

## 辽港股份 (601880.SH)

## 东北地区最大码头运营商，业务综合性强

本篇报告主要对辽港股份历史情况进行梳理，并展望公司发展亮点。公司自2021年吸收合并营口港后实现业务量跃升，综合实力增强，公司前期业绩受油品业务影响有所承压，2025年公司持续拓展集装箱航线资源、寻找油品业务增量、同时北粮南运格局下散粮业务仍有增长空间，业绩有望迎来修复。

- 招商局集团旗下辽宁省港口上市平台，东北地区主要综合性码头运营商。辽港股份是东北地区最大的综合性码头运营商，实控人为招商局集团，作为辽宁港口物流业务的统一平台，公司主要业务涵盖油品、集装箱、散杂货、散粮、汽车、滚装等，业务综合性强。从毛利结构来看，集装箱和散杂货毛利贡献较多，2024年合计毛利占比为82.4%，其他业务中，油品、散粮、客滚、汽车、增值毛利占比分别为1.4%、4.6%、2.2%、0.6%、15.6%。近年来，公司业绩受高毛利率货种矿石、钢材等业务量下降及油品仓储收入减少影响短期有所下滑，2024年归母净利润同比下降14.8%。
- 辽宁省港口整合持续深化，集装箱航线持续扩张，散粮业务仍有增长潜力。大连港吸收合并营口港是辽宁省港口整合的重要里程碑，在辽宁省内整合持续深化背景下，区域内无序竞争减少，公司费率预计仍有提升空间。集装箱业务方面，公司航线覆盖日韩、东南亚及“一带一路”地区，且持续进行航线资源扩张。散杂货业务方面，受内需等因素影响，铁矿石/钢材等短期承压，但散粮业务依托“北粮南运”格局稳健增长，2024年散粮吞吐量达1563万吨，同比+2.3%，远期来看，公司背靠主要粮食产区，腹地资源优势较强，散粮业务仍有增长空间。
- 投资建议。辽港股份码头资产地处环渤海港口群，是我国主要的海铁联运及海上中转港口之一。前期公司业绩受油品业务影响有所承压，2025年公司持续聚焦集装箱航线开辟，重点拓展日韩和欧洲航线，在辽宁省港口整合大背景下，预计集装箱费率仍有提升空间；散粮业务方面表现稳健，北粮南运格局持续下公司散粮业务仍有增长空间。公司发布2025年中期业绩快报，报告期内公司实现归母净利润9.6亿元，同比增长110.8%，主要由于油品、集装箱业务收益增加、投资收益增加，及收回长期款项转回信用减值损失等。基于中期业绩快报及公司经营，我们预计公司25年业绩将有所修复，25-27年归母净利润分别为14、14.5、15亿元，同比分别增长23%、3%、3%，对应25年PE为26.2x，PB为0.9x，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、货量下滑的风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12220	11067	11550	11731	11909
同比增长	2%	-9%	4%	2%	2%
营业利润(百万元)	2005	1801	2240	2311	2391
同比增长	8%	-10%	24%	3%	3%
归母净利润(百万元)	1343	1144	1403	1447	1496
同比增长	5%	-15%	23%	3%	3%
每股收益(元)	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
PE	27.4	32.2	26.2	25.4	24.6
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

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

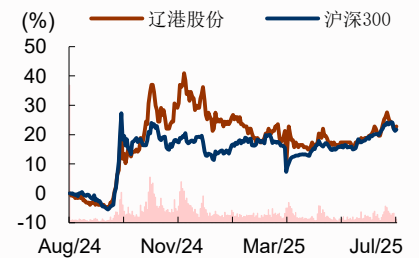
当前股价：1.54元

## 基础数据

总股本(百万股)	23905
已上市流通股(百万股)	18747
总市值(十亿元)	36.8
流通市值(十亿元)	28.9
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	2.4
资产负债率	26.5%
主要股东	营口港务集团有限公司
主要股东持股比例	28.93%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-1	23
相对表现	1	-7	3



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
- 刘若琮 S1090524110003  
liuruocong@cmschina.com.cn
- 张瑜玲 S1090525060006  
zhangyuling2@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、辽港股份：东北最大综合性码头运营商	4
1、招商局集团旗下辽宁省港口上市平台，东北最大综合性码头运营商	4
2、集装箱及散杂货业务贡献核心利润，近年来高毛利业务有所承压	6
二、行业：集装箱延续稳健增长，散杂货仍有所承压	10
1、全国港口集装箱业务量延续稳健增长趋势	10
2、散杂货持续受内需影响，表现相对疲软	11
三、辽宁省港口整合持续，公司港口业务费率有提升空间	14
1、港口整合持续进行，集装箱业务有提价空间	14
2、持续开辟集装箱航线，北粮南运格局下散粮业务仍有增长空间	16
四、盈利预测与投资建议	18
1、盈利预测	18
2、投资建议	20
五、风险提示	20

## 图表目录

图 1：环渤海地区沿海港口布局图	4
图 2：辽港股份历史沿革	5
图 3：辽港股份股权结构示意图（截至 2025 年一季度）	5
图 4：辽港股份集装箱业务量及增长情况	6
图 5：辽港股份散杂货业务量结构情况（单位：百万吨）	6
图 6：辽港股份营业收入历史变化及增速	7
图 7：辽港股份营业收入结构变化情况（单位：亿元）	7
图 8：辽港股份营业成本变化及增速	8
图 9：辽港股份分项营业成本变化情况（单位：亿元）	8
图 10：辽港股份毛利润及毛利率变化情况	9
图 11：辽港股份毛利润结构变化情况	9
图 12：辽港股份分业务毛利率变化情况	9
图 13：辽港股份归母净利润变化及增速	9

图 14: 辽港股份 ROE 与行业对比情况.....	9
图 15: 全国港口月度集装箱吞吐量.....	10
图 16: 中国出口金额及增长情况.....	10
图 17: 主要港口企业集装箱吞吐量变化情况 (单位: 万 TEU).....	10
图 18: 全国火电发电量年度变化情况.....	11
图 19: 北方港口煤炭下水量年度变化情况.....	11
图 20: 北方港口煤炭库存量周度变化 (单位: 百万吨).....	12
图 21: 主要港口企业煤炭吞吐量月度变化情况.....	12
图 22: 全国粗钢产量变化情况.....	12
图 23: 全国铁矿石进口情况.....	12
图 24: 主要港口企业铁矿石吞吐量变化情况.....	13
图 25: 中国原油及成品油进口情况.....	13
图 26: 布伦特原油价格变化情况.....	13
图 27: 主要港口企业原油吞吐量变化情况.....	14
图 28: 辽港股份集装箱业务单位收入变化情况.....	16
图 29: 2024 年辽港股份重点货种吞吐量结构.....	16
图 30: 辽港股份集装箱业务收入变化情况.....	17
图 31: 辽港股份散粮吞吐量变化情况.....	18
图 32: 辽港股份散粮业务收入变化情况.....	18
图 33: 辽港股份历史 PE Band.....	20
图 34: 辽港股份历史 PB Band.....	20
表 1: 辽宁省港口整合历史事件梳理.....	15
表 2: 交易前后两主体各项业务吞吐量情况对比 (按交易时点 2019 年度数据).....	15
表 3: 辽港股份营收拆分情况.....	18
表 4: 辽港股份毛利拆分情况.....	19
附: 财务预测表.....	21

## 一、辽港股份：东北最大综合性码头运营商

### 1、招商局集团旗下辽宁省港口上市平台，东北最大综合性码头运营商

公司为招商局集团旗下辽宁港口物流业务的统一运作平台，业务综合性强。辽港股份是招商局集团旗下辽宁省港口核心上市平台，亦是东北地区最大的综合性码头运营商，公司处于环渤海港口群，是东北亚地区进入太平洋、面向世界最为便捷的海上门户，是我国主要的海铁联运及海上中转港口之一，码头资产主要分布在大连和营口的大窑湾、鲅鱼圈、大连湾、长兴岛等四大港区，管控区域覆盖丹东、盘锦、绥中等区域。公司目前在用生产性泊位 180 个，其中万吨级以上泊位 154 个，拥有世界领先的 45 万吨原油泊位、40 万吨矿石泊位、20 万吨级集装箱泊位，港口通过能力超过 6 亿吨。公司主要业务涵盖散杂货码头及相关物流业务、集装箱码头及相关物流业务、油品/液体化工品码头及相关物流业务、散粮码头及相关物流业务、客运滚装码头及相关物流业务、汽车码头及相关物流业务、港口增值与支持业务。

图 1：环渤海地区沿海港口布局图



资料来源：大连港招股说明书、招商证券

**历史沿革：**2005 年，公司前身大连港首次在海外发售 H 股，并于 2006 年在香港联交所上市；2010 年，大连港首次公开发行 A 股并在上交所正式挂牌交易；2012 年，大连港成品油保税仓库正式投入运营，油品码头成为中国北方地区首家同时拥有公共型原油和成品油保税仓储业务资质的港口；2015 年，集团成为全国第一家拥有铁矿石期货保税交割资质的港口；2017 年，集团与象屿公司签订协议，合作成立大连港象屿粮食物流有限责任公司，保证了散粮板块的货源增长；2018 年，大连港实际控制人由大连市国资委变更为辽宁省国资委，同年营

