



# 招商局旗下港口业务平台，全球布局港口资产

## 招商港口 (001872)

►公司是招商局集团港口业务板块管理和资本运营平台。2018年重组之后，公司将招商局港口（0144.HK）纳入合并范围，公司经营管理的港口资产由原来的深圳赤湾港区、东莞麻涌港区扩大至深圳西部港区、汕头港、顺德港、厦门漳州港、科伦坡港、汉班托塔港、多哥洛美港以及巴西巴拉那瓜港，成为招商局集团港口业务板块的管理和资本运营平台。

►引入战略投资者中非基金、深圳市基础设施投资基金，与公司的港口战略及主业具有协同效应。中非基金是一支专注于非洲投资的股权基金，旨在以投资方式助力非洲工业化进程，提升非洲可持续发展能力；深圳市基础设施基金系深圳市委、市政府为进一步推进基础设施供给侧结构性改革，推动政府投资和社会资本紧密融合，吸引社会资本投向基础设施领域的尝试。根据公司官网信息，国家政策性基金入股有助于招商港口在海外“一带一路”沿线的布局，提升招商港口海外项目的抗风险能力；深圳市属投资基金入股，有利于携手共建“粤港澳大湾区”和深圳中国特色社会主义先行示范区。

►受托管理辽港集团股权，控股湛江港，把握港口资源整合机会。2019年6月，辽宁国资委划转1.1%辽港集团股权至招商局辽宁，划转之后，招商局集团通过招商局辽宁间接控股大连港、营口港。2018年12月，招商港口与招商局辽宁签署《股权托管协议》，受托管理招商局辽宁持有的辽港集团49.9%的股权，有利于招商局集团港口业务协同发展。

2019年1月3日，公司以3.75亿元对价受让广东外运持有的湛江港5%股权；2019年1月9日，公司子公司赤湾港航以30亿元人民币增资湛江港。上述交易完成后，公司合计控制湛江港约58%股权，有利于公司加强西南区域战略布局。

►布局全球港口网络，国外港口吞吐量增速、毛利率高于国内港口项目。公司重点在全球主枢纽港、门户港以及市场潜力大、经济成长快、发展前景好的地区布局港口资产。目前在印度次大陆及非洲、欧洲及地中海沿岸、美国、韩国、澳大利亚等地区和国家均有投资港口项目，在全球18个国家和地区投资了41个港口项目。2019年上半年，国外港口项目集装箱吞吐量和散杂货吞吐量增速分别为+4.0%/+37.4%，分别高于国内港口项目3.2pcts/45.4pcts；上半年公司国外项目毛利率为48.6%，比国内项目高14.3pcts。

►积极向海外输出“前港-中区-后城”的蛇口模式，吉布提港、汉班托塔港目前正在复制这一模式。“前港-中区-后城”是一种园区开发模式，它的核心在于港口先行、产业园区跟进、配套城市功能开发，进而实现区域联动发展，是蛇口工业区几十年发展的经验沉淀总结。目前，公司正在吉布提港、汉班托塔港复制这一模式。公司从2013年正式投资吉布提港开始，便积极参与吉布提自贸区的建设，未来还将继续参与吉布提老港区

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	16.71
股票代码:	001872
52周最高价/最低价:	20.22/13.94
总市值(亿)	320.65
自由流通市值(亿)	77.54
自由流通股数(百万)	464.86



分析师: 丁一洪  
邮箱: dingyh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070001  
联系电话: 0755-83025232

分析师: 卓乃建  
邮箱: zhuonj@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100003  
联系电话: 0755-83025232

分析师: 洪奕昕  
邮箱: hongyx1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080004  
联系电话: 0755-83025232

研究助理: 李承鹏  
邮箱: licp1@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话: 0755-83025232

的再开发。2013 至 2017 年，吉布提港累计实现利润达 4.65 亿美元，2015 年至 2017 年连续三年利润超过 1 亿美元。

2017 年公司完成对汉班托塔港 85% 的股权收购，未来将依托于港口的发展，在汉班托塔港推进“前港-中区-后城”的发展模式，招商局港口已与中国交通建设子公司中国港湾订合作框架协议，以探索有关汉班托塔港及汉班托塔港毗邻工业园的未来可能合作以及共同发展和营运计划。公司未来有望受益于“前港-中区-后城”模式在海外的复制。

► **预计公司 2019-2021 年归母净利分别约为 27.6/13.6/14.4 亿元首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别约为 27.6/13.6/14.4 亿元，对应 EPS 分别约为 1.44/0.71/0.75 元，按照 2019 年 12 月 23 日收盘价 16.72 元计算，对应的 PE 分别为 12/24/22 倍。公司拥有较为优良的港口资产，未来改扩建的项目投产运营后，港口吞吐能力有望进一步提升；同时，公司国外的港口资产项目吞吐量增速较快，且具有较大的发展潜力，盈利能力较强。公司 2019 年 12 月 26 日收盘价对应的 PB 仅为 0.91，估值较低，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济下行；公允价值变动的风险；政治风险；汇率波动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7544.64	9703.39	11958.94	12919.43	13832.94
YoY (%)	216.80%	28.61%	23.24%	8.03%	7.07%
归母净利润(百万元)	2365.21	1090.42	2759.03	1359.85	1440.25
YoY (%)	344.27%	-53.90%	153.02%	-50.71%	5.91%
毛利率 (%)	37.57%	40.85%	38.46%	39.43%	39.06%
每股收益 (元)	1.23	0.57	1.44	0.71	0.75
ROE	8.31%	3.54%	8.25%	3.91%	3.98%
市盈率	13.58	29.46	11.64	23.62	22.30

