

“一带一路”上的港口升级

报告摘要:

港口行业步入低增速成熟期。中国港口行业在2002年港口管理体系下放后迎来长达十年的投资建设的高峰,形成了服务同质性强、产能相对过剩的现状,港口的建设、竞争是区域性寡头垄断模式,临近港口的腹地经济相关性相同、吞吐货种同质性高。对港口行业的分析判断主要采用自上而下(政策推动、国企改革)与自下而上(煤、油、矿、箱吞吐量增速边际变化)的方法,在区域寡头竞争的框架下进行价量分析。干散货吞吐增速放缓货种使得单一型港口利润下滑,同时区域龙头港口已率先进行多元化转型。

短期经济向好带动港口盈利修复。去年四季度以来经济回暖,港口企业吞吐量保持高个位数增长。一季度,港口货物吞吐量累计值同比增速为7.6%(2016年同期为1.7%),集装箱吞吐量累计值同比增速为7.2%(2016年同期为1.9%),带动港口上市公司盈利水平,利好港口板块整体估值修复。

港口供给侧改革大势所趋,实质内容是区域港口整合及功能升级。产能相对过剩现状及政府推动促进港口供给侧改革,港口间的重组整合,整体竞争格局有望得到改善;以及未整体上市的港口公司的集团资产注入预期,上市公司将保持良好的资产收益率水平,港口区域整合成功先例有北部湾港口群整合和宁波-舟山港口群整合。港口功能升级关注多式联运发展及龙头港口集团开始尝试的多元化业务。

“一带一路”政策推动,冲要港口借东风。“一带一路”是国家级顶层战略,港口作为水陆交通及物流枢纽在“一带一路”战略中充当着重要的物流节点和项目运作参与者,将直接受益“一带一路”合作的发展成果。今年5月将在中国主办“一带一路”国际合作高峰论坛,战略推进有望更进一步。

风险提示: 经济增长失速;港口吞吐量增速不及预期;区域港口整合不及预期;政策推进不及预期。

历史收益率曲线



重点公司

投资评级

天津港	买入
唐山港	增持
日照港	增持
上港集团	增持
宁波港	增持
深赤湾 A	增持
珠海港	

相关报告

《3月港口数据点评:贸易景气,吞吐量增速维持高位》

2017-04-17

《“粤港澳大湾区”规划加速 或促进区域港口整合》

2017-04-12

《津冀将严控集疏港汽运煤 “一带一路”凸显枢纽港口投资价值》

2017-02-13

证券分析师: 王晓艳

执业证书编号:S0550515100001

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号:S0550515110002

研究助理: 陈照林

执业证书编号:S0550116070020

chen_zl@nesc.cn

目 录

1. 港口行业步入成熟期，短期受益宏观经济改善	4
1.1. 港口行业已进入低速增长阶段.....	4
1.2. 港口行业特征：经营杠杆高的区域性寡头垄断模式.....	5
1.3. 短期宏观经济向好带动港口基本面修复.....	6
1.4. 17年第一季度全国港口运营改善.....	8
2. 国企改革+转型升级，港口供给侧改革成为发展方向	10
2.1. 国企改革：区域港口的资源整合.....	11
2.1.1. 北部湾港口群：港口整合避免恶性竞争，分层定位改善行业格局.....	13
2.1.2. 宁波-舟山港：优势互补提升整体实力，资源整合共享区位优势.....	15
2.2. 转型升级：港口业务功能多元化发展.....	17
2.2.1. 拓展物流业务，多式联运发展空间巨大.....	17
2.2.2. 布局贸易、金融、地产等多元业务——上港集团.....	18
3. “一带一路”打开未来增长空间	21
3.1. 连云港、日照港：“一带一路”桥头堡，水陆并进促发展.....	21
3.1.1. 连云港：对外合作推动港口建设，铁水联运潜力巨大.....	21
3.1.2. 日照港：推进国际合作，借“一带一路”东风“走出去”.....	22
3.2. 深赤湾：预期股权整合，港口获益明显.....	23
3.2.1. 港口整合，集装箱大港再添规模效应.....	23
3.2.2. “大湾区”加速推进，区域经济发展提供红利.....	24
3.3. 珠海港：“一带一路”推动港口国际化.....	25
3.3.1. 国际合作增强港口综合实力.....	25

图表目录

图 1： 全国主要港口货物吞吐量及增速.....	4
图 2： 全国主要港口散杂货吞吐量.....	4
图 3： 全国主要港口集装箱吞吐量及增速.....	5
图 4： 港口上市企业固定资产折旧占营业成本比例.....	5
图 5： GDP 与货物吞吐量增速.....	6
图 6： 港口货物吞吐量自 2016 年四季度开始反弹.....	6
图 7： 进出口自 2017 年开始改善明显.....	6
图 8： 外贸货物吞吐量高于去年同期.....	6
图 9： PMI 新出口订单与集装箱吞吐量增速.....	7
图 10： 集装箱吞吐量 16 年下半年同比翻正.....	7
图 11： 中国及欧美制造业 PMI.....	7
图 12： 2016 铁矿石进口好于去年同期.....	8
图 13： 全国火电产量增速回升.....	8

图 14: 沿海煤炭发运量增速回升.....	8
图 15: 原油进口需求稳定.....	8
图 16: 我国港口投资建设额.....	10
图 17: 我国万吨级以上泊位数量变化.....	10
图 18: 北部湾港地理位置.....	14
图 19: 北部湾港重组前股权结构.....	14
图 20: 北部湾港重组后股权结构.....	14
图 21: 北部湾货物吞吐量及增长率.....	15
图 22: 北部湾与沿海货物吞吐量增长率比较.....	15
图 23: 宁波-舟山港重组前股权结构.....	15
图 24: 宁波-舟山港重组后股权结构.....	15
图 25: 宁波-舟山港地理位置.....	16
图 26: 上港集团集装箱吞吐量 (TEU) 及增长率.....	18
图 27: 上港集团集装箱业务毛利率.....	18
图 28: 亚欧大陆桥及连云港地理位置示意图.....	21
图 29: 日照港地理位置示意图.....	22
图 30: 2016 年全国前 10 大集装箱港口集装箱吞吐量 (单位: TEU).....	23
图 31: 深圳港地理位置示意图.....	23
图 32: 深赤湾 A 股权结构.....	24
图 33: 盐田港股权结构.....	24
图 34: 粤港澳大湾区示意图.....	25
表 1: 全国主要港口第一季度经营情况.....	8
表 2: 全国主要港口第一季度集装箱吞吐情况.....	9
表 3: 港口上市企业第一季度吞吐量情况.....	9
表 4: 港口管理体制的三个阶段.....	11
表 5: 港口下放后我国五大港口群主要港口情况.....	12
表 6: 北部湾港口一体化建设重大事件及时间节点.....	14
表 8: 我国促进多式联运政策汇总.....	17
表 9: 上海港主要港区情况.....	18
表 10: 上港集团地产项目梳理.....	19
表 11: 公司金融业务主要参股公司.....	20
表 12: 连云港部分重大合作项目及时间节点.....	21
表 13: 世界部分港口缺水联运占总吞吐量百分比.....	22
表 14: 日照港部分重大合作项目及时间节点.....	23

1. 港口行业步入成熟期，短期受益宏观经济改善

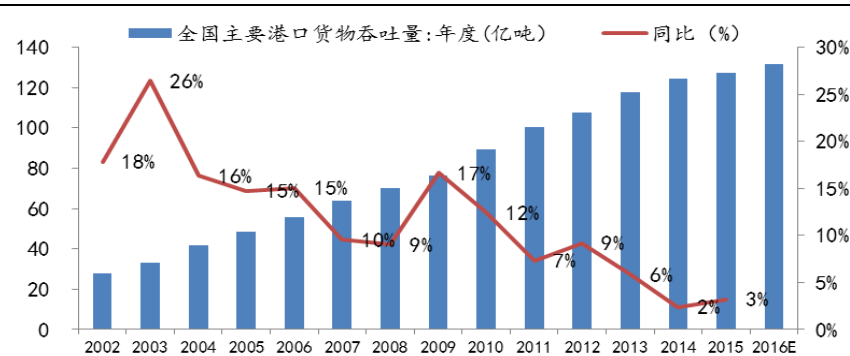
1.1. 港口行业已进入低速增长阶段

21 世纪以来，伴随着我国经济的高速增长，港口行业迎来了吞吐量激增的十年。2010 年之后，受到世界经济与全球贸易萎靡不振、我国宏观经济增速放缓等多方面因素影响，过去依靠经济高速增长带来吞吐量激增时代已不复存在，2011 到 2015 年之间，港口货物、集装箱吞吐量增速呈逐年下降的趋势。

2016 年，港口吞吐量继续延续个位数增长，全国规模以上港口完成货物吞吐量 118 亿吨，同比增长 3.2%，增速较上年回升 1.3 个百分点，前三季度增速保持在 2.3% 左右，四季度增速明显提高，达 5.8%；其中全年完成集装箱吞吐量 2.2 亿标准箱，同比增长 3.6%。

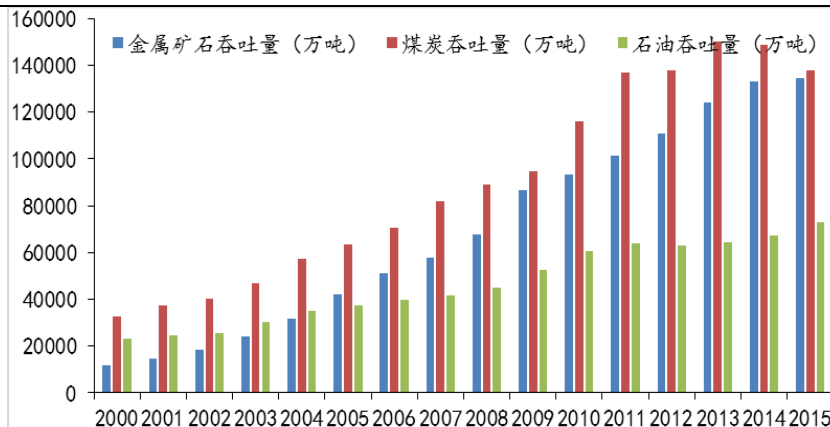
总体来看，伴随我国经济增速承压，投资回落、工业增加值放缓是的大宗商品需求将会继续放缓；集装箱方面，据世界贸易组织最新统计 2016 年世界贸易增长速度为 1.7%，为 2009 年以来的最低水平，15 年来首次低于全球 GDP 增长速度，在新兴经济体增长放缓、发达主要经济体复苏不均衡的情况下，集装箱增长形势严峻。长期来看，我国港口将仍然保持低速增长的状况。

图 1：全国主要港口货物吞吐量及增速



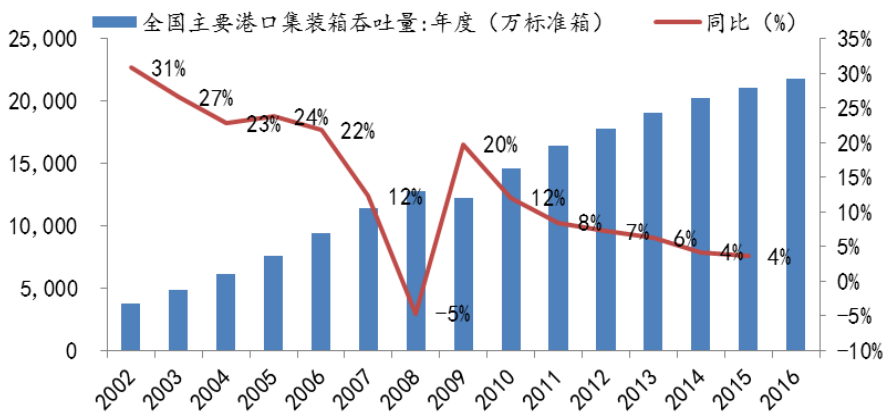
数据来源：Wind，东北证券

图 2：全国主要港口散杂货吞吐量



数据来源：Wind，东北证券

图 3: 全国主要港口集装箱吞吐量及增速



数据来源: Wind, 东北证券

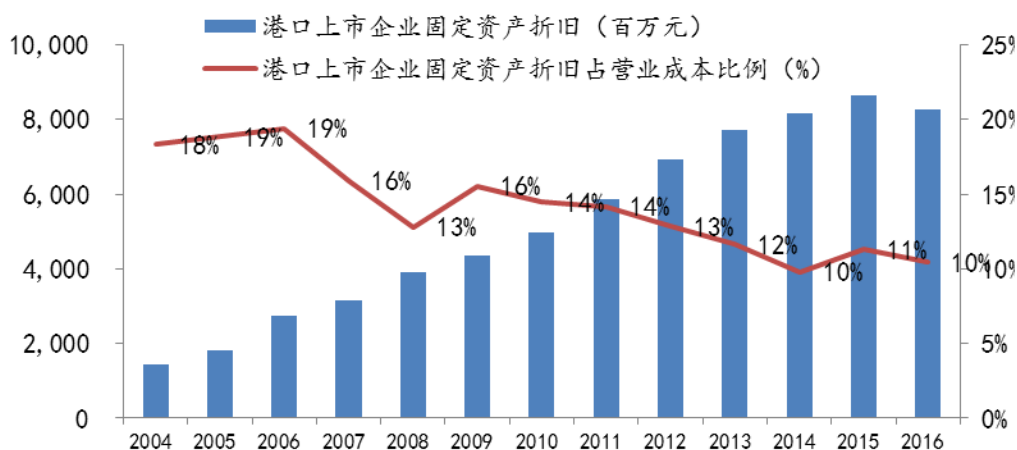
1.2. 港口行业特征: 经营杠杆高的区域性寡头垄断模式

中国 17 家港口上市公司中, 除深赤湾 A 以外均为地方性国企, 港口的建设、竞争是区域性寡头垄断模式, 临近港口的腹地经济相关性相同, 吞吐货种同质性高。对港口行业的分析判断主要采用自上而下 (政策推动、国企改革) 与自下而上 (煤油矿箱吞吐量增速边际变化) 的方法, 在区域寡头竞争的框架下进行价量分析。

对以装卸为主业的港口企业而言, 港口企业的固定资产通常对应码头泊位、堆场、机械设备等, 港口的经营杠杆性体现在随着产能的扩张, 固定资产的高折旧值带来的高固定成本, 在此情况下当需求旺盛港口吞吐量增长时, 由于单位固定成本的摊薄, 利润的增长幅度大于营收的增长幅度, 同样在需求不足港口吞吐量下降时, 利润的下降幅度将大于营收点的下降幅度。港口作为资本密集型产业, 固定资产折旧在成本中的比例较高, 具有较高的经营杠杆。

选取我国目前 A 股市场的上市企业, 其固定资产折旧比例如下:

图 4: 港口上市企业固定资产折旧占营业成本比例



数据来源: Wind, 东北证券

1.3. 短期宏观经济向好带动港口基本面修复

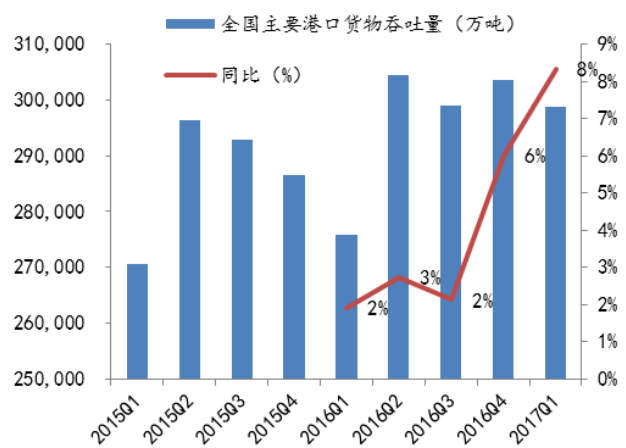
GDP 增长超预期推动吞吐量增长。自 2016 年四半年来，宏观经济指标开始转好，2016 年前三季度 GDP 增速为 6.7%，第四季度为 6.8%，2017 年第一季度为 6.9%，超过全年目标 6.5%，港口作为反映国民经济的晴雨表，国内经济稳中向好的发展态势持续推动港口吞吐量增长。

图 5: GDP 与货物吞吐量增速



数据来源: Wind, 东北证券

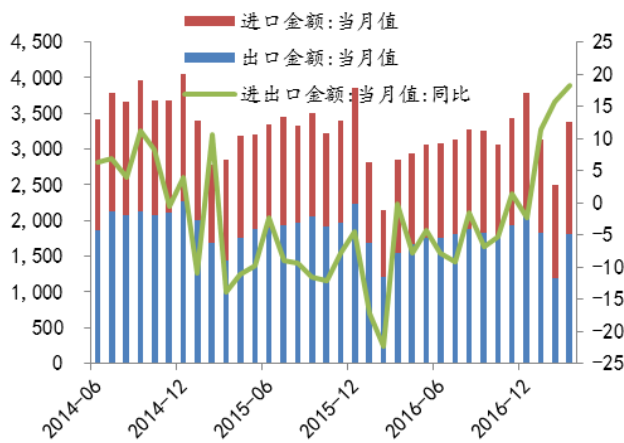
图 6: 港口货物吞吐量自 2016 年四季度开始反弹



数据来源: Wind, 东北证券

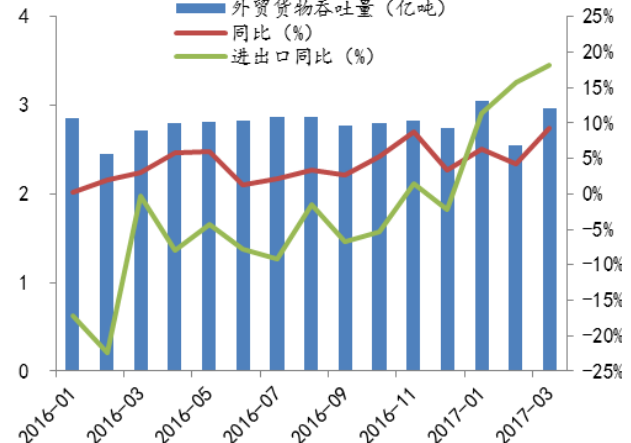
外贸出口改善明显，外贸吞吐量提升。我国进出口情况自 2015 年首次负增长开始，2016 年全年基本持平。自进入 2017 年开始改善明显，第一季度我国进出口总值 9007.9 亿美元，比去年同期增长 15.1%，其中，出口 4173.7 亿美元，增长 24.1%；进口 4834.2 亿美元，增长 8.3%；第一季度全国主要港口外贸货物吞吐量同比增速为 7.3%，高于去年同期 1.9%。

图 7: 进出口自 2017 年开始改善明显



数据来源: Wind, 东北证券

图 8: 外贸货物吞吐量高于去年同期

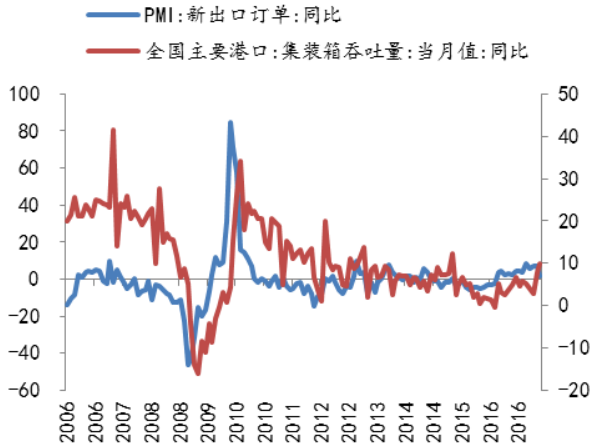


数据来源: Wind, 东北证券

集装箱: 受益外贸出口改善，16 年下半年开始同比翻正。从历史数据来看，我国集装箱中外贸集装箱占比为 70% 左右，外贸整体环境的改善将促进集装箱吞吐量的增长，2017 年 3 月美、欧、日制造业 PMI 分别为 54.8、56.7 和 52.7（2016 年同期分别为 50.8、51.7 和 48.2）。另外，我国 PMI 出口订单变化较沿海港口集装箱

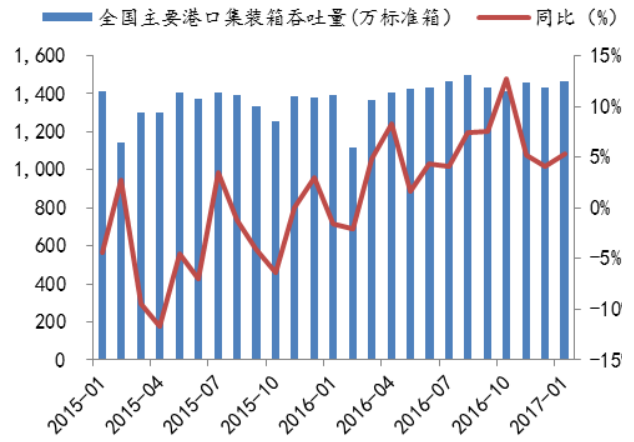
吞吐量有 3~6 个月的领先作用，2016 年 3 月以来 PMI 出口订单首次同比翻正，并呈逐渐上升的趋势，集装箱吞吐量也从 16 年下半年开始首先增长。

图 9: PMI 新出口订单与集装箱吞吐量增速



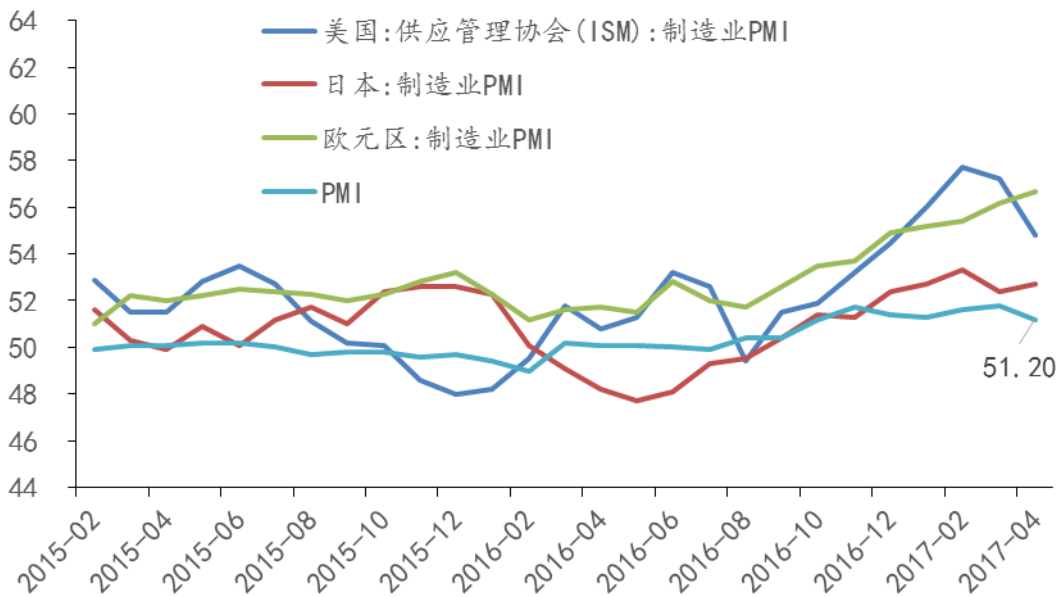
数据来源: Wind, 东北证券

图 10: 集装箱吞吐量 16 年下半年同比翻正



数据来源: Wind, 东北证券

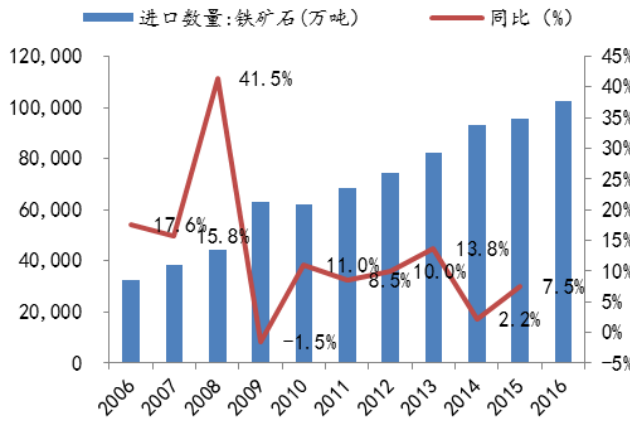
图 11: 中国及欧美制造业 PMI



数据来源: Wind, 东北证券

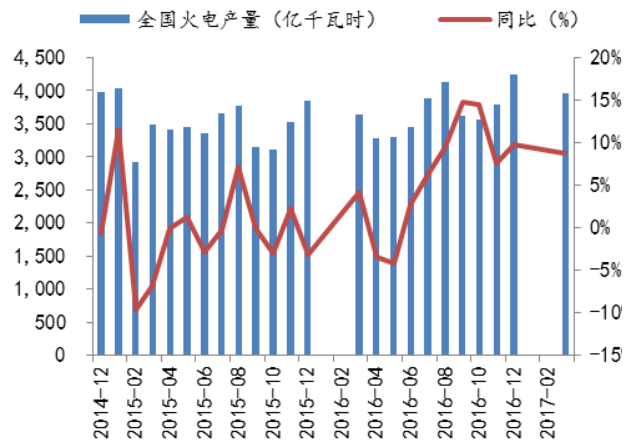
大宗散货整体好于去年同期，17 年初反弹明显。铁矿石进口量回升，2016 年全国进口铁矿石 10.2 亿吨，同比增长 7.5%，高于 2015 年增速 2.2%，2017 年 1、2 月进口铁矿石数量同比增速分别为 11.72%、13.19%；煤炭方面，沿海煤炭发运量 2016 年全年同比下降 0.35%，基本与去年持平，受益火电需求有所回暖，17 年前三月沿海煤炭运量同比增速分别为 9.74%、21.29%、18.08%；原油进口整体需求稳定，2016 年全国进口原油 3.81 亿吨，同比增长 13.58%，17 年前三月原油进口同比增速分别为 27.50%、-0.06%、19.44%。

图 12: 2016 铁矿石进口好于去年同期



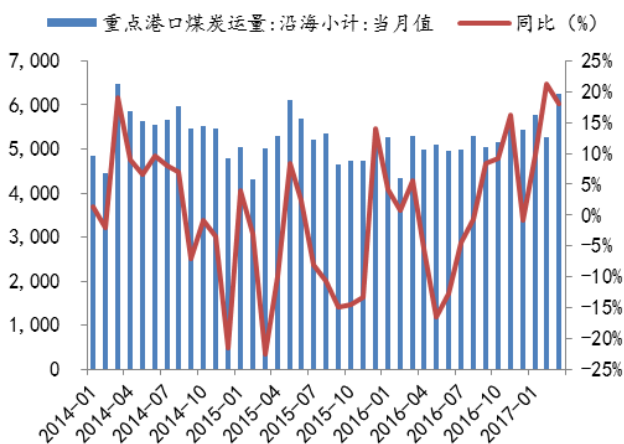
数据来源: Wind, 东北证券

图 13: 全国火电产量增速回升



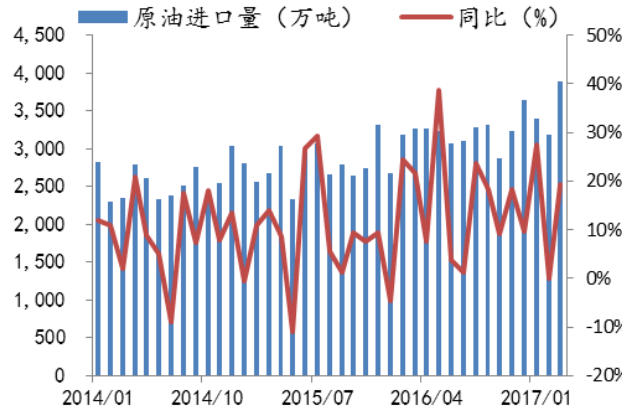
数据来源: Wind, 东北证券

图 14: 沿海煤炭发运量增速回升



数据来源: Wind, 东北证券

图 15: 原油进口需求稳定



数据来源: Wind, 东北证券

1.4. 17 年第一季度全国港口运营改善

港口基本面的修复在 17 年第一季度已经有所体现，17 年第一季度全国主要港口货物吞吐量同比增加 7.6%，高于近两年平均水平（2.4%、3.2%）；外贸货物吞吐量同比增加 7.3%，高于近两年平均水平（1.3%、3.6%）；集装箱吞吐量同比增加 7.2%，高于近两年平均水平（4.7%、3.0%）。

表 1: 全国主要港口第一季度经营情况

港口	货物吞吐量(万吨)	同比	港口	外贸货物吞吐量(万吨)	同比
全国主要港口	298,796	7.6%	全国主要港口	96,361	7.3%
沿海合计	209,099	7.3%	沿海合计	86,339	6.6%
宁波-舟山	24,297	8.4%	宁波-舟山	11,763	8.8%
上海	16,581	8.2%	上海	9,795	9.0%

天津	12,432	-1.1%	青岛	9,094	6.8%
广州	12,578	6.8%	唐山	7,241	-2.7%
唐山	13,631	9.8%	天津	7,034	3.6%
青岛	12,686	1.7%	日照	6,269	7.7%
大连	11,369	-0.2%	深圳	4,317	3.8%
营口	9,620	2.6%	广州	2,955	3.8%
日照	9,027	3.5%	大连	3,377	8.5%
湛江	8,812	22.5%	连云港	2,938	17.7%
烟台	7,228	6.9%	北部湾	2,789	1.3%
黄骅	6,387	7.1%	烟台	2,400	0.2%
秦皇岛	6,197	37.5%	厦门	2,207	4.0%
连云	5,262	3.0%	湛江	2,225	31.3%
深圳	5,176	6.9%	营口	1,979	-3.2%
厦门	4,954	5.9%	福州	1,247	1.2%
北部湾	4,717	0.3%	泉州	1,001	17.3%
福州	3,376	9.6%	黄骅	1,001	17.0%
泉州	3,052	7.6%	秦皇岛	319	-6.2%

数据来源：交通部，东北证券

表 2: 全国主要港口第一季度集装箱吞吐情况

港口	集装箱吞吐量 (万标准箱)	同比
全国主要港口	5371.0	7.2%
沿海合计	4793.1	6.7%
上海	935.3	9.5%
宁波-舟山	588.1	9.1%
深圳	563.7	1.4%
广州	444.0	11.0%
青岛	451.2	1.9%
天津	334.9	2.1%
大连	220.1	3.0%
厦门	223.1	8.4%
营口	153.9	0.9%
连云港	112.5	-14.7%

数据来源：交通部，东北证券

从部分上市企业公布的第一季度经营情况来看，各公司营收、利润、吞吐量均有了一定程度的改善。

表 3: 港口上市企业第一季度吞吐量情况

公司	货物吞吐量	同比 (%)	集装箱吞吐量	同比 (%)	备注
宁波港	17687	14.7	620	9.1	

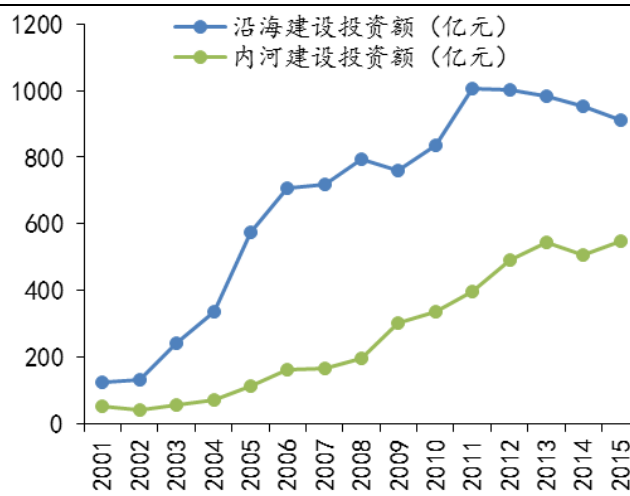
日照港	5656	10.0	-	-	金属矿石吞吐量 3,537 万吨, 同比增长 13.12%
深赤湾 A	1763.7	12.1	123.1	1.3	散杂货吞吐量累计完成 602.3 万吨, 比去年同期增长 51.9%
北部港湾	3485.68	18.98	45.12	11.90	

数据来源: 公司公告, 东北证券

2. 国企改革+转型升级, 港口供给侧改革成为发展方向

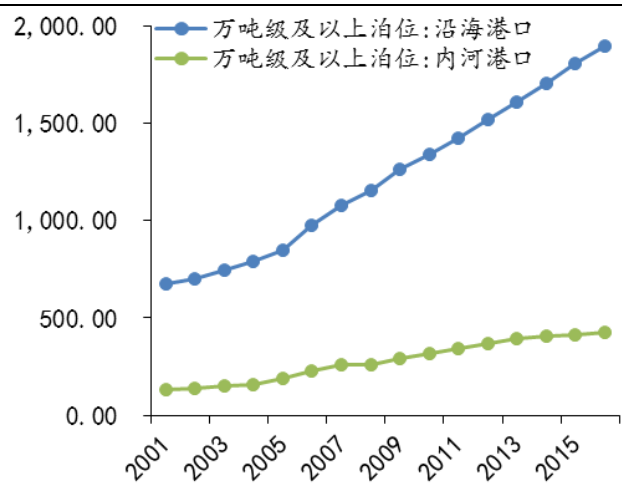
产能供给相对过剩、区域港口业务同质化严重, 港口行业竞争格局恶化。我国原有的规模型和速度型的粗放式、排浪式导致同一区域港口出现不同程度的低水平重复建设、无序建设等问题。按照国际标准, 200 km 以内不应有同等规模的港口, 而我国沿海地区平均 50 km 就有 1 个 1000 吨级以上规模的港口。近年在煤炭、矿石等大宗货物需求增长放缓的宏观环境下, 部分港口为保有货源开展价格战等恶性竞争, 例如 2016 年 6 月, 秦皇岛港进一步下调港杂费, 对下水量较大的客户采取降价优惠措施, 由每吨 22.5 元/吨下调到 19.5 元/吨, 下降 3 元/吨。与此相应的, 曹妃甸港在对大客户港杂费 10.5 元/吨的基础上, 继续对大客户进行优惠, 港杂费最低可至 8.5 元/吨。

图 16: 我国港口投资建设额



数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 我国万吨级以上泊位数量变化



数据来源: Wind, 东北证券

供给侧改革为“十三五”经济贸易发展的主旋律, 也是国家级的行政方略。即从供给端入手, 通过解放生产力, 提升竞争力促进经济发展。具体而言, 一方面, 通过推动区域内、区域间的港口整合, 形成不同层次、功能互补的大中小港口, 有效减少恶性竞争, 实现港口资源的有效配置; 另一方面, 转变经济增长方式, 拓展行业上下游, 拓展物流、贸易、金融等现代服务业, 实现从单一码头装卸商向现代综合物流服务商转型。

2.1. 国企改革：区域港口的资源整合

建国以来，我国港口企业的管理体制共发生了三次重大变化，其中 2001 年底开始的港口体制改革彻底改变了我国港口的管理模式，将由中央管理以及中央与地方政府双重领导的港口全部下放地方管理，实行政企分开，由原来的“政企合一”模式转变为完全由地方管理的模式。新的港口体制明确了政府部门、港口行政管理部门和港口企业的责任和义务，同时也拓宽了港口的融资渠道。在地方政府的大力支持和推动下，港口建设速度加快，经过激烈的市场竞争，港口吞吐量和经济效益显著提高，整个港口行业都得到了空前的大发展。

表 4：港口管理体制的三个阶段

时间	管理体制	具体内涵
1988 年前	中央交通主管部门管理	大型海港都归交通部直接管理，内河主要港口则由交通部的派出机构运行管理，小型港口则归地方的交通厅(局)或航运管理局管理。在港口管理上，基本实行“高度集中，统一管理，一家独办，全国垄断”的管理模式。
1988-2001	中央政府交通主管部门与地方政府双重领导时期	(1)港口业务管理:以交通部为主，地方政府为辅; (2)基本建设:大中型项目由中央下达(以贷款形式)，自筹的建设基金由地方政府管理，港口采用“以港养港”的政策; (3)人事组织:以地方政府为主，交通部为辅; (4)港航监督从港务局中分离，直接归交通部统一管理。
2001 年后	港口下放和政企分开	2001 年 11 月 23 日，中国国务院通过了交通部、国家计委、国家经贸委、财政部、中央企业工委《关于深化中央直属和双重领导港口管理体制深化改革意见》。此后，交通部又下发了《关于贯彻实施港口管理体制深化改革工作意见和建议的函》。这些举措象征着中国港口管理体制迈向了新的历史阶段。《意见》指出全国港口的权限下放至 2002 年 3 月要全部完成，这使得中国的港口下放和政企分开改革进一步得到了深化。

数据来源：交通部，东北证券

但是，经过这一阶段的快速建设和发展，港口权限下放所带来的负面影响也在逐渐体现：

(1) 港口投资盲目建设

港口管理权限全面下放给各地方政府后，许多地方政府开始意识到港口业对地方经济的带动作用，纷纷提出和制定实施“以港兴市”战略，导致不同港口间的盲目建设，2002 年开始，我国港口投资建设额和万吨级以上泊位数量有了爆发式的增长，然后过多的港口基础设施并不一定能够充分利用，造成产能过剩。

(2) 港口间各自为政，功能定位重合

港口下放前，中央或双重领导的港口的统筹规划工作由交通部来实施，这种管理形式有利于政府有效地推行国家的港口政策，国家可以统筹考虑港口与内陆运输之间的联系，宏观全面地把握港口的布局情况，从全局的角度合理引导港口发展。而港口全面下放给地方政府后，由于缺乏总体的规划和协调，难免会出现港口功能相似，结构雷同的现象。这样就产生了对货主、货源、集疏运渠道等资源的恶性竞争等问题。

(3) 港口区域内竞争激励，缺乏协调合作

港口管理权限全面下放给各地方政府后，许多地方政府开始意识到港口业对地方经济的带动作用，纷纷提出和制定实施“以港兴市”战略，通常政府会采取一系列措施优先保障地区的利益，选择性地促进所属地方港口的效能提升，抑制其他港口的发展。同时，由于政企分开，同一港口内不同码头的投资主体呈现多元化趋势，

使得码头与码头之间的竞争也日渐激烈。而这一系列竞争的最终目的都是为了获取更多货源，吸引货主和船东，以增加港口的效益。

表 5: 港口下放后我国五大港口群主要港口情况

港口群	港口	主要运营公司	实际控制人/第一大股东	权益比例 (%)
辽宁沿海港口群	大连港	大连港股份有限公司	大连市国资委	45.74
	营口港	锦州港股份有限公司	大连港投融资控股集团有限公司	19.08
	锦州港	营口港务股份有限公司	营口市国资委	78.55
	丹东港	丹东港集团有限公司	王文良先生	70.30
	天津港	天津港股份有限公司	天津市国资委	56.81
环渤海港口群	秦皇岛港	秦皇岛港股份有限公司	河北省国资委	61.83
	京唐港	唐山港集团股份有限公司	唐山市国资委	44.55
	曹妃甸港	唐山曹妃甸实业港务有限公司	河北省国资委	60
	黄骅港	神华黄骅港务有限责任公司	中国神华	70
	青岛港	青岛港国际股份有限公司	青岛市国资委	73.71
山东沿海港口群	烟台港	烟台港股份有限公司	烟台市国资委	67.56
	日照港	日照港股份有限公司	日照市人民政府	42.50
	威海港	威海港集团有限公司	威海市国资委	100
	上海港	上海国际港务(集团)股份有限公司	上海市国资委	59.38
宁波港(宁波-舟山)	宁波舟山港股份有限公司	浙江省国资委	27.59	
连云港港	江苏连云港港口股份有限公司	连云港市国资委	50%以上	
苏州港	苏州港口发展(集团)有限公司	苏州市国资委	69.36%以上	
长江三角洲港口群	南京港	南京市	南京市国资委	55
	南通港	南通港口集团有限公司	南通市国资委	42.68
	镇江港	镇江港务集团有限公司	国投交通控股有限公司	65.2
	嘉兴港	嘉兴港口控股集团/港务投资有限公司	浙江省国资委	-
	温州港	温州港集团有限公司	浙江省国资委	-
台州港	-	-	-	
东南沿海港口群	厦门港	厦门港务发展股份有限公司	厦门市国资委	55.13

	福州港	福州港务集团有限公司	福建省国资委	100
	泉州港	泉州港务集团有限公司	泉州市国资委	100
	莆田港	莆田港务集团有限公司	福建省国资委	100
	广州港	广州港股份有限公司	广州市国资委	100
	深圳港（盐田港）	深圳市盐田港股份有限公司	深圳市国资委	67.37
	深圳港（赤湾港）	深圳赤湾港航股份有限公司	国务院国资委（招商局）	66.1
珠江三角洲港口群	珠海港	珠海港股份有限公司	珠海国资委	25.83
	汕头港	汕头港务集团有限公司	汕头市国资委	100
	惠州港	惠州港务集团	惠州大亚湾经济技术开发区管理委员会	-
	虎门（东莞）港	东莞港务集团	东莞市国资委/虎门港管委会	100
	茂名港	茂名港集团有限公司	茂名市国资委	100
	湛江港	湛江港集团有限公司	湛江市国资委	45
	防城港	北部湾港股份有限公司	广西壮族自治区国资委	78.78
西南沿海港口群	海口港	海南港航控股有限公司	海口市国资委	-
	北海港	北部湾港股份有限公司	广西壮族自治区国资委	78.78
	钦州港	北部湾港股份有限公司	广西壮族自治区国资委	78.78

数据来源：交通部，公司公告，东北证券

在此背景下，2016年8月，交通运输部召开做强做优做大国有港口企业座谈会，提出在港口产业积极推进供给侧结构性改革，推进港航企业兼并重组，从更高层次统筹建设，以防恶性竞争与超前建设。

北部湾、宁波舟山已经完成，江苏港口整合进行时。例如2013年，北海港股份有限公司进行了资产重组，收购了北拖、防城港和钦州港，将三个港口归于一个公司统筹发展。同样还有2015年，浙江省海港投资运营集团有限公司（浙江海港集团）吸收宁波舟山港集团，控制其100%股权，宁波舟山港上升成为浙江省层面的港航资源配置者。17年3月27日晚间，南京港(002040.SZ)和连云港(601008.SH)发布《重大事项的提示性公告》称，南京港控股股东、连云港控股股东之股东市级国有股权有较大可能纳入江苏省港口集团组建范围，这两家上市公司的实际控制人将有可能变更为江苏省国有资产监督管理委员会，标志着江苏省港口的整合大幕正式拉开。

2.1.1. 北部湾港口群：港口整合避免恶性竞争，分层定位改善行业格局

北部湾地区位于两广地区，地处泛珠三角经济区、西南腹地、东盟经济圈的中心，是联通中国内陆与东南亚国家进行国际贸易的重要通道。也是五大沿海港口群

中西南沿海港口群的主要港口。

图 18: 北部湾港地理位置



数据来源: 百度地图, 东北证券

北部湾港包括防城港、北海港以及钦州港三个港口。在港口整合之前, 北部湾港区中各港口的规模较小, 专业化泊位不足, 在总吞吐量上与国内其他港口有一定的差距。港口盈利受贸易量的影响较大。同时, 众多地方港口为了招商引资等目的, 选择建设规模小, 但功能全面的港口, 通过压低价格获取竞争力。港口同质化对竞争环境造成了极大的破坏。

表 6: 北部湾港口一体化建设重大事件及时间节点

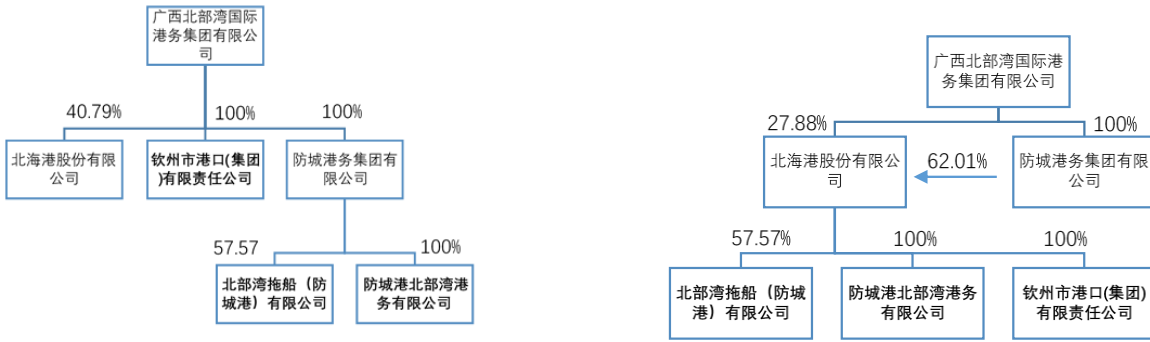
2006 年 11 月	《广西壮族自治区沿海港口布局规划》发布, 提出港口分层发展
2007 年 3 月	北部湾港务集团正式成立
2008 年 1 月	《广西北部湾经济区发展规划》正式发行, 推进一体化发展
2009 年 10 月	北部湾港务集团通过无偿划转获得北海港 40.79% 的股份
2013 年 6 月	北海港的资产重组工作正式完成

数据来源: 交通部, 公司公告, 东北证券

2013 年, 北海港股份有限公司进行了资产重组, 收购了北拖、防城港和钦州港。这次收购推动了西南沿海港口群的资源优化整合。一方面, 三个港口控制权归属于同一公司, 便于统筹发展, 避免港口直接各自为政的恶性竞争。2013 年起, 三个港口的总吞吐量得到了极大的提高, 增长率也明显高于其他年份。另一方面, 政府为三个港口提出了更明确的发展定位, 减少重复建设。

图 19: 北部湾港重组前股权结构

图 20: 北部湾港重组后股权结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

*北海港股份有限公司通过发行股份收购资产。股份发行对象为防城港务集团和北部湾港务集团。防城港务集团以其持有的防城港 100% 股权和北拖 57.57% 股权为对价认购股份, 北部湾港务集团以其持有的钦州港 100% 股权为对价认购股份。

重组之后, 北部湾区形成了以钦州港为核心枢纽港, 防城港和北海港为喂给港的格局。钦州港自然条件良好, 定位为集装箱干线港。防城港地理位置优越, 靠近中越边境, 陆上交通方便, 定位为大宗散货深水港。北海港的港口规模较小, 吞吐能力较弱, 定位为旅游集散中心。港口差异发展, 减少了建设资源的浪费。北海港与防城港的国际货运航线全部集中至钦州, 有效改善了因航线分散造成的运输不便。

作为供给侧改革的一部分, 港口整合对区域港口行业的竞争格局做出了极大的改善, 使北部湾港口群从经营状况相同, 各自管理, 价格竞争的小港口升级为有明确分工的、统筹管理的一体化大港口。通过调整各港口的产业结构, 实现了差异化、特色化运作, 优化了港口的资源配置, 便于资金流通。在 2013 年贸易额下滑, 港口景气度普遍下跌的大背景下, 北部湾港区域率先成为港口行业供给侧改革的受益者。

图 21: 北部湾货物吞吐量及增长率

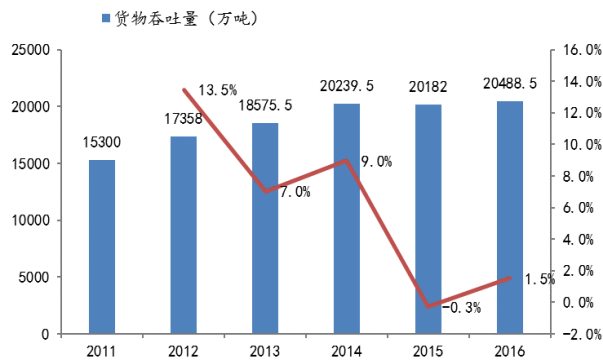
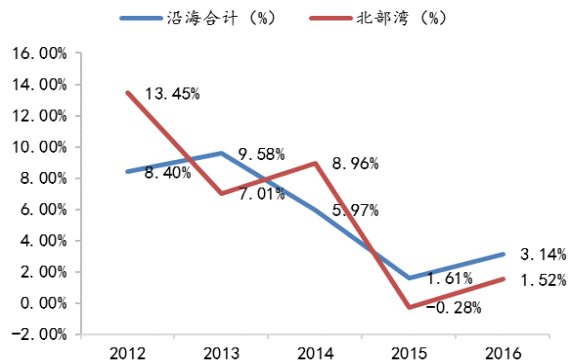


图 22: 北部湾与沿海货物吞吐量增长率比较



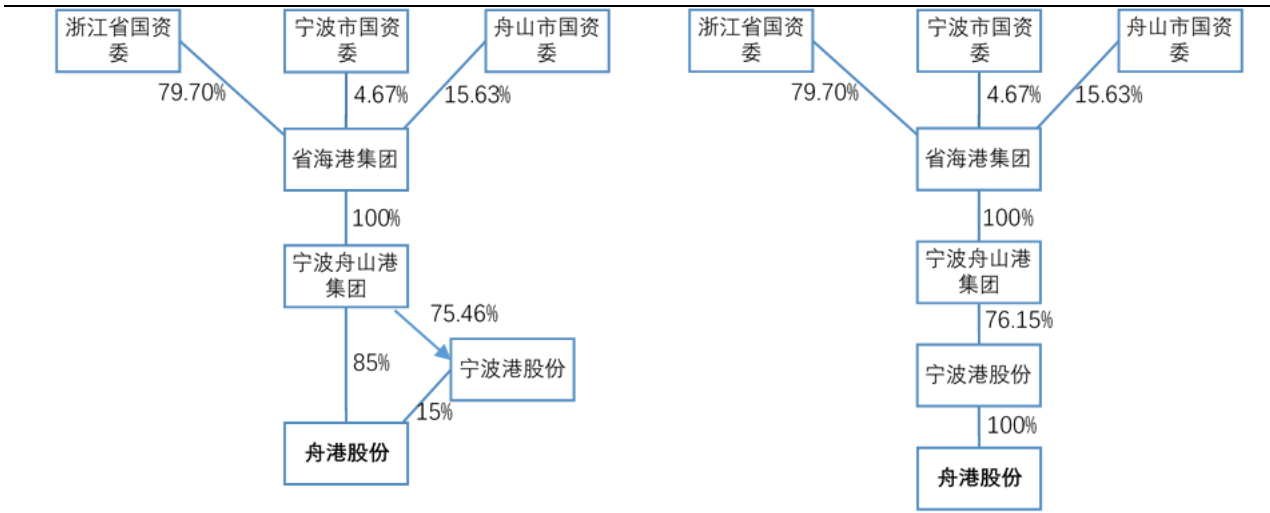
数据来源: Wind, 东北证券

2.1.2. 宁波-舟山港: 优势互补提升整体实力, 资源整合共享区位优势

宁波-舟山港位于我国东南沿海, 处于东部交通枢纽中心位置, 海陆运输发达, 是我国东部海上运输的枢纽港口。港口位于长三角经济圈中, 周边城市经济发达, 对外贸易频繁, 为港口运输提供了强有力的经济支持。

图 23: 宁波-舟山港重组前股权结构

图 24: 宁波-舟山港重组后股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

*宁波港股份向宁波舟山港集团发行股份购买后者所持舟港股份 85% 的股份，交易标的为舟港股份 85% 股份，经双方协商，最终确定发行价格为 8.16 元/股，标的资产舟港股份 85% 的股份评估值为 306,888.56 万元。

舟山港与宁波港分别处于杭州湾南水道的两岸，地理位置接近。两港的主要业务均为港口装卸及港口物流等。宁波港拥有我国最多的深水泊位，其股东宁波舟山港务集团除宁波港外，还在长江和东海沿岸其他港口拥有泊位，形成了以宁波港为中心的港口网络管理体系，在管理资源上拥有很大优势。舟山港规模远小于宁波港，吞吐量与运输能力与宁波港有差距，但未开发自然资源潜力较大。在整合之前，两港航路相似，航道、锚地共用，业务竞争激烈，重复建设现象严重，资源使用效率低下。

图 25：宁波-舟山港地理位置



数据来源：百度地图，东北证券

宁波-舟山港的一体化，增加了港口的转运能力，提高了港口吞吐量的上限。舟山港的自然资源得到充分开发，补充了宁波港在岸线资源上的缺乏。两港的统筹管理也能优化杭州湾沿岸岸线资源开发。港口岸线作为一种不可再生的战略资源，其合理规划的意义重大。另外，宁波港本身拥有的巨大航运流量保证了宁波-舟山港的客运基础，其多港口结构化的管理优势也提供了优质的管理人员与技术资源。两港的优质资产被释放，品牌、人员、技术等重组后发挥协同效应，推动集团发展。

产业结构升级后的宁波-舟山港发展更加集约化,充分发挥港口的自身优势,提高资源综合利用能力,实现宁波港与舟山港的双赢。合并之后,宁波-舟山港货物吞吐量超过上海港,成为中国第一大港。

2.2. 转型升级: 港口业务功能多元化发展

2014年6月10日,交通运输部发布《关于推进港口转型升级的指导意见》,为推进我国港口转型升级,提出六项主要任务和六大主要措施,即在完善港口装卸仓储服务的基础上,积极拓展现代物流、商贸、金融服务等与港口主业相关的多元化业务,谋求新的利润增长点,实现健康可持续发展。

2.2.1. 拓展物流业务, 多式联运发展空间巨大

多式联运是指依托两种及以上运输方式有效衔接,提供全程一体化组织的货物运输服务,具有产业链条长、资源利用率高、综合效益好等特点,对推动物流业降本增效和交通运输绿色低碳发展,完善现代综合交通运输体系具有积极意义。当前,我国多式联运发展水平仍然较低,协同衔接不顺畅、市场环境不完善、法规标准不适应、先进技术应用滞后等问题较为突出。

表 7: 我国促进多式联运政策汇总

时间	文件名称	部门	主要内容
2014年 10月04日	《物流业发展中长期规划 (2014-2020年)》	国务院	发展海铁联运、铁水联运、公铁联运、陆空联运,加快推进大宗散货水铁联运、集装箱多式联运,积极发展干支直达和江海直达等船舶运输组织方式,探索构建以半挂车为标准荷载单元的铁路驮背运输、水路滚装运输等多式联运体系。
2015年 07月21日	《交通运输部国家发展和改革委员会关于开展多式联运示范工程的通知》	交通部、发改委	先期开展15个多式联运示范工程建设,形成具有典型示范意义和带动作用的多式联运枢纽场站、组织模式、信息系统以及多式联运承运人
2016年 2月29日	《加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》	发改委等十部门	支持重要港口、枢纽机场,重点推动建设一批专用铁路、公路进港项目。组织开展多式联运示范工程,推广公、铁、水联运。研究制定有关多式联运服务标准和规则,探索在重点行业领域实行“一票到底”的物流服务。
2016年 06月21日	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知》	发改委	支持有实力的运输企业向多式联运经营人、综合物流服务商转变,整合物流服务资源,向供应链上下游延伸
2016年 9月13日	《物流业降本增效专项行动方案(2016-2018年)》	发改委	大力发展铁水联运、公铁联运、陆空联运等先进运输组织方式,发挥铁路、水运干线运输优势。
2016年 12月07日	《推进物流大通道建设行动计划(2016—2020年)》	交通运输部等	依托北部、东部和南部集装箱主枢纽港区群,大力发展铁水(海铁)、公水集装箱多式联运。
2016年 12月27日	《“十三五”长江经济带港口多式联运建设实施方案》	发改委等	到2020年,建成便捷高效的长江经济带港口多式联运系统。长江经济带航运中心、航运物流中心具备完善的多式联运功能,重要港口、一般港口多式联运功能显著增强。公水联运、铁水联运、水水转运等多种模式协同发展,集装箱和大宗货物铁水联运比重持续提升
2017年1月	《交通运输部等十八个部门	交通运	力争实现2020年多式联运货运量比2015年增长1.5倍,努力走出一条结

月 5 日 关于进一步鼓励开展多式联 输部等 构优、质量高、效益好、带动力强的多式联运发展新路
运工作的通知》

数据来源：公司公告，东北证券

2.2.2. 布局贸易、金融、地产等多元业务——上港集团

表 8: 上海港主要港区情况

港区		主要货种
黄浦江沿岸	龙吴港区	钢材、集装箱
	吴淞口港区（军工路、张华浜）	内贸集装箱、散杂货
临海	罗泾港区	大宗散杂货
	外高桥港区	外贸集装箱
	洋山港区	外贸集装箱

数据来源：公司公告，东北证券

上海港位于我国东海岸中部、长江与沿海运输通道交汇点。公路、铁路网纵横交错，集疏运渠道畅通，地理位置重要，自然条件优越，腹地经济发达。上海港是以集装箱为主的综合性港口。上港集团吞吐量占全港区比例为约为 70%，集装箱业务则全部由上港集团经营。

图 26: 上港集团集装箱吞吐量 (TEU) 及增长率

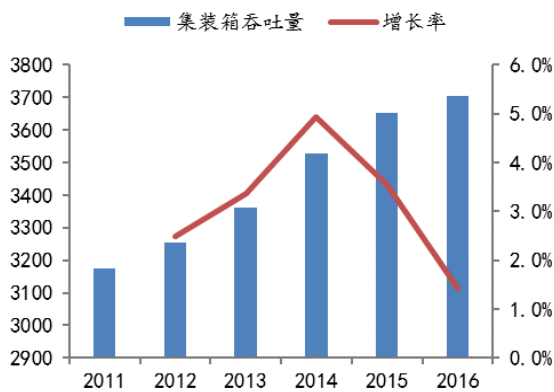
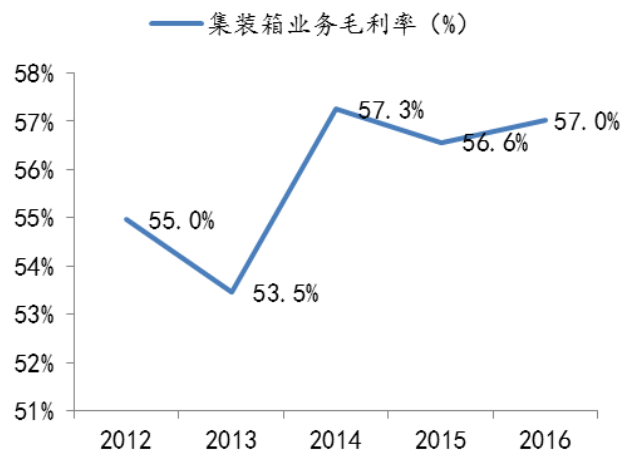


图 27: 上港集团集装箱业务毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

房地产业务已经释放利润、亦有项目储备。

战略层面上，公司很可能将黄浦江沿岸码头的港口业务转移到洋山港及外高桥港，将这些码头的土地改作商业区建设或民用住房建设。洋山港是天然深水良港，适合远洋大船停靠，拥有大量泊位，外高桥港适合内贸转运。这两个港口能够有效吸收由其他码头转移而来的业务需求。

2005-2020年宝山区区域规划提出将加大对工业区的整改力度，限制工业用地，加快产业结构升级。上港集团将码头改做商业或住宅用地，是主动顺应供给侧转型的发展趋势。从上海城区整体规划的角度看，将工业产业外移，内部工业用地向生活转型已成必然趋势。上港集团作为宝山区领先企业，将会率先在这一趋势中收益。

港口地块的商业化开发为公司带来更多营业收入，盘活存量资产。截止2016年，上港公司已有土地中，只有汇山地块已经开始确认收入。汇山西块累计确认收入96.0亿元，平均净利率为31%，累计带来投资收益14.5亿元；汇山中、东块累计确认收入129.1元，平均净利率为25%，累计带来投资收益16.3亿元。其余大部分土地项目仍在建设之中。预计未来地产项目的完工能为公司带来更多销售利润。并且，除下表中所列已经商业化的地块外，上港集团还拥有龙吴路码头、军工路码头、张华浜码头等暂未进行地块开发的散货码头，预期未来有较大的开发潜力。

表 9: 上港集团地产项目梳理

项目名称	规划用地(平方米)	总建筑面积(平方米)	地上建筑面积(平方米)	项目规划	取得时间	运营公司及性质	
上海国际航运服务中心	汇山西块	41345	205317	102997	商业办公	2010年8月	银汇房地产开发有限公司(各自持股50%)
	汇山中块	19039	125534	74975	商业办公	2008年5月	上海国际航运服务中心开发有限公司(各自持股50%)
	汇山东块	35210	198579	110175	商业办公	2005年6月	
海门路55号	40577	438462	248493	商业办公	2012年12月	上海星外滩开发建设有限公司(各自持股50%)	
上海长滩项目	776200	146万(住宅50.38万,商业办公33.46万)	-	住宅/商业办公	自有	上港集团瑞泰发展有限责任公司(全资子公司)	
军工路地块开发建设	118131.3	407932	250208.6	住宅、商业办公	2016年底	瑞祥房地产发展有限责任公司(全资子公司)	

数据来源：公司公告，东北证券

银行股权投资增厚利润，金融资本初具雏形。上海银行自2014年开始贡献较大的投资收益，14-16年累计产生投资收益26.85亿元，并连续三年保持逐渐增长的趋势，主要由于上海银行具有良好的成长性，经营质量较优，假设上海银行的投资收益保持稳定，则公司有望在三年内收回投资成本实现盈利；邮政储蓄银行尚未实施利润分配，从邮储银行16年业绩推算，邮储银行16年实现扣非归母净利润392.36亿元，预计能为公司带来16.28亿元投资收益。

表 10: 公司金融业务主要参股公司

参股公司	累计认购股份 (万股)	占参股公司比例 (%)	总成本 (万元)	资金来源
上海银行	38912	6.48	560388	
邮政储蓄银行	334949	4.15	1600416	

数据来源: 公司公告, 东北证券

从供给侧改革、优化投资回报的角度, 港口股份制企业突破了自身工业企业的局限, 实现跨行业的综合发展, **实现产业资本向金融资本进化**。从股权投资入手, 逐步增加第三产业在公司营业收入中的占比, 实现产业结构升级。上港集团作为全国最大的港口股份制企业, 在金融领域的实践为其余港口企业提供了良好的样板。预期随着供给侧改革政策的推进及公司国企改革的进一步深入, 金融投资将成为上港集团的一个快速增长点。

3. “一带一路” 打开未来增长空间

“一带一路”是国家级顶层战略，港口作为水陆交通及物流枢纽在“一带一路”战略中充当着重要的物流节点和项目运作参与者，将直接受益“一带一路”合作的发展成果。今年5月将在中国主办“一带一路”国际合作高峰论坛，战略推进有望更进一步。

3.1. 连云港、日照港：“一带一路”桥头堡，水陆并进促发展

3.1.1. 连云港：对外合作推动港口建设，铁水联运潜力巨大

江苏连云港位于长江三角洲港口群，是中国重要的综合性国际贸易枢纽港口。连云港是江苏省的出海口，又是陇海铁路、连霍高速的起点，拥有无法比拟的地理优势。作为国内最早开展铁水联运的试点港口，近年来连云港的铁水联运集装箱数一直排名全国第一。2012年，连云港铁水联运集装箱数量为30.3万TEU。

图 28: 亚欧大陆桥及连云港地理位置示意图



数据来源：网络图片，东北证券

在“一带一路”规划中，连云港被确定为新亚欧大陆桥第一节点城市。新亚欧大陆桥东起连云港，西至荷兰鹿特丹港，自1992年起开设运作，途经亚欧大陆30多个国家和地区。2013年，“一带一路”规划提出，推进“丝绸之路经济带”的建设，完善亚欧大陆桥沿线陆上基础设施建设，优化铁路运输与港口运输的对接。在国家“一带一路”规划的指导下，江苏政府及连云港港集团有限公司与新亚欧大陆桥沿线多家国际股份公司或政府签订了合作协议。

表 11: 连云港部分重大合作项目及时间节点

时间节点	合作对象	合作内容
2012年12月	中铁国际多式联运公司、韩国西中物流集团、乌兹别克斯坦通用汽车公司	签署《大陆桥铁水联运合作构架协议》，推动连云港新亚欧大陆桥集装箱铁水联运发展。
2013年9月	哈萨克斯坦国有铁路股份公司	签署《中哈国际物流合作项目协议》，成为丝绸之路经济带和海上丝绸之路“一带一路”建设的首个实体平台。

预测卡西姆港口的试运营将给日照港带来更多货源，对港口盈利能力的提高有显著作用。国际合作将增强日照港的管理能力，提高生产效率。项目的推进也将进一步巩固日照港“一带一路”桥头堡的地位，促进港口航运发展。

表 13: 日照港部分重大合作项目及时间节点

时间节点	合作对象	合作内容
2015 年 6 月	哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦的五家重点企业	中亚（日照）港口物流园正式揭牌
2017 年 3 月	澳亚航运(AAL)上海公司	日照港—澳大利亚件杂货班轮航线开通
2017 年 3 月	中国水电建设集团港航建设有限公司	签订《巴基斯坦卡西姆港卸煤码头运行维护项目联营体协议》

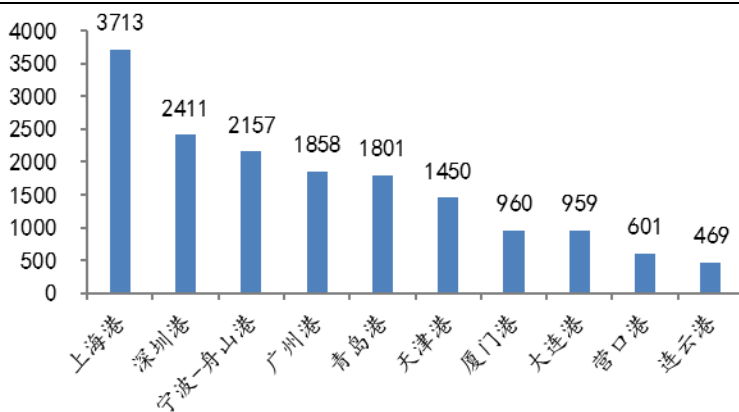
数据来源：公司新闻，东北证券

3.2. 深赤湾：预期股权整合，港口获益明显

3.2.1. 港口整合，集装箱大港再添规模效应

深圳港为我国第二大，世界第三大集装箱港口，仅次于上海港新加坡港。深圳港区分为东西两港区，东部为盐田港，西部港区由赤湾港、蛇口港、妈湾港、大铲湾港组成。东部实际控制人为深圳市国资委，西部港区均为深赤湾 A 下辖港区，实际控制人为招商局港口。

图 30: 2016 年全国前 10 大集装箱港口集装箱吞吐量（单位：TEU）



数据来源：交通部，东北证券

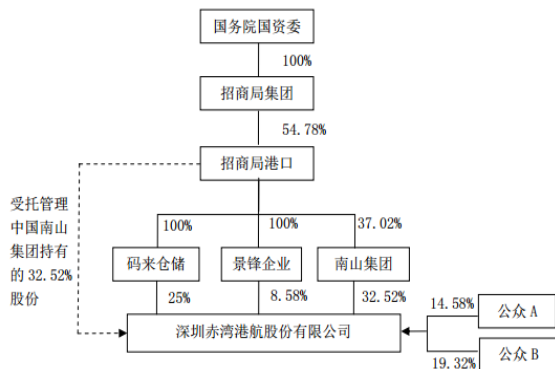
图 31: 深圳港地理位置示意图



数据来源：百度地图，东北证券

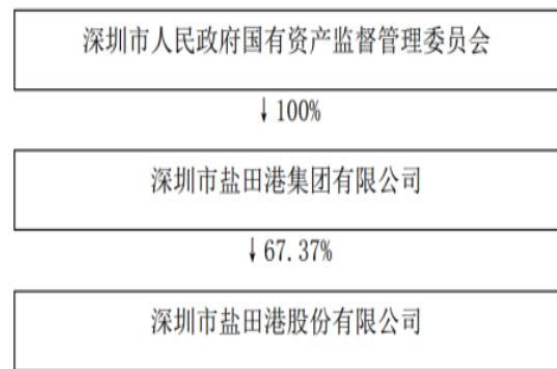
与东部湾区相比，西部湾区的盈利能力稍逊一筹。由于西部湾区各港口独立管理，港口运营业务相似，航线重叠，价格竞争激烈。同业竞争的存在一定程度上阻碍了西部各港的发展。深圳湾五个港口中，东部盐田港的集装箱吞吐量近年来一直占总数 40% 以上，2015 年甚至超过了 50%。

图 32：深赤湾 A 股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 33：盐田港股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

深赤湾 A 的股东招商局港口承诺将整合旗下港口资源，统筹管理。该同业竞争承诺将在 2017 年 9 月 17 日到期。推测该方案中，招商局港口会将深圳港西部港区各港口都整合到深赤湾，进行统筹管理，避免同业竞争。

从可行性和催化时点来看，深圳港口整合是大概率事件。将为深赤湾带来更和谐的竞争环境，方便港口统一对外服务、报价。该方案将成为深圳港发展中的重要助推力。股权整合更明确了港口群中各港口的分层定位。作为集装箱运输大港，深圳港能够从港口整合中获得极大的规模效应，确立并巩固自身枢纽港的地位，对港口的进一步发展大有益处。

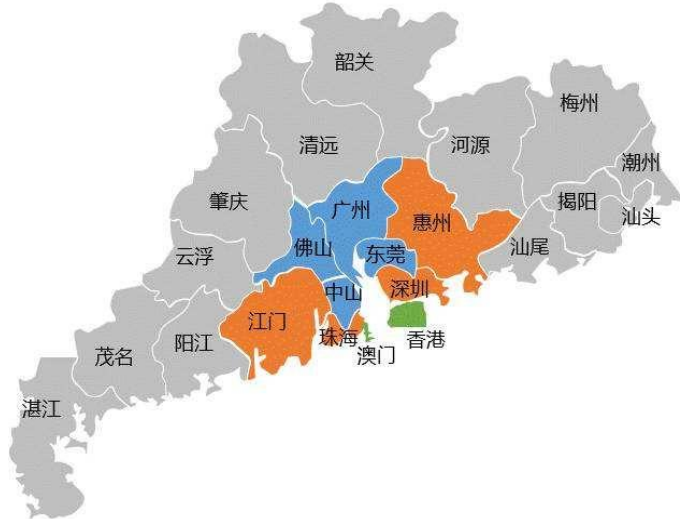
3.2.2. “大湾区”加速推进，区域经济发展提供红利

2017 年两会期间，“粤港澳大湾区”再次提上议程。政府工作报告将“大湾区”规划上升为国家战略，加速湾区经济建设。港口整合后，深圳港或将凭借已有的航线、货源及管理资源，竞争大湾区核心枢纽港，充分发挥集装箱运输大港的优势。

长远来看，在深赤湾三个港口股权合并后，深圳港东西港口有可能进一步进行

整合，深圳港西港区为中央国有控股，实际控制人为中央国资管理机构。盐田港为地方国有控股，实际控制人为地方国资管理机构，如果能将两个港口的资源进行调配，深圳港的整体发展会有重大跃进。

图 34: 粤港澳大湾区示意图



数据来源：网络图片，东北证券

3.3. 珠海港：“一带一路”推动港口国际化

3.3.1. 国际合作增强港口综合实力

珠海港位于我国东南沿岸，靠近澳门，与深圳、香港分立出海口两岸。珠海港处于珠三角经济区的中心区域，受益于珠三角经济的快速发展。随着一带一路政策的推进，珠海港加强对外合作，加快港口产业升级，提升航运能力，确立“一带一路”重要节点位置，并形成和周边港口及城市的协同效应。

2015年10月，珠海港控股集团和中国海外港口控股有限公司（以下称中海港控）签署了合作建设港口协议，获得与巴基斯坦瓜达尔港的项目优先合作伙伴地位。巴基斯坦瓜达尔港是巴基斯坦第三大港口，连接中东石油产区和南亚人口密集区，是印度洋上的交通要道。此次签约合作使珠海港抢占了中巴合作海上通道的重要地位。

2017年4月，珠海市与瓜达尔市成为友好合作城市，深入加强各方面合作，珠海市的贸易量增加，对珠海港的港口物流起到很大的促进作用。

分析师简介:

王晓艳, 东北证券研究咨询分公司交通运输行业分析师, 10年从业经验。拥有多家企业、城市物流咨询和规划项目经验, 深入理解物流系统的构建和运行脉络, 并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验5年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

陈照林, 复旦大学金融学硕士, 2016年加入东北证券研究咨询分公司, 现任行业助理分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司
中国 吉林省长春市

自由大路1138号
 邮编: 130021
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

源深路305号
 邮编: 200135
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售
华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210896
 手机: 136-5103-5643
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn