

# 量价向好，拐点上行

## ——港口行业深度框架

行业评级：看好  
2023年5月6日

分析师： 匡培钦  
邮箱： kuangpeiqin@stocke.com.cn  
电话： 13636563134  
证书编号： S1230520070003

分析师： 黄安  
邮箱： huangan@stocke.com.cn  
电话： 13678953681  
证书编号： S1230522120001

## 1. 综述：需求基于腹地资源，盈利基于产能、吞吐量、费率

- ① 资本市场：上市公司18家，2020年起发债的发债主体31家。
- ② 装卸为核心业务，需求基于腹地资源。
- ③ 主业利润主要取决于产能规模、吞吐量、费率三者。

## 2. 建设：资本开支收窄，产能利用率回升，回报率拐点或已至

- ① 港口吞吐量增速高度挂钩经济发展，2008金融危机后的下滑趋势引起产能过剩。
- ② 产能建设复盘：调整滞后于产能利用率变动，可大致分为积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段。
- ③ 近年产能利用率企稳改善建立盈利修复基础，带动ROE、ROA拐点。

## 3. 价涨：同业竞争止于区域整合，叠加市场化带动费率回升

- ① 产能过剩初期：各港口趋于以价换量确保产能利用率，同业竞争被激化。
- ② 产能过剩后期：竞争的不可持续性催化港口整合，带动费率回归理性。
- ③ 费率市场化趋势已开启，贡献业绩弹性想象空间。

## 4. 量增：集装箱稳增可期，干散货港口将进一步受益于腹地资源

- ① 集装箱：外需弱势不改出口优势，长期业绩稳增可期。
- ② 干散货：关注运输需求区域结构变化，钢企、铁路资源价值重要性提升
  - a) 铁矿石：碳达峰政策限制钢铁产能+鼓励钢企重组，关注港口腹地钢企资源价值
  - b) 煤炭：长期需求韧性稳固，“公转铁”趋势下运输结构调整预计带动持续上量
- ③ 液体散货：以进口原油为主，下游需求韧性强劲

## 5. 投资建议：关注基本面改善确定性较强的标的

- ① 权益角度：关注聚焦主业、量价向好确定性较强的上市公司。
  - a) 青岛港（601298）：领先综合性港口，量价持续提升条件稳固，维持“买入”评级
  - b) 招商港口（001872）：港口网络资源稀缺，开源节流空间广阔，维持“增持”评级
- ② 债券角度：关注偿债能力指标偏弱，但盈利改善可期的发债主体。

## 风险提示

中国制造产品出口竞争力不足；各港口腹地货量传导不及预期；港口整合推进不及预期。

# 目录

CONTENTS

## 01 综述

上市公司18家，发债主体31家  
需求基于腹地资源  
利润挂钩产能、吞吐量、费率

## 02 建设

2008起经济降速引起产能过剩  
产能建设调整滞后于利用率  
产能利用率改善构建盈利基础

## 03 价涨

产能过剩激化同业竞争  
竞争的不可持续性催化整合  
费率市场化趋势贡献弹性空间

## 04 量增

集装箱：出口优势支撑稳增  
干散货：关注需求区域结构  
液体散货：下游需求韧性强劲

## 05 投资建议

权益：关注聚焦主业、量价向好确定性较强的上市公司  
债券：关注偿债能力指标偏弱，但盈利改善可期的发债主体

# 01

## 综述

**上市公司18家，发债主体35家**

**需求基于腹地资源**

**利润挂钩产能、吞吐量、费率**

# 1.1 港口行业概览：沿海港口呈五大港口群，上市公司共18家

## 水路联运重要枢纽，吞吐规模领先世界

港口设立于岸线，是水陆联运的重要枢纽：利用码头泊位、装卸设备等设施，为船舶提供进出、停泊、靠泊，旅客上下，货物装卸、驳运、储存等服务

## 我国港口行业发展成熟，吞吐量规模领先世界：

2021世界货物吞吐量10大港口：中国港口占8席；  
2021世界集装箱吞吐量10大港口：中国港口占7席。



资料来源：上海国际航运研究中心，浙商证券研究所

## 地区格局：沿海港口形成五大港口群，针对各地区协同服务

我国港口按是否靠海可分为沿海港口与内河港口两类，其中，行业发展主要依靠沿海港口。

区域分布：沿海港口形成环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲、西南沿海5个规模化、集约化、现代化的港口群体，分别针对辐射的腹地经济范围提供服务。

港口群之间和港口群内部分工合理、协同促进腹地经济发展。

表1：我国沿海港口布局形成五大港口群，针对各地区提供服务

地区	港口设置	设置意义
环渤海	辽宁沿海港口群：大连东北亚国际航运中心、营口港为主，包括丹东港、锦州港等 天津沿海港口群：以天津北方国际航运中心、秦皇岛港为主，包括唐山港、黄骅港等 山东沿海港口群：青岛港、烟台港、日照港为主，包括威海港等	服务于我国北方沿海和内陆地区的经济社会发展
长江三角洲	依托上海国际航运中心，以上海港、宁波港、连云港港为主，包括舟山港、南京港、苏州港等	服务于长江三角洲、长江沿线地区的经济社会发展
东南沿海	以厦门港、福州港为主，包括泉州港、莆田港、漳州港等	服务于福建省和江西等内陆省份部分地区的经济社会发展和对台“三通”的需要
珠江三角洲	由粤东和珠江三角洲地区港口组成，在巩固香港国际航运中心地位的同时，以广州港、深圳港、珠海港、汕头港为主，包括汕尾港、惠州港、虎门港、茂名港、阳江港等	服务于华南、西南部分地区，加强广东省和内陆地区与港澳地区的交流
西南沿海	由粤西、广西沿海、海南省港口组成，以湛江港、防城港、海口港为主，包括北海港、钦州港等	服务于西部地区开发，为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障



资料来源：交通部《全国沿海港口布局规划》，浙商证券研究所

# 1.1 港口行业概览：沿海港口呈五大港口群，上市公司共18家

资本市场：上市公司共18家，2020年起发债的发债主体共31家

表2：当前港口行业A股上市公司（数据截至2023/05/05）（按资产规模排序）

公司名称	股票简称及代码	所属地区	上市年份	资产规模（亿元） （截至2023年一季度末）
招商局港口集团股份有限公司	招商港口 001872.SZ	珠三角	1993	1986.01
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团 600018.SH	长三角	2006	1840.72
宁波舟山港股份有限公司	宁波港 601018.SH	长三角	2010	1089.15
青岛港国际股份有限公司	青岛港 601298.SH	环渤海	2019	591.27
辽宁港口股份有限公司	辽港股份 601880.SH	环渤海	2010	575.83
广州港股份有限公司	广州港 601228.SH	珠三角	2017	486.11
天津港股份有限公司	天津港 600717.SH	环渤海	1996	343.42
日照港股份有限公司	日照港 600017.SH	环渤海	2006	331.03
北部湾港股份有限公司	北部湾港 000582.SZ	西南	1995	300.51
秦皇岛港股份有限公司	秦港股份 601326.SH	环渤海	2017	282.60
唐山港集团股份有限公司	唐山港 601000.SH	环渤海	2010	236.76
珠海港股份有限公司	珠海港 000507.SZ	珠三角	1993	208.59
锦州港股份有限公司	锦州港 600190.SH	环渤海	1999	170.95
深圳市盐田港股份有限公司	盐田港 000088.SZ	珠三角	1997	165.05
重庆港股份有限公司	重庆港 600279.SH	内河	2000	127.54
厦门港务发展股份有限公司	厦门港务 000905.SZ	东南	1999	124.24
江苏连云港港口股份有限公司	连云港 601008.SH	长三角	2007	90.10
南京港股份有限公司	南京港 002040.SZ	内河	2005	47.10

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3：当前港口行业发债主体（数据截至2023/05/05）（按最新发债日排序）

发债主体名称	股票简称及代码 （如上市）	企业性质	最新评级	最新发债日	债券余额 （亿元）
广西北部湾国际港务集团有限公司		地方国有企业	AAA	2023/04/26	195.35
连云港港口集团有限公司		地方国有企业	AA+	2023/04/18	186.00
天津港(集团)有限公司		地方国有企业	AAA	2023/04/13	194.05
珠海港股份有限公司	珠海港 000507.SZ	地方国有企业	AA+	2023/04/10	53.00
大连港集团有限公司		中央国有企业	AAA	2023/04/06	67.00
靖江港口集团有限公司		地方国有企业	AA+	2023/03/28	69.60
广州港股份有限公司	广州港 601228.SH	地方国有企业	AAA	2023/03/13	62.00
招商局港口集团股份有限公司	招商港口 001872.SZ	中央国有企业	AAA	2023/03/01	130.00
安徽省港口运营集团有限公司		地方国有企业	AA+	2023/02/20	5.00
广州港集团有限公司		地方国有企业	AAA	2023/02/16	28.00
辽宁港口集团有限公司		中央国有企业	AAA	2023/02/14	40.00
营口港务集团有限公司		中央国有企业	AA+	2023/02/09	45.70
珠海港控股集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/12/02	86.50
江苏省港口集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/11/03	38.00
河北港口集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/10/26	63.00
宁波舟山港集团有限公司	宁波港 601018.SH	地方国有企业	AAA	2022/10/18	73.00
江苏连云港港口股份有限公司	连云港 601008.SH	地方国有企业	AA	2022/09/26	
唐山港口实业集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/09/20	24.00
茂名港集团有限公司		地方国有企业	AA	2022/09/15	15.90
如皋苏中国际集装箱码头有限公司		地方国有企业		2022/08/30	6.02
江苏苏州港集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/08/22	5.00
辽宁港口股份有限公司	辽港股份 601880.SH	中央国有企业	AAA	2022/05/25	50.00
日照港股份有限公司	日照港 600017.SH	地方国有企业	AA+	2022/05/23	10.36
山东港口烟台港集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/04/25	30.00
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团 600018.SH	地方国有企业	AAA	2022/04/20	102.10
唐山港集团股份有限公司	唐山港 601000.SH	地方国有企业	AAA	2022/02/21	
北部湾港股份有限公司	北部湾港 000582.SZ	地方国有企业	AAA	2021/06/29	17.63
东莞港务集团有限公司		地方国有企业	AA	2021/03/29	4.00
宁波舟山港股份有限公司		地方国有企业	AAA	2021/03/09	35.00
山东港口青岛港集团有限公司		地方国有企业	AAA	2020/10/27	30.00
锦州港股份有限公司	锦州港 600190.SH	公众企业	AA	2020/04/30	4.20

