

交通运输

2017年04月12日

广州港 (601228)

——华南地区最大综合性枢纽港，发展现代物流业绩可期

发行上市资料:

发行价格(元)	2.3
发行股数(万股)	69868
发行日期	2017-03-17
发行方式	网下询价,上网定价
主承销商	中国国际金融股份有限公司
上市日期	2017-03-29

*首日上市股数 69868 万股

基础数据(发行前):2016年12月31日

每股净资产(元)	1.82
总股本/流通A股(百万)	6193/699
流通B股/H股(百万)	-/-

证券分析师

陆达 A0230516070002
luda@swsresearch.com

研究支持

罗江南 A0230115090002
luojn@swsresearch.com

联系人

匡培钦
(8621)23297818×7717
kuangpq@swsresearch.com

投资要点:

- **华南地区最大的综合性枢纽港口。**广州港主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，主营业务表现突出，其中装卸是公司主要的收入及利润来源；近年来公司一直尝试从传统运输业到现代物流企业的转型，围绕港口开展物流及贸易等多项业务。2016年广州港总营收 77.37 亿元，同比增长 15.27%；净利润 7.91 亿元，同比增长 0.58%，公司营业规模持续扩大，净利润也保持稳健增长，主要系物流及贸易业务快速发展。广州港腹地资源丰富，港口基建扎实，疏港集疏运系统相当完善，2016 年货物吞吐量 52181 万吨，增速 4.25%，领先深圳港等 4 大万吨港口，其中主要以内贸货物为主；集装箱吞吐量 1858 万 TEU，增速 6.80%，仅次于深圳港，未来随着南沙三期工程带来的集装箱产能进一步释放，二者的集装箱吞吐量差距预计会缩小。
- **港口基建扎实，万吨泊位建设领先。**广州港下辖 4 大港区，现有万吨及以上泊位 73 个，领先深圳、珠海等港口，其中集装箱货类占 25 个。广州港整体泊位产能利用率充分，其集装箱货类万吨以上泊位虽数量少于深圳港集装箱同等泊位，但胜在泊位利用率更高，南沙港区大部分集装箱泊位存在供不应求的状况。2017 年南沙三期工程的竣工将会带来 570 万 TEU 集装箱产能释放，未来有助于极大提高集装箱吞吐量。
- **围绕港口集疏运系统打造现代物流服务，深度拓展腹地资源。**广州港运输路线密集，其中京广线、广九线、广湛线连接我国铁路主干线，疏港公路与多条国道及高速公路相连，可以直达腹地。公司近年来开展多式联运业务，如海铁联运、全程物流等新型物流服务，在大力发展现代物流的同时扩大辐射腹地范围。相比其他港口必须经由广州中转至腹地，广州港可直达周边腹地，在珠三角等地的短途运输上更胜一筹。
- **预计 2017 净利润 7.26 亿元，目标股价范围 5.86 元-7.03 元。**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 7.26 亿、7.79 亿、8.35 亿，对应 EPS 分别为 0.12 元、0.13 元、0.13 元，合理股价在 5.86 元-7.03 元之间。
- **风险提示：**港口建设延期，业务量不达目标。
- 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,713	7,737	8,630	9,692	10,984
同比增长率(%)	10.41	15.27	11.54	12.31	13.33
净利润(百万元)	672	671	726	779	835
同比增长率(%)	-16.65	-0.24	8.22	7.30	7.19
每股收益(元/股)	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13
毛利率(%)	30.9	25.5	25.7	25.0	24.0
ROE(%)	7.1	6.7	6.8	6.8	6.8
市盈率	53	53	54	49	49

财务指标

	2014	2015	2016
流动比率	0.4	0.3	0.5
资产负债率	43.9	46.0	45.8
应收账款周转率	14.1	12.9	13.5
存货周转率	50.3	75.3	68.0



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 华南地区最大综合性枢纽港口	5
1.1 传统业务：装卸业务复苏，毛利率持续领先	7
1.2 新兴业务：发展迅猛，毛利率长期向好	10
1.3 吞吐量稳居华南港口龙头	12
2. 港口基建扎实，厚积薄发业绩可期	14
2.1 港口基建扎实，产能利用充分	14
2.2 港口集疏运系统完善，发展现代物流引货入港	17
3. 募资项目介绍	19
3.1 募资建设港口，推进公司发展	19
3.2 2017 年收入贡献预计 2.60 亿元	20
4. 盈利预测及估值	20

图表目录

图 1: 新兴业务助推营业收入高速增长.....	6
图 2: 装卸业务毛利减少导致净利润下滑.....	6
图 3: 营业收入中新兴业务的占比不断增大.....	7
图 4: 毛利中装卸业务占比依旧维持 80%以上.....	7
图 5: 装卸及相关业务收入与成本分析.....	7
图 6: 装卸及相关业务收入及增速.....	8
图 7: 供给侧改革导致煤炭收入下滑.....	8
图 8: 2016 年集装箱货类和煤炭货类毛利回升.....	9
图 9: 大宗商品行情转好.....	9
图 10: 公司装卸业务毛利率居于行业高位.....	10
图 11: 物流及港口辅助业务收入及增速.....	11
图 12: 代理运输业务高速增长.....	11
图 13: 物流及港口辅助业务各子业务毛利率下降.....	12
图 14: 贸易业务收入及增速.....	12
图 15: 粮食、钢材、汽车业务比重增加.....	12
图 16: 广州港全港集装箱吞吐量及增速 (万 TEU).....	13
图 17: 广州港全港货物吞吐量及增速 (万吨).....	13
图 18: 内贸货物吞吐量及增速 (万吨).....	13
图 19: 内贸货物占比 76.30%.....	13
图 20: 货物年吞吐量 (万吨).....	14
图 21: 外贸货物年吞吐量 (万吨).....	14
图 22: 集装箱年吞吐量(万 TEU).....	14
图 23: 沿入海口布局四大港口.....	15
图 24: 广州港国际航运发达.....	17
图 25: 白云机场国际航空发达.....	17
图 26: 运输线路密集.....	18
图 27: 珠海集疏运系统公路网不畅.....	18
图 28: 深圳集疏运系统.....	18

表 1: 公司股本结构 (SS 代表国有股东)	5
表 2: 公司业务介绍	5
表 3: 各货类装卸费率逐渐下滑	8
表 4: 集装箱部分泊位产能利用率高于 100%	9
表 5: 公司及广州港集团万吨及以上泊位整理	15
表 6: 公司主要码头各期产能利用情况	16
表 7: 广州/深圳/珠海比较	17
表 8: 广深珠三港区位比较	19
表 9: 募集资金所投项目	19
表 10: 南沙三期收入预测	20
表 11: 装卸及相关收入预测 (百万元)	21
表 12: 物流及港口辅助业务收入预测 (百万元)	21
表 13: 贸易业务收入预测 (百万元)	21
表 14: 公司营业收入预测 (百万元)	22
表 15: 全国主要港口加权平均 PE 为 35.29	22
表 16: 华南地区港口公司加权平均 PE 为 45.19	23
表 17: 公司综合盈利预测表 (百万元、元)	23

1. 华南地区最大综合性枢纽港口

华南地区最大的综合性枢纽港口。广州港股份有限公司成立于2010年12月28日，由广州港集团、国投交通、广州发展共同发起设立，注册资本和实收资本为54.94亿元，此次公开发行前第一大股东广州港集团持股86.45%，为控股股东。广州市国资委持有广州港集团100%股份，为广州港股份有限公司的实际控制人。广州港地处珠江三角洲，港口配套运输系统完善，水陆空交通运输发达。同时背靠广州和珠三角，货源充足。公司主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，其中港口装卸业务是公司主营业务收入和利润的主要来源。广州港全港货物吞吐量位居珠三角各大港口第一，主要以内贸货物为主，集装箱吞吐量仅次于深圳港，是名副其实的华南区最大综合性枢纽港口。

表 1：公司股本结构（SS 代表国有股东）

股东	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
广州港集团（SS）	475,000	86.45%	468,084	74.36%
国投交通控股（SS）	15,000	2.73%	14,781.60	2.35%
广州发展（SS）	10,000	1.82%	10,000	1.59%
中远集团（SS）	24,725	4.50%	24,365	3.87%
上海中海码头（SS）	24,725	4.50%	24,460.44	3.89%
全国社会保障基金理事会	-	-	7,758.96	1.23%
公众投资者	-	-	80,000	12.71%
合计	549,450	100%	629,450	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

传统核心业务稳健，新兴业务快速成长，一主双翼协同发展。公司涉及业务较广，主营业务包括装卸及相关业务、物流及港口辅助业务、贸易业务等。其中，装卸及相关业务为公司的传统核心业务，包括装卸、仓储、港务管理等业务，即公司在不同运输环节中进行货物装卸和换装作业。物流及港口辅助业务、贸易业务是公司的新兴业务。物流及港口辅助业务包括拖轮、公路运输、铁路运输、外轮理货、货物代理等业务，主要依托港口装卸进行港口服务功能的延伸。贸易业务是基于与码头装卸主业客户的合作，为货物的上游卖家及下游买家提供购销渠道及增值服务，经营或被包括油品、煤炭、汽车、粮食、钢材等。

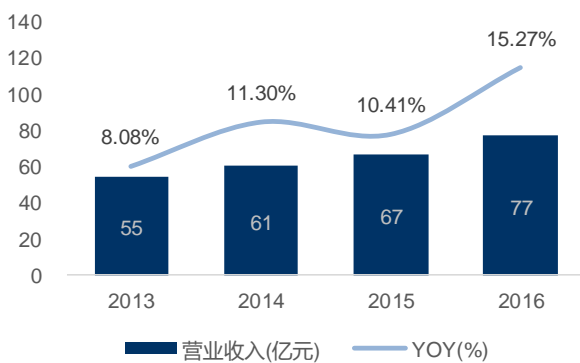
表 2：公司业务介绍

业务	内容
传统业务	装卸及相关业务 包括装卸、仓储、港务管理等业务，即公司在不同运输环节中进行货物装卸和换装作业。
新兴业务	物流及港口辅助业务 包括拖轮、公路运输、铁路运输、外轮理货、货物代理等业务，主要依托港口装卸进行港口服务功能的延伸。
	贸易业务 基于与码头装卸主业客户的合作，为货物的上游卖家及下游买家提供购销渠道及增值服务，经营或被包括油品、煤炭、汽车、粮食、钢材等。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

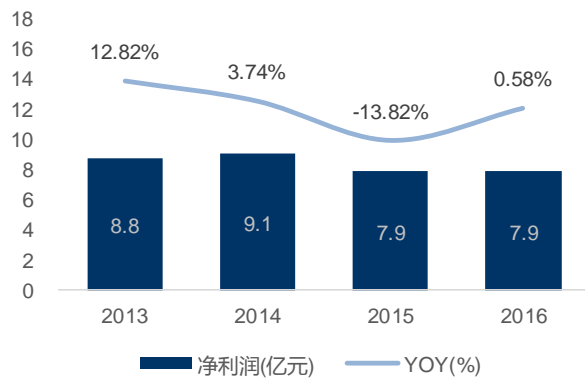
营收持续高速增长，净利润触底复苏。公司营业收入持续高速增长，从 2013 年的 55 亿元，增长到 2016 年的 77 亿元。净利润在 2010 年~2014 年也持续增长，但是在 2015 年出现了 13.8% 的下滑。营收和净利润增速分化，主要是因为物流及港口辅助业务和贸易业务快速发展增加和公司营收，但是新兴业务还处于培育期，盈利模式及经营效率有待优化，毛利率比较低。同时因为宏观形势走低，经济下行压力较大，贸易增速放缓，大宗商品价格波动加剧，劳动力成本上升，使得公司核心的装卸及相关业务毛利下滑。不过随着新兴业务逐渐成熟，以及经济形势回暖，公司的盈利情况会得到改善。2016 年公司净利润 7.91 亿元，同比增长 0.58%，已经出现复苏态势。

图 1：新兴业务助推营业收入高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

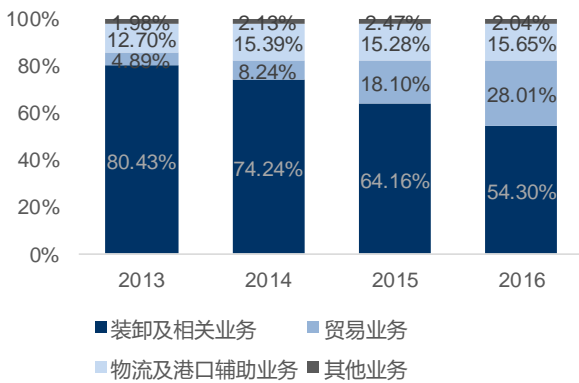
图 2：装卸业务毛利减少导致净利润下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

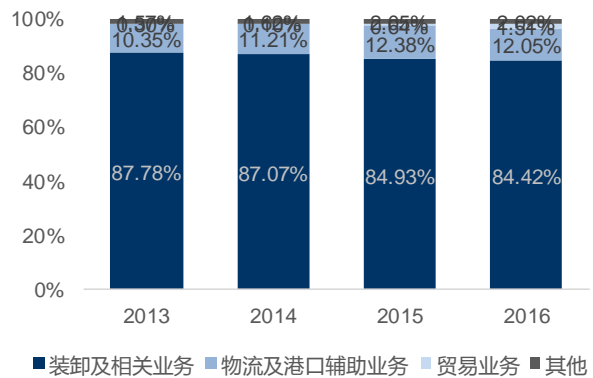
营业收入中新兴业务占比不断增大，但毛利中装卸业务占比依旧维持 80% 以上。公司近年来新市场培育效果较好，新兴业务的营业收入不断增长。物流及港口辅助业务方面，2016 年收入 11.93 亿元，占比 15.65%。贸易业务方面，自 2014 年来，公司通过与码头主业客户合作开展汽车、粮食、钢材等贸易形式，为客户提供增值服务，以港口主业为核心形成集聚效应，相应的贸易业务收入迅猛增长，2016 年收入 21.35 亿元，占比达 28.01%。由于物流及港口辅助业务和贸易业务的蓬勃发展，装卸业务比重逐渐下降，2016 年占比 54.30%。虽然装卸业务的营收占比下降，但是它的毛利占比依旧超过 80%。主要是因为新兴行业还处于培育期，毛利率相对较低。2016 年装卸及相关业务毛利率 39.44%，高于其他各项业务，毛利 16.32 亿元，占公司总毛利 84.42%，是公司主要的利润来源。物流及港口辅助业务毛利率 19.53%，整体毛利较高，主要系该业务为港口经营延伸而来的，公司经营有一定的优势。而贸易业务本身为低毛利业务，2016 年毛利率 1.37%。

图 3：营业收入中新兴业务的占比不断增大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：毛利中装卸业务占比依旧维持 80% 以上

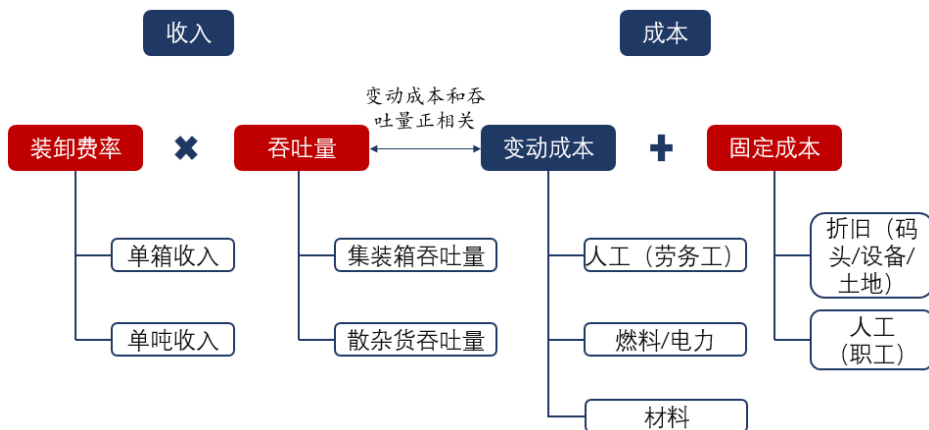


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1 传统业务：装卸业务复苏，毛利率持续领先

装卸业务为核心业务，装卸费、仓储费、港务管理费组成业务收入。装卸及相关业务是公司的核心业务，包括装卸、仓储、港务管理等业务。装卸主要是指公司通过组织各种装卸机械在各个不同的运输环节中进行货物装卸和换装作业。公司收取港口作业包干费、堆存费用及港务费作为装卸及相关业务收入。公司采用不同货类形式对装卸业务进行细分，其中，对内贸散杂货实行港口作业包干计费，包干范围为货物在港口作业的全部过程；而对集装箱货物和外贸散杂货作业则是以港口的不同作业流程区分包干形式，并收取相应的包干费作为其收入来源。公司对仓库及堆场的货物存储业务收取堆存费用，此外，对港口管理业务会收取港务费。

