

港口

证券研究报告
2018年11月07日

辽宁港口整合大幕拉开！关注主题投资三重奏

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002

jiangming@tfzq.com

李轩

联系人

lixuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《港口-行业点评:2月进出口继续增长,港口吞吐量持续向好》2017-03-16

合作框架→股权划转→协议增资

2017年6月13日,大连港、营口港、锦州港公告,辽宁省人民政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》,设立辽宁港口集团。2017年12月20日,大连和营口市国资委分别将其持有大连港集团及营口港集团100%股权无偿划转至东北亚港航发展有限公司。交易完成后,港航发展合计间接持有大连港47.31%的股权、营口港78.29%的股权以及锦州港19.08%的股权,实际控制人统一变更为辽宁省国资委。2018年11月4日,招商局辽宁增资港航发展,辽宁省国资委和招商局辽宁分别持有其50.1%/49.9%股权。

东北港口群整合的起因

东北港口群由大连、锦州、营口三大港领衔,由于距离相近、共享腹地等原因,三者货种、服务方面具有较大同质性。在东北经济下滑、区域港口行业发展遭遇瓶颈之时,港口整合无疑对当地港口业的发展带来一丝曙光。

三重奏:招商局入主、中日韩自贸区带来的主题机会以及债转股地方实践

1) 招商局辽宁增资的落地标志着辽宁省港口资源整合、一体化运作取得实质性进展。本次,招商局集团通过招商局(辽宁)港口发展有限公司增资东北亚港航发展有限公司,在《框架协议》中,已确立招商局集团主导辽宁港口集团的经营管理的定位,我们判断招商局港口作为招商局业务板块的重要组成部分,未来或有可能在整合中扮演更为关键的作用。除此以外,招商局港口在全球范围实践下的“前港—中区—后城”的成功模式也将有望在与辽宁省政府的深入合作中进行复制扩张,在港口运营、物流运输、园区开发、金融服务等多个领域开展深入合作。

2) 2018年5月9日召开第七次中日韩领导人会议。其中,李克强发表讲话提出将加快中日韩自贸区谈判进程,推动早日达成“区域全面经济伙伴关系协定”(RCEP)。我们认为,中日韩自由贸易区将是一个由人口超过15亿的大市场构成的三国自由贸易区,当前中日韩自贸区协定的进程有望进入提速期,未来中国、日本和韩国的经济贸易往来将可能加速,同期的货物流通、商品流通速度也将有望提升,辽宁三港(营口港、大连港、锦州港)将受益于自贸区的落地而进入加速机遇期。

3) 2016年10月10日,国务院发布了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》。当前,国家政策层面对债转股的推进不遗余力,市场化债转股已经取得了一定的成果。我们判断未来“债转股”方案有可能在港口行业层面率先落实。

投资建议

辽宁东北亚港航发展有限公司作为本轮港口整合过程中出现的第三家省级港口平台,招商局的入主有望带动东北亚港航对辽宁省港口资源整合、一体化运作进入实质性落地机遇期。当前北方港口资源平台建设整合已进入加速阶段,港口企业改革、整合、引入战略合作伙伴可能成为投资热点,中日韩自贸区进程或能提速。且随着国家对债转股政策的大力推进,债转股方案在港口层面执行存在可能。三重投资机会下,建议关注营口港(600317.SH)、大连港(601880.SH)、锦州港(600190.SH)。

风险提示: 宏观经济不景气;贸易摩擦导致沿海港口吞吐量下滑;大连港、营口港、锦州港经营业绩下滑;辽宁港口整合不及预期;营口港集团债券兑付危机等

内容目录

1. 主要观点.....	3
2. 交易时间轴梳理：合作框架→股权划转→协议增资.....	4
3. 东北港口群整合的起因.....	5
3.1. 同质化的东北港口群分布.....	5
3.2. 港口整合无疑或对当地港口业的发展带来一丝曙光.....	5
4. 三条主线的或有投资机会.....	6
4.1. 招商局入主整合带来的主题机会.....	6
4.1.1. 港口板块是招商局重要组成部分.....	6
4.1.2. 东北地区港口整合预期升温.....	7
4.2. 中日韩自贸区进程或能提速.....	7
4.3. 债转股的地方实践机会.....	8
4.3.1. 债转股的政策梳理.....	8
4.3.2. 地方债转股的实践机会.....	8
5. 投资建议.....	9
6. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：2017 年大连港股权结构变更.....	4
图 2：2017 年营口港股权结构变更.....	4
图 3：东北港口地图.....	5
图 4：东北三港货物吞吐量及集装箱吞吐量对比.....	5
图 5：招商局港口港区联动与产城融合模式.....	6
图 6：招商局港口“前港-中区-后城”模式.....	6
图 7：招商局港口全球布局.....	7
图 8：地方政府积极出台地方性政策推进当地企业债转股.....	8