资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 1.2 经营：需求基于腹地资源，主业利润挂钩产能规模、吞吐量、费率

## 装卸为核心业务，需求基于腹地资源

**业务：以装卸为核心。**港口服务于航运货物上下水或中转环节，在提供装卸、堆存等服务的基础上，提供代理、运输、理货、场站等增值服务。

**需求：取决于腹地中各货种的供需水平。**货物吞吐量挂钩航运运输规模，需求催生于各货种产销的区域不平衡。

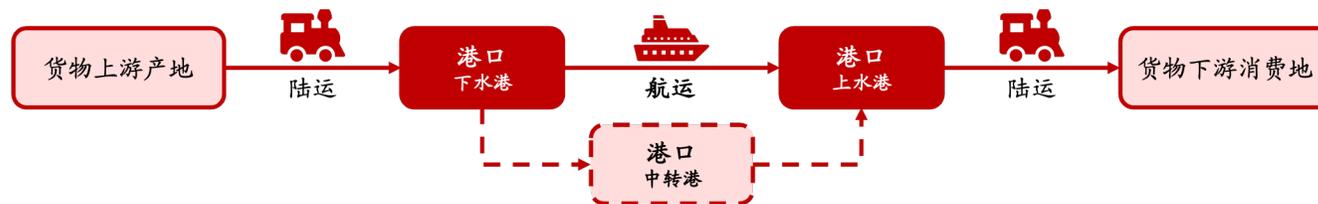
## 主业利润主要取决于产能规模、吞吐量、费率三者

**航运需求的潜在成长性带动产能规模。**经济环境影响各货种航运需求，而航运需求直接决定行业货物吞吐量。考虑到产能从规划到施工、投产的周期，产能建设基于航运需求的潜在成长性。

**产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础。**港口作为重资产行业，产能规模直接决定货物吞吐量的上限以及折旧成本的下限。若产能无法充分利用，吞吐量偏低将导致收入偏低，考虑到折旧成本相对固定，港口盈利能力将偏弱。

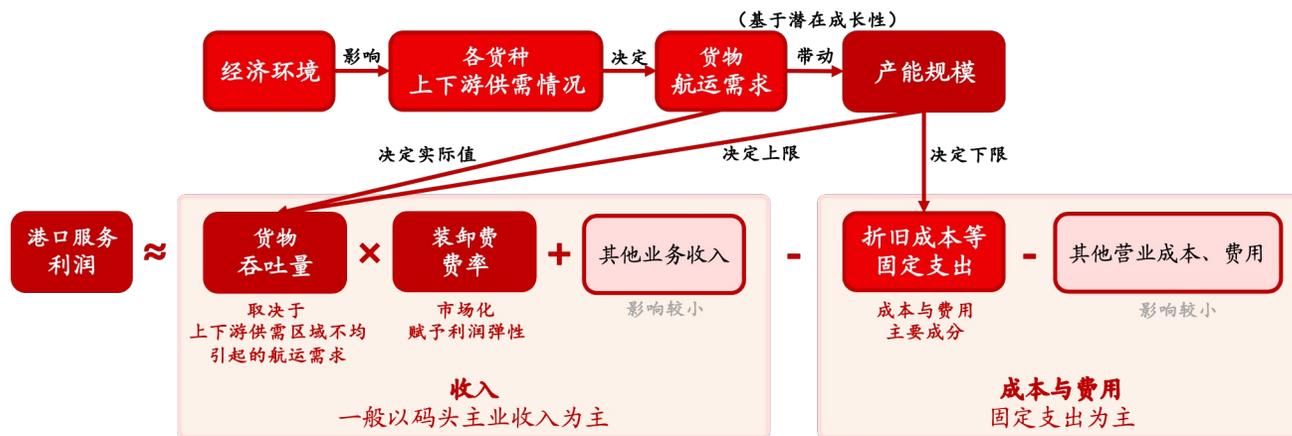
**利润增量来源：货物吞吐量与货物港务费费率上涨。**

图3：港口服务于航运货物上下水或中转环节，货物吞吐量高度挂钩货物在腹地的供需



资料来源：浙商证券研究所绘制

图4：港口服务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、货物港务费费率三者



资料来源：浙商证券研究所绘制

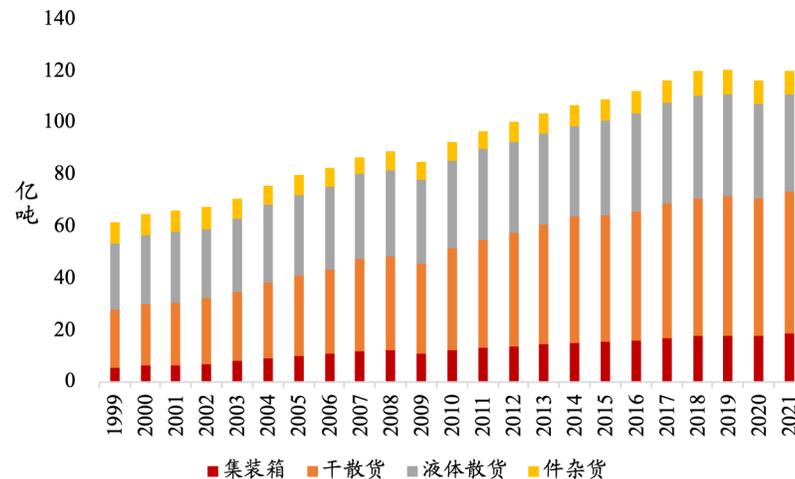
**主要货种为集装箱、干散货、液体散货**

**航运货种分干散货、液体散货、集装箱、件杂货四类。**

考虑到各货种的装卸作业流程区别，港口普遍设立专业化泊位以提升效率，故专业化泊位的数量基本上决定港口对相应货种的吞吐能力。

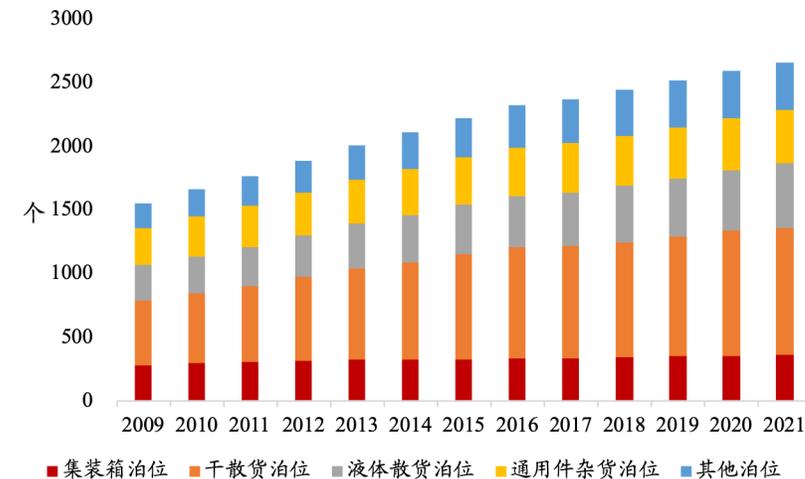
从我国万吨级以上泊位结构看，干散货、液体散货、集装箱专用泊位占比分别稳定在40%、20%、15%附近。

图5：全球航运运输量-分货种



资料来源：UNCTAD联合国贸易和发展会议，浙商证券研究所

图6：我国万吨级及以上泊位个数-分货种



资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 1.2 经营：需求基于腹地资源，主业利润挂钩产能规模、吞吐量、费率

## 货种结构差异导致盈利、需求结构差异

货种装卸自动化程度的差异导致港口盈利能力的差异。各货种的作业流程不一，自动化程度较高的液体散货、集装箱装卸毛利率较高，平均40%以上，而自动化程度低的干散货装卸毛利率较低，平均约30%。因此，货物吞吐量结构中液体散货、集装箱占比较高的港口盈利能力一般较优。