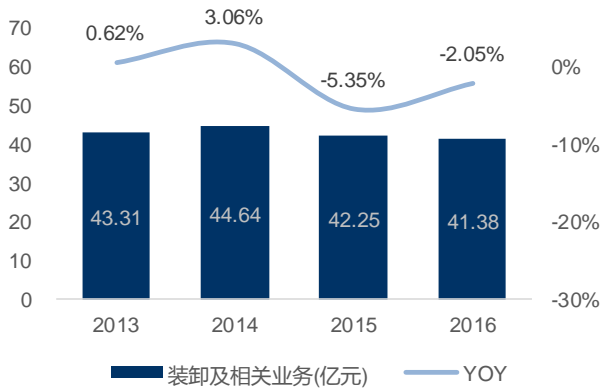
图 5：装卸及相关业务收入与成本分析



资料来源：公司公告，申万宏源研究

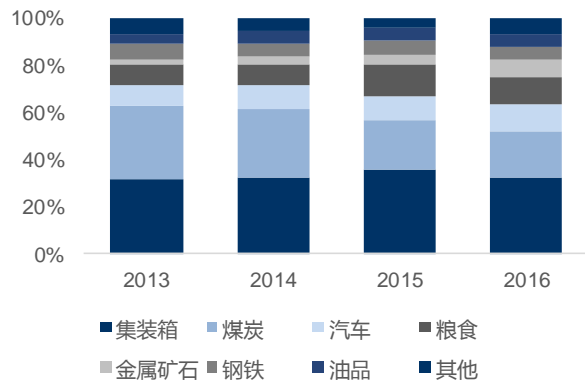
受宏观政策调整影响，装卸业务收入下滑。2015 年度，公司装卸及相关收入较 2014 年度减少 2.39 亿元，降幅 5.35%，主要系受世界经济增长乏力，国内经济下行压力增大及国家供给侧改革等宏观政策调整因素影响，航运市场持续低迷，煤炭接卸量减少以及外贸比例下降导致平均收费单价下降，煤炭等货类收入同比下滑，收入占比下滑了 8.13 个百分点。

图 6: 装卸及相关业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 供给侧改革导致煤炭收入下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

三大原因叠加, 装卸及相关业务毛利率逐渐下滑, 由 2013 年的 43.08% 下滑至 2016 年的 39.44%。

1. **高费率煤炭货类结构性调整, 收入占比逐渐下滑。**近年来由于供给侧改革, 煤炭货类收入持续下滑, 2016 年相较 2011 年占收入比重下滑约 14 个百分点; 集装箱货类收入占比增加约 5 个百分点; 由于煤炭货类较集装箱货类的毛利率平均高出 10 个百分点以上, 煤炭货类占收入比重下降也造成装卸业务毛利率一定程度上的下滑。
2. **新码头处于培育期, 折旧负担较大。**公司近年来建设和收购了较多的码头, 这些新码头处于市场培育期, 折旧负担较大, 导致成本增长。
3. **平均装卸费率逐渐下滑, 利润空间持续压缩。**2016 年煤炭货类客单价 16.65 元/吨; 集装箱客单价 83.68 元/TEU, 平均装卸费率持续下滑, 利润空间持续压缩。主要是由于国家放开港口竞争性服务收费, 公司收费标准与经济趋势挂钩, 由于近年经济下行趋势明显, 大港口间竞争加剧, 因此平均费率下降。此外, 集装箱费率下降主要系公司开拓了多条内贸航线, 从而 2016 年集装箱吞吐量较上年增长 121.8 万 TEU (主要为内贸货物), 但是由于内贸货物装卸费率往往较低, 带动平均费率下滑。

表 3: 各货类装卸费率逐渐下滑

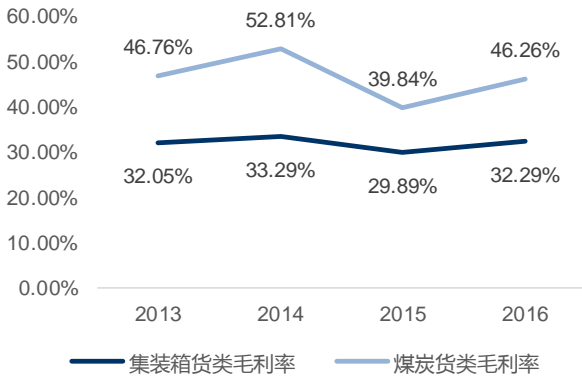
货类	2013	2014	2015	2016
集装箱平均费率 (元/TEU)	106.07	103.18	102.23	83.68
煤炭平均费率 (元/吨)	21.31	20.29	15.87	16.65
粮食平均费率 (元/吨)	24.82	25.25	28.91	27.09
汽车平均费率 (元/辆)	553.54	542.65	576.22	567.48
钢铁平均费率 (元/吨)	15.06	14.42	16.35	13.64
金属矿石平均费率 (元/吨)	19.72	20.56	23.57	34.83

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

长期来看预计毛利率将回升, 2016 年集装箱货类和煤炭货类毛利率已经明显回升。其一, 就宏观环境而言, 港口业发展与全球贸易的繁荣程度息息相关, 经过一轮寒冬, 全球

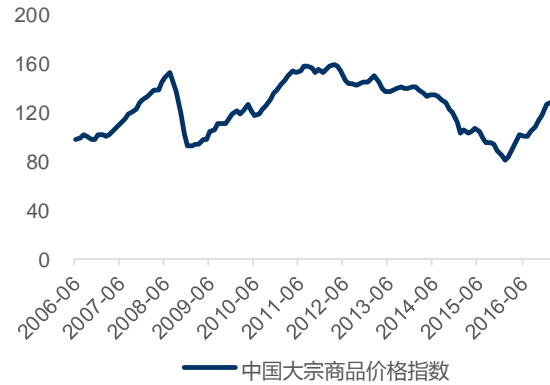
贸易增速逐步回暖，大宗货物行情转好，预计港口业务量增长，客单价也随之提高，带来毛利率的增长。其二，新码头现处于市场培育期，折旧负担较大，导致成本增长，但是长期成本会回落至正常水平，从而带动毛利率回升。2016年，集装箱货类毛利率32.29%，较上期增长2.4个百分点；煤炭货类毛利率46.26%，较上期增长6.42个百分点。另外全球贸易增速逐步回暖及大宗商品行情转好推动装卸业务复苏。

图 8：2016 年集装箱货类和煤炭货类毛利回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：大宗商品行情转好



资料来源：Wind，申万宏源研究

集装箱货类的产能释放及新型物流的引货入港预计带来装卸收入回升。集装箱货类占收入比重一直超过 30%，通过分析公司各个集装箱泊位的产能利用率可以发现部分集装箱泊位产能利用率一直高于 100%，存在供不应求的现象。此次公司将上市募集资金投入至广州港南沙港区三期工程后，预计可以释放 570 万 TEU 产能，会带来集装箱吞吐量的进一步增长和业绩提升，从而提高装卸业务收入。此外，公司近年来开展多式联运服务如全程物流、海铁联运等，从而开发出更多腹地资源，对冲市场环境波动带来的装卸收入减少。

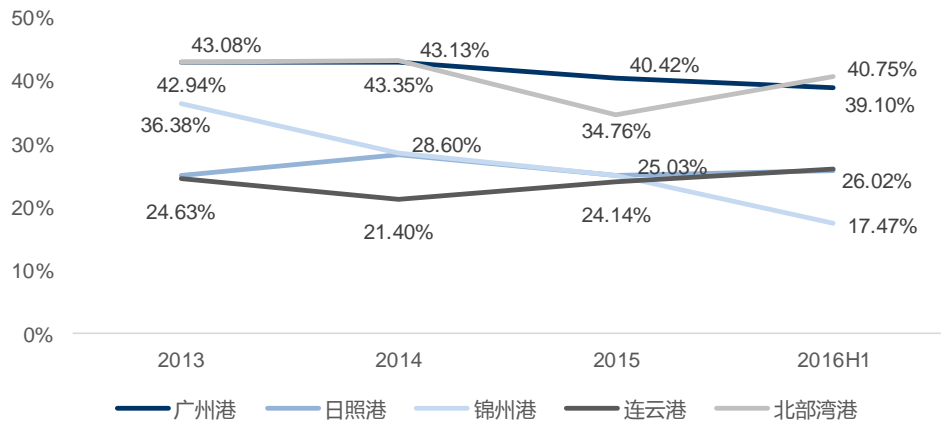
表 4：集装箱部分泊位产能利用率高于 100%

项目	合理通过能力	2015		2016	
		实际通过数量	产能利用率 (%)	实际通过数量	产能利用率 (%)
广州港南沙港区 一期工程	450	575.8	127.95	578.6	128.6
广州港南沙港区 二期工程	480	448.7	93.5	478.2	99.6
广州港南沙港区 三期工程	*	142.9	*	205.4	*
GCT	110	113.1	102.8	119.7	108.8
新沙集装箱码头	100	96.2	96.2	96.2	96.2
黄埔老港集装箱 码头	85	78.6	92.5	86.5	101.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司装卸业务毛利率始终处于行业前列。通过将公司装卸业务与其他四个标的公司（就装卸业务进行对比）对比可以发现公司装卸业务处于高位，其中北部湾港通过将散货运输改成集装箱运输的业务形式和科学的成本控制促进营业成本大幅下降，提高了业务毛利率。而其他标的毛利率均远低于公司装卸业务毛利率，主要原因有二：一是由于经济下行压力大，人力成本高，而装卸费率变动不大，导致利润空间被压缩；二是公司在广州港具有绝对优势，而其他港口面临的同业竞争更为严峻，造成业务量下滑和毛利率差距。

