

招商港口(001872)

报告日期: 2023年04月16日

港口网络资源稀缺, 开源节流空间广阔

——招商港口深度报告

投资要点

- 招商港口分管招商局集团旗下港口业务, 业务经营基于投资的控股子公司以及参股联营企业、合营企业, 投资布局全球, 已形成高度协同的港口网络。得益于突出的整合能力, 公司预计于“一带一路”沿线持续扩张, 在各投资项目的所在地深挖资源价值, 并推广先进经验, 逐步增厚利润。**
- 全球领先港口运营商, 并表业务+投资收益双轮驱动业绩**
 招商港口(招商局港口集团股份有限公司, 001872.SZ)分管招商局集团旗下港口投资、开发、运营业务。公司以港口装卸仓储为核心业务, 作业货种分集装箱、散杂货两类, 业务经营基于投资的控股子公司以及参股联营、合营企业, 投资范围以大中华区为核心, 辐射全球。得益于广阔的港口投资范围, 公司并表业务、投资收益双轮驱动业绩稳定增长。2022年, 公司实现营收162.30亿元, 同比增长6.19%; 归母净利润33.37亿元, 同比增长24.26%; 投资收益73.78亿元, 同比增长11.16%。2019-2022年营收、归母净利润、投资收益复合增长率分别为10.21%、4.82%、16.89%。
- 业务: 港口网络拥抱全球, 协同并进凸显价值**
 公司经营以港口业务为核心, 采用控股运营+参股投资的方式布局全球, 形成高度协同的港口网络, 并行保税物流、物业开发及投资业务, 延续港口网络协同作用。公司港口业务以国内市场为支柱, 战略布局海外市场以奠基长期成长性, 中国大陆以及港台地区市场持续贡献约70%的集装箱吞吐量、99%的散杂货吞吐量, 以及约70%的港口业务营收、约90%的港口业务投资收益。分地区看, 国内港口覆盖五大港口群, 其中, 控股港口以珠三角地区为核心, 珠三角地区持续贡献约60%的营收以及约70%的毛利润; 参股港口以长三角地区为核心, 上港集团持续贡献超60%的投资收益。海外港口以亚非拉地区为重点, 控股子公司集中在斯里兰卡、多哥、巴西等地。
- 开源节流, 资源价值有望再迎突破**
 公司港口网络布局广泛并高度协同, 且具备持续拓宽业绩来源、提效优化成本的潜力, 有望开源节流凸显资源价值。开源方面, 公司具备推动国家“一带一路”倡议的背景, 叠加雄厚的资金实力, 持续扩张港口网络规模的实力确定, 同时得益于“前港-中区-后城”模式经验, 持续培育并绑定腹地资源, 夯实长期竞争力; 节流方面, 公司管理经验优越, 且数字化实力深厚, 持续赋能旗下港口降本增效, 奠基利润改善。
- 盈利预测与估值**
 招商港口的港口网络布局广阔, 资产价值稀缺。得益于突出的整合能力, 预计随着后续扩张网络、绑定资源、复制优秀经验等经营优化落实, 进一步凸显资产价值。预计公司2023-2025年实现营业收入169.03、179.35、191.68亿元, 同比增长4.14%、6.11%、6.87%, 实现归母净利润37.07、40.93、45.17亿元, 同比增长11.08%、10.41%和10.37%, 对应EPS为1.48、1.64、1.81元。现价对应PE为12.2倍、11.0倍、10.0倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示**
 国际需求波动超预期; 投资项目扩张不及预期; 经营经验、智慧港口技术普及不及预期。

投资评级: 增持(首次)

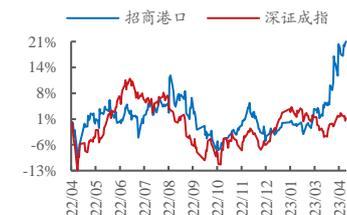
分析师: 匡培钦
 执业证书号: S1230520070003
 kuangpeiqin@stocke.com.cn

分析师: 黄安
 执业证书号: S1230522120001
 huangan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.06
总市值(百万元)	45,133.29
总股本(百万股)	2,499.07

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,230	16,903	17,935	19,168
(+/-) (%)	6.19%	4.14%	6.11%	6.87%
归母净利润	3,337	3,707	4,093	4,517
(+/-) (%)	24.26%	11.08%	10.41%	10.37%
每股收益(元)	1.34	1.48	1.64	1.81
P/E	13.52	12.17	11.03	9.99

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

盈利预测、估值与评级

- 盈利预测:** 招商港口的港口网络布局广阔, 资产价值稀缺。得益于突出的整合能力, 预计随着后续扩张网络、绑定资源、复制优秀经验等经营优化落实, 进一步凸显资产价值。预计公司 2023-2025 年实现营业收入 169.03、179.35、191.68 亿元, 同比增长 4.14%、6.11%、6.87%, 实现归母净利润 37.07、40.93、45.17 亿元, 同比增长 11.08%、10.41%和 10.37%, 对应 EPS 为 1.48、1.64、1.81 元。现价对应 PE 为 12.2 倍、11.0 倍、10.0 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 相对估值:** 对标 SW 二级港口行业的 13 个可比标的, 基于 2023 年 4 月 14 日收盘价, 行业加权平均 PE (TTM) 为 14.3 倍, 加权平均 PB (LF) 为 1.1 倍。行业整体估值偏低, 而公司当前 PE (TTM)、PB (LF) 均低于行业, 具备底部布局价值。
- 投资评级:** 首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

我们基于以下核心假设进行盈利预测:

- 并表业务:** 公司并表业务主要分港口业务、保税物流业务、物业开发及投资业务三类, 其中以港口业务为核心。
 - 港口业务:** 高度挂钩货物吞吐量。2022 年疫情反复、外需不足、各货种下游需求承压等因素叠加, 公司集装箱吞吐量增速承压、散杂货吞吐量出现负增长。现阶段疫情因素消退, 预计各货种下游需求逐步复苏, 考虑到公司控股码头遍布海内外, 预计 2023-2025 年集装箱吞吐量、散杂货吞吐量均实现稳步改善。考虑到公司海外控股码头主要位于亚非拉地区, 市场成熟度低于国内码头, 预计增速高于大中华区控股码头。
 - 控股集装箱吞吐量:** 预计 2023-2025 年, 中国大陆及港台地区控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%, 海外控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 5%、5%、5%, 公司控股集装箱吞吐量同比增速分别为 1.92%、3.47%、3.48%。
 - 控股散杂货吞吐量:** 预计 2023-2025 年, 中国大陆及港台地区控股码头散杂货吞吐量同比增速分别为 1%、2%、2%, 海外控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%, 公司控股集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、2.01%、2.01%。
 - 保税物流业务:** 考虑到疫情因素消退以及宏观消费低迷等因素, 预计 2023 年保税物流收入有所回升, 但增速偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏, 预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司保税物流业务收入同比增速分别为 5%、5%、5%。
 - 物业开发及投资业务:** 考虑到地产行业在 2023 年仍有所承压, 预计 2023 年物业开发与投资业务增速仍偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏, 预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司物业开发及投资业务收入同比增速分别

为 2%、2%、2%。

2. **投资收益：**公司投资参股企业众多，投资收益亦主要分港口业务、保税物流业务、物业开发及投资业务三类，并以港口业务为核心。

- a) **港口业务：**上港集团 2021 年起持续贡献公司港口业务大中华区约 80%、港口业务合计约 75%的投资收益。
- i. **上港集团：**基于浙商证券研究所交运团队（本团队）于 2023 年 4 月对上港集团的盈利预测，综合考虑各业务线条发展情况，预计上港集团 2023-2025 年归母净利润分别为 133.15 亿元、143.29 亿元、155.39 亿元。公司持有上港集团 28.05%的股份，预计上港集团 2023-2025 年贡献投资收益分别为 37.35、40.19、43.59 亿元。
- ii. **其他港口：**考虑 2022 年 10 月起宁波港持股增至 23.08%、2023 年全球集运景气度下滑、宏观消费景气度低迷等因素，预计除上港集团外，其他港口 2023-2025 年贡献投资收益分别为 29.49、32.72、36.49 亿元。
- b) **保税物流业务：**考虑到疫情因素消退以及宏观消费低迷等因素，预计 2023 年保税物流投资收益有所回升，但增速偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司保税物流业务投资收益同比增速分别为 2%、2%、2%。
- c) **物业开发及投资业务：**考虑到地产行业在 2023 年仍有所承压，预计 2023 年物业开发与投资业务增速仍偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司物业开发及投资业务投资收益同比增速分别为 2%、2%、2%。

股价上涨的催化因素

股价上涨的可观测指标：“一带一路”倡议推进；外需改善等。

风险提示

- **国际需求波动超预期：**公司高度受益于全球网络布局，若海外需求波动过大，公司业绩稳定性或受损。
- **投资项目扩张不及预期：**公司后续港口网络扩张基于持续的海内外项目投资，若投资不及预期，公司业绩成长预计放缓。
- **经营经验、智慧港口技术推广不及预期：**公司后续盈利能力改善基于经营经验以及智慧港口技术向控股、参股港口推广，若推广不及预期，预计盈利能力改善放缓。

正文目录

1 全球领先港口运营商，并表业务+投资收益双轮驱动业绩	7
1.1 统筹招商局港口板块，投资布局全球港口	7
1.2 财务：并表业务+投资收益双轮驱动，港口业务支撑业绩	8
2 业务：港口网络拥抱全球，协同并进凸显价值	10
2.1 港口业务：营造协同网络，释放资产价值	10
2.1.1 大中华区：覆盖全国五大港口群，南方港口打造业绩基本盘	11
2.1.2 海外：多元布局，侧重亚非拉	14
2.2 保税物流、物业开发投资业务：延续稀缺港口网络资源的协同效应	15
3 开源节流，资源价值有望再迎突破	17
3.1 开源：网络扩张+资源深度绑定，拓展港口网络价值	17
3.1.1 网络扩张：“一带一路”沿线持续开拓项目，扩大网络覆盖面	17
3.1.2 网络纵深：推广“前港-中区-后城”模式，深化网络资源绑定	19
3.2 节流：管理经验优越+数字化实力深厚，经营改善降本可期	20
4 盈利预测及估值	22
4.1 盈利预测：预计 2023 年实现归母净利润 37.07 亿元	22
4.2 相对估值：优质资产价值低估，具备布局价值	24
5 风险提示	25

