



# 港口行业专题报告：从财务指标出发看港口分红提升潜力

2025 年 8 月 1 日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

## 投资摘要：

随着我国进入降息周期，高股息板块越发受到市场重视。港口作为成熟的基建类资产，拥有较为充沛的经营净现金流。2015 年交通运输部印发《区域港口发展一体化试点方案》，通过区域港口资源整合，遏制了港口间的无序竞争，提升了核心港口的区域垄断性，港口盈利的稳定性与可持续性明显提升。我们认为港口板块已经初步具备了高股息板块的特点，因此本文希望从财务指标角度分析板块是否具备在现有基础上继续提升分红的潜力。

### 港口板块弱周期+强现金流的特点使其具备成为高股息板块的可能

个股或板块实现高股息的前提是现金流足够稳定。港口作为成熟的弱周期基建类板块，盈利与现金流的稳定性较强，板块个股也具备较强的分红意愿。A 股港口板块整体的股利支付比例一直稳定在 30% 以上，且 22 年以来港口板块的分红比例有较明显抬升的趋势，股息率指标稳步上行，目前行业整体股息率水平在 3% 左右。行业从分红指标上看已经初步具备高股息板块的特质。

### 当前行业资本开支高是制约企业分红的重要因素，但开支有望逐渐过峰

我们认为当前制约港口板块继续提升分红比例的最主要因素是资本开支因素。2021 到 2023 年间，港口板块迎来了一波非常集中的资本开支高峰，其中集装箱装卸为主的港口资本开支普遍提升，一方面是为了弥补之前 5 年产能低增长的缺口，一方面是应对未来集装箱航运的需求增长。

同时也可以观察到，在连续 3 年的高额开支之后，2024 年行业资本开支有较明显收缩，我们认为这是行业资本开支逐步过峰的信号。本轮资本开支期过后，预计行业产能将较为充裕，后续开支规模会有所缩减，这对于分红能力的提升有较大帮助。

### 当前资本开支水平下行业分红提升空间有限，但若资本开支过峰则具备较大潜力

我们从财务指标角度考虑港口未来是否具备提升分红的潜力，主要计算港口目前分红金额占其自由现金流的比例，该比例越高，则潜力越小；若占比很低，则说明企业现金流充裕，具备提升分红的潜力。

通过分析，我们认为，由于当前行业资本开支水平较高，港口企业继续提升分红的空间较为有限，但若后续资本开支降至较低水平，则大部分企业的现金流可以支持企业进一步提升分红比例。

**投资建议：**当前港口板块的分红情况与 16-18 年期间的高速公路板块存在一定的相似性。18 年之后随着各家高速公路公司核心路产改扩建完成，资本开支过峰，多家公司大幅提升了分红比例。

22 年之后，港口企业对分红越发重视。我们认为对于高股息板块较为关注的投资者，可以重点关注资本开支有下降趋势，现金流较为充裕，且当前分红比例还不高的港口个股。

我们从财务指标角度对行业个股进行了筛选，通过计算各企业历年来“分红金额与理论自由现金流的比值”，可以发现当前股息率 2% 以上的港口中，上港集团、招商港口、盐田港、天津港、日照港、秦港及港股的中远海运港口在过去 4 年中有至少 3 年该指标低于 50%。从这一角度看，这些港口企业若资本开支回归较低水平，则提升分红的潜力会较大。

需要说明的是，本分析单纯从财务角度出发，并未考虑企业后续发展规划带来的影响，因而结论也只是一个较为片面的结论，在此仅供参考。

**风险提示：**行业需求受宏观经济及国际局势的影响超预期；行业资本开支体量超预期；单纯财务分析导致的片面性等。

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

## 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1. 弱周期+强现金流的港口板块具备高股息的潜力 .....               | 4  |
| 1.1 港口板块弱周期+强现金流的特点使其具备高股息的潜力 .....          | 4  |
| 1.2 港口板块现金分红持续提升，初步具备高股息特质 .....             | 6  |
| 2. 资本开支高是制约企业分红的重要因素，但开支有望逐渐过峰 .....         | 8  |
| 3. 从财务指标角度衡量港口分红潜力 .....                     | 10 |
| 3.1 现金流入重点考量经营净现金流和投资收益的现金分红部分 .....         | 10 |
| 3.2 现金流出主要包括资本开支，财务费用与所得税，主要变量为资本开支 .....    | 12 |
| 3.3 若后续行业资本开支进入下行期，则部分港口具备提升分红的潜力 .....      | 13 |
| 4. 当前港口板块的分红情况与 16-18 年左右的高速公路板块有一定相似性 ..... | 16 |
| 5. 风险提示 .....                                | 17 |
| 相关报告汇总 .....                                 | 18 |

## 插图目录

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 港口集装箱吞吐量持续增长 .....                                        | 4  |
| 图 2： 港口货物吞吐量持续增长 .....                                         | 4  |
| 图 3： 港口板块净利润较为稳定，经营净现金流明显高于净利润（单位：亿元） .....                    | 5  |
| 图 4： 港口板块货币资金储备较为充裕，现金比率位于较高水平（单位：亿元） .....                    | 5  |
| 图 5： 港口板块各公司现金比率一览，可以看出大部分企业现金储备较为充裕 .....                     | 6  |
| 图 6： A 股港口板块现金分红持续提升 .....                                     | 6  |
| 图 7： 长期看 A 股港口板块股息率稳中有升（单位：%） .....                            | 6  |
| 图 8： A 股上市公司 16 年与 24 年分红金额对比（2016*为计入了青岛港和秦港后的数值，单位：亿元） ..... | 7  |
| 图 9： A 股港口板块重点公司股息率（以 24 年分红金额计算）能达到 3.5% 左右，港股股息率普遍更高 .....   | 7  |
| 图 10： 21-23 年行业资本开支显著提升（亿元） .....                              | 8  |
| 图 11： 以集装箱装卸为主的港口开支较高，干散货港口则相对较低（以 21-24 年开支总额降序，单位：亿元） .....  | 8  |
| 图 12： 集装箱船运力持续提升，订单运力比位于高位 .....                               | 9  |
| 图 13： 集装箱船在手订单量位于高位 .....                                      | 9  |
| 图 14： 以“资本开支减去折旧摊销”作为指标（扣除替换性开支），可以看出港口资本开支逐渐过峰（单位：亿元） .....   | 9  |
| 图 15： 行业经营净现金流稳定性较高，市值与经营净现金流的比值整体较低（单位：亿元） .....              | 10 |
| 图 16： 各公司指标修正数值（采取 3 年平均值） .....                               | 11 |
| 图 17： 部分港口企业投资收益占净利润的比重较高 .....                                | 11 |
| 图 18： 不同企业投资收益中现金分红所占的比例差异较大 .....                             | 12 |
| 图 19： 港口行业财务费用体量不大，且行业整体借贷成本较低（单位：亿元） .....                    | 12 |
| 图 20： 行业所得税费用随行业营业利润增长而逐步提升，整体波动性不大（单位：亿元） .....               | 13 |
| 图 21： 长期看，资本开支是港口行业现金流出变化的决定性因素（单位：亿元） .....                   | 13 |
| 图 22： 港口企业历年分红金额一览（单位：亿元） .....                                | 14 |
| 图 23： 通过财务指标计算简化的自由现金流（单位：亿元） .....                            | 14 |
| 图 24： 通过计算现金分红占简化自由现金流的比例，我们可以判断港口公司是否具备提升分红的潜力 .....          | 15 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 25： 若假设资本开支降至与折旧摊销持平，则行业中大部分公司具备继续提升分红的潜力 .....         | 15 |
| 图 26： 高速公路板块经历了重视分红，不重视分红，到重新重视分红的过程（单位：%） .....          | 16 |
| 图 27： 大部分高速公路公司 22-24 年分红比例较 17-19 年提升，部分明显提升（单位：%） ..... | 16 |
| 图 28： 港口板块 22 年之后分红比例有抬升趋势 .....                          | 17 |

## 1. 弱周期+强现金流的港口板块具备高股息潜力

随着我国进入降息周期，高股息板块越发受到市场重视。在交通运输领域，高速公路板块近两年的显著上涨已经证明了市场对配置高股息标的有越来越大的需求。

与高速公路类似的，港口作为成熟的基建类资产，同样拥有较为充沛的经营净现金流。2015年2月交通运输部印发《区域港口发展一体化试点方案》，通过以省为单位进行区域港口资源整合，遏制了港口间的无序竞争，提升了核心港口的区域垄断性，港口盈利的稳定性与可持续性明显提升。

因此，我们会顺理成章的产生一个疑问：弱周期，强现金流，且具备一定区域垄断性的港口类资产，是否能够作为高股息资产进行配置？若现在还不行，那么是否具备成为高股息资产的潜质？

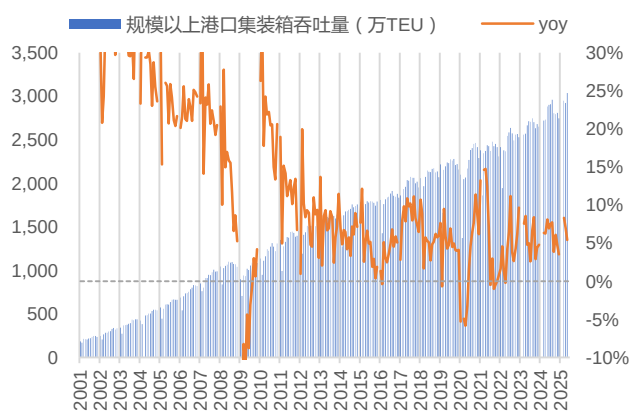
为解答这个问题，本文会从财务指标的角度对行业进行一些初步的分析。从结论上来说，我们认为现在港口板块整体的分红力度和稳定性还略有不足，近年来的分红体量受限于企业较高的资本开支。但随着资本开支过峰，部分港口企业将逐渐具备提升分红的潜力。

### 1.1 港口板块弱周期+强现金流的特点使其具备高股息的潜力

一个标的能够被看作高股息标的，前提是其现金流足够稳定。港口作为弱周期基建类板块，盈利与现金流的稳定性虽可能不及铁路或高速公路，但依旧较强。

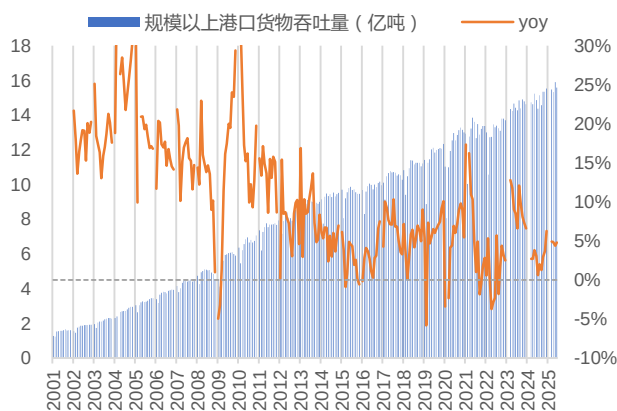
从需求端看，我国规模以上港口的货物与集装箱吞吐量增速虽有所下降，但除疫情和经济危机这类特殊情况外，绝大部分时间维持正增长；且即使因为特殊情况出现负增长，后续也一般会跟随强劲的反弹。因此我们认为，虽然港口需求会受到国际局势、地缘政治格局变化以及产业结构转型等因素的影响，但也不应低估行业需求端的较强韧性。