图 10：公司装卸业务毛利率居于行业高位



资料来源：wind，申万宏源研究

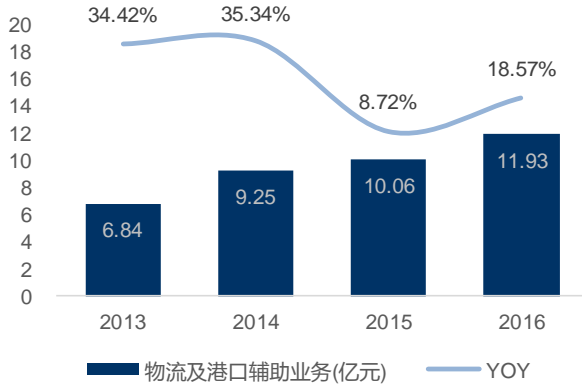
1.2 新兴业务：发展迅猛，毛利率长期向好

依托港口延伸物流服务，从传统运输迈向现代物流。物流及港口辅助业务包括代理、运输、拖轮、理货等业务，其主要收入来源于向客户收取的包干费及拖轮费。公司近年来一直尝试从传统运输企业到现代物流企业的转型，利用港口的供应链管理提供一站式物流服务及多式联运，不断扩大其腹地范围。运输业务主要是利用拖车、驳船、起重船等交通运输工具为货主提供直通泛珠江三角洲的一站式物流服务，公司会就整个过程向客户收取港口作业包干费作为其收入来源。拖轮业务主要是临港产业区、南沙港区进出港船舶顶拖、移泊、护航及人员接送、海上抢险救助等作业，公司则直接向各船代公司收取拖轮费。外轮理货业务包括国际、国内航线船舶及集装箱的理货业务，公司代卖方进行集装箱装、拆箱理货业务，货物的计量、丈量业务，监装、监卸业务，货损、箱损检定等业务。货物代理业务主要是办理进口通关手续、报关、报检、提供相关证件、文件、并将货物运送到目的地等业务。

物流及港口辅助业务发展迅猛，代理+运输业务贡献主要收入增长。物流及港口辅助业务发展迅速，占总收入比重从 12.70% 提升至 15.85%。2014-2016 年物流及港口辅助业务收入分别为 9.25、10.06、11.93 亿元，分别同比增长 35.34%、8.72%、18.57%，主要系公司开拓海铁联运、全程物流等新型物流业务，促进代理收入迅速增长；同时，公司为码头主业争取货源，积极开展集装箱穿梭巴士航线等运输业务，也促进了运输业务的高速增长。代

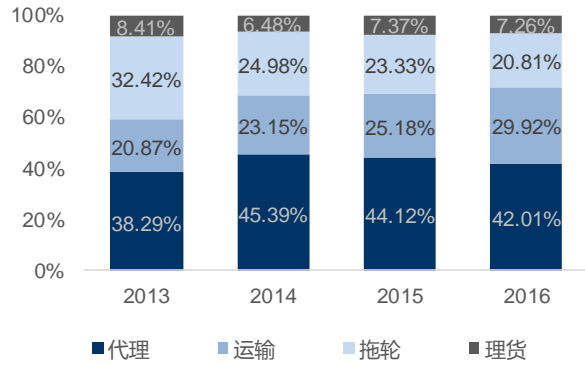
理和运输业务收入占比迅速增长，2013-2016 代理+运输业务收入分别为 4.05、6.34、6.97、8.58 亿元，二者占比持续增加，2016 年占比达 71.93%，较 2013 年增长 12.77 个百分点。

图 11: 物流及港口辅助业务收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12: 代理运输业务高速增长



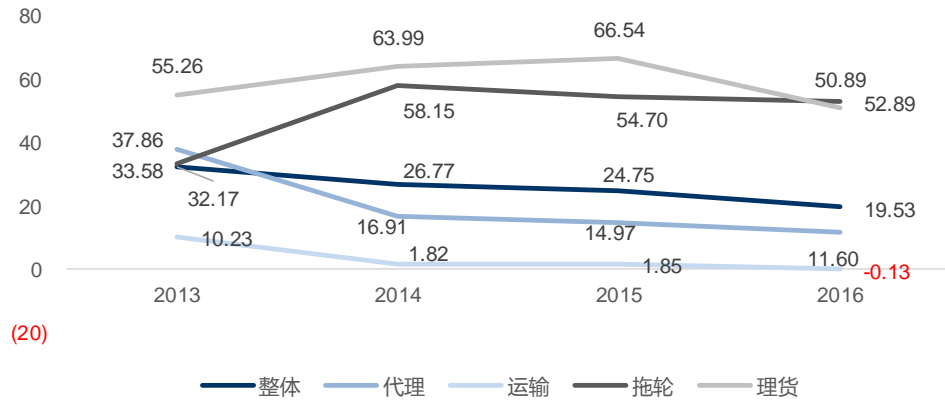
资料来源：公司公告，申万宏源研究

物流及港口辅助业务方兴未艾，未来抗风险能力更强。随着物流相关业务的不断拓展，其已不再单纯依附于装卸主业，且物流相关业务种类繁多，市场需求远未得到满足，未来通过拓展业务种类、提升服务质量，公司能够引货入港，引进新客户，从而有效对冲装卸及相关业务收因市场环境波动带来的风险。

初期成本投入及竞争压力导致物流及港口辅助业务毛利率下降。2016 年毛利率 19.53%，较 2015 年下降 5.22 个百分点，主要系代理+运输业务占比 71.93%，比重较大。其中，代理业务毛利率下降，2016 年代理业务毛利率 11.60%，较 2015 年下降 3.37 个百分点。主要由于经济下行压力较大，港口之间竞争愈发激烈，公司为争取客户降低代理费用，导致利润空间有所压缩。运输业务毛利率下滑，2016 年运输业务毛利率-0.13%，较 2015 年下滑 1.98 个百分点。主要系公司为扩大辐射腹地范围开辟了多条内河运输支线，初期成本投入较大，造成该部分毛利率较低，从而使得整体运输业务毛利率下降。

预计毛利率短期内保持波动，长期向好。由于公司现在处于新业务培育阶段，盈利模式和经营效率都有待提高，且经济现在处于下行阶段，费率制定也有所影响，因此该部分业务的毛利率在短期内会保持波动，但是长期内代理及运输业务会显现规模效应及其所带来的经济效益，运输业务也会回归至正利润，毛利率最终会回升

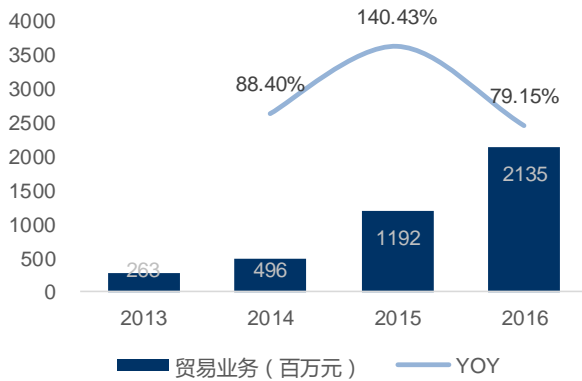
图 13: 物流及港口辅助业务各子业务毛利率下降



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

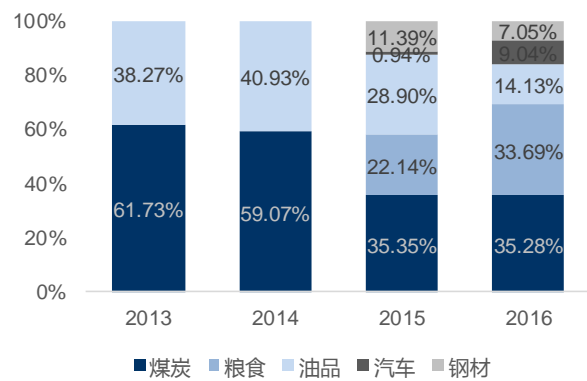
多货类贸易迅速扩大贸易业务收入规模。贸易业务则是基于公司与码头装卸主业客户合作, 为货物的上游卖家及下游买家提供购销渠道及增值服务, 并以手续费形式获利, 属于低毛利率业务。由于公司通过与码头主业客户合作开展汽车、粮食、钢材等贸易形式, 为客户提供增值服务, 粮食、钢材及汽车的业务收入比重迅速增长, 同时也迅速扩大了贸易业务的收入规模, 2015 年收入同比增长 209.70%。