各类货种航运流向不一，吞吐量主要取决于各类货种供需地区结构。

图7：集装箱、干散货、液体散货装卸流程

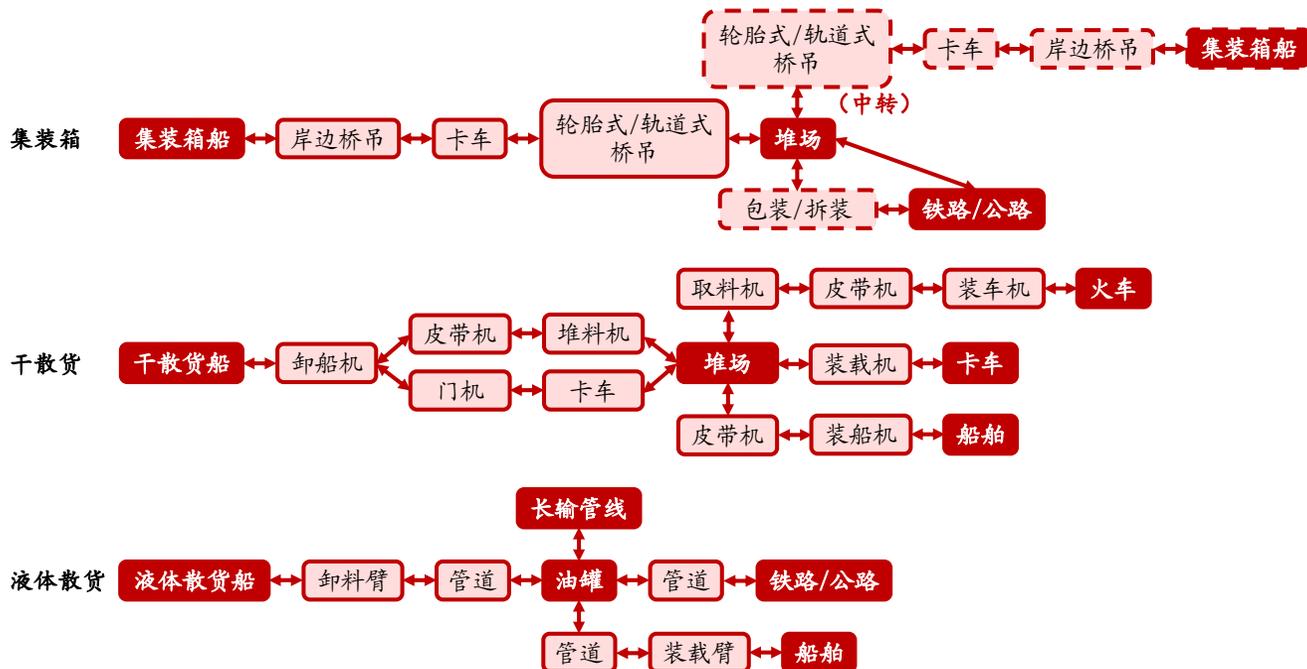


表4：航运主要货种的流向占比与代表港口及其毛利率水平（基于2016-2021年数据）

货种	主要子货种	航运流向结构			代表港口及装卸毛利率	平均毛利率
		内贸占比	进口占比	出口占比		
集装箱		约35%-40%		约60%-65%	青岛港：约67% 上海港：约50% 宁波-舟山港：约42%	40%以上
	铁矿石	约10%	约90%			
干散货			约70%	约30%	辽港股份：约30% 日照港：约25% 青岛港：约20%	30%左右
	煤炭		约70%	约30%		
液体散货	原油		约100%		青岛港：约70% 南京港：约45%	50%以上
	成品油		约30%	约70%	辽港股份：约40%	

资料来源：青岛港招股书，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 02

## 建设

**2008起经济降速引起产能过剩**

**产能建设调整滞后于利用率**

**产能利用率改善构建盈利基础**

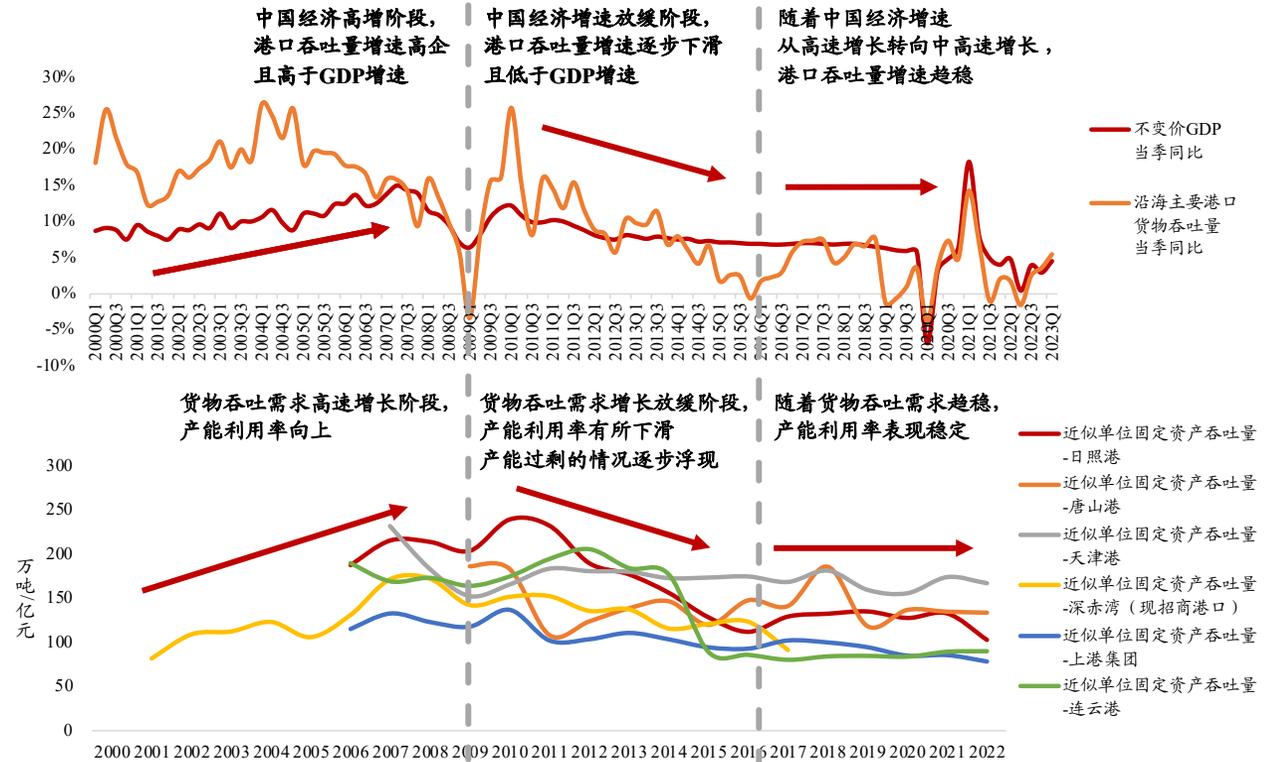
**传导路径：经济发展水平→各货种上下游供需情况→各货种航运需求→货物吞吐量**

由于吞吐量对经济环境的变化相对敏感，而港口产能规模无法随经济环境高频变动，故**货物吞吐量增速随经济环境变动时，将引起产能利用率的波动。**

从2000年起的港口行业发展历程来看：

- **2000-2008年，吞吐量高增带动产能利用率上行：**在2000年代初，随着2001年中国加入WTO，GDP增速企稳10%并逐步提升至15%的高点，沿海主要港口货物吞吐量增速维持在20%附近的高位，吞吐量的高增支撑行业产能利用率向上。
- **2008年-2015年，吞吐量增速下滑引起引起产能过剩：**随着2008年环球金融危机爆发，叠加2010年代起我国经济发展步入新常态，GDP增速逐步回调至10%以内，沿海主要港口货物吞吐量增速落至5%以内，行业产能利用率有所下滑，浮现产能过剩的情况。
- **2015年起，随着吞吐量增速趋稳，产能利用率表现稳定：**随着2015年起我国经济增速开始从高速增长转向中高速增长，GDP增速稳定在6%-7%的水平，沿海主要港口货物吞吐量增速围绕4%的水平波动，行业产能利用率趋稳。

**图8：2008年后经济增长放缓带动吞吐量增速收窄，且产能利用率变动趋势从上行转向下滑**



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：产能利用率以吞吐量与固定资产相除所得的每亿元固定资产吞吐量为近似指标。各港口上市时间不一，历史数据难以追溯，我们选取数据相对完整的公司作为样本分析。

## 2.2 产能建设复盘：调整滞后于产能利用率变动，可大致分为积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段

对港口行业而言，港务设施产能规划基于航运需求的潜在成长性。考虑到建设后拆除成本高昂，产能一般只增不减，且由于从规划到投产的周期较长，产能建设节奏跟随经济环境、货物吞吐量、产能利用率等因素变动的敏感度较低，**资本开支金额滞后于产能利用率波动。**

从2000年起的港口行业发展历程来看：

- 2001-2013年积极扩张阶段：吞吐量高增促进产能建设。** 吞吐量增速在2000-2008年维持高水平，并在2008年后逐步收窄，航运需求潜在成长性有所减弱。**由于反应滞后，行业产能建设积极性并未即时减弱。**从2001年到2013年，全国港口年度固定资产投资额从174亿元增长至1528亿元。其中，进出口高增的背景下，新增产能集中在沿海港口。
- 2014-2019年谨慎建设阶段：吞吐量增速放缓叠加政策指导，产能建设趋于理性。** 吞吐量增速在2008年后逐步收窄，带动产能利用率变动趋势从上行转向下滑，行业对航运需求成长性的预期趋于悲观，产能建设积极性有所下滑。在此背景下，**交通运输部连续发布相关政策，鼓励港口理性建设，由粗放型向集约型、由外延式向内涵式发展。**行业资本开支逐步收窄，从2014年到2019年，全国港口年度固定资产投资额从1460亿元收窄至1137亿元。其中，进出口增长动力在环球金融危机后受挫，新增产能侧重内河港口。

图9：产能建设调整滞后于产能利用率变动，可大致分为积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表5：2010-2014年，政策鼓励港口理性建设