1. 主要观点

合作框架→股权划转→协议增资：2017年6月13日，大连港、营口港、锦州港公告，辽宁省人民政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，设立辽宁港口集团。2017年12月20日，大连和营口市国资委分别将其持有大连港集团及营口港集团100%股权无偿划转至东北亚港航发展有限公司。交易完成后，港航发展合计间接持有大连港47.31%的股权、营口港78.29%的股权以及锦州港19.08%的股权，实际控制人统一变更为辽宁省国资委。2018年11月4日，招商局辽宁增资港航发展，辽宁省国资委和招商局辽宁分别持有其50.1%/49.9%股权。

东北港口群整合的起因：东北港口群由大连、锦州、营口三大港领衔，由于距离相近、共享腹地等原因，三者到货种、服务方面具有较大同质性。在东北经济下滑、区域港口行业发展遭遇瓶颈之时，港口整合无疑或对当地港口业的发展带来一丝曙光。

投资机会三重奏：

1) 招商辽宁增资的落地标志着辽宁省港口资源整合、一体化运作取得实质性进展。本次，招商局集团通过招商局（辽宁）港口发展有限公司增资东北亚港航发展有限公司，在《框架协议》中，已确立招商局集团主导辽宁港口集团的经营管理的定位，我们判断招商局港口作为招商局业务板块的重要组成部分，未来或有可能在整合中扮演更为关键的作用。除此以外，招商局港口在全球范围实践下的“前港—中区—后城”的成功模式也将有望在与辽宁省政府的深入合作中进行复制扩张，在港口运营、物流运输、园区开发、金融服务等多个领域开展深入合作。

2) 2018年5月9日，国务院总理李克强同日本首相安倍晋三、韩国总统文在寅共同出席第七次中日韩领导人会议。其中，李克强发表讲话提出将对加快中日韩自贸区谈判进程，推动早日达成“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）。我们认为，中日韩自由贸易区将是一个由人口超过15亿的大市场构成的三国自由贸易区，当前中日韩自贸区协定的进程有望进入提速期，未来中国、日本和韩国的经济贸易往来将可能加速，同期的货物流通、商品流通速度也将有望提升，辽宁三港（营口港、大连港、锦州港）将受益于自贸区的落地而进入加速机遇期。

3) 2016年10月10日，国务院发布了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》。当前，国家政策层面对债转股的推进不遗余力，市场化债转股已经取得了一定的成果。我们判断未来“债转股”方案有可能在港口行业层面率先落实。

投资建议：辽宁东北亚港航发展有限公司作为本轮港口整合过程中出现的第三家省级港口平台，招商局的入主有望带动东北亚港航对辽宁省港口资源整合、一体化运作进入实质性落地机遇期。当前北方港口资源平台建设整合已进入加速阶段，港口企业改革、整合、引入战略合作伙伴可能成为投资热点，中日韩自贸区进程或能提速，且随着国家对债转股政策的大力推进，债转股方案在港口层面执行存在可能。

三重投资机会下，建议关注营口港(600317.SH)、大连港(601880.SH)、锦州港(600190.SH)。

2. 交易时间轴梳理：合作框架→股权划转→协议增资

■ 顶层设计签署合作框架

2017年6月13日，根据大连港、营口港、锦州港公告，辽宁省人民政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，设立**辽宁港口集团**。具体内容包括：

1) **合作建立省级港口统一经营平台**：以大连港集团有限公司、营口港集团有限公司为基础，以市场化方式设立辽宁港口集团，实现辽宁沿海港口经营主体一体化。**辽宁港口集团**的设立与混改于2017年底完成，计划2018年底前完成对省内其他港口经营主体的整合。

2) **主导权归属招商局**：框架确定在招商局集团在控股辽宁港口集团的前提下，主导辽宁港口集团的经营管理。依托招商局资源优势，优化辽宁港口集团的业务架构，提升国际竞争力，进而以辽宁港口集团为核心企业，推动航运中心及相关产业发展；

■ 统筹股权划上归辽宁国资

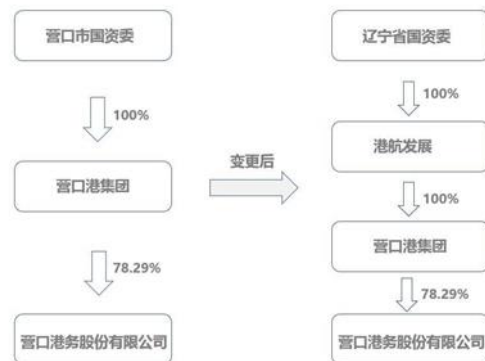
2017年12月20日，大连市国资委和营口市国资委分别将其持有大连港集团及营口港集团100%股权无偿划转至东北亚港航发展有限公司。交易完成后，港航发展合计间接持有**大连港 47.31%的股权、营口港 78.29%的股权以及锦州港 19.08%的股权，实际控制人统一变更为辽宁省国资委。**

图 1：2017 年大连港股权结构变更



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2017 年营口港股权结构变更



资料来源：公司公告，天风证券研究所

■ 招商局入股再进一步

2018年11月4日，大连港、营口港、锦州港同时发布关于间接控股股东股权结构拟发生变更的提示性公告：招商局辽宁将以现金认购辽宁东北亚港航发展有限公司新增注册资本9,960万元。本次增资后，辽宁省国资委将持有港航发展50.1%股权，招商局辽宁将持有港航发展49.9%股权。

3. 东北港口群整合的起因

3.1. 同质化的东北港口群分布

东北港口群由大连、锦州、营口三大港领衔，由于距离相近、共享腹地等原因，三者到货种、服务方面具有较大的同质性。

大连港：是中国东北最重要的集装箱港口，拥有国际国内集装箱航线 100 多条，东北三省 90% 以上的外贸集装箱均在大连港转运。另外经营汽车周转，目前已成为商品车运输北方枢纽港，货物种类则包括油品、散粮、杂货、矿石等，其中尤以油品占比最高。

营口港：专注干散货货物，矿石、钢材、非矿、化肥和内贸集装箱等货种的吞吐量均为东北各港之首，也包括部分外贸集装箱、滚装汽车、粮食、大件设备、成品油及液体化工品和原油。

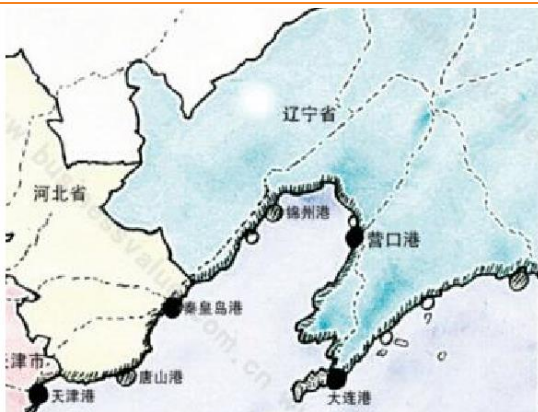
锦州港：主营货物包括油品化工、散粮、三大业务板块，石化业务一直是锦州港重要业务板块，近年来不断朝着“打造能源大港”的目标奋进；粮食方面锦州港是我国内贸粮中转第一大港，占东北港口粮食下水份额的 49%；煤炭方面，锦州港是我国褐煤中转第一大港，但 2014 年后煤炭中转业务预冷。

3.2. 港口整合无疑或对当地港口业的发展带来一丝曙光

在上一轮港口黄金发展的浪潮下，区域内的港口群重复建设以及港口服务同质，港际间恶性竞争严重。大连港、营口港以及锦州港由于处于一港口群，地理位置相近、经济腹地相同，恶性竞争情况严重。近几年来，大连港、营口港以及锦州港的货物吞吐量、集装箱货物吞吐量增速相比全国平均增速均有所下滑。