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 招商局集团港口业务板块管理和资本运营平台 .....	4
1.1. 2018 年重组后，招商局港口（0144.HK）纳入合并范围 .....	4
1.2. 募集配套资金，引入战略投资者 .....	5
1.3. 股权激励彰显公司管理层信心 .....	5
1.4. 港口项目吞吐量稳中有升 .....	5
1.5. 港口收入占比约 95%，港口资源整合促公司业务规模增长 .....	6
1.6. 非并表范围内港口投资对公司盈利能力影响较大 .....	7
2. 国内港口资产布局范围广，港口资源整合进行时 .....	8
2.1. 港口项目布局国内沿海主要地区 .....	8
2.2. 受托管理辽港集团股权，有利集团旗下港口业务协同发展 .....	9
2.3. 控股湛江港，加强西南区域战略布局 .....	9
3. 积极布局海外港口资产 .....	10
3.1. 拥有布局全球的港口网络资源 .....	10
3.2. 公司国外港口项目吞吐量增速、毛利率均高于国内港口项目 .....	11
3.3. 积极向海外输出“前港-中区-后城”的蛇口模式 .....	12
3.3.1. 非洲“蛇口”——吉布提自贸区 .....	12
3.3.2. 汉班托塔港项目——将是“前港-中区-后城”模式的又一实践 .....	13
4. 盈利预测及估值：首次覆盖给予“增持”评级 .....	14
4.1. 预计未来 2019-21 年实现营收分别约为 120/129/138 亿元 .....	14
4.2. 不考虑宁波港、青岛港股价的波动对公司业绩的影响 .....	14
4.3. 预计 2019-21 年归母净利分别为 27.6/13.6/14.4 亿元，首次覆盖给予“买入”评级 .....	14
5. 风险因素 .....	15
5.1. 宏观经济下行 .....	15
5.2. 公允价值变动的风险 .....	15
5.3. 政治风险 .....	15
5.4. 汇率波动风险 .....	15

## 图表目录

图 1 2018 年公司发行股份购买资产前后股本结构变动情况 .....	4
图 2 2019 年 1-11 月公司港口项目累计实现集装箱吞吐量同比+3.1% .....	6
图 3 2019 年 1-11 月公司港口项目累计实现散杂货吞吐量同比-8.9% .....	6
图 4 2018 年公司港口业务收入占比约 95% .....	7
图 5 2019 年 H1，因湛江港纳入并表范围，公司营收同比+24.9% .....	7
图 6 2019H1 公司归母净利同比+270.81% .....	7
图 7 2019H1 公司扣非后归母净利同比+79.42% .....	7
图 8 公司在国内主要沿海地区布局港口项目 .....	9
图 9 公司在全球范围内港口布局情况 .....	10
图 10 2019H1 公司国外港口项目集装箱吞吐量同比+4% .....	11
图 11 2019H1，公司国外港口项目散杂货吞吐量同比+37.4% .....	11
图 12 2019H1 公司国外收入占总营收的 27% .....	11
图 13 公司国外港口项目毛利率高于国内港口项目 .....	11
图 14 吉布提港地理位置优越 .....	12
图 15 汉班托塔港位于斯里兰卡南部海岸，地理位置优越 .....	14
表 1 截至 2019 年 6 月末，公司长期股权投资情况 .....	8



同时参股上海、宁波等集装箱枢纽港，并在南亚、非洲、欧洲、南美洲及大洋洲等地有港口布局。

## 1.2. 募集配套资金，引入战略投资者

2019年11月向深圳市基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）、中非发展基金有限公司非公开发行1.29亿股公司股票，发行价格17.16元/股，募集资金总额22.13亿元。其中，深圳市基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）认购6.5亿股（占总股本的3.37%），中非发展基金有限公司认购6.4亿股（占总股本的3.33%）。发行完成后，China Merchants Investment Development Company Limited (CMID) 持有公司股份被稀释至59.75%，招商局港通发展(深圳)有限公司持有公司股份被稀释至19.29%，招商局集团合计控股公司79.04%的股份。

中非基金是2006年中非合作论坛北京峰会上中国政府宣布的对非务实合作的重要举措，是中国一支专注于非洲投资的股权基金，旨在以投资方式助力非洲工业化进程，提升非洲可持续发展能力。

深圳市基础设施基金系深圳市属投资基金，管理公司为全资国有企业。深圳市基础设施基金系深圳市委、市政府为进一步推进基础设施供给侧结构性改革，推动政府投资和社会资本紧密融合，吸引社会资本投向基础设施领域的尝试。

根据公司官网信息，两家投资人同招商港口战略及主业具有较强的协同效应，国家政策性基金入股有助于招商港口在海外“一带一路”沿线的布局，提升招商港口海外项目的抗风险能力；深圳市属投资基金入股，有助于共同响应国家“一带一路”倡议，有利于携手共建“粤港澳大湾区”和深圳中国特色社会主义先行示范区，共享发展机遇和建设成果。

## 1.3. 股权激励彰显公司管理层信心

2019年10月，公司公告《公司股票期权激励计划（第一期）（草案）》，向公司部分高级管理人员、董事、核心管理人以及业务骨干授予1774万股公司股票，授予价为激励计划草案及摘要公布前20个交易日的公司A股股票的交易均价，即17.8元/股。

根据公告，此次激励计划分别从归母净利润收益率(ROE)、净利润复合增长率以及经济增加值(EVA)三个角度规定激励计划的生效条件。其中，从ROE指标看，2020/2021/2022年公司ROE需分别不低于6.9%/7.0%/7.1%，且三年均需不低于对标企业同期75分位值；从净利润复合增长率指标看，2020/2021/2022年公司净利润相较于2018年的复合增长率分别不低于20%/22%/25%。

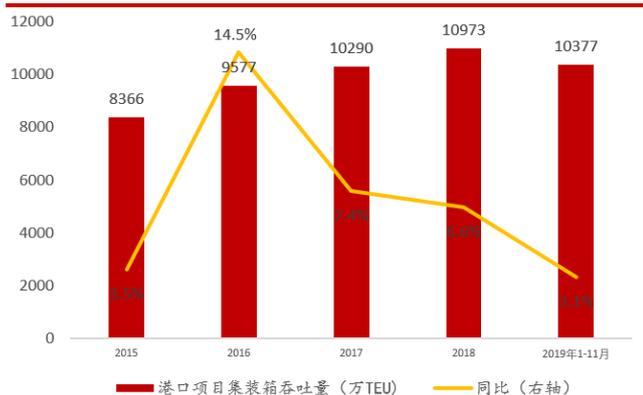
从此次股权激励计划生效条件来看，公司管理层对公司未来的业绩具有较大的信心。

## 1.4. 港口项目吞吐量稳中有升

按照公司投资的港口项目吞吐量的口径统计，2015-2018年期间，公司港口项目吞吐量总体稳定增长。其中，集装箱吞吐量由2015年的8366万TEU增至2018年的10973万TEU，年均复合增长9.5%；散杂货吞吐量由2015年3.5亿吨增至2018年的5.4亿吨，年均复合增长15.6%。

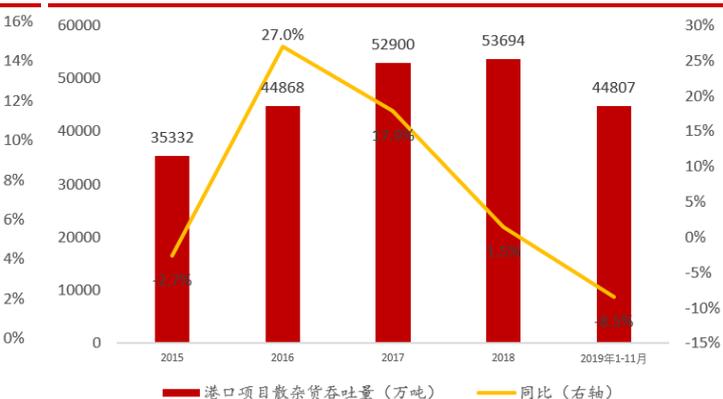
2019年1-11月，公司港口项目累计实现集装箱吞吐量10377.1万TEU，同比+3.1%；累计实现散杂货4.5亿吨，同比-8.9%。

图2 2019年1-11月公司港口项目累计实现集装箱吞吐量同比+3.1%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 2019年1-11月公司港口项目累计实现散杂货吞吐量同比-8.9%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

根据公司披露的信息,我们按照合并报表范围口径整理统计港口项目的吞吐量,公司2017-2019年1-6月的合并范围内港口集装箱吞吐量分别约为1703/1850/933万TEU,其中2018年、2019年1-6月增速分别约为+8.6%/+7.4%;2017-2019年1-6月的合并范围内港口散杂货吞吐量分别为约为1.4/1.5/0.7亿吨,其中2018年、2019年1-6月增速分别约为+9.1%/-5.8%。

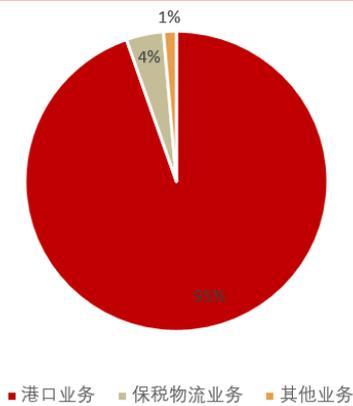
### 1.5. 港口收入占比约95%,港口资源整合促公司业务规模增长

从公司的业务类型看,公司除核心的港口装卸仓储业务外,还有包括保税物流业务等。

港口保税业务主要为客户(物流公司/贸易公司/货主等)提供仓库/堆场租赁、库内/堆场装卸操作、报关、场站拆拼箱等,为进出保税物流园区的拖车提供单证服务。2018年公司累计实现营收97.03亿元,其中港口业务实现营收91.85亿元,占比94.65%。

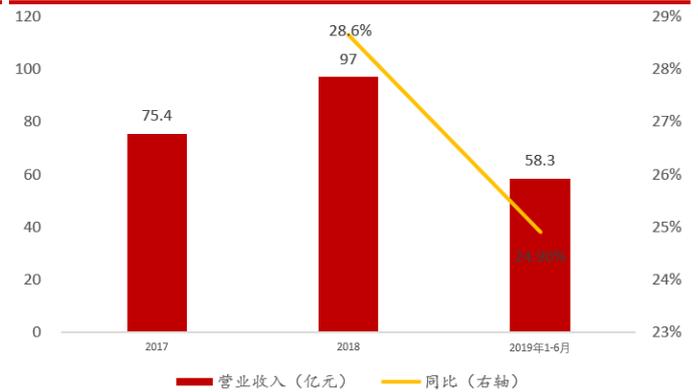
从营收规模的增长情况看,受招商局集团港口业务的资源整合以及港口吞吐量增长等因素的影响,公司近三年的营收规模增长较快。经重述后公司2017/2018/2019年1-6月分别为75.4/97.0/58.3亿元,其中2018年、2019年1-6月增速分别约为+28.6%/+24.9%。2019年上半年营收的增长主要是由于湛江港于2019年2月份纳入并表范围。

图 4 2018 年公司港口业务收入占比约 95%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2019 年 H1，因湛江港纳入并表范围，公司营收同比+24.9%。

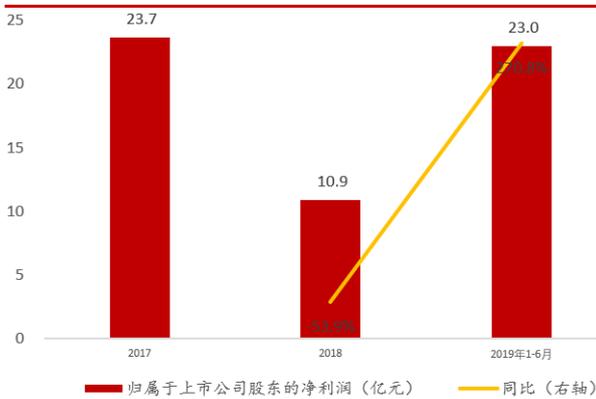


资料来源：公司公告，华西证券研究所

从盈利情况看，经重述后 2017-2019 年 1-6 月，公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为 23.65 亿元/10.9 亿元/23.0 亿元，2018 年、2019 年 1-6 月增速分别为 -53.9%/+270.81%。非经常性损益造成 2018 年、2019 年 1-6 月的归母净利润波动较大，2018 年公司持有青岛港、宁波港的股票价格的波动等影响，造成当年公允价值变动净收益-10.7 亿元；2019 年上半年则因公司处置前海整备范围内土地取得资产处置收益约 41.7 亿元。

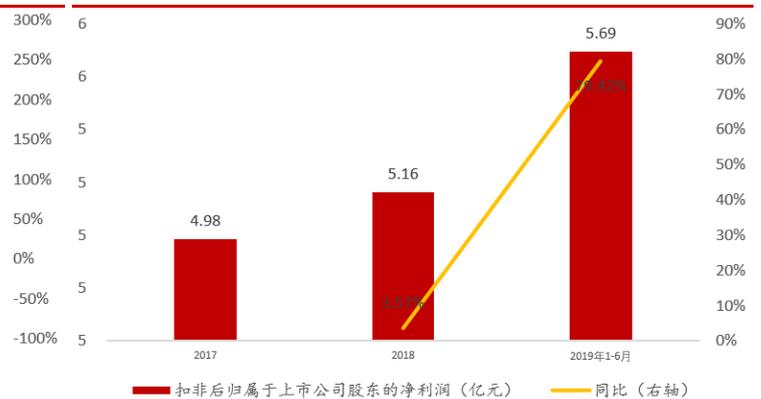
从扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润看，港口资源整合后，扣非后归属于上市公司股东的净利润逐年增长。经重述后 2017-2019 年 1-6 月，公司实现扣非后归属于上市公司股东的净利润分别为 4.98 亿元/5.16 亿元/5.69 亿元，2018 年、2019 年 1-6 月增速分别为+3.57%/+79.42%。

图 6 2019H1 公司归母净利同比+270.81%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2019H1 公司扣非后归母净利同比+79.42%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.6. 非并表范围内港口投资对公司盈利能力影响较大

公司是招商局集团旗下的港口业务平台，合并报表范围内有深圳西部港区、东莞麻涌码头、湛江港、汕头港、斯里兰卡 CICT、汉班托塔等港口外，合并报表范围外公司还投资了上港集团、青岛港、宁波港、Terminal Link SAS 等港口或港口投资平台。合并报表范围外的港口资产根据持股比例等因素，在公司财务报表层面主要计入长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产（主要分类为公允价值计量

且其变动计入当期损益的金融资产)，这些资产确认的投资收益或公允价值变动对公司当期的盈利能力有较大的影响。

截至 2019 年 6 月末，公司持有长期股权投资账面价值 491 亿元，占公司总资产的 32.4%。其中公司通过招商局港口（0144.HK）间接持有上港集团 26.76% 的股份，通过招商局港口（0144.HK）间接持有大连港 21.05% 的股份。2019 年上半年长期股权投资权益法下确认投资收益 17.96 亿元，占利润总额（80.76 亿元）的 22.2%，如不考虑上半年 41.7 亿元的资产处置收益，则占利润总额的比重为 46.0%，占比较大。

表 1 截至 2019 年 6 月末，公司长期股权投资情况

公司名称	持股比例	核算方法	截至 2019 年 6 月末 账面价值 (亿元)	2019 年上半年确认 投资收益 (亿元)
Euro-Asia Oceangate S. à r. l	40%	权益法	27.17	0.43
Port of Newcastle	50%	权益法	21.02	0.13
青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司	49%	权益法	15.83	0.70
中海港务(莱州)有限公司	40%	权益法	7.72	0.22
上海国际港务(集团)股份有限公司(A股)	26.77%	权益法	227.46	1.02
中国南山开发(集团)股份有限公司	37.01%	权益法	50.01	11.65
Terminal Link SAS	49%	权益法	40.80	0.99
大连港股份有限公司(A股和H股)	21.05%	权益法	32.49	1.52
招商局海南开发投资有限公司	15%	权益法	5.25	0.59
其他	-	权益法	63.26	0.67
<b>合计</b>			<b>491.01</b>	<b>17.92</b>

资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：湛江港于 2019 年 2 月纳入合并报表范围，未并表之前通过长期股权投资核算，上半年确认湛江港投资收益 0.04 亿元。

