

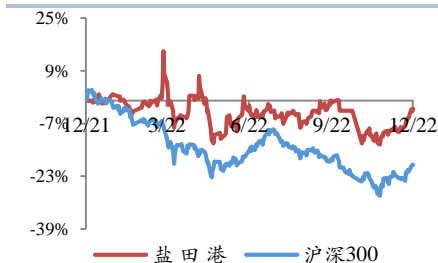
优质资产注入与产能利用率持续提高，共驱业绩大幅改善

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-12-09

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价（元） | 5.07 |
| 近12个月最高/最低（元） | 6.04/4.56 |
| 总股本（百万股） | 2,249 |
| 流通股本（百万股） | 2,249 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿元） | 114 |
| 流通市值（亿元） | 114 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 优质港口资产注入，23年、24年利润总额改善幅度达70%、147%

假如资产重组于2023年上半年顺利完成，公司将获得盐田港中港区3期35%股权，该部分股权有望在2023H2和2024年为公司带来约3.7亿元和7.8亿元税前利润，相当于2021年利润总额的69.7%和146.9%。

● 港口业务产能利用率持续提高，自主经营的港口进入利润释放期

惠州荃湾煤炭港，2022H1产能利用率从2021年的45.9%爬升至54.3%（环比+8.4pp），收入1.1亿元（同比+48.2%），净利润从2021年亏损4,229万元减少至亏损315万元，预计2022全年可实现扭亏为盈。

黄石新港，2022H1产能利用率从2021年的38%提升至47%（环比+9pp），收入约1.1亿元（同比+20%），净利润同比增长91%至2,218万元，预估2022年全年净利润有望突破5,000万元。

我们判断，惠州荃湾港和黄石新港从2023年起，利润有望大幅增长。

● 高速业务量、价齐升在即，将进一步提升公司业绩

惠盐高速深圳段约20KM，疫情导致2022H1车流量同比-17.9%，收入同比-15.4%。判断量或价有3次提升机会：疫情防控政策边际改善带动车流量的自然修复，需关注高速通行费优惠政策的变化；2023下半年4车道变8车道，约8KM通行费价格提升33.3%及分流其他路段车流量带动量价齐升；2024年深中通道投入运营带来车流量增量。

● 投资建议：业绩改善确定性高，当前估值未反应多重利好，建议买入

测算2024年港口业务和高速业务归母净利润分别为11.5亿元和1.5亿元，采用分部估值法，给予港口业务15xPE估值，高速业务13.8xPE估值，对应合理市值为172.5亿元和17.9亿元，合计约190亿元，对应股价约8.45元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

需求恢复不及预期；地缘冲突加剧；高速收费政策持续；资产重组不及预期；财务成本增长超预期；油价上涨等

● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 680 | 787 | 940 | 1075 |
| 收入同比（%） | 28.0% | 15.8% | 19.4% | 14.4% |
| 归属母公司净利润 | 461 | 492 | 876 | 1281 |
| 净利润同比（%） | 17.8% | 6.6% | 78.0% | 46.2% |
| 毛利率（%） | 38.4% | 37.4% | 37.7% | 40.4% |
| ROE（%） | 5.1% | 5.2% | 8.5% | 11.0% |
| 每股收益（元） | 0.21 | 0.22 | 0.39 | 0.57 |
| P/E | 25.24 | 23.17 | 13.02 | 8.90 |
| P/B | 1.33 | 1.20 | 1.10 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 48.13 | 37.57 | 32.36 | 25.55 |

资料来源：iFind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|---|----|
| 本报告观点..... | 5 |
| 1 整体情况：控股自主经营与投资联营并举，产能水平是影响公司近年收入增速的主要因素..... | 6 |
| 1.1 发展历程：经多次资产重组，通过控股经营与战略投资并举，基本完成业务布局..... | 6 |
| 1.2 经营表现：产能水平是近年来收入端的主要矛盾，投资收益是利润的主要来源..... | 7 |
| 2 港口业务：盐田港区为重心，布局长江沿线内河港口与珠三角其他港口，网络覆盖初具规模..... | 10 |
| 2.1 港口行业：具备一定程度的公共属性和周期性，行业发展趋势利好大型枢纽港口..... | 10 |
| 2.2 盐田港港口业务：立足核心港区，积极布局珠三角和长江中游优质港口，打开业务增长空间..... | 11 |
| 3 高速业务：近期经营压力较大，疫情好转的自然恢复与改扩建，有望带动量价齐升..... | 17 |
| 3.1 高速公路行业：政策导向较强，行业短期内增速承压..... | 17 |
| 3.2 盐田港高速业务：疫情及高速优惠政策导致收入承压，之后有望迎来量价齐升..... | 19 |
| 4 仓储业务：注重与港口业务的协同效应，黄石新港现代物流园区带动仓储业务进入发展新阶段..... | 23 |
| 5 估值：中性偏保守估值 190 亿元，对应约 67% 上涨空间..... | 25 |
| 风险提示：..... | 26 |
| 财务报表与盈利预测..... | 27 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1 公司收入贡献长期“名不符实”，2019 年港口业务贡献始超 50% | 6 |
| 图表 2 盐田港经多次资产重组及对外投资（仅展示重要节点及事件） | 7 |
| 图表 3 实控人盐田港集团持股公司 67.48%股权 | 7 |
| 图表 4 围绕港口核心业务，积极布局高速、仓储等业务 | 8 |
| 图表 5 新增产能投入运营，带动收入较快增长 | 9 |
| 图表 6 疫情等因素影响可控，业绩恢复趋势较好 | 9 |
| 图表 7 盐田港净利率达 70%左右 | 9 |
| 图表 8 盐田港投资收益占利润总额的比重近 80% | 9 |
| 图表 9 港口吞吐量与宏观经济环境息息相关 | 10 |
| 图表 10 泊位数量减少，万吨级及以上泊位数量增加 | 10 |
| 图表 11 港口定价由企业与企业共同确定 | 11 |
| 图表 12 装卸费是港口收入的主要来源 | 11 |
| 图表 13 盐田港港口大股东为和记港口 | 12 |
| 图表 14 盐田港港区分布 | 12 |
| 图表 15 和记港口在全世界的集装箱吞吐量市占率保持 10%以上 | 12 |
| 图表 16 2021 年全球主要港口装卸费用（元/TEU） | 13 |
| 图表 17 港口多式联运示意图 | 13 |
| 图表 18 平盐铁路将辐射范围扩大至长江上、中游 | 13 |
| 图表 19 深圳港以 2877 万 TEU 吞吐量排全球第四 | 14 |
| 图表 20 盐田港吞吐量占比提升，近年保持在 50%左右 | 14 |
| 图表 21 盐田港股份持股港口分布 | 15 |
| 图表 22 港口业务收入 2022H1 增速达 28.5% | 15 |
| 图表 23 惠州荃湾煤炭港 2022H1 亏损收窄至 315 万元 | 15 |
| 图表 24 黄石新港 2022 年上半年收入同比+20% | 16 |
| 图表 25 黄石新港 2022 年上半年利润同比+91% | 16 |
| 图表 26 黄石新港需求强劲，疫情前超负荷运营，2019 年估算产能利用率达 190% | 16 |
| 图表 27 今年来曹妃甸港收入持续下降 | 17 |
| 图表 28 曹妃甸港 2022 上半年亏损边际收窄 | 17 |
| 图表 29 2021 年高速投资额 1.5 万亿元（+16.9%） | 18 |
| 图表 30 2021 年高速累计里程 16.9 万公里（+5.0%） | 18 |
| 图表 31 疫情导致国内公路客运量加速下滑 | 18 |
| 图表 32 2021 年公路货运量恢复至 2018 年的 98.9% | 18 |
| 图表 33 2021 年高速公路通行费已经超 2019 年约 681 亿元 | 19 |
| 图表 34 惠盐高速深圳段示意图 | 20 |
| 图表 35 2022H1 惠盐高速深圳段收入同比-15.4% | 20 |
| 图表 36 2022H1 惠盐高速深圳段收费车流量同比-17.9% | 20 |
| 图表 37 2022 惠盐高速公路深圳段客车收费标准 | 21 |
| 图表 38 高速公路客车收费系数标准 | 21 |
| 图表 39 水荷立交至惠州市常用高速路段 | 22 |
| 图表 40 水荷立交至坑塘立交区域常用高速路段 | 22 |
| 图表 41 “深中通道”示意图 | 22 |
| 图表 42 惠盐高速西连“深中通道” | 22 |

| | |
|--|----|
| 图表 43 仓储业务规模较小, 但近 1 年半高速增长 | 23 |
| 图表 44 过去 10 年盐田港监管仓收入 GAGR 约 12.8% | 24 |
| 图表 45 近 5 年盐田港监管仓利润增速受政策影响大 | 24 |
| 图表 46 黄石新港现代物流园 22H1 收入环比+186% | 24 |
| 图表 47 黄石新港现代物流园 22H1 亏损下降至 166 万元 | 24 |
| 图表 48 核心假设与盈利预测 | 25 |
| 图表 49 上港集团、宁波港、广州港和盐田港估值与产能扩张对比 | 26 |
| 图表 50 宁沪高速、粤高速 A 和东莞控股估值 | 26 |

本报告观点

本报告观点主要有三点，即港口业务业绩改善确定性高、高速业务量价齐升在即和当前估值尚未反应上述利好因素，具体而言：

首先，港口业务业绩改善确定性高，即优质资产注入和产能利用率提高，将共同驱动业绩大幅改善。

1) 优质资产注入。公司与控股股东盐田港集团的资产重组计划正在进行中，若重组顺利完成，公司将获得盐田港中港区 3 期 35% 股权。这是十分优质的资产，与盐田港中港区 3 期紧挨的 1、2 期，其 2021 年和 2022H1 的净利率分别达 53.1% 和 48.2%，我们判断，盐田港中港区 3 期的盈利能力与 1、2 期相差不大。这样的盈利能力，在港口行业是名列前茅的。假如公司在 2023H1 完成重组，我们测算盐田港中港区 3 期将在 2023H2 和 2024 年为公司带来约 3.7 亿元和 7.8 亿元税前利润，相当于 2021 年利润总额的 69.7% 和 146.9%。此外，这也在一定程度上反应出控股股东盐田港集团将港口资产集中在盐田港上市公司的意图，公司业务定位更加清晰。

2) 产能利用率提高。近 10 年来，公司控股自主经营的港口，经过漫长的工程建设与早期的业务拓展，产能利用率持续提升，目前已经进入利润释放期。先说惠州荃湾煤炭港，2022H1 的产能利用率从 2021 年的 45.9% 爬升至 54.3%（环比+8.4pp），实现收入 1.1 亿元（同比+48.2%），净利润从 2021 年亏损 4,229 万减少至亏损 315 万，预估 2022 年全年可实现扭亏为盈，2023 年进入利润释放期。再说黄石新港，2022H1 的产能利用率从 2021 年的 38% 提升至 47%（环比+9pp），实现收入约 1.1 亿元（同比+20%），净利润实现同比约 91% 增长至 2,218 万，预估 2022 年全年净利润有望突破 5,000 万。值得一提的是，黄石新港疫情前，新增产能投放后可快速进入超负荷运营状态，可见黄石新港需求强劲，公司运营能力突出。因此，我们判断惠州荃湾港和黄石新港从 2023 年起，有望实现利润较大幅度增长。

其次，高速业务量价齐升在即。惠盐高速深圳段约 20KM，是华南地区车流量最大的路段，2022 年受疫情等因素的持续干扰，惠盐高速深圳段量价双重承压，2022H1 车流量降幅约 17.9%，收入降幅约 15.4%。随着疫情防控边际改善，惠盐高速深圳段将经历自然的车流量修复过程，同时密切关注高速通行费政策的变动方向和节奏，跟踪能否出现高速通行费用的价格上升。更重要的是，随着 2023 年下半年扩建车道的投入使用，该路段将从 4 车道变为 8 车道，约有 8KM 路段的通行费价格提升 33.3%，叠加对其他高速路车流量的分流效应，公司高速业务将迎第二阶段的量价齐升。另外，深中通道投入运营后，将进一步为惠盐高速深圳段带来新的车流量，这是第三阶段的车流量提升。

最后，从估值维度看，当前估值基本没有反应上述利好因素。通过与可比公司进行对比，我们认为当前估值为不考虑上述利好因素的合理估值。采用分部估值法，经中性偏保守测算，以 2024 年港口业务归母净利润 11.5 亿元及 15xPE 估值计，港口业务合理市值约 172.5 亿元；以 2024 年高速业务归母净利润 1.5 亿元及 13.8xPE 估值计，高速业务合理市值约 17.9 亿元，两者合计约 190 亿元，对应 2023 年 8.8 亿元归母净利约 21.7xPE 估值，较当前市值（2022 年 12 月 9 日收盘，114 亿元）约 67% 上涨空间。

