

航运港口

重构港口估值体系：分红，提价，整合

港口估值演变：PEG，PB-ROE，股息率

港口企业的估值方法，正从 PB-ROE 体系转向股息率。2000-2010 年，港口吞吐量和上市港口业绩高增长，增速决定 PE，PEG 在 1 倍左右。2010-2020 年，港口吞吐量和上市港口业绩增速大幅放缓，PE 和 PB 大幅下降，估值方法转向 ROE 决定 PB，10%左右 ROE 对应 1 倍左右 PB。2020 年开始，部分投资者基于对公司治理的悲观预期，用股息率对港口企业估值。2021 年唐山港的股息率 12.7%，具有投资吸引力；上港集团、青岛港、北部湾港的 ROE 对应的 PB 较合理。但是产业资本对港口企业的估值高于二级市场，这或许来自港口企业的分红潜力、提价空间、土地变现等价值。

资本开支减少，提高分红比例

散杂货港口吞吐量增速放缓，再投资需求减少，分红比例有望提升。港口吞吐量已经处于低增长阶段，其中散杂货港口吞吐量或将停止增长。因此，港口再投资需求减少，散杂货港口的在建工程处于历史低位。而存量业务带来持续、稳健的现金流，港口企业的分红能力较高。2021 年上市港口分红比例在 30%左右，唐山港提高到 99%，未来唐山港有望保持较高分红比例。

低价竞争缓和，提升港口费率

港口费率提升，一是来自产能利用率上升，二是来自竞争者数量减少。散杂货港口新增产能较少，部分存量产能或将退出，产能利用率有望提升，如河北和天津的散杂货港口，2021 年唐山港费率回升 7%。各省市港口整合推进，纷纷成立省级港口控股集团，省内的港口竞争缓和，如 2018-2021 年辽港股份的费率都大幅回升。此外，区域内港口相互投资，也有助于缓和竞争，提升费率。如果费率持续提升，那么港口企业有望重回 PE 估值体系。

港口整合推进，提升经营效率

港口整合能提升码头、土地等资产的经营效率。一是土地、岸线、码头等资源集约化利用，避免产能过剩和低价竞争，提升码头盈利能力。关注竞争激烈、整合推进的河北港口，如唐山港、秦港股份。二是闲置土地可以转做房地产、商业等用途，实现更高的效益。2010-2021 年上港集团房地产业务贡献归母净利润 94 亿元，2019-2020 年招商港口土地处置收益 63 亿元。关注城市仍在扩张、码头临近市区、土地增值空间大的上港集团、招商港口、青岛港等。如果资产经营效率提升，港口企业 PB 有望上升。

风险提示：经济逆全球化，中国城市化、工业化放缓，港口降费政策出台，再投资收益率下滑，分红比例大幅下降

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
		2022-12-27		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601000.SH	唐山港	2.73	买入	0.35	0.35	0.35	0.35	7.80	7.80	7.80	7.80
600018.SH	上港集团	5.28	买入	0.63	0.62	0.61	0.60	8.38	8.52	8.66	8.80

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2022 年 12 月 27 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《航运港口-行业专题研究:天风问答系列:紊乱引发油运运价上涨,造船周期随库存周期波动》 2022-10-30
- 2 《航运港口-行业点评:集运周期下行,汽车船有望保持高景气》 2022-10-23
- 3 《航运港口-行业点评:纸浆船运汽车,效益如何?》 2022-08-21

内容目录

1. 港口估值演变：PEG，PB-ROE，股息率	4
1.1. 2000-2010 年：增速决定 PE	4
1.2. 2010-2020 年：ROE 决定 PB	4
1.3. 2020 年至今：股息率决定估值	5
1.4. 港口相互投资：高估值之谜	6
2. 资本开支减少，提高分红比例	6
2.1. 港口吞吐量增速放缓	7
2.2. 散杂货港口资本开支下降	7
2.3. 散杂货港口分红能力增强	8
3. 低价竞争缓和，提升港口费率	9
3.1. 散杂货港口费率随利用率提升	9
3.2. 集装箱港口费率顺周期波动	10
3.3. 港口费率提升仅略增物流成本	12
4. 港口整合推进，提升经营效率	12
4.1. 全国各地陆续推进港口整合	13
4.2. 土地资源利用率有望提升	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：2000-2010 年中国进出口额和港口吞吐量高增长	4
图 2：2000-2010 年 A 股上市港口企业的收入和利润高增长	4
图 3：2000-2010 年 A 股港口行业 PE 在 30 倍左右	4
图 4：2000-2010 年 A 股上市港口企业的 PEG 在 1 倍左右	4
图 5：港口行业净利润增长伴随着股东权益增长	5
图 6：2010-2020 年 A 股港口行业的 ROE 趋于稳定	5
图 7：2010-2020 年 A 股港口行业 PB 趋于稳定	5
图 8：2020 年 12 月 31 日，上市港口企业的 PB 与 ROE	5
图 9：多数年份，上市港口企业的再投资回报率低于存量资产	5
图 10：2021 年 12 月 31 日，上市港口企业的股息率	5
图 11：2022 年底 A 股一半左右上市港口企业的 PE 低于 15 倍	6
图 12：2021 年多数港口企业的分红比例在 30%左右	6
图 13：港口货物吞吐量和集装箱吞吐量处于低增长阶段	7
图 14：中国主要大宗商品的进口增速放缓	7
图 15：集装箱吞吐量增速随着出口增速波动	7
图 16：中国出口在全球的占比已经达到较高水平	7
图 17：中国沿海海运建设投资已经过了高峰期	7
图 18：中国新增万吨级码头的吞吐能力呈下降趋势	7
图 19：散杂货业务为主的港口，在建工程处于低谷	8

图 20: 集装箱业务为主的港口, 在建工程处于较高水平	8
图 21: A 股上市港口整体股东自由现金流呈上升趋势	8
图 22: 唐山港和秦港股份的股权自由现金流在波动中上升	8
图 23: 唐山港的“利润总额+折旧摊销”持续上升	9
图 24: 秦港股份的“利润总额+折旧摊销”小幅回升	9
图 25: 2020 年沿海主要港口的干散货吞吐量	9
图 26: 河北和天津港口区位相近、货种相似, 竞争较为激烈	9
图 27: 河北和天津主要港口企业的散杂货装卸费率	9
图 28: 河北和天津的主要四个港口产能利用率波动	9
图 29: 唐山港股份的装卸费率从 2016 年开始回升	10
图 30: 唐山港的煤炭和金属矿码头产能利用率小幅上升	10
图 31: 2021 年中国沿海港口集装箱吞吐量排名	11
图 32: 上海港的外高桥和洋山港区码头产能利用率	11
图 33: 上港集团集装箱业务的单箱收入波动, 单箱成本上升	11
图 34: 上港集团单箱收入与出口增速正相关	11
图 35: 2021H1 部分货物在唐山港装卸费与进口海运费比例	12
图 36: 上港集团单箱收入与出口运价的比例较低	12
图 37: 辽宁港口整合, 辽港股份的单吨(箱)收入上升	13
图 38: 辽宁港口整合, 辽港股份主要品类的毛利率上升	13
图 39: 上港集团的房地产开发业务贡献大量利润	15
图 40: 上港集团现有的开发项目有望继续贡献利润	15
表 1: 2020 年以来上市港口非公开发行的估值较高	6
表 2: 京津冀区域主要港口的定位和发展方向	10
表 3: 降费政策使港口收费下降	12
表 4: 京津冀区域港口整合进展	13
表 5: 2019-2020 年招商港口处置土地获得大量收益	14

