

## 港口 II 行业

# 港口行业热点八问八答：筑底企稳，关注低估值港口

## ——港口行业 2020 年一季度综述

✍️ : 姜楠, CFA 执业证书编号: S1230515120001  
 ☎️ : 021-80108129  
 ✉️ : jiangnan@stocke.com.cn

### 行业评级

港口 II

看好

### 报告导读

本报告针对近期市场对港口板块热点问题，根据 2019 年报、2020 年一季度，作定性、定量详细解答。推荐盈利能力强、处于低估值的青岛港。

### 投资要点

#### □ 问答 1: Q1 业绩如何？ 营收有下降，毛利率提升

受吞吐量下降影响，20Q1 港口板块营收合计同比下降 16.17%。受收入结构变化影响，20Q1 港口板块总体毛利率提升至 28.16%。

#### □ 问答 2: 新冠疫情影响如何？ 前期看国内，后期看海外

第一阶段：新冠疫情前期影响出口产能及集疏港运力。第二阶段：后期出口需求受到影响。

#### □ 问答 3: 信用风险如何？ 现金流良好，评级获稳定

总体来看，受新冠疫情影响相对较小，港口板块企业经营性现金流维持良好，财务指标总体良好，企业信用评级保持稳定。

#### □ 问答 4: 业绩趋势如何？ 干散、原油相对稳健，集装箱关注出口情况

干散货吞吐量看铁矿石港口补库，新、老基建发力，预计进口量有望迎新高。原油吞吐量基于低油价叠加内生需求增长驱动，预计将保持稳健增长。集装箱吞吐量关注外贸变动。

#### □ 问答 5: 行业收费如何？ 三类十一项，多费种不同定价

我国现行港口业务收费分为三大类：政府定价（2 项，按标执行）、政府指导价（4 项，上限内，企业自主定价）、市场调节价（5 项，企业自主定价）。

#### □ 问答 6: 未来成长如何？ 看经济增长，靠量增驱动

长期看，费率增长空间有限，行业成长性主要受量的驱动。集装箱：主要受外贸出口增速驱动。原油：受国内工业部门原油内生需求驱动。干散货：受铁矿石等大宗干散货补库存驱动。

#### □ 问答 7: 如何合理估值？ 长期看经济，合理 10-15PE

长期看，港口板块整体发展受益于经济发展和贸易增长。当前港口板块估值处于十年来较低点。从成长、资本开支等角度看，我们认为港口板块 10-15 倍 PE。

#### □ 问答 8: 二、三季度投资建议？ 吞吐看外贸、关注低估值

建议关注外贸情况对集装箱吞吐量影响。

建议关注低估值青岛港（产能扩充、腹地经济发展潜力强）。

#### □ 风险提示：全球新冠疫情持续时间超预期；吞吐量增速不及预期；基建投资增速不及预期。

### 相关报告

1《20Q1 归母净利润稳增 1.46%，看好集装箱及液体散货——青岛港 2020 年一季度点评》2020.04.29

2《20Q1 归母净利 16.67 亿元，投资收益成为“压舱石”——上港集团 2020 年一季度点评》2020.04.30

报告撰写人：姜楠

数据支持人：耿鹏智

## 正文目录

1. 一季度港口板块整体业绩如何？营收有下降，毛利率提升 .....	4
2. 新冠疫情对港口板块影响传导逻辑？前期集疏港影响，后期看出口需求 .....	7
3. 港口行业信用风险是否释放？现金流整体良好，信用风险受影响不大 .....	8
4. 二、三季度板块业绩是否可以预期边际改善？干散及原油向好，集装箱关注外贸 .....	14
5. 港口收费如何定价？多费种不同定价方式 .....	17
6. 长期看港口行业成长性如何？基于经济增长，成长来自量增驱动 .....	18
7. 如何看待港口行业合理估值？从多角度看，10-15 倍 PE .....	20
8. 二季度投资建议？关注外贸情况，关注低估值港口 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

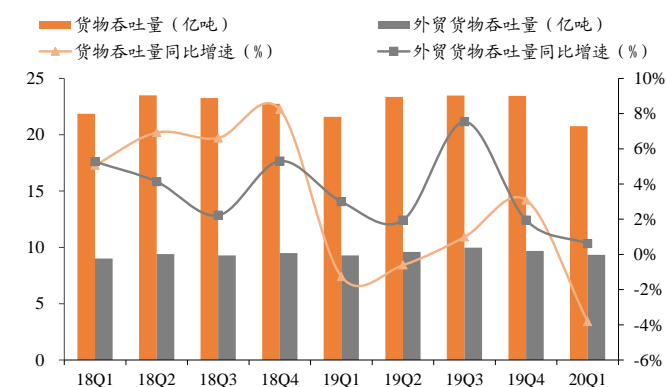
图 1: 20Q1 沿海港口货物吞吐量同比下降 3.81% .....	4
图 2: 20Q1 沿海港口集装箱吞吐量同比下降 8.24% .....	4
图 3: 20Q1 港口板块营收合计同比下降 16.17% .....	4
图 4: 20Q1 母港货物/集装箱吞吐总量同比下降 4.30%/8.22% .....	4
图 5: 20Q1 港口板块总体毛利率提升 2.01pct 至 28.16% .....	5
图 6: 港口板块 20Q1 归母净利润同比下降 15.65% .....	6
图 7: 疫情前期影响出口产能、后期影响出口需求 .....	7
图 8: 重点电厂耗煤量逐月回升 .....	7
图 9: 国内新冠疫情基本得到控制 .....	7
图 10: 海外疫情 3 月起进入爆发增长阶段 .....	7
图 11: 港口板块行业加权资产负债率总体上逐年降低 .....	11
图 12: 板块内各企业银行授信余额充足（截至 5 月 8 日） .....	12
图 13: 铁矿石进口结束走弱趋势，20Q1 实现增长 .....	14
图 14: 2019 年下半年至今，国内铁矿石港口库存处于低位 .....	14
图 15: 2020 年 4 月全国高炉开工率创半年来新高 .....	14
图 16: 粗钢产量逐年增加，Q1 微降，Q2、Q3 景气度料提升 .....	14
图 17: 全球有望再次进入低油价时代。 .....	15
图 18: 我国原油内生需求强劲，连续四年保持 9% 以上增速 .....	15
图 19: 汽车保有量持续增加，将进一步拉动油、柴油消费 .....	15
图 20: 与前四大贸易伙伴进出口累计同比增速变动 .....	16
图 21: 新出口订单贸易指数变动 .....	16
图 22: 我国现行《港口收费计费办法》关于港口收费规定 .....	17
图 23: 国内主要港口集装箱吞吐量增速与出口金额“同频共振” .....	18
图 24: 干散货吞吐量受铁矿石补库存驱动，长期看，基建类投资力度决定铁矿石进口增速 .....	19
图 25: 国内港口货物吞吐量与国内和世界经济增速密切相关 .....	20
图 26: 当前港口板块估值处于十年来较低点 .....	20

表 1: 20Q1 港口板块上市企业营收、货物/外贸货物/集装箱吞吐量同比增速一览.....	5
表 2: 港口板块 20Q1 毛利率同比提升 2.01pct, 主业盈利能力有所改善.....	6
表 3: 港口板块企业经营活动现金流维持良好 .....	8
表 4: 20Q1 港口板块企业货币资金较 2019 年底增加 5% .....	9
表 5: 港口板块各企业存量债券规模 .....	10
表 6: 2019 年港口板块上市企业流动负债率同比下降 .....	11
表 7: 港口板块上市企业主要偿债能力指标变动 .....	12
表 8: 港口板块上市企业主要盈利能力指标变动 .....	13
表 9: 港口板块上市企业信贷评级总体保持良好 .....	13
表 10: 石化化工行业“十四五”规划研究报告（征求意见稿）相关指标 .....	18
表 11: 港口板块上市企业估值表（2020/5/8） .....	21

## 1. 一季度港口板块整体业绩如何？营收有下降，毛利率提升

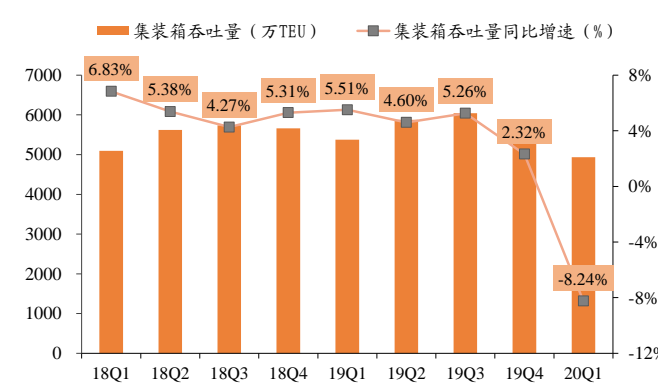
2020 年 Q1，我国沿海港口货物吞吐量同比下降 3.81%。其中，外贸货物吞吐量同比微增 0.62%，占总货物吞吐量 45.02%。分业务类型看，20Q1 集装箱业务吞吐量为 4935 万 TEU，同比下降 8.24%。根据测算，沿海港口集装箱单箱重约 11 吨，则 19Q1/20Q1 干散货、液体散货和杂货吞吐量合计分别约 15.67/15.34 亿吨，20Q1 同比下降 2.15%。

