

2025年03月25日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

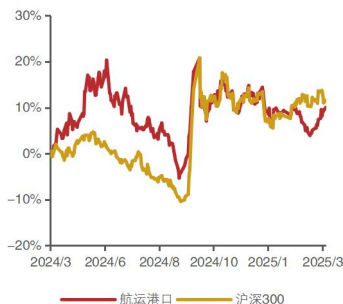
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

板块表现：



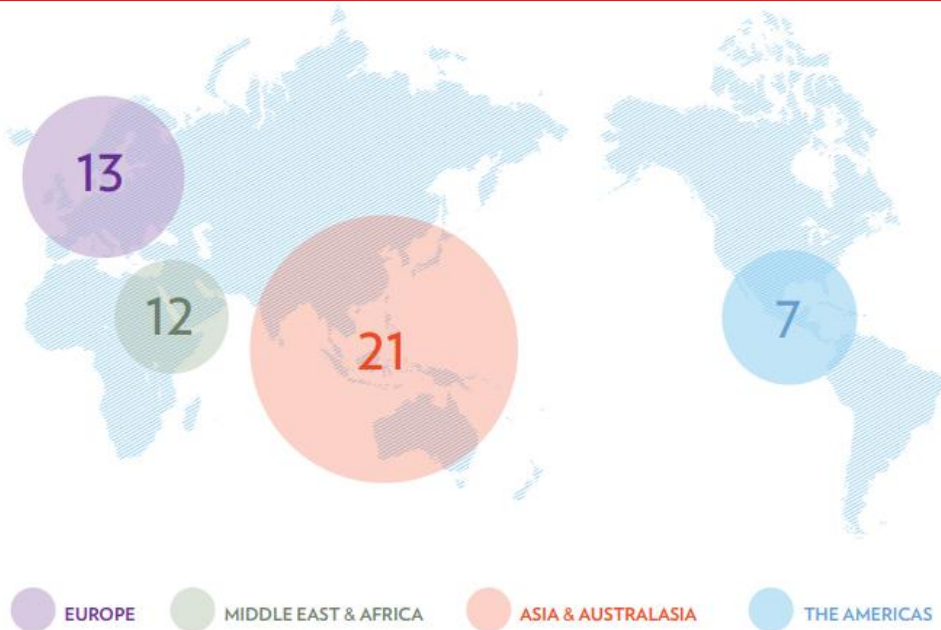
海外港口资产“高价”交易，关注价值重估

——长江和记海外港口资产交易点评

投资要点：

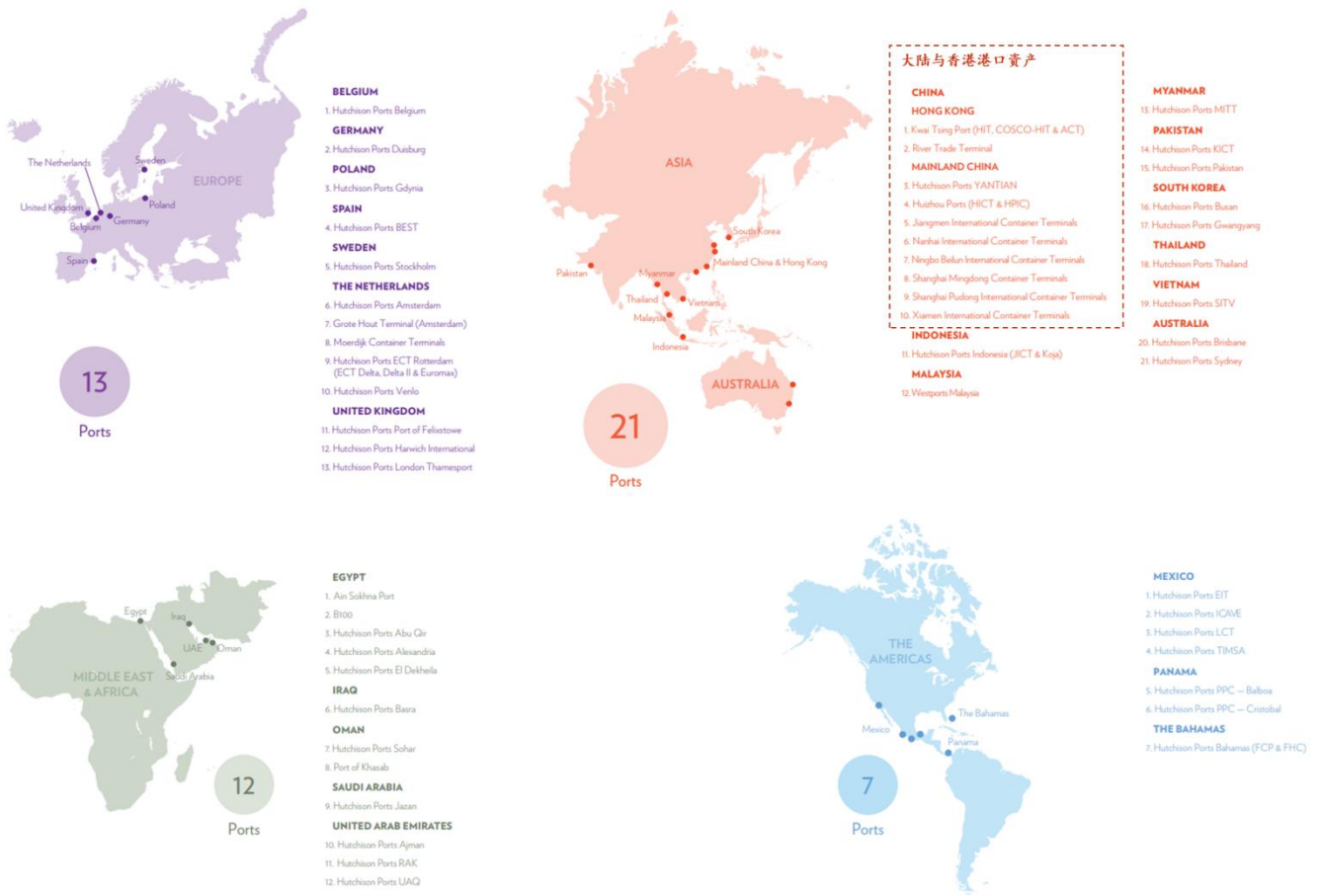
- **事件：**2025年3月4日，长江和记实业有限公司原则上同意将其持有的和记港口集团80%的控股权出售给由美国投资巨头BlackRock领导的财团，该财团包括MSC的Terminal Investment Ltd。该交易包括巴拿马港口集团90%的股份，不包括和记港口信托在中国大陆与香港的港口资产或任何中国内地港口。然而，长江和记实业有限公司表示，此举与美国所声称的政治压力无关，“纯粹是商业性质”。
- **交易港口资产估值约228亿美元：**这次交易，按照出售资产的100%企业价值227亿6500万美元以及净债务50亿美元计算，出售资产的权益价值将为177亿6500万美元，出售股份的权益价值将为142亿1200万美元，估值达13.6xEBITDA；而MSC作为买方财团的成员，或将显著扩大其全球网络，并一跃成为全球第一大港口运营商（该收购前为全球第五大）。
