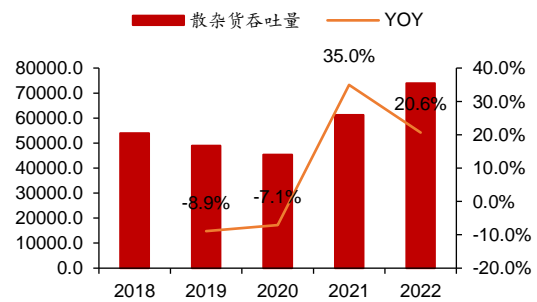
业务量方面，2022 年公司港口项目共完成集装箱吞吐量 14594.8 万 TEU，同比增长 7.0%；散杂货吞吐量合计 7.4 亿吨，同比增长 20.6%，主要由于公司完成了对宁波港 2021 年度非公开发行的股票的认购后宁波港业务量自 2022 年 10 月起纳入公司业务量统计。剔除宁波港业务量后，集装箱吞吐量同比增长 1.0%，散杂货吞吐量同比下降 4.0%。

图 10：2018-2022 年集装箱吞吐量及增速（单位：万 TEU、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

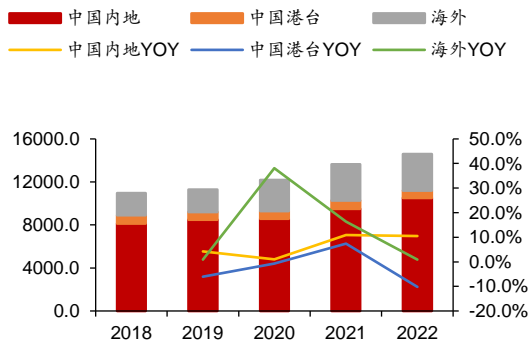
图 11：2018-2022 年散杂货吞吐量及增速（单位：亿吨、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

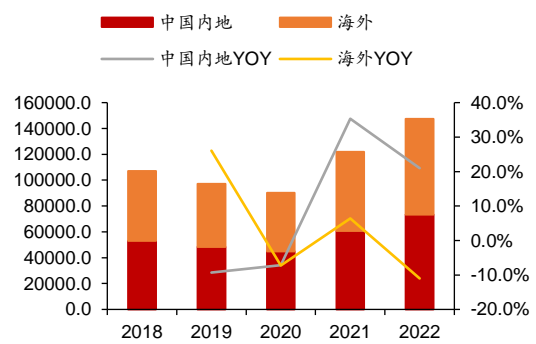
从区域结构来看，2022 年公司旗下中国港口（内地+港台）的集装箱吞吐量为 11207.1 万 TEU，同比增长 9.0%，占公司总集装箱吞吐量的 76.8%；其中，上港集团、深圳西部港区和辽港股份分别贡献了公司总集装箱吞吐量的 32.4%、9.1%和 7.5%。散杂货方面，公司旗下中国港口合计吞吐量 7.34 亿吨，同比增长 20.9%，占总散杂货吞吐量的 99.3%；其中，辽港股份、宁波舟山港和湛江港分别贡献了公司总散杂货吞吐量的 34.4%、20.4%和 11.2%。

图 12: 2018-2022 年各区域集装箱吞吐量及增速
(单位: 万 TEU、%)



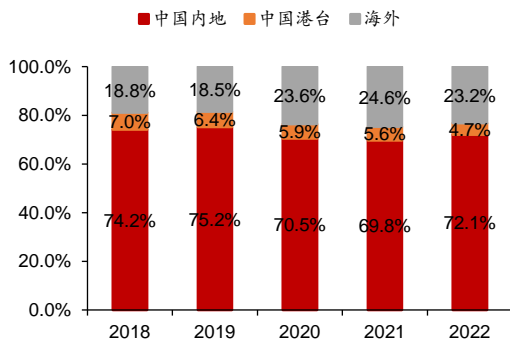
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 13: 2018-2022 年各区域散杂货吞吐量及增速
(单位: 亿吨、%)



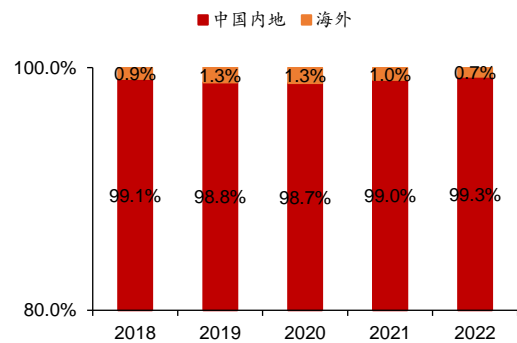
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 14: 2018-2022 年各区域集装箱吞吐量占比情况
(单位: 万 TEU、%)



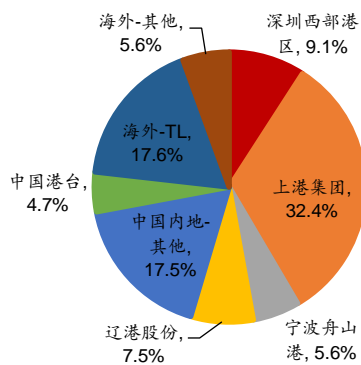
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 15: 2018-2022 年各区域散杂货吞吐量占比情况
(单位: 亿吨、%)



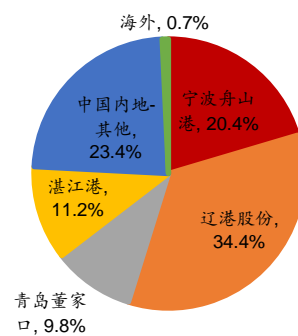
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 16: 2022 年主要港口公司集装箱吞吐量占比情况
(单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 17: 2022 年主要港口公司散杂货吞吐量占比情况
(单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

3.2 坚持“一带一路”沿线布局, 海外港口具备向上弹性

公司坚持“东西路线、南北路线、一带一路沿线”的海外布局方向, 截至 2022 年底, 公司控股和参股的港口包含斯里兰卡的 CICT 和 HIPC、土耳其的 Kumport、尼日利亚的 TICT、多哥的

LCT 等，其中斯里兰卡和土耳其为“一带一路”沿线国家。公司控股的码头主要在斯里兰卡、巴西和多哥区域，而在土耳其、吉布提和尼日利亚则采用参股的形式布局码头，同时，2019 年公司与达飞集团签署新合作协议，通过 TL 参股达飞集团旗下不超过 10 个优质码头股权，而 TL 的全球码头资产遍布远东、北欧、地中海、西非和北美。

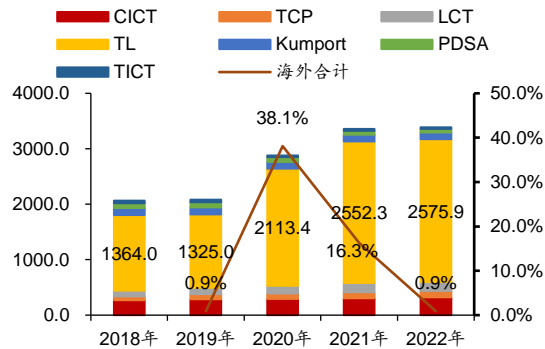
图 18: 招商港口海外港口布局图 (截至 2022 年底)



资料来源: 上海证券研究所

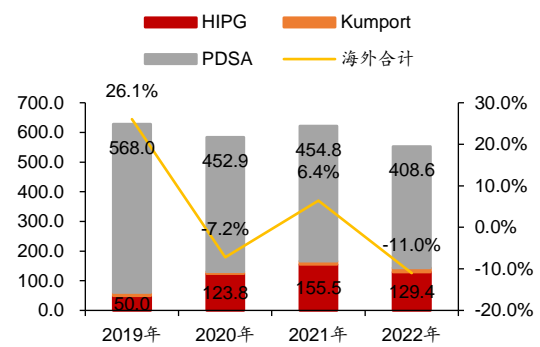
2022 年，公司海外码头集装箱和散杂货吞吐量分别为 3387.7 万 TEU 和 552.6 万吨。近年来，海外港口集装箱吞吐量占总集装箱吞吐量的占比呈现增长的趋势，占比从 2018 年的 18.8% 提升至 2022 年的 23.2%，有望成为公司新的利润增长点。其中，集装箱吞吐量主要有法国 TL 贡献，2022 年贡献了总集装箱吞吐量的 17.6%，且 2020 年和 2021 年 TL 集装箱吞吐量增速高达 59.4% 和 20.3%。散杂货方面，海外港口的贡献占比目前较小，2022 年仅贡献了总散杂货吞吐量的 0.7%，其中主要来自于 PDSA，而从增速的角度，HIPG 和 Kumport 的增长速度表现更为亮眼，HIPG 2020 年和 2021 年散杂货吞吐量增速高达 147.6% 和 25.6%，Kumport 2021 年和 2022 年增速为 62.1% 和 35.5%。

图 19：2018-2022 年各海外港口公司集装箱吞吐量及海外港口合计集装箱吞吐量增速（单位：万 TEU、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 20：2019-2022 年各海外港口公司散杂货吞吐量及海外港口合计散杂货吞吐量增速（单位：万吨、%）



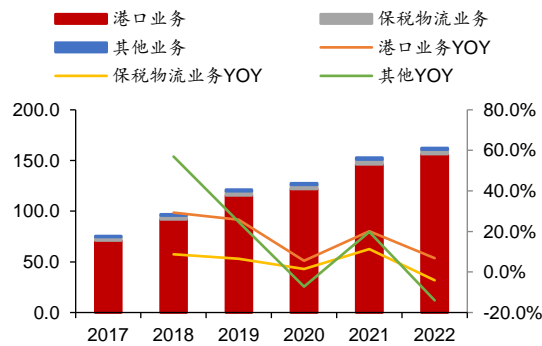
资料来源：公司公告，上海证券研究所

近年来我国贸易格局有所改变，我国和“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，2013年至2022年，我国与沿线国家的进出口年均增长8.6%，2022年我国与沿线国家进出口13.8万亿元，同比增长19.4%。同时，沿线国家占我国外贸的比重持续提升，2022年中国与沿线国家的进出口规模创历史新高，占我国外贸总值的比重达32.9%，同比增长3.2pct。从23Q1数据来看，虽然欧美库存压力大的影响正在逐步减弱，但欧美存在面临衰退的风险，中国贸易伙伴逐步向“一带一路”沿线国家转移或将对后续进出口形成托底支撑。港口具备不可复制性，公司在海外的港口布局，一方面有望给予公司一定的先发优势，抢先占据区域优越的港口，另一方面沿线国家港口受益于政策推动具备向上弹性，有望为公司业绩提供 α 。

3.3 港口业务营收占比超过90%，投资收益逐年提升

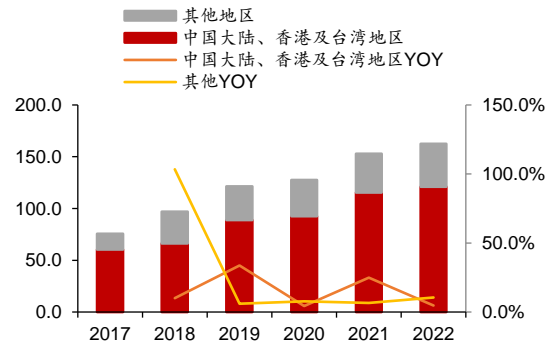
对应公司货物吞吐量，财务数据主要从营业收入和投资收益这两项会计科目体现，公司旗下控股港口公司的经营情况反应在营业收入科目上，公司的营业收入主要来源是港口业务，每年贡献超过90%以上的营业收入。2022年公司总营收为162.3亿元，同比增长6.2%，其中港口业务实现营收156.3亿元，同比增长6.8%，占总营收的96.3%。分区域来看，中国大陆、香港及台湾地区贡献了121.1亿元的营收，同比增长4.8%，占总营收的74.6%。

图 21: 2017-2022 年各业务营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

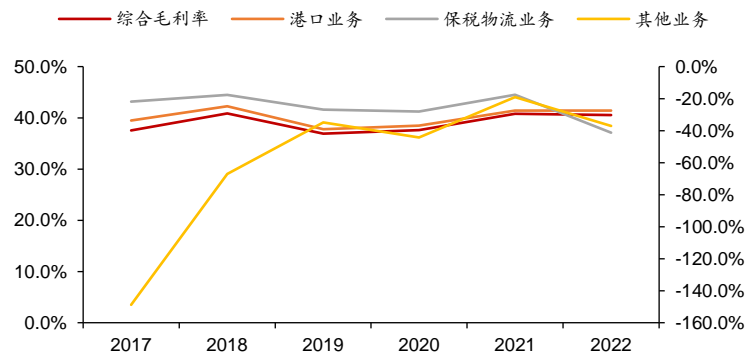
图 22: 2018-2022 年散杂货吞吐量及增速 (单位: 亿吨、%)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

公司的毛利率维持在 40% 左右的水平, 且自 2019 年起至 2023 年一季度, 毛利率基本呈现稳步提升的趋势。分业务来看, 港口业务 2022 年毛利率为 41.4%, 同比维持一致水平。保税物流业务 2022 年毛利率为 37.1%, 同比下降 7.4pct; 其他业务目前仍处于亏损状态, 2022 年毛利率为 -37.1%, 同比下降 18.0pct。

图 23: 2017-2022 年公司综合毛利率及各业务毛利率 (单位: %)

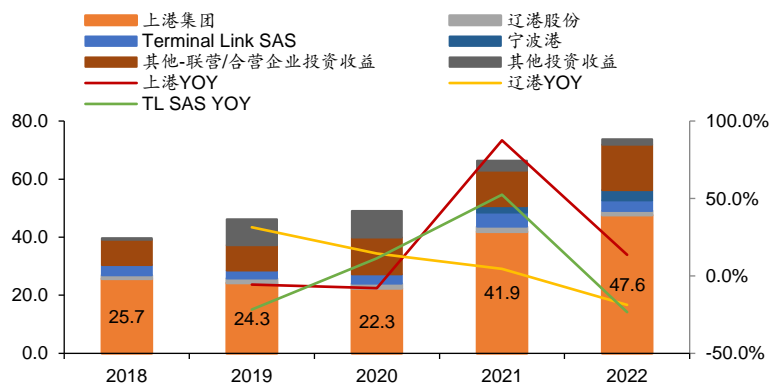


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

*综合毛利率、港口业务、保税物流业务 (左轴); 其他业务 (右轴)

公司参股港口的经营情况反映在投资收益科目下, 投资收益是公司利润的重要来源之一, 2022 年录得 73.8 亿元, 同比增长 11.2%, 占公司利润总额的 78.9%。2018 年-2022 年公司投资收益 CAGR 达 16.8%。拆分来看, 近年来公司对联营企业和合营企业的投资收益主要来源于上港集团, 2022 年贡献 47.6 亿元投资收益, 同比增长 13.7%, 占总投资收益的 64.6%; 自公司收购宁波港股权后, 宁波港也成为公司投资收益的主要来源之一, 2022 年录得 3.5 亿元, 同比增长 53.3%, 占总投资收益的 4.8%。

图 24：2018-2022 年主要联合企业和合营企业贡献的投资收益及增速
(单位：亿元、%)



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.4 公司营收及归母净利润行业排名靠前，参股港口均处于行业领先水平

在此前《中特估：国际改革乘风破浪》（2023 年 4 月 25 日）的报告中，我们梳理了国企改革相关政策以及交运各子板块下与“中特估”相关的核心标的。首先，SW-港口板块中共有 18 家公司，其中 17 家是央国企背景，占比高达 94%。央国企在港口资源和资金储备上具备天然优势，例如招商港口背靠母公司招商局集团，依托于母公司强大的平台或将更为便利地开展国内外港口投资项目。同时，不少港口公司常年保持稳定的分红比例且股息率较高，是兼具稳定性和成长性的优质标的。

在国企改革政策方面，国资委将中央企业 2023 年的主要经营指标从原来的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一稳一增四提升”的年度经营目标。要求进一步提高营业现金比率和净资产收益率。我们认为，在资产负债率保持稳定的要求下，企业将从提高净利润和总资产周转率两个方面入手，提升公司经营和运营表现。

表 7：2022 年和 2023 年国企改革考核指标和相应目标任务

2022 年考核指标和目标任务		2023 年考核指标和目标任务	
两利四率	两增一控三提高	一利五率	一增一稳四提升
利润总额	增速高于国民经济增速	利润总额	增速高于全国 GDP 增速
净利润	增速高于国民经济增速	营业现金比率	进一步提高
资产负债率	控制在 65% 以内	资产负债率	总体保持稳定
营业收入利润率	提高 0.1 个百分点	净资产收益率	进一步提高
全员劳动生产率	提高 5%	全员劳动生产率	进一步提高
研发经费投入	进一步提高	研发经费投入	进一步提高

资料来源：惠州国资、昌吉国资，上海证券研究所

按照 2022 年各港口公司营业收入排名，招商港口排在第五名，同时，招商港口参股的公司上港集团、宁波港和辽港股份分别排在第一、第二和第七名，2022 年录得营收 372.8 亿元、257.0 亿元和 119.8 亿元。按照归母净利润，招商港口排在行业第四名，主要参股的公司也均排名靠前。

表 8：2021-2023 年各港口公司营收、归母净利润及增速（单位：亿元、%）（按照 2022 年营收从高到低排序）

公司名称	营收			营收 YOY			归母净利润			归母净利润 YOY		
	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1	2021	2022	23Q1
上港集团	343	373	76	31%	9%	-38%	147	172	36	77%	17%	-35%
宁波港	231	257	57	7%	11%	-8%	43	42	10	24%	-3%	-8%
厦门港务	236	220	60	50%	-7%	-2%	2	2	1	79%	3%	17%
青岛港	161	193	46	22%	15%	0%	40	45	13	3%	14%	10%
招商港口	153	162	37	20%	6%	-8%	27	33	9	30%	24%	-1%
广州港	120	127	30	7%	6%	6%	11	11	3	30%	-5%	10%
辽港股份	123	120	29	2%	-3%	-1%	19	13	4	-7%	-33%	-19%
天津港	145	108	27	4%	-25%	11%	10	7	3	42%	-24%	115%
日照港	65	75	19	13%	15%	5%	7	6	2	15%	-14%	-11%
秦港股份	66	69	17	2%	5%	5%	10	13	4	4%	26%	24%
北部湾港	59	64	15	10%	8%	9%	10	10	2	-4%	2%	2%
唐山港	61	56	15	-22%	-7%	18%	21	17	5	13%	-19%	31%
珠海港	66	53	13	85%	-20%	-6%	5	3	1	77%	-34%	5%
重庆港	55	50	16	8%	-9%	15%	1	1	0	-24%	112%	-109%
锦州港	29	30	9	-33%	1%	47%	1	1	0	-33%	1%	-44%
连云港	20	22	5	25%	10%	-3%	1	2	0	194%	46%	15%
南京港	8	8	2	6%	3%	-4%	1	1	0	13%	-6%	-5%
盐田港	7	8	2	28%	17%	1%	5	4	1	18%	-2%	27%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

