



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

高盈利枢纽港，深入整合彰显价值

—青岛港(601298)公司深度报告

2024年01月12日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

青岛港 (601298)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	6.68
52 周内股价波动区间 (元)	8.47-5.64
最近一月涨跌幅 (%)	5.03
总股本 (亿股)	64.91
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	433.61

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

青岛港 (601298.SH) 深度报告: 高盈利枢纽港, 深入整合彰显价值

2024 年 01 月 12 日

本期内容提要:

- **青岛港运营青岛五大港区, 业务分为集装箱、液体散货、干散货、物流及港口增值服务**等板块, 其中集装箱、液体散货板块贡献超 70% 业绩。随着山东省港口整合进入以青岛港为核心的深入业务整合阶段, 公司有望充分发挥资源优势, 叠加 ROE 持续领先行业, 业绩稳增且持续分红, 凸显优质资产价值。
- **青岛港: 中国第二大外贸口岸, 港口整合持续凸显地位。**青岛港国际股份有限公司 (青岛港 601298.SH) 控股股东为青岛港集团, 间接控股股东为山东省港口集团, 实控人为山东省国资委。公司运营管理青岛五大港区, 主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务, 以及物流及港口增值服务、港口配套服务等业务。2022 年, 集装箱、干散货、液体散货、物流及增值板块贡献比重分别为 25.48%、7.54%、35.29%、22.75%。

 - **青岛港口: 枢纽港地位突出, 持续受益于港口整合。**青岛港是西太平洋重要的国际贸易枢纽, 集疏运网络发达。2022 年, 全港货物吞吐量位列世界第 4, 集装箱吞吐量位列世界第 5, 且同比增速在集装箱吞吐量世界前 10 港口中居首。
 - **上市主体: 业绩稳增+持续分红, 投资价值显著。**2022 年, 公司实现货物吞吐量 6.27 亿吨, 2019~2022 年 CAGR 领先全国主要沿海港口水平 3.5pct; 实现集装箱吞吐量 2682 万标准箱, 2019~2022 年 CAGR 领先全国主要沿海港口水平 4.3pct。稳健经营支撑业绩稳步增长。2022 年, 实现归母净利润 45.25 亿元, 2019~2022 年 CAGR 为 6.09%。公司 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先, 2022 年实现 12.51%, 超出 A 股港口板块平均水平 6.03pct。同时, 公司 2022~2024 年分红回报规划每年现金分红不低于当年可用于分配利润的 40%。我们测算若分红比例为 40%~50%, 对应股息率为 5%~6%, 托底绝对收益价值。
- **山东省港口整合: 以青岛港为核心, 开启深入业务整合。**过去经济波动引起行业产能过剩, 加剧港口同业竞争, 整体效益的受损倒逼行业形成整合的趋势。随着同业竞争缓解, 行业装卸费率逐步回归理性, 带动行业盈利能力复苏。随着全国港口“一省一港”态势基本形成, 山东省港口整合亦完成“三步走”: 成立渤海湾港口集团、青岛港整合威海港、成立山东省港口集团。现阶段, 山东省港口整合已进入以青岛港为核心的深入业务整合阶段。青岛港作为山东省沿海港口龙头, 地理位置优越, 且

集疏运网络发达，我们认为青岛港在山东省沿海港口对于各货种的布局规划中均具备主导地位。随着港口业务整合推进，各业务板块均有望受益。

- **集装箱板块：**交通部口径下，现阶段，青岛港贡献山东省沿海港口集装箱吞吐量的比重稳定在 70%附近，而青岛港集装箱吞吐量增速落后于省内其他沿海港口。2019~2022 年，青岛港交通部口径集装箱吞吐量 CAGR 为 6.91%，低于全省水平 0.76pct。随着港口整合深入，青岛港集装箱吞吐量有望受益于烟台港、日照港、威海港等支线港的集装箱吞吐量高增。
 - **液体散货与干散货板块：**山东港口原油、铁矿石、煤炭等货种的港口布局中，青岛港与日照港存在一定程度的腹地重叠，以致于难以直接避免同业竞争。随着港口整合深入，青岛港若顺利并购日照港、烟台港液体散货相关资产，同业竞争有望得到进一步缓解。
- **集装箱板块：腹地工业确保韧性，对标釜山外拓中转量。**公司集装箱板块的业绩主要由并表业务利润以及 QQCT 投资收益贡献，二者在 2022 年板块利润总额中的占比分别为 47.37%、51.77%。受益于装卸效率领先、国际航线密集等优势，板块业绩维持稳增。根据公司公告，公司预计集装箱吞吐量 2023 年实现 3000 万标准箱，同比增长 11.9%，2020~2023 年 CAGR 为 10.9%。集装箱吞吐量按装卸业务性质可分为本地箱与中转箱两类。
- **本地箱：吸收腹地工业红利，弱外需背景下维持韧性。**公司本地箱的装卸需求主要来自主要经济腹地山东、江苏、河北、山西及河南五省。五省工业及进出口资源深厚，合计第二产业 GDP 以及规模以上工业产成品占全国比重均稳定在 30%以上。弱外需背景下，相较同为枢纽港的上海港、深圳港，青岛港集装箱吞吐量增速维持韧性，我们认为主要受益于货种结构的抗风险能力较强。
 - **中转箱：发挥营商环境优势，有望拓展增量。**公司中转箱的装卸需求主要来自与支线港口之间的货物流转。国际区位上，青岛港邻近的集装箱枢纽港主要为上海港、釜山港，二者中转箱吞吐量占比均稳定在 50%以上，同时，得益于青岛港的营商环境优势，青岛口岸以总分第一名荣获中国报关协会发布的 2022 年集装箱口岸环境测评最优等次，我们认为青岛港中转箱吞吐量具备扩张空间。
- **液体散货板块：业绩改善受益于港口整合，规模扩张可期。**公司液体散货板块的业绩主要由并表业务利润以及青岛实华投资收益贡献，二者在 2022 年板块利润总额中的占比分别为 86.97%、12.23%。板块以原油为主要货种，腹地输油管道完善，高度受益于山东、江苏等地的炼厂相关吞吐需求。其中，山东原油进口量占全国比重维持在 16%~20%区间，2011~2021 年 CAGR 超全国水平 7.35pct；山东原油消费量占全国比重维持在 20%以上，2011~2021 年 CAGR 超全国水平 4.73pct。

- **业绩改善受益于港口整合：**公司液体散货吞吐量在 2022 年实现 1.12 亿吨,2019~2022 年 CAGR 为 4.9%,单吨收入 2019~2022 年 CAGR 高达 12.0%，我们认为主要受益于港口整合。
 - **新增炼能叠加产能推进有望带动规模扩张：**山东省重大工程裕龙岛炼化一体化项目目标于 2024 年投产，有望带动相关需求，且公司收购日照港集团、烟台港集团液体散货相关资产的计划有望顺利推进，我们预计公司液体散货板块规模大幅扩张。
- **盈利预测与投资评级：**青岛港业绩增长稳健，预计公司 2023~2025 年实现营业收入 213.45、235.38、260.05 亿元，同比增长 10.8%、10.3%、10.5%，实现归母净利润 50.94、57.43、64.81 亿元，同比增长 12.6%、12.7%和 12.9%，对应 EPS 为 0.78、0.88、1.00 元，2024 年 1 月 11 日收盘价对应 PE 为 8.5 倍、7.6 倍、6.7 倍。我们认为公司当前价值低估，叠加 ROE、股息率持续领先，公司具备底部布局价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **股价催化剂：**港口整合推进超预期；货物吞吐量超预期；集装箱吞吐量超预期。
- **风险因素：**港口整合推进不及预期；集装箱吞吐量不及预期；液体散货吞吐量不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,793	19,263	21,345	23,538	26,005
增长率 YoY %	27.0%	14.7%	10.8%	10.3%	10.5%
归属母公司净利润(百万元)	3,982	4,525	5,094	5,743	6,481
增长率 YoY%	3.7%	13.6%	12.6%	12.7%	12.9%
毛利率%	31.7%	31.4%	33.3%	34.1%	34.3%
净资产收益率ROE%	11.2%	12.1%	12.6%	12.4%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.70	0.78	0.88	1.00
市盈率 P/E(倍)	10.89	9.58	8.51	7.55	6.69
市净率 P/B(倍)	1.22	1.16	1.07	0.94	0.82

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 11 日收盘价

目录

投资聚焦	8
一、青岛港：中国第二大外贸口岸，港口整合持续凸显地位	8
1.1 港口行业生意模式简述：产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模	10
1.2 青岛港国际股份：业绩稳增+持续分红，投资价值显著	12
1.2.1 集装箱板块：2022 年利润总额占比 25%，航线密集对接全球需求	16
1.2.2 干散货板块：2022 年利润总额占比 8%，金属矿石为核心货种	19
1.2.3 液体散货板块：2022 年利润总额占比 35%，费率回归理性或受益于港口整合	22
1.2.4 物流及增值服务板块：2022 年利润总额占比 23%，代理业务或导致营收波动	24
二、山东省港口整合：以青岛港为核心，开启深入业务整合	26
2.1 港口整合：初衷为缓解同业竞争，“一省一港”初步形成	26
2.2 山东省港口整合：“三步走”初步完成，深度整合积极推进	29
2.3 青岛港：枢纽港地位突出，持续受益于港口整合	32
三、集装箱板块：腹地工业确保韧性，对标釜山外拓中转量	36
3.1 本地箱：吸收腹地工业红利，弱外需背景下维持韧性	36
3.2 中转箱：发挥营商环境优势，有望拓展增量	38
四、液体散货板块：量价齐升受益于港口整合，规模扩张可期	40
五、盈利预测	43
5.1 盈利预测：我们预计 2023 年公司归母净利润实现 50.94 亿元	43
5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级	45
六、风险提示	48

表目录

表 1：青岛港各业务板块经营模式及业绩贡献情况	9
表 2：青岛港及上市主体发展历程	10
表 3：港口收费市场化定价的相关政策内容	11
表 4：各货种代表港口上市公司及装卸毛利率	12
表 5：港口板块历史股息率	14
表 6：青岛港历史分红数据以及 2023 年分红测算	15
表 7：青岛港干散货板块主要收费内容	20
表 8：青岛港物流及增值服务板块主要收费内容	24
表 9：2010 年起，各项政策指导港口理性建设	28
表 10：各地陆续推进港口整合	29
表 11：2016~2023 年山东省港口布局规划以青岛港为核心	32
表 12：裕龙岛炼化一体化项目建设相关事件	41
表 13：青岛港拟收购日照港集团、烟台港集团部分资产的相关数据	42
表 14：青岛港盈利预测简表	44
表 15：青岛港可比估值表（2024 年 1 月 11 日）	45
表 16：港口板块历史股息率	46
表 17：青岛港历史分红数据以及 2023 年分红测算	47

图目录

图 1：青岛港五大港区区位及泊位数量、主要处理货种（截至 2023 年上半年末）	8
图 2：青岛港股权结构（截至 2022 年末）	9

图 3: 港口装卸业务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、装卸费率三者	11
图 4: 青岛港货物吞吐量增速持续领先行业	13
图 5: 青岛港集装箱吞吐量增速持续领先行业	13
图 6: 青岛港营业收入	13
图 7: 青岛港归母净利润	13
图 8: 青岛港 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先	14
图 9: 青岛港利润总额结构-分板块	15
图 10: 青岛港集装箱板块对联营和合营企业的投资收益结构	16
图 11: 青岛港液体散货板块对联营和合营企业的投资收益结构	16
图 12: 青岛港集装箱板块利润总额结构	16
图 13: 青岛港集装箱板块并表业务营业收入	17
图 14: 青岛港集装箱板块并表业务毛利润	17
图 15: QQCT 营业收入	17
图 16: QQCT 毛利润	17
图 17: 青岛港国际航线密集	18
图 18: 青岛港集装箱板块作业流程	18
图 19: 青岛港集装箱吞吐量结构	19
图 20: 青岛港集装箱板块单箱收入	19
图 21: 青岛港干散货板块利润总额结构	19
图 22: 青岛港干散货板块并表业务营业收入	20
图 23: 青岛港干散货板块并表业务毛利润	20
图 24: 青岛港干散货板块作业流程	21
图 25: 青岛港干散货板块吞吐量结构-分货种	21
图 26: 青岛港干散货板块营收结构-分货种	21
图 27: 青岛港、日照港干散货板块单吨收入对比	21
图 28: 青岛港液体散货板块利润总额结构	22
图 29: 青岛港液体散货板块并表业务营业收入	22
图 30: 青岛港液体散货板块并表业务毛利润	22
图 31: 青岛实华营业收入	23
图 32: 青岛实华毛利润	23
图 33: 青岛港液体散货板块作业流程	23
图 34: 青岛港液体散货吞吐量	23
图 35: 青岛港液体散货板块单吨收入	23
图 36: 青岛港物流及增值服务板块利润总额结构	24
图 37: 青岛港物流及增值服务板块并表业务营业收入	25
图 38: 青岛港物流及增值服务板块并表业务毛利润	25
图 39: 青岛港物流及增值服务板块并表业务营收结构	25
图 40: 经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动, 并影响港口的盈利能力	27
图 41: 港口产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动	27
图 42: 山东省沿海港口区位	30
图 43: 全国沿海港口外贸货物吞吐量结构	30
图 44: 全国沿海港口货物吞吐量结构	31
图 45: 青岛港地处东北亚港口圈中心位置	33
图 46: 2022 年青岛港货物吞吐量排名世界第 4 (全港口径)	33
图 47: 2022 年青岛港集装箱吞吐量排名世界第 5 (全港口径)	33

图 48: 青岛港连接全国铁路网络.....	34
图 49: 青岛连接青银高速、济青高速、沈海高速.....	34
图 50: 山东省沿海港口集装箱吞吐量结构 (交通部口径)	34
图 51: 山东省沿海港口集装箱吞吐量 2019~2022 年 CAGR (交通部口径)	34
图 52: 全国第二产业 GDP 结构.....	37
图 53: 全国规模以上工业企业产成品结构.....	37
图 54: 全国进口总额结构	37
图 55: 全国出口总额结构	37
图 56: 美国、欧洲、日本、韩国 OECD 消费者信心指数	38
图 57: 青岛港、上港集团、招商港口珠三角码头集装箱吞吐量及同比增速.....	38
图 58: 山东出口金额结构	38
图 59: 青岛港、上海港、釜山港国际区位.....	39
图 60: 上港集团集装箱吞吐量结构.....	39
图 61: 釜山港集装箱吞吐量结构.....	39
图 62: 全国原油进口量结构	40
图 63: 全国原油消费量结构	40
图 64: 青岛港 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先.....	46

投资聚焦

青岛港运营青岛五大港区，业务分为集装箱、液体散货、干散货、物流及港口增值服务板块，其中集装箱、液体散货板块贡献超 70% 业绩。随着山东省港口整合进入以青岛港为核心的深入业务整合阶段，公司有望充分发挥资源优势，叠加 ROE 持续领先行业，业绩稳增且持续分红，凸显优质资产价值。

一、青岛港：中国第二大外贸口岸，港口整合持续凸显地位

青岛港国际股份有限公司（青岛港 601298.SH）运营管理青岛前湾港区、黄岛油港区、董家口港区、大港港区和威海港区五大港区，主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务，以及物流及港口增值服务、港口配套服务等业务。截至 2023 年上半年末，公司共运营 108 个泊位，其中前湾港区、黄岛油港区、董家口港区、大港港区和威海港区的泊位数分别为 40、13、25、18、12 个。

图1：青岛港五大港区区位及泊位数量、主要处理货种（截至 2023 年上半年末）



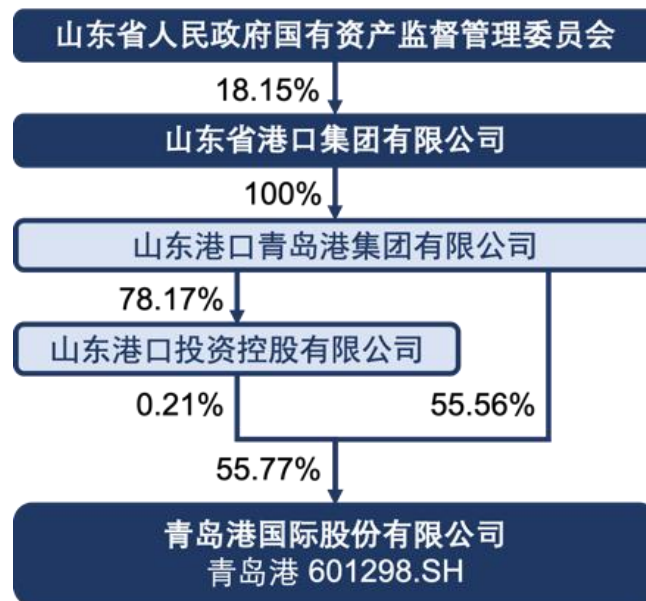
资料来源：公司官网，高德地图，信达证券研发中心整理绘制

表1：青岛港各业务板块经营模式及业绩贡献情况

业务板块	板块经营模式	板块业绩贡献情况 2022年数据
集装箱处理及配套服务 集装箱板块	集装箱的装卸、堆存及港务管理等业务	利润总额占比 25.48%，其中 ● 并表业务利润占比 12.07% ● 合营公司 QQCT 投资收益占比 13.19%
金属矿石、煤炭及其他货物处理及配套服务 干散货板块	金属矿石、煤炭、粮食、件杂货及其他货物的装卸、堆存及港务管理等业务	利润总额占比 7.54%，主要由并表业务贡献
液体散货处理及配套服务 液体散货板块	原油及其他液体散货的装卸、堆存、运输及港务管理等业务	利润总额占比 35.29%，其中 ● 并表业务利润占比 30.69% ● 合营公司青岛实华投资收益占比 4.31%
物流及港口增值服务 物流及增值服务板块	场站、物流运输、货运代理、轮驳、理货等业务	利润总额占比 22.75%，主要由并表业务贡献
港口配套服务	建筑安装工程施工、港区供电、供油等业务	利润总额占比 7.96%，主要由并表业务贡献

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

背靠山东省国资委，运营百年大港。青岛港开埠于 1892 年，距今历史超 130 年。2013 年，青岛港国际股份公司成立，公司控股股东为青岛港集团，间接控股股东为山东省港口集团，实际控制人为山东省国资委。公司控股股东青岛港集团的前身为青岛市人民政府港务局，于 1949 年 8 月成立，并于 2003 年 1 月改制为有限责任的国有独资公司。公司于 2014 年 6 月在香港联合交易所上市（6198.HK），并于 2019 年 1 月在上海证券交易所上市（601298.SH）。