本报告正文由此开始：

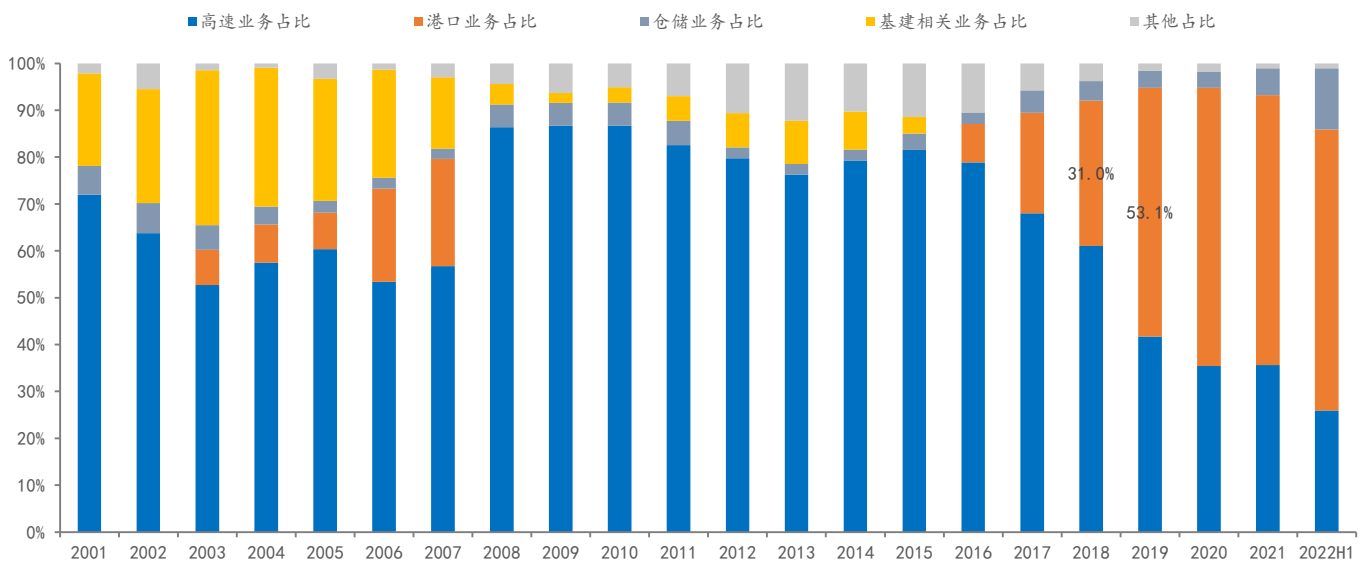
1 整体情况：控股自主经营与投资联营并举，产能水平是影响公司近年收入增速的主要因素

1.1 发展历程：经多次资产重组，通过控股经营与战略投资并举，基本完成业务布局

公司成立于1997年，回顾25年发展史，盐田港的发展具备以下几个特征：

第一，长时间“名不符实”。具体表现为，公司收入来源长期以公路业务为主，直到2019年港口业务营收占比达53.1%，公司才真正进入港口业务主导营收的发展阶段。我们认为，造成公司长期“名不符实”的原因主要有两点，其一是业务发展阶段，盐田港港区经历过长时间的工程建设阶段，无法直接贡献营收；其二是历史原因，早期盐田港集团为完成港区及其他工程建设，选择将优质资产惠盐高速深圳段注入公司上市募资，进而导致公路业务长期成为公司收入的主要来源。

图表 1 公司收入贡献长期“名不符实”，2019 年港口业务贡献始超 50%

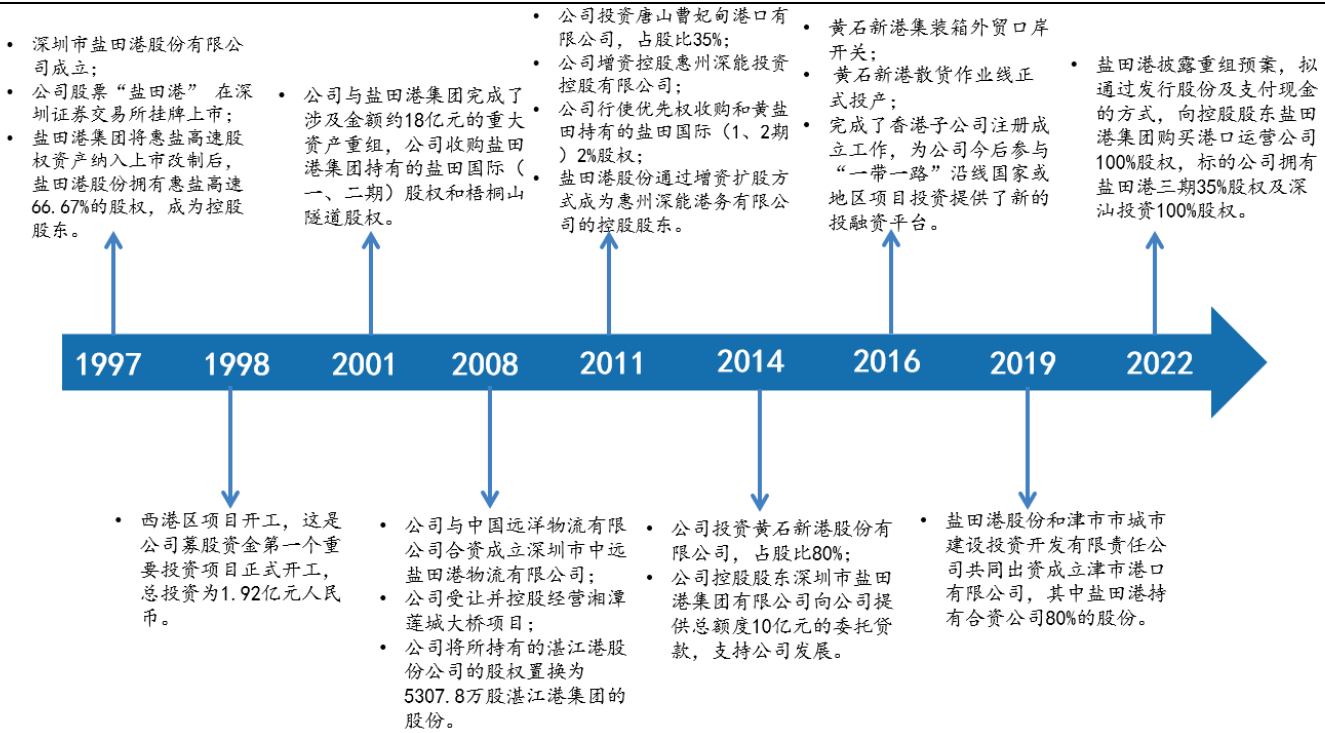


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：基建相关收入非财报披露口径，收入来源主要为盐田港混凝土公司、深圳市港龙混凝土公司、或湘潭四航建设公司。

第二，经历过多次资产重组，通过控股经营与战略投资并举，基本完成业务布局。公司成立于1997年7月，并于1997年7月28日在深交所上市。至今的25年间，公司通过多次投资建设或资产重组，逐步形成了港口装卸运输业务、高速收费业务和仓储业务三大经营板块。比如，1997年盐田港集团将惠盐高速深圳段注入公司，公司获惠盐高速深圳段66.7%的股权，成为控股股东。2001年，公司与盐田港集团完成资产重组，收购了盐田港集团持有的盐田国际集装箱码头1期和2期的部分股权。此后，公司先后投资了曹妃甸港、惠州荃湾煤碳港、黄石新港、黄石新港现代物流园等诸多重点项目。经过25年发展，公司基本完成了港口装卸运输业务、高速收费业务、仓储业务三大业务布局。

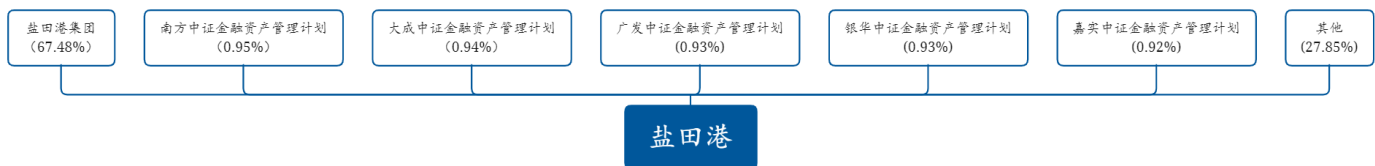
图表 2 盐田港经多次资产重组及对外投资 (仅展示重要节点及事件)



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所整理

第三, 控股股东盐田港集团长期发挥关键作用。截至 2022 年 11 月, 实控人盐田港集团持有公司 67.48% 的股权。盐田港集团在公司的发展中, 长期发挥关键作用, 如图表 2 所示, 公司由盐田港集团独家发起成立, 向公司注入惠盐高速深圳段、盐田国际集装箱码头 1 期和 2 期等优质资产、提供 10 亿元额度的委托贷款用于公司业务扩张等。2022 年 10 月, 公司公告称将再次与盐田港集团进行资产重组。公司拟通过发行股份及支付现金的方式, 向盐田港集团购买其持有的盐田 3 期国际集装箱码头有限公司 35% 的股权和广东盐田港深汕港口投资有限公司 100% 的股权。若交易达成, 将进一步夯实公司在盐田港区的业务发展基础, 盐田港集团则可实现港区内业务资源的进一步优化整合。

图表 3 实控人盐田港集团持股公司 67.48% 股权



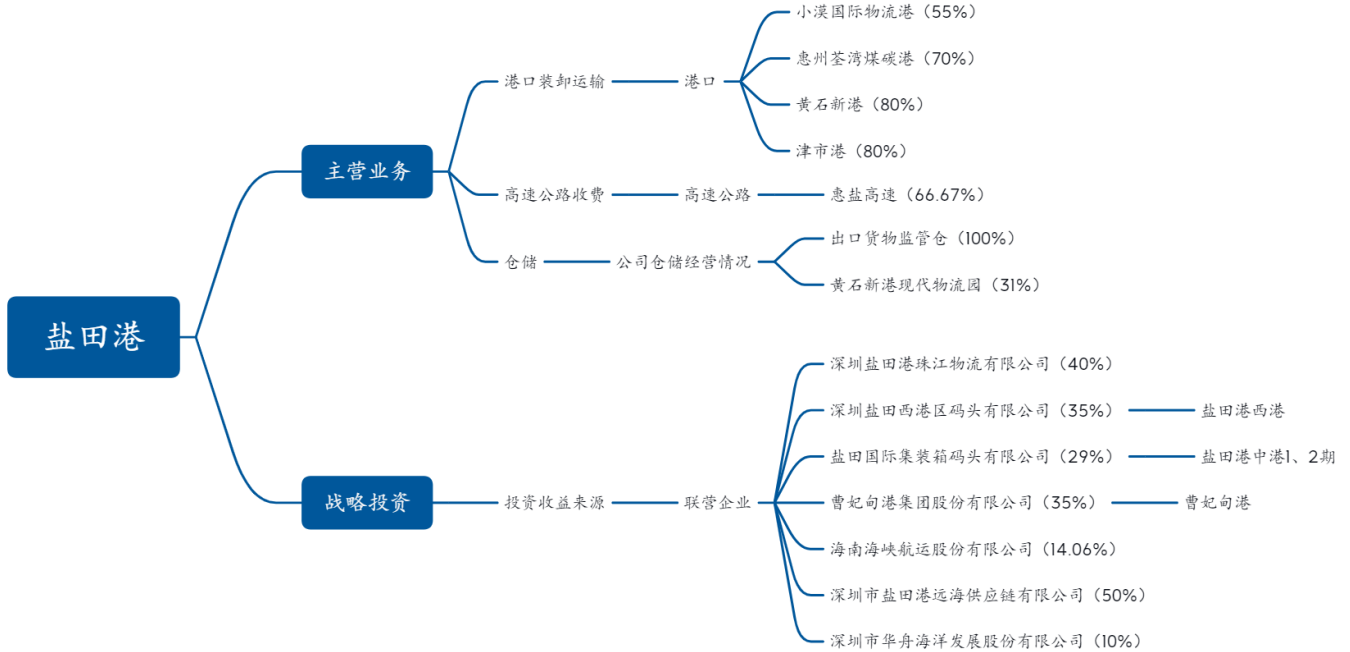
资料来源: ifind, 华安证券研究所整理

1.2 经营表现: 产能水平是近年来收入端的主要矛盾, 投资收益是利润的主要来源

公司以港口业务为核心, 积极布局与之相关的高速公路业务和仓储业务。港口业务方面, 公司控股小漠国际物流港、惠州荃湾煤炭港、黄石新港及津市港等港口, 并战略投资了盐田港西港区、盐田港中港区 1、2 期及曹妃甸港等重要港口; 高速业务方面, 公司拥有惠盐高速深圳段经营权, 经营期限到 2047 年 2 月, 可为公司提供

长期稳定的现金流；仓储业务方面，公司控股经营盐田港 3#区海关出口监管仓库和 5#区普通仓库、黄石新港现代物流园，参股经营盐田港远海供应链公司保税物流中心。港口装卸业务与仓储业务具备较强协同效应，二者相得益彰。

图表 4 围绕港口核心业务，积极布局高速、仓储等业务



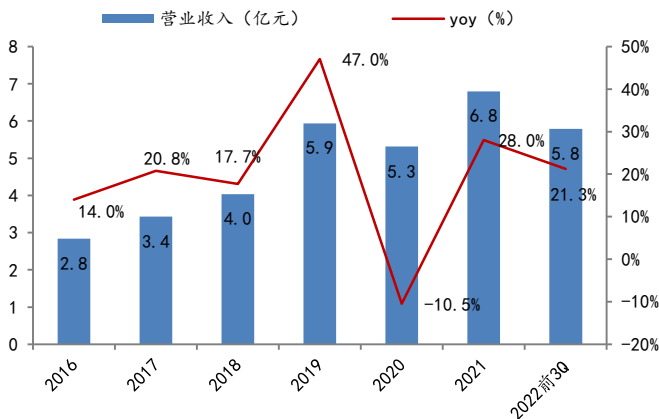
资料来源：IFind，公司官网，华安证券研究所整理

新增产能投入运营带动收入进入较快增长通道，中美贸易摩擦及疫情带来的负面影响逐渐减弱，业绩恢复势头较好。

1) 收入端，新增产能逐年投入运营，带动营业收入进入较快增长通道。黄石新港新增产能自 2017 年开始陆续投产，惠州荃湾煤炭码头产能自 2018 年开始陆续投产，带动公司业务收入进入较快增长通道。尽管 2020 年疫情打断了公司收入的持续较快增长进程（2020 年营业收入增速-10.5%），但 2021 年公司通过拓展新客户，对冲疫情等因素的负面影响，收入迅速恢复较快增长（2021 年营业收入增速为 28.0%），这说明公司有出色的业务拓展能力和日常运营能力。

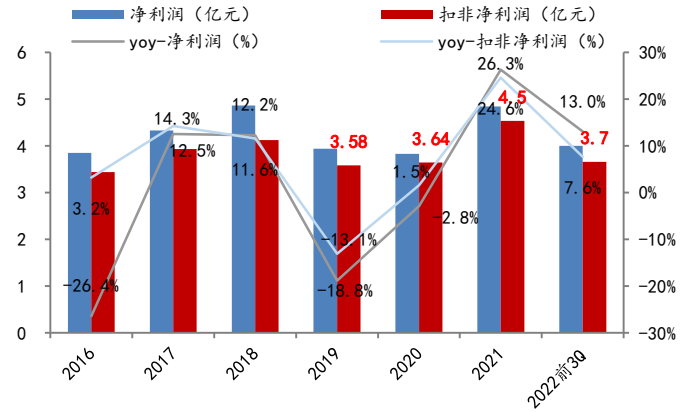
2) 利润端，中美贸易摩擦和疫情爆发初期对公司利润造成较大冲击，随着疫情等因素的负面影响逐步减弱，公司利润经过 2019 年和 2020 年两年下滑后，已恢复较好的增长势头。2018 年开始的中美贸易摩擦在 2019 年持续升级，进出口需求承压，导致曹妃甸港、盐田国际码头与盐田港西港 2019 年的业绩下滑，公司投资收益下降至 3.2 亿元（同比-25.5%），公司 2019 年扣非净利润降至 3.58 亿元（同比-13.1%）。2020 年初新冠疫情爆发后，全球港口行业几近停摆，所幸我国疫情防控得当，一、二季度积压的贸易需求得以释放，投资收益回升至 3.7 亿元（同比+16.7%），带动公司扣非净利润增至 3.64 亿元（同比+1.54%）。进入 2021 年后，海外疫情导致海外订单回流，疫情负面影响逐渐减弱，业绩恢复势头较好，其中 2021 年和 2022 年前三季度，公司扣非净利润分别为 4.5 亿元（同比+24.6%）和 3.7 亿元（同比+7.6%）。

图表 5 新增产能投入运营，带动收入较快增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

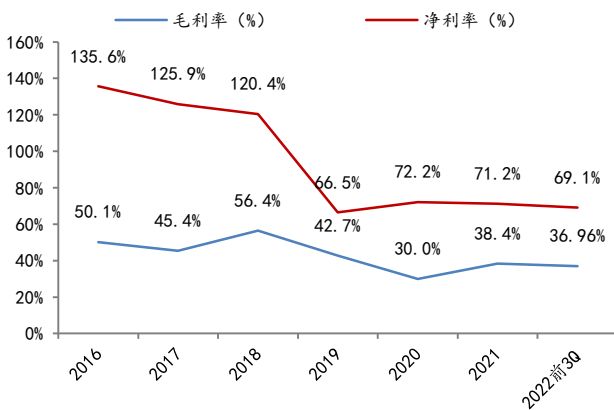
图表 6 疫情等因素影响可控，业绩恢复趋势较好



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

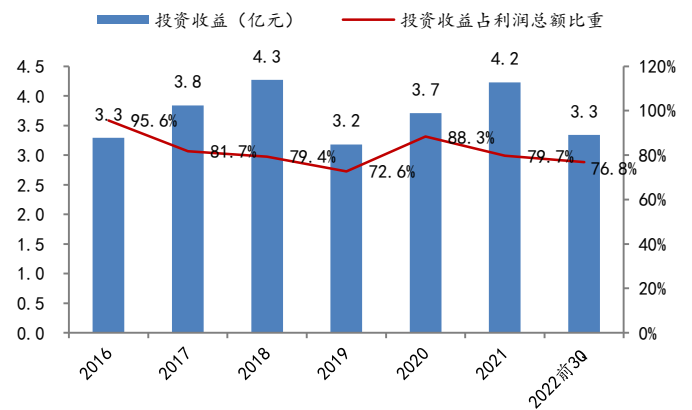
3) 利润端，投资收益是公司利润的主要来源，且盐田港区的业务利润又是投资收益的主要来源。公司有丰厚的投资收益，如 2021 年和 2022 年前三季度公司利润总额分别为 5.3 亿元和 4.4 亿元，投资分别为 4.2 亿元和 3.3 亿元，投资收益占比分别达 79.7%和 76.8%。盐田港持有盐田港中港 1、2 期的 29%股权和西港 35%的股权，是公司投资收益的主要来源。如 2022 年 H1，盐田港中港 1、2 期、西港分别实现营业收入 8.70 亿元、6.67 亿元，净利润 4.58 亿元（其 29%为 1.33 亿元）、3.22 亿元（其 35%为 1.13 亿元），同期盐田港 2022H1 的投资收益为 2.09 亿元。

图表 7 盐田港净利率达 70%左右



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 8 盐田港投资收益占利润总额的比重近 80%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2 港口业务：盐田港区为重心，布局长江沿线内河港口与珠三角其他港口，网络覆盖初具规模

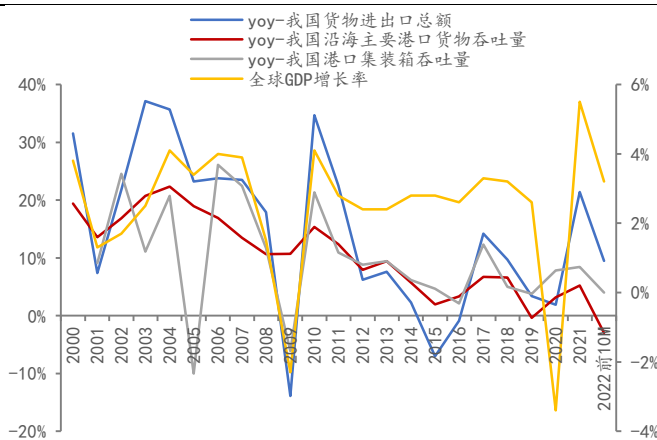
2.1 港口行业：具备一定程度的公共属性和周期性，行业发展趋势利好大型枢纽港口

港口作为资源流转枢纽和国际贸易关键节点，有举足轻重的地位。港口是水陆交通的枢纽，是工农业产品和进出口物资的集散地，也是船舶停泊、装卸货物、上下旅客、补充给养的场所，在资源流转和国际贸易中扮演重要角色。我们发现，我国港口行业呈现如下几个特征：港口业务的繁荣程度与宏观经济环境息息相关、目前我国港口朝着大型化方向发展、港口收费具备一定程度的公共属性。

1) 我国港口业务的繁荣程度与宏观经济环境息息相关，具有一定程度的周期性。如图表 9 所示，整体看，港口吞吐量和集装箱吞吐量的变化趋势，在绝大多数年份与全球 GDP 增长率及我国进出口贸易额增长率变化趋势一致。最近 5 年，趋势出现背离的年份主要在 2020 年，2020 年疫情导致全球 GDP 增长率从 2019 年的 2.6% 降至 -3.4%，但我国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速均有一定程度上涨，增速分别达 3.2% (2019 年-0.4%)、7.8% (2019 年+3.8%)。我们判断，这种背离的核心原因是 2020 年海外诸国疫情相继爆发，海外订单回流。2022 年，我国疫情呈多点散发态势，叠加全球经济颓势，我国港口业务受到一定程度冲击，但集装箱吞吐量彰显韧性。截至 2022 年 10 月，我国港口货物吞吐量同比增速降至 -3.0%，集装箱吞吐量增速仍有 4.0%。

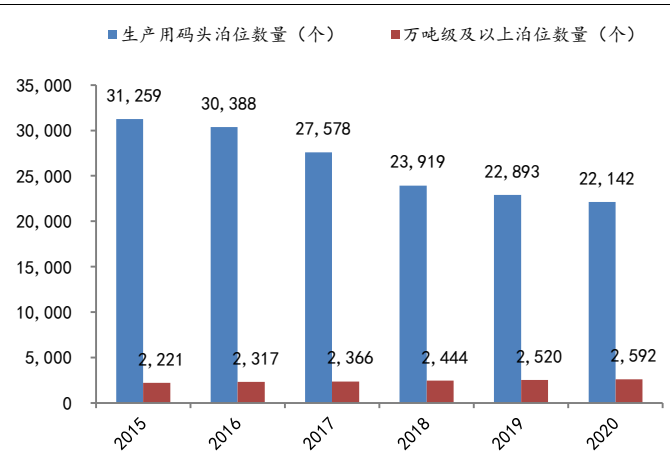
2) 我国港口码头朝着大型化方向发展，枢纽港口地位将进一步提高。随着水运基础设施不断完善，我国的码头结构不断升级优化。由于航运业不断向船舶大型化方向发展，具备深水泊位条件和超大型船舶服务能力的港口或将成为海运停泊的首选要素。自 2015 年以来，我国港口生产用码头泊位总数逐年减少，万吨级及以上泊位数量逐年增加。截至 2020 年年末，全国港口生产用码头泊位 22,142 个，比上年末减少 751 个 (同比-3.3%)，全国港口生产用万吨级及以上泊位 2,592 个，比上年末增加 72 个 (同比+2.9%)。

