

青岛港(601298)

报告日期: 2020年11月16日

# 北方港口龙头量增价好, 业绩稳增带来成长性驱动

## ——青岛港深度报告

✍️ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003  
☎️ : 021-80106013  
✉️ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

### 报告导读

本报告从量、价两方面拆解青岛港的业绩增长逻辑, 吞吐量受益于产能投放及业务拓展, 费率受益于港口整合及竞争趋缓, 业绩有望稳增。

### 投资要点

#### □ 天然深水良港, 北方重要综合性港口

青岛港股份系青岛市国资委旗下港口运营平台, 2019年山东港口整合后实控人为山东省国资委。自然条件优良叠加地理区位优势突出, 公司成为“一带一路”交汇点上的重要桥头堡。青岛港货物以集装箱为主, 干散、液体散货等多货种经营, 根据交通运输部数据, 2020年前三季度青岛港港口口径集装箱吞吐量1605万TEU, 货物吞吐量4.53亿吨, 位居全国第五、北方港口第一。

#### □ 海运陆运网络丰富, 吞吐需求旺盛

海运方面, 截至2019年底青岛港拥有国际集装箱航线145条, 航线数量及班轮密度位居我国北方港口第一位。陆运方面, 公铁集疏运网络丰富, 地处山东省东西干线济青高速(G20)及沿海干线沈海高速(G15)的交界地, 同时通过胶黄线、胶济线及胶新线连接中国全国铁路网络。运输网络扩张持续催化吞吐需求, 2019年青岛港货物吞吐量5.15亿吨, 同比增长6.1%; 集装箱吞吐量2101万TEU, 同比增长8.8%。

#### □ 未来量、价或将超预期向好, 业绩稳健增长将成为长期股价驱动:

#### □ 价: 港口整合加速、竞争缓和带动费率向好

山东港口整合加速, 2019年8月山东省港口集团挂牌成立后, 整合“四步走战略”已完成前三步, 区域港口价格竞争持续缓解, 有望进入协同提价大周期, 预计费率端持续改善向好。

#### □ 量: 产能持续投放、业务积极拓展, 吞吐量有望维持高增

1) 自动化码头二期于2019年11月投产释放产能, 同时大力拓展中转箱业务, 供需带动集装箱吞吐量有望维持稳增。2) 原油管道三期2020年1月投产, 三期南线工程预计2021年6月投产, 与中石油共同合作布局的董家口60万立方米原油储罐也已于2020年上半年竣工投用, 预计带动未来2-3年液体散货吞吐量相对高增。3) 港口库存相对低位叠加下游钢铁景气持续催化铁矿石补库存需求, 同时依托堆场面积优势大力发展混矿业务, 2019年混矿作业量稳居全国第一。整体吞吐量有望维持高增。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别40.80亿元、47.81亿元、55.00亿元, 对应PE分别为9.8倍、8.3倍、7.2倍。从相对估值角度看, 行业对应PE分别为15.5倍、14.0倍、12.9倍, 青岛港估值较行业低37%左右; 从成长性角度看, 公司2021/2022年利润相对2020年复合增速分别17.2%/16.1%, 从PEG角度看估值偏低。建议底部布局, 给予“买入”评级。

#### □ 风险提示: 全球贸易恶化; 全球新冠疫情持续时间超预期; 港口相关政策不及预期。

### 评级

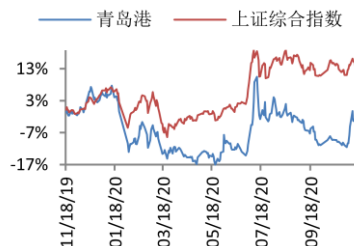
### 买入

上次评级 增持  
当前价格 ¥6.13

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020 0.14  
2Q/2020 0.16  
1Q/2020 0.15  
4Q/2019 0.13



### 公司简介

华北重要综合性港口, 运营管理青岛港前湾、黄岛、董家口和大港四大港区。主营装卸及相关服务、物流及港口增值服务、港口配套服务和金融服务。

### 相关报告

- 1 《青岛港 2020 年三季报点评: Q3 吞吐量如期增长, 看好未来量价带来的业绩释放》2020.10.29
- 2 《青岛港 2020 年中报点评: 20H1 归母净利逆势增长, 量增价稳看好长期业绩》2020.08.28
- 3 《20Q1 归母净利润稳增 1.46%, 看好集装箱及液体散货——青岛港 2020 年一季报点评》2020.04.29

报告撰写人: 匡培钦

联系人: 耿鹏智

深度报告

行业公司研究——港口 II 行业

证券研究报告

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12164	12706	13896	14936
(+/-)	3.60%	4.46%	9.36%	7.48%
净利润	3790	4080	4781	5500
(+/-)	6.75%	7.65%	17.18%	15.04%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.74	0.85
P/E	10.50	9.75	8.32	7.23

## 正文目录

<b>1. 华北港口龙头，码头航线资源丰富</b>	<b>5</b>
1.1. 北方重要综合性港口，多货种业务协调发展	5
1.2. 海运航线众多，陆运集疏港网络丰富	8
1.3. 码头泊位高效利用，吞吐量稳健增长	9
<b>2. 价：港口整合加速，区域竞争缓和，费率向好</b>	<b>12</b>
<b>3. 量：产能释放叠加业务拓展，吞吐量稳健增长</b>	<b>15</b>
3.1. 自动化码头投产释放产能，中转箱业务带来吞吐增量	15
3.2. 输油管道投产，原油接卸能力扩张	18
3.3. 铁矿石补库存叠加混矿发展，腹地扩张吞吐量稳健增长	20
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>24</b>
4.1. 盈利预测：预计 2020 年归母净利润 40.8 亿元	24
4.2. 估值偏低，建议底部布局	25

## 图表目录

图 1: 青岛港股份股权结构图（未来整合完成后股权结构）	5
图 2: 青岛港区地处山东半岛东部	6
图 3: 2019 年全球前九大港口集装箱吞吐量	6
图 4: 3Q20 国内前七大港口集装箱吞吐量	7
图 5: 3Q20 国内前七大港口货物吞吐量	7
图 6: 青岛港主要运营港区地理位置	7
图 7: 公司控股及参股总泊位分货种结构（个）	8
图 8: 公司控股及参股分货种吞吐量占比	8
图 9: 后方公路集疏运网络丰富	8
图 10: 后方铁路集疏运网络丰富	8
图 11: 公司 15-19 年货物吞吐量复合增速 4.63%	10
图 12: 公司 15-19 年利润总额复合增速 20.27%	10
图 13: 2020 年 9 月，青岛港区准班率依然偏低	10
图 14: 价格战此前影响港口板块整体盈利能力	12
图 15: 全球班轮集中度整合加速	13
图 16: 青岛港综合毛利率对 2017 年降费政策韧性较强	14
图 17: 青岛港销售净利率对 2017 年降费政策韧性较强	14
图 18: 青岛港集装箱业务相关公司股权结构图	15
图 19: 青岛港主要经济腹地 GDP 总量（2019 年）	16
图 20: 青岛港主要经济腹地 GDP 同比增速	16
图 21: 码头智能化在关键业务环节的主要功能列举	16
图 22: 青岛港自动化码头二期投运打造智慧生态港	17
图 23: 自动化技术应用带动青岛港集装箱吞吐量稳增	17

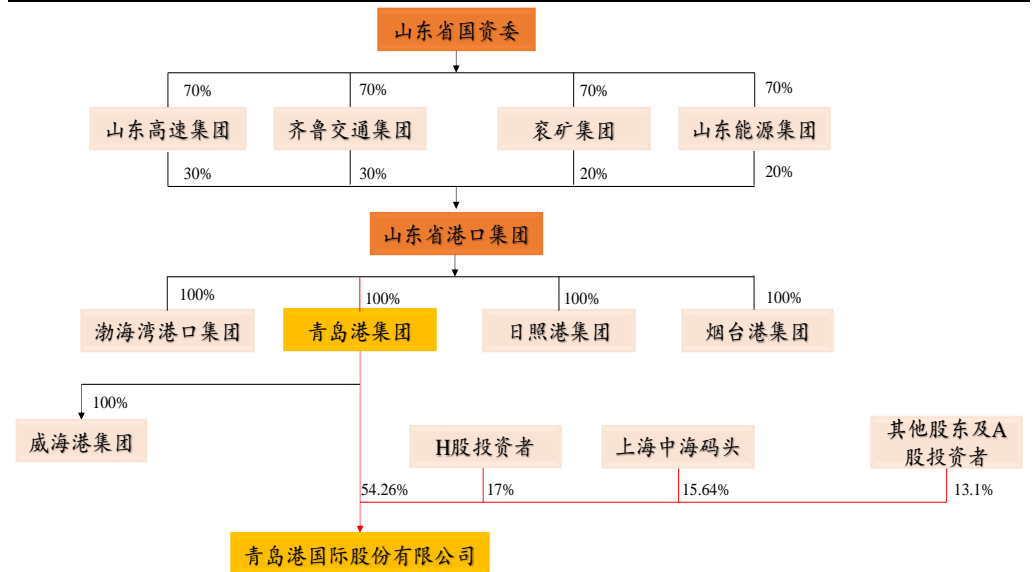
图 24: 2019 年釜山港中转箱占比已达 53%.....	18
图 25: 1H20 上港集团中转箱占比已达 53%.....	18
图 26: 青岛港液体散货处理业务流程.....	19
图 27: 青岛港输油管道三期工程 2020 年 1 月投产.....	20
图 28: 青岛港输油管道通油作业.....	20
图 29: 青岛港液体散货吞吐量 15-19 年复合增速 14.39%.....	20
图 30: 青岛港液体散货相关业务收入 15-19 年复合增速 94.78%.....	20
图 31: 我国沿海主要港口分货类货物吞吐量(2019 年).....	21
图 32: 金属矿石、煤炭及其他货物相关业务分货类收入(2017).....	21
图 33: 19 年上半年受淡水河谷矿难影响铁矿石进口走弱.....	21
图 34: 青岛港区外贸货物吞吐量情况.....	21
图 35: 我国主要港口铁矿石库存仍在相对低位.....	22
图 36: 全国 163 座高炉开工率(%).....	22
图 37: 2020 年 1-9 月钢材产量累计同比增长 5.6%.....	22
图 38: 董家口港区混矿作业.....	23
图 39: 董家口码头堆场设备混矿布局.....	23
表 1: 公司并表码头产能利用情况.....	9
表 2: 公司参股码头产能利用情况.....	9
表 3: 截止 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况(单位: 亿元).....	11
表 4: 截止 2019 年末公司主要拟投资基础设施项目情况(单位: 亿元).....	11
表 5: 港口收费改革的根本原则是市场化导向.....	12
表 6: 山东省港口整合历程及规划.....	13
表 7: 青岛港港区集装箱码头情况(截止 2017/12/31).....	15
表 8: 青岛港自动化码头技术参数.....	17
表 9: 青岛港港区液体散货码头情况(截止 2017/12/31).....	18
表 10: 董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道工程投产及规划情况.....	20
表 11: 青岛港港区干散货码头情况(截止 2017/12/31).....	21
表 12: 收入预测表(亿元).....	24
表 13: 盈利预测简表(亿元).....	25
表 14: 可比公司估值表.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

