

# 招商港口 (001872)

证券研究报告

2020年09月30日

## 专注提供港口及配套服务的港口综合服务商

### 招商港口：港口综合服务商

招商港口成立于1990年，2018年12月通过重组在深交所上市。公司目前主要从事集装箱、散杂货码头及港口配套业务的开发建设和经营管理，于中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，投资的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头等枢纽港，并成功布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美和北美六大洲。

### 港口业务为底盘，母港深扎珠三角地区

公司主要经营控股码头集中在珠三角地区，具备较明显区位优势以及政策优势。受益于区位与政策双重优势，深圳以及珠三角地区过去几年地区生产总值整体实现快速稳步增长态势，进出口货量不断加大。母港所处深圳港作为国内最大的远洋集装箱干线港以及全球第四大集装箱港口，对港口、产业和城市的联动发展有较强的促进作用。此外，公司通过参、控股公司在国内外完成全球化战略布局，集装箱吞吐量及散杂货吞吐量稳步提升，港口业务收入占比超94%，构成公司的营收及利润底盘。

### 顺应趋势，拓展保税物流业务

公司利用现有资源完善综合业务的开发，拓展保税物流业务。其意义在于公司在为客户提供专业化综合物流解决方案的同时，提高资源利用率以及提升港口产业价值。拓展保税物流业务顺应了现代港口发展的趋势，帮助公司完成传统的港口经营模式的转变，未来有助于推动港口行业转型升级。

### 公司的核心竞争力

1) **科技赋能打造智慧港口**：公司结合5G、北斗、大数据、人工智能、区块链等新技术，自主研发港口核心操作系统“招商芯”，包括集装箱码头操作系统、散杂货码头操作系统、园区智慧管理系统，以便支持千万级大型集装箱码头的作业。同时，公司积极抓住“新基建”政策风口，先后与广东移动及阿里巴巴、蚂蚁集团达成战略合作，发挥三家在行业内的产业资源和金融技术优势，共同促进港口产业+互联网深度融合，实现场景联动、数字闭环、服务创新，打造世界一流智慧港口。

2) **纵深推广PPC模式**：过去公司在建设管理蛇口片区过程中归纳出利于实现区域联动发展的“前港-中区-后城”模式，其核心在于港口先行、产业园区跟进、配套城市功能开发，以便实现港、产、城联动，将政府、企业和各类资源协同。招商港口先后在海外汉班托塔港园区项目、吉布提项目推广应用PPC模式，成功帮助海外国家及城市战略转型升级。

### 投资建议

我们预计2020-2022年公司净利润12.14亿元、14.94亿元、17.30亿元，对应PE分别为25X、20X、17X，A股港口行业上市公司的平均估值在18X左右，我们认为公司2020年合理估值区间在24-26X，对应目标价15.12-16.38元，首次覆盖给予“增持”评级

**风险提示**：宏观经济超预期下滑；港口行业景气度严重下挫；地缘政治风险；汇率波动剧烈

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,703.39	12,123.83	12,582.41	13,563.69	15,539.92
增长率(%)	28.61	24.94	3.78	7.80	14.57
EBITDA(百万元)	7,378.67	9,982.52	7,988.00	9,281.86	10,486.39
净利润(百万元)	1,090.42	2,898.19	1,214.07	1,493.64	1,729.60
增长率(%)	(53.90)	165.79	(58.11)	23.03	15.80
EPS(元/股)	0.57	1.51	0.63	0.78	0.90
市盈率(P/E)	27.33	10.28	24.54	19.95	17.23
市净率(P/B)	0.97	0.83	0.80	0.78	0.75
市销率(P/S)	3.07	2.46	2.37	2.20	1.92
EV/EBITDA	12.83	10.43	11.93	10.54	8.38

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/港口
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	15.5元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,742.64
流通A股股本(百万股)	464.86
A股总市值(百万元)	27,010.92
流通A股市值(百万元)	7,205.30
每股净资产(元)	18.27
资产负债率(%)	42.69
一年内最高/最低(元)	20.96/13.22

### 作者

**黄盈** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080007  
huangying1@tfzq.com

**姜明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《深赤湾 A-公司点评:蛇吞象回归 A 股! 评深赤湾收购招商局港口》 2018-06-21
- 《深赤湾 A-半年报点评:业绩稳步增长, 或成深圳港口整合平台!》 2017-08-25
- 《深赤湾 A-首次覆盖报告:低估值显投资价值, 未来深圳港口整合混改领头羊》 2017-03-20

## 内容目录

1. 招商港口：港口综合服务商 .....	4
1.1. 公司简介与历史沿革 .....	4
1.2. 股权结构 .....	4
1.3. 原主体为深赤湾，通过资产重组方式实现招商局港口 A 股整体上市 .....	5
2. 公司主业：提供专注港口及配套综合服务 .....	5
3. 港口业务为底盘 .....	7
3.1. 母港深扎珠三角地区，区位+政策双加码 .....	8
3.2. 国内多点协同，海外全球化战略布局 .....	10
3.2.1. 港口业务遍及国内五大港口网络群 .....	10
3.2.2. 积极拓展海外市场 .....	12
4. 顺应趋势，拓展保税物流业务 .....	14
5. 核心竞争力 .....	15
5.1. 科技赋能打造智慧港口 .....	15
5.1.1. 拥有自主研发核心操作系统 .....	15
5.1.2. 抓住“新基建”风口，打造妈湾智慧港 .....	15
5.1.3. 小结 .....	15
5.2. 纵深推广 PPC 模式 .....	15
6. 盈利预测 .....	16
7. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：股权架构（截至 2020 年半年报） .....	4
图 2：2017-2020H1 营业收入（亿元）及增速（%） .....	5
图 3：2017-2020H1 归母净利润（亿元）及增速（%） .....	5
图 4：2017-2020H1 年营业收入（亿元）及占比（%） .....	6
图 5：2017-2020H1 毛利额（亿元）及占比（%） .....	6
图 6：公司各板块毛利率变化（%） .....	6
图 7：公司港口项目集装箱吞吐量（万 TEU）及增速（%） .....	7
图 8：公司港口散杂货业务吞吐量（亿吨）及增速（%） .....	7
图 9：深圳港主要港口分布图 .....	8
图 10：广东省、珠三角地区以及深圳市地区生产总值（亿元） .....	9
图 11：广州及深圳地区货物进出口金额（亿美元）及增速（%） .....	9
图 12：各地区港口业务收入（亿元）及占比（%） .....	10
图 13：招商港口在中国内地港口布局 .....	11
图 14：招商港口全球网络布局 .....	12
图 15：2020H1 海外项目集装箱吞吐量及增速 .....	13

图 16: 2020H1 海外项目散杂货吞吐量及增速.....	13
图 17: 吉布提 PPC 模式落地示意图.....	14
图 18: 蛇口 PPC 模式发展历程.....	16
表 1: 限售股解禁明细.....	4
表 2: 募投项目情况 (亿元).....	5
表 3: 招商港口国内主要港口泊位.....	8
表 4: 2019 年全球集装箱港口排名 (百万 TEU).....	10
表 5: 2019 年公司国内港口项目吞吐量情况.....	11
表 6: 招商港口历史收购海外港口项目统计.....	13
表 7: 2020-2022E 招商港口收入分拆及利润预测 (亿元).....	16
表 8: 部分港口公司估值 (2020.9.28).....	17

## 1. 招商港口：港口综合服务商

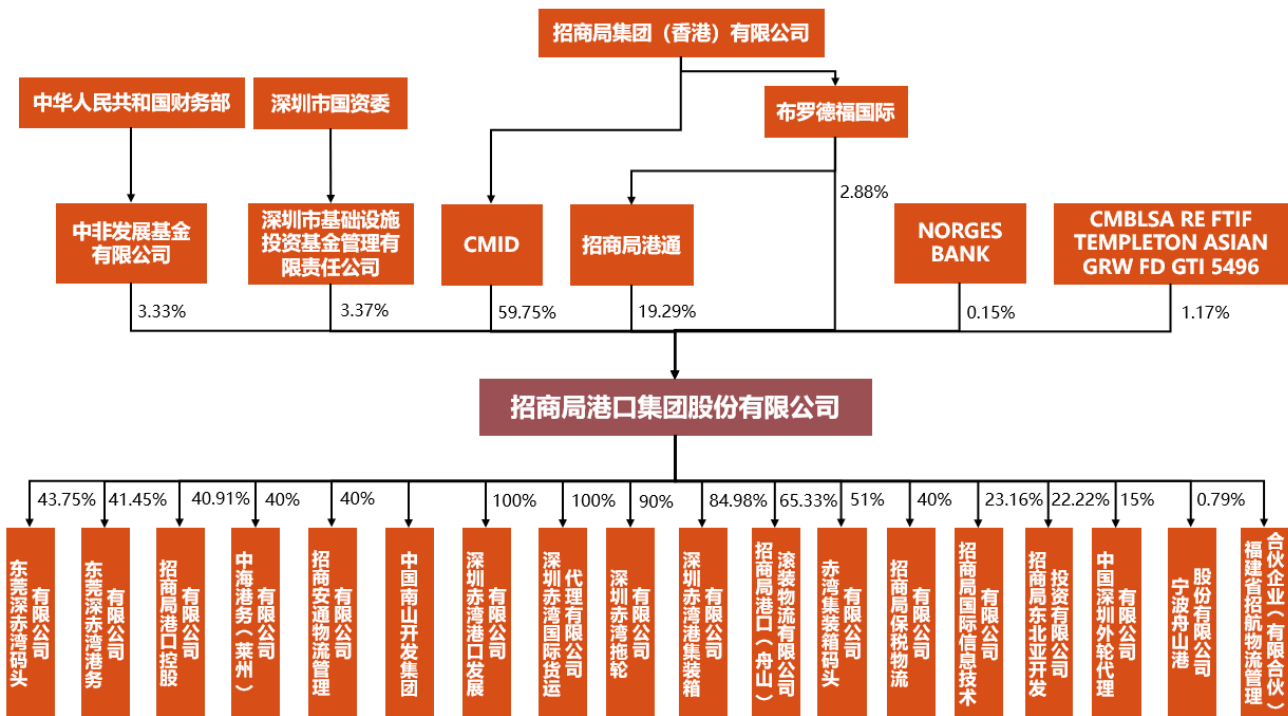
### 1.1. 公司简介与历史沿革

招商港口作为港口综合服务商，成立于 1990 年，2018 年 12 月通过重组在深交所上市。公司目前主要从事集装箱、散杂货码头及港口配套业务的开发建设和经营管理，于中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，投资的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、漳州、湛江、汕头等枢纽港，并成功布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美和北美六大洲。

### 1.2. 股权结构

公司实际控制人为招商局香港。截止至 2020 年上半年，招商局香港通过招商局投资发展有限公司（简称 CMID，持股比例 59.75%）、招商局港通发展有限公司（持股比例 19.29%）、布罗德福国际有限公司（持股比例 2.88%）间接持有上市公司 81.92% 的股份。其他主要控股股东包括深圳市基础设施投资基金合伙企业、中非发展基金有限公司，分别持股 3.37% 和 3.33%。

图 1：股权架构（截至 2020 年半年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从股权流动性来看，公司当前总股本 19.22 亿股，其中自由流通股本 4.65 亿股，占比 24.18%，限售股 12.77 亿股，占比 66.44%。限售股中属于深圳市基础设施投资基金和中非发展基金的 1.29 亿股将于 2020 年 11 月解禁，属于 CMID 的 11.49 亿股将于 2022 年 6 月解禁。

表 1：限售股解禁明细

解禁日期	解禁股东	解禁股本数（亿股）	占总股本（%）
2020/11/4	深圳市基础设施投资基金合伙企业	0.65	3.38%
	中非发展基金有限公司	0.64	3.33%

	合计	1.29	6.71%
2022/6/27	CMID	11.49	59.75%

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 原主体为深赤湾，通过资产重组方式实现招商局港口 A 股整体上市

2018 年 12 月，深赤湾公告拟以发行股份方式购买资产重组上市及募资计划，交易方案包括：

**发行股份购买资产：**公司以发行 A 股股份的方式向招商局投资发展有限公司（CMID）收购其持有的招商局港口 13.14 亿股普通股股份（约占招商局港口已发行股份总数的 39.45%），发行价格为 21.46 元/股。本次发行股份购买资产完成后，上市公司总股本变更为 17.93 亿股。因 CMID 系招商局香港的间接控股子公司，故招商局香港将通过布罗德福、CMID 和招商局港通间接持有上市公司 15.75 亿股股份，合计控制了公司 87.81% 的表决权，实际控制人未发生变更，仍为招商局集团。

**一致行动安排：**招商局香港与上市公司签署《一致行动协议》，约定本次发行股份购买资产完成后，招商局香港就其受托行使的招商局港口 7.54 亿股普通股股份，暨招商局港口已发行股份 22.64% 的表决权应当与上市公司在招商局港口股东大会审议事项的表决上无条件保持一致，并以上市公司的意见为准进行表决。

**募集配套资金：**公司拟采用询价方式向不超过 10 名特定投资者发行 A 股股份募集配套资金，募资总额不超过 40 亿元。募集配套资金拟用于标的公司“一带一路”相关项目的建设，具体投入情况如下：

1. 汉港配套改造项目，募集资金计划使用金额 20 亿元；
2. 海星码头二期工程改造项目，募集资金计划使用金额 20 亿元

表 2：募投项目情况（亿元）

项目名称	实施主体	项目总投资额	募集资金计划使用金额
汉港配套改造项目	汉港公司	42.05	20.00
海星码头改造项目（二期工程）	海星公司	41.67	20.00
合计		83.72	40.00

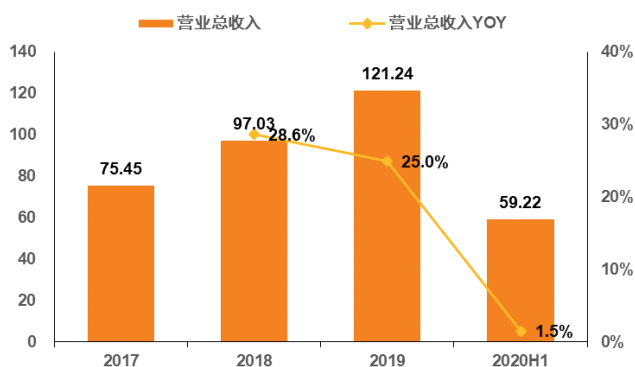
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 公司主业：提供专注港口及配套综合服务

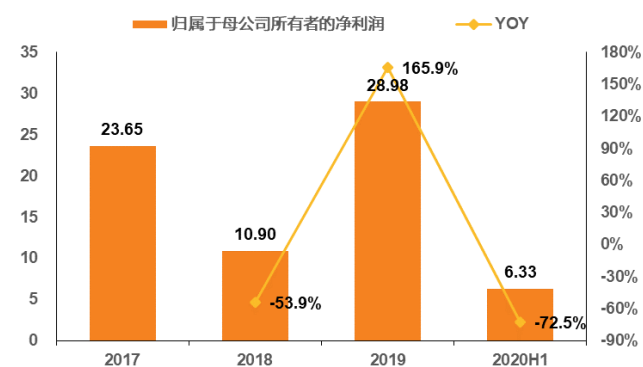
公司作为港口综合服务商，主要提供集装箱和散杂货的港口装卸、仓储、运输及其他配套服务。2019 年、2020H1 分别实现营业收入 121.24 亿元和 59.22 亿元，同比增长 25.0% 和 1.5%；分别实现归母净利润 28.98 亿元和 6.33 亿元，同比增 165.9% 和 -72.5%。2020 年上半年利润同比变动较大主要因 19 年同期出让前海土地收益 41.7 亿元，剔除掉资产处置收益影响，同比降 39.2%。

图 2：2017-2020H1 营业收入（亿元）及增速（%）

图 3：2017-2020H1 归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分板块来看,

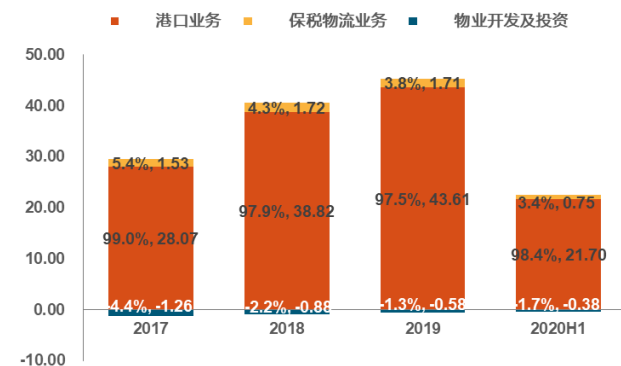
- 1) **港口业务:** 从收入结构来看, 港口业务为公司收入的主要来源, 且比重呈小幅上升趋势。2017年至2020H1年, 港口业务分别实现营业收入71.05亿元、91.85亿元、115.47亿元与56.59亿元, 占公司主营业务收入的比重分别为94.2%、94.7%、95.2%与95.6%。2019年港口业务毛利额43.61亿元, 毛利率37.8%;
- 2) **保税物流业务:** 公司2017-2020H1分别实现保税物流收入3.55亿元、3.86亿元、4.11亿元及1.92亿元, 业绩稳定增长, 占比4.7%、4.0%、3.4%与3.2%。2019年保税物流毛利额1.71亿元, 毛利率41.6%;
- 3) **物业开发及投资业务:** 公司2017-2020H1年物业开发及投资业务收入0.84亿元、1.33亿元、1.65亿元及0.72亿元, 占比1.1%、1.4%、1.4%与1.2%。

图4: 2017-2020H1年营业收入(亿元)及占比(%)

图5: 2017-2020H1毛利额(亿元)及占比(%)



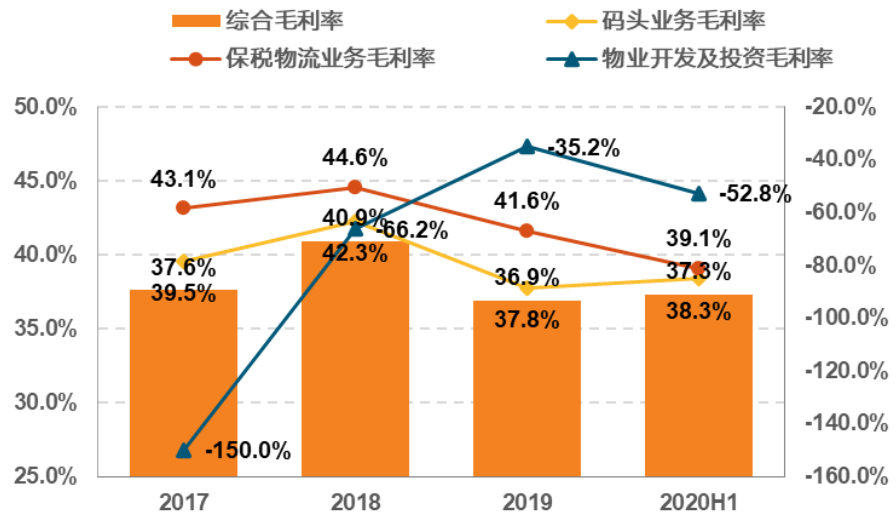
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图6: 公司各板块毛利率变化(%)





资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 港口业务为底盘

作为公司营收的主要来源, 公司从事的港口业务主要涉及两种服务, 包括港口装卸仓储业务以及港口配套业务, 其中:

1) **港口装卸仓储业务:** 根据运输工具的不同, 港口装卸仓储业务分为集装箱装卸仓储和散杂货装卸仓储。

- **集装箱装卸仓储:** 为船公司提供靠泊及装卸船服务、为换公司及货主提供集装箱堆存服务、为拖车公司提供吊箱服务; 同时提供集装箱拆拼箱、租箱、修箱等业务
- **散杂货装卸仓储:** 在港区内进行散杂货的装卸搬运以及堆场堆存作业, 主要装卸货种为粮食、钢材、木材、砂石等。

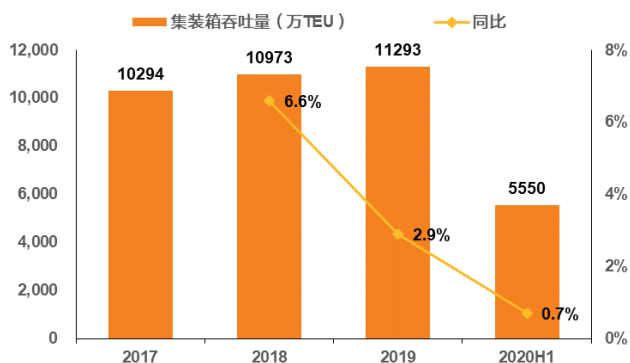
2) **港口配套业务:** 主要包括外轮到达港口开始所进行的拖轮拖助、驳船以及在装卸过程中的理货业务等, 以及为船舶提供岸电、淡水供应。

公司在中国沿海五大港口网络群以及海外六大洲码头均有布局, 同时为客户提供优质的多元化港口以及配套服务, 2018、2019 年公司港口业务收入增速分别为 29.3%和 25.7%, 整体呈现稳定增长趋势。2020H1 受新冠疫情在全球范围内扩散影响, 港口业务收入增速收缩至 1.8%。

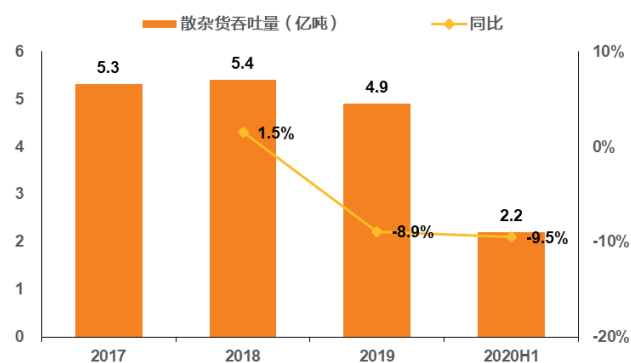
2019 年公司港口项目完成集装箱吞吐量 1.13 亿 TEU, 同比增 2.9%, 集装箱吞吐量突破至历史新高。根据 Alphaliner 数据, 2019 年全球港口完成集装箱吞吐量 8.37 亿 TEU, 同比增 2.5%, 公司整体业务量增速高于全球平均水平; 完成散杂货吞吐量 4.9 亿吨, 同比下降 8.9%。2020H1 公司港口项目完成集装箱吞吐量 0.56 亿 TEU, 同比增 0.7%; 完成散杂货吞吐量 2.2 亿吨, 同比降 9.5%。2020 年上半年业务量增量贡献主要得益于公司在疫情期间全球港口业务的平衡。

图 7: 公司港口项目集装箱吞吐量 (万 TEU) 及增速 (%)

图 8: 公司港口散杂货业务吞吐量 (亿吨) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.1. 母港深扎珠三角地区，区位+政策双加码