- **和记黄埔曾与中国大陆公司磋商港口交易：**根据澎湃，2014年中开始，和记黄埔已与四家中国大陆公司接洽就出售和记港口(HPH)逾40%股份一事展开磋商。最终双方的主要成交障碍之一在于卖家要价过高。在2008年全球金融危机后，港口资产的市场价格一般是息税前利润(EBITDA)的10至12倍。而根据财报，此番和黄就港口业务给出的报价是息税前利润的26-28倍。
- **国务院港澳办转载港媒文章，凸显海外港口资产战略价值：**3月13日，国务院港澳办转载《大公报》文章《莫天真 勿糊涂》，文中提到“巴拿马运河是全球航运的咽喉要道，全球6%的海运贸易经此通行，中国商船货运量占比达21%，是中国与拉美、加勒比地区贸易的核心要道”。在过去20多年里，中国与拉丁美洲的贸易额从2000年的120亿美元猛增至2023年的4890亿美元，现在中国已成为拉美地区大多数国家的主要贸易伙伴。海外港口是全球贸易链中的关键环节之一。
- **美国对华海事敌意渐起，重视海外港口资产重估：**从2024年开始，美国对华海事敌意渐起，再次凸显海外港口资产价值。如果美国采取更激进的对华海运物流的政策，如301港口费用或检查中国商船等，中国海外港口将成为确保中国对外经贸联系的关键节点。从本次交易估值水平（13.6xEBITDA，明显高于大部分A股港口上市公司）中可见一斑。美国对华海事敌意逐起，中国海外港口资产价值或将迎来重估，建议关注招商港口、中远海运港口、珠海港。
- **风险提示：**美国对华政策变化；地缘政治格局变化；公司业绩不及预期；经济发展不及预期。

图表 1：和记港口集团资产覆盖全球



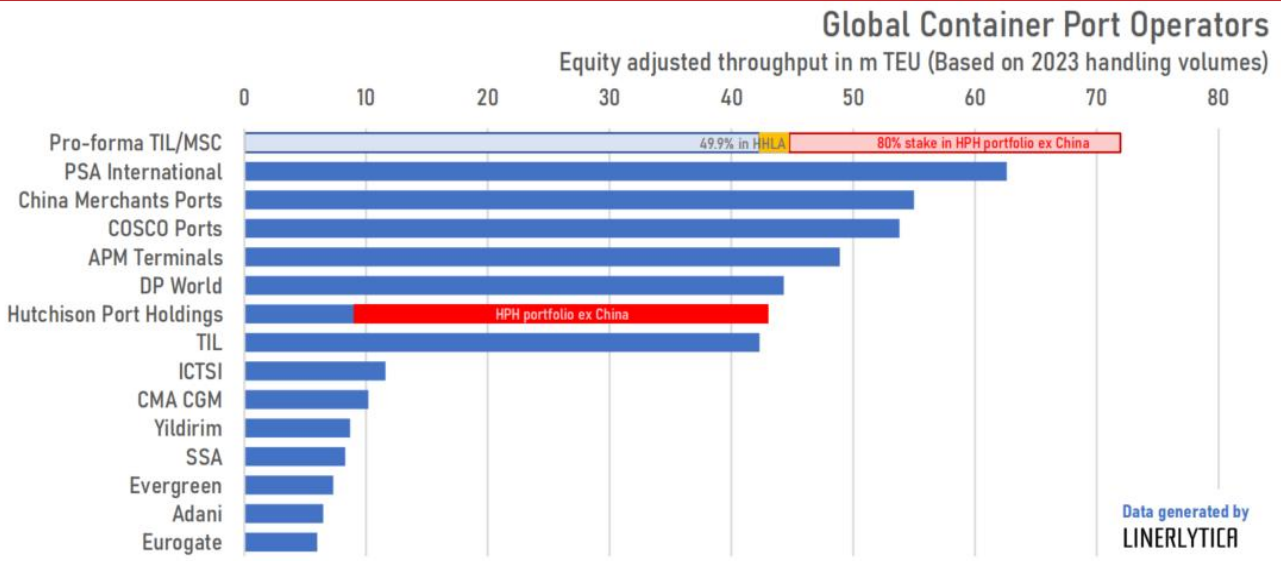
资料来源：和记港口官网，华源证券研究所

图表 2：和记港口资产分布



资料来源：和记港口官网，华源证券研究所

图表 3: 交易完成后, MSC 或将成为全球第一大港口运营商



资料来源: Linerlytica, 华源证券研究所

图表 4: 港口上市公司估值对比

证券代码	证券简称	企业倍数 (EV/EBITDA)
600717.SH	天津港	3.90
600279.SH	重庆港	4.32
601298.SH	青岛港	5.37
601326.SH	秦港股份	6.10
601000.SH	唐山港	6.36
001872.SZ	招商港口	6.52
600018.SH	上港集团	6.77
000905.SZ	厦门港务	7.78
000507.SZ	珠海港	7.85
600017.SH	日照港	7.88
000582.SZ	北部湾港	8.09
601018.SH	宁波港	8.16
002040.SZ	南京港	8.20
601880.SH	辽港股份	8.55
600190.SH	ST 锦港	8.86
601008.SH	连云港	10.49
601228.SH	广州港	11.25
000088.SZ	盐田港	16.75

注: 市值数据取 2025 年 3 月 21 日

资料来源: Wind, 华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。