## 1. 华北港口龙头，码头航线资源丰富

### 1.1. 北方重要综合性港口，多货种业务协调发展

青岛市国资委旗下港口平台，整合后隶属山东省国资委。2019年以来，山东省港口整合加速，2019年8月山东省港口集团挂牌成立。此后公司控股股东青岛港集团100%股权拟划转至山东省港口集团旗下，公司实际控制人将由青岛市国资委变更为山东省国资委。此外，日照港集团、烟台港集团、渤海湾港口集团等股权同样将划转至山东省港口集团，完成山东省内港口股权层面的初步整合。

图 1：青岛港股份股权结构图（未来整合完成后股权结构）



资料来源：Wind，企查查，浙商证券研究所

备注：图为我们预计未来完成整合后股权结构

**天然深水良港，地处山东半岛东部，深度卡位“一带一路”战略拼图。**自然环境中，条件优良，董家口港区近海自然水深-15米，距岸1000米水深可达-20米，是建设深水码头的天然良港。地理区位上，青岛港区占据环渤海地区港口群、长江三角洲港口群和日韩港口群的中心地带，位于东北亚港口群的中心位置，是西太平洋重要的国际贸易及运输枢纽。战略地位上，核心腹地青岛市以上合示范区和自贸区建设为抓手深度融入“一带一路”倡议，青岛港也成为“一带一路”交汇点上的重要桥头堡，逐步实现从门户港向枢纽港转型、从物流港向贸易港转型。

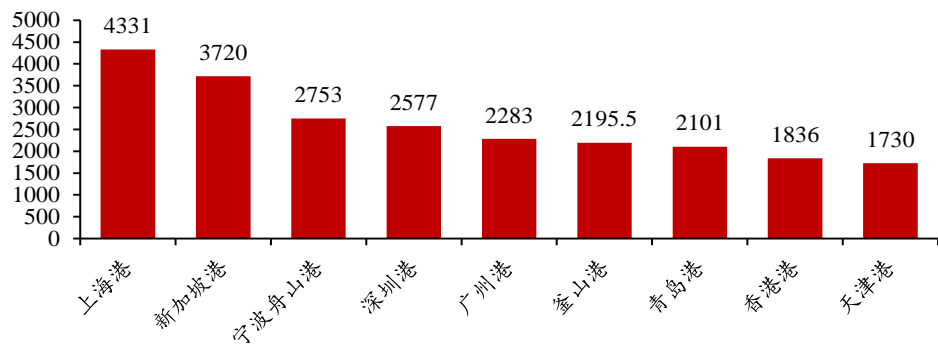
图 2：青岛港区地处山东半岛东部



资料来源：高德地图，浙商证券研究所

**全球重要集装箱港口，我国北方龙头外贸口岸。**依托优越的地理位置，青岛港是全球重要的集装箱港口之一，根据交通运输部数据，国际比较来看，2019 年青岛港大港区口径集装箱吞吐量达 2101 万 TEU，位居全球港口第七。国内比较来看，2020 年前三季度青岛港大港区口径集装箱吞吐量达 1605 万 TEU，已超 2015 年全年数量，位居全国第五、北方港口第一；青岛港大港区口径货物吞吐量达 4.53 亿吨，同样位居全国第五、北方港口第一。

图 3：2019 年全球前九大港口集装箱吞吐量



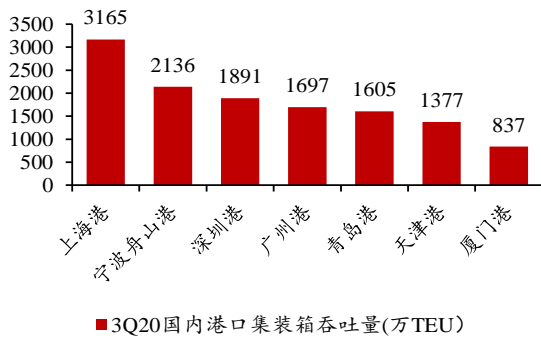
■ 2019年集装箱吞吐量(万TEU)

资料来源：港口圈，浙商证券研究所

备注：以上港口为区域大港区口径

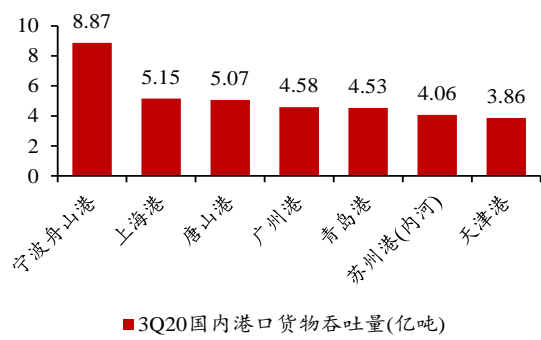


图 4：3Q20 国内前七大港口集装箱吞吐量



资料来源：港口圈，浙商证券研究所

图 5：3Q20 国内前七大港口货物吞吐量



资料来源：港口圈，浙商证券研究所

**旗下运营四大港区分工明确。**早在 2007 年交通运输部《全国沿海港口规划》中，青岛港已被列为环渤海港口群体中的重要中心港口。公司运营的主要港区包括大港港区、黄岛油港区、前湾港区、董家口港区，其中大港港区主要处理钢铁、氧化铝、粮食、化肥等货物；黄岛油港区主要处理液体散货；前湾港区主要处理集装箱、金属矿石、煤炭、纸浆等货物；董家口港区主要处理金属矿石、煤炭、液体散货等货物。青岛港已经成为全国沿海综合运输体系外贸物资、能源和原材料运输的重要枢纽。

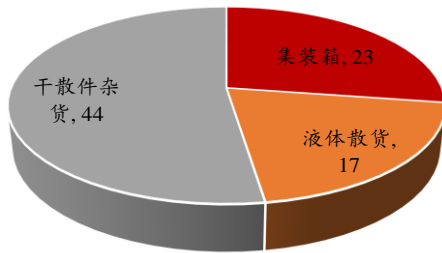
图 6：青岛港主要运营港区地理位置



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**集装箱为主，多业务协同发展。**青岛港货物以集装箱为主，干散、液体散货等多货种经营。截至 2019 年末，公司在青岛港口运营 86 个泊位，包括 56 个处理单一类型货物的专用泊位、30 个可处理金属矿石、煤炭及其他一般货物的通用泊位。以 2019 年吞吐量看，整个控股经营及参股码头口径总吞吐量 5.15 亿吨，其中集装箱吞吐量 2101 万 TEU。

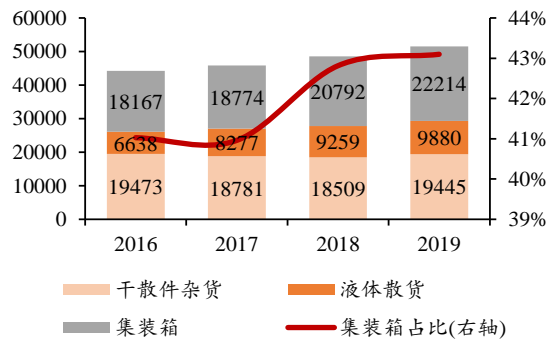
图 7：公司控股及参股总泊位分货种结构（个）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

备注：截止 2017 年末数据

图 8：公司控股及参股分货种吞吐量占比



资料来源：大公国际跟踪评级报告，浙商证券研究所

备注：集装箱吞吐吨数为浙商交运团队测算

## 1.2. 海运航线众多，陆运集疏港网络丰富

**挂靠海运航线众多：**青岛港是我国北方距离国际主航线最近、集装箱航线密度最高的港口之一。截至 2019 年底，青岛港拥有国际集装箱航线 145 条，直达东南亚、中东、地中海、欧洲、黑海、俄罗斯、非洲、澳洲的航线数量超过 70 条，航线多且密集，航线数量及班轮密度位居我国北方港口第一位。青岛港共开通班列 40 条，其中管内班列 28 条，管外班列 7 条，国际班列 5 条。此外，根据海运三大联盟之一 OCEAN 公布的 2020 年干线产品，青岛港涉及其 39 条干线中的 15 条，集装箱航线密度稳居北方第一位。