图表目录

图 1: 招商港口背靠招商局, 并通过控股招商局港口间接投资 (数据截至 2022 年末)	7
图 2: 招商港口营业收入 2019-2022 年复合增长率为 10.21%.....	9
图 3: 招商港口归母净利润 2019-2022 年复合增长率为 4.82%.....	9
图 4: 招商港口营业收入中持续超 95%的比重来自港口业务.....	9
图 5: 招商港口投资收益中持续超 90%的比重来自港口业务.....	9
图 6: 招商港口毛利润中持续超 97%的比重来自港口业务.....	9
图 7: 招商港口港口业务支撑公司毛利率维持在 40%附近.....	9
图 8: 大中华区持续贡献招商港口集装箱吞吐量约 70%的比重.....	11
图 9: 中国大陆持续贡献招商港口散杂货吞吐量约 99%的比重.....	11
图 10: 大中华区持续贡献招商港口港口业务约 70%的营收.....	11
图 11: 大中华区持续贡献招商港口港口业务约 90%的投资收益.....	11
图 12: 招商港口中国大陆港口布局覆盖全国五大港口群, 控股、参股分别以南方、北方为主.....	12
图 13: 珠三角地区 2019 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区营收约 60%的比重.....	12
图 14: 珠三角地区 2019 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区毛利润约 70%的比重.....	12
图 15: 深圳西部港区 2020 年起持续贡献招商港口中国大陆控股集装箱吞吐量约 65%的比重.....	13
图 16: 湛江港持续贡献招商港口中国大陆控股散杂货吞吐量约 60%的比重.....	13
图 17: 上港集团 2021 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区投资收益约 80%的比重.....	13
图 18: 上港集团持续贡献招商港口中国大陆参股集装箱吞吐量约 60%的比重.....	14
图 19: 辽港股份持续支撑招商港口中国大陆参股散杂货吞吐量.....	14
图 20: 招商港口海外重点布局港口.....	14
图 21: 法国 TL 支撑招商港口海外集装箱吞吐量, 且占比持续提升.....	15
图 22: 吉布提 PDSA 支撑招商港口海外散杂货吞吐量, 但占比随斯里兰卡 HIPG 扩张而有所下滑.....	15
图 23: 招商港口保税物流业务地区结构持续优化.....	15
图 24: 招商港口重点港口布局与“一带一路”海上丝绸之路高度契合.....	17
图 25: 招商港口 (001872.SH) 流动资产.....	18
图 26: 招商局港口 (0144.HK) 流动资产.....	18
图 27: 中国港口货物吞吐量增速高度挂钩 GDP 增速.....	19
图 28: 吉布提港吞吐量增速预计随经济改善而提升.....	19
图 29: 招商港口研发费用持续增长.....	20
表 1: 招商港口主要业务板块.....	7
表 2: 招商港口主要通过子公司与参股公司开展业务, 投资已形成全球网络 (数据截至 2022 年末)	8
表 3: 招商港口已形成全球业务布局 (数据截至 2022 年年报)	10
表 4: 招商港口国内保税物流业务相关子公司、参股公司信息.....	16
表 5: 招商港口海外投资历程.....	18
表 6: “前港-中区-后城”吉布提案例的相关节点事件.....	19
表 7: 招商港口智慧港口相关平台及应用.....	20
表 8: 招商港口“妈湾智慧港”运营已实现降本增效.....	21
表 9: 招商港口盈利预测简表.....	23
表 10: 招商港口可比公司估值表 (2023.4.14)	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

经营：基于子公司与参股企业，投资范围遍布全球。公司主要通过投资子公司以及参股联营企业、合营企业开展业务，投资范围以大中华区为核心，辐射南亚、非洲、南美、大洋洲、欧洲等地区。国内投资上，珠三角、长三角、环渤海为重点地区；海外投资上，斯里兰卡、法国、吉布提等为重点地区。

表2：招商港口主要通过子公司与参股公司开展业务，投资已形成全球网络（数据截至 2022 年末）

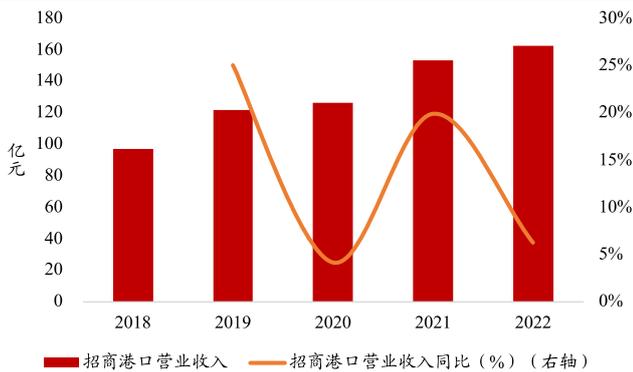
业务	所在地区	子公司、参股企业名称	股权关系
港口业务	中国大陆-珠三角	赤湾集装箱码头有限公司 (CCT)	持股 75%控股
		蛇口集装箱码头有限公司 (SCT)	全资子公司
		深圳赤湾国际货运代理有限公司	全资子公司
		深圳赤湾拖轮有限公司	全资子公司
		深圳赤湾港口发展有限公司	全资子公司
		妈湾智慧港 (MWP)	全资子公司
		招商港务 (深圳) 有限公司	全资子公司
		佛山 广东颐德港口有限公司	招商局港口持股 51%控股
		N/A 珠江内河货运码头有限公司	招商局港口持股 20%
		东莞 东莞深赤湾港务有限公司	持股 85%控股
	东莞深赤湾码头有限公司	全资子公司	
	中国大陆-长三角	上海 上海国际港务(集团)股份有限公司	持股 28.05%，二股东
		宁波 宁波大榭招商国际码头有限公司	持股 45%
		宁波舟山港股份有限公司 (NBP)	持股 23.08%，二股东
	中国大陆-环渤海	舟山 招商局港口 (舟山) 滚装物流有限公司	持股 51%控股
		天津 天津港集装箱码头有限公司 (TCT)	持股 7.31%
		青岛 青岛港招商局国际集装箱码头有限公司	全资子公司
		招商局国际码头 (青岛) 有限公司	持股 90.1%控股
	中国大陆-东南沿海	大连 辽宁港口股份有限公司	持股 5.20%，招商局集团旗下辽港集团控股
		漳州招商局厦门湾港务有限公司	持股 31%
	中国大陆-西南沿海-湛江	漳州招商局码头有限公司	持股 60%控股
		汕头招商局港口集团有限公司	持股 60%控股
	中国香港	湛江港 (集团) 股份有限公司	持股 58.35%控股
		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 (MTL)	招商局港口持股 27%，二股东
	中国台湾	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			
斯里兰卡	科伦坡 科伦坡国际集装箱码头有限公司 (CICT)	BOT 模式持股 85%	
	汉班托塔 汉班托塔港国际港口集团公司	招商局港口持股 65.03%控股	
尼日利亚-庭堪岛	庭堪岛集装箱码头公司 (TICT)	招商局港口持股 28.5%	
	多哥-洛美 洛美集装箱码头 (LCT)	持股 50%	
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%	
土耳其	Kumport Liman Hizmetleri ve Lojistik Sanayi ve Ticaret A.S.	招商局港口持股 26%	
法国	Terminal Link	招商局港口持股 49%	
巴西-巴拉那瓜	TCP (Terminal de Containeres de Paranagua)	持股 77.45%控股	
澳大利亚-纽卡斯尔	纽卡斯尔港 (Port of Newcastle)	持股 50%	
港口相关业务	中国香港 亚洲空运中心 (AAT)	持股 34.6%	
	中国大陆-环渤海 天津 天津海天保税物流有限公司	与天津港股份合资	
	青岛 招商港口青岛项目	招商局国际青岛公司负责	
	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	
中国大陆-珠三角	深圳海勤工程管理有限公司	招商局港口持股 55%控股	
	招商局保税物流有限公司 (招商保税)	招商局港口全资子公司	

资料来源：公司官网，公司公告，辽港股份公司公告，宁波港公司公告，浙商证券研究所

1.2 财务：并表业务+投资收益双轮驱动，港口业务支撑业绩

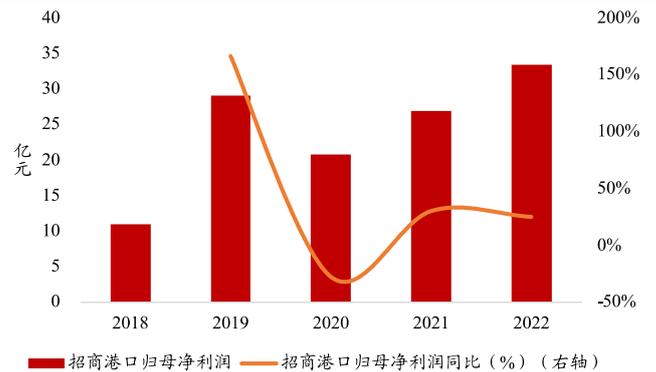
业绩稳步增长，营收、归母净利润 2019-2022 年复合增长率分别为 10.21%、4.82%。公司得益于广阔的港口投资范围，经营稳定性较强，确保业绩稳定增长。2022 年，公司营收实现 162.30 亿元，同比增长 6.19%，2019-2022 年复合增长率为 10.21%；归母净利润实现 33.37 亿元，同比增长 24.26%，2019-2022 年复合增长率为 4.82%。

图2: 招商港口营业收入 2019-2022 年复合增长率为 10.21%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

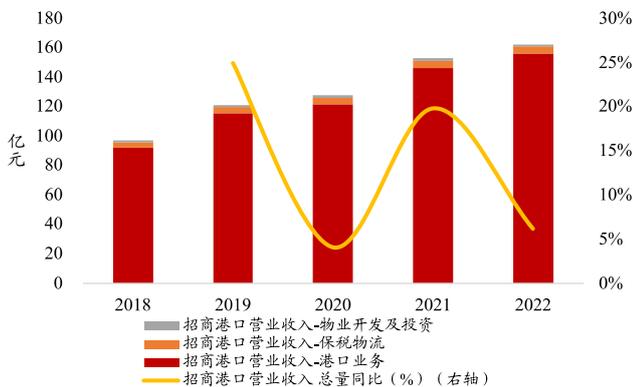
图3: 招商港口归母净利润 2019-2022 年复合增长率为 4.82%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