图2：青岛港股权结构（截至 2022 年末）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理绘制

表2：青岛港及上市主体发展历程

年份	事件
1892	青岛港开埠
1974	开始建设黄岛油港区，作为提供液体散货处理服务的主要港区
1987	开始建设前湾港区，作为提供散杂货及集装箱处理服务的主要港区
2001	容量为 200,000 载重吨的专用矿石泊位通过了国家检查并开始营运。其为当时世界上最大的专用矿石泊位之一
2002	外贸集装箱处理业务自大港港区搬迁至前湾港区
2003	青岛港务局改制为青岛港集团；QQCT 由青岛港集团、中远码头（前湾）有限公司（中远前湾码头）及 PTS（控股）有限公司（PTS，一家由马士基及迪拜环球港务集团成立的公司）投资及重组
2006	青岛实华由青岛港集团及中石化成立
2008	开始建设青岛新港区（董家口港区），作为提供金属矿石、煤炭及液体散货处理服务的主要港区之一
2009	QQCTN 及青岛招商局成立 QQCTU
2012	青岛港吞吐量突破 400 百万吨，总吞吐量世界排名第七。集装箱吞吐量突破 14 百万 TEU，总集装箱吞吐量世界排名第 8
2013	青岛港国际股份有限公司（上市主体）由控股股东与其他五名发起人以股份有限公司形式成立
2014	青岛港国际股份有限公司（上市主体）在香港联交所主板挂牌上市
2017	青岛港全自动化集装箱码头投入商业运营
2018	董家口疏港铁路建成
2019	青岛港国际股份有限公司（上市主体）A 股股票在上海证券交易所主板挂牌上市
2022	全自动化集装箱码头以桥吊平均单机作业效率 60.18 自然箱/小时的效率，第 9 次刷新自动化集装箱码头装卸效率世界纪录，成为全球港口的效率标杆。
2024	全自动化集装箱码头以桥吊平均单机作业效率 60.2 自然箱/小时的效率，第 10 次刷新自动化集装箱码头装卸效率世界纪录。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

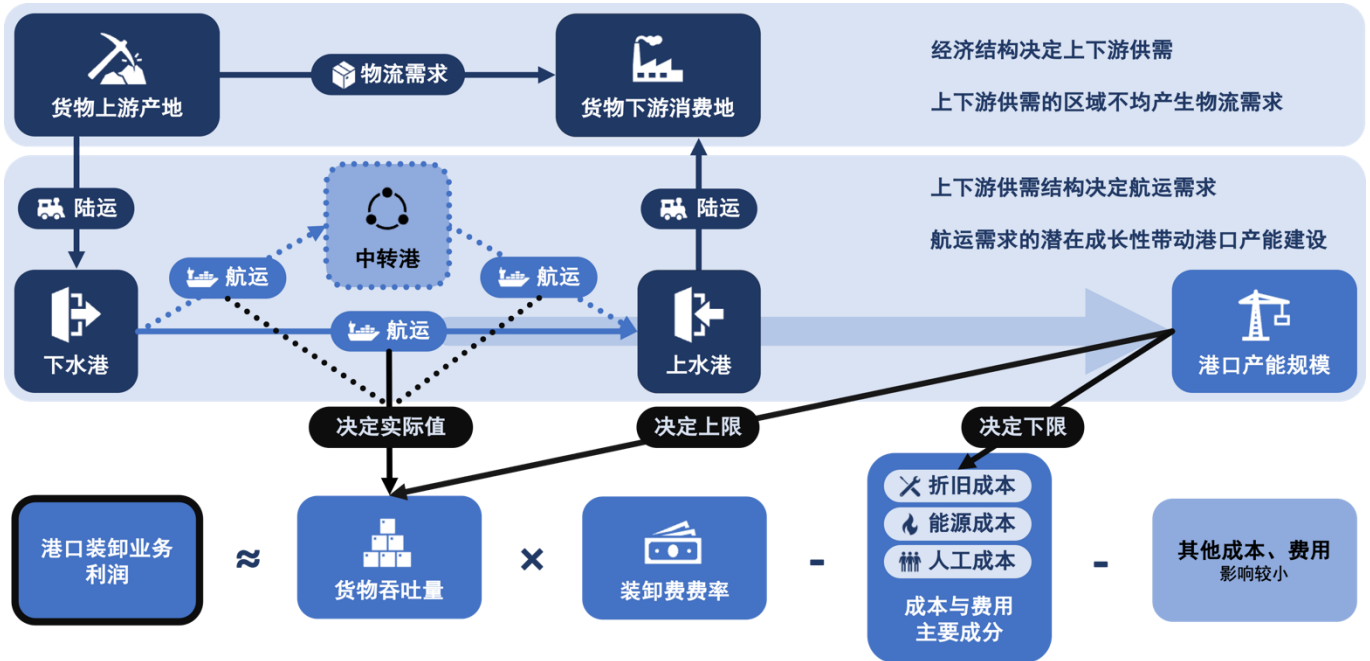
1.1 港口行业生意模式简述：产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模

港口行业生意模式：港口以货物的装卸堆存为核心业务，业务规模取决于货物吞吐量，而货物吞吐量取决于腹地经济。**产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模，货物吞吐量、装卸费费率的上涨有望直接带动利润增量。**

- **经济结构决定航运需求：**经济结构决定各货种的上下游供需结构，进而产生物流需求。物流需求、供需区域结构等因素决定各货种的航运需求。
- **航运需求决定吞吐量，并指导产能建设：**港口作为水陆联运的重要枢纽，服务于航运的货物上下水或中转环节，货物吞吐量取决于各货种的航运运量。考虑到产能从规划到施工、投产的周期，港口的产能规模难以根据吞吐量规模高频调整，故**产能建设基于航运需求的潜在成长性。**
- **产能规模决定吞吐量上限以及折旧成本下限：**产能规模决定港口的货物吞吐能力，是**利润规模的基础**。同时，港口作为重资产行业，成本与费用以固定支出为主，**折旧成本、人工成本、能源成本等支出高度挂钩产能规模，受吞吐量的影响较小。**若产能无法被充分利用，吞吐量偏低将对港口收入产生负面影响，考虑到折旧成本等

固定支出，港口盈利能力将偏弱，故产能利用率是利润率的基础。

图3：港口装卸业务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、装卸费率三者



资料来源：信达证券研发中心整理绘制

市场调节定价模式下，装卸费率基于货种、货物流向等因素制定。根据交通运输部《港口收费计费方法》，我国港口收费方式包括政府定价、政府指导价和市场调节价3种，其中货物装卸费所属的“港口作业包干费”项目在2016年3月起采用市场调节价，港口运营主体根据市场供求和竞争状况、生产经营成本和服务内容自主制定收费标准。以青岛港为例，根据青岛港招股书，公司根据货物类别、作业方式、进/出口类型、以及同行业收费水平等情况进行测算，每年年底通过召开专题会议确定次年港口收费标准。

表3：港口收费市场化定价的相关政策内容

执行起始时间	政策名称	港口收费市场化定价相关内容
2015年1月1日	《交通运输部国家发展改革委关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》交水发〔2014〕253号	集装箱、外贸散杂货装卸作业，国际客运码头作业等劳务性收费，以及船舶垃圾处理、供水等服务收费，由现行分别实行政府指导价、政府定价统一改为市场调节，由港口经营人、船舶供应服务企业根据市场供求和竞争状况、生产经营成本自主制定收费标准，堆存保管费继续实行市场调节价。
2016年3月1日	《港口收费计费办法》交水发〔2015〕206号	积极推进了港口价格市场化改革，放开了市场竞争性服务收费，将港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等明确实行市场调节价。优化了收费管理模式，港口作业费按环节收费调整为按全过程收费，将35个作业或服务环节统一纳入港口作业包干费一并计收。
2017年9月15日	《港口收费计费办法》交水发〔2017〕104号	国内客运和旅游船舶港口作业费实行市场调节价，纳入港口作业包干费计费范围，由国内客运运营企业向港口经营人支付，不直接向旅客收取；港口经营人不得在港口作业包干费以外对任何国内客运和旅游船舶港口作业单独设项、另行收费。 理货服务费和引航服务以外引领海上移动式平台在我国水域航行的技术服务费实行市场调节价，由理货公司、引领服务单位分别与委托方协商确定具体收费标准。国际船舶多点挂靠停泊费优惠幅度和货物堆存免费保管期，由船方或其代理人、货方或其代理人分别与港口经营人协商确定。
2019年4月1日	《港口收费计费办法》交水规〔2019〕2号	引航服务以外引领海上移动式平台在我国水域航行的技术服务费实行市场调节价，由引领服务单位与委托方协商确定具体收费标准。

资料来源：交通运输部，国家发改委，信达证券研发中心

货种结构、吞吐量规模等因素的差异导致港口之间盈利能力的差异。综合考虑港口装卸业务在收入端、成本端的影响因素，各港口的盈利能力高度挂钩货种结构。从各货种装卸业务的毛利率上看，装卸自动化程度较高的液体散货、集装箱，行业平均装卸毛利率较高，约 45%；而装卸自动化程度偏低的干散货，行业平均装卸毛利率仅约 30%。因此，货物吞吐量结构中液体散货、集装箱占比较高的港口盈利能力一般较优。

表4：各货种代表港口上市公司及装卸毛利率

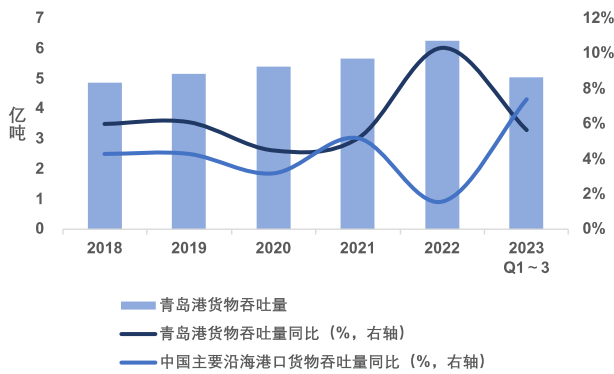
货种	主要子货种	代表港口上市公司及装卸毛利率	行业平均毛利率
集装箱		青岛港：约 60% 上港集团：约 50% 宁波港：约 40% 辽港股份：约 30%	约 45%
干散货	铁矿石、煤炭	日照港：约 25% 青岛港：约 20% 唐山港：约 45% 秦港股份：铁矿石约 25%；煤炭约 45% 宁波港：铁矿石约 40% 辽港股份：约 30%	约 30%
液体散货	原油、成品油	青岛港：约 65% 南京港：约 45% 宁波港：原油约 35% 辽港股份：约 35%	约 45%

资料来源：各上市公司公告，信达证券研发中心

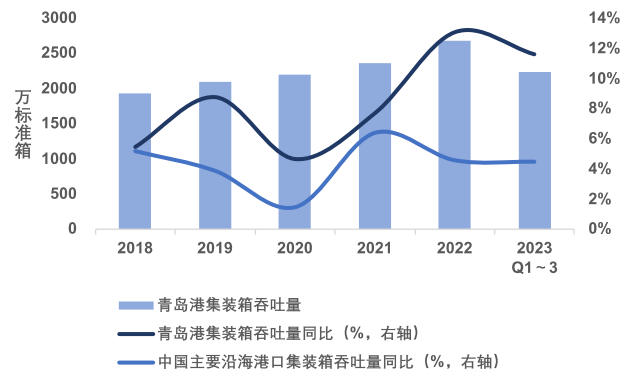
1.2 青岛港国际股份：业绩稳增+持续分红，投资价值显著

充分发挥资源优势，吞吐量增速持续领先行业。依托青岛港口优越的地理位置、领先的码头设施、发达的集疏运网络等资源优势，公司吞吐量稳健增长。

- **货物吞吐量**：2022 年，公司实现货物吞吐量 6.27 亿吨，同比增长 10.3%，增速领先全国主要沿海港口水平 8.7pct，2019~2022 年 CAGR 为 6.8%，领先全国主要沿海港口水平 3.5pct。
- **集装箱吞吐量**：2022 年，公司实现集装箱吞吐量 2682 万标准箱，同比增长 13.1%，增速领先全国主要沿海港口水平 8.5pct，2019~2022 年 CAGR 为 8.5%，领先全国主要沿海港口水平 4.3pct。

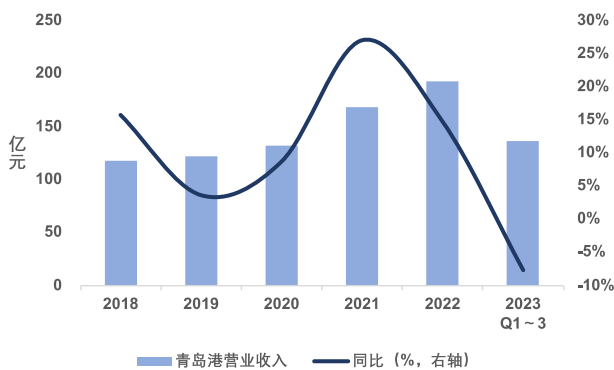
图4：青岛港货物吞吐量增速持续领先行业


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

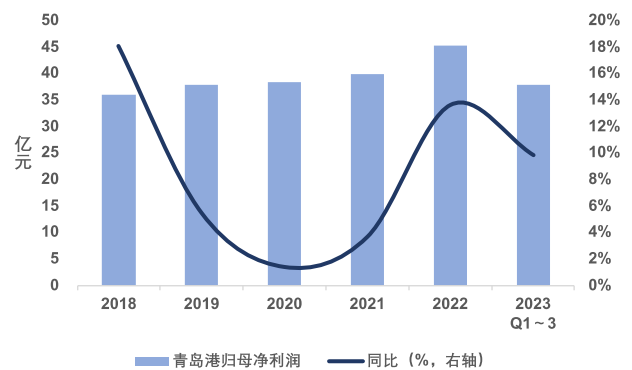
图5：青岛港集装箱吞吐量增速持续领先行业


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

稳健经营支撑业绩稳步增长。2022年，公司实现营收192.63亿元，同比增长14.71%，2019~2022年CAGR为16.56%；实现归母净利润45.25亿元，同比增长13.63%，2019~2022年CAGR为6.09%。

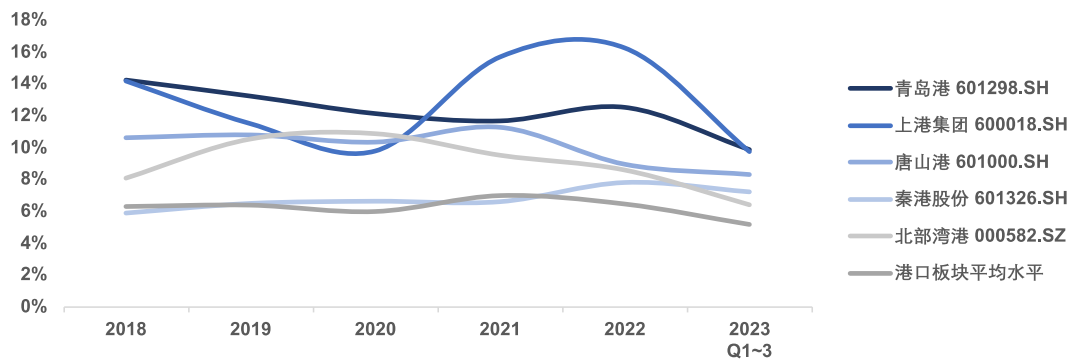
图6：青岛港营业收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

图7：青岛港归母净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

公司 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先，2023 年前三季度以 9.88% 居首于港口板块。2022 年，公司 ROE 实现 12.51%，超出 A 股港口板块平均水平 6.03pct，在 A 股港口上市公司中仅次于上港集团，落后上港集团 3.73pct；2023 年前三季度，公司 ROE 实现 9.88%，超出 A 股港口板块平均水平 4.67pct，在 A 股港口上市公司中居首。

图8：青岛港 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

持续分红确保投资价值。公司历史股息率持续领先行业，2020年起稳定在4%以上，仅次于唐山港。在业绩稳健增长的基础上，公司2022~2024年分红回报规划每年现金分红不低于当年可用于分配利润的40%。我们基于对公司2023年的盈利预测以及2024年1月11日收盘价，测算若分红比例为40%~50%，对应股息率为4.6%~5.8%。参考行业历史股息率，我们预计公司股息率领先行业，托底绝对收益价值。

表5：港口板块历史股息率

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022
601000.SH	唐山港	3.46%	8.06%	7.27%	7.30%
601298.SH	青岛港	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%
001872.SZ	招商港口	2.68%	2.39%	2.54%	3.13%
600018.SH	上港集团	2.51%	2.80%	3.47%	2.62%
601326.SH	秦港股份	2.82%	2.27%	2.01%	2.58%
601018.SH	宁波港	2.61%	2.09%	2.27%	2.43%
000582.SZ	北部湾港	1.98%	1.77%	2.29%	2.34%
600717.SH	天津港	1.43%	1.80%	2.41%	1.88%
600017.SH	日照港	0.86%	1.22%	1.42%	1.42%
601228.SH	广州港	1.10%	1.28%	1.71%	1.37%
000507.SZ	珠海港	0.81%	1.07%	1.86%	1.26%
601880.SH	辽港股份	1.03%	1.55%	1.56%	1.07%
601008.SH	连云港	0.05%	0.47%	0.78%	1.03%
600279.SH	重庆港	1.09%	0.65%	0.49%	1.01%
002040.SZ	南京港	0.61%	0.67%	0.87%	0.92%
000088.SZ	盐田港	0.27%	0.28%	0.57%	0.89%
000905.SZ	厦门港务	0.20%	0.25%	0.73%	0.83%
600190.SH	锦州港	0.65%	0.66%	0.70%	0.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表6：青岛港历史分红数据以及2023年分红测算

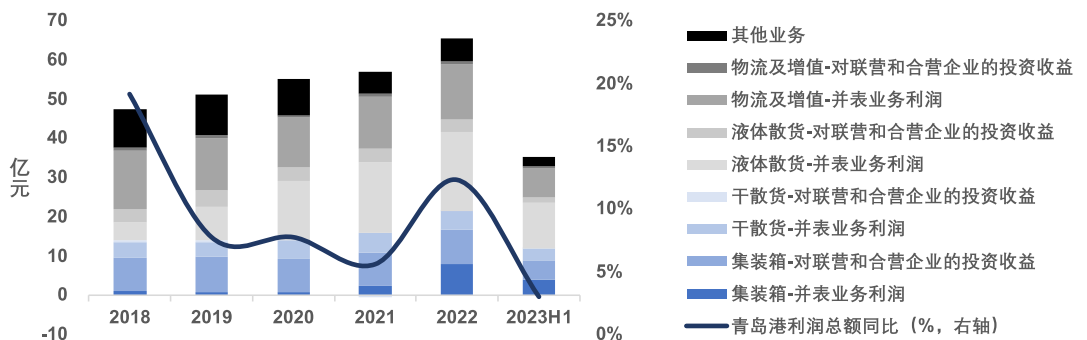
	2019	2020	2021	2022	2023E		
归母净利润 亿元	37.90	38.42	39.82	45.25	50.94		
分红比例	34.30%	44.30%	41.79%	38.63%	40%	45%	50%
现金分红总额 亿元	13.00	17.02	16.64	17.48	20.38	22.92	25.47
每股股利 元/股	0.20	0.26	0.26	0.27	0.31	0.35	0.39
股息率(%) 2023E数据基于2024年1月11日收盘价	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%	4.70%	5.29%	5.87%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2023年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

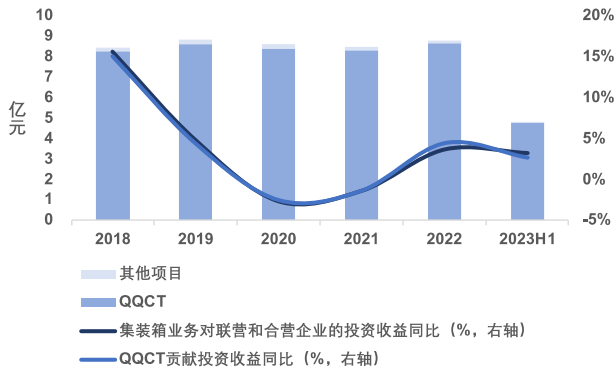
青岛港利润结构：并表业务、投资收益共同驱动，集装箱、液体散货板块贡献主要业绩。公司利润总额主要由集装箱、干散货、液体散货、物流及增值等板块构成。2022年，公司利润总额实现65.56亿元，同比增长12.34%，2019~2022年CAGR为8.54%。其中，**集装箱、干散货、液体散货、物流及增值板块贡献比重分别为25.48%、7.54%、35.29%、22.75%。**

- **集装箱板块：利润总额占比约25%，其中QQCT投资收益在板块利润总额中的占比超50%。**公司集装箱处理及配套板块对联营和合营企业的投资收益主要来自合营企业QQCT（青岛前湾集装箱码头有限责任公司）。2022年，公司集装箱板块对联营和合营企业的投资收益实现8.79亿元，同比增长3.69%，占集装箱板块利润总额**52.63%**。其中，QQCT贡献8.65亿元，占集装箱板块对联营和合营企业的投资收益比重稳定在**98%**附近。
- **液体散货板块：利润总额占比约35%，其中青岛实华投资收益在板块利润总额中的占比超10%。**公司液体散货处理及配套板块对联营和合营企业的投资收益主要来自合营企业青岛实华（青岛实华原油码头有限公司）。2022年，公司液体散货板块对联营和合营企业的投资收益实现3.01亿元，同比下滑16.94%，占液体散货板块利润总额**13.03%**。其中，青岛实华贡献2.83亿元，占液体散货板块对联营和合营企业的投资收益比重稳定在**90%**以上。

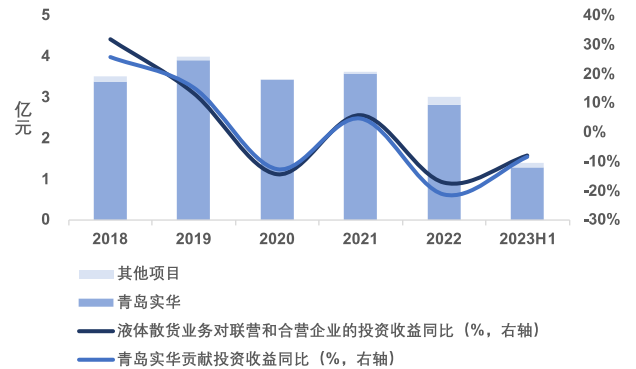
图9：青岛港利润总额结构-分板块


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2021年数据经重述。

图10：青岛港集装箱板块对联营和合营企业的投资收益结构


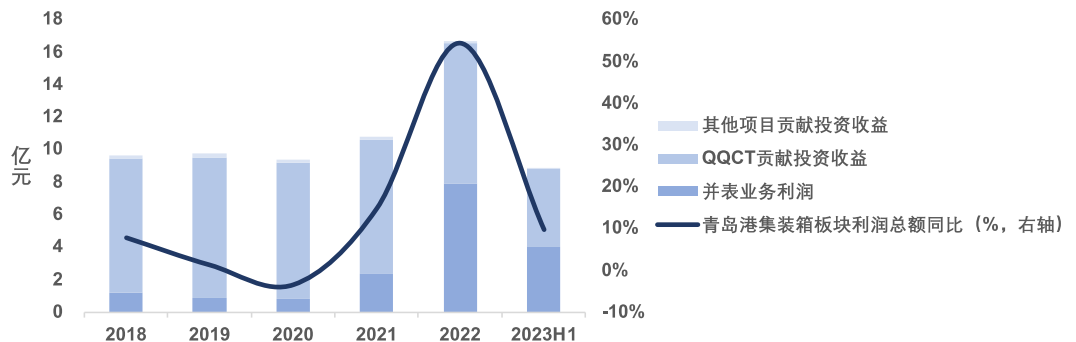
资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

图11：青岛港液体散货板块对联营和合营企业的投资收益结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

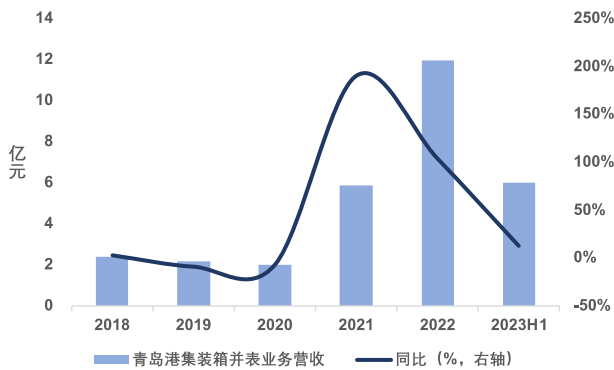
1.2.1 集装箱板块：2022年利润总额占比25%，航线密集对接全球需求

公司集装箱板块主要由QQCT等合营企业经营，业绩主要来自并表业务利润以及QQCT投资收益。2022年，公司集装箱板块实现利润总额16.70亿元，同比增长54.31%，主要受益于并表业务利润扩张，其中并表业务利润、QQCT投资收益占集装箱板块利润总额的比重分别为47.37%、51.77%。

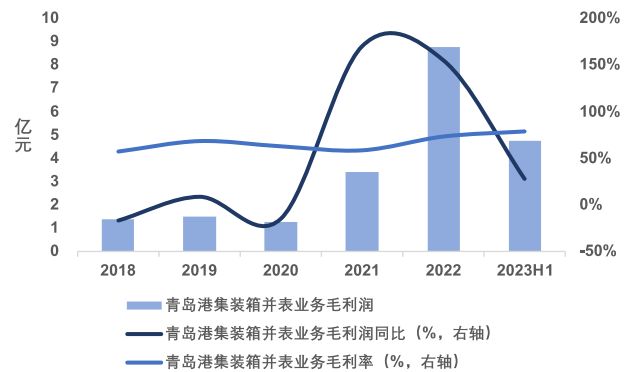
图12：青岛港集装箱板块利润总额结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

- 集装箱板块并表业务：**收入主要来自公司及委托QQCT等主要合营企业收取的港务管理费收入等。公司集装箱板块并表业务在2022年实现营收11.94亿元，同比增长103.69%，实现毛利润8.77亿元，同比增长155.34%，主要受益于业务量增加以及商务政策调整，实现毛利率73.44%；在2023年上半年实现营收6.01亿元，同比增长12.49%，实现毛利润4.75亿元，同比增长27.85%，实现毛利率79.08%。

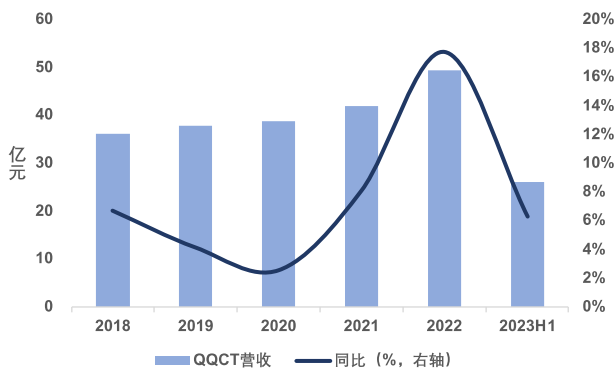
图13：青岛港集装箱板块并表业务营业收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

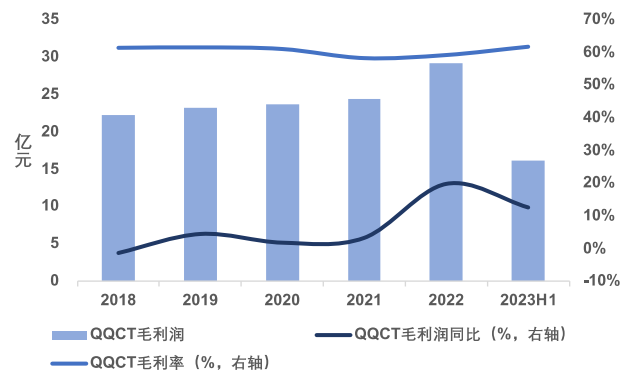
图14：青岛港集装箱板块并表业务毛利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

- **QQCT**：由公司持股 51%，PTS 控股持股 49%。其中，PTS 控股为国际航运巨头马士基集团与国际码头运营商迪拜环球港务集团的合资公司。QQCT 在 2022 年实现营收 49.33 亿元，同比增长 17.77%，实现毛利润 29.20 亿元，同比增长 19.65%，实现毛利率 59.19%；在 2023 年上半年实现营收 26.11 亿元，同比增长 6.32%，实现毛利润 16.11 亿元，同比增长 12.48%，实现毛利率 61.69%。

图15：QQCT 营业收入


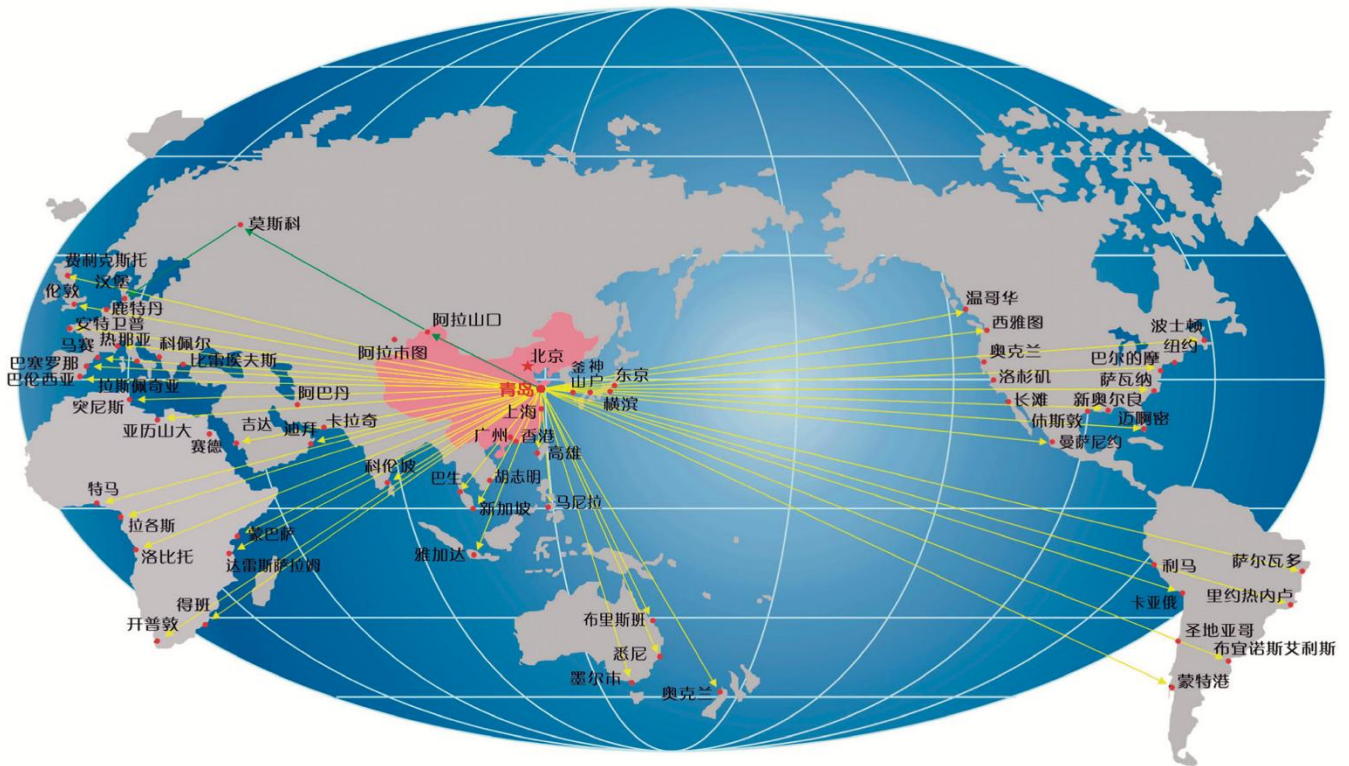
资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

图16：QQCT 毛利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

装卸效率领先且国际航线密集，高效对接全球需求。公司拥有世界最先进、亚洲首个真正意义上的全自动化集装箱码头，自动化集装箱码头平均单机作业效率达 60.2 自然箱/小时，**10 次刷新自动化码头装卸效率世界纪录**。同时，青岛港为我国北方集装箱航线密度最高的港口之一，可充分发挥资源优势，匹配全球集装箱装卸需求。

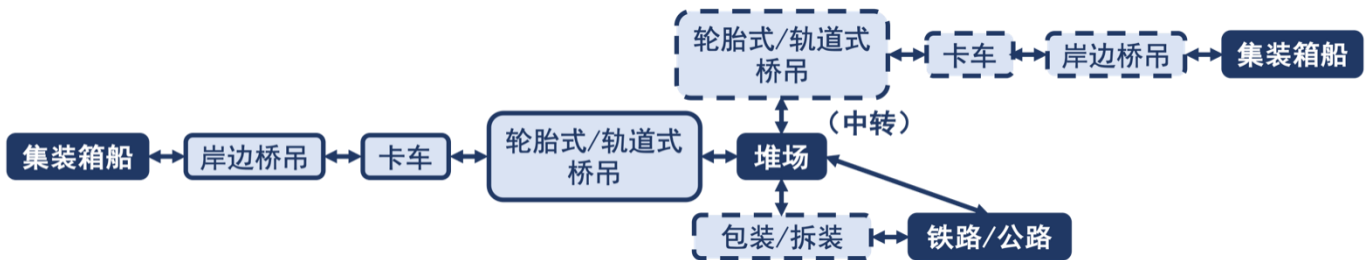
图17：青岛港国际航线密集



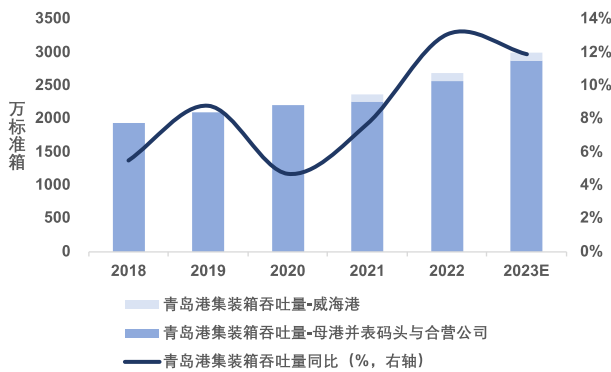
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理绘制

经营：吞吐量稳健增长，2022年费率回升带动盈利改善。公司集装箱板块主要包括货物到港时的卸载、堆存，以及发货时的吊装等流程。根据公司公告，公司预计**集装箱吞吐量2023年实现3000万标准箱，同比增长11.9%，2020~2023年CAGR为10.9%**。2022年2月，QQCT公示外贸40英尺及20英尺重箱装卸费分别上调约**14%、12%**，带动公司集装箱板块盈利能力改善。

图18：青岛港集装箱板块作业流程

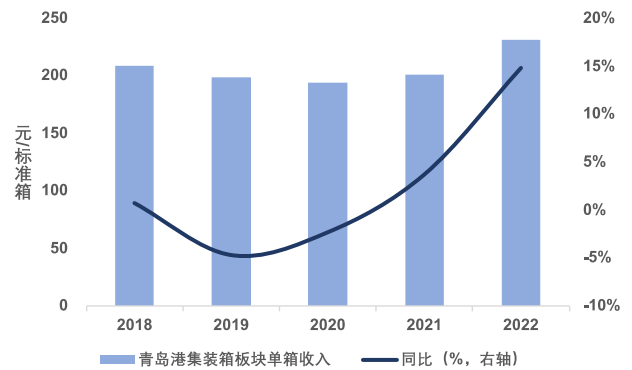


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理绘制

图19：青岛港集装箱吞吐量结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：公司2022年5月整合威海港，2021年数据重述时引入威海港数据。2023E 预测数据来自公司公告。