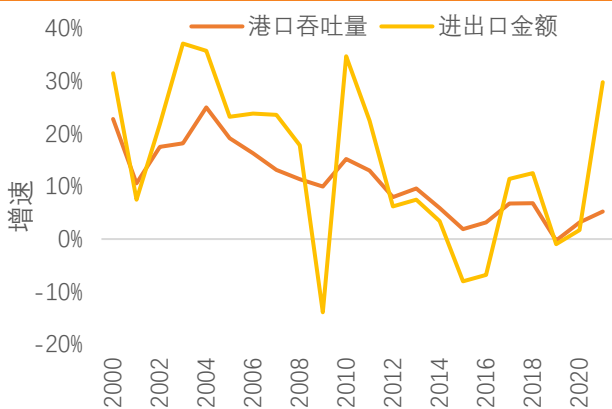
1. 港口估值演变：PEG，PB-ROE，股息率

二级市场对港口企业的估值方法，正从 PB-ROE 体系转向股息率。2000-2010 年，港口吞吐量和上市港口业绩高速增长，增速决定 PE，PEG1 倍左右。2010-2020 年，港口吞吐量和上市港口业绩增速大幅放缓，PE 和 PB 大幅下降，估值方法转向 ROE 决定 PB，10%左右 ROE 对应 1 倍左右 PB。2020 年开始，部分投资者假设留存收益难以获得再投资回报，用股息率对港口企业估值。2021 年唐山港的股息率 12.7%，具有投资吸引力；上港集团、青岛港、北部湾港的 PB 与 ROE 匹配。但是产业资本对港口企业的估值高于二级市场，这或许来自港口企业的分红潜力、提价空间、土地变现等价值。

1.1. 2000-2010 年：增速决定 PE

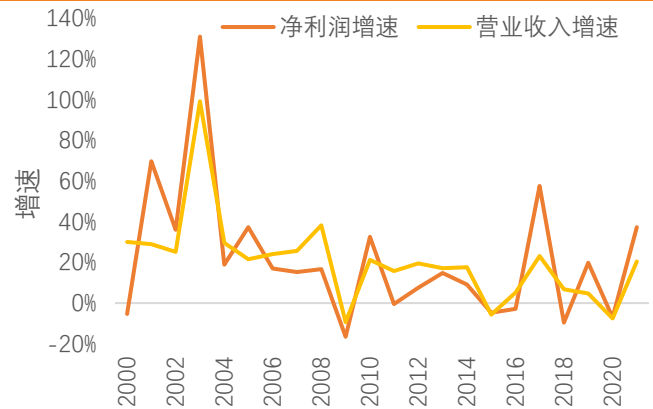
2000-2010 年，港口行业高速增长。中国加入 WTO 带动外贸进出口快速增长，沿海主要港口的吞吐量也呈现高速增长，港口企业的收入和净利润也快速增长。此时，港口行业被视为成长行业，市场给予较高估值。

图 1：2000-2010 年中国进出口额和港口吞吐量高速增长



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，天风证券研究所

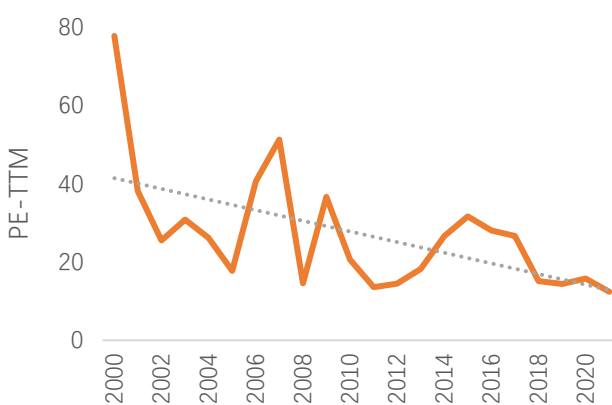
图 2：2000-2010 年 A 股上市港口企业的收入和利润高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

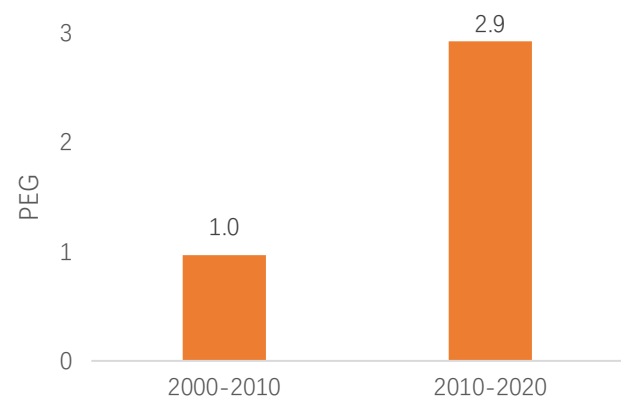
2000-2010 年，港口行业平均 PE 在 30 倍左右，PEG 在 1 倍左右。市场根据 PEG 估值法，按照增速给予目标 PE。2000-2010 年，上市港口企业整体的净利润年化增速为 31%，平均 PE 为 30 倍左右，PEG 在 1 倍左右，估值较为合理。

图 3：2000-2010 年 A 股港口行业 PE 在 30 倍左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2000-2010 年 A 股上市港口企业的 PEG 在 1 倍左右

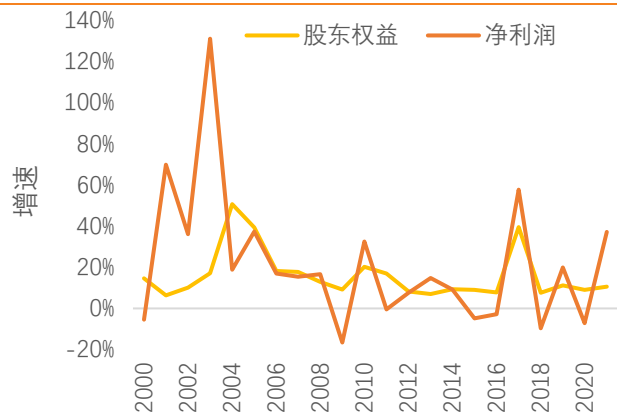


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 2010-2020 年：ROE 决定 PB

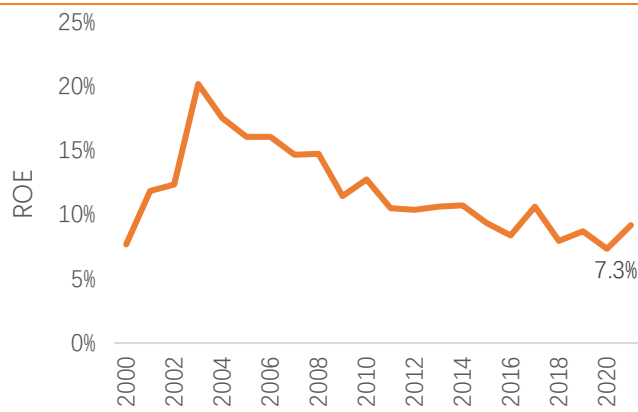
从增长逻辑到 ROE 逻辑，港口估值方法从 PE 转向 PB。一方面，2010-2020 年，随着外贸进出口额、港口吞吐量增速下滑，上市港口整体收入和利润增速也下滑。原来的 PEG 估值方法，失去了增速支撑，PE 逐渐下滑。另一方面，重资产的港口，高增长需要高额的资本开支作为支撑，资产的盈利能力趋于稳定，所以逐渐转向 PB-ROE 估值体系。

图 5：港口行业净利润增长伴随着股东权益增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

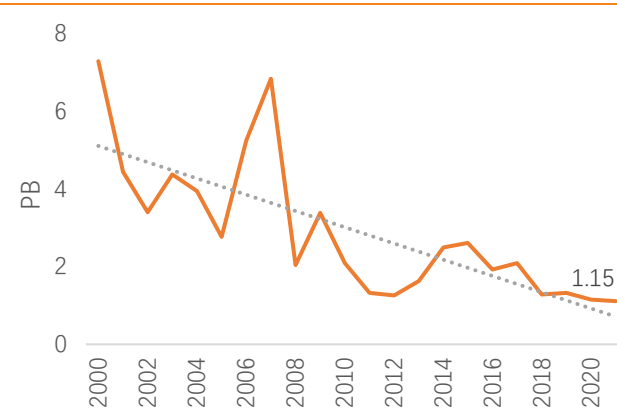
图 6：2010-2020 年 A 股港口行业的 ROE 趋于稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