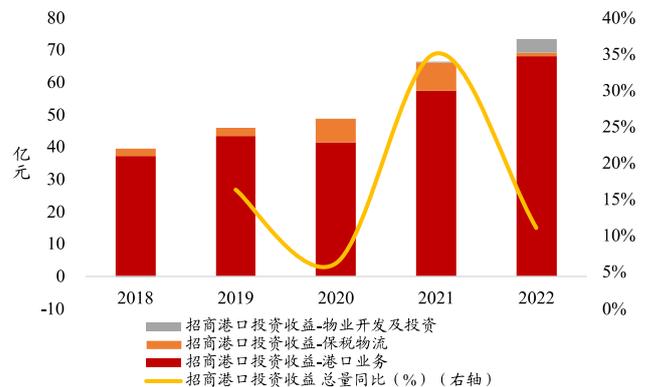
并表业务、投资收益双轮驱动，港口业务持续支撑业绩。在并表业务的基础上，对参股联营企业、合营企业等的投资亦为公司业绩的重要来源。2022 年，公司投资收益实现 73.78 亿元，同比增长 11.16%，2019-2022 年复合增长率为 16.89%。其中，对联营企业和合营企业的投资收益实现 71.85 亿元，占投资收益 97.39%的比重。分业务看，港口业务在并表业务以及投资收益上均持续贡献主要业绩，占营收、投资收益、毛利润的比重分别持续超 95%、90%、97%，并支撑公司毛利率维持在 40%附近。

图4: 招商港口营业收入中持续超 95%的比重来自港口业务



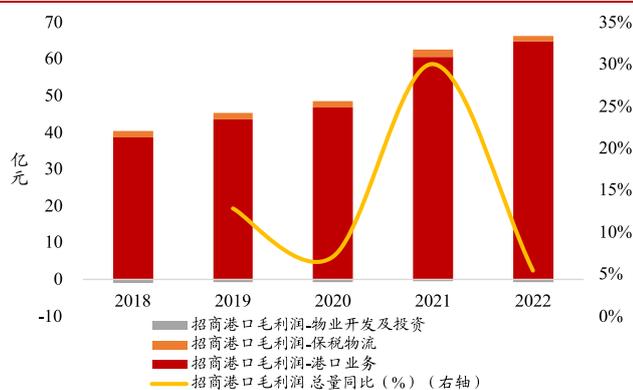
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 招商港口投资收益中持续超 90%的比重来自港口业务



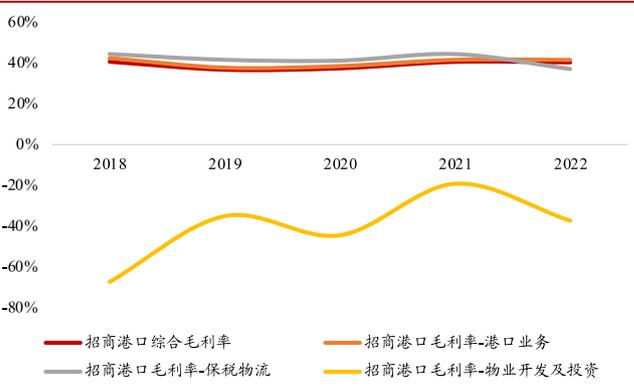
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 招商港口毛利润中持续超 97%的比重来自港口业务



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 招商港口港口业务支撑公司毛利率维持在 40%附近



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 业务：港口网络拥抱全球，协同并进凸显价值

公司经营以港口业务为核心，采用**控股运营+参股投资**的方式布局全球，形成高度协同的**港口网络**，并衍生保税物流、物业开发及投资业务，**延续港口网络协同作用**。公司港口业务以国内市场为支柱，战略布局海外市场以**奠基长期成长性**，中国大陆以及港台地区市场持续贡献约 70%的集装箱吞吐量、99%的散杂货吞吐量，以及约 70%的港口业务营收、约 90%的港口业务投资收益。分地区看，**国内港口覆盖五大港口群**，其中，**控股港口以珠三角地区为核心**，珠三角地区持续贡献约 60%的营收以及约 70%的毛利润；**参股港口以长三角地区为核心**，上港集团持续贡献超 60%的投资收益。**海外港口以亚非拉地区为重点**，控股子公司集中在斯里兰卡、多哥、巴西等地。

2.1 港口业务：营造协同网络，释放资产价值

控股运营+参股投资布局海内外，网络协同提质增效。公司采用控股运营叠加参股投资的形式，通过上市主体（001872.SZ）主导对内整合、控股子公司招商局港口（0144.HK）主导对外扩张，实现全球化的港口网络布局。现阶段，控股港口主要覆盖珠三角、东南沿海、西南沿海、斯里兰卡、巴西、多哥等地区；参股港口主要覆盖长三角、环渤海、法国、土耳其、吉布提、尼日利亚等地区。得益于全球港口网络的协同作用，公司可避免旗下各港口间的同业摩擦，并提升对抗行业波动、贸易摩擦等风险的能力，释放港口资产价值。

表3：招商港口已形成全球业务布局（数据截至 2022 年年报）

地区	港口公司	持股情况	货种		
珠三角	深圳西部港区	控股	集装箱	散杂货	
	顺德新港	控股	集装箱	散杂货	
	珠江内河货运码头	参股	集装箱	散杂货	
	东莞麻涌	控股		散杂货	
长三角	上港集团	参股	集装箱	散杂货	
	宁波舟山港	参股	集装箱	散杂货	
	宁波大榭	控股	集装箱		
中国大陆	天津港集装箱码头	参股	集装箱		
	QQCTU	参股	集装箱		
	环渤海	辽港股份	参股	集装箱	散杂货
		QQTU	参股		散杂货
		青岛董家口	参股		散杂货
	东南沿海	莱州港务	参股		散杂货
		漳州码头	控股	集装箱	散杂货
汕头港		控股	集装箱	散杂货	
西南沿海	厦门湾港务	控股		散杂货	
	湛江港	控股	集装箱	散杂货	
港台	中国香港	招商货柜/现代货箱	控股/参股	集装箱	
	中国台湾	台湾高明货柜	参股	集装箱	
海外	斯里兰卡	CICT	控股	集装箱	
		HIPG	控股		散杂货
	巴西	TCP	控股	集装箱	
	多哥	LCT	控股	集装箱	
	法国	TL	参股	集装箱	
	土耳其	Kumport	参股	集装箱	散杂货
	吉布提	PDSA	参股	集装箱	散杂货
	尼日利亚	TICT	参股	集装箱	

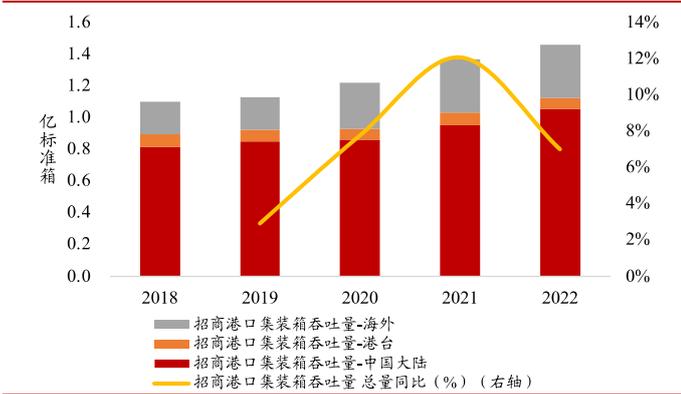
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

地区结构：现阶段国内业务支撑业绩基本盘，海外业务战略布局奠基成长性。公司港口业务吞吐量稳健增长，支撑业绩稳定性。现阶段，公司港口业务以大中华区为核心，中

中国大陆以及港台地区市场持续贡献约 70%的集装箱吞吐量、99%的散杂货吞吐量，以及约 70%的港口业务营收、约 90%的港口业务投资收益。

- **吞吐量：**2022 年，公司实现集装箱吞吐量 1.46 亿标准箱，同比增长 7.0%，实现散杂货吞吐量 7.40 亿吨，同比增长 20.6%，2019-2022 年集装箱、散杂货吞吐量复合增长率分别为 8.92%、14.75%。分地区看，中国大陆以及港台地区市场持续贡献约 70%的集装箱吞吐量、约 99%的散杂货吞吐量。

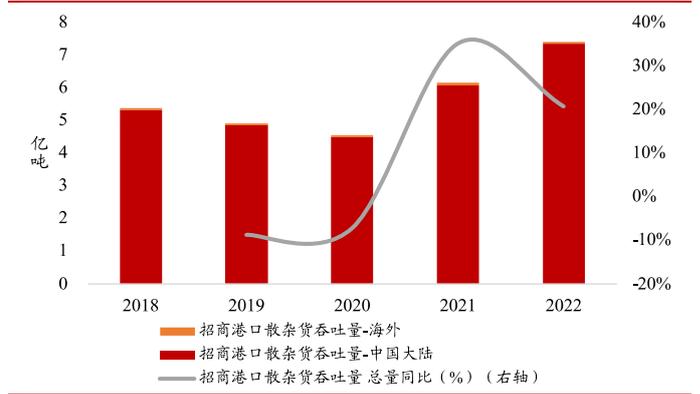
图8：大中华区持续贡献招商港口集装箱吞吐量约 70%的比重



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：统计口径为公司旗下控股子公司及联营、合营公司的总吞吐量

图9：中国大陆持续贡献招商港口散杂货吞吐量约 99%的比重

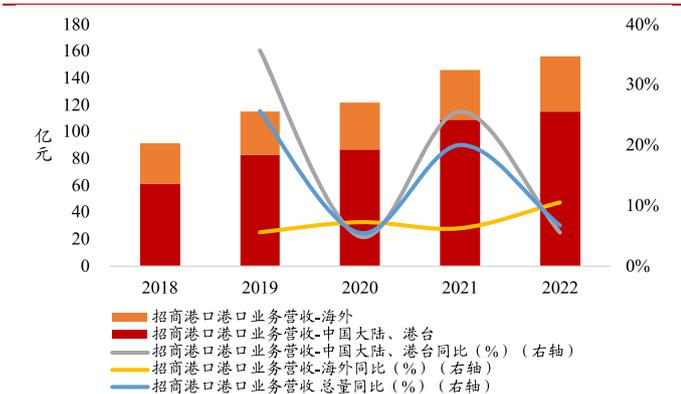


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：统计口径为公司旗下控股子公司及联营、合营公司的总吞吐量

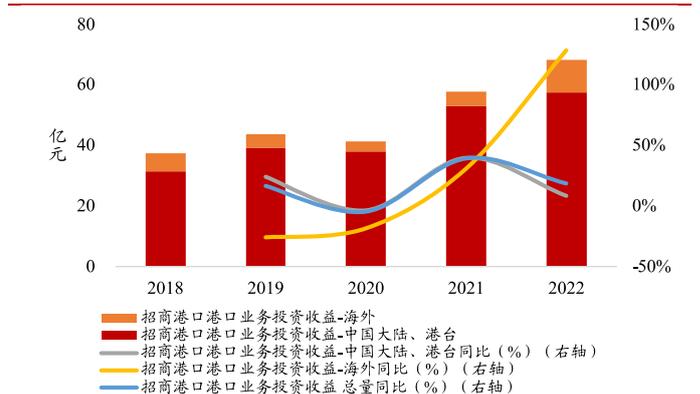
- **营收与投资收益：**2022 年，公司港口业务实现营收 156.27 亿元，同比增长 6.77%，实现投资收益 68.34 亿元，同比增长 18.45%，2019-2022 年营收、投资收益复合增长率分别为 10.61%、16.17%。分地区看，中国大陆以及港台地区市场持续贡献约 70%的营收、约 90%的投资收益。

图10：大中华区持续贡献招商港口港口业务约 70%的营收



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11：大中华区持续贡献招商港口港口业务约 90%的投资收益

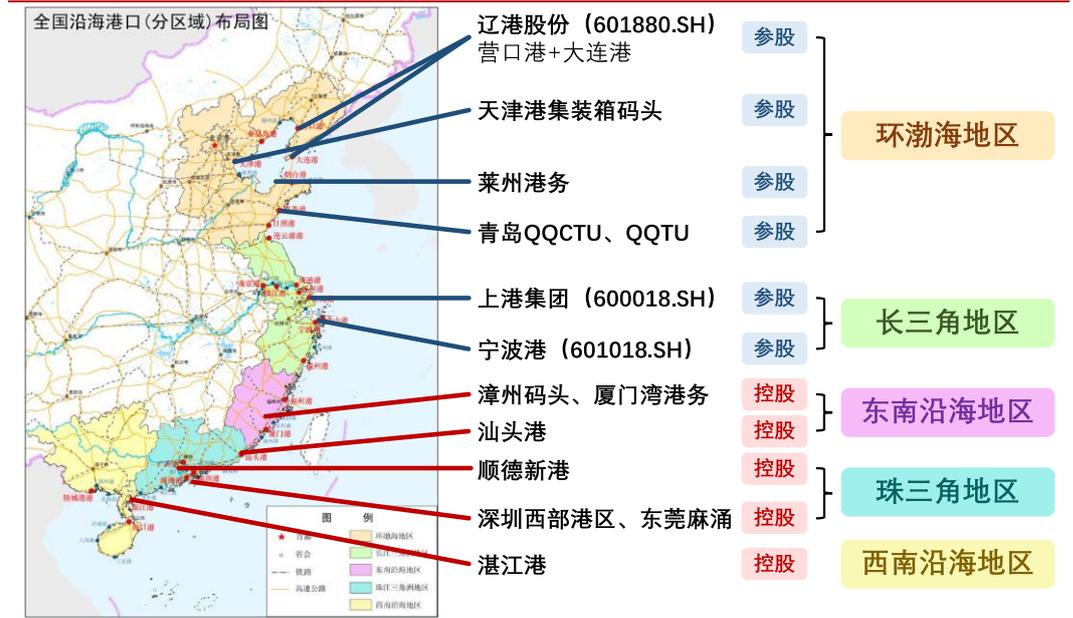


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1.1 大中华区：覆盖全国五大港口群，南方港口打造业绩基本盘

全国布局：覆盖全国五大港口群，南方控股为主，北方参股为主。公司大中华区港口布局覆盖交通部《全国沿海港口布局规划》中的环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲、西南沿海五大港口群，高度受益于港口群之间、港口群内部资源分配的协同效应。分持股情况看，公司控股港口集中在东南沿海、珠三角、西南沿海地区，而参股港口集中在长三角、环渤海地区。

图12: 招商港口中国大陆港口布局覆盖全国五大港口群, 控股、参股分别以南方、北方为主

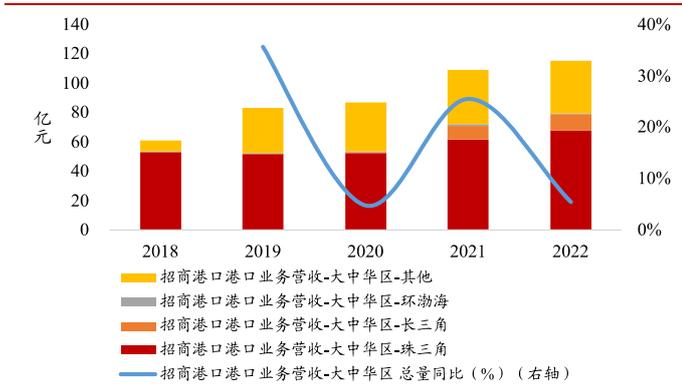


资料来源: 公司公告, 交通部《全国沿海港口布局规划》, 浙商证券研究所绘制

控股: 以珠三角为核心, 深圳西部港区持续贡献约 70%的中国大陆控股集装箱吞吐量。公司港口业务在大中华区的控股子公司集中在中国大陆。分地区看, 珠三角地区 2019 年起持续贡献公司港口业务大中华区约 60%的营收、约 70%的毛利润。在吞吐量上, 深圳西部港区持续贡献约 70%的中国大陆控股集装箱吞吐量; 湛江港持续贡献大中华区约 60%的中国大陆控股散杂货吞吐量。

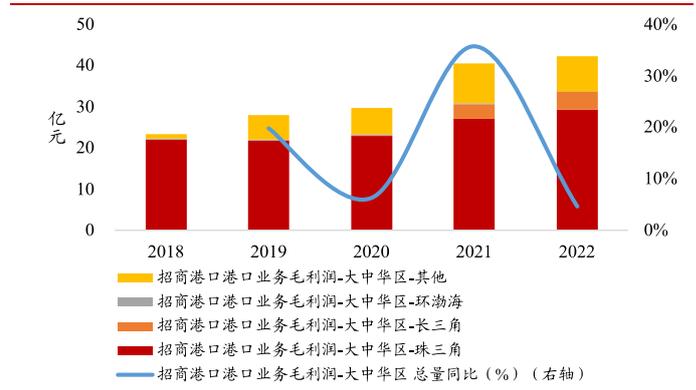
- **营收与毛利润: 珠三角持续支撑主要业绩。**2022 年, 公司港口业务大中华区实现营收 115.40 亿元, 同比增长 5.49%, 其中珠三角地区 2019 年起占比稳定在 60%附近; 实现毛利润 42.40 亿元, 同比增长 4.67%, 其中珠三角地区 2019 年起占比稳定在 70%附近。

图13: 珠三角地区 2019 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区营收约 60%的比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所
注: 统计口径为公司旗下控股子公司总吞吐量

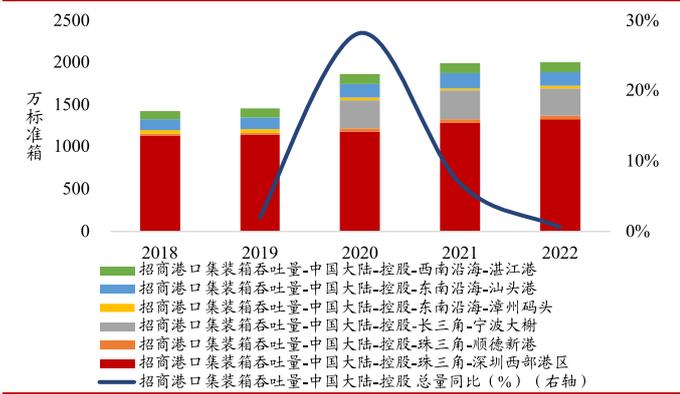
图14: 珠三角地区 2019 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区毛利润约 70%的比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所
注: 统计口径为公司旗下控股子公司总吞吐量

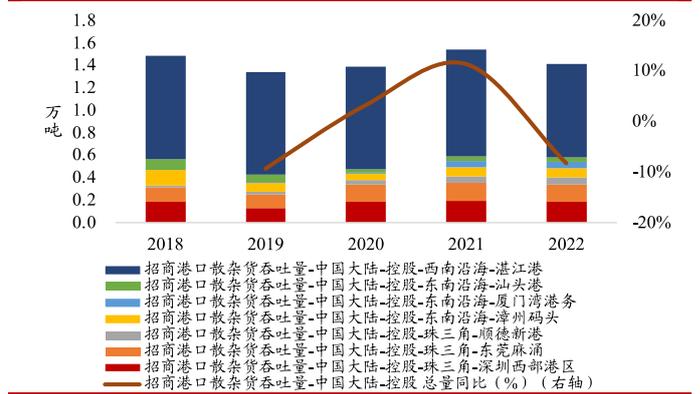
- **吞吐量: 深圳西部港区、湛江港分别持续支撑中国大陆控股集装箱、散杂货吞吐量。**2022 年, 公司港口业务中国大陆实现控股集装箱吞吐量 2010.3 万标准箱, 同比增长 0.58%, 其中深圳西部港区 2020 年起占比稳定在 70%附近; 实现控股散杂货吞吐量 1.41 亿吨, 同比下滑 8.32%, 其中湛江港占比稳定在 60%附近。

图15: 深圳西部港区 2020 年起持续贡献招商港口中国大陆控股集装箱吞吐量约 65%的比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所
注: 统计口径为公司旗下控股子公司总吞吐量

图16: 湛江港持续贡献招商港口中国大陆控股散杂货吞吐量约 60%的比重

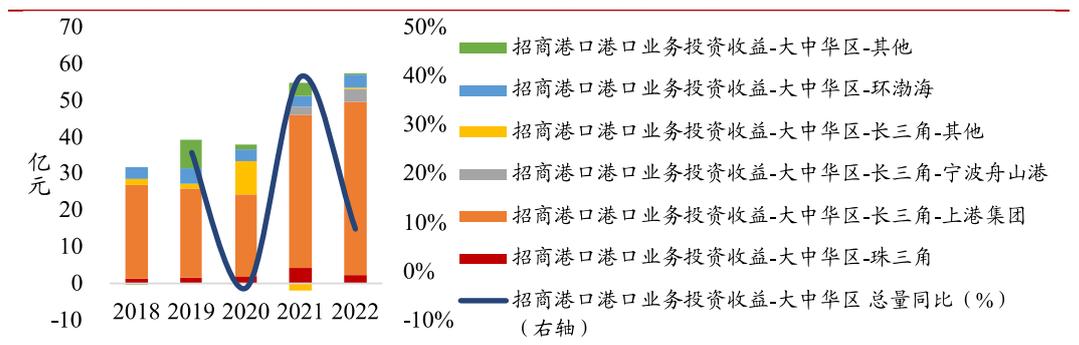


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所
注: 统计口径为公司旗下控股子公司总吞吐量

参股: 上港集团贡献投资收益占大中华区投资收益比重稳定超 80%，且持续贡献约 60% 的中国大陆参股集装箱吞吐量。公司港口业务在大中华区的参股公司亦集中在中国大陆。其中，上港集团 2021 年起持续贡献公司港口业务大中华区约 80% 的投资收益。在吞吐量上，上港集团持续贡献约 60% 的中国大陆参股集装箱吞吐量；辽港股份持续支撑中国大陆参股散杂货吞吐量，但预计占比随着公司将宁波港吞吐量纳入统计而逐步收窄。

- **投资收益: 上港集团贡献投资收益占大中华区投资收益比重稳定超 80%。**2022 年，公司港口业务大中华区实现投资收益 57.63 亿元，同比增长 8.73%，其中长三角地区占比稳定在 85% 附近。分公司看，长三角地区投资收益主要由上港集团贡献。上港集团贡献投资收益占港口业务大中华区投资收益比重稳定超 80%，占公司投资收益比重稳定超 60%。

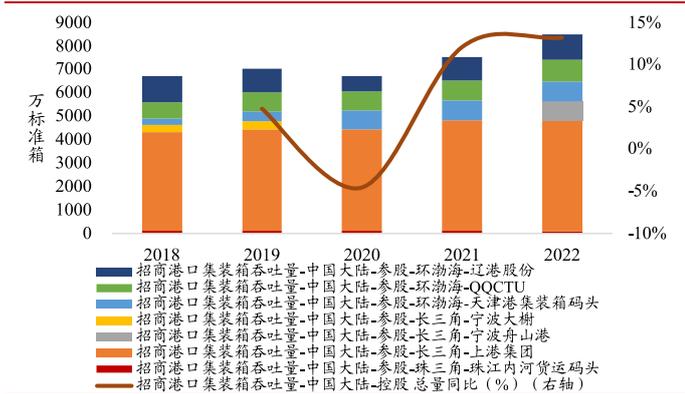
图17: 上港集团 2021 年起持续贡献招商港口港口业务大中华区投资收益约 80%的比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

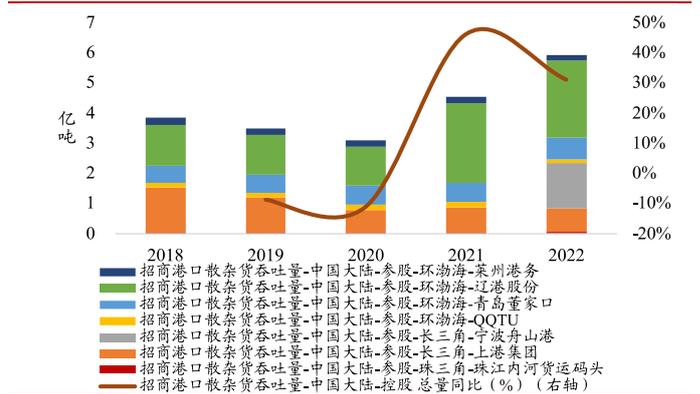
- **吞吐量: 上港集团、辽港股份分别持续支撑大中华区参股集装箱、散杂货吞吐量。**2022 年，公司港口业务中国大陆实现参股集装箱吞吐量 8507.0 万标准箱，同比增长 13.20%，其中上港集团占比稳定在 60% 附近；实现参股散杂货吞吐量 5.93 亿吨，同比增长 30.91%，其中辽港股份持续占据主要份额。2021 年，辽港股份并表营口港，带动辽港股份贡献公司中国大陆参股散杂货吞吐量比重同比提升 15.65 个百分点至 57.99%。2022 年 9 月公司完成对宁波港 23.08% 股权的认购，10 月起，宁波港吞吐量纳入统计，带动辽港股份贡献公司中国大陆参股散杂货吞吐量比重落至 42.93%。刨除宁波港因素，2022 年公司港口业务中国大陆参股集装箱、散杂货吞吐量同比增速分别为 2.32%、-2.43%。

图18: 上港集团持续贡献招商港口中国大陆参股集装箱吞吐量约60%的比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图19: 辽港股份持续支撑招商港口中国大陆参股散杂货吞吐量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.1.2 海外: 多元布局, 侧重亚非拉

海外布局: 以亚非拉为重点地区, 控股子公司集中在斯里兰卡、多哥、巴西。公司海外港口布局广泛, 港口网络遍及6大洲、25个国家和地区的50个港口, 重点海外控股子公司以及参股联营、合营企业主要位于亚非拉地区。其中, 公司重点海外控股子公司主要包括南亚斯里兰卡 CICT、HIPG, 非洲多哥 LCT, 拉丁美洲巴西 TCP; 重点参股公司主要包括土耳其 Kumport、法国 TL、非洲吉布提 PDSA 以及尼日利亚 TICT。

图20: 招商港口海外重点布局港口



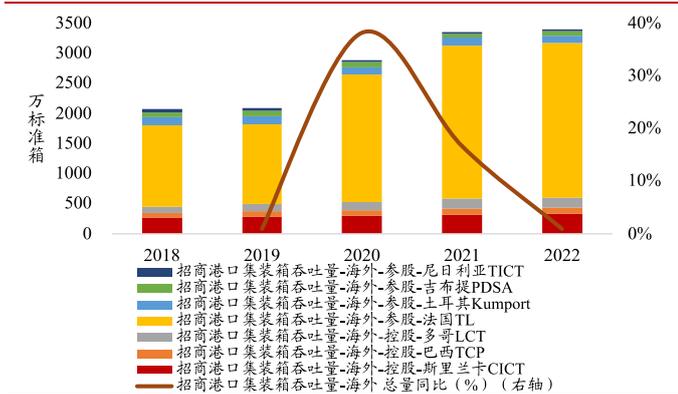
资料来源: 公司公告, Google Maps, 浙商证券研究所绘制

吞吐量结构: 法国 TL、吉布提 PDSA 分别支撑海外集装箱、散杂货吞吐量。2022 年, 公司海外港口实现集装箱吞吐量 3387.7 万标准箱, 同比增长 0.91%; 实现散杂货吞吐量 552.5 万吨, 同比下滑 11.03%。分公司看, 2022 年, 法国 TL 占据海外集装箱吞吐量 76.04% 的比重, 吉布提 PDSA 占据海外散杂货吞吐量 73.95% 的比重。

- **集装箱:** 法国 TL 支撑海外集装箱吞吐量, 且占比持续提升。2022 年, 公司海外港口集装箱吞吐量中, 控股公司实现 597.4 万标准箱, 同比增长 3.23%; 参股公司实现 2790.3 万标准箱, 同比增长 0.43%。分公司看, 法国 TL 占海外集装箱吞吐量比重从 2018 年的 66.02% 提升至 2022 年的 76.04%。

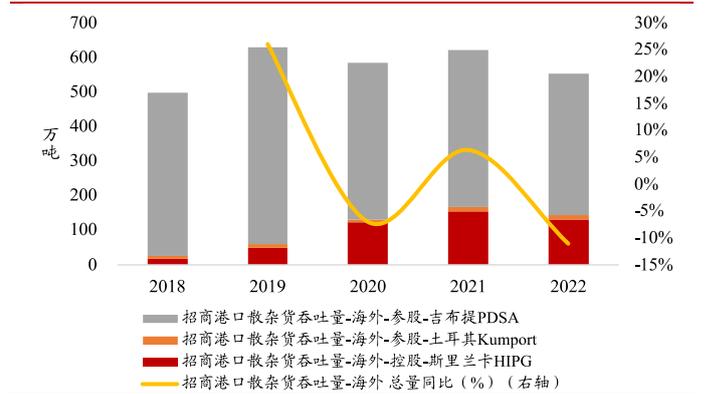
- **散杂货：吉布提 PDSA 支撑海外散杂货吞吐量，但占比随斯里兰卡 HIPG 扩张而下滑。**2022 年，公司海外港口散杂货吞吐量中，控股公司仅斯里兰卡 HIPG，实现 129.4 万吨，同比下滑 16.78%；参股公司包括土耳其 Kumport、吉布提 PDSA，合计实现 423.1 万吨，同比下滑 9.11%。分公司看，吉布提 PDSA 持续支撑海外散杂货吞吐量，但随着斯里兰卡 HIPG 占比从 2018 年的 3.53% 提升至 2022 年的 23.42%，吉布提 PDSA 占比从 2018 年的 94.79% 落至 2022 年的 73.95%。

图21：法国 TL 支撑招商港口海外集装箱吞吐量，且占比持续提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图22：吉布提 PDSA 支撑招商港口海外散杂货吞吐量，但占比随斯里兰卡 HIPG 扩张而有所下滑



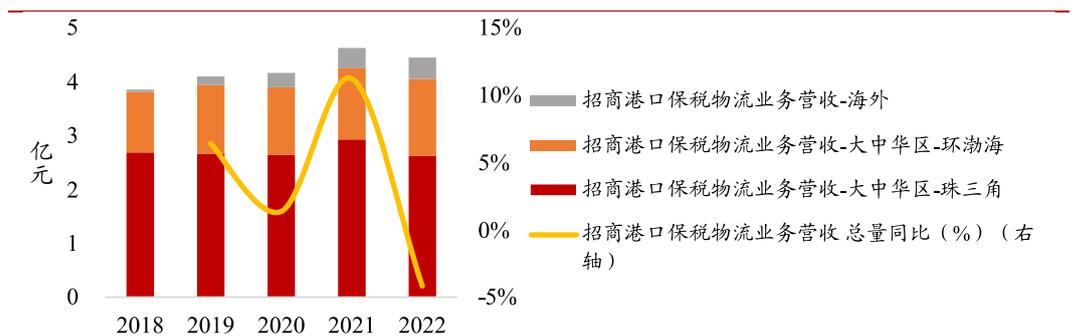
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2 保税物流、物业开发投资业务：延续稀缺港口网络资源的协同效应

基于广泛的海内外港口网络布局，公司港口业务腹地资源辐射全球，具备稀缺的进出口运输网络资源价值。通过积极拓展保税物流业务、物业开发投资业务，公司可提升港口产业链价值，并延续稀缺港口网络资源的协同效应。

保税物流业务：始于国内保税区，积极拓展海外项目。公司保税物流业务主要为深圳前海湾保税港区、青岛前湾保税港区、天津东疆保税港区、吉布提自贸区、汉班托塔产业园内的客户提供仓储租赁、报关、拆拼箱、单证等服务，区域结构逐步优化。2022 年公司保税物流实现营收 4.36 亿元，同比下滑 4.09%。其中，珠三角持续支撑主要份额，但随着海外营收占比从 2018 年的 1.01% 提升至 2022 年的 8.66%，珠三角营收占比逐步从 2018 年的 69.64% 落至 2022 年的 59.11%。凭借深厚的专业管理经验以及效率领先的码头作业系统、进出口综合物流管理平台、现代综合物流解决方案等，公司持续深挖海内外港口产业链的价值。

图23：招商港口保税物流业务地区结构持续优化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **国内：**主要由全资子公司招商保税、控股子公司招商局国际青岛公司、参股公司天津海天保税物流有限公司分别负责深圳前海湾保税港区、青岛前湾保税港区、天津东疆保税港区内的保税物流业务。
- **海外：**截至 2022 年末，公司斯里兰卡汉班托塔产业园区累计入园企业 40 家，园区客户覆盖金融、物流、海事服务、汽车配套、政府一站式服务机构等行业；吉布提自贸区累计入园企业 287 家，同比新增 91 家，加强港区联动服务产品建设，加快商业模式从土地仓库租赁向提供客户整体解决方案转型。

表4：招商港口国内保税物流业务相关子公司、参股公司信息

地区	负责公司	持股关系	负责港区	所在位置
深圳	招商局保税物流有限公司（招商保税）	全资子公司	深圳前海湾保税港区	深圳港西部港区的核心位置，紧邻蛇口、赤湾、妈湾三大港区，拥有便捷的海、陆、空、铁交通网络
青岛	招商局国际青岛公司	控股子公司	青岛保税物流园区	青岛前湾保税港区一期
天津	天津海天保税物流有限公司	招商局港口控股（0144.HK）与天津港股份（600717.SH）合资	天津东疆保税港区	天津滨海新区

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

物业开发投资：整合旗下物业资源，奠基价值拓展。公司目标打造专业的“招商局港口物业租赁管理平台”，计划完成整合港口旗下各物业资源，推动物业运营模式标准化、规范化发展。在此基础上，公司计划逐步参与产城开发全产业链，奠基新业态建设、资产价值拓展。

3 开源节流，资源价值有望再迎突破

公司港口网络布局广泛并高度协同，且具备持续拓宽业绩来源、提效优化成本的潜力，有望开源节流凸显资源价值。开源方面，公司具备推动国家“一带一路”倡议的背景，叠加雄厚的资金实力，持续扩张港口网络规模的实力确定，同时得益于“前港-中区-后城”模式经验，持续培育并绑定腹地资源，夯实长期竞争力；节流方面，公司管理经验优越，且数字化实力深厚，持续赋能旗下港口降本增效，奠基利润改善。

3.1 开源：网络扩张+资源深度绑定，拓展港口网络价值

公司核心优势在于港口网络布局广泛，且具备对外扩大规模、对内加深联系的强劲潜力。其中，对外扩张方面，公司得益于实控人招商局集团系国家“一带一路”倡议的重要参与者和推动者的性质以及雄厚的资金实力，预计后续在“一带一路”沿线扩张顺利，进一步扩大网络协同作用；对内整合方面，公司可复制前期“前港-中区-后城”模式成功经验，从港口向腹地延伸，提升城市价值，培育并绑定腹地资源，奠基港口网络长期竞争力。

3.1.1 网络扩张：“一带一路”沿线持续开拓项目，扩大网络覆盖面

“一带一路”推动者，沿线扩张享受政策红利。公司实控人招商局集团系国家“一带一路”倡议的重要参与者和推动者，公司全球港口布局与“一带一路”海上丝绸之路高度契合，预计后续在“一带一路”沿线扩张投资项目将持续享受政策红利，充分发挥招商局集团雄厚的国内外资源整合能力。

图24：招商港口重点港口布局与“一带一路”海上丝绸之路高度契合



资料来源：公司官网，国家地理信息公共服务平台，Google Maps，浙商证券研究所绘制

资金实力雄厚，确保扩张顺利。招商港口海外项目的投资方式以现金或融资收购股份为主，现阶段资金实力雄厚，确保后续扩张能力。从招商港口（001872.SH）以及控股海外投资平台招商局港口（0144.HK）的流动资产规模来看，2022年，招商港口（001872.SH）流动资产达204.17亿元，同比下滑11.16%，占总资产比重从2018年的8.23%提升至2022年的10.34%；招商局港口（0144.HK）流动资产达145.29亿元，同比下滑7.55%，占总资产比重稳定在8%附近。

表5: 招商港口海外投资历程

项目国家	项目名称	投资时间	投资背景
尼日利亚	TICT	2010/11	招商局港口（60%）联合中非基金（40%）共同收购 TICT 47.5%股权。大股东为法国 Bollore 集团。
斯里兰卡	CICT	2011/08	招商局国际通过 BOT 模式和斯里兰卡港务局合资经营，特许经营期 35 年。
多哥	LCT	2012/06	招商局港口通过其全资子公司 Oasis King international limited 以 1.5 亿欧元（包括 1 亿元基本对价，5000 万欧元额外对价）的收购对价从 TML 当时的母公司 GTL 收购了 TML 公司 50% 股权，获取了多哥洛美集装箱码头公司（LCT）发展和运营权。收购完成后，招商港口与 TIL（Terminal Investment Limited，2012 年 12 月通过重组，TIL 合并 GTL，成为 TML 的直接股东）通过 TML 间接持有 LCT 各 50% 的股份。
吉布提	CMHD PDSA	2012/12 2013/02	招商港口在吉布提设立的全资子公司。 招商局港口有限公司收购吉布提港口有限公司（PDSA）23.5% 股份。
法国	TL	2013/06 2019/11	招商局港口收购 Terminal Link 的 49% 股权，法国达飞轮船集团继续持有其余 51% 的股权。 招商局港口于 2019 年 11 月 25 日与 CMA 法国达飞集团签署协议备忘录，双方约定，CMA 拟将其持有的 10 个码头股权资产转让至 TL，转让对价为 9.55 亿美元，对应 49% 权益价值为 4.68 亿美元。
土耳其	Kumport	2015/09	招商局港口和中投海外直接投资有限公司及中国远洋集团下属中远太平洋有限公司与通过各自持股公司共同设立的卢森堡公司（SPV）于 2015 年 9 月 16 日收购了 Kumport 集装箱码头约 65% 股份。而在三方联合体中，招商局港口，中远太平洋和中投海外所占的股权分别是 40%，40% 和 20%。
斯里兰卡	HIPG	2017/07	招商局港口以 9.74 亿美元收购斯政府持有的汉班托塔港国际港口集团公司（HIPG）85% 股权，同时 HIPG 持有汉班托塔港国际港口服务公司（HIPS）58% 股权，特许经营权期限 99 年。
巴西	TCP	2017/09	招商局港口于 2017 年 9 月 4 日举行的第三届金砖国家领导人峰会期间，与巴西巴拉那瓜港口营运商 TCP 的售股股东订立购股协议，以代价 2,891,250,227.92 雷亚尔（相等约于 72.28 亿港元）收购 TCP 90% 的股权。2018 年 2 月 23 日 TCP 项目正式完成交割，2019 年 12 月 TCP 项目成功引入中葡基金、中拉基金作为战略投资者。

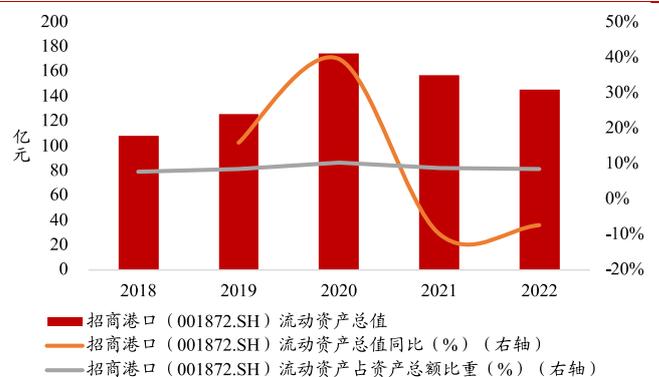
资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

图25: 招商港口（001872.SH）流动资产



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26: 招商局港口（0144.HK）流动资产



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.2 网络纵深：推广“前港-中区-后城”模式，深化网络资源绑定

“前港-中区-后城”模式：集团赋能，高效利用城市资源。“前港-中区-后城”模式由招商局集团旗下的兄弟公司招商蛇口首创，促进港口、园区、城市三位一体综合发展，将港口资产价值向腹地延伸，打造城市规划、开发与运营的片区发展整体解决方案。招商蛇口以“前港-中区-后城”模式参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设，提升城市资源利用效率效果显著，入选广东自贸试验区投资便利化十大案例，在国内漳州、重庆、天津、青岛等地推广，且已拓展至白俄罗斯、吉布提、斯里兰卡等国。