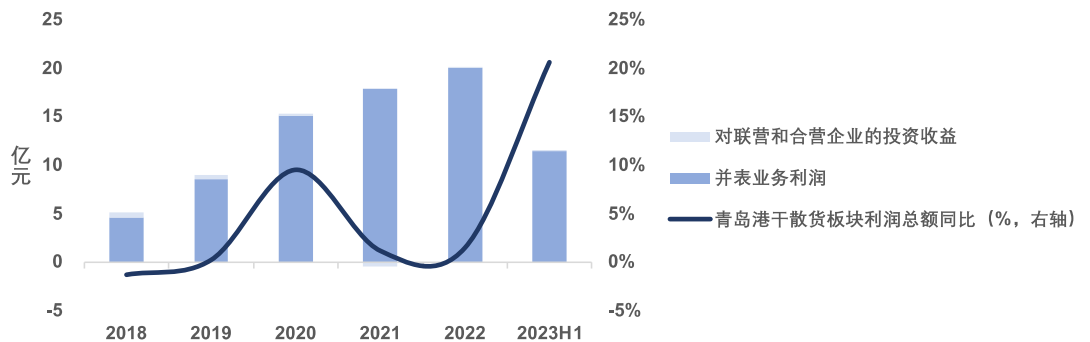
图20：青岛港集装箱板块单箱收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：基于公司集装箱板块控股公司、合营及联营公司营收计算。公司2022年5月整合威海港，2021年数据重述时引入威海港数据。

1.2.2 干散货板块：2022 年利润总额占比 8%，金属矿石为核心货种

公司干散货板块主要由控股子公司及附属公司经营，业绩主要来自并表业务，收入主要由业务量驱动。2022年，公司干散货板块实现利润总额4.95亿元，同比增长7.54%，2019~2022年CAGR为4.07%。

图21：青岛港干散货板块利润总额结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2021年数据经重述。

表7：青岛港干散货板块主要收费内容

费用分类	收费服务内容	收入主要驱动因素
货物港务费	货物及集装箱经由港口吞吐，向货方或其代理人收取货物港务费。	业务量
港口设施保安费	外贸进出口货物及集装箱经由港口吞吐，向货方或其代理人分别计收进、出港港口设施保安费	业务量
作业包干费	为船舶运输的货物及集装箱提供港口装卸等劳务性作业，向船方、货方或其代理人等综合计收港口作业包干费	业务量
停泊费	船舶停泊在港口码头、浮筒，向船方或其代理人计收停泊费	船舶计费吨、停泊时间
堆存保管费	货物及集装箱在港口库场（即港口前沿的库场）堆存，向货方或其代理人收取堆存保管费	业务量、堆存时间
特殊平舱费	为在船舱散货上加装货物进行平舱以及按船方或其代理人要求的其他平舱，向船方或其代理人收取特殊平舱费	业务量
库场使用费	在港口库场（即港口前沿的库场）对货物进行加工整理、抽样等，向货方或其代理人计收库场使用费	业务量

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司干散货板块并表业务在 2022 年实现营收 39.73 亿元，同比增长 8.15%，实现毛利润 7.74 亿元，同比下滑 21.23%，实现毛利率 19.49%；在 2023 年上半年实现营收 21.37 亿元，同比增长 4.35%，实现毛利润 5.13 亿元，同比增长 14.55%，实现毛利率 24.01%。

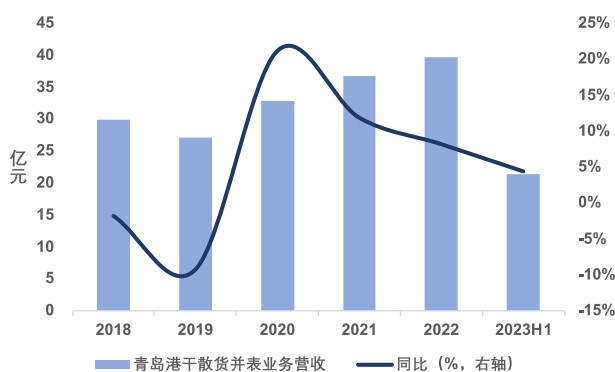
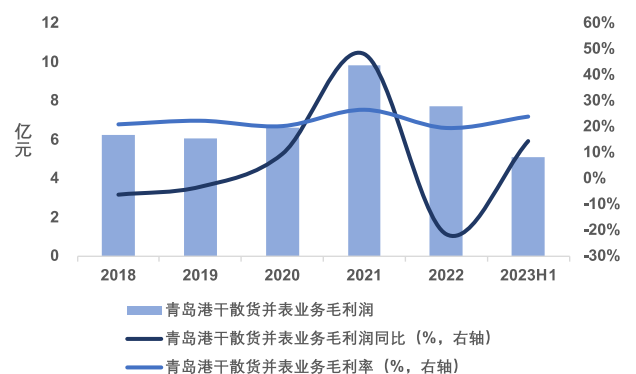
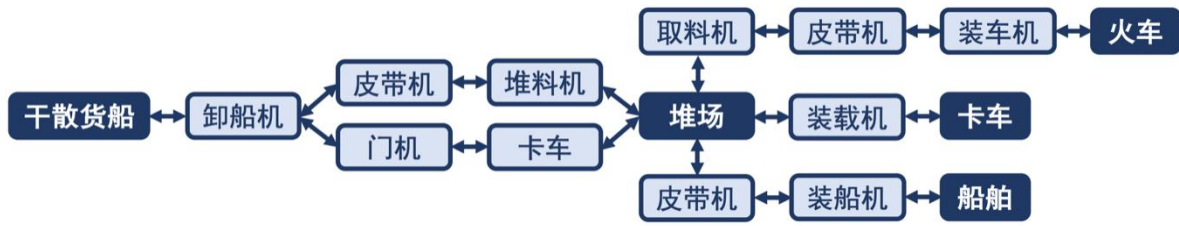
图22：青岛港干散货板块并表业务营业收入

 资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

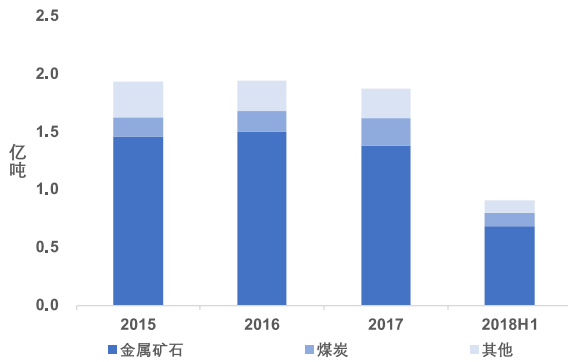
图23：青岛港干散货板块并表业务毛利润

 资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

经营：金属矿石为核心货种，单吨收入或随港口整合推进而改善。公司干散货板块主要提供金属矿石、煤炭、粮食、钢铁、化肥等货种的货物处理及配套服务，可以向全球最大 40 万载重吨的矿石船提供装卸服务，作业流程主要包括卸船、堆场、装载等。

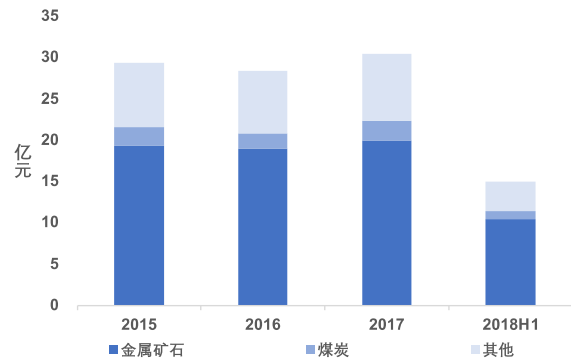
图24：青岛港干散货板块作业流程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理绘制

- **金属矿石为核心货种**：从吞吐量及营收结构上看，2015~2018H1 期间，金属矿石持续占据公司干散货板块吞吐量约 75% 的比重，并持续占据公司干散货板块营收约 65% 的比重。

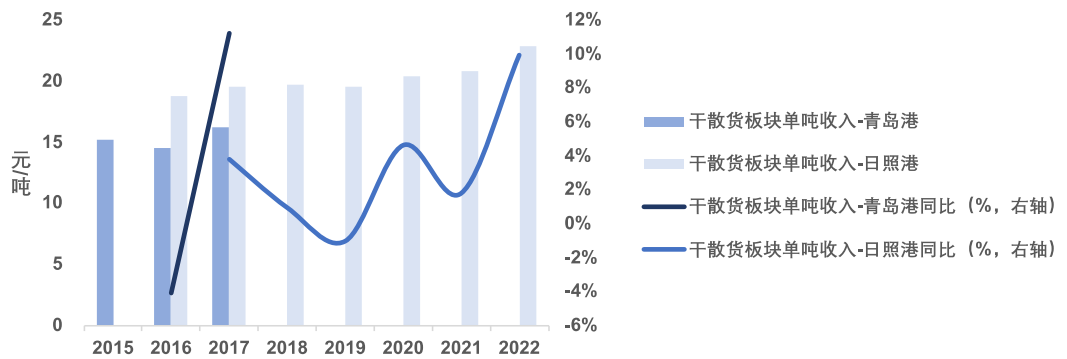
图25：青岛港干散货板块吞吐量结构-分货种


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图26：青岛港干散货板块营收结构-分货种


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **单吨收入曾承压，或随港口整合有所回升**：2015~2017 年期间，公司干散货板块单吨收入持续处于 15~16 元区间，低于同时期相邻港口日照港的水平。2016~2022 年期间，日照港上市主体主营干散货装卸相关业务，干散货单吨收入逐步回升。考虑到山东省港口整合在 2018 年起大力推进，旨在缓解同业竞争，我们认为日照港干散货单吨收入的回升主要受益于港口整合，且青岛港干散货单吨收入同步受益。

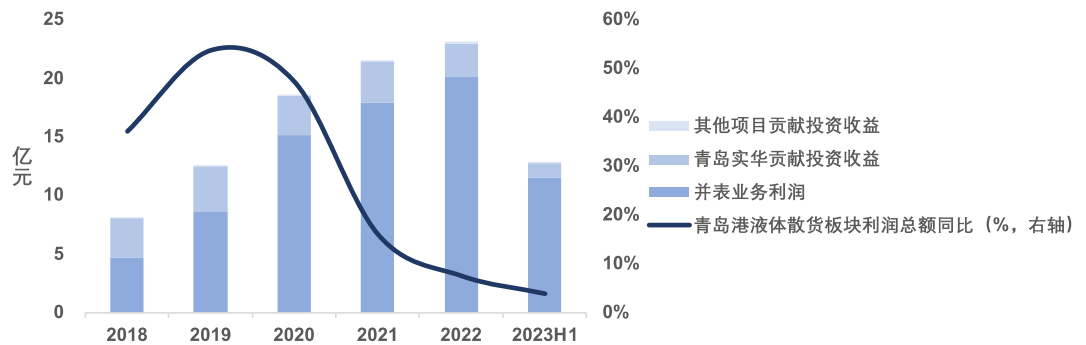
图27：青岛港、日照港干散货板块单吨收入对比


资料来源：公司公告，日照港公司公告，信达证券研发中心

1.2.3 液体散货板块：2022 年利润总额占比 35%，费率回归理性或受益于港口整合

公司液体散货板块主要由潍坊港联化、董家口油品、东营港联化等子公司以及青岛实华等合营公司经营，业绩主要来自并表业务利润以及青岛实华贡献的投资收益。2022 年，公司液体散货板块实现利润总额 23.13 亿元，同比增长 7.47%。

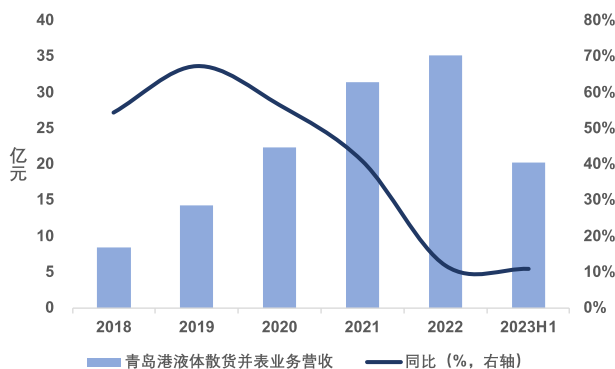
图28：青岛港液体散货板块利润总额结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

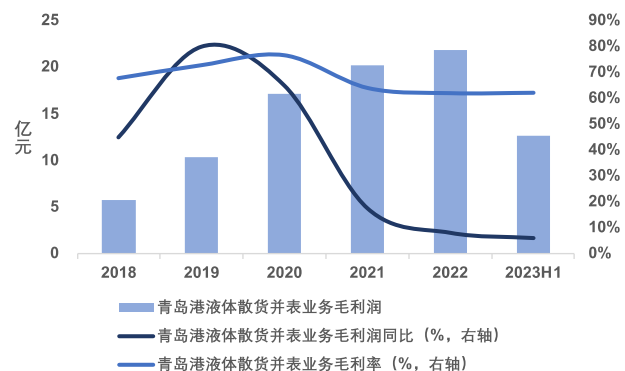
- **液体散货板块并表业务：**收入主要来自于公司及委托青岛实华等合营企业收取的港务管理费收入以及潍坊港联化、董家口油品、东营港联化等子公司。公司液体散货板块并表业务在 2022 年实现营收 35.19 亿元，同比增长 11.77%，实现毛利润 21.86 亿元，同比增长 8.29%，实现毛利率 62.12%；在 2023 年上半年实现营收 20.31 亿元，同比增长 10.84%，实现毛利润 12.64 亿元，同比增长 6.31%，实现毛利率 62.24%。

图29：青岛港液体散货板块并表业务营业收入



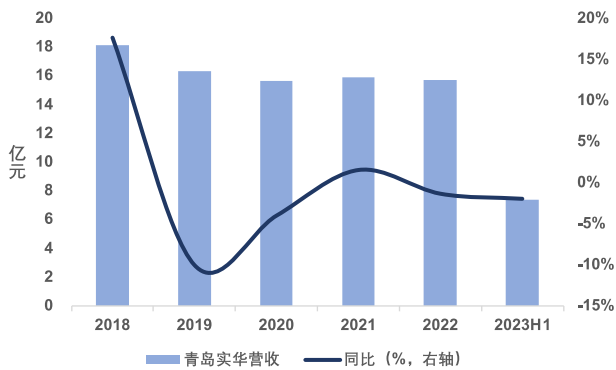
资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

图30：青岛港液体散货板块并表业务毛利润

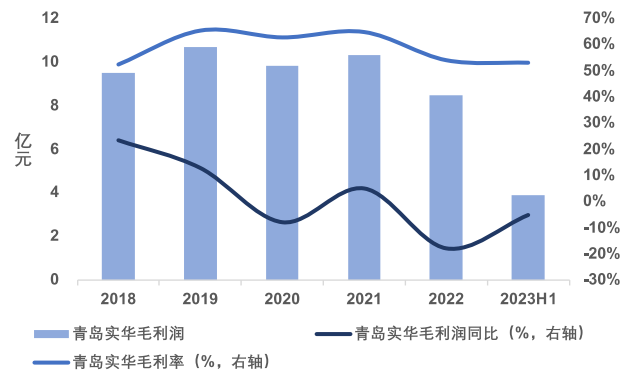


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

- **青岛实华：**由公司持股 50%，经贸冠德发展持股 50%。其中，经贸冠德发展为公司重要货主中国石油化工集团公司下属公司。青岛实华在 2022 年实现营收 15.71 亿元，同比下滑 1.35%，实现毛利润 8.47 亿元，同比下滑 17.98%，实现毛利率 53.94%；在 2023 年上半年实现营收 7.38 亿元，同比下滑 1.96%，实现毛利润 3.91 亿元，同比下滑 5.21%，实现毛利率 52.92%。

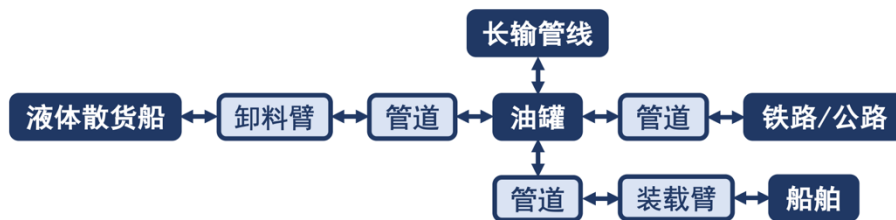
图31：青岛实华营业收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

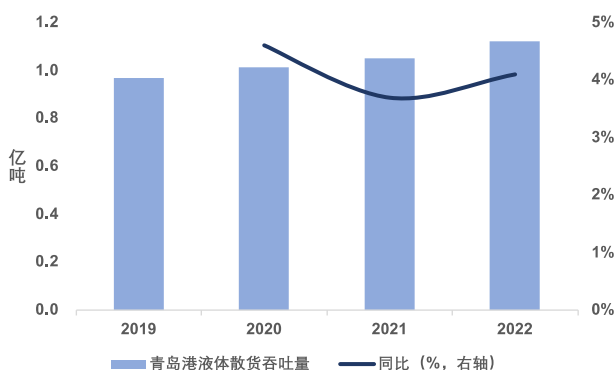
图32：青岛实华毛利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

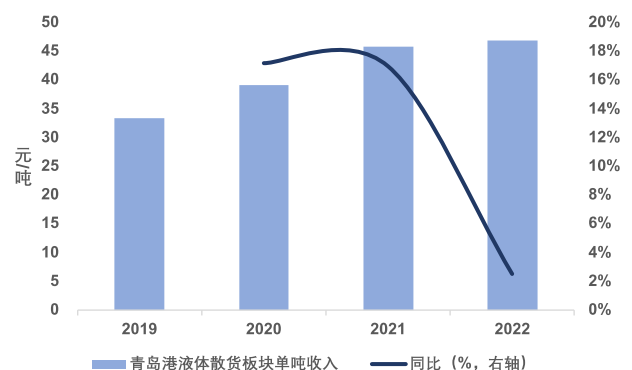
经营：吞吐量稳健增长，我们认为 2019~2022 年费率回归理性主要受益于港口整合。 公司液体散货板块主要包括原油、液体化工品等货物的装卸、管道运输、仓储等流程。2022 年，公司及其合营企业、联营企业实现液体散货吞吐量 1.12 亿吨，同比增长 4.1%，2019~2022 年 CAGR 为 4.9%；基于公司液体散货板块控股公司、合营及联营公司营收计算的单吨收入实现 46.95 元/吨，2019~2022 年 CAGR 高达 12.0%，费率回归理性，我们认为主要受益于港口整合。