公司主要经营控股码头集中在珠三角地区。从区域来看，公司母港深西港区在珠三角地区，控股码头遍及东南沿海以及粤西南地区。截止至 2020H1，公司主要经营的集装箱泊位包括深圳西部港区以及东莞麻涌 24 个、汕头港 9 个、湛江港 2 个、漳州港 2 个，主要经营的散杂货泊位包括深圳西部港区 15 个、汕头港 2 个、湛江港 33 个、漳州港 6 个，以及其他服务类型泊位包括件杂货泊位、煤炭专用泊位、油品泊位以及多功能泊位等。

表 3: 招商港口国内主要港口泊位

	集装箱泊位	散杂货泊位	件杂货泊位	煤炭专用泊位	多功能泊位	油品泊位
深圳西部港区	24	15	-	-	-	-
汕头港	9	2	10	1	-	-
湛江港	2	33	-	-	-	-
顺德港	-	-	-	-	4	-
漳州港	2	6	-	-	-	-
合计	37	56	10	1	4	0

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**区位优势明显。**珠三角地区作为我国经济最为活跃的地区之一，范围覆盖深莞惠、珠中江及广佛肇九个城市经济圈。深圳港位于珠江口以东，南海大亚湾以西的深圳市两翼，分为西部港区和东部港区。西部港区位于珠江口东岸入海前缘，主要包括蛇口、赤湾、妈湾和东角头和服用等港区，东部港区位于南海大鹏湾西部，主要包括盐田等港区。地区港口的直接腹地为深圳市、惠州市、东莞市和珠江三角洲的部分地区，转运腹地包括京广铁路和京九铁路沿线的湖北、湖南、江西、粤北、粤东、粤西和广西的西江两岸。

图 9: 深圳港主要港口分布图





资料来源：新浪网，天风证券研究所

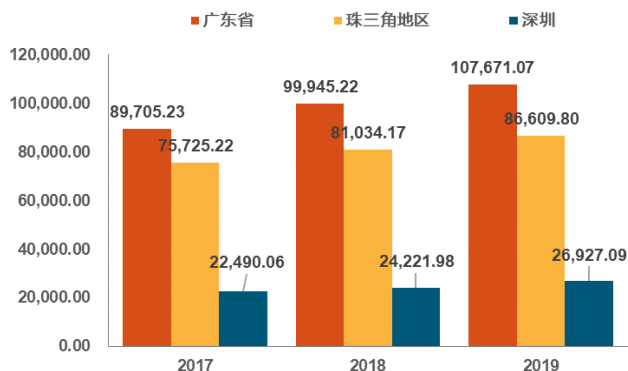
**国家政策不断加码。**我们整理了过去 7 年内国家以及地方政府从政策上对于广东、珠三角地区经济发展的扶持：

- **2014 年 12 月，国务院决定设立中国广东自由贸易试验区**，涵盖三个片区：广州南沙新区、深圳前海蛇口片区、珠海横琴新区片区。广东自贸区立足面向港澳台深度融合。中国自贸区原则上是指在没有海关监管、查禁、重加关税的干预下允许货物进口、制造及再出口，核心营造一个符合国际惯例的、对内外资的投资都具有国际竞争力的国际商业环境。
- **2015 年广东提出将建设五大珠三角高新技术产业集群**：以广深、佛山等为重点，带动珠海、肇庆等市信息产业发展，加快建设珠三角国家级信息产业基地；打造一批新能源产业集群，以广深珠、东莞、惠州为重点，建设新能源生产基地；以深莞和佛山中山为重点，建设国家太阳能光伏高技术产业基地，支持深圳江门肇庆发展低碳经济，加快广深佛山东莞打造世界级新能源和环保节能产业基地；以广州、佛山国家火炬计划新材料特色产业基地、新材料国家高新技术产业基地为依托，打造国家级新材料产业重要基地；以广深两个国家生物产业基地和中山等基地为支撑，打造国家生物医药和现代重要重大创新产业基地；以广深为核心，深莞惠、广佛和中江国际级 LED 新能源产业一体化发展，形成珠三角 LED 新能源上下游一体化产业带。
- **2019 年《广东省人民政府关于促进高新技术开发区高质量发展的意见》**强调强化珠三角国家自主创新示范区的引领作用，加强体制机制改革和政策先行先试，强化与中国（广东）自由贸易试验区、国家全面改革创新试验的联动发展。
- **2019 年《粤港澳大湾区发展规划纲要》**提到依托粤港澳良好合作基础，充分发挥深圳前海、广州南沙、珠海横琴等重大合作平台作用，探索协调协同发展新模式，深化珠三角九市与港澳全面务实合作，促进人员、物资、资金、信息便捷有序流动，为粤港澳发展提供新动能，为内地与港澳更紧密合作提供示范。

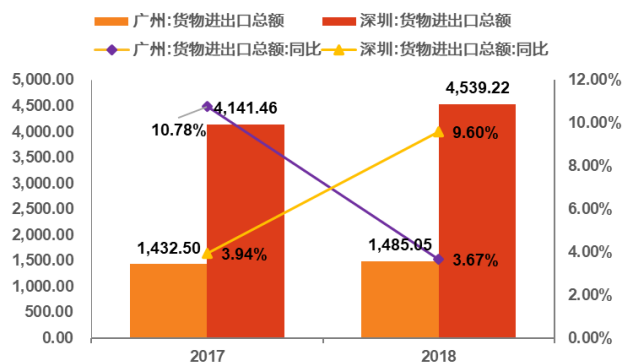
依据深圳及珠三角地区的产业布局规划，当地产业主要以外贸业务为导向。受益于区位与政策双重优势，深圳以及珠三角地区过去几年地区生产总值整体实现快速稳步增长态势，进出口货量不断加大。港口是关系各国经济建设和对外贸易的重要基础设施，深圳港目前已成为国内最大的远洋集装箱干线港以及全球第四大集装箱港口，对港口、产业和城市的联动发展有较强的促进作用。2019 年广东省地区生产总值达 10.77 万亿元，其中深圳地区生产总值 2.69 万亿元，占比 25%。

图 10：广东省、珠三角地区以及深圳市地区生产总值（亿元）

图 11：广州及深圳地区货物进出口金额（亿美元）及增速（%）



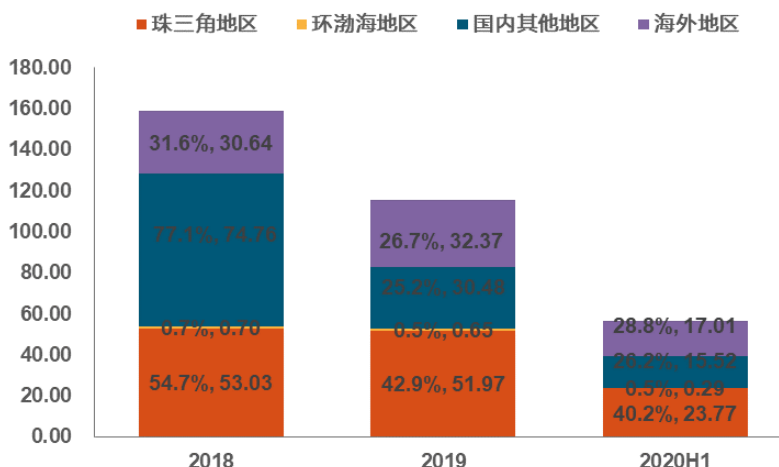
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司主要通过子公司赤湾集装箱码头有限公司、蛇口集装箱码头有限公司和深圳妈湾港务经营深圳西部的赤湾港、蛇口港以及妈湾港的部分码头,地理位置得天独厚。截止至 2020H1,公司在深圳西部港区共拥有经营性泊位 39 个,其中集装箱泊位 24 个,散杂货泊位 15 个。2019 年公司珠三角地区港口项目贡献 51.97 亿营收,占港口业务收入 42.9%。