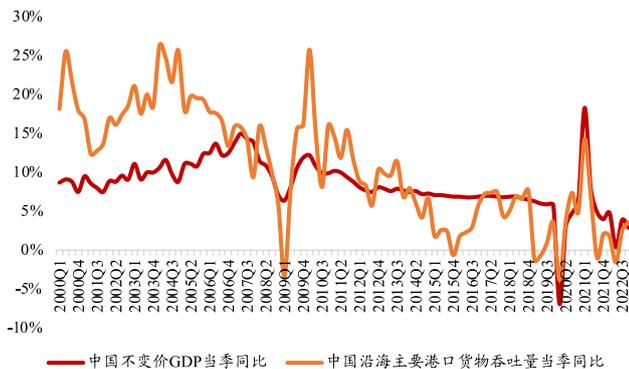
培育并绑定腹地资源，奠基港口网络长期竞争力。在“前港-中区-后城”模式主导的建设过程中，集团在腹地引入各行业客户，强化腹地资源。对港口而言，货物吞吐量高度挂钩经济发展水平。以我国数据为例，港口货物吞吐量增速与 GDP 增速的变动趋势高度贴合。对公司投资的海外港口而言，丰富、活跃的腹地产业资源将持续带动长途物流需求，强化港口业务竞争力，进而支撑港口网络成长性。以公司前港-中区-后城”吉布提案例为例，历年的建设带动吉布提港吞吐量增速提升。2020-2021 年，疫情等因素影响下吉布提经济增长放缓，带动吉布提港吞吐量增速回落。现阶段，随着疫情因素淡化，预计当地经济建设持续推进，反哺港口吞吐量。

表6：“前港-中区-后城”吉布提案例的相关节点事件

节点时间	案例节点事件
2013/02	招商局以 1.85 亿美元收购吉布提港有限公司 (PDSA) 23.5% 的股份。招商局入股吉布提港后，通过推动 DMP 新港区的建设和运营模式转变，实现吉布提港经营管理全面提升，货物吞吐量和老港经常性利润分别相当于招商局入股前的 160% 和 284%。
2016/11	招商局牵头与吉政府签署吉布提自贸区投资协议，自贸区规划面积约 48.2 平方公里。
2018/07	吉布提自贸区正式开园。开园后，先后吸引义乌商城、中电信息、传音、东风商用车、中集、广物控股、国网电商等中国行业龙头企业合作，不断丰富产业服务功能，打造国际商贸物流中心和出口加工中心。
2021/10	吉布提自贸区已有 189 家国际企业入驻，已建成仓库出租率为 100%。商贸物流业务稳步发展，园区货物操作量累计达到 89 万立方米。园区运营公司自身创造就业岗位近 200 个，整个园区创造直接就业岗位近 2000 个，极大地提高了当地劳动就业率。
2022/06	招商局集团和吉布提港口与自贸区管理局基于老港片区改造共同投资建设的特别展示综合体开业，综合体包含的吉布提国际展示中心（建筑面积约 5000 平方米）和配套的国际标准公寓住宿设施（拥有 121 间公寓客房、会议室及餐厅等设施），全面展示老港片区的整体规划和发展蓝图，并为吉布提青年提供众创空间。

资料来源：发改委中国一带一路网，浙商证券研究所

图27：中国港口货物吞吐量增速高度挂钩 GDP 增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28：吉布提港吞吐量增速预计随经济改善而提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

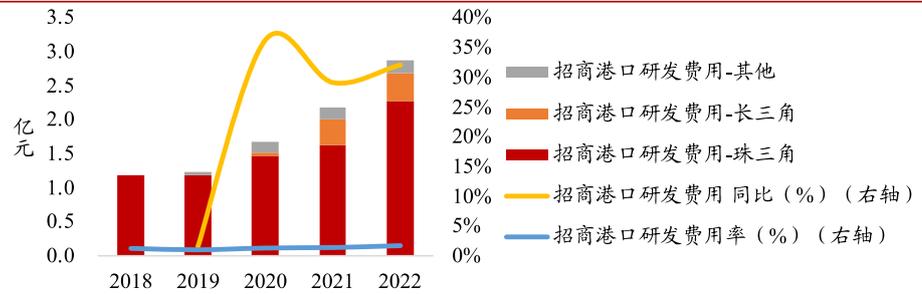
3.2 节流：管理经验优越+数字化实力深厚，经营改善降本可期

管理赋能：基于数十年港口管理经验，推进港口降本增效。公司深耕港口行业数十年，积累丰厚专业管理经验，并将管理经验于各控股、参股港口推广，促进降本增效。

智慧港口推广：提升整体装卸效率，筑巢引凤可期。公司坚持创新驱动、科技赋能，研发费用 2018-2021 年复合增长率高达 22.39%。在产品上，以操作系统技术“招商芯”、生态平台“招商 ePort”、集成管理系统的“智慧管理平台”三大平台为核心，拓展智慧港口应用，推动港口数字化转型和智能化升级。公司智慧港口技术实力已在“妈湾智慧港”充分验证，预计通过向其他控股、参股码头推广，提升吞吐效率，进而提升吞吐量成长性。

- **研发费用：**公司研发费用在 2022 年达 2.88 亿元，同比增长 32.03%，2019-2022 年复合增长率高达 32.44%，研发费用率从 2018 年的 1.26% 提升至 2022 年的 1.77%。分地区看，珠三角、长三角投入占比分别稳定在 50%、40% 附近。

图29：招商港口研发费用持续增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **数字产品：**公司数字产品以操作系统技术“招商芯”、生态平台“招商 ePort”、集成管理系统的“智慧管理平台”三大平台为核心。其中，“招商芯”包含 CTOS 集装箱码头操作系统、BTOS 散杂货码头操作系统、LPOS 园区智慧管理系统三大应用，采用自营国产软件突破海外软件独大的局面，现已推广至公司主控海内外码头，并成功落地欧洲市场，具备推广潜力。

表7：招商港口智慧港口相关平台及应用

平台名称	平台定位	应用	意义	现阶段推广范围
招商芯	公司旗下高科技企业招商国科自主研发出的港口操作系统领先技术	CTOS 集装箱码头操作系统、BTOS 散杂货码头操作系统、LPOS 园区智慧管理系统	打破此前国外软件码头生产管理系统的独大局面，实现生产运营的数字化和智能化	公司主控的国内及海外码头全面覆盖使用，并于 2022 年 6 月成功落地欧洲市场。
招商 ePort	以公司全球港口网络为基础，面向全港航物流业，集港口、航运、物流和第三方电商平台于一体的数字化综合服务生态平台	智慧物流、智慧口岸和智慧金融与商务等服务	助力构建智慧港口生态圈，通过平台促进物流相关方的交易，提升效益，打造港口创新服务，实现港口业务模式创新	N/A
智慧管理平台 (Smart Management Platform / SMP)	通过管理系统集成，形成贯穿企业全流程、连接企业全景、对接企业全系统的统一平台	N/A	实现业务流程的全面数字化管理，通过全球业务核心数据展示和分析，为决策层、管理层、执行层提供一站式经营看板，支持管理决策	N/A

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **成功案例“妈湾智慧港”**：公司围绕“招商芯、招商 ePort、自动化技术、智慧口岸、5G 应用、区块链、北斗系统、人工智能应用和绿色低碳”等 9 大智慧元素，打造粤港澳大湾区首个 5G 绿色低碳智慧港口“妈湾智慧港”。“妈湾智慧港”于 2021 年 6 月投产，现有 38 台 5G 无人集卡进行实船操作，成为全国乃至全球单一码头最大规模无人集卡车队，也是中国首个“5G+无人驾驶应用”示范区，开港 1 年内吞吐量突破 100 万标准箱，经济效益显著。

表8：招商港口“妈湾智慧港”运营已实现降本增效

变动项目	码头综合建设成本	码头作业效率			操作人员	现场人员	安全隐患	碳排放量
		岸边	堆场	闸口				
变动水平	-37%	+3%	+45.4%	+50%	-93 人	-80%	-50%	-90%

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测：预计 2023 年实现归母净利润 37.07 亿元

我们基于以下核心假设进行盈利预测：

1. **并表业务：**公司并表业务主要分港口业务、保税物流业务、物业开发及投资业务三类，其中以港口业务为核心。
 - a) **港口业务：**高度挂钩货物吞吐量。2022 年疫情反复、外需不足、各货种下游需求承压等因素叠加，公司集装箱吞吐量增速承压、散杂货吞吐量出现负增长。现阶段疫情因素消退，预计各货种下游需求逐步复苏，考虑到公司控股码头遍布海内外，预计 2023-2025 年集装箱吞吐量、散杂货吞吐量均实现稳步改善。考虑到公司海外控股码头主要位于亚非拉地区，市场成熟度低于国内码头，预计增速高于大中华区控股码头。
 - i. **控股集装箱吞吐量：**预计 2023-2025 年，中国大陆及港台地区控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%，海外控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 5%、5%、5%，公司控股集装箱吞吐量同比增速分别为 1.92%、3.47%、3.48%。
 - ii. **控股散杂货吞吐量：**预计 2023-2025 年，中国大陆及港台地区控股码头散杂货吞吐量同比增速分别为 1%、2%、2%，海外控股码头集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、3%、3%，公司控股集装箱吞吐量同比增速分别为 1%、2.01%、2.01%。
 - b) **保税物流业务：**考虑到疫情因素消退以及宏观消费低迷等因素，预计 2023 年保税物流收入有所回升，但增速偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司保税物流业务收入同比增速分别为 5%、5%、5%。
 - c) **物业开发及投资业务：**考虑到地产行业在 2023 年仍有所承压，预计 2023 年物业开发与投资业务增速仍偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司物业开发及投资业务收入同比增速分别为 2%、2%、2%。
2. **投资收益：**公司投资参股企业众多，投资收益亦主要分港口业务、保税物流业务、物业开发及投资业务三类，并以港口业务为核心。
 - a) **港口业务：**上港集团 2021 年起持续贡献公司港口业务大中华区约 80%、港口业务合计约 75% 的投资收益。
 - i. **上港集团：**基于浙商证券研究所交运团队（本团队）于 2023 年 4 月对上港集团的盈利预测，综合考虑各业务线条发展情况，预计上港集团 2023-2025 年归母净利润分别为 133.15 亿元、143.29 亿元、155.39 亿元。公司持有上港集团 28.05% 的股份，预计上港集团 2023-2025 年贡献投资收益分别为 37.35、40.19、43.59 亿元。

- ii. **其他港口**：考虑 2022 年 10 月起宁波港持股增至 23.08%、2023 年全球集运景气度下滑、宏观消费景气度低迷等因素，预计除上港集团外，其他港口 2023-2025 年贡献投资收益分别为 29.49、32.72、36.49 亿元。
- b) **保税物流业务**：考虑到疫情因素消退以及宏观消费低迷等因素，预计 2023 年保税物流投资收益有所回升，但增速偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司保税物流业务投资收益同比增速分别为 2%、2%、2%。
- c) **物业开发及投资业务**：考虑到地产行业在 2023 年仍有所承压，预计 2023 年物业开发与投资业务增速仍偏低。2024-2025 年经济或难有高速复苏，预计延续 2023 年增速。预计 2023-2025 年公司物业开发及投资业务投资收益同比增速分别为 2%、2%、2%。