图 1：20Q1 沿海港口货物吞吐量同比下降 3.81%



资料来源：交通运输部，Wind，浙商证券研究所

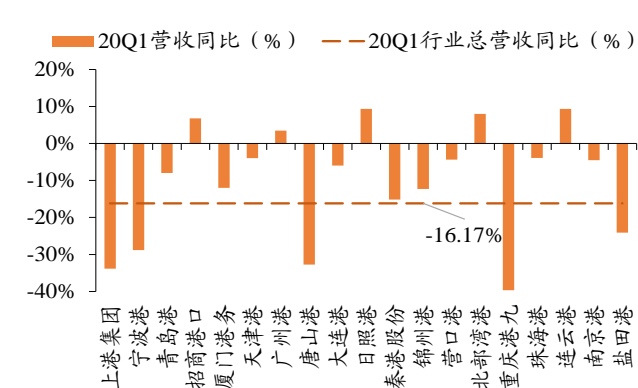
图 2：20Q1 沿海港口集装箱吞吐量同比下降 8.24%



资料来源：交通运输部，Wind，浙商证券研究所

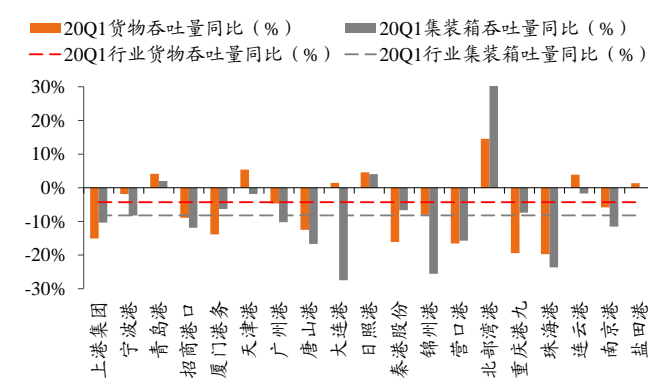
受吞吐量下降影响，20Q1 港口板块营收合计同比下降 16.17%。其中，上港集团等 14 家企业营收同比下降，招商港口、广州港、日照港、北部湾港、连云港等 5 家企业营收同比增长。板块内企业控股港所在母港货物吞吐总量同比下降 4.30%，其中，外贸货物吞吐量与 19Q1 基本持平，集装箱吞吐量同比下降 8.22%，导致集装箱业务所对应配套业务（装卸、物流）收入减少，造成总营收下降。

图 3：20Q1 港口板块营收合计同比下降 16.17%



资料来源：交通运输部，Wind，浙商证券研究所

图 4：20Q1 母港货物/集装箱吞吐总量同比下降 4.30%/8.22%



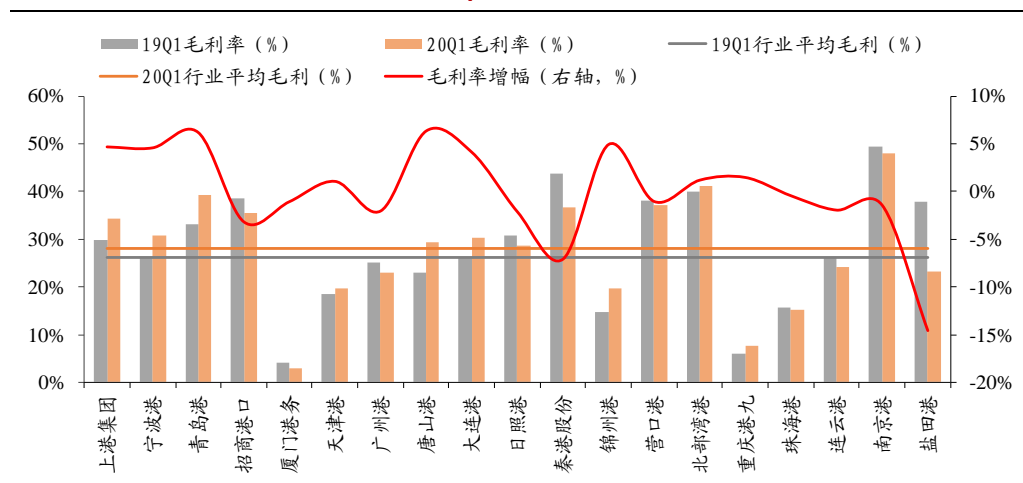
资料来源：交通运输部，Wind，浙商证券研究所

**表 1：20Q1 港口板块上市企业营收、货物/外贸货物/集装箱吞吐量同比增速一览**

企业	营收 (亿元)			货物吞吐量 (亿吨)			集装箱吞吐量 (万 TEU)		
	19Q1	20Q1	YoY	19Q1	20Q1	YoY	19Q1	20Q1	YoY
上港集团	81.59	53.99	-33.83%	16353	13888	-15.07%	1,041	933	-10.37%
宁波港	54.36	38.70	-28.80%	25517	25042	-1.86%	670	615	-8.21%
青岛港	31.39	28.89	-7.97%	13814	14387	4.15%	494	504	2.02%
招商港口	27.03	28.86	6.78%	5740	5228	-8.92%	605	533	-11.90%
厦门港务	32.03	28.19	-11.99%	5025	4330	-13.83%	269	252	-6.32%
天津港	28.18	27.07	-3.96%	10543	11112	5.40%	378	371	-1.85%
广州港	23.69	24.51	3.46%	14208	13548	-4.65%	528	474	-10.23%
唐山港	30.31	20.39	-32.72%	16187	14165	-12.49%	48	40	-16.67%
大连港	15.98	15.03	-5.96%	8137	8255	1.45%	211	153	-27.49%
日照港	12.95	14.16	9.33%	11374	11895	4.58%	99	103	4.04%
秦港股份	16.39	13.91	-15.16%	5366	4502	-16.10%	15	14	-6.67%
锦州港	13.86	12.16	-12.29%	2461	2264	-8.00%	43	32	-25.58%
营口港	12.02	11.49	-4.38%	6662	5560	-16.54%	140	118	-15.71%
北部湾港	10.45	11.28	7.97%	5621	6438	14.53%	70	92	31.43%
重庆港九	13.75	8.30	-39.65%	4122	3322	-19.41%	27	25	-7.41%
珠海港	6.16	5.92	-3.94%	3327	2670	-19.75%	55	42	-23.64%
连云港	3.40	3.71	9.35%	5856	6084	3.89%	119	117	-1.68%
南京港	1.70	1.62	-4.51%	5865	5522	-5.85%	78	69	-11.54%
盐田港	1.26	0.96	-24.08%	815	826	1.35%	1	2	100.00%
合计	416.51	349.14	-16.17%	166178	159038	-4.30%	4891	4489	-8.22%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

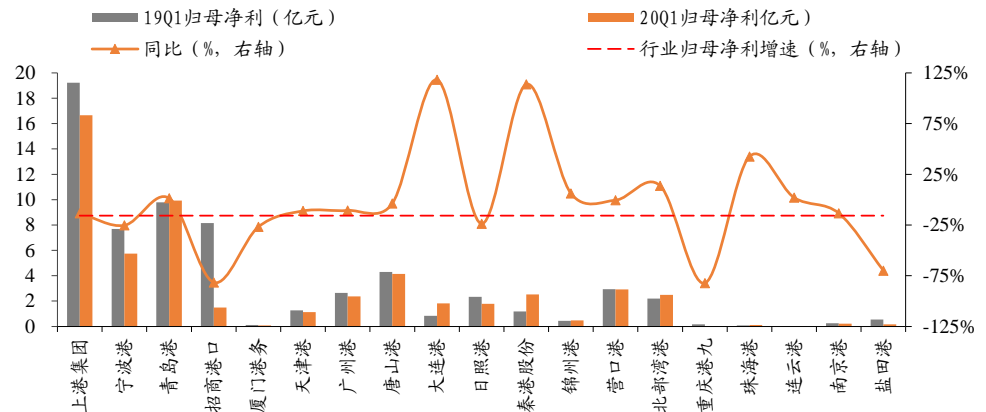
受收入结构变化影响，20Q1 港口板块总体毛利率提升至 28.16%，较 19Q1 毛利率 26.15% 提升 2.01 个百分点。营收排名前 10 企业有 6 家毛利率获得提升，其中唐山港和青岛港毛利率提升幅度分别为 6.35% 和 6.19%。因集装箱吞吐量减少导致低毛利率的物流代理业务营收减少，从而整体毛利率获得提升。

**图 5：20Q1 港口板块总体毛利率提升 2.01pct 至 28.16%**


资料来源：Wind，浙商证券研究所

20Q1，港口板块归母净利润为 54.13 亿元，较 19Q1 减少 15.65%。少数优质港口归母净利润仍有增长。其中青岛港归母净利润增加 1.46%，我们分析主要系毛利率高的液体散货业务贡献较多利润，导致利润稳增；大连港归母净利润增加 118.35%，主要系 20Q1 散杂货、拖轮业务量增加，同时偿还贷款使利息支出同比下降。部分港口归母净利润大幅降低。其中招商港口主要系投资收益较 19Q1 大幅减少、期间成本增加以及金融资产公允价值变动所致；盐田港主要因全资控股惠盐高速疫情期间免收通行费所致。

图 6：港口板块 20Q1 归母净利润同比下降 15.65%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：港口板块 20Q1 毛利率同比提升 2.01pct，主业盈利能力有所改善

企业	毛利率 (%)			归母净利润 (亿元)		
	19Q1	20Q1	增幅 (%)	19Q1	20Q1	YoY
上港集团	29.73%	34.41%	4.68%	19.22	16.67	-13.30%
宁波港	26.20%	30.78%	4.58%	7.69	5.74	-25.27%
青岛港	33.05%	39.24%	6.19%	9.78	9.93	1.46%
招商港口	38.55%	35.39%	-3.16%	8.15	1.50	-81.61%
厦门港务	4.08%	3.03%	-1.05%	0.12	0.09	-26.79%
天津港	18.59%	19.66%	1.07%	1.27	1.13	-11.04%
广州港	25.11%	23.08%	-2.03%	2.65	2.37	-10.58%
唐山港	23.03%	29.37%	6.35%	4.30	4.14	-3.65%
大连港	26.12%	30.23%	4.12%	0.83	1.82	118.35%
日照港	30.83%	28.71%	-2.12%	2.34	1.78	-23.68%
秦港股份	43.63%	36.57%	-7.06%	1.18	2.52	113.82%
锦州港	14.77%	19.70%	4.93%	0.45	0.48	6.19%
营口港	38.18%	37.14%	-1.04%	2.93	2.92	-0.46%
北部湾港	40.06%	41.26%	1.20%	2.19	2.49	13.69%
重庆港九	6.08%	7.56%	1.48%	0.16	0.03	-82.26%
珠海港	15.70%	15.26%	-0.44%	0.08	0.12	42.61%
连云港	26.10%	24.16%	-1.94%	0.03	0.03	2.05%
南京港	49.44%	48.01%	-1.43%	0.26	0.22	-13.36%
盐田港	37.86%	23.31%	-14.54%	0.55	0.16	-69.90%
合计	26.15%	28.16%	2.01%	64.17	54.13	-15.65%

资料来源：Wind，浙商证券研究所



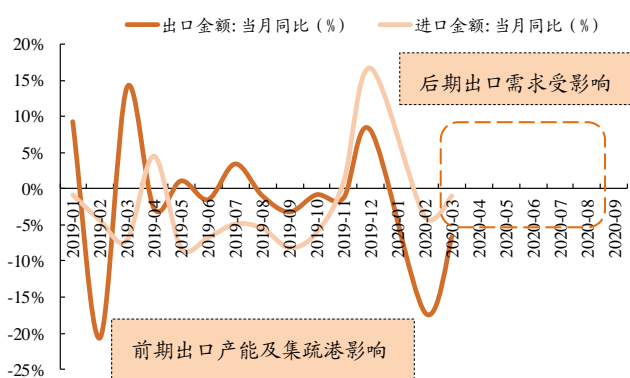
## 2. 新冠疫情对港口板块影响传导逻辑？前期集疏港影响，后期

### 看出口需求

新冠疫情的出现，对港口板块的影响传导可以分为前期、后期两个阶段：

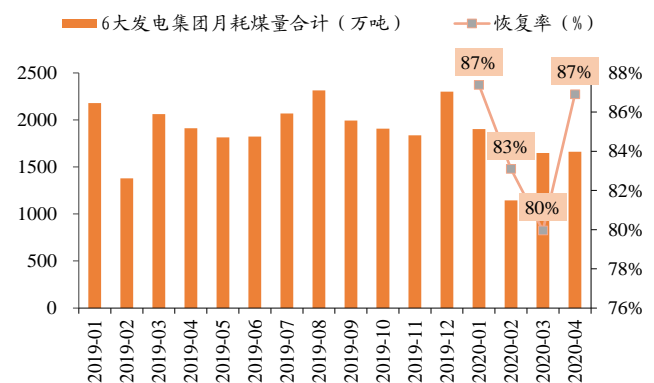
**第一阶段：前期影响出口产能及集疏港运力。**受国内新冠肺炎疫情影响，1月29日起，全国各省份均已启动重大突发公共卫生事件一级响应，以区县为单位，严格限制人员流动，工业企业处于半停产或完全停产状态，集疏港运力受到削弱。1-2月，我国出口同比下降17.11%，3月出口同比下降6.6%。此外，我们通过电厂煤耗量角度看，重点电厂煤耗量逐月提升，表明随着复工复产不断推进，工业生产已大幅恢复。

图 7：疫情前期影响出口产能、后期影响出口需求



资料来源：Wind，浙商证券研究所

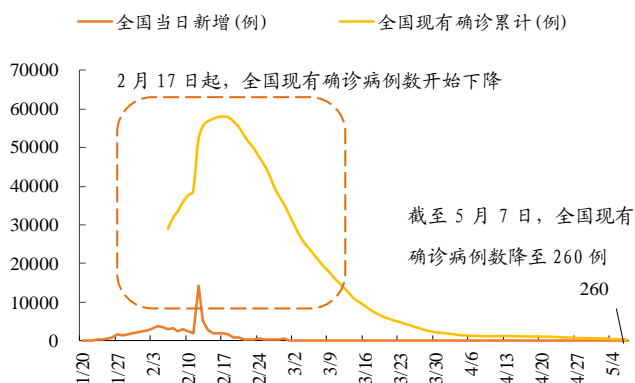
图 8：重点电厂耗煤量逐月回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

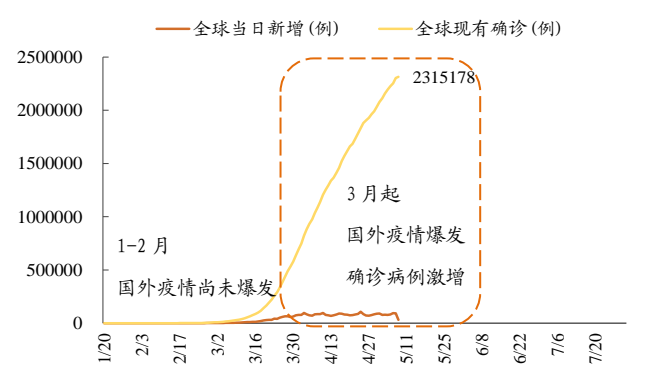
**第二阶段：后期出口需求受到影响。**5月8日，中共中央召开党外人士座谈会，会议判断目前新冠疫情发展最新形势：“境外疫情暴发增长态势仍在持续，我国外防输入压力持续加大，国内疫情反弹的风险始终存在。”我国出口主要受欧盟、美国和日本等发达经济体内部消费需求影响。当前海外疫情，尤其是美国疫情仍处于爆发增长期，Q2、Q3国内出口变动需密切关注上述地区疫情发展。

图 9：国内新冠疫情基本得到控制



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：海外疫情3月起进入爆发增长阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 港口行业信用风险是否释放？现金流整体良好，信用风险受影响不大

总体来看，港口板块企业经营活动现金流维持良好。2019 年，港口板块经营活动现金流量净额合计较 2018 年增幅为 12.14%，11 家港口企业保持正向增长，其中宁波港、青岛港和招商港口等头部企业经营活动现金流净额增速接近或超过 30%。20 Q1，港口板块经营活动现金流净额与 19Q1 基本持平，部分企业 Q1 经营活动现金净额为负值但数额较小，通过纵向对比，系因部分业务活动季节性特点引起，预计不影响全年总体表现。

**表 3：港口板块企业经营活动现金流维持良好**

经营活动产生的现金流量净额（亿元）							
港口	18A	19A	YoY	变动	19Q1	20Q1	变动
上港集团	57.10	61.73	8.11%	↑	-4.36	-2.00	↑
宁波港*	41.94	59.20	41.15%	↑	14.74	11.50	↓
青岛港	22.91	29.66	29.46%	↑	7.66	5.58	↓
招商港口	42.89	55.02	28.28%	↑	11.49	8.47	↓
厦门港务	2.25	6.38	183.61%	↑	3.33	-2.45	↓
天津港	19.55	18.62	-4.78%	↓	5.10	6.79	↑
广州港	34.19	26.56	-22.32%	↓	3.50	3.50	↑
唐山港	17.01	15.90	-6.52%	↓	0.73	2.93	↑
大连港	18.86	16.07	-14.81%	↓	0.34	1.39	↑
日照港	14.85	11.52	-22.44%	↓	2.48	1.78	↓
秦港股份	26.97	24.53	-9.04%	↓	6.30	5.87	↓
锦州港	5.36	6.82	27.28%	↑	0.26	1.90	↑
营口港	16.92	19.66	16.18%	↑	2.20	1.90	↓
北部湾港	18.31	15.52	-15.21%	↓	0.94	1.26	↑
重庆港九	4.95	5.91	19.42%	↑	1.29	0.36	↓
珠海港	3.79	3.05	-19.42%	↓	-1.18	-1.39	↓
连云港	-5.94	5.87	-	-	-1.85	1.59	↑
南京港	2.88	3.15	9.24%	↑	0.15	0.33	↑
盐田港	1.01	2.60	156.95%	↑	0.44	0.05	↓
行业合计	345.8	387.76	12.14%	↑	53.54	49.35	↓

资料来源：公司报告，Wind，浙商证券研究所

注：宁波港对应值已剔除子公司浙江省海港集团财务有限公司吸收存款净额、客户贷款及垫款净增加额影响。



当前港口板块企业货币资金较为充裕。20Q1 港口板块企业货币资金较 19A 增加 5%，而 19A 筹资活动现金流量净额为-279.37 亿元，较 18A 变动幅度较大，表明 2019 年板块内企业债务偿还力度加大。20Q1 短期借款较 19A 有所增加，一年内到期非流动负债基本持平，总体看，板块内企业短期负债增幅不大。

**表 4：20Q1 港口板块企业货币资金较 2019 年底增加 5%**

港口	货币资金（亿元）			筹资活动产生的现金流量净额（亿元）			短期借款（亿元）		一年内到期非流动负债（亿元）	
	2019	20Q1	增幅(%)	2018	2019	20Q1	2019	20Q1	2019	20Q1
上港集团	180.35	172.68	-4%	-42.63	-132.25	-0.44	0.56	0.00	40.99	46.92
宁波港	64.63	89.48	38%	-18.38	-25.67	-8.11	42.55	42.71	5.58	5.49
青岛港	68.46	107.64	57%	-37.54	-10.22	-1.87	1.29	1.94	2.36	2.41
招商港口	77.35	73.08	-6%	88.75	-12.34	40.19	94.39	149.91	61.04	52.91
厦门港务	10.08	4.61	-54%	1.84	5.28	-2.18	10.05	2.38	0.26	0.29
天津港	43.24	46.97	9%	-14.67	-15.95	-2.34	10.65	11.22	20.95	21.38
广州港	23.14	21.58	-7%	-9.06	8.40	4.18	24.69	27.03	0.46	1.09
唐山港	39.10	35.05	-10%	0.36	-8.12	-0.74	0.83	1.10	4.95	4.96
大连港	40.51	26.88	-34%	-20.04	-49.30	-2.35	4.98	6.48	4.01	4.70
日照港	10.12	7.47	-26%	3.29	6.62	-1.87	21.98	29.78	9.54	10.06
秦港股份	28.05	30.99	10%	-16.48	-14.95	-0.55	1.52	2.03	6.98	6.98
锦州港	5.44	11.55	112%	3.13	-4.48	3.70	31.06	31.37	14.20	19.36
营口港	30.15	27.97	-7%	-13.41	-21.77	-4.07	4.01	0.00	3.70	3.83
北部湾港	16.39	15.00	-9%	6.38	-2.03	-1.19	14.92	14.31	7.37	7.15
重庆港九	11.27	11.21	-1%	-8.04	-3.74	0.15	4.84	3.04	8.12	7.35
珠海港	12.03	18.62	55%	4.17	6.95	5.74	7.10	11.30	1.91	1.92
连云港	18.61	19.48	5%	-0.35	-3.43	-1.36	0.20	4.65	11.57	5.99
南京港	4.02	1.50	-63%	-2.89	-2.25	-0.83	1.50	1.50	1.90	1.39
盐田港	8.92	5.48	-39%	3.72	-0.12	0.98	0.00	0.50	0.73	0.57
行业合计	691.88	727.24	5%	-71.84	-279.37	27.05	277.09	341.25	206.62	204.75

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 5：港口板块各企业存量债券规模**

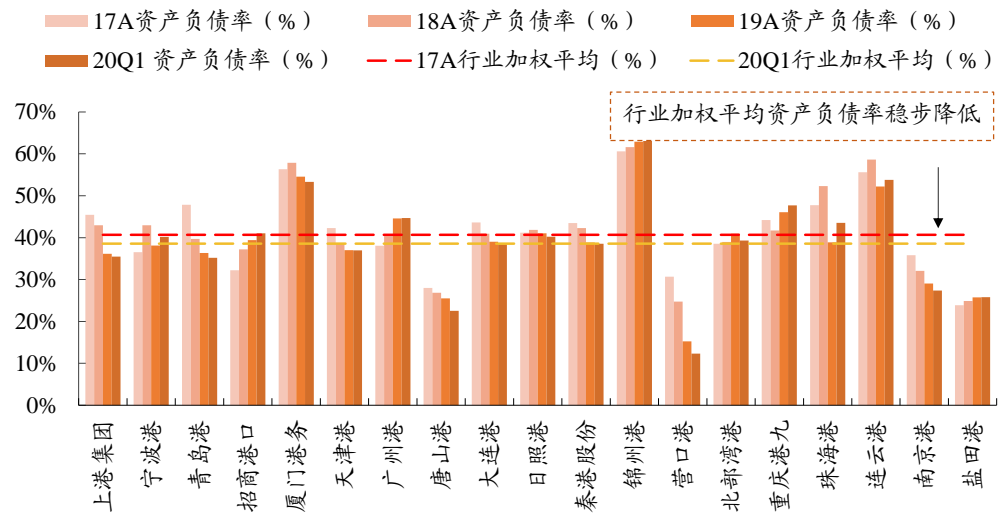
	债券简称	起息日期	到期日期	债券期限 (年)	债券余额 (亿元)	债券余额合计 (亿元)	20Q1 货币资金 (亿元)
上港集团	20 沪港务 SCP001 (超短融)	2020/3/13	2020/9/9	0.5	20.0	140.0 (年内到期)	172.7
	20 沪港务 SCP002	2020/4/1	2020/10/16	0.5	10.0		
	20 沪港务 SCP003	2020/4/24	2020/10/21	0.5	50.0		
	20 沪港务 SCP004	2020/4/30	2020/10/27	0.5	20.0		
	19 沪港务 CP002	2019/7/3	2020/7/3	1.0	20.0		
	19 沪港务 CP003	2019/7/5	2020/7/5	1.0	20.0		
	19 沪港务 MTN001 (中期票据)	2019/3/14	2022/3/14	3.0	40.0	67.2	
	19 沪港务 MTN002	2019/4/25	2024/4/25	5.0	20.0		
	16 上港 01 (企业债券)	2016/1/22	2021/1/22	5.0	6.9		
	16 上港 02	2016/6/2	2021/6/2	5.0	0.3		
宁波港	20 宁波港 SCP001	2020/4/16	2021/1/11	0.7	15.0	30.0	89.5
	20 宁波港 SCP002	2020/4/22	2021/1/17	0.7	15.0		
青岛港	16 青港 01	2016/3/18	2021/3/18	5.0	14.1	21.2	107.6
	16 青港 02	2016/6/8	2021/6/8	5.0	7.1		
厦门港	16 厦港 01	2020/2/26	2020/11/18	5.0	0.9	2.0	4.6
	16 厦港 02	2020/4/29	2020/10/26	5.0	1.1		
广州港	19 粤港 01	2016/6/27	2021/6/27	3.0	12.0	12.0	21.6
唐山港	15 唐山港 MTN001	2016/10/25	2021/10/25	5.0	2.0	2.0	35.1
大连港	18 大连港 MTN001	2019/5/16	2022/5/16	5.0	25.0	59.2	26.9
	11 大连港	2015/5/26	2020/5/26	10.0	23.5		
	17 连港 01	2018/8/3	2023/8/3	5.0	10.7		
日照港	17 日照 01	2011/5/23	2021/5/23	5.0	6.0	12.0	7.5
	18 日照 01	2017/4/27	2022/4/27	5.0	6.0		
锦州港	20 锦州港 MTN001	2017/10/25	2022/10/25	3.0	6.0	6.0	11.6
珠海港	20 珠海港股 SCP001	2018/5/10	2023/5/10	0.5	5.0	8.0	18.6
	20 珠海港股 SCP004	2020/3/25	2023/3/25	0.2	3.0		
	16 珠海债	2020/2/11	2020/8/9	5.0	6.0	6.0	
连云港	20 连云港港 SCP001	2020/4/28	2020/7/2	0.5	5	10.6	19.5
	15 连云港	2016/11/22	2021/11/22	5	5.6		
	19 连云港港 MTN001	2020/2/25	2020/8/23	3	4.5	4.5	
盐田港	16 盐港 01	2019/4/25	2022/4/25	5.0	3.0	3.0	5.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：上市公司口径

(1) 从资产负债率角度看：行业资产负债率稳步下降，从 2017 年 40.66% 降至 2020 年 Q1 的 38.57%，降幅为 2.09pct。从企业层面看，12 家企业资产负债率下降，其中青岛港和营口港 20Q1 资产负债率降幅超 12%，分别降至 35.2% 和 12.31%。

图 11：港口板块行业加权资产负债率总体上逐年降低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

债务结构方面，短期负债占比总体有所降低。11 家企业 2019 年流动负债率较 2018 年降低，债务结构进一步优化。其中营收排名前五头部企业中，4 家 2019 年流动负债率同比下降。