口港实控人也由营口市国资委变更为辽宁省国资委；2019年，招商局辽宁成为辽港集团的控股股东，并通过辽港集团间接控制大连港、营口港，大连港和营口港实际控制人均由辽宁省国资委变更为招商局集团；2021年公司更名为辽宁港口股份有限公司，换股吸收合并营口港，营口港完成终止上市；2024年公司公告将以集中竞价交易方式回购公司股份。

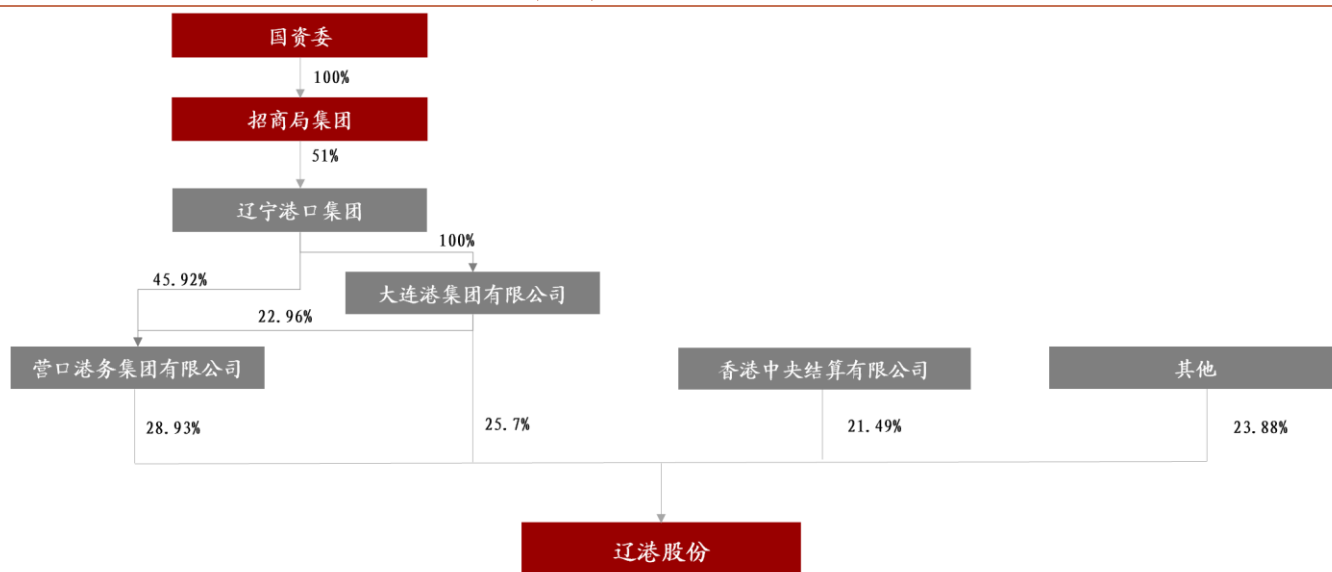
图 2: 辽港股份历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

**股权结构：**为深化国有企业改革，有序推进辽宁省港口业务的整合，优化辽宁省港口的产业布局，自2017年开始，招商局集团和辽宁省政府合作，启动对辽宁省港口资产的整合工作；2019年9月，招商局集团实现对辽港集团控股，成为大连港和营口港的实控人；2020年，大连港宣布以换股的形式吸收合并营口港务股份有限公司，同时非公开发行股份募集配套资金；2021年2月，交易重组完成后更名为辽港股份。截至2025年一季度，公司第一大股东为营口港务集团有限公司，持股比例为28.9%，第二大股东为大连港集团有限公司，持股比例为25.7%（截至2025年1月3日，大连港通过集中竞价方式增持A股股票，增持后大连港直接持有公司25.7%股份），公司实控人为招商局集团。

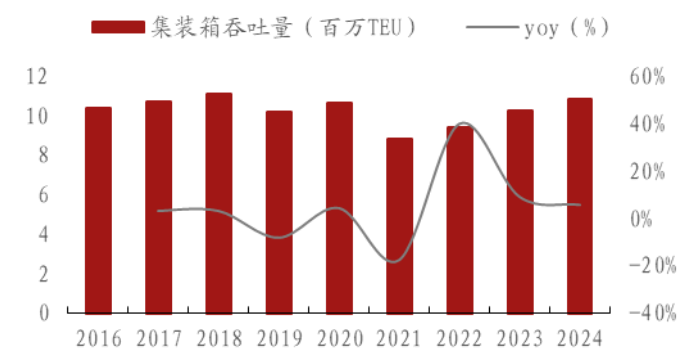
图 3: 辽港股份股权结构示意图（截至2025年一季度）



资料来源：Wind、招商证券

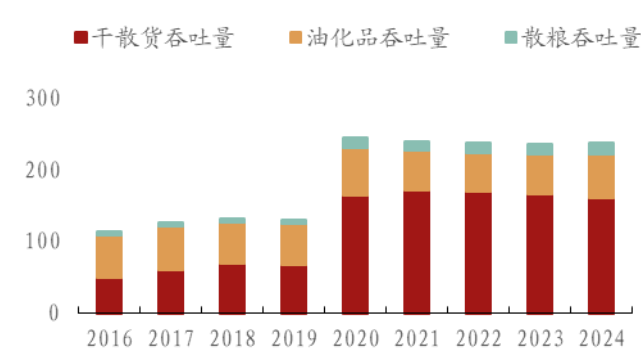
**业务量情况：**吸收合并营口港后，公司散杂货和散粮吞吐体量有显著增长。公司主营业务包括集装箱、散杂货、油化品、散粮及汽车、滚装。2016-2024 年公司集装箱吞吐量复合增速为 0.5%，整体较为稳定，2024 年公司集装箱吞吐量为 1086 万 TEU，同比增长 5.8%。散杂货中，2016-2024 年公司散杂货（钢材、矿石、煤炭）吞吐量复合增速为 15.7%，增速较快，主要由于 2020 年大连港吸收合并营口港后散杂货吞吐量由 2019 年的 0.7 亿吨增长至 2020 年的 1.6 亿吨，2024 年公司散杂货吞吐量为 1.6 亿吨，同比下降 3.4%，主要受内需影响；2016-2024 年公司油化品（原油、液体化工品、液化天然气）吞吐量复合增速为 0.5%，2024 年油化品吞吐量为 0.6 亿吨，同比增长 11%，主要由于公司争揽中海油原油中转业务及腹地炼厂原油保供业务，原油吞吐量增长较多；2016-2024 年公司散粮吞吐量复合增速为 16.3%，增长较快，主要由于 2020 年大连港吸收合并营口港带来散粮吞吐量增加，2024 年公司散粮吞吐量为 0.2 亿吨，同比增长 2.3%。

图 4：辽港股份集装箱业务量及增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：辽港股份散杂货业务量结构情况（单位：百万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、集装箱及散杂货业务贡献核心利润，近年来高毛利业务有所承压

**业务情况：**公司主要业务涵盖油品业务、集装箱业务、散杂货业务、散粮业务、客运滚装及相关物流业务、汽车及相关物流业务、港口增值与支持业务。

- **油品业务：** 主要为客户提供原油、成品油及液体化工品的装卸和存储业务，公司油化品业务分布在长兴岛、大连、营口、盘锦三地，拥有 45 万吨级和 30 万吨级原油码头，年实际通过能力超 1.4 亿吨，临港油化品储罐规模位居全国前列。
- **集装箱业务：** 公司外贸集装箱业务主要分布在大连大窑湾港区，内贸集装箱业务主要分布在营口鲅鱼圈港区，公司持续推进内外贸集装箱枢纽港建设，2024 年新开 9 条集装箱航线，持续优化环渤海内支线中转服务，不断加大货源开发力度，支线网络覆盖辽宁、河北、山东、江苏等区域的 16 个港口，中转运量同比增幅 9%。
- **散杂货及散粮业务：** 公司散杂货业务主要分布在大连、营口区域，提供铁矿石、煤炭、粮食等货种的综合物流服务，现有散杂货泊位 98 个及 40 万吨级矿石码头等现代化深水泊位。航线覆盖华东、华南及日韩、东南亚主要港口。

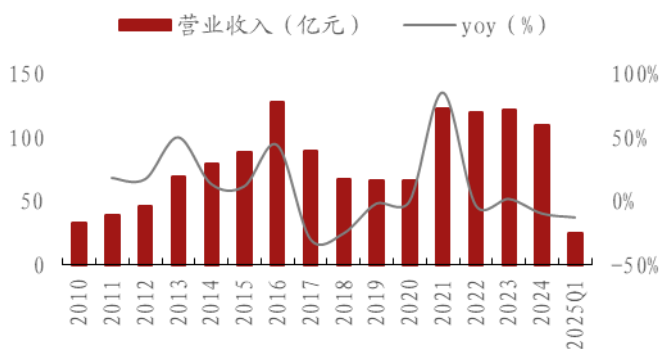
- **汽车及相关物流业务:** 公司主要为客户提供国内外进出口汽车及相关货物的装卸、仓储、过境、中转等服务, 商品车滚装业务分布在大窑湾港区, 现有近 20 条内外贸商品车滚装航线, 内贸航线覆盖我国沿海及长江中下游主要港口。外贸航线辐射东亚、东南亚、中东、欧洲、北美等全球主要贸易区。
- **客运滚装及相关物流业务:** 公司客滚业务分布在大连湾、大港、旅顺、广鹿岛等港区, 提供客运滚装运输和国际邮轮等服务, 拥有 15 万吨级邮轮泊位、3 万吨级大型客滚泊位和全国服务设施领先的大连湾综合交通枢纽。
- **港口增值与支持业务:** 公司重点培养全程物流、港口信息服务、保税仓储、混配加工、临港贸易等港航增值服务产业, 通过与铁路、船公司及口岸联检单位的合作, 积极延伸港口服务链条。

**营业收入: 集装箱及散杂货业务贡献 60%以上收入。**

1) 从历史情况来看: 2010-2015 年公司处于快速增长阶段, 营业收入复合增速达到 21.6%, 维持较高增长, 主要得益于货量及全球宏观经济稳定增长; 2015-2020 年公司处于转型阶段, 持续压缩贸易服务收入, 营业收入复合增速为 -5.6%, 期间 2017 年营业收入同比下滑 29.5%, 主要由于贸易服务收入同比下滑 54%, 剔除贸易服务业务影响, 公司营业收入同比增长 9.3%。2021-2024 年公司营业收入复合增速为 -3.6%, 期间 2021 大连港吸收合并营口港, 散杂货业务量显著增加, 带来当年营业收入同比增长 85.5% (调整前)。2024 年公司营业收入为 110.7 亿元, 同比下降 9.4%, 主要是受到矿石、钢材等散杂货业务量下降, 油品仓储收入减少, 以及海运出口代理、汽车进口零部件等集装箱物流业务减少的影响。2025 年一季度公司营业收入为 25.3 亿元, 同比下降 12.5%, 主要受到油品仓储收入同比减少, 高毛利矿石、钢材等散杂货业务量下降等因素影响。

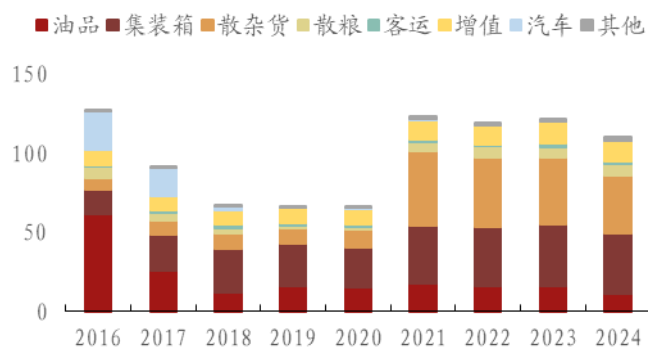
2) 从业务结构来看: 集装箱和散杂货 (不含散粮) 营业收入贡献比例较高, 2024 年二者合计营业收入占比达 68.1%, 其次为增值服务收入和油品业务收入, 2024 年占比分别为 11.1%、10.1%, 散粮、客滚、汽车和其他业务占比分别为 6.2%、2%、0.6%、2%。2024 年油品业务营收占比有所下滑 (2023 年为 13.5%), 主要由于油品仓储业务收入下降所致。

图 6: 辽港股份营业收入历史变化及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 辽港股份营业收入结构变化情况 (单位: 亿元)

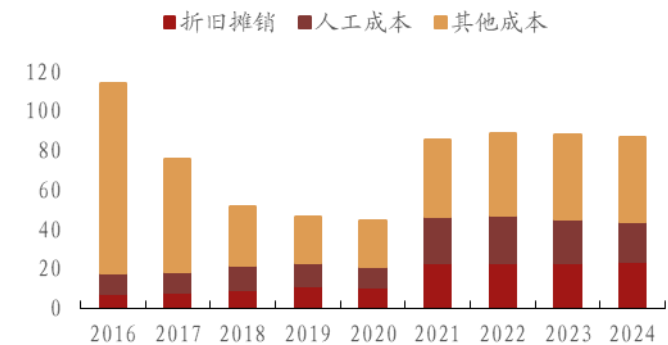
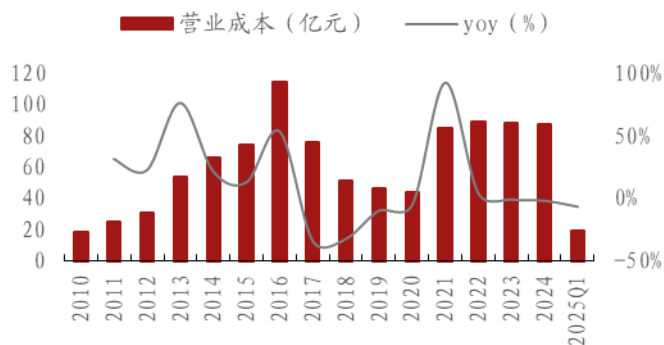


资料来源: 公司公告、招商证券

**营业成本：折旧摊销及人工成本为主要成本项，合计占比约 50%。**2010-2015 年公司营业成本复合增速为 31.5%，受业务量增长成本增加较快；2015-2020 年公司营业成本复合增速为 -9.9%，主要由于公司控制贸易服务业务体量；2021-2024 年，公司营业成本复合增速为 0.7%，整体较为稳定。2024 年公司营业成本为 86.9 亿元，同比下降 1.6%，主要由于业务量下滑。从分项成本结构来看，折旧摊销及人工成本合计占比较高，2024 年二者合计成本占比为 50.5%，其他成本占比为 49.5%。2025Q1 公司营业成本 19.5 亿元，同比下降 6.4%。

图 8：辽港股份营业成本变化及增速

图 9：辽港股份分项营业成本变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

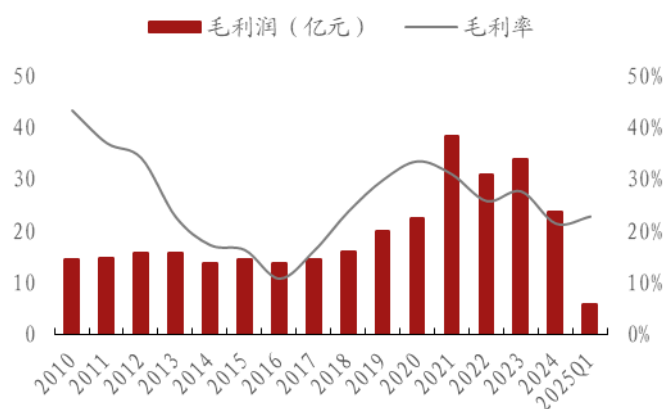
**毛利情况：集装箱和散杂货贡献毛利超 80%。**

1) 从历史情况来看：2010-2015 年公司毛利润复合增速为 0.1%，较为稳定；2015-2020 年公司毛利润复合增速为 9%，或主要受益于公司压缩贸易服务收入，带来利润增加；2021-2024 年公司毛利润复合增速为 -14.7%，主要受高毛利业务量下滑所致。2024 年公司实现毛利润 23.8 亿元，同比下降 29.8%，毛利率为 21.5%，同比减少 6.2pcts，主要受到高毛利率的矿石、钢材等散杂货业务量下降，以及油品仓储收入减少的共同影响。2025 年一季度公司实现毛利润 5.8 亿元，同比下降 28.4%，毛利率为 22.9%，同比减少 5.1pcts，持续受高毛利业务量下滑和油品仓储收入减少的影响。

2) 从毛利结构来看：集装箱和散杂货毛利贡献较多，2024 年合计毛利润占比为 82.4%，油品、散粮、客滚、汽车、增值毛利润占比分别为 1.4%、4.6%、2.2%、0.6%、15.6%，其中油品业务毛利润占比较 2023 年的 17.8% 下滑较多，主要由于油品仓储业务收入下滑。

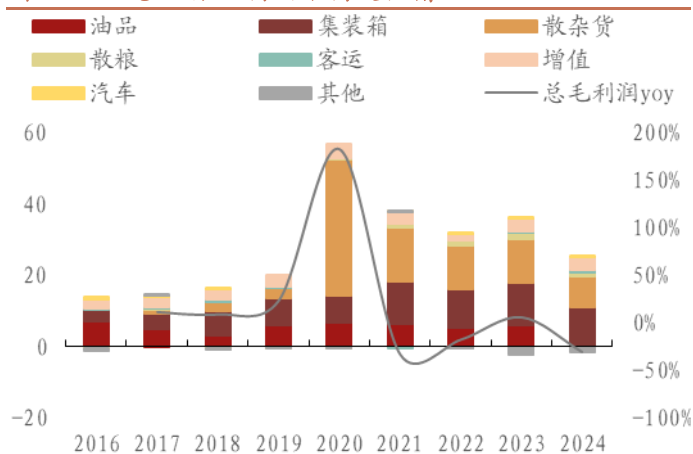
3) 从毛利率变化情况看：整体看，公司历史毛利率表现较为稳定，2017 年开始公司压缩贸易业务收入，毛利率有所提升，随后基本在 20%-35% 之间，2024 年公司毛利率为 21.5%。分业务看，油品、集装箱、散杂货为毛利率较高业务，但油品 2024 年受仓储服务收入下滑影响毛利率下降较多，2024 年油品、集装箱、散杂货、散粮、客滚、增值业务、汽车业务毛利率分别为 3.1%、27.9%、24.1%、15.9%、23.7%、30.3%、21.8%。

