

航运港口

报告日期：2022年12月18日

资产回报拐点或已至，量价向好共迎上行期

——港口行业深度报告

投资要点

□ **前言：**港口作为水陆联运重要枢纽，服务以装卸为核心，盈利能力挂钩产能规模、货物吞吐量、货物装卸费率三者。20余年来，我国港口行业经历积极扩张、谨慎建设、必要补充三个阶段，现得益于区域整合趋势，长期格局向好。目前集装箱吞吐量预计维持韧性，干散货吞吐量出现短期波动，综合考虑各港口资源的独特性，我们认为，权益角度建议关注聚焦主业、量价向好确定性较强的上市公司，债券角度建议关注现阶段偿债能力指标较弱、但盈利改善确定性较强的发债主体。

□ **综述：**需求基于腹地资源，盈利基于产能、吞吐量、费率

港口服务需求基于腹地资源，盈利挂钩产能规模、货物吞吐量、货物装卸费率三者。港口主要服务于航运旅客、货物上下水或中转环节，作为基础设施行业，多年发展下已高度成熟。现阶段我国沿海港口已形成五大港口群，资本市场中包含行业上市公司18家，2020年起发债的发债主体35家。港口作为水陆联运重要枢纽，服务以装卸为核心，业绩挂钩产能规模、货物吞吐量、货物装卸费率三者。其中，货物吞吐量催生于各货种的产销区域不平衡，服务需求取决于腹地资源；产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础。

□ **建设：**资本开支收窄，产能利用率回升，回报率拐点或已至

对港口行业而言，经济环境影响各货种航运需求，而航运需求的潜在成长性带动行业产能建设。考虑到产能建设对经济环境变化的调整相对滞后，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。由于产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础，行业一般在经济环境较优时积极扩张产能，并在经济发展降速后放缓产能建设，以确保盈利能力。复盘我国港口行业2000年起的发展历程，2008年环球金融危机爆发后经济增长放缓，带动吞吐量增速收窄、产能利用率下滑，考虑到滞后因素，产能建设历程可大致分为2001-2013年积极扩张、2014-2019年谨慎建设、2020年起必要补充三个阶段。现阶段行业产能建设谨慎，产能利用率回升，回报率拐点或已至。

□ **价涨：**同业竞争止于区域整合，叠加市场化带动费率回升

产能过剩刺激同业竞争，而竞争的不可持续性催化港口整合。叠加费率市场化推进，港口装卸费率回归理性，且具备上行空间。在2008-2015年行业吞吐量增长动力不足的产能过剩阶段，各港口趋于降价吸引吞吐量以确保产能利用率，同腹地港口间的同业竞争加剧。对于港口个体，资源价值对吞吐量的吸引力一定程度上被降价行为掩盖；对于港口行业，资源利用效率降低，整体效益受损。故以降价为主要方式的竞争难以持续，行业逐步倾向于效率更高、多方共赢、持续性强的区域整合。随着区域整合推进，同业竞争逐步淡化，行业格局已显著改善。叠加费率市场化推进，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，行业迎来业绩弹性进一步改善的空间。

□ **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

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；干散货吞吐量出现短期波动，产钢、产煤的区域结构变化将强化港口钢企、铁路资源价值。2022年3月起，全国主要港口货物吞吐量、集装箱吞吐量累计同比

行业评级：看好(维持)

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

相关报告

- 1 《12月上旬沿海枢纽港集装箱吞吐同比+5.8%，关注集装箱吞吐量改善——港口行业专题报告》 2022.12.16
- 2 《11月下旬沿海枢纽港集装箱吞吐同比+2%，内贸箱吞吐量高增超预期——港口行业专题报告》 2022.12.04
- 3 《11月中旬沿海枢纽港集装箱吞吐同比+4.7%，关注外贸箱结构变化——港口行业专题报告》 2022.11.27

的变动趋势出现分化。其中，货物吞吐量累计同比在5-6月落至负值后逐步恢复至10月的0.5%；而集装箱吞吐量累计同比维持韧性，10月4.0%的水平与往年水平接近。考虑到集装箱、干散货占货物吞吐量的比重分别约为30%、45%，全国主要港口干散货吞吐量1-10月或出现累计同比负增长。在此背景下，预计集装箱吞吐规模较大的港口优先受益；业务以干散货为主的港口方面，盈利能力进一步依赖腹地资源价值。

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，我国对主要出口地区的出口金额1-10月累计值维持10%-20%的增速，稳增预期明确。

干散货吞吐量：以铁矿石、煤炭为主要货种。其中，铁矿石吞吐量进口占比约90%，短期看下游需求略弱不改进口韧性，长期看钢企重组或带动进口铁矿石港口格局优化；煤炭吞吐量内贸占比约70%，短期看受下游阶段性需求波动影响有限，长期看随着“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。2022年，我国多地疫情反扑的背景下燃油需求不足，现阶段防疫政策已有所优化，出行链需求韧性已初步体现，虽长期看碳达峰目标下成品油产量将逐步减少，但中短期看原油进口需求仍存复苏潜力。

□ 投资建议：关注基本面改善确定性较强的标的

在投资标的的选择上，综合考虑行业集装箱吞吐量增速维持韧性、干散货吞吐量短期波动的背景以及各港口资源优势的独特性，我们认为：

权益角度：聚焦主业，且在腹地资源、港口整合、费率市场化三方面受益相对直接的上市公司业绩稳增的确定性较强。其中，青岛港（601298.SH）作为山东港口龙头，业绩稳健增长，集装箱吞吐量持续远超行业，维持“买入”评级；日照港（600017.SH）在铁路资源与钢企资源加持下，量价齐升趋势确定，维持“增持”评级；上港集团（600018.SH）作为全球集装箱龙头港口上海港的运营商，主业稳定性较强，建议关注。

债券角度：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。

□ 风险提示

疫情影响各港口正常经营；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。

正文目录

1 综述：需求基于腹地资源，盈利基于产能、吞吐量、费率	6
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，2020 年起发债的发债主体共 35 家	6
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	9
2 建设：资本开支收窄，产能利用率回升，回报率拐点或已至	11
2.1 关于产能利用率复盘：吞吐量、产能利用率对经济环境变动较敏感	11
2.2 关于产能建设复盘：产能建设调整滞后于产能利用率变动	12
2.3 关于资产回报率复盘：基于产能利用率，拐点或已至	13
3 价涨：同业竞争止于区域整合，叠加市场化带动费率回升	14
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	16
4.1 集装箱：外需弱势不改出口优势，长期业绩稳增可期	16
4.2 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	18
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	20
4.2.2 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	21
4.3 液体散货：以进口原油为主，关注下游燃油需求随疫情缓和回升	23
5 投资建议：关注基本面改善确定性较强的标的	25
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	25
5.1.1 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	25
5.1.2 日照港（600017）：重要干散货港口，量价向好成长性凸显，维持“增持”评级	27
5.1.3 上港集团（600018）：集装箱吞吐量持续居首，主业韧性支撑改善基础，建议关注	29
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	31
5.3 风险提示	32

图表目录

图 1: 2021 年世界货物吞吐量 10 大港口-中国港口占据 8 席.....	6
图 2: 2021 年世界集装箱吞吐量 10 大港口-中国港口占据 7 席.....	6
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.....	9
图 4: 港口服务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、货物装卸费率三者.....	9
图 5: 全球航运运输量-分货种.....	10
图 6: 我国万吨级及以上泊位个数-分货种.....	10
图 7: 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.....	11
图 8: 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.....	12
图 9: 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.....	13
图 10: 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.....	16
图 11: 我国集装箱吞吐量中, 外贸占比稳定在 60%-65% 区间.....	17
图 12: 欧、美、日、韩、东南亚合计出口金额占比稳定超 60%.....	17
图 13: 2022 年起欧、美、日、韩消费者信心进入明显下行趋势.....	18
图 14: 我国对主要出口地区的出口金额维持正增长.....	18
图 15: 2022 年以来, 欧元区、美国、日本、韩国 CPI 明显加速上行.....	18
图 16: 全球干散货海运量结构: 铁矿石、煤炭合计持续占据超 50% 份额.....	19
图 17: 全球粗钢产量结构: 中国持续占据超 50% 份额.....	19
图 18: 中国铁矿石进口量在 2018 年起已超越产量.....	19
图 19: 2020 年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比 61.35%.....	20
图 20: 我国煤炭运输主要路径.....	20
图 21: 2022 年起中国粗钢产量累计同比下滑, 但降幅逐步改善.....	20
图 22: 2022 年中国铁矿石进口量累计同比降幅较小且持续收窄.....	20
图 23: 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.....	21
图 24: 上海、江苏、浙江、福建合计火电发电量韧性较强.....	22
图 25: 北方七港内贸煤月度运量维持高位.....	22
图 26: 分地区原煤产量及全国原煤产量同比.....	22
图 27: 铁路货运量增速近年来持续高于公路货运量.....	23
图 28: 铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量.....	23
图 29: 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.....	24
图 30: 2021 年石油产品中超 80% 为燃油, 其中 45% 为汽油.....	24
图 31: 我国成品油产量除 2020 年受疫情影响外, 整体维持稳定.....	24
图 32: 港口上市主体盈利能力分析框架.....	25
图 33: 青岛港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 5.3%.....	26
图 34: 青岛港集装箱吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.1%.....	26
图 35: 青岛港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 11.09%.....	26
图 36: 青岛港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 3.33%.....	26
图 37: 日照港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.33% (上市主体口径).....	27
图 38: 日照港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 8.23%.....	28
图 39: 日照港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 4.58%.....	28
图 40: 上港集团货物吞吐量 2018-2021 年复合降低率为 1.3%.....	29
图 41: 上港集团集装箱吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 3.8%.....	29
图 42: 上港集团营业收入 2018-2021 年复合降低率为 3.40%.....	30

图 43: 上港集团归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 12.63%	30
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	7
表 2: 当前港口行业 A 股上市公司 (数据截至 2022/12/18) (按资产规模排序)	7
表 3: 当前港口行业发债主体 (数据截至 2022/12/18) (按最新发债日排序)	8
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)	10
表 5: 2010-2014 年, 政策鼓励港口理性建设	12
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	13
表 7: 2010 年代初港口降费部分相关事件	14
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	14
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	15
表 10: 2021 年以来各港口陆续上调集装箱装卸费率	15
表 11: 政策鼓励钢企重组, 预计引起产钢地区结构变动	21
表 12: “公转铁”政策相关事件	23
表 13: 青岛港盈利预测简表 (数据截至 2022/12/18)	27
表 14: 日照港盈利预测简表 (数据截至 2022/12/18)	28
表 15: 上港集团盈利预测简表 (数据截至 2022/12/18)	30
表 16: 当前港口发债主体债券评级及经营情况 (数据截至 2022/12/18)	31

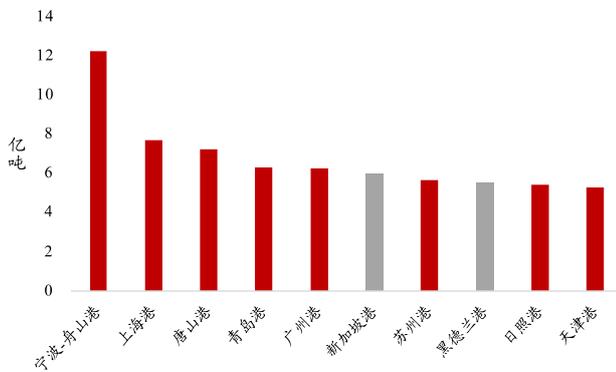
1 综述：需求基于腹地资源，盈利基于产能、吞吐量、费率

港口服务需求基于腹地资源，盈利挂钩产能规模、货物吞吐量、货物装卸费费率三者。港口主要服务于航运旅客、货物上下水或中转环节，作为基础设施行业，多年发展下已高度成熟。现阶段我国沿海港口已形成五大港口群，资本市场中包含行业上市公司 18 家，2020 年起发债的发债主体 35 家。港口作为水陆联运重要枢纽，服务以装卸为核心，业绩挂钩产能规模、货物吞吐量、货物装卸费费率三者。其中，货物吞吐量催生于各货种的产销区域不平衡，服务需求取决于腹地资源；产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础。

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，2020 年起发债的发债主体共 35 家

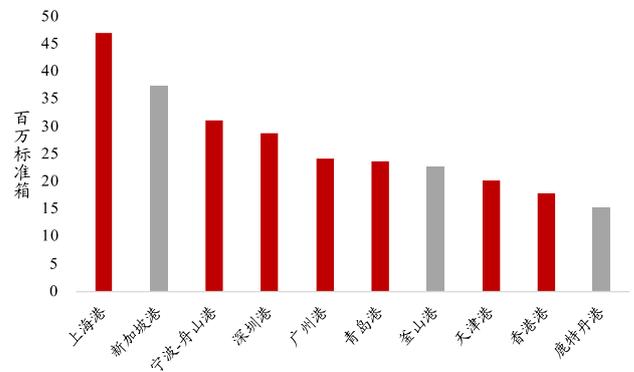
水路联运重要枢纽，吞吐规模领先世界。港口设立于岸线，利用码头泊位、装卸设备等设施，为船舶提供船舶进出、停泊、靠泊，旅客上下，货物装卸、驳运、储存等服务，是水陆联运的重要枢纽。我国港口行业发展成熟，吞吐量规模领先世界，在世界经济中起重要作用。在 2021 年世界货物吞吐量 10 大港口中，中国港口占据 8 席；世界集装箱吞吐量 10 大港口中，中国港口占据 7 席。

图1：2021 年世界货物吞吐量 10 大港口-中国港口占据 8 席



资料来源：上海国际航运研究中心，浙商证券研究所

图2：2021 年世界集装箱吞吐量 10 大港口-中国港口占据 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。沿海港口布局根据 2006 年交通部《全国沿海港口布局规划》实施，在区域分布上将形成环渤海、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	全国沿海港口(分区域)布局图
环渤海地区	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 ● 津冀沿海港口群: 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社会经济发展	
长江三角洲地区	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	
东南沿海地区	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	
珠江三角洲地区	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	
西南沿海地区	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

资本市场: 上市公司共 18 家, 2020 年起发债的发债主体共 35 家。当前港口行业 A 股上市公司共 18 家, 其中 7 家位于环渤海地区, 4 家位于珠三角地区, 3 家位于长三角地区; 2020 年起发债的发债主体共 35 家, 其中 11 家为上市公司。

表2: 当前港口行业 A 股上市公司 (数据截至 2022/12/18) (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 2022 年三季度末)
招商局港口集团股份有限公司	招商港口 (001872.SZ)	珠三角	1993	2051.59
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团 (600018.SH)	长三角	2006	1779.39
宁波舟山港股份有限公司	宁波港 (601018.SH)	长三角	2010	1055.04
青岛港国际股份有限公司	青岛港 (601298.SH)	环渤海	2019	622.81
辽宁港口股份有限公司	辽港股份 (601880.SH)	环渤海	2010	578.17
广州港股份有限公司	广州港 (601228.SH)	珠三角	2017	469.20
天津港股份有限公司	天津港 (600717.SH)	环渤海	1996	349.24
日照港股份有限公司	日照港 (600017.SH)	环渤海	2006	313.61
北部湾港股份有限公司	北部湾港 (000582.SZ)	西南	1995	288.11
秦皇岛港股份有限公司	秦港股份 (601326.SH)	环渤海	2017	282.59
唐山港集团股份有限公司	唐山港 (601000.SH)	环渤海	2010	238.85
珠海港股份有限公司	珠海港 (000507.SZ)	珠三角	1993	205.76
锦州港股份有限公司	锦州港 (600190.SH)	环渤海	1999	179.34
深圳市盐田港股份有限公司	盐田港 (000088.SZ)	珠三角	1997	160.87
重庆港股份有限公司	重庆港 (600279.SH)	内河	2000	125.27
厦门港务发展股份有限公司	厦门港务 (000905.SZ)	东南	1999	123.99
江苏连云港港口股份有限公司	连云港 (601008.SH)	长三角	2007	103.58
南京港股份有限公司	南京港 (002040.SZ)	内河	2005	46.53

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 2022/12/18) (按最新发债日排序)

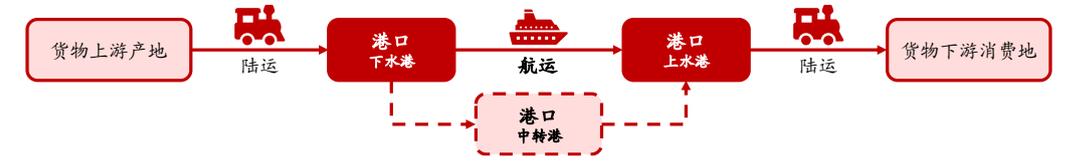
发债主体名称	股票简称及代码 (如上市)	企业性质	最新评级	最新发债日	债券余额 (亿元)
广州港集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/12/08	22.00
珠海港控股集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/12/02	100.50
连云港港口集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/12/05	180.55
厦门港务控股集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/11/09	137.00
珠海港股份有限公司	珠海港 (000507.SZ)	地方国有企业	AA+	2022/11/07	51.00
江苏省港口集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/11/03	45.00
广西北部湾国际港务集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/10/28	200.70
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		地方国有企业	AAA	2022/10/18	98.00
天津港(集团)有限公司		地方国有企业	AAA	2022/10/10	194.05
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	4.00
唐山港口实业集团有限公司		地方国有企业	AAA	2022/09/20	24.00
广州港股份有限公司	广州港 (601228.SH)	地方国有企业	AAA	2022/09/19	52.00
茂名港集团有限公司		地方国有企业	AA	2022/09/15	15.90
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	2022/09/07	150.00
厦门国际港务有限公司		地方国有企业	AAA	2022/09/06	77.00
如皋苏中国际集装箱码头有限公司		地方国有企业		2022/08/30	6.35
江苏苏州港集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/08/22	20.00
靖江港口集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/08/03	63.60
江苏洋口港建设发展集团有限公司		地方国有企业	AA	2022/07/27	36.10
安徽省港口运营集团有限公司		地方国有企业	AA+	2022/06/01	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	65.00
大连港集团有限公司		中央国有企业	AAA	2022/05/23	77.00
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	40.00
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
营口港务集团有限公司		中央国有企业	AA+	2022/03/15	55.70
辽宁港口集团有限公司		中央国有企业	AAA	2022/02/22	50.00
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	10.00
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	宁波港 (601018.SH)	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	10.20
武汉港务集团有限公司		地方国有企业	AA	2020/03/05	3.00

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。港口服务于航运货物上下水或中转环节，货物吞吐量挂钩航运运输规模。从需求端看，航运需求催生于各货种产销的区域不平衡，因此对港口装卸服务的需求取决于腹地中各货种的供需水平。

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

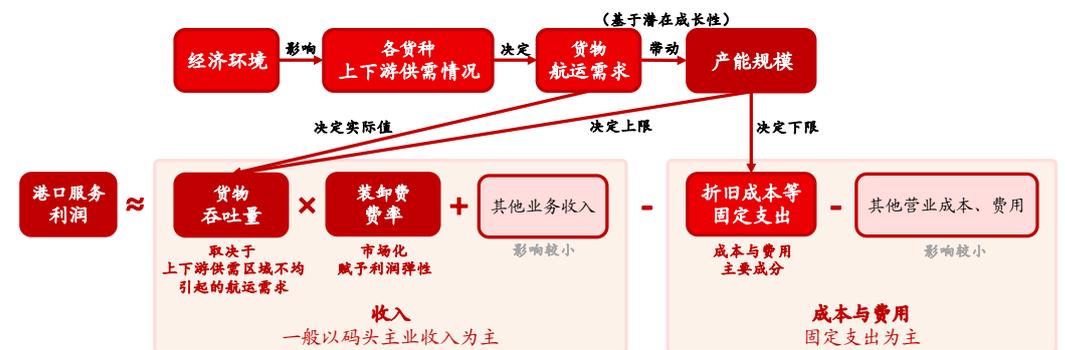


资料来源：浙商证券研究所整理绘制

主业利润主要取决于产能规模、吞吐量、费率三者。港口收入以装卸费为主，考虑到其他业务收入对业绩影响程度较低，收入规模主要取决于货物吞吐量、装卸费费率。同时港口作为重资产行业，成本与费用以固定支出为主，资产折旧、人工成本、能源成本等支出高度挂钩产能规模，而随吞吐量波动较小。整体上，产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础，货物吞吐量以及货物装卸费费率对港口行业利润水平决定能力较强。

- **航运需求的潜在成长性带动产能规模。**对港口行业而言，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。若产能规模不足，港口利润规模将偏小；若产能无法充分利用，吞吐量偏低将导致收入偏低，考虑到折旧成本等固定支出，港口盈利能力将偏弱。
- **利润增量来自货物吞吐量与货物装卸费费率上涨。**各货种的上下游供需情况决定航运需求，进而决定各港口货物吞吐量。在产能支撑盈利的基础上，货物航运需求增长带动的吞吐量上行，叠加装卸费费率的上涨，将带动利润增量。

图4：港口服务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、货物装卸费费率三者

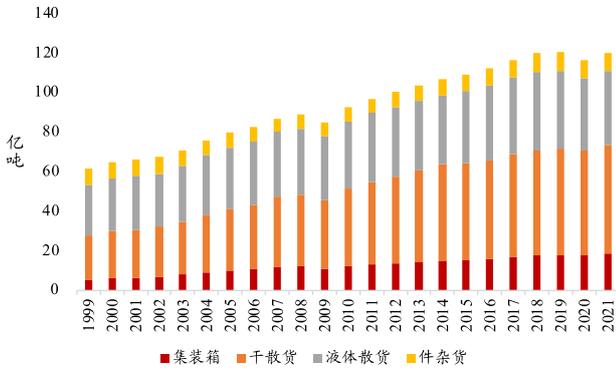


资料来源：浙商证券研究所整理绘制

主要货种为集装箱、干散货、液体散货，货种结构差异导致盈利、需求结构差异。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

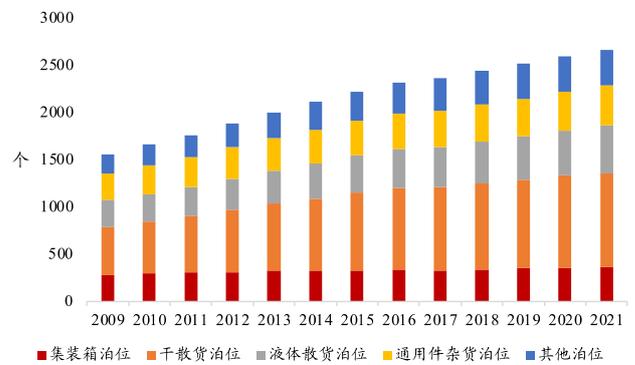
吞吐能力。从我国万吨级以上泊位结构看，干散货、液体散货、集装箱专用泊位占比分别稳定在40%、20%、15%附近。考虑到各货种的装卸毛利率差异，而航运货量挂钩各货种产销的区域不平衡，各港口货种结构的差异将导致盈利能力、吞吐量决定因素等差异。