表 6：2019 年港口板块上市企业流动负债率同比下降

流动负债/负债总额							
企业	2018	2019	变动	企业	2018	2019	变动
上港集团	0.51	0.38	↓	秦港股份	0.36	0.30	↓
宁波港	0.76	0.71	↓	锦州港	0.66	0.60	↓
青岛港	0.68	0.57	↓	营口港	0.49	0.54	↑
招商港口	0.21	0.36	↑	北部湾港	0.57	0.58	↑
厦门港务	0.86	0.72	↓	重庆港九	0.49	0.44	↓
天津港	0.60	0.52	↓	珠海港	0.53	0.60	↑
广州港	0.46	0.37	↓	连云港	0.75	0.87	↑
唐山港	0.69	0.74	↑	南京港	0.56	0.35	↓
大连港	0.39	0.17	↓	盐田港	0.19	0.25	↑
日照港	0.55	0.57	↑				

资料来源：Wind，浙商证券研究所

(2) 从偿债能力指标看：港口板块总体偿债能力得到加强。2019 年，从短期偿债能力指标看，10 家企业经营活动净现金流与流动负债占比提升。从长期偿债能力指标看，16 家港口企业 EBITDA 利息保障倍数较 2018 年得到提升，10 家企业现金流量利息保障倍数较 2018 年得到提升，青岛港、上港集团、厦门港务、锦州港、营口港、连云港等 6 家企业上述 3 项指标均较 2018 年有所提升。

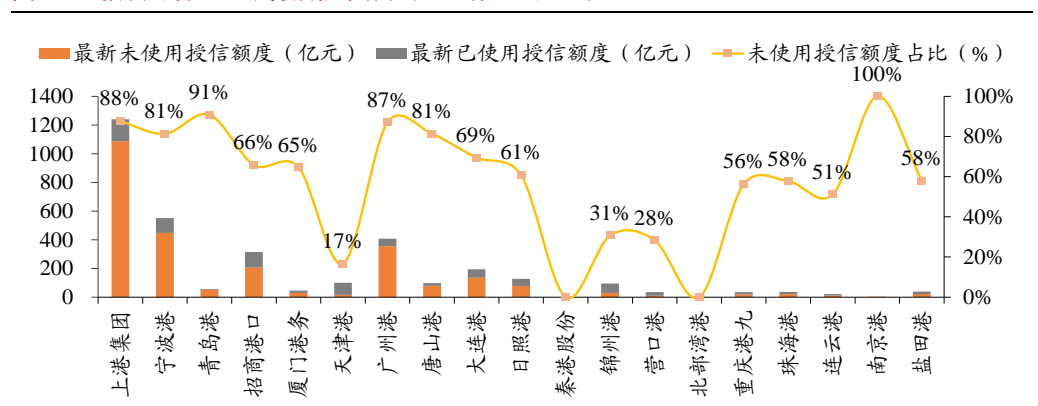
表 7：港口板块上市企业主要偿债能力指标变动

企业	现金流量利息保障倍数			经营活动产生的现金流量 净额/流动负债			EBITDA 利息保障倍数		
	2018	2019	变动	2018	2019	变动	2018	2019	变动
上港集团	3.75	5.29	↑	0.18	0.32	↑	8.35	9.93	↑
宁波港	15.82	0.45	↓	0.42	0.01	↓	10.43	12.46	↑
青岛港	10.97	13.27	↑	0.18	0.27	↑	18.43	18.88	↑
招商港口	2.56	2.59	↑	0.43	0.25	↓	2.72	1.35	↓
厦门港务	1.83	5.26	↑	0.05	0.17	↑	5.02	5.10	↑
天津港	4.76	4.38	↓	0.25	0.27	↑	5.14	5.41	↑
广州港	15.50	12.02	↓	0.72	0.56	↓	10.44	11.43	↑
唐山港	21.31	19.61	↓	0.39	0.34	↓	29.28	33.24	↑
大连港	2.94	2.38	↓	0.33	0.68	↑	3.27	3.50	↑
日照港	4.32	3.23	↓	0.30	0.21	↓	6.37	5.79	↓
秦港股份	7.66	7.23	↓	0.68	0.84	↑	7.27	7.35	↑
锦州港	1.26	1.30	↑	0.08	0.10	↑	2.13	2.17	↑
营口港	9.10	15.02	↑	0.86	1.56	↑	11.73	15.96	↑
北部湾港	7.22	6.68	↓	0.48	0.36	↓	7.19	9.34	↑
重庆港九	4.64	6.82	↑	0.30	0.24	↓	4.24	4.76	↑
珠海港	2.88	2.43	↓	0.20	0.14	↓	3.35	3.42	↑
连云港	-3.45	3.66	↑	-0.15	0.14	↑	2.17	2.56	↑
南京港	4.53	5.15	↑	0.34	0.00	↓	5.86	6.13	↑
盐田港	1.17	4.17	↑	0.21	0.37	↑	7.79	3.95	↓

资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前港口板块各企业银行授信余额充足。截至 5 月 8 日，行业内企业未使用授信额度合计 2602 亿元，占银行全部授信额度的 76.5%，间接融资渠道畅通。

图 12：板块内各企业银行授信余额充足（截至 5 月 8 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(3) 从盈利能力指标看：2019 年，头部港口企业盈利能力有所增强。行业整体毛利率与 2018 年基本持平，三费收入占比微增；投资收益占税前利润总额降低，表明港口板块主业规模有所加强。营收前 10 企业中，7 家 ROE 较 2018 年有所提升，其中青岛港 2019 年 ROE 达 13.22%，为 19 家上市港口企业之首。

表 8：港口板块上市企业主要盈利能力指标变动

企业	三费收入占比			毛利率			投资收益/税前利润总额			ROE		
	2018	2019	变动	2018	2019	变动	2018	2019	变动	2018	2019	变动
上港集团	11.44%	11.16%	↓	31.74%	30.71%	↓	43.45%	41.50%	↓	14.17%	11.50%	↓
宁波港	9.68%	9.40%	↓	24.50%	23.60%	↓	26.18%	15.76%	↓	7.72%	8.65%	↑
青岛港	2.75%	2.73%	↓	30.88%	32.76%	↑	30.60%	29.11%	↓	14.22%	13.22%	↓
招商港口	29.84%	28.42%	↓	40.85%	36.91%	↓	109.78%	42.74%	↓	3.68%	8.69%	↑
厦门港务	2.52%	2.66%	↑	3.75%	4.12%	↑	-1.18%	14.27%	↑	0.94%	2.81%	↑
天津港	11.75%	12.20%	↑	19.21%	20.50%	↑	47.89%	36.53%	↓	3.41%	3.75%	↑
广州港	12.67%	12.15%	↓	25.23%	22.92%	↓	13.32%	8.80%	↓	5.83%	6.60%	↑
唐山港	5.19%	4.96%	↓	20.72%	21.64%	↑	22.99%	18.35%	↓	10.63%	10.81%	↑
大连港	14.50%	18.66%	↑	23.88%	29.96%	↑	32.04%	31.41%	↓	2.88%	3.88%	↑
日照港	8.87%	9.16%	↑	27.46%	24.99%	↓	2.56%	7.69%	↑	5.89%	5.48%	↓
秦港股份	22.49%	23.63%	↑	41.55%	42.82%	↑	8.37%	17.12%	↑	5.94%	6.53%	↑
锦州港	10.62%	10.29%	↓	12.04%	12.71%	↑	21.99%	19.61%	↓	3.95%	2.67%	↓
营口港	8.55%	7.41%	↓	36.83%	34.79%	↓	6.17%	7.48%	↑	8.92%	8.44%	↓
北部湾港	13.65%	12.04%	↓	36.95%	38.86%	↑	-0.50%	-0.40%	↑	8.10%	10.54%	↑
重庆港九	4.56%	6.46%	↑	7.27%	8.62%	↑	4.05%	2.93%	↓	3.74%	3.52%	↓
珠海港	14.70%	11.71%	↓	19.17%	15.89%	↓	47.53%	53.57%	↑	6.01%	5.51%	↓
连云港	28.81%	25.19%	↓	26.58%	26.69%	↑	188.79%	91.67%	↓	0.11%	0.21%	↑
南京港	23.90%	24.84%	↑	48.32%	47.95%	↓	31.06%	12.78%	↓	6.59%	4.96%	↓
盐田港	27.42%	24.43%	↓	56.41%	42.69%	↓	79.49%	72.57%	↓	6.92%	5.20%	↓
行业平均	11.13%	11.27%	↑	25.70%	25.55%	↓	39.93%	31.44%	↓	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