### 后方陆路集疏运网络丰富：

- 公路方面，**一方面高速公路网密集，地处山东省东西干线济青高速（G20）及沿海干线沈海高速（G15）的交界地，同时周边还有青兰高速（G22）、青新高速（G2011、G18）、威青高速（G1813）等多条省内外交通干线；另一方面国道公路网交汇，308 国道及 204 国道穿越青岛市境内，“五纵七横”国道主干线系统中的“同三线”、“青银线”等也在青岛交汇。
- 铁路方面，**港口设施通过胶黄线、胶济线及胶新线连接中国全国铁路网络。公司也连接四个主要的跨境集装箱运输铁路线，分别途经阿拉山口、二连浩特、满洲里及霍尔果斯，公司的腹地范围进一步辐射至中亚及欧洲。

图 9：后方公路集疏运网络丰富



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 10：后方铁路集疏运网络丰富



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所



### 1.3. 码头泊位高效利用，吞吐量稳健增长

码头泊位产能利用效率已相对极高。港口行业中，吞吐量超过设计通过能力表示产能利用率较高、产能利用空间偏紧。分货种结构来看，集装箱业务产能利用率水平整体最高；以2018年上半年口径看，并表公司主要码头平均产能利用率约166%，控股公司主要码头平均产能利用率约138%。自2018年起全港口码头泊位产能利用水平已相对较高。

**表 1：公司并表码头产能利用情况**

货种	公司	年设计通过能力	2015	2016	2017	1H18
			产能利用率	产能利用率	产能利用率	产能利用率
集装箱（万 TEU）	大港分公司	10	340.0%	380.0%	450.0%	400.0%
	大唐港务	14	-	-	-	314.3%
金属矿石及煤炭（万吨）	前港分公司	4480	182.6%	185.7%	178.1%	162.5%
	摩科瑞物流	806	248.6%	246.2%	195.4%	174.9%
	董家口分公司	522	65.3%	57.3%	105.2%	150.2%
	大港分公司	385	128.8%	120.0%	109.6%	136.6%
	液体散货（万吨）	大港分公司	42	259.5%	250.0%	202.4%
其他一般货物（万吨）	大港分公司	1100	173.3%	101.1%	91.4%	74.4%
	董家口分公司	522	13.2%	27.0%	47.1%	23.4%
	大唐港务	160	31.6%	56.2%	68.6%	12.5%
	董家口通用码头	335	-	54.0%	51.3%	82.4%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

备注：1.产能利用率表格披露的为公司经营该货种的主要下属公司产能利用率；2.董家口分公司、大港分公司金属矿石及煤炭年设计通过能力为其下属经营金属矿石及煤炭业务的通用泊位年设计通过能力之和；3.大唐港务码头通过技术改造，可进行集装箱装卸，其他一般货物设计通过能力由370万吨变更为160万吨，集装箱设计通过能力增加14万TEU

**表 2：公司参股码头产能利用情况**

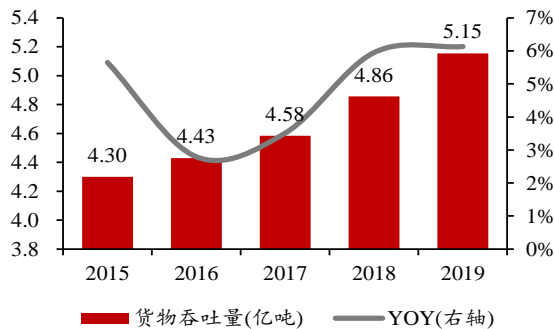
货种	公司	年设计通过能力	2015	2016	2017	1H18
			产能利用率	产能利用率	产能利用率	产能利用率
集装箱（万 TEU）	QQCT	340	303.8%	320.6%	311.5%	277.6%
	QQCTN	130	-	-	30.0%	90.8%
	QQCTU	400	128.0%	130.8%	134.8%	142.5%
	QQCTUA	120	128.3%	114.2%	82.5%	90.0%
	其他公司	20	50.0%	85.0%	250.0%	260.0%
金属矿石及煤炭（万吨）	QDOT	4337	117.0%	131.2%	127.6%	136.1%
	前湾西联	240	73.3%	22.1%	51.7%	55.8%
液体散货（万吨）	青岛实华黄岛泊位	5350	102.7%	111.2%	114.1%	123.8%
	青岛实华董家口泊位	2500	6.7%	22.5%	81.4%	106.4%
	海湾港务	260	-	7.3%	19.6%	43.8%
其他一般货物（万吨）	前湾西联	300	298.0%	270.0%	253.3%	244.7%
	华能港务	300	34.3%	70.7%	53.7%	82.7%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

备注：前湾西联金属矿石及煤炭年设计通过能力为其下属经营金属矿石及煤炭业务的通用泊位年设计通过能力之和

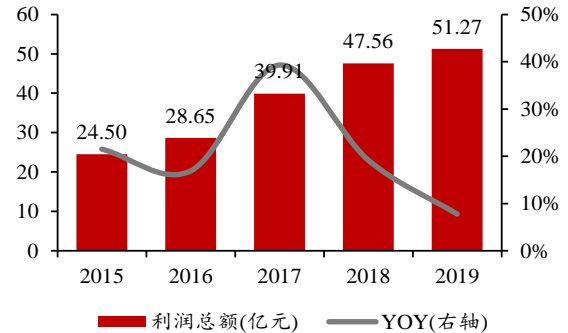
依托腹地需求增长及产能释放，吞吐量及利润总额稳增长。受益于腹地经济增长以及码头产能的释放，公司货物吞吐量稳步增长。从总货物吞吐吨数来看，2019年公司货物吞吐量5.15亿吨，同比增长6.1%，近3年复合增长4.6%；从集装箱吞吐量来看，2019年集装箱吞吐量2101万TEU，同比增长8.8%，近3年复合增长5.2%。业绩方面，考虑到集装箱及原油业务青岛港股份以参股为主，我们主要看青岛港股份利润总额，2018年及2019年利润总额分别47.56亿元、51.27亿元，分别同比增长19.19%、7.79%，整体保持稳健。

图 11：公司 15-19 年货物吞吐量复合增速 4.63%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

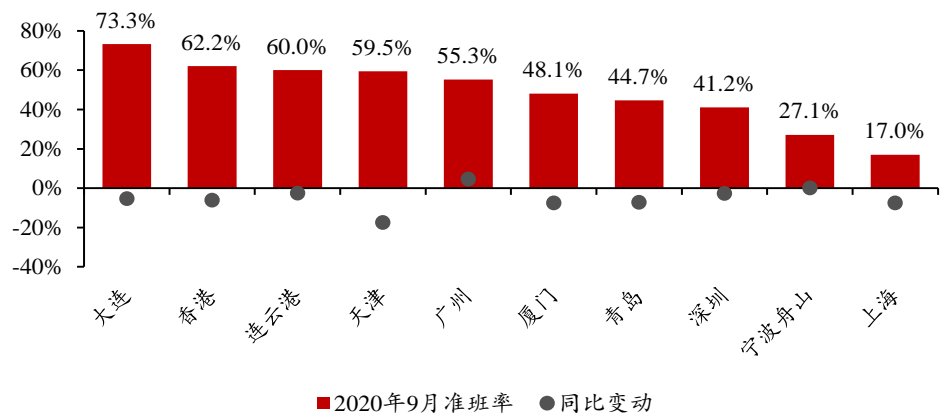
图 12：公司 15-19 年利润总额复合增速 20.27%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前船舶压港现象并未完全解决，推断液体散货及散杂货业务仍有进一步扩产能需求。二季度以来，随着疫情好转、下游制造业复工复产持续推进，腹地地炼企业原有需求大幅增加，同时铁矿石、煤炭、铝矾土等散杂货集中到港，青岛港区出现较为明显的船舶压港现象。根据 MySteel 港口接卸能力调研，今年二季度青岛港理论上铁矿石平均周度接卸能力在 200 万吨左右，在这种情况下，港口船只排队等待卸货时间加长导致压港大幅增加。我们从上海航交所披露的 9 月主要港口主干航线班轮准班率来看，青岛港区准班率 44.68%，同比下滑 7.17%，说明剔除季节性天气因素之后，船舶压港依然存在，进一步扩产能确有需要。

图 13：2020 年 9 月，青岛港区准班率依然偏低



资料来源：上海航交所，浙商证券研究所

产能建设力度维系，未来产能稳步释放有望提高吞吐能力。从在建基础设施项目情况来看，截止 2019 年末，董家口港区建设总计划投资额在公司主要在建工程中占比约 58%，其中仍需投资金额在公司主要在建工程剩余投资金额中占比约 87%，公司主要在建工程剩余投资额度占计划投资总额比重约 43%；从拟投资基础设施项目情况来看，截止 2019 年末，公司主要拟建基础设施项目有 5 个，项目预计投资总额 27.75 亿元，大部分用于董家口港区输油管道及原油库工程建设。总体看，公司在建工程及拟建项目集中于董家口港区液体散货及干散业务，预计未来随着产能痛点解决，液体散货及干散货吞吐量将进一步提升，从而增强公司整体货运吞吐能力。