图表 9 港口吞吐量与宏观经济环境息息相关



资料来源：iFind，华安证券研究所整理
注：全球 GDP 增长率为 2022 年预测值；全球 GDP 增长率为右轴，其他指标为左轴。

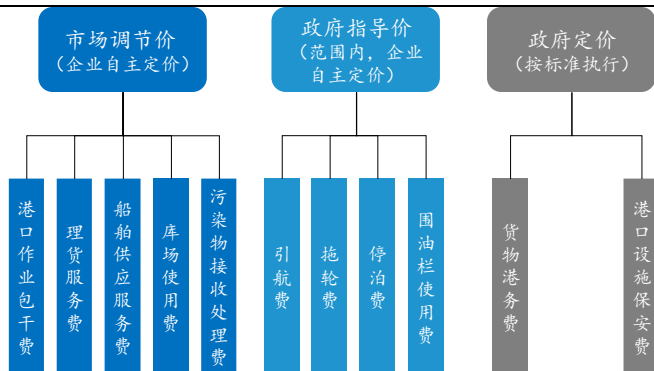
图表 10 泊位数量减少，万吨级及以上泊位数量增加



资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

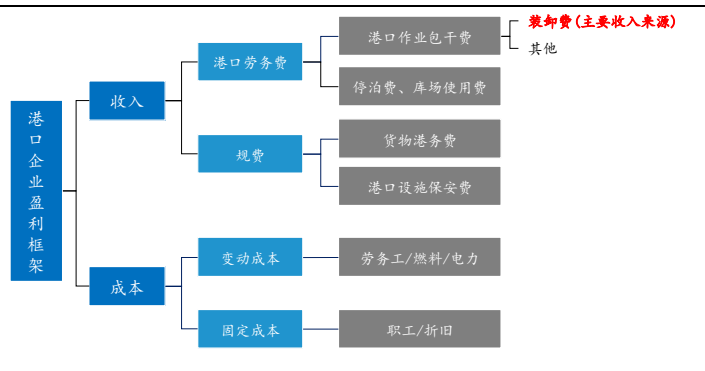
3) 我国港口定价由企业自主定价和政府指导/定价共同决定，且收费水平呈下降趋势，行业具备一定程度的公共属性。在港口企业可能涉及到的收费项目中，约一半执行政府指导价或政府直接定价。由于港口资源具备一定程度的自然垄断和强外部性，如果完全由市场自主定价，会拉高相关行业的经营成本，不利于提高全社会效率。因此，采用企业自主定价与政府指导价/定价相结合的模式，可以兼顾港口行业和其他行业的效益。根据行行查数据，港口装卸费是港口收入的主要来源，其中装卸费率根据不同的货物形态分为单箱费率、集装箱及单吨费率（干散货），但自2017年以来，主要港口装卸费率呈下降趋势。此外，根据2019年版的《港口收费计费办法》，政府定价的货物港务费、港口设施保安费、引航（移泊）费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低15%、20%、10%和5%。

图表 11 港口定价由企业与政府共同确定



资料来源：行行查，华安证券研究所整理

图表 12 装卸费是港口收入的主要来源



资料来源：行行查，华安证券研究所整理

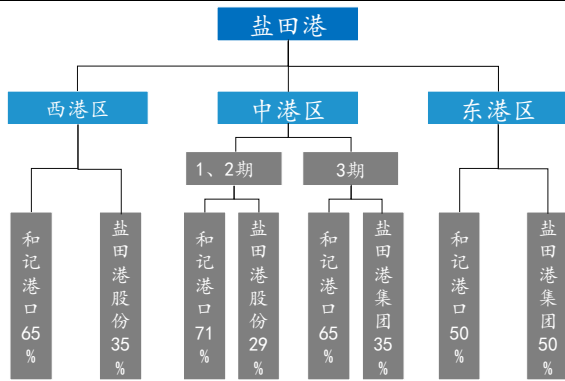
2.2 盐田港港口业务：立足核心港区，积极布局珠三角和长江中游优质港口，打开业务增长空间

公司的港口业务独具特色，即核心港口持股联营，并通过控股经营其他港口，拓展业务。因此，本报告将从上述两个方面分析公司的港口业务。

第一部分，关于公司的核心港口盐田港，其业务主要是集装箱业务。我们主要强调三点。其一，盐田港中港区 3 期资产注入上市公司后，将大幅增厚公司利润。其二，与和记港口的合作经营是非常成功的战略决策，将持续创造更大价值。其三，得天独厚的区域优势，为盐田港将来的发展提供了足够的想象空间。

1) 盐田港中港区 3 期股权注入后，2023 年和 2024 年分别有望给公司带来 3.7 亿元和 7.8 亿元税前利润，相当于 2021 年利润总额的 69.7% 和 146.9%。公司仅持有盐田港西港区 35% 股权和盐田港中港区 1、2 期 29% 股权，不满足并表条件，进而导致港口收入占营收比重直到 2019 年才超过 50%，公司利润总额近 80% 是投资收益。2022 年 10 月，公司发布公告称，将与控股股东盐田港集团资产重组，假如重组成功，公司将获得盐田港中港区 3 期 35% 股权。我们以 2023 年上半年完成重组测算，预估盐田港中港区 3 期 35% 股权，将分别在 2023 年和 2024 年为公司贡献 3.7 亿元和 7.8 亿元税前利润，相当于 2021 年利润总额的 69.7% 和 146.9%。此外，这也一定程度上反映出控股股东盐田港集团有意将盐田港港口资产集中注入到盐田港上市公司的意图。

图表 13 盐田港港口大股权东为和记港口



资料来源：湖北长江商报，华安证券研究所整理

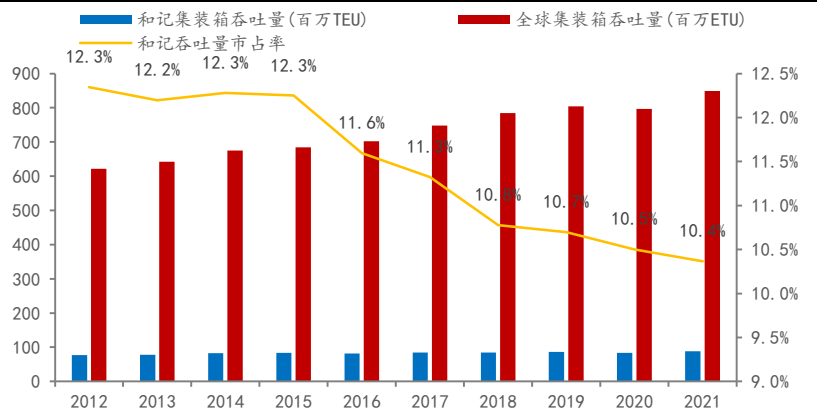
图表 14 盐田港港区分布



资料来源：高德地图，华安证券研究所整理

2) 我们认为，与和记的合作是非常成功的战略决策，将持续创造更大价值。和记港口拥有世界领先的港口网络，业务遍布亚洲、中东、非洲、欧洲、美洲及澳大利亚，在 26 个国家参与 52 个港口的经营管理，拥有丰富的客户资源和先进的管理经验。公司与和记港口的合作经营，有利于盐田港区整体的统筹管理，进而提高经营效率。近 10 年，和记港口集装箱吞吐量在全世界市占率虽然有所下降，但仍保持在 10% 以上。我们认为，与和记港口的合作开发经营模式，将持续创造更大价值。

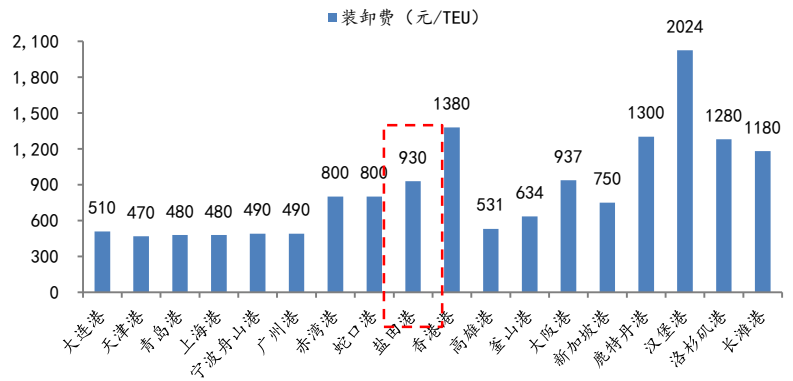
图表 15 和记港口在全世界的集装箱吞吐量市占率保持 10% 以上



资料来源：statista，公司官网，华安证券研究所整理

3) 得天独厚的区域优势，为盐田港将来的发展提供了足够的想象空间。盐田港的区位优势主要有：盐田港是大型深水良港，满足主流集装箱运输船的停靠条件；作为珠三角最大的港口，是我国最重要的对外贸易门户；平盐铁路将盐田港的辐射范围扩大至长江上、中游区域。这些优势也为盐田港更高的收费水平创造了条件。

图表 16 2021 年全球主要港口装卸费用 (元/TEU)



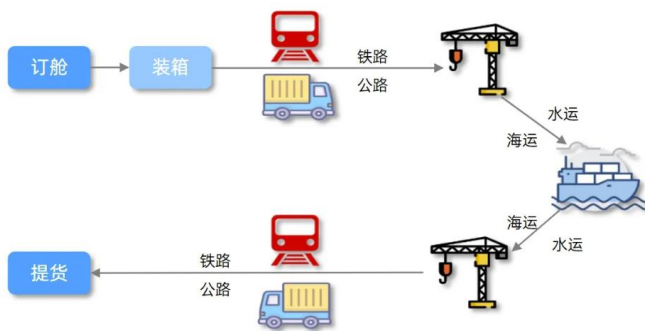
资料来源：行行查研究中心，华安证券研究所整理

①盐田港是大型深水良港，可满足大型集装箱运输船的停靠条件，成为世界上最繁忙的集装箱码头之一。目前主流集装箱船基本在 6,000 标箱以上，满载吃水介于 12 米至 15 米，盐田港天然水深可达 14 米至 17.6 米。盐田港区共有 20 个大型集装箱深水泊位，码头面积 417 公顷，可同时操作 6 艘 20 万吨超大型集装箱船。此外，每周近 110 条航线可抵达世界各主要港口，以欧美为主，其中美洲 43 条，欧洲 16 条，亚洲 14 条，澳洲 5 条，可满足不同流向客户诉求。得天独厚的天然水域条件，叠加丰富的航线供给，使得盐田港成为全球最繁忙的港口之一。

②作为珠三角最大的港口，是我国最重要的对外贸易门户。改革开放后，珠三角利用天然的地理位置优势，实现了轻工业化的产业升级，成为以加工贸易出口为主的国际经济贸易区。珠三角的进出口贸易需求，是盐田港最重要的业务来源。

③平盐铁路将盐田港的辐射范围扩大至长江上、中游。平盐铁路是盐田国际码头专用疏港铁路，与国铁网络无缝连接，通过多式联运将盐田港的辐射范围扩大至重庆、四川、湖南、云南、江西等省份，横跨长江上、中游。为盐田港的港口业务，扩大了需求来源。

图表 17 港口多式联运示意图



资料来源：行行查，华安证券研究所整理

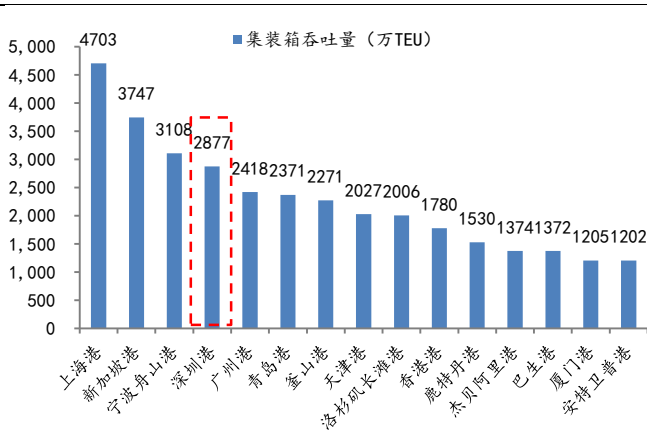
图表 18 平盐铁路将辐射范围扩大至长江上、中游



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

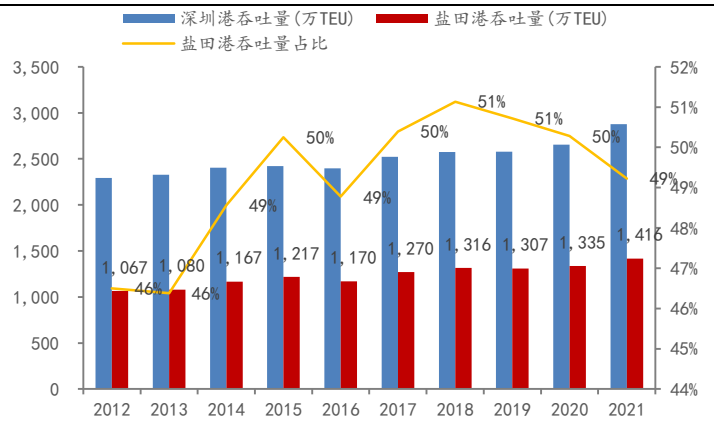
在上述优势的共同作用下，盐田港成为集装箱码头领域，全球领先的港口之一，是全球首个年吞吐量超千万标箱的码头。同时，深圳港自 2003 年至今连续成为世界前 4 大集装箱港口。深圳港主要包括蛇口、赤湾、妈湾、东角头、盐田、福永机场、沙渔涌、内河 8 个港区，以盐田港最为重要。近 10 年来，盐田港的集装箱吞吐量占深圳港的比重有所提升，近年来保持在 50% 左右。2021 年，盐田港集装箱吞吐量高达 1,416 万 TEU，占深圳港总集装箱吞吐量的 49%。