港口板块公司信贷评级总体保持良好。19 家港口企业中，7 家获 AAA 评级，2 家母公司获得 AAA 评级、5 家获 AA+ 评级，4 家获 AA 评级。

表 9：港口板块上市企业信贷评级总体保持良好

企业	评级对象	评级日期	等级	评级展望	企业	评级日期	等级	评级展望
上港集团	主体评级	2019/12/30	AAA	稳定	秦港股份	2019/7/26	AAA	稳定
宁波港	主体评级	2019/6/26	AAA	稳定	锦州港	2020/4/21	AA	稳定
青岛港	主体评级	2020/4/26	AAA	稳定	营口港	2019/5/24	AA+	稳定
招商港口	主体评级	2019/9/25	AAA	稳定	北部湾港	2020/2/26	AAA	稳定
厦门港务	主体评级	2019/5/14	AA-	稳定	重庆港九	2017/5/31	AA	稳定
天津港	主体评级	2017/6/22	AAA	稳定	珠海港	2019/8/9	AA+	稳定
广州港	主体评级	2019/5/22	AAA	稳定	连云港	2019/6/20	AA	稳定
唐山港	主体评级	2019/9/20	AA+	稳定	南京港	2017/6/2	AA	稳定
大连港	主体评级	2019/6/24	AAA	稳定	盐田港	2019/5/17	AA+	稳定
日照港	主体评级	2020/4/29	AA+	稳定				

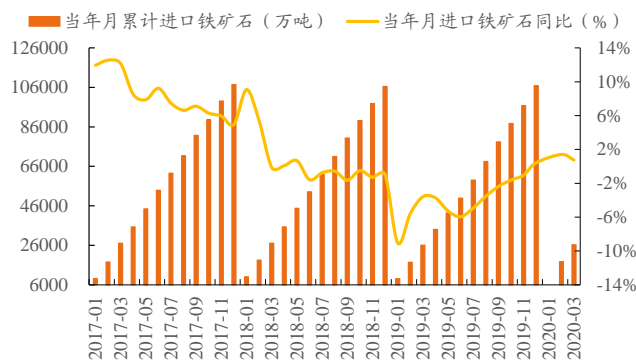
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 二、三季度板块业绩是否可以预期边际改善？干散及原油向好，集装箱关注外贸

### (1) 干散货吞吐量看铁矿石港口补库存

供给端，随着世界铁矿石产能恢复，铁矿石进口结束走弱，20Q1 实现正增长。受 2019 年 1 月淡水河谷矿难减产影响，19H1 我国铁矿石进口同比下降，2019 年 5 月下旬起，国内铁矿石港口库存进入下降周期，下半年进入补库存阶段，铁矿石进口量同比增加，全年进口量与 2018 年持平。20Q1 进口量延续增长态势，铁矿石进口累计同比增加 0.70%。

图 13：铁矿石进口结束走弱趋势，20Q1 实现增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：2019 年下半年至今，国内铁矿石港口库存处于低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

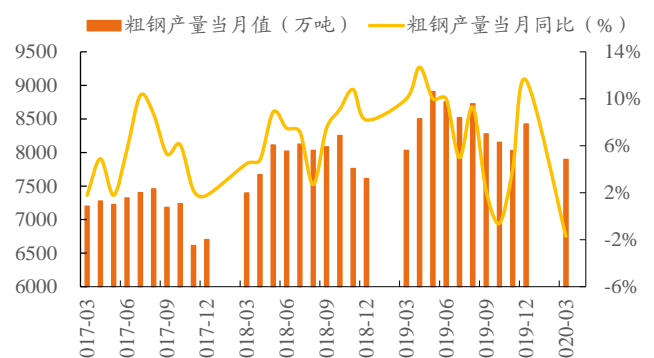
需求端，钢厂产能恢复，低库存叠加高需求，20Q2、Q3 铁矿石进口料将带动干散货吞吐量提升。产能端看，随着新冠疫情基本得到控制，2020 年 4 月，全国 167 座高炉开工率达 68.65%，突破 2 年均线，达到半年来高点。产量端看，2017-2019 年全国粗钢产量年复合增速为 7.14%，20Q1 尽管受疫情影响，粗钢产量同比仅降低 1.70%。近期铁矿石港口库存进一步降低，截至 4 月 30 日，铁矿石港口库存仅 1.16 亿吨，仅为去年同期值 86.20%。我们预计，20Q2、Q3 铁矿石进口将提速，有望带动干散货吞吐量增加。

图 15：2020 年 4 月全国高炉开工率创半年来新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：粗钢产量逐年增加，Q1 微降，Q2、Q3 景气度料提升



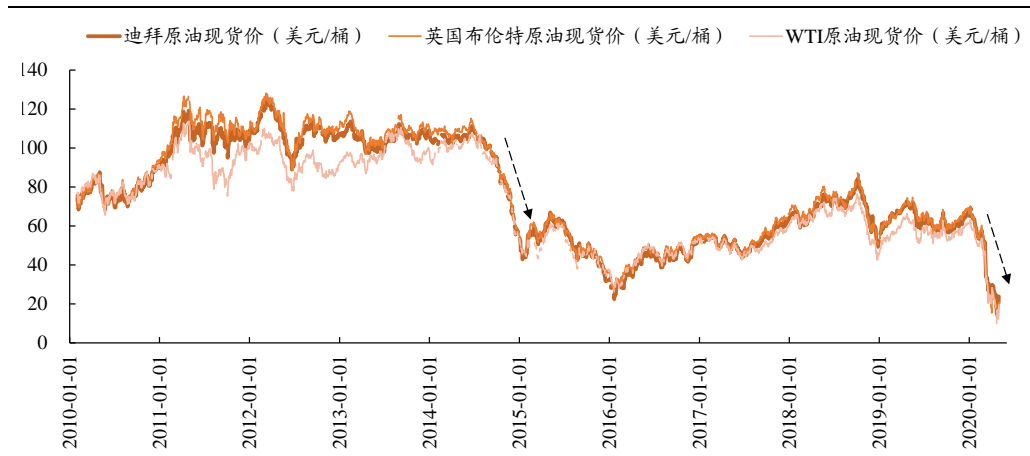
资料来源：Wind，浙商证券研究所



## (2) 原油吞吐量基于低油价叠加内生需求增长驱动

全球低油价时代有望再次开启。受前期 OPEC+减产协议“落空”、疫情带来需求下滑和资本市场避险情绪放大等三重利空因素影响，国际油价自 3 月以来不断探底，全球有望再次进入低油价时代。

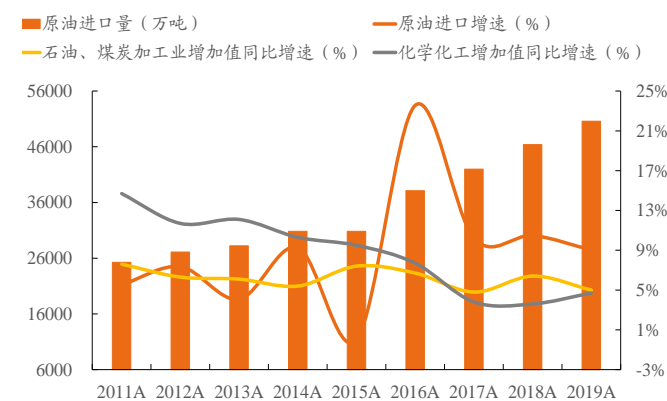
图 17：全球有望再次进入低油价时代。



资料来源：浙商证券研究所

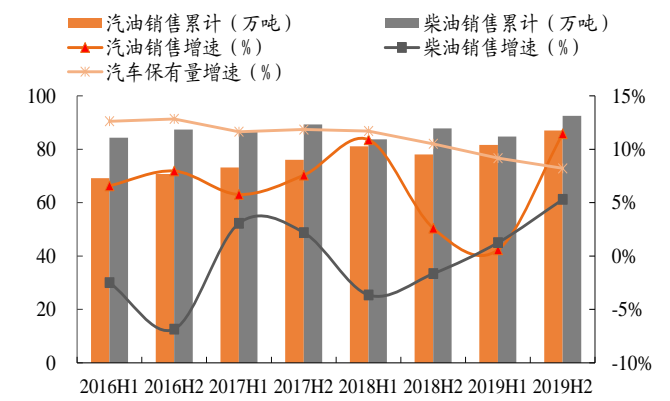
国内原油内生需求强劲，Q2、Q3 原油吞吐量有望迎来新高。从工业部门看，国内石化相关产业工业增加值保持稳健增长，内生需求强劲，原油进口量已连续 4 年保持 9% 以上增速，2019 年全年原油进口量达 5.06 亿吨。此轮降价，预计相关工业部门将把握低油价“红利”，扩大进口量。从居民部门看，城市化率处于不断推进，社会机动车保有量增速近两年略有放缓，但高基数下稳健增长仍带来可观增量。4 月 28 日，国家发改委等 11 部门联合印发《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，从政策端鼓励汽车消费。预计 2020 年汽车保有量增速将企稳，进一步带动汽油、柴油消费。

图 18：我国原油内生需求强劲，连续四年保持 9% 以上增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：汽车保有量持续增加，将进一步拉动油、柴油消费