政策年月	发布机构	政策名称 / 发布场合	相关内容
2010/06	交通运输部	我国沿海港口企业联系机制第一次会议	要在继续保持港口基础设施建设良好态势的基础上，优化港口功能布局，加强港口岸线管理，促进港口协调发展；要把节约资源、保护环境放在战略位置，努力推进节能减排，推动港口由粗放型向集约型、由外延式向内涵式发展转变。
2012/06	交通运输部 国家发改委	《港口岸线使用审批管理办法》	规范了港口岸线使用的审批范围、程序、内容和形式，有利于保证港口岸线深水深用、节约高效、合理利用、有序开发。
2013/04	交通运输部	水运建设市场检查	重点检查沿海港口码头建设项目“未批先建”，设计变更和监理单位主要人员到位及现场履职、现场管理情况，招标备案、围标串标、转包和违法分包等情况。
2014/05	交通运输部	《交通运输部关于推进港口转型升级的指导意见》	港口发展基本实现由主要依靠增加资源投入向主要依靠科技进步、劳动者素质提高和管理创新转变，由主要提供装卸服务向提供装卸服务和现代港口服务并重转变，由主要追求吞吐量增长向着提升质量和效益转变。

资料来源：国务院网站，浙商证券研究所

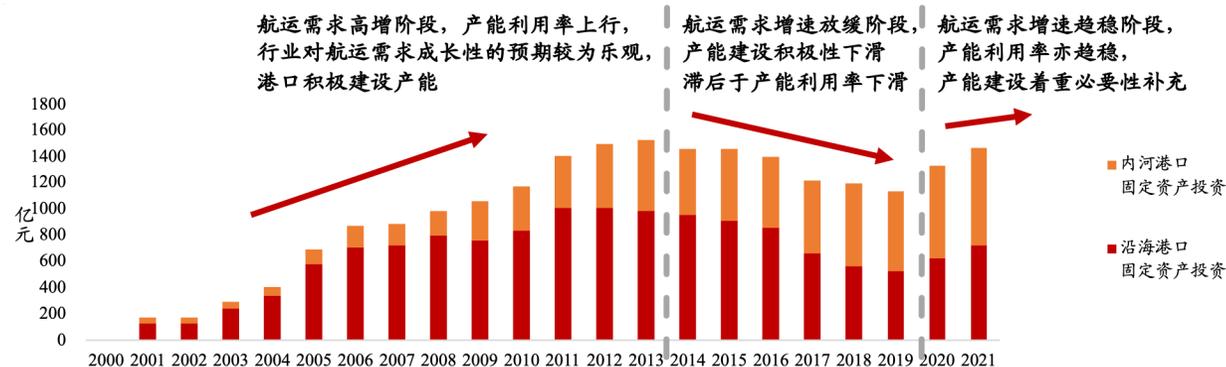
## 产能建设复盘：调整滞后于产能利用率变动，可大致分为积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段（续）

对港口行业而言，港务设施产能规划基于航运需求的潜在成长性。考虑到建设后拆除成本高昂，产能一般只增不减，且由于从规划到投产的周期较长，产能建设节奏跟随经济环境、货物吞吐量、产能利用率等因素变动的敏感度较低，**资本开支金额滞后于产能利用率波动。**

从2000年起的港口行业发展历程来看：

- **2020年起必要补充阶段：新增产能主要为头部港口必要性建设。**随着吞吐量增速与产能利用率在2015年后趋稳，行业产能建设积极性有所复苏。2020年左右起，行业资本开支有所回升，全国港口年度固定资产投资额从2019年的1137亿元提升至2021年的1466亿元，**主要系头部港口必要产能补充所致。**从头部港口现阶段在建工程项目来看，上港集团、青岛港、日照港现阶段重点在建工程项目规划主要出于对港口服务的必要性考虑，整体上相对谨慎。

图9：产能建设调整滞后于产能利用率变动，可大致分为积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6：上港集团、青岛港、日照港现阶段重点在建工程项目规划主要出于对港口服务的必要性考虑，整体上相对谨慎

公司名称	在建工程项目名称	预算金额 (亿元)	2022年年末数据		
			预算金额 占在建工程比例	账面价值 (亿元)	工程累计投入 占预算比例
上港集团	小洋山北侧开发建设工程	472.64	74.98%	9.86	2.09%
	上港罗泾集装箱码头改造	40.30	6.39%	8.46	21.00%
	同盛物流公司集疏运中心（陆域）工程项目	13.77	2.18%	7.02	50.96%
	各项目合计	526.70	83.56%	25.34	4.81%
青岛港	董家口散杂货泊位及堆场工程	60.39	39.22%	8.13	13.46%
	董家口原油商业储备库工程	44.80	29.10%	2.77	6.18%
	董家口液体散货装卸储运工程	40.80	26.50%	8.44	20.69%
	各项目合计	145.99	94.82%	19.34	13.25%
日照港	日照钢铁精品基地配套矿石码头工程	28.22	12.91%	10.16	36.02%
	日照钢铁精品基地配套成品码头工程	22.31	10.21%	3.47	15.54%
	石臼港区南区西#18-#20泊位及后方储运系统流程化工程	19.45	8.90%	13.50	69.41%
	岚山港区岚南#11泊位后方堆场装卸工艺系统自动化改造续建工程	15.76	7.22%	4.12	26.13%
	各项目合计	85.74	39.24%	31.25	36.45%

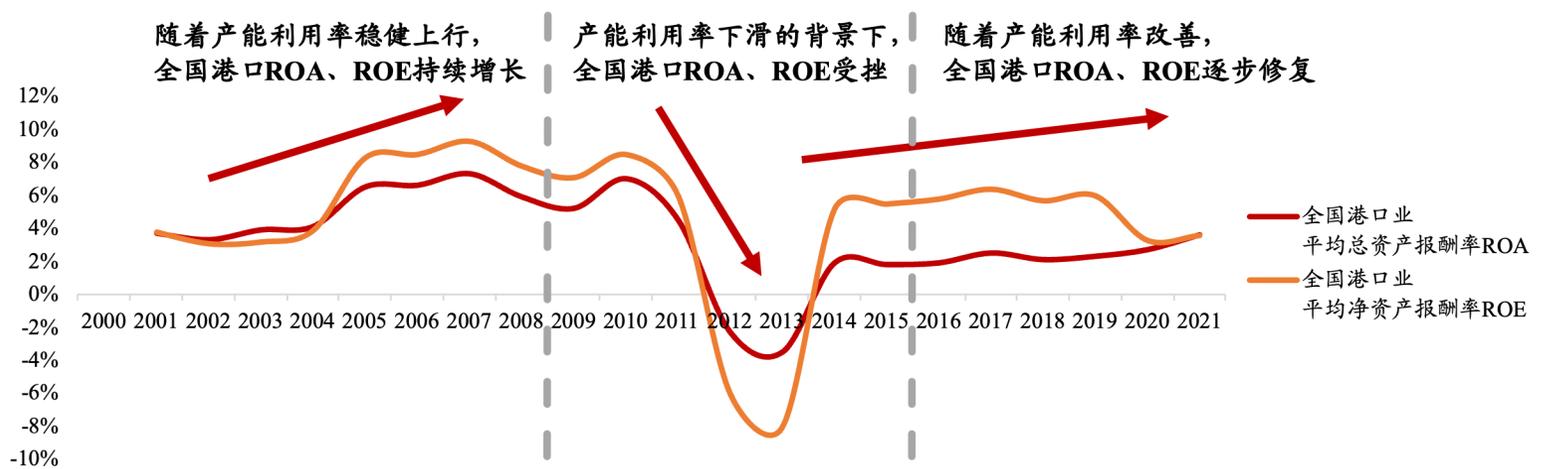
资料来源：Wind，浙商证券研究所

对于港口行业而言，高产能利用率是盈利能力的基础。在2008-2015年行业产能过剩阶段，产能利用率下滑的背景下，全国港口ROA、ROE明显受挫，分别从2008年的5.9%、7.8%落至2015年的1.8%、5.5%。

2016年起，随着行业产能利用率逐步改善，全国港口ROA、ROE有所修复。其中，ROA从2016年的1.9%回升至2021年的3.6%；ROE从2016年的5.8%回升至2019年的6.0%。

ROE、ROA虽在2020年后受到疫情影响有所波动，但在高产能利用率支撑下，预计中短期内将迎来拐点。

图10：港口ROA、ROE在2008年后随产能利用率下滑而受挫，近年随产能利用率改善逐步修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 03

## 价涨

**产能过剩刺激同业竞争**

**竞争的不可持续性催化整合**

**费率市场化趋势贡献弹性空间**

## 3.1 同业竞争止于区域整合

**产能过剩初期：各港口趋于以价换量确保产能利用率，同业竞争被激化。**

对港口个体而言，腹地资源是竞争力的基础，同腹地的港口在装卸货种接近的情况下存在直接竞争的关系，且港口的区域性特征决定竞争基本只存在于同腹地港口之间。

在2008-2015年港口行业整体吞吐量增长动力不足的产能过剩阶段，考虑到腹地资源短各港口趋于吸引吞吐量以确保产能利用率。短期难以改变，降价是各港口吸引吞吐量最直接的手段。因此在产能过剩初期，竞争关系被激化。

**产能过剩后期：竞争的不可持续性催化港口整合，预计带动费率回归理性。**

随着2010年代初起各港口先后降费竞争，对港口个体而言，各港口资源价值对吞吐量的吸引力在一定程度上被降价行为掩盖；对港口行业而言，资源利用效率降低，难以提升整体效益。故以降价为主要方式的竞争持续性较弱，同腹地港口之间的整合增效需求趋于迫切，行业发展方向逐步转向效率更高、多方共赢、持续性强的区域整合。

国内港口区域整合在2015年起趋于频繁。2019年，各省基本已设立港口集团，形成“一省一港”态势，以高效协调分配业务资源，竞争格局向好，避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争。