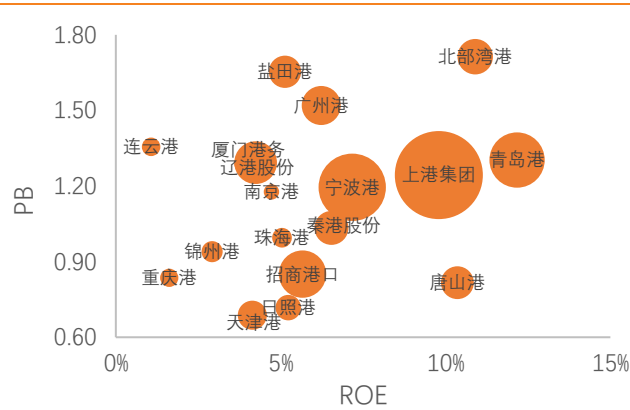
从 ROE 看，大型上市港口企业的 PB 处于合理水平。到 2020 年 12 月 31 日，A 股上市港口企业的整体 ROE 为 7.3%，PB 为 1.15 倍，估值较为合理。2020 年，上港集团、宁波港、青岛港等大型港口的 ROE 在 10% 左右，PB 在 1.2 倍左右，估值也较为合理。

图 7：2010-2020 年 A 股港口行业 PB 趋于稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020 年 12 月 31 日，上市港口企业的 PB 与 ROE

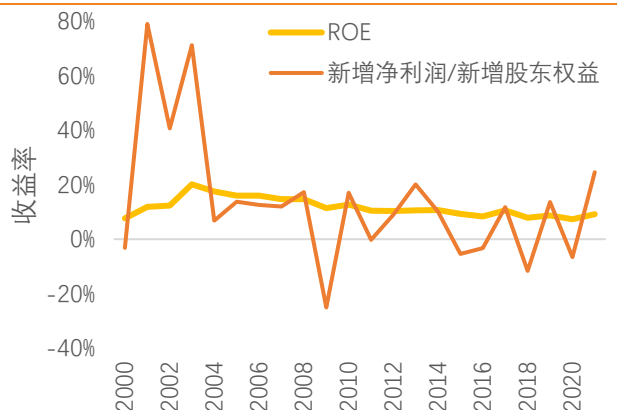


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 2020 年至今：股息率决定估值

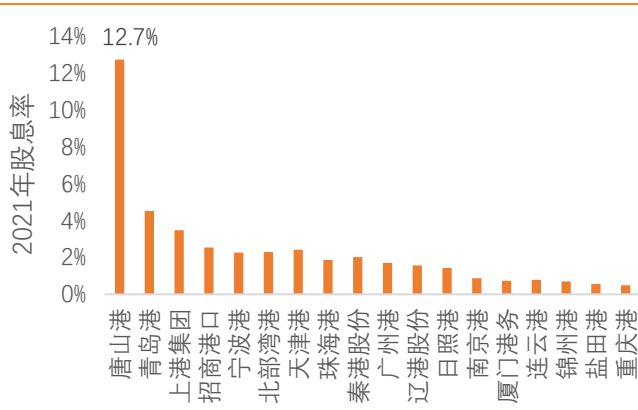
当港口的再投资回报率下降，港口估值方法转向股息率。一方面，通货膨胀使港口投资中的水工建筑、设备、人工等成本上升，而市场化竞争使新老码头的港口费率趋同，所以新码头的投资回报率往往偏低。另一方面，再投资需求减少，货币资金沉淀，也会降低港口企业的 ROE。所以上市港口企业整体“增加的净利润/增加的净资产”，多数年份低于当年 ROE。

图 9：多数年份，上市港口企业的再投资回报率低于存量资产



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2021 年 12 月 31 日，上市港口企业的股息率

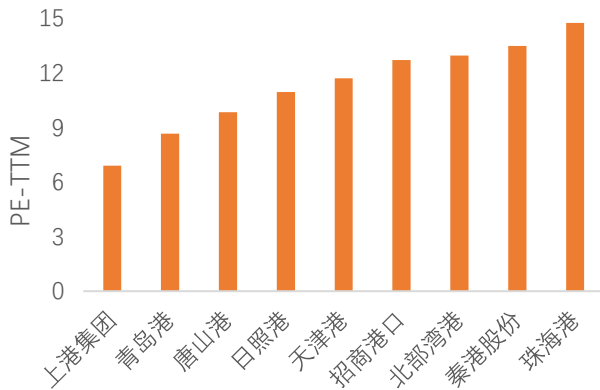


资料来源：Wind，天风证券研究所

股息率估值法隐含对公司治理的悲观预期。投资者把分到的股息作为投资收益，不考虑公司留存收益对资本利得的影响，即对公司的再投资回报率做悲观的假设。该假设只要求公司的存量业务保持稳健经营，对公司发展的要求较低，符合公共基础设施运营公司的特征。

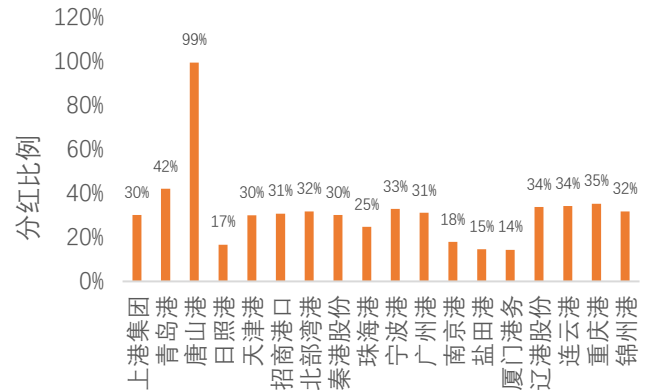
高股息率的基础是低 PE。股息率=1/PE*分红比例，当分红比例固定时，PE 越低，股息率越高。可持续的分红主要来自净利润，所以分红比例往往低于 100%。往往 PE 低于 15 倍的公司，才可能有可持续的高股息。

图 11：2022 年底 A 股一半左右上市港口企业的 PE 低于 15 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2021 年多数港口企业的分红比例在 30%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

港口发展速度放缓，分红比例有望上升。港口企业的净利润主要用于再投资和分红。当港口企业进入成熟期，吞吐量低增长，再投资需求较少，大量的利润可用于分红，甚至部分折旧摊销的现金流也可以用于分红，分红比例有望大幅上升。

1.4. 港口相互投资：高估值之谜

产业资本投资港口给的估值，高于二级市场。2020 年以来，部分上市港口非公开发行，PE 水平较高，多数高于上市港口整体的 PE-TTM。在二级市场主动投资上市港口企业较少的情况下，产业资本似乎愿意以更高的价格来投资。港口企业可能拥有独特的价值，不仅仅是财报上体现的利润。这种价值，可能是分红潜力、提价空间、土地变现等。

表 1：2020 年以来上市港口非公开发行的估值较高

时间	上市港口	事件	投资金额 亿元	交易价格 元/股	对应交割日 PE 倍
2020 年 8 月	宁波港	宁波舟山港集团，上港集团认购宁波港非公开发行股份，占发行后总股份的 17%，其中上港集团占 5%	97	3.67	15.8
2021 年 6 月	连云港	连云港港口集团认购连云港非公开发行股份，占连云港发行后总股本的 12.6%	5	3.17	89.3
2022 年 8 月	厦门港务	财通基金等认购厦门港务非公开发行股份，占发行后总股份的 16%	8	6.86	19.7
2022 年 9 月	广州港	广州港集团等认购广州港非公开发行股份，占发行后总股份的 18%，其中广州港占 13%	40	2.96	16.0
2022 年 9 月	宁波港	招商港口认购宁波港非公开发行股份，占发行后总股本的 19%	141	3.87	13.3

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

港口企业跨区域投资的协同效应较小。上港集团投资长江沿岸港口，有助于吸引货源到上海港装卸。临近的上海港和宁波港相互投资，港口企业和航运企业相互投资，有助于发挥协同效应。但是跨区域的港口投资，经营层面的合作较为有限。

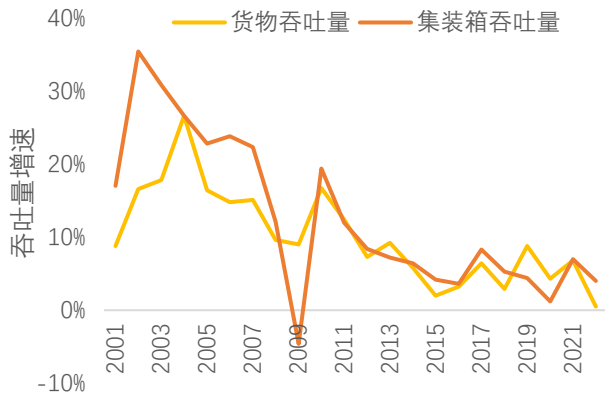
2. 资本开支减少，提高分红比例

散杂货港口吞吐量增速放缓，再投资需求减少，分红比例有望提升。港口吞吐量已经处于低增长阶段，其中散杂货港口吞吐量或将停止增长。因此，港口再投资需求减少，散杂货港口的在建工程处于历史低位。而存量业务带来持续、稳健的现金流，港口企业的分红能力较高。2021 年上市港口分红比例在 30% 左右，唐山港提高到 99%，未来唐山港有望保持较高分红比例。