**表 3：截止 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划投资额	剩余投资额度	主要工程内容
董家口港区原油储罐工程	45.3	40.81	建设 52 个 10 万立方米原油储罐及相应配套设施
前湾港区迪拜环球码头工程	41.54	9.15	建设 2 个 10 万吨级和 2 个 3 万吨级集装箱泊位及相应配套设施，码头长度 1320 米，设计年通过能力 220 万 TEU
前湾港区迪拜环球码头自动化升级工程	29.61		升级改造 2 个 10 万吨级和 2 个 3 万吨级集装箱泊位及相应配套设施，升级后设计年通过能力 260 万 TEU
董家口港区港投通用泊位及配套北二突堤后方堆场项目	18.72	5.82	建设规模为 2 个 5 万吨级的通用泊位，设计年吞吐量分别为 248 万吨及 274 万吨
董家口港区原油码头二期工程	15.61	8.89	建设 1 个 30 万吨级原油泊位和 1 个 10 万油品泊位，以及相应配套设施
董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道（三期）项目	5.80	1.95	工程起于广饶罐区内广饶首站，终于利津利华益石化内的利华益末站，管道全长约 78.5km，设计输量 1000 万吨/年
董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道（三期东线）项目	5.60	2.42	工程起于东营市齐润罐区，其中神驰支线全长约 52.7km，海科支线全长约 53.3km，垦利支线长约 71.8km，设计输量 1000 万吨/年
董家口港区液体化工码头工程	5.55	3.71	建设 2 万吨级和 5 万吨级液体化工品泊位各一个，配套建设相应设施，设计年通过能力 270 万吨
合计	167.73	72.75	-

资料来源：大公国际跟踪评级报告，浙商证券研究所

**表 4：截止 2019 年末公司主要拟投资基础设施项目情况（单位：亿元）**

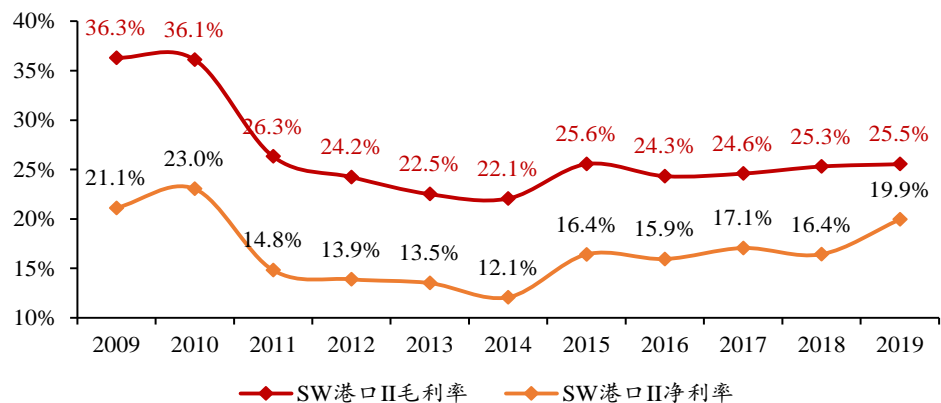
项目名称	规划建设周期	投资总额
董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道（三期南线）项目	2020.05-2021.06	6.26
董家口港区齐鲁富海原油库工程	2020.10-2022.03	6.21
董家口港区振华原油库工程	2020.10-2022.03	7.30
董家口港区粮食筒仓二期工程	2020.06-2021.12	7.98
合计	-	27.75

资料来源：大公国际跟踪评级报告，浙商证券研究所

## 2. 价：港口整合加速，区域竞争缓和，费率向好

此前港口价格博弈相对严重。2017年前，我国港口大而不强、同质化现象比较严重，如黄渤海地区就有大连、天津、青岛三个核心大港并列。港口建设冗余导致产能过剩、无序竞争。港口的同质化、腹地产业结构特点决定了港口业务的竞争冲突，从环渤海、长三角，到东南沿海、珠三角和西南沿海的港口群组中，港口群内部各个港口之间相距不远，有的相距不超过100公里，最近的甚至只有30公里。仅渤海湾的79个港口，平均间距仅有65公里，存在各自为战、重复建设、业务重叠、经营同质等现象。

图 14：价格战此前影响港口板块整体盈利能力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

全国港口收费规定逐步规范化。我们梳理了近年全国港口服务收费政策的变化，整体上收费规范化的推进主要围绕规范经营管理与计费方法展开：

- 1) **经营管理方面**，主要是在加强准入审批的同时，从事中事后不断完善各项港口业务经营资质监管，其中特别将理货业务许可改为备案从而激发市场活力。
- 2) **计费方法方面**，短期目标是降费减负，根本方向是市场导向，规制变相竞争与垄断加价等行为，科学优化、合并收费项目，逐步引导港口服务定价机制朝市场化方向发展。

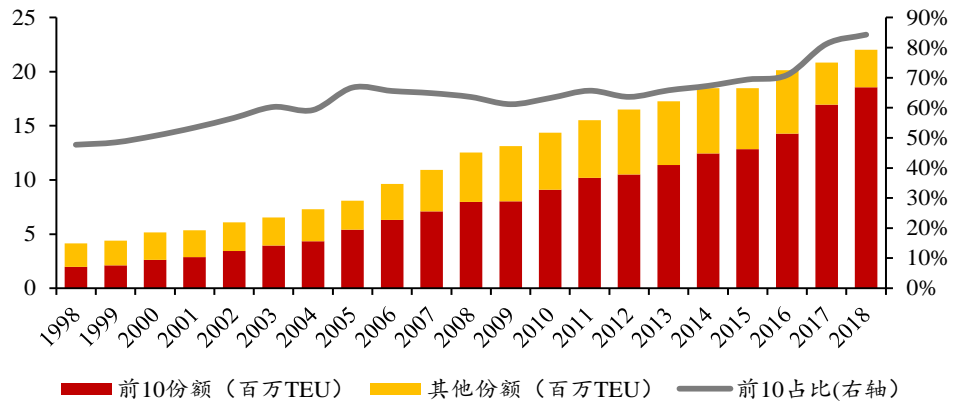
表 5：港口收费改革的根本原则是市场化导向

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

班轮公司收购合并实现联盟化后集中度上升，港口整合方能与之对应。根据克拉克森数据，从全球口径看，前十大班轮公司集运份额逐年上升，历时20年由1998年197万标箱上升至2018年1858万，伴随着联盟化节奏的加快，班轮公司集装箱CR10也由50%提升至85%，增长近35个百分点。面对强者更强的班轮公司，港口整合成为大势所趋。

图 15：全球班轮集中度整合加速



资料来源：Clarksons，浙商证券研究所

**山东省港口整合加速。**山东省拥有青岛、烟台、日照、威海、潍坊、东营、滨州7个沿海港口，整合路径主要概括为“四步走”战略，前三步已经悉数完成，目前正加速推进第四步工作：

- 1) **第一步**，成立渤海湾港口集团，2018年3月整合东营港、潍坊港、滨州港；
- 2) **第二步**，由省级出资人山东高速集团、齐鲁交通发展集团、兖矿集团、山东能源集团共同出资100亿元现金，连同山东高速集团出资渤海湾港口集团的69亿元现金和资产作为省级出资，共计169亿元，完成省港口集团的组建；
- 3) **第三步**，挂牌成立山东省港口集团，2019年8月青岛港、烟台港、日照港、渤海湾港口集团股权划转至山东省港口集团；
- 4) **第四步**，省港口集团成立后，适时引进国内外知名航运公司作为战略合作方开展合作，实现优势互补、互利共赢。

总结来看，山东省港口整合的大方向是组织架构扁平化、业务分工专业化，一方面精简优化组织结构、强力压缩管理层级；另一方面遵循“四港口集团+十大业务板块”思路重组设计港口业务分工，将投资及管理职能放在集团总部，各直属单位则专心业务运营，效率得到明显提升。

表 6：山东省港口整合历程及规划

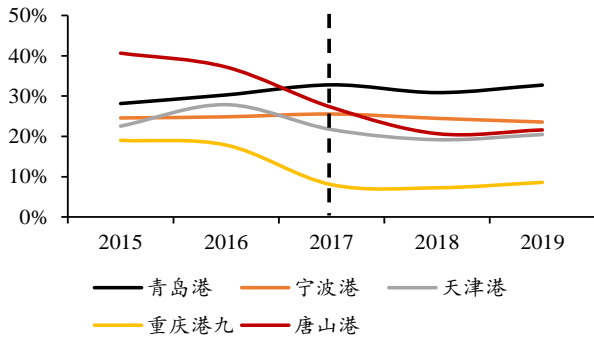
时间	整合经过
2018年3月28日	由山东高速集团控股的山东渤海湾港口集团正式成立，山东港口整合开始
2019年8月6日	山东省港口集团有限公司在青岛挂牌成立
2019年8月22日	青岛港、烟台港、日照港、渤海湾港口集团股权划转协议在青岛签署，4个港口集团成为省港口集团的全资子公司
未来	适时引进国内外知名航运公司作为战略合作方开展合作，实现优势互补、互利共赢

资料来源：华经产业研究院，齐鲁网，浙商证券研究所



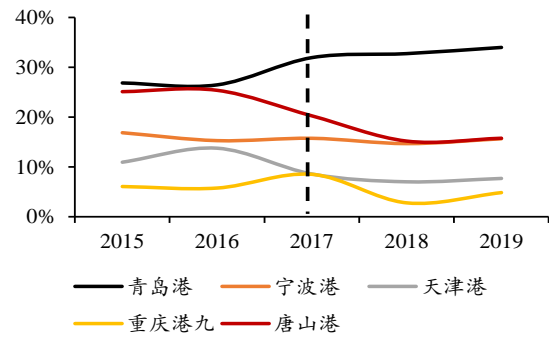
港口整合后区域竞争有望缓和，费率向好。一方面，复盘看青岛港盈利指标对港口费率调整政策具有较强韧性；另一方面，山东港口整合加速，区域港口价格竞争持续缓解，有望进入协同提价大周期。预计此后费率端改善向好。

图 16：青岛港综合毛利率对 2017 年降费政策韧性较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：青岛港销售净利率对 2017 年降费政策韧性较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 量：产能释放叠加业务拓展，吞吐量稳健增长

#### 3.1. 自动化码头投产释放产能，中转箱业务带来吞吐增量

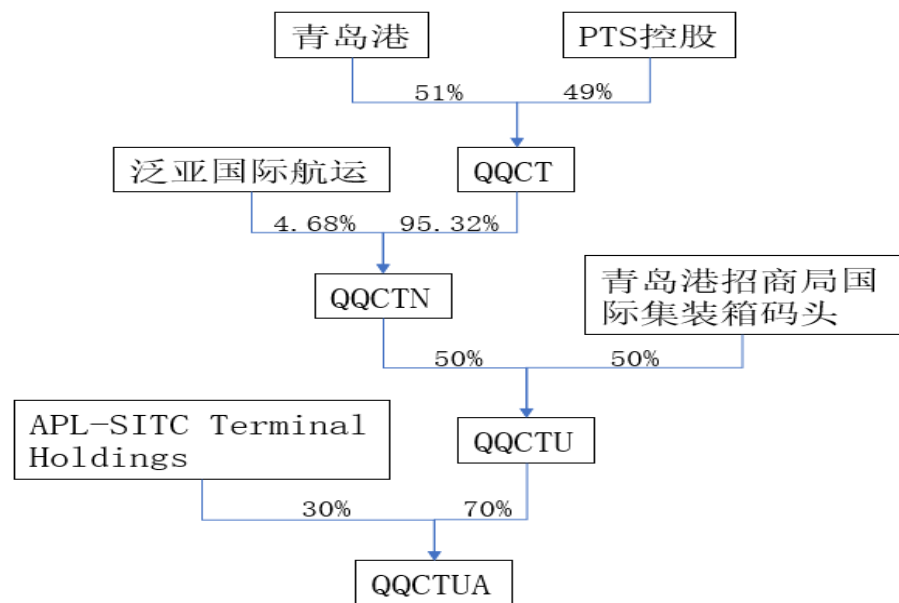
集装箱业务以参股码头为主。根据公司招股说明书披露，截止 2017 年末公司港区总共集装箱泊位 23 个，控股并表泊位主要为大港分公司 1 个泊位，另外参股 QQCT/QQCTN/QQCTU/QQCTUA 等前湾港区 22 个专用集装箱泊位。从吞吐量角度看，2017 年港区总集装箱吞吐量 1831 万 TEU，控股并表集装箱 45 万 TEU，占 2.46%，参股码头吞吐量 1786 万 TEU，占 97.54%。

表 7：青岛港港区集装箱码头情况（截止 2017/12/31）

集装箱	总泊位数	2017 年吞吐量(万 TEU)	吞吐占比
控股码头	1	45	2.46%
参股码头	22	1786	97.54%
港区合计	23	1831	100.00%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 18：青岛港集装箱业务相关公司股权结构图

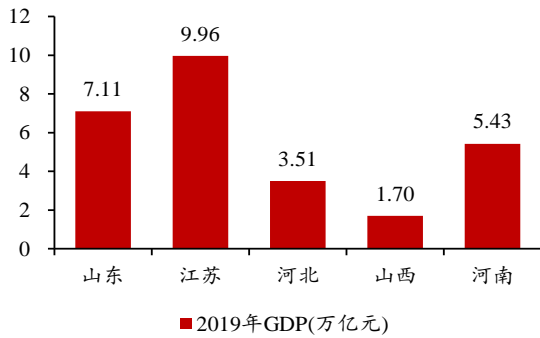


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

腹地经济相对发达，同时航线网络丰富，集装箱吞吐需求旺盛：

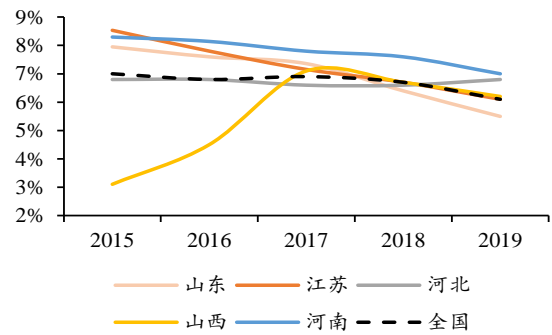
- 1) 辐射范围看，青岛港后方公路、铁路等陆运网络密集，辐射范围包括山东、江苏、河北、山西及河南。上述主要经济腹地经济较发达、存量增量双高，2019 年 GDP 合计占全国总量的 31.08%，除山东外，四省份 2019 年 GDP 增速皆不低于全国水平；
- 2) 产业结构看，山东、江苏及河南 2018 年第二产业 GDP 增长贡献率均在 35% 以上，高于全国水平 34.4%，相对发达的制造业利好集装箱运输业务；

图 19：青岛港主要经济腹地 GDP 总量（2019 年）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 20：青岛港主要经济腹地 GDP 同比增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

**自动化码头具备成本及规模优势，应用前景广阔。**收入端，效率提升，自动化集装箱码头作业可缩短货物处理时限、提升货物处理效率。成本端，起到类似“成本锁定”作用，可变成本方面自动化集装箱码头作业降低人工成本、提高作业稳定性；固定成本方面自动化集装箱码头以折旧摊销为主，同时自动化作业方式可极大程度提高港口区域内的土地利用效率，上量后摊薄单位折摊（设备及土地）成本。长期来看，营收端产能释放、吞吐量，叠加成本端单位成本有效压缩，净现值角度有望逐步增厚现金流。

图 21：码头智能化在关键业务环节的主要功能列举

关键业务环节	主要功能
 智能闸口	1、信息快速获取：通过视频识别技术快速准确自动识别车号、箱号和箱状态信息，读取集装箱相关运输信息，支持生产、堆场和出入港的动态管理等 2、智能检测分析：通过三维建模技术检测箱体残损程度，按监控及操作需求转换视频信息，进行闸口作业效率分析、车流量预测等 3、信息实时交互：通过闸口系统与电子商务系统和码头、堆场等操作系统实时交互，出入港路线自动分配、箱位自动指派、理货作业指导等
 智能配载	1、自我完善的知识库：汇集大量船舶配载影响因素分析、配载规则、国内外集装箱运输法规制度、配载专家经验、行业领先配载计算模型、问题解决方案等 2、高效准确的配载：结合船舶的箱量分布、箱型比例、挂靠港等信息，以及实时的货物堆存信息、机械设备状态、班轮航线、泊位、货源等信息，自动完成配载图，将货物安全、高效装船，帮助提升船舶有效积载
 智能设备调度	1、实时定位及监控：实时显示港区内设备/车辆位置，多维度查询设备/车辆位置、状态等信息，行驶报警，运行分析 2、高效准确的调度：根据装卸船指令，以及道路网络、箱区分布、泊位排列，计算空间距离，利用交通量预测模型和交通流分析模型，预测车辆行走时间，自动发出车辆调度指令，并结合车辆动态实时监控信息的回馈持续优化指令
 智能船舶调度	1、自我完善的知识库：汇集大量的船舶航线数据库、国内外船舶排放要求、调度专家经验、行业领先资源分配、路线规划相关数学模型、问题解决方案等 2、高效准确的调度：结合实时的生产现场机械设备状态、泊位、车辆运输等相关数据，与船舶行驶状态实时交互，计算航线和船舶航速的最优结合点，自动制定船舶航行调度方案，并以图形化的方式呈现

资料来源：埃森哲，浙商证券研究所

**自动化码头二期投产、三期开工，有望带动集装箱吞吐量稳增。**经历近一年半的建设周期，青岛港全自动化码头二期于 2019 年 11 月 28 日投入运营，创下单机平均作业效率 44.6 自然箱/小时的世界纪录。此项码头工程运用氢动力自动化轨道吊、5G+自动化技术、智慧监管系统、机器视觉+自动化技术、三维可视化运维平台和基于商业智能（BI）的自诊断系统等 6 项全球首创科技成果，引领现代港口向智慧生态港发展。根据新华网资讯，青岛港自动化码头与传统人工码头相比，作业效率可提升 30%，集装箱吊装效率经测算已经达到全球第一，而自动化码头三期工程也已经于 2020 年 4 月开工建设。

表 8：青岛港自动化码头技术参数

	青岛港自动化码头一期	青岛港自动化码头二期
岸线长度(米)	660	660
泊位数量(个)	2	2
设计吞吐能力(万 TEU/年)	150	150
配备双小车岸桥数量(台)	7	9
高速轨道吊数量(台)	38	38
主动引导车数量(台)	38	45
建设周期(年)	3.5	1.5
投入运营时间	2017.05.11	2019.11.28
配备双小车岸桥数量(台)	7	9

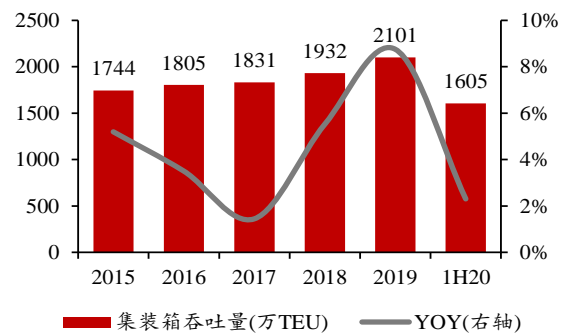
资料来源：公司官网，同花顺财经，国家工业和信息化部，浙商证券研究所

图 22：青岛港自动化码头二期投运打造智慧生态港



资料来源：国家工信部，浙商证券研究所

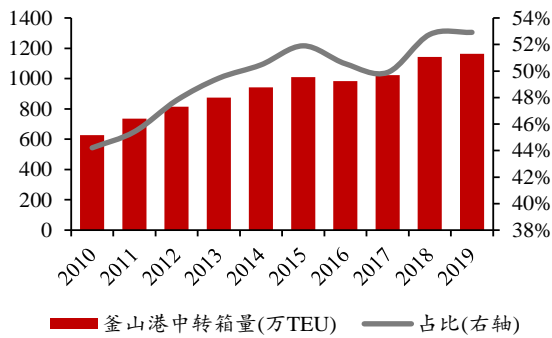
图 23：自动化技术应用带动青岛港集装箱吞吐量稳增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

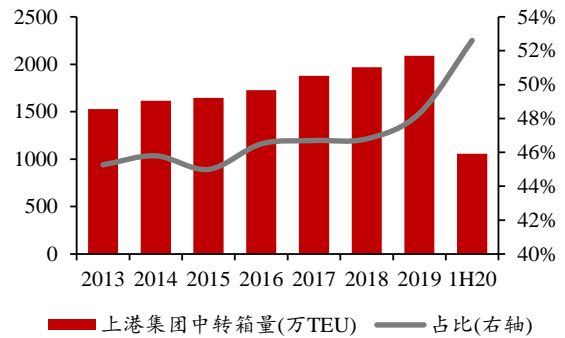
**未来发力中转箱业务成长空间广阔。**我们判断未来腹地大宗散货运输市场进入存量调整阶段，集装箱出口外贸则保持稳步增长，叠加公司自身保税区政策优势及“增航线、拓中转”的战略布局，中转箱业务有望得到充分发展。当前青岛港中转占比相对较低，但一方面与船务公司积极协商、调整商务优惠，争取将空箱调拨、整船换装等业务引流至青岛港，相较釜山港形成价格优势；另一方面青岛港区本地箱占比较高、需求刚性强，对于船务公司而言在青岛港做中转箱业务对其本地箱业务亦有所助益。整体而言，对标釜山港及上港集团接近 53%的中转箱占比水平，青岛港中转箱业务成长空间广阔，同时也有望相应带动本地箱业务的增长。

图 24：2019 年釜山港中转箱占比已达 53%



资料来源：釜山港公司官网，浙商证券研究所

图 25：1H20 上港集团中转箱占比已达 53%



资料来源：上港集团公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 输油管道投产，原油接卸能力扩张

液体散货业务以参股实华码头为主。青岛港港区液体散货业务主要以参股 50% 的子公司青岛实华为主经营。港区共液体散货泊位 17 个，控股并表 2 个，参股 15 个。从吞吐量角度看，2017 年港区总液体散货吞吐量 8277 万吨，其中并表 85 万吨，占 1.03%，参股 8192 万吨，占 98.97%。

表 9：青岛港港区液体散货码头情况（截止 2017/12/31）

液体散货	总泊位数	2017 年吞吐量(万吨)	吞吐占比
控股码头	2	85	1.03%
参股码头	15	8192	98.97%
港区合计	17	8277	100.00%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

原油接卸能力扩张，重要驱动在于输油管道对需求的催化，以及液体散货码头和储罐投产对供给的投放。加码原油进库、储存、转运等相关基础设施建设有望打通对液体散货业务全流程的把控，实现产能及吞吐增长。

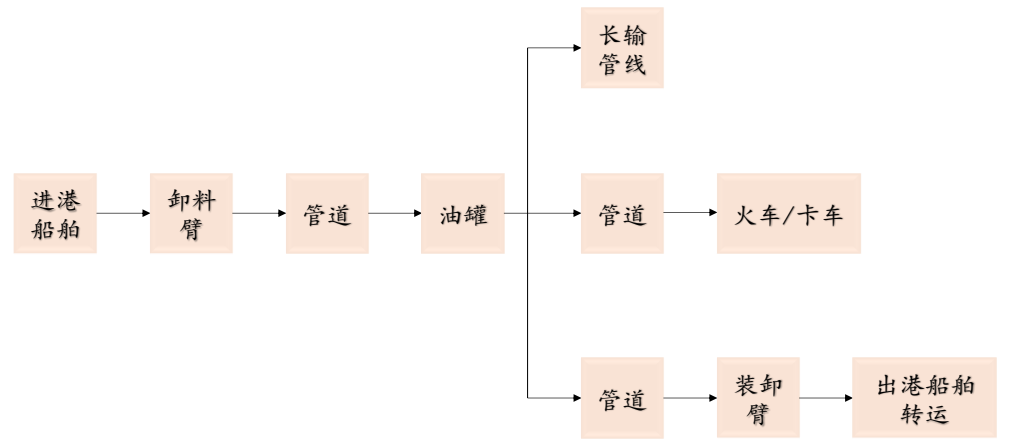
供给端，原油储罐及码头建设发力推进：

- 1) 接卸两端原油码头工程扩建加速推进。根据公司官网新闻，7 月 25 日董家口港区原油码头二期工程 456 米引桥成功合龙，码头主体工程全部完工，包括 30 万吨级油品泊位 1 个，设计年通过能力 1800 万吨；10 万吨级油品泊位 1 个，设计年通过能力 750 万吨；全长 456 米的引桥 1 座。该项目建成投产将新增 2500 万吨能力，青岛港董家口港区原油码头年通过能力将达到 5000 万吨。
- 2) 中间环节原油储存设施扩建加速推进。根据中国化工报资讯，青岛港与中石油共同合作布局的董家口 60 万立方米原油储罐已于 2020 年上半年竣工投用。原油储罐工程设计油品总储存能力为 60 万立方米，设计周转能力为 400 万吨/年，主要功能是接收港口码头卸船的油品进库并利用现有设施实现外运。

60 万立方米原油储罐新建投产，配合董家口二期 30 万吨级原油码头和 10 万吨级转水码头建设（目前主体工程建设已经完工），未来青岛港液体散货业务服务供给能力将更上一个层次。



图 26：青岛港液体散货处理业务流程



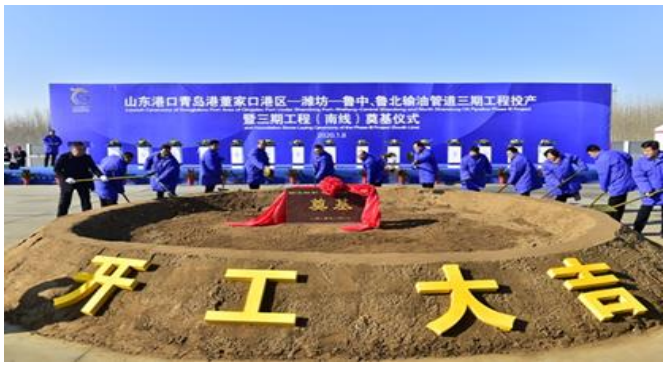
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

需求端，原油管道逐步投产，带来腹地炼化企业液体散货运输需求。

- 1) 一期工程于 2017 年 8 月 22 日投产运营：一期工程始于董家口港区海业摩科瑞油品罐区，终点于潍坊市滨海新区滨海末站，全长 236 公里，同沟双管敷设，设计输量 3000 万吨，总投资约 30 亿元，潍坊罐区配套仓储能力 100 万方。
- 2) 二期工程于 2018 年 7 月 28 日投产运营：二期工程继续承接、延伸一期工程建设，包括潍广管道、京博支线和齐润支线，途经潍坊、东营、滨州 3 个地市，其中，潍广管道起点为董潍输油管道一期工程的潍坊滨海油库，终于二期工程广饶油库；齐润支线起始于位于荣乌高速北侧的潍广管道分输阀室，终于齐润油库。
- 3) 三期工程于 2020 年 1 月 8 日投产运营：三期工程期起于东营市广饶县广饶罐区内广饶首站，终于东营市利津县利华益石化内的利华益末站，沿途分别经过东营市管辖的广饶县、东营区、垦利区及利津县。管道全长约 78.50 公里，沿线设置 2 座站场、4 座线路阀室。
- 4) 三期南线工程预计于 2021 年 6 月投产运营：三期南线将新增广饶-金诚支线、汇丰支线、鑫泰支线和永鑫支线，线路全长约 98 公里，途经东营、淄博、滨州三个地市，进一步延伸原油“端到端”服务能力，解决近 1500 万吨/年的原油管输缺口，相应可减少市提原油车辆约 50 万车次，降低碳排放量约 8 万吨。

管输总量稳步突破，打造原油产业链“黄金通道”。整体来看，原油管道工程陆续投产带来线路延伸，因此各期工程之间具备“1+1>2”的协同效应，三期挂线投产后还能为一、二期干线贡献增量。根据公司官网新闻，一至三期工程投产以来，截止 2020 年 10 月 15 日管输总量已经突破 5000 万吨，2020 年以来长输管线更是创出日管输量 11 立方米、月管输量 273 万吨的生产记录，同时还为山东地炼企业节约物流成本约 20 亿元。