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

- **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，自动化程度最高的集装箱装卸毛利率最高，平均40%以上，而自动化程度最低的干散货装卸毛利率最低，平均约30%。因此，货物吞吐量结构中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，吞吐量综合取决于货种结构、货种供需地区结构。**基于2016-2021年数据，我国航运市场中，集装箱运输出口占比超60%；干散货以铁矿石、煤炭为核心货种，其中铁矿石进口占比约90%，煤炭内贸占比约70%；液体散货以原油、成品油为核心货种，其中原油吞吐量数倍于成品油，进口占比近100%，成品油出口占比约70%。

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%	上海港: 约50% 青岛港: 约70% 宁波-舟山港: 约40%	40%以上
干散货	铁矿石	约10%	约90%		日照港: 约30% 秦皇岛港: 煤炭约45%; 铁矿石约25%	30%左右
	煤炭	约70%	约30%		唐山港: 约45% 宁波-舟山港: 铁矿石约40%	
液体散货	原油		约100%		宁波-舟山港: 约30%	35%以上
	成品油		约30%	约70%	青岛港: 约65%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

2 建设：资本开支收窄，产能利用率回升，回报率拐点或已至

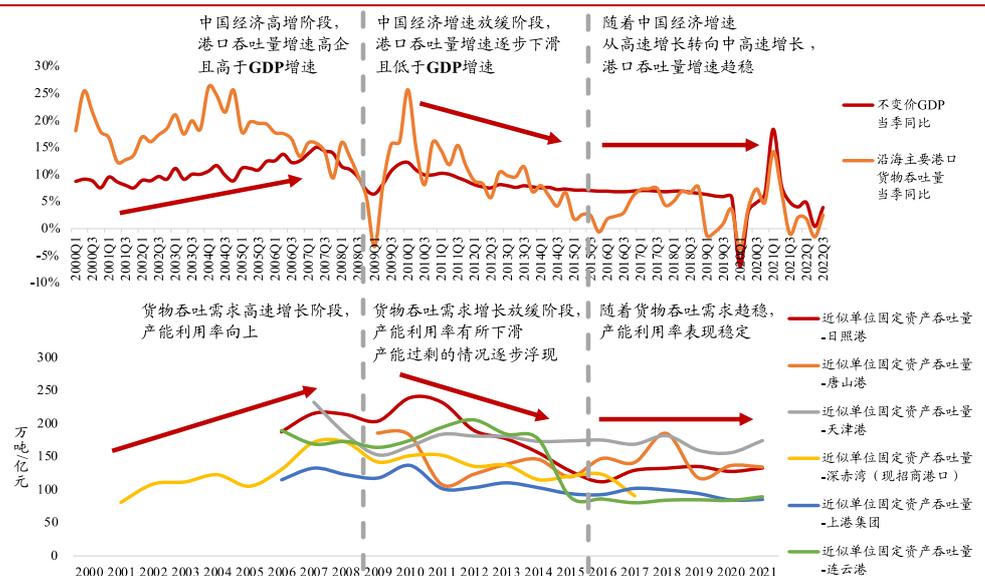
对港口行业而言，经济环境影响各货种航运需求，而航运需求的潜在成长性带动行业产能建设。考虑到产能建设对经济环境变化的调整相对滞后，故货物吞吐量增速随经济环境变动时，将引起产能利用率的波动。由于产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础，行业一般在经济环境较优时积极扩张产能，并在经济发展降速后放缓产能建设，以确保盈利能力。复盘我国港口行业 2000 年起的发展历程，2008 年环球金融危机爆发后经济增长放缓，带动吞吐量增速收窄、产能利用率下滑，考虑到滞后因素，产能建设历程可大致分为 2001-2013 年积极扩张、2014-2019 年谨慎建设、2020 年起必要补充三个阶段。现阶段行业产能建设谨慎，产能利用率回升，回报率拐点或已至。

2.1 关于产能利用率复盘：吞吐量、产能利用率对经济环境变动较敏感

从 2000 年起的港口行业发展历程来看，2008 年环球金融危机爆发后经济增长放缓，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。

- **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 年起我国经济增长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7：2008 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



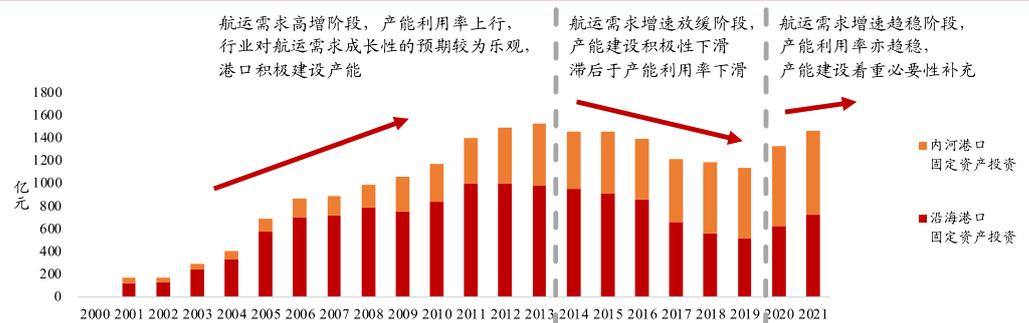
资料来源：Wind，浙商证券研究所

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 关于产能建设复盘：产能建设调整滞后于产能利用率变动

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。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，表现相对滞后。从2000年起的港口行业发展历程来看，在产能利用率上行的航运需求高增阶段，行业积极扩张产能；2013年左右起，吞吐量增长放缓导致产能过剩，叠加政策指导，行业产能建设趋于谨慎，表现滞后于产能利用率的收窄；2020年左右起，行业资本开支有所回升，主要系头部港口必要产能补充所致。

图8：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

- **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年高企，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，带动产能建设积极性下滑。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，随着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。

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力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

- **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。

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

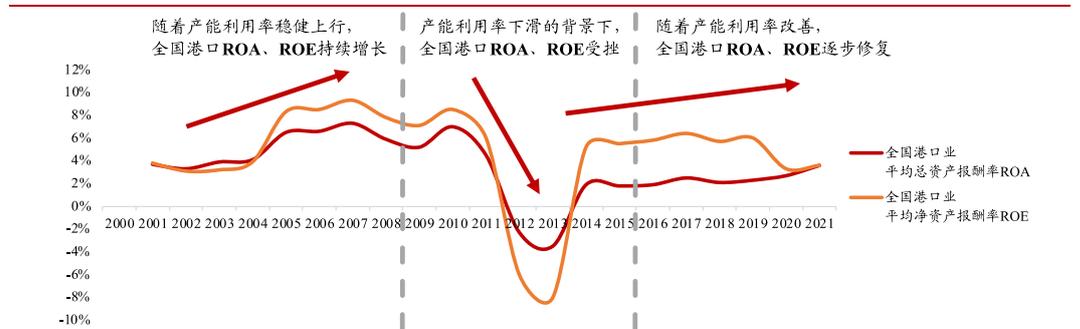
公司名称	在建工程项目名称	预算金额 (亿元)	2022年上半年末数据		
			预算金额 占在建工程比例	账面价值 (亿元)	工程累计投入 占预算比例
上港集团	洋山港水公铁集疏运系统集疏运中心（陆域）工程项目	13.77	12.64%	0.87	6.30%
	洋山堆场扩建	10.30	9.45%	1.19	11.57%
	九江城西二期多用途码头项目	7.32	6.72%	0.08	1.04%
	各项目合计	31.39	28.80%	2.13	
青岛港	董家口液体散货装卸储运工程	46.48	36.88%	7.84	98.00%
	董家口原油商业储备库工程	44.80	35.55%	11.82	56.00%
	董家口散杂货泊位及堆场工程	26.77	21.24%	13.77	78.00%
	各项目合计	118.05	93.67%	33.43	
日照港	日照钢铁精品基地配套矿石码头工程	28.22	14.74%	10.11	37.22%
	日照钢铁精品基地配套成品码头工程	22.31	11.65%	3.23	31.56%
	石臼港区南区#14、#15通用散货泊位工程	18.73	9.78%	3.99	21.33%
	岚山港区南区#18#20#22泊位工程	11.46	5.99%	0.68	5.94%
	各项目合计	80.71	42.16%	18.01	

资料来源：上港集团、青岛港、日照港公司公告，浙商证券研究所

2.3 关于资产回报率复盘：基于产能利用率，拐点或已至

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。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%，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，预计拐点或已至。

图9：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

3 价涨：同业竞争止于区域整合，叠加市场化带动费率回升

产能过剩激化同业竞争，而竞争的不可持续性催化港口整合。叠加费率市场化推进，港口装卸费率回归理性，且具备上行空间。在 2008-2015 年行业吞吐量增长动力不足的产能过剩阶段，各港口趋于降价吸引吞吐量以确保产能利用率，同腹地港口间的同业竞争加剧。对于港口个体，资源价值对吞吐量的吸引力一定程度上被降价行为掩盖；对于港口行业，资源利用效率降低，整体效益受损。故以降价为主要方式的竞争难以持续，行业逐步倾向于效率更高、多方共赢、持续性强的区域整合。随着区域整合推进，同业竞争逐步淡化，行业格局已显著改善。叠加费率市场化推进，2021 年 12 月起，宁波港、上港集团、广州港、青岛港 QOCT 相继公布费率上调计划，行业迎来业绩弹性进一步改善的空间。

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，各港口趋于吸引吞吐量以确保产能利用率。考虑到腹地资源短期难以改变，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。2010 年代初起，多个港口先后降费并完善服务以吸引货源。

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

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。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，带动费率回归理性。

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
广西壮族自治区	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”
河北省	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
福建省	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

浙江省	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
海南省		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”
江苏省	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
辽宁省	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
山东省	青島港 (601298.SH / 6198.HK) 日照港 (600017.SH)	2018/03	渤海湾港口集团成立，整合东营港、潍坊港、滨州港
		2019/07	青島港吸收合并威海港
		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島港、烟台港、日照港，形成了“以青島港为龙头，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：各地政府网站，浙商证券研究所

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。本次修订释放后续进一步市场化的信号，对各港口而言，业绩向上弹性仍存想象空间。

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
装卸作业包干费		2016 年前	现行	
货物港务费	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

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、青島港 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	青島港	QQCT 公示外贸 40 英尺及 20 英尺重箱装卸费分别上调约 14%、12%。

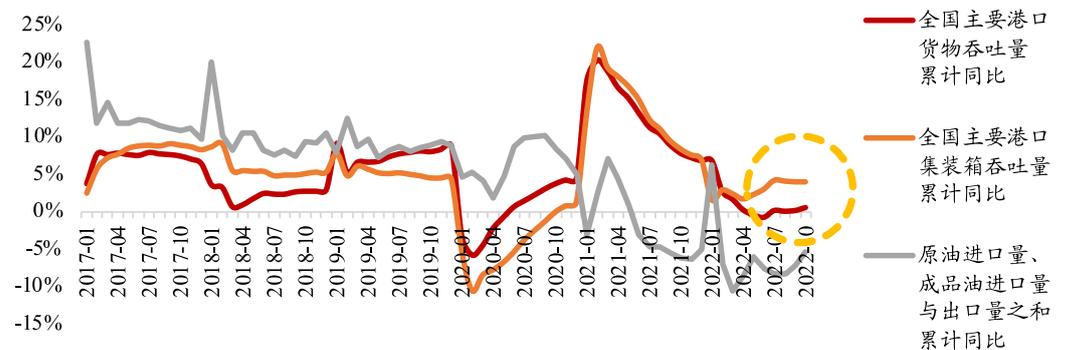
资料来源：各公司官网、公告，浙商证券研究所

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

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；干散货吞吐量出现短期波动，产钢、产煤的区域结构变化将强化港口钢企、铁路资源价值。2022年3月起，全国主要港口货物吞吐量、集装箱吞吐量累计同比的变动趋势出现分化。其中，货物吞吐量累计同比在5-6月落至负值后逐步恢复至10月的0.5%；而集装箱吞吐量累计同比维持韧性，10月4.0%的水平与往年水平接近。考虑到集装箱、干散货占货物吞吐量的比重分别约为30%、45%，全国主要港口干散货吞吐量1-10月或出现累计同比负增长。在此背景下，预计集装箱吞吐规模较大的港口优先受益；业务以干散货为主的港口方面，盈利能力进一步依赖腹地资源价值。