2.1. 港口吞吐量增速放缓

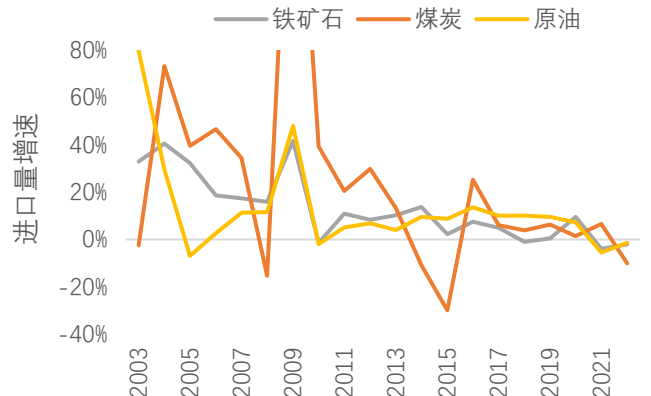
中国的港口吞吐量增速已经明显放缓。随着中国工业化、城市化放缓，对大宗商品的需求增速放缓，主要大宗商品进口量甚至出现负增长，这导致港口货物吞吐量增速放缓。

图 13：港口货物吞吐量和集装箱吞吐量处于低增长阶段



资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

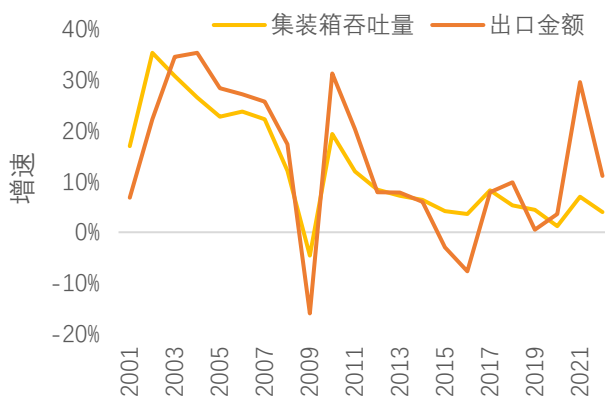
图 14：中国主要大宗商品的进口增速放缓



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

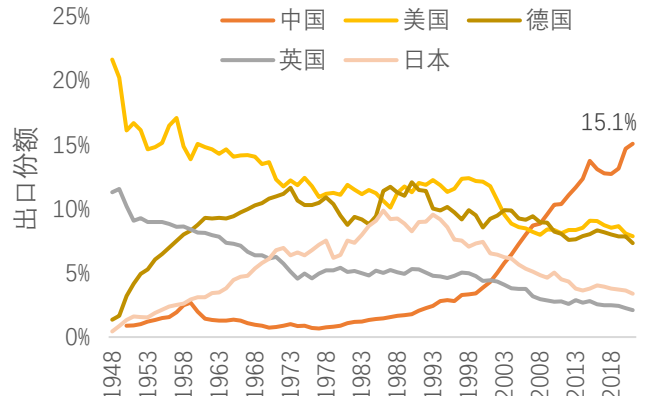
中国的出口增速和集装箱吞吐量增速放缓。中国出口或已进入低增长阶段，并随着经济周期波动。考虑到 2021 年中国出口占全球的比例已经高达 15.1%，超过日本、德国的高峰水平，仅次于二战后美国的高峰期，未来继续上升的空间有限，所以未来出口大概率低增长。

图 15：集装箱吞吐量增速随着出口增速波动



资料来源：Wind，交通部，海关总署，天风证券研究所

图 16：中国出口在全球的占比已经达到较高水平



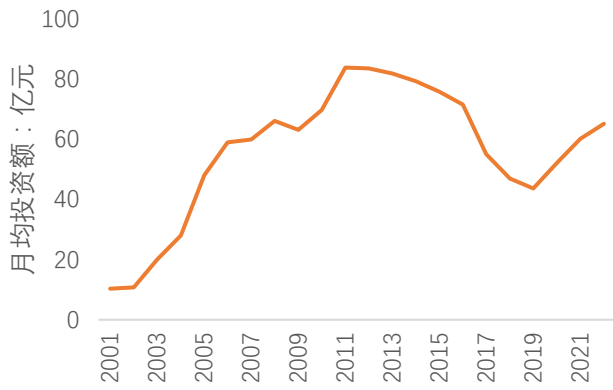
资料来源：Wind，WTO，天风证券研究所

2.2. 散杂货港口资本开支下降

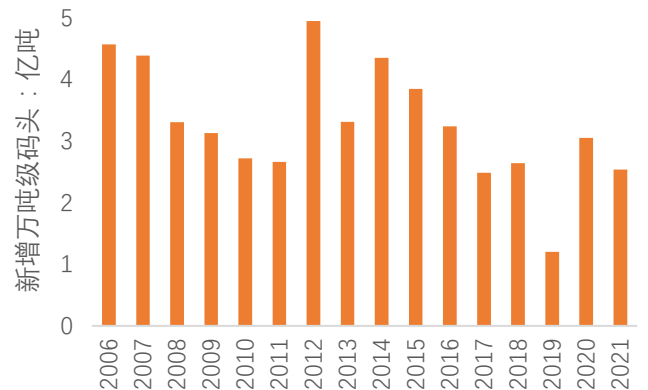
沿海水运建设投资高峰期在 2011 年，对应新增码头产能的高峰期在 2012 年。由于 2010 年开始港口吞吐量增速下降，2011 年开始沿海水运建设投资下滑，新增码头产能也随之下滑。2019 年港口吞吐量增速有所回升，带动 2020 年沿海水运建设投资回升，新增码头产能也随之回升。但是港口吞吐量增速较低，导致新增水运建设和新增码头产能回升幅度有限。

图 17：中国沿海水运建设投资已经过了高峰期

图 18：中国新增万吨级码头的吞吐能力呈下降趋势



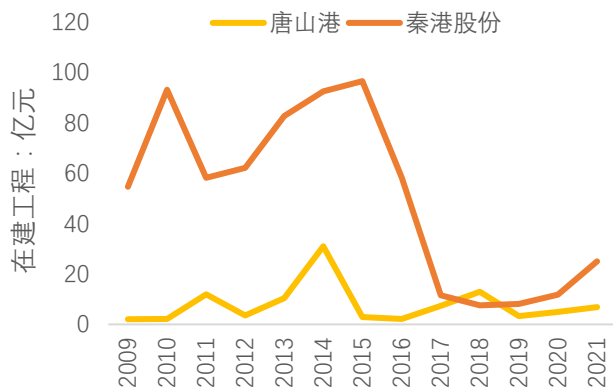
资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

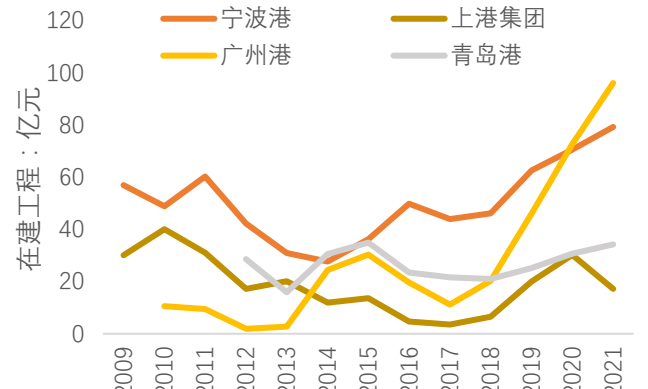
散杂货港口率先进入成熟期，资本开支下降。2021 年唐山港和秦皇岛港的集装箱货物吞吐量占比分别为 6%和 4%，其余都是散杂货。散杂货吞吐需求增速放缓，港口进入成熟期，建设投资和资本开支需求也减少。集装箱港口吞吐量仍在增长，主要港口上市公司的在建工程规模还在增长。