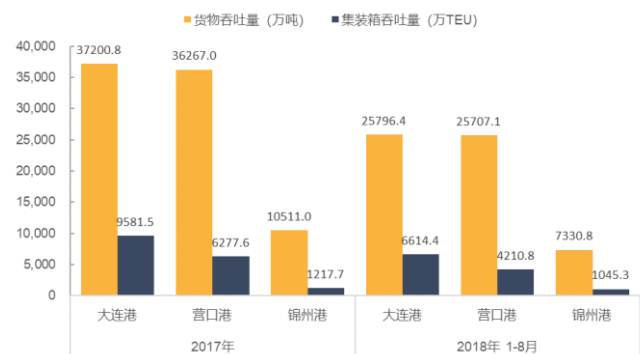
在东北经济下滑、区域港口行业发展遭遇瓶颈之时，港口整合无疑或对当地港口业的发展带来一丝曙光。

图 3：东北港口地图



资料来源：东北亚港航，天风证券研究所

图 4：东北三港货物吞吐量及集装箱吞吐量对比



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 三条主线的或有投资机会

4.1. 招商局入主整合带来的主题机会

我们认为上述招商辽宁增资的落地标志着当前辽宁省港口资源整合、一体化运作正在取得实质性进展。

4.1.1. 港口板块是招商局重要组成部分

招商局港口是招商局集团的重要子公司，现为世界领先的港口开发、投资和营运商，于中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，主控或参资的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头等集装箱枢纽港，并成功布局南亚、非洲、欧洲地中海及南美等地区。招商局港口自 2008 年起布局海外港口并于近年来不断践行“一带一路”的国家倡议，加快国际化步伐。截至 2017 年 12 月共投资参资 17 个国家地区的 32 个港口。

2017 年招商局港口国内外港口全年完成集装箱吞吐量 10,290.26 万 TEU，同比增长 7.4%；完成散杂货吞吐量 5.07 亿吨，同比增长 10.31%。

图 5：招商局港口港区联动与产城融合模式



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：招商局港口“前港-中区-后城”模式



资料来源：WIND，天风证券研究所

招商局港口目前主要从事集装箱和散杂货的港口装卸、仓储、运输及其它配套服务，主要经营深圳西部港区 18 个集装箱泊位和 11 个散杂货泊位，汕头港 9 个多功能泊位、2 个集装箱泊位、2 个散货泊位和 1 个滚装船泊位，顺德港 4 个多功能泊位、厦门漳州港 5 个多功能泊位、3 个散货泊位和 1 个其他码头，斯里兰卡母港科伦坡港 4 个集装箱泊位、汉港 8 个多功能泊位、2 个油品泊位和 2 个集装箱泊位、多哥洛美港 1 个集装箱泊位、巴西巴拉那瓜港 3 个集装箱泊位。同时参资上海、宁波等集装箱枢纽港，并成功布局南亚、非洲、欧洲、南美洲及大洋洲等地港口。

图 7：招商局港口全球布局



资料来源：招商局港口官网，天风证券研究所

4.1.2. 东北地区港口整合预期升温

本次，招商局集团通过招商局（辽宁）港口发展有限公司增资东北亚港航发展有限公司，在《框架协议》中，已确立招商局集团主导辽宁港口集团的经营管理的定位，我们判断招商局港口作为招商局业务板块的重要组成部分，未来或有可能在整合中扮演更为关键的作用。

除此以外，招商局港口在全球范围实践下的“前港—中区—后城”的成功模式也将有望在与辽宁省政府的深入合作中进行复制扩张，在港口运营、物流运输、园区开发、金融服务等多个领域开展深入合作。

其次，当前东北地区港口整合预期进一步升温，未来很有可能通过东北亚港航发展有限公司继续对北方港口（如盘锦港、葫芦岛港、丹东港等）进行统筹整合，便于管理与发展。

国企改革将会是延续交运板块的投资主线之一，招商局的入主或预示着全国港口企业混改拉开序幕。

4.2. 中日韩自贸区进程或能提速

另外，需要重点关注中日韩自贸区提速带来的投资机会。

中日韩自由贸易区：是一个由人口超过 15 亿的大市场构成的三国自由贸易区，自由贸易区内关税和其他贸易限制将被取消，商品等物资流动更加顺畅。

谈判历程：自 2002 年在中日韩三国领导人峰会上提出，2012 年 5 月 13 日中日韩签署自由贸易投资协议；明确规定签署的中日韩投资协定共包括 27 条和 1 个附加议定书，囊括了国际投资协定通常包含的所有重要内容，包括投资定义、使用范围、最惠国待遇、国民待遇、征收、转移、代位、税收、一般例外、争议解决等条款。后续，在 2013 年-2015

年三国已经历七轮谈判，但实际进展较慢。

最新进程：2018年5月9日，国务院总理李克强同日本首相安倍晋三、韩国总统文在寅共同出席第七次中日韩领导人会议。其中，李克强发表讲话对加快中日韩自贸区谈判进程，推动早日达成“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）提出愿景。

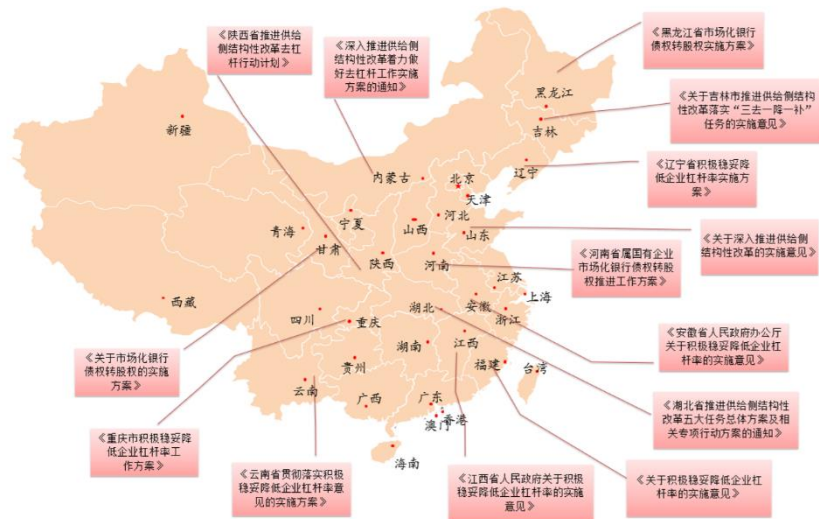
我们认为，当前中日韩自贸区协定的进程有望进入提速期，而中日韩自由贸易区是一个由人口超过15亿的大市场构成的三国自由贸易区，中国、日本和韩国的经济贸易往来将可能加速，同期的货物流通、商品流通速度也将有望提升，辽宁三港（营口港、大连港、锦州港）将受益于自贸区的落地而进入加速机遇期。

4.3. 债转股的地方实践机会

4.3.1. 债转股的政策梳理

2016年10月10日，国务院发布了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，提出多种政策方案缓解企业债压力，具体包括鼓励企业并购、公司治理改革、推广证券化、改善债务结构、债转股、允许更多企业破产、鼓励股权融资等，政策推进新一轮市场化债转股拉开序幕。随后一系列定向激励措施陆续出台，加速推进本轮市场化“债转股”进程。包括辽宁省、重庆市、河南省、甘肃省、陕西省、广东省在内的多个地方政府积极开展债转股工作，配合本轮债转股政策落地。

图 8：地方政府积极出台地方性政策推进当地企业债转股



资料来源：地方政府网，地方国资委等网站，天风证券研究所

4.3.2. 地方债转股的实践机会

当前，国家政策层面对债转股的推进不遗余力，市场化债转股已经取得了一定的成果。我们判断未来“债转股”方案有可能在港口行业层面率先落实。

5. 投资建议

辽宁东北亚港航发展有限公司作为本轮港口整合过程中出现的第三家省级港口平台，招商局的入主有望带动东北亚港航对辽宁省港口资源整合、一体化运作进入实质性落地机遇期。当前北方港口资源平台建设整合已进入加速阶段，港口企业改革、整合、引入战略合作伙伴可能成为投资热点，中日韩自贸区进程或能提速。且随着国家对债转股政策的大力推进，债转股方案在港口层面执行存在可能。三重投资机会下，建议关注营口港（600317.SH）、大连港（601880.SH）、锦州港（600190.SH）。

6. 风险提示

宏观经济不景气；贸易摩擦导致沿海港口吞吐量下滑；大连港、营口港、锦州港经营业绩下滑；辽宁港口整合不及预期；营口港集团债券兑付危机等

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com