图表 19 深圳港以 2877 万 TEU 吞吐量排全球第四



资料来源: Linerytica, 华安证券研究所整理

图表 20 盐田港吞吐量占比提升，近年保持在 50% 左右



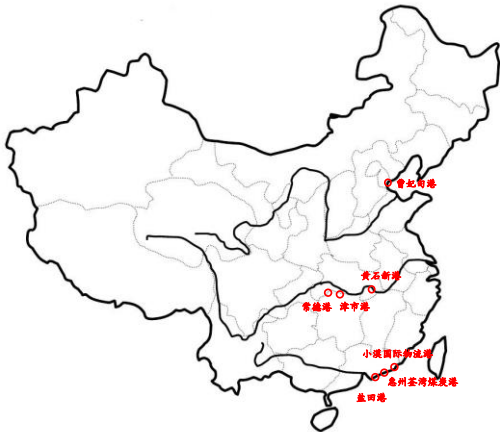
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所整理

第二部分，关于公司的其他港口业务，以大宗散杂货码头业务为主，重点布局在珠三角和长江中游，且以自主控股经营为主，参股联营为辅。我们认为，公司控股经营的港口业务，将长期处于中高速增长期。

经过 10 余年发展，公司布局了包括控股经营的惠州荃湾煤炭码头、深汕小漠港、黄石新港、常德港、津市港，以及参股经营的曹妃甸港等港口业务，上述港口的业务发展均处于不同的阶段。其中，公司于 2021 年 12 月设立常德港公司，并于 2022 年 5 月正式开展常德港业务，目前仍处于市场早期拓展阶段。另外，公司于 2021 年 11 月与深汕港口公司合作，设立深圳市深汕港口运营有限公司，并于 2021 年 12 月 28 日开港运营，业务同样处于早期拓展阶段。此外，津市港受限于 1 期产能，根据我们测算，津市港 2021 年收入不超过 1,300 万，但津市港 2 期规划年吞吐量约 1000 万吨，预计 2023 年建成后，津市港将迎来收入快速增长期。

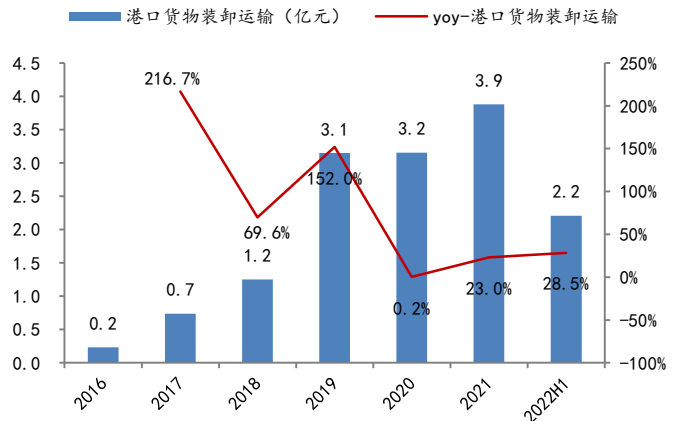
控股经营的惠州荃湾煤炭港 (2022H1 收入约 1.12 亿元，约占总营收的 29.9%)、黄石新港 (2022H1 收入约 1.09 亿元，约占总营收的 29.2%) 和联营的曹妃甸港 (2022H1 利润约-1.22 亿元，经测算其绝对值约占投资收益总额的 20.4%)，是当前业务规模较大或利润影响较大的 3 个港口，后文将对这 3 个港口展开进一步论述。

图表 21 盐田港股份持股港口分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 22 港口业务收入 2022H1 增速达 28.5%

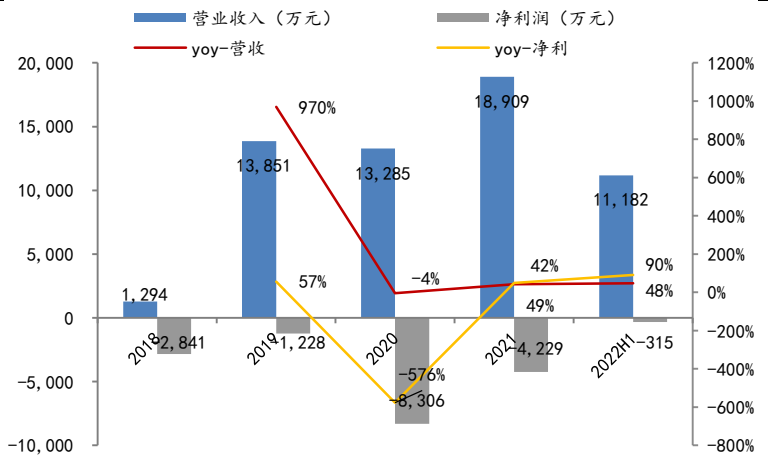


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

1) 惠州荃湾煤炭港处高速增长，即将实现扭亏为盈的阶段。惠州荃湾煤炭港是广东省重点投资项目，致力于打造粤东最大煤炭集散中心及华南地区重要的煤炭上水港和节点港。同时，也是全国首个大型绿色环保示范公用煤炭码头。

过去两年得益于新拓展河源电厂二期、井冈山电厂、瑞金电厂等客户，以及 2020 年 12 月开始对外开放。惠州荃湾煤炭港业务量实现快速增长，2021 年和 2022H1 实现吞吐量 666 万吨 (同比+84.3%)、394 万吨 (+46.4%)，对应产能利用率为 45.9%和 54.3%，实现收入 1.9 亿元 (同比+42.3%) 和 1.1 亿元 (+48.2%)，实现利润-4,229 万元和-315 万元，较之 2020 年的-8,306 万元，大幅减亏。我们判断，2022 年惠州荃湾煤炭港将实现扭亏为盈。考虑到 2022H1 的产能利用率仅 54.3%，空间仍然很大，我们判断 2023 年惠州荃湾煤炭港仍将实现较高速增长，且利润有望进一步改善。

图表 23 惠州荃湾煤炭港 2022H1 亏损收窄至 315 万元

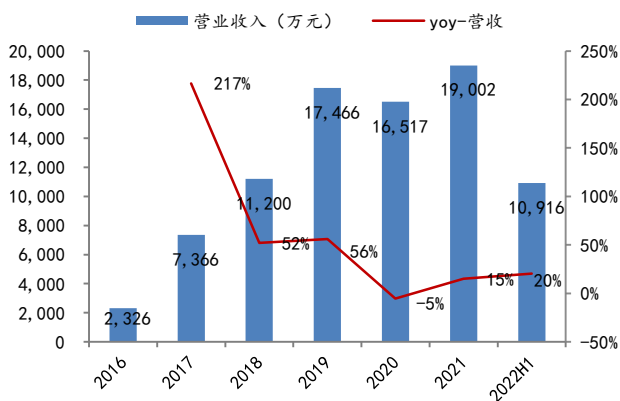


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2) 黄石新港已进入产能利用率持续爬坡，利润贡献能力增强阶段。黄石新港是长江中游少有的深水良港，是我国主要的内河港口之一。2015 年 9 月，黄石新港开港运营，实现了公司港口业务自主经营的新突破。2021 年，黄石新港二期工程 6

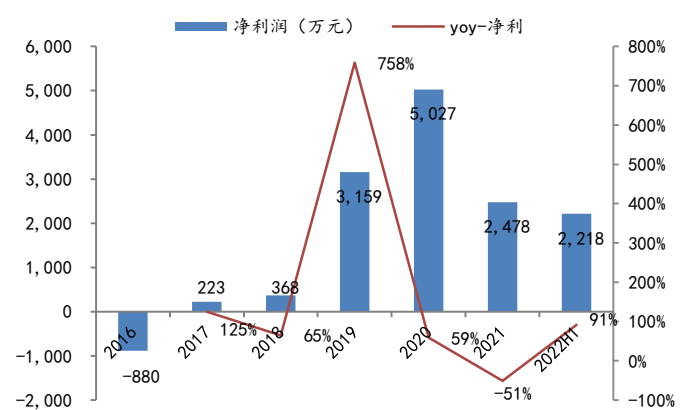
个万吨级泊位已经建设完成，并投入使用。目前，黄石新港已具备 3,000 万吨散件杂货，30 万标箱年通过能力。当前，黄石新港已成为集散货、件杂、集装箱和多式联运业务为一体的现代化综合港口，是长江中游公铁水多式联运货物集散地和对外贸易中转枢纽港，同时也是辐射鄂东、赣北、皖西的区域性物流中心。当前，黄石新港三期工程正在稳步推进，三期规划 8 个 10,000 吨级泊位，预计 2023 年可基本建成，投产后黄石新港产能预计可提升至 5,000 万吨以上，为公司业务持续增长打下基础。2016 年至 2022 上半年，黄石新港货物吞吐量分别为 207 万吨、722 万吨、1,268 万吨、1,898 万吨、1,851 万吨、1,928 万吨和 1,200 万吨。若以 2023 年三期建成后产能计算，对应产能利用率分别为 4%、14%、25%、37%、36%、38%和 47%，产能空间仍较大。

图表 24 黄石新港 2022 年上半年收入同比+20%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

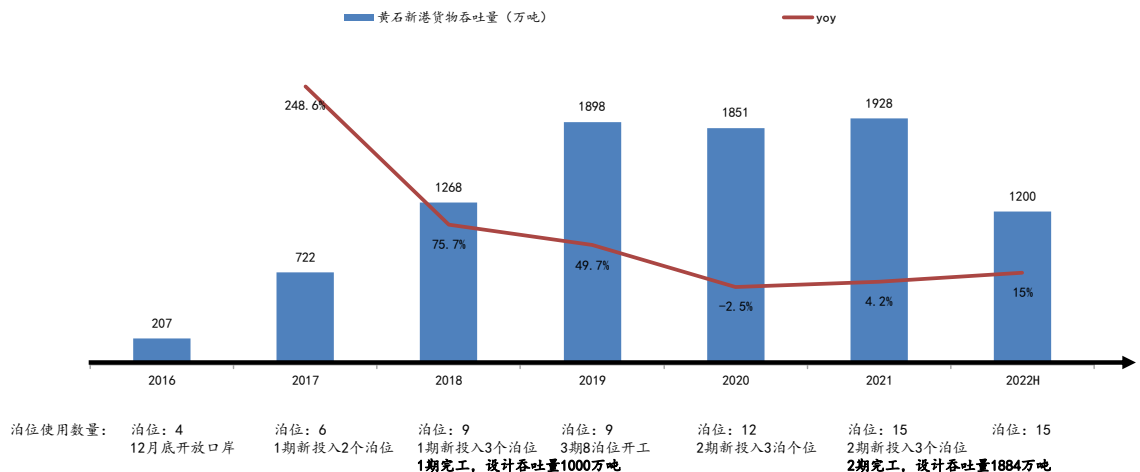
图表 25 黄石新港 2022 年上半年利润同比+91%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

黄石新港需求强劲，产能是影响业务增速的主要因素。通过对比黄石新港产能投放与实际货物吞吐量，我们发现：疫情前，处于满负荷或超负荷运行状态。2017 年至 2019 年，货物吞吐量分别为 722 万吨、1268 万吨和 1898 万吨，以实际投入产能估算，产能利用率为 108%、127%和 190%；疫情后，2020 年和 2021 年货量较为平稳，2022H1 货量修复至中高增速增长，以实际投入产能估算产能利用率为 95%、67%和 83%。因此，我们判断，黄石新港所在区域需求较为强劲，黄石新港有望成为公司业绩增长的核心引擎。

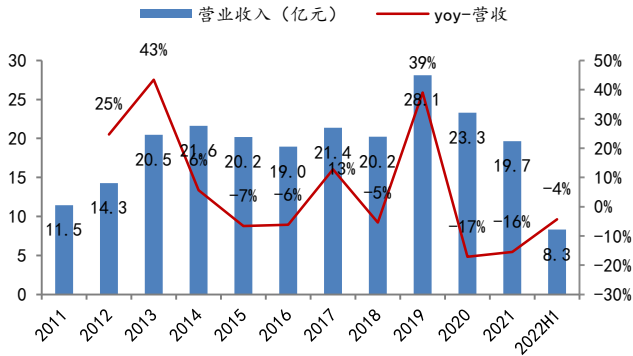
图表 26 黄石新港需求强劲，疫情前超负荷运营，2019 年估算产能利用率达 190%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