图 19：散杂货业务为主的港口，在建工程处于低谷



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：集装箱业务为主的港口，在建工程处于较高水平

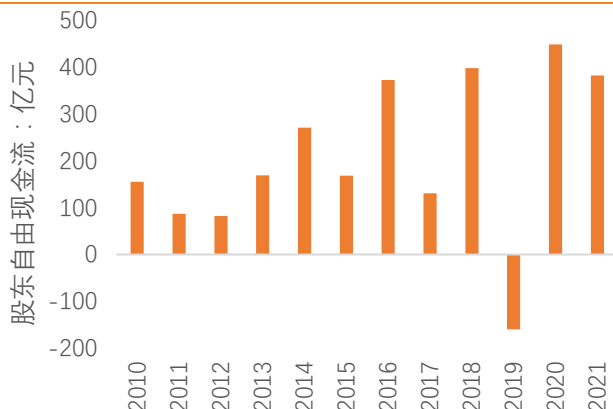


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 散杂货港口分红能力增强

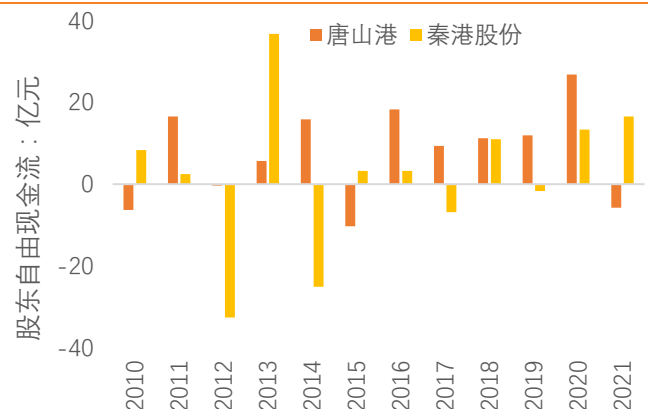
散杂货港口的分红潜力较大。尽管 A 股上市港口整体的自由现金流呈现上升趋势，但是考虑到集装箱港口仍然有较大的再投资需求，所以分红受限。而散杂货港口的再投资需求较少，分红的潜力较大。2015-2021 年，唐山港和秦港股份的股东自由现金流在波动中上升，未来高分红的潜力较大。

图 21：A 股上市港口整体股东自由现金流呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：唐山港和秦港股份的股东自由现金流在波动中上升

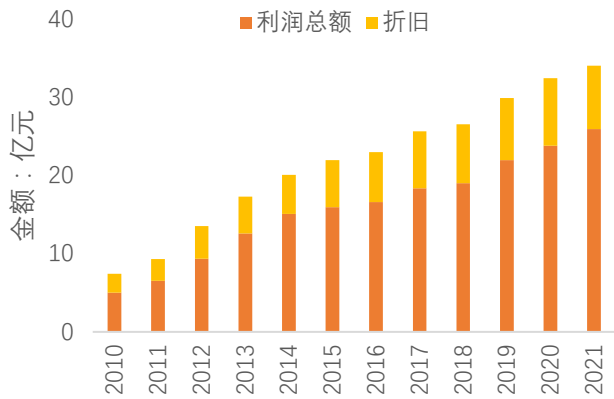


资料来源：Wind，天风证券研究所

唐山港的分红能力较强。唐山港的利润总额呈上升趋势，再投资需求减少，部分折旧资金

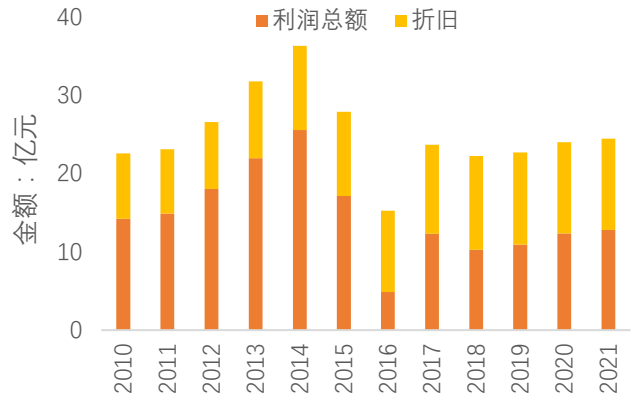
也可以用于分红，2020-2021 年分红比例分别为 64%和 99%，未来有望保持较高分红水平。秦港股份 2020-2021 年的分红比例为 36%和 30%，未来有较大提升空间。

图 23：唐山港的“利润总额+折旧摊销”持续上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：秦港股份的“利润总额+折旧摊销”小幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

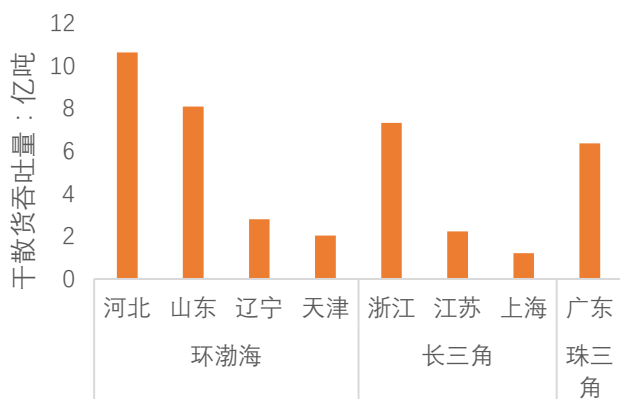
3. 低价竞争缓和，提升港口费率

港口费率提升，一是来自产能利用率上升，二是来自竞争者数量减少。散杂货港口新增产能较少，部分存量产能或将退出，产能利用率有望提升，如河北和天津的散杂货港口，2021 年唐山港费率回升 7%。各省市港口整合推进，纷纷成立省级港口控股集团，省内的港口竞争缓和，如 2018-2021 年辽港股份的费率都大幅回升。此外，区域内港口相互投资，也有助于缓和竞争，提升费率。如果费率持续提升，那么港口企业有望重回 PE 估值体系。

3.1. 散杂货港口费率随利用率提升

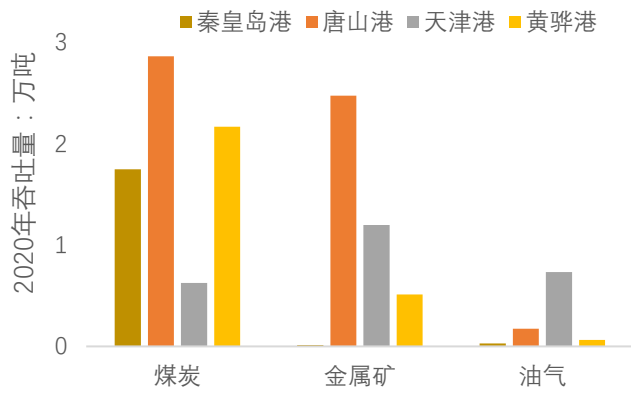
全国港口众多，区域内港口相互竞争。中国漫长的海岸线上遍布港口，服务腹地企业。考虑运输经济性，往往区域内港口竞争较为激烈，跨区域之间竞争较少。环渤海区域干散货港口密集，尤其是河北与天津港口，腹地高度重合，所以竞争较为激烈。

