

招商港口 (001872.SZ)

综合港口投资运营平台，持续完善海内外资产布局

招商港口为央企背景的国际综合港口投资运营商，积极做优做大国内上市平台，同时持续布局海外优质港口资产，公司当前 PB 处于行业平均偏下水平，在央企价值重塑背景下有望实现估值提升。

- 央企背景港口投资运营平台，投资收益贡献核心利润。招商港口为招商局集团旗下港口板块运营及资本运营平台。主营业务中港口业务贡献收入超九成、营收稳定增长，公司主要港口资产包括控股内地的深西港区 and 海外斯里兰卡 CICT 及 HIPG，同时参股上港集团、宁波港及部分海外港口资产。公司投资收益占比约七成，主要来自上港集团及宁波港，通过招商局港口 (0144.HK) 间接持有上港集团 28.05% 股份，合计持有宁波港 23.08% 股份。
- 港口业务收入增长稳健，参控股资产以集装箱业务为主。业务量方面（参控全口径），集装箱吞吐量增长良好，其中内地区域占比超过七成，2018-2023 年集装箱吞吐量复合增速达到 11.5%，略高于海外的 10.6%。收入方面，港口业务占比稳定在 95% 以上，2018-2023 营业收入复合增速达 10.4%，整体增长稳健。毛利方面，港口业务毛利率水平基本稳定在 40% 以上，2024H1 港口业务毛利率达到 46%。投资收益方面，2018-2023 年复合增速为 9.9%，主要原因是参股上港集团及宁波港均为全球核心港口资产，增长稳健。
- 加强国内港口区域布局，前瞻性投资海外优质资产。国内方面，公司重点布局腹地经济较为发达的华东和华南区域，在珠三角地区围绕深西港区进行扩张，深西港区在深圳港中市占率由 2018 年的 44.1% 提升至 2023 年的 45.5%。同时在长三角区域通过参股上港集团和宁波港持续提升区域影响力。海外方面，持续布局“一带一路”沿线枢纽港口资产，母港吞吐量增长快速，2024H1 斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量同比增长 8.5%，HIPG 为抢抓中转箱增长窗口期，24H1 启动集装箱业务并完成吞吐量 2.8 万 TEU，同时得益于当地建筑行业复苏，散杂货吞吐量同比增长 78.2%。
- 投资建议。公司通过资产并购实现扩张，内地立足于深西港区，同时兼顾布局长三角区域；海外进行全球范围布局，业务增长潜力较大。近年来中央政府强调重视央企、国企估值重塑和高质量发展，横向对比港口标的 PB 均值为 1.1x，而招商港口当前 PB 仅为 0.9x，处于行业中偏低水平，具备估值重塑空间。2024 年 10 月 14 日，招商局集团旗下 8 家上市公司披露回购或增持计划，招商港口回购总金额为 1.95-3.89 亿元，彰显长期发展信心。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 41.7、43.3、45.5 亿元，对应 24 年 PE 为 11.9x，PB 为 0.8x，公司资本开支持续下行，分红仍有提升空间，假设分红率为 42%，按最新收盘价对应 24-26 年股息率分别为 3.5%、3.6%、3.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：国际宏观贸易形势不及预期、港口收费政策出现变动、海外并购不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	16230	15750	17528	19248	20736
同比增长	6%	-3%	11%	10%	8%
营业利润(百万元)	9286	8809	10679	11230	11936
同比增长	2%	-5%	21%	5%	6%
归母净利润(百万元)	3337	3572	4170	4323	4540
同比增长	24%	7%	17%	4%	5%
每股收益(元)	1.33	1.43	1.67	1.73	1.82
PE	14.9	13.9	11.9	11.5	11.0
PB	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/交通运输

目标估值：NA

当前股价：19.9 元

基础数据

总股本（百万股）	2501
已上市流通股（百万股）	1744
总市值（十亿元）	49.8
流通市值（十亿元）	34.7
每股净资产（MRQ）	24.4
ROE（TTM）	6.8
资产负债率	35.7%
主要股东	China Merchants Port Investment Development Company Limited
主要股东持股比例	45.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	6	31
相对表现	-7	1	22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
- 孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
- 肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
- 刘若琮 研究助理
liuruocong@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明。特别提示：本报告所覆盖之公司为招商证券之实际控制人招商局集团的控股子公司，或其可施以重大影响的公司，分析师承诺本报告之独立性，但提请投资者审慎使用。

正文目录

一、央企背景港口投资运营平台，持续通过并购重组实现扩张5

1、全球领先的综合港口投资运营平台5

二、做大国内港口区域布局，前瞻性投资海外优质资产10

1、国内围绕深圳母港，重点布局华东华南区域.....10

2、海外立足斯里兰卡母港，新兴市场布局持续进行14

3、资本开支逐步下降，分红仍有提升空间17

三、盈利预测及投资建议.....18

1、盈利预测18

2、投资建议19

四、风险提示.....20

图表目录

图 1：招商港口历史沿革5

图 2：招商港口股权关系图.....6

图 3：招商港口集装箱吞吐量变化情况7

图 4：招商港口集装箱分区域吞吐量情况（单位：百万 TEU）7

图 5：招商港口散杂货吞吐量变化情况8

图 6：招商港口散杂货分区域吞吐量情况（单位：百万吨）8

图 7：招商港口 2018-2024H1 营业收入构成（单位：亿元）9

图 8：2024H1 营收结构情况.....9

图 9：招商港口 2019-2024H1 毛利润构成（单位：亿元）9

图 10：招商港口 2018-2024H1 各业务毛利率表现情况9

图 11：招商港口投资收益变化情况.....10

图 12：招商港口投资收益结构变化情况10

图 13：招商港口归母净利润变化情况10

图 14：招商港口 ROE 与行业对比情况.....10

图 15：深圳西部港区地理位置示意图11

图 16：深圳、广东及珠三角地区生产总值变化情况（单位：万亿元）11

图 17: 深圳、广东省货物进出口总额变化情况 (单位: 万亿元)	11
图 18: 深圳西部港区吞吐量变化情况	12
图 19: 深圳西部港区吞吐量变化情况	12
图 20: 中国对各国及各地区出口金额同比增速月度变化情况 (美元计)	12
图 21: 中国对东盟国家进出口金额变化情况	12
图 22: 全国港口月度集装箱吞吐量	13
图 23: 中国出口金额及增长情况	13
图 24: 主要港口企业集装箱吞吐量变化情况 (单位: 万 TEU)	13
图 25: 招商局港口内地分区域净利润结构 (单位: 亿元)	14
图 26: 招商港口内地分区域集装箱吞吐量情况 (单位: 万 TEU)	14
图 27: 上港集团、宁波港投资收益贡献情况 (单位: 亿元)	14
图 28: 招商港口集装箱权益吞吐量全球市占率变化情况	14
图 29: 招商港口海外港口布局图	15
图 30: 招商港口海外区域集装箱码头业务量结构情况 (单位: 百万 TEU) ...	16
图 31: 招商港口海外散杂货码头业务量结构情况 (单位: 百万吨)	16
图 32: 斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量变化情况	16
图 33: 斯里兰卡 HIPG 散杂货吞吐量变化情况	16
图 34: 新兴经济体 GDP 保持快速增长	17
图 35: 招商港口历年资本开支情况	17
图 36: 招商港口经营性现金流及增长情况	17
图 37: 招商港口 2018-2023 年现金分红及分红比例	18
图 38: 港口板块估值及财务情况对比	20
图 39: 招商港口历史 PE Band	21
图 40: 招商港口历史 PB Band	21
表 1: 公司资产布局情况	6
表 2: 深圳西部港区情况	12
表 3: 招商港口海外布局情况梳理	15
表 4: 海外母港情况介绍	16
表 5: 招商港口盈利预测情况	18
表 6: 盈利预测简表	19

附：财务预测表22

一、央企背景港口投资运营平台，持续通过并购重组实现扩张

1、全球领先的综合港口投资运营平台

招商局集团旗下港口业务板块管理和资本运营平台。公司专注于港口业务，充分发挥招商局集团旗下港口业务板块管理及资本运营管理作用，通过控股港股上市公司招商局港口，布局全球优质港口，同时积极参与国内外各重要区域港口资产整合，做优做大国内上市平台。

历史沿革：招商港口是招商局集团旗下港口业务板块管理和资本运营平台，其前身是“深圳赤湾港航股份有限公司，1990 年在深圳注册成立，1993 年以“深赤湾”在深交所上市。2018 年 12 月 26 日，公司以“深赤湾”为平台完成重组，并实现港口资产 A 股整体上市，招商局港口与深赤湾重组并更名为“招商港口”，自此公司从深圳西部港区赤湾港运营商升级为全球领先的港口开发、投资和运营商。

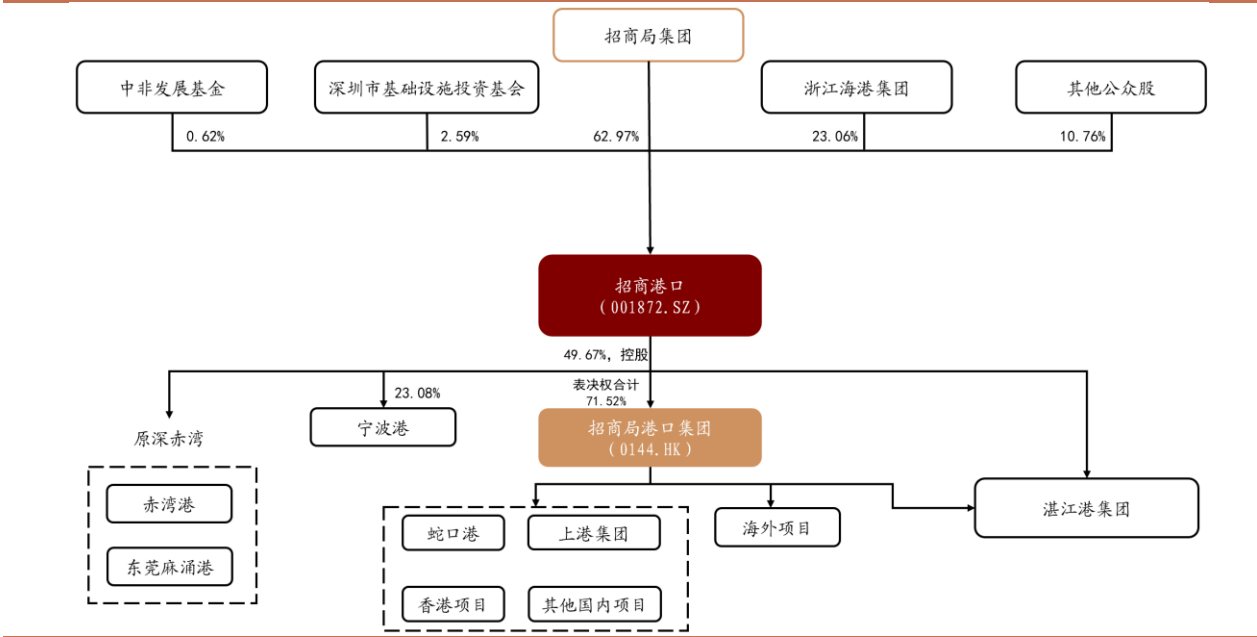
图 1：招商港口历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

股权结构：公司实控人为招商局集团，截至目前招商局集团合计持有招商港口 62.97% 股权。参控股情况方面，公司持有招商局港口 49.67% 股权，且通过招商局港口间接持有上港集团 28.05% 股份，为上港集团第二大股东；同时合计持有宁波港 23.08% 股份（直接 20.98%，间接 2.10%）。股权结构决定公司大部分利润来自于投资收益，投资收益占公司利润总额比基本保持在 70% 以上。

图 2：招商港口股权关系图



资料来源：Wind、招商证券

资产情况：公司积极参与国内外各重要区域港口资产整合，于中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，所投资或者投资并拥有管理权的码头遍及中国香港、中国台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头等枢纽港，并成功布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲及北美洲等 26 个国家和地区的 51 个港口，港口投资重点在全球主枢纽港、门户港以及市场潜力大、经济成长快、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。截至 2024H1，公司集装箱权益吞吐量达到 2698 万 TEU，位居全球港口运营商前列。

表 1：公司资产布局情况

区域	参控股情况	港口
珠三角	控股	深圳西部港区
		东莞麻涌
		顺德新港
	参股	珠江内河货运码头
长三角	参股	上港集团
		宁波舟山港
环渤海	参股	天津港集装箱码头
		QQCTU
		青岛董家口
		辽港股份
		莱州港务
内地东南地区	控股	漳州码头
		汕头港
		厦门湾港务
		湛江港
港台	控股/参股	招商货柜/ 现代货箱
	参股	台湾高明货柜
海外	控股	CICT
		TCP
		LCT

参股

HIPG
TL
Kumport
PDSA
TICT

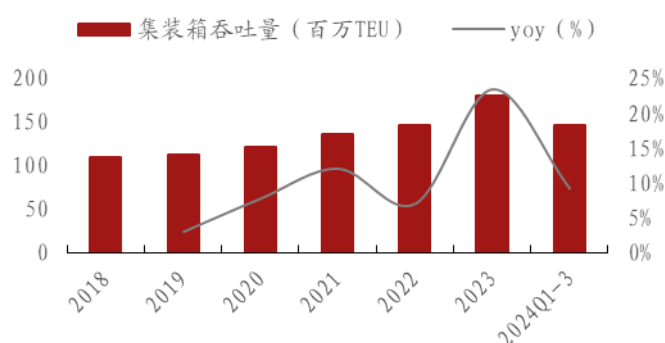
资料来源：公司公告、招商证券

吞吐量（参控股全口径）表现：公司 2018-2023 年集装箱吞吐量五年复合增速为 10.4%，港口散杂货吞吐量五年复合增速为 18.5%。2021 年伴随港航市场回暖和全球经济修复，公司吞吐量实现 12.1% 的增幅，2022 年港口拥堵等问题有所缓解，但疫情持续影响叠加地缘冲突等因素，公司集装箱吞吐量增速有所回落。2023 年公司共完成集装箱吞吐量 1.8 亿 TEU，同比增长 23.5%；港口散杂货吞吐量为 12.5 亿吨，同比增长 69.6%，主要由于公司自 2022 年 10 月起将宁波港业务量纳入统计，使得 23 年散杂货业务量增长较多。2024 年前三季度公司共完成集装箱吞吐量 1.5 亿 TEU，同比增长 9.2%；完成港口散杂货吞吐量 9.4 亿吨，同比下降 1.3%，其中 24Q3 公司完成集装箱吞吐量 5094.5 万 TEU，同比增长 7.5%，完成散杂货吞吐量 3 亿吨，同比下降 5.7%，集装箱业务增长较为稳健，但受内需影响，散杂货吞吐量三季度表现较弱。

分区域来看：内地区域增速较快（参控股全口径）。集装箱吞吐量中内地区域占比超过七成，2018-2023 年内地集装箱吞吐量复合增速达到 11.5%，海外区域五年复合增速达到 10.6%，港台区域五年复合增速为 -5.4%，海外业务受益于公司持续的全球布局，2020 年通过 TL 完成 8 个码头收购交割，受益于新码头计入统计，当年海外集装箱业务吞吐量同比增长 38.1%。

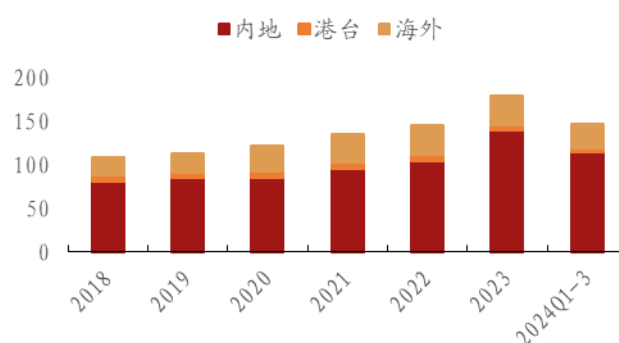
散杂货业务中以内地区域为主，2018-2023 年内地散杂货吞吐量复合增速达到 18.6%，2021 年由于参股公司大连港换股吸收合并营口港，营口港业务量纳入统计，使得 2021 年内地区域散杂货吞吐量同比增长 35.3%；海外区域复合增速为 7.2%。

图 3：招商港口集装箱吞吐量变化情况



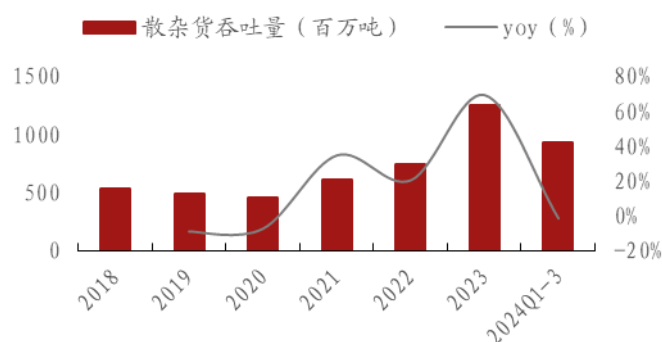
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：招商港口集装箱分区域吞吐量情况（单位：百万 TEU）



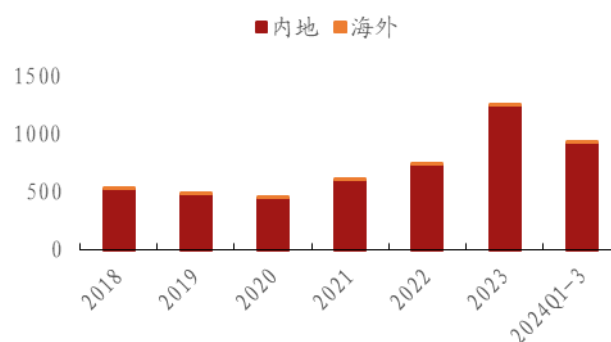
资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 招商港口散杂货吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 招商港口散杂货分区域吞吐量情况(单位: 百万吨)