图1：港口集装箱吞吐量持续增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

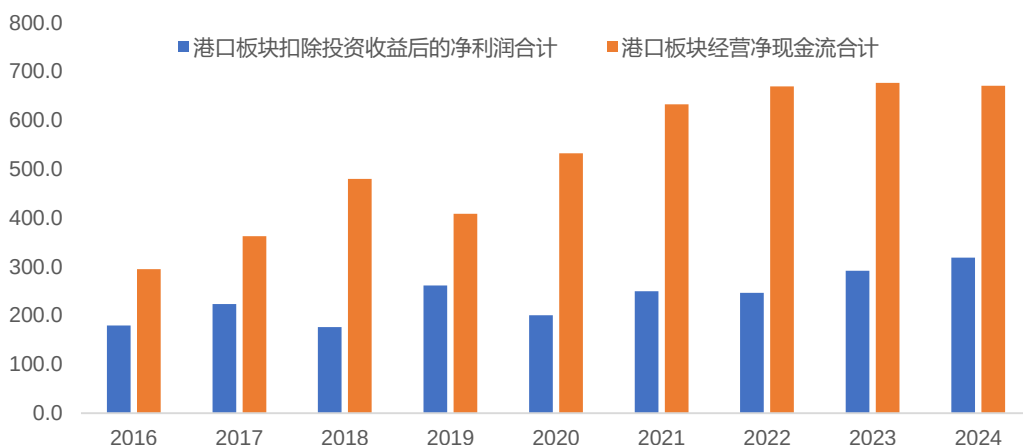
图2：港口货物吞吐量持续增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

现金流方面，港口板块作为重资产板块，由于折旧摊销不占现金流，其经营净现金流也较为充裕。可以看到板块经营净现金流是明显高于板块扣除投资收益后的净利润的。且我们能够看到，行业2020年之后盈利能力与经营净现金流水平较之前都更为稳健，波动收窄，说明港口资源整合确实提升了行业的抗风险能力。

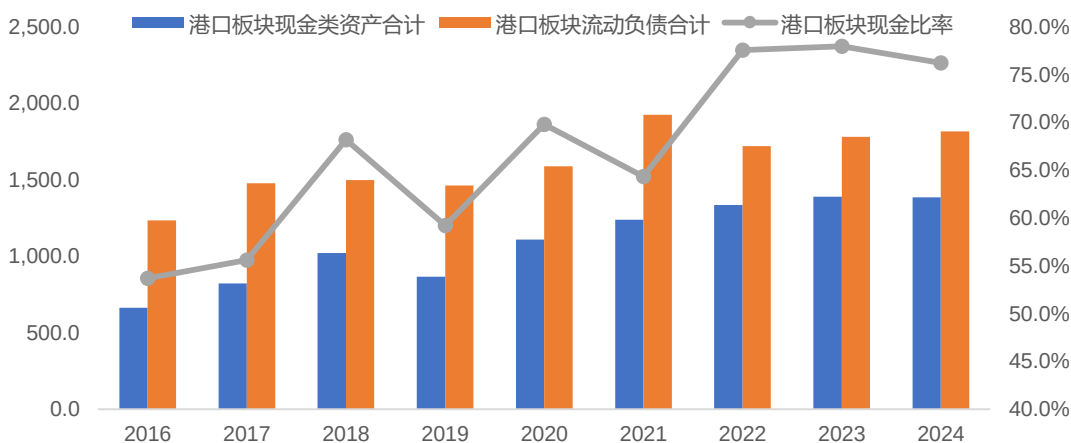
图3：港口板块净利润较为稳定，经营净现金流明显高于净利润（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

现金储备的多少也是影响企业是否能够提升分红的重要原因。从现金比率指标上看，港口板块的现金储备较以往更加充裕。2016 年时港口行业现金比率约 55%，22-24 年则连续 3 年超过 75%。截至 2024 年年报，港口板块（A+H 合计 20 家公司）流动负债合计约 1820 亿，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）约 1390 亿，行业现金比率健康。

图4：港口板块货币资金储备较为充裕，现金比率位于较高水平（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

可以看到，港口板块具备弱周期+强现金流+高现金储备的特点，行业具备成为高股息板块的潜力。



图5：港口板块各公司现金比率一览，可以看出大部分企业现金储备较为充裕

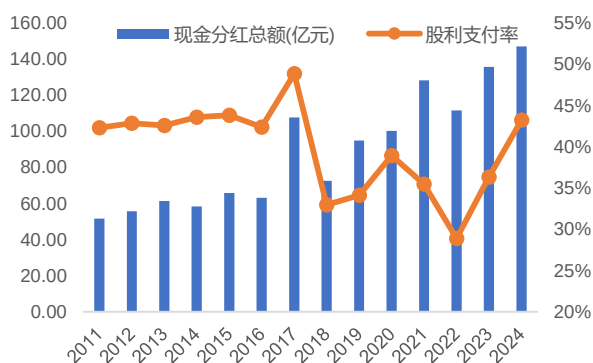
| 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 上港集团   | 0.36       | 0.53       | 0.92       | 0.93       | 0.93       | 0.98       | 1.04       | 1.56       | 1.42       |
| 宁波港    | 0.39       | 0.30       | 0.47       | 0.33       | 0.50       | 0.51       | 0.89       | 0.43       | 0.29       |
| 青岛港    | 0.63       | 0.89       | 0.69       | 0.71       | 0.65       | 0.62       | 1.17       | 1.31       | 1.51       |
| 招商港口   | 0.73       | 0.92       | 0.71       | 0.35       | 0.56       | 0.65       | 0.63       | 0.71       | 0.69       |
| 辽港股份   | 1.10       | 0.82       | 1.34       | 1.83       | 1.34       | 0.61       | 0.79       | 1.01       | 0.98       |
| 广州港    | 0.20       | 0.17       | 0.28       | 0.49       | 0.57       | 0.45       | 0.95       | 1.04       | 0.51       |
| 唐山港    | 0.96       | 0.62       | 0.83       | 0.86       | 1.24       | 1.60       | 3.16       | 3.22       | 2.70       |
| 盐田港    | 3.69       | 2.48       | 1.82       | 1.27       | 1.25       | 1.55       | 2.58       | 1.33       | 4.74       |
| 北部湾港   | 0.46       | 0.32       | 0.75       | 0.38       | 0.64       | 0.62       | 0.35       | 0.32       | 0.53       |
| 秦港股份   | 0.41       | 0.49       | 0.66       | 0.95       | 1.05       | 1.04       | 1.56       | 0.90       | 1.44       |
| 天津港    | 1.08       | 0.62       | 0.59       | 0.64       | 0.63       | 0.69       | 0.82       | 0.93       | 0.94       |
| 日照港    | 0.18       | 0.19       | 0.20       | 0.19       | 0.16       | 0.14       | 0.15       | 0.15       | 0.12       |
| 连云港    | 0.11       | 0.07       | 0.42       | 0.45       | 0.38       | 0.37       | 0.39       | 0.32       | 0.49       |
| 重庆港    | 0.35       | 0.60       | 0.56       | 0.45       | 0.67       | 0.58       | 0.75       | 1.47       | 0.98       |
| 厦门港务   | 0.31       | 0.11       | 0.09       | 0.26       | 0.10       | 0.17       | 0.13       | 0.12       | 0.25       |
| 珠海港    | 0.36       | 0.49       | 0.49       | 0.66       | 0.59       | 0.51       | 0.78       | 0.43       | 0.68       |
| 南京港    | 1.06       | 0.37       | 0.18       | 0.84       | 1.02       | 0.51       | 0.54       | 0.63       | 0.92       |
| 中远海运港口 | 1.00       | 0.54       | 0.70       | 0.80       | 1.43       | 0.80       | 0.80       | 0.72       | 0.89       |
| 天津港发展  | 1.01       | 0.91       | 0.96       | 0.90       | 0.72       | 0.77       | 1.02       | 1.14       | 1.13       |
| 招商局港口  | 0.40       | 0.60       | 0.57       | 0.45       | 0.72       | 0.35       | 0.32       | 0.39       | 0.27       |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 1.2 港口板块现金分红持续提升，初步具备高股息特质

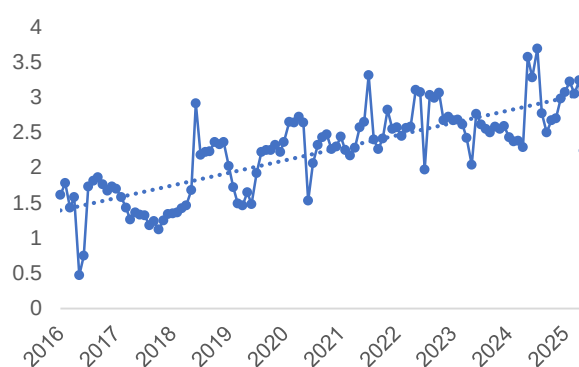
上面我们简单分析了行业具备高股息的潜力的原因。而从实际情况看，港口行业也确实存在向高股息板块转变的趋势。从A股港口板块分红的整体金额来看，行业分红体量多年以来持续提升，整体的股利支付比例也一直稳定在30%以上。22年以来，随着市场对高股息标的日益重视，港口板块的分红比例也有较明显抬升的趋势。与之相应的，是A股港口板块的股息率指标稳步上行，目前行业整体股息率水平在3%左右。

图6：A股港口板块现金分红持续提升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：长期看A股港口板块股息率稳中有升（单位：%）

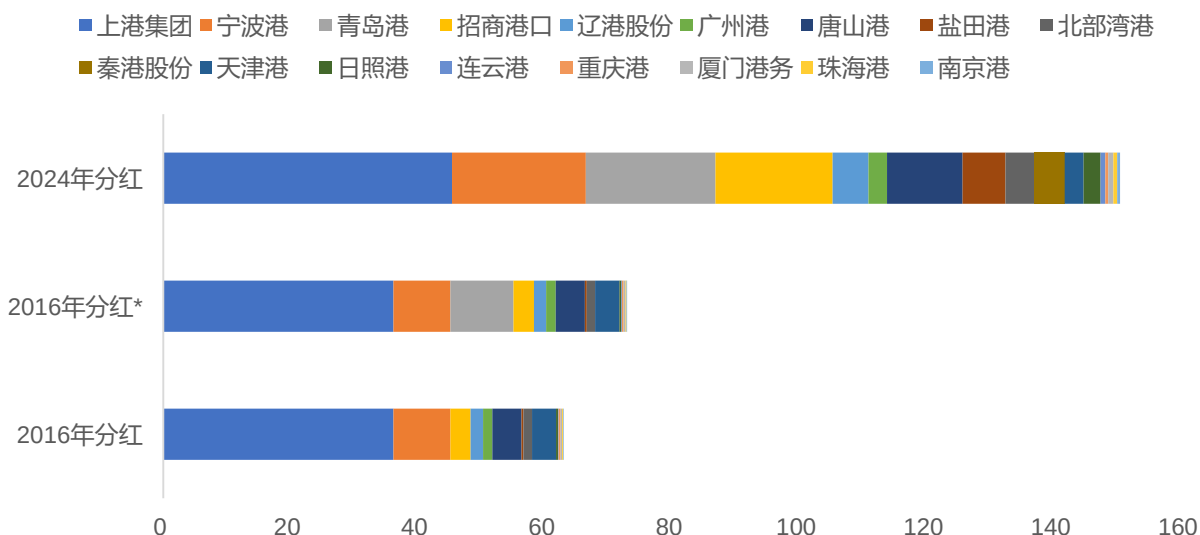


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

对比板块各港口企业（A股）2016年与2024年的分红金额，我们能够发现，大部分企业24年的分红金额较16年有提升，部分企业有明显提升。这一方面有赖于港口企业分红意愿的提升，另一方面则是因为行业通过资源整合，降本增效，盈利能力也有了显著增长。

2016年时，上港、宁波港（青岛港当时还未在A股上市）的分红就占到了A股行业整体分红的三分之二以上，到24年这一比例降至40%左右，青岛港、招商港口、唐山港等港口也实现了较大体量的分红。

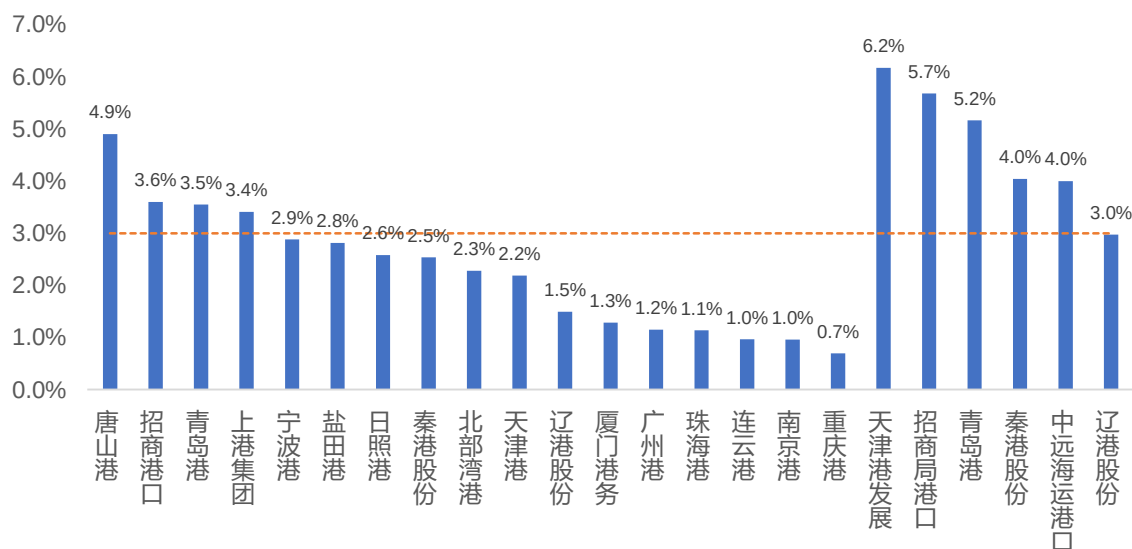
图8：A 股上市公司 16 年与 24 年分红金额对比（2016\*为计入了青岛港和秦港后的数值，单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

以 24 年分红金额计算，目前 A 股 4 家上市港口企业股息率能达到 3% 以上，分别是唐山港、招商港口、青岛港及上港，其中唐山港股息率接近 5%，其他三家在 3.5% 左右；港股港口企业整体股息率更高，天津港发展、招商局港口及青岛港（H）股息率能超过 5%。我们认为，随着港口板块分红金额及分红比例在过去几年逐步提升，行业从分红指标上看已经初步具备高股息板块的特质。

图9：A 股港口板块重点公司股息率（以 24 年分红金额计算）能达到 3.5% 左右，港股股息率普遍更高



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

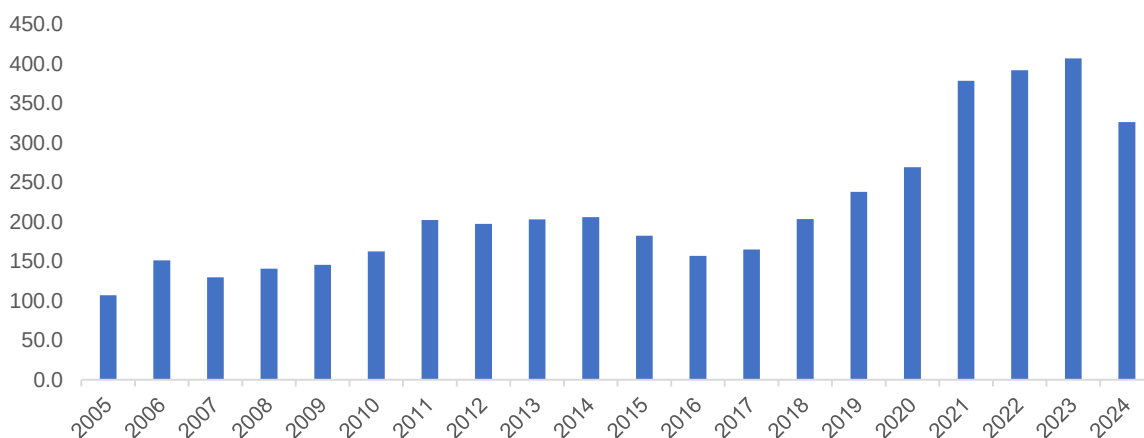


## 2. 资本开支高是制约企业分红的重要因素，但开支有望逐渐过峰

通过财务分析，我们认为除了企业管理层自身分红意愿这一主观因素外，制约港口企业提升分红的主要因素是企业的资本开支规模，这与我们的常识较为吻合。基建类板块构建固定资产的前期投入大，若后续存在产能扩建或改造计划，则一般会优先考虑储备资金。

值得注意的是，2021 到 2023 年，港口板块迎来了一波非常集中的资本开支高峰。我们认为这波资本开支高峰的到来主要是结合了两部分的原因。第一个原因其实是疫情影响下，中央出于逆周期调节的考虑加大了对基建类资产的投入；第二个原因则与集装箱船东大规模造船有一定关系，未来几年集装箱船运力将迎来较大的增长，港口也需要与之相匹配的靠泊资源。

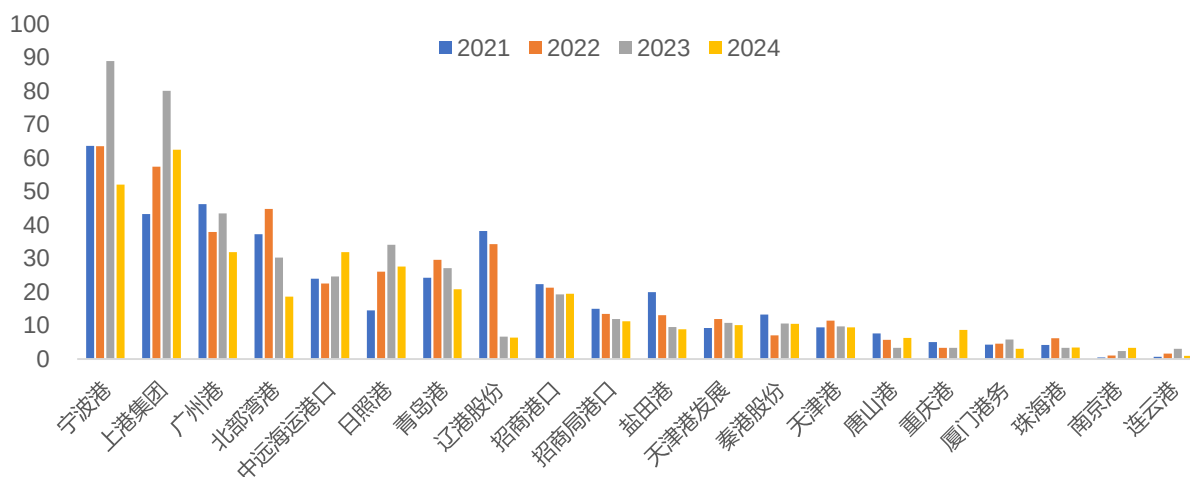
图10：21-23 年行业资本开支显著提升（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们可以看到，港口企业的资本开支主要集中在宁波、上港等集装箱吞吐占比较大的港口，秦港、唐山港等大型干散货港口资本开支并不大。

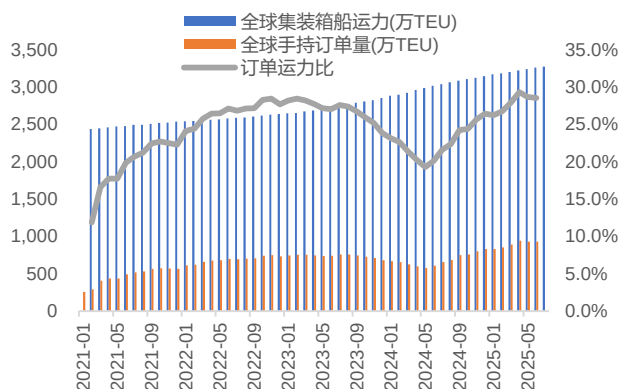
图11：以集装箱装卸为主的港口开支较高，干散货港口则相对较低（以 21-24 年开支总额降序，单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

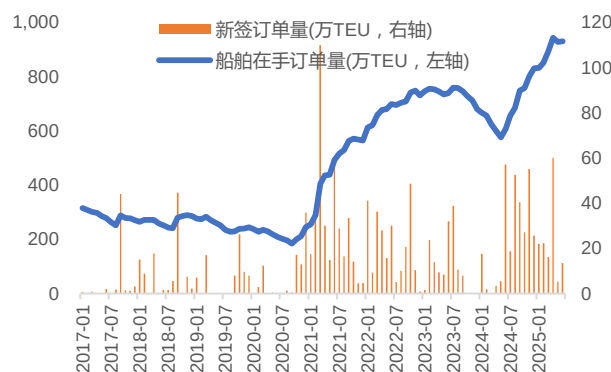
集装箱类港口整体加大资本开支，与集装箱船队规模快速提升有较大关系。疫情以来，集运价格景气，集装箱船订单量自 21 年初开始出现爆发性增长，行业订单运力比从低谷的 10% 不到提升到最高接近 30%，目前集运行业在手订单规模依旧较大。这一背景下，集装箱装卸为主的港口企业新建产能或对现有产能进行改造的需求是较为迫切的。

图12：集装箱船运力持续提升，订单运力比位于高位



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：集装箱船在手订单量位于高位

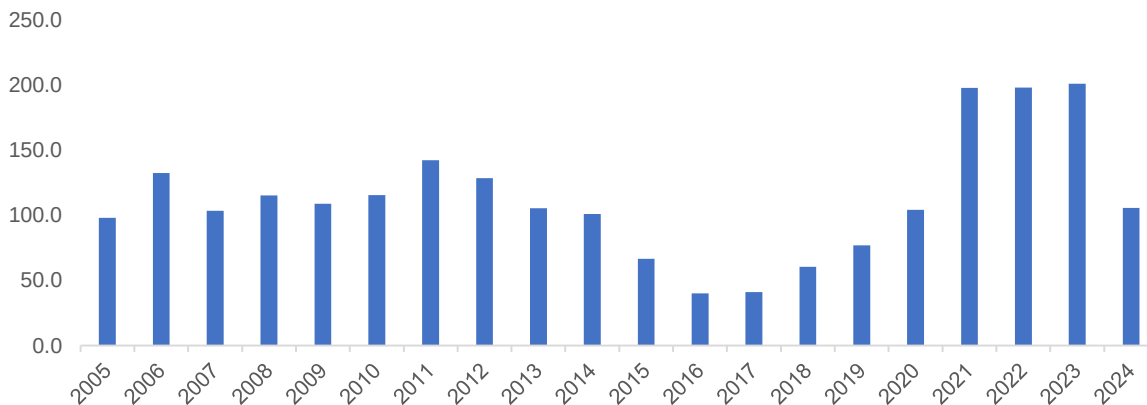


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此外，在本轮资本开支高峰前，行业实际上经历了一个 5 年以上的资本开支低谷期。港口本身即使不进行扩产，由于其设备更新换代等原因也会形成一定的替换性开支，我们可以用折旧摊销对这类开支做个近似。因此如果我们以“资本开支减折旧摊销”作为指标，就可以估算行业真正为了扩张产能而进行的开支。

可以看到，2015-2019 年间，这一指标陷入低谷，这与 15 年开始国家推进的港口区域资源整合相呼应。这一阶段，行业的重点放在了遏制无序竞争，杜绝过度建设，提升产能利用效率上，资本开支收缩。因此，21-23 年的这波资本开支高峰，一方面是补之前 5 年产能低增长的缺口，一方面是应对未来集装箱航运的需求增长，我们认为还是比较合理的。

图14：以“资本开支减去折旧摊销”作为指标（扣除替换性开支），可以看出港口资本开支逐渐过峰（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

同时也可以观察到，在连续 3 年的高额开支之后，2024 年行业资本开支有较明显收缩，我们认为这是行业资本开支逐步过峰的信号。本轮资本开支过后，预计行业产能将较为充裕，后续资本开支规模会有所缩减。

### 3. 从财务指标角度衡量港口分红潜力

我们希望通过财务指标角度去衡量港口板块各企业分红的潜力，实际上就是计算在不影响正常运营的情况下，企业能够实现可持续分红的最大值。为此需要估算企业现金主要的流入与流出项目。

#### 3.1 现金流入重点考量经营净现金流和投资收益的现金分红部分

企业现金流入方面，持续性的现金流入主要分为两大部分，一是企业自身经营性的净流入，二是企业投资收益中现金分红的部分。一般来说，企业经营性的净现金流入占较高比重，但也有部分资产管理平台类的企业长期股权投资较大，投资收益占较高比重。

港口行业本身的经营现金流是较为充沛的。我们可以看到，大部分港口企业市值与经营净现金流的比值都在 12 以下。同时，港口企业的经营净现金流稳定性较高，大部分企业的 24 年金额与 3 年均值、5 年均值差异都不是很大。

图15：行业经营净现金流稳定性较高，市值与经营净现金流的比值整体较低（单位：亿元）

| 证券代码      | 证券名称   | 市值     | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 | 3年均值  | 5年均值  | 市值/5年均值 |
|-----------|--------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|---------|
| 3382.HK   | 天津港发展  | 41.5   | 23.4       | 28.9       | 27.4       | 26.0       | 29.8       | 27.7  | 27.1  | 1.53    |
| 600017.SH | 日照港    | 100.9  | 13.4       | 22.4       | 24.4       | 27.4       | 25.3       | 25.7  | 22.6  | 4.46    |
| 600717.SH | 天津港    | 136.9  | 22.4       | 27.8       | 23.9       | 23.8       | 27.6       | 25.1  | 25.1  | 5.45    |
| 000507.SZ | 珠海港    | 51.3   | 3.1        | 6.9        | 13.0       | 11.9       | 11.8       | 12.2  | 9.4   | 5.49    |
| 1199.HK   | 中远海运港口 | 202.9  | 21.2       | 26.1       | 32.4       | 34.4       | 29.9       | 32.2  | 28.8  | 7.05    |
| 601326.SH | 秦港股份   | 184.4  | 25.6       | 25.1       | 24.3       | 23.9       | 24.2       | 24.1  | 24.6  | 7.49    |
| 001872.SZ | 招商港口   | 512.8  | 55.0       | 65.1       | 69.2       | 65.8       | 80.1       | 71.7  | 67.0  | 7.65    |
| 0144.HK   | 招商局港口  | 592.0  | 48.8       | 71.7       | 77.8       | 66.0       | 80.6       | 74.8  | 69.0  | 8.58    |
| 000582.SZ | 北部湾港   | 197.2  | 23.4       | 14.4       | 26.0       | 21.6       | 20.9       | 22.8  | 21.2  | 9.28    |
| 000905.SZ | 厦门港务   | 61.5   | 4.3        | 8.6        | 2.2        | 2.4        | 14.1       | 6.2   | 6.3   | 9.77    |
| 601000.SH | 唐山港    | 240.0  | 23.7       | 19.2       | 24.1       | 23.9       | 23.4       | 23.8  | 22.9  | 10.50   |
| 601018.SH | 宁波港    | 723.7  | 62.7       | 80.4       | 50.5       | 73.5       | 67.6       | 63.9  | 66.9  | 10.81   |
| 600018.SH | 上港集团   | 1327.0 | 111.9      | 135.1      | 137.9      | 134.1      | 92.2       | 121.4 | 122.3 | 10.85   |
| 601880.SH | 辽港股份   | 372.9  | 21.0       | 38.2       | 34.1       | 33.4       | 42.9       | 36.8  | 33.9  | 10.99   |
| 601228.SH | 广州港    | 253.5  | 24.0       | 20.0       | 19.3       | 23.9       | 25.4       | 22.9  | 22.5  | 11.26   |
| 600279.SH | 重庆港    | 67.3   | 7.7        | 5.4        | 6.8        | 7.0        | 2.0        | 5.3   | 5.8   | 11.63   |
| 601008.SH | 连云港    | 76.3   | -1.1       | 3.5        | 5.6        | 8.4        | 15.3       | 9.8   | 6.3   | 12.02   |
| 601298.SH | 青岛港    | 574.5  | 36.0       | 27.5       | 62.3       | 61.5       | 51.5       | 58.5  | 47.8  | 12.02   |
| 002040.SZ | 南京港    | 47.8   | 3.5        | 3.4        | 2.9        | 3.5        | 3.4        | 3.3   | 3.3   | 14.33   |
| 000088.SZ | 盐田港    | 239.2  | 2.7        | 3.2        | 5.3        | 4.7        | 2.8        | 4.3   | 3.8   | 63.67   |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

同时我们也可以看到部分异常值。比如天津港发展，市值与经营净现金流比值不到 2。这主要是与天津港发展自身的属性有关。

实际上，天津港发展指标存在一定异常，是因为其并非港口的直接运营主体，而更类似于资产管理平台。为此有必要对该类情况进行一定的修正。天津港发展的主要资产为 A 股的天津港，且天津港发展合并报表的净利润中，少数股东损益占比高达 60%左右。

该类企业指标异常主要系合并报表时将子公司的财务指标进行了整体计算，但实际上公司并非 100%控股子公司，因此对子公司的现金流也不具备完全的掌控权。为此，我们以“归母净利润占净利润的比例”这一指标作为修正值加入计算以消除该影响。要注意的是该指标修正并不精确，但从合并报表的财务指标出发，暂时没有找到更合理且简洁的指标。

我们采用 3 年平均值作为各公司的指标修正值，以下是各公司的修正值，可以看到，除了天津港发展外，对 A 股的招商港口、天津港、珠海港等公司也需要进行一定的指标修正。

图16：各公司指标修正数值（采取3年平均值）

| 指标修正（归母净利润/净利润） |        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |        |
|-----------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|
| 证券代码            | 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 | 3年均值   |
| 600018.SH       | 上港集团   | 85.80%     | 89.80%     | 89.58%     | 91.30%     | 90.46%     | 94.84%     | 96.17%     | 94.26%     | 93.09%     | 94.51% |
| 601018.SH       | 宁波港    | 92.35%     | 93.67%     | 89.95%     | 90.06%     | 90.54%     | 90.62%     | 90.41%     | 90.28%     | 90.55%     | 90.41% |
| 601298.SH       | 青岛港    | 95.09%     | 93.91%     | 93.49%     | 91.71%     | 86.91%     | 85.62%     | 86.25%     | 89.23%     | 91.32%     | 88.93% |
| 001872.SZ       | 招商港口   | 79.48%     | 70.67%     | 37.78%     | 35.49%     | 37.38%     | 35.09%     | 40.54%     | 47.65%     | 50.87%     | 46.35% |
| 601880.SH       | 辽港股份   | 86.67%     | 87.20%     | 76.73%     | 80.26%     | 85.47%     | 92.20%     | 89.41%     | 89.11%     | 84.61%     | 87.71% |
| 601228.SH       | 广州港    | 84.81%     | 82.70%     | 80.36%     | 82.23%     | 81.58%     | 88.67%     | 90.31%     | 81.77%     | 82.10%     | 84.73% |
| 601000.SH       | 唐山港    | 92.54%     | 95.00%     | 104.67%    | 100.72%    | 93.44%     | 97.03%     | 93.32%     | 94.48%     | 93.07%     | 93.62% |
| 000088.SZ       | 盐田港    | 91.43%     | 93.42%     | 92.34%     | 91.12%     | 102.22%    | 95.36%     | 92.72%     | 94.15%     | 97.66%     | 94.84% |
| 000582.SZ       | 北部湾港   | 94.07%     | 91.89%     | 90.82%     | 91.99%     | 91.26%     | 89.24%     | 90.36%     | 90.53%     | 90.57%     | 90.49% |
| 601326.SH       | 秦港股份   | 98.24%     | 106.85%    | 116.81%    | 112.40%    | 110.62%    | 104.14%    | 96.42%     | 97.87%     | 99.38%     | 97.89% |
| 600717.SH       | 天津港    | 70.18%     | 66.55%     | 61.35%     | 60.81%     | 63.30%     | 70.58%     | 64.31%     | 68.61%     | 66.12%     | 66.35% |
| 600017.SH       | 日照港    | 77.20%     | 82.48%     | 87.64%     | 88.36%     | 87.17%     | 89.84%     | 86.26%     | 84.67%     | 85.49%     | 85.47% |
| 601008.SH       | 连云港    | 223.44%    | 186.64%    | 18.95%     | 20.56%     | 39.28%     | 59.16%     | 66.55%     | 65.45%     | 69.34%     | 67.11% |
| 600279.SH       | 重庆港    | 61.93%     | 89.74%     | 76.57%     | 68.78%     | 68.76%     | 65.08%     | 78.71%     | 62.46%     | 60.09%     | 67.09% |
| 000905.SZ       | 厦门港务   | 61.20%     | 60.73%     | 23.54%     | 45.74%     | 61.50%     | 85.38%     | 77.98%     | 78.56%     | 81.16%     | 79.23% |
| 000507.SZ       | 珠海港    | 86.69%     | 84.77%     | 87.45%     | 89.85%     | 91.44%     | 84.80%     | 65.78%     | 59.56%     | 61.12%     | 62.15% |
| 002040.SZ       | 南京港    | 94.95%     | 81.58%     | 85.93%     | 82.26%     | 81.49%     | 83.49%     | 82.60%     | 82.09%     | 79.63%     | 81.44% |
| 1199.HK         | 中远海运港口 | 89.51%     | 92.98%     | 86.80%     | 88.02%     | 93.00%     | 87.40%     | 78.48%     | 82.32%     | 78.99%     | 79.93% |
| 3382.HK         | 天津港发展  | 29.68%     | 46.81%     | 41.42%     | 35.14%     | 45.20%     | 47.53%     | 29.39%     | 43.24%     | 40.52%     | 37.71% |
| 0144.HK         | 招商局港口  | 88.53%     | 89.96%     | 91.07%     | 90.52%     | 85.56%     | 89.20%     | 88.71%     | 86.99%     | 87.88%     | 87.86% |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

对于港口板块，另一部分需要重点考量的现金流入来源是投资收益。我们对各港口投资收益占净利润的比重进行了计算，可以发现行业投资收益所占比例确实较高。2024 年，20 家港口企业中有 6 家的投资收益占比超过 50%，还有 8 家的占比在 20%到 50%之间。行业投资收益占比较高，除了少部分企业本身就具备一定的资产管理平台性质外，也因为港口企业现金流较为充裕，有多余的资金可以对行业内的其他的资产进行投资，或进行多元化投资。

图17：部分港口企业投资收益占净利润的比重较高

| 证券代码      | 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 |
|-----------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 600018.SH | 上港集团   | 42.8%      | 36.2%      | 54.3%      | 49.4%      | 57.9%      | 65.2%      | 67.2%      | 51.0%      | 50.2%      |
| 601018.SH | 宁波港    | 31.5%      | 41.3%      | 32.8%      | 20.0%      | 20.9%      | 22.2%      | 20.5%      | 30.8%      | 35.7%      |
| 601298.SH | 青岛港    | 35.0%      | 36.2%      | 37.9%      | 36.1%      | 35.1%      | 30.8%      | 27.3%      | 28.5%      | 29.5%      |
| 001872.SZ | 招商港口   | 18.0%      | 9.0%       | 137.5%     | 56.6%      | 88.8%      | 86.7%      | 89.6%      | 84.7%      | 73.7%      |
| 601880.SH | 辽港股份   | 29.6%      | 94.5%      | 41.1%      | 40.8%      | 31.5%      | 18.3%      | 13.7%      | 6.4%       | 15.2%      |
| 601228.SH | 广州港    | 7.6%       | 10.2%      | 17.5%      | 11.4%      | 14.3%      | 46.7%      | 19.1%      | 16.2%      | 7.4%       |
| 601000.SH | 唐山港    | 3.1%       | 13.9%      | 28.4%      | 22.8%      | 23.0%      | 27.6%      | 27.6%      | 25.0%      | 24.1%      |
| 000088.SZ | 盐田港    | 85.4%      | 88.6%      | 88.0%      | 80.5%      | 96.8%      | 87.4%      | 79.5%      | 92.7%      | 84.2%      |
| 000582.SZ | 北部湾港   | 0.0%       | 0.1%       | -0.6%      | -0.5%      | 2.1%       | -0.3%      | -5.2%      | -2.2%      | 15.2%      |
| 601326.SH | 秦港股份   | 32.5%      | 13.2%      | 12.4%      | 22.6%      | 22.4%      | 18.7%      | 17.3%      | 19.9%      | 26.8%      |
| 600717.SH | 天津港    | 17.2%      | 31.3%      | 65.1%      | 48.7%      | 37.4%      | 49.8%      | 42.0%      | 28.4%      | 24.6%      |
| 600017.SH | 日照港    | -17.5%     | -8.8%      | 3.3%       | 10.1%      | 7.4%       | 8.6%       | 5.0%       | 4.2%       | 4.4%       |
| 601008.SH | 连云港    | 1339.1%    | 801.8%     | 368.8%     | 157.7%     | 68.3%      | 24.6%      | 20.8%      | 17.2%      | 30.9%      |
| 600279.SH | 重庆港    | 1.2%       | 0.8%       | 4.9%       | 3.6%       | 7.3%       | 18.8%      | 18.6%      | 3.1%       | 2.0%       |
| 000905.SZ | 厦门港务   | -1.0%      | 1.6%       | -2.1%      | 21.5%      | 0.3%       | 12.4%      | 6.6%       | 22.1%      | 52.7%      |
| 000507.SZ | 珠海港    | 70.8%      | 54.6%      | 60.6%      | 63.7%      | 61.4%      | 61.8%      | 43.5%      | 50.6%      | 49.2%      |
| 002040.SZ | 南京港    | 68.0%      | 19.8%      | 41.0%      | 16.6%      | 17.0%      | 19.1%      | 20.4%      | 15.8%      | 8.1%       |
| 1199.HK   | 中远海运港口 | 72.6%      | 42.9%      | 78.2%      | 76.4%      | 73.0%      | 81.2%      | 79.2%      | 75.5%      | 81.9%      |
| 3382.HK   | 天津港发展  | 25.1%      | 30.4%      | 43.1%      | 38.7%      | 31.0%      | 21.2%      | 33.8%      | 25.8%      | 22.3%      |
| 0144.HK   | 招商局港口  | 59.4%      | 81.7%      | 60.7%      | 46.5%      | 73.3%      | 77.3%      | 89.8%      | 76.5%      | 71.7%      |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

由于我们需要计算的是现金流入，因此对于投资收益，我们一般只计算投资收益中现金分红的部分。可以看到，不同公司投资收益中现金部分的占比也存在较大差异，且不同年份存在一定波动。但可以发现，对于投资收益规模较大的几家企业，如上港、招商港口、盐田港、中远海运港口，其分红占投资收益的比例相对稳定。而对于部分该指标波动较大的企业，由于其绝对值较小，实际计算时对结论影响有限。



图18：不同企业投资收益中现金分红所占的比例差异较大

| 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 | 24年投资收益取得现金(亿元) |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|
| 上港集团   | 9.2%       | 72.1%      | 17.9%      | 24.6%      | 42.6%      | 40.8%      | 46.6%      | 63.3%      | 38.5%      | 31.00           |
| 宁波港    | 88.5%      | 61.0%      | 84.0%      | 82.6%      | 80.2%      | 54.2%      | 80.2%      | 34.6%      | 34.8%      | 6.73            |
| 青岛港    | 85.9%      | 133.6%     | 115.2%     | 117.5%     | 98.4%      | 130.9%     | 27.5%      | 56.2%      | 76.5%      | 12.95           |
| 招商港口   | 65.5%      | 98.8%      | 45.7%      | 39.1%      | 31.6%      | 44.5%      | 32.9%      | 36.7%      | 45.0%      | 29.46           |
| 辽港股份   | 44.5%      | 56.4%      | 85.5%      | 73.8%      | 148.6%     | 72.0%      | 151.1%     | 221.3%     | 103.5%     | 2.12            |
| 广州港    | 54.1%      | 75.0%      | 99.1%      | 71.0%      | 68.8%      | 28.2%      | 125.2%     | 88.9%      | 160.8%     | 1.40            |
| 唐山港    | 83.3%      | 72.4%      | 46.0%      | 80.0%      | 56.8%      | 28.6%      | 61.7%      | 40.0%      | 54.4%      | 2.78            |
| 盐田港    | 69.2%      | 49.2%      | 80.2%      | 118.9%     | 110.6%     | 103.9%     | 141.2%     | 179.5%     | 130.2%     | 15.15           |
| 北部湾港   | 0.0%       | 16.2%      | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.00            |
| 秦港股份   | 94.4%      | 76.0%      | 83.5%      | 33.5%      | 56.4%      | 65.1%      | 88.7%      | 23.4%      | 51.7%      | 2.18            |
| 天津港    | 79.2%      | 87.8%      | 58.4%      | 93.3%      | 97.2%      | 52.8%      | 51.5%      | 85.0%      | 95.9%      | 3.55            |
| 日照港    | -4.2%      | -3.3%      | 5.1%       | 15.8%      | 19.9%      | 156.6%     | 23.0%      | 133.0%     | 50.9%      | 0.17            |
| 连云港    | 74.6%      | 47.8%      | 60.7%      | 111.2%     | 72.7%      | 70.7%      | 91.4%      | 91.0%      | 69.8%      | 0.59            |
| 重庆港    | 73.7%      | 744.1%     | 21.7%      | 194.1%     | 195.2%     | 49.0%      | 54.1%      | 96.3%      | 174.9%     | 0.31            |
| 厦门港务   | -193.3%    | 751.5%     | -433.3%    | 291.8%     | 1529.9%    | 47.8%      | 71.1%      | 33.5%      | 21.7%      | 0.28            |
| 珠海港    | 55.3%      | 74.4%      | 81.8%      | 78.7%      | 109.0%     | 59.9%      | 77.9%      | 69.3%      | 81.3%      | 1.91            |
| 南京港    | 27.6%      | 12.0%      | 20.6%      | 127.9%     | 65.0%      | 71.0%      | 73.8%      | 89.2%      | 296.7%     | 0.46            |
| 中远海运港口 | 69.4%      | 74.8%      | 57.2%      | 87.9%      | 71.3%      | 61.6%      | 76.4%      | 84.4%      | 89.9%      | 21.08           |
| 天津港发展  | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 50.0%      | 未能提取到该项目，假定50%  |
| 招商局港口  | 57.8%      | 35.1%      | 46.5%      | 46.0%      | 39.7%      | 46.2%      | 31.9%      | 35.9%      | 41.5%      | 25.52           |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

### 3.2 现金流出主要包括资本开支，财务费用与所得税，主要变量为资本开支

企业现金流出项目，我们主要考虑资本开支、所得税和财务费用。其他经营性流出不考虑，因为在流入口径计算的是经营性净现金流（经营性流入减经营性流出），无需重复计算。

财务费用方面，港口行业财务费用体量可控，且随着降息的进行，近年来呈下降趋势。我们以“财务费用/(总负债-货币资金)”模拟企业整体的借贷成本，计算得该数值约 2.6%，说明港口行业整体的借贷成本较低。

图19：港口行业财务费用体量不大，且行业整体借贷成本较低（单位：亿元）

| 证券名称   | 历年财务费用（亿元） |            |            |            |            | 总负债-货币资金(2024) | 财务费用/(总负债-货币资金) |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|-----------------|
|        | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 |                |                 |
| 上港集团   | 8.42       | 9.07       | 6.97       | 7.10       | 5.04       | 318.16         | 1.6%            |
| 宁波港    | 4.44       | 5.00       | 4.96       | 3.46       | 2.04       | 227.63         | 0.9%            |
| 青岛港    | -0.13      | -1.38      | -1.84      | 1.09       | 0.60       | 32.85          | 1.8%            |
| 招商港口   | 12.33      | 15.45      | 22.59      | 18.39      | 18.57      | 567.29         | 3.3%            |
| 辽港股份   | 5.14       | 5.26       | 4.67       | 4.32       | 3.83       | 111.04         | 3.4%            |
| 广州港    | 2.04       | 2.62       | 2.72       | 3.37       | 3.99       | 216.00         | 1.8%            |
| 唐山港    | 0.01       | -0.28      | -0.50      | -1.36      | -1.64      | -23.45         | /               |
| 盐田港    | 0.36       | 0.31       | 0.41       | -0.46      | -0.45      | 1.54           | /               |
| 北部湾港   | 2.31       | 1.96       | 2.60       | 3.13       | 2.93       | 127.07         | 2.3%            |
| 秦港股份   | 2.67       | 2.18       | 1.40       | 1.06       | 0.57       | 33.28          | 1.7%            |
| 天津港    | 3.30       | 3.37       | 1.95       | 1.63       | 1.55       | 39.40          | 3.9%            |
| 日照港    | 2.93       | 3.92       | 3.87       | 5.45       | 5.70       | 229.66         | 2.5%            |
| 连云港    | 1.06       | 0.93       | 0.83       | 1.21       | 1.49       | 51.06          | 2.9%            |
| 重庆港    | 1.16       | 1.32       | 1.36       | 1.38       | 1.07       | 35.40          | 3.0%            |
| 厦门港务   | 1.08       | 0.92       | 1.55       | 0.82       | 1.38       | 61.84          | 2.2%            |
| 珠海港    | 1.39       | 2.19       | 2.61       | 3.18       | 2.84       | 79.51          | 3.6%            |
| 南京港    | 0.43       | 0.31       | 0.29       | 0.23       | 0.22       | 9.90           | 2.3%            |
| 中远海运港口 | 6.50       | 6.38       | 7.56       | 10.20      | 9.03       | 290.66         | 3.1%            |
| 天津港发展  | 4.62       | 3.95       | 3.46       | 2.56       | 2.34       | 29.69          | 7.9%            |
| 招商局港口  | 12.79      | 11.56      | 12.89      | 12.13      | 12.44      | 393.03         | 3.2%            |
| 合计     | 72.81      | 75.02      | 80.35      | 78.90      | 73.54      | 2,831.56       | 2.6%            |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

所得税费用一般随行业营业利润变化而变化，整体看呈上升趋势，且波动不大。24 年 A 股+港股公司缴纳所得税简单加总为 123 亿元。

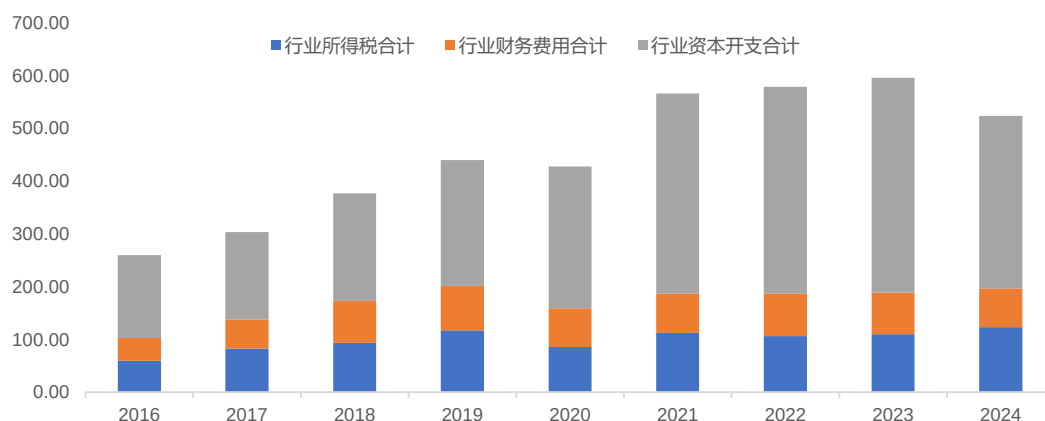
图20：行业所得税费用随行业营业利润增长而逐步提升，整体波动性不大（单位：亿元）

| 证券代码 证券名称      | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 600018.SH 上港集团 | 18.54      | 30.09      | 28.56      | 18.98      | 13.91      | 24.81      | 22.14      | 22.39      | 26.52      |
| 601018.SH 宁波港  | 6.31       | 7.91       | 8.17       | 10.28      | 10.19      | 11.78      | 13.37      | 11.00      | 15.12      |
| 601298.SH 青岛港  | 5.66       | 7.50       | 9.13       | 9.94       | 11.05      | 11.54      | 13.09      | 12.72      | 13.36      |
| 001872.SZ 招商港口 | 1.01       | 1.55       | 7.28       | 26.41      | 12.76      | 14.29      | 11.13      | 13.04      | 12.53      |
| 601880.SH 辽港股份 | 1.65       | 1.53       | 1.93       | 2.67       | 2.74       | 5.76       | 4.62       | 5.28       | 4.43       |
| 601228.SH 广州港  | 2.53       | 2.59       | 2.84       | 3.01       | 3.11       | 3.28       | 4.45       | 3.81       | 4.33       |
| 601000.SH 唐山港  | 2.31       | 2.94       | 3.63       | 4.31       | 4.06       | 4.40       | 4.48       | 5.41       | 5.57       |
| 000088.SZ 盐田港  | 0.41       | 0.37       | 0.52       | 0.43       | 0.37       | 0.47       | 0.47       | 0.64       | 0.70       |
| 000582.SZ 北部湾港 | 0.80       | 1.10       | 1.54       | 1.74       | 1.84       | 2.56       | 2.61       | 2.64       | 2.70       |
| 601326.SH 秦港股份 | 1.14       | 3.29       | 3.35       | 2.65       | 3.34       | 2.84       | 3.06       | 3.19       | 3.26       |
| 600717.SH 天津港  | 4.18       | 3.33       | 4.16       | 3.30       | 3.20       | 4.31       | 3.42       | 3.30       | 4.07       |
| 600017.SH 日照港  | 0.86       | 1.53       | 2.10       | 2.23       | 2.03       | 2.11       | 1.86       | 2.38       | 2.19       |
| 601008.SH 连云港  | -0.01      | -0.02      | 0.18       | 0.24       | 0.41       | 0.73       | 0.68       | 0.72       | 0.80       |
| 600279.SH 重庆港  | 0.27       | 1.37       | 0.36       | 0.52       | 0.25       | 0.25       | 0.47       | 3.71       | 3.22       |
| 000905.SZ 厦门港务 | 0.90       | 0.76       | 0.79       | 0.95       | 1.11       | 0.99       | 0.81       | 1.07       | 1.25       |
| 000507.SZ 珠海港  | 0.32       | 0.38       | 0.53       | 0.47       | 0.59       | 1.05       | 1.14       | 1.22       | 1.48       |
| 002040.SZ 南京港  | 0.09       | 0.42       | 0.61       | 0.47       | 0.48       | 0.51       | 0.56       | 0.64       | 0.64       |
| 1199.HK 中远海运港口 | 3.36       | 6.17       | 4.54       | 2.34       | 2.27       | 6.03       | 4.93       | 2.51       | 5.35       |
| 3382.HK 天津港发展  | 5.14       | 3.93       | 2.31       | 3.67       | 3.27       | 4.36       | 3.83       | 3.65       | 4.54       |
| 0144.HK 招商局港口  | 4.29       | 6.21       | 11.37      | 22.53      | 9.04       | 10.13      | 9.27       | 10.71      | 11.29      |
| 行业所得税合计        | 59.76      | 82.95      | 93.91      | 117.15     | 86.03      | 112.20     | 106.38     | 110.01     | 123.34     |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资本开支项目我们已经在之前的章节有所提及，此处不再赘述。将三者对比，可以看到，所得税与财务费用指标的变化都较为平稳，影响行业现金流出的决定性变量是资本开支。

图21：长期看，资本开支是港口行业现金流出变化的决定性因素（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

### 3.3 若后续行业资本开支进入下行期，则部分港口具备提升分红的潜力

我们考虑港口未来是否具备提升分红的潜力，主要计算的是港口目前分红金额占其自由现金流的比例，该比例越高，则潜力越小；若占比很低，则说明企业现金流充裕，具备提升分红的潜力。

当然从单纯的财务指标上，我们很难精确计算出企业实际的自由现金流，对参控股公司较多的上市公司，则由于合并报表的原因，误差会更大。因此此处只是提出一个对比的思路。



图22：港口企业历年分红金额一览（单位：亿元）

| 证券名称   | 市值       | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    |
|--------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 上港集团   | 1,336.35 | 36.1509 | 39.8587 | 35.6875 | 33.6018 | 29.6623 | 44.2306 | 32.5978 | 40.0487 | 45.3987 |
| 宁波港    | 721.76   | 8.9575  | 9.8796  | 12.2507 | 13.0411 | 12.9621 | 14.2267 | 16.9253 | 17.7035 | 21.0107 |
| 青岛港    | 575.11   | 0.0000  | 0.0000  | 20.4737 | 13.0017 | 17.0197 | 16.6432 | 17.4805 | 18.9994 | 20.3885 |
| 招商港口   | 511.06   | 3.1980  | 8.5044  | 2.0445  | 8.8429  | 7.3050  | 8.2662  | 11.2458 | 14.5028 | 18.3984 |
| 辽港股份   | 370.53   | 1.9342  | 2.9657  | 2.4500  | 2.7079  | 6.7870  | 6.4765  | 4.1737  | 4.5815  | 5.6337  |
| 广州港    | 253.50   | 1.5025  | 2.1057  | 2.1676  | 2.6011  | 2.6631  | 3.5301  | 3.2441  | 3.2441  | 2.9424  |
| 唐山港    | 240.59   | 4.5584  | 3.6467  | 4.1482  | 5.3333  | 11.8519 | 20.7408 | 11.8519 | 11.8519 | 11.8519 |
| 盐田港    | 239.70   | 0.3108  | 0.4079  | 0.5244  | 0.2913  | 0.4048  | 0.6747  | 1.0121  | 7.8000  | 6.7593  |
| 北部湾港   | 196.68   | 1.3261  | 1.5945  | 1.8589  | 2.8765  | 3.0227  | 3.2612  | 3.0591  | 4.4476  | 4.5324  |
| 秦港股份   | 184.94   | 0.0000  | 31.4013 | 4.3023  | 5.0287  | 3.5759  | 3.1290  | 3.9671  | 4.6376  | 4.7493  |
| 天津港    | 136.89   | 3.8017  | 2.4787  | 1.8088  | 1.8088  | 2.0740  | 2.9229  | 2.2284  | 2.9519  | 3.0098  |
| 日照港    | 100.57   | 0.3076  | 0.6151  | 0.6151  | 0.7689  | 1.0765  | 1.2303  | 1.2303  | 1.9992  | 2.6451  |
| 连云港    | 75.80    | 0.1015  | 0.0508  | 0.1004  | 0.0217  | 0.2166  | 0.3722  | 0.6203  | 0.6203  | 0.7444  |
| 重庆港    | 67.30    | 0.2772  | 1.4552  | 0.4158  | 0.5934  | 0.2967  | 0.2374  | 0.4747  | 0.5341  | 0.4747  |
| 厦门港务   | 63.87    | 0.2761  | 0.1062  | 0.0531  | 0.0938  | 0.1125  | 0.3439  | 0.4451  | 0.7418  | 0.8012  |
| 珠海港    | 51.23    | 0.1579  | 0.2842  | 0.3948  | 0.4652  | 0.5565  | 1.1037  | 0.6436  | 0.1087  | 0.5886  |
| 南京港    | 47.92    | 0.0745  | 0.1117  | 0.1712  | 0.2081  | 0.2178  | 0.2613  | 0.3291  | 0.5005  | 0.4635  |
| 中远海运港口 | 196.04   | 6.6830  | 5.8602  | 8.9616  | 8.8055  | 9.4711  | 9.1068  | 3.5432  | 9.6010  | 9.1113  |
| 天津港发展  | 42.03    | 1.8442  | 2.5203  | 1.5171  | 1.4007  | 2.1164  | 3.1381  | 1.2635  | 2.7203  | 2.5250  |
| 招商局港口  | 601.36   | 19.7814 | 57.7933 | 27.9186 | 25.0640 | 21.0578 | 30.0702 | 29.7614 | 27.3118 | 33.9158 |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

由于财务报表并不披露企业的自由现金流，我们需要对企业自由现金流进行一个简化的模拟。在此我们采用：

简化可用自由现金流=（经营净现金流-资本开支-财务费用-所得税）\*指标修正+投资收益收到的现金

利用这一公式模拟企业在考虑资本开支后的自由现金流水平。结果如下图：

图23：通过财务指标计算简化的自由现金流（单位：亿元）

| 简化可用自由现金流=（经营净现金流-资本开支-财务费用-所得税）*指标修正+投资收益收到的现金 |        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|-------------------------------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 证券代码                                            | 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 |
| 600018.SH                                       | 上港集团   | -19.76     | 67.04      | 13.13      | 20.43      | 68.27      | 96.03      | 104.61     | 68.45      | 29.25      |
| 601018.SH                                       | 宁波港    | 22.75      | 9.08       | 67.04      | -29.71     | 14.72      | 5.69       | -20.68     | -21.53     | 5.30       |
| 601298.SH                                       | 青岛港    | -10.72     | 4.08       | 4.36       | 16.25      | 11.04      | 12.62      | 23.07      | 27.11      | 27.82      |
| 001872.SZ                                       | 招商港口   | 3.28       | 4.11       | 15.72      | 6.04       | 16.71      | 35.59      | 30.86      | 30.29      | 43.17      |
| 601880.SH                                       | 辽港股份   | 10.35      | 3.03       | 10.42      | 7.22       | 13.60      | -6.94      | -5.37      | 17.16      | 26.89      |
| 601228.SH                                       | 广州港    | 1.00       | 1.85       | 4.39       | -4.66      | -14.88     | -25.52     | -18.93     | -20.82     | -11.11     |
| 601000.SH                                       | 唐山港    | 8.86       | 5.08       | 2.89       | 7.18       | 17.58      | 8.66       | 16.54      | 17.45      | 15.14      |
| 000088.SZ                                       | 盐田港    | -3.60      | -4.71      | -5.31      | -0.42      | -0.70      | -12.25     | -2.79      | 14.84      | 9.17       |
| 000582.SZ                                       | 北部湾港   | 1.79       | 6.07       | 9.28       | 0.71       | 3.94       | -24.77     | -21.73     | -13.10     | -3.03      |
| 601326.SH                                       | 秦港股份   | 6.16       | 10.98      | 16.31      | 9.36       | 8.43       | 7.83       | 14.60      | 9.62       | 11.81      |
| 600717.SH                                       | 天津港    | 8.85       | 6.60       | 8.88       | 7.08       | 10.23      | 10.70      | 7.17       | 9.50       | 11.85      |
| 600017.SH                                       | 日照港    | -1.01      | -16.71     | -3.33      | -10.63     | -9.45      | 2.74       | -6.29      | -12.01     | -8.53      |
| 601008.SH                                       | 连云港    | -0.90      | -0.87      | -5.63      | 2.96       | -1.48      | 1.11       | 2.13       | 2.75       | 8.72       |
| 600279.SH                                       | 重庆港    | -2.89      | -1.42      | 1.80       | 0.68       | 1.88       | -0.74      | 1.27       | -0.65      | -7.02      |
| 000905.SZ                                       | 厦门港务   | -2.34      | -4.15      | -3.33      | -0.06      | -1.54      | 2.00       | -3.63      | -3.97      | 6.95       |
| 000507.SZ                                       | 珠海港    | -0.34      | 0.96       | 0.09       | -1.23      | 0.03       | 1.62       | 3.50       | 4.23       | 4.46       |
| 002040.SZ                                       | 南京港    | 0.06       | 0.89       | 0.61       | 1.26       | 1.72       | 1.92       | 1.14       | 0.56       | -0.19      |
| 1199.HK                                         | 中远海运港口 | -2.88      | 7.17       | 1.67       | 15.31      | 10.93      | 4.70       | 14.15      | 15.50      | 8.04       |
| 3382.HK                                         | 天津港发展  | 5.06       | 2.70       | 6.19       | 3.22       | 5.24       | 5.93       | 4.83       | 5.40       | 6.64       |
| 0144.HK                                         | 招商局港口  | 42.65      | 31.35      | 25.65      | 10.74      | 25.39      | 58.17      | 60.05      | 45.94      | 65.57      |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

最后我们计算当年现金分红占企业简化自由现金流的比例，以此衡量企业提升分红的潜力。该指标若在 0 到 1 之间且持续较低，说明公司现金分红占自由现金流比例较低，若后续不考虑资本开支和对外投资，则具备提升分红的潜力；如该指标大于 1，说明分红金额已经超过当年自由现金流金额，则短期不具备提升分红的空间；若指标小于 0，则说明当年开支较大，导致自由现金流金额为负值，也不具备提升分红的空间。

从结果看，不同企业该指标差异较大，且不同年份的差异也较大。此外，若企业处于资本开支高峰期或经营净现金流出现短期波动，则该指标也会受到较大影响，例如上港 24 年的数据受到当年经营净现金流短期下降的影响；宁波港、北部湾港正处于资本开支高峰，导致该数值明显大于 1 或为负。

图24：通过计算现金分红占简化自由现金流的比例，我们可以判断港口公司是否具备提升分红的潜力

| 证券代码      | 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 | 当前股息率 | 分红比例  | PE(TTM) |
|-----------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|---------|
| 600018.SH | 上港集团   | -183.0%    | 59.5%      | 271.8%     | 164.4%     | 43.4%      | 46.1%      | 31.2%      | 58.5%      | 155.2%     | 3.4%  | 30.4% | 10.1    |
| 601018.SH | 宁波港    | 39.4%      | 108.8%     | 18.3%      | -43.9%     | 88.1%      | 249.9%     | -81.8%     | -82.2%     | 396.7%     | 2.9%  | 42.9% | 18.4    |
| 601298.SH | 青岛港    | 0.0%       | 0.0%       | 469.1%     | 80.0%      | 154.1%     | 131.9%     | 75.8%      | 70.1%      | 73.3%      | 3.5%  | 38.9% | 11.3    |
| 001872.SZ | 招商港口   | 97.4%      | 207.0%     | 13.0%      | 146.4%     | 43.7%      | 23.2%      | 36.4%      | 47.9%      | 42.6%      | 3.6%  | 40.7% | 12.6    |
| 601880.SH | 辽港股份   | 18.7%      | 98.0%      | 23.5%      | 37.5%      | 49.9%      | -93.3%     | -77.7%     | 26.7%      | 21.0%      | 1.5%  | 49.2% | 41.1    |
| 601228.SH | 广州港    | 150.6%     | 113.5%     | 49.4%      | -55.8%     | -17.9%     | -13.8%     | -17.1%     | -15.6%     | -26.5%     | 1.2%  | 30.5% | 28.9    |
| 601000.SH | 唐山港    | 51.5%      | 71.8%      | 143.4%     | 74.2%      | 67.4%      | 239.5%     | 71.6%      | 67.9%      | 78.3%      | 4.9%  | 59.9% | 12.5    |
| 000088.SZ | 盐田港    | -8.6%      | -8.7%      | -9.9%      | -69.5%     | -57.9%     | -5.5%      | -36.3%     | 52.6%      | 73.7%      | 2.8%  | 50.1% | 20.5    |
| 000582.SZ | 北部湾港   | 74.3%      | 26.3%      | 20.0%      | 402.5%     | 76.8%      | -13.2%     | -14.1%     | -33.9%     | -149.7%    | 2.3%  | 37.2% | 22.5    |
| 601326.SH | 秦港股份   | 0.0%       | 286.0%     | 26.4%      | 53.7%      | 42.4%      | 39.9%      | 27.2%      | 48.2%      | 40.2%      | 2.6%  | 30.3% | 12.4    |
| 600717.SH | 天津港    | 42.9%      | 37.5%      | 20.4%      | 25.5%      | 20.3%      | 27.3%      | 31.1%      | 31.1%      | 25.4%      | 2.2%  | 30.3% | 14.0    |
| 600017.SH | 日照港    | -30.4%     | -3.7%      | -18.5%     | -7.2%      | -11.4%     | 45.0%      | -19.6%     | -16.6%     | -31.0%     | 2.6%  | 40.4% | 15.8    |
| 601008.SH | 连云港    | -11.3%     | -5.8%      | -1.8%      | 0.7%       | -14.7%     | 33.5%      | 29.1%      | 22.5%      | 8.5%       | 1.0%  | 39.0% | 47.3    |
| 600279.SH | 重庆港    | -9.6%      | -102.3%    | 23.1%      | 87.2%      | 15.8%      | -32.2%     | 37.3%      | -82.5%     | -6.8%      | 0.7%  | 9.0%  | -162.6  |
| 000905.SZ | 厦门港务   | -11.8%     | -2.6%      | -1.6%      | -148.7%    | -7.3%      | 17.2%      | -12.3%     | -18.7%     | 11.5%      | 1.3%  | 40.1% | 315.8   |
| 000507.SZ | 珠海港    | -46.8%     | 29.6%      | 447.1%     | -37.7%     | 2224.1%    | 68.0%      | 18.4%      | 2.6%       | 13.2%      | 1.1%  | 20.2% | 19.7    |
| 002040.SZ | 南京港    | 131.2%     | 12.6%      | 28.3%      | 16.5%      | 12.7%      | 13.6%      | 28.9%      | 89.0%      | -245.1%    | 1.0%  | 30.3% | 33.5    |
| 1199.HK   | 中远海运港口 | -232.1%    | 81.7%      | 536.5%     | 57.5%      | 86.7%      | 193.9%     | 25.0%      | 61.9%      | 113.4%     | 4.6%  | 40.3% | 8.7     |
| 3382.HK   | 天津港发展  | 36.4%      | 93.5%      | 24.5%      | 43.5%      | 40.4%      | 52.9%      | 26.2%      | 50.3%      | 38.0%      | 6.0%  | 38.8% | 6.5     |
| 0144.HK   | 招商局港口  | 46.4%      | 184.4%     | 108.8%     | 233.4%     | 83.0%      | 51.7%      | 49.6%      | 59.4%      | 51.7%      | 5.6%  | 45.4% | 8.1     |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

同时，考虑到资本开支对本指标影响太大，以及资本开支过峰，后续有望逐渐下行的可能性，我们考虑尽量排除资本开支波动的影响，计算企业在资本开支平稳情况下的现金流充裕程度。考虑港口企业日常运维、设备替换等同样需要进行资本开支，我们假设资本开支降至与折旧摊销持平的水平，重新计算了一版数据。在该假设下，我们姑且将计算得到的指标称为“简化理论自由现金流”。

简化理论自由现金流=（经营净现金流-折旧摊销-财务费用-所得税）\*指标修正+投资收益收到的现金

我们计算了分红金额占简化理论自由现金流的比例，可以看到，在对资本开支项目进行调整后，大部分企业的指标有明显改善，部分企业该指标长期维持在 50%以下。从单纯的财务指标上看，当前股息率 2%以上的港口中，上港集团、招商港口、盐田港、天津港、日照港、秦港及中远海运港口在过去 4 年中有至少 3 年该指标低于 50%。从这一角度看，这些港口企业若资本开支回归较低水平，提升分红的潜力会较大。

图25：若假设资本开支降至与折旧摊销持平，则行业中大部分公司具备继续提升分红的潜力

| 证券代码      | 证券名称   | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/12/31 | 当前股息率 | 分红比例  | PE(TTM) |
|-----------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|---------|
| 600018.SH | 上港集团   | -142.8%    | 63.1%      | 1387.8%    | 159.7%     | 35.8%      | 39.4%      | 24.4%      | 34.2%      | 75.8%      | 3.4%  | 30.4% | 10.1    |
| 601018.SH | 宁波港    | 31.5%      | 162.0%     | 17.4%      | -55.6%     | 45.5%      | 34.9%      | 139.5%     | 57.7%      | 107.0%     | 2.9%  | 42.9% | 18.4    |
| 601298.SH | 青岛港    | 0.0%       | 0.0%       | 83.6%      | 43.3%      | 55.3%      | 63.1%      | 43.9%      | 46.5%      | 56.6%      | 3.5%  | 38.9% | 11.3    |
| 001872.SZ | 招商港口   | 100.3%     | 218.0%     | 9.7%       | 67.9%      | 34.8%      | 22.2%      | 35.8%      | 48.3%      | 42.7%      | 3.6%  | 40.7% | 12.6    |
| 601880.SH | 辽港股份   | 22.3%      | -2342.4%   | 35.9%      | 478.9%     | 82.3%      | 58.9%      | 48.7%      | 65.7%      | 35.5%      | 1.5%  | 49.2% | 41.1    |
| 601228.SH | 广州港    | -92.1%     | 165.2%     | 11.9%      | 25.9%      | 36.1%      | 86.0%      | 125.1%     | 44.1%      | 67.5%      | 1.2%  | 30.5% | 28.9    |
| 601000.SH | 唐山港    | 79.6%      | 56.2%      | 61.0%      | 88.5%      | 92.4%      | 251.6%     | 75.9%      | 83.1%      | 80.4%      | 4.9%  | 59.9% | 12.5    |
| 000088.SZ | 盐田港    | 12.3%      | 16.5%      | 15.1%      | 6.1%       | 8.2%       | 12.2%      | 12.1%      | 35.1%      | 42.8%      | 2.8%  | 50.1% | 20.5    |
| 000582.SZ | 北部湾港   | 35.3%      | 30.6%      | 24.4%      | 58.0%      | 27.2%      | 112.8%     | 27.2%      | 89.7%      | 143.9%     | 2.3%  | 37.2% | 22.5    |
| 601326.SH | 秦港股份   | 0.0%       | 277.5%     | 47.7%      | 67.5%      | 40.5%      | 33.2%      | 38.5%      | 58.5%      | 45.3%      | 2.6%  | 30.3% | 12.4    |
| 600717.SH | 天津港    | 46.3%      | 44.5%      | 27.1%      | 27.8%      | 24.9%      | 28.7%      | 25.5%      | 29.6%      | 25.0%      | 2.2%  | 30.3% | 14.0    |
| 600017.SH | 日照港    | -39.0%     | 37.1%      | 14.4%      | 66.8%      | 41.4%      | 12.7%      | 12.0%      | 22.5%      | 46.7%      | 2.6%  | 40.4% | 15.8    |
| 601008.SH | 连云港    | -8.0%      | -2.6%      | -1.6%      | 1.2%       | -7.8%      | 1487.6%    | 37.2%      | 24.0%      | 10.5%      | 1.0%  | 39.0% | 47.3    |
| 600279.SH | 重庆港    | -9.7%      | -95.0%     | 29.2%      | 26.7%      | 9.8%       | 22.3%      | 26.4%      | -584.9%    | -15.5%     | 0.7%  | 9.0%  | -162.6  |
| 000905.SZ | 厦门港务   | 40.3%      | -4.4%      | -3.9%      | 3.4%       | -42.1%     | 10.0%      | -21.0%     | -47.5%     | 11.4%      | 1.3%  | 40.1% | 315.8   |
| 000507.SZ | 珠海港    | 32.1%      | 27.2%      | 33.2%      | 41.6%      | 44.3%      | 52.0%      | 13.3%      | 2.9%       | 14.9%      | 1.1%  | 20.2% | 19.7    |
| 002040.SZ | 南京港    | 21.9%      | 26.9%      | 26.5%      | 18.3%      | 16.2%      | 18.7%      | 32.1%      | 33.9%      | 32.5%      | 1.0%  | 30.3% | 33.5    |
| 1199.HK   | 中远海运港口 | 46.8%      | 49.0%      | 83.1%      | 48.3%      | 77.8%      | 73.9%      | 19.3%      | 45.9%      | 49.1%      | 4.6%  | 40.3% | 8.7     |
| 3382.HK   | 天津港发展  | 46.5%      | 163.3%     | 36.7%      | 66.7%      | 69.4%      | 69.4%      | 30.0%      | 62.0%      | 49.1%      | 6.0%  | 38.8% | 6.5     |
| 0144.HK   | 招商局港口  | 48.5%      | 176.3%     | 92.3%      | 140.8%     | 89.3%      | 54.7%      | 55.8%      | 70.5%      | 58.8%      | 5.6%  | 45.4% | 8.1     |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

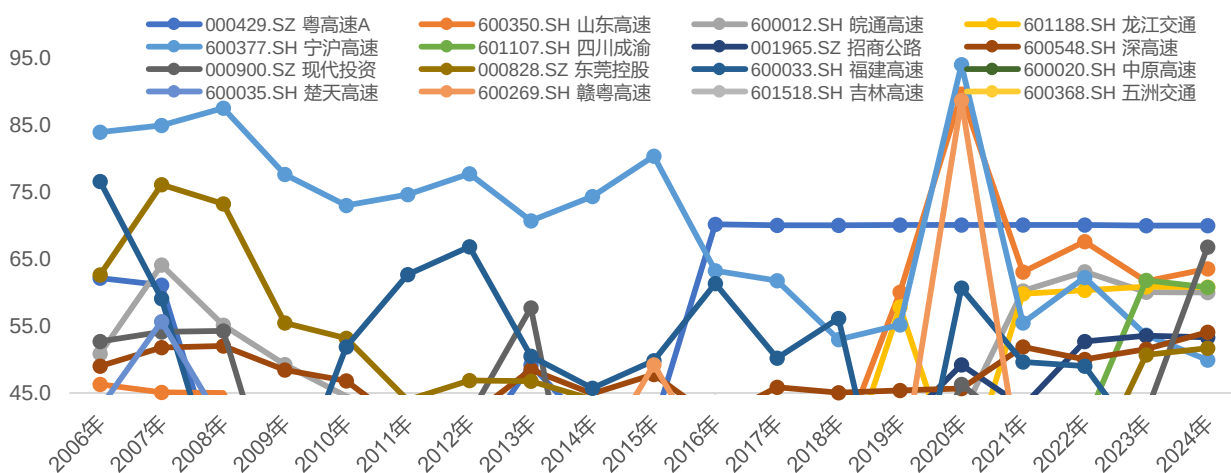
最后还是要说明，本分析单纯从财务角度出发，并未考虑企业后续发展规划带来的影响，因而结论也只是一个较为片面的结论，在此仅供参考。

## 4. 当前港口板块的分红情况与 16-18 年左右的高速公路板块有一定相似性

不论财务指标分析的结果如何，我们必须承认，从过去多年以来行业的分红变化出发，可以得出“港口行业对分红越发重视”这样的结论。

我们认为当前港口板块的现金分红情况与 16-18 年左右的高速公路存在一定的相似性。在 2015 年之前，高速公路行业分红比例能够稳定在 50% 以上的寥寥无几（其实就只有宁沪高速），但 16 年开始，由于现金流确实充裕，以及核心路产改扩建完毕、无风险利率持续下行等因素，部分高速公路公司开始考虑通过提升分红比例的方式回馈中小股东，并提升自身股票的投资价值。

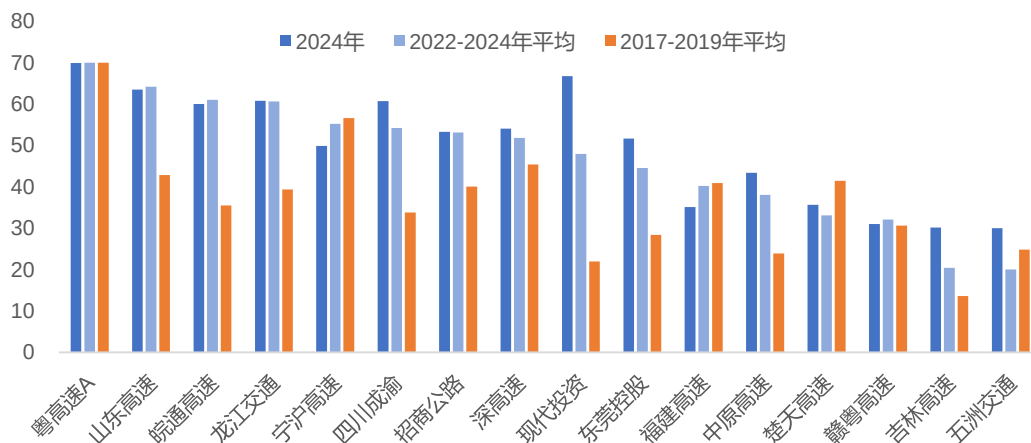
图26：高速公路板块经历了重视分红，不重视分红，到重新重视分红的过程（单位：%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从比较典型的案例看：2019 年，核心路产济青高速改扩建完成的山东高速将分红比例提升至 60%；2021 年，在合宁高速改扩建完成后，皖通高速也提升分红比例至 60%。可以看到核心资产资本开支期结束是高速公路公司提升分红的一个重要时间节点。这一情况对港口行业亦具备一定参考性。

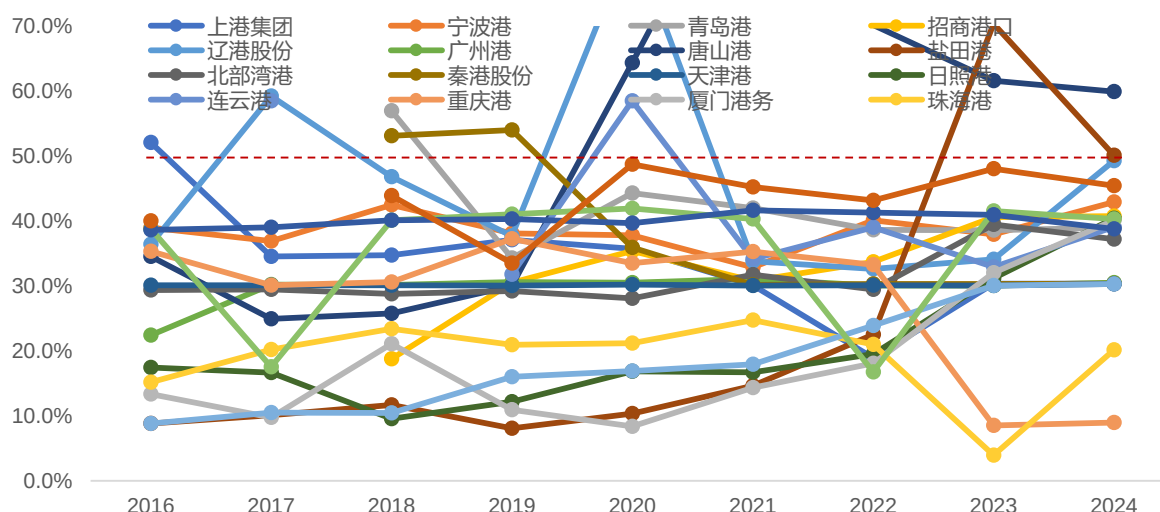
图27：大部分高速公路公司 22-24 年分红比例较 17-19 年提升，部分明显提升（单位：%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此后高速公路板块分红比例持续提升。我们对比了高速公路各公司 22-24 年和 17-19 年的分红比例均值，可以看到 16 家公司中，有 9 家公司 22-24 年分红比例较 17-19 年出现明显抬升。

图28：港口板块 22 年之后分红比例有抬升趋势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们回到港口板块，可以看到 22 年开始行业分红比例有一定抬升，目前大部分港口企业的分红比例位于 30%-50%这一区间。随着行业资本开支过峰，以及企业分红意愿的提升，我们有理由认为港口板块还有继续提升分红比例的空间。对于高股息板块较为关注的投资者，建议重点关注资本开支有下降趋势，现金流较为充裕，且当前分红比例还不高的港口个股。

## 5. 风险提示

行业需求受宏观经济及国际局势的影响超预期；行业资本开支体量超预期；单纯财务分析导致的片面性等。

相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                              | 日期         |
|--------|-------------------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 快递 6 月数据点评：业务量增速分化明显，关注反内卷后续影响                  | 2025-07-22 |
| 行业普通报告 | 航空机场 6 月数据点评：航司运力投放较为克制，东航客座率逆势抬升               | 2025-07-17 |
| 行业普通报告 | 快递 5 月数据点评：顺丰增速继续领跑，价格竞争激烈度维持较高水平               | 2025-06-23 |
| 行业普通报告 | 航空机场 5 月数据点评：客座率维持高水平，旺季弹性初步体现                  | 2025-06-18 |
| 行业深度报告 | 交通运输行业 2025 年中期投资展望：重视周期底部行业的价格弹性               | 2025-06-12 |
| 行业深度报告 | 快递 2025 年一季报综述：价格战进入深水区，行业盈利短期承压，市场预期降至低位       | 2025-05-28 |
| 行业普通报告 | 快递 4 月数据点评：通达系单价继续下探，但“以价换量”效果或开始减退             | 2025-05-20 |
| 行业普通报告 | 航空机场 4 月数据点评：淡季客座率维持高水平，春秋国内线投放明显提升             | 2025-05-16 |
| 行业深度报告 | 航空业年报及一季报点评：客座率持续提升，旺季弹性值得期待                    | 2025-05-13 |
| 行业普通报告 | 快递 3 月数据点评：顺丰件量增速超预期，通达系价格竞争依旧激烈                | 2025-04-28 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK)：价格战导致收入端承压，份额增长依旧是经营重心        | 2025-05-22 |
| 公司普通报告 | 圆通速递 (600233.SH)：盈利短期承压，优化服务提升长期竞争力             | 2025-05-06 |
| 公司普通报告 | 皖通高速 (600012.SH)：业绩略超预期，路产收购及宣广改扩建完成带来 25 年业绩增量 | 2025-04-05 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK)：散件增长带动单票收入提升，25 年重心重回份额增长     | 2025-03-24 |
| 公司普通报告 | 越秀交通基建 (01052.HK)：平临高速将增厚 25 年业绩，收费权摊销略高于预期     | 2025-03-17 |
| 公司普通报告 | 皖通高速 (600012.SH)：现金收购优质路产，有望增厚利润                | 2025-01-06 |
| 公司普通报告 | 越秀交通基建 (01052.HK)：收购平临高速，优质资产将增厚公司业绩            | 2024-11-11 |
| 公司普通报告 | 圆通速递 (600233.SH)：成本持续优化，盈利与市场份额稳步提升             | 2024-09-03 |

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526