图 27: 青岛港输油管道三期工程 2020 年 1 月投产



资料来源: 海外网, 浙商证券研究所

图 28: 青岛港输油管道通油作业



资料来源: 闪电新闻, 浙商证券研究所

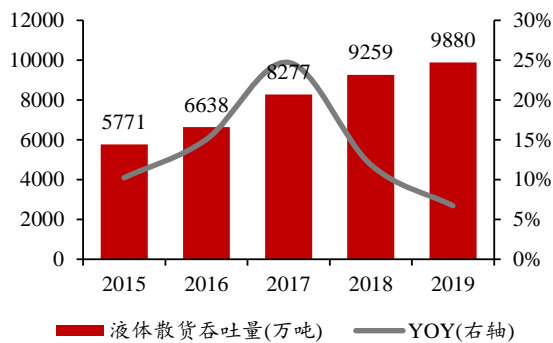
表 10: 董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道工程投产及规划情况

	一期管道	二期管道	三期管道	三期(南线)
全长(公里)	236	97.2	78.5	98
年设计输量能力	1800	1200	1000	1500
投产时间	2017.08	2018.07	2020.01	预计 2021.06

资料来源: 公司官网, 公司公告, 新浪网, 搜狐网, 经济观察报, 大公国际跟踪评级报告, 浙商证券研究所

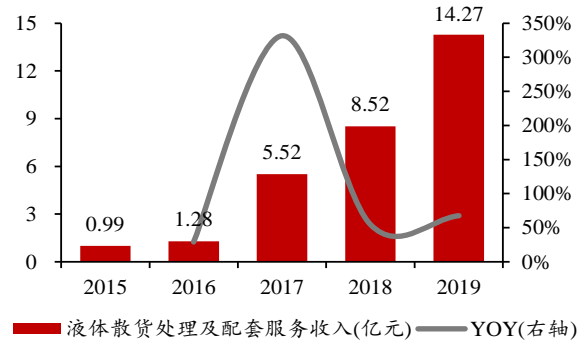
供需有效对接, 带动液体散货吞吐量维持相对高增。原油管道三期投产, 直接带来液体散货运输需求的增长, 此外储罐投产将带来液体散货装卸能力的扩张, 需求增长叠加产能扩张, 液体散货吞吐量有望维持相对高增。

图 29: 青岛港液体散货吞吐量 15-19 年复合增速 14.39%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 30: 青岛港液体散货相关业务收入 15-19 年复合增速 94.78%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3. 铁矿石补库存叠加混矿发展, 腹地扩张吞吐量稳健增长

干散货业务并表为主。青岛港港区干散货码头主要分布在董家口及前湾港区, 根据招股说明书, 港区干散及其他货品泊位共 44 个, 控股并表 32 个, 参股 12 个。从吞吐量角度看, 2017 年干散货吞吐共 1.88 亿吨, 并表吞吐量 1.22 亿吨, 占 64.96%, 参股泊位吞吐量 0.66 亿吨, 占比 35.04%。

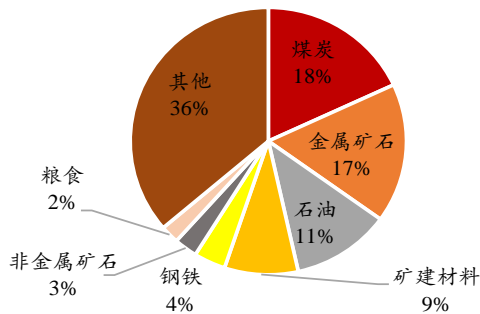
表 11: 青岛港港区干散货码头情况 (截止 2017/12/31)

干散货	总泊位数	2017 年吞吐量(亿吨)	吞吐占比
控股码头	32	1.22	64.96%
参股码头	12	0.66	35.04%
港区合计	44	1.88	100.00%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

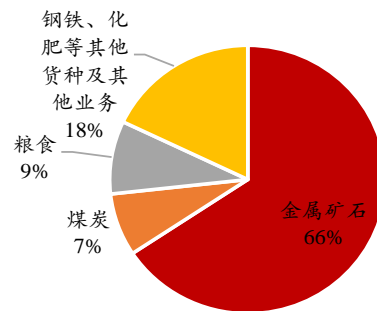
干散货产品结构以金属矿石为主。根据招股说明书, 2017 年青岛港金属矿石、煤炭及其他货物处理以及配套服务业务中, 金属矿石贡献营业收入 20.01 亿元, 占该类业务收入比重达 66%, 占总营业收入比重达 30.01%。

图 31: 我国沿海主要港口分货类货物吞吐量(2019 年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

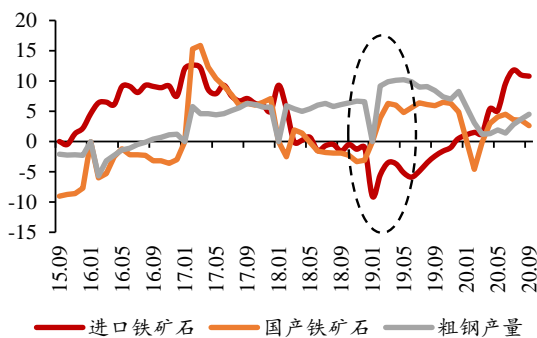
图 32: 金属矿石、煤炭及其他货物相关业务分货类收入(2017)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

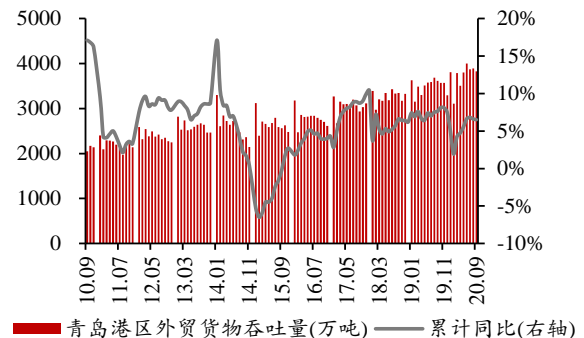
2019 年受巴西淡水河谷矿难带来干散吞吐量低基数, 2020 年走弱结束。我国铁矿石进口主要来自巴西及澳大利亚两大产区。受巴西淡水河谷矿难影响, 2019 年上半年铁矿石进口量同比累计减少 5.9%, 2019 年下半年至今逐步恢复。截止 2020 年 9 月, 铁矿石进口同比累计回正至 4.5%, 但上年矿难影响并未完全消失, 铁矿石进口依然处于补库存周期中。

图 33: 19 年上半年受淡水河谷矿难影响铁矿石进口走弱



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 34: 青岛港区外贸货物吞吐量情况

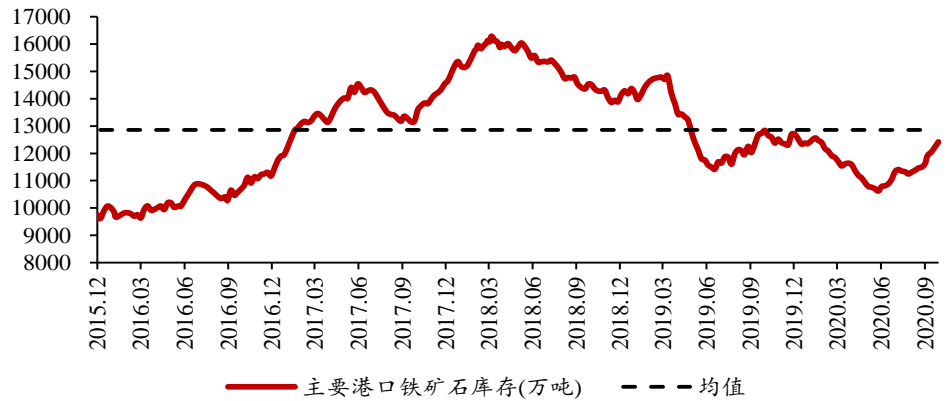


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

港口库存相对低位叠加下游景气持续催化补库存需求。下游需求端, 一方面高炉开工率维持相对高位, 截止 10 月 23 日全国 163 座高炉开工率 68.37%, 另一方面全国钢材产量维持增长, 2020 年 1-9 月累计同比增长 5.6%, 根据中国钢铁工业协会数据, 10 月中

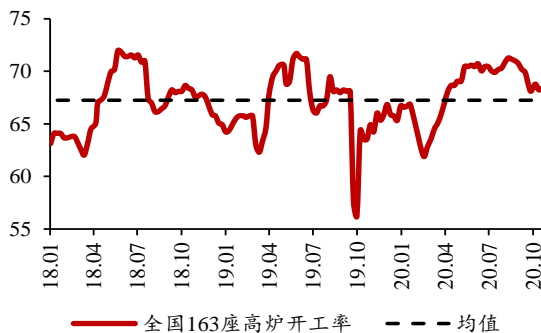
旬钢材产量 2077 万吨，环比增长 1.95%，同比增长 10.21%；港口库存端，当前港口铁矿石库存仍在相对低位，截止 2020 年 10 月 23 日港口铁矿石库存仍仅 1.24 亿吨，较期间均值低 3.45%，较去年同期低 3.28%。在铁矿石需求持续走高的情况下，2020 年干散货有望继续维持补库存周期。

图 35：我国主要港口铁矿石库存仍在相对低位



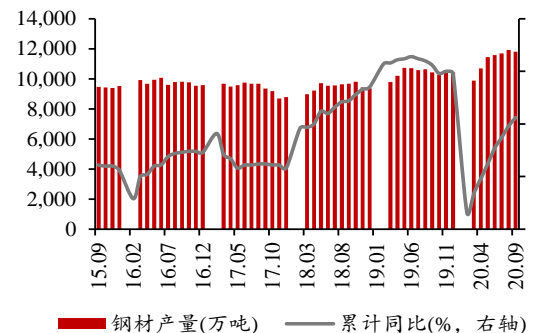
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：全国 163 座高炉开工率 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：2020 年 1-9 月钢材产量累计同比增长 5.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**混矿业务拓宽腹地辐射范围，为港口、钢企、矿企共赢选择。**在实际生产中，钢铁企业使用的铁矿石在矿石品位、粒度及杂质含量等方面具有较大的差异性，为满足高炉生产要求，需要对不同品质的铁矿石按一定程度进行配比混合。在港口发展混矿业务是港口、钢企及矿业企业三方共赢的选择：对于大多数钢企来说，矿石混配设备投资规模较大，同时自身可能并不具备良好的混配条件；对于国际矿业巨头来说，一方面降低矿山生产成本，另一方面有助将业务阵地前移至中国这一大市场；对于港口来说，发展混矿业务拓宽自身干散业务的供给受众面，有助跳出原腹地实现业务覆盖范围延伸，实现由提供附加值较低的单一干散货位移服务向提供附加值较高的干散货综合处理及物流服务转型。

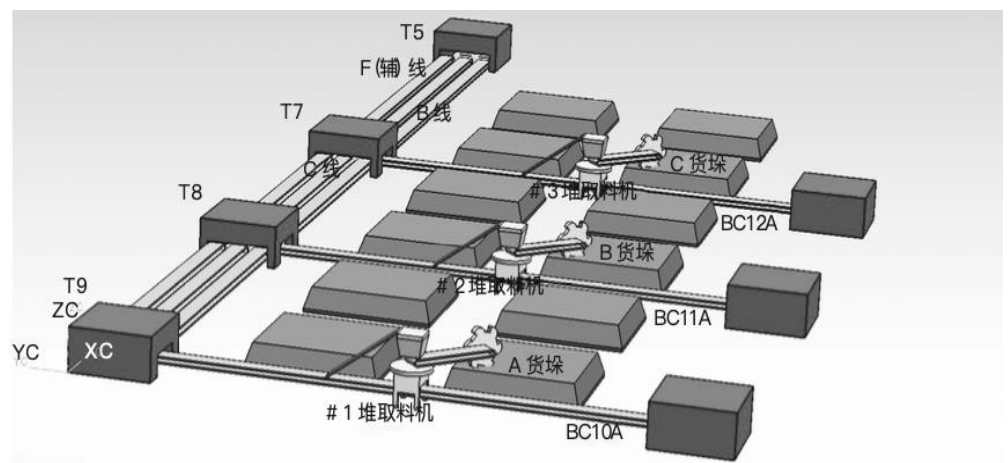
图 38：董家口港区混矿作业



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

**战略重视、品牌做强，混矿业务成为青岛港干散货重要增长极。**2014年，青岛港股份在董家口港区前瞻性启动混矿业务；2016年，再将混矿业务扩大至前港港区；2018年，与淡水河谷签署框架协议，共同努力做大铁矿石混矿业务。在“打造中国最大矿石超市”的战略规划下，青岛港利用堆场面积优势纵深发展混矿业务，既直接销售给腹地内钢厂，又可水路中转至其他港口扩大销售范围，因而在业界逐步打响“青岛港标准矿”混矿品牌，成为中国沿海港口最大的混矿中心，2019年混矿作业量稳居全国第一，未来也将是重要的业务增长极。

图 39：董家口码头堆场设备混矿布局



资料来源：CNKI，浙商证券研究所



## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测：预计 2020 年归母净利润 40.8 亿元

#### 港口吞吐量：

- 1) **集装箱**：公司集装箱业务需求相对维稳，同时考虑到疫情稳定后内外贸持续向好的情况，我们假设 2020-2022 年青岛港港区集装箱吞吐量维持 10%左右同比增长；
- 2) **液体散货**：青岛港加速原油管道建设，基于在建原油运输设施情况及腹地交通经济，我们假设未来液体散货维持 15%-20%吞吐量增长；
- 3) **干散货**：考虑到 2019 年淡水河谷矿难影响以及 2020 年补库存预期，我们假设 2020-2022 年干散货吞吐量维持 5%-10%增长。

#### 收入端：

- 1) 物流及港口增值服务考虑到 2019 年物流去成本影响，且此业务已进入相对成熟期，我们预计 2020-2022 年收入分别为 47.69 亿元、51.03 亿元、53.07 亿元；
- 2) 液体散货、干散货、集装箱等业务收入主要为公司旗下并表码头吞吐收入及代收港务管理费，假设增速与对应吞吐量增速线性相关；
- 3) 假设港口建设及金融业务稳定增长。

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 127.06 亿元、138.96 亿元、149.36 亿元。

**表 12：收入预测表（亿元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	117.41	121.64	127.06	138.96	149.36
YOY	15.72%	3.60%	4.46%	9.36%	7.48%
物流及港口增值服务	53.05	49.16	47.69	51.03	53.07
液体散货业务	8.52	14.27	17.84	22.30	26.76
干散货业务	29.89	27.11	28.47	30.18	32.29
集装箱业务	2.41	2.18	2.35	2.59	2.90
港口建设及金融等其他	23.54	28.91	30.71	32.87	34.34

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 利润端：

公司各业务毛利率相对较为稳定，同时考虑到 QQCT、青岛实华等子公司贡献投资收益情况，我们预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别 40.80 亿元、47.81 亿元、55.00 亿元。

**表 13: 盈利预测简表 (亿元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	117.41	121.64	127.06	138.96	149.36
YOY	15.72%	3.60%	4.46%	9.36%	7.48%
毛利润	36.51	39.85	42.29	47.37	52.27
YOY	9.70%	9.17%	6.11%	12.01%	10.35%
投资收益	14.55	14.92	17.21	20.56	24.33
YOY	24.24%	2.53%	15.34%	19.43%	18.36%
归母净利润	35.50	37.90	40.80	47.81	55.00
YOY	16.68%	6.75%	7.65%	17.18%	15.04%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4.2. 估值偏低, 建议底部布局

从相对估值角度看:

根据我们的预测, 青岛港 2020-2022 年归母净利润预计分别为 40.80 亿元、47.81 亿元、55.00 亿元; 从估值角度看, 对应 2020 年 11 月 13 日收盘价, 公司 PE (TTM) 为 10.5 倍, 2020-2022 年对应 PE 分别为 9.8 倍、8.3 倍、7.2 倍, PB (LF) 为 1.24 倍。

我们以相对估值来看, 以 SW 二级分类港口行业 14 个可比标的对标, 以 2020 年 11 月 13 日收盘价看, 行业加权平均 PE (TTM) 为 18.1 倍, 2020-2022 年对应 PE 分别为 15.5 倍、14.0 倍、12.9 倍。青岛港 PE 估值相对行业大幅偏低。

**表 14: 可比公司估值表 (2020/11/13)**

证券代码	证券简称	市值(亿元)			PE			PB
		2020/11/13	2019	TTM	2020E	2021E	2022E	(LF)
000088.SZ	盐田港	152	42.30	37.37	-	-	-	1.77
000507.SZ	珠海港	52	23.47	22.83	21.98	18.81	17.03	0.98
000582.SZ	北部湾港	183	18.63	16.68	15.66	12.67	10.53	1.83
000905.SZ	厦门港务	43	49.72	41.50	-	-	-	1.22
001872.SZ	招商港口	295	10.18	18.44	20.96	18.25	16.36	0.87
002040.SZ	南京港	32	24.25	25.70	-	-	-	1.15
600017.SH	日照港	88	13.98	12.71	12.74	12.08	11.38	0.72
600018.SH	上港集团	1031	11.38	12.42	12.14	10.94	10.02	1.21
600717.SH	天津港	115	19.07	18.49	18.18	16.10	14.20	0.68
601000.SH	唐山港	151	8.50	8.05	8.04	7.36	7.04	0.84
601018.SH	宁波港	607	17.74	18.99	19.72	18.69	17.85	1.17
601228.SH	广州港	208	24.47	24.00	-	-	-	1.52
601326.SH	秦港股份	137	14.74	14.48	-	-	-	0.99
601880.SH	大连港	189	26.30	29.32	-	-	-	1.35
<b>加权平均</b>		<b>-</b>	<b>17.13</b>	<b>18.05</b>	<b>15.50</b>	<b>14.01</b>	<b>12.89</b>	<b>1.20</b>
<b>601298.SH</b>	<b>青岛港</b>	<b>398</b>	<b>10.50</b>	<b>10.49</b>	<b>9.75</b>	<b>8.32</b>	<b>7.23</b>	<b>1.24</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**从成长性角度看:**

前文分析,青岛港吞吐量未来将呈现稳健成长性,同时受益于区域港口整合,费率有望向好,将带动公司业绩稳健增长,呈现出一定成长性,我们预计2021年/2022年归母净利润分别47.81亿元/55亿元,相对2020年利润复合增速分别17.2%/16.1%,具有稳健成长性,若从PEG角度看,当前市值对应2020年利润PE仅9.8倍,估值偏低。

综合相对估值及成长性等方面,我们认为公司合理估值在12倍PE左右,对应2021年利润合理市值573.7亿元左右,建议底部布局,给予“买入”评级。



## 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“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>