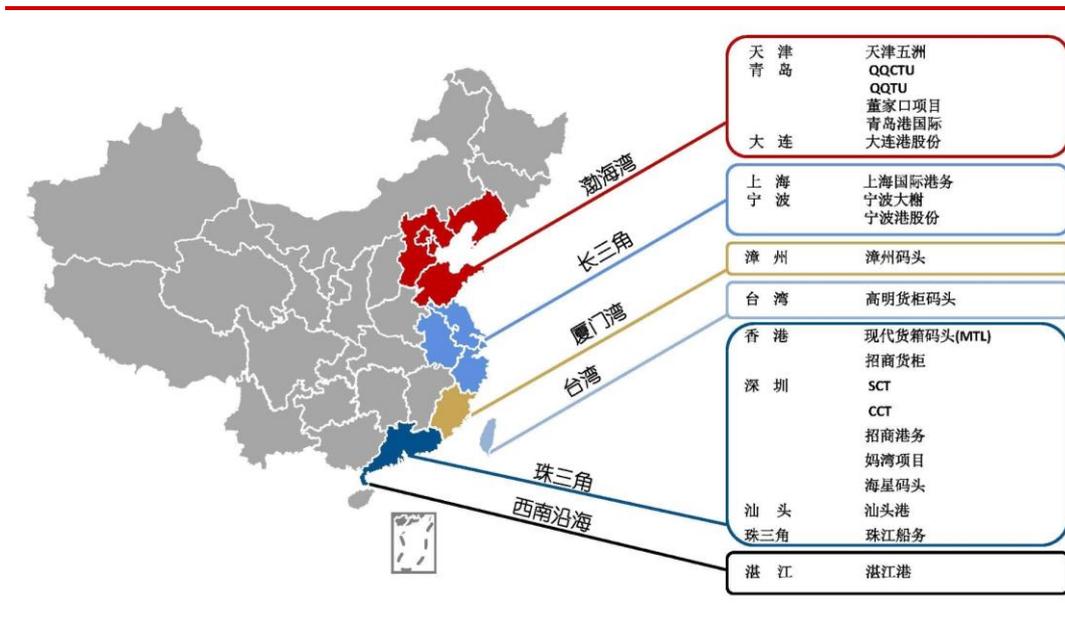
此外，公司通过招商局港口（0144.HK）间接持有宁波港 3.09% 的股份、青岛港 2.36% 的股份，截至 2019 年 6 月末，此部分资产账面价值共计 30.2 亿元。由于公司的持股比例较低，此部分资产被分类为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，公允价值受宁波港、青岛港股价的变动而变动，具有一定的不确定性。

## 2. 国内港口资产布局范围广，港口资源整合进行时

### 2.1. 港口项目布局国内沿海主要地区

公司作为招商局集团下属的港口业务运营平台，在国内外均有港口业务布局。目前公司已在环渤海、长三角、厦门湾、珠三角、西南沿海以及中国台湾地区等国内主要的沿海地区布局了港口项目。其中，纳入合并范围的国内港口项目主要包括深圳西部港区 24 个集装箱泊位和 15 个散杂货泊位；汕头港 9 个集装箱泊位、2 个散杂货泊位，10 个件杂货泊位，1 个煤炭专用泊位；湛江港 2 个集装箱泊位、33 个散货泊位；顺德港 4 个多功能泊位；厦门漳州港 2 个集装箱泊位、6 个散货泊位。

图 8 公司在国内主要沿海地区布局港口项目



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2. 受托管理辽港集团股权，有利集团旗下港口业务协同发展

2018 年 12 月，公司发布公告称为充分发挥招商局集团港口板块管理团队丰富的运营管理经验，促进招商局集团现有港口资产和辽宁港口的专业化运营和协同发展，招商局集团将其通过招商局辽宁持有的辽宁港口集团的全部股权托管给公司。2018 年 12 月 13 日公司与招商局辽宁签署《股权托管协议》，约定招商局辽宁将其截至目前持有的辽集团的全部股权（占辽港集团 49.9%的股权）委托给公司管理。

2019 年 6 月，大连港、营口港发布公告称辽宁省国资委于 2019 年 5 月 31 日与招商局辽宁签署《关于辽宁港集团有限公司之股权无偿划转协议》，约定辽宁省国资委持有的辽港集团 1.1%的股权无偿划转给招商局辽宁。划转后，招商局辽宁持有辽港集团 51%的股权。

辽港集团通过营口港务集团（辽港集团持股 45.93%）、大连港务集团（辽港集团持股 100%）控制大连港 47.31%的股份，同时招商港口间接控制大连港 21.05%的股份。划转后，招商局集团合计控制大连港 68.36%的股份，为大连港的实际控制人。

辽港集团通过营口港务集团间接控制营口港 78.29%的股权。划转后，招商局集团成为营口港的实际控制人。

上述股权委托管理事项以及股权划转事项完成后，辽港集团以及辽港集团控制的大连港、营口港均纳入到招商局集团。招商港口作为招商局集团的港口业务管理平台，通过《股权托管协议》，管理了辽宁招商局持有辽港集团的大部分股权，有利于招商局集团港口业务协同发展。

## 2.3. 控股湛江港，加强西南区域战略布局

2019 年 1 月 3 日，公司公告称公司与广东外运有限公司签署《关于湛江（集团）股份有限公司之股份转让协议》，受让广东外运持有的湛江港 2 亿股普通股（占湛江港股份总数的 5%），转让对价 3.75 亿元。

2019年1月9日，公司公告公司全资子公司赤湾港航（香港）有限公司拟以30亿元人民币增资认购湛江港16.07股普通股。交易完成后，公司直接持有湛江港3.4223%的股权，通过招商湛江间接持有湛江港27.5782%的股权，通过港航香港间接控制湛江港27.3544%的股权，合计控制湛江港58.3549%的股权。交易完成后，湛江港纳入公司的合并报表范围。

湛江港是我国西南区域的重要深水港，是我国大陆通往东南亚、中东、非洲、欧洲和大洋洲航程最短的港口，也是国家“一带一路”15个战略支点港口之一，海路运输可与东南亚、中东、非洲等公司海外港口及招商局集团旗下的工业园联结，陆路运输可与西南、中南、华南腹地联结。广东省及湛江市政府在“粤港澳大湾区”统筹发展、“粤西经济振兴计划”等区域发展规划及政策中，湛江港均被列为“重要一级”。