图33：青岛港液体散货板块作业流程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理绘制

图34：青岛港液体散货吞吐量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021 年数据经重述。

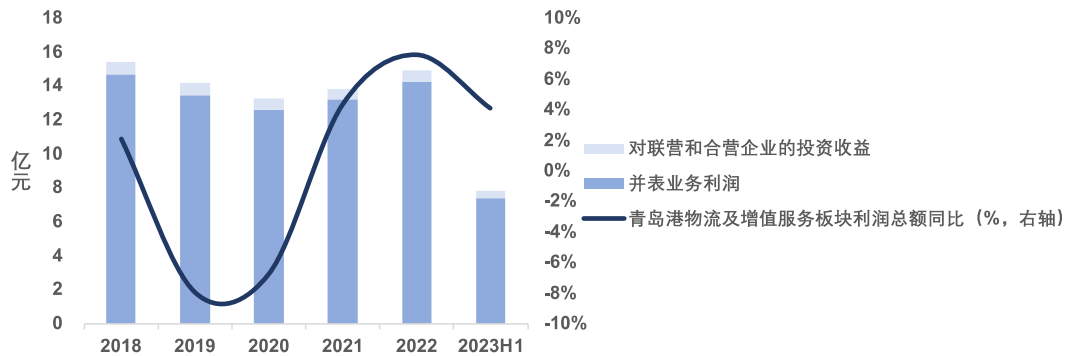
图35：青岛港液体散货板块单吨收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：基于公司液体散货板块控股公司、合营及联营公司营收计算。2021 年数据经重述。

1.2.4 物流及增值服务板块：2022 年利润总额占比 23%，代理业务或导致营收波动

公司物流及增值服务板块主要包括代理、运输、场站、拖轮和理货等业务，不单纯依附于港口装卸业务，业绩主要由并表业务贡献，收入主要由业务量驱动。2022 年，公司物流及增值服务板块实现利润总额 14.91 亿元，同比增长 7.62%。

图36：青岛港物流及增值服务板块利润总额结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
注：2021 年数据经重述。

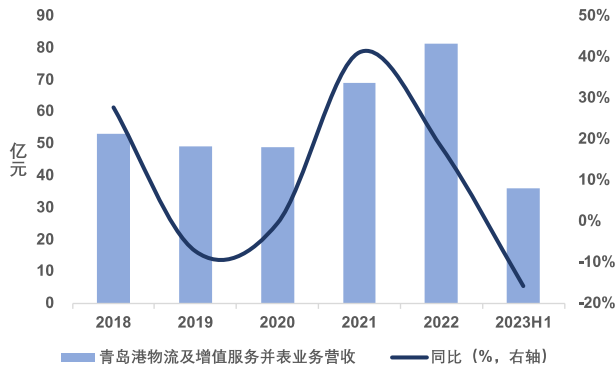
表8：青岛港物流及增值服务板块主要收费内容

业务	收费内容	收费内容	收费服务内容	收入主要驱动因素
代理	货运代理：主要是办理货物进口通关手续、报关、报检、提供相关证件、文件、并将货物运送到目的地等业务。 船舶代理：为根据船舶经营人的委托，办理船舶在港有关业务和进出港口手续，并开展相关进出口单证业务。	货代代理费	公司为委托方提供货代服务收取各项费用，主要向委托方收取	业务量
		船代代理费	公司为委托方提供船代服务收取的各项费用，主要向委托方收取	业务量
运输	主要是利用公司所有的交通运输工具及通过第三方运输公司，从而为货主提供一站式、门到门运输服务。	公路运费	为货物及集装箱等提供公路运输收费，主要向货方及其代理人收取	业务量
		管道运费	为液体或气体货物等提供管道运输收费，主要向货方及其代理人收取	业务量
		水路运费	为货物及集装箱等提供水路运输收费，主要向货方及其代理人收取	业务量
场站	主要围绕集装箱从进口卸货后的空箱到装载货物后的重箱并准备出口的流转过程展开，包括集装箱的短期堆存、拼箱及拆箱、集港以及集装箱维修服务。	作业包干费	为船舶运输的集装箱提供场站堆场装卸、集疏港等劳务性作业，主要向船方、货方及其代理人收取	业务量
		堆存保管费	货物及集装箱在场站仓库、堆场堆存，主要向货方及其代理人收取	业务量
		库场使用费	货方在场站库场进行加工整理、装箱等作业，主要向货方及其代理人收取	业务量
		修箱费	为破损、脏污等集装箱进行修补、清洗等劳务性作业收费，主要向船方、货方及其代理人收取	业务量
拖轮	主要是港区进出港船舶顶拖、移泊、海上拖带及人员接送、海上抢险救助等作业。	拖轮费	为船舶靠离泊、引航、移泊提供拖轮服务收费，主要向船公司、船收取	船舶量
理货	包括国际、国内航线船舶的理货业务，国际、国内集装箱理箱业务，集装箱装、拆箱理货业务，货物的计量、丈量业务，监装、监卸业务，货损、箱损检定等业务。	理货服务费	为船舶提供理货、理箱相关服务收费，主要向船公司、船收取	业务量

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

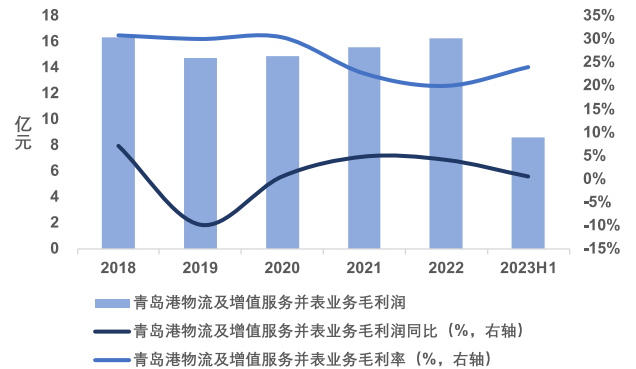
代理业务性质决定营收随运输成本波动，而毛利润规模的稳定性较强。从营收上看，2022年，公司物流及增值服务板块并表业务实现营收81.42亿元，同比增长18.02%，主要系运费上涨导致代理业务收入增加。从毛利润上看，公司物流及增值服务板块并表业务毛利润维持在15~16亿元区间，稳定贡献业绩。

图37：青岛港物流及增值服务板块并表业务营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

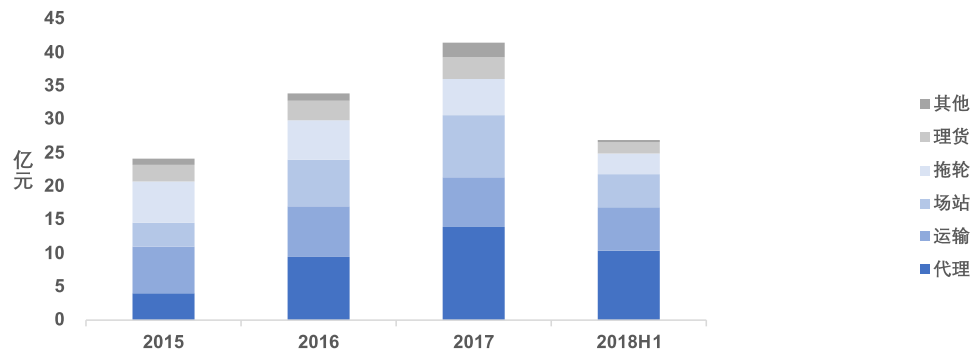
图38：青岛港物流及增值服务板块并表业务毛利润



资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2021年数据经重述。

分业务看，2016年起，代理业务持续为公司物流及增值服务板块并表业务营收内占比最大的业务。2017年，公司代理业务实现营收13.97亿元，占公司物流及增值服务板块并表业务营收33.61%；2018年上半年，公司代理业务实现营收10.45亿元，占公司物流及增值服务板块并表业务营收38.72%。

图39：青岛港物流及增值服务板块并表业务营收结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、山东省港口整合：以青岛港为核心，开启深入业务整合

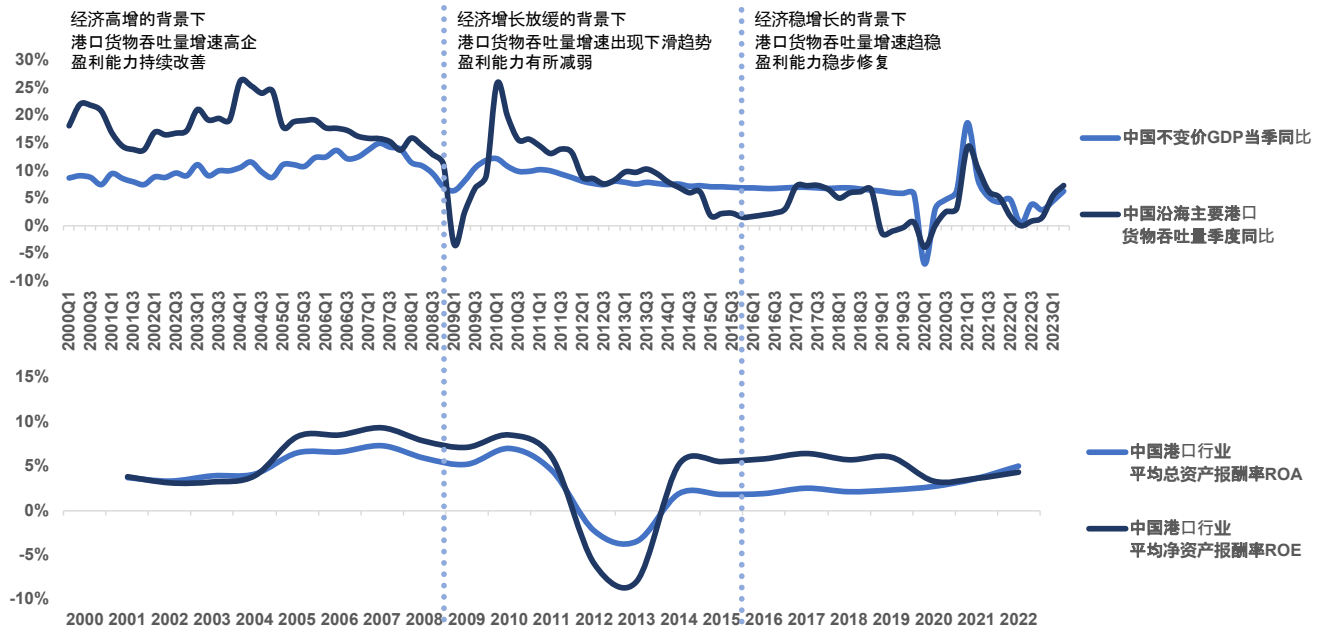
过去经济波动引起行业产能过剩，加剧港口同业竞争，整体效益的受损倒逼行业形成整合的趋势。随着同业竞争缓解，行业装卸费率逐步回归理性，带动行业盈利能力复苏。随着全国港口“一省一港”态势基本形成，山东省港口整合亦完成“三步走”：成立渤海湾港口集团、青岛港整合威海港、成立山东省港口集团。现阶段，山东省港口整合已进入以青岛港为核心的深入业务整合阶段。青岛港作为山东省沿海港口龙头，地理位置优越，且集疏运网络发达，我们认为青岛港在山东省沿海港口对于各货种的布局规划中均具备主导地位。随着港口业务整合推进，各业务板块均有望受益。

- **集装箱板块：**现阶段，青岛港贡献山东省沿海港口集装箱吞吐量的比重稳定在 70% 附近，而青岛港集装箱吞吐量增速落后于省内其他沿海港口。2019~2022 年，青岛港交通部口径集装箱吞吐量 CAGR 为 6.91%，低于全省水平 0.76pct。随着港口整合深入，青岛港集装箱吞吐量有望受益于烟台港、日照港、威海港等支线港的集装箱吞吐量高增。
- **液体散货与干散货板块：**山东港口原油、铁矿石、煤炭等货种的港口布局中，青岛港与日照港存在一定程度的腹地重叠，以致于难以直接避免同业竞争。随着港口整合深入，青岛港若顺利并购日照港、烟台港液体散货相关资产，同业竞争有望得到进一步缓解。

2.1 港口整合：初衷为缓解同业竞争，“一省一港”初步形成

经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动，并影响港口的盈利能力。复盘 2000 年以来的历史数据，港口行业货物吞吐量增速、盈利能力的变动趋势可大致分为三个阶段：

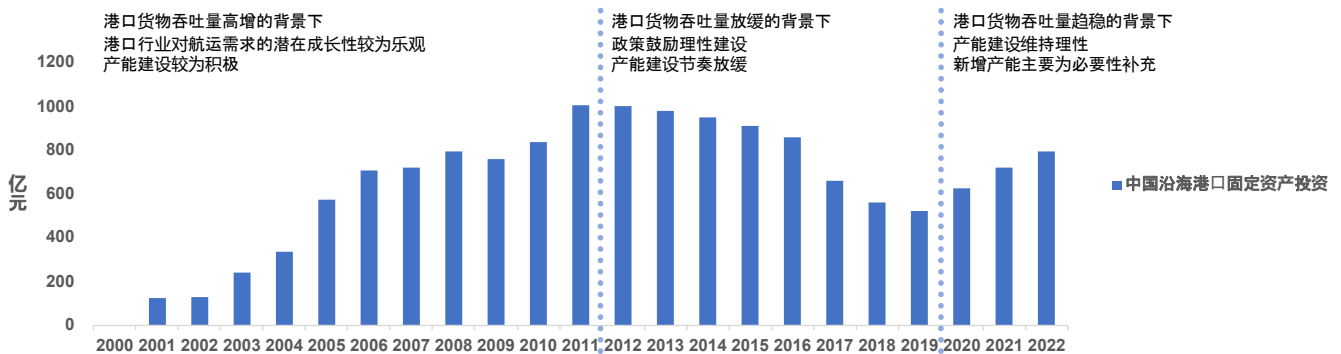
- **2000~2008 年：**随着我国在 2001 年加入世贸组织，GDP 增速逐步提至 15% 的高水平，我国沿海主要港口货物吞吐量的增速在 20% 左右的高位，并带动港口行业 ROA、ROE 持续改善。
- **2008~2015 年：**在 2008 年环球金融危机爆发后，全球经济增速放缓，我国 GDP 增速逐步下滑至 10% 以内，沿海主要港口货物吞吐量的增速回调至 5% 以内，港口行业 ROA、ROE 随之下滑。
- **2015 年后：**我国强调经济稳增长，GDP 增速稳定在 7% 附近，沿海主要港口货物吞吐量的增速稳定在 4% 附近，港口行业 ROA、ROE 随之趋稳。

图40：经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动，并影响港口的盈利能力


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理绘制

同业竞争的加剧：起于吞吐量增速不足引起的产能过剩。港口设施的规划基于航运需求的潜在成长性，规划、建设、投产的周期较长，导致产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动，而产能利用率直接随吞吐量变动，并直接影响港口的盈利能力。

- **2008年起吞吐量增速的骤降引起行业产能过剩：**在2000年起吞吐量高增的背景下，航运需求预期乐观，港口产能建设较为积极，但产能建设的节奏并未随着2008年起的吞吐量下滑而及时调整，引起产能过剩。由于港口的竞争力基于腹地资源，同腹地的港口在同货种的装卸上存在直接竞争的关系，产能过剩直接激化同业竞争，并削弱行业的盈利能力。
- **2010年起，随着政策指导港口理性建设，港口行业产能建设趋于理性。**从2012年到2019年，全国沿海港口年度固定资产投资额从1004亿元收窄至524亿元。在理性建设的背景下，现阶段的港口产能建设主要系必要性补充。

图41：港口产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理绘制

表9：2010年起，各项政策指导港口理性建设

时间	发布机构	事件/政策名称	相关内容
2010年4月	交通运输部	交通运输部和浙江省政府在杭州联合举办港口物流论坛	促进港口物流业发展，应做好四项重点工作。第一，拓展港口服务功能，积极推进以港口为枢纽的多式联运。第二，加快内河航运发展。第三， 积极推进港口资源优化配置 。第四，加大规范港口市场秩序力度。
2010年6月	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年6月	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年4月	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 。
2016年8月	交通运输部	《关于进一步加强长江港口岸线管理的意见》	沿江各级港口行政管理部门要加强辖区内长江干线港口总体规划执行情况和港口岸线使用情况的监督巡查和定期评估。 严禁未批先建，杜绝占而不建 。需使用岸线的港口设施建设项目， 在未取得港口岸线使用许可前，不予办理项目初步设计审批和竣工验收手续，不得开工建设，不得投入运行（试运行） 。

资料来源：交通运输部，国家发改委，信达证券研发中心

整合趋势的出现：改善行业效益的理性选择。港口行业以降价为主要方式的竞争难以持续，同腹地港口之间的整合可带动行业整体效益改善。随着同业竞争缓解，行业装卸费率逐步回归理性，带动行业盈利能力复苏。

- 2014年12月，交通运输部发布关于全面深化交通运输改革的意见，提出“理顺港口管理体制，**推动港口资源整合，促进区域港口集约化、一体化发展**。”
- 2015年，国内各港口的区域整合趋于频繁。
- 2017年8月，交通运输部发布关于学习借鉴浙江经验**推进区域港口一体化改革**的通知，明确推进区域港口一体化发展是**促进港口提质增效升级、化解过剩产能、优化资源配置**的重要举措，对于**建设国际一流港口、推动交通强国建设、服务经济社会发展**具有重要意义。
- 现阶段，我国港口已基本形成“一省一港”态势。