图 14: 贸易业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 15: 粮食、钢材、汽车业务比重增加

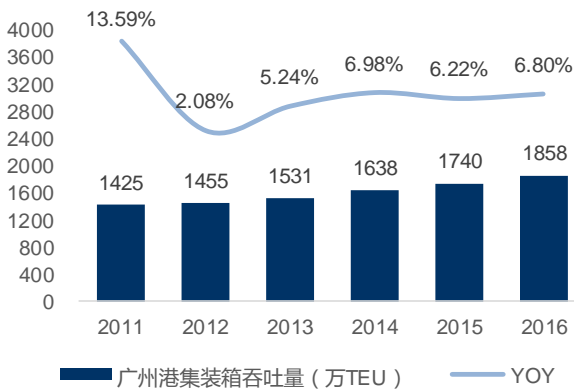


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.3 吞吐量稳居华南港口龙头

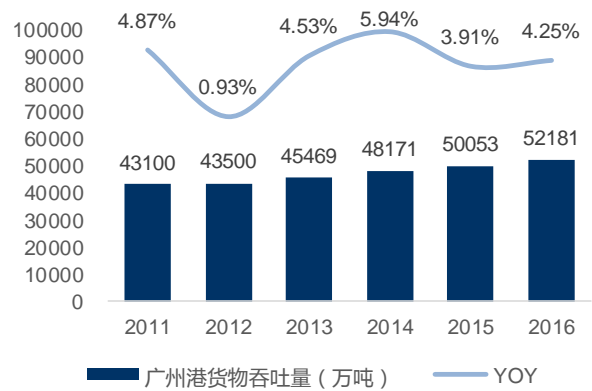
广州港吞吐量稳健增长, 主要以内贸货物为主。广州港作为珠三角地区的龙头港口, 集装箱及货物吞吐量仍然保持稳健增长态势, 其中货物吞吐中内贸货物占比 76.30%。由于公司作为广州港最核心的运营商并隶属于广州港集团, 所以广州港集团的整体发展在很大程度上都是与公司的发展息息相关。虽然近年来经济下行压力较大, 但是广州港作为珠三角地区的龙头港口, 集装箱及货物吞吐量仍然保持稳健增长态势。2016 年, 广州港全港集装箱吞吐量 1858 万 TEU, 增速 6.80%; 货物吞吐量 52181 万吨, 增速 4.25%。

图 16: 广州港全港集装箱吞吐量及增速 (万 TEU)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

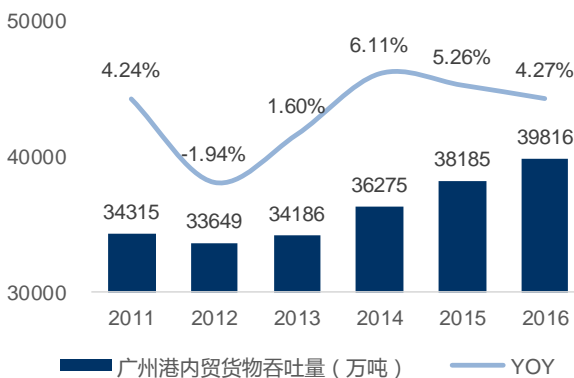
图 17: 广州港全港货物吞吐量及增速 (万吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

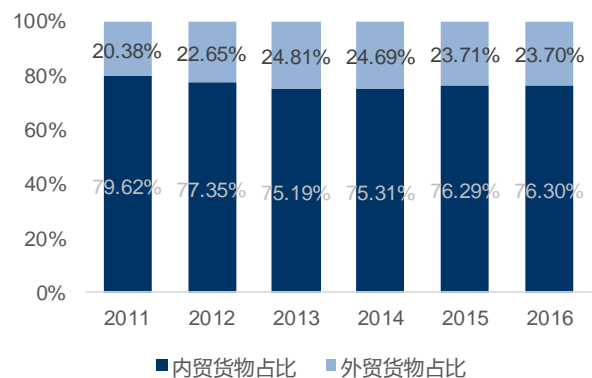
陆向腹地提供丰富内贸货源，支撑广州港吞吐量增长并提高其抗风险能力。广州港货物吞吐主要以内贸货物为主，主要原因有二：其一，广州港腹地生产制造型企业较多，货源充足。广州港位于珠三角地区，背靠最有活力的城市群（广州等），辐射广东、广西、湖南、湖北、云南、贵州、四川以及河南、江西、福建的部分地区，该类地区主要以生产制造型企业为主，汽车、电子等支柱行业及巨大的能源、粮食消耗为其提供了充足的货源；其二，广州港在珠三角西北部具有短途运输优势。珠三角西部、北部城市至广州港南沙港区的距离只有去深圳、香港等港口的二分之一，公司在承揽该地区货源时具有短途运输优势，因此该地区企业更偏好广州港。近年来由于欧美经济的萧条，外贸货物吞吐量收到了较大冲击，而广州港一直以来依靠内贸货物出口支撑其吞吐量增长，所以不易受到影响，具有较强的抗风险能力，不易受近年来欧美经济持续萧条的影响。

图 18: 内贸货物吞吐量及增速 (万吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

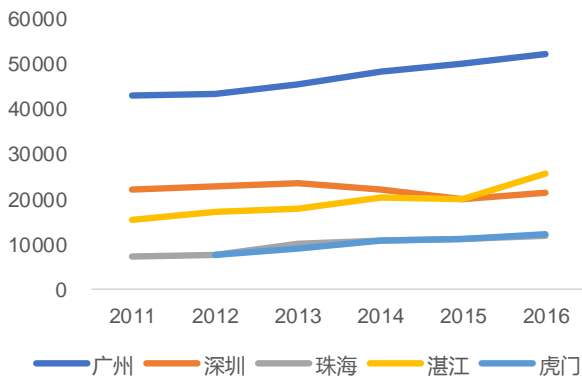
图 19: 内贸货物占比 76.30%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

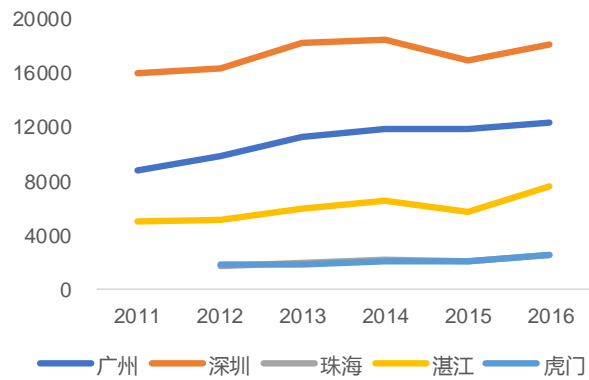
货物吞吐量居华南地区龙头。广州港货物月吞吐量领跑华南区五大亿元大港，外贸货物吞吐量仅次于深圳港，系深圳港通关环境更好。2016 年全年，广州港和深圳港对应货物吞吐量分别为 52181 万吨和 21417 万吨，前者是后者的 2.44 倍。对应的外贸货物月吞吐量为 12365 万吨和 18151 万吨，后者高出前者 47%，这主要是由于深圳作为经济特区，拥有较好的通关环境。

图 20: 货物年吞吐量 (万吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

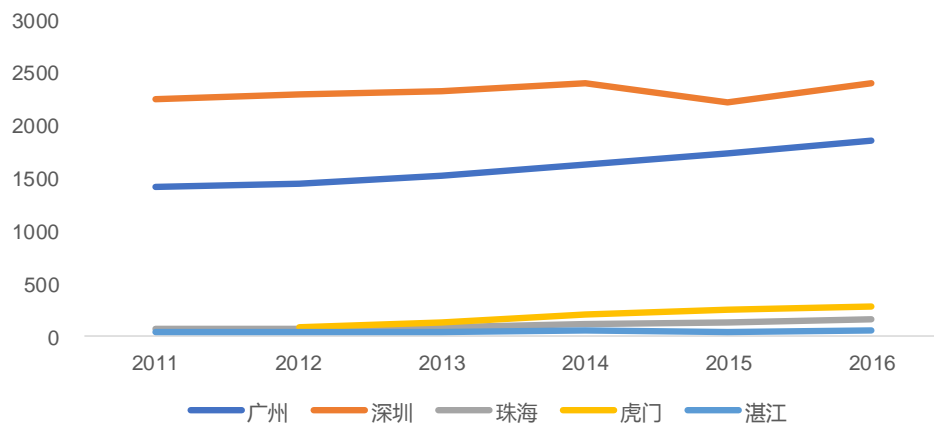
图 21: 外贸货物年吞吐量 (万吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

集装箱吞吐量仅次于深圳港, 未来预计二者差距缩小。2016 年全年广州港/深圳港集装箱吞吐量分别为 1858、2411 万 TEU, 对应万吨及以上集装箱泊位为 23、44 个。从地理位置而言, 深圳港作为海港, 具有较好的水深条件, 有利于大型泊位建设和相关的集装箱业务开展, 而广州港现有的集装箱业务主要是在南沙港区开展, 泊位较少, 因此集装箱吞吐量次于深圳, 但是就集装箱吞吐量与泊位数量匹配, 广州港集装箱泊位的产能利用率更高。南沙三期工程现在实际通过数量 205.4 万 TEU, 完成后可以增加集装箱累计通过能力 570 万 TEU, 由于现在广州港集装箱业务存在供不应求的现状, 因此可以合理预计未来集装箱吞吐量会极大提高。

图 22: 集装箱年吞吐量(万 TEU)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

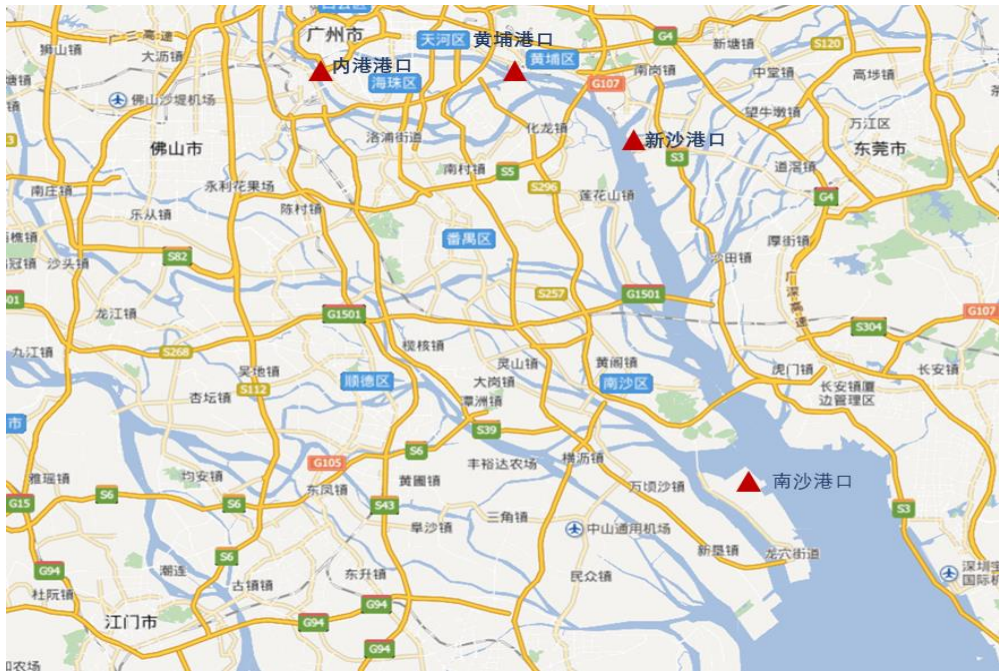
2. 港口基建扎实, 厚积薄发业绩可期

2.1 港口基建扎实, 产能利用充分

广州港下辖四大港区, 业务各有侧重。广州港地处我国外向型经济最活跃的珠江三角洲地区中心, 由入海口向内依次下辖南沙港区、新沙港区、黄埔港区和广州内港港区四个

港区，是华南地区综合性主枢纽港，是泛珠江三角洲经济区域的出海通道和中国最重要的对外贸易口岸之一。根据各个港区离入海口的距离不同，其所侧重的业务也不同。其中南沙港区由于水深条件较好成为承担集装箱、能源、石油化工、滚装汽车、杂货、粮食港口作业以及保税、物流、商贸、临港工业开发的综合型深水港区；新沙港区是承担集装箱、煤炭、铁矿石、滚装汽车、粮食等港口作业为主的综合性港区；黄埔港区是承担沿海、近洋集装箱、粮食、煤炭、成品油等散货港口作业和沿海粮食中转港口作业；内港港区则保留部分泊位的货运功能，其部分泊位逐步搬迁、调整为城市功能，主要承担广州市及珠江三角洲地区能源物资、原材料、粮食、杂货及沿海、近洋集装箱港口作业。

图 23：沿入海口布局四大港口



资料来源：百度地图，申万宏源研究

泊位整体产能利用率充足。公司控股股东广州港集团拥有万吨及以上的泊位总数 75 个，其中集装箱/煤炭/油品及液体化工/其他散杂货货类分别占 25/7/12/31 个。公司整体产能利用率充足，不存在产能过剩现象，南沙三期工程预计带来集装箱业务产能 570 万 TEU。广州港南沙港区一期工程及集装箱码头公司的集装箱产能利用率均高于 100%，这主要是由于上述码头承担较多内贸集装箱装卸业务，装卸需求大，临港船舶排队现象时有发生，泊位供不应求。此次公司上市募集资金主要投资与广州港南沙港区三期工程，预计完工后会带来集装箱通过能力 570 万 TEU，促进集装箱货类产能的进一步释放。

表 5：公司及广州港集团万吨及以上泊位整理

货类	万吨及以上泊位数量	广州港全港相同货类万吨及以上泊位数	所占比例
集装箱	25	25	100%
煤炭	4	7	57.10%
油品及液体加工	5	12	41.70%
其他散杂货	27	31	93.50%
合计	61	75	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6: 公司主要码头各期产能利用情况

货类	项目	合理通过能力	2015		2016	
			实际通过数量	产能利用率 (%)	实际通过数量	产能利用率 (%)
集装箱 (万 TEU)	广州港南沙港区一期工程	450	575.8	127.95	578.6	128.6
	广州港南沙港区二期工程	480	448.7	93.5	478.2	99.6
	广州港南沙港区三期工程	*	142.9	*	205.4	*
	GCT	110	113.1	102.8	119.7	108.8
	新沙集装箱码头	100	96.2	96.2	96.2	96.2
	黄埔老港集装箱码头	85	78.6	92.5	86.5	101.8
	煤炭 (万吨)	新沙煤码头	2,000	1,718.30	85.9	1879.3
油品及液体化工 (万吨)	西基码头	1,900	1,801.70	94.8	1767	93
	小虎码头	450	283.6	63	316.1	70.2
	港发码头	400	280.4	70.1	312.3	78.1
	黄埔石化码头	950	611.4	64.4	593.4	62.5
	汾水头码头	150	12.9	8.6	0	*
	小虎码头	450	194.7	*	231.5	*
	港发码头	400	163.2	*	205.7	*
其中: 油品 (万吨)	黄埔石化码头	950	537.4	*	573.4	*
	汾水头码头	150	12.9	*	0	*
其他散杂货 (仅含粮食、钢材、金属矿石) (万吨)	黄埔老港散杂货码头	850	622.8	73.3	530	62.4
	洪圣沙码头	650	42.1	*	22.1	*
	新港码头	1,700	1,341.40	78.9	1403.3	82.55
	新沙散杂货码头	3,300	880.1	*	846.3	*
	沥滘码头	320	152.4	47.6	138.1	43.2
	芳村码头	400	2.2	*	15.2	*
	南沙粮食通用码头	2,800	998.5	35.7	933.1	33.3
其他散杂货 (含钢材、煤、石膏粉) (万吨)	龙沙码头	600	494.7	82.5	597.1	99.5
汽车 (万辆)	南沙汽车码头	60	494.7	81.7	54.6	91

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

广州港万吨及以上泊位领先。广州/深圳/珠海港万吨及以上泊位分别为 73/69/46 个, 其中集装箱泊位为 25/44/5 个。根据十三五规划, 2020 年广州/深圳/珠海港货物吞吐量预计达到 6/2.85/1.7 亿吨, 广州港仍然保持华南地区龙头位置; 2020 年广州/深圳/珠海港集装箱吞吐量预计达到 2500/2800/310 万 TEU, 广深二者差距减少。

表 7: 广州/深圳/珠海比较

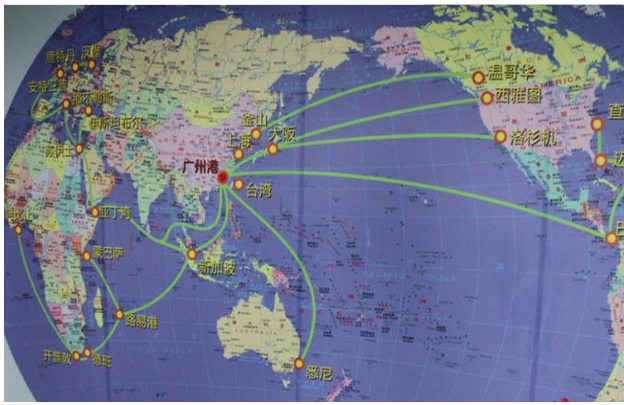
	万吨及以上泊位 (个)	万吨及以上集装箱泊位 (个)	2020 年预计集装箱吞吐量 (万 TEU)	2020 预计货物吞吐量 (万吨)
广州	75	25	2500	6
深圳	69	44	2800	2.85
珠海	46	5	310	1.7