**表7：2010年代初港口降费部分相关事件**

事件年月	所在地区	降费事件
2012/09	福建省	当年起5年内，进出福建省港口的货物港务费降低10%征收，对省内陆地港的集装箱免收货物港务费。对中西部省份经福建省港口进出的货物免征货物港务费。
2015/04	江苏省	当年起，取消省内港口货物港务费征收事项。
2016/10	广西省	当月起，北部湾港（含防城港、北海港、钦州港）引航全部按基本港（防城港）收费标准征收引航（移泊）费，不再加收引航附加费。同时，对进出钦州、北海、防城港的外贸集装箱船统一执行优惠政策，除按规定的引航费率标准征收引航费外，免收超程部分的引航费、节假日和夜班引航费。
2018/04	天津市	当月起，推行“上限封顶，总额控制”和“明码标价，公开透明”的“一站式阳光价格”清单，再造业务流程，实现“一次缴费，全港通行”。

资料来源：各地政府网站，中国港口协会，浙商证券研究所

**表8：港口区域整合事件在2015年起趋于频繁，并逐步形成“一省一港”态势**

省份	涉及上市公司	事件年月	港口整合事件
广西	北部湾港 000582.SZ	2007/02	自治区政府独资成立广西北部湾国际港务集团有限公司
		2009/03	整合钦州、防城港、北海三港，统称“广西北部湾港”
河北	秦港股份 601326.SH 唐山港 601000.SH	2009/06	河北省国资委出资成立河北省港口集团
		2019/10	唐山市国资委出资成立唐山港口集团，整合唐山港口实业集团及曹妃甸港集团
福建	厦门港务 000905.SZ	2009/11	福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，省内将整合形成福州港、湄洲港、厦门港三大港口群
浙江	宁波港 601018.SH	2015/08	浙江省国资委注资180亿元成立浙江省海港集团
		2015/09	宁波港与舟山港集团完成合并
海南		2016/12	海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》采用“政府推动+市场决定模式”
江苏	南京港 002040.SZ	2017/05	江苏交控与南京、苏州等8市国资企业联合发起设立江苏省港口集团
辽宁	辽港股份 601880.SH	2017/06	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》
		2017/11	辽宁省、招商局、大连市、营口市共同发起成立辽宁省港口集团
		2018/03	渤海湾港口集团成立，整合东营港、潍坊港、滨州港
山东	青岛港 601298.SH 日照港 600017.SH	2019/07	青岛港吸收合并威海港
		2019/08	成立山东省港口集团，在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 3.2 费率市场化趋势已开启，贡献业绩弹性想象空间

我国港口收费形式主要分为政府定价、政府指导价、市场调节价三种形式，近年来已经历多次改革，定价逐步市场化的趋势已现，带动业绩上行的想象空间。

港口现行收费办法为交通运输部、国家发改委于2019年4月1日起执行的《港口收费计费办法》（第2次修订版），其中降低了部分政府定价收费标准，合并了部分收费项目，并赋予船方拖轮使用自主决定权。

集装箱装卸费率上调持续推进，贡献利润弹性。2021年12月起，宁波港、上港集团、广州港、青岛港QQCT相继公布费率上调计划，结合稳定增长的吞吐量，已带动业绩提升。中长期看，预计随着吞吐量稳增，持续贡献利润弹性。

表9：港口收费改革的根本原则是市场化导向，定价逐步市场化的趋势已现

收费项目	政府定价	政府指导价	市场调节价	待定
货物港务费	现行			
装卸作业包干费		2016年前	现行	
引航费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费、围油栏使用费	2016年前	现行		
外贸理货费	1993-2005		现行	2005-2016
船舶代理费	1994-2003		现行	

资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

表10：2021年以来各港口陆续上调集装箱装卸费率

公告年月	港口公司	上调费率事件
2021/12	宁波港	自2022年1月1日起对船公司20英尺、40英尺的空重箱装卸船费实行10%左右的涨幅。
2021/12	上港集团	内贸20英尺重箱中转费提升约50%。
2021/12	广州港	自2022年1月1日起调整外贸装卸作业的港口作业包干费，20英尺外贸标准重箱由490元（拖车集疏港方式）和540元（水水中转方式）上调至583元，外贸空箱公示价由原来的300元上调至357元，涨幅19%。
2022/02	青岛港	QQCT公告外贸40英尺及20英尺重箱装卸费分别上调约14%、12%。

资料来源：各公司官网、公告，浙商证券研究所

# 04

## 量增

**集装箱：出口优势支撑稳增**

**干散货：关注需求区域结构**

**液体散货：关注疫后需求回升**

**集装箱吞吐量：**出口占比超60%，高度挂钩外需。现阶段外需弱势不改中国制造出口优势，预计维持稳增。

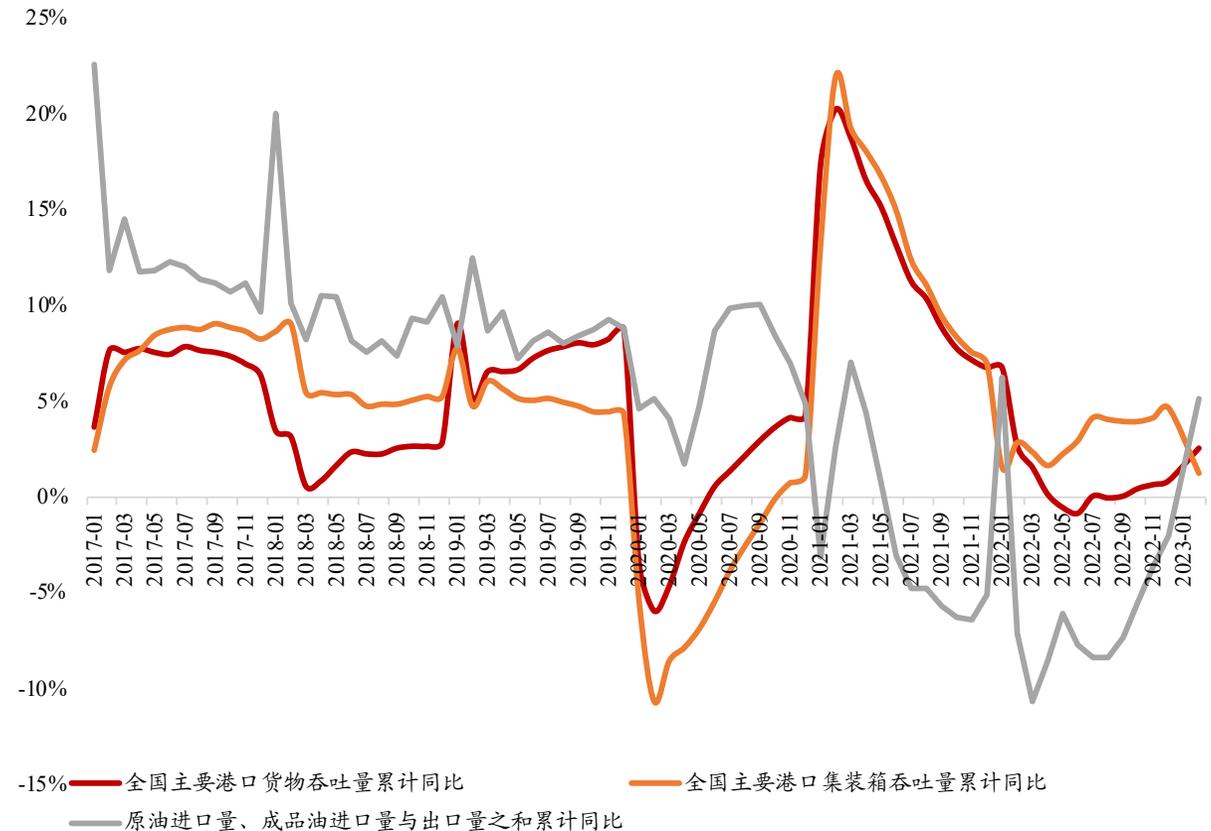
**干散货吞吐量：**以铁矿石、煤炭为主要货种。

- **铁矿石：**钢企重组或将带动进口铁矿石港口格局优化。
- **煤炭：**随着“三西”地区扩产，叠加“公转铁”推进，港口竞争力将随铁路价值凸显而释放。

**液体散货吞吐量：**进口原油占据绝对份额，主要用途为生产成品油，需求高度挂钩出行链运行状况。考虑到长期下游需求韧性，具备复苏潜力。

综合考虑各货种上下游供需，我国出口优势稳固，集装箱吞吐量稳增趋势明确；干散货、液体散货吞吐量的成长性将进一步体现港口腹地资源价值。

图11：全国主要港口货物吞吐量、集装箱吞吐量累计同比变动趋势分化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 4.1 集装箱：外需弱势不改出口优势，长期业绩稳增可期

我国集装箱吞吐量高度挂钩外需：外贸箱占比持续超60%，其中出口箱占据绝对比例。

欧、美、日、韩、东南亚为主要出口地区：合计占据出口金额持续超60%。

中国供给能力的相对优势持续强化，外需弱势不改出口优势。

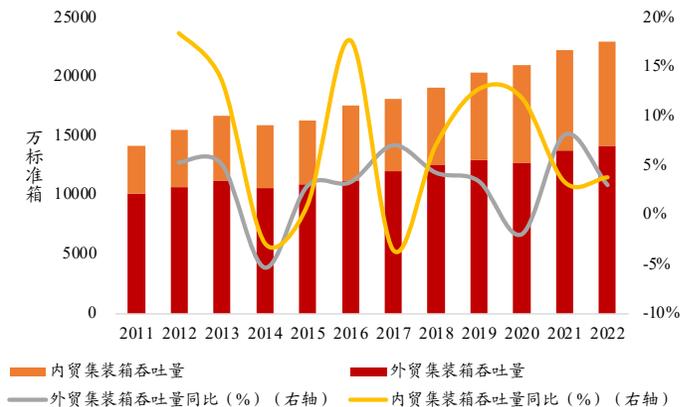
现阶段全球经济环境恶化，海外各地消费者信心下滑明显；叠加罢工频发，供给能力的稳定性有所弱化，凸显中国制造供给能力的相对优势。

