



Research and  
Development Center

# 央企港口投资运营平台，海内外布局协同并进

—招商港口(001872)公司深度报告

2024年9月10日

匡培钦 交运行业首席分析师  
执业编号 S1500524070004  
邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

证券研究报告

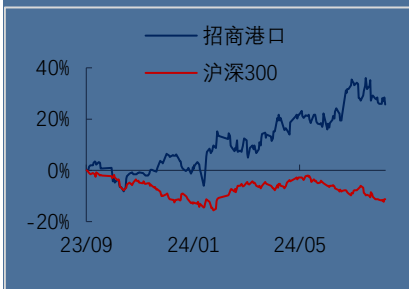
公司研究

公司深度报告

招商港口 (001872)

投资评级 增持

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)	20.16
52 周内股价波动区间 (元)	21.56-14.55
最近一月涨跌幅 (%)	-0.75
总股本 (亿股)	25.00
流通 A 股比例 (%)	75.15
总市值 (亿元)	497.85

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

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

# 招商港口 (001872.SZ) 深度报告：央企港口投资运营平台，海内外布局协同并进

2024 年 9 月 10 日

本期内容提要：

- 招商港口统筹招商局港口资产，利润主要来自深圳西部港区、上港集团、宁波港、海外港口投资。其中，国内港口业务利润受益于出口热度，海外港口业务利润短期受益于“红海事件”影响，长期有望受益于“前港-中区-后城”模式于“一带一路”的持续推广。
- 世界领先的港口运营商，统筹招商局港口资产。招商局港口集团股份有限公司（招商港口 001872.SZ）是全球领先的港口投资、开发和运营商，统筹管理招商局港口业务。公司持续完善全球港口网络，国内布局沿海主要枢纽港，为上港集团、宁波港的第二大股东，海外布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲和北美洲等地区。公司利润结构以港口业务为核心，2023 年，珠三角、上港集团、宁波港、海外分别贡献港口业务利润 16.54%、39.11%、21.48%、17.80%的比重。
- 国内：侧重华东华南集装箱枢纽港，出口热度支撑业绩。公司国内港口资产分布于全国各地，控股港口集中在珠三角、东南、西南区域，国内母港为深圳西部港区。2023 年，公司国内港口业务利润实现 38.33 亿元，同比增长 6.26%，2020~2023 年 CAGR 为 18.28%，珠三角区域、上港集团、宁波港分别贡献公司 20.12%、47.58%、26.13%的比重。现阶段我国出口热度持续，2024 年 1~7 月，公司中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量实现 9156.9 万标准箱，同比增长 9.77%。其中，深圳进出口金额实现 2.59 万亿元，同比高增 29.6%，高于全国水平 23.4 个百分点，其中出口金额实现 1.65 万亿元，同比高增 32.1%，高于全国水平 25.4 个百分点，带动珠三角地区港口集装箱吞吐量同比高增 19.6%。
- 海外：“一带一路”沿线投资，短期长期均具成长空间。公司海外港口资产主要分布于东南亚、非洲、南美等地区，控股码头集中在斯里兰卡、印尼、多哥、巴西等国家，海外母港为斯里兰卡 CICT、HIPG。投资项目区位高度匹配“一带一路”，其中，斯里兰卡 CICT 及 HIPG、印尼 NPH、吉布提 PDSA 位于 21 世纪海上丝绸之路关键节点；法国 TL、土耳其 Kumport 位于丝绸之路经济带关键节点。2023 年，公司海外港口业务利润实现 8.30 亿元，同比下滑 11.48%，控股公司贡献 72.24%的比重。
- 短期：“红海事件”航线调整带动公司海外港口吞吐量高增。2023 年 12 月以来，“红海事件”导致的航线调整带动公司海外港口集

装箱吞吐量高增，其中斯里兰卡 CICT、吉布提 PDSA 在 2024 年 1~7 月分别实现集装箱吞吐量增长 6.8%、70.3%。

- **长期：有望推广“前港-中区-后城”模式，成长空间可期。**“前港-中区-后城”模式促进港口、园区、城市三位一体综合发展，实现港口资产价值向腹地延伸，现已完成多个成功案例。我们认为“前港-中区-后城”模式的后续推广有望带动公司海外港口业务长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**招商港口布局国内外重点港口，国内外利润有望稳健上行，且持续分红赋予投资价值，我们预计公司 2024~2026 年实现营业收入 174.45、185.58、194.71 亿元，同比增长 10.76%、6.38%、4.92%，实现归母净利润 40.26、41.59、44.00 亿元，同比增长 12.73%、3.30%、5.80%，对应 EPS 为 1.61、1.66、1.76 元，2024 年 9 月 9 日收盘价对应 PE 为 12.5 倍、12.1 倍、11.5 倍。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。
- **股价催化剂：**深圳、上海、宁波出口热度超预期；海外港口受益于“红海事件”航线调整超预期；“一带一路”相关吞吐量超预期。
- **风险提示：**投资收益不及预期；港口网络协同不及预期；国内出口热度不及预期；“红海事件”影响不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	16,230	15,750	17,445	18,558	19,471
增长率 YoY %	6.2%	-3.0%	10.8%	6.4%	4.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,339	3,572	4,026	4,159	4,400
增长率 YoY%	24.3%	7.0%	12.7%	3.3%	5.8%
毛利率%	40.5%	40.8%	42.8%	43.6%	43.9%
净资产收益率ROE%	6.1%	6.1%	6.6%	6.5%	6.6%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.43	1.61	1.66	1.76
市盈率 P/E(倍)	15.10	14.11	12.52	12.12	11.46
市净率 P/B(倍)	0.93	0.86	0.82	0.79	0.76

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 9 月 9 日收盘价

## 目录

投资聚焦 .....	6
一、世界领先的港口运营商，统筹招商局港口资产 .....	7
1.1 整合招商局港口资产，现权益集装箱吞吐量位列全球第 2 .....	7
1.2 业务聚焦港口投资运营，业绩稳增且股息率处于行业前列 .....	11
二、国内：侧重华东华南集装箱枢纽港，出口热度支撑业绩 .....	14
2.1 国内港口：布局全国，华东、华南集装箱枢纽港贡献主要业绩 .....	14
2.2 受益于出口热度，国内集装箱吞吐量实现高增 .....	16
三、海外：“一带一路”沿线投资，短期长期均具成长空间 .....	20
3.1 海外港口：布局匹配“一带一路”，控股公司贡献主要业绩 .....	20
3.2 短期：“红海事件”航线调整带动公司海外港口吞吐量高增 .....	22
3.3 长期：有望推广“前港-中区-后城”模式，成长空间可期 .....	23
四、盈利预测与估值 .....	24
4.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润实现 40.26 亿元 .....	24
4.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级 .....	24
五、风险提示 .....	26

## 表目录

表 1：招商港口主要业务板块 .....	7
表 2：招商港口股权重组相关事件 .....	8
表 3：港口板块历史股息率 .....	13
表 4：招商港口国内港口投资情况 .....	14
表 5：招商港口海外港口投资情况 .....	20
表 6：吉布提“前港-中区-后城”模式相关事件 .....	23
表 7：招商港口盈利预测简表 .....	24
表 8：招商港口可比估值表 .....	25

## 图目录

图 1：招商港口控股、参股的港口企业布局全球 .....	7
图 2：招商港口股权结构（截至 2023 年末） .....	9
图 3：招商港口的归母净利润主要由招商局港口贡献 .....	10
图 4：招商局港口净利润主要由投资收益贡献 .....	10
图 5：招商港口净利润主要由投资收益贡献 .....	10
图 6：2023 年全球码头运营商集装箱权益吞吐量排行榜 .....	10
图 7：招商港口营业收入 .....	11
图 8：招商港口归母净利润 .....	11
图 9：招商港口营业收入结构 .....	11
图 10：招商港口毛利润结构 .....	11
图 11：招商港口净利润结构 .....	12
图 12：招商港口港口业务利润结构 .....	12
图 13：招商港口港口业务 ROE-分地区 .....	12
图 14：招商港口国内港口布局 .....	15
图 15：招商港口国内港口业务利润结构 .....	16
图 16：2023 年全球集装箱吞吐量前 10 港口（全港口口径） .....	16

图 17: 美国季调库存、销售总额同比.....	16
图 18: 美国洛杉矶港集装箱进口量结构.....	17
图 19: 美国洛杉矶港集装箱进口量空箱比率.....	17
图 20: 中国进出口金额及同比.....	17
图 21: 招商港口中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量.....	17
图 22: 深圳进出口金额及同比.....	18
图 23: 招商港口珠三角集装箱吞吐量.....	18
图 24: 上海进出口金额及同比.....	18
图 25: 上港集团集装箱吞吐量.....	18
图 26: 宁波进出口金额及同比.....	19
图 27: 宁波港集装箱吞吐量.....	19
图 28: 招商港口海外港口布局.....	21
图 29: 招商港口国内港口业务利润结构.....	21
图 30: “红海事件”导致航线调整.....	22
图 31: 招商港口斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量.....	22
图 32: 招商港口吉布提 PDSA 集装箱吞吐量.....	22

## 投资聚焦

招商港口统筹招商局港口资产，利润主要来自深圳西部港区、上港集团、宁波港、海外港口投资。其中，国内港口业务利润受益于出口热度，海外港口业务利润短期受益于“红海事件”影响，长期有望受益于“前港-中区-后城”模式于“一带一路”的持续推广。

**世界领先的港口运营商，统筹招商局港口资产。**招商局港口集团股份有限公司（招商港口 001872.SZ）是全球领先的港口投资、开发和运营商，统筹管理招商局港口业务。公司持续完善全球港口网络，国内布局沿海主要枢纽港，为上港集团、宁波港的第二大股东，海外布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲和北美洲等地区。公司利润结构以港口业务为核心，2023年，珠三角、上港集团、宁波港、海外分别贡献港口业务利润**16.54%、39.11%、21.48%、17.80%**的比重。

公司国内港口资产分布于全国各地，**控股港口集中在珠三角、东南、西南区域**，国内母港为深圳西部港区。2023年，公司国内港口业务利润实现38.33亿元，同比增长6.26%，2020~2023年CAGR为18.28%，**珠三角区域、上港集团、宁波港分别贡献公司20.12%、47.58%、26.13%**的比重。现阶段我国出口热度持续，2024年1~7月，公司中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量实现9156.9万标准箱，同比增长9.77%。其中，深圳进出口金额实现2.59万亿元，同比高增**29.6%**，高于全国水平**23.4**个百分点，其中出口金额实现1.65万亿元，同比高增**32.1%**，高于全国水平**25.4**个百分点，带动珠三角地区港口集装箱吞吐量同比高增**19.6%**。

公司海外港口资产主要分布于东南亚、非洲、南美等地区，**控股码头集中在斯里兰卡、印尼、多哥、巴西等国家**，海外母港为斯里兰卡 CICT、HIPG。投资项目区位优势匹配“一带一路”，其中，斯里兰卡 CICT 及 HIPG、印尼 NPH、吉布提 PDSA 位于**21世纪海上丝绸之路关键节点**；法国 TL、土耳其 Kumport 位于**丝绸之路经济带关键节点**。2023年，公司海外港口业务利润实现8.30亿元，同比下滑11.48%，**控股公司贡献72.24%**的比重。

- **短期：“红海事件”航线调整带动公司海外港口吞吐量高增。**2023年12月以来，“红海事件”导致的航线调整带动公司海外港口集装箱吞吐量高增，其中斯里兰卡 CICT、吉布提 PDSA 在2024年1~7月分别实现集装箱吞吐量增长**6.8%、70.3%**。
- **长期：有望推广“前港-中区-后城”模式，成长空间可期。**“前港-中区-后城”模式促进港口、园区、城市三位一体综合发展，实现港口资产价值向腹地延伸，现已完成多个成功案例。我们认为“前港-中区-后城”模式的后续推广有望带动公司海外港口业务长期成长空间。



# 一、世界领先的港口运营商，统筹招商局港口资产

招商局港口集团股份有限公司（招商港口 001872.SZ）是全球领先的港口投资、开发和运营商，核心业务包括港口主业与综合开发。公司持续完善全球港口网络，国内布局沿海主要枢纽港，海外布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲和北美洲等地区。

表1: 招商港口主要业务板块

业务板块	业务内容
核心业务	<p><b>港口投资:</b> 重点在全球主枢纽港、门户港以及市场潜力大、经济增长快、发展前景好的地区布局，捕捉港口、物流及相关基础设施投资机会，进一步完善<b>全球港口网络</b>。</p> <p><b>港口运营:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>集装箱:</b> 为船公司提供靠泊及装卸船服务、为船公司及货主提供集装箱堆存服务、为拖车公司提供吊箱服务等；同时提供集装箱拆拼箱、租箱、修箱等业务；</li> <li>● <b>散杂货:</b> 在港区内进行散杂货的装卸搬运以及堆场堆存作业。主要装卸货种为粮食、钢材、木材、砂石等。</li> </ul>
	<p><b>综合开发</b></p> <p>为客户（物流公司/贸易公司/货主等）提供仓库/堆场租赁、库内/堆场装卸操作、报关、场站拆拼箱、多式联运、物流运输、仓储增值服务等服务。基于临港土地资源，进行综合开发，提升土地价值。提高商业物业价值，为客户提供优质的物业租赁等相关服务。</p>
培育业务	<p><b>智慧科技</b></p> <p>聚焦智慧港口解决方案、智慧港口开放平台、智慧港口科技运营，加速推动行业从“数字化”向“数智化”升级，持续赋能港口的生产、管理、服务、生态等核心业务，数字科技为港口企业注入新动能。</p>
	<p><b>生态延伸</b></p> <p>以港口为核心以及港口拖轮服务、理货业务、工程监理和管理业务，通过整合港口生态服务资源，推动港口物流价值链上下游的协同与合作，以资源开放和共享为重要抓手，促进贸易顺畅发展，提升港口服务链的物流、信息流、资金流的高效运转，助力客户降本增效。</p>

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图1: 招商港口控股、参股的港口企业布局全球



资料来源：公司公告，Google Maps，信达证券研发中心整理绘制

## 1.1 整合招商局港口资产，现权益集装箱吞吐量位列全球第2

持续整合招商局旗下港口资产，现统筹管理招商局港口业务。招商局集团逐步梳理港口相关资产以解决同业竞争问题，将招商局港口（0144.HK）的控股权归入深赤湾，将深赤湾更名为招商局港口集团股份有限公司（招商港口 001872.SZ / 招港 B 201872.SZ），并以招商港口为招商局集团港口业务板块总部。

**表2: 招商港口股权重组相关事件**

时间	事件
2012年11月	招商局国际(0144.HK, 招商局港口的前身)的控股子公司南山集团将旗下深赤湾(深赤湾A 000022.SZ/深赤湾B 200022.SZ)的57.52%的股份委托给招商局国际,招商局国际控制深赤湾66.10%的权益,深赤湾的控股股东从南山集团变更为招商局国际。 托管股份前,历史因素导致在深圳区域内深赤湾与招商局国际在集装箱港口业务方面存在一定的同业竞争,托管股份后,招商局国际承诺在3~5年通过资产重组等方式彻底解决同业竞争问题。
2013年4月	深赤湾原控股股东南山集团以17.87亿元的对价向招商局国际全资子公司码来仓储转让深赤湾25%的股权,转让完成后,招商局国际持股深赤湾33.58%,并托管32.52%的股份,深赤湾的实控人仍为招商局集团。
2016年8月	<b>招商局国际(0144.HK)更名为招商局港口。</b>
2018年6月	为归集招商局集团对深赤湾的股权,并解决深赤湾的同业竞争问题,招商局集团通过全资子公司招商局港通分别以53.41、41.06亿元向南山集团、码来仓储收购深赤湾32.52%、25%的股份,并通过全资子公司布罗德福国际以7.38亿元向景峰企业收购深赤湾8.58%的股份。 股份转让完成后,深赤湾控股股东从招商局国际变更为招商局港通,原招商局港口与深赤湾之间的同业竞争问题变更为招商局集团与深赤湾之间的同业竞争问题,相关避免同业竞争承诺由招商局集团承继。
2018年11月	为解决境内外资本平台的结构性矛盾,解决同业竞争的问题,深赤湾向招商局投资发展CMID发行11.49亿股股票购买招商局港口(0144.HK)39.51%的股权。 交易完成后,CMID、招商局港通分别持有深赤湾64.05%、20.68%股权,由于布罗德福国际同时控制CMID、招商局港通,深赤湾控股股东从招商局港通变为布罗德福国际,招商局港口控股股东从CMID变更为深赤湾。同时,招商局香港与深赤湾签署《一致行动协议》,约定本次发行股份购买资产完成后,招商局香港就其受托行使的招商局港口22.67%股份的表决权应当与深赤湾在招商局港口股东大会审议事项的表决上无条件保持一致,并以深赤湾的意见为准进行表决。
2018年12月	深赤湾控股招商局港口后,将建设成招商局集团港口业务板块总部,成为港口资产以及资本运作和管理平台,更名招商局港口集团股份有限公司(招商港口 001872.SZ/招港B 201872.SZ)。
2020年7月	招商局投资发展有限公司CMID更名招商局港口投资发展有限公司CMPID。
2022年3月	招商港口以自有资金在香港设立全资子公司港口发展(香港)有限公司,并将所持有的招商局港口(0144.HK)股份出资过户至港口发展(香港)。
2022年9月	招商港口向浙江海港集团非公开发行5.77亿股股票,完成后浙江海港集团持有招商港口23.08%的股份,为招商港口的第二大股东。 同时,招商港口认购宁波舟山港股份(宁波港 601018.SH)非公开发行的36.47亿股股票,完成后直接持有宁波港20.98%的股份,为宁波港的第二大股东。