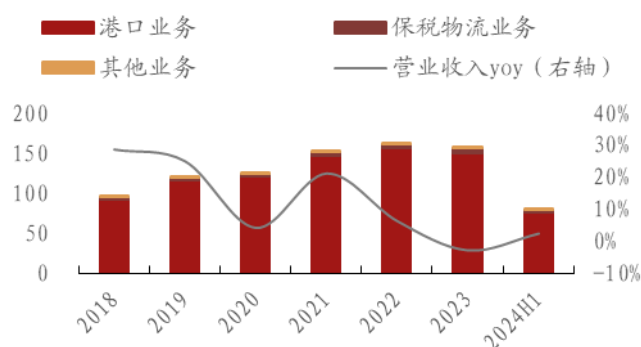
资料来源：公司公告、招商证券

业务情况：公司核心业务包括港口主业和综合开发业务，培育业务包括智慧科技业务和生态延伸业务。

- **港口主业：**包括集装箱及散杂货装卸服务，公司所投资或者投资并拥有管理权的码头遍布香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头等枢纽港，并成功布局六大洲，包括：亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲和北美洲等地区。港口投资方面，重点在全球主枢纽港、门户港以及市场潜力大、经济成长快、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。
- **综合开发业务：**依托深圳前海湾保税港区、青岛前湾保税港区、天津东疆保税港区、吉布提国际自贸区、汉班托塔产业园等园区为客户提供仓储租赁、报关、拆拼箱、单证等多元化的增值服务。
- **智慧科技业务：**利用前沿的数字化技术，充分发挥公司大数据和丰富应用场景优势，驱动公司产业数字化和数字产业化，通过智慧港口解决方案、智慧港口开放平台、智慧港口科技运营，为客户提供优质的港口服务。
- **生态延伸业务：**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。

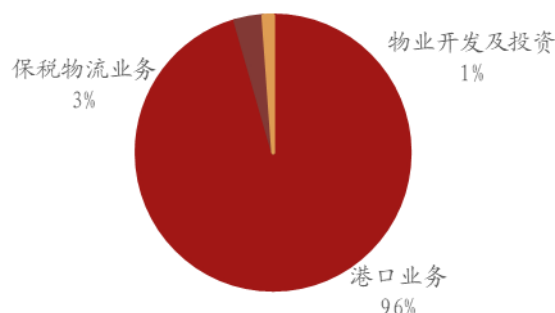
营收方面：公司营收增长较为稳定，港口业务贡献收入超九成。公司 2018-2023 营业收入复合增速达 10.2%，整体营收增长稳定。2023 年实现营业收入 157.5 亿元，同比下滑 3%，2024 年上半年公司实现营业收入 79.8 亿元，同比增长 2.3%。从收入结构来看，港口业务贡献稳定在 95% 以上，2024 年上半年港口业务、保税物流业务、物业开发及投资营收占比分别为 95.5%、3.3%、1.2%。

图 7：招商港口 2018-2024H1 营业收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

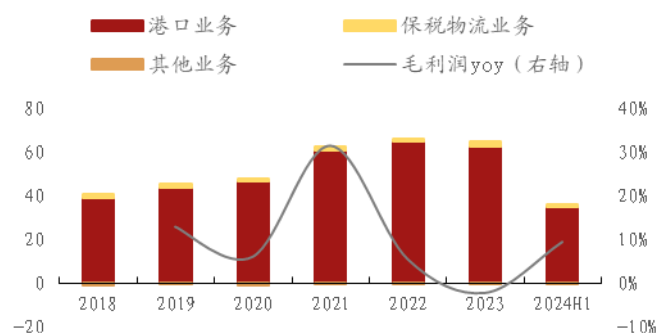
图 8：2024H1 营收结构情况



资料来源：公司公告、招商证券

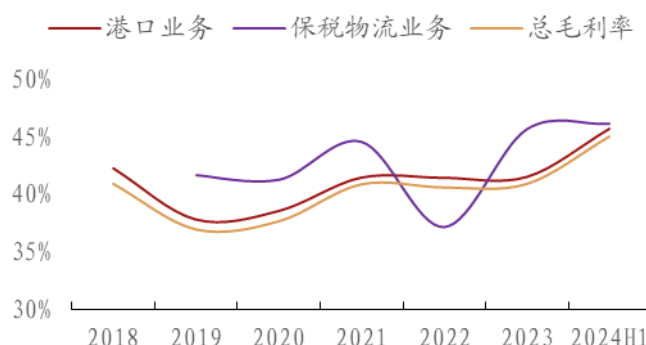
毛利润：港口业务贡献主要利润。2018-2023 年，港口业务贡献毛利润比例持续超 97%，2024 年上半年，公司实现毛利润 35.8 亿元，其中港口业务占比为 97.2%。毛利率方面，港口业务毛利率水平基本稳定在 40% 以上，2024H1 港口业务毛利率达到 46%。

图 9：招商港口 2019-2024H1 毛利润构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：招商港口 2018-2024H1 各业务毛利率表现情况

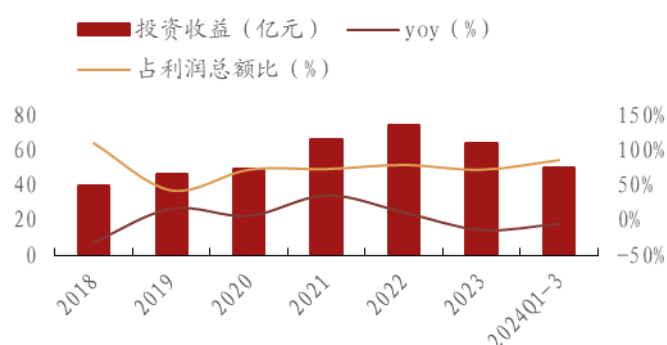


资料来源：公司公告、招商证券

投资收益长期贡献利润总额比重超 70%。作为招商局集团旗下港口业务板块管理和资本运营平台，公司参控股公司较多，股权结构决定投资收益是公司利润的重要组成部分。2020 年以来，公司投资收益占利润总额的比例超过 70%，其中对联营及合营企业的投资收益占利润总额比重基本超过 60%。2018-2023 年公司投资收益复合增速达到 9.9%，其中 2021 年投资收益同比显著增长，主要由于港航市场回暖下参股公司收益增加，叠加参股公司大连港换股吸收合并营口港，贡献投资收益。2023 年公司投资收益为 63.5 亿元，同比下降 13.9%，主要由于上港集团投资收益下滑所致。2024 年前三季度公司投资收益为 50.1 亿元，同比下降 4.9%，主要由于 2023 年 8 月公司完成宁波大榭 45%股权转让带来收益贡献，同时宁波港并表导致投资收益基数较高。

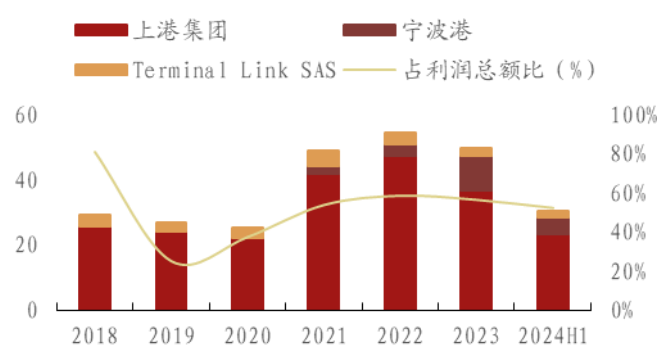
从投资收益构成来看，公司主要的投资收益来源为上港集团、宁波港、Terminal Link SAS 三部分，其中上港集团贡献最主要的投资收益，占投资收益比重达 68.5%。2024 年上半年，这三部分的投资收益占利润总额比重达 52.3%。

图 11: 招商港口投资收益变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

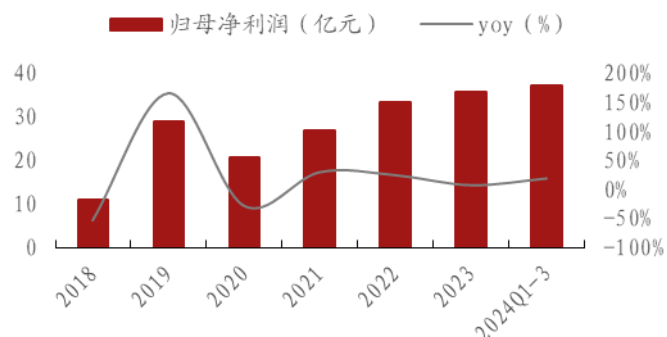
图 12: 招商港口投资收益结构变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

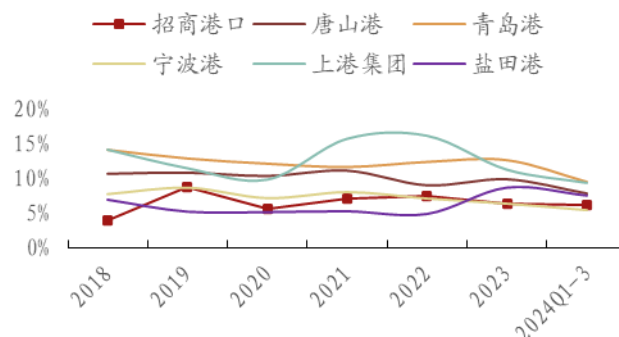
盈利能力：归母净利润增长较快。2018-2023 年公司归母净利润复合增速达到 26.8%，其中 2019 年归母净利润大幅增长，主要由于土地整备确认大额资产处置收益，2020 年由于基数较高叠加疫情原因，公司归母净利润同比下降 28.6%；2021-2022 年受益于港航市场恢复、海外资产收购、营口港业务量纳入统计、宁波港并表等因素，公司归母净利润同比增长 29.5%。2023 年公司实现归母净利润 35.7 亿元，同比增长 7%，2024 年前三季度公司实现归母净利润 37.4 亿元，同比增长 18.6%。ROE 方面，公司 ROE 在同行业中处于中等水平，近年来一直保持在 6% 以上的水平，2024 年前三季度公司 ROE 为 6.2%。

