

和记拟出售海外港口点评：港口定价模型的转变

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

事件：长和集团拟向贝莱德财团出售和记港口 80% 权益。3 月 4 日，长江和记实业有限公司董事会宣布：本公司与 BlackRock, Inc.、Global Infrastructure Partners 及 Terminal Investment Limited（统称 BlackRock-Til 财团）就交易之初步基本条款达成原则性协议。交易将涉及本集团出售其 Hutchison Port Holdings S. a. r. l. (HPHS) 全部股份及 Hutchison Port Group Holdings Limited (HPGHL) 全部股份。HPHS 及 HPGHL 共持有本集团于和记港口集团之全部 80% 实际权益，和记港口集团则持有在 23 个国家 43 个港口拥有、营运及发展共 199 个泊位之附属公司及联营公司之权益，连同所有和记港口之管理资源、营运业务、货柜码头系统、信息科技及其他系统，以及其他涉及用于控制和营运有关港口之资产（出售资产）。

公告后，相关媒体、港澳办、香港特区行政长官以及外交部等表达了强烈的关切及看法：港澳办——转发大公报文章《莫天真，勿糊涂》、《伟大的企业家都是铮铮爱国者》；特区行政长官李家超——社会关切值得重视，反对外国施压胁迫；外交部——坚决反对利用经济胁迫、霸道霸凌侵犯损害他国正当权益的行为。

本次交易引起社会强烈关注的主要原因：长和集团所出售的港口中包含巴拿马运河上的巴尔博亚港和克里斯托瓦尔港，引发了对中国外贸安全性的担忧。

巴尔博亚港和克里斯托瓦尔港：两大港口位于巴拿马运河两端，而巴拿马运河连接太平洋与大西洋，是航运业的黄金水道，全球约 6% 的海洋贸易依赖于该航道，其中中国商船货运量占比约 21%。由于两大港口扼守在运河的进出口通道，是全球海运网络的关键节点。

长和集团 1997 年收购巴尔博亚港和克里斯托瓦尔港：20 世纪 90 年代中期，巴拿马政府决定将运河两端的港口运营权私有化，通过国际招标引入外资运营。当时，位于巴拿马运河太平洋端的巴尔博亚港和大西洋端的克里斯托瓦尔港对外招标。香港企业家李嘉诚旗下和记黄埔集团（现长和集团）积极参与投标，并最终胜出，在 1997 年获得上述两个港口的特许经营权。根据巴拿马议会通过的第 5 号法律，和记黄埔获得了相当优厚的特许经营条款，包括：1) 租期 25 年，期满后可再续 25 年（总共可经营 50 年）；2) 享有对运河两端锚地的实际控制权；3) 在未经巴拿马政府同意的情况下，可将合同权利转让给第三方。到了 2021 年，和记港口再次获得这两个港口 25 年的运营权。

地缘风险加大或是长和出售相关业务的主要原因：美国总统特朗普在 1 月 20 日的就职演说中曾誓言，要“夺回”这条连接大西洋与太平洋的战略水道的控制权，并声称“中国正在运营该运河”。2 月 26 日，巴拿马总检察长路易斯·卡洛斯·戈麦斯 (Luis Carlos Gomez) 表示，授予一家香港公司运营巴拿马运河两端港口的特许权应被废除，原因是该决定“违反宪法”。此后特朗普多次发表相关言论，巴拿马政府亦多次申明，巴拿马运河的主权始终属于巴拿马。

长和出售港口业务不影响巴拿马运河的控制权：运河与港口的功能完全不同。运河的作用是让船舶通过从而连续行驶至另一水域，而港口的作用则是让船舶靠泊，完成装卸和补给等工作。港口经营权的转移不影响运河的控制权，此次长和出售的是两个港口的特许经营权，而并非是巴拿马运河的控制权。目前，巴拿马运河由巴拿马运河管理局 (Panama Canal Authority) 运营，该机构由巴拿马政府监管。

巴尔博亚与克里斯托巴尔港口年吞吐量占巴拿马运河吞吐量 50%，是区域重要性港口。按照 AJOT 发布的《2023 年全球 TOP100 集装箱港口排名》数据看，巴拿马科隆港与巴尔博亚港分别以 396 万 TEU、230 万 TEU 位列全球第 47、74 位，两个港口合计吞吐量位 626 万 TEU，与位列第 30 位的日照港相当。长和所转让的两个港口年吞吐量约为 311 万 TEU，占巴拿马港口吞吐量的 50% 左右，是巴拿马重要的区域性港口。长和控制的 Cristobal（克里斯托巴尔）仅是科隆港(Colon)的三大码头之一，另外两个是长荣集团经营的 CCT 和美巴合资的 MIT(Manzanillo International Terminal)。