- **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，我国对主要出口地区的出口金额1-10月累计值维持10%-20%的增速，稳增预期明确。
- **干散货吞吐量：**以铁矿石、煤炭为主要货种。其中，铁矿石吞吐量进口占比约90%，短期看下游需求略弱不改进口韧性，长期看钢企重组或带动进口铁矿石港口格局优化；煤炭吞吐量内贸占比约70%，短期看受下游阶段性需求波动影响有限，长期看随着“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。2022年，我国多地疫情反扑的背景下燃油需求不足，现阶段防疫政策已有所优化，出行链需求韧性已初步体现，虽长期看碳达峰目标下成品油产量将逐步减少，但中短期看原油进口需求仍存复苏潜力。

图10：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



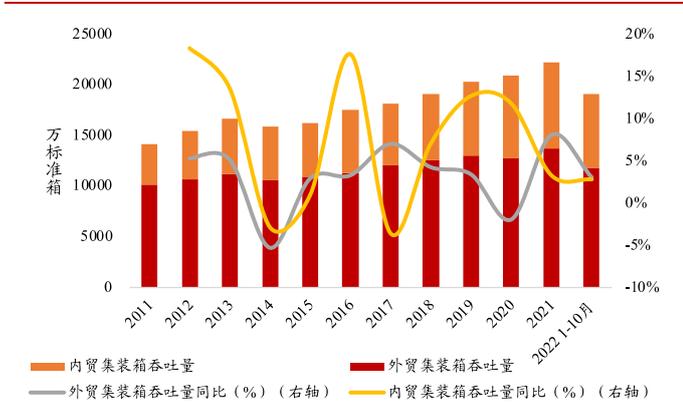
资料来源：Wind，浙商证券研究所

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，其中欧、美、日、韩、东南亚为主要出口地区。基于2016-2021年数据，我国集装箱吞吐量中，出口集装箱持续占据超60%的份额，故集装箱吞吐量整体高度挂钩外需。而在海外各地中，欧洲、美国、日本、韩国、东南亚合计持续占据我国出口金额超60%的比重，为我国主要出口地区，对我国集装箱吞吐量影响较大。

- **集装箱吞吐量出口占比超 60%，高度挂钩外需：**我国集装箱吞吐量在 2021 年实现 2.2 亿标准箱，同比增长 5.75%。其中，外贸箱实现 13734 万标准箱，同比增长 8.05%；内贸箱实现 8474 万标准箱，同比增长 3.27%。基于 2016-2021 年数据，外贸箱占比稳定在 60%-65% 区间，且出口占据外贸箱绝对比例，进口集装箱金额仅为出口集装箱金额的不足 0.1%，故我国集装箱吞吐量以出口为主，高度挂钩外需水平。
- **欧、美、日、韩、东南亚为主要出口地区：**我国出口金额在 2021 年实现 3.36 万亿美元，同比增长 29.85%。分地区看，欧洲、北美洲、亚洲分别稳定占据 20%、20%、50% 左右的份额，其中北美洲的美国、亚洲的日本、韩国、东南亚为重点地区。2021 年，我国对欧洲、美国、日本、韩国、东南亚出口金额分别达 7009、5761、1658、1489、4837、12817 亿美元，占比分别为 20.88%、17.16%、4.94%、4.43%、14.41%，合计占比稳定超 60%。

图11：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12：欧、美、日、韩、东南亚合计出口金额占比稳定超 60%

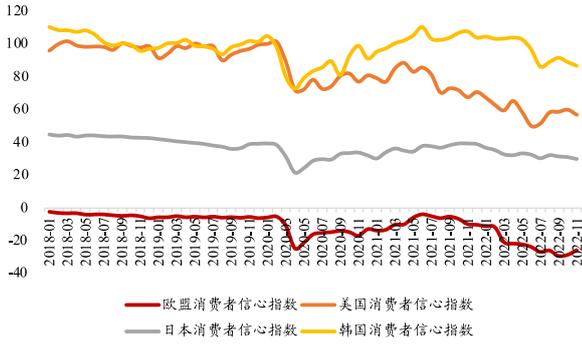


资料来源：Wind，浙商证券研究所

外需弱势不改出口优势，预计主要出口地区对中国制造的依赖度仍处提升通道。主要出口地区的市场需求对我国集装箱出口影响较大。现阶段全球经济环境恶化，各地消费者信心下滑明显。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仍处提升通道，确保出口集装箱吞吐量稳定增长。

- **2022 年以来，主要出口地区消费者信心进入明显下行趋势：**以欧、美、日、韩四地为例，2022 年起，消费者信心指数下滑明显。从 2021 年 12 月到 2022 年 11 月，欧盟、美国、日本、韩国消费者信心指数分别从 -10.4、70.6、38.8、103.8 下滑至 -25.8、56.8、29.6、86.5。
- **我国对主要出口地区的出口金额维持稳定增长：**以欧、美、日、韩、东南亚五地为例，我国对欧洲、美国、日本、韩国、东南亚国家联盟的月度出口金额 2022 年 1-10 月分别累计同比增长 10.64%、6.29%、6.13%、13.00%、20.10%。考虑到上述地区整体消费需求下滑明显，我国对上述地区的出口金额同比增速虽有所下滑，但水平仍较为可观，预计上述地区对中国制造的依赖度仍处提升通道。

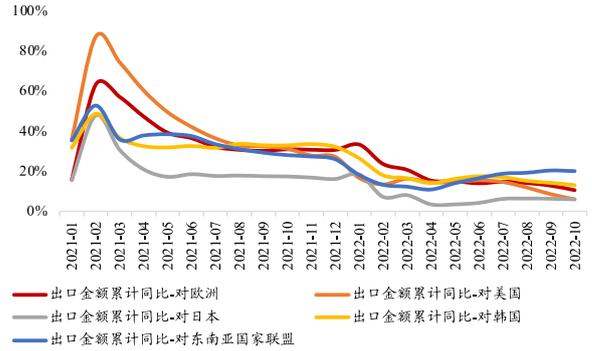
图13: 2022年起欧、美、日、韩消费者信心进入明显下行趋势



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。

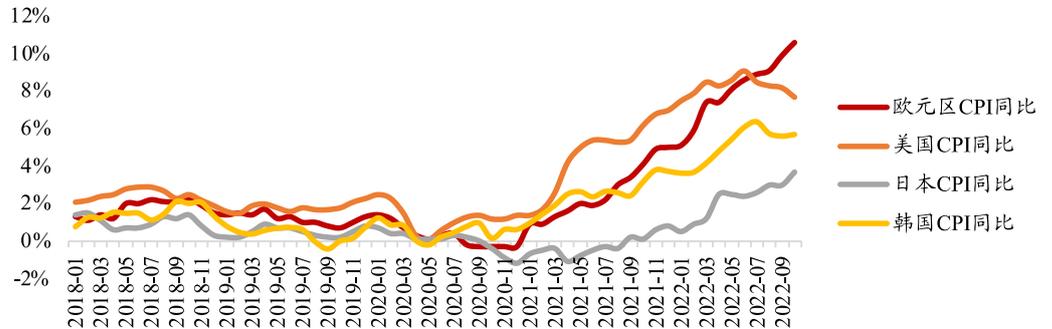
图14: 我国对主要出口地区的出口金额维持正增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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。现阶段海外高通胀的背景下, 消费者信心预计受到长期压制。海外通胀在2021年下半年起整体加速, 并在2022年有所加剧。2022年10月, 欧元区、美国、日本、韩国CPI同比分别达到10.6%、7.7%、3.7%、5.7%。考虑到海外对中国制造产品的需求韧性强劲, 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15: 2022年以来, 欧元区、美国、日本、韩国CPI明显加速上行

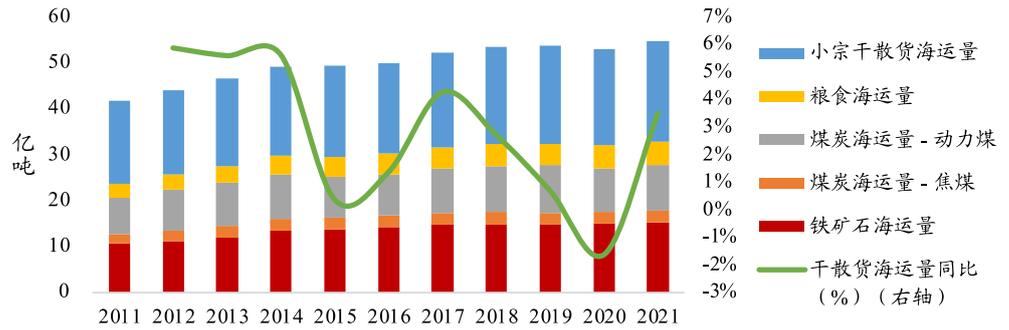


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 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

铁矿石、煤炭为主要货种, 二者主要运输路径分别为进口、内贸。干散货主要包含铁矿石、煤炭、粮食、小宗干散货等货种, 其中以铁矿石、煤炭为主。根据UNCTAD联合国贸易和发展会议统计, 铁矿石、煤炭合计持续占据全球干散货海运量超50%的比重, 2021年二者占比分别为27.76%、22.57%, 合计达50.33%。铁矿石运输上, 由于我国资源偏弱叠加产钢规模占全球超50%, 进口需求庞大且依赖程度较强, 港口主要参与进口上水环节; 煤炭运输上, 由于我国煤炭需求大部分由国内煤矿资源满足、小部分利用进口煤炭补充, 港口主要参与内贸运输的上下水环节。

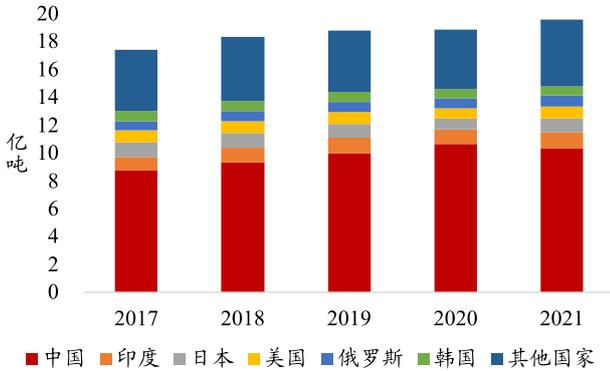
图16: 全球干散货海运量结构: 铁矿石、煤炭合计持续占据超 50%份额



资料来源: UNCTAD 联合国贸易和发展会议, 浙商证券研究所

- **铁矿石: 资源偏弱+产钢需求较强催生庞大进口需求, 港口主要负责进口上水。**
据美国地质调查局统计, 2020 年我国铁矿石储量占全球约 11%, 但 34.5% 的含铁量与世界平均水平 46.67% 差距明显, 铁矿石资源偏弱。在此基础上, 据世界钢铁协会统计, 我国粗钢总产量在 2021 年占全球比重达 52.87%。偏弱的铁矿石资源叠加较强的产钢需求催生庞大进口需求, 据路透社统计, 我国铁矿石进口规模占全球超 70%。目前我国铁矿石的产量持续低于进口量, 进口依赖度较高。

图17: 全球粗钢产量结构: 中国持续占据超 50%份额



资料来源: 世界钢铁协会, 浙商证券研究所

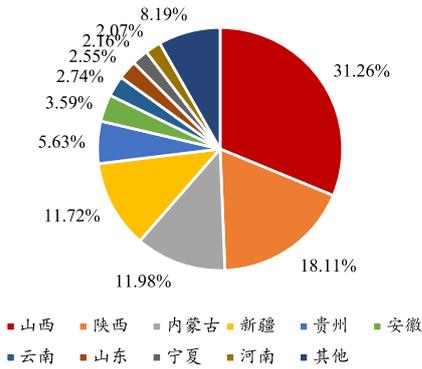
图18: 中国铁矿石进口量在 2018 年起已超越产量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- **煤炭: 供需区域决定“西煤东调+北煤南运”路径, 港口主要负责铁水联运中转。**
原煤产量中, 主要用于火力发电的动力煤占比超 80%, 因此煤炭消费量高度挂钩用电需求, 而供需区域不均支撑庞大且稳定的煤炭运输需求。我国煤炭资源集中在山西、陕西、内蒙古西部“三西”地区, 2020 年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比 61.35%, 而煤炭消费集中在人口密度更高的华东、华南等地, 催生“西煤东调+北煤南运”的运输格局。运输过程中, 煤炭主要从产地“三西”地区通过铁路运往东部港口, 再通过水路运往各大消费地, 因此港口为我国煤炭内贸转运重要枢纽。

图19: 2020年山西、陕西、内蒙古煤矿储量合计占比61.35%



资料来源: 自然资源部, 浙商证券研究所

图20: 我国煤炭运输主要路径



资料来源: 高德地图, 浙商证券研究所绘制

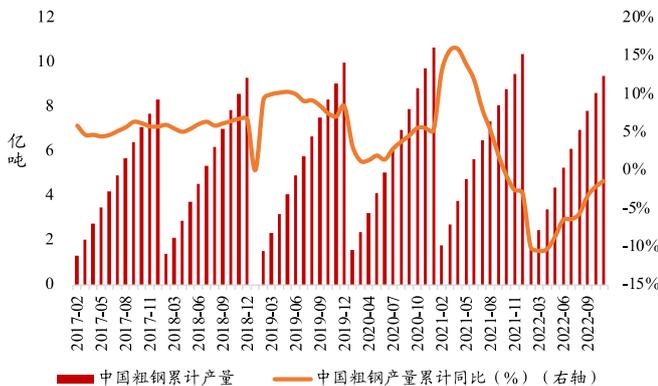
4.2.1 铁矿石: 碳达峰政策限制钢铁产能+鼓励钢企重组, 关注港口腹地钢企资源价值

我国铁矿石进口依赖度高, 进口量高度挂钩下游产钢需求, 而各港口铁矿石吞吐量挂钩腹地钢企产钢规模。短期看, 下游用钢需求下滑导致粗钢产量略有走弱, 但铁矿石进口量受此影响有限, 预计趋稳; 长期看, 碳达峰政策已定调“严禁新增钢铁产能, 鼓励钢铁企业跨地区、跨所有制兼并重组, 提高行业集中度”, 预计铁矿石进口量整体成长性受限, 而随着产钢量地区结构调整, 优质钢企资源对港口铁矿石吞吐量竞争力的重要性将进一步凸显。

短期: 下游需求走弱不改进口韧性, 进口量预计维持稳定。根据艾瑞咨询, 建筑行业贡献超55%的钢材下游需求, 故近期地产信用风险集中体现成为粗钢产量下滑的主因之一。但粗钢产量累计同比降幅已逐步改善, 铁矿石进口量累计同比降幅较小且亦持续收窄, 下游需求走弱对铁矿石进口影响有限, 中短期看, 预计铁矿石吞吐量维持平稳。

- **铁矿石下游需求走弱:** 铁矿石的直接下游应用主要为生产粗钢, 我国月度粗钢累计产量在2021年10月起持续负增长, 累计同比降幅从3月的峰值10.5%逐步收窄至11月的1.4%。整体上看, 我国粗钢产量较往年下滑明显, 短期铁矿石需求走弱。
- **对进口量影响有限:** 我国铁矿石进口量在2022年1-10月累计达9.17亿吨, 累计同比降幅从4月的峰值7.2%逐步收窄至10月的1.7%, 受铁矿石下游弱需求影响有限, 预计短期内维持平稳表现。

图21: 2022年起中国粗钢产量累计同比下滑, 但降幅逐步改善



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 2022年中国铁矿石进口量累计同比降幅较小且持续收窄



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

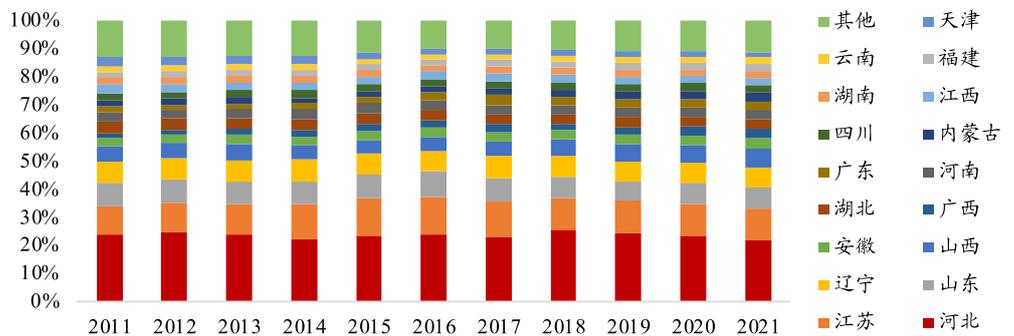
长期：政策端限制产能+鼓励整合，关注港口腹地钢企资源价值。国务院 2021 年 10 月印发《2030 年前碳达峰行动方案》，计划推动钢铁行业碳达峰，严禁新增产能，并计划推进钢铁企业跨地区、跨所有制兼并重组，提高行业集中度。政策定调下，全国铁矿石进口量预计随钢铁产能压减而受限，各港口铁矿石进口量预计随钢企跨地区重组而有所调整。在此之前，山东省 2018 年 10 月《山东省先进钢铁制造产业基地规划（2018-2025）》已计划将沿海钢铁产能进一步集中于日照、临沂，长期看预计相关港口铁矿石吞吐量占比进一步集中，持续受益于钢企资源价值。目前河北、江苏、山东、辽宁合计稳定占据我国粗钢产量约 50% 比重，建议关注我国产钢地区结构变动。

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23：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

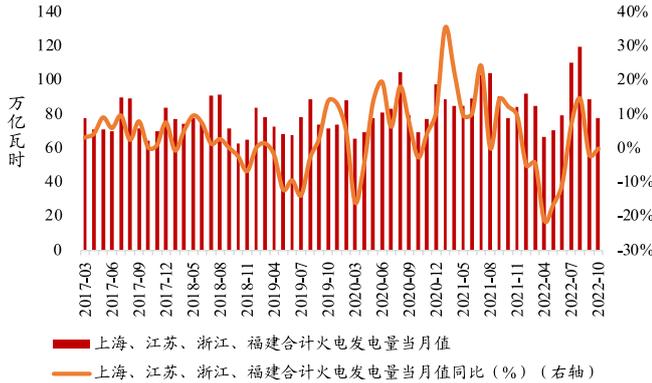
4.2.2 煤炭：长期需求韧性稳固，“公转铁”趋势下运输结构调整预计带动持续上量

我国煤炭内贸运输以“西煤东调+北煤南运”水铁联运为主，各港口煤炭吞吐量挂钩西部煤矿产量以及华东、华南沿海省份的火电需求。**短期看**，下水煤主要消费地区火电需求维持韧性，**预计下水煤维持稳中有升**。**长期看**，煤炭产能在政策导向下预计进一步集中于“三西”地区，带动铁路运输需求，叠加“公转铁”政策持续推进，**铁路运输上量趋势确定，港口后方铁路资源价值预计获进一步凸显**。

短期：阶段性需求波动影响有限，下水煤预计维持稳中有升。煤炭主要用于火力发电，在我国北方港口参与的“西煤东调+北煤南运”运输路径中，下水煤运往主要消费地区华东、华南等沿海省份。从需求端看，华东、华南沿海省份火电发电量在今年受到疫情影响有所波动，但短期需求韧性不改，预计北方港口煤炭下水煤维持稳中有升。

- **华东、华南沿海省份火电发电量维持韧性：**以上海、江苏、浙江、福建的合计火电发电量为代表，华东、华南沿海省份发电量在2022年4-5月受疫情影响出现明显下滑，4月火电发电量同比下滑21.36%至66.72亿千瓦时，但疫情形势缓和后迅速反弹，8月火电发电量同比上涨14.33%至119.38亿千瓦时，预计短期内维持韧性。
- **北方港口煤炭下水量预计维持稳中有升：**从北方七港内贸煤运量水平来看，月度运量多年来维持约0.7%的同比增速，2022年3月同比增长0.82%至7170万吨，预计短期内维持稳中有升。

图24：上海、江苏、浙江、福建合计火电发电量韧性较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：北方七港内贸煤月度运量维持高位

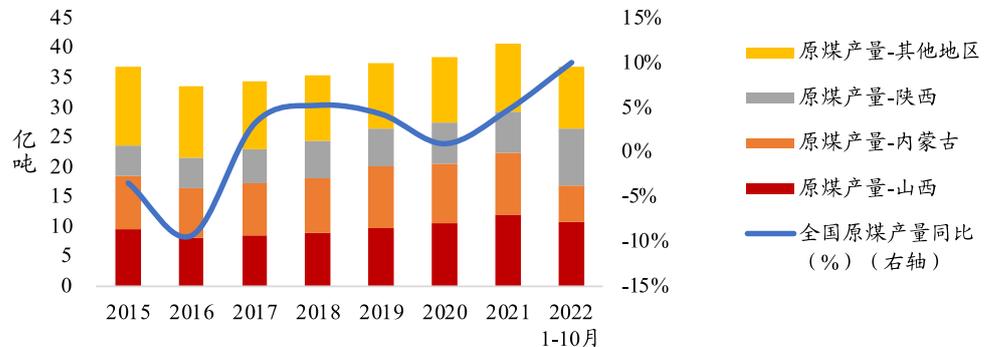


资料来源：Wind，浙商证券研究所

长期：“三西”扩产+“公转铁”推进，关注港口后方铁路资源价值。《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，带动铁路运输需求。叠加“公转铁”政策持续推进，运输方式切换已初见成效，中长期看煤炭铁路运输上量预期确定。对港口行业而言，后方铁路资源价值预计进一步凸显。

- **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。**2021年5月煤炭工业协会《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》计划山西、陕西提高长期稳定供应能力，政策保障下，煤炭产能长期看预计进一步集中于“三西”地区。2022年1-10月全国原煤产量实现36.85亿吨，山西、陕西、内蒙古三省原煤产量占比已从2015年的64.16%提至2022年1-10月合计的72.05%，且煤炭外运高度依赖铁路，预计进一步带动“西煤东调”对铁路运输的需求。

图26：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

- **“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。**“公转铁”政策促进大宗原材料运输从公路向铁路转移，目标2025年铁路货物周转量占

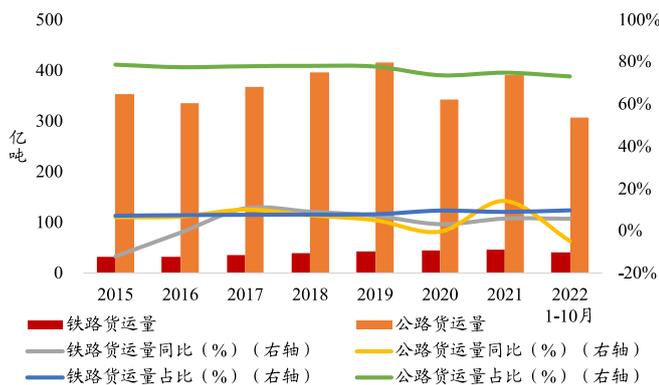
比达 17%，“十四五”期间全国铁路货运量增长 10%，且晋陕蒙产煤区中长距离运输铁路占比达 90%。随着铁路货运量、货物周转量占比均稳步提升，公路占比相应下滑，运输方式切换已初见成效。2022 年 1-10 月，铁路、公路货运量占全国比重分别从 2015 年的 7.46%、78.74%变动至 9.78%、73.42%；货物周转量占全国比重分别从 2015 年的 13.15%、35.83%变动至 15.98%、30.65%。长期看铁路运输上量预期确定性强，凸显铁路资源价值。

表12：“公转铁”政策相关事件

事件年月	事件
2017/04	天津港禁止汽运煤集港
2017/09	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018/02	铁路总公司组织北京局集团公司与唐山市政府签订《关于加强唐山地区铁路集疏港运输战略合作的框架协议》
2018/03	广西 10 家交通运输业与中铁南宁局集团公司签署“公转铁”运输协议
2018/04	中央财经委员会第一次会议要求调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量
2018/05	交通运输部召开运输结构调整工作组会议，以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进货物运输“公转铁”
2019/01	自 2019 年 1 月 1 日起，青岛港、烟台港及日照港的煤炭集港全部改为铁路或水路运输
2019/11	山东港口集团与中铁济南局集团有限公司签署 2020 年度路港战略合作协议，进一步推动运输结构调整，扩大铁路运输份额
2020/01	郑州局集团与 21 家“白货”企业签订运量互保协议
2020/03	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，率先推进大宗货运“公转铁”
2020/06	两部委发布《关于进一步减低物流成本实施意见的通知》，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”
2021/11	交通运输部印发的《综合运输服务“十四五”发展规划》中强调，国家将着手把晋陕蒙煤炭主产区建设成为运输结构调整示范区，推进区域内货运铁路和铁路专线建设，目标 2025 年铁路货物周转量占比达 17%
2020/12	《京津冀交通一体化发展白皮书（2014-2020 年）》显示，截止 2020 年底，北京、天津、河北货物到发铁路运输比例分别为 9.67%、20.77%、12.5%，天津、河北港口煤炭铁路集港比例达 100%
2022/01	国务院办公厅印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025 年）》，明确“十四五”期末，铁路货运量增长 10%，矿企煤炭铁路运输比达 90%

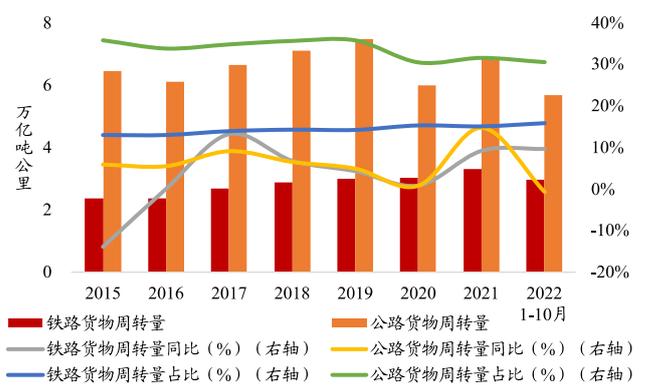
资料来源：中国政府网，交通运输部，生态环境部，国铁集团，山东省交通运输厅，天津政务信息发布，浙江省海港集团，国务院，浙商证券研究所

图27：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28：铁路货物周转量增速近年来持续高于公路货物周转量



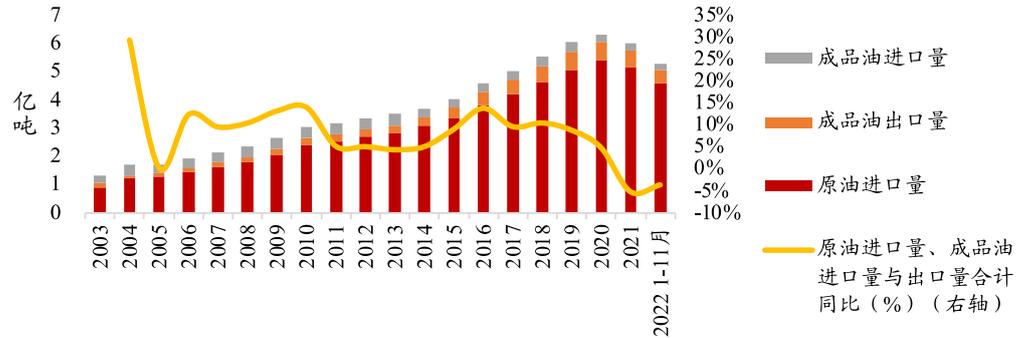
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3 液体散货：以进口原油为主，关注下游燃油需求随疫情缓和回升

我国液体散货吞吐量以进口原油为主，运输路径相对固定，难以引起港口竞争。我国液体散货航运以原油为主，成品油为辅。由于资源薄弱，我国原油高度依赖进口，且产生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、成品油出口量与进

口量之和近似液体散货吞吐量，2021年，合计实现6.00亿吨，同比下滑5.08%，2018-2021年复合增长率为2.72%；其中，原油进口量实现5.13亿吨，同比下滑5.42%，2018-2021年复合增长率为3.56%。由于液体散货的储存需要使用专业储罐，且码头储罐与下游化工厂通过管道连接，产业链区域分布以及运输路径相对固定。因此在港口的选择上，灵活度偏低，同腹地港口间的竞争关系较弱。

图29：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

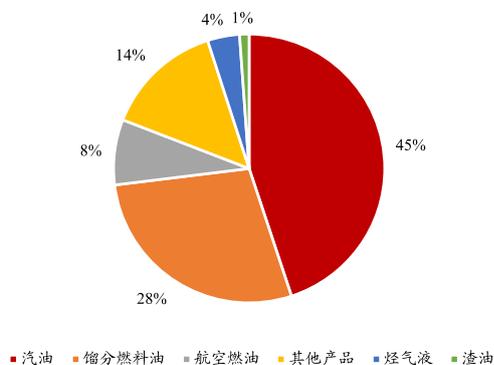


资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望：原油进口量挂钩成品油产量，关注疫情缓和带动需求回升。原油进口后直接用于提炼各类产品，其中以燃油为主。由于燃油主要用于交通工具，成品油下游需求主要挂钩出行链运行状况。2022年，我国多地疫情反扑的背景下，燃油需求不足带动原油进口量累计同比收窄，现阶段防疫政策已有所优化，出行链需求韧性已初步体现，虽长期看碳达峰目标下成品油产量将逐步减少，但中短期看存在原油进口需求复苏潜力。

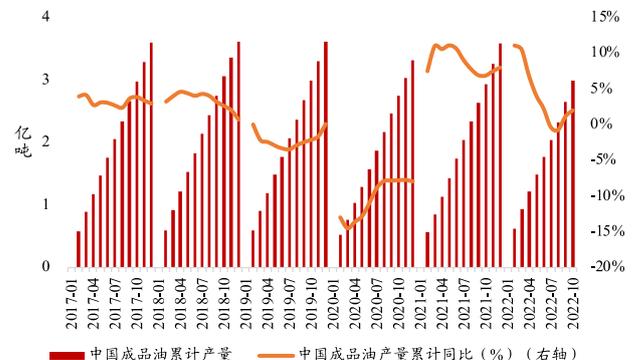
- **原油产品以燃油为主：**据EIA美国能源资讯管理局统计，2021年的石油产品中燃油占比超80%，其中汽油、馏分燃料油、航空燃油占比分别为45%、28%、8%。
- **成品油下游需求主要挂钩出行链运行状况：**从我国成品油产量看，2020年疫情影响相对严重的背景下，全年成品油产量实现3.31亿吨，同比下滑8.06%；2021年随着国内疫情局势缓和，全年成品油产量回升7.89%至3.57亿吨的正常水平。2022年，我国多地疫情反扑的背景下，燃油需求不足，1-10月成品油产量累计同比增速落至1.90%，带动原油进口量累计同比下滑2.71%。

图30：2021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31：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

5 投资建议：关注基本面改善确定性较强的标的

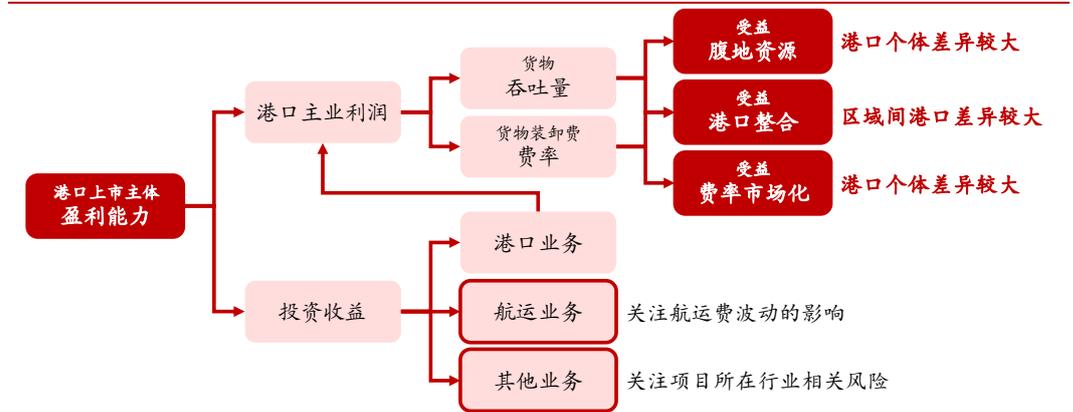
在投资标的的选择上，综合考虑行业集装箱吞吐量增速维持韧性、干散货吞吐量短期波动的背景以及各港口资源优势的独特性，我们认为：

- **权益角度：聚焦主业，且在腹地资源、港口整合、费率市场化三方面受益相对直接的上市公司业绩稳增的确定性较强。**其中，青岛港（601298.SH）作为山东港口龙头，业绩稳健增长，集装箱吞吐量持续远超行业，维持“买入”评级；日照港（600017.SH）在铁路资源与钢企资源加持下，量价齐升趋势确定，维持“增持”评级；上港集团（600018.SH）作为全球集装箱龙头港口上海港的运营商，主业稳定性较强，建议关注。
- **债券角度：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。**

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。其中，港口业务利润高度挂钩货物吞吐量、货物装卸费率成长性，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、货物装卸费率相关度较小，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，给予日照港“增持”评级，建议关注上港集团。