图 13: 招商港口归母净利润变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 14: 招商港口 ROE 与行业对比情况



资料来源：公司公告、招商证券

二、做大国内港口区域布局，前瞻性投资海外优质资产

1、国内围绕深圳母港，重点布局华东华南区域

国内重点布局腹地经济较为发达的华东和华南区域。公司国内控股港口业务主要分部在珠三角、香港、闽南、粤西南和长三角等地区，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；国内参股港口运营商主要包括长三角地区的上港集团和宁波舟山港股份、环渤海地区的辽港股份和青岛港部分港区运营商等，布局围绕腹地经济发达区域，有利于支撑吞吐量长期增长。

以深西母港为支点，腹地经济发达驱动吞吐量增长。公司国内母港位于深圳西部港区，处于珠江三角洲地区中心地带，水上交通较为便捷，腹地经济发达，公司依托深西母港持续拓展国内港口资产布局，具备显著优势。从区位上来看，深圳港位于我国广东省中南部，毗邻香港，背靠珠江三角洲，分为西部港区和东部港区，其中西部港区位于珠江口东岸入海前缘，主要包括蛇口、赤湾、妈湾、大铲湾等港区，东部港区位于南海大鹏湾西北部，主要包括盐田港区。

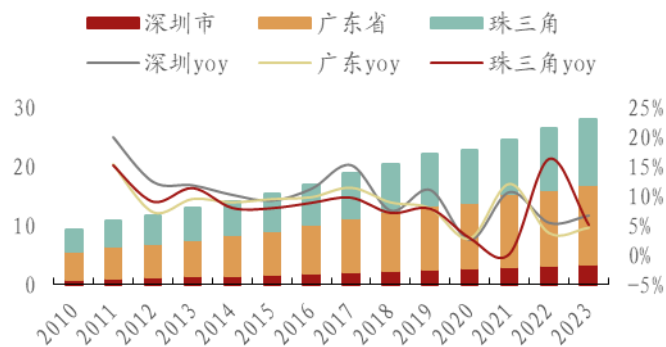
直接腹地珠三角区域部分地区，持续受益于腹地经济发展。深圳港直接腹地为深圳市、惠州市、东莞市和珠江三角洲的部分地区，转运腹地范围包含湖北、湖南、江西、粤北、粤东、粤西和广西的西江两岸。珠三角作为我国经济最活跃的地区之一，能够为深西母港吞吐量增长创造较好的腹地基础，2023 年珠三角地区生产总值达到 11.02 万亿元，同比增长 5.3%，珠三角地区城市生产总值占全省比例均达到 80%以上。深圳市地处珠三角前沿，是我国华南地区重要交通枢纽之一，2023 年深圳市地区生产总值达到 3.5 万亿元，同比增长 6.8%，近五年复合增速达到 7.4%，占广东省比重达到 25.5%，进出口总额达到 3.9 万亿元，同比增长 5.4%，近五年复合增速达到 5.2%，占全省比例达到 46.6%。发达的腹地经济为公司国内母港的发展提供了良好的基础，利于区域内港口吞吐量增长。

图 15：深圳西部港区地理位置示意图



资料来源：珠江水运杂志、招商证券

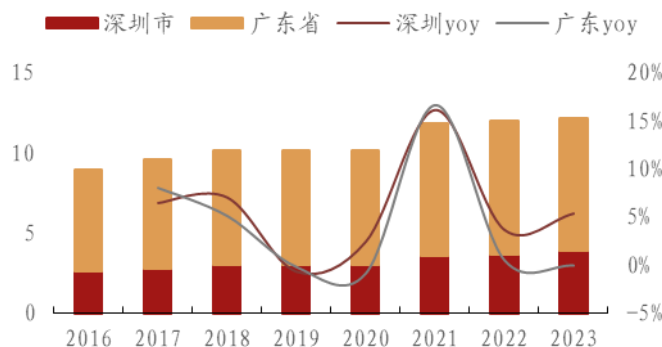
图 16：深圳、广东及珠三角地区生产总值变化情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind、招商证券

受益于亚欧航线占比较高，深西港区在深圳港中市占率逐步提升，远期有望持续受益于东南亚电商快线增长。在中国与东盟区域贸易来往持续密切的趋势下，全国港口出现明显结构性变化，东盟航线主要港口（如青岛港和北部湾港）表现明

图 17：深圳、广东省货物进出口总额变化情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind、招商证券

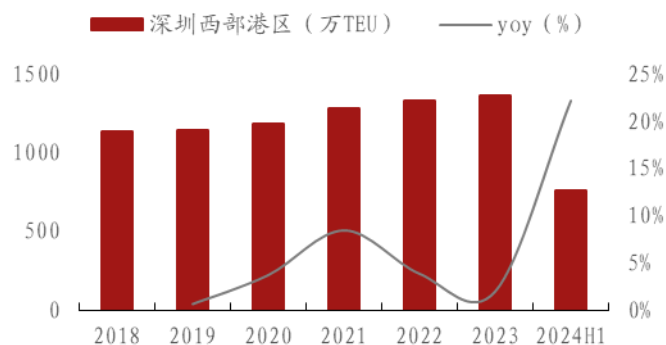
显好于欧美航线为主的港口（如上海港、宁波港、盐田港等）。从航线布局来看，深圳港东部港区定位于国际枢纽港口，主要以欧美航线为主，而西部港区则以亚州近洋航线为主，定位于近海枢纽港，近年来在我国与东盟贸易往来持续密切及一带一路等政策的支持下，深西港区在深圳港中市占率逐步提升，由2018年的44.1%提升至2023年的45.5%，2023年深西母港集装箱吞吐量达到1358.2万TEU，同比增长1.9%，占深圳港全港的45.5%，2024H1深西母港集装箱吞吐量达到755.1万TEU，同比增长22.1%，占深圳港全港的48.6%，且在外贸市场份额占比首次突破了50%，市占率持续提升。上半年深西港区集装箱吞吐量增长显著，主要由于海外需求回暖和跨境电商出口规模增长，其中受益于东南亚电商平台发展，东南亚电商快线增长快速，预计深西港区有望持续受益。2024年1-10月，我国对东盟区域出口金额（美元计）同比增长7.7%，远超对欧美出口增速，进出口金额总计（人民币计）达到5.7万亿元，同比增长8.3%。

表 2：深圳西部港区情况

	泊位数量（个）	岸线长度（米）	2022 年吞吐量	2023 年吞吐量
集装箱	24	8560	1332 万 TEU	1358 万 TEU
散杂货	18	3871	1860 万吨	1616 万吨
航线	204 条			
保税仓库	7 座（42 万立方米）			