图 10: 辽港股份毛利润及毛利率变化情况



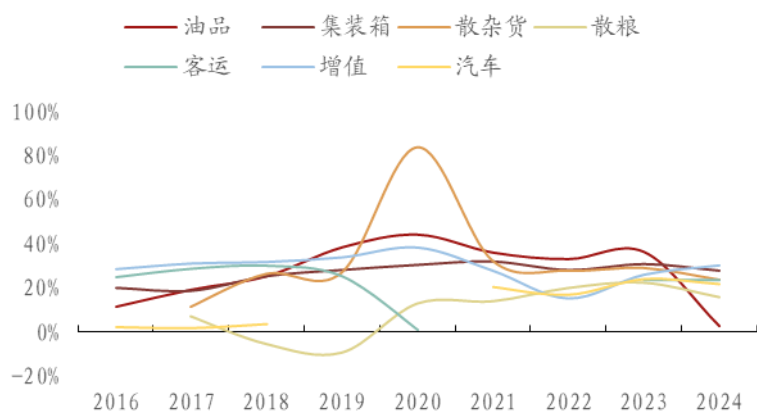
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 辽港股份毛利润结构变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

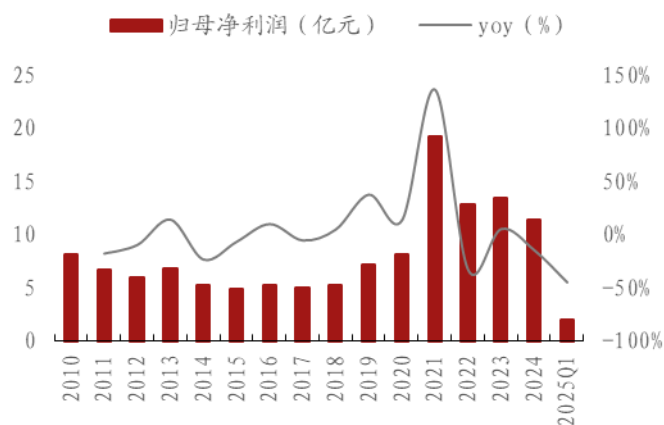
图 12: 辽港股份分业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

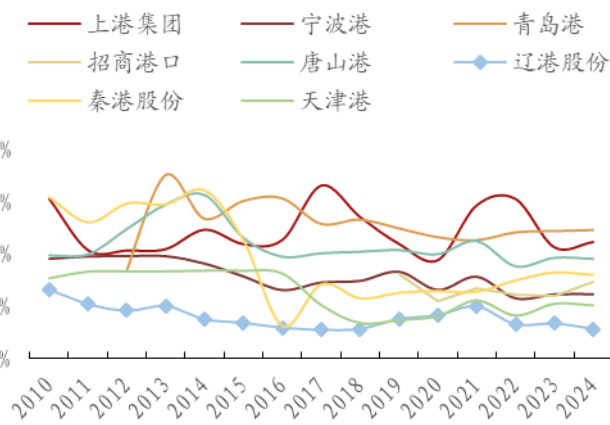
**盈利情况及 ROE 情况:** 2010-2015 年公司归母净利润复合增速为-9.8%; 2015-2020 年公司归母净利润复合增速为 10.9%, 或主要由于公司高毛利业务增长, 及压缩贸易服务收入; 2021-2024 年公司归母净利润复合增速为-15.8%, 主要由于公司高毛利业务有所下滑, 2024 年公司归母净利润为 11.4 亿元, 同比下降 14.8%。ROE 方面, 公司 2024 年 ROE 为 2.9%, 在同业中处于偏低水平。

图 13: 辽港股份归母净利润变化及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 辽港股份 ROE 与行业对比情况



资料来源: Wind、招商证券

## 二、行业：集装箱延续稳健增长，散杂货仍有所承压

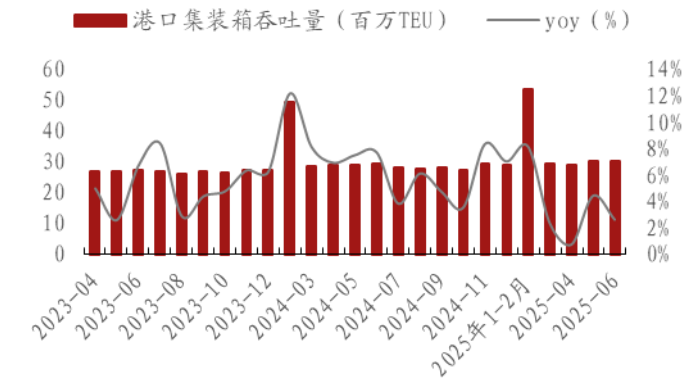
### 1、全国港口集装箱业务量延续稳健增长趋势

从行业情况来看，集装箱吞吐量主要受出口影响。2025年1-6月全国港口集装箱吞吐量为1.7亿TEU，同比增长4.2%，全国港口集装箱吞吐量保持增长趋势。外需市场方面，我国出口数据保持稳定增长，2025年1-6月中国出口金额（人民币）累计达到13万亿元，同比增长7.2%。

从企业表现来看，2025年1-6月主要港口企业累计完成集装箱吞吐量15626.5万TEU，同比增长7.7%，其中累计完成外贸集装箱吞吐量7861.7万TEU，同比增长9.4%。

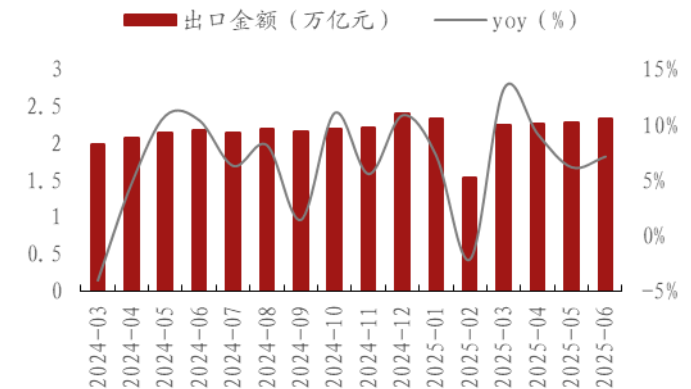
**展望远期：**当前中美关税有所缓和，集装箱吞吐量仍具韧性，后续仍需关注国际贸易局势带来的影响。

图 15：全国港口月度集装箱吞吐量



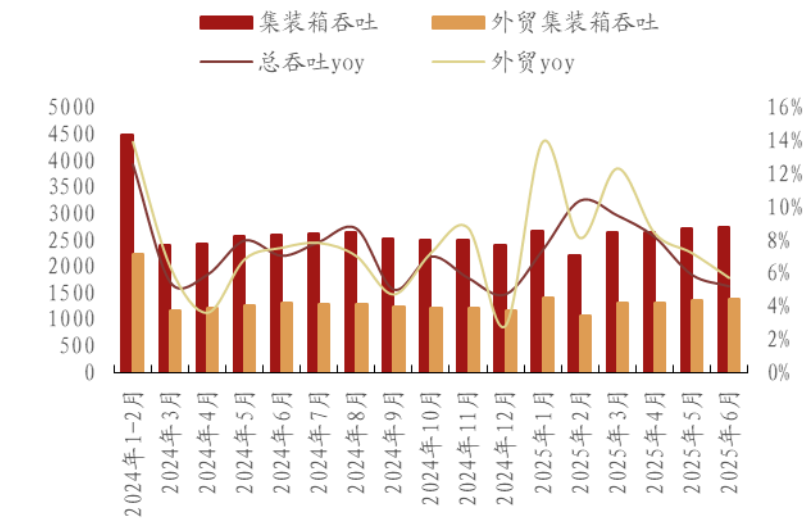
资料来源：交通运输部、招商证券

图 16：中国出口金额及增长情况



资料来源：Wind、招商证券

图 17：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

## 2、散杂货持续受内需影响，表现相对疲软

**煤炭：**我国煤炭西煤东调+北煤南运的运输格局下，港口是保障煤炭运输的重要枢纽。港口煤炭吞吐量取决于煤炭下游需求，而煤炭下游需求以发电为主，从历年全国火电发电量看，电煤需求整体维持稳定。2025年以来，1-5月全国火电发电量达到2.4万亿千瓦时，同比下滑3%，天气转暖，取暖用电负荷减弱，叠加工业用电支撑有限，火电受一定挤压。

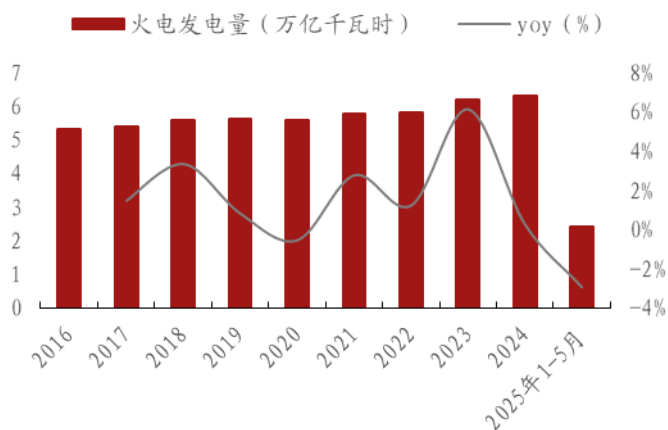
从北方港口煤炭下水量变化情况来看，2024年北方港口煤炭下水量为8.3亿吨，同比下降5.5%，或主要由于进口煤增长所致，对港口煤炭内贸运输量形成冲击。

从港口库存情况来看，截至7月28日，北方港口煤炭库存达到3345.2万吨，环比上周下降3.6%，港口煤炭库存压力有所下降。

从企业表现来看，2025年1-6月全国主要煤炭下水港口企业吞吐量累计完成3.3亿吨，同比下降3.1%。

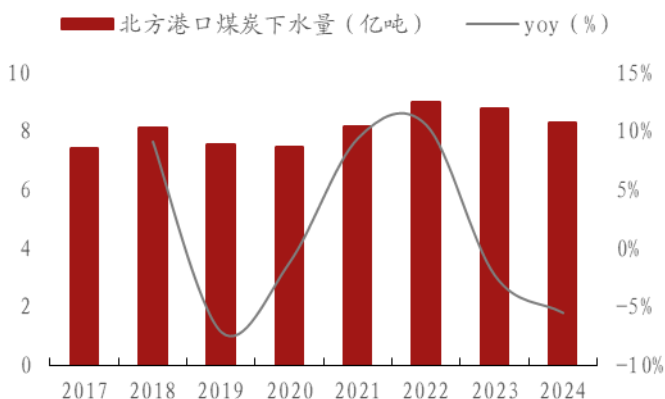
**展望远期：**短期看，高温天气持续，用电需求持续增加；供应端，南方进入汛期，水电增多挤压部分火电需求，北方集中疏港效果显著，煤炭库存压力有所释放。长期看，煤炭运输供应格局不变下港口枢纽地位仍然关键。

图 18：全国火电发电量年度变化情况



资料来源：Wind、招商证券

图 19：北方港口煤炭下水量年度变化情况



资料来源：交通规划研究院、招商证券

图 20: 北方港口煤炭库存量周度变化 (单位: 百万吨)

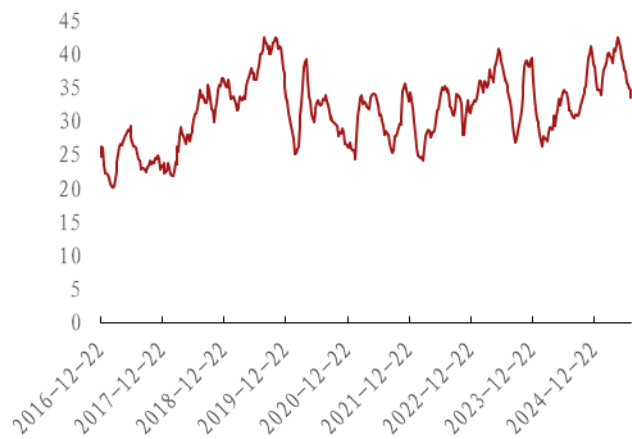
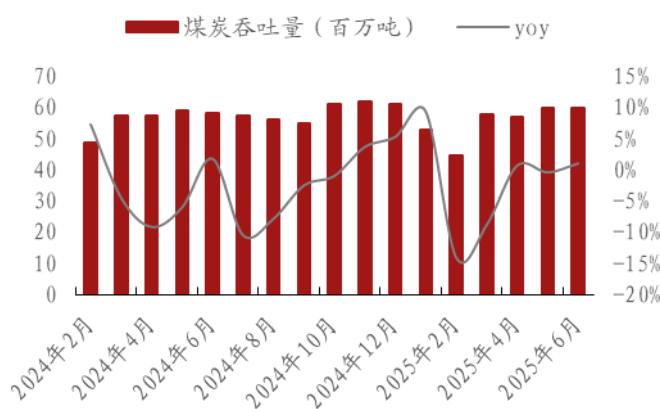


图 21: 主要港口企业煤炭吞吐量月度变化情况



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: 中国港口协会、招商证券

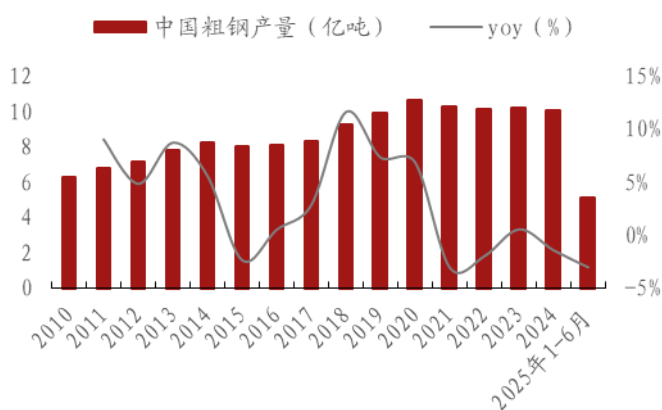
**铁矿石: 我国铁矿石进口依赖度强, 港口吞吐量与铁矿石进口量挂钩, 并受钢铁终端需求影响。** 产能优化整合下近年来粗钢产量增速放缓, 2025 年 1-6 月全国生产粗钢 5.1 亿吨, 同比下降 3%。

从进口情况来看, 2025 年 1-6 月我国进口铁矿石 5.9 亿吨, 同比下降 3%, 钢材需求进入传统淡季, 进口铁矿石有所下滑。

从企业表现来看, 2025 年 1-6 月全国主要进口铁矿石接卸港口企业吞吐量累计完成 6.9 亿吨, 同比增长 1.6%。

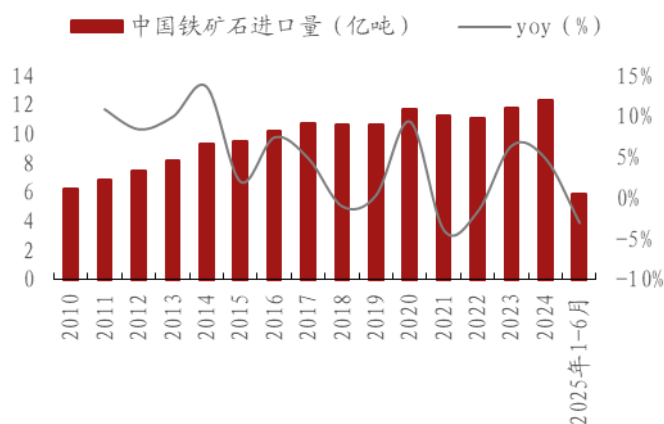
**展望远期:** 短期看矿石维持供给强需求弱局面, 长期看内需及全球贸易摩擦或持续影响钢铁需求, 远期仍需关注国际局势变化。

图 22: 全国粗钢产量变化情况



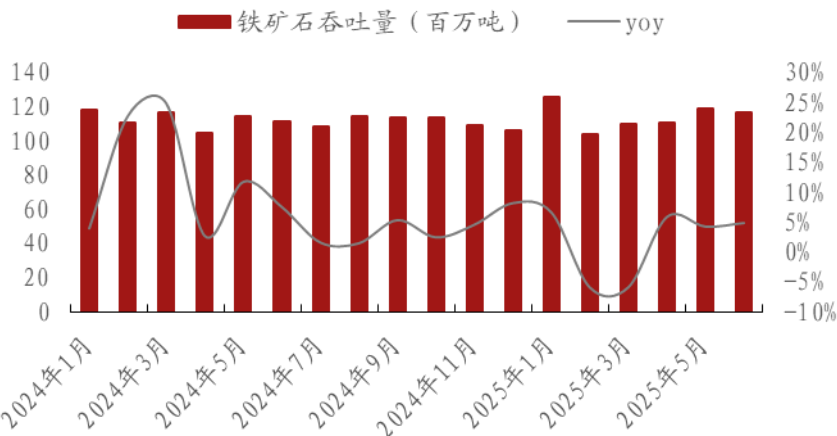
资料来源: Wind、招商证券

图 23: 全国铁矿石进口情况



资料来源: Wind、招商证券

图 24: 主要港口企业铁矿石吞吐量变化情况



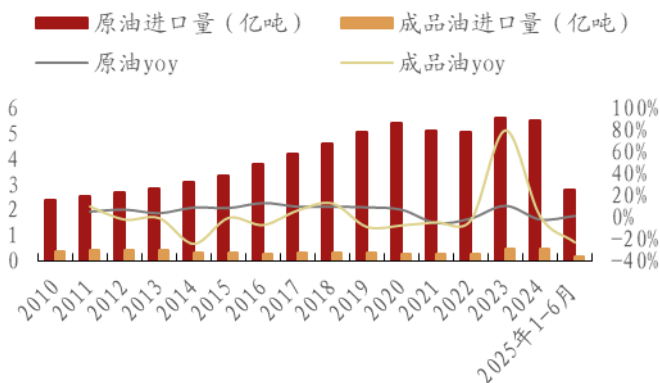
资料来源: 中国港口协会、招商证券

**原油: 原油进口量与内需挂钩。**我国原油进口量增长较为平稳, 2025 年 1-6 月原油进口量达 2.8 亿吨, 同比增长 1.4%, 成品油进口量达 0.2 亿吨, 同比下降 22.8%。截至 8 月 4 日, 布伦特原油价格收于 70 美元/桶。

**从企业表现来看,** 2025 年 1-6 月主要原油接卸港口企业累计完成原油吞吐量 2 亿吨, 同比下降 5.4%。

**展望远期:** 短期看, 6 月原油进口同比实现修复, 原油加工由降转增, 国际油价先涨后跌。长期看, 原油进口仍受宏观经济影响。

图 25: 中国原油及成品油进口情况



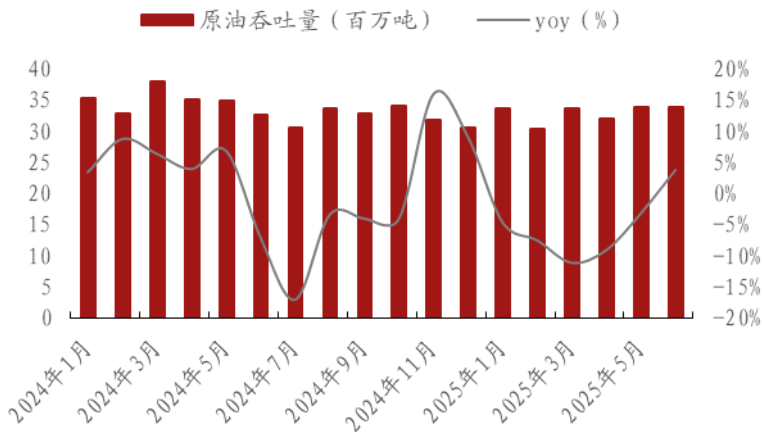
资料来源: Wind、招商证券

图 26: 布伦特原油价格变化情况



资料来源: Wind、招商证券

图 27: 主要港口企业原油吞吐量变化情况



资料来源: 中国港口协会、招商证券

### 三、辽宁省港口整合持续，公司港口业务费率有提升空间

#### 1、港口整合持续进行，集装箱业务有提价空间

港口板块经历区域性产能过剩，但近年来有序整合为行业效益提升奠定良好基础。

在 20 世纪 80 年代，我国主要港口仍以中央与地方双重领导的管理体制为主，进入 21 世纪后，伴随我国对外贸易持续深化，对港口吞吐能力提出更高要求，产能不足成为当时行业面临的主要问题，为推动港口行业的快速发展，我国开始对港口管理体制进行改革，提出港口管理权下放地方政府、政企分开的管理体制，促进港口行业快速发展。2001-2013 年期间区域港口层面已经出现较为明显的产能过剩问题，港口行业出现无序投产、同质化竞争和低效供给等问题。2015 年，港口行业正式拉开整合序幕，在“一省一港”思路指引下，以浙江省、江苏省、辽宁省、山东省等为代表的省份均陆续开启区域港口整合，以减少区域内无序竞争和重复建设，提高港口运营效率。

辽宁省港口整合持续深化，区域港口协同加强。2017 年 6 月，招商局集团与辽宁省人民政府签署《港口合作框架协议》，双方约定合作建立辽宁港口统一经营平台，以市场化方式实现辽宁沿海港口经营主体一体化；2019 年 8 月，招商局集团通过下属间接子公司招商局辽宁取得辽港集团控制权并间接控制大连港及营口港；

2020 年 7 月，大连港宣布以换股的形式吸收合并营口港。大连港和营口港地理位置相近，核心港区直线距离不足 200 公里，主营业务重合度高、所处区位和经济腹地高度重合（均主要沿哈大铁路向东北地区内陆辐射），存在同业竞争问题。且从业务经营来看，双方经营货种均为集装箱、油品、散杂货等。按 2019 年经营数据，本次合并后，存续公司的钢铁、散粮、矿石等货种吞吐量较合并前大连港增幅分别达到 359.8%、216.2%和 128%，实现显著提升。

2024 年 8 月，辽港股份发布公告称与大连港集团签订大连长兴岛港口投资发展有限公司托管服务协议，此次交易进一步推进了辽宁省全省港口一体化整合。

表 1: 辽宁省港口整合历史事件梳理

时间	事件
2017 年 6 月 10 日	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，确立“统一平台、市场化设立”路径。以大连港集团、营口港集团为基础，以市场化方式设立辽宁港口集团，实现辽宁沿海港口经营主体一体化；同时，辽宁省政府支持招商局集团在投资控股辽宁港口集团的前提下，进一步整合省内其他港口经营主体。
2017 年 11 月 27 日	辽宁省国资委认缴出资设立辽宁省港口整合平台—辽宁东北亚港航发展有限公司正式成立。
2018 年 2 月 9 日	大连港、营口港股权由地方国资委无偿划转至省国资委，辽宁省国资委实现直接控制大连港和营口港、间接控制锦州港和盘锦港。
2018 年 11 月 3 日	招商局集团、辽宁省、大连市、营口市、辽宁东北亚港航发展有限公司签署辽宁省港口合作增资协议，招商局集团通过增资方式入股辽宁东北亚港航发展有限公司，并取得 49.9% 的股权。
2018 年 11 月 29 日	辽宁东北亚港航发展有限公司办理完成更名及增资相关的工商变更登记，正式变更为“辽宁港口集团有限公司”
2019 年 1 月 4 日	招商局主导完成了大连港、营口港、盘锦港、绥中港整合工作，辽港集团正式挂牌成立。
2019 年 9 月 30 日	招商局集团通过下属间接子公司收购辽港集团并取得大连港、营口港的间接控制权，各方完成了辽宁港口集团 1.1% 股权划转，确立了招商局集团持股 51%、省国资委及大连市、营口市国资委合计持股 49% 的股权结构。
2020 年 7 月 8 日	大连港宣布以换股的形式吸收合并营口港务股份有限公司，同时非公开发行股份募集配套资金。
2021 年 2 月 9 日	大连港换股吸收合并营口港完成，大连港将公司名称变更为辽宁港口股份有限公司，证券简称变更为“辽港股份”。
2024 年 8 月 26 日	辽宁港口股份有限公司与大连港集团有限公司签订大连长兴岛港口投资发展有限公司托管服务协议，进一步优化整合港口资源。

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 交易前后两主体各项业务吞吐量情况对比（按交易时点 2019 年度数据）

业务	大连港	营口港	合并后存续公司	增幅
集装箱（万 TEU）	1,022	548	1,569	53.6%
油品（万吨）	5,748	629	6,378	10.9%
散粮（万吨）	452	977	1,429	216.2%
钢铁（万吨）	624	2,245	2,868	359.8%
矿石（万吨）	3,261	4,173	7,434	128%
煤炭（万吨）	1,054	501	1,555	47.5%
其他（万吨）	1,785	2,135	3,920	119.6%
汽车（辆）	837,758	-	837,758	0%

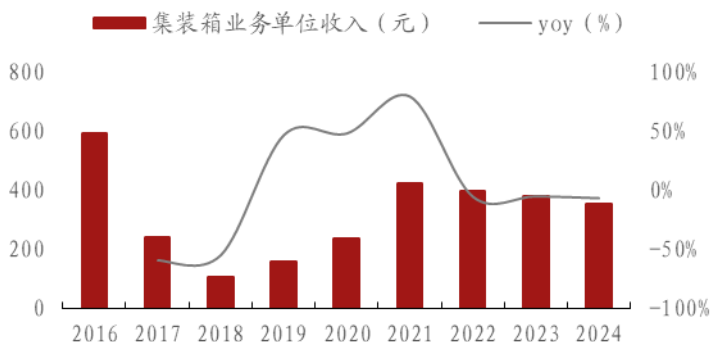
资料来源：公司公告、招商证券

近年来多家港口费率已陆续有所提高，辽宁省内整合持续深化下公司费率仍有提升空间。2017 年起，受反垄断监管影响，主要沿海港口均对外贸进出口集装箱装卸费进行下调 10%-30%。2018 年大连港、广州港、深圳港东部盐田港区等均对装卸费率进行下调，大连港 20 英尺集装箱重箱从 642 元/箱下调至 510 元/箱，下调幅度达 20.6%。2021 年底监管期结束，因此自 2021 年起港口行业开启新

一轮提价，包括宁波舟山港、上港集团、广州港、青岛港等在内的港口相继公布费率上调计划，而大连港基本维持此前下调后的费率水平。

从辽港股份历史集装箱业务单位收入变化情况来看，2019-2020 年增加主要由于公司前身大连港集装箱业务中贸易服务收入持续减少，而业务量基本平稳导致，2021 年单位收入增加主要由于吸并营口港带来业务量显著增加；2022-2024 年公司集装箱业务单位收入基本维持小幅下滑趋势，预计在辽宁省港口整合持续深化的背景下，公司集装箱业务费率仍有提升空间。