我国主要出口地区虽整体消费需求下滑，但对中国的进口仍维持正增长，预计对中国制造的依赖度韧性较强，确保出口集装箱吞吐量稳定增长。

费率上调背景叠加吞吐量稳增可期，行业业绩预计稳增，关注各港口经营状况

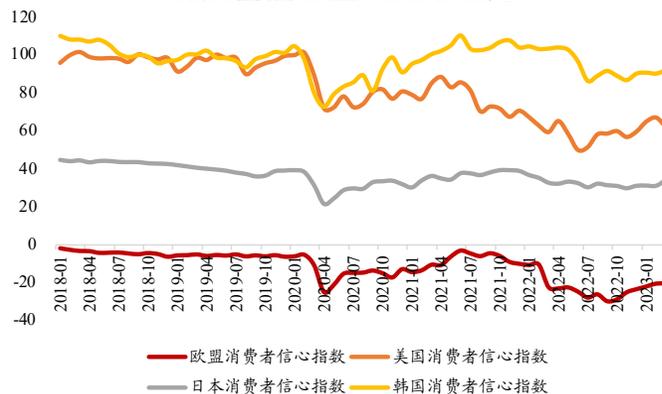
考虑到中国制造供给能力的相对优势强劲，预计集装箱吞吐量保持平稳增长。在此基础上，各港口集装箱装卸费率上调持续，中长期看预计行业业绩稳增，建议关注各港口经营状况变动。

图12：我国集装箱吞吐量中外贸占比稳定在60%-65%区间



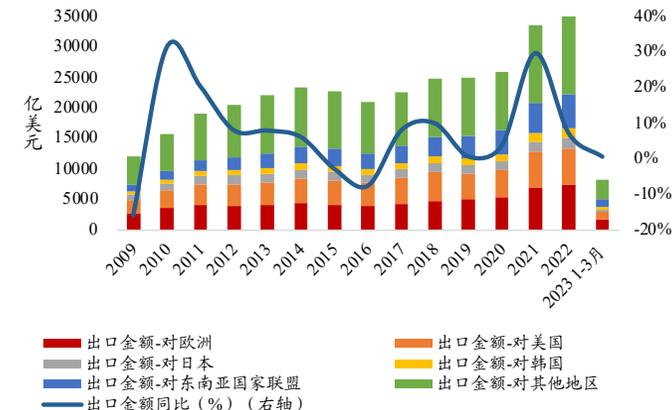
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2022年末，欧、美、日、韩消费者信心出现复苏趋势



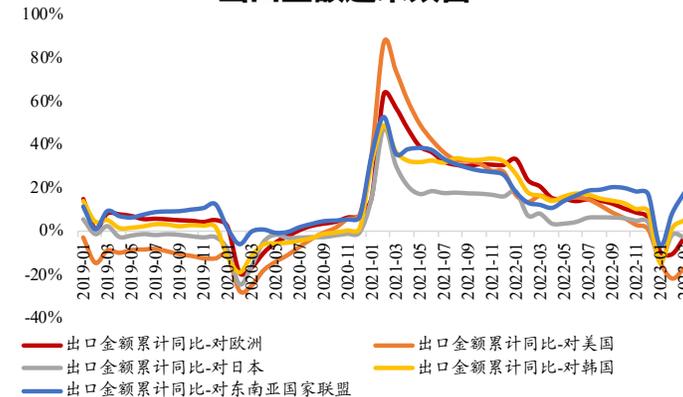
资料来源：Wind，浙商证券研究所  
注：各地区消费者信心指数基数不一，无法对比，仅用作趋势判断。

图13：欧、美、日、韩、东南亚合计出口金额占比稳定超60%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：2023年3月我国对主要出口地区的出口金额迎来改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所



## 4.2.1 铁矿石：碳达峰政策限制钢铁产能+鼓励钢企重组，关注港口腹地钢企资源价值

### 政策端限制产能+鼓励整合，关注港口腹地钢企资源价值

**铁矿石下游需求改善：**铁矿石的直接下游应用主要为生产粗钢，我国粗钢产量2017-2022年复合增长率为4.0%。

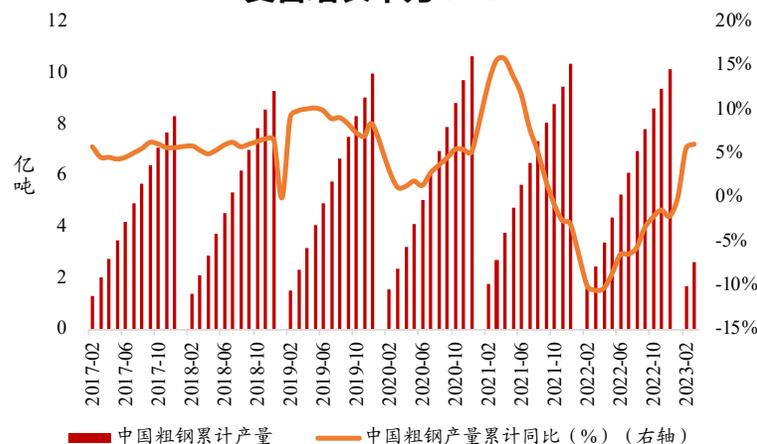
**关注钢企资源价值：**《2030年前碳达峰行动方案》计划推动钢铁行业碳达峰，严禁新增产能，并计划推进钢铁企业跨地区、跨所有制兼并重组，提高行业集中度，各港口铁矿石进口量预计随钢企跨地区重组而有所调整。此前，山东省已计划将沿海钢铁产能进一步集中于日照、临沂，长期看预计相关港口铁矿石吞吐量占比进一步集中，持续受益于钢企资源价值。

表11：政策鼓励钢企重组，预计引起产钢地区结构变动

政策年月	发布机构	政策名称	相关内容
2018/10	山东省政府	《山东省先进钢铁制造产业基地规划（2018-2025）》	“将目前分散在12个市的钢铁企业和钢铁产能，逐步向日-临沿海先进钢铁制造产业基地和莱-泰内陆精品钢生产基地转移” “将青岛董家口、日照岚山、临沂临港等沿海地区钢铁产能占比提升到50%以上；到2025年，传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比提升到70%以上。”
2021/10	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	“深化钢铁行业供给侧结构性改革，严格执行产能置换，严禁新增产能，推进存量优化，淘汰落后产能。推进钢铁企业跨地区、跨所有制兼并重组，提高行业集中度。优化生产力布局，以京津冀及周边地区为重点，继续压减钢铁产能。”

资料来源：山东省政府网站，国务院网站，浙商证券研究所

图20：中国粗钢产量2017-2022年复合增长率为4.0%



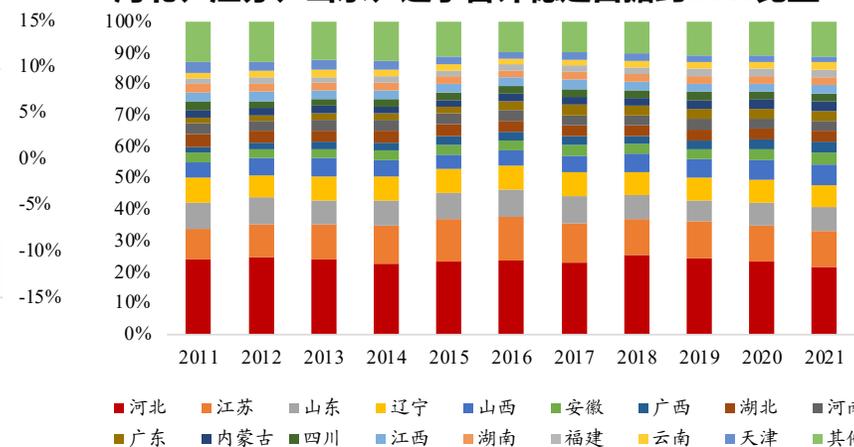
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：中国铁矿石进口量2017-2022年复合增长率为0.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：中国粗钢产量地区结构：河北、江苏、山东、辽宁合计稳定占据约50%比重



资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 煤炭：长期需求韧性稳固，“公转铁”趋势下运输结构调整预计带动持续上量

## “三西”扩产+“公转铁”推进，关注港口后方铁路资源价值

主要消费地华东、华南沿海省份的火电发电量维持韧性。煤炭主要用于火力发电，下水煤运往主要消费地区华东、华南等沿海省份。需求端华东、华南沿海省份火电发电量维持韧性。

政策导向下煤炭产能进一步集中于“三西”地区，带动铁路运输需求。《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》、发改委增产保供背景下，中长期看煤炭产能预计进一步集中于“三西”地区。

“公转铁”政策频发确定铁路运输上量预期，初见成效凸显铁路资源价值。运输方式切换已初见成效，港口后方铁路资源价值预计进一步凸显。

图23：上海、江苏、浙江、福建合计火电发电量维持韧性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图24：分地区原煤产量及全国原煤产量同比



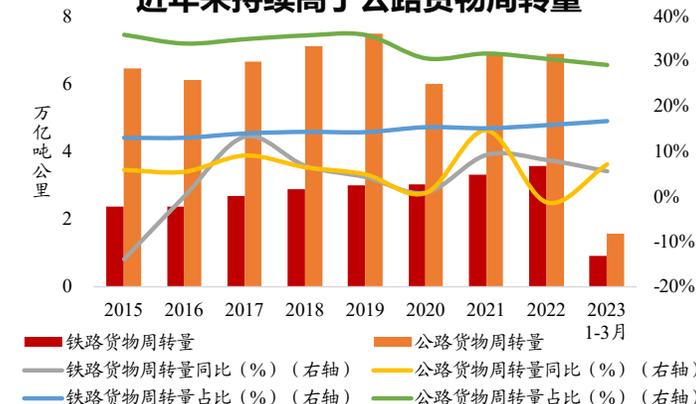
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：铁路货运量增速近年来持续高于公路货运量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26：铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.3 液体散货：以进口原油为主，关注下游燃油需求回升

**我国液体散货吞吐量以进口原油为主，运输路径相对固定**

我国液体散货运输货种绝大部分以原油为主，成品油为辅。由于我国原油资源薄弱，原油高度依赖进口，且产出的成品油主要用于国内，故成品油出口量较少。

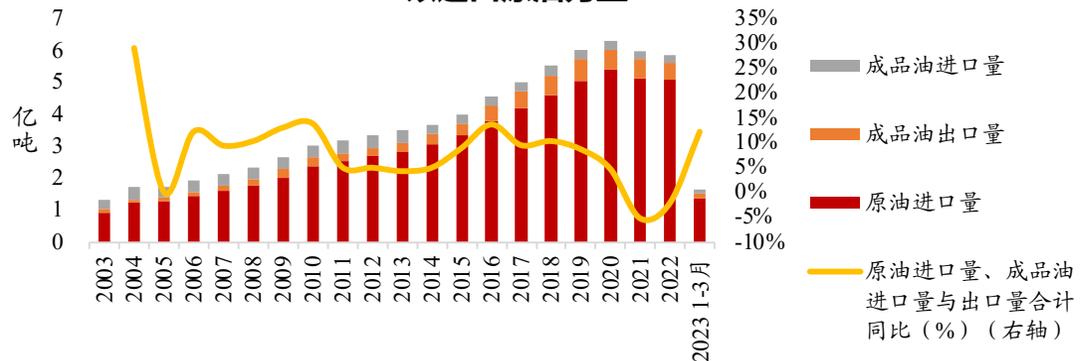
我们使用原油进口量、成品油出口量、成品油进口量三者之和近似液体散货吞吐量，2019-2022年复合增长率为-0.82%；其中，原油进口量2019-2022年复合增长率为0.17%。

**对港口而言：**液体散货储存需要使用专业储罐，通过管道连接码头储罐与下游化工厂，产业链区域分布相对固定。因此在港口的选择上，灵活度偏低，运输路径相对固定。

**展望：**原油进口量挂钩成品油产量，关注用油需求回升

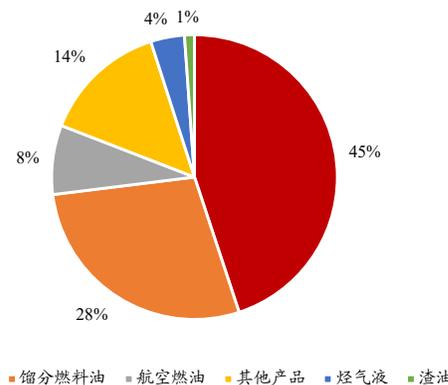
原油进口后直接用于提炼各类产品，其中以燃油为主，下游需求主要挂钩出行链运行状况。长期看下游需求韧性强劲。

图27：我国港口液体散货吞吐量主要为进口原油、出口成品油、进口成品油三者以进口原油为主



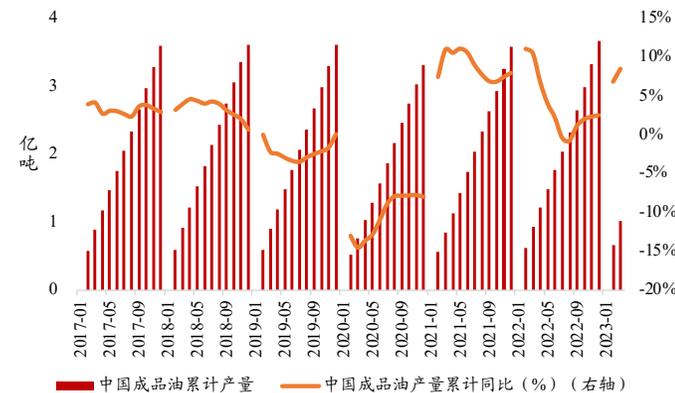
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28：2021年石油产品中超80%为燃油其中45%为汽油



资料来源：EIA美国能源资讯管理局，浙商证券研究所

图29：我国成品油产量除2020年受疫情影响外，整体维持稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 05

## 投资建议

**权益：关注聚焦主业、量价向好确定性较强的上市公司**

**债券：关注偿债能力指标偏弱，但盈利改善可期的发债主体**

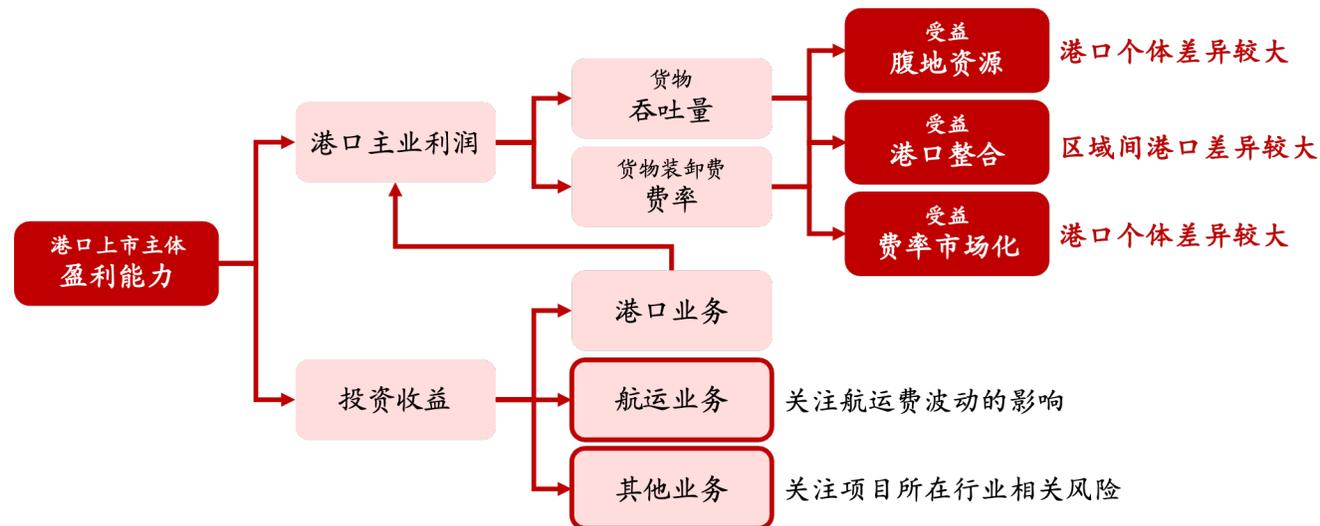
## 5.1 权益角度：关注聚焦主业、量价向好确定性较强的上市公司

港口上市主体利润主要来自港口主业利润、投资收益两方面。

- 港口业务利润高度挂钩货物吞吐量、货物港务费费率成长性，各港口腹地资源价值不一，且在港口整合、费率市场化两大趋势下受益程度不一。
- 非港口业务贡献利润则与货物吞吐量、货物港务费费率相关度较小，无法从行业利好趋势中受益。

通过梳理各上市港口腹地资源价值以及在港口整合、费率市场化趋势中的受益程度，我们给予青岛港“买入”评级，给予招商港口“增持”评级。

图30：港口上市主体盈利能力分析框架



# 青岛港 (601298)：领先综合性港口，量价持续提升条件稳固 维持“买入”评级

北方重要综合性港口，资源丰富支撑领先规模，2021年货物吞吐量位列世界第4、集装箱吞吐量位列世界第6。吞吐量增速持续远超行业，量价持续提升条件稳固。

- 吞吐量视角**：受益于腹地及码头产能释放，吞吐量稳健增长。2023年第一季度货物吞吐量、集装箱吞吐量增速分别为9.6%、16.6%，分别领先行业4.1、13.8个百分点。
- 费率视角**：山东港口整合已基本完成，避免腹地重叠引起的同业竞争，且费率市场化趋势已开启，利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。

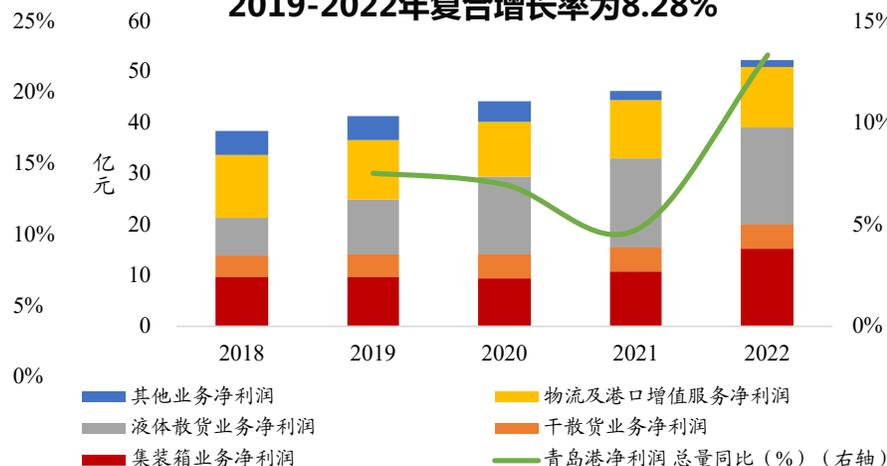
**盈利预测**：预计2023-2025公司归母净利润分别实现50.84、57.40、64.68亿元，对应现股价PE分别为9.9、8.8、7.8倍，维持“买入”评级。

