

# 青岛港（601298）

证券研究报告

2024年08月16日

## 量价向好，盈利上行

### 北方外贸最大港，业绩稳增长、持续分红

青岛港是山东国资控股的中国北方最大的外贸口岸，主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务。吞吐量增速领跑行业，综合实力世界一流。2014-2023年，青岛港的营业收入和归母净利润增长迅速，主要系货物吞吐量持续增长。盈利能力较强，2023年青岛港的ROE和ROA分别为13%和9.4%，在A股上市港口中居首位。青岛港现金流充裕，常年保持较高的分红比例。

### 内外齐修，吞吐量有望高增长

外贸复苏，带动集装箱吞吐量增长。青岛货物、集装箱吞吐量增速与库存周期相关，略有滞后。产业转移带来货种调整，为青岛港的集装箱吞吐量高速增长提供韧性。积极拓展航线新建陆港，为集装箱业务持续增加新动能。优质项目陆续落地投产，青岛港的液体散货产能释放后增量可期。收购标的聚焦液体散货业务，规模扩张具备想象空间。

### 费率有望回升，带动盈利能力上行

2015年以来，港口费率市场化定价。港口整合有助于减少重复投资、缓和低价竞争，促使费率上升。青岛港装卸效率高但收费水平低，对标海外港口，费率具备的提升空间。吞吐量增速上升，费率有望周期性上行。青岛港具备较高的ROE和ROIC，兼具较低的杠杆率，如果未来青岛港适当加杠杆，ROE会进一步提高，有望推动估值提升。集装箱吞吐量高增长、在建工程下降，产能利用率提高，推动周转率上升，ROE上行。

### 盈利预测与目标价

2025年盈利有望大幅增长。随着疫情影响消退、外贸复苏，2025年青岛港集装箱业务有望量价齐升，盈利或将大幅增长。我们预计2024-2026年青岛港的归母净利润分别为51.2、57.6和59.5亿元。综合权益FCFE估值法和可比公司2024年Wind一致预期平均PE，给予青岛港的目标价为12.67元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动的风险，对区域腹地经济发展依赖的风险，港口费率调整的风险，港口整合的风险，测算结果具有主观性。

### 投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.34元
目标价格	12.67元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	5,392.08
流通A股股本(百万股)	5,392.08
A股总市值(百万元)	50,361.98
流通A股市值(百万元)	50,361.98
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	24.37
一年内最高/最低(元)	9.90/5.84

### 作者

陈金海 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521060001  
chenjinhai@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,262.76	18,173.13	19,339.10	20,651.66	21,478.32
增长率(%)	19.65	(5.66)	6.42	6.79	4.00
EBITDA(百万元)	7,478.12	8,076.27	8,311.02	9,278.59	9,615.03
归属母公司净利润(百万元)	4,525.18	4,923.32	5,119.06	5,755.78	5,954.54
增长率(%)	14.16	8.80	3.98	12.44	3.45
EPS(元/股)	0.70	0.76	0.79	0.89	0.92
市盈率(P/E)	13.28	12.21	11.74	10.44	10.09
市净率(P/B)	1.61	1.49	1.39	1.28	1.19
市销率(P/S)	3.12	3.31	3.11	2.91	2.80
EV/EBITDA	4.00	4.05	6.20	5.35	4.93

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 北方外贸最大港，业绩稳增、持续分红.....	4
1.1. 山东国资控股的北方外贸最大港.....	4
1.2. 吞吐量增速领跑行业，综合实力世界一流.....	4
1.3. 业绩稳定增长，持续较高分红.....	5
2. 内外齐修，吞吐量有望高增长.....	6
2.1. 外贸复苏，集装箱吞吐量高增长.....	6
2.2. 产业转移，为高增长提供韧性.....	8
2.3. 拓航线建陆港，为高增长提供新动能.....	8
2.4. 优质项目落地，液体散货增量可期.....	9
2.5. 港口整合，规模扩张具备想象空间.....	11
3. 费率有望回升，带动盈利能力上行.....	12
3.1. 港口费率市场化定价.....	12
3.2. 港口整合，费率向好.....	12
3.3. 需求回升，费率上行.....	14
3.4. 产能利用率回升，ROE 上行.....	15
3.5. 具备加杠杆提估值的条件.....	16
4. 盈利预测与目标价.....	16
4.1. 2025 年盈利有望大幅增长.....	16
4.2. 目标价 12.67 元.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：青岛港股权结构图（截至 2024 年 8 月 15 日）.....	4
图 2：青岛港的综合实力位居世界港口前列水平.....	5
图 3：2023 年青岛港集装箱吞吐量居于世界第 5.....	5
图 4：青岛港货物吞吐量增速持续领先行业.....	5
图 5：青岛港集装箱吞吐量增速持续领先行业.....	5
图 6：2014-2023 年青岛港的营业收入趋于稳定增长.....	5
图 7：2014-2023 年青岛港的归母净利润趋于稳定增长.....	5
图 8：2014 年以来青岛港的 ROE 持续位居行业前列.....	6
图 9：2018 年以来青岛港的 ROA 持续位居行业前列.....	6
图 10：2014 年以来，青岛港的经营活动现金流净额趋于提升.....	6
图 11：青岛港多年保持较高的分红比例.....	6
图 12：中国和美国的库存周期都在历史相对低位震荡，有望回升.....	7
图 13：中国库存的领先指标 PPI 处于历史相对底部，开始回升.....	7
图 14：青岛货物吞吐量增速(置前 12 月)与中国库存增速相关.....	7
图 15：青岛港集装箱吞吐量增速(置前 12 月)与中国库存增速相关.....	7
图 16：2023 年下半年以来，东亚部分地区出口增速明显回升.....	7

图 17: 2023 年下半年以来, 欧美商品进口增速明显回升 .....	7
图 18: 2019 年以来, 山东对东盟进出口金额不断攀升 .....	8
图 19: 2019 年以来, 山东对东盟进出口增速领先于其他国家 .....	8
图 20: 2022 年, 山东进出口机电产品占比达三成以上 .....	8
图 21: 2020 年以来, 山东进出口机电产品金额增速较快 .....	8
图 22: 青岛港持续拓展新增航线 .....	9
图 23: 青岛港内陆港数量不断攀升 .....	9
图 24: 山东对“一带一路”国家和地区进出口占比超过五成 .....	9
图 25: 2015 年以来一带一路贸易额指数呈波动上升趋势 .....	9
图 26: 国内沿海港口最大的单体油品库区在山东青岛投产运营 .....	10
图 27: 裕龙岛石化产业园全景 .....	10
图 28: 2013-23 年, 山东原油进口量趋于上升 .....	10
图 29: 我国中长期原油主干管网规划示意图 .....	10
图 30: 青岛港收购资产公司的液体散货吞吐量较大 .....	11
图 31: 青岛港拟收购资产包的盈利能力居于上市港口前列 .....	11
图 32: 青岛港全自动化集装箱码头作业效率全球领先 .....	13
图 33: 国内集装箱港口收费远低于国外 .....	13
图 34: 山东省沿海港口布局规划示意图 .....	13
图 35: 环渤海地区沿海港口布局规划 .....	13
图 36: 港口收费相比海运费较低, 2023 年多数航线不到 2% .....	14
图 37: 2023 年 12 月以来, 集运运价大幅上涨 .....	14
图 38: 青岛港的单箱收入与港口吞吐量增速相关 .....	14
图 39: 2023 年 10 月以来, 中国港口集装箱吞吐量增速大幅回升 .....	14
图 40: 青岛港的单位固定资产集装箱吞吐量增速放缓 .....	15
图 41: 2019 年以来 QQCT 产能利用率趋于提升 .....	15
图 42: 2021 年以来青岛港的在建工程持续下降 .....	15
图 43: 青岛港的资产周转率位于行业前列水平 .....	15
图 44: 青岛港的 ROIC 领先于多数的上市港口公司 .....	16
图 45: 2023 年青岛港的资产负债率低于多数的上市港口公司 .....	16
表 1: 液体散货相关工程项目陆续落地投产 .....	10
表 2: 青岛港拟收购资产情况概述 (202407, 单位: 亿元) .....	11
表 3: 港口收费政府定价和市场定价各有优劣 .....	12
表 4: 2015 年港口费率基本实现市场化 .....	12
表 5: 沿海省份陆续完成港口整合 .....	14
表 6: 青岛港的收入和利润预测 .....	17
表 7: 青岛港的贴现率核心假设 .....	17
表 8: 青岛港的权益自由现金流与贴现值 .....	17
表 9: 可比公司估值表 .....	18

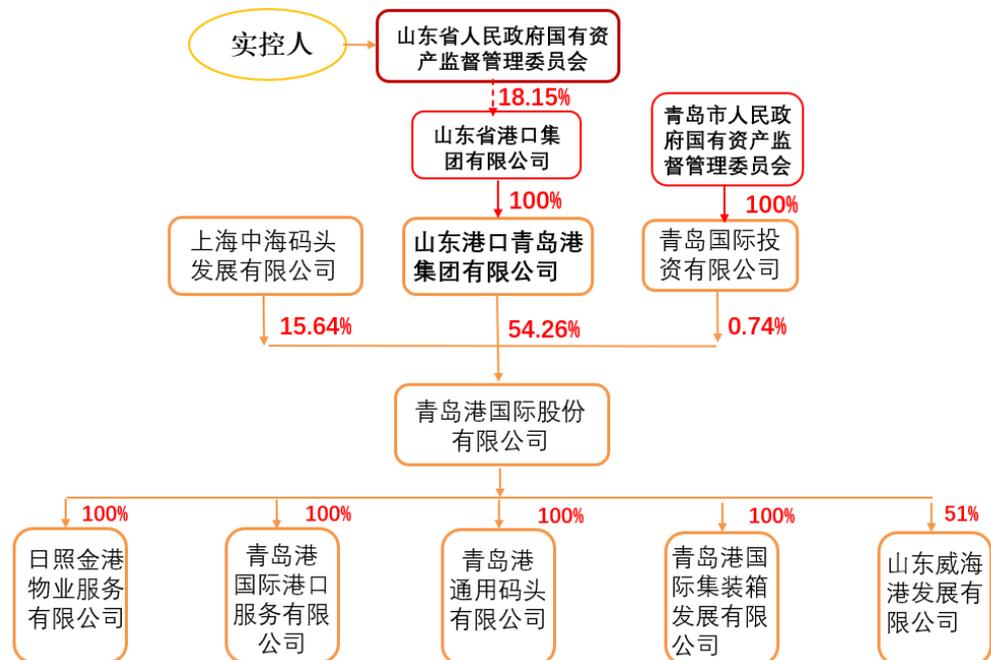
## 1. 北方外贸最大港，业绩稳增、持续分红

青岛港是山东省国资委控股的我国北方最大的外贸口岸，主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务，以及物流及港口增值服务、港口配套服务等业务。综合实力位居世界前列，吞吐量增速领跑行业。2014-2023 年，青岛港的营业收入和归母净利润增长迅速，主要系公司吞吐量持续增长。盈利能力较强，2023 年青岛港的 ROE 和 ROA 分别为 13%和 9.4%，在 A 股港口上市公司居首位。青岛港现金流充裕，常年保持较高的分红比例。

### 1.1. 山东国资控股的北方外贸最大港

青岛港是山东省国资委控股的我国北方最大的外贸口岸，主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务，以及物流及港口增值服务、港口配套服务等业务。背靠山东国资，运营百年深水良港。青岛港开埠于 1892 年，距今历史超 130 年，位于北纬 36 度黄金纬度线，是天然深水良港。2013 年，青岛港国际股份公司成立，公司控股股东为青岛港集团，间接控股股东为山东省港口集团，实际控制人为山东省国资委。

图 1：青岛港股权结构图（截至 2024 年 8 月 15 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

青岛港的发展战略：公司将以加快建设世界一流的海洋港口为总目标，立足全面突破，坚持业绩为王，加快转型升级，不断挖掘新腹地、培育新业态、开发新客户、创造新增量，积极培育现代航运综合服务体系，全力打造东北亚国际航运枢纽中心，为区域经济社会发展做出新贡献，为股东创造更大价值。

青岛港的经营目标：聚焦业绩为王，助力港口创造更大价值。聚焦科技创新，助力港口实现低碳发展。聚焦项目建设，助力港口提升硬件支撑。聚焦风险防控，助力港口夯实合规根基。青岛港依托山东港口一体化改革优势，抢抓“一带一路”、RCEP、山东自贸区、上合示范区等战略机遇，进一步放大战略枢纽、核心节点作用。

### 1.2. 吞吐量增速领跑行业，综合实力世界一流

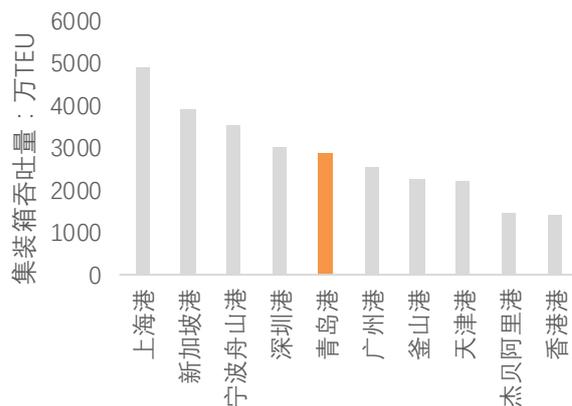
青岛港综合实力位居世界港口前列水平。2023 年青岛港集装箱吞吐量居于世界第 5 位，排名靠前。根据 2023 年交通运输部、中国经济信息社最新发布的《世界一流港口综合评价报告（2023）》，青岛港位居世界一流港口前列。

图 2：青岛港的综合实力位居世界港口前列水平



资料来源：《世界一流港口综合评价报告（2023）》，天风证券研究所

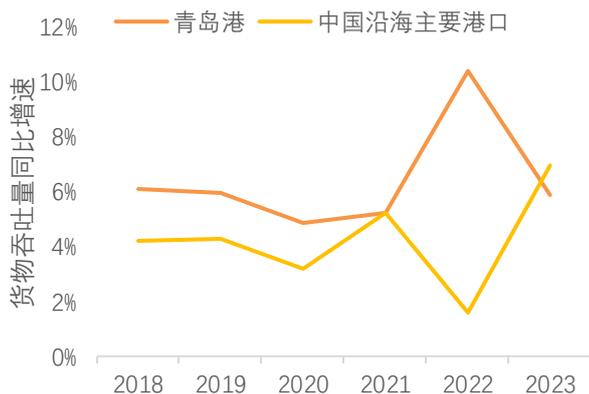
图 3：2023 年青岛港集装箱吞吐量居于世界第 5



资料来源：港口圈，罗戈网，天风证券研究所

资源禀赋明显，吞吐量增速持续领先行业。凭借青岛港得天独厚的地理位置、领先的码头设施、发达的集疏运网络等资源优势，公司吞吐量稳健增长。2018-2023 年，青岛港货物和集装箱吞吐量增速的算数平均值分别为 6% 和 9%，持续领先于行业平均水平。

图 4：青岛港货物吞吐量增速持续领先行业



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：青岛港集装箱吞吐量增速持续领先行业

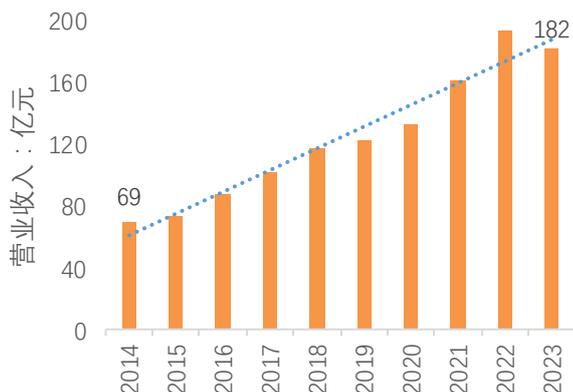


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 业绩稳定增长，持续较高分红

青岛港的经营业绩趋于持续增长。2014-2023 年，青岛港的营业收入和归母净利润增长迅速，主要系公司吞吐量持续增长。2023 年营业收入达 182 亿元，较 2014 年增幅 163%，2023 年归母净利润达 49 亿元，较 2014 年增幅 209%。

图 6：2014-2023 年青岛港的营业收入趋于稳定增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

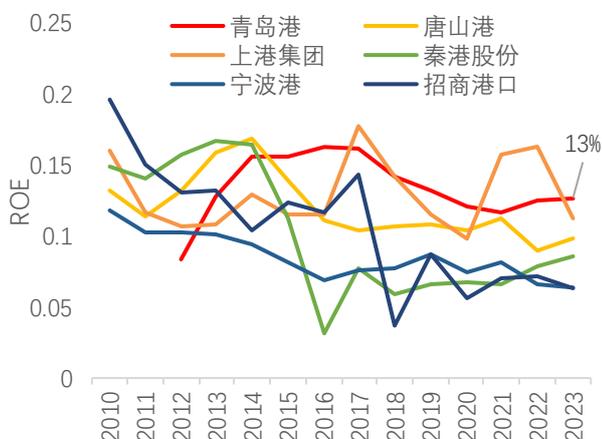
图 7：2014-2023 年青岛港的归母净利润趋于稳定增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

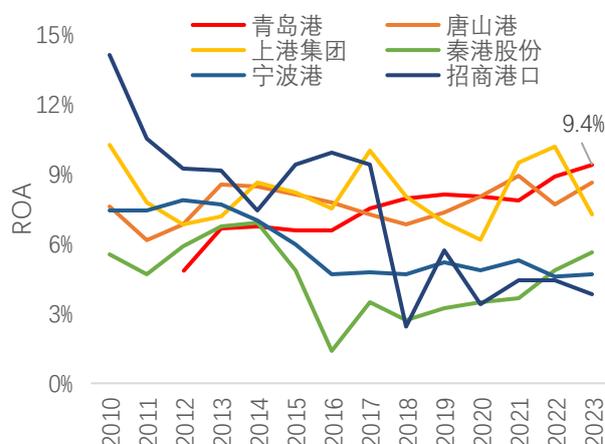
青岛港的盈利能力在行业中处于领先地位。2023年，青岛港的ROE和ROA分别为13%和9.4%，均位于港口行业领先地位，一定程度上反映了公司的产能利用率高于行业其他公司。

图 8：2014 年以来青岛港的 ROE 持续位居行业前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

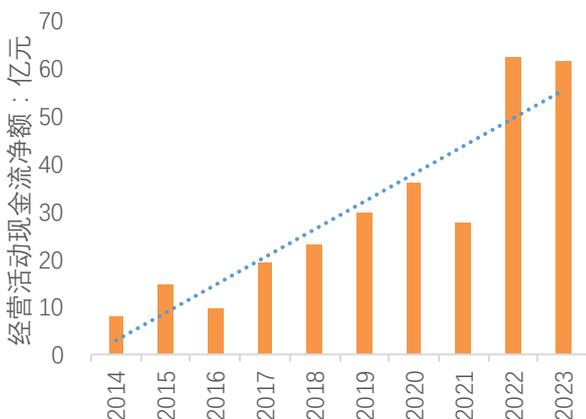
图 9：2018 年以来青岛港的 ROA 持续位居行业前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

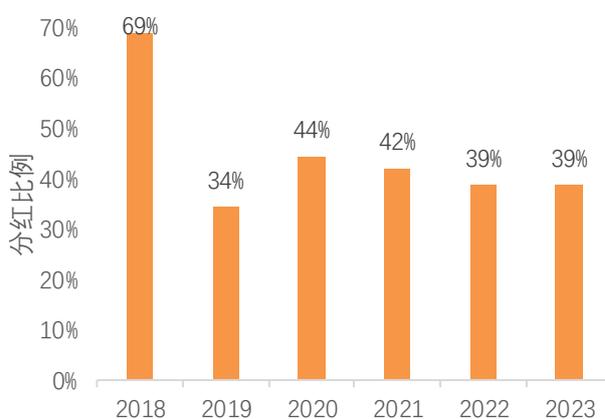
青岛港现金流充裕，常年保持较高的分红比例。青岛港经营现金流良好，有能力支撑公司通过现金分红回馈股东。青岛港常年保持较高的分红比例，持续分红确保投资价值。

图 10：2014 年以来，青岛港的经营活动现金流净额趋于提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：青岛港多年保持较高的分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 内外齐修，吞吐量有望高增长

内外齐修，青岛港的集装箱吞吐量有望高增长。外贸复苏，有望带动集装箱吞吐量增长。青岛港集团的货物、集装箱吞吐量增速与库存周期高度相关，略有滞后。2023年下半年开始外贸复苏，有望带动集装箱吞吐量增速上升。产业转移带来货种调整，为青岛港的集装箱吞吐量高增速提供韧性。积极拓展航线新建陆港，为集装箱业务持续增加新动能。优质项目陆续落地投产，青岛港的液体散货产能释放后增量可期。收购标的聚焦液体散货业务，规模扩张具备想象空间。

### 2.1. 外贸复苏，集装箱吞吐量高增长

2024 年库存周期有望回升：一是去库存近 2 年，有望结束；二是前瞻指标 PPI，2023 年 7 月份以来趋于回升，在相对低位震荡；三是库存增速降到零附近，历史低点，2024 年 1 月份以来小幅回升。

图 12：中国和美国的库存周期都在历史相对低位震荡，有望回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

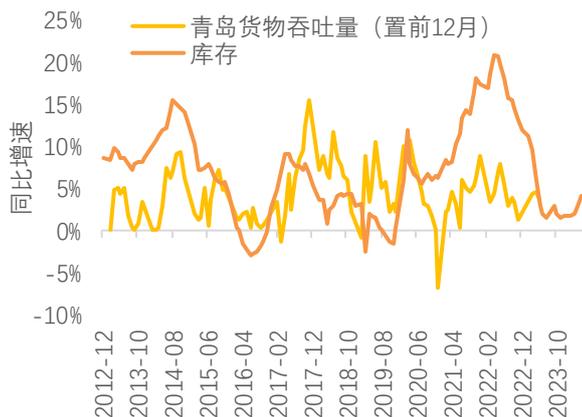
图 13：中国库存的领先指标 PPI 处于历史相对底部，开始回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

青岛港集团的货物、集装箱吞吐量增速与中国库存周期高度相关，略有滞后。库存周期回升阶段，外贸活动一般加速进行，青岛港作为我国北方外贸第一大港，“首当其冲”，青岛港的货物、集装箱吞吐量增速有望随库存周期回升而提高。

图 14：青岛货物吞吐量增速(置前 12 月)与中国库存增速相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

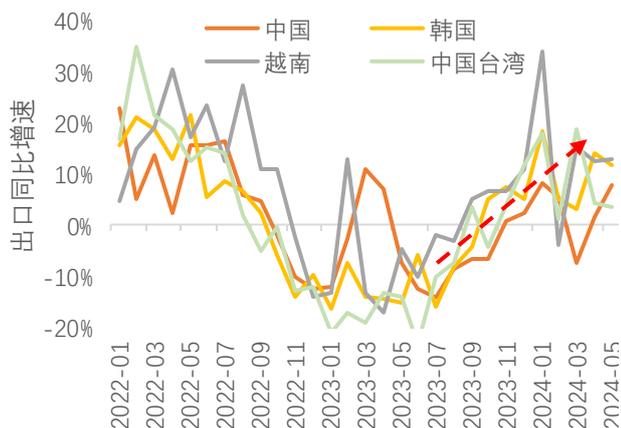
图 15：青岛港集装箱吞吐量增速(置前 12 月)与中国库存增速相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

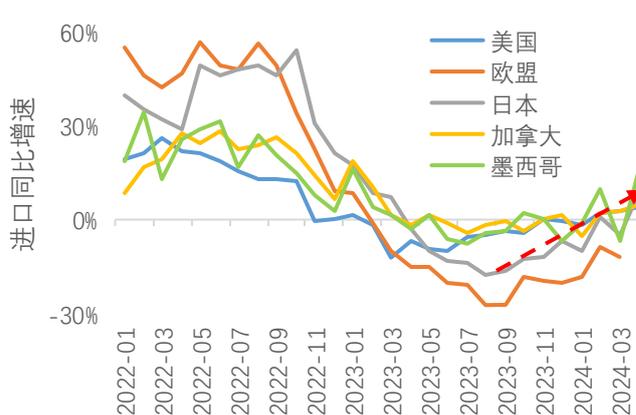
2023 年下半年开始外贸复苏，欧美商品进口增速回升，东亚部分地区出口增速大幅回升。库存周期回升推动外贸复苏，进而带动中国港口集装箱吞吐量增速上升。

图 16：2023 年下半年以来，东亚部分地区出口增速明显回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2023 年下半年以来，欧美商品进口增速明显回升

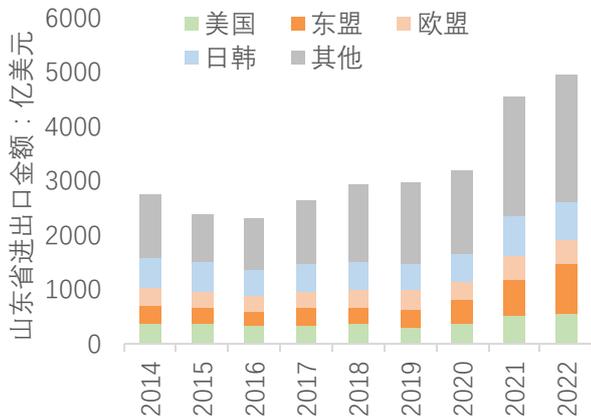


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 产业转移，为高增长提供韧性

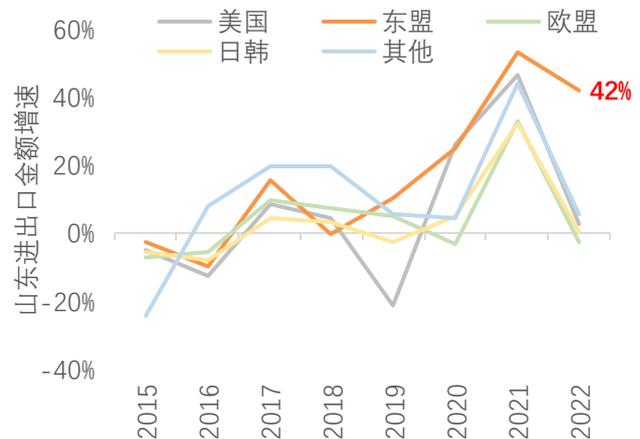
2019 年以来，山东省（青岛港腹地）对东盟进出口金额不断攀升，增速较快。青岛港依托山东港口一体化改革优势，抢抓“一带一路”、RCEP、山东自贸区、上合示范区等战略机遇，利用产业转移巧妙应对近几年地缘政治带来的贸易冲击。从绝对值角度看，山东省对东盟国家进出口总额自 2019 年起已经超过对美进出口总额、达到 350 亿美元，在 2022 年更是超越对日韩进出口总额、达到 950 亿美元，同比增速高达 42%。

图 18：2019 年以来，山东对东盟进出口金额不断攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

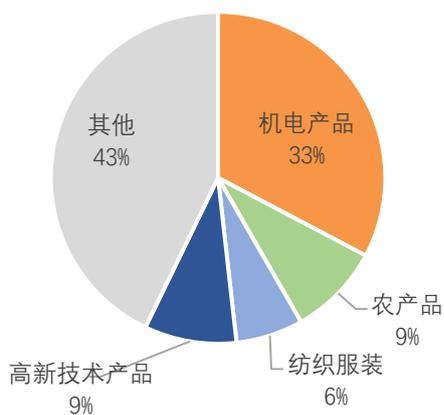
图 19：2019 年以来，山东对东盟进出口增速领先于其他国家



资料来源：Wind，天风证券研究所

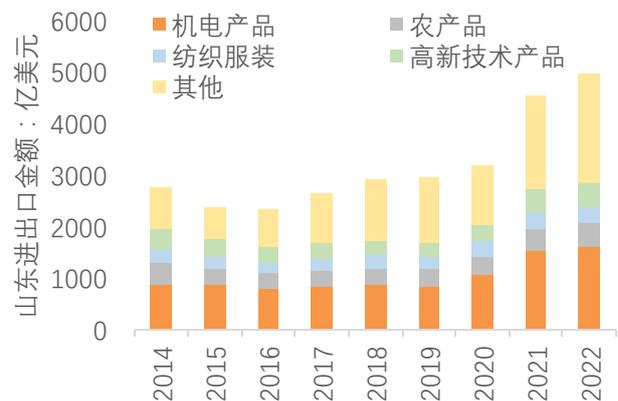
产业转移带来货种调整，为集装箱吞吐量高增速提供韧性。弱外需背景下公司集装箱吞吐量维持韧性，我们认为主要受益于货种结构。在产业转移的背景下，欧美初级产成品的进口需求由中国转移至东盟国家，同时东盟对中国机电产品、布匹布料等半成品的进口需求也相应得以增加。2022 年，山东省出口产品中，机电产品占比高达 33%，且 2020 年以来，保持高增长态势。

图 20：2022 年，山东进出口机电产品占比达三成以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2020 年以来，山东进出口机电产品金额增速较快



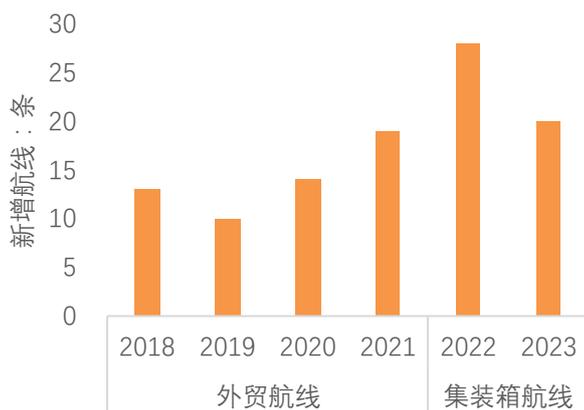
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.3. 拓航线建陆港，为高增长提供新动能

积极拓展航线新建陆港，为集装箱业务持续增加新动能。公司充分发挥山东港口一体化发展优势，抢抓山东自贸区、上合示范区和 RCEP 先行示范区等政策赋能机遇，持续海向增航线、扩舱容、拓中转；陆向开班列、建陆港、拓货源。

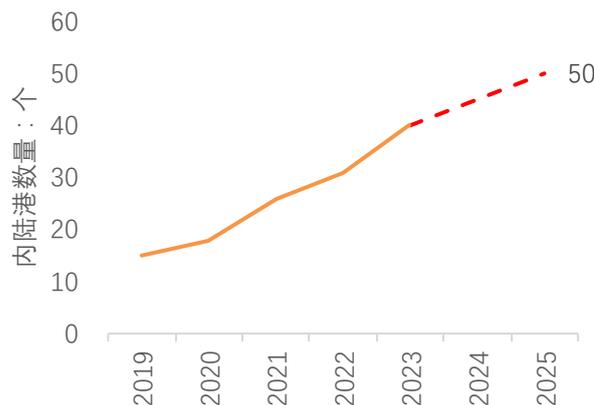
持续推进海向市场拓展，携手船公司拓展航线网络。2023 年，青岛港新增集装箱航线 20 条，航线总数及密度稳居中国北方港口首位，国际中转箱量同比增长 14%。发挥陆海联动优势，积极开发腹地货源。2023 年，青岛港新增 9 个内陆港、7 条海铁联运班列，海铁联运箱量完成 220 万 TEU，同比增长 16%，连续九年保持中国沿海港口首位，内陆辐射服务能力持续增强。

图 22：青岛港持续拓展新增航线



资料来源：公司公告，中国日报网，中国日报，人民日报海外版，中国商报网等，天风证券研究所

图 23：青岛港内陆港数量不断攀升

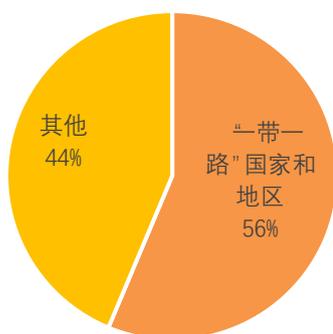


资料来源：公司公告，中国日报网，中国日报，人民日报海外版，中国商报网，交通运输部等，天风证券研究所

紧抓“一带一路”贸易机遇，加快建设世界一流海港。2015 年以来，一带一路贸易额指数呈现波动上升趋势，2023 年，山东省对共建“一带一路”国家和地区进出口总值 1.84 万亿元，占全省进出口总值的比重为 56.3%，比上年提升 0.8 个百分点，规模和占比均为“一带一路”倡议提出以来的最高水平。我们认为，青岛港会紧抓一带一路机遇，积极外拓，为业务增长提供新动能。

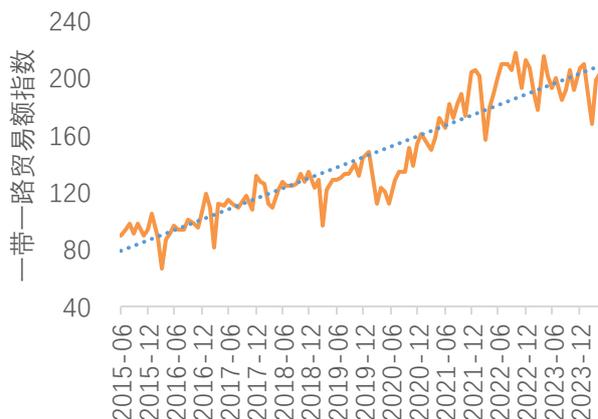
图 24：山东对“一带一路”国家和地区进出口占比超过五成

2023年山东省进出口总值结构



资料来源：山东省人民政府，天风证券研究所

图 25：2015 年以来一带一路贸易额指数呈波动上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

发挥营商环境优势，中转箱或将成为新增量。国际区位临近成熟中转枢纽港（釜山港和上海港）且营商环境优异，青岛港的中转箱吞吐量具备扩张空间。2023 年，青岛港的国际中转箱量同比增长 14%。我们看好未来中转箱的增长空间。

#### 2.4. 优质项目落地，液体散货增量可期

优质项目陆续落地投产，液体散货产能释放后增量可期。2023 年 8 月 23 日，山东港口青岛港董家口原油商业储备库（三期）投产启用。至此，董家口港区原油商业储备库一期、二期、三期工程共计 520 万立方米的原油储罐及配套设全部建成投产，全国沿海港口单体容量最大的油品库区全部转入生产运营阶段。

裕龙岛炼化一体化项目锚定“2024 年底全面投产”目标，或将带动青岛港液体散货吞吐需求。该项目是山东省有史以来单体投资规模最大工业项目，正在进行建设的年产 150 万吨的乙烯裂解炉是裕龙岛炼化一体化项目的核心装置之一，建成后将是目前国内生产能力最大的乙烯装置。

表 1：液体散货相关工程项目陆续落地投产

工程项目名称	时间	事件概况
董家口港区原油商业储备库项目	2021 年 12 月 3 日	一期建设 16 座 10 万立方米浮顶油罐以及配套工艺泵房、变电所等辅助生产设施。
	2022 年 11 月 26 日	二期建设 24 座 10 万立方米浮顶油罐。
	2023 年 8 月 23 日	三期工程共 12 座 10 万立方米浮顶油罐，配套建设 1 座消防泵房和 2 座设备间，新增库容 120 万立方米。
裕龙岛炼化一体化项目	2019 年 2 月	山东省第十三届人大第二次会议政府工作报告中指出，山东省政府将全力推进“烟台裕龙炼化一体化项目前期工作”。
	2020 年 6 月 1 日	国家发改委、工信部、国家能源局同意将裕龙岛炼化一体化项目(一期)由储备项目转为规划项目。
	2020 年 10 月	裕龙岛炼化一体化项目（一期）举行开工仪式。
	2023 年 6 月	4000 万吨/年裕龙岛炼化一体化项目（一期）项目中交，主要建设 2000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混合二甲苯，以及汽油、航空煤油、柴油、乙二醇、HDPE 等深加工装置。

资料来源：青岛官网，青岛西海岸报，山东省人民政府网，中国港口网，中国工业报，能化动态等，天风证券研究所

注：董家口港区原油商业储备库项目的时间为投产时间，裕龙岛炼化一体化项目的时间为新闻报道时间

项目投产落地，服务山东区域经济能力进一步提升。项目投产后董家口港区已建成投产的原油库区罐容设计年存储能力突破 1106 万立方米，山东裕龙石化产业园发展定位为具有国际影响力的高端石化、新材料和高端制造业产业集中区。

图 26：国内沿海港口最大的单体油品库区在山东青岛投产运营



资料来源：新华社，天风证券研究所

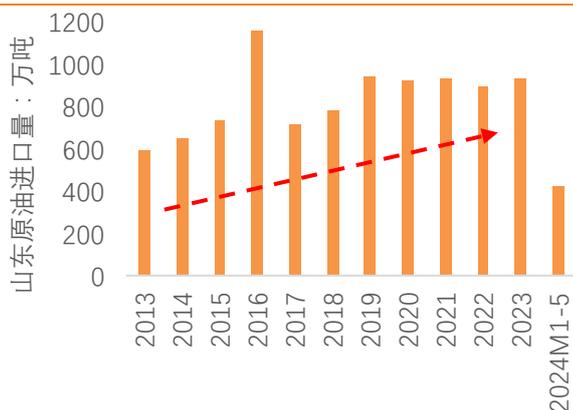
图 27：裕龙岛石化产业园全景



资料来源：裕龙石化官网，天风证券研究所

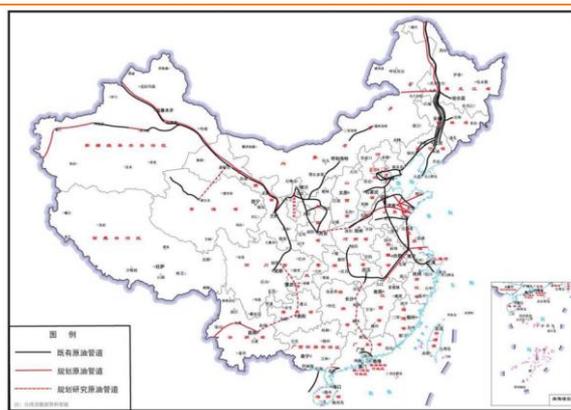
腹地输油管道完善，对接山东等地的炼厂相关吞吐需求。2013-23 年，山东原油进口量趋于上升。相较于铁路运输，管道运输可以降低油品运输成本，而山东地区的输油管道较为完善，禀赋优势为增长打下坚实基础。

图 28：2013-23 年，山东原油进口量趋于上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：我国中长期原油主干管网规划示意图



资料来源：《中长期油气管网规划》，天风证券研究所

## 2.5. 港口整合，规模扩张具备想象空间

拟收购标的聚焦液体散货业务，逐渐打开规模增长空间。对比两次重组方案，青岛港最新披露的重组方案中，拟收购的标的公司数量由原来的 9 家降至 4 家，并且高度聚焦原油为主的液体散货港口装卸及相关业务。

表 2：青岛港拟收购资产情况概述（202407，单位：亿元）

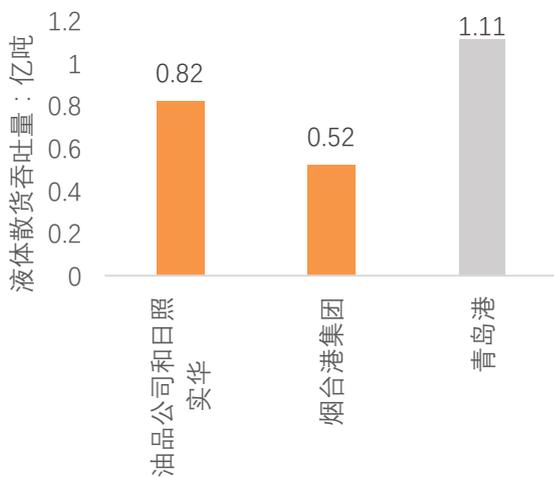
标的出售方	标的名称	主营业务	股权	对价方式	对价金额	归母净资产	营业收入	归母净利润	ROE
日照港集团	油品公司	液体散货装卸、仓储服务	100%	现金对价	28.4	24.7	8.0	1.4	5.8%
	日照实华	液体散货货物装卸服务	50%	现金对价	17.9	24.7	5.9	3.1	12.6%
烟台港集团	联合管道	液体散货运输及仓储	53.88%	股份对价	32.6	36.1	16.8	7.1	19.7%
	港源管道	石油、天然气管道储运	51%	股份对价	15.5	23.6	7.9	2.6	11.0%
拟收购项目加权合计					94.4	68.6	38.6	8.1	11.9%
日照港集团	港融港口	船舶服务	100%						
烟台港股份	烟台港股份	码头和港口设施经营	67.56%						
烟台港集团	莱州港	散货装卸和储存业务	60%						
	港航投资	港口管理等	64.91%						
	运营保障	供电业务等	100%						

资料来源：Wind，公司公告，企查查等，天风证券研究所

注：2023 年财务数据；现金对价至多 20 亿为配套资金安排；绿色字体代表本次重组方案调整涉及减少标的资产范围，蓝色字体代表新增标的资产范围

优质资产注入，液体散货业务有望迎来规模扩张。本次重组计划是山东省港口整合的重要举措之一，注入优质资产有助于增强青岛港的核心竞争力。烟台港与日照港液体散货吞吐量合计或已高于青岛港，此次收购有助于解决山东省港口内部同业竞争问题。

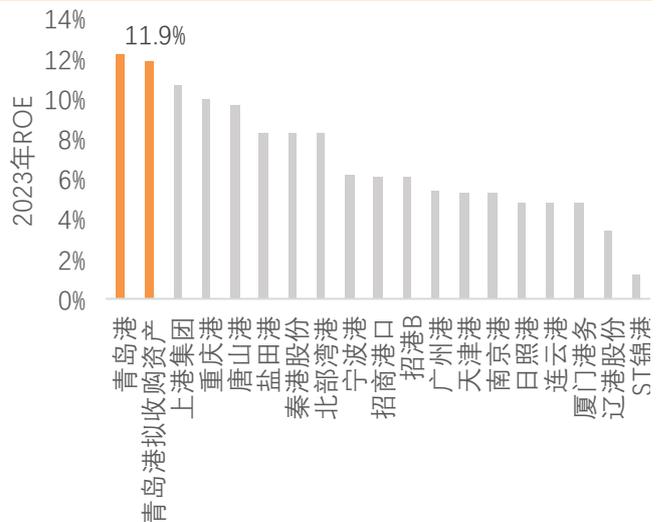
图 30：青岛港收购资产公司的液体散货吞吐量较大



资料来源：青岛港公司公告，同花顺等，天风证券研究所

注：烟台港集团液体散货吞吐量是 2021 年，油品公司和日照实华液体散货吞吐量是 2022 年，青岛港液体吞吐量是 2023 年

图 31：青岛港拟收购资产包的盈利能力居于上市港口前列



资料来源：Wind，公司公告等，天风证券研究所

### 3. 费率有望回升，带动盈利能力上行

2015 年以来，港口装卸费率基本实现市场化定价。港口整合有助于减少重复投资、缓和低价竞争，促使青岛港装卸费率上升。青岛港装卸效率高但收费水平低，对标海外港口，费率提升具备一定的空间。吞吐量增速上升，费率有望周期性上行。青岛港的单箱收入与港口吞吐量增速相关。2023 年至今，未出台面向港口企业的降费政策。青岛港具备较高的 ROE 和 ROIC，同时兼具较低的杠杆率，如果未来青岛港适当加杠杆，则 ROE 会进一步提高，有望推动估值提升。集装箱吞吐量高增长、在建工程规模趋于下降，青岛港的产能利用率提高，推动资产周转率进一步上升，ROE 上行。

#### 3.1. 港口费率市场化定价

港口收费制度从规制走向放松，再到干预。1970 年代之前，全球港口主要由政府建设，并实行严格的规制。随着规制低效日益显现，1970 年代开始欧美国家放松了电信、运输、能源等行业的规制，港口行业也掀起了规制改革浪潮。但是港口规模扩大后，反垄断成为重要问题。

管制背后是对市场失灵和管制低效的权衡。一方面，港口的自然垄断属性和强外部性导致市场失灵，需要价格管制。另一方面，价格管制带来企业低效、规制成本高、利益集团化等问题。

表 3：港口收费政府定价和市场定价各有优劣

定价模式	目标	定价	效率	价格	利润	竞争力	代表国家
政府定价	社会效益	成本加成	低	低	低	弱	美国
市场定价	企业利润	寡头垄断	高	高	高	强	中国

资料来源：澳通跨境官网，交通部，中国政府网，天风证券研究所

中国港口由企业投资和定价，是特定时期的最优选择。新中国成立以来，港口收费管制逐渐放松，从合资港口到内资港口，从内贸港口到外贸港口，从理货费到装卸费等。改革开放之初，国家无力大规模投资港口，制约对外贸易。1985 年出台政策“合资码头装卸费率自主定价”，港口投资丰厚的利润吸引大量投资，迅速改善港口基础设施，保障了外贸快速发展。2014-2015 年，交通部、发改委联合集中出台了一系列港口价格改革政策，精简收费项目、推动港口装卸费等市场化。

表 4：2015 年港口费率基本实现市场化

时间	政策文件	政策要点
2014 年 11 月	交通部、发改委《关于开放港口竞争性服务收费有关问题的通知》	实行港口作业包干费，市场化定价。
2015 年 7 月	交通部、发改委《关于调整港口船舶使费和港口设施保安费有关问题的通知》	降低引航费、拖轮费、港口设施保安费，港口船舶使费实行上限管理。
2015 年 8 月	财政部、发改委《关于取消有关水运涉企行政事业性收费项目的通知》	取消船舶港务费等 7 项行政事业性收费。
2015 年 12 月	交通部、发改委《港口收费计费办法》	压减收费项目、放开市场竞争性服务收费，港口作业费调整为按全过程收费

资料来源：交通部，中国政府网，天风证券研究所

#### 3.2. 港口整合，费率向好

青岛港装卸效率高但收费水平低，费率提升具备一定的空间。截至 2023 年底，青岛港全自动化集装箱码头作业效率连续 10 次刷新世界记录，装卸效率达 60.2TEU/小时，全球领先。而港口收费持续处于世界较低水平，我国沿海主要港口集装箱装卸费多年维持在 470-510 元/箱，低于欧美和周边国家及地区，未来上升的空间大。



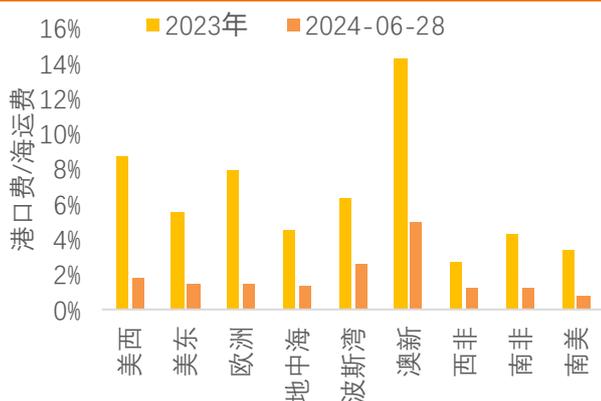
表 5：沿海省份陆续完成港口整合

省份	整合进度	关键事件
辽宁	整合完成	2019年5月31日转由招商局控股，2021年2月9日大连港和营口港合并
河北	完成股权划转，正在经营整合	2022年7月完成股权划转，2023年开始码头经营整合
天津	无需整合	
山东	完成股权划转，正在经营整合	2019年至2022年，青岛港、日照港、烟台港等陆续将股权划转到山东港口集团
江苏	正在整合	2017年组建江苏省港口集团，2022年成立苏州港航集团
上海	无需整合	
浙江	完成整合	2015年11月，宁波舟山港集团股权划转到浙江海港集团，之后陆续收购省内港口
福建	完成整合	2020年8月16日，厦门港务控股集团、福州港务集团并入福建省港口集团
广东	正在整合	广州港由广州市国资委控股，珠海港仍由珠海市国资委控股，深圳港赤湾、妈湾港区由招商港口经营，盐田港口由深圳市国资委控股。
广西	完成整合	2009年12月，广西防城港、钦州港、北海港实施整合，成立“广西北部湾港”

资料来源：中国新闻网，新华网，交通部，发改委，福建省人民政府等，天风证券研究所

相比海运费，港口收费较低，费率上升对出口物流成本的影响也较小。海运费金额高、波动大，对出口物流成本的影响远高于港口费。我们认为与其压低港口费，不如扩建港口、避免港口拥堵，平抑运价波动。

图 36：港口收费相比海运费较低，2023 年多数航线不到 2%



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

图 37：2023 年 12 月以来，集运运价大幅上涨

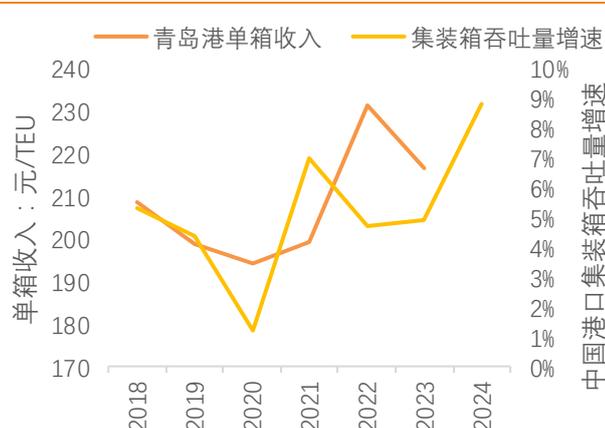


资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

### 3.3. 需求回升，费率上行

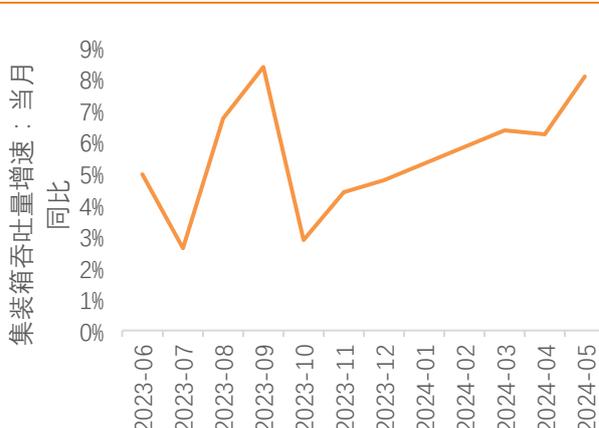
吞吐量增速上升，费率有望周期性上行。2023 年底以来，中国沿海港口吞吐量增速逐渐回升，青岛港的吞吐量增速也回升。回顾历史，在出口增速上行、运输需求上升阶段，青岛港的单箱收入上行。

图 38：青岛港的单箱收入与港口吞吐量增速相关



资料来源：Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 39：2023 年 10 月以来，中国港口集装箱吞吐量增速大幅回升



资料来源：Wind, 天风证券研究所

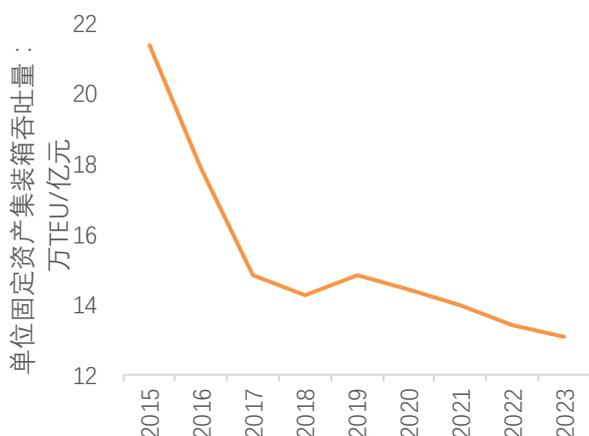
2023 年至今，未出台面向港口企业的降费政策。2022 年 3 月 3 日，交通运输部、国家发展改革委联合印发了《关于减并港口收费等有关事项的通知》。2022 年 9 月 29 日，交通运输部、国家发展改革委发布通知，决定阶段性降低政府定价的货物港务费收费标准，自 2022 年 10 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，将实行政府定价的货物港务费收费标准降低 20%。2023 年以来，未出台面向港口企业的降费政策。

### 3.4. 产能利用率回升，ROE 上行

港口商业模式：产能规模、吞吐量、装卸费率决定利润规模，货物吞吐量、装卸费费率的上漲有望直接带动利润增量。港口区位条件和产能利用率是利润率的基础。

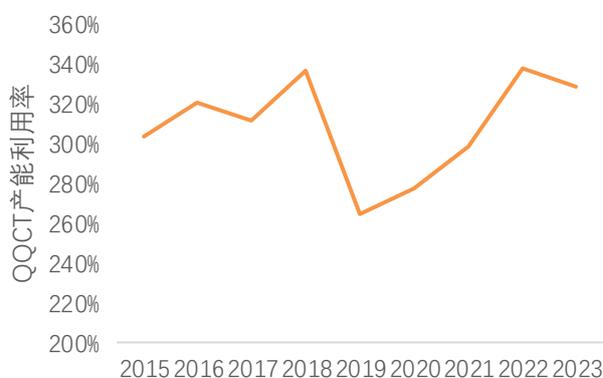
2019 年以来，QQCT 集装箱码头产能利用率趋于提升。2023 年青岛港单位固定资产集装箱吞吐量降速放缓，有望企稳回升。2024-25 年，集装箱吞吐量有望保持高增长，QQCT 暂无大额扩产计划，我们预计青岛港集装箱业务核心公司 QQCT 产能利用率或将持续提升，盈利能力上升。

图 40：青岛港的单位固定资产集装箱吞吐量降速放缓



资料来源：公司公告，天风证券研究所  
注：固定资产为年初和年末的平均值

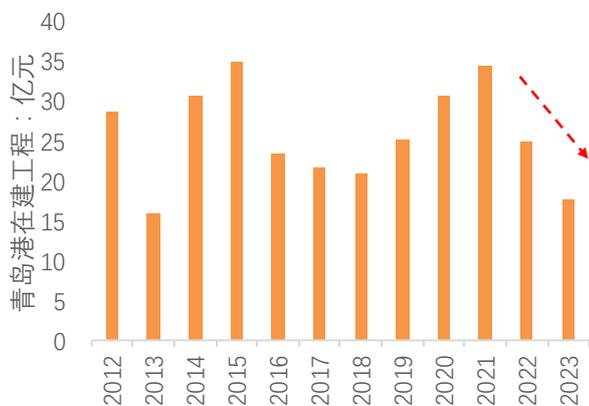
图 41：2019 年以来 QQCT 产能利用率趋于提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所  
注：图中数据为基于历史数据的测算数

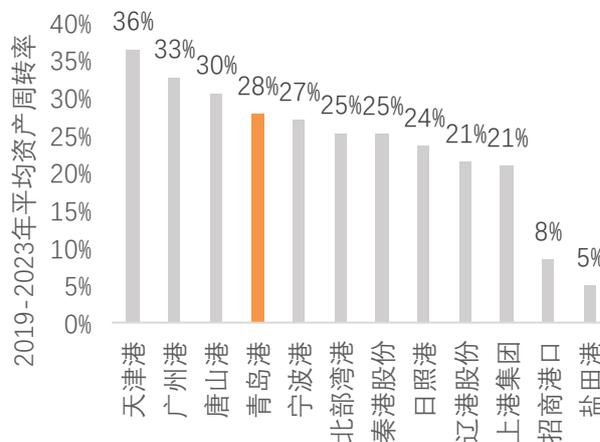
集装箱吞吐量高增长、在建工程规模趋于下降，青岛港的产能利用率提高，推动资产周转率进一步上升，ROE 上行。集装箱港口吞吐量仍在增长，但青岛港在建工程规模处于历史较低位置，并趋于下降态势。2019-2023 年，青岛港的资产周转率位于行业前列水平，未来产能利用率推升资产周转率，青岛港的 ROE 有望上行。

图 42：2021 年以来青岛港的在建工程持续下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：青岛港的资产周转率位于行业前列水平



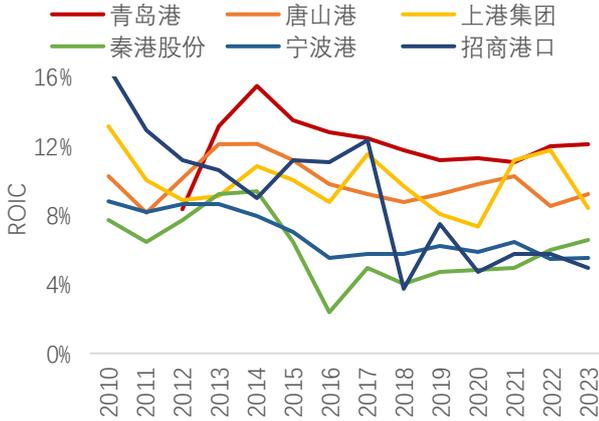
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.5. 具备加杠杆提估值的条件

青岛港具备加杠杆的空间，未来一旦加杠杆，有望推动 ROE 上行。净资产收益率 ROE=投入资本回报率 ROIC+杠杆贡献率。青岛港具备较高的 ROE 和 ROIC，同时兼具较低的杠杆率，如果未来青岛港适当加杠杆，ROE 会进一步提高，有望推动估值提升。

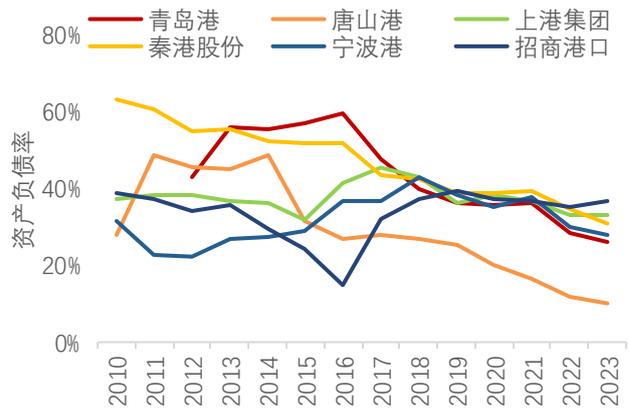
方向选择取决于国资委考核：如果考核净利润规模，低负债能节省财务费用；如果考核 ROE，高杠杆有助于提高 ROE。

图 44：青岛港的 ROIC 领先于多数的上市港口公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2023 年青青岛港的资产负债率低于多数的上市港口公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与目标价

2025 年盈利有望大幅增长。随着疫情影响消退、外贸复苏，2025 年青青岛港集装箱业务有望量价齐升，盈利有望大幅增长。我们预计 2024-2026 年青青岛港归母净利润分别为 51.2、57.6 和 59.5 亿元，增速分别为 4.0%、12.4% 和 3.5%。综合权益 FCFE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予青岛港的目标价为 12.67 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4.1. 2025 年盈利有望大幅增长

假设 2024-2026 年集装箱吞吐量增速分别为 10%、12% 和 8%。2024 年 1-3 月全国港口集装箱吞吐量同比增速约为 10%，而青岛港完成集装箱吞吐量 767 万标准箱，同比增长 11.5%，高于行业水平。同时，2023 年青青岛港海铁联运箱量完成 220 万 TEU，同比增长 16%，国际中转箱量同比增长 14%。考虑到集装箱吞吐量增速和单箱收入具有周期性特征，因此，假设 2024-26 年集装箱吞吐量增速分别为 10%、12% 和 8%。

假设 2024-2026 年液体散货吞吐量增速分别为 -1%、-1% 和 -2%。需求较弱，青岛港液体散货吞吐量增速与全国原油进口增速相关，2024 年 1-6 月全国原油进口同比增速约为 -2%，2024 年 6 月同比为 -11%。同时，2024 年山东炼油厂开工率处于近年来历史较低水平，未来消费税改革或将进一步拉低原油需求。模型中暂不考虑新资产注入的影响。因此，假设 2024-26 年液体散货吞吐量增速分别为 -1%、-1% 和 -2%。

假设 2024-2026 年干散货（金属矿石、煤等）吞吐量增速均为 3%。考虑到董家口港区装卸泊位及配套堆场投产和下游钢铁需求不振（近期唐山高炉开工率有所下滑）等影响。因此，假设 2024-26 年干散货吞吐量保持微弱增速 3%。

假设 2024-2026 年物流及港口增值服务收入增速分别为 8%、6% 和 3%。一方面，2023 年海运费价格处于历史较低位置，2024 年 Q1 海运费价格有所回升；另一方面，公司码头业务操作箱量、货运代理业务量随货物（集装箱）吞吐量增长而增加。同时考虑到该业务收入具有周期性特征。

表 6：青岛港的收入和利润预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	132	161	193	182	193	207	215
yoy	9%	22%	20%	-6%	6%	7%	4%
物流及港口增值服务	49	66	81	69	75	80	82
液体散货业务：	22	31	35	42	45	46	47
集装箱业务：	2	4	12	12	14	17	17
干散货业务：	33	34	40	43	45	49	53
毛利率	35.8%	32.0%	31.4%	35.6%	34.8%	34.9%	34.5%
归母净利润	38.4	39.6	45.3	49.2	51.2	57.6	59.5
yoy	1.4%	3.2%	14.2%	8.8%	4.0%	12.4%	3.5%
ROE	11.6%	11.4%	12.1%	12.2%	11.8%	12.3%	11.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

单位：亿元

## 4.2. 目标价 12.67 元

综合权益 FCFE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE，取两个估值结果的平均值，给予青岛港的目标价为 12.67 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据权益 FCFE 估值法，青岛港的每股合理价值为 15.83 元。青岛港的再投资空间有限、港口业务现金流稳定，所以采用权益 FCFE 估值法。

表 7：青岛港的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	近 5 年十年期国债收益率平均 2.9%
风险溢价	5%	股票投资者预期回报率在 5%-10%
贝塔	0.8	2021-23 年青岛港相对沪深 300 指数的贝塔均值为 0.82
预期市场回报率	8%	无风险利率+风险溢价
权益成本	7%	无风险利率+贝塔*（预期市场回报率-无风险利率）
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据权益 FCFE 模型，青岛港的权益自由现金流及贴现值如表 8。

表 8：青岛港的权益自由现金流与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
FCFE：亿元	32.33	42.21	45.51	50.65	52.17	53.73	55.34	57.00	58.71	60.48	62.29	64.16	1308.83
贴现：亿元	31.51	38.46	38.74	40.30	38.79	37.34	35.95	34.60	33.31	32.06	30.87	29.71	606.11
权益价值：亿元													1027.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，青岛港的每股价值为 9.50 元。

表 9：可比公司估值表

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2024/8/15	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601000.SH	唐山港	5.23	0.35	0.36	0.37	15.06	14.61	14.19
601326.SH	秦港股份	3.49	0.31	0.33	0.32	11.32	10.58	10.80
600018.SH	上港集团	6.21	0.61	0.61	0.63	10.21	10.19	9.84
001872.SZ	招商港口	20.34	1.55	1.67	1.78	13.09	12.19	11.42
600017.SH	日照港	2.84	0.27	0.30		10.57	9.57	
	平均					12.05	11.43	11.56
601298.SH	青岛港	9.26	0.79	0.89	0.92	11.74	10.44	10.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除青岛港是分析师模型预测外，其余公司的盈利预测均来自万得一致预期；收盘价为 2024 年 8 月 15 日

## 5. 风险提示

**宏观经济波动的风险。**港口行业属于国民经济基础产业，行业发展与宏观经济形势具有较高的关联度，受经济周期波动性影响较大，世界贸易的波动会影响到各国的进出口业务，进而影响到港口的经营状况。

**对区域腹地经济发展依赖的风险。**公司的主要经济腹地包括山东、江苏、河北、山西及河南，延伸腹地包括陕西、宁夏、甘肃及新疆，该地区的经济发展状况以及对国际、国内贸易需求情况是影响公司发展的关键因素，如果其经济增长速度放缓或出现下滑，将对公司经营产生一定负面影响。

**港口费率调整的风险。**公司的主营业务收入主要来源于港口货物装卸及相关服务业务，其收费标准参照政府主管部门制定的《港口收费计费办法》等规定执行。如果国家调整港口收费规则或改变港口收费体制，公司的经营业绩将可能受到影响。

**港口整合的风险。**公司与山东港口集团及其部分子公司主营业务存在一定同业竞争，山东港口集团承诺自其成为公司间接控股股东后，将在 5 年内采取一系列措施对合并范围内港口相关业务进行整合，解决同业竞争，将可能导致公司的资产范围发生变化，对公司的经营产生一定影响。

**测算结果具有主观性。**尽管已经考虑了新项目投产、港口整合、码头/输油管道产能利用率等，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,183.32	10,934.03	12,585.02	14,909.54	17,475.54	营业收入	19,262.76	18,173.13	19,339.10	20,651.66	21,478.32
应收票据及应收账款	2,112.54	2,036.13	2,378.72	2,335.76	2,567.43	营业成本	13,205.82	11,701.55	12,616.59	13,448.43	14,061.09
预付账款	126.27	126.61	146.04	144.59	159.28	营业税金及附加	145.30	149.30	158.88	169.66	176.46
存货	54.15	51.60	62.42	59.12	67.95	销售费用	106.94	76.14	81.03	86.53	89.99
其他	2,277.29	1,553.68	1,989.69	1,690.64	2,072.88	管理费用	952.09	1,036.93	1,082.99	1,156.49	1,213.53
<b>流动资产合计</b>	<b>13,753.57</b>	<b>14,702.05</b>	<b>17,161.89</b>	<b>19,139.66</b>	<b>22,343.09</b>	研发费用	111.27	104.94	111.67	119.25	124.02
长期股权投资	12,888.09	14,045.73	15,245.73	16,245.73	17,245.73	财务费用	(183.82)	108.78	69.23	49.03	24.57
固定资产	22,183.66	23,728.48	25,793.85	27,814.05	29,515.52	资产/信用减值损失	(24.36)	26.16	(7.00)	(2.00)	1.00
在建工程	2,491.93	1,757.34	1,878.67	1,939.33	1,719.67	公允价值变动收益	8.49	(0.56)	(59.56)	25.00	25.00
无形资产	3,232.98	3,112.59	2,913.07	2,811.05	2,709.03	投资净收益	1,434.02	1,570.33	1,654.81	2,044.15	2,137.58
其他	2,801.71	2,810.23	1,570.45	548.73	(451.27)	其他	(3,053.44)	(3,353.63)	(174.20)	(160.31)	(167.25)
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,598.37</b>	<b>45,454.37</b>	<b>47,401.77</b>	<b>49,358.90</b>	<b>50,738.68</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,560.46</b>	<b>6,753.19</b>	<b>6,981.16</b>	<b>7,849.73</b>	<b>8,119.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>57,475.91</b>	<b>60,245.86</b>	<b>64,563.66</b>	<b>68,498.56</b>	<b>73,081.78</b>	营业外收入	7.73	41.48	25.00	28.00	31.00
短期借款	269.09	126.41	100.00	100.00	100.00	营业外支出	12.54	4.92	7.00	8.00	9.00
应付票据及应付账款	2,470.21	2,787.75	2,881.37	3,161.52	3,156.66	<b>利润总额</b>	<b>6,555.65</b>	<b>6,789.74</b>	<b>6,999.16</b>	<b>7,869.73</b>	<b>8,141.49</b>
其他	5,674.07	5,324.47	6,469.74	6,287.31	6,905.69	所得税	1,308.79	1,272.08	1,311.31	1,474.42	1,525.33
<b>流动负债合计</b>	<b>8,413.36</b>	<b>8,238.63</b>	<b>9,451.11</b>	<b>9,548.83</b>	<b>10,162.35</b>	<b>净利润</b>	<b>5,246.86</b>	<b>5,517.66</b>	<b>5,687.85</b>	<b>6,395.31</b>	<b>6,616.16</b>
长期借款	1,542.53	1,791.98	1,800.00	1,800.00	1,800.00	少数股东损益	721.69	594.34	568.78	639.53	661.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,525.18</b>	<b>4,923.32</b>	<b>5,119.06</b>	<b>5,755.78</b>	<b>5,954.54</b>
其他	5,969.51	5,361.17	5,361.17	5,361.17	5,361.17	每股收益(元)	0.70	0.76	0.79	0.89	0.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,512.04</b>	<b>7,153.16</b>	<b>7,161.17</b>	<b>7,161.17</b>	<b>7,161.17</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,198.99</b>	<b>15,707.20</b>	<b>16,612.29</b>	<b>16,710.01</b>	<b>17,323.52</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3,877.18	4,261.61	4,602.88	4,986.60	5,383.56	营业收入	19.65%	-5.66%	6.42%	6.79%	4.00%
股本	6,491.10	6,491.10	6,491.10	6,491.10	6,491.10	营业利润	13.44%	2.94%	3.38%	12.44%	3.44%
资本公积	11,878.39	11,734.76	11,734.76	11,734.76	11,734.76	归属于母公司净利润	14.16%	8.80%	3.98%	12.44%	3.45%
留存收益	19,061.30	22,228.67	25,300.10	28,753.57	32,326.30	<b>获利能力</b>					
其他	(31.05)	(177.47)	(177.47)	(177.47)	(177.47)	毛利率	31.44%	35.61%	34.76%	34.88%	34.53%
<b>股东权益合计</b>	<b>41,276.92</b>	<b>44,538.66</b>	<b>47,951.37</b>	<b>51,788.56</b>	<b>55,758.25</b>	净利率	23.49%	27.09%	26.47%	27.87%	27.72%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>57,475.91</b>	<b>60,245.86</b>	<b>64,563.66</b>	<b>68,498.56</b>	<b>73,081.78</b>	ROE	12.10%	12.22%	11.81%	12.30%	11.82%
						ROIC	21.44%	18.06%	17.41%	18.46%	18.23%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	28.18%	26.07%	25.73%	24.39%	23.70%
净利润	5,246.86	5,517.66	5,119.06	5,755.78	5,954.54	净负债率	-16.11%	-19.23%	-21.34%	-24.25%	-27.12%
折旧摊销	1,200.19	1,318.33	1,412.82	1,521.15	1,620.22	流动比率	1.60	1.73	1.82	2.00	2.20
财务费用	(95.26)	238.63	69.23	49.03	24.57	速动比率	1.59	1.72	1.81	2.00	2.19
投资损失	(1,435.73)	(1,571.08)	(1,654.81)	(2,044.15)	(2,137.58)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	6,006.01	(172.24)	159.30	466.19	(23.91)	应收账款周转率	9.58	8.76	8.76	8.76	8.76
其它	(4,689.07)	820.09	509.22	664.53	686.62	存货周转率	213.42	343.70	339.22	339.84	338.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,233.01</b>	<b>6,151.40</b>	<b>5,614.82</b>	<b>6,412.52</b>	<b>6,124.46</b>	总资产周转率	0.33	0.31	0.31	0.31	0.30
资本支出	7,450.07	3,709.12	3,400.00	3,500.00	3,000.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2,872.73	1,157.64	1,200.00	1,000.00	1,000.00	每股收益	0.70	0.76	0.79	0.89	0.92
其他	(11,118.22)	(6,850.94)	(6,201.06)	(5,980.85)	(4,887.42)	每股经营现金流	0.96	0.95	0.87	0.99	0.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(795.42)</b>	<b>(1,984.17)</b>	<b>(1,601.06)</b>	<b>(1,480.85)</b>	<b>(887.42)</b>	每股净资产	5.76	6.20	6.68	7.21	7.76
债权融资	1,098.80	(269.97)	(87.62)	(49.03)	(24.57)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(2,587.02)	(2,189.99)	(2,275.14)	(2,558.12)	(2,646.46)	市盈率	13.28	12.21	11.74	10.44	10.09
其他	(3,204.09)	(592.26)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.61	1.49	1.39	1.28	1.19
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,692.30)</b>	<b>(3,052.22)</b>	<b>(2,362.76)</b>	<b>(2,607.15)</b>	<b>(2,671.04)</b>	EV/EBITDA	4.00	4.05	6.20	5.35	4.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	4.74	4.81	7.47	6.40	5.93
<b>现金净增加额</b>	<b>745.29</b>	<b>1,115.01</b>	<b>1,651.00</b>	<b>2,324.52</b>	<b>2,566.00</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com