对比各港口企业的自由现金流，招商港口 2020-2022 年 FCFE 分别录得 74.4 亿元、167.3 亿元和 124.7 亿元，2022 年 FCFE 排在行业第一名。2020-2022 年招商港口的 ROE 逐年提升，分别为 5.7%、7.0%和 7.5%。不管是业绩指标还是现金流量指标，近年来招商港口均处于领先地位，其中也得益于参股的其他枢纽港口企业经营表现排名靠前。其中，对公司投资收益贡献占比最大的上港集团 2020-2022 年 FCFE 分别为 150.2 亿元、150.3 亿元和 116.2 亿元，且 ROE 显著高于行业均值，分别为 9.8%、15.8%和 16.3%。

表 9：2020-2022 年各港口公司 FCFE、增速及 ROE（单位：亿元、%）（按照 2022 年 FCFE 从高到低排序）

公司名称	FCFE			FCFE YOY			ROE		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
招商港口	74.4	167.3	124.7	-51.6%	125.0%	-25.5%	5.7%	7.0%	7.5%
上港集团	150.2	150.3	116.2	-219.3%	0.1%	-22.7%	9.8%	15.8%	16.3%
日照港	9.3	28.0	30.7	-516.8%	202.6%	9.6%	5.2%	5.8%	4.7%
锦州港	-21.7	5.3	25.0	-447.2%	-124.3%	373.2%	2.9%	1.9%	1.9%
青岛港	67.3	20.9	18.9	-338.9%	-68.9%	-9.5%	12.2%	11.7%	12.4%
辽港股份	15.1	12.6	14.2	-165.9%	-16.8%	13.0%	4.2%	5.0%	3.3%
北部湾港	-7.3	25.7	9.2	-134.2%	-452.8%	-64.2%	10.9%	9.2%	8.6%
唐山港	13.9	-1.1	3.2	6.3%	-107.7%	-401.1%	10.4%	11.1%	9.0%
秦港股份	9.8	15.9	0.7	-304.7%	61.4%	-95.9%	6.5%	6.6%	7.8%

南京港	0.5	5.1	0.3	-121.2%	842.7%	-93.7%	4.7%	5.1%	4.7%
连云港	1.1	-8.8	-1.9	-110.2%	-931.4%	-79.0%	1.1%	2.9%	3.9%
盐田港	-9.0	-1.6	-2.9	-512.6%	-82.2%	78.7%	5.1%	5.3%	4.9%
珠海港	31.0	12.6	-5.2	-452.8%	-59.2%	-141.0%	5.0%	8.3%	5.0%
天津港	10.2	5.0	-8.1	354.7%	-50.7%	-261.6%	4.1%	5.7%	4.2%
重庆港	-8.6	5.0	-11.1	-213.8%	-158.6%	-319.5%	1.6%	1.2%	2.5%
厦门港务	3.5	4.0	-11.5	-126.5%	13.7%	-390.4%	3.9%	6.6%	5.9%
广州港	21.3	41.5	-39.0	-611.8%	94.3%	-194.0%	6.2%	7.9%	7.2%
宁波港	-26.6	42.2	-143.7	-186.9%	-258.8%	-440.5%	7.2%	8.0%	7.1%

资料来源: iFinD, 上海证券研究所

表 10: 2019-2022 年各港口公司股息率及每股分红 (单位: %、元/股) (按照 2022 年股息率从高到低排序)

公司名称	股息率				每股分红			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
唐山港	3.5%	8.1%	12.7%	7.3%	0.09	0.20	0.20	0.20
青岛港	2.9%	4.1%	4.5%	4.8%	0.20	0.26	0.26	0.27
招商港口	2.7%	2.4%	2.5%	3.1%	0.46	0.38	0.43	0.45
上港集团	2.5%	2.8%	3.5%	2.6%	0.15	0.13	0.19	0.14
秦港股份	2.8%	2.3%	2.0%	2.6%	0.09	0.06	0.06	0.07
宁波港	2.6%	2.1%	2.3%	2.4%	0.10	0.08	0.09	0.09
北部湾港	2.0%	1.8%	2.3%	2.3%	0.18	0.19	0.18	0.17
天津港	1.4%	1.8%	2.4%	1.9%	0.09	0.09	0.10	0.08
日照港	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%	0.03	0.04	0.04	0.04
广州港	1.1%	1.3%	1.7%	1.4%	0.04	0.04	0.06	0.04
珠海港	0.8%	1.1%	1.9%	1.2%	0.05	0.06	0.12	0.07
辽港股份	1.0%	1.6%	1.6%	1.1%	0.02	0.03	0.03	0.02
连云港	0.1%	0.5%	0.8%	1.0%	0.00	0.02	0.03	0.05
重庆港	1.1%	0.7%	0.5%	1.0%	0.05	0.03	0.02	0.04
南京港	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.04	0.05	0.05	0.07
盐田港	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	0.02	0.02	0.03	0.05
厦门港务	0.2%	0.3%	0.7%	0.8%	0.02	0.02	0.06	0.06
锦州港	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.02	0.02	0.02	0.00

资料来源: iFinD, 各公司公告, 上海证券研究所

货物品种方面, 招商港口涵盖集装箱和散杂货两大类货种, 2022 年公司港口业务毛利率高达 41.4%, 其中公司主控的深圳西部港区以集装箱货种为主。对于各港口上市公司的货种和毛利率情况来看, 码头在集装箱业务上保持着较高的毛利率, 例如头部港口企业——上港集团和青岛港。上港集团 2022 年集装箱吞吐量完成 4730.3 万 TEU, 其毛利率高达 41.8%, 而散杂货吞吐量为 0.8 亿吨, 毛利率仅 9.9%; 青岛港 2022 年集装箱吞吐量 2682 万 TEU, 毛利率高达 73.4%, 而散杂货毛利率仅 19.5%。同时, 以散杂货为主的码头也保持着较高的毛利率, 例如唐山港, 2022 年货物吞吐量 2.1 亿吨, 其中矿石和煤炭分别完成 1.0 亿吨和 0.7 亿吨, 分别占总吞吐量的 45.9% 和 31.0%, 公司装卸堆存毛利率达 44.1%。

表 11：各港口综合毛利率和 2022 年主要货品毛利率情况

公司名称	综合毛利率			2022 年主要货品的毛利率情况		
	2020	2021	2022	集装箱	散杂货	备注
招商港口	37.6%	40.8%	40.5%			主控码头以集装箱为主
唐山港	30.3%	40.3%	38.7%			散杂货为主
青岛港	35.8%	32.0%	31.4%	73.4%	19.5%	
辽港股份	33.6%	31.0%	25.8%	28.1%	27.8%	
日照港	25.6%	26.8%	22.7%			散杂货为主
秦港股份	40.1%	37.9%	38.3%	9.1%		散杂货为主：煤炭毛利率 45.4%
北部湾港	38.4%	35.9%	34.4%			散杂货为主
上港集团	36.3%	40.7%	37.8%	41.8%	9.9%	
宁波港	28.6%	32.4%	30.8%	41.8%		集装箱为主；铁矿石毛利率 40.4%
盐田港	30.0%	38.4%	34.1%			集装箱为主
珠海港	17.3%	17.9%	23.8%			散杂货为主
厦门港务	4.0%	2.9%	3.5%			散杂货为主
南京港	47.1%	48.0%	46.5%	48.3%		集装箱为主
锦州港	21.6%	29.3%	24.9%			
重庆港	8.7%	7.7%	8.8%			集装箱、件杂散货为主
天津港	20.8%	21.8%	25.3%			集装箱、散杂货为主
连云港	24.1%	22.6%	24.2%			散杂货为主
广州港	21.7%	21.8%	21.8%			集装箱、散杂货为主

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

综合对比下来，我们认为，招商港口作为平台型的港口上市公司，自身业绩表现优秀，营业收入排名保持行业领先地位，同时货品结构良好，主控的码头以集装箱业务为主，对公司港口业务较高的毛利率形成支撑。同时，作为平台型的企业参股长三角、环渤海等多个区域的枢纽码头，增厚公司利润。海外业务方面，公司是坚持“一带一路”沿线国家港口布局的上市公司之一，由于港口的不可复制性，海外优质港口的布局将会给予公司较大的先发优势，随着“一带一路”政策的推进，海外业务预计将成为公司新的利润增长点。国内业务提供 β ，海外业务贡献 α 使得公司和同业企业相比更加具备向上动能。

4 盈利预测及估值

集装箱业务：集装箱吞吐量受到进出口较大影响，从 2023 年 1-4 月进出口数据来看，中国对一带一路沿线的进出口总额增速较高，同时，欧美库存压力大的影响正在逐步减弱，但欧美存在面临衰退的风险。对公司集装箱吞吐量贡献较大的港口——上港集团、和深圳西部港区业务模式较为成熟，且目前吞吐量基数较大，预计未来三年吞吐量保持低位数增长。我们预计，公司旗下的中国港口公司 23-25 年将完成集装箱吞吐量 11664.4 万 TEU、

