

公司研究 | 点评报告 | 青岛港（601298.SH）

殊途同归，整合推进

报告要点

2月21日，青岛港发布《关于拟对原重组方案进行调整暨关联交易的公告》。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

青岛港 (601298.SH)

2025-02-28

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

殊途同归，整合推进

事件描述

2月21日，青岛港发布《关于拟对原重组方案进行调整暨关联交易的公告》，因原重组方案的标的公司联合管道和港源管道部分重要客户的破产事项解决进展不及预期等原因，公司决定撤回原重组方案申请文件，并拟将原重组方案调整为不再收购联合管道 53.88%股权、港源管道 51%股权，同时保留以支付现金购买资产的方式收购油品公司 100%股权和日照实华 50%股权。调整后的方案不涉及上市公司发行股份或募集配套资金的行为，不构成重大资产重组。

事件评论

- **调整后方案 EPS 增厚高于此前方案，且估值合理。**根据公告，以 2023 年数据为模拟基础，初步测算原重组方案完成后，公司基本每股收益增厚 5.20%；方案调整后，公司基本每股收益增厚 6.07%，提升幅度高于原重组方案。根据此前公布的 2023 年数据测算，拟以现金收购的资产对应 PB 为 1.2 倍，低于青岛港 A 股上市公司 PB 的 1.35 倍，估值较为合理。本次方案调整有利于提高上市公司的每股收益，保障上市公司和股东的利益。
- **殊途同归，整合推进。**根据公告，2025 年 2 月 21 日，公司与日照港集团签署相关股权转让协议。调整后方案因不涉及上市公司发行股份或募集配套资金的行为，不构成重大资产重组，港口整合进度有望加快。交易完成后，日照港集团下属优质液体散货码头资产将注入公司，有利于发挥相关业务的协同效应，优化山东省港口资源配置，提高青岛港油品业务稳定性。
- **板块调整后，港口配置价值再度凸显。**2025 年初以来，受资金风格切换等因素影响，交运板块核心红利资产标的均面临一定程度股价调整，其中头部港口公司股价跌幅在 5-10%，股息率重回高性价比区间，配置价值再度凸显。复盘历史，**在长周期中红利板块在低利率时期更具配置价值**：一方面，红利板块超额收益与国债利率出来呈现负相关性，利率下行期红利板块往往具有显著超额收益；另一方面，交运赛道核心红利公司股息率均高于当前的国债收益率，绝对收益价值领先。行业层面，根据交通运输部数据显示，2025 年前 7 周，监测港口集装箱吞吐量同比+7.4%，总货物吞吐量同比-0.2%，累计增速较前 6 周有所提高（2025 年前 6 周集装箱吞吐量+5.9%；总货物吞吐量-2.6%）。**受特朗普对中国加征关税的影响，当前对于港口板块预期较低，但我们仍然看好其红利资产属性。**
- 山东省港口整合之风方兴未艾，**公司将受益于山东省以青岛港为龙头的一体化协同发展格局。**我们预计 2024-2026 年公司归属净利润为 51.4、54.3、58.2 亿，对应 PE 为 10.8、10.2、9.5 倍，假设按照 40%分红比例，对应 24-26 年股息率分别为 3.7%、3.9%、4.2%，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动；
- 2、港口整合不及预期。

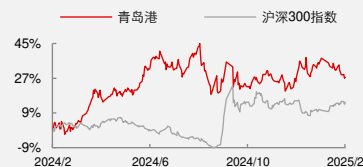
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.55
总股本(万股)	649,110
流通A股/B股(万股)	539,208/0
每股净资产(元)	6.52
近12月最高/最低价(元)	10.12/6.85

注：股价为 2025 年 2 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《多元货种彰显业绩能力，资产重组有序推进》2024-11-03
- 《资产重组进程加快，液散板块御风而行》2024-09-29
- 《集装箱业绩展现成长性，液体散货稳定性需乘港口整合之风》2024-09-17

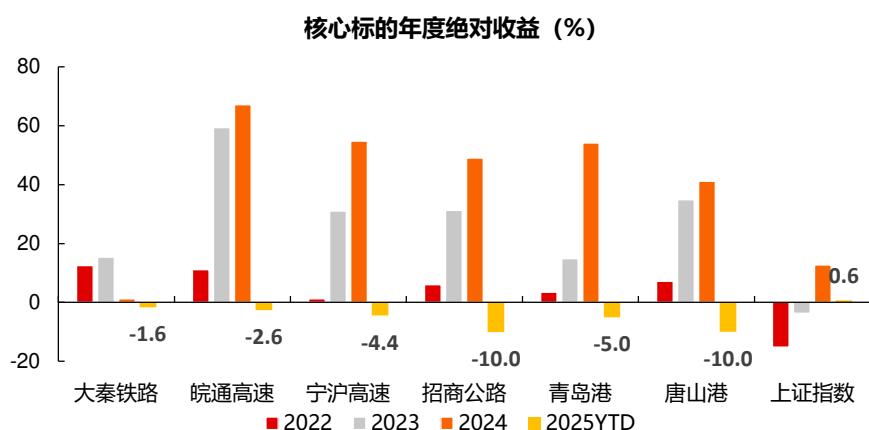

 更多研报请访问
 长江研究小程序

表 1：现金购买资产标的情况（2023 年数据）

交易对方	交易标的	权益比例 (%)	资产总额 (万元)	归母净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	现金对价 (万元)	ROE	PE	PB
日照港集团	日照港油品码头有限公司	100%	419,857	252,091	79,509	14,421	283,785	5.7%	19.7	1.1
	日照实华原油码头有限公司	50%	250,959	246,647	59,161	30,886	179,080	12.5%	11.6	1.5
合计			670,816	375,415	138,670	29,864	462,865	8.7%	15.5	1.2