表10：各地陆续推进港口整合

地区	相关上市公司	时间	港口整合事件
福建	厦门港务 (000905.SZ)	2009年11月	福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，积极整合港湾资源， 加快建设海峡西岸北部、中部、南部三大港口群。
浙江	宁波港 (601018.SH)	2015年8月	浙江省海港集团组建成立，成为国内第一家集约化运营管理全省港口资产的 省属国有企业。
		2016年9月	宁波港股份完成收购舟山港股份。
海南		2016年12月	海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》，全省港口“一盘棋”统筹规划，科学合理调整各港功能定位，促进差异化、协调发展，推进港口、产业、城市联动融合发展， 将全省港口整体打造成为现代化大型组合港。
江苏	南京港 (002040.SZ)	2017年5月	江苏省港口集团挂牌成立，由江苏省和连云港、南京、苏州、南通、镇江、常州、泰州、扬州 8市地方国有涉港资产共同出资 ，并整合省属3家航运企业组建而成。
辽宁	辽港股份 (601880.SH)	2017年6月	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，合作建立辽宁港口统一经营平台，并以大连港集团、营口港集团为基础设立辽宁港口集团，实现 辽宁沿海港口经营主体一体化 。协议双方争取在2017年底前完成辽宁港口集团的设立和混合所有制改革，在2018年底前完成对省内其他港口经营主体的整合。
广东	广州港 (601228.SH)、 盐田港 (000088.SZ)	2018年7月	广东省政府交通厅表示，已形成《广东省港口资源整合方案》(稿)，整合方案提出以 广州港集团、深圳港口集团(深圳市内部整合组建)为两大主体，分区域整合沿海14市及佛山市范围内的省属、市属国有港口资产。
		2018年1月	山东省政府工作报告提出“强化陆海统筹，整合沿海港口资源，优化口岸布局，谋划推进青岛港、渤海湾港、烟台港、日照港四大集团建设，适时组建山东港口投资控股集团公司。”
山东	青岛港 (601298.SH / 6198.HK)、 日照港 (600017.SH)	2018年3月	山东港口渤海湾港口集团成立，负责潍坊、东营、滨州三市国有港口、岸线、航线资源的规划、投资、建设和经营管理。
		2019年7月	山东港口渤海湾港口集团全面完成三地四港整合工作。
		2019年7月	青岛港集团与青岛市国资委、威海市国资委、威海港集团签署《国有产权无偿划转协议》，威海市国资委将其持有的威海港100%股权无偿划转给青岛港集团。
		2019年8月	山东省港口集团成立，在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港，形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局。
		2023年6月	青岛港发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告，拟发行股份及现金购买日照港集团、烟台港集团部分资产。
河北	唐山港 (601000.SH)、 秦港股份 (601326.SH)	2022年10月	河北港口集团重组成立。

资料来源：各地政府网站，各省港口集团官网，公司公告，信达证券研发中心

2.2 山东省港口整合：“三步走”初步完成，深度整合积极推进

山东省港口整合背景：统筹资源，释放增长潜能。山东是港口大省，省内包含青岛港、日照港、烟台港、威海港、东营港、潍坊港、滨州港7个沿海港口。

- **山东省外贸货物吞吐量稳居全国首位：**山东省沿海港口不仅辐射带动当地经济发展，也是北方及中西部多个省份重要的货物进出口港口，从港口外贸吞吐量上看，山东省沿海港口外贸货物吞吐量在各沿海省份中稳居首位，**占全国比重稳定在23%以上。**

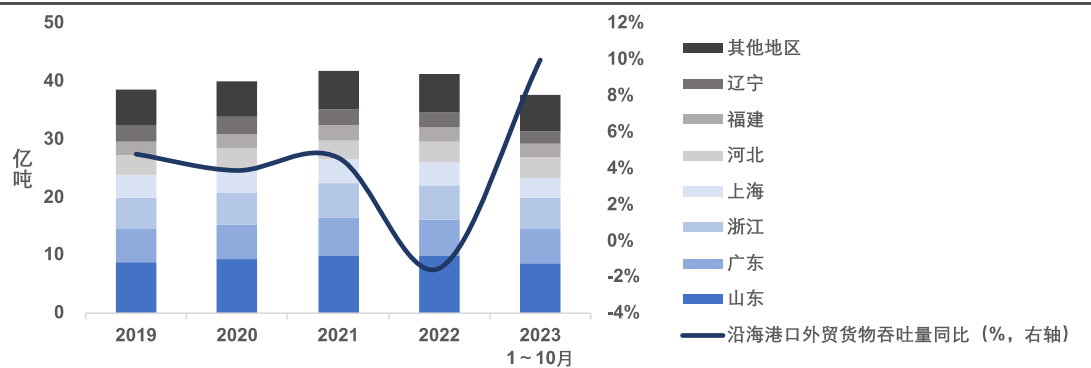
- **港口整合前山东港口发展受限:** 根据山东省发改委, 在港口整合前, 山东港口存在“一港一政”、部分港口运输货种同质竞争、现代化水平不够高、新建港口集疏运体系有待进一步加强等问题, 对有效整合的缺乏, 限制了山东港口整体水平的提升。而港口整合对提升沿海港口综合竞争力、培育壮大海洋经济具备重要意义。

图42: 山东省沿海港口区位



资料来源: 高德地图, 信达证券研发中心整理绘制

图43: 全国沿海港口外贸货物吞吐量结构



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

山东省港口整合历程: “三步走”基本完成。山东省港口整合在2018年1月于山东省政府工作报告首次提出后, 持续积极推进。根据山东省交通运输厅, 山东省港口整合的历程可大致分为“三步走”:

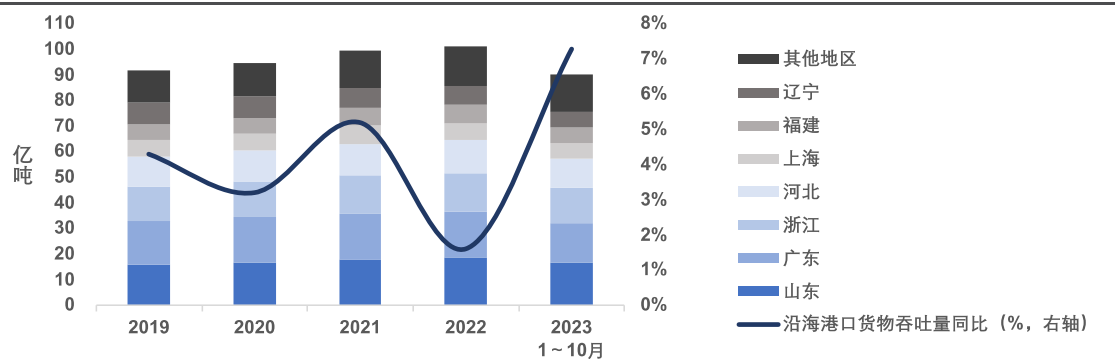
- **第一步: 山东港口渤海湾港口集团整合潍坊港、东营港、滨州港。**2018年3月, 山东港口渤海湾港口集团于2018年3月成立, 整合潍坊、东营、滨州三市港口。在整合中, 潍坊港、东营港、滨州港三个港口原则上保持生产经营主体法人资格、企业职工劳动关系、港口代码资质、港口所在地税收体制不变, 保证各方利益不受损失, 推动整合顺利进行。在此基础上, 渤海湾港口集团于2019年7月全面完成

三地四港整合工作，于2022年7月完成收购潍坊森达美港。目前，渤海湾港已开通“潍坊-日照”、“潍坊-烟台”、“广利-烟台”等15条航线，实现了与青岛、日照、烟台三大港口间的互联互通。

- **第二步：青岛港整合威海港。**2019年1月，青岛港国际股份完成上交所挂牌上市。2022年5月，青岛港国际股份完成合并并入威海港发展公司及其子公司，并通过收购威海港发展公司间接控制原合营公司威海青威。
- **第三步：青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港整合为一家省级港口集团。**2019年8月，山东省港口集团成立，在渤海湾港集团的基础上，整合青岛港集团、日照港集团、烟台港集团，形成“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局。

随着山东省港口整合推进，省内各港口的资源优势得以充分发挥，带动吞吐量规模改善。从吞吐量上看，2022年，山东省沿海港口货物吞吐量实现18.90亿吨，同比增长6.1%，2019~2022年CAGR为5.5%，超全国水平2.2pct，占全国比重为18.7%，在全国各沿海省份中的排名从第2跃居第1。2023年1~10月，山东省沿海港口货物吞吐量实现16.65亿吨，占全国比重为18.5%，在全国各沿海省份中的排名维持首位。

图44：全国沿海港口货物吞吐量结构



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

山东省港口整合现状：以青岛港为核心，深入业务整合。2022年1月，山东省港口集团承诺在2027年1月前综合运用资产重组、股权置换/转让等方式，解决其存在的与上市公司经营同类或类似业务的问题。

- **山东省港口布局规划以青岛港为核心：**2017年2月，山东省交通运输厅发布《山东省沿海港口布局规划修订（2016-2030年）》（征求意见稿），计划山东省内集装箱、原油、铁矿石等货种的港口布局规划以青岛港为核心。
- **青岛港拟购买日照港集团、烟台港集团液体散货相关资产：**2023年6月，青岛港发布公告，拟发行股份及现金购买日照港集团油品公司100%股权、日照实华50%股权等资产以及烟台港集团烟台港股份67.56%股权、莱州港60%股权、联合管道53.88%股权等资产。本次交易为山东省港口集团业务整合，将标的公司置入青岛港，从而实现业务优势整合、发挥协同作用的目的。

- **后续整合将进一步突出青岛港枢纽港地位：**2023年11月，山东省人民政府在《山东省综合立体交通网规划纲要（2023-2035年）》中强调，计划**进一步突出和强化青岛港国际枢纽港的地位和作用**，强化与天津、河北、江苏等沿海省份港口合作互动，**共同打造现代化世界级沿海港口群。**

表11：2016~20230年山东省港口布局规划以青岛港为核心

货种	山东省沿海港口布局规划
集装箱	<p>已初步形成以青岛港为干线港，烟台港、日照港、威海港及潍坊港为支线港、其他港口为喂给港的集装箱运输系统港口布局。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 青岛港：将以形成前湾集约化集装箱港区为重点，以开辟外贸集装箱中远洋航线和开展国际中转运输业务为主，重点服务山东省及河北、河南、山西、陕西、新疆等广大内陆地区，未来将成为韩国产品进入中亚的中转港； ● 烟台港：重点服务烟台市、鲁北地区以及冀中、冀南等铁路沿线地区，未来将以发展近洋集装箱、环渤海湾地区支线运输和内贸集装箱运输为主，并向周边的干线港喂给； ● 日照港：重点服务日照市、鲁南、鲁西南地区及豫北等铁路沿线地区，航线开辟将以近洋集装箱和内贸集装箱运输为主； ● 威海港：根据中韩自贸区的建设发展，重点服务本地区与韩国之间的外贸集装箱，承接韩国集装箱向其他地区转运服务； ● 潍坊港：重点服务潍坊市、鲁中、鲁西北地区，未来以发展近洋集装箱、环渤海湾地区内支线运输为主，依托潍坊综合保税区的建设发展，开辟至韩国、日本、东南亚地区的近洋外贸集装箱航线。
原油	<p>基本形成以青岛港、日照港为主要接卸、储备、转运基地的外贸进口原油布局。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 青岛港：除供青岛市大型炼化企业发展需求外，还为山东、河南、河北的部分石化企业发展服务； ● 日照港：作为中石化长江沿线、山东、河南主要接卸港，将继续为长江沿线地区、山东和河南的石化企业发展服务。 ● 烟台港（西港区）、东营港东营港区：将随着山东鲁北地区炼化能力的释放和输油管线的建设，成为山东省原油运输系统的重要港口，主要为鲁北地区地炼企业服务； ● 潍坊港、滨州港：为原油运输系统的补充，通过近洋运输和二程转运进口原油，为直接腹地内的企业服务。
铁矿石	<p>青岛港、日照港已分别成为我国北方地区最大的铁矿石接卸港之一。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 青岛港：主要为本省的青岛钢铁、山东钢铁（济南、莱芜）和冀中南、豫晋的钢铁服务； ● 日照港：主要为山东钢铁（日照）、日照钢铁、豫晋及其他中西部省份的钢铁服务； ● 烟台港：目前主要为鲁北地区的钢铁企业服务，随着疏港铁路的建设，可向冀中南、山西等地钢铁全企业延伸。
煤炭	<p>山东省的青岛港、日照港是“北煤南运”中路、南路煤炭铁水联运的装船港。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 青岛港：作为中通道装船港； ● 日照港：作为南通道装船港； ● 烟台港（龙口港区、西港区）：凭借岸线资源和德龙烟铁路建设的优势，近期可作为“三西”煤运通道出口的补充；远期随着港口后方铁路能力的增强，逐步扩大煤炭装船水平，成为我国北方煤炭装船港备选港址。

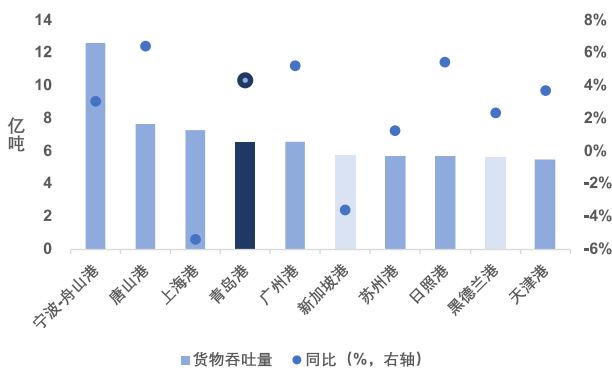
资料来源：山东省交通运输厅《山东省沿海港口布局规划修订（2016-2030年）》（征求意见稿），信达证券研发中心

2.3 青岛港：枢纽港地位突出，持续受益于港口整合

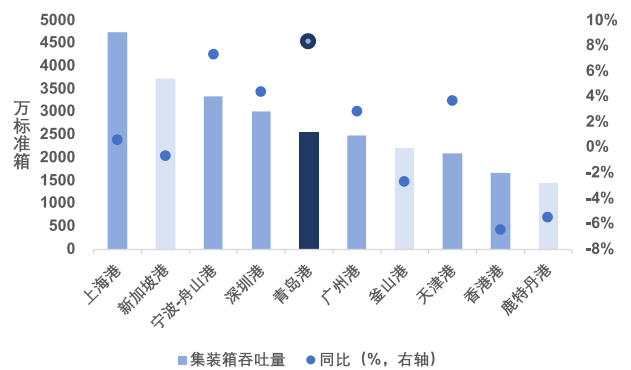
青岛港战略位置优越，占据东北亚港口圈的中心位置，是西太平洋重要的国际贸易枢纽、“一带一路”交汇点上的重要桥头堡，我国北方最大的外贸口岸。2022年，青岛港全港实现货物吞吐量6.58亿吨，同比增长4.3%，货物吞吐量规模位列世界第4；实现集装箱吞吐量2567万标准箱，同比增长8.3%，集装箱吞吐量规模位列世界第5，且同比增速在集装箱吞吐量世界前10港口中居首。

图45：青岛港地处东北亚港口圈中心位置


资料来源：青岛港港股招股书，信达证券研发中心整理绘制

图46：2022年青岛港货物吞吐量排名世界第4（全港口径）


资料来源：上海国际航运研究中心，信达证券研发中心

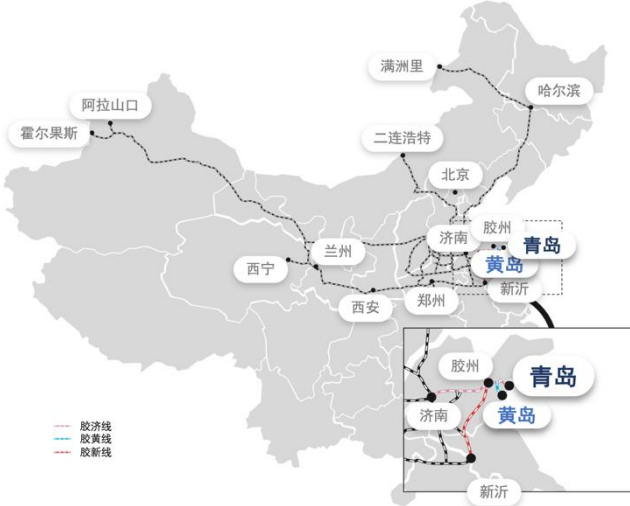
图47：2022年青岛港集装箱吞吐量排名世界第5（全港口径）


资料来源：上海国际航运研究中心，信达证券研发中心

集疏运网络发达，连接各地物流需求。青岛港拥有便捷高效的铁路、公路、水路、管道等集疏运网络，可高效承接世界各地对于各货种的转运需求。

- **铁路：**青岛港通过胶黄线、胶济线、胶新线、青连铁路连接全国铁路网络，同时连接四条分别途径阿拉山口、二连浩特、满洲里以及霍尔果斯的主要跨境铁路线，运输范围可拓展至中亚。
- **公路：**青岛港通过济青高速、沈海高速及青银高速连接全国公路网络。
- **水路：**承接我国北方、长江沿岸和日韩港口集装箱及其他货种的转运业务。

- **管道：**东黄复线、黄青管线、黄岛-中石化大炼油管线、黄岛-国家储备库管线、黄潍管线及董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道构成的**输油运输网络**，为山东、江苏、河南等地方炼油企业提供了安全、经济、便捷、高效、环保的石油运输通道。

图48：青岛港连接全国铁路网络


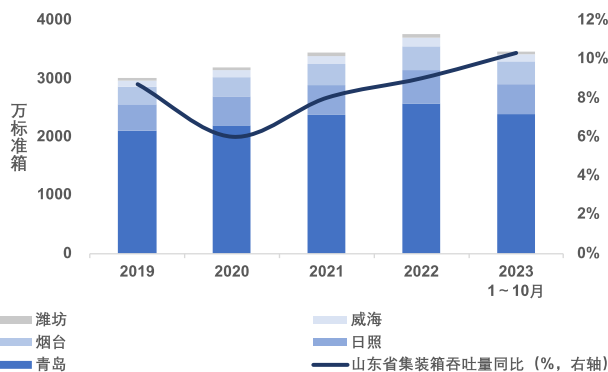
资料来源：青岛港港股招股书，信达证券研发中心整理绘制

图49：青岛连接青银高速、济青高速、沈海高速

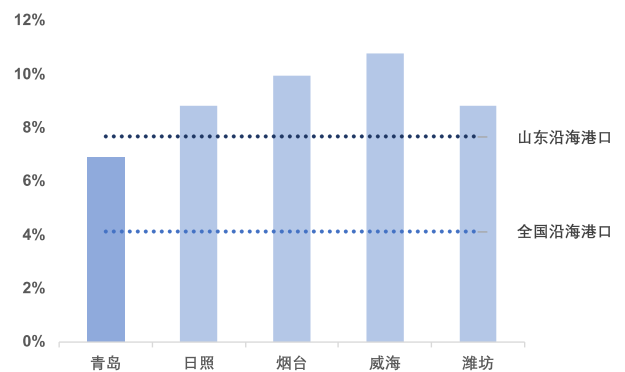

资料来源：交通部《国家公路网规划》，信达证券研发中心整理绘制

随着港口整合深入，青岛港各业务板块有望进一步发挥资源优势，带动吞吐量上行。山东省港口整合已进入以青岛港为核心深入业务整合的阶段，公司各业务板块有望受益。

- **集装箱板块：**山东港口已初步形成以青岛港为干线港，烟台港、日照港、威海港及潍坊港为支线港、其他港口为喂给港的集装箱运输系统港口布局。交通部口径集装箱吞吐量上，现阶段，青岛港贡献山东省沿海港口集装箱吞吐量的比重稳定在70%附近，而青岛港集装箱吞吐量增速落后于省内其他沿海港口。2019~2022年，山东省交通部口径集装箱吞吐量CAGR为7.67%，高于全国水平3.54pct；青岛港交通部口径集装箱吞吐量CAGR为6.91%，低于全省水平0.76pct。随着港口整合深入，青岛港集装箱吞吐量有望受益于烟台港、日照港、威海港等支线港的集装箱吞吐量高增。