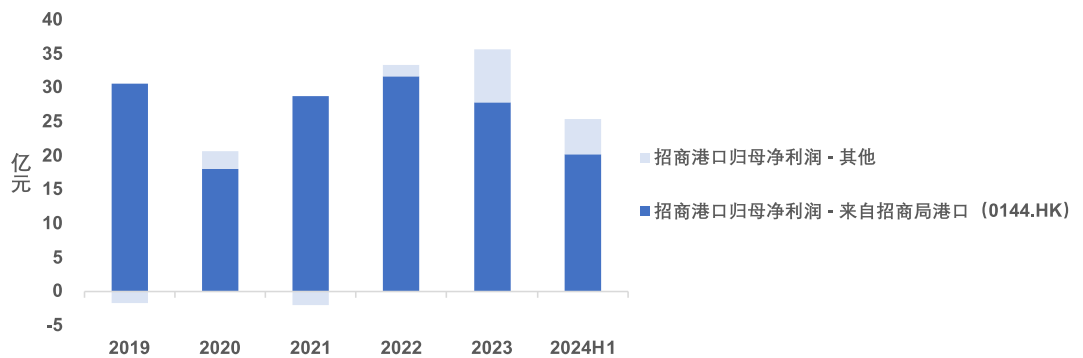
资料来源:招商港口、招商局港口、宁波港、深赤湾公司公告,信达证券研发中心

**股权结构:**招商港口旗下港口资产范围与控股子公司招商局港口高度近似。招商港口(001872.SZ)与其控股子公司招商局港口(0144.HK)在旗下港口资产范围上的主要差异在于宁波港(601018.SH)与深圳西部港区的股权结构。

- **上港集团股权结构:**招商局港口通过亚吉投资间接持有上港集团28.05%股份,为上港集团第二大股东。
- **宁波港股权结构:**2022年9月,随着招商局与浙江海港集团合作深入,浙江海港集团成为招商港口第二大股东,同时招商港口成为浙江海港集团控股子公司宁波港的第二大股东。招商局合计控制宁波港23.08%的股份,其中招商港口直接持股20.98%,招商局港口通过招商局国际码头(宁波)间接持股2.10%。
- **深圳西部港区股权结构:**深圳西部港区包括赤湾港、蛇口港、妈湾港、大铲湾港等港区。其中,赤湾港原由深赤湾控股并运营,资产整合后现由招商港口直接控股运营;蛇口港、妈湾港等原由招商局港口控股并运营,资产整合后保留原股权关系。

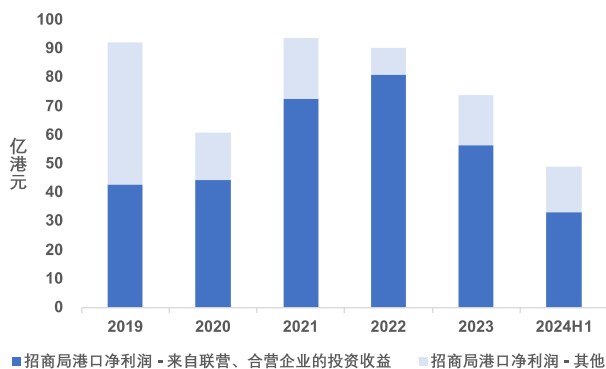




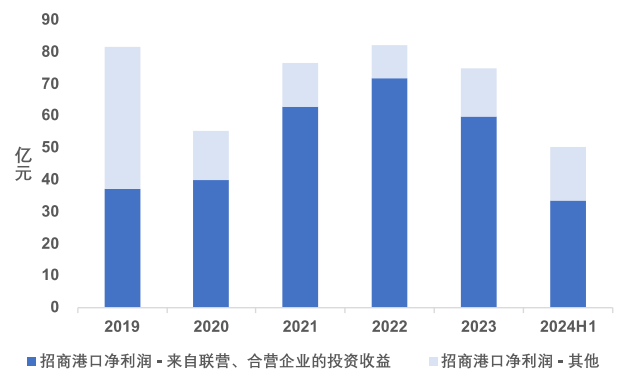
**图3：招商港口的归母净利润主要由招商局港口贡献**


资料来源：招商港口、招商局港口公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：招商局港口原始报表采用港币计量，我们采用Wind导出的人民币口径数据测算，测算结果或存在误差。

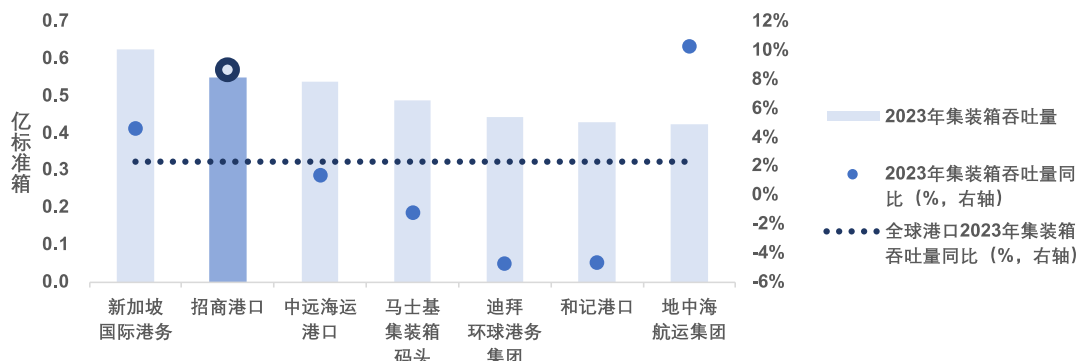
**图4：招商局港口净利润主要由投资收益贡献**


资料来源：招商局港口公司公告，信达证券研发中心

**图5：招商港口净利润主要由投资收益贡献**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

得益于资产持续整合，现公司权益集装箱吞吐量世界领先。据权威航运资讯机构德鲁里 Drewry 统计，2023 年公司权益集装箱吞吐量实现 0.55 亿标准箱，位列全球码头运营商第 2，且同比增速实现 8.7%，高于全球水平 6.4 个百分点。

**图6：2023 年全球码头运营商权益集装箱吞吐量排行榜**


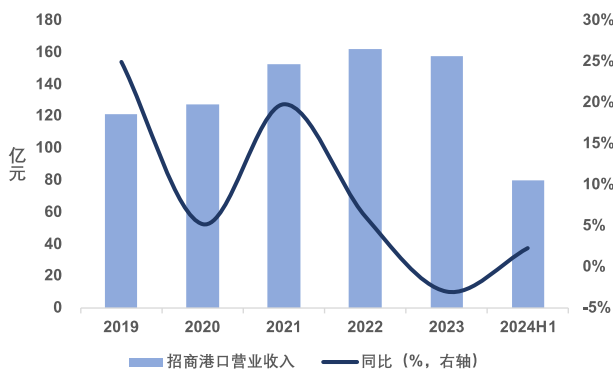
资料来源：Drewry，信达证券研发中心

## 1.2 业务聚焦港口投资运营，业绩稳增且股息率处于行业前列

业绩稳健增长。

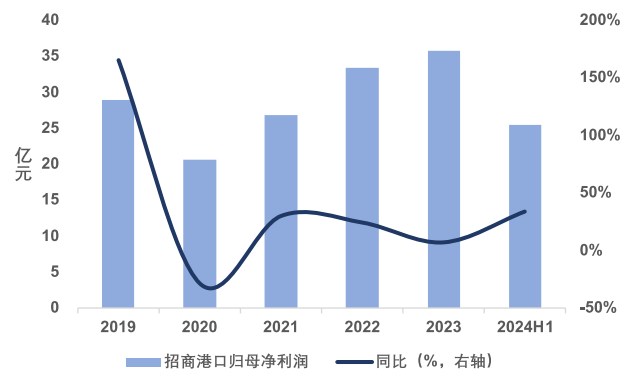
- **营收**：2023 年实现 157.50 亿元，同比下滑 2.96%，2020~2023 年 CAGR 为 7.28%。2024 年上半年实现 79.75 亿元，同比增长 2.31%。
- **归母净利润**：2023 年实现 35.72 亿元，同比增长 6.98%，2020~2023 年 CAGR 为 **20.03%**。其中，2020 年归母净利润下滑主要系 2019 年土地整备带动资产处置收益偏高；2022 年归母净利润高增主要系 2022 年 9 月公司完成收购宁波港(601018.SH)20.98%股权。**2024 年上半年实现 25.47 亿元，同比增长 33.88%**，主要系公司子公司收到其少数股东支付的营运补偿款，转回前期计提的减值准备，同时受益于青岛港股价变动带动的公允价值损益。

图7：招商港口营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

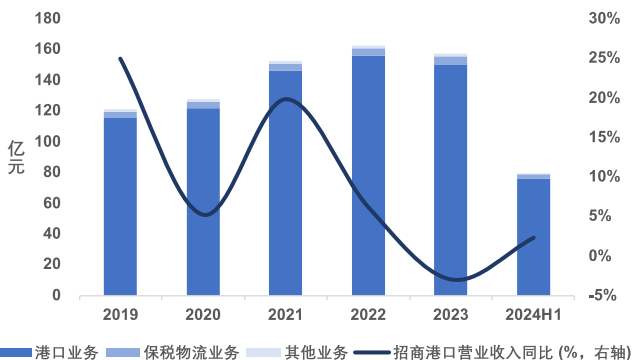
图8：招商港口归母净利润



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

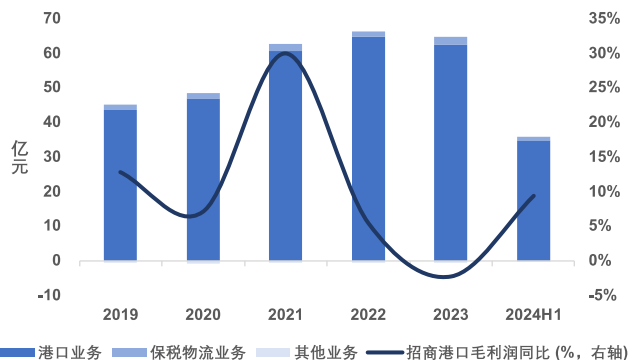
**业务结构：以港口业务为核心。**从公司营收结构上看，港口业务占比稳定在 95% 以上；从公司毛利润结构上看，港口业务占比稳定在 97% 以上；从公司净利润结构上看，基于分部报告口径，若不考虑未分配的金额，2022 年起港口业务占比稳定在 96% 以上。

图9：招商港口营业收入结构

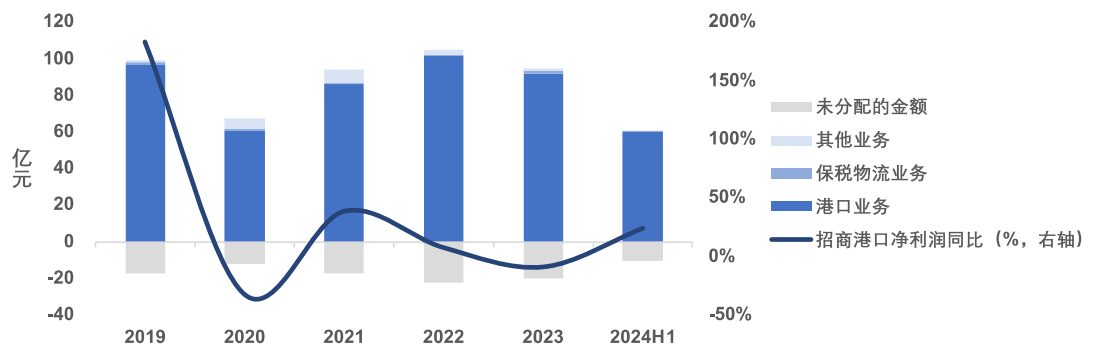


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10：招商港口毛利润结构



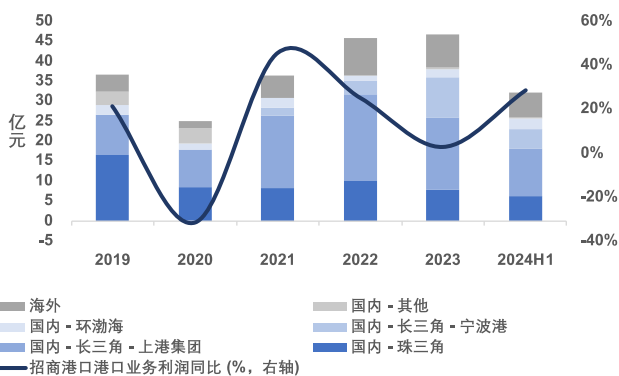
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图11: 招商港口净利润结构**


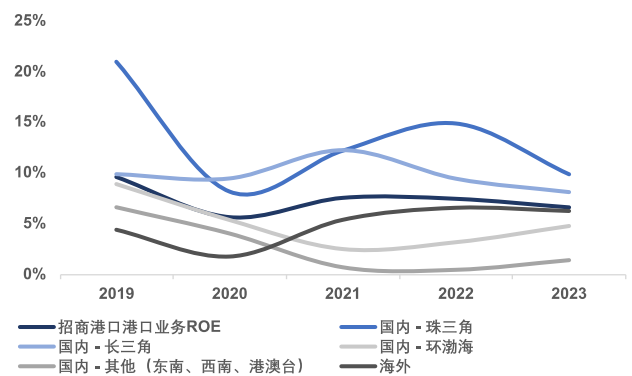
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**港口业务利润结构: 珠三角、上港集团、宁波港、海外贡献重要比重。**基于招商港口、招商局港口的财务报表, 若不考虑分部报告口径下未分配的金额, 我们测算, 公司港口业务利润在 2023 年实现 46.63 亿元, 同比增长 2.60%, 2020~2023 年 CAGR 为 23.04%, 在 2024 年上半年实现 32.21 亿元, 同比增长 28.41%; 公司港口业务 ROE 维持在 7% 附近波动, 2023 年实现 6.60%。分区域看:

- **国内港口业务:** 2023 年 ROE 实现 6.73%, 在公司港口业务利润贡献 82.20% 的比重; 2024 年上半年在公司港口业务利润贡献 80.48% 的比重。
  - **珠三角港口业务:** 2023 年 ROE 实现 9.87%, 在公司港口业务利润贡献 16.54% 的比重; 2024 年上半年在公司港口业务利润贡献 19.32% 的比重。
  - **长三角港口业务:** 2023 年 ROE 实现 8.12%, 其中上港集团、宁波港分别在公司港口业务利润贡献 39.11%、21.48% 的比重; 2024 年上半年上港集团、宁波港分别在公司港口业务利润贡献 36.33%、15.37% 的比重。
- **海外港口业务:** 2023 年 ROE 实现 6.22%, 在公司港口业务利润贡献 17.80% 的比重; 2024 年上半年在公司港口业务利润贡献 19.52% 的比重。

**图12: 招商港口港口业务利润结构**


资料来源: 招商港口、招商局港口公司公告, Wind, 信达证券研发中心

**图13: 招商港口港口业务 ROE-分地区**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**分红：积极提升分红比例，股息率进入行业前列。**从 2021~2023 年，公司分红比例从 30.78% 提升至 40.60%，带动股息率从 2.54% 提升至 3.63%，2023 年位列港口板块第 4。

表3：港口板块历史股息率

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023
601000.SH	唐山港	3.46%	8.06%	12.73%	7.30%	5.71%
601298.SH	青岛港	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%	4.74%
000088.SZ	盐田港	0.27%	0.28%	0.57%	0.89%	3.73%
<b>001872.SZ</b>	<b>招商港口</b>	<b>2.68%</b>	<b>2.39%</b>	<b>2.54%</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.63%</b>
600018.SH	上港集团	2.51%	2.80%	3.47%	2.62%	3.51%
601326.SH	秦港股份	2.82%	2.27%	2.01%	2.58%	2.91%
000582.SZ	北部湾港	1.98%	1.77%	2.29%	2.34%	2.60%
601018.SH	宁波港	2.61%	2.09%	2.27%	2.43%	2.56%
600717.SH	天津港	1.43%	1.80%	2.41%	1.88%	2.48%
600017.SH	日照港	0.86%	1.22%	1.42%	1.42%	2.36%
002040.SZ	南京港	0.61%	0.67%	0.87%	0.92%	1.43%
000905.SZ	厦门港务	0.20%	0.25%	0.73%	0.83%	1.39%
601228.SH	广州港	1.10%	1.28%	1.71%	1.37%	1.37%
601880.SH	辽港股份	1.03%	1.55%	1.56%	1.07%	1.32%
601008.SH	连云港	0.05%	0.47%	0.78%	1.03%	1.23%
600279.SH	重庆港	1.09%	0.65%	0.49%	1.01%	1.01%
600190.SH	ST 锦港	0.65%	0.66%	0.70%		0.69%

资料来源：Wind，信达证券研发中心



## 二、国内：侧重华东华南集装箱枢纽港，出口热度支撑业绩

公司国内港口资产分布于全国各地，控股港口集中在珠三角、东南、西南区域，国内母港为深圳西部港区。2023年，公司国内港口业务利润实现38.33亿元，同比增长6.26%，2020~2023年CAGR为18.28%，珠三角区域、上港集团、宁波港分别贡献公司**20.12%、47.58%、26.13%**的比重。现阶段我国出口热度持续，2024年1~7月，公司中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量实现9156.9万标准箱，同比增长9.77%。其中，深圳进出口金额实现2.59万亿元，同比高增**29.6%**，高于全国水平**23.4**个百分点，其中出口金额实现1.65万亿元，同比高增**32.1%**，高于全国水平**25.4**个百分点，带动珠三角地区港口集装箱吞吐量同比高增**19.6%**。

### 2.1 国内港口：布局全国，华东、华南集装箱枢纽港贡献主要业绩

公司国内港口资产分布于全国各地，控股港口集中在珠三角、东南、西南区域，国内母港为深圳西部港区。

表4：招商港口国内港口投资情况

区域	港口公司	持股情况	2023年集装箱吞吐量 万标准箱	2023年散杂货吞吐量 亿吨
珠三角	深圳西部港区 国内母港	控股	1358.2	0.16
	顺德新港	控股	38.5	0.17
	珠江内河货运码头	参股	87.9	0.07
	东莞麻涌	控股		0.04
长三角	上港集团	参股	4915.8	0.84
	宁波舟山港	参股	4272.0	6.45
环渤海	天津港集装箱码头	参股	822.2	
	QQCTU	参股	1065.0	
	辽港股份	参股	1143.8	2.51
	QQTU	参股		0.14
	青岛董家口	参股		0.75
	莱州港务	参股		0.20
东南沿海	漳州码头	控股	35.6	0.09
	汕头港	控股	164.4	0.06
	厦门湾港务	控股		0.05
西南沿海	湛江港	控股	127.1	0.94
港台	招商货柜 / 现代货箱	控股 / 参股	415.5	
	台湾高明货柜	参股	167.0	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

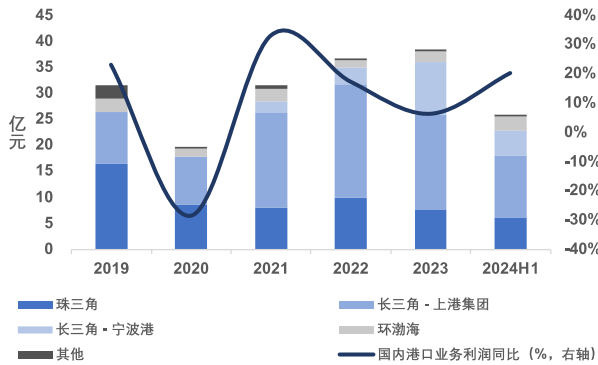
**图14：招商港口国内港口布局**


资料来源：公司公告，高德地图，信达证券研发中心整理绘制

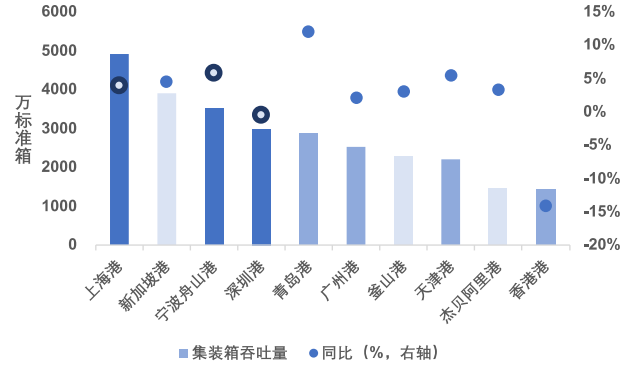
全国前三集装箱枢纽港支撑公司国内港口业务利润。我们测算，2023年，公司国内港口业务利润实现38.33亿元，同比增长6.26%，2020~2023年CAGR为18.28%，主要系2022年收购宁波港20.98%股权。2024年上半年，公司国内港口业务利润实现25.93亿元，同比增长20.13%，主要受益于深圳等地集装箱吞吐量高增，以及青岛港股价变动带动的公允价值损益等因素。

- 分区域看：2023年，珠三角区域、上港集团、宁波港、环渤海区域分别贡献公司国内港口业务利润20.12%、47.58%、26.13%、5.35%的比重。2024年上半年，珠三角区域、上港集团、宁波港、环渤海区域分别贡献公司国内港口业务利润24.01%、45.14%、19.10%、10.14%的比重。

- 考虑到深圳西部港区为公司国内母港，且吞吐量规模在公司控股港口公司中较为突出，我们认为公司珠三角港口业务利润主要由深圳西部港区贡献。2023年，上海港、宁波舟山港、深圳港集装箱吞吐量分别实现4916、3530、2988万标准箱，分别位列世界第1、3、4，支撑公司国内港口业务利润。

**图15：招商港口国内港口业务利润结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

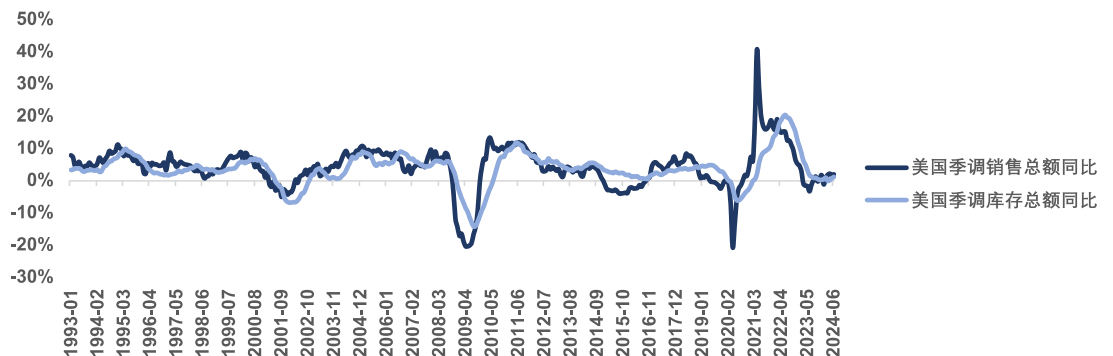
**图16：2023年全球集装箱吞吐量前10港口（全港口口径）**


资料来源：美国交通杂志AJOT, Port Authorities, Terminal Operators, Press Reports, Govt. Agencies, Public Organizations, 信达证券研发中心

## 2.2 受益于出口热度，国内集装箱吞吐量实现高增

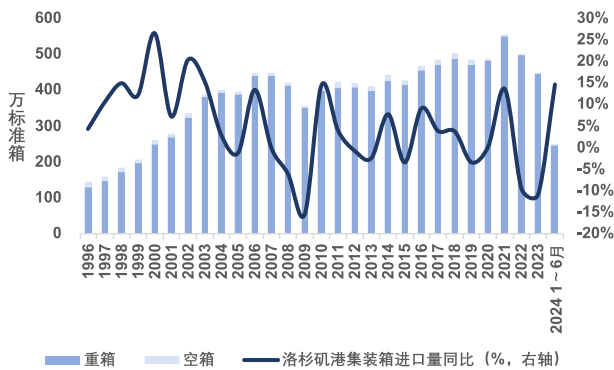
美国持续补库带动我国出口热度。现阶段美国逐步进入补库周期，且部分外贸企业为规避美国大选后加征关税的风险而提前累库，带动我国出口热度。

- 现阶段或为美国库存周期起点：目前美国库存、销售总额同比处于低点，且距离美国2020年初开启的库存周期已约50个月，对比过去的库存周期，当前时点或处于旧周期末、新周期初。

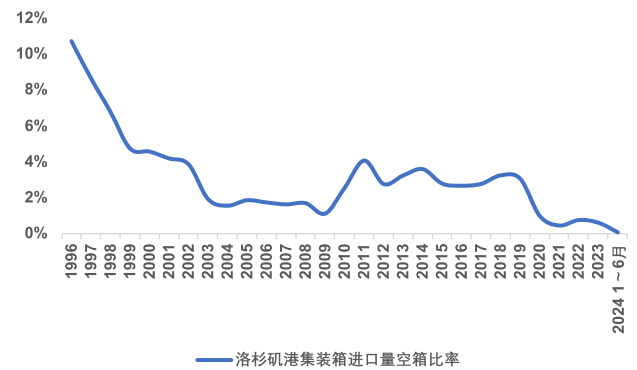
**图17：美国季调库存、销售总额同比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

- 美国集装箱进口量高企：2024年1~7月，美国最大集装箱进口港洛杉矶港集装箱进口量实现297.07万标准箱，同比增长17.98%，其中重箱进口量实现296.77万标准箱，同比增长19.00%，且空箱比率落至历史最低水平0.10%。

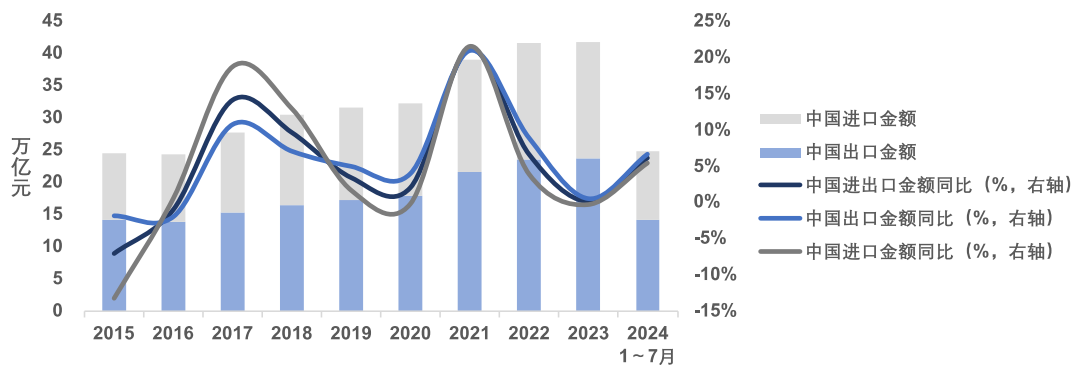
**图18: 美国洛杉矶港集装箱进口量结构**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图19: 美国洛杉矶港集装箱进口量空箱比率**


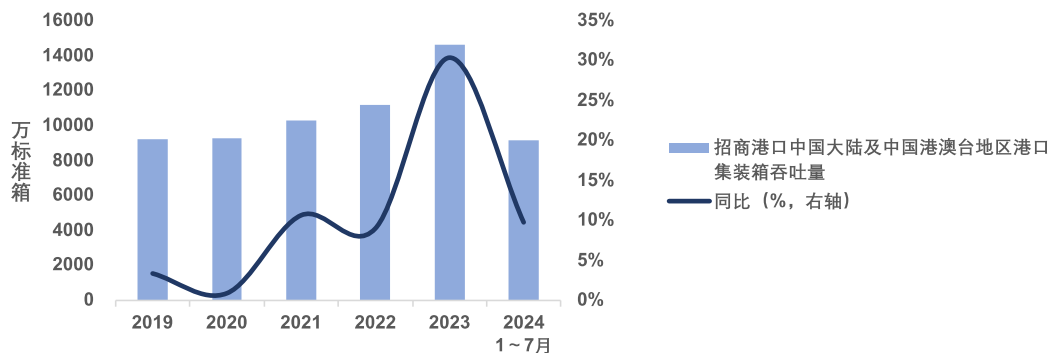
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- **我国出口金额高增:** 2024年1~7月,我国进出口金额实现24.83亿元,同比增长6.2%,其中出口金额实现14.26亿元,同比增长6.7%,占进出口金额比重从2014年的54.44%提升至57.41%。

**图20: 中国进出口金额及同比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

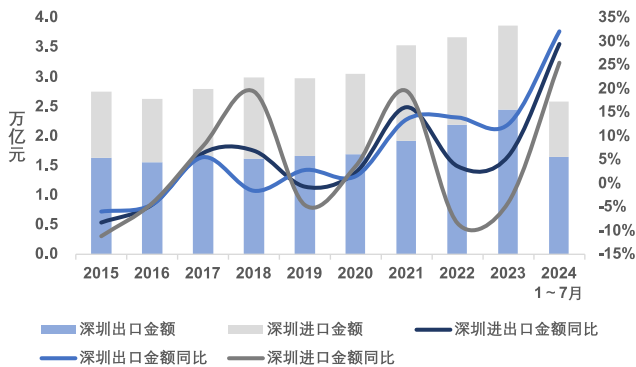
出口热度持续的背景下,公司国内各核心港口集装箱吞吐量稳增。2024年1~7月,公司中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量实现9156.9万标准箱,同比增长9.77%。其中,受益于深圳进出口金额高增,珠三角地区港口集装箱吞吐量同比高增**19.6%**。

**图21: 招商港口中国大陆及中国港澳台地区港口集装箱吞吐量**


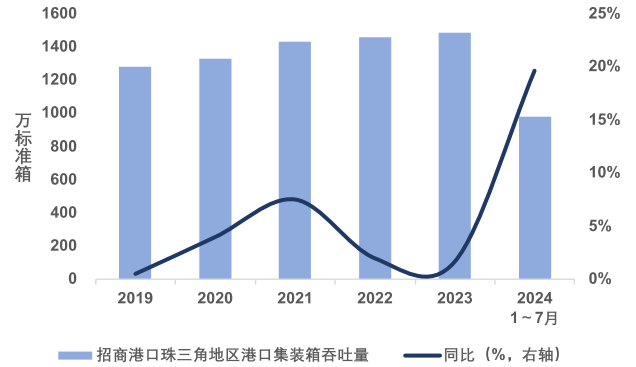
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



- **深圳：2024年1~7月，深圳进出口金额实现2.59万亿元，同比高增29.6%，高于全国水平23.4个百分点，其中出口金额实现1.65万亿元，同比高增32.1%，高于全国水平25.4个百分点，带动公司珠三角地区港口集装箱吞吐量实现982.9万标准箱，同比高增19.6%。**

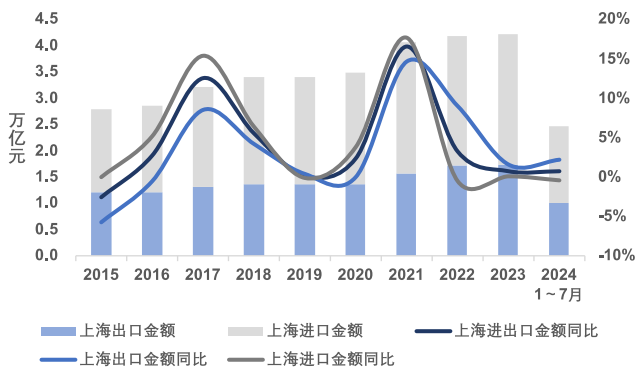
**图22：深圳进出口金额及同比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

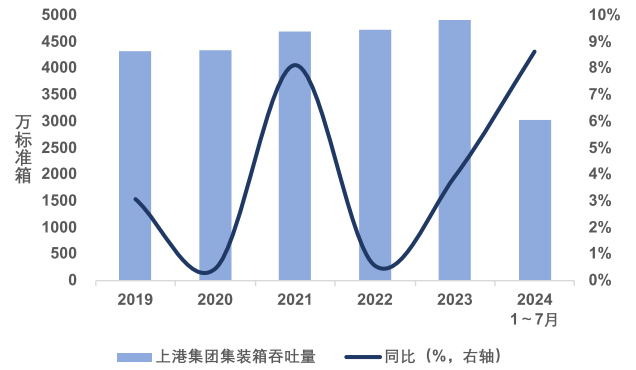
**图23：招商港口珠三角集装箱吞吐量**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **上海：2024年1~7月，上海进出口金额实现2.46万亿元，同比增长0.7%，其中出口金额实现1.01万亿元，同比增长2.2%；上港集团集装箱吞吐量实现3034.7万标准箱，同比增长8.62%。**

**图24：上海进出口金额及同比**


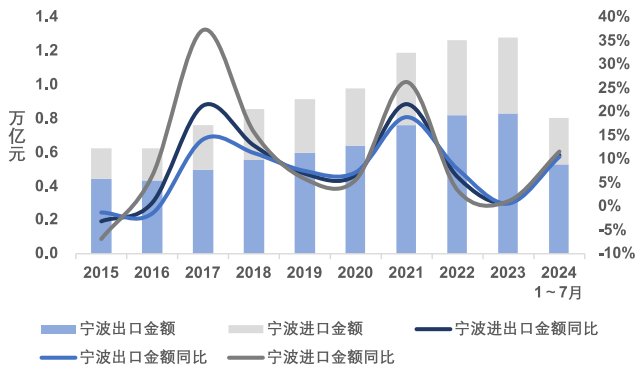
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图25：上港集团集装箱吞吐量**


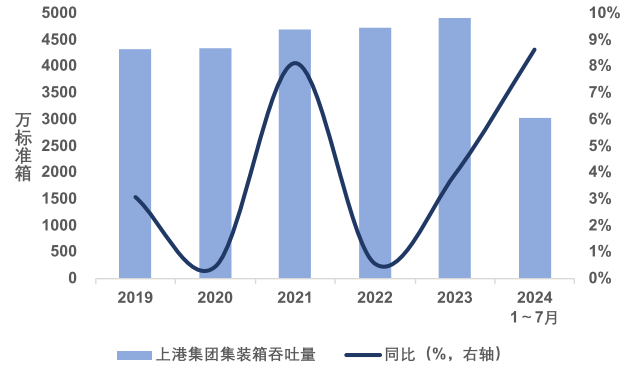
资料来源：Wind，信达证券研发中心

- **宁波：2024年1~7月，宁波进出口金额实现0.81万亿元，同比增长10.9%，高于全国水平4.7个百分点，其中出口金额实现0.53万亿元，同比增长10.6%，高于全国水平3.9个百分点；宁波港集装箱吞吐量实现2304万标准箱，同比增长7.36%。**



**图26: 宁波进出口金额及同比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图27: 宁波港集装箱吞吐量**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、海外：“一带一路”沿线投资，短期长期均具成长空间

公司海外港口资产主要分布于东南亚、非洲、南美等地区，控股码头集中在斯里兰卡、印尼、多哥、巴西等国家，海外母港为斯里兰卡 CICT、HIPG。投资项目区位高度匹配“一带一路”，其中，斯里兰卡 CICT 及 HIPG、印尼 NPH、吉布提 PDSA 位于 21 世纪海上丝绸之路关键节点；法国 TL、土耳其 Kumport 位于丝绸之路经济带关键节点。2023 年，公司海外港口业务利润实现 8.30 亿元，同比下滑 11.48%，控股公司贡献 72.24% 的比重。

- **短期：“红海事件”航线调整带动公司海外港口吞吐量高增。**2023 年 12 月以来，“红海事件”导致的航线调整带动公司海外港口集装箱吞吐量高增，其中斯里兰卡 CICT、吉布提 PDSA 在 2024 年 1~7 月分别实现集装箱吞吐量增长 6.8%、70.3%。
- **长期：有望推广“前港-中区-后城”模式，成长空间可期。**“前港-中区-后城”模式促进港口、园区、城市三位一体综合发展，实现港口资产价值向腹地延伸，现已完成多个成功案例。我们认为“前港-中区-后城”模式的后续推广有望带动公司海外港口业务长期成长空间。

#### 3.1 海外港口：布局匹配“一带一路”，控股公司贡献主要业绩

公司海外港口资产主要分布于东南亚、非洲、南美等地区，控股码头集中在斯里兰卡、印尼、多哥、巴西等国家，海外母港为斯里兰卡 CICT、HIPG。投资项目区位高度匹配“一带一路”，其中，斯里兰卡 CICT 及 HIPG、印尼 NPH、吉布提 PDSA 位于 21 世纪海上丝绸之路关键节点；法国 TL、土耳其 Kumport 位于丝绸之路经济带关键节点。

表5：招商港口海外港口投资情况

国家	港口公司	持股情况	2023 年集装箱吞吐量 万标准箱	2023 年散杂货吞吐量 亿吨
斯里兰卡	CICT (Colombo International Container Terminals Ltd.) 海外母港	控股	324.8	
	HIPG (Hambantota International Port Group) 海外母港	控股		0.02
巴西	TCP (TCP Participações S.A)	控股	125.3	
多哥	LCT (Lome Container Terminal Ltd.)	控股	160.1	
印尼	NPH (PT Nusantara Pelabuhan Handal TBK)	控股	N/A	N/A
法国	TL (Terminal Link S.A.S.)	参股	2544.1	
土耳其	Kumport (Kumport Liman Hizmetleri ve Lojistik Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi)	参股	131.7	0.004
吉布提	PDSA (Port de Djibouti S.A.)	参股	88.7	0.04
尼日利亚	TICT (Tin-Can Island Container Terminal Ltd.)	参股	31.7	

资料来源：公司公告，同花顺，信达证券研发中心

图28：招商港口海外港口布局

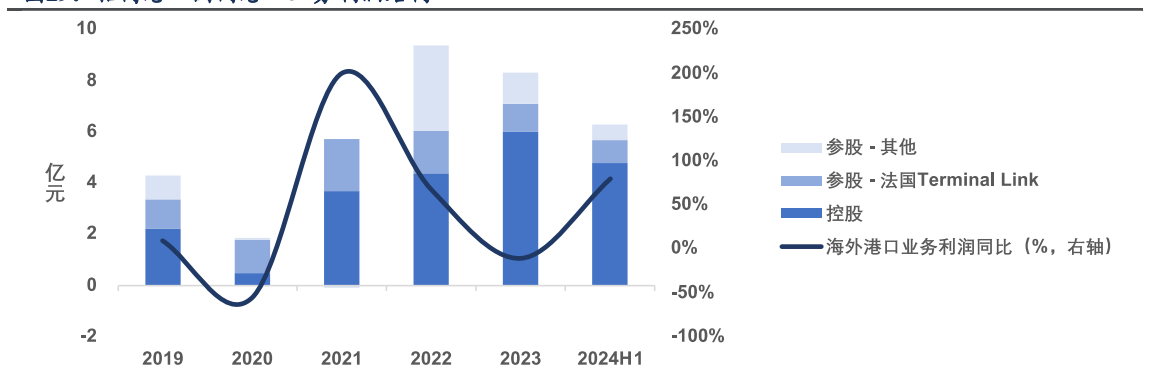


资料来源：公司公告，同花顺，Google Maps，天地图，信达证券研发中心整理绘制

公司海外港口业务利润主要由控股公司贡献。我们测算，2023年，公司海外港口业务利润实现8.30亿元，同比下滑11.48%，2020~2023年CAGR为64.24%，主要系2020年海外疫情影响正常经营。2024年上半年，公司海外港口业务利润实现6.29亿元，同比高增79.41%，主要受益于集装箱吞吐量高增。

- **海外控股公司**：在公司海外港口业务利润中，2023年贡献72.24%的比重，2024年上半年贡献75.92%的比重。
- **海外参股公司**：在公司海外港口业务利润中，2023年贡献27.76%的比重，其中法国Terminal Link贡献13.12%的比重；2024年上半年贡献24.08%的比重，其中法国Terminal Link贡献14.48%的比重。

图29：招商港口国内港口业务利润结构

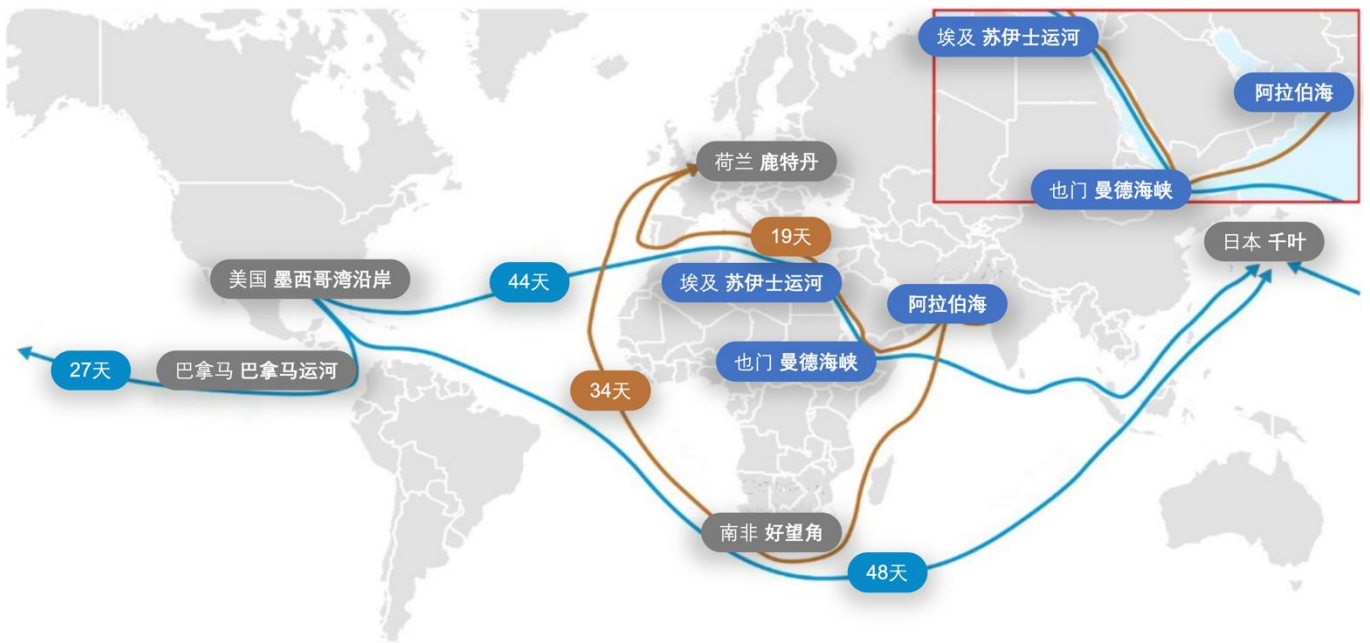


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 短期：“红海事件”航线调整带动公司海外港口吞吐量高增

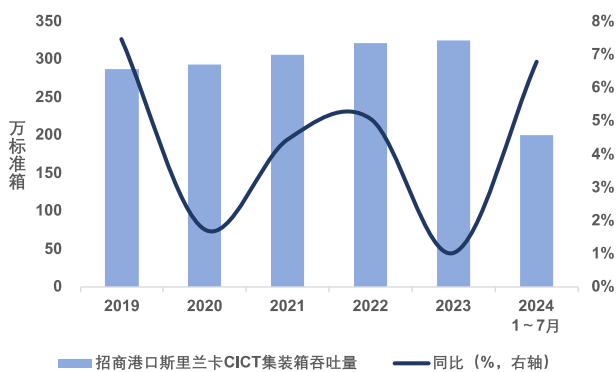
2023年12月以来，“红海事件”导致亚太发往欧洲的船舶需绕航至好望角，并导致经苏伊士运河往美国东海岸的船舶绕航，**航线调整带动公司海外港口集装箱吞吐量高增**。2024年1~7月，公司海外港口实现集装箱吞吐量2149.4万标准箱，同比增长10.2%，其中斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量200.0万标准箱，同比增长6.8%，吉布提 PDSA 实现集装箱吞吐量75.1万标准箱，**同比高增70.3%**。

图30：“红海事件”导致航线调整



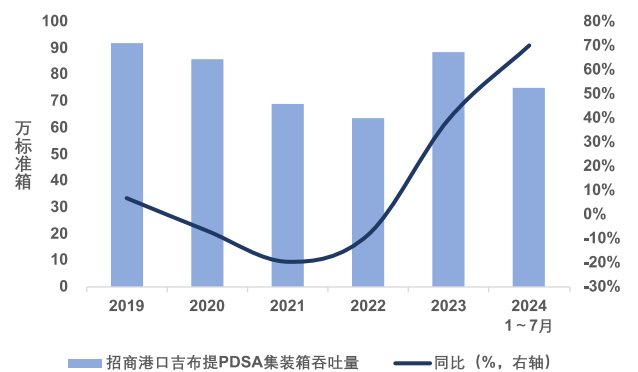
资料来源：EIA，信达证券研发中心整理绘制

图31：招商港口斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

图32：招商港口吉布提 PDSA 集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心



### 3.3 长期：有望推广“前港-中区-后城”模式，成长空间可期

**“前港-中区-后城”模式：培育腹地资源，奠基港口网络长期空间。**“前港-中区-后城”模式由招商局集团旗下的招商蛇口首创，为城市规划、开发与运营的片区发展整体解决方案，促进港口、园区、城市三位一体综合发展，**实现港口资产价值向腹地延伸。**以公司“前港-中区-后城”吉布提案例为例，持续的腹地资源培育带动相关吞吐量稳步提升。

**表6：吉布提“前港-中区-后城”模式相关事件**

时间	事件
2013年2月	招商局以1.85亿美元收购吉布提港有限公司（PDSA）23.5%的股份。招商局入股吉布提港后，通过推动DMP新港区的建设和运营模式转变， <b>实现吉布提港经营管理全面提升，货物吞吐量和老港经常性利润分别相当于招商局入股前的160%和284%。</b>
2016年11月	招商局牵头与吉政府签署吉布提自贸区投资协议，自贸区规划面积约48.2平方公里。
2018年7月	吉布提自贸区正式开园。开园后，先后吸引 <b>义乌商城、中电信息、传音、东风商用车、中集、广物控股、国网电商等中国行业龙头企业合作</b> ，不断丰富产业服务功能，打造国际商贸物流中心和出口加工中心。
2021年10月	吉布提自贸区已有189家国际企业入驻，已建成仓库出租率为100%。商贸物流业务稳步发展，园区货物操作量累计达到89万立方米。园区运营公司自身创造就业岗位近200个，整个园区创造直接就业岗位近2000个，极大地提高了当地劳动就业率。
2022年6月	招商局集团和吉布提港口与自贸区管理局基于老港片区改造共同投资建设的特别展示综合体开业，综合体包含的吉布提国际展示中心（建筑面积约5000平米）和配套的国际标准公寓住宿设施（拥有121间公寓客房、会议室及餐厅等设施）， <b>全面展示老港片区的整体规划和发展蓝图，并为吉布提青年提供众创空间。</b>

资料来源：发改委中国一带一路网，信达证券研发中心

有望于“一带一路”沿线推广“前港-中区-后城”模式，长期成长空间可期。招商蛇口以“前港-中区-后城”模式参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设，提升城市资源利用效率效果显著，已入选广东自贸试验区投资便利化十大案例，在国内漳州、重庆、天津、青岛等地推广，且已拓展至白俄罗斯、吉布提、斯里兰卡等国。我们认为“前港-中区-后城”模式的后续推广有望带动公司海外港口业务长期成长空间。



## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润实现 40.26 亿元

我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

- 珠三角集装箱吞吐量：**2024 年 1~7 月受益于深圳出口热度已实现同比高增 19.6%，我们预计 2024 年剩余月份延续高增速，后续逐步回落，2024~2026 年同比增速分别为 15%、5%、3%。
- 海外港口集装箱吞吐量：**2024 年 1~7 月受益于“红海事件”已实现同比增长 10.2%，我们预计 2024 年剩余月份延续高增速，后续逐步回落，2024~2026 年同比增速分别为 11%、5%、3%。
- 上港集团贡献投资收益（合并报表口径）：**上港集团为公司业绩重要组成部分，基于 Wind 一致预期，我们预计 2024~2026 年同比增速分别为 8.03%、-0.76%、3.29%。

表7：招商港口盈利预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>基础假设数据</b>					
珠三角港口集装箱吞吐量 万标准箱	1460.4	1484.6	1707.3	1792.7	1846.4
同比	1.98%	1.66%	15%	5%	3%
海外港口集装箱吞吐量 万标准箱	3387.7	3406.4	3781.1	3970.2	4089.3
同比	0.91%	0.55%	11%	5%	3%
上港集团贡献投资收益（合并报表口径） 亿元	47.63	37.01	39.98	39.68	40.98
同比	13.66%	-22.29%	8.03%	-0.76%	3.29%
<b>公司整体财务数据</b>					
营业收入 亿元	162.30	157.50	174.45	185.58	194.71
同比	6.19%	-2.96%	10.76%	6.38%	4.92%
归母净利润 亿元	33.37	35.72	40.26	41.59	44.00
同比	24.26%	7.02%	12.73%	3.30%	5.80%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级

**我们对招商港口的盈利预测及估值：**我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 40.26、41.59、44.00 亿元。基于 2024 年 9 月 9 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 12.0 倍，2024~2026 年对应 PE 分别为 12.5、12.1、11.5 倍，PB (LF) 为 0.9 倍。

**公司估值对比行业水平偏低：**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 9 月 9 日收盘价，10 家可比标的加权平均 PE (TTM) 为 14.9 倍，加权平均 PB (LF) 为 1.1 倍。公司当前 PE (TTM)、PB (LF) 低于行业水平。

**表8：招商港口可比估值表**

证券代码	证券简称	市值 亿元 2024 年 9 月 9 日	PE					PB (LF)
			2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
601298.SH	青岛港	547	11.1	10.9	10.5	9.8	9.1	1.3
601000.SH	唐山港	289	15.0	14.5	14.3	13.7	13.1	1.5
601326.SH	秦港股份	182	11.9	11.1	11.2	10.7	10.0	1.0
000088.SZ	盐田港	186	16.8	13.1	17.8	16.2	15.6	1.4
600717.SH	天津港	122	12.4	12.4	12.2	11.5	10.9	0.6
000582.SZ	北部湾港	160	14.2	13.9	13.2	12.2	-	0.9
601018.SH	宁波港	644	13.8	13.7	-	-	-	0.9
601880.SH	辽港股份	293	21.8	25.1	-	-	-	0.7
601228.SH	广州港	232	21.5	22.1	-	-	-	1.1
600017.SH	日照港	82	12.7	14.5	-	-	-	0.6
<b>10 家可比标的加权平均</b>			<b>14.9</b>	<b>14.9</b>	<b>12.7</b>	<b>11.9</b>	<b>11.2</b>	<b>1.1</b>
<b>001872.SZ</b>	<b>招商港口</b>	<b>504</b>	<b>14.1</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>	<b>12.1</b>	<b>11.5</b>	<b>0.9</b>

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：2024~2026 年盈利预测 PE 值除招商港口、青岛港、唐山港为信达交运团队预测外，其余公司数据为 Wind 一致预期。

**我们对招商港口的投资评级：**考虑到公司业绩有望稳健增长，且持续分红赋予投资价值，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

## 五、风险提示

- **投资收益不及预期:** 投资收益是公司业绩的重要组成部分,若投资收益不及预期,公司业绩或不及预期。
- **港口网络协同不及预期:** 公司港口业务经营高度受益于港口网络协同,若协同不及预期,公司业绩或不及预期。
- **国内出口热度不及预期:** 公司国内港口集装箱吞吐量受益于国内出口热度,若出口热度不及预期,公司业绩或不及预期。
- **“红海事件”影响不及预期:** 公司海外港口集装箱吞吐量受益于“红海事件”影响,若“红海事件”影响不及预期,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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>20,417</b>	<b>23,483</b>	<b>20,918</b>	<b>19,694</b>	<b>21,113</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,230</b>	<b>15,750</b>	<b>17,445</b>	<b>18,558</b>	<b>19,471</b>
货币资金	13,616	16,080	12,023	10,632	11,912	营业成本	9,650	9,318	9,981	10,471	10,930
应收票据	36	325	135	144	151	营业税金及附加	282	313	347	369	387
应收账款	1,276	1,104	1,223	1,301	1,365	销售费用	0	0	0	0	0
预付账款	64	38	53	56	58	管理费用	1,765	1,777	1,968	2,093	2,196
存货	225	219	227	239	249	研发费用	288	224	248	264	277
其他	5,200	5,718	7,257	7,323	7,378	财务费用	2,259	1,839	1,496	1,334	1,172
<b>非流动资产</b>	<b>177,170</b>	<b>175,074</b>	<b>179,407</b>	<b>183,404</b>	<b>187,382</b>	减值损失合计	-22	-191	-19	-19	-19
长期股权投资	92,364	96,666	99,416	102,231	105,168	投资净收益	7,378	6,349	6,874	7,039	7,342
固定资产(合计)	32,033	28,987	30,119	31,103	31,936	其他	-56	372	732	308	323
无形资产	19,277	18,073	17,842	17,611	17,380	<b>营业利润</b>	<b>9,286</b>	<b>8,809</b>	<b>10,992</b>	<b>11,355</b>	<b>12,155</b>
其他	33,496	31,348	32,031	32,458	32,898	营业外收支	59	-10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>197,587</b>	<b>198,557</b>	<b>200,326</b>	<b>203,098</b>	<b>208,495</b>	利润总额	9,345	8,799	10,992	11,355	12,155
<b>流动负债</b>	<b>26,540</b>	<b>29,096</b>	<b>26,222</b>	<b>22,932</b>	<b>21,638</b>	所得税	1,113	1,304	1,628	1,682	1,801
短期借款	7,164	15,714	13,714	10,177	8,660	<b>净利润</b>	<b>8,232</b>	<b>7,496</b>	<b>9,364</b>	<b>9,673</b>	<b>10,354</b>
应付票据	0	73	27	28	29	少数股东损益	4,893	3,924	5,337	5,513	5,954
应付账款	811	692	741	777	811	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,339</b>	<b>3,572</b>	<b>4,026</b>	<b>4,159</b>	<b>4,400</b>
其他	18,565	12,616	11,740	11,950	12,137	EBITDA	7,560	7,684	15,618	15,930	16,700
<b>非流动负债</b>	<b>42,725</b>	<b>43,892</b>	<b>40,736</b>	<b>38,736</b>	<b>36,736</b>	EPS(当年)(元)	1.61	1.43	1.61	1.66	1.76
长期借款	12,390	18,228	16,228	15,228	14,228						
其他	30,335	25,664	24,509	23,509	22,509						
<b>负债合计</b>	<b>69,265</b>	<b>72,987</b>	<b>66,958</b>	<b>61,668</b>	<b>58,375</b>						
少数股东权益	74,030	66,722	72,060	77,573	83,527						
归属母公司股东权益	54,291	58,848	61,308	63,857	66,594						
<b>负债和股东权益</b>	<b>197,587</b>	<b>198,557</b>	<b>200,326</b>	<b>203,098</b>	<b>208,495</b>						

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,230	15,750	17,445	18,558	19,471
同比(%)	6.2%	-3.0%	10.8%	6.4%	4.9%
归属母公司净利润	3,339	3,572	4,026	4,159	4,400
同比(%)	24.3%	7.0%	12.7%	3.3%	5.8%
毛利率(%)	40.5%	40.8%	42.8%	43.6%	43.9%
ROE%	6.1%	6.1%	6.6%	6.5%	6.6%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.43	1.61	1.66	1.76
P/E	15.10	14.11	12.52	12.12	11.46
P/B	0.93	0.86	0.82	0.79	0.76
EV/EBITDA	9.72	10.39	5.65	5.28	4.75

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,920</b>	<b>6,580</b>	<b>7,205</b>	<b>7,386</b>	<b>7,721</b>
净利润	8,232	7,496	9,364	9,673	10,354
折旧摊销	3,298	3,304	3,129	3,241	3,372
财务费用	2,532	2,185	1,657	1,454	1,279
投资损失	-594	-7,378	-6,349	-6,874	-7,039
营运资金变动	-325	-274	218	81	85
其它	561	218	-290	-24	-26
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13,964</b>	<b>3,767</b>	<b>-1,574</b>	<b>-174</b>	<b>18</b>
资本支出	-2,120	-1,785	-3,924	-3,873	-3,821
长期投资	-13,614	139	-1,386	-524	-567
其他	1,770	5,412	3,736	4,224	4,405
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,516</b>	<b>-7,985</b>	<b>-9,602</b>	<b>-8,602</b>	<b>-6,459</b>
吸收投资	10,642	218	253	0	0
借款	-1,242	14,387	-4,000	-4,537	-2,517
支付利息或股息	-4,733	-5,168	-3,107	-3,065	-2,942
<b>现金流净增加额</b>	<b>840</b>	<b>2,451</b>	<b>-4,057</b>	<b>-1,391</b>	<b>1,280</b>

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。



## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。