图 25：2020 年沿海主要港口的干散货吞吐量



资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

图 26：河北和天津港口区位相近、货种相似，竞争较为激烈

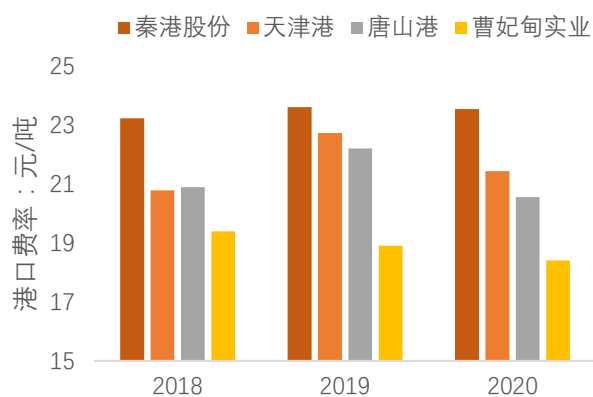


资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

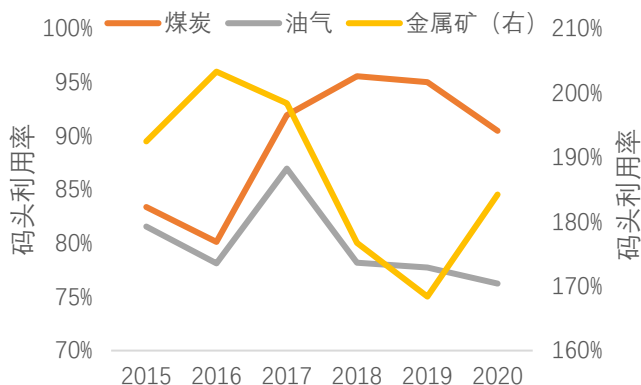
港口服务同质化，价格竞争是主要手段。2015 年开始港口装卸和堆存收费实行市场定价。港口主要提供装卸、堆存等服务，较为同质化。港口具有明显的区域性特征，面向交叉腹地内的客户，价格竞争较为激烈。尤其在产能过剩阶段，竞争可能加剧。

图 27：河北和天津主要港口企业的散杂货装卸费率

图 28：河北和天津的主要四个港口产能利用率波动



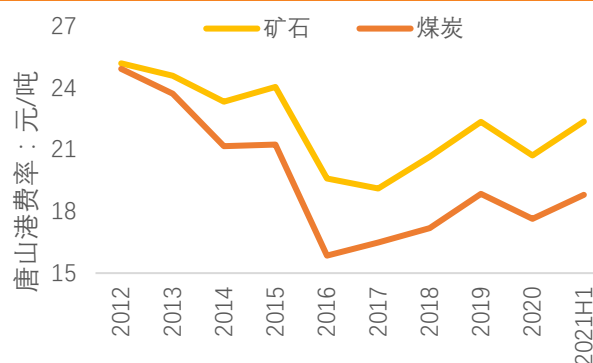
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

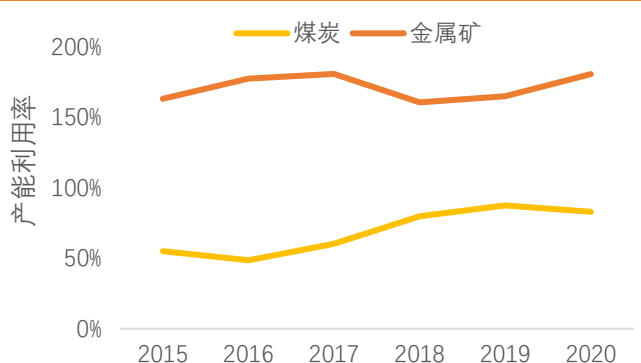
随着产能利用率上升，港口之间的价格竞争有望趋于缓和。产能利用率上升，意味着吞吐量增长空间缩小，降价的动机减弱，价格竞争也会缓和。随着港口投资和新增码头产能下降，港口的产能利用率有望回升，带动价格竞争趋缓。

图 29：唐山港股份的装卸费率从 2016 年开始回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：唐山港的煤炭和金属矿码头产能利用率小幅上升



资料来源：Wind，中国港口年鉴，天风证券研究所

天津港、秦皇岛港部分码头产能或将退出。在各地“十四五”和中长期规划中，秦皇岛港的定位是旅游港和综合贸易港，天津港的定位是北方国际航运枢纽。我们估计两个港口都将压减散杂货吞吐量，散杂货将向唐山港和黄骅港集中。随着唐山港煤炭码头产能利用率接近饱和、河北港口整合推进，预计价格竞争趋缓。

表 2：京津冀区域主要港口的定位和发展方向

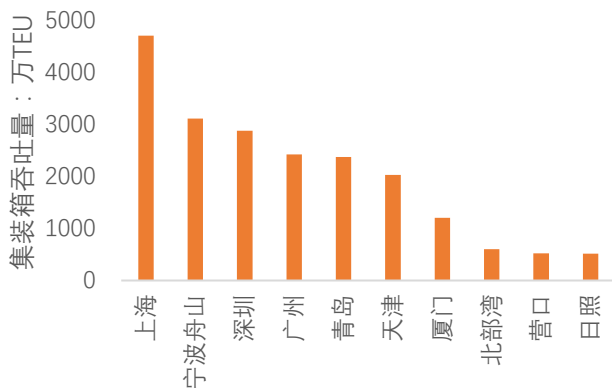
港口	定位	发展方向
秦皇岛港	国际知名旅游港、现代综合贸易港	西港区打造成集邮轮客运、旅游、商贸、金融等功能为一体的客运港区；东港区发展为以集装箱和煤炭、石油、矿石等散杂货运输为主的综合性港区
京唐港区	能源原材料枢纽	提升散杂货、集装箱、物流等板块运营质量
曹妃甸港区	港、综合贸易大港、东北亚开放桥头堡	发展原油、铁矿石、LNG、煤炭等大宗原材料运输
黄骅港	现代化综合服务港、国际贸易港、雄安新区便捷出海口	散货港区以铁矿石、原油等大宗散货物资运输为主，兼顾成品油、液化气等其他散货运输功能；综合港区以集装箱、粮食、滚装、成品油、液体化工品及其他散杂货运输为主。
天津港	北方国际航运枢纽，京津冀“出海口”	重点发展集装箱、滚装、邮轮运输。2025 年集装箱吞吐量达到 2200 万标准箱。优化调整大宗散货运输结构，积极发展滚装和邮轮等运输。打造“公转铁+散改集”双示范绿色港口。

资料来源：Wind，河北省政府，天津市政府，天风证券研究所

3.2. 集装箱港口费率顺周期波动

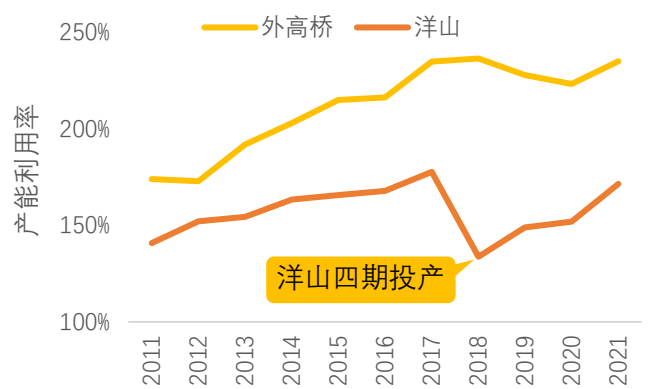
集装箱港口费率主要随出口增速波动。集装箱港口的投资仍在增长，产能仍在增加，吞吐量也在增长，所以难于预测未来集装箱码头的产能利用率变化趋势。2017 年底，上港集团洋山四期开港投入运营，码头产能利用率出现波动。

图 31：2021 年中国沿海港口集装箱吞吐量排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

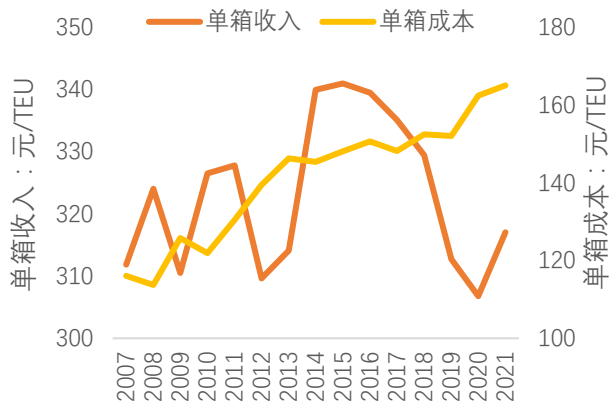
图 32：上海港的外高桥和洋山港区码头产能利用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

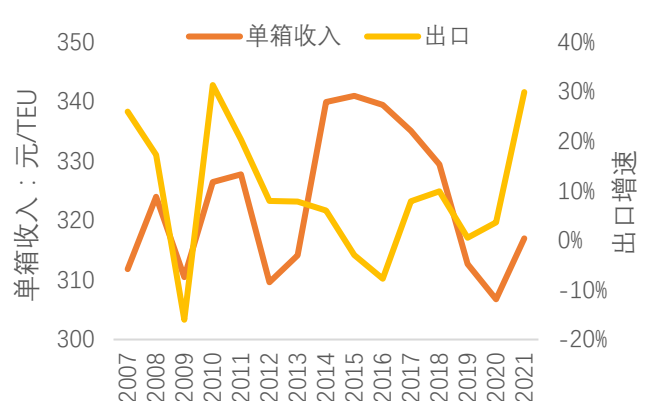
港口费率随出口增速波动。以全球最大的集装箱港口——上港集团为例，2007 年以来单箱收入随出口增速波动，与单箱成本波动相关性弱，与码头产能利用率的关系也不明显。考虑到港口之间的竞争关系，临近港口的费率往往同步波动。