图32：港口上市主体盈利能力分析框架



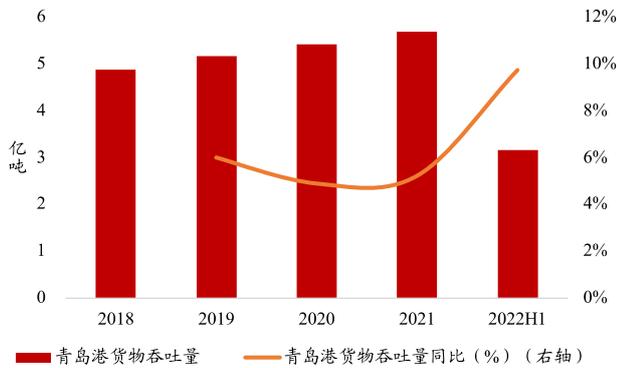
资料来源：浙商证券研究所整理绘制

5.1.1 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

青岛港：北方重要综合性港口，资源丰富支撑领先规模。青岛港股份为山东港口集团旗下青岛港运营平台，吞吐货种包括集装箱、干散货、液体散货，并以集装箱为主。青岛港地处山东半岛东部，是“一带一路”交汇点上的重要桥头堡，是我国北方距离国际主航线最近、集装箱航线密度最高港口之一，且后方公路、铁路集疏运网络丰富。得益于优渥的运输资源，青岛港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。

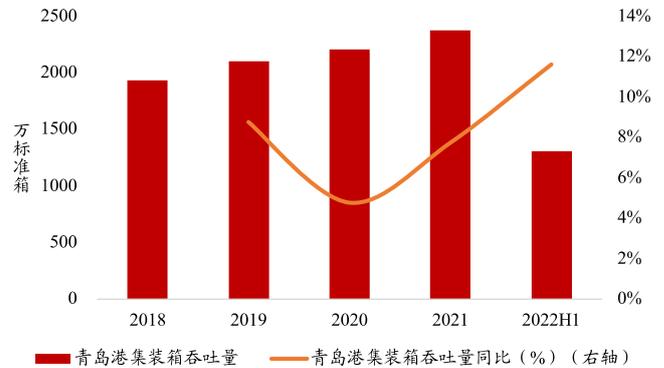
吞吐量增速持续远超行业。受益于腹地资源及码头产能的释放，公司吞吐量稳健增长，货物吞吐量在 2021 年同比增长 5.2% 至 5.68 亿吨，2018-2021 年复合增长率为 5.3%，2022 年上半年实现 3.15 亿吨，同比增速以 9.7% 超全国沿海港口水平 9.6 个百分点；集装箱吞吐量 2021 年同比增长 7.7% 至 2371 万标准箱，2018-2021 年复合增长率为 7.1%，2022 年上半年实现 1301 万标准箱，同比增速以 11.6% 超全国沿海港口水平 8.6 个百分点。

图33: 青岛港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 5.3%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

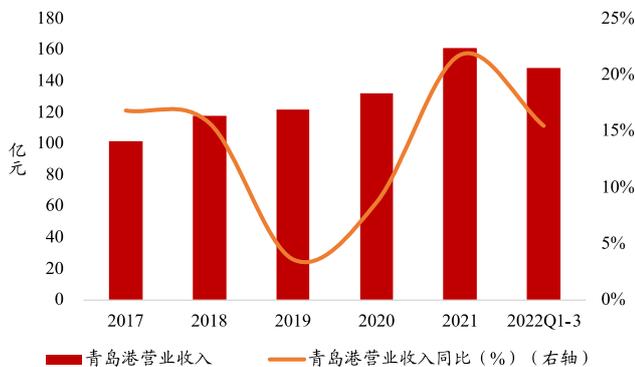
图34: 青岛港集装箱吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.1%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

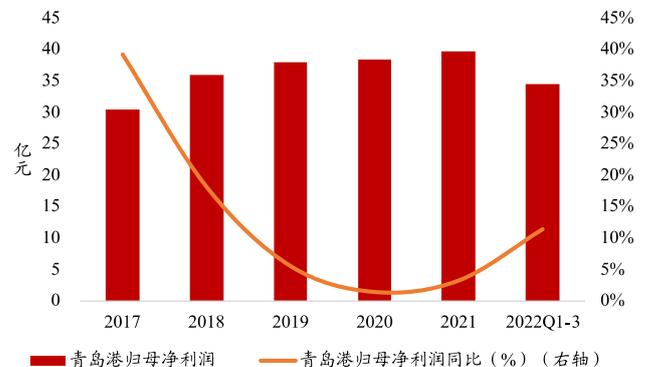
得益于吞吐需求顺畅释放，公司业绩多年稳增。公司营业收入在 2021 年实现 160.99 亿元，同比增长 21.78%，2018-2021 年复合增长率为 11.09%，2022 年前三季度同比增长 15.48% 至 148.01 亿元；归母净利润在 2021 年实现 39.64 亿元，同比增长 3.18%，2018-2021 年复合增长率为 3.33%，2022 年前三季度同比增长 11.36% 至 34.51 亿元。

图35: 青岛港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 11.09%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

图36: 青岛港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 3.33%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

量价持续提升条件稳固，看好低估值稳增长的绝对收益价值。公司坚持“增航线、扩舱容、拓中转”，我们看好公司东北亚的中转港发展机会，有望带来公司吞吐量的超额增长。在此基础上，公司 2022 年 2 月 9 日 QQCT 公示外贸 40 英尺及 20 英尺重箱装卸费分别上调约 14%、12%，叠加青岛港股份完成控股威海港发展、公司实际控制权向山东省港口集团划转等事件持续推进山东港口整合，看好后续装卸费率提升机会。

盈利预测：综合考虑公司各业务线条发展情况，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 45.16 亿元、50.21 亿元、55.10 亿元，对应现股价 PE 分别为 8.2 倍、7.3 倍、6.8 倍。同时，公司 2018 年起已连续 4 年分派权益，2021 年年度权益分派比例为 41.99%，实施日对应股息率高达 4.99%。若利润增长符合预期、权益分派持续且分配比例维持，可实现约 15% 的绝对收益，维持“买入”评级。

表13：青岛港盈利预测简表（数据截至 2022/12/18）

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,099	17,892	19,223	20,628
(+/-) (%)	21.78%	11.14%	7.44%	7.31%
归母净利润	3,964	4,516	5,021	5,510
(+/-) (%)	3.18%	13.91%	11.20%	9.72%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.77	0.85
P/E	9.38	8.24	7.41	6.75

资料来源：Wind，浙商证券研究所

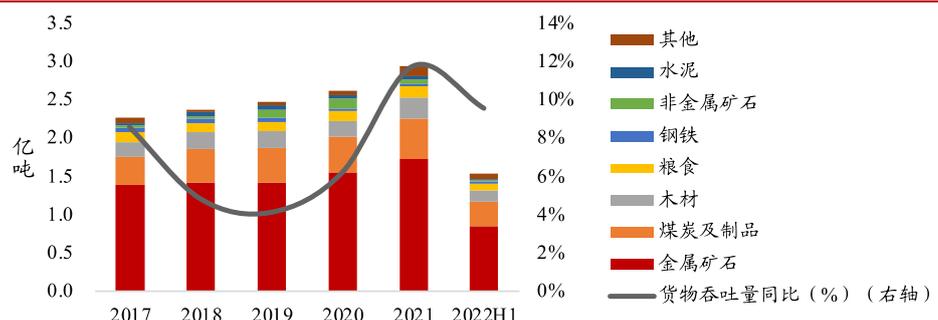
5.1.2 日照港（600017）：重要干散货港口，量价向好成长性凸显，维持“增持”评级

日照港：山东省重要干散货港口，吞吐量位列沿海港口第 6 且仍处上升通道。日照港隶属山东港口集团，作为我国重点发展的沿海主枢纽港之一，在山东港口集团目前“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼”的一体化协同发展格局中发挥重要作用。得益于完备的产能建设，日照港吞吐量持续领先，在沿海港口中的排名从第 9 提升至第 6，铁矿石、木片、石油焦等货种的吞吐量居全国沿海港口的首位，且重要性逐步提升。

经营：吞吐量稳步增长，货种聚焦铁矿石、煤炭。公司货物吞吐量维持稳定增长，货种以铁矿石、煤炭为主，金属矿石、煤炭及制品占比分别稳定在 60%、20% 附近。

- **2021 年吞吐量增速提升明显：**2021 年，公司吞吐货物 2.93 亿吨，同比增速从 2019 年的 4.15% 逐步提至 11.77%，2018-2021 年复合增长率为 7.33%。其中金属矿石、煤炭及制品吞吐量分别同比增长 10.77%、12.65% 至 1.72、0.53 亿吨，分别占公司货物吞吐量 58.76%、17.96%。
- **2022 年上半年煤炭实现高增：**2022 年上半年，公司吞吐货物 1.54 亿吨，同比增长 9.57%。其中金属矿石、煤炭及制品吞吐量分别同比增长 2.67%、28.70% 至 0.85、0.33 亿吨，分别占公司货物吞吐量 55.50%、21.21%。

图37：日照港货物吞吐量 2018-2021 年复合增长率为 7.33%（上市主体口径）

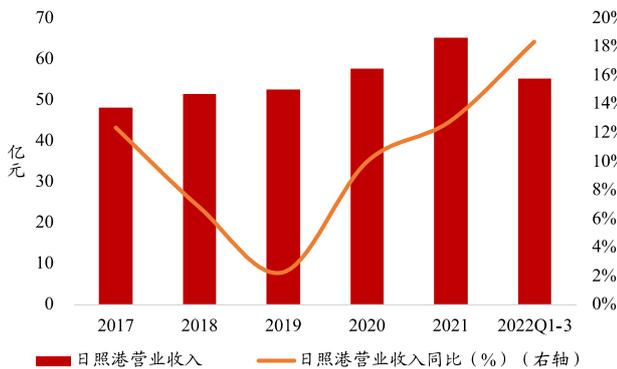


资料来源：日照港公司公告，浙商证券研究所

财务：整体稳中有升，近年逐步改善。公司财务表现在 2019 年较弱，营收、归母净利润同比增速分别落至 2.25%、1.31%，主要系吞吐量未达计划水平所致。但近年来财务表现已随吞吐量增速回升而逐步改善，整体保持稳中有升。

- **2021 年增速回升明显：**公司营收、归母净利润分别实现 65.05、7.37 亿元，同比增速分别为 12.79%、15.23%，2018-2021 年复合增长率分别为 8.23%、4.58%。
- **2022 年前三季度维持稳步增长：**得益于吞吐量改善，公司营收、归母净利润分别实现 55.08、6.49 亿元，同比增速分别为 18.31%、14.53%。

图38：日照港营业收入 2018-2021 年复合增长率为 8.23%



资料来源：日照港公司公告，浙商证券研究所

图39：日照港归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 4.58%



资料来源：日照港公司公告，浙商证券研究所

公司量价向好的趋势确定，预计后续业绩维持高成长性。吞吐量视角看，公司以铁矿石、煤炭为核心货种且铁路资源稀缺，中短期看，铁矿石吞吐量预计企稳，煤炭上量趋势明确；中长期看，需求端煤炭扩产叠加政策端“公转铁”政策频发的驱动下，铁路运输上量确定性强。费率视角看，现阶段山东港口集团已基本完成山东各港口的整合，避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争，同时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：日照港作为北方重要枢纽港口，铁路价值预计随“公转铁”推进而凸显，且得益于煤炭上量预期、费率市场化推进，业绩成长性可期。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别实现 8.58 亿元、9.87 亿元、11.24 亿元，对应 PE 分别为 10.4 倍、9.0 倍和 7.9 倍，价值低估，维持“增持”评级。

表14：日照港盈利预测简表（数据截至 2022/12/18）

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,505	7,468	8,412	9,423
(+/-) (%)	12.79%	14.81%	12.64%	12.02%
归母净利润	737	858	987	1,124
(+/-) (%)	15.23%	16.40%	15.01%	13.95%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.32	0.37
P/E	12.06	10.36	9.01	7.91

资料来源：Wind，浙商证券研究所

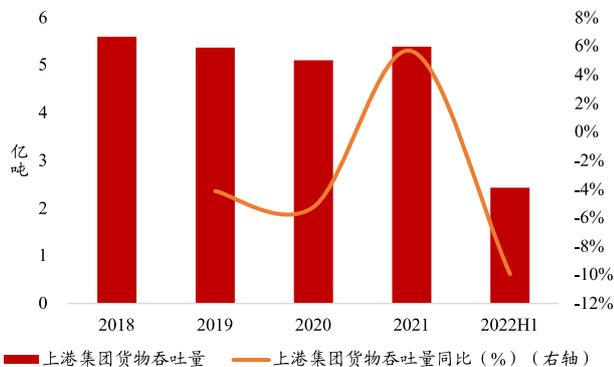
5.1.3 上港集团（600018）：集装箱吞吐量持续居首，主业韧性支撑改善基础，建议关注

上港集团：运营全球集装箱龙头港口上海港，码头主业韧性支撑业绩改善基础。上港集团是上海港公共码头运营商，母港上海港的集装箱吞吐量在2010年起已连续十余年全球居首，公司主营业务包括集装箱与散杂货码头、港口物流、港口服务，目前已形成了包括码头装卸、仓储堆存、航运、陆运、代理等服务在内的港口物流产业链。在此基础上，公司股权投资涉及航运、房地产、银行等多元行业，利润来源丰富。

经营：主业韧性强劲，奠基业绩改善。公司吞吐货种以集装箱为主、以干散货为辅，高度受益于吞吐能力以及外贸航线资源。我们认为公司龙头需求韧性强劲且稳定，预计随疫情局势缓和迅速复苏。

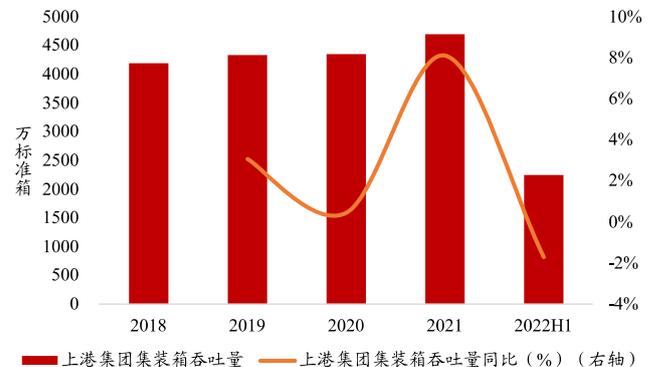
- **集装箱吞吐需求韧性强劲：**2021年，公司实现货物吞吐量5.39亿吨，同比增长5.69%，2018-2021年复合降低率为1.32%；实现集装箱吞吐量4730万标准箱，同比增长8.11%，2018-2021年复合增长率为3.83%。从交通部口径看，公司母港集装箱累计吞吐量在2022年1-10月实现3908万标准箱，受累于上半年上海疫情，累计同比变动在6月落至低点-1.7%，但在7月迅速恢复正增长，10月累计同比增速为0.2%，体现需求韧性。
- **受益集装箱装卸费率上调趋势：**随着各大港口集装箱装卸费率上调持续推进，2021年12月3日公司公告内贸20英尺重箱中转费提升约50%。我们测算若综合价格上涨10%，则静态利润弹性8%左右。

图40：上港集团货物吞吐量2018-2021年复合降低率为1.3%



资料来源：上港集团公司公告，浙商证券研究所

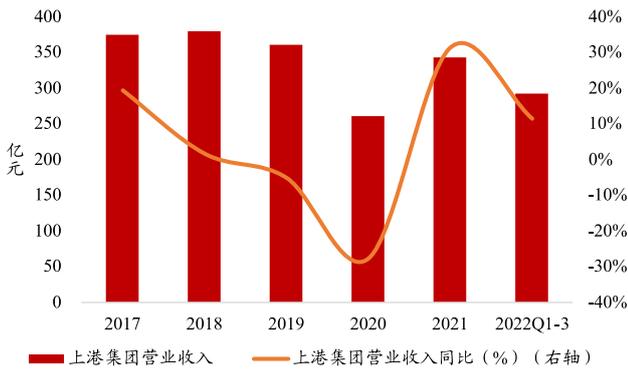
图41：上港集团集装箱吞吐量2018-2021年复合增长率为3.8%



资料来源：上港集团公司公告，浙商证券研究所

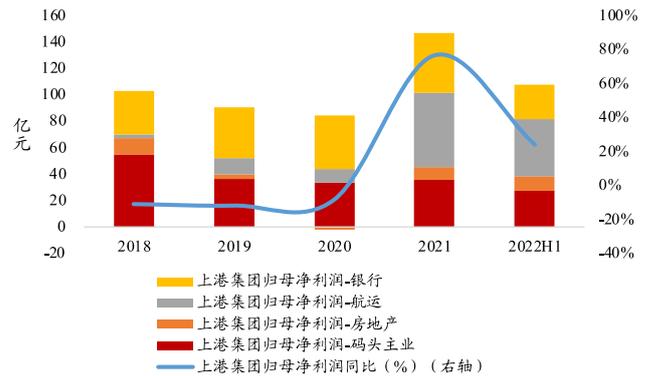
财务：多元投资拓宽利润来源，近期受益航运景气。得益于吞吐量稳定性，公司营收维持高水平，2021年实现342.89亿元，同比增长31.28%；2022年前三季度实现292.36亿元，同比增长11.43%。公司归母净利润主要由主业以及投资收益贡献，其中投资收益涉及航运、房地产、银行等多元行业，利润来源丰富。其中，受益于航运2021年以来的高景气，航运投资在2021年贡献归母净利润56.33亿元，同比高增469.66%，占归母净利润38.37%；在2022年上半年贡献归母净利润43.62亿元，同比增长88.18%，占归母净利润40.34%。

图42: 上港集团营业收入 2018-2021 年复合降低率为 3.40%



资料来源: 上港集团公司公告, 浙商证券研究所

图43: 上港集团归母净利润 2018-2021 年复合增长率为 12.63%



资料来源: 上港集团公司公告, 浙商证券研究所

复工复产持续推进, 四季度业绩进一步修复可期。2022年二季度, 上海疫情严峻对公司生产指标影响显著, 但随着疫情受控, 港口吞吐需求已快速反弹体现韧性。9月台风影响下, 公司母港货物吞吐量、集装箱吞吐量同比增速分别落至0.1%、1.0%, 维持正增长但落后于行业。随着疫情局势稳定受控, 需求有望顺畅释放, 四季度业绩预计获得进一步修复。

盈利预测: 综合考虑公司各业务条线发展情况, 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为185.11亿元、150.71亿元、153.74亿元, 对应现股价PE分别为6.9倍、8.5倍、8.3倍, 维持“增持”评级。

表15: 上港集团盈利预测简表 (数据截至 2022/12/18)

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	34,289	37,999	40,665	43,388
(+/-) (%)	31.28%	10.82%	7.02%	6.70%
归母净利润	14,682	18,511	15,071	15,374
(+/-) (%)	76.74%	26.08%	-18.58%	2.01%
每股收益(元)	0.63	0.79	0.65	0.66
P/E	8.69	6.89	8.47	8.30

资料来源: Wind, 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

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。

表16：当前港口发债主体债券评级及经营情况（数据截至 2022/12/18）

发债主体名称	主要 关联港口	截至 2022/12/14 数据		2022 年前三季度数据					2022 年 1-10 月累计同比	
		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	主要关联港口 货物吞吐量 (行业 0.5%)	主要关联港口 集装箱吞吐量 (行业 4.0%)
日照港股份有限公司	日照港	AA+	10.36	0.26	0.24	0.14	51.02	3.83	6.70%	12.70%
天津港(集团)有限公司	天津港	AAA	194.05	0.90	0.79	0.20	68.07	1.49	4.30%	4.30%
连云港港口集团有限公司	连云港港	AA+	180.55	0.93	0.83	0.16	72.86	1.26	6.20%	6.40%
江苏连云港港口股份有限公司	连云港港	AA	4.00	0.94	0.94	0.51	48.20	4.40	6.20%	6.40%
广西北部湾国际港务集团有限公司	北部湾港	AAA	200.70	0.87	0.68	0.41	74.11	1.03	2.40%	17.00%
北部湾港股份有限公司	北部湾港	AAA	17.63	0.67	0.66	0.42	49.10	6.24	2.40%	17.00%
唐山港口实业集团有限公司	唐山港	AAA	24.00	1.58	1.53	1.03	44.87	5.41	4.80%	2.70%
唐山港集团股份有限公司	唐山港	AAA	10.00	2.83	2.79	1.77	15.62	0.00	4.80%	2.70%
宁波舟山港集团有限公司	宁波-舟山港	AAA	98.00	1.85	1.70	1.02	37.01	7.12	3.30%	8.10%
宁波舟山港股份有限公司	宁波-舟山港	AAA	35.00	1.80	1.76	1.17	28.84	13.28	3.30%	8.10%
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	3.70%	7.60%
广州港集团有限公司	广州港	AAA	22.00	1.77	1.32	0.95	53.43	7.84	0.90%	1.80%
广州港股份有限公司	广州港	AAA	52.00	1.58	1.51	1.25	52.23	7.68	0.90%	1.80%
辽宁港口集团有限公司	广州港	AAA	50.00	1.15	0.84	0.29	64.20	0.84	0.90%	1.80%
厦门港务控股集团有限公司	厦门港	AAA	137.00	1.31	1.06	0.56	68.88	2.18	-2.20%	1.40%
厦门国际港务有限公司	厦门港	AAA	77.00	0.98	0.84	0.57	60.53	3.35	-2.20%	1.40%
锦州港股份有限公司	锦州港	AA	10.20	0.43	0.42	0.15	62.55	1.19	-4.70%	-11.10%
大连港集团有限公司	大连港	AAA	77.00	1.34	0.96	0.21	51.96	1.14	-3.70%	18.30%
上海国际港务(集团)股份有限公司	上海港	AAA	102.10	2.41	1.81	1.21	33.28	35.41	-5.50%	0.20%
营口港务集团有限公司	营口港	AA+	55.70	1.08	0.72	0.39	40.52	1.48	-10.60%	-12.50%
珠海港控股集团有限公司	珠海港	AA+	100.50	1.53	1.20	0.54	69.55	1.44	-22.00%	-50.20%
珠海港股份有限公司	珠海港	AA+	51.00	0.97	0.91	0.53	57.69	3.62	-22.00%	-50.20%
安徽省港口运营集团有限公司		AA+	5.00	1.58	1.57	0.59	28.24	3.43		
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		
河北港口集团有限公司		AAA	63.00	0.88	0.70	0.37	48.94	3.22		
江苏省港口集团有限公司		AAA	45.00	1.28	1.19	0.47	48.21	5.08		
江苏苏州港集团有限公司	苏州港	AA+	20.00	0.57	0.52	0.31	52.38	2.63		
江苏洋口港建设发展集团有限公司	洋口港	AA	36.10	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
靖江港口集团有限公司	靖江港	AA+	63.60	1.10	0.58	0.39	55.90	1.20		
辽宁港口股份有限公司		AAA	65.00	1.40	1.39	0.70	27.93	5.69		
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		
如皋苏中国际集装箱码头有限公司	如皋港		6.35	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
山东港口烟台港集团有限公司	烟台港	AA+	40.00	0.53	0.51	0.04	74.98	2.34		
武汉港务集团有限公司	武汉港	AA	3.00	0.60	0.51	0.27	42.79	0.30		
招商局港口集团股份有限公司		AAA	150.00	0.80	0.79	0.64	38.41	4.75		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.3 风险提示

- **疫情影响各港口正常经营：**疫情影响港口经营效率，导致创收放缓，且增加防疫成本，造成利润压力。
- **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。

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>