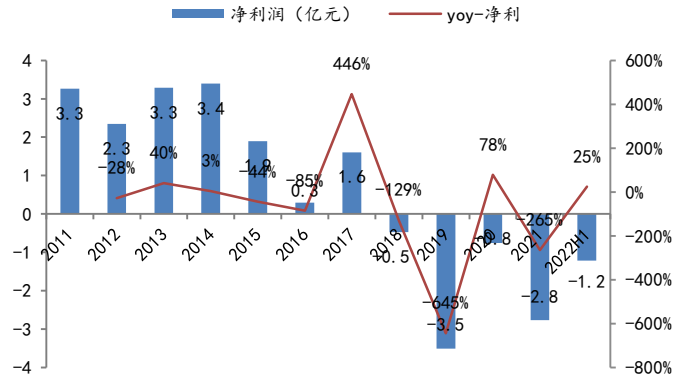
3) 曹妃甸港竞争加剧, 盈利能力承压, 亏损边际收窄。公司于 2011 年投资曹妃甸港, 曹妃甸港曾连续 7 年为公司贡献了利润, 后来由于环渤海区港口行业竞争加剧及环保税增加等缘故, 曹妃甸港在 2018 年由盈转亏后, 一直处于亏损状态, 2022 年上半年亏损有收窄迹象。

图表 27 今年来曹妃甸港收入持续下降



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

图表 28 曹妃甸港 2022 上半年亏损边际收窄



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所整理

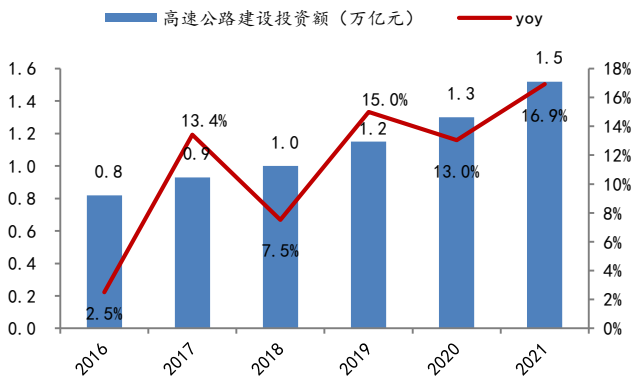
3 高速业务: 近期经营压力较大, 疫情好转的自然恢复与改扩建, 有望带动量价齐升

3.1 高速公路行业: 政策导向较强, 行业短期内增速承压

经过近 35 年的发展, 我国高速公路网络已相对完善, 为我国的经济发展和人民生活做出了巨大贡献。当前阶段, 我国的高速公路行业具备如下特征: 从发展阶段看, 仍处于平稳上升期; 从运量角度看, 受高铁、飞机等出行方式的分流影响, 客运量逐年减少, 但货运量有回暖迹象; 从收费水平看, 高速公路作为国民经济最重要的基础设施, 执行政府指导的收费方案, 具有很强的公共属性。

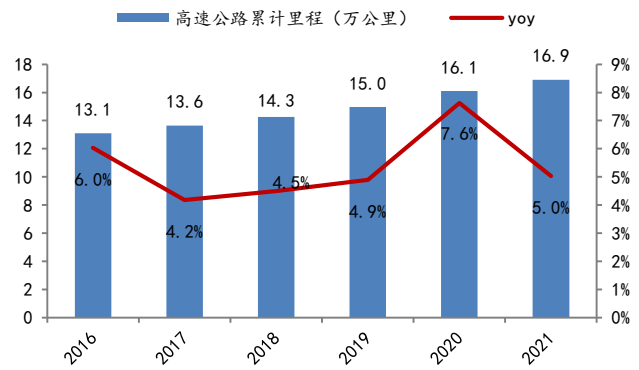
1) 我国高速公路行业仍处于上升期, 里程增速较为平稳。投资额方面, 2019 至 2021 年, 我国高速公路投资额分别为 1.1 万亿元 (同比+15.0%)、1.3 万亿元 (同比+13.0%) 和 1.5 万亿元 (同比+16.9%), 增速较快。里程方面, 2019 至 2021 年, 我国高流速公路里程分别为 15.0 万公里 (同比+4.9%), 16.1 万公里 (同比+7.6%) 和 16.9 万公里 (同比+5.0%), 增速较为平稳。

图表 29 2021 年高速投资额 1.5 万亿元 (+16.9%)



资料来源: iFind, 华安证券研究所整理

图表 30 2021 年高速累计里程 16.9 万公里 (+5.0%)

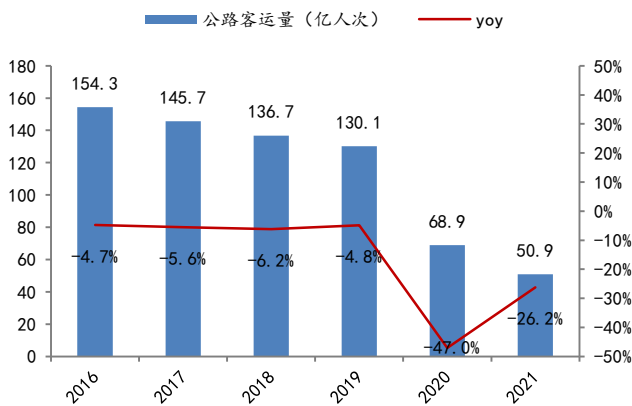


资料来源: iFind, 华安证券研究所整理

2) 客运量被高铁和飞机等出行方式分流, 逐年减少, 但公路货运有回暖迹象。

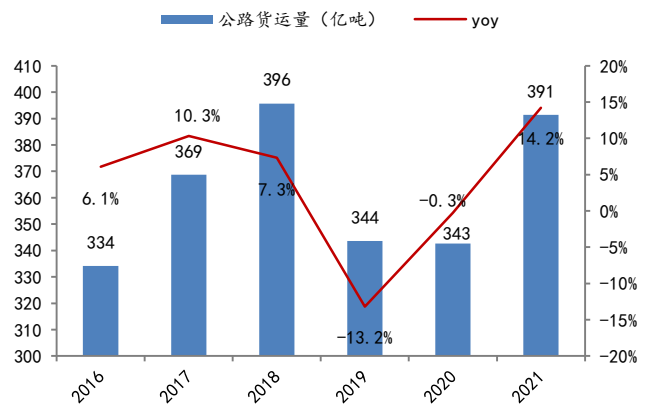
公路客运量方面, 随着出行方式的选择更加多样, 高铁、飞机等出行方式对公路客运量分流效应较强, 进而导致公路客运量逐年较少。2016 年至 2021 年, 公路客运量从 154.3 亿人次下降至 50.9 亿人次, 累计降幅达 67%, 尤其是 2020 年疫情爆发后, 客运量加速下降。公路货运方面, 受中美贸易摩擦及新冠病毒影响, 2019 年和 2020 年公路货运量有所减少, 同比分别为 -13.2% 和 -0.3%。2021 年, 我国公路货运量达 391 亿吨 (同比 +14.2%), 相当于 2018 年公路货运量的 98.9%, 公路货运量有回暖迹象。

图表 31 疫情导致国内公路客运量加速下滑



资料来源: 交通运输部, 华安证券研究所整理

图表 32 2021 年公路货运量恢复至 2018 年的 98.9%



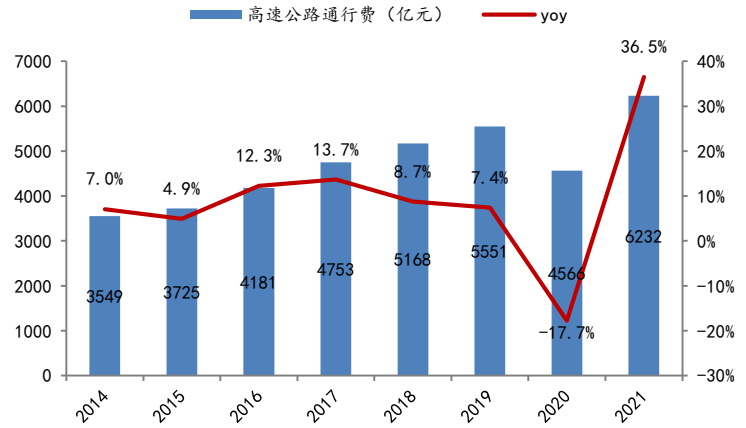
资料来源: 交通运输部, 华安证券研究所整理

3) 高速通行费受政府政策强指导, 2021 年通行费已超疫情前水平, 但短期内受疫情扰动, 增长依然承压。

通行费是高速公路公司收入的主要来源, 目前我国由地方政府制定收费标准。疫情前, 我国高速公路通行费保持较长时间的中高速增长 (2014 年至 2019 年 GAGR 约 9.4%)。2020 年疫情爆发后, 为促进企业复工复产, 保障经济持续健康发展, 交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》, 决定自 2020 年 2 月 17 日起至 2020 年 5 月 6 日, 对所有车辆免收全国公路车辆通行费。根据《2020 年全国收费公路统计公报》统计显示, 2020 年全国共减免车辆通行费 2,382.5 亿元。2021 年, 高速通行费收入达 6,232 亿元 (同比 +36.5%, 已超 2019 年约 681 亿元), 剔除 2020 年疫情防控免

费因素后，同比增长约 2.6%。2022 年 9 月，国常会提出四季度货车高速通行费在原基础上再行优惠 10%，短期内高速通行费增长承压。预计经济增长恢复后，高速公路通行的优惠政策将有所减弱，高速公路收费规模增速将明显回升。

图表 33 2021 年高速公路通行费已经超 2019 年约 681 亿元



资料来源：交通运输部，华安证券研究所整理

3.2 盐田港高速业务：疫情及高速优惠政策导致收入承压，之后有望迎来量价齐升

公司拥有惠盐高速深圳段的经营权，有效期至 2047 年 2 月。盐田港集团于 1997 年将惠盐高速深圳段 66.7% 的股权注入公司，公司进而成为惠盐高速深圳段的控股股东。2017 年 5 月，惠盐高速深圳段改扩建工程项目获广东省发改委核准，未来项目采用“平面+立体”的总体方案，其中平面层由双向 4 车道扩成双向 8 车道，增加立体层双向 8 车道。2022 年 1 月，经广东省政府批准，核定惠盐高速公路深圳段改扩建工程项目收费期限为 25 年，自 2022 年 2 月 12 日起至 2047 年 2 月 11 日止。截至 2022 年 6 月，改扩建项目已投入约 29 亿元，平面层南北段已具备 8 车道通车条件。该扩建项目如按规划执行，完成新建立体层双向 8 车道，预计累计投入资金规模约 156.6 亿元。

我们认为，惠盐高速深圳段是非常优质的资产，尽管短期内收入承压，但未来将迎量价齐升，拉动公司业绩增长。具体而言：

首先，惠盐高速深圳段区位优势明显，有充足的车流量来源。1994 年 5 月，惠盐高速深圳段建成通车，是深圳市第一条高速公路，能够成为深圳市第一条高速，足够说明其“交通要道”的地位。同时，也是国家高速公路网 G15 沈海高速、G25 长深高速的重要组成部分。此外，惠盐高速作为盐田港的临港高速公路，是盐田港主要配套陆路设施。上述优势为惠盐高速深圳段在竞争加剧的环境中，获得足够的车流量提供了重要保障。

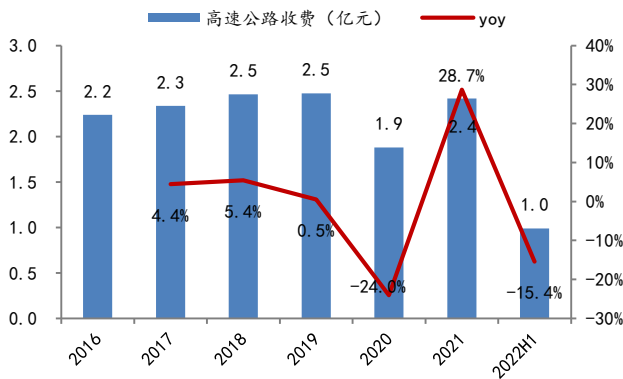
图表 34 惠盐高速深圳段示意图



资料来源：百年建筑网，华安证券研究所整理

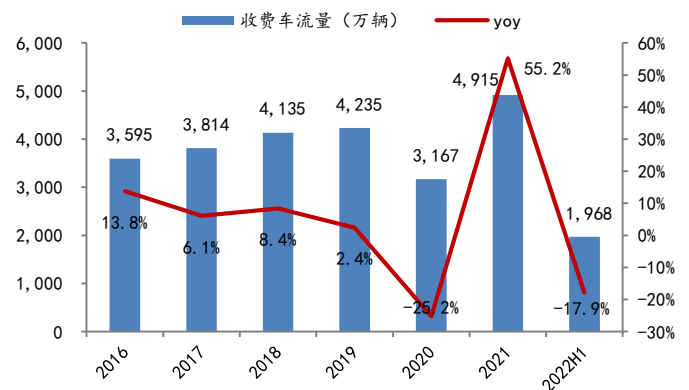
其次，受疫情及高速优惠政策的影响，惠盐高速深圳段短期内的收入压力较大。疫情前，惠盐高速路段车流量逐年稳步上升，业务收入同样稳中有进。2020 年受疫情和高速公路免费政策影响，收费车流量（同比-25.2%）和收入（同比-24.0%至 1.9 亿元）均出现大幅下滑。2021 年疫情防控成效显著，收费车流量（同比+55.2%）大幅增长，反超疫情前水平，收入（同比+28.7%至 2.4 亿元）同样大幅增加，基本恢复至疫情前相当水平。然而，2022 年上半年受深圳疫情爆发影响，收费车流量大幅下降（同比-17.9%），叠加 4 月份，广东省交通运输厅、发改委、财政厅联合印发《广东省全面推广高速公路差异化收费实施方案》，支持高速公路经营单位以省人民政府批准的车辆通行费收费标准为上限，实行差异化下浮收费，进而导致收入（同比-15.4%）大幅下跌。展望 2022 年下半年，形势仍不容乐观，广东省疫情仍较为严重，我们判断收费车流量的恢复压力较大。此外，2022 年 9 月国常会提出四季度货车高速通行费在原基础上再行优惠 10%，收费水平仍难恢复。因此，我们认为短期内公司的高速业务收入压力很大。

图表 35 2022H1 惠盐高速深圳段收入同比-15.4%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 36 2022H1 惠盐高速深圳段收费车流量同比-17.9%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

最后，我们认为，惠盐高速深圳段将迎量价齐升。理由如下：

①量、价的自然修复。随着后续疫情防控进一步改进，2023 年惠盐高速深圳段收费车流量有望逐步恢复。同时，需跟踪高速通行费优惠政策的调整方向和节奏，如果优惠政策逐步取消，则可实现第一阶段的量、价齐升。

②扩建带动价格进一步提高。改扩建完成后，参照现有收费标准，收费水平将大幅提升。根据高速公路收费公式，每类车型单公里收费 = 收费系数 × 收费费率。收费系数与车型有关，收费费率与车道数量有关，目前 4 车道高速公路收费费率为 0.45，6 车道及以上高速公路收费费率为 0.6。我们以 1 类客车为例，在富地岗 G15 与 G25 交汇处虚拟拆分点路段，1 类客车需要支付=1（收费系数）×0.45（基本费率）×5.229KM（里程）=2.35 元，若 4 车道升级为 8 车道，1 类车需要支付=1×0.6×5.229=3.13 元，价格提升幅度为 **33.3%**。

图表 37 2022 惠盐高速公路深圳段客车收费标准

| 收费区间 | 坑塘径与惠盐惠州主线连接处 | 富地岗 | 汕龙岗与深汕西主线连接处 | G15 与 G25 交汇处虚拟拆分点 | 龙岗 |
|------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|
| | 富地岗 | G15 与 G25 交汇处虚拟拆分点 | G15 与 G25 交汇处虚拟拆分点 | 龙岗 | 荷坳（与机荷东主线连接处） |
| 基本费率 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| 主线收费里程（公里） | 5.068 | 5.229 | 0.44 | 0.936 | 8.925 |
| 1 类车 | 2.28 | 2.35 | 0.2 | 0.42 | 4.02 |
| 2 类车 | 3.42 | 3.53 | 0.3 | 0.63 | 6.02 |
| 3 类车 | 4.56 | 4.71 | 0.4 | 0.84 | 8.03 |
| 4 类车 | 6.84 | 7.06 | 0.59 | 1.26 | 12.049 |

资料来源：车主指南，华安证券研究所整理

图表 38 高速公路客车收费系数标准

| 类别 | 客车车型及规格 | 收费系数 |
|-----|---------|------|
| 1 类 | ≤9 座 | 1 |
| 2 类 | 10-19 座 | 1.5 |
| 3 类 | 20-39 座 | 2 |
| 4 类 | ≥40 座 | 3 |

资料来源：车主指南，华安证券研究所整理

③扩建进一步从周边引流，收费车流量提升。扩建完成后，惠盐高速深圳段的区位优势或将带动周边通行效率提高，进而进一步从周边公路引流。如，沈海-长深高速与沈海-惠大高速为惠州至深圳龙岗的常用高速路线，若惠盐高速深圳段（红圈内沈海高速）扩建完成后，将有极大可能会吸引沈海-惠大高速路段的车流。此外，在水荷立交至坑塘立交共 3 条常用路线，在此范围内，惠盐高速深圳段也将吸引部分龙岗大道和深圳外环高速的车流。

图表 39 水荷立交至惠州市常用高速路段



资料来源：高德地图，华安证券研究所整理

图表 40 水荷立交至坑塘立交区域常用高速路段



资料来源：高德地图，华安证券研究所整理

④“深中通道”通车后，预计进一步带动惠盐高速深圳段车流量提升。“深中通道”全线计划在 2024 年建成通车，通车后由深圳到中山只需 30 分钟，深中两地同步进入“半小时生活交通圈”。惠盐高速深圳段作为“深中通道”以东的连接路段，将受益于“深中通道”带来的车流增量。

图表 41 “深中通道”示意图



资料来源：南方网，华安证券研究所整理

图表 42 惠盐高速西连“深中通道”

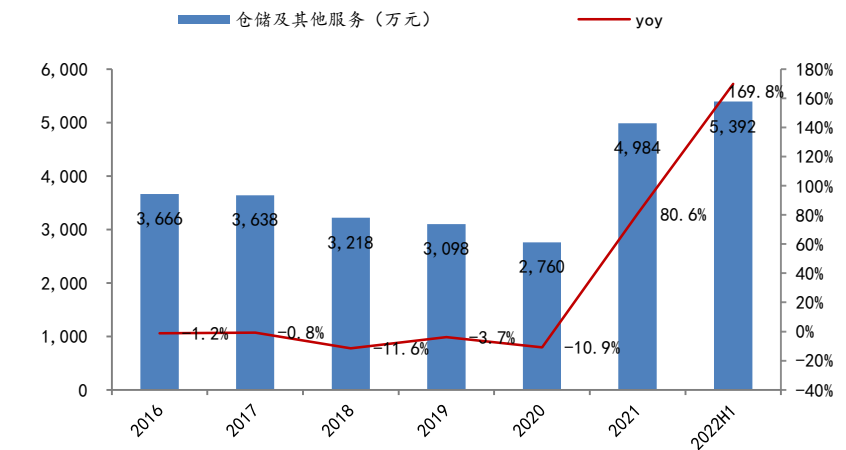


资料来源：深圳之窗，华安证券研究所整理

4 仓储业务：注重与港口业务的协同效应，黄石新港现代物流园区带动仓储业务进入发展新阶段

基于“前港后园，港园联动”的考虑，公司经营与港口配套的仓储业务，黄石新港现代物流园的投产经营，带动仓储业务进入发展新阶段。与港口业务类似，公司采用控股自主经营与参股联营相结合的方式开展仓储业务。目前，公司通过子公司深圳市盐田港出口货物监管仓公司经营盐田港 3#区海关出口监管仓库（约 4 万 m²）、5#区普通仓库（约 1 万 m²），通过子公司黄石新港现代物流园股份有限公司控股经营黄石新港现代物流园（约 4.2 万 m²），参股经营盐田港远海供应链公司保税物流中心。近 1 年半由于黄石现代物流园投产经营，仓储业务增速加快。由于整体规模较小，下文仅就其控股的盐田港出口货物监管仓和黄石新港现代物流园展开讨论。

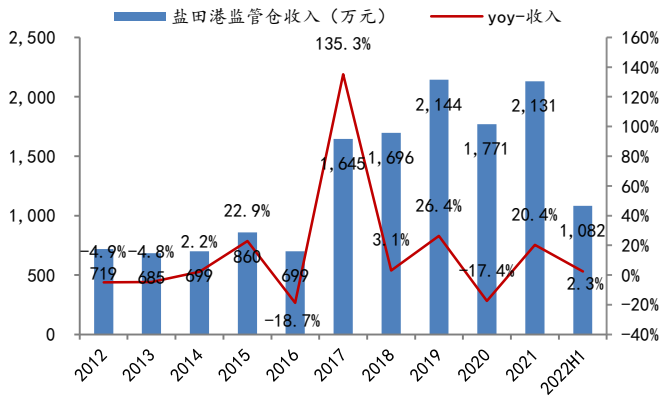
图表 43 仓储业务规模较小，但近 1 年半高速增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

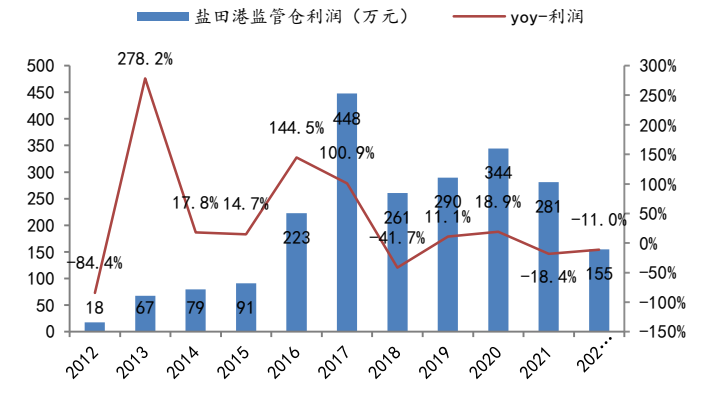
1) 盐田港出口货物监管仓尽管面临激烈竞争，受益于与港口业务的协同效应，过去 10 年复合增速约 12.8%，近年来利润表现受政策影响较大。盐田港后方是全国物流仓库最集中的区域之一，汇集了保税仓、监管仓、普通仓、特种仓等多种仓储类型。公司经营的监管仓面积约 4 万 m²，普通仓面积约 1 万 m²，合计约占盐田港后方仓储面积的 3%，面临激烈竞争。得益于与港口业务的协同效应及少量资产注入（即 2019 年转入物流事业部部分租赁资产），从 2012 年至 2021 年，通过 10 年发展，业务规模从约 719 万元增至约 2,131 万元，复合增速约 12.8%。若以资产注入前的 2018 年计，则复合增速为 15.4%。由于利润规模较小，叠加政策等因素，业绩波动巨大。具体而言，2012 年主要是土地租金成本上升导致利润大幅下降，2013 年至 2015 年主要维修保养费用同比减少带动利润大幅上升，2016 年至 2017 年受益于政府外贸补助金，利润大幅上涨，同理 2018 年由于该补助金减少，业绩大幅下降。由于 2020 年收到政府的外贸资助金，尽管受疫情影响，利润同比增加，同理 2021 年利润同比大降。我们判断，随着疫情影响减弱，后续盐田港监管仓业务将保持平稳增长，利润波动幅度减小。

图表 44 过去 10 年盐田港监管仓收入 GAGR 约 12.8%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 45 近 5 年盐田港监管仓利润增速受政策影响大

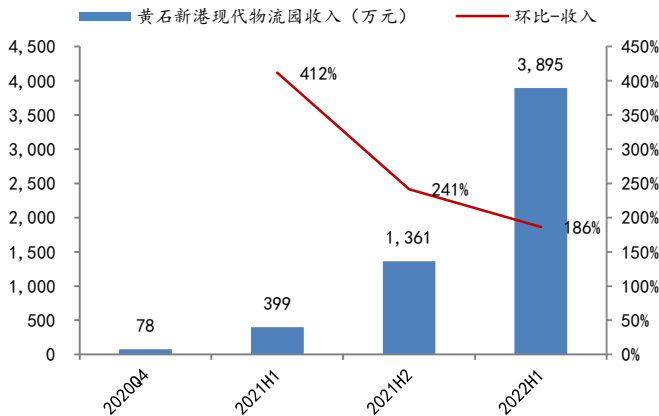


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2) 黄石新港现代物流园 2022 年上半年大幅减亏，全年有望实现盈亏基本平衡。

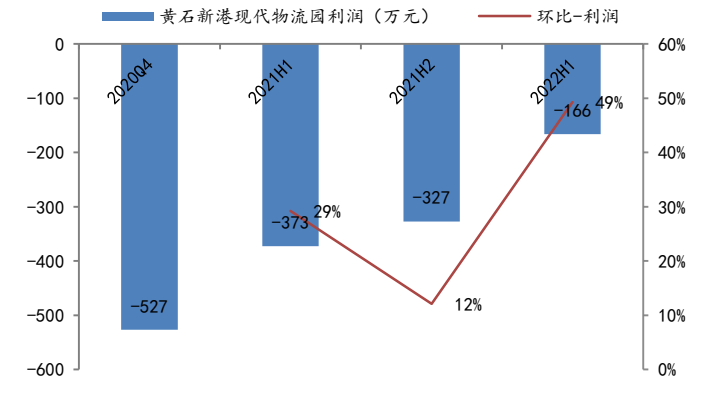
黄石新港现代物流园于 2020 年 9 月投产运营，标志着公司的仓储业务发展新阶段。投产运营后，公司快速拓展黄石新港物流园的业务，实现业务每半年都以数倍环比速度增长，同时利润实现环比大幅减亏。2022 年上半年，得益于多式联运业务增加及政府补贴，黄石新港现代物流园实现收入 3,895 万元（环比+186%），亏损 166 万元（环比+49%），实现收入成倍增长，利润大幅减亏。我们认为，该仓储业务有望实现全年盈亏基本平衡。

图表 46 黄石新港现代物流园 22H1 收入环比+186%



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 47 黄石新港现代物流园 22H1 亏损下降至 166 万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

5 估值：中性偏保守估值 190 亿元，对应约 67% 上涨空间

基于如下核心假设和盈利预测，公司业务将保持中高速增长。采用分部估值法，对公司进行估值，由于仓储业务当前体量较小，估值暂不考虑。

图表 48 核心假设与盈利预测

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 680 | 787 | 940 | 1,075 |
| yoy | 28.0% | 15.8% | 19.4% | 14.4% |
| 港口业务收入(百万) | 388 | 479 | 569 | 641 |
| yoy | 23.0% | 23.4% | 18.8% | 12.6% |
| 黄石新港业务收入(百万) | 190 | 223 | 263 | 297 |
| yoy | 15.0% | 17.5% | 17.8% | 13.0% |
| 天津市港业务收入(百万) | 13 | 14 | 15 | 19 |
| yoy | -28.5% | 12.4% | 7.8% | 27.7% |
| 惠州荃湾煤炭港业务收入(百万) | 189 | 243 | 288 | 321 |
| yoy | 42.3% | 28.4% | 18.7% | 11.3% |
| 高速业务收入(百万) | 242 | 190 | 225 | 265 |
| yoy | 28.7% | -21.3% | 18.3% | 17.4% |
| 仓储及其他服务收入(百万) | 50 | 118 | 145 | 170 |
| yoy | 80.6% | 136.8% | 23.2% | 16.9% |
| 盐田港监管仓业务收入(百万) | 21 | 22 | 24 | 26 |
| yoy | 20.4% | 2.5% | 5.0% | 5.0% |
| 黄石新港现代物流园业务收入(百万) | 18 | 88 | 114 | 137 |
| yoy | 2159.0% | 400.0% | 30.0% | 20.0% |
| 营业成本(百万) | 419 | 493 | 586 | 641 |
| yoy | 12.6% | 17.7% | 18.8% | 9.4% |
| 毛利润(百万) | 261 | 294 | 354 | 435 |
| yoy | 63.9% | 12.8% | 20.3% | 22.7% |
| 毛利率(%) | 38.4% | 37.4% | 37.7% | 40.4% |
| yoy | 8.4pp | -1.0pp | 0.3pp | 2.7pp |

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

由于近几年港口行业关注度不太高，为尽可能减少估值偏差，我们通过将公司的港口业务和高速业务与同行业较为优秀的企业进行对比，得出如下中性偏保守的估值测算。

1) 港口业务：我们预估 2024 年港口业务归母净利润约 11.5 亿元，中性偏保守情况下，给予 15xPE 估值，对应市值约 172.5 亿元。估值详情如下，采用 PB 和 PEttm 两个估值指标，分别与申万行业分类-港口行业 PB 和 PEttm 估值的中位数进行对比，筛选出可作为估值参考的企业范围。之后，再结合公司业务实际情况，选取了上港集团、宁波港和广州港作为公司港口业务的估值参考对象。根据 2022 年 12 月 6 日数据，上港集团、宁波港和广州港的 PEttm 值分别为 7.0x、16.7x 和 20.6x。

对上港集团的港口业务进行估值测算，其 PEttm 超过 10.6x。我们研究发现，利润构成是上港集团 PEttm 数值较低的核心原因。在 2021Q3-2022Q2 的 12 个月中，上港集团净利润约 175 亿元，投资收益约 117 亿元，其中，东方海外股权贡献约 63 亿元投资收益，上海银行股权贡献约 19 亿元投资收益。截至 2022 年 12 月 6 日，东方海外 PEttm 值仅 1.14x，上海银行 PEttm 仅 3.80x。我们假设投资收益的所得税率与企业整体的所得税率一致，剔除东方海外和上海银行投资收益及对应估

值后，测算可得上港集团 PEttm 值约 10.6x。除此之外，上港集团的投资收益中，仍有部分来源为货代等估值较低行业的参股企业，因此其港口业务的 PEttm 值应比 10.6x 更高一些。

产能扩张情况是造成上港集团、宁波港、广州港估值差异较大的核心原因。根据调整后数据，上港集团、宁波港和广州港的 PEttm 为 10.6x、16.7x 和 20.6x，差异仍然较大，我们认为造成上述差异的核心原因是产能扩张的情况不同。根据 2022Q3 季报，上港集团、宁波港、广州港和盐田港在建工程占总资产比重分别为 1.3%、8.3%、19.0%和 19.8%，产能扩张力度越大的估值水平越高。中性偏保守预计，假设盐田港到 2024 年的在建工程（暂不考虑立体高速扩建）占总资产的比重预计与宁波港相当，给予 15xPE 估值。根据我们测算，盐田港 2024 年港口业务归母净利润（含港口业务投资收益）约 11.5 亿元，对应市值约 172.5 亿元。

图表 49 上港集团、宁波港、广州港和盐田港估值与产能扩张对比

| 企业 | 在建工程 (亿元) | 总资产 (亿元) | 在建工程占总资产比重 (%) | PEttm |
|------|-----------|----------|----------------|-------|
| 上港集团 | 23 | 1,779 | 1.3% | 10.6x |
| 宁波港 | 87 | 1,055 | 8.3% | 16.7x |
| 广州港 | 89 | 469 | 19.0% | 20.6x |
| 盐田港 | 32 | 161 | 19.8% | 23.5x |

资料来源：公司公告，lfind，华安证券研究所整理

2) 高速业务：我们预估 2024 年高速业务归母净利润约 1.3 亿元，给予 13.8xPE 估值，对应市值约 17.9 亿元。估值详情如下，采用 PB 和 PEttm 两个估值指标，分别与申万行业分类-高速公路行业 PB 和 PEttm 估值的中位数进行对比，筛选出可作为估值参考的企业范围。之后，再结合公司业务实际情况，选取了宁沪高速、粤高速 A 和东莞控股作为可比公司。

截至 2022 年 12 月 6 日，宁沪高速、粤高速 A 和东莞控股的 PEttm 分别为 12.1x、10.9x 和 11.6x，三者平均为 11.5x，PB 分别为 1.3x、1.8x 和 1.1x，三者平均约 1.4x。考虑到惠盐高速深圳段 4 车道扩建为 8 车道后，有望带动公司高速业务量价齐升，叠加惠盐高速深圳段作为最繁忙的路段，后续仍有扩产需求，我们认为可以给予公司高速业务较上述可比公司平均估值 20%的估值溢价，即 13.8xPE 或 1.7xPB 估值。经测算，预估公司 2024 年高速业务贡献 1.3 亿元归母净利润，PE 估值对应市值约 17.9 亿元，PB 估值约 17.5 亿元。

图表 50 宁沪高速、粤高速 A 和东莞控股估值

| 企业 | PEttm | | | PB | | |
|------|-------|------|----------|-----|-----|----------|
| | 数值 | 平均值 | 均值上浮 20% | 数值 | 平均值 | 均值上浮 20% |
| 宁沪高速 | 12.1 | | | 1.3 | | |
| 粤高速A | 10.9 | 11.5 | 13.8 | 1.8 | 1.4 | 1.7 |
| 东莞控股 | 11.6 | | | 1.1 | | |

资料来源：公司公告，lfind，华安证券研究所整理

风险提示：

需求恢复不及预期；地缘冲突加剧；高速收费政策持续；资产重组不及预期；财务成本增长超预期；油价上涨等

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 1557 | 2797 | 2866 | 3334 | 营业收入 | 680 | 787 | 940 | 1075 |
| 现金 | 1424 | 2655 | 2710 | 3166 | 营业成本 | 419 | 493 | 586 | 641 |
| 应收账款 | 40 | 47 | 56 | 64 | 营业税金及附加 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他应收款 | 12 | 14 | 17 | 19 | 销售费用 | 8 | 8 | 10 | 11 |
| 预付账款 | 3 | 4 | 5 | 5 | 管理费用 | 127 | 117 | 141 | 163 |
| 存货 | 6 | 7 | 9 | 10 | 财务费用 | 31 | 64 | 60 | 57 |
| 其他流动资产 | 70 | 70 | 70 | 70 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 12394 | 13317 | 14307 | 15265 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 4654 | 4554 | 4543 | 4533 | 投资净收益 | 423 | 438 | 819 | 1230 |
| 固定资产 | 3567 | 3896 | 4267 | 4673 | 营业利润 | 526 | 556 | 978 | 1452 |
| 无形资产 | 237 | 288 | 338 | 380 | 营业外收入 | 5 | 1 | 2 | 3 |
| 其他非流动资产 | 3937 | 4580 | 5158 | 5679 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 13951 | 16114 | 17173 | 18599 | 利润总额 | 531 | 557 | 980 | 1454 |
| 流动负债 | 918 | 940 | 1105 | 1204 | 所得税 | 47 | 46 | 86 | 127 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 484 | 511 | 894 | 1327 |
| 应付账款 | 683 | 675 | 802 | 877 | 少数股东损益 | 22 | 19 | 18 | 46 |
| 其他流动负债 | 235 | 265 | 302 | 326 | 归属母公司净利润 | 461 | 492 | 876 | 1281 |
| 非流动负债 | 2828 | 4457 | 4457 | 4457 | EBITDA | 276 | 350 | 405 | 495 |
| 长期借款 | 2719 | 4349 | 4349 | 4349 | EPS (元) | 0.21 | 0.22 | 0.39 | 0.57 |
| 其他非流动负债 | 109 | 109 | 109 | 109 | | | | | |
| 负债合计 | 3745 | 5397 | 5562 | 5661 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1216 | 1235 | 1254 | 1300 | | | | | |
| 股本 | 2249 | 2249 | 2249 | 2249 | | | | | |
| 资本公积 | 1691 | 1691 | 1691 | 1691 | | | | | |
| 留存收益 | 5049 | 5541 | 6417 | 7698 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 8990 | 9482 | 10358 | 11638 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 13951 | 16114 | 17173 | 18599 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 324 | 366 | 549 | 538 |
| 净利润 | 461 | 492 | 876 | 1281 |
| 折旧摊销 | 141 | 187 | 209 | 242 |
| 财务费用 | 62 | 94 | 115 | 114 |
| 投资损失 | -423 | -438 | -819 | -1230 |
| 营运资金变动 | 63 | 12 | 151 | 87 |
| 其他经营现金流 | 418 | 498 | 741 | 1237 |
| 投资活动现金流 | -603 | -671 | -378 | 32 |
| 资本支出 | -2000 | -1209 | -1208 | -1208 |
| 长期投资 | 958 | 100 | 10 | 10 |
| 其他投资现金流 | 439 | 438 | 819 | 1230 |
| 筹资活动现金流 | 267 | 1536 | -115 | -114 |
| 短期借款 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 709 | 1630 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -395 | -94 | -115 | -114 |
| 现金净增加额 | -12 | 1230 | 55 | 456 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 28.0% | 15.8% | 19.4% | 14.4% |
| 营业利润 | 25.5% | 5.7% | 75.8% | 48.4% |
| 归属于母公司净利润 | 17.8% | 6.6% | 78.0% | 46.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 38.4% | 37.4% | 37.7% | 40.4% |
| 净利率 (%) | 67.9% | 62.5% | 93.2% | 119.1% |
| ROE (%) | 5.1% | 5.2% | 8.5% | 11.0% |
| ROIC (%) | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 1.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 26.8% | 33.5% | 32.4% | 30.4% |
| 净负债比率 (%) | 36.7% | 50.4% | 47.9% | 43.8% |
| 流动比率 | 1.70 | 2.98 | 2.59 | 2.77 |
| 速动比率 | 1.69 | 2.96 | 2.58 | 2.76 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.06 |
| 应收账款周转率 | 16.82 | 16.82 | 16.82 | 16.82 |
| 应付账款周转率 | 0.61 | 0.73 | 0.73 | 0.73 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.21 | 0.22 | 0.39 | 0.57 |
| 每股经营现金流 | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 0.24 |
| 每股净资产 | 4.00 | 4.22 | 4.61 | 5.17 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 25.24 | 23.17 | 13.02 | 8.90 |
| P/B | 1.33 | 1.20 | 1.10 | 0.98 |
| EV/EBITDA | 48.13 | 37.57 | 32.36 | 25.55 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。