根据公司公告，湛江港是公司参与琼州海峡经济带、海南自由贸易港建设的重要平台。2018年4月中央宣布支持海南全岛建设自由贸易试验区，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设。湛江作为中国大陆最南端的港口城市，与海南一衣带水，是对接海南岛陆地交通的必经之路。未来湛江将吸收海南自由贸易港建设所带来的红利外溢，湛江港可能成为海南对外物流联通的关键枢纽。因此，湛江港有望被打造成为招商局集团和公司深度参与海南发展的重要抓手之一。

### 3. 积极布局海外港口资产

#### 3.1. 拥有布局全球的港口网络资源

在海外港口投资方面，公司重点在全球主枢纽港、门户港以及市场潜力大、经济增长快、发展前景好的地区布局。目前，公司在印度次大陆及非洲、欧洲及地中海沿岸、美国、韩国、澳大利亚等地区和国家均有港口项目。截至2019年6月末，公司在全球18个国家和地区投资了41个港口项目。

图9 公司在全球范围内港口布局情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

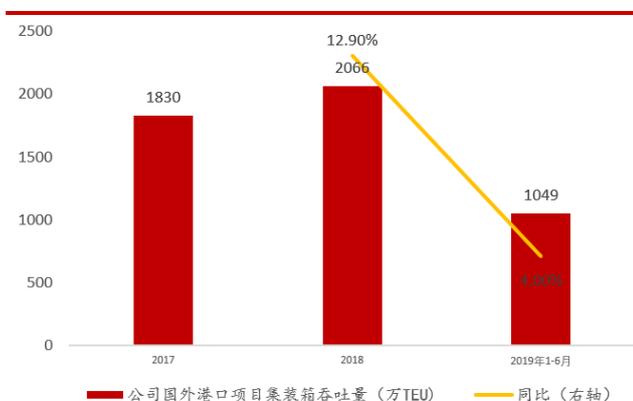
### 3.2. 公司国外港口项目吞吐量增速、毛利率均高于国内港口项目

从公司港口项目吞吐量情况看，海外港口项目吞吐量增速整体高于国内的港口项目。

2017-2019年1-6月，公司海外港口项目分别实现集装箱吞吐量1830/2066/1049万TEU，其中2018年、2019年1-6月，国外港口项目集装箱吞吐量增速分别为+12.9%/+4.0%，同期国内港口项目集装箱增速分别为+5.2%/+1.8%。

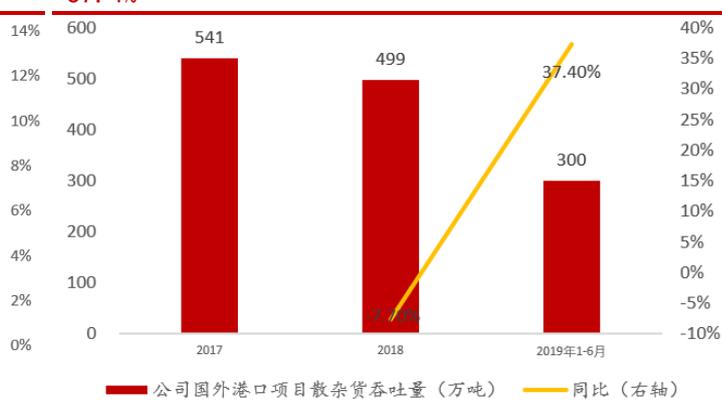
2017-2019年1-6月，公司海外港口项目分别实现散杂货吞吐量541/499/300万吨，其中2018年、2019年1-6月，国外港口项目散杂货吞吐量增速分别为-7.7%/+37.4%，同期国内港口项目散杂货吞吐量增速分别为+1.6%/-8.0%。

图 10 2019H1 公司国外港口项目集装箱吞吐量同比+4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 2019H1，公司国外港口项目散杂货吞吐量同比+37.4%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

从营收情况看，2019年上半年公司实现营收58.3亿元，其中来自于国外地区的营收15.7亿元，同比+10.8%，占总营收的比重为27%。

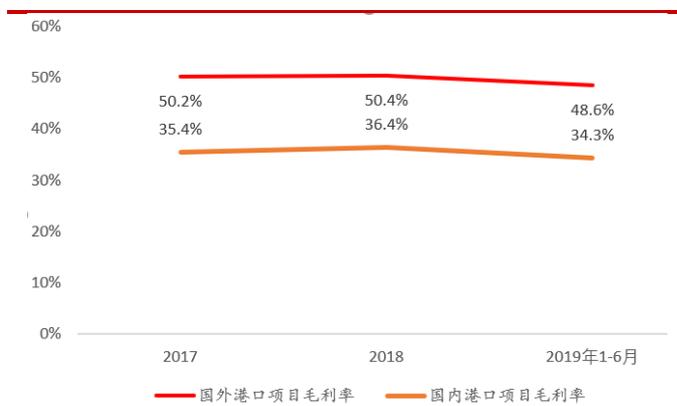
从毛利率情况看，公司国外港口项目的毛利率高于国内港口项目。2019年上半年，公司国外项目的毛利率为48.58%，同期国内项目的毛利率为34.31%。

图 12 2019H1 公司国外收入占总营收的 27%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 公司国外港口项目毛利率高于国内港口项目



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3. 积极向海外输出“前港-中区-后城”的蛇口模式

“前港-中区-后城”是一种综合开发模式，指由企业开发、建设、经营、管理一个相对独立的区域，它的核心在于港口先行、产业园区跟进、配套城市功能开发，进而实现区域联动发展。“前港-中区-后城”模式是招商局的特色，是蛇口工业区几十年发展的经验沉淀总结。