资料来源: 深圳交通运输委员会, 港口十三五规划, 互联网, 申万宏源研究

2.2 港口集疏运系统完善, 发展现代物流引货入港

广州港地处珠江三角洲, 是我国江海联运的中转性水路枢纽港, 同时国际航运航空发达。港区位于公路网的重要交汇点中, 有多条公路连入全国公路网, 港区内有五条铁路与京广线、广九线、广湛线三条铁路干线联网, 白云机场与世界各地联通。公司现在正在尝试从传统运输服务型向现代物流型企业转变, 形成“大港口、大物流、大经济”的发展格局。同时广州港国际航运航空发达。截至 2014 年底, 广东省沿海港口开通国际航线 320 多条, 国内航线 150 多条, 台湾航线 50 多条, 通达全球 100 多个国家和地区的 200 多个港口。全省沿海港口共开通内陆无水港 4 个。广州港国际航运发达, 主要国际航线有东南亚线、地中海线、西非线、非洲线、美洲线、美西线、美加线、日本线、韩国线等等。广州白云国际机场是广州城市战略“东进西联南拓北优”的重要组成部分, 开辟国内外航线大约 30 条, 可完成客货航空运输。

图 24: 广州港国际航运发达



资料来源: 网络资料整理, 申万宏源研究

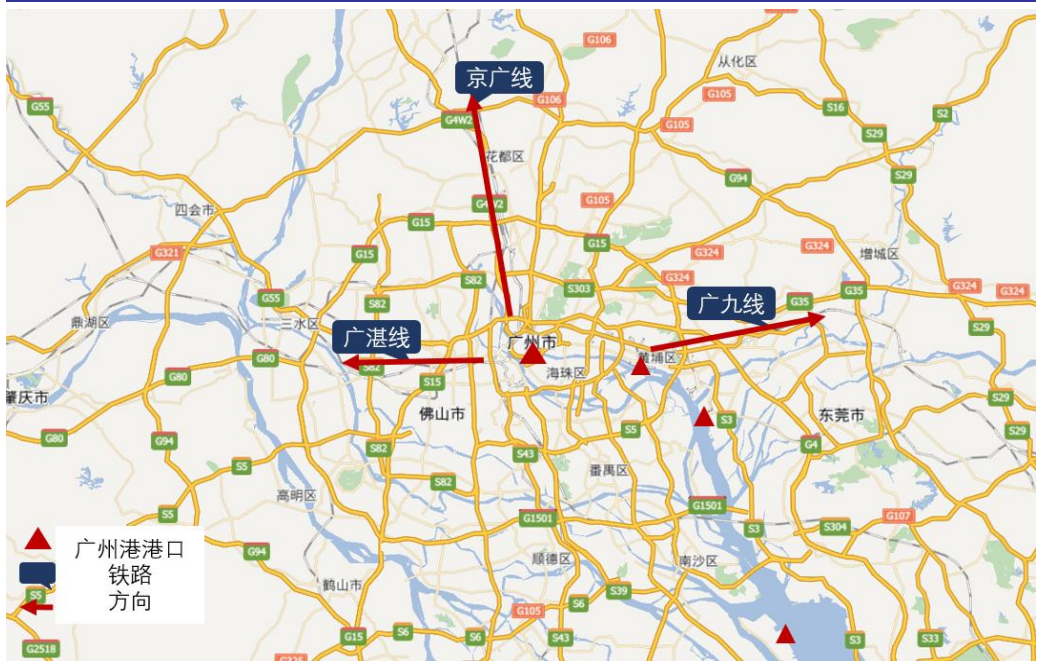
图 25: 白云机场国际航空发达



资料来源: 网络资料整理, 申万宏源研究

疏港铁路公路网络完善。广州有三条铁路与我国主干线相连, 分别是京广线、广九线、广湛铁路, 而广州港有 5 条铁路专用线与京广、京九、广深、广湛等铁路相连。广州港公路与城高速公路、市快速干道和国道相连接。其中, 南沙港快线直达南沙港区, 而广州的公路与湛江、汕头、韶关、深圳等重大城市的干线相连, 与湖南、江西、贵州、云南等经济腹地相通。

图 26：运输线路密集



资料来源：百度地图，申万宏源研究

广州作为珠三角的枢纽，不仅具有更完善的港口集疏运系统，更成为其他港口集疏运系统必经中转站。公路与铁路的网络更加完善，相较深圳而言，广州可以直达腹地，且在珠三角西北部的短途运输优势明显；相较珠海而言，虽然珠海港距离离海口更近，水深条件较好，但也因此在陆向腹地资源上劣于广州港；此外，由于其港口集疏运系统不够完善（尤其是公路网不够顺畅，且都经广州中转，在地理距离上处于劣势），无法有效地和腹地运输顺畅。而完善的港口集疏运系统使广州港能够开展多种江海、陆海、铁海多式联运等全程物流业务，并将其服务链深入更广阔的腹地。

图 27：珠海集疏运系统公路网不畅



资料来源：百度地图，申万宏源研究

图 28：深圳集疏运系统



资料来源：百度地图，申万宏源研究

表 8：广深珠三港区位比较

	铁路网	公路网	广州港相对其他港口区位优势
广州港	京广线、广九线、广湛线	疏港公路直连湛江、汕头、韶关、深圳、湖南、江西、贵州、云南	
深圳港	广深铁路	疏港公路直连广州、东莞、惠州、汕头、香港	和腹地之间运输必须经广州中转，广州港在珠三角西北部具有短途运输优势；
珠海港	广珠铁路	疏港公路网与外连接不畅	和腹地之间运输必须经广州中转；广州港集疏运系统更加完善并有更丰富的腹地资源

资料来源：公司网站，申万宏源研究

集疏运系统有效辅助港口转型现代物流企业，拓展腹地资源。广州港完善的疏港集疏运系统有助于其开展丰富的多式联运服务，如海铁联运、全程物流等新型服务，通过和货主、货代及船代公司企业进行合作，将服务链延伸到更广阔的内陆腹地以达到引货入港之效，使港口从传统运输服务型向现代物流型企业转变，形成“大港口、大物流、大经济”的发展格局。

3. 募资项目介绍

3.1 募资建设港口，推进公司发展

此次发行上市所募集的资金主要投资于广州港南沙港区三期工程项目，总投资额为**74.74 亿元**，拟使用募集资金投资额为**15.53 亿元**。广州港南沙港区三期工程于 2012 年 6 月 1 日开工，项目总投资额为 74.74 亿元。截至 2016 年，该项目累计完成投资 56.05 亿元，累计完成投资比例约 74.99%，已建成万吨及以上泊位 6 个，完工后累计设计通过能力 570 万 TEU。上述投资资金主要来自公司自有资金和银行借款。预计在 2017 年全部建成并交付使用。该工程包括在大码头建设 4 个 10 万吨级集装箱泊位、2 个 7 万吨级集装箱泊位（水工结构均按 15 万吨设计），码头岸线总长 2218m，设计底高程为-18.0m；建设 2 千吨级集装箱驳船泊位 24 个，设计底高程为-5.7m，驳船码头岸线总长 1660m。该项目总设计通过能力 570 万 TEU。

表 9：募集资金所投项目

项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（亿）
广州港南沙港区三期工程项目	747400	160000
其中：		
三期围堰工程	15821	
广州港南沙港区三期工程驳船泊位试验段工程	7916	
广州港南沙港区三期工程驳船泊位小港池北侧工程	14200	
疏浚吹填及软基处理工程	93969	
水工结构工程	157388	
生产辅助设施	39430	
供配电与照明安装工程	23815	
36 台轮胎式集装箱门式起重机、12 台岸边集装箱起重机	89724	
其他项目投资（项目前期勘察设计投资、海域使用金、项目贷款利息、设备采购、计算机信息系统等）	305137	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 2017 年收入贡献预计 2.60 亿元

南沙港区现有集装箱泊位大部分存在供不应求状态，南沙三期工程预计释放集装箱货类产能，为装卸业务新的收入增长点。公司主要经营集装箱、煤炭、粮食、钢材、汽车、金属矿石、油品等货物的装卸及物流等业务，主营业务较为突出，其中港口装卸业务是公司主营业务收入和利润的主要来源。集装箱业务占装卸及相关收入的比例逐年增长，2016 年上半年占比超过 36%，公司现有的集装箱货类泊位大部分存在超产能运行状态。南沙三期完成后有利于提高集装箱业务占比，进而提高公司毛利水平；其位于广东自贸试验区南沙新区片区内，有助于公司吸引新客户，增加收入来源。