图 12: 各地区港口业务收入 (亿元) 及占比 (%)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

## 3.2. 国内多点协同, 海外全球化战略布局

### 3.2.1. 港口业务遍及国内五大港口网络群

公司参股或控股的项目均位于实力较强的沿海港口,根据 JOC 发布的 2019 年全球前十大集装箱港口吞吐量数据排名,其中国内港口上海港、宁波舟山港、深圳港、青岛港、天津港位列前十。

表 4: 2019 年全球集装箱港口排名 (百万 TEU)

排名	港口	2019 年集装箱吞吐量	2018 年集装箱吞吐量	同比
1	上海港	43.30	42.00	3.1%
2	新加坡港	37.20	36.60	1.6%
3	宁波舟山港	27.54	26.40	4.3%
4	深圳港	25.77	25.70	0.3%
5	广州港	23.24	21.90	6.1%
6	釜山港	21.99	21.70	1.3%

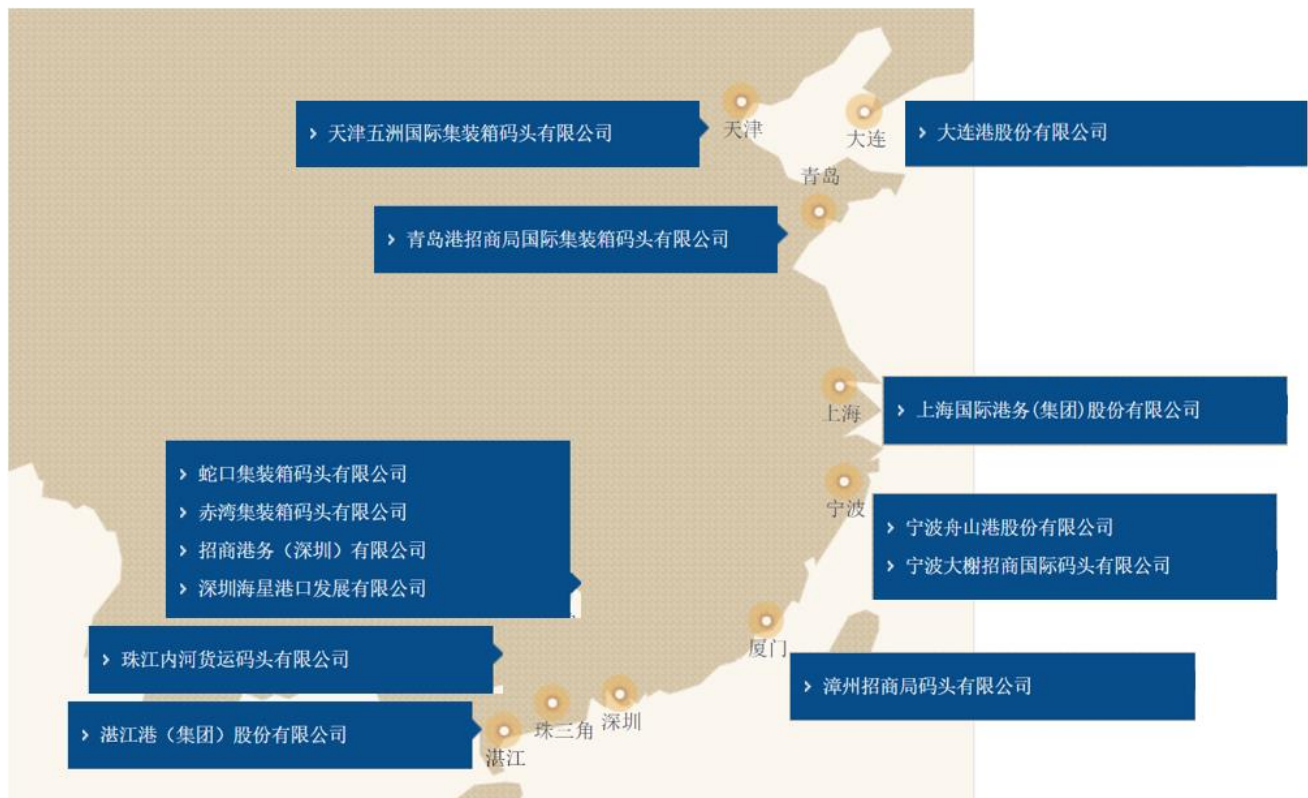
7	青岛港	21.01	19.30	8.9%
8	香港港	18.36	19.60	-6.3%
9	天津港	17.30	16.00	8.1%
10	鹿特丹港	14.81	14.50	2.1%

资料来源：信德海事，天风证券研究所

其中在东南地区及粤西南地区，公司通过控股子公司漳州招商局码头有限公司、汕头港招商局港口集团有限公司以及湛江港股份有限公司经营东南地区的漳州港、汕头港以及粤西南地区的湛江港码头。截止至 2020H1，公司在东南地区港区共拥有经营性泊位 19 个，其中集装箱泊位 11 个，散杂货泊位 8 个；在粤西南地区拥有经营性泊位 35 个，其中集装箱泊位 2 个，散杂货泊位 33 个。

此外，在国内其他地区，公司还通过参股方式参与国内多个大型港口的经营，包括长三角地区的上海港、宁波港，环渤海地区的大连港、天津港、青岛港以及香港地区的现代货箱码头和台湾地区的高明货柜码头。参股公司以投资受益形式在合并报表中显示，2019 年报告期，公司对参股公司包括 Port of Newcastle、青岛前湾联合集装箱码头有限公司、中海港务、上港集团等公司以权益法确认投资收益合计 37.28 亿元，占公司利润总额比重 34.43%，对公司的整体盈利能力影响较大。

图 13：招商港口在中国内地港口布局



资料来源：招商局港口官网，天风证券研究所

表 5：2019 年公司国内港口项目吞吐量情况

公司	地区	集装箱吞吐量 (万 TEU)	散杂货吞吐量 (万吨)
深圳西部港区		1142	1300
珠江内河货运码头有限公司	珠三角	109	353
广东颐德港口有限公司		30	226

东莞麻涌码头		\	1227
漳州招商局码头有限公司	东南内地	42	814
汕头招商局港口集团有限公司		134	709
湛江港股份有限公司	西南内地	111	9117
上港集团	长三角	4330	11515
宁波大榭招商国际码头有限公司		329	\
大连港股份有限公司		1022	13204
青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司		792	\
天津港集装箱板块	环渤海	447	\
青岛前湾西港联合码头有限责任公司		\	1559
青岛港董家口矿石码头有限公司		\	5990
莱州港务		\	2272
招商货柜及现代货箱码头	港台地区	557	\
台湾高明货柜		164	\
<b>合计</b>		<b>9209</b>	<b>48286</b>

资料来源：公司年报，天风证券研究所

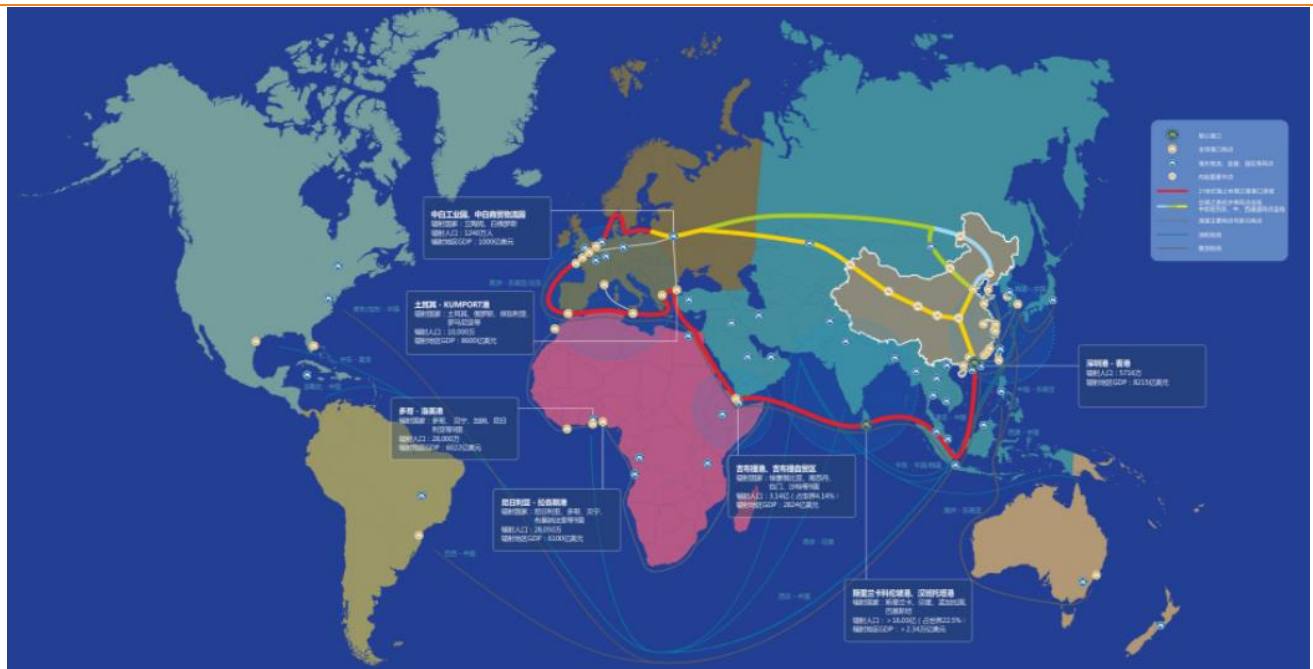
**控股湛江港，强化“立足粤港澳大湾区”战略定位。**2019年1月，公司与广东外运有限公司签署《关于湛江港（集团）股份有限公司之股份转让协议》，以3.75亿元对价受让广东外运持有的湛江港2.01亿股，占比5%；此外，公司全资子公司港航香港与湛江基投、湛江港共同增资认购湛江港增发新股18.54亿股，其中港航香港、湛江基投分别认购比例为27.35%、4.20%。交易完成后，公司合计控制湛江港58.35%股份，湛江港纳入公合并报表范围。购买日至2019期末，湛江港为公司贡献营收23.07亿元，贡献净利润0.76亿元。2019年湛江港完成集装箱吞吐量111万TEU，同比增12.6%；完成散杂货吞吐量9117万吨，同比降0.8%。

### 3.2.2. 积极拓展海外市场

过去几年，公司布局全球港口，积极拓展海外市场，海外码头覆盖亚洲、非洲、欧洲、北美洲、南美洲以及大洋洲六大洲、26个国家和地区、50个港口。随着投资的加大以及业务的运行投入，海外港口业务营业收入逐年提升，2018、2019年分别实现营收30.67亿元、32.52亿元，占比31.61%、26.82%，目前海外码头绝大部分处于盈利状态。基于公司在全球海外市场的布局较为广泛，2020年上半年疫情期间公司可以更好的平衡区域风险，推进国内国际双循环相互促进的发展格局，海外项目完成集装箱吞吐量1224万TEU，同比增16.6%，完成散杂货吞吐量0.03亿吨，同比不变。

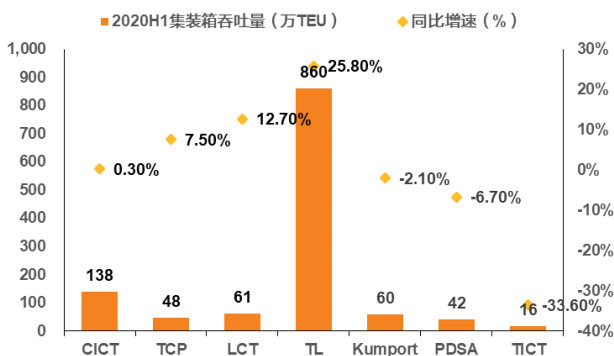
图 14：招商港口全球网络布局





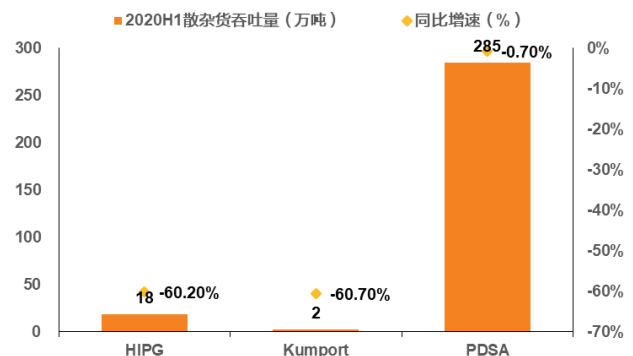
资料来源：招商局集团官网，天风证券研究所

图 15：2020H1 海外项目集装箱吞吐量及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2020H1 海外项目散杂货吞吐量及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：招商港口历史收购海外港口项目统计

时间	被收购公司	涉及港口	国家	收购股权	收购对价
2010.11	TICT	庭堪岛码头	尼日利亚	28.50%	未披露
2011.12	CICT	科伦坡港	斯里兰卡	85%	未披露
2012.6	TML	洛美码头	多哥	50%	1.5 亿欧元
2013	PDSA	吉布提港	吉布提	23.50%	未披露
2013.6	Terminal Link	马耳他	法国	49%	40.80 亿元
2015.9	SPV	Kumport 码头	土耳其	26%	未披露
2017.12	HIPG	汉班托塔港	斯里兰卡	85%	未披露
2017.9	TCP	巴拉那瓜港	巴西	90%	72.28 港元
2018.6	Port of Newcastle	纽卡斯尔港	澳大利亚	50%	6.07 亿澳元

资料来源：公司官网，天眼查，天风证券研究所

招商港口完善的海外港口网络布局的同时，积极把握国家“一带一路”的重大倡议，有利于进一步加强对外贸易的发展与经济的相互促进。公司对于主控项目派出公司骨干人员负

责管理运营。其中，CICT 作为公司第一个海外项目，以 BOT 模式切入股权并管理运营，于 2014 年竣工投产。CICT 作为世界主要远洋航线以及海上丝绸之路的关键战略中转港，过去的运营状况保持良好，且在 19 年荣获 Asia Cargo News 颁布的“亚洲最佳集装箱码头（400 万标箱以下）”称号。2019 年 CICT 完成集装箱吞吐量 288 万 TEU，同比增 7.4%。

公司成功在海外复制“前港-中区-后城”的业务模式，致力于推进港口综合开发。在吉布提综合开发项目，加大市场开发力度和战略协同效应，规划范围从港口拓宽至国内物流、投资、发展等领域，建设非洲一流的自贸区。自 2018 年开园以来，吉布提倡议商贸物流以及出口加工企业入驻自贸区，2019 年已签约入园企业达 78 家，协议投资额近 1 亿美元。同时，吉布提借助港口区位的独特优势，构建以二手汽车、小家电以及建筑材料三大品类为主的商贸城。2019 年吉布提港完成集装箱吞吐量 92 万 TEU，同比增 6.8%；完成散杂货吞吐量 568 万吨，同比增 20.2%。

图 17：吉布提 PPC 模式落地示意图



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

公司积极把握全球港航竞争格局调整的机遇，大力推进海外项目并购。2019 年与达飞海运集团签署正式协议，通过 TL 收购达飞海运集团旗下不超过 10 个优质码头股权，并为巴西 TCP 码头成功引入两家战略投资者。

#### 4. 顺应趋势，拓展保税物流业务

所谓保税物流业务暨为客户物流公司、贸易公司、货主等提供仓库、堆场设施租赁服务，库内、堆场装卸、拆拼箱、中转服务以及为进出保税物流园区的拖车提供单证服务。

公司目前通过旗下子公司招商局保税物流有限公司、招商局国际青岛公司以及合资企业天津海天保税物流有限公司经营保税物流业务，经营范围内的保税港区涉及深圳前海湾保税港区、青岛保税港区及天津保税港区。其中：

- **深圳前海湾保税港区**位于深圳港西部港区核心位置，于 2008 年经国务院批准设立，2009 年年底正式封关运作，是公司保税物流业务经营范围内最先投入运营的港区。港区规划总面积 3.71 平方公里，一期围网封关面积 1.18 平方公里，其中物流园区 0.72 平方公里。招商保税供应链设施占地 53 万平方米，目前已在园区内建成 7 做总面积达 42 万平方米的现代化供应链设施及办公场所。
- **青岛保税物流园区**位于青岛前湾保税港区一期，占地 100 万平方米，已建成高端立体仓库 6 座，合计面积近 11 万平方米，集装箱堆场约 30 万平方米，在建堆场 25 万平方米。
- **天津海天保税物流**坐落于东疆保税港区内，占地 70 万平方米。物流园区一期项目投产



设施包括 4 座单层高架仓库（总面积 5.8 万平方米）以及堆场（5 万平方米）。

目前保税物流业务属于起步发展阶段，整体营收贡献占比较小。公司投资保税物流业务的意义在于：1）公司凭借深耕港口行业多年积累的经验、完善的海运物流体系、自主研发的物流管理平台以及稀缺的资源优势，有能力为客户提供较为专业的现在综合物流解决方案及服务。2）利用现有资源完善综合业务的开发，发挥现有码头网络的协同效应，以提高资源利用率以及提升港口产业价值。3）顺应港口发展趋势。发展保税物流业务利于公司转变传统的港口经营模式，未来有助于推动港口行业转型升级。

## 5. 核心竞争力

### 5.1. 科技赋能打造智慧港口

#### 5.1.1. 拥有自主研发核心操作系统

公司结合中国自有知识产权 5G、北斗、大数据、人工智能、区块链等新技术以及全国产定制化装备，自主研发港口核心操作系统“招商芯”，包括集装箱码头操作系统（CTOS）、散杂货码头操作系统（BTOS）、园区智慧管理系统（LPOS），以便支持千万级大型集装箱码头的作业，为港口提供智慧解决方案。

此外，公司提供服务于港口生态的招商 ePort 平台，其服务对象包括码头、园区、场站、船公司、船舶代理、货运代理、铁路公司、陆运奇特以及第三方金融机构等。客户可以在平台上可以预约口岸相关的集装箱、散杂货业务，车辆集疏、预报船服务等以及物流相关的运输、货代、贸易等服务。

#### 5.1.2. 抓住“新基建”风口，打造妈湾智慧港

**打造妈湾自动化、智能化港口。**妈湾港是招商港口深圳西部港区的重要组成部分，由传统作业码头（MCT）和新建的自动化码头海星港两部分组成。其工程主要包括 850 米 20 万吨级集装箱岸线及后方 40 万平方米配套陆域设施，设计年吞吐量为 155 万 TEU，预计于 2020 年底完工投产。妈湾智慧港的亮点在于港区内设计智慧闸口、无人驾驶集卡、智能装卸以及可视化指挥指挥中心等功能。

**抓住“新基建”政策风口，先后与广东移动及阿里巴巴、蚂蚁集团达成战略合作。**2019 年至今，公司先后与广东移动及阿里巴巴、蚂蚁集团合作。前者合作内容包括应用 5G 技术对妈湾港进行信息化、智能化升级；而后 2020 年 5 月，公司与阿里巴巴集团、蚂蚁集团通过“链签约”形式签署战略合作协议，此次合作将整合发挥阿里巴巴、蚂蚁集团和招商港口在行业内的产业资源和金融技术优势，共同促进港口产业+互联网深度融合，实现场景联动、数字闭环、服务创新，打造世界一流智慧港口。

#### 5.1.3. 小结

无论是公司自主研发的核心操作系统“招商芯”，服务平台“招商 ePort”，以及妈湾智慧港口的开发以及产业资源、技术领域的合作，均为上市公司提供强有力的核心竞争力，未来易于在公司旗下港口率先复制推广。因地制宜，根据各港口的业务特点和软硬件环境进行优化调整，随着技术的投产及应用，未来有助于提升港口现有产能利用率以及释放产能。

### 5.2. 纵深推广 PPC 模式

**港口综合开发，纵深发展蛇口模式。**过去公司在建设管理蛇口片区过程中归纳出利于实现区域联动发展的“前港-中区-后城”模式（PPC 模式，又称蛇口模式），其核心在于港口先行、产业园区跟进、配套城市功能开发。这是一种生态圈式可持续发展模式，是一套以市场化方案来实现城市和园区运营的空间发展模式，实现港、产、城联动，将政府、企业和各类资源协同起来。

**经济发展，交通先行，成功复制蛇口模式。**公司先后在海外汉班托塔港园区项目、吉布提项目推广应用。利用 PPC 模式，成为帮助海外国家及城市战略转型升级。

图 18：蛇口 PPC 模式发展历程



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

## 6. 盈利预测

招商港口是经营业绩稳定，质地优秀的港口公司，公司旗下拥有较为优质的港口资产，且资产布局遍布国内沿海以及全球六大洲。虽然疫情期间对全球经济及进出口贸易影响较为严重，但是我们认为疫情的冲击是暂时的，且随着疫情管控更加合理化以及未来疫苗投产，港口行业有望逐步修复并缓慢释放业绩。考虑未来国际贸易逐步恢复，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 125.82 亿元、135.64 亿元、155.40 亿元，净利润 12.14 亿元、14.94 亿元、17.30 亿元。

表 7：2020-2022E 招商港口收入分拆及利润预测（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	75.45	97.03	121.24	125.82	135.64	155.40
YOY		28.6%	25.0%	3.8%	7.8%	14.6%
<b>港口业务</b>	71.05	91.85	115.47	120.09	129.70	155.40
% of total	94.2%	94.7%	95.2%	95.4%	95.6%	96.0%
YOY		29.3%	25.7%	4%	8%	15%
<b>保税物流业务</b>	3.55	3.86	4.11	4.11	4.32	4.58
% of total	4.7%	4.0%	3.4%	3.3%	3.2%	2.9%
YOY		8.7%	6.5%	0%	5%	6%
<b>物业开发及投资</b>	0.84	1.33	1.65	1.62	1.62	1.67
% of total	1.1%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
YOY		58.3%	24.1%	-2%	0%	3%
<b>归母净利润</b>	23.65	10.90	28.98	12.14	14.94	17.30
YOY		-53.9%	165.9%	-58.1%	23.0%	15.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

按照以上业绩预测，对应 PE 分别为 25X, 20X, 17X, A 股港口行业上市公司的平均估值在 18X 左右,我们认为公司 2020 年合理估值区间在 24-26X,对应目标价 15.12-16.38 元,首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 部分港口公司估值 (2020.9.28)

代码	证券简称	PE (TTM)	PE (FY1)
601880.SH	大连港	30.09	-
601228.SH	广州港	22.85	-
000507.SZ	珠海港	22.70	22.27
601018.SH	宁波港	20.06	19.47
600717.SH	天津港	18.59	17.49
600018.SH	上港集团	11.36	11.46
<b>平均值</b>		<b>20.94</b>	<b>17.67</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 7. 风险提示

宏观经济超预期下滑，导致港口业务吞吐量下降，影响公司业绩；  
港口行业景气度严重下挫，导致公司收入不及预期，影响利润释放；  
地缘政治风险，导致公司部分港口正常经济活动及进出口业务受影响；  
汇率波动剧烈，导致公司汇兑损益较大，影响最终利润释放

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,070.31	7,734.95	34,607.37	48,383.88	72,548.08
应收票据及应收账款	1,120.84	1,394.65	918.03	1,025.78	1,201.25
预付账款	124.40	55.03	143.48	96.23	149.45
存货	108.57	163.98	78.58	210.13	88.53
其他	2,110.34	4,877.34	1,925.00	4,494.50	2,829.95
<b>流动资产合计</b>	<b>10,534.46</b>	<b>14,225.95</b>	<b>37,672.46</b>	<b>54,210.53</b>	<b>76,817.25</b>
长期股权投资	50,176.58	57,916.54	57,916.54	57,916.54	57,916.54
固定资产	22,994.19	27,519.96	28,800.03	29,010.70	28,566.74
在建工程	5,499.43	6,334.14	3,836.48	2,349.89	1,439.93
无形资产	20,761.02	19,731.11	19,114.58	18,498.04	17,881.51
其他	18,052.42	30,160.32	20,960.04	22,989.85	24,608.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>117,483.63</b>	<b>141,662.07</b>	<b>130,627.67</b>	<b>130,765.02</b>	<b>130,413.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>128,018.08</b>	<b>156,696.92</b>	<b>168,569.76</b>	<b>185,335.06</b>	<b>207,709.79</b>
短期借款	3,425.29	9,439.10	18,439.10	26,439.10	34,439.10
应付票据及应付账款	429.12	667.57	320.46	840.88	456.96
其他	6,056.02	11,861.50	13,030.01	8,650.87	14,362.42
<b>流动负债合计</b>	<b>9,910.43</b>	<b>21,968.17</b>	<b>31,789.56</b>	<b>35,930.85</b>	<b>49,258.48</b>
长期借款	6,971.48	6,313.74	12,313.74	17,313.74	22,313.74
应付债券	22,097.47	20,930.68	17,873.29	20,300.48	19,701.48
其他	8,621.78	12,494.12	8,339.79	9,818.56	10,217.49
<b>非流动负债合计</b>	<b>37,690.73</b>	<b>39,738.54</b>	<b>38,526.81</b>	<b>47,432.78</b>	<b>52,232.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>47,601.16</b>	<b>61,706.71</b>	<b>70,316.37</b>	<b>83,363.63</b>	<b>101,491.19</b>
少数股东权益	49,656.45	59,017.40	61,067.82	63,678.92	66,685.43
股本	1,793.41	1,922.37	1,922.37	1,922.37	1,922.37
资本公积	19,426.91	22,296.49	22,296.49	22,296.49	22,296.49
留存收益	28,869.91	34,394.00	35,263.20	36,370.14	37,610.81
其他	(19,329.76)	(22,640.04)	(22,296.49)	(22,296.49)	(22,296.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>80,416.93</b>	<b>94,990.21</b>	<b>98,253.39</b>	<b>101,971.43</b>	<b>106,218.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>128,018.08</b>	<b>156,696.92</b>	<b>168,569.76</b>	<b>185,335.06</b>	<b>207,709.79</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,885.91	8,166.92	1,214.07	1,493.64	1,729.60
折旧摊销	2,027.96	2,535.64	1,894.13	1,972.46	2,020.46
财务费用	1,869.93	2,127.07	1,950.27	2,170.19	2,486.39
投资损失	(3,967.83)	(4,619.17)	(3,500.00)	(4,500.00)	(5,000.00)
营运资金变动	1,864.49	(6,148.68)	11,781.78	(7,578.82)	5,107.56
其它	(391.89)	3,440.09	2,158.34	2,655.35	3,074.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,288.58</b>	<b>5,501.87</b>	<b>15,498.58</b>	<b>(3,787.19)</b>	<b>9,418.85</b>
资本支出	16,496.07	10,390.02	4,214.33	(1,398.78)	(348.93)
长期投资	7,015.73	7,739.96	0.00	0.00	0.00
其他	(38,660.36)	(20,066.98)	(235.07)	5,728.90	5,179.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,148.56)</b>	<b>(1,936.99)</b>	<b>3,979.26</b>	<b>4,330.12</b>	<b>4,830.16</b>
债权融资	34,844.09	42,787.86	52,241.93	68,076.65	81,035.48
股权融资	185.70	621.54	(1,606.72)	(2,170.19)	(2,486.39)
其他	(26,154.59)	(44,643.10)	(43,240.64)	(52,672.87)	(68,633.91)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8,875.20</b>	<b>(1,233.70)</b>	<b>7,394.58</b>	<b>13,233.58</b>	<b>9,915.18</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,984.79)</b>	<b>2,331.18</b>	<b>26,872.42</b>	<b>13,776.52</b>	<b>24,164.19</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>9,703.39</b>	<b>12,123.83</b>	<b>12,582.41</b>	<b>13,563.69</b>	<b>15,539.92</b>
营业成本	5,739.24	7,648.92	8,113.76	8,760.42	9,789.62
营业税金及附加	235.95	172.56	163.57	162.76	186.48
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,251.87	1,509.52	1,572.80	1,695.46	1,942.49
研发费用	121.99	123.85	138.41	135.64	155.40
财务费用	1,643.42	1,936.27	1,950.27	2,170.19	2,486.39
资产减值损失	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1,074.41)	66.48	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,967.83	4,619.17	3,500.00	4,500.00	5,000.00
其他	(5,854.75)	(14,277.78)	(7,170.00)	(9,165.00)	(10,160.00)
<b>营业利润</b>	<b>3,672.26</b>	<b>10,324.80</b>	<b>4,313.59</b>	<b>5,304.21</b>	<b>6,139.54</b>
营业外收入	67.13	553.10	80.00	90.00	100.00
营业外支出	125.03	70.45	70.00	75.00	80.00
<b>利润总额</b>	<b>3,614.36</b>	<b>10,807.46</b>	<b>4,323.59</b>	<b>5,319.21</b>	<b>6,159.54</b>
所得税	728.44	2,640.54	951.19	1,170.23	1,355.10
<b>净利润</b>	<b>2,885.91</b>	<b>8,166.92</b>	<b>3,372.40</b>	<b>4,148.99</b>	<b>4,804.44</b>
少数股东损益	1,795.50	5,268.73	2,158.34	2,655.35	3,074.84
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,090.42</b>	<b>2,898.19</b>	<b>1,214.07</b>	<b>1,493.64</b>	<b>1,729.60</b>
每股收益(元)	0.57	1.51	0.63	0.78	0.90

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.61%	24.94%	3.78%	7.80%	14.57%
营业利润	-39.20%	181.16%	-58.22%	22.97%	15.75%
归属于母公司净利润	-53.90%	165.79%	-58.11%	23.03%	15.80%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.85%	36.91%	35.52%	35.41%	37.00%
净利率	11.24%	23.90%	9.65%	11.01%	11.13%
ROE	3.54%	8.06%	3.26%	3.90%	4.38%
ROIC	5.32%	9.41%	4.56%	5.68%	6.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.18%	39.38%	41.71%	44.98%	48.86%
净负债率	34.54%	36.90%	17.95%	19.31%	7.99%
流动比率	1.06	0.68	1.19	1.52	1.57
速动比率	1.05	0.68	1.19	1.51	1.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.74	9.64	10.88	13.96	13.96
存货周转率	101.42	88.97	103.75	93.96	104.07
总资产周转率	0.08	0.09	0.08	0.08	0.08
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.57	1.51	0.63	0.78	0.90
每股经营现金流	2.23	2.86	8.06	-1.97	4.90
每股净资产	16.00	18.71	19.34	19.92	20.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.33	10.28	24.54	19.95	17.23
市净率	0.97	0.83	0.80	0.78	0.75
EV/EBITDA	12.83	10.43	11.93	10.54	8.38
EV/EBIT	17.63	13.92	15.64	13.39	10.38

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com