若此次长和整体出售成功，港口行业格局将更向头部集中，MSC（地中海航运集团）将跻身第一大港口运营商。和记所运营的港口年吞吐量为 4300 万 TEU，占全球港口吞吐量份额 5%，在全球港口运营商中排名第六。此次，收购方中的 TIL 为 MSC 的旗下子公司，其年吞吐量为 4230 万 TEU，占全球港口吞吐量份额 4.9%，排名第七。若收购成功，MSC 集团的全球份额约为 10%，将超过当前第一 PSA 的 7.2%，跻身全球第一港口运营商，港口行业份额进一步集中。

地缘风险凸显下，港口定价需在传统估值模型“吞吐量-现金流”上叠加地缘溢价。从此次事件看，航运基础设施的投资逻辑正在发生转变，跨国并购不再仅是商业判断，企业必须评估收购投资可能带来的政策风险，港口资产定价需在传统模型上叠加地缘风险溢价。

图表1：长和集团本次拟出售的 43 家港口清单及部分港口年吞吐量

序号	港口名称	所属国家/地区	年吞吐量 (TEU)	序号	港口名称	所属国家/地区	年吞吐量 (TEU)
1	和记港口比利时	比利时	140000	23	和记港口阿吉曼	阿联酋	-
2	和记港口杜伊斯堡	德国	400000	24	和记港口 RAK	阿联酋	100000
3	和记港口格丁尼亚	波兰	600000	25	和记港口 UAQ	阿联酋	20000
4	和记港口 BEST	西班牙	2200000	26	和记港口印尼 (JICT & Kojia)	印度尼西亚	2000000
5	和记港口斯德哥尔摩	瑞典	500000	27	西港马来西亚	马来西亚	10100000
6	和记港口阿姆斯特丹	荷兰	80000	28	和记港口 EIT	墨西哥	444000
7	大木码头 (阿姆斯特丹)	荷兰	-	29	和记港口 ICAGE	墨西哥	1148000
8	莫尔德伊克集装箱码头	荷兰	50000	30	和记港口 LCT	墨西哥	1122000
9	和记港口 ECT 鹿特丹 (ETC Delta, Delta II & Euromax)	荷兰	7000000	31	和记港口 TIMSA	墨西哥	496000
10	和记港口文洛	荷兰	50000	32	和记港口 PPC-巴尔博亚	巴拿马	2200000
11	和记港口费利克斯托港	英国	3300000	33	和记港口 PPC-克里斯托巴尔	巴拿马	913911
12	和记港口哈里奇国际	英国	2000	34	和记港口巴哈马 (FCP & FHC)	巴哈马	1574200
13	和记港口伦敦泰晤士港	英国	50000	35	和记港口 MITT	缅甸	400000
14	艾因索克纳港	埃及	1200000	36	和记港口 KICT	巴基斯坦	900000
15	B100 码头	埃及	300000	37	和记港口 Pakistan	巴基斯坦	600000
16	和记港口阿布基尔	埃及	-	38	和记港口釜山	韩国	22078200
17	和记港口亚历山大港	埃及	700000	39	和记港口光阳	韩国	1861900
18	和记港口埃尔德基拉	埃及	-	40	和记港口泰国	泰国	8741050
19	和记港口巴士拉	伊拉克	-	41	和记港口 SITV	越南	700000
20	和记港口索哈尔	阿曼	-	42	和记港口布里斯班	澳大利亚	1530000
21	卡萨布港	阿曼	-	43	和记港口悉尼	澳大利亚	2844050
22	和记港口贾赞	沙特阿拉伯	-				

资料来源：36 氪，太平洋证券整理

图表2：巴尔博亚及克里斯托巴尔港



资料来源：谷歌地图，太平洋证券整理

图表3：23 年全球前十大港口运营集团

Ranking2023	Operator	Volumes 2023(teu)	Year-an-year volume growth	Global share of throughput
1	PSA International	62.6m	4.60%	7.20%
2	China Merchants Ports(招商港口)	55m	8.70%	6.40%
3	Cosco Shipping Ports (中远海运港口)	53.8m	1.40%	6.20%
4	APM Terminals	48.9m	-1.20%	5.60%
5	DP World	44.3m	-4.70%	5.10%
6	Hutchison Ports (和记港口)	43m	-4.60%	5%
7	MSC	42.3m	10.30%	4.90%
8	ICTSI	11.6m	-0.90%	1.30%
9	CMA CGM	10.2m	9.40%	1.20%
10	Yildirim/Yilport	8.7m	9.70%	1%

资料来源：Drewry Maritime Research，太平洋证券整理

图表4：23 年全球前 100 大集装箱港口

排名	港口	国家	23年吞吐量 (TEU)	排名	港口	国家	23年吞吐量 (TEU)
1	上海港	中国	49158000	51	曼萨尼略港	墨西哥	3699000
2	新加坡港	新加坡	39013000	52	福州港	中国	3684000
3	宁波舟山港	中国	35300000	53	焦亚陶罗港	意大利	3548827
4	深圳港	中国	29880000	54	仁川港	韩国	3450000
5	青岛港	中国	28750000	55	阿姆巴利港	土耳其	3314919
6	广州港	中国	25410000	56	巴塞罗那港	西班牙	3300000
7	釜山港	韩国	22750000	57	卡塔赫纳港	哥伦比亚	3299000
8	天津港	中国	22170000	58	诺福克港	美国	3287546
9	杰贝阿里港	阿联酋	14472000	59	墨尔本港	澳大利亚	3190000
10	香港港	中国	14341000	60	吉大港	孟加拉国	3100000
11	巴生港	马来西亚	14061022	61	温哥华港	加拿大	3100000
12	鹿特丹港	荷兰	13447000	62	阿卜杜拉国王港	沙特阿拉伯	3063266
13	厦门港	中国	12550000	63	马尔萨什洛克港	马耳他	2993799
14	安特卫普-布鲁日港	比利时	12528000	64	西北海港联盟	美国	2974416
15	丹戎帕拉帕斯港	马来西亚	10480537	65	横滨港	日本	2918208
16	盖梅-施威港	越南	9750000	66	卡亚俄港	秘鲁	2703000
17	林查班港	泰国	8868200	67	名古屋港	日本	2700000
18	踊那鰐粘雄港	中国	8834000	68	HAROPA港口联盟	法国	2633273
19	洛杉矶港	美国	8629681	69	悉尼港	澳大利亚	2520000
20	丹吉尔地中海港	摩洛哥	8617410	70	查尔斯顿港	美国	2482080
21	太仓港	中国	8039000	71	热那亚港	意大利	2394335
22	北部湾港	中国	8020000	72	金斯敦港	牙买加	2306666
23	长滩港	美国	8018668	73	达曼港	沙特阿拉伯	2305811
24	纽约新泽西港	美国	7810005	74	巴尔博亚港	巴拿马	2300000
25	汉堡港	德国	7700000	75	瓜亚基尔港	厄瓜多尔	2254000
26	蒙德拉港	印度	7230600	76	科贾埃利港	土耳其	2180232
27	科伦坡港	斯里兰卡	6949900	77	神户港	日本	2174364
28	丹戎不碌港	印度尼西亚	6700000	78	大阪港	日本	2174364
29	尼赫鲁港	印度	6430000	79	奥克兰港	美国	2065709
30	日照港	中国	6260000	80	格但斯克港	波兰	2050000
31	连云港港	中国	6136700	81	伦敦港	英国	2000000
32	吉达港	沙特阿拉伯	6000000	82	阿巴斯-沙希德港	伊朗	1953310
33	胡志明市港	越南	5500000	83	梅尔辛港	土耳其	1949882
34	马尼拉港	菲律宾	5500000	84	拉扎罗卡德纳斯港	墨西哥	1869000
35	营口港	中国	5301818	85	洋浦港	中国	1830000
36	大连港	中国	4963636	86	南安普顿港	英国	1800000
37	萨凡纳港	美国	4927654	87	泰基尔达港	土耳其	1719426
38	哈利法港	阿布扎比	4910000	88	锡尼什港	葡萄牙	1665308
39	瓦伦西亚港	西班牙	4796985	89	台中港	中国	1620000
40	阿尔赫西拉斯港	西班牙	4733474	90	台北港	中国	1620000
41	底比雷埃夫斯港	希腊	4586500	91	阿利亚加港	土耳其	1588162
42	桑托斯港	巴西	4284000	92	基隆港	中国	1530000
43	东京港	日本	4243404	93	蒙特利尔港	加拿大	1500000
44	不莱梅港	德国	4180919	94	圣胡安港	波多黎各	1500000
45	德班港	南非	4113821	95	杰克逊维尔港	美国	1313487
46	菲利克斯托港	英国	4000000	96	马赛-福斯港	法国	1300000
47	科隆港	巴拿马	3960000	97	布宜诺斯艾利斯港	阿根廷	1279000
48	泗水港	印度尼西亚	3900000	98	韦拉克鲁斯港	墨西哥	1148000
49	休斯顿港	美国	3824600	99	拉斯佩齐亚港	意大利	1139088
50	塞拉莱港	阿曼	3794109	100	巴尔的摩港	美国	1100000

资料来源：AJOT，太平洋证券整理

风险提示：贸易冲突加剧；地缘风险加剧；经济复苏不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。