“前港-中区-后城”以港口为龙头和切入点，以临港的产业园区为核心和主要载体，系统解决制约东道国产业转移的硬环境短板和软环境短板，打造国际产能合作的平台。目前，这一模式已经成为招商局海外发展模式，公司投资的吉布提项目、斯里兰卡的汉班托塔港等正在复制这一模式。

#### 3.3.1. 非洲“蛇口”——吉布提自贸区

根据招商局港口官网信息，2012年12月招商局港口全资附属公司 China Merchants Holdings (Djibouti) FZE 与吉布提港口和自由贸易区管理局订立购股协议，收购吉布提港有限公司 (Port de Djibouti S.A.) 23.5%的股权，此后招商局港口与吉方共同投资建设多哈雷多功能港 (DMP)。项目总投资 5.8 亿元，于 2014 年 8 月开工兴建，2017 年 2 月完成，设计吞吐能力散杂货 708 万吨，集装箱 20 万标准箱，主码头包括 6 个 10 万吨级多功能泊位。

吉布提港是东非吉布提共和国自由港，埃塞俄比亚中转港，地处亚丁湾西岸，面对红海南大门曼德海峡，是国际航运主航道的必经之地，是吉布提的最大海港，也是东非最大的现代化港口之一。背靠有上亿人口的埃塞俄比亚，可辐射东非、中东、红海及印度西岸地区，具有重要的战略地位。

图 14 吉布提港地理位置优越



资料来源：百度图片，华西证券研究所

2016 年 11 月，招商局港口与 Great Horn、DPFZA、CMID、招商局蛇口工业区、大连港集团公司及亿赞普集团订立投资协议，建议投资及开发吉布提国际自由贸易区，共同实施吉布提国际自由贸易区的投资、设计、分期开发、施工及运营。

2017 年 1 月招商局港口就投资吉布提国际自由贸易区成立两家合营公司。其中一家对该自贸区的商业及基础项目的开发权进行投融资（资产合营公司，）；另一家对自贸区进行开发建设以及运营管理（运营管理合营公司）。

根据招商局港口官网信息，2018年7月，吉布提自贸区正式开园。从2013年年招商局港口正式入股吉布提港有限公司，成为其第二大股东，到2017年吉布提国际自贸区正式开工建设，再到2018年7月正式开园，招商局港口积极参与了蛇口模式在吉布提的发展，未来还将继续参与吉布提老港区的再开发，从而实现“前港-中区-后城”蛇口模式在非洲的全面落地。

根据招商局港口官网信息，2013年至2017年，吉布提港五年共完成集装箱吞吐量约440万标准箱，散杂货吞吐量约2500万吨，累计实现利润达4.65亿美元，2015年至2017年连续三年利润超过1亿美元。我们判断，随着吉布提自贸区的深入开发，公司将持续受益。

### 3.3.2. 汉班托塔港项目——将是“前港-中区-后城”模式的又一实践

根据招商局港口官网信息，2017年7月招商局港口、斯里兰卡港务局（SLPA）、斯里兰卡民主社会主义共和国政府（GOSL）、Hambantota International Port Group (Private) Limited (HIPG), Hambantota International Port Services Company (Private) Limited (HIPS) 就有关发展、管理及经营斯里兰卡汉班托塔港的特许经营协定达成一致。招商局港口同意向汉班托塔港港口及海运相关业务投资最多11.2亿美元，其中就收购HIPG的85%已发行股本而将支付予SLPA的总金额约为9.74亿美元（HIPG须已持有HIPS的58%已发行股本）。

根据特许经营协议，SLPA及GOSL将授予：1) HIPG唯一及独家权利发展、经营及管理汉班托塔港及2) HIPS唯一及独家权利发展、经营及管理公共设施，以营运汉班托塔港。特许经营协议的期限将由特许经营协议生效日期开始为期99年。收购完成之后，招商局港口持有汉班托塔港85%股权。

根据招商局港口官网信息，汉班托塔港位于斯里兰卡南部海岸，处于距离亚洲至欧洲主要航道10里范围内的黄金位置，亦为“丝绸之路经济带及21世纪海上丝绸之路”沿线的重要节点。汉班托塔港是斯里兰卡的全方位深水港口，汉班托塔港项目将在汉班托塔港发展一个综合性枢纽港并附带工业区的项目。预计项目将包括三期。第一、二期有10个泊位，码头长度达3487米；泊位专门处理集装箱、散货、一般货物、滚装货及液体散货。码头及导航通道水深17米，使汉班托塔港成为能处理超大型船舶的深水港口，其腹地覆盖南亚地区。

根据招商港口官网信息，公司将在汉班托塔港推进“前港-中区-后城”的发展模式。此外，招商局港口已经与中国交通建设子公司中国港湾订合作框架协议，以探索有关汉班托塔港及汉班托塔港毗邻工业园的未来可能合作以及共同发展和营运计划。

图 15 汉班托塔港位于斯里兰卡南部海岸，地理位置优越



资料来源：百度图片，华西证券研究所

## 4. 盈利预测及估值：首次覆盖给予“增持”评级

### 4.1. 预计未来 2019-21 年实现营收分别约为 120/129/138 亿元

公司目前多个项目在改扩建，包括汕头港广澳二期工程、HIPG 集装箱、油码头及罐区改造工程、巴西 TCP 泊位扩建工程、海星码头改造工程等，这些工程建设完成后，预期将增加码头吞吐能力，增加公司的营业收入。我们预计 2019-21 年分别实现营收 120/129/138 亿元。

### 4.2. 不考虑宁波港、青岛港股价的波动对公司业绩的影响

公司间接持有宁波港 3.09% 的股份、青岛港 2.36% 的股份，截至 2019 年 6 月末，此部分资产账面价值共计 30.2 亿元。此部分资产被分类为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，公允价值受宁波港、青岛港股价的变动而变动，对公司的业绩的影响具有难以预测的特点。因此，我们并不考虑此部分资产因股份的波动变公司未来业绩的影响。

### 4.3. 预计 2019-21 年归母净利分别为 27.6/13.6/14.4 亿元，首次覆盖给予“买入”评级

2019 年由于公司前海土地处置、收购湛江港口后前期持有的股权公允价值调整等非经常性因素的影响，公司 2019 年前三季度实现非经常性收益 17.45 亿元，扣非后归母净利 7.25 亿元。2019 年非经常性损益为一次性收益，并不影响后续年度，我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别约为 27.6/13.6/14.4 亿元，对应 EPS 分别约为 1.44/0.71/0.75 元，按照 2019 年 12 月 23 日收盘价 16.71 元计算，对应的 PE 分别为 12/24/22 倍。公司拥有较为优良的港口资产，未来改扩建的项目投产运营后，港口吞吐能力有望进一步提升；同时，公司国外的港口资产项目吞吐量增速较快，且

具有较大的发展潜力，盈利能力较强。公司 2019 年 12 月 26 日收盘价对应的 PB 仅为 0.91，估值较低，首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 5. 风险因素

### 5.1. 宏观经济下行

宏观经济下行将影响公司港口业务的吞吐量，从而影响公司的业绩。

### 5.2. 公允价值变动的风险

公司持有的宁波港、青岛港的股票以公允价值变动计量，且其变动计入当期损益，如宁波港、青岛港股票价格下行将对公司的业绩产生不利影响。

### 5.3. 政治风险

公司在海外地区布局较多的港口资产，受国外政治环境的影响较大，存在一定的政治风险。

### 5.4. 汇率波动风险

由于公司外币计价的港口资产较多，汇率波动可能会对公司的业绩产生影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9703.39	11958.94	12919.43	13832.94	净利润	2885.91	7313.55	3604.66	3817.76
YoY (%)	28.61%	23.24%	8.03%	7.07%	折旧和摊销	2027.96	2016.73	2259.39	2517.18
营业成本	5739.24	7359.20	7824.68	8429.25	营运资金变动	159.76	603.61	86.77	164.01
营业税金及附加	235.95	290.80	314.16	336.37	经营活动现金流	4281.05	1966.24	3194.77	3554.33
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	-2417.23	4099.54	-5722.17	-6078.74
管理费用	1251.87	1542.86	1666.78	1784.63	投资	-13015.00	-7281.13	190.00	190.00
财务费用	1643.42	2016.88	2077.39	2139.71	投资活动现金流	-15148.56	1517.85	-1760.55	-1928.54
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	296.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	3967.83	4421.00	3771.62	3960.20	债务募资	-1830.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	3672.26	9712.08	4797.72	5081.36	筹资活动现金流	8875.20	-1104.50	-1015.58	-1015.58
营业外收支	-57.90	22.10	0.00	0.00	现金净流量	-1992.32	2379.59	418.65	610.22
利润总额	3614.36	9734.17	4797.72	5081.36					
所得税	728.44	2420.62	1193.06	1263.59	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	2885.91	7313.55	3604.66	3817.76	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	1090.42	2759.03	1359.85	1440.25	营业收入增长率	28.61%	23.24%	8.03%	7.07%
YoY (%)	-53.90%	153.02%	-50.71%	5.91%	净利润增长率	-53.90%	153.02%	-50.71%	5.91%
每股收益	0.57	1.44	0.71	0.75	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	40.85%	38.46%	39.43%	39.06%
					净利润率	29.74%	61.16%	27.90%	27.60%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产收益率 ROA	0.85%	2.03%	0.97%	1.00%
货币资金	7070.31	9449.90	9868.55	10478.77	净资产收益率 ROE	3.54%	8.25%	3.91%	3.98%
预付款项	124.40	159.52	169.61	182.71	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	108.57	122.68	130.44	140.52	流动比率	<b>1.06</b>	<b>1.22</b>	<b>1.25</b>	<b>1.28</b>
其他流动资产	3231.18	3494.28	3678.92	3854.52	速动比率	1.04	1.20	1.22	1.25
流动资产合计	10534.46	13226.38	13847.52	14656.52	现金比率	0.71	0.87	0.89	0.91
长期股权投资	50176.58	57121.94	57121.94	57121.94	资产负债率	37.18%	35.63%	34.85%	34.09%
固定资产	22994.19	21688.70	25678.47	29767.03	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	20761.02	20234.02	19707.03	19180.03	总资产周转率	0.08	0.09	0.09	0.10
非流动资产合计	117483.63	122932.28	126205.05	129576.61	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	128018.08	136158.66	140052.57	144233.13	每股收益	0.57	1.44	0.71	0.75
短期借款	3425.29	3425.29	3425.29	3425.29	每股净资产	16.00	17.39	18.10	18.85
应付账款及票据	429.12	487.72	518.57	558.64	每股经营现金流	2.23	1.02	1.66	1.85
其他流动负债	6056.02	6913.37	7171.77	7494.50	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9910.43	10826.38	11115.64	11478.44	<b>估值分析</b>				
长期借款	6971.48	6971.48	6971.48	6971.48	PE	29.46	11.64	23.62	22.30
其他长期负债	30719.25	30719.25	30719.25	30719.25	PB	0.94	0.96	0.92	0.89
非流动负债合计	37690.73	37690.73	37690.73	37690.73					
负债合计	47601.16	48517.11	48806.37	49169.16					
股本	1793.41	1793.41	1793.41	1793.41					
少数股东权益	49656.45	54210.97	56455.78	58833.29					
股东权益合计	80416.93	87641.55	91246.21	95063.97					
负债和股东权益合计	128018.08	136158.66	140052.57	144233.13					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**丁一洪：**华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

**卓乃建：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

**洪奕昕：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

**李承鹏：**华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。