图50：山东省沿海港口集装箱吞吐量结构（交通部口径）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图51：山东省沿海港口集装箱吞吐量 2019~2022 年 CAGR（交通部口径）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

- **液体散货与干散货板块：**山东港口原油、铁矿石、煤炭等货种的港口布局中，青岛港与日照港存在一定程度的腹地重叠，以致于难以直接避免同业竞争。随着港口整合深入，青岛港若顺利并购日照港、烟台港液体散货相关资产，同业竞争有望得到进一步缓解。

三、集装箱板块：腹地工业确保韧性，对标釜山外拓中转量

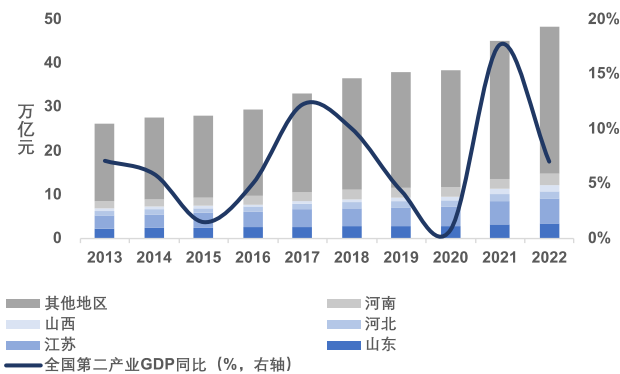
公司集装箱板块的业绩主要由并表业务利润以及 QQCT 投资收益贡献，二者在 2022 年板块利润总额中的占比分别为 47.37%、51.77%。受益于装卸效率领先、国际航线密集等优势，板块业绩维持稳增。根据公司公告，公司预计集装箱吞吐量 2023 年实现 3000 万标准箱，同比增长 11.9%，2020~2023 年 CAGR 为 10.9%。集装箱吞吐量按装卸业务性质可分为本地箱与中转箱两类。

- **本地箱：吸收腹地工业红利，弱外需背景下维持韧性。**公司本地箱的装卸需求主要来自主要经济腹地山东、江苏、河北、山西及河南五省。五省工业及进出口资源深厚，合计第二产业 GDP 以及规模以上工业产成品占全国比重均稳定在 30% 以上。弱外需背景下，相较同为枢纽港的上海港、深圳港，青岛港集装箱吞吐量增速维持韧性，我们认为主要受益于货种结构的抗风险能力较强。
- **中转箱：发挥营商环境优势，有望拓展增量。**公司中转箱的装卸需求主要来自与支线港口之间的货物流转。国际区位上，青岛港邻近的集装箱枢纽港主要为上海港、釜山港，二者中转箱吞吐量占比均稳定在 50% 以上，同时，得益于青岛港的营商环境优势，青岛口岸以总分第一名荣获中国报关协会发布的 2022 年集装箱口岸环境测评最优等次，我们认为青岛港中转箱吞吐量具备扩张空间。

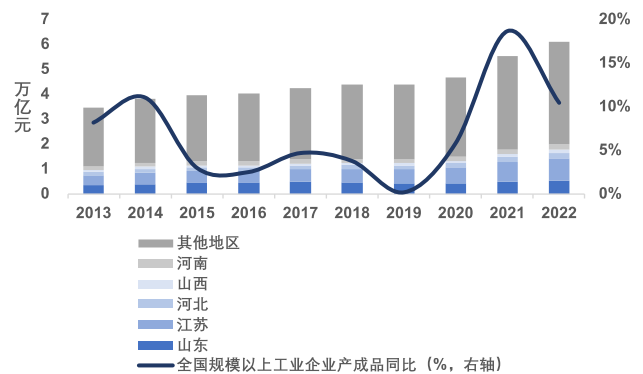
3.1 本地箱：吸收腹地工业红利，弱外需背景下维持韧性

腹地辐射山东、江苏、河北、山西、河南，工业及进出口资源深厚。公司的主要经济腹地包括山东、江苏、河北、山西及河南，延伸腹地包括陕西、宁夏、甘肃及新疆，高度受益于山东、江苏、河北、山西及河南的工业及进出口资源。

- **第二产业 GDP：山东、江苏、河北、山西及河南五省合计占全国比重稳定在 30% 以上。**2022 年，五省合计第二产业 GDP 实现 14.73 万亿元，占全国比重为 30.48%，2012~2022 年 CAGR 为 6.13%。其中，山东、江苏分别实现 3.50、5.59 万亿元，2012~2022 年 CAGR 分别为 5.11%、7.49%。
- **规模以上工业产成品：山东、江苏、河北、山西及河南五省合计占全国比重稳定在 32% 以上。**2022 年，五省合计规模以上工业产成品实现 19.8 万亿元，占全国比重为 32.43%，2012~2022 年 CAGR 为 6.85%。其中，山东、江苏分别实现 0.53、0.91 万亿元，2012~2022 年 CAGR 分别为 5.49%、8.55%。

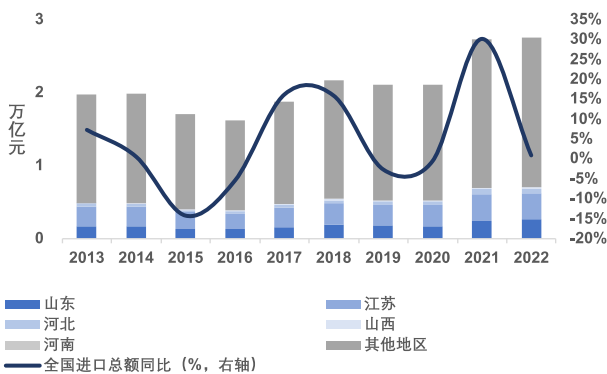
图52：全国第二产业 GDP 结构


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

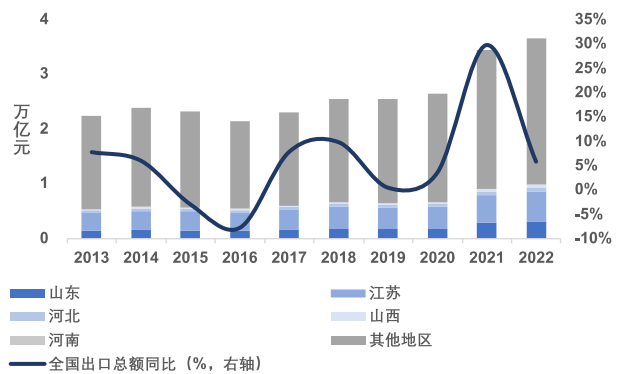
图53：全国规模以上工业企业产成品结构


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

- **进口总额：**山东、江苏、河北、山西及河南合计占全国比重稳定在**24%**附近。2022年，山东、江苏、河北、山西及河南合计进口总额实现0.66万亿元，占全国比重为24.32%，2012~2022年CAGR为3.94%。其中，山东、江苏分别实现0.27、0.35万亿元，2012~2022年CAGR分别为5.33%、3.17%。
- **出口总额：**山东、江苏、河北、山西及河南合计占全国比重稳定在**25%**附近。2022年，山东、江苏、河北、山西及河南合计出口总额实现0.91万亿元，占全国比重为25.47%，2012~2022年CAGR为6.23%。其中，山东、江苏分别实现0.31、0.54万亿元，2012~2022年CAGR分别为8.65%、4.95%。

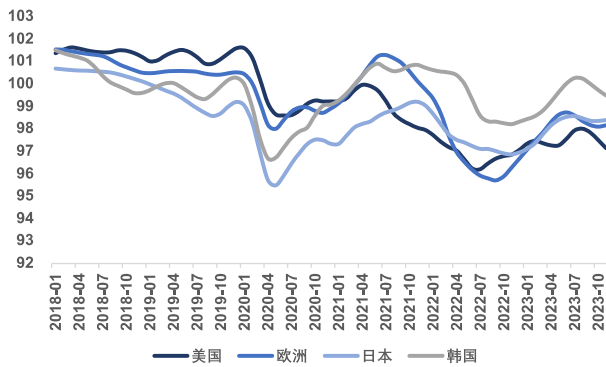
图54：全国进口总额结构


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

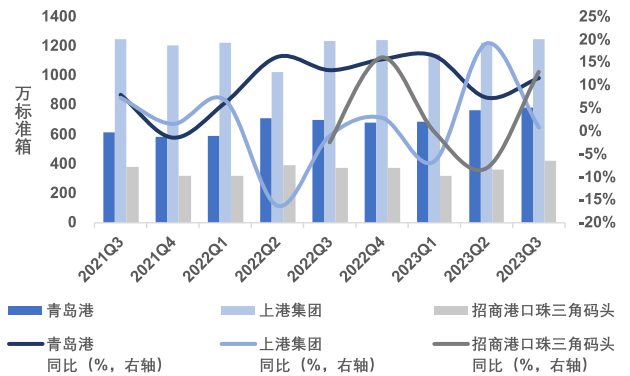
图55：全国出口总额结构


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

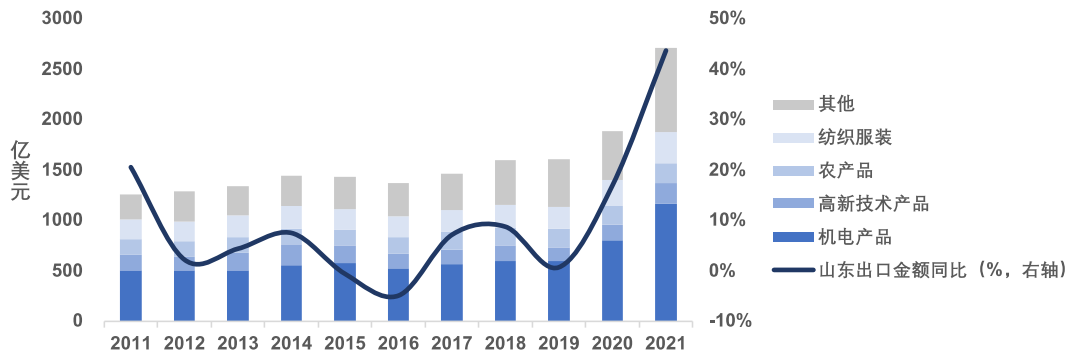
弱外需背景下公司集装箱吞吐量维持韧性，我们认为主要受益于货种结构。2020年以来，海外需求承压，美国、欧洲、日本、韩国的消费者信心指数出现不同程度的下滑。弱外需背景下，相较同为枢纽港的上海港、深圳港，青岛港集装箱吞吐量增速维持韧性，我们认为主要受益于货种结构的抗风险能力较强。从山东出口金额结构上看，机电产品的占比维持在40%以上，我们认为需求韧性较强。

图56：美国、欧洲、日本、韩国 OECD 消费者信心指数


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图57：青岛港、上港集团、招商港口珠三角码头集装箱吞吐量及同比增速


资料来源：公司公告，iFinD，信达证券研发中心

图58：山东出口金额结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 中转箱：发挥营商环境优势，有望拓展增量

国际区位临近成熟中转枢纽港且营商环境优异，公司中转箱吞吐量具备扩张空间。“水水中转”指货物在海关转关手续后通过支线船舶在两港口间运输，可使进出口企业就近选择支线港口办理海关手续以节省成本，同时加深支线、干线港口间的联动。

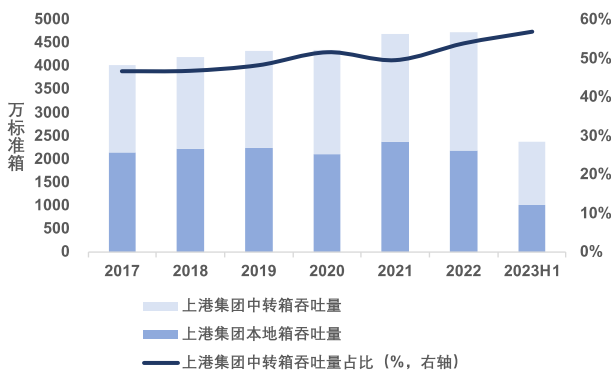
- **国际区位临近成熟中转枢纽港：**青岛港邻近的集装箱枢纽港主要为上海港、釜山港，二者中转箱吞吐量占比均稳定在 50% 以上。
- **青岛港营商环境优异：**青岛口岸以总分第一名荣获中国报关协会发布的 2022 年集装箱口岸环境测评最优等次。

图59：青岛港、上海港、釜山港国际区位



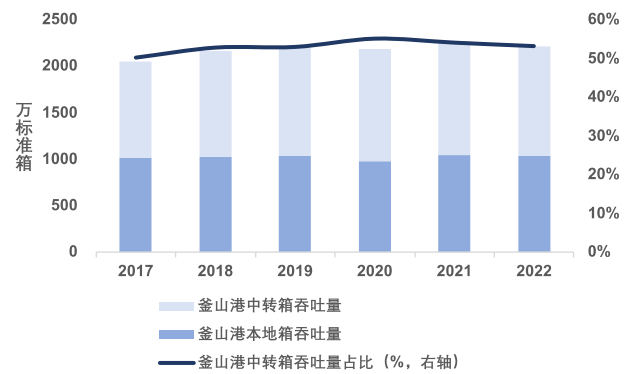
资料来源：高德地图，信达证券研发中心整理绘制

图60：上港集团集装箱吞吐量结构



资料来源：上港集团公司公告，信达证券研发中心

图61：釜山港集装箱吞吐量结构



资料来源：釜山港官网，信达证券研发中心

四、液体散货板块：量价齐升受益于港口整合，规模扩张可期

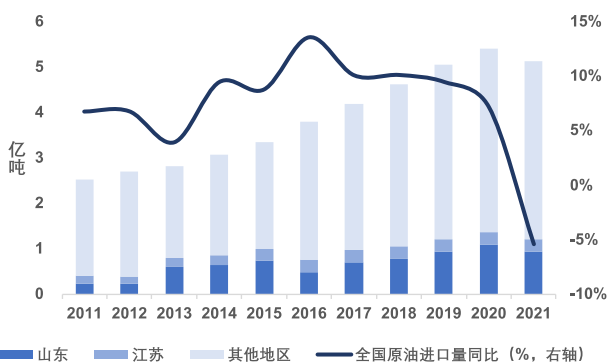
公司液体散货板块的业绩主要由并表业务利润以及青岛实华投资收益贡献，二者在2022年板块利润总额中的占比分别为86.97%、12.23%。板块以原油为主要货种，腹地输油管道完善，高度受益于山东、江苏等地的炼厂相关吞吐需求。其中，山东原油进口量占全国比重维持在16%~20%区间，2011~2021年CAGR超全国水平7.35pct；山东原油消费量占全国比重维持在20%以上，2011~2021年CAGR超全国水平4.73pct。

- **量价齐升受益于港口整合**:公司液体散货吞吐量在2022年实现1.12亿吨,2019~2022年CAGR为4.9%，单吨收入2019~2022年CAGR高达12.0%，我们认为主要受益于港口整合。
- **新增炼能叠加产能推进有望带动规模扩张**:山东省重大工程裕龙岛炼化一体化项目目标于2024年投产,有望带动相关需求,且公司收购日照港集团、烟台港集团液体散货相关资产的计划有望顺利推进,我们预计公司液体散货板块规模大幅扩张。

腹地输油管道完善，对接山东、江苏等地的炼厂相关吞吐需求。公司液体散货板块以原油为主要货种，后方腹地东黄复线、黄青管线、黄岛-中石化大炼油管线、黄岛-国家储备库管线、黄潍管线及董家口港-潍坊-鲁中、鲁北输油管道构成的输油运输网络，为山东、江苏等地方炼油企业提供了安全、经济、便捷、高效、环保的石油运输通道，有望受益于山东、江苏炼油企业相关吞吐需求。

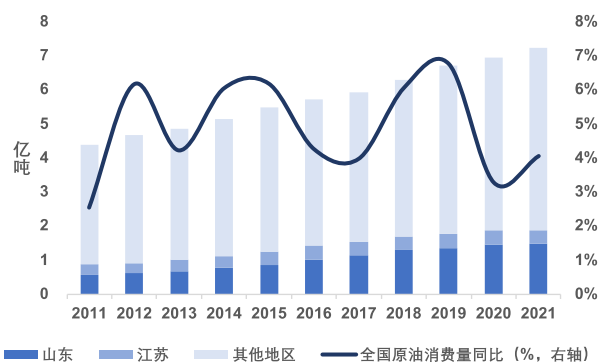
- **山东原油进口量占全国比重维持在16%~20%区间**。2021年,全国原油进口5.13亿吨,其中山东、江苏进口量分别实现0.94、0.28亿吨,占全国比重分别为18.24%、5.44%。2011~2021年,山东原油进口量CAGR为14.64%,超全国水平7.35pct。
- **山东原油消费量占全国比重维持在20%以上**。2021年,全国原油消费7.23亿吨,其中山东、江苏消费量分别实现1.49、0.40亿吨,占全国比重分别为20.58%、5.56%。2011~2021年,山东原油消费量CAGR为9.83%,超全国水平4.73pct。

图62：全国原油进口量结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图63：全国原油消费量结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

裕龙岛炼化一体化项目目标于 2024 年投产，我们预计带动相关吞吐需求。裕龙岛炼化一体化项目是山东省产业蝶变升级推动高质量发展的重大工程、新旧动能转换的标杆工程，规划产能 4000 万吨/年。项目分两期实施，一期项目主要建设 2000 万吨/年炼油，300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混合二甲苯，以及汽油、航空煤油、柴油、乙二醇、HDPE、UHMWPE、PP、EVA/LDPE、丁戊橡胶、集成橡胶和 ABS 等深加工装置。

表12：裕龙岛炼化一体化项目建设相关事件

时间	相关事件
2019 年 2 月	山东省政府工作报告中提及“全力推进烟台裕龙岛炼化一体化项目前期工作”。
2020 年 6 月	裕龙岛炼化一体化项目（一期）由山东省发改委核准。
2020 年 10 月	裕龙岛炼化一体化项目（一期）举行开工仪式。

资料来源：山东省政府网站，裕龙石化官网，信达证券研发中心

计划收购日照港集团、烟台港集团液体散货相关资产，有望扩张业务规模。2023 年 6 月末，公司发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告，拟发行股份及支付现金购买日照港集团、烟台港集团部分资产。

- **日照港集团旗下油品装卸相关业务或注入青岛港：**根据日照港集团公告，日照港集团油品装卸业务由旗下油品公司、日照实华运营。油品公司、日照实华均为日照港集团二级子公司，截至 2023 年上半年末，日照港集团持有油品公司 100% 股权、日照实华 50% 股权，若收购顺利完成，日照港集团旗下油品装卸相关业务将注入青岛港。
- **烟台港集团旗下油品装卸相关业务或部分注入青岛港：**根据烟台港集团公告，旗下烟台港股份、莱州港、联合管道等公司运营油品装卸业务。烟台港股份、莱州港、联合管道均为烟台港集团二级子公司，截至 2022 年末，烟台港集团持有烟台港股份 67.56% 股权、莱州港 60% 股权、联合管道 63.8% 股权，若收购顺利完成，烟台港集团旗下油品装卸相关业务将部分注入青岛港。
- **青岛港液体散货板块规模有望大幅扩张：**考虑到 2022 年日照港实现液体散货吞吐量 0.82 亿吨，2021 年烟台港实现液体散货吞吐量 0.52 亿吨，青岛港 2022 年液体散货吞吐量实现 1.12 亿吨，我们预计重组完成后，公司液体散货板块规模大幅扩张。
- **重组推进仍存不确定性：**根据公司 2023 年 12 月 27 日公告，本次交易所涉及的审计、评估、尽职调查工作量较大，且公司尚需与交易对方进一步沟通协商交易细节，相关工作进度延后，是否对本次交易方案进行调整存在不确定性。

表13：青岛港拟收购日照港集团、烟台港集团部分资产的相关数据

收购公司	主营业务	拟收购 股权	2022年数据				ROE
			总资产 亿元	归母净资产 亿元	营业收入 亿元	归母净利润 亿元	
来自日照港集团							
日照港油品码头有限公司 油品公司	油品装卸	100.00%	50.59	24.58	8.52	1.42	5.78%
日照实华原油码头有限公司 日照实华	油品装卸	50.00%	26.00	24.61	5.41	2.85	11.59%
日照港融港口服务有限公司 日照港融	船舶污染处理	100.00%	2.32	1.71	0.41	0.05	2.85%
来自烟台港集团							
烟台港股份有限公司 烟台港股份	主运营龙口港区、西港区、蓬莱港区，货种主要为油品、木材等	67.56%	178.80	45.31	61.97	1.02	2.25%
烟台港集团莱州港有限公司 莱州港	运营莱州港区，主要货种为油品	60.00%	20.56	17.96	4.19	0.88	4.90%
山东联合能源管道输送有限公司 联合管道	油品管道输送	53.88%	58.41	35.04	18.30	7.71	22.02%
烟台港航投资发展有限公司 港航投资	港口资产出租	64.91%	59.17	54.43	0.32	0.02	0.03%
烟台港运营保障有限公司 运营保障公司	供水供电	100.00%	2.54	2.14	0.75	0.002	0.09%
拟收购项目加权合计			271.46	136.34	99.89	8.28	6.08%
青岛港国际股份			574.76	374.00	192.63	45.25	12.10%
青岛港国际股份与拟收购项目合计			846.22	510.34	292.51	53.53	10.49%

资料来源：公司公告，日照港集团、烟台港集团公司公告，信达证券研发中心

五、盈利预测

5.1 盈利预测：我们预计 2023 年公司归母净利润实现 50.94 亿元

我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

1. 集装箱板块

- **集装箱吞吐量：**2023 年集装箱吞吐量基于公司公告中的公司预测数据，预计 2024~2025 年维持稳健增长，同比增速分别为 10%、10%。
- **集装箱板块单箱收入：**2022 年费率回升后，预计费率上行空间较小，2023~2025 年维持略增，同比增速分别为 5%、5%、5%。
- **QQCT 投资收益：**基于历史数据，QQCT 盈利能力略弱于公司集装箱板块并表业务，假设 2023~2025 年 QQCT 营收、成本及费用同比增速均与集装箱板块并表业务营收增速相同，即投资收益同比增速与集装箱板块并表业务营收增速相同。

2. 液体散货板块

- **液体散货吞吐量：**山东原油进口量、消费量维持稳健增长，暂不考虑公司收购日照港集团、烟台港集团相关资产落地，预计 2023~2025 年维持稳健增长，同比增速分别为 6%、5%、5%。
- **液体散货板块单吨收入：**随着经营层面的港口整合基本完成，预计回升空间有限，2023~2025 年维持略增，同比增速分别为 1%、1%、1%。
- **青岛实华投资收益：**基于历史数据，青岛实华盈利能力略弱于公司液体散货板块并表业务，假设 2023~2025 年青岛实华营收、成本及费用同比增速均与液体散货板块并表业务营收增速相同，即投资收益同比增速与液体散货板块并表业务营收增速相同。

3. 其他板块

- **干散货板块：**基于历史数据，板块业绩主要由并表业务驱动，且并表业务营收整体维持稳定，预计 2023~2025 年同比增速水平接近，同比增速分别为 22%、22%、22%。
- **物流及港口增值服务板块：**基于历史数据，板块业绩主要由并表业务驱动，且并表业务营收整体维持稳定，预计 2023~2025 年同比增速水平接近，同比增速分别为 23%、24%、24%。

表14：青岛港盈利预测简表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
集装箱板块					
集装箱吞吐量 万标准箱	2371	2682	3000	3300	3630
同比	7.72%	13.10%	11.9%	10%	10%
集装箱板块单箱收入 元/标准箱	201.38	231.25	242.81	254.95	267.70
同比	3.72%	14.83%	5.0%	5.0%	5.0%
集装箱板块并表业务收入 亿元	5.86	11.94	14.02	16.19	18.70
同比	189.97%	103.69%	17.45%	15.50%	15.50%
QQCT 投资收益 亿元	8.28	8.65	10.16	11.73	13.55
同比	-1.39%	4.43%	17.45%	15.50%	15.50%
液体散货板块					
液体散货吞吐量 亿吨	1.05	1.12	1.19	1.25	1.31
同比	3.70%	4.10%	6.00%	5.00%	5.00%
液体散货板块单吨收入 元/吨	45.79	46.95	47.42	47.89	48.37
同比	16.95%	2.53%	1.00%	1.00%	1.00%
液体散货板块并表业务收入 亿元	31.48	35.19	37.67	39.95	42.37
同比	40.88%	11.77%	7.06%	6.05%	6.05%
青岛实华投资收益 亿元	3.59	2.83	3.03	3.21	3.41
同比	4.80%	-21.14%	7.06%	6.05%	6.05%
其他板块					
干散货板块并表业务收入 亿元	36.73	39.73	42.55	44.70	46.95
同比	26.76%	19.49%	22.00%	22.00%	22.00%
物流及港口增值服务板块并表业务收入 亿元	68.99	81.42	93.64	107.68	123.83
同比	27.03%	19.96%	23.00%	24.00%	24.00%
公司整体财务数据					
营业收入 亿元	167.93	192.63	213.45	235.38	260.05
同比	27.03%	14.71%	10.81%	10.27%	10.48%
归母净利润 亿元	39.82	45.25	50.94	57.43	64.81
同比	3.65%	13.63%	12.58%	12.73%	12.85%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“买入”评级

我们对青岛港的盈利预测及估值：青岛港 2023~2025 年归母净利润预计分别为 50.94 亿元、57.43 亿元、64.81 亿元。基于 2024 年 1 月 11 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 8.9 倍，**2023~2025 年对应 PE 分别为 8.5、7.6、6.7 倍，PB (LF) 为 1.1 倍。**

公司估值低于行业水平：由于公司的业绩绝大部分由港口板块业务贡献，我们选取 SW 二级港口行业中港口板块贡献绝大部分业绩的 10 家沿海港口上市公司进行对比。基于 2024 年 1 月 11 日收盘价，10 家可比标的加权平均 PE (TTM) 为 17.5 倍，加权平均 PB (LF) 为 0.9 倍。公司当前 PE (TTM) 低于行业水平，PB (LF) 与行业水平接近。

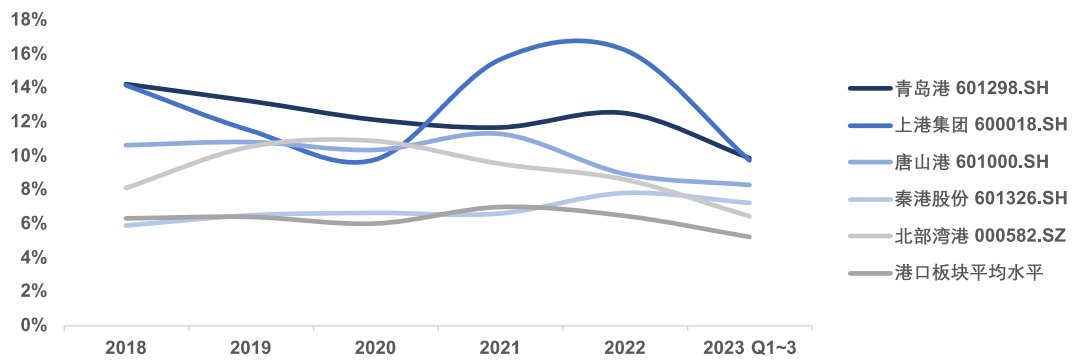
表15：青岛港可比估值表（2024 年 1 月 11 日）

证券代码	证券简称	市值 亿元 2024 年 1 月 11 日	PE					PB (LF)
			2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	
601018.SH	宁波港	691	16.4	14.5	14.3	14.3	13.9	0.9
001872.SZ	招商港口	398	11.9	10.7	11.0	10.3	9.6	0.7
601000.SH	唐山港	231	13.7	12.1	11.0	10.4	10.0	1.2
000582.SZ	北部湾港	135	13.0	12.2	12.0	10.8	9.6	1.0
601880.SH	辽港股份	300	23.5	28.1	-	-	-	0.9
601228.SH	广州港	235	21.8	22.3	-	-	-	1.2
601326.SH	秦港股份	151	11.5	11.1	-	-	-	0.9
600717.SH	天津港	120	16.1	13.0	-	-	-	0.6
000088.SZ	盐田港	208	46.3	36.0	-	-	-	1.1
600017.SH	日照港	84	13.3	12.7	-	-	-	0.6
10 家可比标的加权平均			18.7	17.5	12.7	12.3	11.7	0.9
601298.SH	青岛港	434	9.6	8.9	8.5	7.6	6.7	1.1

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：2023-2025 年盈利预测 PE 值除青岛港为信达交运团队预测外，其余公司数据为 Wind 一致预期。

公司 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先，2023 年前三季度以 9.88% 居首于港口板块。2022 年，公司 ROE 实现 12.51%，超出 A 股港口板块平均水平 6.03pct，在 A 股港口上市公司中仅次于上港集团，落后上港集团 3.73pct；2023 年前三季度，公司 ROE 实现 9.88%，超出 A 股港口板块平均水平 4.67pct，在 A 股港口上市公司中居首。

图64：青岛港 ROE 在 A 股港口上市公司中持续领先


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

持续分红确保投资价值。公司历史股息率持续领先行业，2020年起稳定在4%以上，仅次于唐山港。在业绩稳健增长的基础上，公司2022~2024年分红回报规划每年现金分红不低于当年可用于分配利润的40%。我们基于对公司2023年的盈利预测以及2024年1月11日收盘价，测算若分红比例为40%~50%，对应股息率为4.6%~5.8%。参考行业历史股息率，我们预计公司股息率领先行业，托底绝对收益价值。

表16：港口板块历史股息率

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022
601000.SH	唐山港	3.46%	8.06%	7.27%	7.30%
601298.SH	青岛港	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%
001872.SZ	招商港口	2.68%	2.39%	2.54%	3.13%
600018.SH	上港集团	2.51%	2.80%	3.47%	2.62%
601326.SH	秦港股份	2.82%	2.27%	2.01%	2.58%
601018.SH	宁波港	2.61%	2.09%	2.27%	2.43%
000582.SZ	北部湾港	1.98%	1.77%	2.29%	2.34%
600717.SH	天津港	1.43%	1.80%	2.41%	1.88%
600017.SH	日照港	0.86%	1.22%	1.42%	1.42%
601228.SH	广州港	1.10%	1.28%	1.71%	1.37%
000507.SZ	珠海港	0.81%	1.07%	1.86%	1.26%
601880.SH	辽港股份	1.03%	1.55%	1.56%	1.07%
601008.SH	连云港	0.05%	0.47%	0.78%	1.03%
600279.SH	重庆港	1.09%	0.65%	0.49%	1.01%
002040.SZ	南京港	0.61%	0.67%	0.87%	0.92%
000088.SZ	盐田港	0.27%	0.28%	0.57%	0.89%
000905.SZ	厦门港务	0.20%	0.25%	0.73%	0.83%
600190.SH	锦州港	0.65%	0.66%	0.70%	0.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表17：青岛港历史分红数据以及 2023 年分红测算

	2019	2020	2021	2022	2023E		
归母净利润 亿元	37.90	38.42	39.82	45.25	50.94		
分红比例	34.30%	44.30%	41.79%	38.63%	40%	45%	50%
现金分红总额 亿元	13.00	17.02	16.64	17.48	20.38	22.92	25.47
每股股利 元/股	0.20	0.26	0.26	0.27	0.31	0.35	0.39
股息率 (%) 2023E 数据基于 2024 年 1 月 11 日收盘价	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%	4.70%	5.29%	5.87%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2023 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

我们对青岛港的投资评级：我们认为公司当前价值低估，叠加 ROE、股息率持续领先，公司具备底部布局价值，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

- **港口整合推进不及预期:** 公司高度受益于港口整合,若港口整合推进不及预期,公司业绩或不及预期。
- **集装箱吞吐量不及预期:** 集装箱板块为公司业绩的重要组成部分,若集装箱吞吐量不及预期,公司业绩或不及预期。
- **液体散货吞吐量不及预期:** 液体散货板块为公司业绩的重要组成部分,若液体散货吞吐量不及预期,公司业绩或不及预期。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20,576	13,878	16,123	21,309	27,715	营业总收入	16,793	19,263	21,345	23,538	26,005
货币资金	9,131	9,183	8,540	13,069	18,732	营业成本	11,464	13,206	14,246	15,514	17,080
应收票据	56	96	88	97	107	营业税金及附加	147	145	172	191	206
应收账款	1,965	2,016	3,183	3,510	3,878	销售费用	55	107	119	131	144
预付账款	114	126	139	151	166	管理费用	917	952	1,083	1,215	1,316
存货	131	54	150	164	180	研发费用	83	111	123	136	150
其他	9,179	2,401	4,023	4,318	4,651	财务费用	-100	-184	-20	-14	-59
非流动资产	41,644	43,598	46,172	48,464	50,557	减值损失合计	-9	-9	0	0	0
长期股权投资	9,848	12,888	12,888	12,888	12,888	投资净收益	1,435	1,434	1,566	1,768	1,998
固定资产(合计)	19,385	22,184	24,766	27,181	29,424	其他	182	210	201	222	240
无形资产	3,218	3,202	3,202	3,202	3,202	营业利润	5,835	6,560	7,390	8,355	9,406
其他	9,193	5,324	5,315	5,193	5,043	营业外收支	1	-5	0	0	0
资产总计	62,220	57,476	62,294	69,772	78,272	利润总额	5,835	6,556	7,390	8,355	9,406
流动负债	16,417	8,687	9,666	10,460	11,434	所得税	1,169	1,309	1,478	1,671	1,880
短期借款	1,498	269	269	269	269	净利润	4,666	5,247	5,912	6,684	7,526
应付票据	1,237	1,035	1,383	1,506	1,658	少数股东损益	684	722	818	941	1,045
应付账款	1,504	1,435	1,809	1,970	2,169	归属母公司净利润	3,982	4,525	5,094	5,743	6,481
其他	12,177	5,948	6,205	6,715	7,338	EBITDA	5,422	6,258	8,779	9,905	11,065
非流动负债	5,786	7,512	7,347	7,347	7,347	EPS(当年)(元)	0.61	0.70	0.78	0.88	1.00
长期借款	0	1,543	1,543	1,543	1,543						
其他	5,786	5,970	5,804	5,804	5,804						
负债合计	22,202	16,199	17,013	17,807	18,780						
少数股东权益	4,466	3,877	4,695	5,636	6,682						
归属母公司股东权益	35,551	37,400	40,586	46,329	52,810						
负债和股东权益	62,220	57,476	62,294	69,772	78,272						

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,793	19,263	21,345	23,538	26,005
同比(%)	27.0%	14.7%	10.8%	10.3%	10.5%
归属母公司净利润	3,982	4,525	5,094	5,743	6,481
同比(%)	3.7%	13.6%	12.6%	12.7%	12.9%
毛利率(%)	31.7%	31.4%	33.3%	34.1%	34.3%
ROE%	11.2%	12.1%	12.6%	12.4%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.70	0.78	0.88	1.00
P/E	10.89	9.58	8.51	7.55	6.69
P/B	1.22	1.16	1.07	0.94	0.82
EV/EBITDA	5.47	4.83	4.29	3.35	2.48

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,921	6,233	4,100	6,656	7,518
净利润	4,666	5,247	5,912	6,684	7,526
折旧摊销	1,167	1,330	1,409	1,564	1,718
财务费用	-88	-95	72	72	72
投资损失	4	-1,436	-1,436	-1,566	-1,768
营运资金变动	-1,330	1,240	-1,744	137	231
其它	-58	-52	18	-32	-31
投资活动现金流	2,192	-795	-2,436	-2,056	-1,783
资本支出	-2,436	-2,925	-3,916	-3,824	-3,781
长期投资	3,723	-297	0	0	0
其他	904	2,426	1,480	1,768	1,998
筹资活动现金流	-2,964	-4,692	-2,323	-72	-72
吸收投资	103	14	-99	0	0
借款	3,681	1,731	0	0	0
支付利息或股息	-2,483	-2,340	-1,820	-72	-72
现金流净增加额	2,131	773	-643	4,529	5,664

研究团队简介

左前明，中国矿业大学(北京)博士，注册咨询(投资)工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作)，从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。