图 28: 辽港股份集装箱业务单位收入变化情况

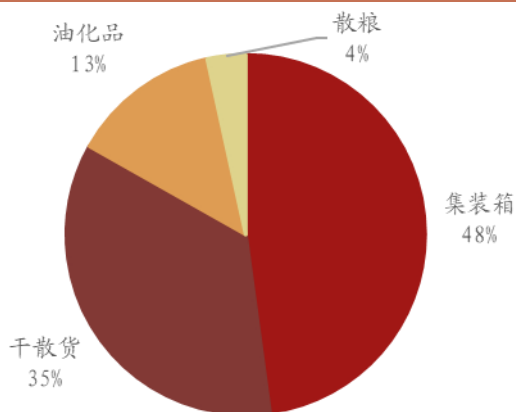


资料来源：公司公告、招商证券

## 2、持续开辟集装箱航线，北粮南运格局下散粮业务仍有增长空间

公司货种综合性较强，集装箱和散杂货为核心业务品类。辽港股份业务吞吐量中，按换算吨数口径测算，集装箱吞吐量和散杂货（矿石、钢材等）吞吐量占比较高，总占比合计达到 83%，其次为油化品和散粮业务，吞吐量占比分别为 13%和 4%。

图 29: 2024 年辽港股份重点货种吞吐量结构

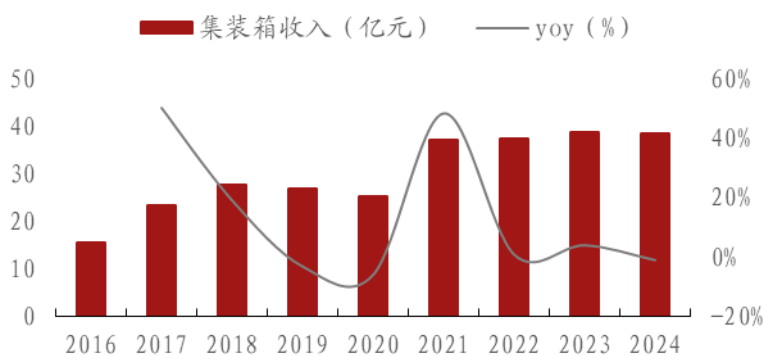


资料来源：公司公告、招商证券（注：集装箱吞吐量换算为吨数，仅为估算值）

集装箱方面，公司持续加强航线体系建设，重视欧洲及日韩航线开辟。外贸业务方面，辽港股份依托区位和泊位资源优势，持续强化集装箱航线体系建设，提升航线覆盖广度与服务能力。目前已开通集装箱班轮航线 170 余条，航线网络通达全球 160 多个国家和地区、覆盖 300 多个港口。近年来，公司先后开通地中海

西线、“大连—印度”、“大连港—南美西”等多条国际新航线，航线布局覆盖东南亚、日韩、印度、中亚、南美等“一带一路”沿线重点国家及 RCEP 成员国，港口国际枢纽功能建设稳步推进，2024 年公司新开 9 条集装箱航线，同时全力推进空箱调运基地建设。内贸业务方面，营口港的内贸海铁联运与重箱下水量连续多年保持全国首位，东北地区 60% 以上的内贸集装箱均通过营口港转运。大连港自营的环渤海内支线运营平台覆盖辽宁、河北、山东 10 余个港口，为 30 余家班轮公司、200 余家货主企业提供干支运输服务。近年来先后启动“新乡-连云港-大连-鲅鱼圈-佳木斯”“鲁西南-日照港-东北”环渤海多式联运物流项目，将支线服务范围进一步向河南、山东内陆延伸。公司 2024 年集装箱营业收入为 38.3 亿元，整合后近三年复合增速为 1%，整体保持稳健，公司航线主要为非美线，因此判断未来受国际局势变化影响较小，具有一定抗风险性。

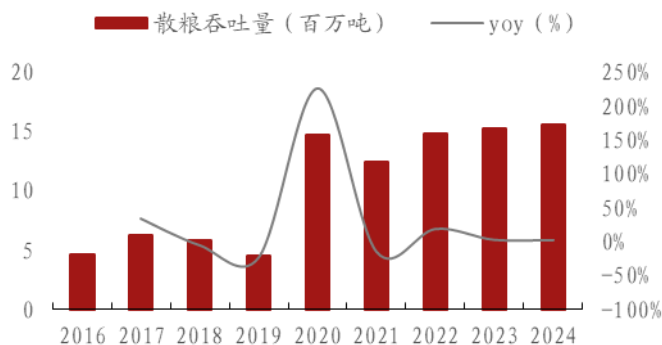
图 30：辽港股份集装箱业务收入变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

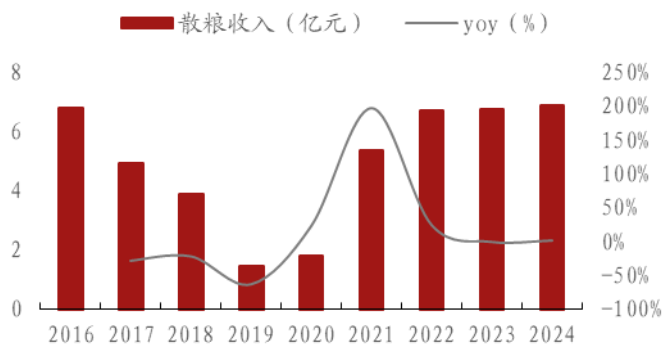
**散杂货方面，北粮南运重要枢纽，远期散粮业务有望持续增长。**从粮食生产来看，目前北方粮食产量占比继续位于高位，尤其东北区域产量贡献持续较高，2024 年全国粮食总产量 70650 万吨，同比增长 1.6%，其中前二十产量中北方省份占全国产量达 52%，其中黑吉辽东北三省占全国产量即达到 20.9%，而南方城市粮食产量处于偏低水平，上海、广东、福建 2024 年粮食产量占全国比例合计仅为 3%，这些省份总体处于粮食产量和粮食需求缺口较大的状态，需要从外省购入粮食，因此北粮南运格局持续推进。2024 年公司完成散粮吞吐量 1563.8 万吨，同比增长 2.3%，完成散粮业务收入 6.9 亿元，同比增长 2.3%，近三年复合增速达 8.6%，维持较高增长，公司持续助力建设北粮南运物流通道，2024 年实现内贸出口玉米同比增长 32.7%。展望远期，北粮南运格局持续下，公司背靠东北粮食主产区，腹地资源较强，散粮业务仍有增长空间。

图 31: 辽港股份散粮吞吐量变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 辽港股份散粮业务收入变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

#### 核心假设:

1) 营业收入: 预计公司 25-27 年营业收入分别为 115.5、117.3、119.1 亿元, 同比分别+4.4%、+1.6%、+1.5%。主要业务中, 预计油品业务 25-27 年营业收入分别为 11.5、11.7、12 亿元, 同比分别+2.9%、+2%、+2%, 公司持续争揽中海油原油中转业务有望带来原油吞吐量增长; 集装箱业务方面, 公司此前集装箱费率整体维持稳定, 预计在辽宁省港口整合持续深化的背景下, 费率仍有提升空间, 有望带来集装箱业务收入增长, 同时公司持续新开集装箱航线, 不断加大货源开发力度, 我们预计集装箱业务 25-27 年营业收入分别为 43、45.2、46.5 亿元, 同比分别+12.4%、+5.1%、+3%; 散杂货业务方面, 预计 25-27 年营业收入分别为 37.1、36.3、36.3 亿元, 同比分别+0%、-2%、+0%, 受国内钢铁市场影响, 预计散杂货业务压力仍存; 散粮业务方面, 预计 25-27 年营业收入分别为 7.1、7.3、7.4 亿元, 同比分别+3%、+2%、+2%, 北粮南运格局持续下, 公司背靠粮食主产区腹地资源, 散粮业务有望持续增长。

表 3: 辽港股份营收拆分情况

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,220	11,067	11,550	11,731	11,909
yoy	2.0%	-9.4%	4.4%	1.6%	1.5%
油品业务	1650	1116	1148	1171	1195
yoy	-32.3%	-30.4%	2.9%	2.0%	2.0%
油化品吞吐量 (百万吨)	55	61	64	65	66
yoy	3.4%	11.0%	5.0%	2.0%	2.0%
集装箱业务	3877	3827	4300	4518	4653
yoy	3.6%	-1.3%	12.4%	5.1%	3.0%
集装箱吞吐量 (百万 TEU)	10	11	12	12	12
yoy	9.2%	5.8%	7.0%	3.0%	3.0%
散杂货业务	4218	3710	3708	3634	3634
yoy	-4.2%	-12.1%	0.0%	-2.0%	0.0%
散杂货吞吐量 (百万吨)	166	160	157	154	154

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	-2.4%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	0.0%
散粮业务	674	690	710	725	739
yoy	0.1%	2.3%	3.0%	2.0%	2.0%
散粮吞吐量(百万吨)	15	16	16	16	17
yoy	2.7%	2.3%	3.0%	2.0%	2.0%
客运滚装业务	228	216	215	215	220
yoy	52.4%	-5.4%	-0.3%	0.0%	2.0%
汽车业务	63	65	62	62	62
yoy	4.7%	2.6%	-5.0%	0.0%	1.0%
增值业务	1357	1223	1187	1187	1187
yoy	1.1%	-9.9%	-3.0%	0.0%	0.0%
其他业务	151	220	220	220	220
yoy	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