12078.9 万 TEU 和 12378.7 万 TEU，同比分别增长 4.1%、3.6% 和 2.5%。

散杂货业务：我们判断，在外需疲软的情况下，中国内需增长是未来支撑散杂货吞吐量的重要因素。此外，以散杂货为主的港口数量较多，港口同质化和腹地交叉等原因导致此前以港口竞争较为激烈，尤其是以散杂货为主的港口，通过港口整合措施，区域内港口之间的竞争有所缓解。我们预计，公司旗下的中国港口公司 23-25 年将完成散杂货吞吐量 7.9 亿吨、8.4 亿吨和 8.9 亿吨，分别同比增长 7.2%、6.8%和 5.3%。

海外业务：公司或将继续践行“一带一路”沿线国家的布局，在东南亚地区开拓新的港口投资项目，随着“一带一路”相关政策的推进，服务中国企业出海，海外将成为公司成长的第二曲线。我们预计，公司旗下海外港口 23-25 年将完成集装箱吞吐量 3665.2 万 TEU、3918.6 万 TEU 和 4125.8 万 TEU；23-25 年散杂货吞吐量则分别为 609.3 百万吨、672.0 百万吨和 741.3 百万吨。

营业收入：随着港口整合措施持续改善港口之间的竞争情况，港口收费在吞吐量稳步增长的情况下预计仍有向上的空间。我们预测，公司 23-25 年营业收入分别为 171 亿元、181 亿元和 186 亿元，分别同比增长 5.3%、5.6%和 2.9%。其中，港口业务分别贡献 165 亿元、174 亿元和 179 亿元，同比增长 5.4%、5.8%和 3.0%，且毛利率呈现稳步提升的趋势，分别为 41.6%、41.6%和 42.2%。23-25 年公司归母净利润分别为 36 亿元、37 亿元和 38 亿元，同比增长 7.3%、2.6%和 4.5%，对应 EPS 为 1.44 元、1.47 元和 1.55 元，现价对应的市盈率为 12x、11x 和 11x，首次覆盖给予“买入”评级。

5 附表

附表 1 公司集装箱及散杂货吞吐量分区域变化情况 (单位: 万 TEU、万吨)

区域及港口公司-集装箱		2021A	2022A	2023E	2024E
珠三角	深圳西部港区	1283.4	1332.3	1402.5	1458.6
	顺德新港	45.8	41.0	44.2	44.9
	珠江内河货运码头	102.8	87.1	80.9	77.4
长三角	上港集团	4703.2	4730.0	4875.1	5066.3
	宁波舟山港	-	817.2	866.2	900.9
	宁波大榭	340.7	317.4	313.9	308.4
环渤海	天津港集装箱码头	864.2	848.1	932.9	979.6
	QQCTU	854.3	934.9	981.6	1030.7
	辽港股份	990.6	1089.7	1144.2	1178.5
内地东南地区	漳州码头	26.7	33.2	32.7	33.6
	汕头港	180.0	163.0	175.4	182.2
内地西南地区	湛江港	122.2	123.4	128.0	130.2
中国大陆合计		9513.8	10517.4	10977.7	11391.2
港台	招商货柜/现代货箱	565.4	484.9	464.4	438.5
	台湾高明货柜	202.9	204.8	222.3	249.2
中国港台合计		768.4	689.7	686.6	687.7
海外	CICT	306.0	321.5	333.7	348.5
	TCP	110.1	115.6	125.0	135.5
	LCT	162.6	160.3	168.3	176.7
	TL	2552.3	2575.9	2833.5	3060.2
	Kumport	124.8	120.9	118.6	117.6
	PDSA	69.2	63.5	58.2	53.0
	TICT	32.0	30.0	27.8	27.1
	海外合计		3357.2	3387.7	3665.2
集装箱吞吐量总计		13639.4	14594.8	15329.5	15997.4
区域及港口公司-散杂货		2021A	2022A	2023E	2024E
珠三角	深圳西部港区	1950.4	1860.5	2046.6	2137.3
	东莞麻涌	1609.7	1501.5	1619.1	1646.8
	顺德新港	518.8	627.1	752.5	865.4
	珠江内河货运码头	317.2	424.8	459.1	528.0
长三角	上港集团	8238.8	7817.0	8442.4	8864.5
	宁波舟山港	-	15094.0	15637.4	16158.6
环渤海	QQTU	1765.1	1363.8	1500.2	1650.2
	青岛董家口	6559.4	7221.1	7688.1	8212.6
	辽港股份	26256.2	25442.4	27986.6	30785.3
	莱州港务	2138.7	1907.5	1803.9	1730.3
内地东南地区	漳州码头	868.2	838.3	870.4	979.6
	厦门湾港务	564.8	607.5	729.0	874.8

	汕头港	346.1	381.4	419.5	462.1
内地西南地区	湛江港	9554.1	8313.9	8729.6	9166.1
	中国大陆合计	60687.5	73400.8	78684.3	84061.6
	HIPG	155.5	129.4	142.3	156.6
海外	Kumport	10.7	14.5	17.5	21.0
	PDSA	454.8	408.6	449.5	494.4
	海外合计	621.0	552.6	609.3	672.0
	散杂货吞吐量总计	61308.5	73953.4	79293.6	84733.5

资料来源：公司公告，上海证券研究所

6 风险提示：

经济复苏不及预期：宏观经济影响消费和贸易市场，导致港口吞吐量承压；

“一带一路”政策推进不及预期：若相关政策推进不及预期，则不利于公司推进海外港口项目；

国企改革政策推进不及预期：若国企改革相关政策落地不及预期，或企业改革效果不及预期，则可能导致公司经营无法得到改善；

国际地缘冲突加剧：若俄乌冲突恶化、中美贸易摩擦增多等，则可能导致宏观经济下滑；

公司海外新项目推进不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13616	15215	18700	22081
应收票据及应收账款	1313	1876	1306	1946
存货	225	235	243	243
其他流动资产	5263	6562	5609	6092
流动资产合计	20417	23889	25858	30362
长期股权投资	92364	10174 1	11018 0	116932
投资性房地产	5124	5124	5124	5124
固定资产	32033	32979	33088	32584
在建工程	2414	2293	2178	2070
无形资产	19277	19277	19277	19277
其他非流动资产	25897	25897	25897	25897
非流动资产合计	17710 9	18731 1	19574 4	201883
资产总计	19752 6	21120 0	22160 3	232245
短期借款	7164	8164	8664	9164
应付票据及应付账款	811	857	918	909
合同负债	142	190	197	188
其他流动负债	18423	20421	19781	19892
流动负债合计	26540	29632	29560	30154
长期借款	12390	13890	14890	15640
应付债券	19088	20088	21088	21838
其他非流动负债	11245	11245	11245	11245
非流动负债合计	42723	45223	47223	48723
负债合计	69264	74856	76783	78877
股本	2499	2499	2499	2499
资本公积	34752	34752	34752	34752
留存收益	17682	20137	22662	25253
归属母公司股东权益	54267	56723	59247	61839
少数股东权益	73995	79621	85572	91529
股东权益合计	12826 2	13634 4	14481 9	153368
负债和股东权益合计	19752 6	21120 0	22160 3	232245

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	6920	6911	7977	6432
净利润	8232	9207	9625	9798
折旧摊销	3298	2842	3268	3735
营运资金变动	-325	219	943	-1028
其他	-4284	-5357	-5859	-6073
投资活动现金流量	-13964	-5233	-3359	-1223
资本支出	-2120	-3320	-2897	-2728
投资变动	-13614	-9377	-8439	-6751
其他	1770	7465	7978	8256
筹资活动现金流量	7516	-79	-1134	-1827
债权融资	2675	3500	2500	2000
股权融资	10642	0	0	0
其他	-5801	-3579	-3634	-3827
现金净流量	840	1599	3485	3381

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16230	17089	18055	18578
营业成本	9650	10128	10697	10907
营业税金及附加	282	245	267	288
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1765	1821	1977	2012
研发费用	288	238	276	291
财务费用	2259	2318	2332	2391
资产减值损失	-22	0	0	0
投资收益	7378	7465	7978	8256
公允价值变动损益	-129	0	0	0
营业利润	9286	10457	11188	11641
营业外收支净额	59	5	4	23
利润总额	9345	10463	11192	11664
所得税	1113	1256	1567	1866
净利润	8232	9207	9625	9798
少数股东损益	4894	5627	5951	5957
归属母公司股东净利润	3337	3580	3674	3841

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	40.5%	40.7%	40.8%	41.3%
净利率	20.6%	21.0%	20.3%	20.7%
净资产收益率	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%
资产回报率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
投资回报率	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	6.2%	5.3%	5.6%	2.9%
EBIT 增长率	1.3%	16.6%	4.3%	4.3%
归母净利润增长率	24.3%	7.3%	2.6%	4.5%
每股指标 (元)				
每股收益	1.34	1.43	1.47	1.54
每股净资产	21.71	22.70	23.71	24.74
每股经营现金流	2.77	2.77	3.19	2.57
每股股利	0	0	0	1
营运能力指标				
总资产周转率	0.08	0.08	0.08	0.08
应收账款周转率	12.72	9.12	14.26	9.56
存货周转率	42.87	43.04	43.94	44.92
偿债能力指标				
资产负债率	35.1%	35.4%	34.6%	34.0%
流动比率	0.77	0.81	0.87	1.01
速动比率	0.72	0.76	0.83	0.96
估值指标				
P/E	12.47	11.62	11.33	10.83
P/B	0.77	0.73	0.70	0.67
EV/EBITDA	9.72	10.39	9.49	8.62

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。