图 33：上港集团集装箱业务的单箱收入波动，单箱成本上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：上港集团单箱收入与出口增速正相关



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

2017 年以来，港口费率受到政策抑制。为了反垄断、优化口岸营商环境、降成本、应对疫情，降费政策不断出台，导致港口费率下降。2021 年末出台港口降费政策，港口集装箱吞吐量增速回升，费率随之回升。

表 3：降费政策使港口收费下降

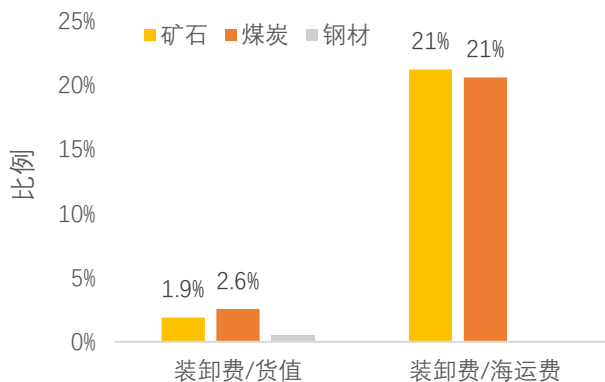
时间	事件	内容和影响
2017 年 4 月	发改委对上海港、天津港等发起反垄断调查，发现部分港口涉嫌违反《反垄断法》	上海港、天津港、宁波舟山港、青岛港等从 2018 年起下调外贸进出口集装箱装卸费用 10%~20%。
2018 年 10 月	国务院发布《优化口岸营商环境促进跨境贸易便利化工作方案》	2018 年底前，单个集装箱进出口环节合规成本比 2017 年减少 100 美元以上；到 2020 年底，比 2017 年降低一半。
2019 年 3 月	交通部、发改委发布《港口收费计费办法》	货物港务费、港口设施保安费、引航(移泊)费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低 15%、20%、10%和 5%。
2019 年 5 月	发改委等发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》	减并港口收费项目，降低港口设施保安费、货物港务费等收费标准。
2020 年 3 月	交通部、发改委发布《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》	货物港务费、港口设施保安费收费标准分别降低 20%，降费延续到 2020 年底。
2020 年 6 月	交通部、发改委发布《关于延续阶段性降低港口收费标准有关事项的通知》	将阶段性降低港口收费政策延续到 2020 年 12 月 31 日。

资料来源：中国政府网，交通部，发改委，天风证券研究所

3.3. 港口费率提升仅略增物流成本

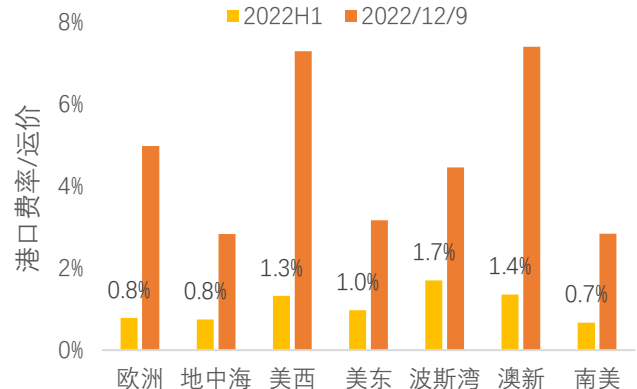
港口收费在物流成本中占比较低。商品进出口物流包含内陆运输、港口装卸、海上运输等过程，收费比较复杂。由于内陆运输费用因运输距离、运输方式、交通条件等不同，难以比较，因此只比较港口费用与海上运费的比例。2021 年上半年，矿石、煤炭等货物在唐山港的装卸费，与进口海运费的比例在 21%左右。2022 年上半年，集装箱货物在上海港的装卸费，与出口海运费的比例在 1%左右。所以即使港口装卸费大幅上涨，对货物物流成本的影响有限。

图 35：2021H1 部分货物在唐山港装卸费与进口海运费比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：上港集团单箱收入与出口运价的比例较低



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

港口收费在货物价值中占比更低。2021 年上半年，矿石、煤炭在唐山港的装卸费，与货值的比例在 2%左右。2021 年，上海港集装箱装卸费，与美国洛杉矶港进出口集装箱单箱货值的比例在 0.1%左右。所以即使港口装卸费大幅上涨，在货物价值中占比还是很低。

4. 港口整合推进，提升经营效率

港口整合能提升码头、土地等资产的经营效率。一是土地、岸线、码头等资源集约化利用，避免产能过剩和低价竞争，提升码头业务盈利能力。关注同质化竞争激烈、整合正在推进的河北港口，如唐山港、秦港股份。二是闲置土地可以转做房地产、商业等用途，实现更高的效益。2010-2021 年上港集团房地产业务贡献归母净利润 94 亿元，2019-2020 年招商港口土地处置收益 63 亿元。关注城市仍在扩张、码头临近市区、土地增值空间大的上港集团、招商港口、青岛港等。如果资产经营效率提升，港口企业 PB 有望上升。

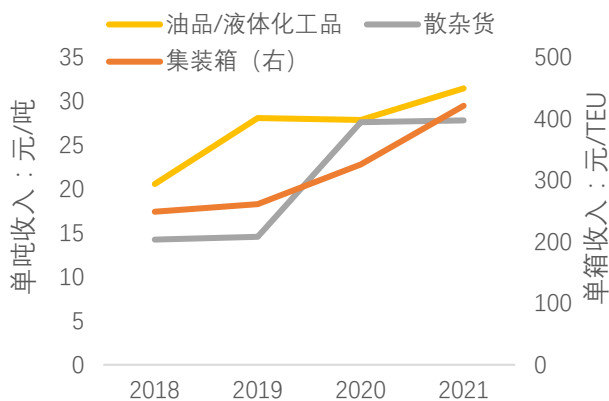
4.1. 全国各地陆续推进港口整合

港口整合有助于经营改善，提升效益。一方面，港口整合有利于避免产能过剩，码头的产能利用率有望提升，进而改善经营；另一方面，港口整合后恶性竞争有望减少，港口费率有望回归合理水平。两者均有利于促进港口收入和利润增长，增强其持续经营和投资能力。

沿海省市陆续推进港口整合。自 2015 年起，浙江省率先开启省内港口整合，紧接着江苏、辽宁、山东、福建等沿海省份纷纷成立了省级港口集团，多数省市已经形成“一省（市）一港”的格局。港口整合，从股权层面进入经营层面，效果陆续显现。

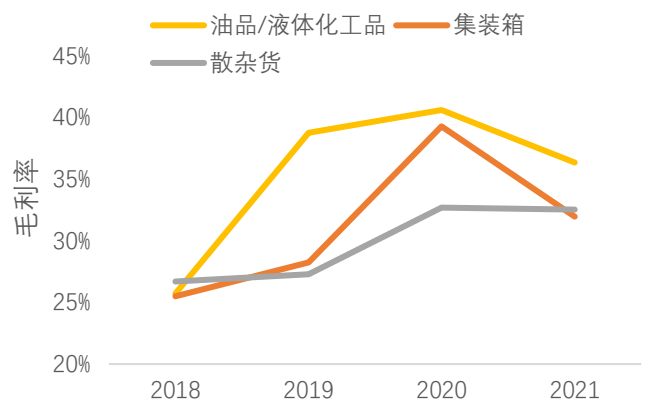
辽宁省港口整合引入招商局集团，已经完成整合。2017 年，招商局集团与辽宁省政府签署港口合作框架协议，确定由招商局主导，通过市场化方式整合辽宁港口。2019 年 1 月，整合了辽宁主要港口的辽港集团正式成立。2019 年 5 月，招商局集团对辽港集团的持股比例上升到 51%。2021 年 1 月，大连港吸收合并营口港，2021 年 2 月更名为辽港股份。