- 2) **毛利润:** 预计公司 25-27 年毛利润分别为 30.7、31.2、31.9 亿元, 预计毛利率分别为 26.6%、26.6%、26.7%。主要业务中, 预计公司油品业务 25-27 年毛利润分别为 0.6、0.6、0.6 亿元, 毛利率维持 5%; 预计公司集装箱业务 25-27 年毛利润分别为 14.2、14.9、15.4 亿元, 毛利率维持 33%, 主要由于公司集装箱费率此前维持稳定, 预计有提升空间; 预计公司散杂货业务 25-27 年毛利润为 10.8、10.5、10.2 亿元, 毛利率分别为 29%、29%、28%, 散杂货费率仍有提升空间; 预计公司散粮业务 25-27 年毛利润分别为 1.4、1.5、1.5 亿元, 毛利率维持 20%。
- 3) 公司发布 2025 年中期业绩快报, 25H1 实现营业收入 56.9 亿元, 同比增长 5.9%, 实现归母净利润 9.6 亿元, 同比显著增长 110.8%, 实现扣非归母净利润 9.5 亿元, 同比增长 113.8%, 主要由于油品、集装箱业务的收益增加、合联营企业投资收益增加, 及收回长期款项转回信用减值损失等。

表 4: 辽港股份毛利拆分情况

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利润	3,390	2,379	3,068	3,122	3,186
毛利率	27.7%	21.5%	26.6%	26.6%	26.7%
油品业务	605	34	57	59	60
毛利率	36.7%	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
集装箱业务	1196	1068	1419	1491	1536
毛利率	30.8%	27.9%	33.0%	33.0%	33.0%
汽车业务	15	14	13	13	14
毛利率	24.0%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
散杂货业务	1238	893	1075	1054	1018
毛利率	29.4%	24.1%	29.0%	29.0%	28.0%
散粮业务	152	110	142	145	148
毛利率	22.5%	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%
客运滚装业务	54	51	51	51	52
毛利率	23.8%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
增值业务	354	370	359	359	359
毛利率	26.1%	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
其他业务	-224	-162	-50	-50	0

资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、投资建议

辽港股份码头资产地处环渤海港口群，是我国主要的海铁联运及海上中转港口之一。前期公司业绩受油品业务影响有所承压，2025 年公司持续聚焦集装箱航线开辟，重点拓展日韩和欧洲航线，在辽宁省港口整合大背景下，预计集装箱费率仍有提升空间；散粮业务方面表现稳健，北粮南运格局持续下公司散粮业务仍有增长空间。公司发布 2025 年中期业绩快报，报告期内公司实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 110.8%，主要由于油品、集装箱业务收益增加、投资收益增加，及收回长期款项转回信用减值损失等。基于中期业绩快报及公司经营，我们预计公司 25 年业绩将有所修复，25-27 年归母净利润分别为 14、14.5、15 亿元，同比分别增长 23%、3%、3%，对应 25 年 PE 为 26.2x，PB 为 0.9x，首次覆盖给予“增持”评级。

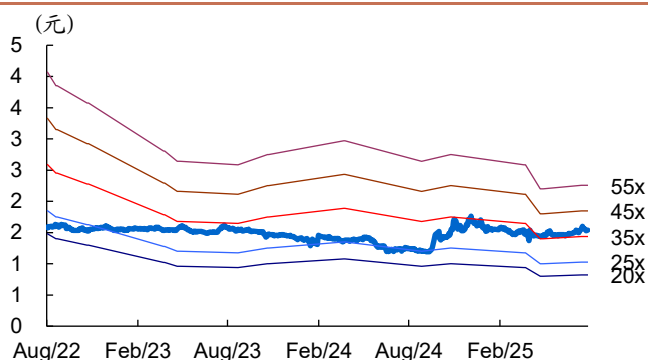
## 五、风险提示

**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。

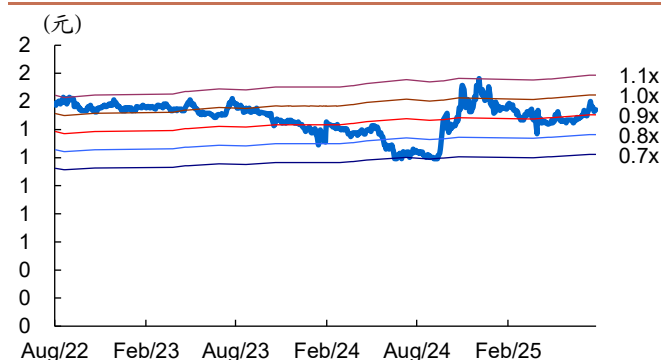
**货量下滑的风险：**公司货种品类较多，受影响因素较为广泛，若高毛利品种货量出现超预期下滑，或影响公司盈利能力。

图 33：辽港股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 34：辽港股份历史 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10117	9676	9715	12778	15750
现金	5228	5280	5139	8131	11033
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	310	92	96	97	99
应收款项	3304	3006	3138	3187	3235
其它应收款	467	437	456	463	470
存货	133	125	122	124	126
其他	673	736	764	775	787
<b>非流动资产</b>	46236	50111	48195	46428	44797
长期股权投资	3530	2975	2975	2975	2975
固定资产	29754	32252	30998	29823	28724
无形资产商誉	5576	6379	5741	5167	4651
其他	7376	8505	8481	8463	8448
<b>资产总计</b>	<b>56353</b>	<b>59787</b>	<b>57910</b>	<b>59206</b>	<b>60547</b>
<b>流动负债</b>	5181	5377	2413	2420	2427
短期借款	1001	55	0	0	0
应付账款	323	396	387	393	398
预收账款	223	290	284	288	292
其他	3635	4635	1742	1740	1738
<b>长期负债</b>	8443	11006	11006	11006	11006
长期借款	566	4171	4171	4171	4171
其他	7877	6835	6835	6835	6835
<b>负债合计</b>	<b>13624</b>	<b>16384</b>	<b>13419</b>	<b>13427</b>	<b>13434</b>
股本	23987	23905	23905	23905	23905
资本公积金	9013	8583	8583	8583	8583
留存收益	6602	7309	8141	9167	10229
少数股东权益	3127	3605	3861	4124	4396
归属于母公司所有者权益	39602	39798	40630	41656	42718
<b>负债及权益合计</b>	<b>56353</b>	<b>59787</b>	<b>57910</b>	<b>59206</b>	<b>60547</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3339	4287	4167	4168	4060
净利润	1507	1352	1659	1710	1768
折旧摊销	2023	2131	2715	2567	2431
财务费用	510	449	353	323	293
投资收益	(97)	(205)	(368)	(368)	(368)
营运资金变动	(478)	559	(192)	(64)	(64)
其它	(126)	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(349)	(221)	(432)	(432)	(432)
资本支出	(668)	(638)	(800)	(800)	(800)
其他投资	318	417	368	368	368
<b>筹资活动现金流</b>	(3029)	(4020)	(3876)	(744)	(727)
借款变动	(1470)	(1524)	(2952)	0	0
普通股增加	0	(82)	0	0	0
资本公积增加	(14)	(430)	0	0	0
股利分配	(417)	(458)	(571)	(421)	(434)
其他	(1127)	(1527)	(353)	(323)	(293)
<b>现金净增加额</b>	<b>(39)</b>	<b>46</b>	<b>(141)</b>	<b>2992</b>	<b>2902</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	12220	11067	11550	11731	11909
营业成本	8830	8687	8483	8609	8724
营业税金及附加	147	129	134	137	139
营业费用	2	2	2	2	2
管理费用	736	824	695	706	717
研发费用	39	20	12	12	12
财务费用	432	383	353	323	293
资产减值损失	(311)	376	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	185	198	198	198	198
投资收益	97	205	170	170	170
<b>营业利润</b>	2005	1801	2240	2311	2391
营业外收入	35	10	10	10	10
营业外支出	6	16	16	16	16
<b>利润总额</b>	2035	1795	2234	2305	2385
所得税	528	443	575	595	617
少数股东损益	164	208	255	263	272
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1343</b>	<b>1144</b>	<b>1403</b>	<b>1447</b>	<b>1496</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	-9%	4%	2%	2%
营业利润	8%	-10%	24%	3%	3%
归母净利润	5%	-15%	23%	3%	3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.7%	21.5%	26.6%	26.6%	26.7%
净利率	11.0%	10.3%	12.2%	12.3%	12.6%
ROE	3.4%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%
ROIC	3.8%	3.2%	3.8%	3.9%	3.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.2%	27.4%	23.2%	22.7%	22.2%
净负债比率	7.0%	11.9%	7.2%	7.0%	6.9%
流动比率	2.0	1.8	4.0	5.3	6.5
速动比率	1.9	1.8	4.0	5.2	6.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	68.7	67.2	68.5	69.9	69.8
应收账款周转率	3.6	3.3	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	28.2	24.2	21.7	22.1	22.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
每股经营净现金	0.14	0.18	0.17	0.17	0.17
每股净资产	1.66	1.66	1.70	1.74	1.79
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>估值比率</b>					
PE	27.4	32.2	26.2	25.4	24.6
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.4	11.9	9.1	9.3	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。