图31：青岛港营业收入  
2019-2022年复合增长率为16.56%



资料来源：青岛港公司公告，浙商证券研究所

图32：青岛港净利润  
2019-2022年复合增长率为8.28%



资料来源：青岛港公司公告，浙商证券研究所

图33：青岛港集装箱吞吐量  
2019-2022年复合增长率为8.5%



资料来源：青岛港公司公告，浙商证券研究所

## 5.1.2 招商港口 (001872) : 港口网络资源稀缺, 开源节流空间广阔 维持“增持”评级

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。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:

- 推动国家“一带一路”倡议的背景+雄厚的资金实力, 持续扩张港口网络规模的潜力确定
- 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:** 管理经验优越+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:** 预计2023-2025公司归母净利润分别实现37.07、40.93、45.17亿元, 对应现股价PE分别为14.4、13.1、11.8倍。维持“增持”评级。

图34: 招商港口营业收入  
2019-2022年复合增长率为10.21%



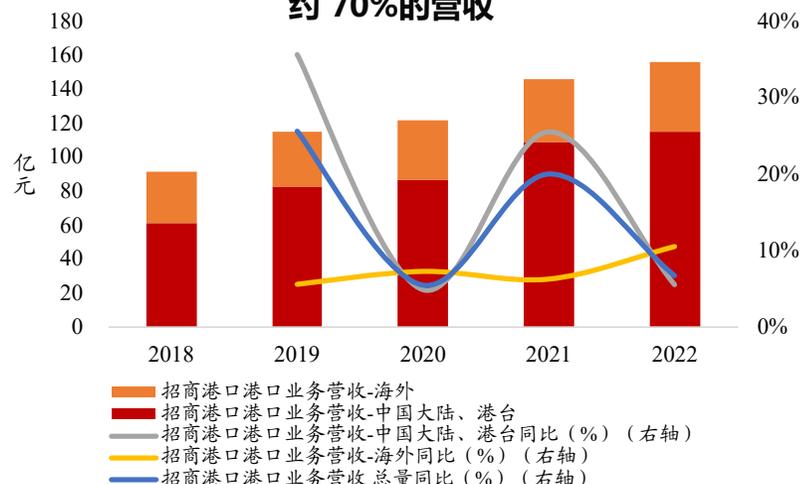
资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图35: 招商港口归母净利润  
2019-2022年复合增长率为4.82%



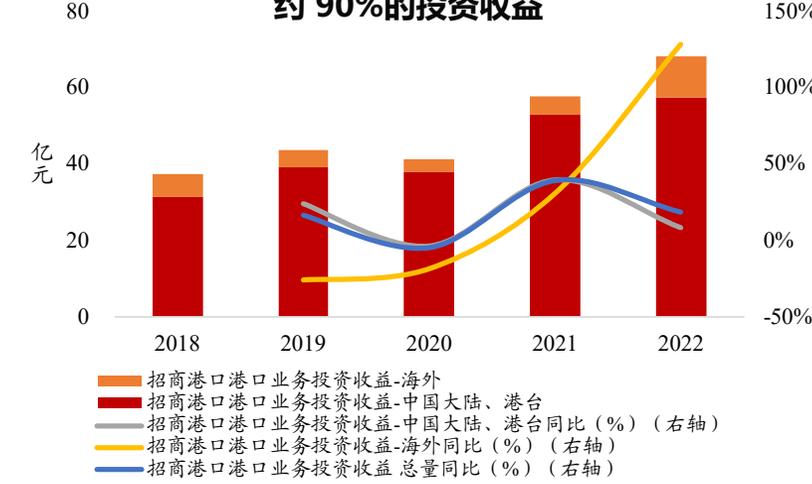
资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图36: 招商港口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: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图37: 招商港口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: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

## 5.2 债券角度：关注偿债能力指标偏弱但盈利改善可期的发债主体

表12：当前港口发债主体列表中，可筛选出6家偿债能力指标偏弱，但盈利改善可期的企业（数据截至2023/05/04）

发债主体名称	主要关联港口	截至2023/05/05数据		2023年一季度数据					主要关联港口2023年一季度累计同比	
		最新评级	债券余额 (亿元)	流动比率	速动比率	现金比率	资产负债率	获息倍数	货物吞吐量 (行业5.5%)	集装箱吞吐量 (行业2.8%)
广西北部湾国际港务集团有限公司	北部湾港	AAA	195.35	0.82	0.60	0.34	74.88	1.22	13.00%	14.70%
北部湾港股份有限公司	北部湾港	AAA	17.63	0.62	0.61	0.38	49.10	5.36	13.00%	14.70%
连云港港口集团有限公司	连云港	AA+	186.00	0.73	0.63	0.10	73.98	1.25	10.90%	15.50%
江苏连云港港口股份有限公司	连云港	AA		0.97	0.97	0.44	39.13	5.08	10.90%	15.50%
山东港口烟台港集团有限公司	烟台港	AA+	30.00	0.84	0.79	0.23	76.72	2.87	6.20%	17.50%
天津港(集团)有限公司	天津港	AAA	194.05	0.47	0.37	0.13	66.54	1.91	4.50%	9.00%
日照港股份有限公司	日照港	AA+	10.36	0.31	0.29	0.16	52.84	3.68	4.40%	15.80%
唐山港口实业集团有限公司	唐山港	AAA	24.00	1.98	1.91	1.58	43.21	5.44	12.70%	N/A
唐山港集团股份有限公司	唐山港	AAA		4.45	4.39	3.79	10.78	0.00	12.70%	N/A
茂名港集团有限公司	茂名港	AA	15.90	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10.30%	N/A
东莞港务集团有限公司	东莞港	AA	4.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10.30%	-8.30%
宁波舟山港集团有限公司	宁波舟山港	AAA	73.00	1.44	1.32	0.79	36.76	7.35	9.10%	3.50%
宁波舟山港股份有限公司	宁波舟山港	AAA	35.00	1.48	1.43	0.90	28.76	15.17	9.10%	3.50%
珠海港控股集团有限公司	珠海港	AA+	86.50	1.53	1.19	0.50	69.21	1.41	6.90%	1.90%
珠海港股份有限公司	珠海港	AA+	53.00	1.20	1.14	0.65	55.52	2.49	6.90%	1.90%
山东港口青岛港集团有限公司	青岛港	AAA	30.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.20%	12.20%
上海国际港务(集团)股份有限公司	上海港	AAA	102.10	2.40	1.81	1.41	32.20	16.31	4.00%	-6.40%
广州港股份有限公司	广州港	AAA	62.00	1.54	1.43	1.19	52.71	8.23	3.00%	2.40%
广州港集团有限公司	广州港	AAA	28.00	2.16	1.50	0.98	53.67	6.13	3.00%	2.40%
江苏苏州港集团有限公司	苏州港	AA+	5.00	0.68	0.63	0.34	51.29	2.29	0.20%	1.60%
营口港务集团有限公司	营口港	AA+	45.70	1.37	0.94	0.56	41.95	1.51	0.10%	16.90%
锦州港股份有限公司	锦州港	AA	4.20	0.36	0.36	0.16	60.30	1.13	-2.30%	11.30%
辽宁港口股份有限公司	大连港、营口港	AAA	50.00	1.65	1.63	0.85	26.72	6.10	-4.00%	18.37%
辽宁港口集团有限公司	大连港、营口港	AAA	40.00	1.34	0.97	0.36	66.50	0.85	-4.00%	18.37%
大连港集团有限公司	大连港	AAA	67.00	1.56	1.13	0.28	53.64	0.96	-6.90%	19.70%
招商局港口集团股份有限公司		AAA	130.00	0.84	0.83	0.49	34.64	4.49	N/A	N/A
靖江港口集团有限公司	靖江港	AA+	69.60	1.25	0.80	0.54	56.66	1.27	N/A	N/A
河北港口集团有限公司		AAA	63.00	1.05	0.95	0.62	50.72	2.60	N/A	N/A
江苏省港口集团有限公司		AAA	38.00	1.21	1.13	0.46	48.71	4.12	N/A	N/A
如皋苏中国际集装箱码头有限公司	如皋港		6.02	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
安徽省港口运营集团有限公司		AA+	5.00	1.55	1.54	0.62	31.91	6.08	N/A	N/A

资料来源：Wind，浙商证券研究所

港口行业发债主体绝大多数为国有企业，且评级均为AA或以上，从未爆发信用风险事件，信用资质较优。

在债券投资上，我们认为现阶段偿债能力指标流动比率与获息倍数偏低、资产负债率偏高，但经营数据持续优于行业的发债主体盈利改善的确定性较强，且信用风险收窄的空间相对明显。

**中国制造产品出口竞争力不足**：我国集装箱出口量稳增基于中国制造产品出口竞争力，若中国制造产品出口竞争力不足，集装箱出口量成长性将受损。

**各港口腹地货量传导不及预期**：港口作为水陆联运枢纽，吞吐量维持正常水平基于腹地传导顺畅。若传导不及预期，吞吐量将不及正常水平。

**港口整合推进不及预期**：港口费率回归理性基于港口整合推进，若推进程度不及预期，费率或出现波动。

# 行业评级与免责声明

## 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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>