图 37：辽宁港口整合，辽港股份的单吨（箱）收入上升



资料来源：Wind，辽港股份公司公告，天风证券研究所

图 38：辽宁港口整合，辽港股份主要品类的毛利率上升



资料来源：Wind，辽港股份公司公告，天风证券研究所

河北省港口整合难度较大，正在推进。河北港口资源包含“三港四区”，分别为秦皇岛港，唐山港京唐港区和曹妃甸港区，沧州黄骅港。其中，河北港口集团的业务涵盖秦皇岛港、唐山港和沧州黄骅港三大港。此外，本地企业以及国投集团、华能集团、神华集团等多家央企也在河北港口有投资布局。

表 4：京津冀区域港口整合进展

时间	事件
2009 年 7 月	成立河北港口集团，以秦港股份为主体，集港口建设、开发，国有资产运营、管理及投融资于一身
2017 年 7 月	《加快推进京津冀港口协同发展工作方案（2017—2020 年）》主要任务：优化京津冀港口布局和功能分工，加快港口资源整合
2018 年 12 月	《唐山市港口资源整合重组实施方案》，计划分两阶段将唐山港口实业集团和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司
2019 年 10 月	成立唐山港口集团有限责任公司，拟整合唐山港京唐港区、曹妃甸港区
2021 年 2 月	《天津十四五规划和 2035 年远景目标纲要》：加强与环渤海港口的协同联动，组建环渤海港口联盟，打造具有国际竞争力的东北亚世界级港口群
2021 年 4 月	河北港口集团与天津港集团签署《世界一流京津冀港口全面战略合作框架协议》，目标是构建世界一流京津冀港口群
2022 年 7 月	唐山市国资委持有的唐山港口实业集团 100% 股权被无偿划转至河北港口集团
2022 年 8 月	河北省与国家开发投资集团签署战略合作框架协议，携手推进河北港口资源整合和转型升级。

资料来源：河北港口集团有限公司官网，河北省政府，河北省人民政府参事室，天津市政府，唐山发改委，环渤海新闻网，人民日报，唐山港公司公告，天风证券研究所

河北省港口整合的效益提升潜力较大。港口功能主要是为腹地经济发展服务，所以港口费率受政策影响较大，比如经济增长压力较大时可能被要求降费。由于港口具有较强的正外部性，港口降费带来的 GDP、就业、税收等，远超过降费的直接损失，所以服务本地的港口费率较难大幅上涨。但是如果港口是服务外地、甚至外国，那么费率提升的潜力就较大。港口区位决定了多数是服务本省市为主，而河北省港口较大一部分功能是服务于“三西”煤炭下水。考虑到煤炭物流带来的污染，未来港口费率提升的潜力较大。

4.2. 土地资源利用率有望提升

港口和物流用地转换为房地产、商业用地，有望使土地大幅增值。港口作为公共基础设施，所创造的效益有限，而房地产、商业能创造丰厚的效益，使土地增值。港口土地转换用途，往往在经济发达省市、临近市区的港口，随着城市扩张需要外迁港口，如上海港等。转换用途的方式，包括政府回收土地，港口企业自主开发等。

招商港口部分土地被回收，获得大量处置收益。2018 年 12 月，深圳市规划和国土资源委员会、前海管理局与招商局集团等签署《招商局集团前海湾物流园区土地整备协议书》，原 19 家持地公司向前海管理局交回整备范围内的土地使用权，并获得土地和资金补偿。2019-2020 年，招商港口子公司汕头港与汕头市土地储备中心签署了多份《汕头市国有土地使用权收购合同》，交回部分土地及附着建筑物，并获得资金补偿。土地处置给招商港口 2019 和 2020 年带来 63 亿元收益。

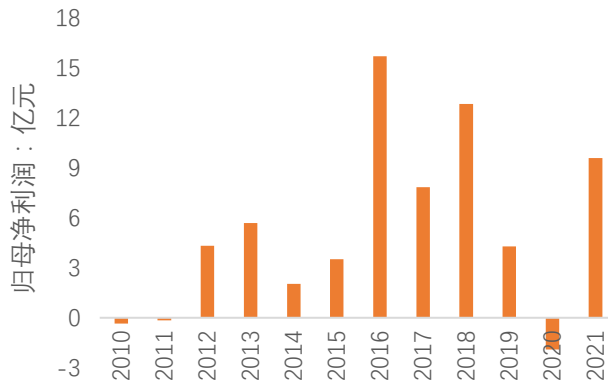
表 5：2019-2020 年招商港口处置土地获得大量收益

年度	处置收益：亿元	土地处置事项
2019	41.93	子公司安通捷和安速捷，持有的 T102-0166、T102-0167 宗地总面积中 55% 的用地及相应岸线（用地面积约 53.13 万平方米）被置换到大铲湾港区二期，向政府交回部分土地及附着建筑物。
	0.69	子公司汕头港将位于汕头市中山路南侧珠池深水港东侧约 133.61 亩土地及附着建筑物腾退归还市政府。
	5.38	子公司汕头港向政府交回其位于汕头市中山路南侧珠池深水港的 183.63 亩土地及附着建筑物。
2020	5.62	子公司汕头港向汕头市土地储备中心交回位于汕头市中山路南侧珠池深水港约 370.96 亩土地及附着建筑物。
	0.58	子公司汕头港向汕头市濠江区土地储备中心交回位于汕头市濠江区碧石蜈田塍地约 152.34 亩土地及附着建筑物。
	9.13	子公司汕头港向汕头市土地储备中心交回位于汕头市珠池深水港约 648.78 亩土地及附着建筑物

资料来源：Wind，招商港口公司公告，天风证券研究所

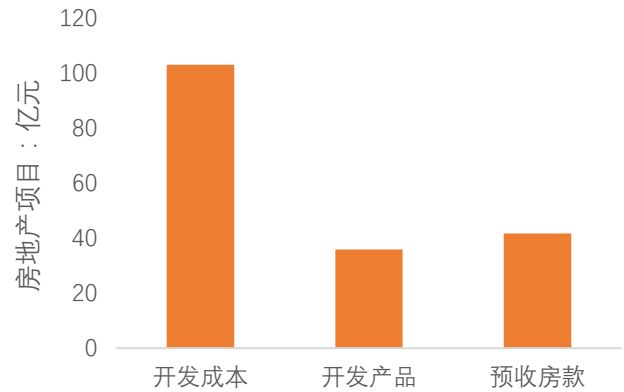
上港集团将部分港口用地开发成房地产，获得大量收益。上港集团较早参与房地产开发，2010-2021 年房地产子公司和合营公司合计贡献归母净利润 63.42 亿元，房地产公司股权处置 30.63 亿元，合计贡献归母净利润 94 亿元。截止 2021 年底，上港集团在开发的房地产项目还有上港滨江城和军工路项目，未来有望继续贡献利润。

图 39：上港集团的房地产开发业务贡献大量利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：上港集团现有的开发项目有望继续贡献利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

上海、深圳、青岛等港口土地资源再利用的潜力较大。一是这些城市还在扩张，城市用地需求增长。二是这些港口部分港区临近市区，适合用于房地产、商业开发。三是这些城市土地价值较高，尤其是临近海岸的土地。

5. 风险提示

经济全球化逆转。经济全球化促进国际贸易增长，而逆全球化则抑制国际贸易，从而导致港口吞吐量低增长，港口企业面临需求下滑、费率下调的压力。

中国城市化、工业化放缓。城市化和工业化带来大宗商品进口、产成品出口运输需求。未来如果放缓，那么铁矿石、煤炭等运输需求增长放缓，工业品出口增速放缓，将导致港口吞吐量增速也放缓。

港口降费政策出台。降成本政策可能继续推动港口收费下降，从而导致主业利润下滑。如果引航和拖轮的指导价下调、理货引入竞争者，都可能导致相关收入下降。

再投资收益率下滑。港口企业现金流入普遍较大，再投资收益率对未来的净利润影响较大。如果新建码头、收购资产等再投资收益率下滑，那么预期盈利也将下滑。

分红比例大幅下降。散杂货港口增速较慢，需要股息率来支撑股价。如果未来分红比例大幅下降，那么基于 DDM 模型的股票估值将下降，从而影响股价。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com