表9：招商港口盈利预测简表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营数据					
控股集装箱吞吐量(万标准箱)	2577.5	2607.7	2657.7	2749.9	2845.6
控股集装箱吞吐量同比增长率	7.46%	1.17%	1.92%	3.47%	3.48%
控股集装箱吞吐量 - 中国大陆及港台(万标准箱)	1998.8	2010.3	2030.4	2091.3	2154.1
控股集装箱吞吐量 - 中国大陆及港台 同比增长率	6.84%	0.58%	1.00%	3.00%	3.00%
控股集装箱吞吐量 - 海外(万标准箱)	578.7	597.4	627.3	658.6	691.6
控股集装箱吞吐量 - 海外 同比增长率	9.66%	3.23%	5.00%	5.00%	5.00%
控股散杂货吞吐量(万吨)	15568	14260	14402	14692	14987
控股散杂货吞吐量同比增长率	11.41%	-8.40%	1.00%	2.01%	2.01%
控股散杂货吞吐量 - 中国大陆及港台(万吨)	15412	14130	14272	14557	14848
控股散杂货吞吐量 - 中国大陆及港台 同比增长率	11.29%	-8.32%	1.00%	2.00%	2.00%
控股散杂货吞吐量 - 海外(万吨)	156	129	131	135	139
控股散杂货吞吐量 - 海外 同比增长率	25.40%	-16.78%	1.00%	3.00%	3.00%
财务数据					
营业收入(亿元)	152.84	162.30	169.03	179.35	191.68
营业收入同比增长率	19.81%	6.19%	4.14%	6.11%	6.87%
其中：港口业务营业收入(亿元)	146.35	156.27	162.74	172.80	184.84
港口业务营业收入同比增长率	20.10%	6.77%	4.14%	6.18%	6.97%
营业成本(亿元)	90.47	96.50	103.29	108.31	115.31
营业成本同比增长率	13.63%	6.67%	7.03%	4.86%	6.45%
毛利润(亿元)	62.37	65.80	65.74	71.04	76.37
毛利润同比增长率	30.08%	5.50%	-0.09%	8.06%	7.51%
毛利率	40.81%	40.54%	38.89%	39.61%	39.84%
投资收益(亿元)	66.37	73.78	72.14	78.31	85.59
投资收益同比增长率	35.18%	11.16%	-2.22%	8.56%	9.29%
其中：上港集团贡献投资收益(亿元)	41.90	47.63	37.35	40.19	43.59
上港集团贡献投资收益同比增长率	87.52%	13.66%	-21.58%	7.61%	8.44%
合并报表的净利润(亿元)	76.55	82.32	98.42	108.66	82.32
合并报表的净利润同比增长率	37.96%	7.53%	19.56%	10.41%	10.37%
归母净利润(亿元)	26.86	33.37	37.07	40.93	45.17
归母净利润同比增长率	29.51%	24.26%	11.08%	10.41%	10.37%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：上港集团贡献投资收益基于浙商证券研究所交运团队（本团队）于 2023 年 4 月的盈利预测。

4.2 相对估值：优质资产价值低估，具备布局价值

根据我们的预测，招商港口 2023-2025 年归母净利润预计分别为 37.07 亿元、40.93 亿元、45.17 亿元；对应 2023 年 4 月 14 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 13.5 倍，2023-2025 年对应 PE 分别为 12.2、11.0、10.0 倍，PB (LF) 为 0.8 倍。

对标 SW 二级港口行业的 13 个可比标的，基于 2023 年 4 月 14 日收盘价，行业加权平均 PE (TTM) 为 14.3 倍，加权平均 PB (LF) 为 1.1 倍。行业整体估值偏低，而公司当前 PE (TTM)、PB (LF) 均低于行业，具备底部布局价值。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

表10: 招商港口可比公司估值表 (2023.4.14)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)		PE			PB (LF)	
		2023/4/14	2022A	TTM	2023E	2024E		2025E
601298.SH	青岛港	415	9.2	9.2	8.2	7.2	6.4	1.1
600017.SH	日照港	88	14.0	14.0	12.2	10.7	9.7	0.7
600018.SH	上港集团	1299	7.5	7.5	9.8	9.1	8.4	1.2
601000.SH	唐山港	199	11.8	11.8	9.6	8.9	-	1.0
000088.SZ	盐田港	119	26.2	26.2	13.6	9.3	-	1.3
601018.SH	宁波港	726	17.2	17.2	-	-	-	1.0
601228.SH	广州港	238	22.0	22.0	-	-	-	1.2
601880.SH	大连港	335	26.2	30.2	-	-	-	1.0
000582.SZ	北部湾港	144	13.9	13.9	-	-	-	1.2
601326.SH	秦港股份	149	11.4	12.6	-	-	-	1.0
600717.SH	天津港	133	18.0	18.0	-	-	-	0.7
000905.SZ	厦门港务	53	21.5	21.5	-	-	-	1.1
002040.SZ	南京港	34	24.7	24.7	-	-	-	1.1
加权平均			13.9	14.3	9.7	8.8	8.0	1.1
001872.SZ	招商港口	450	13.5	13.5	12.2	11.0	10.0	0.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：2023-2025 年盈利预测 PE 值除招商港口、青岛港、上港集团、日照港为浙商交运团队预测外，其余公司数据为 Wind 一致预期。

5 风险提示

- **国际需求波动超预期:** 公司高度受益于全球网络布局,若海外需求波动过大,公司业绩稳定性或受损。
- **投资项目扩张不及预期:** 公司后续港口网络扩张基于持续的海内外项目投资,若投资不及预期,公司业绩成长预计放缓。
- **经营经验、智慧港口技术推广不及预期:** 公司后续盈利能力改善基于经营经验以及智慧港口技术向控股、参股港口推广,若推广不及预期,预计盈利能力改善放缓。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20,417	21,944	24,010	25,736
现金	13,616	14,163	14,918	15,657
交易性金融资产	2,999	4,073	5,147	6,222
应收账款	1,313	1,671	1,736	1,903
其它应收款	949	764	1,053	889
预付账款	64	64	68	72
存货	225	244	248	276
其他	1,252	964	840	716
非流动资产	177,109	189,704	201,878	213,735
金额资产类	1,918	1,913	1,908	1,903
长期投资	92,364	103,847	115,329	126,812
固定资产	32,033	32,245	31,998	31,402
无形资产	19,277	19,138	18,999	18,860
在建工程	2,414	2,043	1,709	1,409
其他	29,103	30,518	31,933	33,349
资产总计	197,526	211,648	225,888	239,471
流动负债	26,540	30,194	32,941	34,778
短期借款	7,164	10,408	12,570	13,651
应付款项	811	891	894	1,006
预收账款	10	24	26	28
其他	18,555	18,871	19,451	20,093
非流动负债	42,723	43,281	43,839	43,522
长期借款	12,390	14,139	15,887	16,761
其他	30,333	29,142	27,952	26,761
负债合计	69,264	73,475	76,779	78,300
少数股东权益	73,995	80,129	86,903	94,378
归属母公司股东权益	54,267	58,044	62,206	66,793
负债和股东权益	197,526	211,648	225,888	239,471

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,920	7,268	7,356	8,056
净利润	8,232	9,842	10,866	11,993
折旧摊销	3,298	3,857	3,877	3,895
财务费用	2,532	830	895	930
投资损失	(7,378)	(7,214)	(7,831)	(8,559)
营运资金变动	(325)	504	348	844
其它	561	(551)	(800)	(1,047)
投资活动现金流	(13,964)	(9,761)	(8,495)	(7,220)
资本支出	(2,120)	(2,691)	(2,042)	(1,495)
长期投资	(22,011)	(14,228)	(14,228)	(14,228)
其他	10,167	7,158	7,776	8,503
筹资活动现金流	7,516	2,971	1,825	(165)
短期借款	(6,487)	3,244	2,162	1,081
长期借款	5,245	1,748	1,748	874
其他	8,758	(2,021)	(2,086)	(2,121)
现金净增加额	840	547	755	739

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,230	16,903	17,935	19,168
营业成本	9,650	10,329	10,831	11,531
营业税金及附加	282	236	250	267
营业费用	0	0	0	0
管理费用	1,765	1,959	2,079	2,222
研发费用	288	255	270	289
财务费用	2,259	558	612	632
资产减值损失	(22)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动损益	(129)	0	0	0
投资净收益	7,378	7,214	7,831	8,559
其他经营收益	242	310	328	351
营业利润	9,286	11,638	12,849	14,181
营业外收支	59	3	3	3
利润总额	9,345	11,641	12,852	14,184
所得税	1,113	1,799	1,986	2,192
净利润	8,232	9,842	10,866	11,993
少数股东损益	4,894	6,135	6,773	7,475
归属母公司净利润	3,337	3,707	4,093	4,517
EBITDA	7,561	8,290	8,710	9,105
EPS (最新摊薄)	1.34	1.48	1.64	1.81

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.19%	4.14%	6.11%	6.87%
营业利润	1.64%	25.32%	10.41%	10.37%
归属母公司净利润	24.26%	11.08%	10.41%	10.37%
获利能力				
毛利率	40.54%	38.89%	39.61%	39.84%
净利率	20.56%	21.93%	22.82%	23.57%
ROE	6.15%	6.39%	6.58%	6.76%
ROIC	2.09%	1.94%	1.98%	2.01%
偿债能力				
资产负债率	35.07%	34.72%	33.99%	32.70%
净负债比率	54.00%	53.18%	51.49%	48.58%
流动比率	0.77	0.73	0.73	0.74
速动比率	0.72	0.68	0.69	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.09	0.08	0.08	0.08
应收账款周转率	12.50	12.50	12.50	12.50
应付账款周转率	11.66	12.43	12.43	12.43
每股指标(元)				
每股收益	1.34	1.48	1.64	1.81
每股经营现金	2.77	2.91	2.94	3.22
每股净资产	21.71	23.23	24.89	26.73
估值比率				
P/E	13.52	12.17	11.03	9.99
P/B	0.83	0.78	0.73	0.68
EV/EBITDA	9.72	10.37	10.10	9.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>