

非金融公司 | 公司深度 | 招商港口 (001872)

全球领先港口运营平台，国内外布局助力成长



| 报告要点

全球经济企稳，外需回暖为我国出口持续创造有利条件，公司主控的深西港区具备腹地资源和航线结构优势，集装箱吞吐量增速高于深圳整港，同时公司是国内枢纽港口上港集团和宁波港的第二大股东，贡献投资收益增厚公司利润；公司在东南亚 RCEP 贸易区，以及中东、拉美等经济增速较快，制造业发展潜力较大的区域广泛布局港口资产，深度受益于一带一路合作倡议带动贸易额提升，同时依托海外主控码头延伸产业链，有望培育新的利润增长点。

| 分析师及联系人



曾智星



李蔚

SAC: S0590524100004 SAC: S0590522120002

招商港口 (001872)

全球领先港口运营平台，国内外布局助力成长

行业： 交通运输/航运港口
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 21.21 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,501/1,924
 流通A股市值(百万元) 36,990.02
 每股净资产(元) 23.96
 资产负债率(%) 36.75
 一年内最高/最低(元) 24.94/14.71

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

招商港口：全球领先的港口投资、开发和运营商

公司是招商局集团旗下港口板块核心企业及全球港口资产的资本运作和管理平台，在海内外广泛布局优质港口资产。公司盈利维持稳健增长，2019-2023年归母净利润复合增速为5.4%。

行业总览：港口整合持续推进，市场化定价逐步深入

港口行业前期高增速的资本开支导致产能过剩以及区域内同业竞争激化，在一省一港政策推动下，我国已有17个省（市）组建了省级层面的港口集团。2016年3月起，构成港口企业营业收入主要部分的货物装卸费施行市场调节价。随着行业竞争格局改善，同时受益于航运景气周期的传导，港口装卸费用打开上涨空间。

双管齐下：完善全球港口网络，国内海外齐头并进

公司在内地主控港区集中在珠三角、闽南和粤西南地区，母港为深圳西部港区，在深圳港区份额占比约45%，受益于腹地与航线结构优势，2024H1深西港区集装箱吞吐量同比增长22.1%，高于深圳港整体约7.2pct。公司多数海外港口均布局在“一带一路”沿线国家和地区，海外母港为斯里兰卡CICT和HIPG码头，2021年-2024H1，海外港口利润在公司归母净利润中占比均在20%以上。

公用事业属性：低估值标的，分红具备提升空间

公司作为优质央企重视股东回报，近三年分红率连续上升，2023年公司分红率为40.6%。基于公司稳定现金流与合理的产能规划投入，未来分红率仍有较大提升空间。公司PB估值长期处于破净状态，公司国内港口资产发展稳定，海外资产盈利仍有较大提升潜力，ROE与分红率双重提升的预期下，PB估值具备修复空间。

广泛布局全球优质港口资产且盈利能力稳健，给予“买入”评级
 预计公司2024-2026年营业收入分别为174.47/184.81/194.00亿元，同比增速分别为10.77%/5.93%/4.97%；归母净利润分别为40.77/42.66/44.65亿元，同比增速分别为14.14%/4.63%/4.67%；3年CAGR为7.72%，EPS分别为1.63/1.71/1.79元。鉴于公司广泛布局全球优质港口资产，盈利能力稳健，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球及国内经济增速不及预期；海外拓展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16230	15750	17447	18481	19400
增长率(%)	6.19%	-2.96%	10.77%	5.93%	4.97%
EBITDA(百万元)	14367	13402	15625	16036	16612
归母净利润(百万元)	3337	3572	4077	4266	4465
增长率(%)	24.26%	7.02%	14.14%	4.63%	4.67%
EPS(元/股)	1.33	1.43	1.63	1.71	1.79
市盈率(P/E)	15.9	14.8	13.0	12.4	11.9
市净率(P/B)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	10.2	9.9	9.9	9.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年10月25日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

全球经济企稳，外需回暖为我国出口持续创造有利条件，公司主控的深西港区具备腹地资源和航线结构优势，集装箱吞吐量增速高于深圳整港，同时公司是国内枢纽港口上港集团和宁波港的第二大股东，贡献投资收益增厚公司利润；公司在东南亚 RCEP 贸易区，以及中东、拉美等经济增速较快，制造业发展潜力较大的区域广泛布局港口资产，深度受益于一带一路合作倡议带动贸易额提升，同时依托海外主控码头延伸产业链，有望培育新的利润增长点。

核心假设

- 港口业务：假设港口业务收入 2024-2026 年同比分别增长 11.0%、6.0%和 5.0%，毛利率分别为 43.0%、43.5%和 43.5%；
- 保税物流业务：假设保税物流业务收入 2024-2026 年同比分别增长 5.0%、3.0%和 3.0%，毛利率分别为 45.0%、46.0%和 46.0%；
- 物业开发及投资：假设物业开发及投资业务收入 2024-2026 年同比分别增长 9.0%、8.0%和 8.0%，毛利率分别为-28.0%、-25.0%和-23.0%。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 174.47/184.81/194.00 亿元，同比增速分别为 10.77%/5.93%/4.97%；归母净利润分别为 40.77/42.66/44.65 亿元，同比增速分别为 14.14%/4.63%/4.67%；3 年 CAGR 为 7.72%，EPS 分别为 1.63/1.71/1.79 元。鉴于公司广泛布局全球优质港口资产，盈利能力稳健，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，珠三角地区出口表现亮眼带动集装箱吞吐量高增，受益于航线结构以及腹地优势，公司主控的深西港区吞吐量增速高于深圳港整体，有望带动盈利进一步上升，同时公司参股的国内枢纽码头形成投资收益增厚公司利润；
- 长期来看，公司广泛布局一带一路沿线国家地区优质港口，一带一路合作倡议赋能有望对进出口贸易形成较强支撑，海外业务有望成为公司未来第二成长曲线。

正文目录

1. 招商港口：全球领先的港口投资、开发和运营商.....	6
1.1 发展历程：立足深西母港，探索全球化布局.....	6
1.2 股权结构：背靠招商局集团，股权结构稳定.....	7
1.3 业务结构：聚焦港口主业，业绩稳健增长.....	9
2. 行业总览：港口整合持续推进，市场化定价逐步深入.....	11
2.1 竞争格局：“一省一港”政策为基，深化港口资源整合.....	11
2.2 吞吐量：散杂货关注内需，集装箱关注出口.....	14
2.3 费率：收费管理模式优化，定价趋向市场化.....	17
3. 双管齐下：完善全球港口网络，国内海外齐头并进.....	20
3.1 内地港区：立足深西母港，长三角贡献增量.....	20
3.2 海外业务：乘“一带一路”东风，持续推进海外布局.....	24
4. 公用事业属性：低估值标的，分红具备提升空间.....	28
4.1 分红水平：资本开支回落，分红率持续提升.....	28
4.2 估值水平：PB 长期破净，具备向上空间.....	29
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	31
5.1 盈利预测.....	31
5.2 估值与投资建议.....	32
6. 风险提示.....	33

图表目录

图表 1：公司发展历程重点事件.....	6
图表 2：招商港口业务类型.....	7
图表 3：公司股权结构示意图（截至 2024 年 6 月末）.....	8
图表 4：公司参、控股港区情况.....	8
图表 5：2018-2024H1 公司营业收入构成.....	9
图表 6：2018-2024H1 公司营业收入.....	9
图表 7：2018-2024H1 公司营业成本.....	10
图表 8：2018-2024H1 公司分业务毛利率.....	10
图表 9：2018-2024H1 公司投资收益.....	10
图表 10：2018-2024H1 公司归母净利润.....	10
图表 11：我国沿海港口（分区域）布局图.....	11
图表 12：我国沿海港口群特点及划分细节.....	12
图表 13：2000-2023 年沿海港口固定资产投资与吞吐量增速.....	12
图表 14：2000-2023 年我国沿海港口吞吐量能力适应性（港口产能/港口吞吐量）变化.....	12
图表 15：浙江省港口整合具体事件/政策.....	13
图表 16：我国部分省份沿海港口整合现状.....	13
图表 17：沿海主要港口货物吞吐量及同比增速.....	14
图表 18：沿海主要港口分货类吞吐量.....	14
图表 19：煤炭吞吐量与火电发电量相关性.....	15
图表 20：铁矿石吞吐量与上游粗钢产量相关性.....	15
图表 21：集装箱吞吐量与出口相关性.....	15

图表 22:	石油吞吐量与原油进口及、第二产业 GDP 相关性.....	16
图表 23:	2023 年五大港口群货物吞吐量占比.....	16
图表 24:	2023 年五大港口群集装箱吞吐量占比.....	16
图表 25:	港口费用细分及收费方式.....	17
图表 26:	港口费率重要政策梳理.....	17
图表 27:	部分港口调价情况.....	19
图表 28:	进口/出口业务各收费主体收费比重.....	19
图表 29:	2023 年全球主要港口外贸 20 英尺重箱装卸费水平.....	19
图表 30:	2018-2024H1 内地码头集装箱吞吐量.....	20
图表 31:	2018-2024H1 内地散杂货吞吐量.....	20
图表 32:	深圳区域港口分布示意图.....	21
图表 33:	2015-2023 年中国对东盟 10 国进出口总额 (单位: 亿美元).....	22
图表 34:	2015-2024H1 中国对东盟进出口总额及同比 (单位: 亿美元).....	22
图表 35:	2018-2024H1 深西港区集装箱吞吐量.....	22
图表 36:	深西港区与深圳港集装箱吞吐量同比.....	22
图表 37:	主要沿海港口集装箱吞吐量 TOP5 (单位: 万 TEU).....	23
图表 38:	主要沿海港口货物吞吐量 TOP5 (单位: 万吨).....	23
图表 39:	2018-2024H1 上港&宁波港净利润 (单位: 亿元).....	23
图表 40:	上港、宁波港贡献投资收益占比 (单位: 亿元).....	23
图表 41:	一带一路重要事件/文件梳理.....	24
图表 42:	一带一路线路图.....	25
图表 43:	一带一路沿线国家海上丝路贸易指数.....	25
图表 44:	招商港口海外布局历程.....	25
图表 45:	2018-204H1 海外码头集装箱吞吐量 (单位: 万 TEU).....	26
图表 46:	2018-204H1 海外码头散杂货吞吐量 (单位: 万吨).....	26
图表 47:	2019-204H1 海外码头净利润情况.....	27
图表 48:	斯里兰卡港区地理位置示意图.....	27
图表 49:	2018-2024H1 CICT 集装箱吞吐量.....	28
图表 50:	2018-2024H1 HIPG 散杂货吞吐量.....	28
图表 51:	2018-2024H1 公司经营性现金流情况.....	28
图表 52:	2017-2023 年公司资本开支情况.....	28
图表 53:	2018-2023 年公司每股股息与分红率.....	29
图表 54:	2023 年港口板块分红率情况.....	29
图表 55:	A 股港口板块标的 PB-ROE.....	30
图表 56:	港口板块 PB 估值水平比较.....	30
图表 57:	招商港口近 5 年 PB-Band (截至 2024 年 10 月 25 日).....	30
图表 58:	2022-2026 年公司营业收入及毛利率测算 (百万元).....	31
图表 59:	基本假设关键参数.....	32
图表 60:	公司 FCFF 估值.....	32
图表 61:	FCFF 估值法敏感性测试.....	33
图表 62:	可比公司估值指标比较.....	33

1. 招商港口：全球领先的港口投资、开发和运营商

1.1 发展历程：立足深西母港，探索全球化布局

公司前身为深圳赤湾港航股份有限公司，成立于 1990 年，于 1993 年在深交所挂牌上市。2018 年 12 月，公司以发行股份方式收购招商局港口控股有限公司 (0144.HK) 约 39.45% 股权。收购完成后，公司名称变更为招商港口。

图表1：公司发展历程重点事件

时间	事件
1990 年	招商港口前身深圳赤湾港航股份有限公司成立
1993 年	于深交所挂牌上市
1998 年	通过收购间接持有现代货箱码头有限公司股权，成为其第二大股东
1999 年	收购蛇口集装箱码头有限公司 32.5% 的股权
2000 年	间接持有凯丰码头（“赤湾集装箱码头”前身）20% 的股权；收购并持有漳州招商局码头有限公司 49% 的股权（后增持至 60%）。
2002 年	完成收购招商局货柜服务有限公司 100% 的股权；完成收购招商港务（深圳）有限公司 100% 的股权；签署开发蛇口集装箱码头二期股东协议，持有 51% 股权。
2005 年	上海国际港务（集团）股份有限公司揭牌成立，招商局国际持股 30%。
2006 年	购入并增持妈湾港股权至 70%；购入并增持海星港股权至 67%。
2008 年	招商局国际通过附属公司持有合营公司头顿国际集装箱港口有限公司 49% 权益，标志招商局国际在海外的首项投资正式启动
2011 年	招商局国际完成收购珠江内河货运码头 20% 权益；招商局国际签订科伦坡港南码头项目为期 35 年的 BOT 特许经营协议
2012 年	招商局国际于 CICT 的股权增加至 85%；收购多哥洛美港集装箱码头 50% 股权
2013 年	收购 PDSA23.5% 股权；收购达飞航运 Terminal Link SAS 49% 股权
2017 年	收购汉班托塔港；控股汕头港；收购巴西巴拉那瓜港 90% 的股权
2018 年	与招商局港口控股有限公司重组在深交所上市，更名为招商港口；收购巴西巴拉那瓜港（TCP）及澳大利亚纽卡斯尔港，实现六大洲港口全覆盖
2019 年	引入中非基金、深圳基础设施投资基金战略投资；持有湛江港集团股权比例提升至 58.35%，实现主控湛江港
2022 年	出资 141.14 亿元认购宁波港非公开发行的 36.47 亿股 A 股股票，发行完成后持股比例提升至 23.08%，成为宁波港第二大股东。

资料来源：Wind，公司官网，公司公告，国联证券研究所

公司在中国沿海主要枢纽建立了较为完善的港口网络群，投资或投资并拥有管理权的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头

等枢纽港。公司推动国内港口整合，提高资源利用效率：2019 年入股湛江港集团成为第一大股东，2022 年入股宁波港成为第二大股东。

公司坚持海外拓展，完善港口布局。2018 年，公司收购巴西巴拉那瓜港（TCP）及澳大利亚纽卡斯尔港，实现了六大洲港口全覆盖。2019 年 11 月，公司向深圳市基础设施投资基金合伙企业、中非基金等募集资金，进一步推进公司在海外“一带一路”沿线的港口布局。2020 年，公司完成了对达飞海运集团在八个港口码头的股份收购，进一步实现对海外港口网络的建设。

公司核心业务为港口主业和综合开发业务，并在此基础上拓宽相应上下游产业链，同步发展智慧科技、生态延伸等培育业务。

图表2：招商港口业务类型

业务类型		特点
核心业务	港口主业	<p>港口投资： 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，进一步完善全球港口网络。</p> <p>港口运营：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 集装箱：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； ● 散杂货：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。
	综合开发	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。
培育业务	智慧科技	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。
	生态延伸	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。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 股权结构：背靠招商局集团，股权结构稳定

公司实际控制人为招商局集团，公司是招商局集团港口板块的核心企业及集团全球港口资产的资本运作和管理平台。截至 2024 年 6 月末，招商局集团合计持有公司 62.98% 的股权。

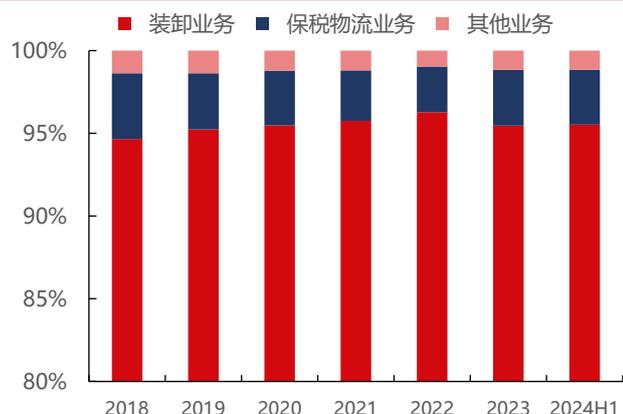
内地东南地区	控股	漳州码头	集装箱, 散杂货
		厦门湾港务	散杂货
		汕头港	集装箱, 散杂货
内地西南地区	控股	湛江港	集装箱, 散杂货
港台	控股/参股	招商货柜/现代货箱	集装箱
	参股	台湾高明码头	集装箱
海外	控股	斯里兰卡 CICT	集装箱
		斯里兰卡 HIPG	散杂货, 集装箱
		巴西 TCP	集装箱
		多哥 LCT	集装箱
	参股	法国 Terminal Link	集装箱
		土耳其 Kumport	集装箱, 散杂货
		吉布提 PDSA	集装箱, 散杂货
		尼日利亚 TICT	集装箱

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 业务结构：聚焦港口主业，业绩稳健增长

公司营业收入主要来源于港口装卸业务，在公司整体营收中占比约 95%。2018 年年重组上市以来，公司营业收入保持稳健增长，2018-2023 年复合增长率为 10.2%；公司毛利率维持在 40%左右，其中主营业务港口装卸毛利率整体较为稳定。

图表5：2018-2024H1 公司营业收入构成



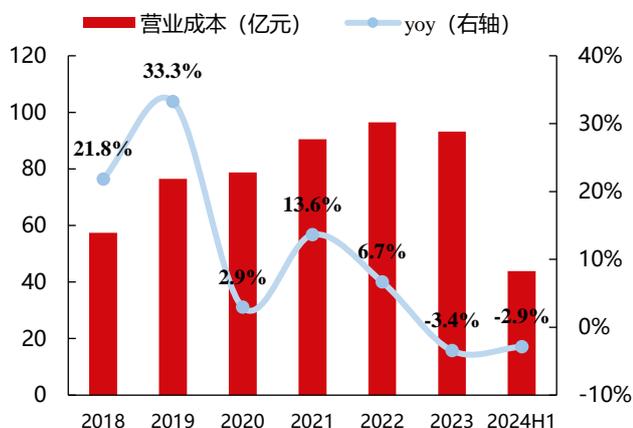
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2018-2024H1 公司营业收入



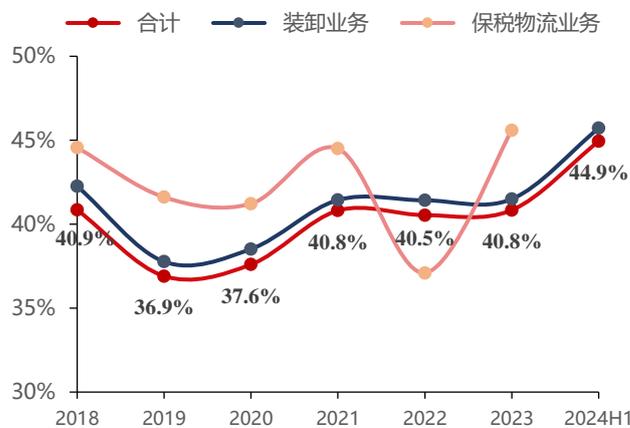
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2018-2024H1 公司营业成本



资料来源：Wind，国联证券研究所

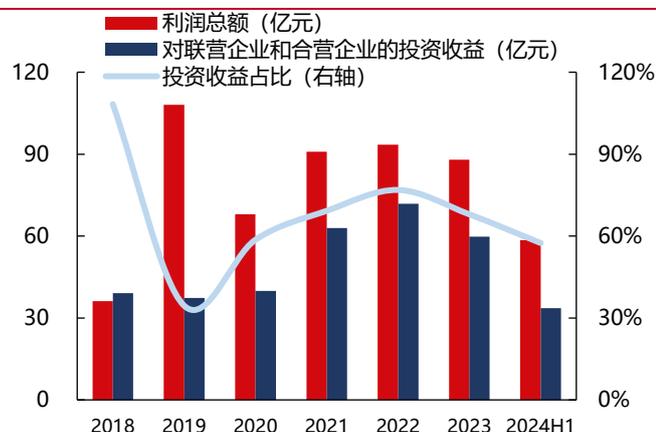
图表8：2018-2024H1 公司分业务毛利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

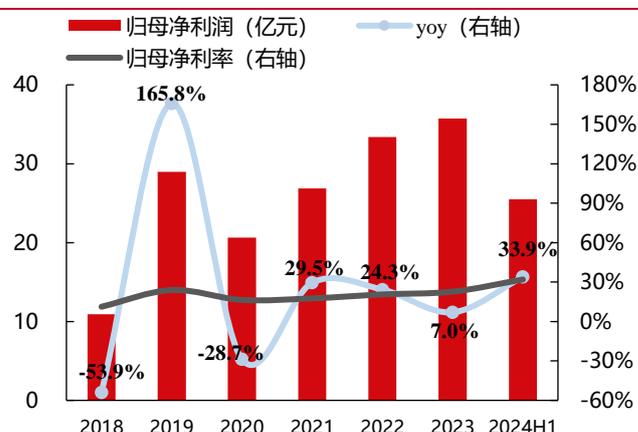
公司作为港口投资运营平台，来自合联营企业的投资收益在公司利润总额中占比较高。公司归母净利润整体呈现增长态势。2020年出现负增长主要系2019年公司交回土地及附着建筑物确认资产处置收益47.95亿元，导致同比高基数。公司归母净利率保持稳定，平均归母净利率保持在21%左右。

图表9：2018-2024H1 公司投资收益



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：2018-2024H1 公司归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 行业总览：港口整合持续推进，市场化定价逐步深入

2.1 竞争格局：“一省一港”政策为基，深化港口资源整合

根据交通运输部发布的《全国沿海港口布局规划》，基于不同地区的经济发展状况及特点、区域内港口现状及港口间运输关系和主要货类运输的经济合理性，我国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海5个港口群体。

图表11：我国沿海港口（分区域）布局图



资料来源：交通部《全国沿海港口布局规划》2006.9，国联证券研究所

图表12：我国沿海港口群特点及划分细节

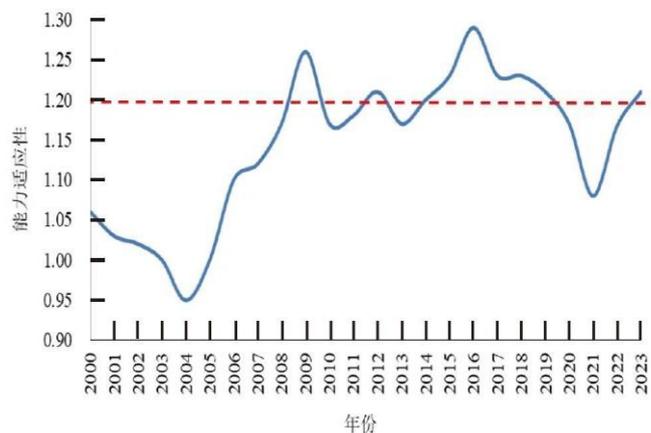
名称	主要港区
环渤海	辽宁半岛主要以大连港为主，营口港为辅，同时包含锦州、丹东等港；津冀以天津北方国际航运中心为主，辅以秦皇岛港，含唐山、黄骅港；山东沿海主要以青岛港为主，烟台、日照港为两翼，含威海等港口。
长三角	以上海港、宁波舟山港、连云港为主，发挥温州、南京、镇江、南通、苏州、台州等沿海和长江下游港口作用。
珠三角	依托香港国际航运中心的优势，以广州、深圳、珠海、汕头港为主，相应发展汕尾、惠州、虎门、茂名、阳江等港口。
东南沿海	全部集中于福建省，东南沿海港口群以厦门、福州港为主，包含泉州、莆田、湄洲湾等港口。
西南沿海	由粤西、广西沿海和海南省港口组成，该地区港口的布局以湛江、防城、海口港为主，相应发展北海、钦州、洋浦、八所、三亚等港口。

资料来源：交通部《全国沿海港口布局规划》2006.9，国联证券研究所

由于港口的竞争力依赖腹地资源，同腹地港口在同货种的装卸上存在竞争关系。前期高增速的资本开支建设使港口出现产能过剩现象，直接导致区域内同业竞争激化，资源利用效率下降。

图表13：2000-2023年沿海港口固定资产投资与吞吐量增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：2000-2023年我国沿海港口吞吐量能力适应性（港口产能/港口吞吐量）变化


资料来源：中国港口《2023年沿海港口发展回顾与2024年展望》，国联证券研究所

为减少同业竞争导致的行业收益受损，2010年4月，交通运输部首次提出要“推进港口资源优化配置”，开启全面实行港口整合的新局面。2014年12月，交通运输部出台《关于全面深化交通运输改革的意见》，明确指出“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年起，浙江省率先开启省内港口整合，江苏、辽宁、山东、福建等省份相继成立省级港口集团，以此为主体整合省内港口资产。

图表15：浙江省港口整合具体事件/政策

时间	事件/政策
2015年8月	浙江省海港集团成立
2015年9月	由原宁波港集团和原舟山港集团整合组建的宁波舟山港集团有限公司在宁波正式挂牌成立，“宁波—舟山港”更名为“宁波舟山港”
2015年11月	宁波舟山港完成整合并注入浙江省海港集团
2016年4月	《浙江省海洋港口“十三五”发展规划》明确积极推动形成以宁波舟山港为主体、以浙东南沿海港口和浙北环杭州湾港口为两翼、联动发展义乌国际陆港及其他内河港口的“一体两翼多联”的全省港口发展格局
2016年7-8月	完成整合嘉兴港、温州港、台州港签约，签订龙游港、诸暨港合作框架协议
2016年11月	完成整合义乌港签约；浙江省海港集团与宁波舟山港集团合并，实行“两块牌子、一套班子、一套机构”一体化运作

资料来源：浙江国资，国联证券研究所

截至2024年6月底，我国已有17个省（市）组建了省级层面的港口集团，实现“一省一港”的新格局。2024年6月，交通运输部发布《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，提出聚焦国家区域战略发展要求，优化港口功能布局、完善区域物流体系，支持港航企业延伸服务链条、拓展服务网络，协同推进区域港口集群化、一体化发展。

图表16：我国部分省份沿海港口整合现状

时间	省份	区域港口布局
2015年	浙江	形成以宁波舟山港为主体，以浙东南沿海温州、台州两港和浙北环杭州湾嘉兴港等为两翼，联动发展义乌陆港和其他内河港口的“一体两翼多联”的港口发展新格局
2017年	江苏	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
2018年	广东	形成“以广州港、深圳港、珠海港、汕头港、湛江港五大沿海主要港口和佛山港、肇庆港两大内河主要港口为龙头，辐射华南、西南，面向全球”的港口发展格局
2019年	辽宁	港口分布大连、营口、丹东、盘锦、绥中5个区域。形成“一个中心、东西两翼”（以大连港、营口港为中心，以丹东港为黄海翼，以盘锦港、绥中港为渤海翼）的发展格局
2019年	山东	拥有青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港集团四大港口集团，青岛港（601298.SH，06198.HK）、日照港（600017.SH）、日照港裕廊（6117.HK）三家上市公司，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
2019年	海南	实现海口港、洋浦港、八所港、三亚港、清澜港等“四方五港”的公共码头及马村港区东部岸线业主码头的整合
2020年	福建	形成厦门、宁德、福州、平潭、莆田、泉州、漳州七大港口区域公司，同时旗下拥有福建省海运集团有限责任公司、福建省港航建设有限责任公司等
2022年	河北	主营业务主要布局在秦皇岛、唐山、沧州、邯郸等地，旗下拥有秦皇岛港股份有限公司和唐山港集团

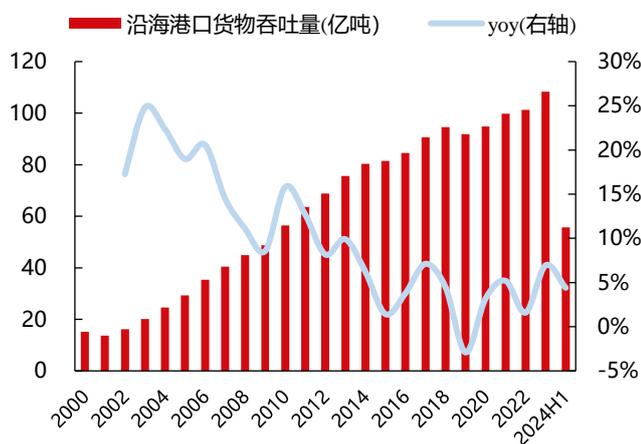
股份有限公司 2 家港口类公司

资料来源：各省港口集团公司官网，各省政府官网，国联证券研究所

2.2 吞吐量：散杂货关注内需，集装箱关注出口

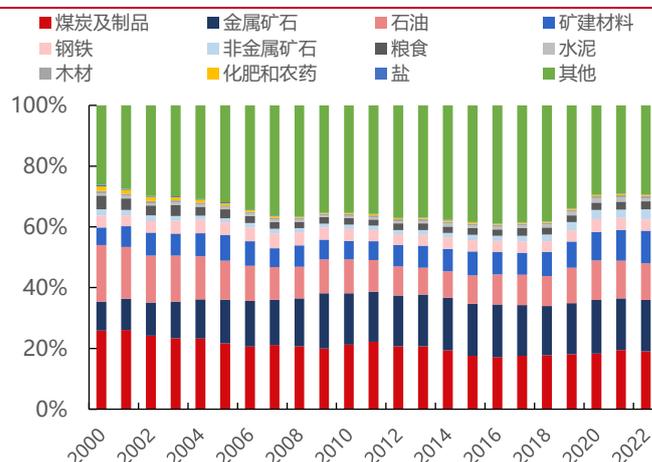
依据港口处理货物类型，港口业务大致可分为集装箱、干散货和液体散货三个类别。从历年我国沿海主要港口分货类吞吐量来看，煤炭及制品、金属矿石、石油三者合计占比在 50% 以上。

图表17：沿海主要港口货物吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：沿海主要港口分货类吞吐量



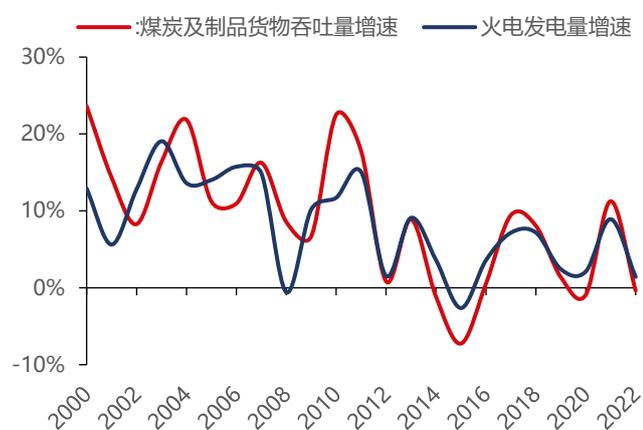
资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 干散货

干散货业务主要处理煤炭、矿石等大型固体散装物质。其中煤炭主要以内贸运输为主，我国三西地区（陕西、山西、蒙西）的煤炭通过铁路运至北方港口后，沿着东部沿海航路南下。北煤南运主要以发电煤为主，上游需求与火电发电量紧密相关，从历史数据看，港口煤炭吞吐量与火电发电量增速走向呈现高度一致。

金属矿石吞吐量中主要以铁矿石为主，我国铁矿石平均品位相对较低，铁矿石进口依赖依存度在 80% 左右，因此港口矿石吞吐量主要来自于铁矿石进口，铁矿石作为炼钢的主要原材料，其吞吐量与粗钢产量呈现较强相关性。

图表19: 煤炭吞吐量与火电发电量相关性



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 铁矿石吞吐量与上游粗钢产量相关性



资料来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 集装箱

集装箱使用标准化金属箱体装载货物，港口普遍采用自动化或半自动化的系统处理集装箱的装卸与堆存。集装箱运载的货物主要以杂物品种为主，如农产品、日常生活用品、工业制品等，以及冷冻集装箱、汽车集装箱等特殊货物。外贸集装箱吞吐量同比和出口同比变化趋势基本一致，部分数据背离主要系出口与出运存在时间差、集装箱吞吐量包含空箱回流等短期扰动因素。同时，多式联运的推广带动“散改集”需求释放，推动港口集装箱吞吐量持续增长。

图表21: 集装箱吞吐量与出口相关性

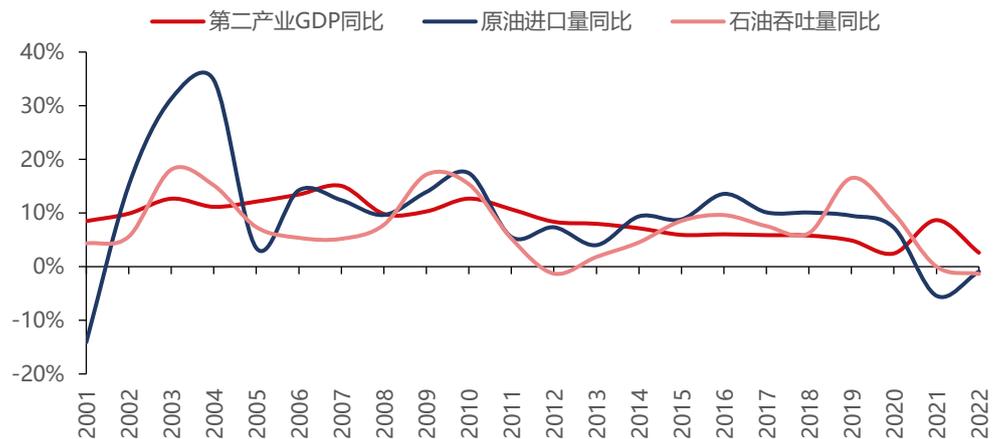


资料来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 液体油品

液体油品主要指石油、液化天然气以及其他液体化学品等，可用专业管道进行输送。我国是全球最大的石油消耗国，原油进口依存度在70%以上，港口石油吞吐量主要来自原油进口，而原油需求主要依赖于国内宏观经济增长尤其是工业制造业的发展。

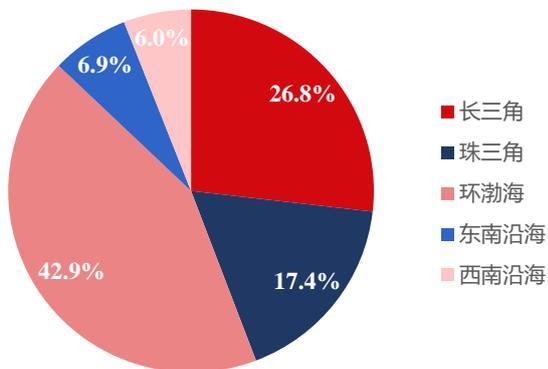
图表22：石油吞吐量与原油进口及、第二产业 GDP 相关性



资料来源：Wind，国联证券研究所

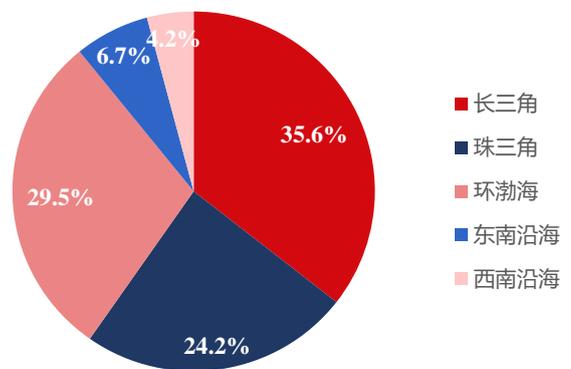
港口企业对腹地经济依赖程度较高，从区域分布来看，我国港口群呈现的区域业务量与货品种类的差异主要由区域经济特点因素导致。环渤海地区重工业基础雄厚，是重要的自然资源供给地和需求地（如煤炭、矿石、石油、钢材等），干散货物吞吐量规模较大。长三角地区制造业发达，与国际联系程度更为密切，多大宗商品、汽车、船舶、高新技术等产品外贸运输需求，集装箱吞吐量较大。珠三角地区产业结构以体积较小的高附加值产品为主，相对更侧重于集装箱出口。

图表23：2023年五大港口群货物吞吐量占比



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

图表24：2023年五大港口群集装箱吞吐量占比



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

2.3 费率：收费管理模式优化，定价趋向市场化

根据交通运输部《港口收费计费方法》，港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费。其中实行政府定价的港口收费包括货物港务费、港口设施保安费；政府指导价包括引航费、拖轮费、停泊费和围油栏使用费；实行市场调节价的港口收费包括港口作业包干费、库场使用费、船舶供应服务费、船舶污染物接收处理服务费、理货服务费。

图表25：港口费用细分及收费方式

收费种类	费用细分
政府定价	货物港务费
	港口设施保安费
政府指导价	引航（移泊）费
	拖轮费
	停泊费
	围油栏使用费
市场调节价	港口作业包干费
	库场使用费
	船舶供应服务费
	船舶污染物接收处理服务费
	理货服务费

资料来源：交通运输部《港口收费计费办法》，国联证券研究所

我国港口企业的装卸费率长期由《价格法》调整，属国家定价。2015年起，港口收费逐步市场化。构成港口企业营业收入的主要部分“货物装卸费”所属的“港口作业包干费”项目于2016年3月起施行市场调节价。同时，为促进口岸营商环境优化，交通运输部实行多项港口经营服务性收费项目的“减项、并项”措施，多次将政府定价和政府指导价的子项纳入市场调节价项目中，并降低部分政府定价的收费标准。

图表26：港口费率重要政策梳理

时间	政策文件	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，由现行政府指导价、政府定价统一改为市场调节；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	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
2017年9月15日	《港口收费计费办法》交水发	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

	[2017] 104 号	包干费；理货服务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废物费实行市场调节价
2018 年 6 月 12 日	《交通运输部国家发展改革委关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》交水发〔2018〕77 号	放开驳船取送费和特殊平舱费，实行市场调节，纳入港口作业包干费计费范围
2019 年 4 月 1 日	《港口收费计费办法》交水发〔2019〕2 号	将货物港务费、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%；将堆存保管费、库场使用费合并名称为库场使用费；将供水（物料）服务费、供油（气）服务费、供电服务费合并名称为船舶供应服务费；将垃圾接收处理服务费、污水接收处理服务费合并名称为船舶污染物接收处理服务费；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废物费实行市场调节价
2022 年 2 月 4 日	《国家发展改革委关于减并港口收费等有关事项的通知》交水发〔2022〕26 号	取消港口设施保安费的政府定价，将其纳入港口作业包干费；调整引航（移泊）费计费结构，分类降低部分港口的航行国际航线船舶的引航（移泊）费基准费率
2024 年 4 月 6 日	《交通运输部国家发展改革委关于延续实施〈港口收费计费办法〉的公告》交水规〔2024〕4 号	《交通运输部国家发展改革委关于修订印发〈港口收费计费办法〉的通知》（交水规〔2019〕2 号）有效期届满后继续施行

资料来源：交通运输部，发改委，国联证券研究所

2008 年前后港口建设过度投资导致阶段性的产能过剩，出现局部竞争性降价，叠加 2017 年港口反垄断、2018 年优化口岸营商环境、2019 年港口收费改革以及 2020 年应对疫情的港口降费等事件，港口费率呈现下行态势。随着港口整合持续深入，一定程度上减少了港口恶性竞争降价的现象，同时受益于 2021 年航运景气周期的传导，港口装卸费用打开上涨空间。

2021 年 12 月 1 日，宁波舟山港发布《宁波舟山港外贸进出口集装箱港口收费目录清单（202111 版）》，于 2022 年 1 月 1 日开始率先实行对集装箱装卸费 10% 的上调。而后广州港、上港集团、青岛港也相继对装卸费进行向上调价。

图表27：部分港口调价情况

港口	服务环节 (收费：元)	调整前	调整后	
宁波舟山港	20 英尺	外贸普通重箱	490	539
		外贸普通空箱	429	472
	40 英尺	外贸普通重箱	751	826
		外贸普通空箱	643	707
广州港	20 英尺	外贸普通重箱	490	583
		外贸普通空箱	300	357
	40 英尺	外贸普通重箱	735	874.5
		外贸普通空箱	450	535.5
上港集团	20 英尺	内贸普通重箱	160	240
青岛港	20 英尺	外贸普通重箱	装卸费上调 11%	
	40 英尺	外贸普通重箱	装卸费上调 14%	

资料来源：中国航务周刊，国联证券研究所

装卸作业费是港口企业最主要的经营性收费与收入来源，港口与船公司通常签订一年期或多年期的稳定费率，而船公司则向客户收取根据市场适时调整变动的海运费。根据《2019 年我国港口企业营商环境报告》，进口/出口环节港口企业收费比例分别为 13.6%/5.0%，相对船公司、车队等主体占比相对较低。

相比其他国际主要港口，我国大陆沿海港口费率普遍偏低，除深圳港外，2023 年其余大陆沿海港口集装箱装卸作业费都在 600 元/TEU 以下，而汉堡港、长滩港、洛杉矶港等欧美主要港口均超过人民币 1000 元/TEU。即便考虑到经济水平与人工成本的差异，我国港口费率仍有较大的调升空间。

图表28：进口/出口业务各收费主体收费比重

进口业务			出口业务		
收费主体	收费金额/元人民币	收费比重/%	收费主体	收费金额/元人民币	收费比重/%
船公司	1625	29.8%	船公司	8034.5	76.9%
车队	1400	25.6%	车队	1048	10.0%
港口企业	742	13.6%	港口企业	520.5	5.0%
货代	575	10.5%	货代	370	3.5%
堆场	370	6.8%	堆场	90	0.9%
报关行	300	5.5%	报关行	80	0.8%
理货公司	108	2.0%	公路收费	70	0.7%
国检	75	1.4%	海事局（港建费）	64	0.6%
公路收费站	70	1.3%	海关（船舶吨税）	60	0.6%
海事局	65	1.2%	船代费	22	0.2%
海关	60	1.1%	拖轮公司	21	0.2%
船代费	22	0.4%	国检	21	0.2%
拖轮公司	21	0.4%	理货公司	18	0.2%
引航站	15	0.3%	引航站	15	0.1%
放箱公司	7	0.1%	预录点	7	0.1%
船舶服务公司	2	0.04%	放箱公司	5	0.05%
信息平台公司	2	0.04%	船舶服务公司	2	0.02%
-	-	-	信息平台公司	2	0.02%

注：数据来源于有关部门研究课题。

资料来源：《2019 年我国港口企业营商环境报告》，国联证券研究所

图表29：2023 年全球主要港口外贸 20 英尺重箱装卸费水平


单位：元

资料来源：港口圈，国联证券研究所

3. 双管齐下：完善全球港口网络，国内海外齐头并进

3.1 内地港区：立足深西母港，长三角贡献增量

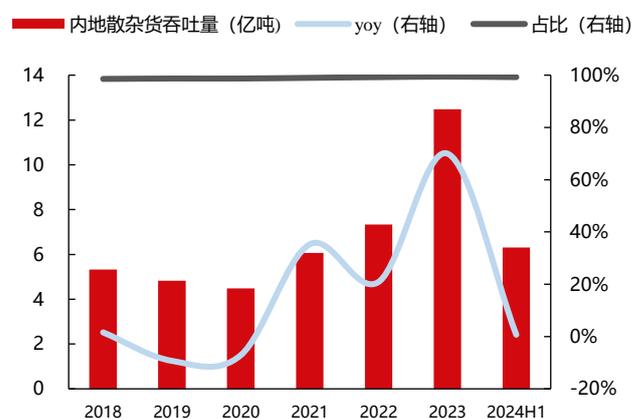
公司在内地主控港区主要集中在珠三角、闽南和粤西南地区，其中集装箱以深圳西部港区为主，散杂货以湛江港、东莞麻涌港为主；参股港口主要为长三角和环渤海地区的上港、宁波港、辽港、QQCTU、天津港等。目前内地码头集装箱吞吐量在公司集装箱总体业务量占比约在 78%左右，公司散杂货吞吐量基本全部集中在内地港区。

图表30：2018-2024H1 内地码头集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表31：2018-2024H1 内地散杂货吞吐量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.1 深西母港：腹地优势与航线结构较优

根据《深圳市港口与航运发展“十四五”规划》，“十四五”期间推动深圳港总体格局由“两翼、六区、三主”向“一体三翼、七区协同”发展。其中，“三翼”分别为“西翼”、“中翼”和“东翼”，公司主要负责“西翼”中的南山港区布局，旗下的蛇口集装箱码头、妈湾集装箱码头和赤湾集装箱码头组成了深西港区。

从地理位置看，深西港区为南中国大陆经济中心城市中最靠近国际天然航道的港区，地处珠江出海口东岸，既可通过拖车辐射深圳、东莞、惠州等珠东货源腹地，又可通过驳船辐射佛山、中山、江门、珠海等珠西货源腹地。此外，深西母港与参股的珠西内河码头具有互补的优势，有利于形成紧密的组合港关系，驳运成本方面更有优势。

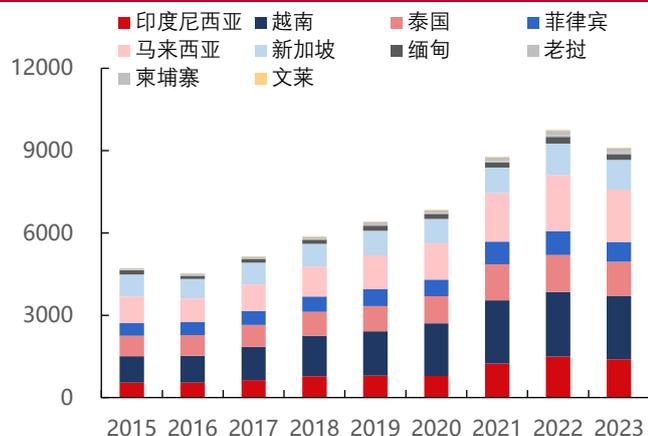
图表32：深圳区域港口分布示意图



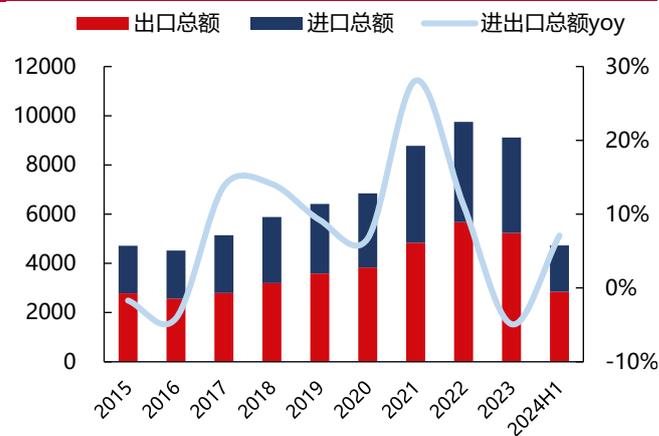
资料来源：万千咨询，国联证券研究所

从航线分布看，西部港区以亚洲近洋线为主，特别是东南亚航线，东部港区则以欧美航线为主。2022年1月1日起区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）生效后，全球最大自由贸易区正式启航，推动日韩、东盟、澳新等航线的箱量增加。此外，深圳地区跨境电商产业发达，跨境电商出口企业数量超15万家，在阿里巴巴国际站、速卖通、Lazada、eBay等平台上近50%中国卖家来自深圳。2024H1，深圳跨境电商进出口规模增长130%，上半年深圳港累计新开通4条跨境电商航线，全年累计将挂靠30条跨境电商常态化运营航线。

目前深西港区的周班航线近150条，其中亚洲航线100余条。自1989年建港以来深西港区便是东南亚航线挂靠最密集、数量最多的国际航运门户，相对更有利于顺势抓住拓展机遇。

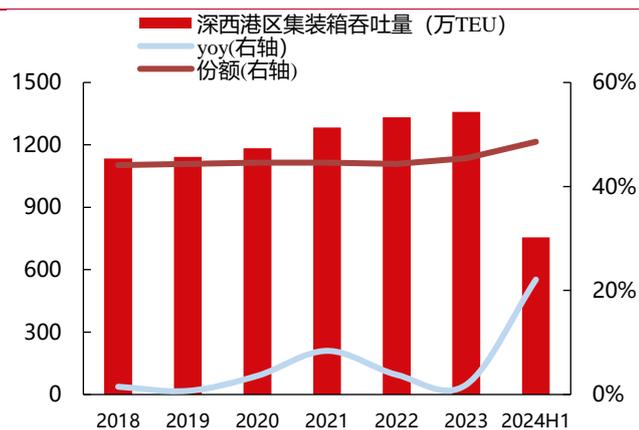
图表33：2015-2023年中国对东盟10国进出口总额（单位：亿美元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2015-2024H1中国对东盟进出口总额及同比（单位：亿美元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

深西港区集装箱吞吐量维持稳增长态势，在整个深圳港区份额占比维持在45%左右，多数年份集装箱吞吐量增速高于深圳全港。2024年以来受益于海外需求回暖以及深西港区东南亚和欧洲航线居多，深西港区业务表现显著优于深圳全港整体水平。2024年上半年深西港区实现集装箱吞吐量755.7万TEU，同比增长22.1%，高于深圳港整体增速约7.2个百分点，集装箱业务在深圳全港的外贸市场份额首超50%，业务量创历史新高。

图表35：2018-2024H1深西港区集装箱吞吐量


资料来源：公司公告，国联证券研究所

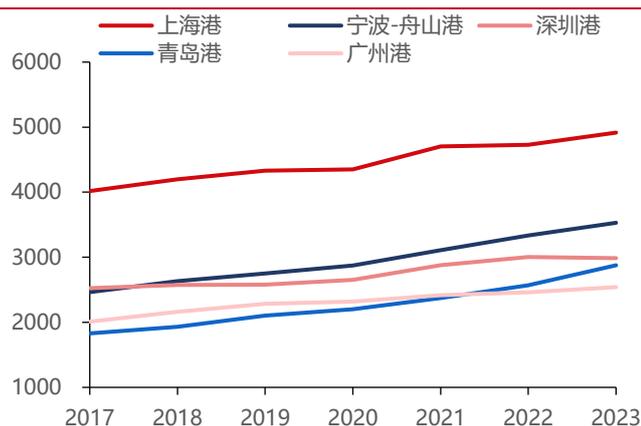
图表36：深西港区与深圳港集装箱吞吐量同比


资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

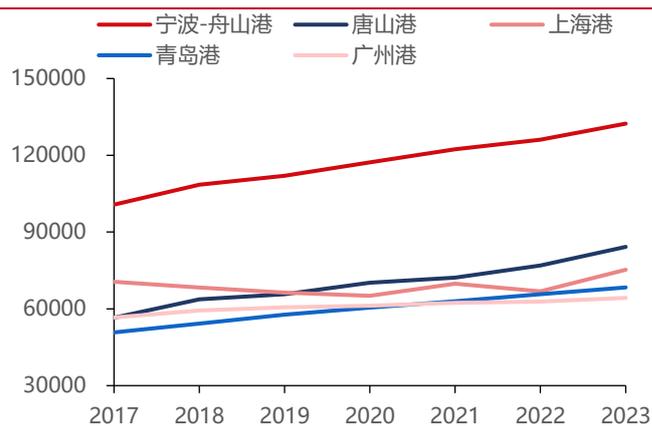
3.1.2 上港&宁波港：长三角经济圈的门户港

公司参股长三角地区上港集团与宁波舟山港，截至2024年6月底，公司通过子公司招商局港口间接持有上港集团28.05%股权，合计持有宁波舟山港23.08%股权，为上港集团和宁波舟山港的第二大股东。

上港集团与宁波港是长三角地区两大龙头港口，腹地区位优势显著，并通过水水联运、铁水联运承接来自内陆省份的货量。宁波港与上海港分别为全国货物吞吐量和集装箱吞吐量最大的沿海港口，规模持续领跑，2024年上半年宁波港完成货物吞吐量7.08亿吨，同比增长4.2%；上海港完成集装箱吞吐量2551万TEU，同比增长7.5%。

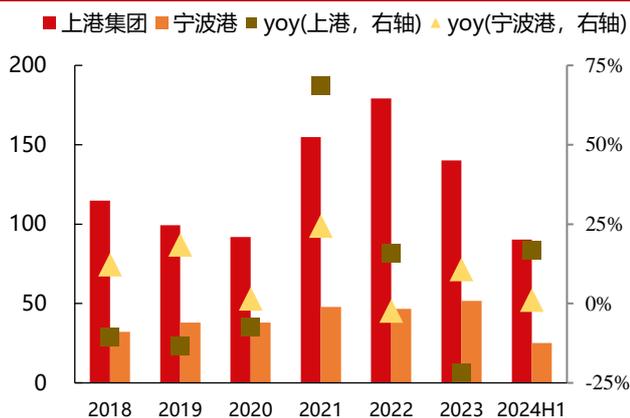
图表37：主要沿海港口集装箱吞吐量TOP5（单位：万TEU）


资料来源：Wind，国联证券研究所

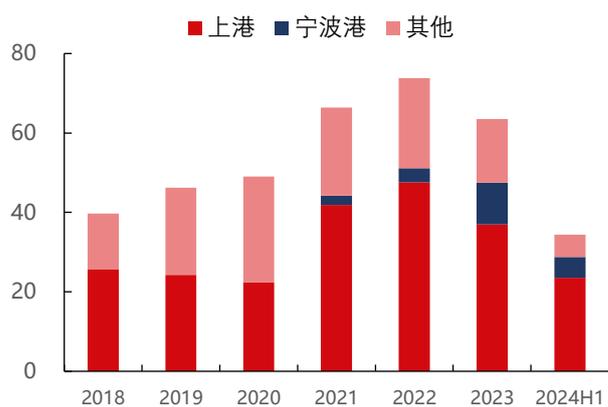
图表38：主要沿海港口货物吞吐量TOP5（单位：万吨）


资料来源：Wind，国联证券研究所

2018年以来，来自上港集团的长期股权投资收益约占公司投资收益的60%，2022年公司通过认购宁波港定增持股比例提升至23.08%，2023年至今，宁波港贡献投资收益约为15%。

图表39：2018-2024H1 上港&宁波港净利润（单位：亿元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：上港、宁波港贡献投资收益占比（单位：亿元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 海外业务：乘“一带一路”东风，持续推进海外布局

3.2.1 政策赋能：乘“一带一路”东风精准布局

自 2013 年“一带一路”畅想提出，我国与沿线多个国家建立了友好贸易合作关系。目前“一带一路”沿线已链接 65 个国家和地区，同时我国积极签署各类友好贸易协定并建设“一带一路”沿线重要经济走廊，加强与沿线国家的经贸合作。

图表 41：一带一路重要事件/文件梳理

时间	事件/文件名称	相关内容
2013 年 9-10 月	习近平主席访问哈萨克斯坦和印度尼西亚	习近平主席出访中亚和东南亚时，分别提出了与相关国家共同建设“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的倡议
2015 年 3 月	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	发挥新疆独特的区位优势和向西开放重要窗口作用，深化与中亚、南亚、西亚等国家交流合作，打造丝绸之路经济带核心区；利用长三角、珠三角、海峡西岸、环渤海等经济区优势，加快推进中国（上海）自由贸易试验区建设，支持福建建设 21 世纪海上丝绸之路核心区。
2016 年 5 月	第九届泛北部湾经济合作论坛暨中国—中南半岛经济走廊发展论坛	发布《共建中国—中南半岛经济走廊倡议书》：积极推进与区域内国家间的联系和对接，共同打造以中国广西壮族自治区、云南省为主要门户，向北延伸至中国广大内陆腹地和东部发达地区，向南经越南、老挝、柬埔寨、缅甸、泰国延伸至马来西亚和新加坡的中国—中南半岛经济走廊。
2016 年 6 月	《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》	中蒙俄三国元首共同签署《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》，是共建“一带一路”框架下的首个多边合作规划纲要。
2016 年 9 月	G20 杭州峰会	中哈（哈萨克斯坦）两国元首见证签署了《中哈丝绸之路经济带建设和“光明之路”新经济政策对接合作规划》。中国与塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦等国签署了共建丝绸之路经济带的合作文件，与土耳其、伊朗、沙特、卡塔尔、科威特等国签署了共建“一带一路”合作备忘录。
2019 年 4 月	首届“一带一路”税收征管合作论坛	“一带一路”税收征管合作机制在中国宣告成立。34 个国家和地区税务部门在浙江乌镇共同签署《“一带一路”税收征管合作机制谅解备忘录》
2020 年 11 月	《区域全面经济伙伴关系协定》	参与国之间 90% 的货物贸易将实现零关税；制定具体减税时间表；采用负面清单模式实施开放承诺；放宽投资市场准入标准等
2023 年 10 月	《共建“一带一路”：构建人类命运共同体的重大实践》	共建“一带一路”围绕互联互通，以基础设施“硬联通”为重要方向，以规则标准“软联通”为重要支撑，以共建国家人民“心联通”为重要基础，不断深化政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通，不断拓展合作领域，成为当今世界范围最广、规模最大的国际合作平台。

资料来源：一带一路网，新华社，人民网，发改委，商务部，国联证券研究所

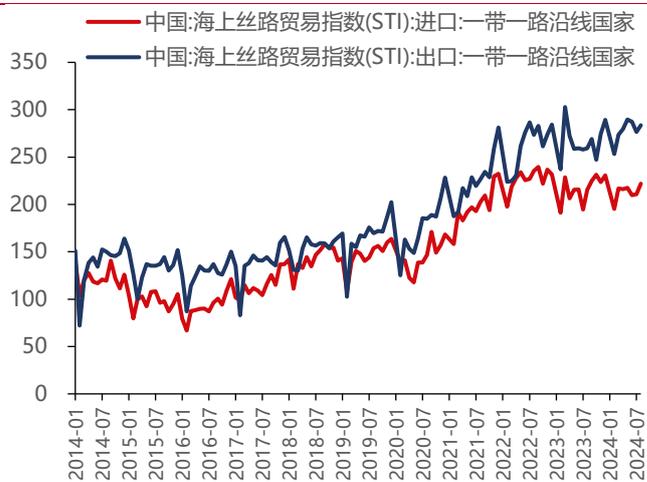
根据规划，21 世纪海上丝绸之路重点方向是从我国沿海港口过南海到印度洋，延伸至欧洲，以及从沿海港口过南海到南太平洋。从海上丝路贸易指数 STI 看，自 2014 年起我国对一带一路沿线国家进出口呈稳定上升态势，其中出口方向增长更为突出。

图表42：一带一路线路图



资料来源：一带一路网，国联证券研究所

图表43：一带一路沿线国家海上丝路贸易指数



资料来源：公司公告，国联证券研究所

自 2008 年开始，公司按照“精耕东南亚、细耕中东拉美”的海外战略部署持续拓展海外市场。目前公司已实现在全球 6 大洲 26 个国家和地区的港口网络建设，基本形成了较为完善的港口、物流和园区全球网络布局。公司投资重心主要在东南亚 RCEP 贸易区，以及中东、拉美等经济增速较快，制造业发展潜力较大的区域，多数海外港口均布局在“一带一路”沿线国家和地区。

图表44：招商港口海外布局历程

时间	国家	布局/收购细节
2008 年	越南	招商局国际全资附属公司成立合营公司头顿国际集装箱港口有限公司，开展建设和运营位于越南的槟庭星梅海深港，标志招商局国际在海外的首项投资正式启动。
2010 年 11 月	尼日利亚	招商局港口（60%）联合中非基金（40%）共同收购 TICT 47.5% 的股权
2011 年 8 月-2012 年 1 月	斯里兰卡	科伦坡国际集装箱码头（下称“CICT”）是斯里兰卡目前最大的单一外商投资项目之一，总投资逾 5.6 亿美元，招商港口持股 85%，斯里兰卡港务局持股 15%。CICT 项目采用 BOT（建设、营运和移交）模式，特许经营期 35 年（至 2046 年）。
2012 年 6 月	多哥	招商局集团旗下招商局港口控股有限公司（以下简称“招商局港口”）通过其全资子公司 Oasis King international limited 以 1.5 亿欧元（包括 1 亿元基本对价，5000 万欧元额外对价）的收购对价从 TML 当时的母公司 GTL 收购了 TML 公司 50% 股权，获取了多哥洛美集装箱码头公司（LCT）发展和运营权。
2012 年 12 月	吉布提	成立招商局控股（吉布提）有限公司（简称 CMHD），是招商港口在吉布提设立的全资子公司，深化完善在东非区域“前港-中区-后城”布局
2013 年	吉布提	招商局港口 2013 年投资了吉布提港口有限公司（PDSA）23.5% 股份，2014 年启动多哈雷多功能码头项目（DMP），并于 2017 年 5 月投产。 吉布提国际自贸区（DIFTZ）是在吉布提政府的支持合作下，由招商局集团在海外进行“前港-中区-后城”综合开发模式的有效探索，项目于 2017 年 1 月开始建设，并已于 2018 年 7 月投入运营

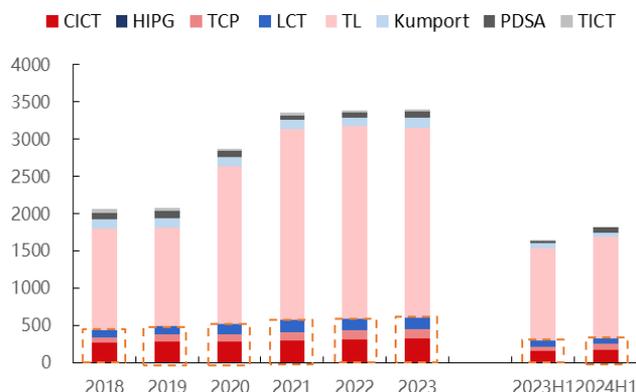
2013年6月	法国	2013年6月，招商局港口收购法国达飞轮船旗下码头运营商 Terminal Link 的 49% 股权，达飞集团继续持有其余 51% 的股权。TL 资产分布于欧洲、非洲、亚洲和美洲，其中马耳他自由港码头等资产是“一带一路”沿线重要的枢纽港。
2015年9月	土耳其	招商港口、中远海运港口和中投海外以 40%、40% 和 20% 的持股比例组成联合体，与土耳其 FIBA 集团签署股权买卖协议，以 9.65 亿美元收购 Kumport 码头的 65% 股权，其中招商港口最终总投资金额为 3.86 亿美元。土耳其是丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路沿线的重要节点，Kumport 码头也是欧亚大陆的重要运输枢纽。
2017年12月	斯里兰卡	汉班托塔国际港口集团 (HIPG) 是招商港口与斯里兰卡港务局 (SLPA) 合资经营企业，特许经营权限为 99 年，招商港口持有 HIPG 股权的 85%，SLPA 持有 15%。2017 年 12 月 9 日 HIPG 正式接手运营汉港。
2018年2月	巴西	招商港口以总价约 8.6 亿美元收购 TCP 项目 90% 股权，该项目是招商局港口进入巴西、布局拉美的突破点
2018年6月	澳大利亚	招商港口以总代价 6.075 亿澳元完成收购澳大利亚东岸最大港口纽卡斯尔港 (Port of Newcastle) 50% 的股权
2023年11月	印尼	公司控股子公司招商局港口签订收购协议，拟以 6,120 万美元收购位于印尼的 NPH51% 股权并将成为其控股股东。2024 年 6 月 28 日，印尼 NPH 股权收购项目正式完成交割。

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

3.2.2 海外母港：坐拥“东方海上十字路口”黄金区位

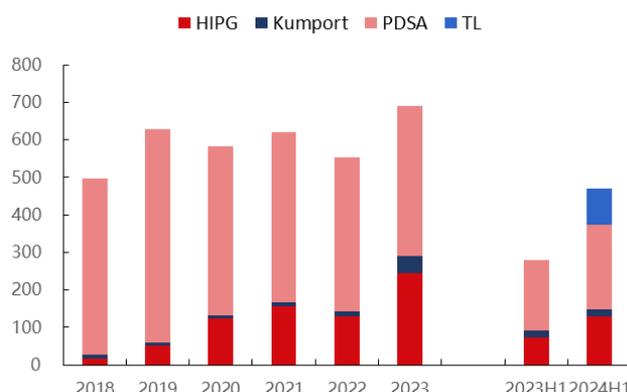
公司旗下海外码头主要以集装箱业务为主，其中斯里兰卡 CICT 码头集装箱吞吐量在控股港区中吞吐量占比过半，参股码头中 Terminal Link 在全球范围内持有 21 个码头资产，集装箱吞吐量相对较大；散杂货业务主要集中在控股码头 HIPG 和参股码头 Kumport、PDSA 和 Terminal Link。

图表45：2018-204H1 海外码头集装箱吞吐量（单位：万 TEU）



资料来源：公司公告，国联证券研究所（虚线标注为控股港区）

图表46：2018-204H1 海外码头散杂货吞吐量（单位：万吨）

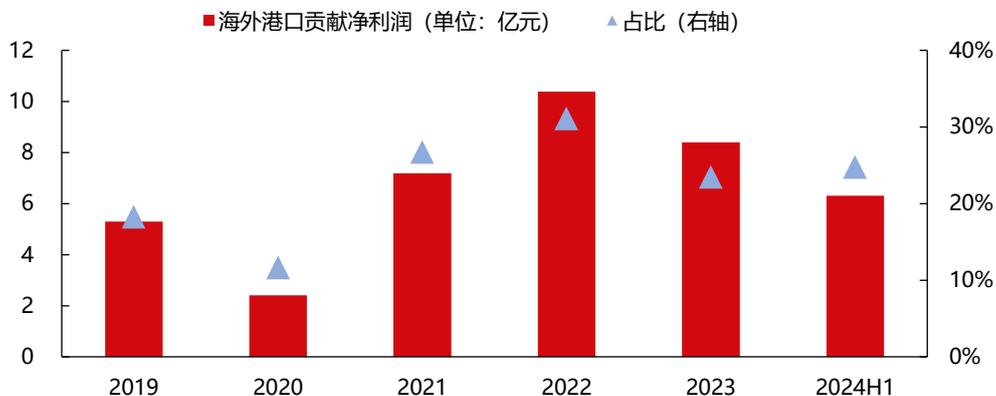


资料来源：公司公告，国联证券研究所

海外码头持续贡献正向利润。2021 年-2024 年上半年，海外港口利润在公司归母净利润中占比均在 20% 以上。2024 年 H1，海外港口贡献归母净利润约 6.3 亿元，在公司

整体归母净利润中占比 24.8%。

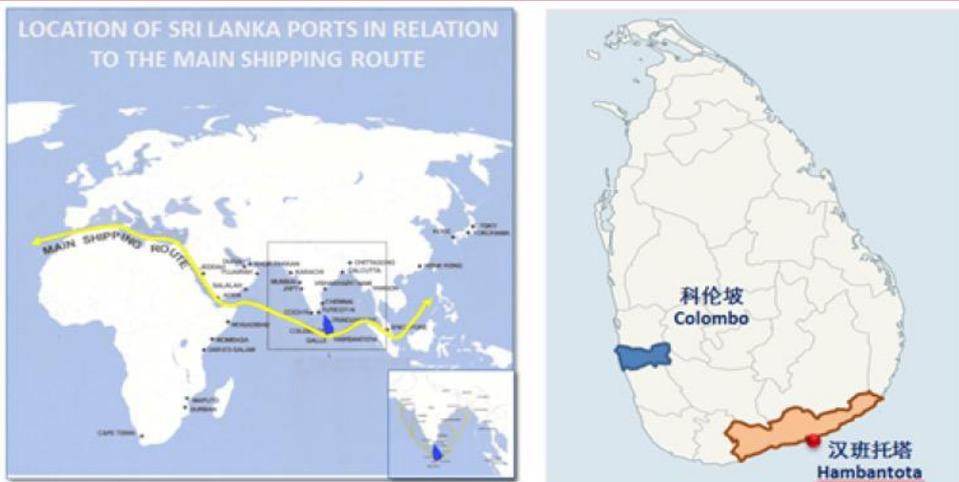
图表47：2019-204H1 海外码头净利润情况



资料来源：招商港口&招商局港口公司公告，国联证券研究所（港元兑人民币汇率取 1HKD=0.9164RMB）

公司海外母港为斯里兰卡 CICT 和 HIPG 码头。斯里兰卡为“一带一路”沿线国家，地处印度洋中枢，是亚欧非各国和太平洋地区航运往来的必经之地。科伦坡国际集装箱码头（CICT）是南亚地区在运营的唯一深水集装箱码头，在世界主要远洋航线即远东到欧洲航线拥有关键战略位置；汉班托塔港（HIPG）是斯里兰卡第二大港，是集集装箱、散杂货、滚装、油气等业务于一体的综合性港口，依托亚欧、亚非印度洋主航路的中心位置，临近印度次大陆货源腹地，中转服务辐射东非，是“海上丝绸之路”的重要节点。

图表48：斯里兰卡港区地理位置示意图

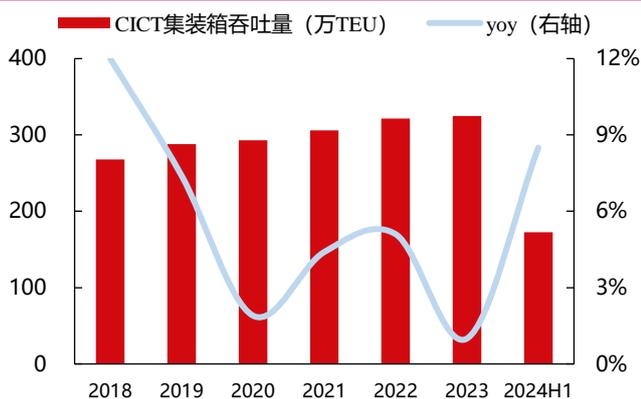


资料来源：智通财经，国联证券研究所

CICT 码头集装箱业务维持稳定增长；除 2022 年受当地经济危机影响导致进口货量下降外，HIPG 码头散杂货吞吐量一直维持较高增速。2024 年以来，红海危机造成船只

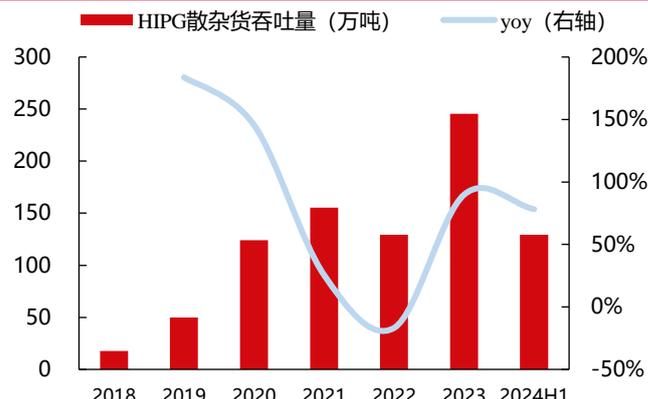
绕行，带动 CICT 中转业务量迅速增加，H1 CICT 集装箱吞吐量同比增长 8.5%。此外，公司围绕“港口+物流”模式，采用 BOT 方式投资建设南亚商贸物流中心项目，未来在 CICT 港内开展进出口拆装箱、保税仓储、自由港、临港商贸物流等业务，有望为港区持续引流，巩固其在南亚地区的枢纽港地位。

图表49：2018-2024H1 CICT 集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表50：2018-2024H1 HIPG 散杂货吞吐量



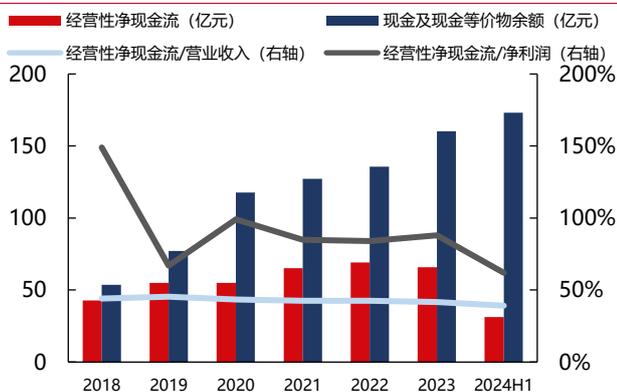
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 公用事业属性：低估值标的，分红具备提升空间

4.1 分红水平：资本开支回落，分红率持续提升

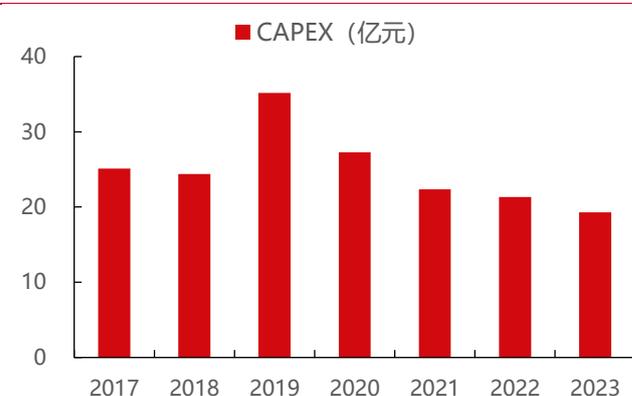
基于港口自身的经营特征，在收费费率方面相对稳定，成本主要以折旧摊销和人工成本为主，现金支出较为固定，现金流相对较为充裕。公司保持稳健经营性现金流，经营性净现金流在营收中占比保持在 43%左右，在净利润中占比约为 91%。

图表51：2018-2024H1 公司经营性现金流情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表52：2017-2023 年公司资本开支情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司 CAPEX 在 2019 年达峰后，2020 年至今持续回落，伴随资本开支下降，公司现金流分红率近年来逐年上升。2023 年公司每股派发股利 0.58 元(税前)，分红率为 40.6%，在 A 股港口板块中排名第四位。公司作为优质央企重视股东回报，近三年分红率连续上升，基于公司稳定现金流与合理的产能规划投入，未来分红率仍有较大提升空间。

图表53：2018-2023 年公司每股股息与分红率


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表54：2023 年港口板块分红率情况

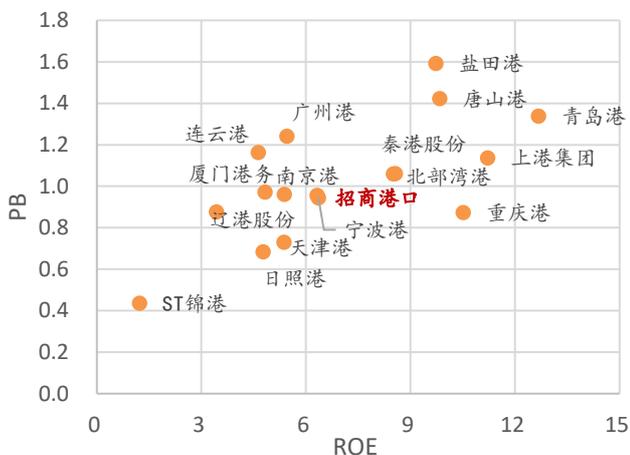

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024 年 10 月 14 日，招商局集团旗下招商蛇口、招商港口、招商轮船、招商公路、中国外运、辽港股份、招商南油、招商积余 8 家上市公司分别披露了回购或增持计划公告。其中，招商港口回购总金额为 1.95 亿元-3.89 亿元。假设公司 2024 年分红率为 41%，按回购金额均值 2.92 亿元、10 月 25 日公司收盘价 21.21 元计算，公司 2024 年股息率约为 3.2%。

4.2 估值水平：PB 长期破净，具备向上空间

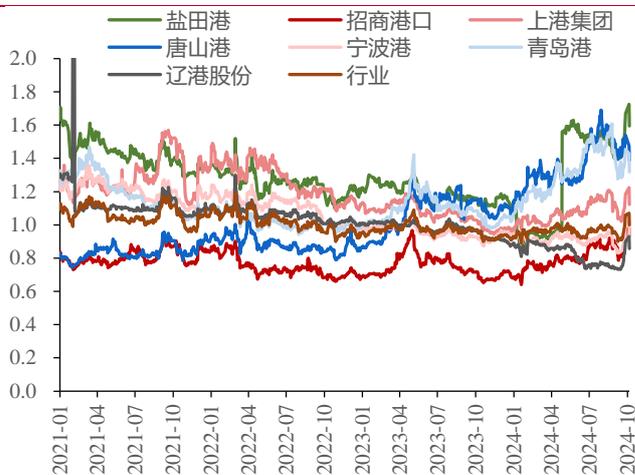
从估值角度看，港口具有重资产属性，产能扩张伴随着高额资本开支，固定资产在整体资产中占比较高，同时港口资产的盈利能力较为稳定，适用于 PB-ROE 估值体系。目前港口板块整体 PB 估值在 1 倍左右，ROE 较高的青岛港、上港、唐山港 PB 水平基本在 1.1-1.5 之间。

图表55: A股港口板块标的PB-ROE



资料来源: Wind, 国联证券研究所 (ROE取2023年财务数据; PB取2024年10月16日收盘价)

图表56: 港口板块PB估值水平比较

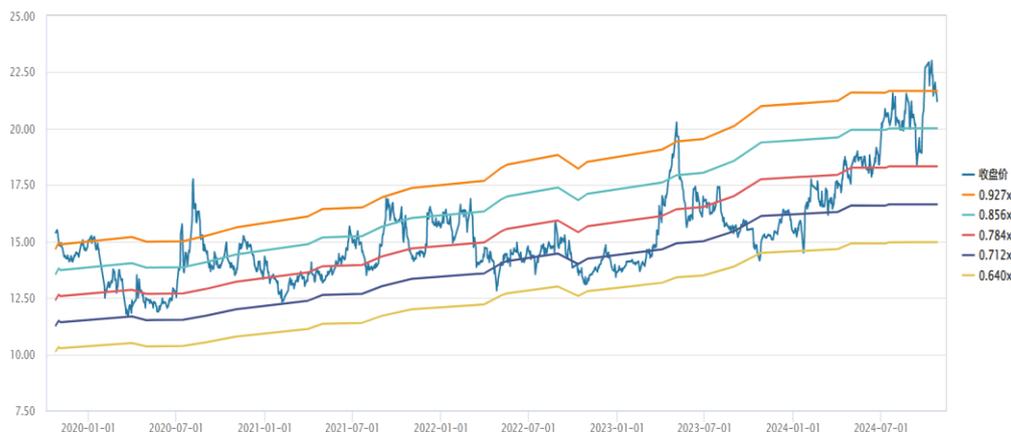


资料来源: Wind, 国联证券研究所

板块内PB相对较高的标的主要有两种类型: 1) 高ROE; 2) 高分红。公司PB估值长期处于破净状态,一方面公司ROE在板块内处于中位数水平,未有明显领先优势,另一方面公司分红率基本处于行业平均水平。

考虑到公司国内港口资产发展稳定,一带一路合作倡议赋能以及公司成熟管理经营经验推动下,海外资产盈利性仍有较大提升潜力;同时在鼓励央企国企重视股东回报、加大现金分红力度的政策引导下,公司作为招商局集团体系代表性企业,后期持续提升分红的可能性较大。ROE与分红率双重提升的预期下,公司PB仍具有较大修复空间。

图表57: 招商港口近5年PB-Band (截至2024年10月25日)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

公司的主营业务分为港口业务、保税物流业务和物业开发及投资业务三大类。

(1) 港口业务: 假设港口业务收入 2024-2026 年同比分别增长 11.0%、6.0%和 5.0%，毛利率分别为 43.0%、43.5%和 43.5%；

(2) 保税物流业务: 假设保税物流业务收入 2024-2026 年同比分别增长 5.0%、3.0%和 3.0%，毛利率分别为 45.0%、46.0%和 46.0%；

(3) 物业开发及投资: 假设物业开发及投资业务收入 2024-2026 年同比分别增长 9.0%、8.0%和 8.0%，毛利率分别为 -28.0%、-25.0%和 -23.0%。

图表58：2022-2026 年公司营业收入及毛利率测算（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	16,230.5	15,750.5	17,447.4	18,481.5	19,400.4
yoy	6.2%	-3.0%	10.8%	5.9%	5.0%
毛利率	40.5%	40.8%	42.3%	42.8%	42.8%
港口业务					
收入	15,626.8	15,036.3	16,690.3	17,691.7	18,576.3
yoy	6.8%	-3.8%	11.0%	6.0%	5.0%
毛利率	41.4%	41.5%	43.0%	43.5%	43.5%
保税物流业务					
收入	445.6	532.7	559.3	576.1	593.4
yoy	-4.1%	19.5%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	37.1%	45.6%	45.0%	46.0%	46.0%
物业开发及投资					
收入	158.1	181.5	197.9	213.7	230.8
yoy	-14.0%	14.8%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率	-37.1%	-28.0%	-28.0%	-25.0%	-23.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

因此，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 174.47/184.81/194.00 亿元，同比增速分别为 10.77%/5.93%/4.97%；归母净利润分别为 40.77/42.66/44.65 亿元，同比增速分别为 14.14%/4.63%/4.67%；3 年 CAGR 为 7.72%。

5.2 估值与投资建议

➤ 绝对估值法

我们采用 FCFF 估值方法对公司进行估值。无风险收益率采用十年期国债收益率，假设市场预期回报率为 10.0%，第二阶段为 5 年，增长率为 3.0%；永续增长率假设为 1.0%。基本假设关键参数如下表所示：

图表59：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.1%
市场预期回报率 Rm	10.0%
第二阶段年数	5
第二阶段增长率	3.0%
永续增长率	1.0%
有效税率 Tx	14.2%
Ke	9.2%
Kd	3.5%
WACC	7.7%
债务资本比重 Wd	25.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

综上，我们通过 FCFF 估值法测算公司的每股价值为 28.3 元。

图表60：公司 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	29,344.1	15.7%
第二阶段	42,182.9	22.6%
第三阶段 (终值)	115,242.6	61.7%
企业价值 AEV	186,769.6	
加：非核心资产	5,695.2	3.0%
减：带息债务(账面价值)	49,420.3	26.5%
减：少数股东权益	72,352.3	38.7%
股权价值	70,692.3	37.8%
除：总股本(百万股)	2,500.59	
每股价值(元)	28.3	

资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表61：FCFF 估值法敏感性测试

敏感性测试结果	永续增长率				
	WACC	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
6.4%	44.4	45.4	46.5	47.7	49.1
7.0%	35.2	35.9	36.8	37.8	38.8
7.7%	27.0	27.6	28.3	29.0	29.9
8.5%	19.8	20.2	20.7	21.3	22.0
9.4%	13.4	13.7	14.1	14.5	15.0

资料来源：iFinD，国联证券研究所

➤ 相对估值法

我们采用 PB 估值方法对公司进行估值，可比公司 2025 年平均估值 1.15 倍，鉴于公司广泛布局全球优质港口资产，盈利能力稳健，采用相对估值法给予公司 2025 年 1 倍 PB，目标价 26.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表62：可比公司估值指标比较

证券简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE (X)			PB (LF)
				2024E	2025E	2026E	2025E
上港集团	600018.SH	6.22	1448.27	9.73	9.67	9.26	1.00
青岛港	601298.SH	8.35	506.75	10.36	9.56	8.96	1.14
唐山港	600018.SH	4.72	279.70	13.38	12.63	11.63	1.32
平均值				11.16	10.62	9.95	1.15
招商港口	001872.SZ	21.21	514	13.01	12.43	11.88	0.82

资料来源：iFinD，国联证券研究所（股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价；上港集团、青岛港、唐山港预测值来自 Wind 一致预期）

6. 风险提示

全球及国内宏观经济增速不及预期：若全球和国内经济增速减缓，可能对港口吞吐量造成负面影响；

海外拓展不及预期：若海外港口发展及运营不及预期，可能对公司盈利造成负面影响。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	13616	16080	17636	19494	21501					
应收账款+票据	1476	1431	1360	1441	1513					
预付账款	64	38	56	60	63					
存货	225	219	230	241	253					
其他	5036	5716	5842	6005	6162					
流动资产合计	20417	23483	25125	27240	29492					
长期股权投资	92364	96666	103773	111078	118587					
固定资产	41376	38428	38705	39286	40162					
在建工程	2414	2910	3065	2770	2125					
无形资产	19277	18073	17196	16318	15439					
其他非流动资产	21678	18997	18356	17725	17105					
非流动资产合计	177109	175074	181095	187178	193419					
资产总计	197526	198557	206220	214418	222911					
短期借款	7164	15714	15664	15614	15564					
应付账款+票据	811	765	775	814	854					
其他	18565	12616	11439	10548	9593					
流动负债合计	26540	29096	27878	26975	26011					
长期带息负债	32427	33516	33756	33936	34056					
长期应付款	3551	3823	3823	3823	3823					
其他	6745	6553	6553	6553	6553					
非流动负债合计	42723	43892	44132	44312	44432					
负债合计	69264	72987	72009	71287	70443					
少数股东权益	73995	66722	72352	78123	84164					
股本	2499	2499	2501	2501	2501					
资本公积	34752	37077	37075	37075	37075					
留存收益	17016	19272	22282	25432	28729					
股东权益合计	128262	125570	134210	143131	152468					
负债和股东权益总计	197526	198557	206220	214418	222911					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	8232	7496	9707	10037	10505					
折旧摊销	2763	2763	2831	2878	2934					
财务费用	2259	1839	1487	1467	1442					
存货减少(增加为“-”)	-30	6	-11	-11	-12					
营运资金变动	-484	-297	-1161	-1018	-1063					
其它	-6353	-5768	-6537	-6431	-6642					
经营活动现金流	6386	6039	6316	6921	7163					
资本支出	-1662	-1851	-1520	-1420	-1420					
长期投资	-13614	-1544	-500	-500	-500					
其他	1312	7162	-376	-691	-696					
投资活动现金流	-13964	3767	-2396	-2611	-2616					
债权融资	1069	9639	190	130	70					
股权融资	577	0	2	0	0					
其他	5871	-17624	-2555	-2583	-2609					
筹资活动现金流	7516	-7985	-2363	-2453	-2539					
现金净增加额	306	1911	1557	1857	2008					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	16230	15750	17447	18481	19400					
营业成本	9650	9318	10074	10574	11100					
税金及附加	282	313	297	314	330					
销售费用	0	0	0	0	0					
管理费用	2053	2000	2041	2070	2173					
财务费用	2259	1839	1487	1467	1442					
资产减值损失	-22	-191	-87	-92	-97					
公允价值变动收益	-129	73	440	110	143					
投资净收益	7378	6349	6976	7175	7379					
其他	73	298	420	433	445					
营业利润	9286	8809	11298	11682	12227					
营业外净收益	59	-10	9	10	10					
利润总额	9345	8799	11307	11691	12237					
所得税	1113	1304	1600	1655	1732					
净利润	8232	7496	9707	10037	10505					
少数股东损益	4894	3924	5630	5771	6040					
归属于母公司净利润	3337	3572	4077	4266	4465					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.19%	-2.96%	10.77%	5.93%	4.97%
EBIT	9.16%	-8.32%	20.26%	2.85%	3.95%
EBITDA	9.04%	-6.72%	16.59%	2.63%	3.60%
归属于母公司净利润	24.26%	7.02%	14.14%	4.63%	4.67%
获利能力					
毛利率	40.54%	40.84%	42.26%	42.79%	42.79%
净利率	50.72%	47.59%	55.63%	54.31%	54.15%
ROE	6.15%	6.07%	6.59%	6.56%	6.54%
ROIC	7.76%	5.88%	6.76%	6.81%	6.76%
偿债能力					
资产负债率	35.07%	36.76%	34.92%	33.25%	31.60%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
应收账款周转率	11.3	14.2	14.2	14.2	14.2
存货周转率	42.9	42.6	43.9	43.9	43.9
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标(元)					
每股收益	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8
每股经营现金流	2.6	2.4	2.5	2.8	2.9
每股净资产	21.7	23.5	24.7	26.0	27.3
估值比率					
市盈率	15.9	14.8	13.0	12.4	11.9
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	10.2	9.9	9.9	9.8
EV/EBIT	11.6	12.9	12.1	12.1	11.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年10月25日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