南沙三期工程 2017 年预计贡献装卸收入 2.60 亿元，占集装箱收入比重 22.58%。公司现已完成 6 个万吨及以上的泊位建设，预计未来期间产能逐步释放，由于未来内贸货物运输集装箱化程度更高。公司 2016 年集装箱吞吐量 1595.3 万 TEU，同比增长 8.27%，预计产能在码头培育期内逐步释放，因此可以合理估计 2017-2019 年产能的利用率约 54.47%、69.02%、84.30%，由于公司未来会继续扩展其多式联运服务，辐射腹地，因此可以预计未来集装箱平均费率维持现有水平。工程完成 2017-2019 年增加收入 2.60、3.29、4.02 亿元，预计占集装箱总装卸收入比重 22.58%、22.58%、26.27%。该项目所得税后财务内部收益率预计为 9.1%。

表 10：南沙三期收入预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
集装箱装卸收入（百万元）	1448.16	1506.43	1334.99	1388.38	1457.80	1530.69
集装箱吞吐量（万 TEU）	1404	1474	1595	1659	1742	1829
集装箱费率（元/TEU）	103.18	102.23	83.68	83.68	83.68	83.68
除南沙三期外其他港口吞吐量	1373.5	1330.6	1389.9	1348.65	1348.65	1348.65
其中：南沙三期（万 TEU）	30	142.9	205.4	310	393	481
产能利用率	*	*	*	54.47%	69.02%	84.30%
南沙三期装卸收入（万元）	*	*	*	259.80	329.22	402.11
占集装箱收入比重	*	*	*	22.58%	22.58%	26.27%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

目前公司的主营业务主要拆分成三块来分析。

第一块：装卸及相关收入；

核心假设：

1. 广州港南沙三期工程预计 2017 年完工，带来的集装箱产能释放预计 570 万 TEU，由于新码头需要一定的培育期。我们假设 2017-2019 年，集装箱货类收入分别增长 4.00%、5.00%和 5.00%，毛利率分别为 32.50%、33.00%和 33.00%。

2. 考虑到产业结构的调整, 我们假设 2017-2019 年, 煤炭货类收入分别增长-5.00%、-3.00%和-3.00%, 毛利率分别为 48.00%、50.00%和 53.00%。

第二块: 物流及港口辅助业务收入;

核心假设:

1. 我们假设 2017-2019 年, 代理业务收入增速为每年 17.62%, 毛利率分别为 11.00%、12.00%和 13.00%。
2. 我们假设 2017-2019 年, 运输业务收入增速为每年 25.75%, 毛利率分别为 1.50%、4.00%和 6.00%。

第三块: 贸易业务收入;

核心假设:

1. 我们假设 2017-2019 年, 煤炭货类收入增速分别为 40.00%、30.00%和 30.00%, 毛利率分别为 2.00%、2.50%和 2.70%。
2. 我们假设 2017-2019 年, 粮食货类收入增速分别为 25.00%、20.00%和 20.00%, 毛利率分别为 0.50%、0.70%和 0.90%。

根据以上假设, 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 7.26 亿、7.79 亿、8.35 亿, 对应 EPS 分别为 0.12 元、0.13 元、0.13 元。

表 11: 装卸及相关收入预测 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	4331.13	4463.67	4224.84	4138.29	4245.04	4426.63	4634.37
毛利率合计	1865.68	1925.04	1707.59	1631.99	1823.02	1919.05	2029.28
整体毛利率	43.08%	43.13%	40.42%	39.44%	42.94%	43.35%	43.79%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 12: 物流及港口辅助业务收入预测 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	683.84	925.48	1006.18	1192.98	1393.33	1635.05	1927.29
毛利率合计	219.98	247.77	248.88	233.04	261.68	316.67	384.27
整体毛利率	32.17%	26.77%	24.74%	19.53%	18.78%	19.37%	19.94%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 13: 贸易业务收入预测 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	263.10	495.69	1191.81	2135.11	2693.64	3301.46	4060.52
毛利率合计	6.39	2.21	12.89	29.15	43.98	65.42	89.68
整体毛利率	2.43%	0.45%	1.08%	1.37%	1.63%	1.98%	2.21%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 14: 公司营业收入预测 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5462.48	6079.56	6712.61	7737.38	8630.38	9691.67	10983.91
YOY		11.30%	10.41%	15.27%	11.54%	12.30%	13.33%
总毛利	2158.45	2242.71	2071.92	1971.93	2219.92	2418.57	2638.29
综合毛利率	39.51%	36.89%	30.87%	25.49%	25.72%	24.96%	24.02%
主营业务收入	5384.64	6012.68	6585.28	7621.51	8502.40	9550.31	10827.77
YOY		11.66%	9.52%	15.74%	11.56%	12.32%	13.38%
装卸及相关业务	4331.13	4463.67	4224.84	4138.29	4245.04	4426.63	4634.37
YOY		3.06%	-5.35%	-2.05%	2.58%	4.28%	4.69%
物流及辅助业务	683.84	925.48	1006.18	1192.98	1393.33	1635.05	1927.29
YOY		35.34%	8.72%	18.57%	16.79%	17.35%	17.87%
贸易业务	263.10	495.69	1191.81	2135.11	2693.64	3301.46	4060.52
YOY		88.40%	140.43%	79.15%	26.16%	22.57%	22.99%
其他	106.57	127.84	162.45	155.13	170.40	187.17	205.58
YOY		19.96%	27.07%	-4.51%	9.84%	9.84%	9.84%
其他业务收入	77.84	66.88	127.32	115.87	127.98	141.36	156.14
YOY		-14.08%	90.37%	-9.00%	10.46%	10.46%	10.46%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

在估值方面, 目前全国各大主要港口加权平均 PE 在 35.29 倍左右, 华南地区港口企业加权平均 PE 在 45.19 倍左右。考虑到公司在华南地区的龙头地位以及业务优势, 我们认为公司合理估值在 50-60 倍 PE 之间, 对应 17 年 7.26 亿元业绩预测, 合理股价范围为 5.68 元-7.03 元。

表 15: 全国主要港口加权平均 PE 为 35.29

证券代码	证券简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	地区
000905.SZ	厦门港务	39.73	82.09	福建
000507.SZ	珠海港	62.98	69.80	广东
000088.SZ	盐田港	55.67	193.83	广东
000022.SZ	深赤湾 A	29.58	135.23	广东
000582.SZ	北部湾港	41.39	186.99	广西
601000.SH	唐山港	24.44	322.74	河北
601880.SH	大连港	81.10	325.67	辽宁
600317.SH	营口港	62.44	255.68	辽宁
6198.HK	青岛港	8.50	207.85	山东
600017.SH	日照港	79.75	140.56	山东
600018.SH	上港集团	20.40	1415.91	上海
600717.SH	天津港	24.39	308.16	天津
601018.SH	宁波港	33.69	774.56	浙江
加权平均		35.29	-	-

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 16：华南地区港口公司加权平均 PE 为 45.19

证券代码	证券简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	地区	主营产品类型
000905.SZ	厦门港务	39.73	82.09	福建	港口代理、国内贸易、集装箱码头、散货码头
000507.SZ	珠海港	62.98	69.80	广东	集装箱码头、隧道收费、高速公路收费、混凝土及砂浆
000088.SZ	盐田港	55.67	193.83	广东	集装箱码头、隧道收费、高速公路收费、混凝土及砂浆
000022.SZ	深赤湾 A	29.58	135.23	广东	集装箱码头、散货码头
000582.SZ	北部湾港	41.39	186.99	广西	港口代理、集装箱码头、散货码头
加权平均		45.19	-	-	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 17：公司综合盈利预测表（百万元、元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6712.61	7737.39	8630.38	9691.67	10983.91
YOY		15.27%	11.54%	12.30%	13.33%
二、营业总成本	5743.94	6819.69	7550.45	8523.67	9729.18
其中：营业成本	4640.68	5765.45	6410.46	7273.10	8345.62
营业税金及附加	27.46	50.43	56.25	63.16	71.58
销售费用	33.10	24.26	39.25	40.75	43.53
管理费用	780.47	732.89	817.48	918.01	1040.41
财务费用	260.99	237.91	120.00	100.00	150.00
资产减值损失	1.24	8.74	2.25	3.23	3.93
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	22.29	59.94	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	990.96	977.64	1079.93	1168.00	1254.73
加：营业外收入	51.66	71.39	66.75	63.26	67.13
减：营业外支出	4.17	5.47	4.23	4.62	4.78
四、利润总额	1038.45	1043.55	1142.45	1226.64	1317.09
减：所得税	251.97	252.52	285.86	308.67	333.04
五、净利润	786.48	791.03	856.59	917.97	984.05
少数股东损益	113.98	120.15	130.11	139.43	149.47
归属于母公司所有者的净利润	672.49	670.88	726.48	778.54	834.58
YOY		-0.24%	8.29%	7.17%	7.20%
六、基本每股收益	0.12	0.12	0.12	0.14	0.15
全面摊薄每股收益	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。