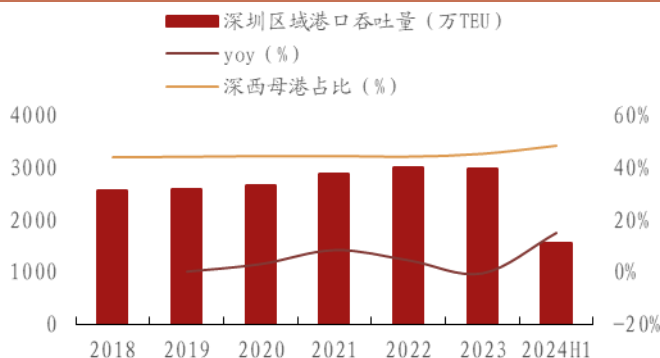
资料来源：公司公告、招商证券

图 18：深圳西部港区吞吐量变化情况



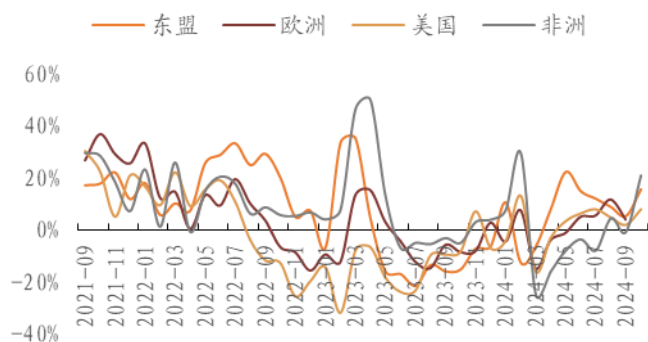
资料来源：公司公告、招商证券

图 19：深圳西部港区吞吐量变化情况



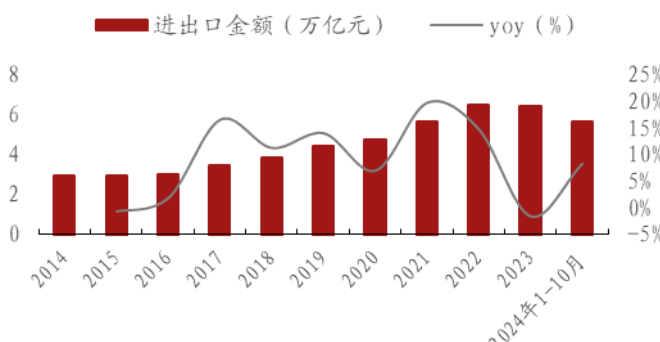
资料来源：公司公告、招商证券

图 20：中国对各国及各地区出口金额同比增速月度变化情况（美元计）



资料来源：Wind、招商证券

图 21：中国对东盟国家进出口金额变化情况



资料来源：Wind、招商证券

行业方面，受益于新兴市场国家贸易需求增加，集装箱吞吐量仍有望保持较好增

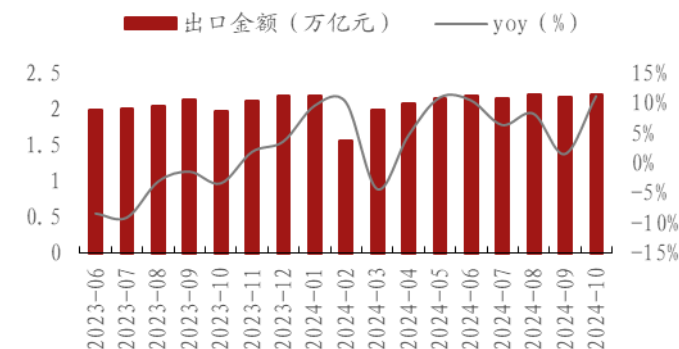
长。2024 年 1-9 月全国港口集装箱吞吐量累计完成 1.7 亿 TEU，同比增长 8.1%，全国港口集装箱吞吐量增幅整体好于散杂货。外需市场方面，在欧美市场补库周期带动下，我国进出口保持稳中向好，1-9 月中国出口金额（人民币）累计达到 18.6 万亿元，同比增长 6.2%。从企业表现来看，1-9 月主要港口企业累计完成集装箱吞吐量 2.2 亿 TEU，同比增长 8%，其中累计完成外贸集装箱吞吐量 1.1 亿 TEU，同比增长 7.6%。展望 Q4，仍需要关注到出口是否增速趋缓、影响集装箱装卸量。长期看，我国对新兴市场国家贸易仍有增长空间。

图 22：全国港口月度集装箱吞吐量



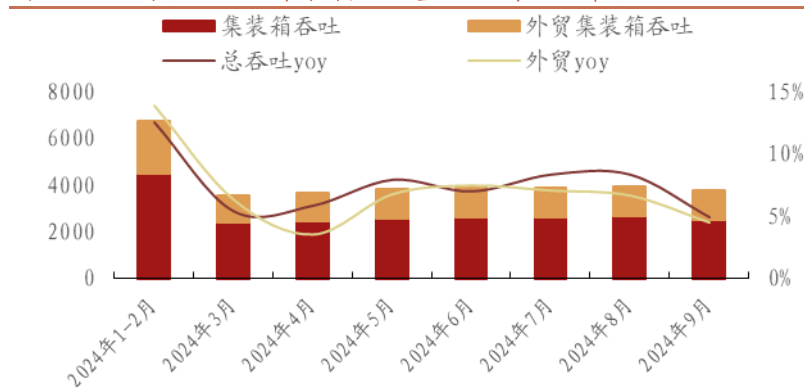
资料来源：交通运输部、招商证券

图 23：中国出口金额及增长情况



资料来源：Wind、招商证券

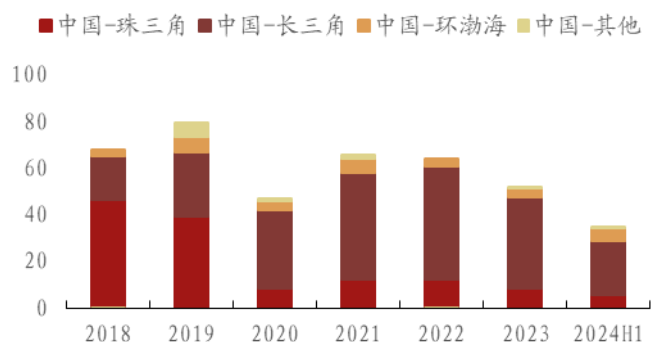
图 24：主要港口企业集装箱吞吐量变化情况（单位：万 TEU）



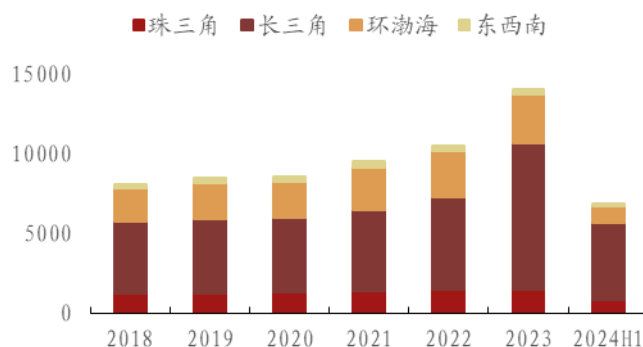
资料来源：中国港口协会、招商证券

公司参股上港集团和宁波港，布局长三角地区。从利润结构来看，按招商局港口公布的分部利润情况，内地区域中长三角利润贡献比例最高，占港口业务总利润比例达五成。从吞吐量结构来看，2024H1 长三角区域集装箱吞吐量占比达到 50.8%，远超其他区域占比。从投资收益贡献来看，截至目前公司通过招商局港口间接持有上港集团 28.05% 股权，合计持有宁波港 23.08% 股权，2024H1 上港集团、宁波港分别贡献投资收益比例为 68.5%、15.1%。招商港口通过参股上港集团和宁波港，为其内地区域集装箱吞吐量增长提供保障，做大做强国内业务，同时持续提升在长三角区域的影响力，为参与长三角港口整合奠定基础。截至 2023 年，招商港口集装箱权益吞吐量全球市占率达到 6.4%，较 2022 年全球排名上升一位，主要受益于并表宁波港带来的权益吞吐量增长，远期看，公司在长三角奠定的坚实基础有望持续助力内地区域港口吞吐量增长。

图 25: 招商局港口内地分区域净利润结构 (单位: 亿元) 图 26: 招商港口内地分区域集装箱吞吐量情况 (单位: 万 TEU)

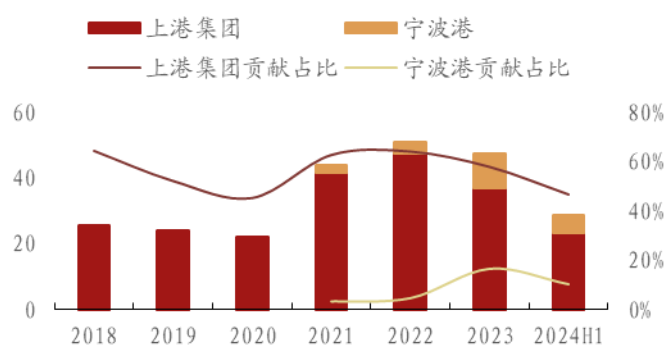


资料来源: 港股公司公告、招商证券 (注: 按最新汇率 1: 0.93 计算人民币口径)



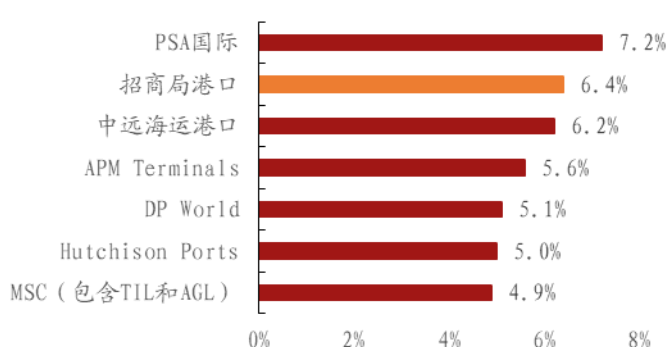
资料来源: 公司公告、招商证券

图 27: 上港集团、宁波港投资收益贡献情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 招商港口集装箱权益吞吐量全球市占率变化情况



资料来源: 德路里、招商证券

2、海外立足斯里兰卡母港，新兴市场布局持续进行

长期布局海外资产，聚焦东南亚区域。招商港口持续进行全球化布局，当前公司投资的海外项目分布于 26 个国家和地区关键节点，且主要分布在“一带一路”沿线，其中斯里兰卡 CICT、HIPG、印尼 NPH、和吉布提 PDSA 均处于“一带一路”关键节点，此外公司投资的尼日利亚 TICT 和多哥 LCT 均是西非最重要的港口，而法国 TL 和土耳其 Kumport 也位于全球交通重要枢纽点。近年来公司重点南亚与东南亚区域布局，2023 年 11 月，公司控股子公司招商局港口签订收购协议，拟以约 4.8 亿港元对价收购位于印尼的 NPH 之 51% 股权并将成为其控股股东，2024 年 6 月 28 日项目完成交割，NPH 在印尼最大集装箱港口雅加达港运营两个集装箱码头，预计后续有望持续贡献海外区域吞吐量。

图 29：招商港口海外港口布局图



资料来源：公司官网、天地图、招商证券

表 3：招商港口海外布局情况梳理

时间	港口资产	区域	事件
2012 年 1 月	CICT	斯里兰卡	公司持股 85%，斯里兰卡港务局持股 15%。CICT 项目采用 BOT 模式，特许经营期 35 年（至 2046 年）。
2012 年 6 月	LCT	多哥首都洛美	以 1.5 亿欧元收购对价从 TML 当时的母公司 GTL 收购了 TML 公司 50% 股权，获取 LCT 发展和运营权。收购完成后，公司与 TIL 通过 TML 间接持有 LCT 各 50% 的股份。
2013 年 2 月	PDSA	东非吉布堤	招商局国际完成向吉布堤港口和自由贸易区管理局收购 Port de Djibouti S.A. 23.5% 股权。
2013 年 6 月	TL	法国	招商局国际完成收购 Terminal Link SAS 49% 股权。
2015 年 12 月	Kumport	土耳其	招商局国际、中远太平洋有限公司、中投海外直接投资有限责任公司组成联合体完成收购 Kumport 码头 65% 股权。
2017 年 12 月 9 日	HIPG	斯里兰卡	HIPG 是公司与斯里兰卡港务局合资经营企业，特许经营期限为 99 年，公司持有 HIPG 股权的 85%，SLPA 持有 15%。
2018 年 2 月 23 日	TCP	巴西	公司以总价约 8.6 亿美元收购 TCP 项目 90% 股权。为适当稀释股权降低投资风险，招商港口于 2019 年 12 月成功引入中葡基金、中拉基金，在 2020 年 4 月回购剩余 10% 小股东股权。
2023 年 4 月	南亚商贸物流中心项目	科伦坡港内	按“建设-运营-移交”模式投资开发的临港多层仓储物流项目，项目不仅能大幅提高当地物流服务水平，同时将为科伦坡港吸引更多业务和吞吐量，进一步巩固科伦坡港在南亚地区的枢纽港地位。
2024 年 6 月 28 日	NPH	印度尼西亚	2023 年 11 月，公司控股子公司招商局港口以约 6120 万美元收购 NPH51% 的股份并将成为其控股股东。2024 年 6 月 28 日完成交割。

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

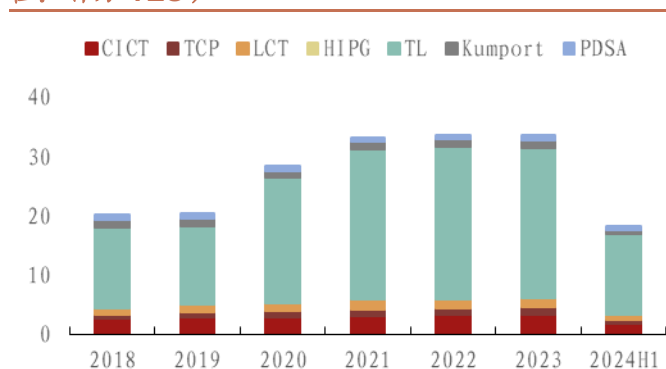
海外吞吐量整体稳健增长，其中散杂货吞吐量受益于海外腹地经济发展实现快速增长。集装箱吞吐量方面，公司参股的 TL 吞吐量占比较高，2024H1 吞吐量占比超 70%，2020 年 TL 新收购的 8 个码头纳入统计，吞吐量显著增长，2024H1 海外集装箱吞吐量为 1829 万 TEU，同比增长 10.6%。散杂货吞吐量方面，公司参股的吉布提 PDSA 吞吐量占比较高，2024H1 占比近 50%，2024H1 海外港口完成散杂货吞吐量 467 万 TEU，同比增长 67.9%。海外母港吞吐量增长快速，2024H1 斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量同比增长 8.5%，主要受益于红海局势带来的中转业务量增加；斯里兰卡 HIPG 为抢抓中转业务发展窗口期，启动集装箱业务，24H1 完成集装箱吞吐量 2.8 万 TEU，同时得益于当地建筑行业复苏，HIPG 散杂货吞吐量快速增长，24H1 同比增长 78.2%。

表 4：海外母港情况介绍

港口	泊位	经营期限	招商局港口持股
科伦坡 CICT	3 个泊位，1200 米岸线，58 公顷	35 年	85%
汉班托塔港 HIPG	10 个泊位，3487 米岸线，11.5 平方公里	99 年	65%

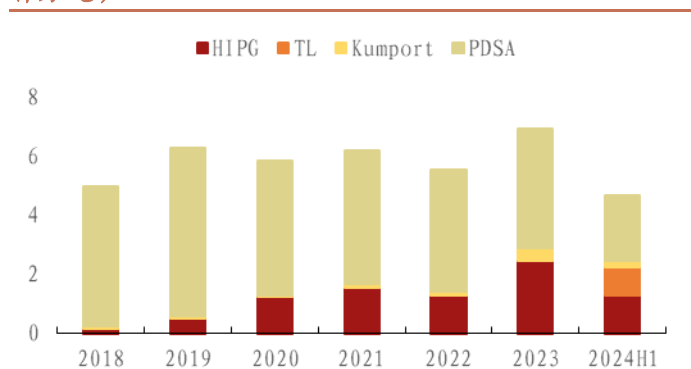
资料来源：公司公告

图 30：招商港口海外区域集装箱码头业务量结构情况（单位：百万 TEU）



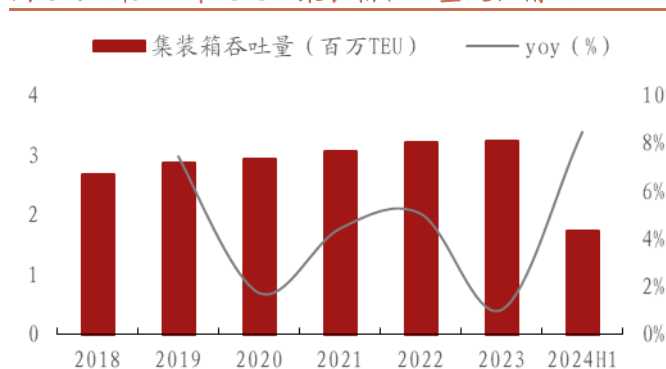
资料来源：公司公告、招商证券

图 31：招商港口海外散杂货码头业务量结构情况（单位：百万吨）



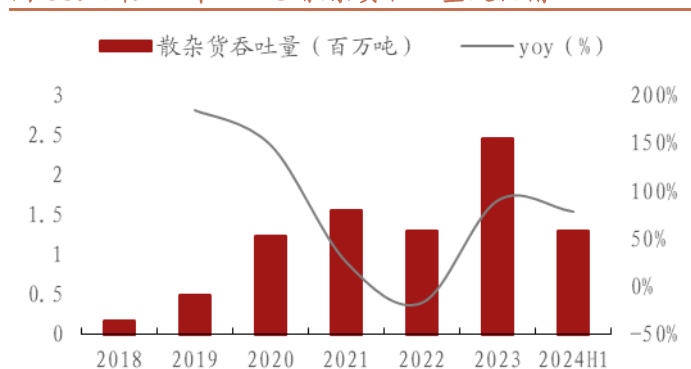
资料来源：公司公告、招商证券

图 32：斯里兰卡 CICT 集装箱吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

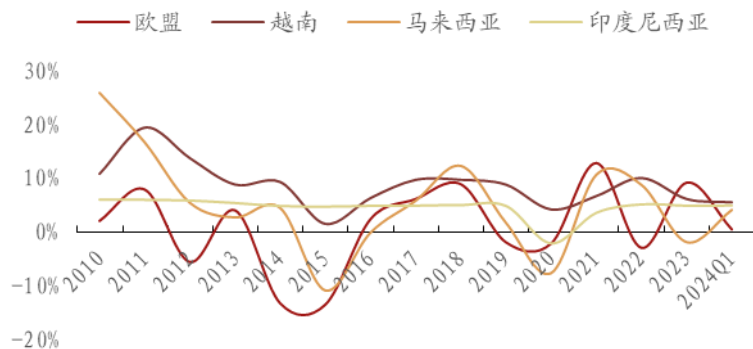
图 33：斯里兰卡 HIPG 散杂货吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

发达经济体整体呈缓慢复苏，新兴经济体增长韧性显现。远期看，伴随全球经济形势变化，发达经济体整体经济增速放缓，呈现缓慢复苏，而新兴经济体增长韧性逐步显现，2024 年一季度，欧盟 GDP 同比增长 0.6%，东南亚市场中，越南、印尼、马来西亚 GDP 增速均超过 4%，表现出较好成长性，预计远期公司在海外尤其是东南亚市场的布局优势将持续凸显。

图 34：新兴经济体 GDP 保持快速增长

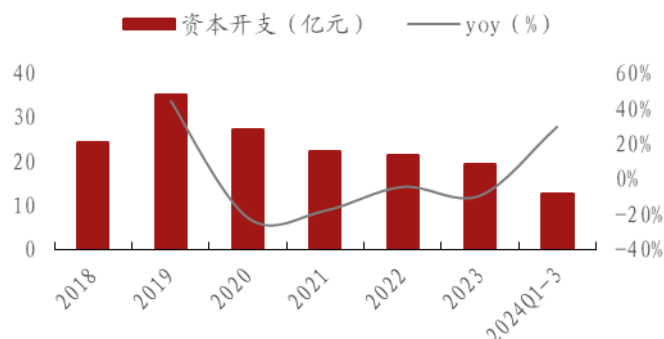


资料来源：Wind、招商证券

3、资本开支逐步下降，分红仍有提升空间

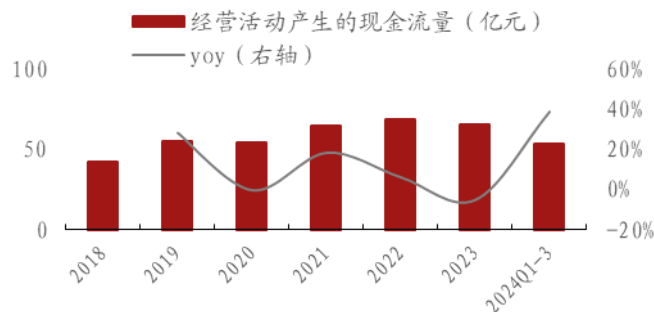
资本开支绝对值呈逐年下降趋势，现金流较为充足。公司资本开支由 2019 年的 35 亿元下降至 2023 年的 19 亿元，整体呈下降趋势，公司后续的主要资本开支用于落地重点项目，截至 2023 年末，公司主要在建项目总投资合计 81.9 亿元，已完成投资 24.3 亿元，在建项目主要集中于湛江港区及海外 CICT、HIPG 南亚区域性强港建设，总体资本开支压力不大。现金流方面，公司经营性现金流较为充足且总体呈增长趋势，2024 年前三季度公司经营性现金流为 54 亿元，同比增长 38.8%。

图 35：招商港口历年资本开支情况



资料来源：公司公告、招商证券

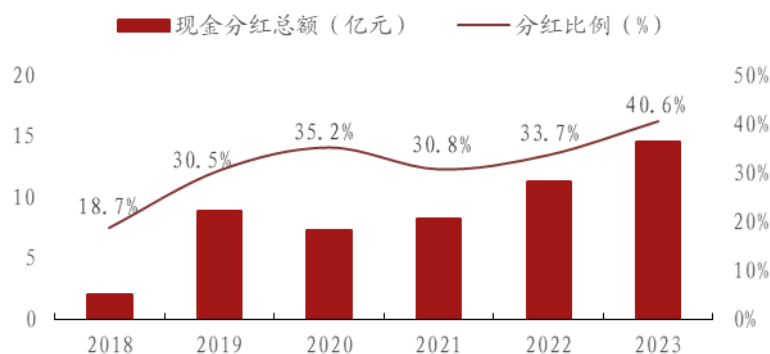
图 36：招商港口经营性现金流及增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

分红仍有提升空间。公司发布 2022-2024 年股东回报规划，承诺每年现金分红比例将不低于 30%，2018-2022 年，公司实际分红比例分别为 18.8%、30.5%、35.2%、30.8%、33.7%，2023 年公司现金分红总额为 14.5 亿元，同比增长 29%，分红比例为 40.6%，较往年有明显提升，预计伴随资本开支中枢下行，公司分红仍有提升空间。

图 37：招商港口 2018-2023 年现金分红及分红比例



资料来源：公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

核心假设：

收入端：我们预计公司港口业务收入 24-26 年分别同比增长 10.8%、9.4%、7.2%。

1) 集装箱吞吐量：我们分区域对公司集装箱吞吐量增速进行预测，前三季度受益于外贸形势较好，深西港区抢抓腹地出口增长机会，集装箱吞吐量增速表现较好，预计内地区域 24-26 年吞吐量增速分别为 11%、8%、5%；港台区域 24-26 年吞吐量增速分别为 3%、3%、3%；受益于红海局势带来的中转业务量增加，斯里兰卡母港集装箱业务增长较好，预计海外区域 24-26 年吞吐量增速分别为 10%、8%、5%。

2) 散杂货吞吐量：我们分区域对公司散杂货吞吐量增速进行预测，受内需疲软影响，预计内地区域 24-26 年吞吐量增速分别为-1%、1%、1%；受益于海外母港腹地建筑行业复苏等因素，预计海外区域 24-26 年吞吐量增速分别为 35%、20%、15%。

毛利率：我们预计公司毛利率保持相对稳定，24-26 年分别为 39.6%、39.6%、39.6%。

投资收益：我们预计公司 24-26 年投资收益分别为 70.6 亿元、71.8 亿元、74.2 亿元，其中上港集团预计贡献投资收益分别为 41.4 亿元、41.4 亿元、42.6 亿元，宁波港预计贡献投资收益分别为 11 亿元、11.6 亿元、12.2 亿元，Terminal Link SAS 预计贡献投资收益分别为 3 亿元、3.2 亿元、3.4 亿元。

表 5：招商港口盈利预测情况

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	162.3	157.5	175.3	192.5	207.4
YOY	6.2%	-3.0%	11.3%	9.8%	7.7%
港口业务	156.3	150.4	166.7	182.4	195.5
YOY	6.8%	-3.8%	10.8%	9.4%	7.2%
集装箱吞吐量（百万 TEU）	145.9	180.2	199.2	214.8	225.5
YOY	7.0%	23.5%	10.6%	7.8%	4.9%
内地	105.2	140.3	155.7	168.2	176.6
YOY	10.5%	33.4%	11.0%	8.0%	5.0%

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
港台	6.9	5.8	6.0	6.2	6.4
YOY	-10.2%	-15.5%	3.0%	3.0%	3.0%
海外	33.9	34.1	37.5	40.5	42.5
YOY	0.9%	0.6%	10.0%	8.0%	5.0%
散杂货吞吐量 (百万吨)	739.5	1254.5	1244.4	1258.7	1272.8
YOY	20.6%	69.6%	-0.8%	1.1%	1.1%
内地	734.0	1247.6	1235.1	1247.5	1259.9
YOY	20.9%	70.0%	-1.0%	1.0%	1.0%
海外	5.5	6.9	9.3	11.2	12.9
YOY	-11.0%	25.1%	35.0%	20.0%	15.0%
保税物流业务	4.5	5.3	6.7	8.0	9.6
YOY	-4.1%	19.5%	25.0%	20.0%	20.0%
物业开发及投资	1.6	1.8	1.9	2.1	2.2
YOY	-14.0%	14.8%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利润	65.8	64.3	69.3	76.2	82.2
毛利率	40.5%	40.8%	39.6%	39.6%	39.6%
投资收益	73.8	63.5	70.6	71.8	74.2
YOY	11.2%	-13.9%	11.2%	1.7%	3.3%
上港集团	47.6	37.0	41.4	41.4	42.6
宁波港	3.5	10.5	11.0	11.6	12.2
Terminal Link SAS	3.6	2.2	3.0	3.2	3.4
归母净利润	33.4	35.7	41.7	43.3	45.5
YOY	24.3%	7.0%	16.8%	3.8%	5.1%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16230	15750	17528	19248	20736
营业成本	9650	9318	10594	11625	12516
营业税金及附加	282	313	348	383	412
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1765	1777	1840	2021	2177
研发费用	288	224	210	231	249
财务费用	2259	1839	1474	1254	1154
资产减值损失	(191)	(117)	0	0	0
公允价值变动收益	(129)	73	73	73	73
其他收益	242	224	495	276	276
投资收益	7378	6349	7062	7182	7417
营业利润	9286	8809	10691	11266	11994
营业外收入	279	87	87	87	87
营业外支出	220	97	97	97	97
利润总额	9345	8799	10681	11256	11984
所得税	1113	1304	1925	2167	2429
少数股东损益	4894	3924	4584	4758	5002
归属于母公司净利润	3337	3572	4172	4331	4553
EPS (元)	1.33	1.43	1.67	1.73	1.82

资料来源: 公司数据、招商证券

2、投资建议

公司通过资产并购实现扩张, 内地立足于深西港区, 同时兼顾布局长三角区域;

海外进行全球范围布局，业务增长潜力较大。近年来中央政府强调重视央企、国企估值重塑和高质量发展，横向对比港口标的 PB 均值为 1.1x，而招商港口当前 PB 仅为 0.9x，处于行业中偏低水平，具备估值重塑空间。2024 年 10 月 14 日，招商局集团旗下 8 家上市公司披露回购或增持计划，招商港口回购总金额为 1.95-3.89 亿元，彰显长期发展信心。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 41.7、43.3、45.5 亿元，对应 24 年 PE 为 11.9x，PB 为 0.8x，公司资本开支持续下行，分红仍有提升空间，假设分红率为 42%，按最新收盘价对应 24-26 年股息率分别为 3.5%、3.6%、3.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 38：港口板块估值及财务情况对比

公司名称	总市值	PE(TTM)	PB(LF)	ROE		资产负债率	归母净利润		归母净利润5年CAGR	2023年 主营业务 收入	毛利率	
	(亿元)			2023	近五年变化		2023	2024H1			2023	2024H1
上港集团	1355	9.9	1.0	11.2%	-3.0%	31.6%	132.0	84.2	5.1%	375.5	37.4%	39.3%
宁波港	724	15.2	0.9	6.4%	-1.4%	27.0%	46.7	22.3	10.1%	259.9	29.6%	29.3%
青岛港	527	11.2	1.3	12.7%	-1.5%	27.2%	49.2	26.4	6.5%	181.7	35.6%	37.2%
招商港口	482	12.0	0.8	6.3%	2.6%	36.7%	35.7	25.5	26.8%	157.5	40.8%	44.9%
唐山港	255	13.5	1.2	9.8%	-0.8%	9.6%	19.2	11.0	3.6%	58.4	45.7%	50.0%
辽港股份	324	30.5	0.9	3.4%	0.6%	21.8%	13.4	4.5	20.7%	122.2	27.7%	23.0%
广州港	255	25.1	1.2	5.5%	-0.4%	51.4%	10.8	6.0	8.5%	131.9	23.2%	25.4%
盐田港	252	15.6	1.4	9.7%	2.8%	33.7%	11.1	6.3	19.8%	8.9	29.3%	28.0%
秦港股份	178	12.2	1.0	8.6%	2.6%	30.8%	15.3	10.1	13.6%	70.5	37.4%	40.2%
北部湾港	171	14.3	1.0	8.5%	0.4%	44.9%	11.3	6.3	11.8%	69.5	33.8%	31.3%
天津港	142	14.9	0.7	5.4%	2.0%	27.5%	9.8	6.2	12.8%	117.0	27.0%	29.3%
日照港	97	16.3	0.7	4.8%	-1.1%	59.9%	6.4	4.3	-0.1%	81.6	22.9%	27.0%
连云港	49	24.5	1.2	4.6%	4.5%	57.7%	1.9	1.0	121.8%	25.2	24.5%	25.7%
重庆港	66	10.5	1.1	10.5%	6.8%	36.9%	6.3	0.5	35.8%	49.5	10.4%	12.0%
厦门港务	48	23.7	1.0	4.8%	3.9%	54.9%	2.3	1.3	55.9%	229.3	2.8%	2.8%
南京港	33	18.8	1.0	5.4%	-1.2%	22.3%	1.7	0.8	0.3%	9.4	45.7%	44.9%
均值	310	16.8	1.0	7.3%	1.1%	35.9%	23	13.5	22.1%	122	29.6%	30.7%

资料来源：Wind、招商证券（注：市值、PE-TTM、PB（LF）均为截至 2024/11/22 收盘价）

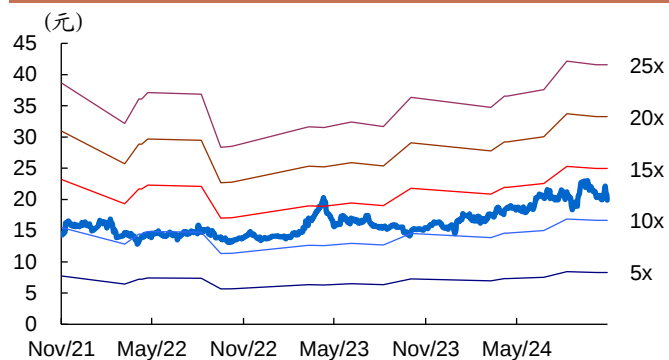
四、风险提示

国际宏观贸易形势不及预期：港口行业发展受全球宏观经济贸易形势影响，若国际宏观局势动荡变化，或影响国内出口积极性和海外战略实施，将影响公司经营稳定性。

港口收费政策出现变动：港口收费政策受国家宏观调控，若收费政策出现大幅调整，将影响公司盈利。

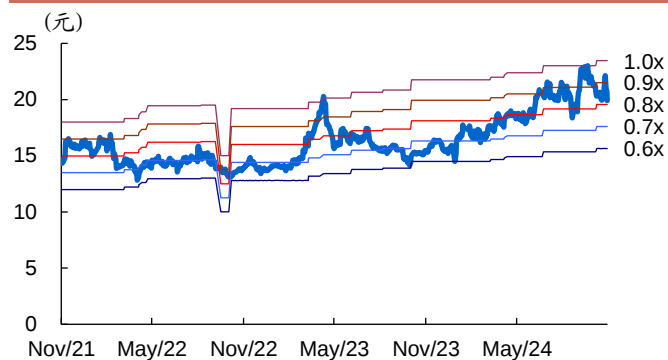
海外并购不及预期：公司持续布局海外港口资产，但海外资产受地缘、各国政策、全球经济贸易等因素影响较多，并购资产或出现增长不及预期情况，影响公司主业。

图 39: 招商港口历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 40: 招商港口历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20417	23483	26298	36254	46313
现金	13616	16080	18568	28214	38005
交易性投资	2999	4569	4569	4569	4569
应收票据	36	325	362	397	428
应收款项	1276	1104	1228	1349	1453
其它应收款	949	940	1046	1149	1238
存货	225	219	249	273	294
其他	1316	247	276	303	326
非流动资产	177109	175074	172548	170299	168296
长期股权投资	92364	96666	96666	96666	96666
固定资产	32033	28987	29121	29247	29365
无形资产商誉	25706	24617	22155	19940	17946
其他	27005	24804	24606	24447	24319
资产总计	197526	198557	198846	206553	214609
流动负债	26540	29096	22083	22410	22693
短期借款	7164	15714	15114	15114	15114
应付账款	811	765	870	955	1028
预收账款	152	159	181	199	214
其他	18413	12457	5918	6143	6337
长期负债	42723	43892	43892	43892	43892
长期借款	12390	18228	18228	18228	18228
其他	30333	25664	25664	25664	25664
负债合计	69264	72987	65975	66302	66585
股本	2499	2499	2499	2499	2499
资本公积金	34752	37077	37077	37077	37077
留存收益	17016	19272	21992	24623	27409
少数股东权益	73995	66722	71303	76052	81040
归属于母公司所有者权益	54267	58848	61568	64199	66985
负债及权益合计	197526	198557	198846	206553	214609

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6920	6580	7141	7025	6920
净利润	8232	7496	8750	9072	9528
折旧摊销	2763	2763	4455	4178	3932
财务费用	2532	2185	1486	1289	1212
投资收益	(7378)	(6349)	(7630)	(7532)	(7767)
营运资金变动	529	310	75	14	12
其它	242	174	3	3	3
投资活动现金流	(13964)	3767	5701	5603	5838
资本支出	(2134)	(1929)	(1929)	(1929)	(1929)
其他投资	(11830)	5697	7630	7532	7767
筹资活动现金流	7516	(7985)	(10353)	(2982)	(2966)
借款变动	(3614)	(2871)	(7417)	0	0
普通股增加	577	0	0	0	0
资本公积增加	11159	2325	0	0	0
股利分配	(827)	(1125)	(1449)	(1692)	(1754)
其他	221	(6315)	(1486)	(1289)	(1212)
现金净增加额	473	2362	2488	9646	9791

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16230	15750	17528	19248	20736
营业成本	9650	9318	10594	11625	12516
营业税金及附加	282	313	348	383	412
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1765	1777	1840	2021	2177
研发费用	288	224	210	231	249
财务费用	2259	1839	1486	1289	1212
资产减值损失	(191)	(117)	0	0	0
公允价值变动收益	(129)	73	73	73	73
其他收益	242	224	495	276	276
投资收益	7378	6349	7062	7182	7417
营业利润	9286	8809	10679	11230	11936
营业外收入	279	87	87	87	87
营业外支出	220	97	97	97	97
利润总额	9345	8799	10669	11221	11927
所得税	1113	1304	1919	2148	2399
少数股东损益	4894	3924	4581	4749	4988
归属于母公司净利润	3337	3572	4170	4323	4540

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	6%	-3%	11%	10%	8%
营业利润	2%	-5%	21%	5%	6%
归母净利润	24%	7%	17%	4%	5%
获利能力					
毛利率	40.5%	40.8%	39.6%	39.6%	39.6%
净利率	20.6%	22.7%	23.8%	22.5%	21.9%
ROE	7.1%	6.3%	6.9%	6.9%	6.9%
ROIC	3.3%	3.1%	3.4%	3.4%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	36.8%	33.2%	32.1%	31.0%
净负债比率	15.8%	20.5%	16.8%	16.1%	15.5%
流动比率	0.8	0.8	1.2	1.6	2.0
速动比率	0.8	0.8	1.2	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	45.9	42.0	45.3	44.5	44.1
应收账款周转率	12.3	11.5	11.6	11.5	11.4
应付账款周转率	11.6	11.8	13.0	12.7	12.6
每股资料(元)					
EPS	1.33	1.43	1.67	1.73	1.82
每股经营净现金	2.77	2.63	2.86	2.81	2.77
每股净资产	21.70	23.53	24.62	25.67	26.78
每股股利	0.45	0.58	0.68	0.70	0.74
估值比率					
PE	14.9	13.9	11.9	11.5	11.0
PB	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.8	13.8	10.5	10.4	10.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。