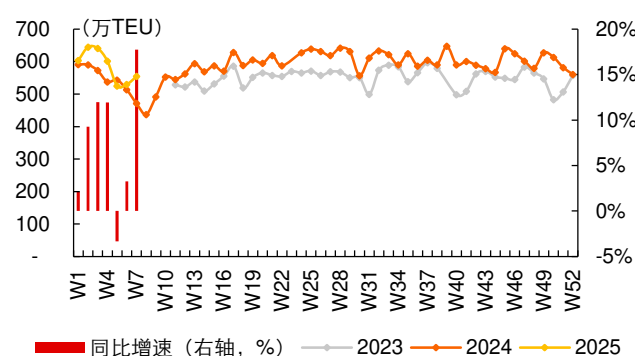
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 1：2025 年初以来，核心交运红利标的股价面临一定程度调整



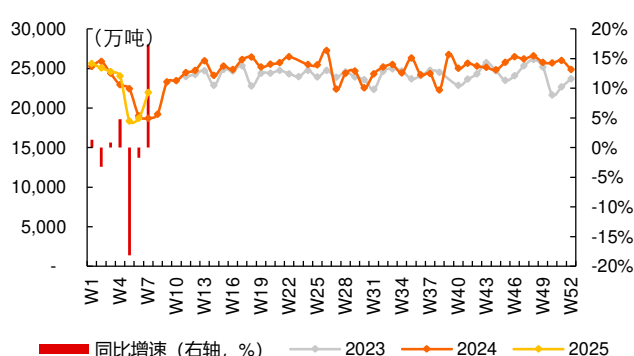
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2025 年前 7 周交通运输部监测港口集装箱吞吐量同比+7.4%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2025 年前 6 周交通运输部监测港口总货物吞吐量同比-0.2%



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、**宏观经济波动。**港口行业属于国民经济基础产业，行业发展与我国宏观经济形势具有较高的关联度，受国内经济周期波动性影响较大。若经济贸易出现大幅波动，则可能港口吞吐量受到负面影响。
- 2、**港口整合不及预期。**若公司拟进行的重大资产重组不及预期或整合后业务协同不及预期，将对公司经营造成影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18173	19360	20012	21622	货币资金	10934	14257	17886	22502
营业成本	11702	12421	12969	14115	交易性金融资产	285	285	285	285
毛利	6472	6939	7043	7507	应收账款	1952	2124	2147	2338
%营业收入	36%	36%	35%	35%	存货	52	53	55	61
营业税金及附加	149	158	160	176	预付账款	127	125	132	146
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1442	1534	1554	1643
销售费用	76	84	94	95	流动资产合计	14791	18378	22059	26975
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	14046	14046	14046	14046
管理费用	1037	1040	1069	1183	投资性房地产	208	202	196	190
%营业收入	6%	5%	5%	5%	固定资产合计	23728	25021	26129	26935
研发费用	105	106	114	122	无形资产	3070	3012	2979	2939
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	28	28	28	28
财务费用	109	43	46	46	递延所得税资产	910	901	901	901
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	3463	2291	2019	1666
加: 资产减值损失	-23	0	0	0	资产总计	60246	63879	68357	73681
信用减值损失	49	0	0	0	短期贷款	126	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	应付款项	1870	1655	1737	2009
投资收益	1570	1655	1998	2182	预收账款	5	9	8	8
营业利润	6753	7364	7764	8281	应付职工薪酬	669	652	681	763
%营业收入	37%	38%	39%	38%	应交税费	354	342	354	395
营业外收支	37	15	2	2	其他流动负债	5529	5585	5810	6354
利润总额	6790	7379	7766	8283	流动负债合计	8554	8243	8590	9530
%营业收入	37%	38%	39%	38%	长期借款	1792	1792	1792	1792
所得税费用	1272	1469	1553	1657	应付债券	0	0	0	0
净利润	5518	5910	6213	6626	递延所得税负债	55	39	39	39
归属于母公司所有者的净利润	4923	5138	5434	5823	其他非流动负债	5306	5400	5491	5579
少数股东损益	594	772	778	803	负债合计	15707	15474	15912	16939
EPS (元)	0.76	0.79	0.84	0.90	归属于母公司所有者权益	40277	43372	46633	50127
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	4262	5033	5812	6615
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	44539	48406	52445	56742
经营活动现金流净额	6151	5331	6053	6689	负债及股东权益	60246	63879	68357	73681
取得投资收益收回现金	883	1655	1998	2182	基本指标				
长期股权投资	-1158	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-2659	-1503	-2231	-1899	每股收益	0.76	0.79	0.84	0.90
其他	950	96	0	0	每股经营现金流	0.95	0.82	0.93	1.03
投资活动现金流净额	-1984	249	-233	283	市盈率	8.13	10.80	10.21	9.53
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.00	1.28	1.19	1.11
股权融资	111	-2	0	0	EV/EBITDA	4.70	4.97	4.35	3.63
银行贷款增加 (减少)	107	-126	0	0	总资产收益率	8.2%	8.0%	7.9%	7.9%
筹资成本	-2569	-2162	-2283	-2443	净资产收益率	12.2%	11.8%	11.7%	11.6%
其他	-701	38	92	87	净利率	27.1%	26.5%	27.2%	26.9%
筹资活动现金流净额	-3052	-2253	-2191	-2356	资产负债率	26.1%	24.2%	23.3%	23.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1115	3326	3629	4615	总资产周转率	0.31	0.31	0.30	0.30

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。