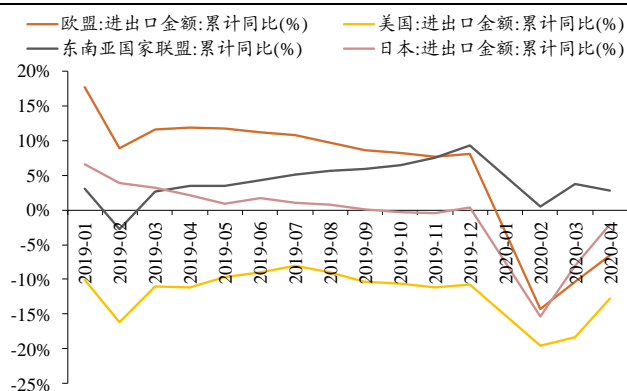


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### (3) 集装箱吞吐量关注外贸变动

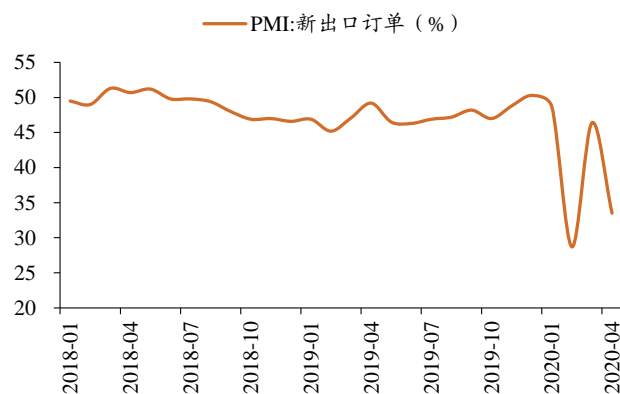
关注海外新冠疫情发展，Q2、Q3 集装箱吞吐量密切关注外贸变动。从外贸对象层面看，前四大贸易伙伴中，与东盟进出口总额累计同比增速 1-2 月放缓，随着疫情防控形势好转，3 月触底反弹至 3.9%，4 月累计同比增速小幅放缓至 2.8%；与欧盟、日本进出口总额 1-2 月累计同比大幅下滑，3 月降幅收窄；1-3 月，与美国进出口总额累计同比降幅均超 20%。4 月，与欧盟、美国和日本进出口累计同比跌幅较 3 月大幅收窄，主要由 4 月出口同比增幅 3.5% 带动所致。出口订单方面，3 月 PMI 新出口订单指数上升至 46.4%，4 月该指数再度下探，接近 2 月低点，外需弱于内需得以验证。20Q2、Q3，我国集装箱吞吐量主要取决于上述国家和地区疫情发展态势，建议密切关注外贸变动情况。

图 20：与前四大贸易伙伴进出口累计同比增速变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：新出口订单贸易指数变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5. 港口收费如何定价？多费种不同定价方式

我国现行港口业务收费采用“多费种不同定价”的方式。为降低制造企业物流成本，2018年、2019年，交通运输部会同国家发改委先后两次完善和规范港口收费标准。现行《港口收费计费办法》于2019年4月1日起生效，收费项目共分3大类11小项，其中政府定价、政府指导价的4项收费—货物港务费、港口设施保安费、引航（移泊）费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低15%、20%、10%和5%。受此次降费影响，港口板块上市企业19Q2营收增速有所下降。2020年，随着港口收费边际向好，基于2019年低基数，我们预计降费对港口行业营收影响将得到较大幅度改善。

图 22：我国现行《港口收费计费办法》关于港口收费规定

3大类	11小项	释义	收费依据
政府定价 (按标执行)	货物港务费	经由港口吞吐的货物及集装箱，由具体负责维护和管理防波堤、航道、锚地等港口基础设施的单位向货方或其代理人收取货物港务费	《港口收费计费办法》 计费附表
	港口设施保安费	经由港口吞吐的外贸进出口货物及集装箱的进、出港港口设施保安费	
	引航（移泊）费	引领国际、国内航线船舶在港内移泊的引航费	
	拖轮费	船舶靠离泊使用拖轮和引航或移泊使用拖轮的费用	
政府指导价 (上限范围以内， 企业自主定价)	停泊费	船舶在港口码头、浮筒停泊的费用	
	围油栏使用费	船舶按规定使用围油栏所需支付的费用	
	港口作业包干费使用费	为货物及集装箱提供港口装卸等劳务性作业收费为客运和旅游船舶提供港站使用等服务收费	
市场调节价 (企业自主定价)	库场使用费	货物及集装箱在港口仓库、堆场堆存，或经港口经营人同意在港口库场进行加工整理、抽样等费用	按“办法”收取，可增项或减项但不得单独设立收费项目另行收费
	船舶供应服务费	为船舶提供供水（物料）、供油（气）、供电等供应服务的费用	由港口经营人自主制定
	船舶污染物接收处理服务费	为船舶提供垃圾接收处理、污油水接收处理等船舶污染物接收处理服务的费用	水、油、气、电价格按照国家规定价格政策执行
	理货服务费	受托对货物进行计数、检查货物残损、指导装舱积载、制作有关单证等工作 and 整理检查货物的费用	由港口经营人自主制定

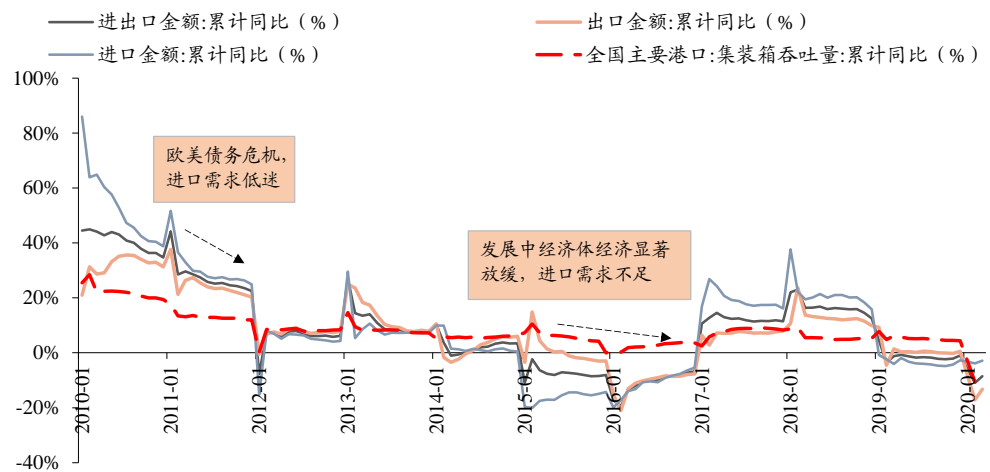
资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

## 6. 长期看港口行业成长性如何？基于经济增长，成长来自量增驱动

长期看，费率增长空间有限，行业成长性主要受量的驱动。

1) **集装箱：主要受外贸出口增速驱动。**2010 年至今，除现阶段疫情影响外，我国集装箱吞吐量月累计同比增速曾两次接近“零增长”，分别出现于 2012 年和 2016 年。2012 年，受债务危机后续影响，欧美地区经济复苏再度失速，进口需求低迷，拖累我国外贸出口。2016 年，以俄罗斯、巴西等国为代表的发展中经济体经济增速显著放缓，进口需求低迷，加之我国劳动密集型产品出口分化因素影响，集装箱吞吐量增速下滑。

图 23：国内主要港口集装箱吞吐量增速与出口金额“同频共振”



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) **原油：受国内工业部门原油内生需求驱动。**根据前文分析，受益于国内石化产业工业增加值保持稳健增长，原油进口量已连续 4 年保持 9% 以上增速。2019 年 11 月，石油和化学工业规划院在北京召开《石化化工行业“十四五”规划研究报告》征求意见会，提出石化化工行业“十四五”规划研究报告（征求意见稿），部分预测数据如下：2019~2025 年，石化和化工行业主营业务收入年均增速在 5%~5.5%，到 2025 年达 15 万亿~16 万亿元。预计未来一段时期，受石化和化工行业增长驱动，原油进口量将保持稳健增长。

表 10：石化化工行业“十四五”规划研究报告（征求意见稿）相关指标

序号	指标	数值	序号	指标	数值
石化和化工行业主营业务收入					
1	年均增速	5%~5.5%	2	规模（2025 年）	15~16 万亿元
产业规模（2025 年）					
1	炼油	9.3 亿吨	2	PVC 聚氯乙烯	2700 万吨
3	乙烯	5000 万吨	4	PX（对二甲苯）	4500 万吨

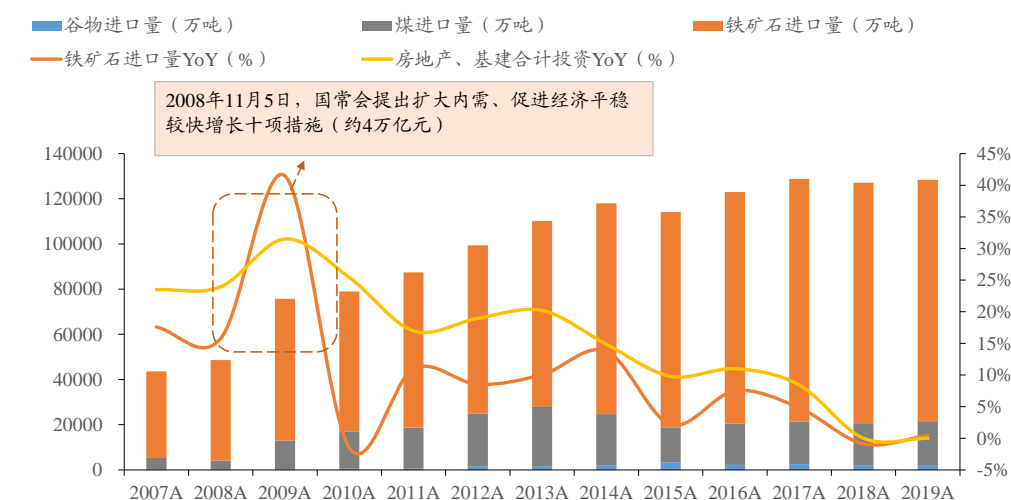
资料来源：中国石化新闻网，浙商证券研究所

3) 干散货：受铁矿石等大宗干散货补库存驱动。从货种看，国内干散货进口主要分为铁矿石、煤炭、谷物三类，其中铁矿石占比多年稳定在 80%以上，铁矿石进口量直接影响各大港口干散货吞吐量。

房地产、基础设施投资增速影响钢产量增速，进而传导影响铁矿石进口量增速。

4月17日召开的中央政治局提出：“以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资”。从 2008-2009 年投资大幅拉动铁矿石进口看，若未来一段时期新、老基建投资联合发力，今、明两年铁矿石进口量有望迎来新高。

图 24：干散货吞吐量受铁矿石补库存驱动，长期看，基建类投资力度决定铁矿石进口增速

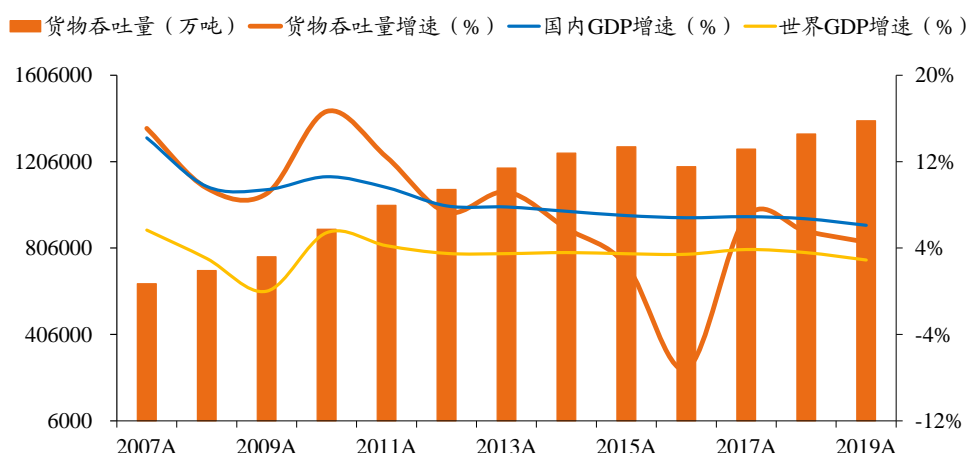


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 7. 如何看待港口行业合理估值？从多角度，10-15 倍 PE

长期看，港口板块整体发展受益于经济发展和贸易增长。随着国内经济发展进入新常态，世界经济增速趋于平稳，国内港口吞吐量进入稳健发展区间，总体将保持平稳增长。2019 年，国内经济增速从 6.7% 回落 0.6pct 至 6.1%，世界经济增速从 3.58% 回落 0.68pct 至 2.9%，相应地，国内港口货物吞吐量增速从 5.54% 回落 1pct 至 4.54%。

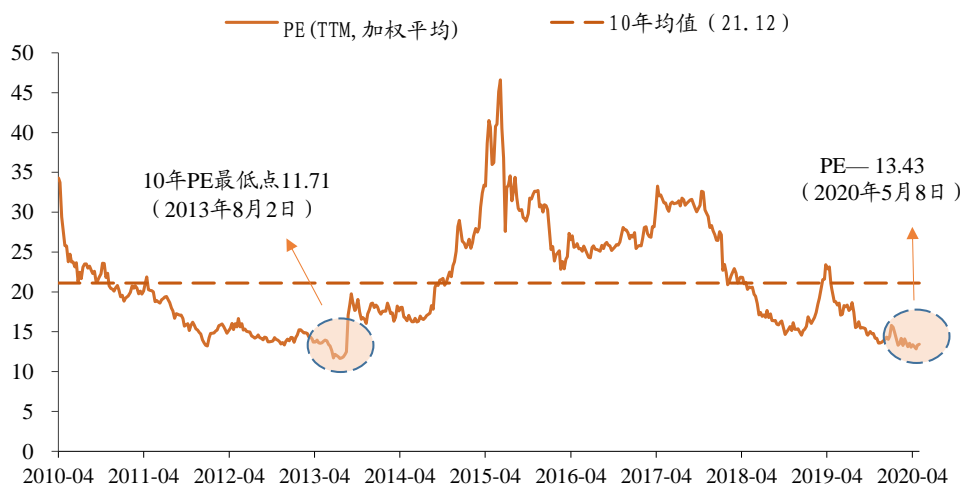
图 25：国内港口货物吞吐量与国内和世界经济增速密切相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前港口板块估值处于十年来较低水平。以 2020 年 5 月 8 日收盘价看，港口行业加权平均 PE (TTM) 为 13.43 倍，而 2017-2019 年行业 PE (TTM) 分别为 26.5 倍、15.1 倍、14.3 倍。我们从三方面考虑：1) 历史角度，2018 年、2019 年板块估值受贸易等情绪影响剔除概念炒作影响，相对合理；2) 港口短期受吞吐量驱动仍有稳健增长，长期可叠加提价驱动，增速有释放空间；3) 当前港口处于建设期末，未来有 ROE 及现金流提升空间。综上我们认为合理估值区间应在 10-15 倍 PE。

图 26：当前港口板块估值处于十年来较低点



资料来源：Wind，浙商证券研究所



## 8. 二季度投资建议？关注外贸情况，关注低估值港口

**建议一：液体散货及干散货增长确定相对较高，集装箱关注外贸情况。**

**液体散货：**原油受国内工业部门原油内生需求驱动。原油进口量已连续 4 年保持 9% 以上增速。预计 20Q2 进口增速将保持稳健。**干散货：**受铁矿石等大宗干散货补库存驱动。供给端，铁矿石进口结束走弱，20Q1 实现正增长。需求端，钢厂产能恢复，低库存叠加高需求，20Q2、Q3 铁矿石进口将带动干散货吞吐量提升。集装箱取决于海外疫情发展和主要贸易伙伴国进口需求变动，具有一定不确定性，建议继续关注外贸情况。

**建议二：个股成长性主要看产能扩充、腹地经济发展潜力。建议关注低估值青岛港。**

**产能扩充：**全自动化码头释放产能，长期看好集装箱业务。2019 年 11 月，青岛港全自动化码头二期投产运营，全年完成集装箱吞吐量 2101 万 TEU，同比增长 8.8%。**建成、拟建一批原油输储项目，液体散货产能预计持续扩张。**

**腹地经济发展：**腹地经济发展势头良好。山东、江苏、河北、山西及河南为青岛港辐射范围，2019 年 GDP 合计约占全国总量的 30%。上合组织地方经贸合作示范区、山东自贸区等政策利好叠加释放。

**盈利能力强、低估值：**2019 年，青岛港 ROE 为 13.22%，排名港口板块 19 家企业第一。以 2020 年 5 月 8 日收盘价看，青岛港 PE (TTM) 仅为 9.8 倍，行业加权平均 PE (TTM) 为 15.8，青岛港当前估值相较行业均值大幅偏低。

表 11：港口板块上市企业估值表（2020/5/8）

证券代码	证券简称	市值亿元 2020/05/08	PE				PB (LF)	ROE 2019A
			2019A	(TTM)	2020E	2021E	2022E	
600018.SH	上港集团	969	11	11	11	10	9	11.50%
601018.SH	宁波港	449	15	14	15	13	-	8.65%
<b>601298.SH</b>	<b>青岛港</b>	<b>355</b>	<b>12.1</b>	<b>9.8</b>	<b>9.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>	<b>13.22%</b>
001872.SZ	招商港口	258	11	12	23	20	17	8.69%
000905.SZ	厦门港务	38	54	45	-	-	-	2.81%
600717.SH	天津港	109	20	19	19	17	17	3.75%
601228.SH	广州港	201	32	24	-	-	-	6.60%
601000.SH	唐山港	137	9	8	8	7	7	10.81%
601880.SH	大连港	168	42	27	-	-	-	3.88%
600017.SH	日照港	76	14	13	11	11	11	5.48%
601326.SH	秦港股份	140	24	14	-	-	-	6.53%
600190.SH	锦州港	57	22	35	-	-	-	2.67%
600317.SH	营口港	139	13	14	-	-	-	8.44%
000582.SZ	北部湾港	157	17	15	12	10	8	10.54%
600279.SH	重庆港九	43	36	29	-	-	-	3.52%
000507.SZ	珠海港	47	33	21	24	18	16	5.51%
002040.SZ	南京港	30	25	24	-	-	-	4.96%
000088.SZ	盐田港	86	26	27	-	-	-	5.20%
加权平均			17.9	15.8	13.7	12.2	10.9	1.05

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 风险提示

- 1、全球新冠疫情持续时间超预期。
- 2、吞吐量增速不及预期。
- 3、基建投资增速不及预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn