

2009-07-24

海港与服务

上港集团 600018.SH

首次评级

增持

当前价格	5.99 元
目标价格	6.60 元
目标期限	12 个月

分析师:

冯志刚

021-22169156

fengzg@ebsecn.com

丁贤达

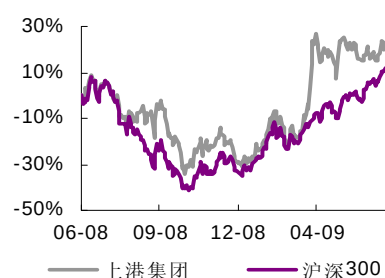
021-22169173

dingxd@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	20,991
总市值(百万元)	120,277
流通比例(%)	38.08%
12 个月最高/最低 (元)	6.29/3.05
近 3 月日均成交量(百万股)	53.83
主要股东	上海市国有资产监督管理委员会

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.08	-26.93	8.17
绝对收益	5.66	-0.67	21.59

相关报告:

显著受益于上海航运中心建设

◇ 报告起因: 首次覆盖

◇ 潜在催化因素:

◆ 集装箱、散杂货、港口物流和服务是公司四大核心业务:

公司主营业务为港口装卸, 目前已形成了集装箱码头装卸、散杂货码头装卸、港口物流和港口服务四大业务板块; 2008 年, 公司集装箱码头装卸、散杂货码头装卸、港口物流和港口服务在公司主营业务收入中的占比分别为 48.02%、11.08%、16.58%和 23.31%;

◆ 亚洲地区国际集装箱中转枢纽争夺日益激烈:

2008 年, 上海港集装箱吞吐量连续两年排名全球第二; 不过, 世界前 8 位的集装箱港口全部在亚洲, 香港、新加坡、上海、釜山和神户之间围绕国际集装箱中转枢纽进行的争夺异常激烈;

◆ 上海国际航运中心建设各项具体政策措施为公司提供了新的外部政策环境支持:

《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》细则出台后, 上海国际航运中心建设相关政策优惠得以明确。具体主要包括对于航运、物流以及与航运业相关的高端产业环节如各类船舶经纪、租赁、保险、融资等各项业务的企业的优惠财政政策和产业政策;

◆ 洋山深水港良好的基础设施条件仍是公司参与国际竞争的硬件基础:

公司全资子公司盛东和冠东投资经营和受托经营洋山北港区各期码头资产, 共计 15 个深水泊位, 设计吞吐能力超过 800 万 TEU;

◆ 预测 2009-2011 年公司业绩将保持稳定增长, 给予“增持”的投资评级:

预测公司 2009-2011 年 EPS 将分别达到 0.17、0.19 和 0.21 元, 给予“增持”的投资评级;

◆ 风险分析:

投资风险在于中国进出口贸易形势长期低迷。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	16,328	18,140	16,208	17,103	18,907
营业收入增长率	27.62%	11.10%	-10.65%	5.52%	10.55%
净利润(百万元)	3,640	4,619	3,503	3,929	4,375
净利润增长率	22.75%	26.90%	-24.17%	12.18%	11.35%
EPS(元)	0.17	0.22	0.17	0.19	0.21
ROE	14.43%	16.76%	10.58%	10.47%	10.59%
P/E	33	26	34	31	27
P/B	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	20	16	17	15	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

上海港集装箱吞吐量 2009 年出现一定程度的下滑，但 2010、2011 年能够显著回升；

上港集团对洋山深水港区各期资产的经营模式维持目前状况保持不变；

公司 2009-2011 年实际所得税税率水平分别为 18%、18%和 20%。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点的不同之处在于，我们认为，上港集团对洋山深水港区各期资产的经营模式将在较长时间内维持目前状况保持不变，至少在 2010-2011 年不会发生变化。

估值和目标价格

根据目前的盈利预测结果，上港集团 2009 年动态 P/E 水平为 35.23 倍，动态 P/B 水平为 3.74 倍，在港口行业中都相对偏高。

不过鉴于其无可替代的行业地位和未来受益于上海国际航运中心建设的中长期良好前景，给予“增持”的投资评级，目标价格 6.6 元。

股价上涨的催化因素

如果国际经济形势和西方主要发达国家经济复苏时间早于预期导致 2009 年三季度中国出口旺季能够恢复往年的繁荣景象，那么将刺激公司的业绩和股价上升。

投资风险

投资风险在于中国进出口贸易形势长期低迷。

目 录

一、公司概况	5
公司航线网络遍布全球	5
公司主营收入结构	6
公司的主要分公司、控股公司和合营公司	7
二、行业分析	7
港口行业管理体制演变	7
中国集装箱港口行业高速发展	8
中国港口层次布局和建设	10
国际中转枢纽争夺战	10
航运经济模式演变与上海国际航运中心建设	11
三、公司分析	11
公司行业地位分析	12
公司的竞争优势和面临的挑战	12
公司发展战略分析	13
公司业务量和费率具体分析	14
洋山港区的未来发展趋势	16
受益于上海国际航运中心建设的前景	17
公司的资本开支和财务费用分析	18
四、公司盈利预测	19
基本假设	19
盈利预测	19
五、投资建议	19
六、风险分析	20

图目录

图 1: 上海市国有资产监督管理委员会是公司实际控制人.....	5
图 2: 集装箱装卸业务是公司收入占比最大的业务.....	6
图 3: 沿海主要港口集装箱吞吐量逐年增长.....	8
图 4: 2008 年交通固定资产投资（沿海建设）达到 656.62 亿元	9
图 5: 上海港集装箱吞吐量连续两年排名全球第二.....	10
图 6: 2008 年上海港货物吞吐量居世界第一	12
图 7: 2008 年中国出口增速急剧下降	13
图 8: 2008 年公司货物吞吐量增幅减小	14
图 9: 2008 年公司集装箱吞吐量增幅下降	15
图 10: 洋山集装箱吞吐量占公司总吞吐量的 29%	17
图 11: 上港集团整体上市后投资活动现金流出明显增长.....	18

表目录

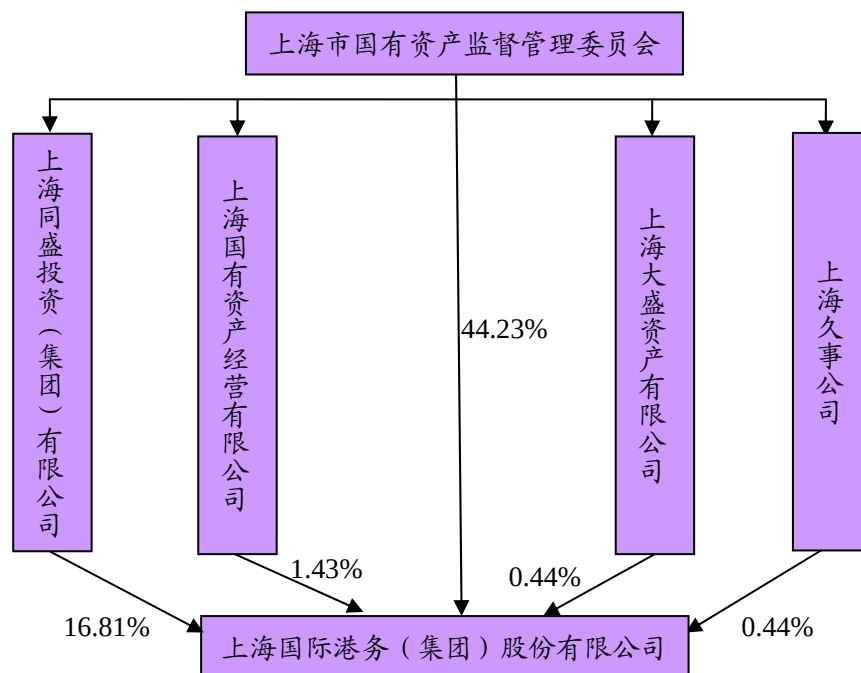
表 1: 目前已成熟的 12 条航线.....	6
表 2: 主要分公司、控股公司和合营公司.....	7

一、公司概况

上港集团的前身是上海港务局，2006 年以换股方式吸收合并原控股子公司上海港集装箱股份公司（600018）之后，实现整体上市。

截至 2008 年 12 月 31 日，上海市国有资产监督管理委员会为公司控股股东，直接持有公司 44.23% 的股权，上海同盛投资（集团）有限公司、上海国有资产经营有限公司、上海大盛资产有限公司和上海久事公司分别持有本公司 16.81%、1.43%、0.44% 和 0.44% 的股权，上述四家公司均由上海市国有资产监督管理委员会控股，因此上海市国有资产监督管理委员会直接和间接合计持有公司 63.35% 的股权，是公司的控股股东和实际控制人。

图 1：上海市国有资产监督管理委员会是公司实际控制人
公司与控股股东的控制关系图



资料来源：公司资料、光大证券研究所

招商局码头为公司的第二大股东，持有股份 5,570,694,894 股，占公司总股本约 26.54%。2009 年 4 月，公司发布公告，招商局码头拟将持有的公司 5,570,694,894 股无限售条件流通股全部转让给其全资附属公司 Adroit Investments Limited。转让完成后，Adroit Investments Limited 将成为公司第二大股东。

公司航线网络遍布全球

公司已开辟遍布全球国际直达的美洲、欧洲、澳洲、非洲以及东北亚、

东南亚等地的班轮航线 200 多条，集装箱月航班密度达到 2183 班，是中国大陆集装箱航线最多、航班密度最高、覆盖面最广的港口。全球最大的 20 家中外船公司已全部进驻上海，在上海设立子公司或办事处的外国航运公司已逾 80 多家。

表 1：目前已成熟的 12 条航线

航线	主要船公司	主要挂靠港
非洲航线	地中海	香港，新加坡，丹戎不碌，路易港，德班，伊丽莎白港，开普敦
澳大利亚航线	中远集运，日本邮船，韩进海运，大阪三井	香港，悉尼，墨尔本，布里斯班
美东线	中远集运，阳明，韩进，中外运，川崎	香港，查尔斯，诺福克，纽约，波斯顿
美西线	以星，中海，北欧亚，智利南美	釜山，温哥华，西雅图
美加线	意大利邮船，达飞，长荣	釜山，博名，名古屋，塔科马，温哥华
西北欧	川崎，韩进，中远集运，胜利船务	香港，新加坡，汉堡，鹿特丹，菲利克斯托
欧洲线	韩进，中海，川崎，阳明，中远集运	香港，新加坡，汉堡，鹿特丹，菲利克斯托
地中海航线	中远集运，川崎，铁行渣华，日本邮船	香港，新加坡，巴生，塞德港，福斯，巴塞罗那，瓦伦西亚
西非线	大阪三井，铁行渣华	香港，新加坡，德班，路易港，开普敦，科伦坡，沃韦斯清
中东线	中远集运，立荣，长荣，北欧亚，中海	香港，新加坡，迪拜，达曼，卡拉奇，巴生
韩国线	中海	仁川
南美航线	汉堡南美	釜山，曼萨尼约，瓜亚基尔，卡亚俄，塔尔卡瓦诺，卡亚俄，贝塔

资料来源：公司资料、光大证券研究所

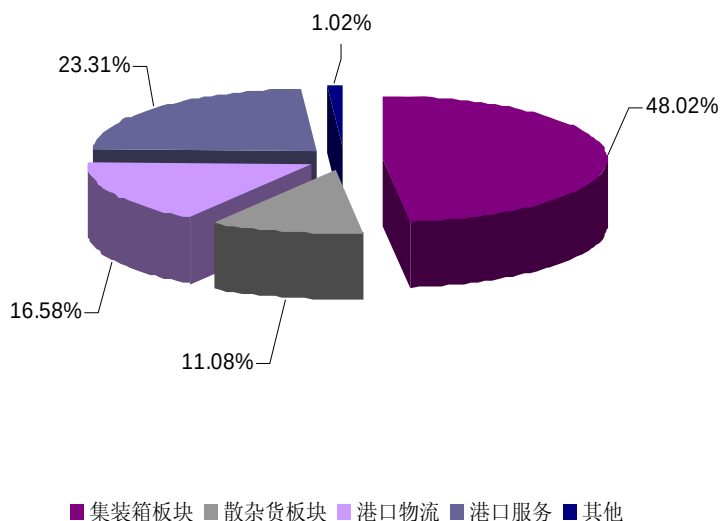
公司主营收入结构

公司主营业务为港口装卸，目前已形成了集装箱码头装卸、散杂货码头装卸、港口物流和港口服务四大业务板块，组建了包括码头、物流、航运、陆运等一体化服务在内的港口物流产业链。根据公司 2008 年年报，公司集装箱码头装卸、散杂货码头装卸、港口物流和港口服务在公司主营业务收入中的占比分别为 48.02%、11.08%、16.58%和 23.31%。

与 2007 年相比较，集装箱码头装卸、散杂货码头装卸和港口物流业务的收入占比分别上升 1.41、2.13 和 3.54 个百分点，而港口服务和其他业务的收入占比分别下降 2.02 和 5.06 个百分点。

图 2：集装箱装卸业务是公司收入占比最大的业务

公司 2008 年主营业务收入结构



资料来源：公司资料、光大证券研究所

公司的主要分公司、控股公司和合营公司

截止 2008 年末，公司下辖分公司及分支机构 18 家，全资及控股子公司 28 家、合营企业及联营企业 38 家。

表 2：主要分公司、控股公司和合营公司

	主要公司	公司持股 比例
集装箱装卸生产服务	上海浦东国际集装箱码头有限公司（外一期）	40%
	上海沪东集装箱码头有限公司（外四期）	51%
	上海明东集装箱码头有限公司(外五期)	50%
	上海盛东国际集装箱码头有限公司	100%
	上海集装箱码头有限公司（SCT）	50%
大宗铁矿石装卸服务	上海港罗泾矿石码头有限公司	51%
长江流域生产服务	上港集团九江港务有限公司	91.67%
	武汉港务集团有限公司	55%
	重庆集海航运有限责任公司	50%
	长沙集星集装箱码头有限公司	45.70%

资料来源：公司资料、光大证券研究所

二、行业分析

港口行业管理体制演变

2003 年以前，由于在国民经济运行中的特殊地位，港口行业一直是实行计划管理的行业。二十世纪八十年代以前，各港口的经营主体为政企合

一的港务局，直接隶属国家交通部；八十年代以后，主要港口实行交通部和地方政府双重领导、以地方为主的管理体制，作为港口经营主体的各港务局仍然承担主要港口的管理职能。

2003 年，我国港口管理体制的改革取得了重大进展。本次改革的主要目的是实行政企分开，各主要港口政企合一的港务局剥离经营业务和经营性资产设立企业集团，成为自主经营、自负盈亏的法人实体。

港口收费政策方面，目前内资港口仍然实行的是政府指导定价机制，即各港口原则上应按照国家交通部制订的《内贸费规》、《外贸费规》中规定的收费标准收费；不过，实际业务运行过程中，收费水平受市场环境的影响越来越大，各港口之间有时也通过港口协会等半民间组织协调收费标准问题。外资港口按照国家的有关政策有自主定价权。

另外，由于各地政府都意识到港口发展对当地经济发展的巨大外部正效应，因此，港口所在各地的地方政府都在港口建设方面给予港口企业以各方面的大力支持，同时也对该港口的定价水平有明显的影响力。

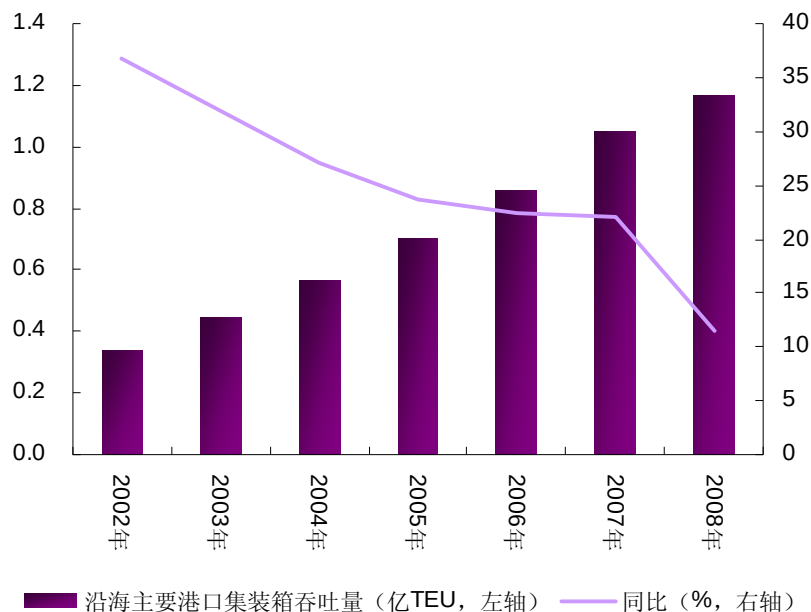
港口投融资政策方面，非常重要的事件是 2002 年外经贸部颁布了新的《外商投资产业指导目录》，其中涉及港口行业的最突出的特点是港口公用码头投资中的中方控股规定。

上述政策和措施使长期以来形成的港口行业行政性垄断的制度基础不复存在，国有港口企业的垄断局面也开始逐步被打破，港口行业开始逐步进入市场经济体制。

中国集装箱港口行业高速发展

随着国民经济、特别是外贸进出口的快速发展，加上国家对港口基础设施建设的大规模投资，中国集装箱港口行业出现了持续、高速增长的局面。

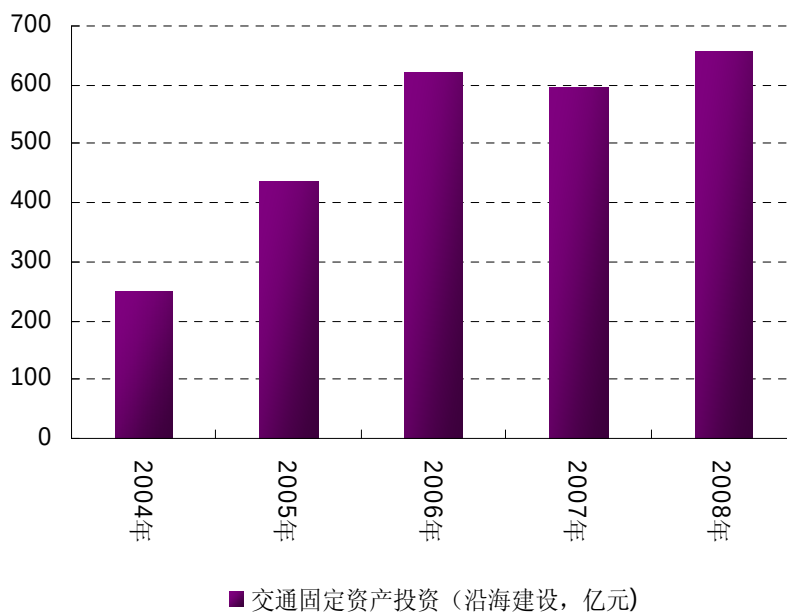
图 3：沿海主要港口集装箱吞吐量逐年增长
2002 年以来沿海主要港口集装箱年吞吐量



资料来源：交通部、光大证券研究所

由于港口在国民经济运行和对外贸易发展中的重要作用，国内一直比较重视港口的建设，近几年更是大规模进行港口建设。2004 年交通固定资产投资（沿海建设）为 247.25 亿元，2008 年交通固定资产投资（沿海建设）达到 656.62 亿元，是 2004 年的 2.66 倍。

图 4：2008 年交通固定资产投资（沿海建设）达到 656.62 亿元
2004 年以来交通固定资产投资（沿海建设）年投资额



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

中国港口层次布局和建设

2006 年 8 月 16 日，国务院审议并通过《全国沿海港口布局规划》，标志着中国沿海港口建设与发展进入了新的发展阶段。

全国沿海港口布局的具体方案是：根据不同地区的经济发展状况及特点、区域内港口现状及港口间运输关系和主要货类运输的经济合理性，将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群体，强化群体内综合性、大型港口的主体作用，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等 8 个运输系统的布局。

其中长江三角洲地区港口群依托上海国际航运中心，以上海、宁波、连云港港为主，充分发挥舟山、温州、南京、镇江、南通、苏州等沿海和长江下游港口的作用，服务于长江三角洲以及长江沿线地区的经济社会发展。

《全国沿海港口布局规划》的实施，使得区域分布上形成了环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲、西南沿海 5 个规模化、集约化、现代化的港口群体。港口群内起重要作用的综合性、大型港口的主体地位更加突出，增强为腹地经济服务的能力。

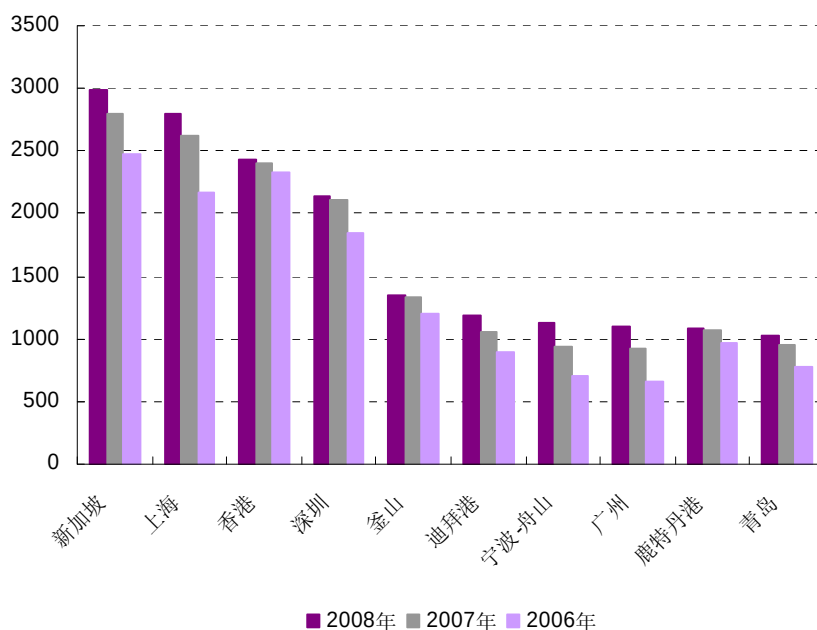
国际中转枢纽争夺战

世界港口竞争主要目标是争取成为核心枢纽港。由于亚洲、特别是中国在世界加工贸易中的特殊地位，20 多年来亚洲在世界集装箱港口吞吐量中的地位日益提高。

2008 年，世界前 8 位的集装箱港口全部在亚洲，上海港集装箱吞吐量连续两年排名全球第二。香港与新加坡港是世界上两个超级集装箱大港，从九十年代初开始，两港的集装箱吞吐量迅速增长，逐步拉大了与其他港口之间的距离，并发展成为远东的国际航运中心，两港承运的周边港口集装箱中转量达到本港总量的 2/3 以上。正是由于集装箱枢纽港的特殊地位、以及集装箱运输为地区经济发展带来的巨大利益，因而更加剧了集装箱港口之间激烈的竞争态势，这在货源旺盛的东亚地区尤为显现。在韩国釜山港，巨额建设投资支持“21 世纪环太平洋中心”规划的实施；日本神户港，“21 世纪亚洲母港”的战略目标已经确定；我国台湾省的高雄港，提出建设发展“亚太营运中心”的计划，并在积极研究“自由贸易港推动方案”。可以看出，在我国周边地区港口，发展的目标绝不仅仅在本国，而是亚太区域市场的争夺。

图 5：上海港集装箱吞吐量连续两年排名全球第二

2006-2008 年全球主要集装箱港口集装箱吞吐量（单位：万 TEU）



资料来源：国际集装箱化、光大证券研究所

航运经济模式演变与上海国际航运中心建设

早期的航运经济模式中，国际航运中心属于航运中转型，是通过提供集散存储场地、运输工具和口岸转运设备、分销渠道，来简单地发挥货物集散功能。它们只是被动地提供货物集散服务，而不是主动地控制集散、影响调配。而且，自然条件对于航运中心的形成影响较大。

当前的航运经济模式中，国际航运中心的功能向综合资源配置型演变。与之前的航运中心主要集中于集散有形商品不同，新型国际航运中心在继续保持有形商品的强大集散功能并进一步提高有形商品的集散效率之外，集有形商品、资本、信息、技术的集散于一身，而且还集中各种要素组合成全新的产品或服务输向目标市场。也就是说，新型国际航运中心不仅集散有形商品，而且还主动参与生产要素在国际间的配置。这样的国际航运中心城市，必然又是经济中心、金融中心和贸易中心。

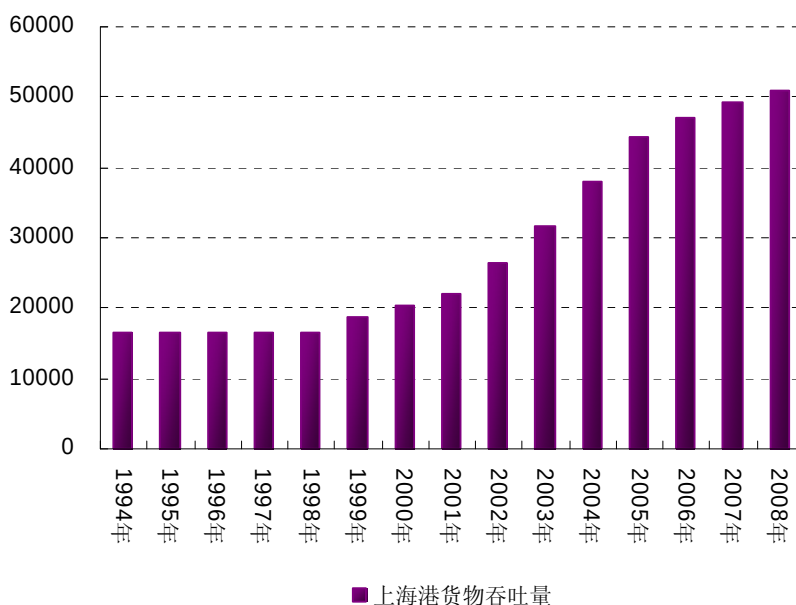
3月25日，经国务院常务会议审议通过了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见》。从国家战略的高度将“加快上海国际金融中心和国际航运中心建设、推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、努力推进上海率先实现产业结构优化和升级、率先实现经济发展方式的转变”作为我国继续推动改革开放和现代化建设、贯彻落实科学发展观、转变经济发展方式、增强我国的国际竞争力、应对国际金融危机的战略性重要举措。

三、公司分析

公司行业地位分析

上海港是全球货物吞吐量第一、集装箱吞吐量第二的综合性港口，货物吞吐量在全国港口中居于首位。

图 6：2008 年上海港货物吞吐量居世界第一
1994 年以来上海港年吞吐量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

2008 年，上海港共完成货物装卸吞吐量 5.08 亿吨，居世界第一；其中上港集团完成货物吞吐量 2.68 亿吨，占整个上海港的 72.63 %。2008 年，上海港集装箱吞吐量达 2800.64 万标准箱，已经连续两年稳居世界第二位，上海港的集装箱吞吐量全部由上港集团完成。

上港集团以发展成为全球卓越的码头运营商为目标，正在积极参与国内外港口投资建设，未来将逐步形成以码头经营为主体，辐射国内、国际市场的跨地区跨国经营格局。

公司的竞争优势和面临的挑战

公司的竞争优势首先在于上海港的东北亚国际航运中心地位，其航线遍及全球，是我国大陆集装箱航线最多、航班最密、覆盖最广的港口。

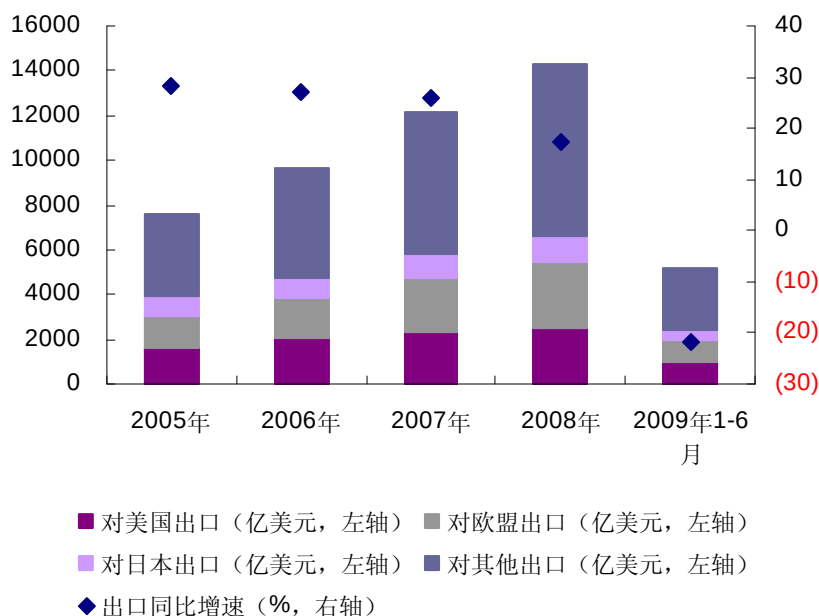
其次，上海港在口岸建设和服务上的也不断加以改进，目前口岸服务水平处于全国前列。在洋山深水港区建立了我国第一个海关 B 型保税港区，并推进和深化了外高桥保税区物流园区的区港联动。另外，上海国际航运中心政策的再次提出、细化和明确，为上海口岸建设带来了更多、更务实的政策支持。

市场经营主体方面，上海拥有跻身世界同行 10 强的中海集团、中远集运

等大型航运公司总部，全球前 20 家班轮公司都有分公司或办事机构入驻上海。未来还会有更多的航运要素和资源积聚上海。

图 7：2008 年中国出口增速急剧下降

2005 年以来中国出口及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

受国际金融危机冲击的影响，短期来看，公司在现实业务经营中面临的主要挑战是外部运输需求萎缩，中国对美、欧、日等世界主要经济体的出口增速急剧下降，港航业开始步入“寒冬”。2008 年中国出口总额为 1.43 万亿美元，同比增加 17.21%；而 2009 年 1-6 月份累计出口总额为 0.52 万亿美元，同比减少 21.80%，下降幅度惊人。

公司面临的长期挑战在于：一是东北亚地区其它重要港口如香港、釜山和神户仍在与上海争夺该区域内的国际中转枢纽地位；二是上海港的“航运经济商业模式”如何进行升级、如何获得更多的产业附加值仍需要长期的实践和探索。

公司发展战略分析

为实现“成为全球卓越码头运营商”的愿景目标，上港集团以“发展母港，走向世界”为发展主线，制定了三大发展战略。

1、长江战略：作为上海港直接货源腹地的长江流域，是母港发展的立足之本，是保持上港集团现有增长能力的核心区域。不论是现阶段，还是将来，保持并提高长江流域集装箱市场的占有率，都是上港集团发展的基石。长江战略的核心，旨在引导长江流域尤其是长三角的货源流向，增强对长江流域的辐射能力，实现上港集团的可持续发展。

为了实现这一发展战略，公司先后参与了在武汉、九江、南京、江阴、太仓、长沙、重庆等长江沿线港口的战略合资合作，其中，还参加了武汉港务集团和九江港务集团的整体改制。

2、东北亚战略：作为间接货源腹地的东北亚地区，是母港发展的增量空间。继续提高东北亚集装箱中转市场的占有率，是上港集团实现跨越式发展的重要台阶。东北亚战略的核心，旨在以洋山为基地，确立国际和国内集装箱水水中转的枢纽港地位。

3、国际化战略：全球视野下的海外市场开拓，是实现上港集团愿景目标的必然选择。码头及相关业务的产业扩张，是上港集团为股东创造价值的重要平台。国际化战略的实施，旨在培养国际化运营能力，提升国际化管理水平，逐步形成辐射国内、国际市场的跨地区、跨国经营格局。

我们认为这三大战略中，长江战略是基础，东北亚战略是核心，而国际化战略是升华。

公司业务量和费率具体分析

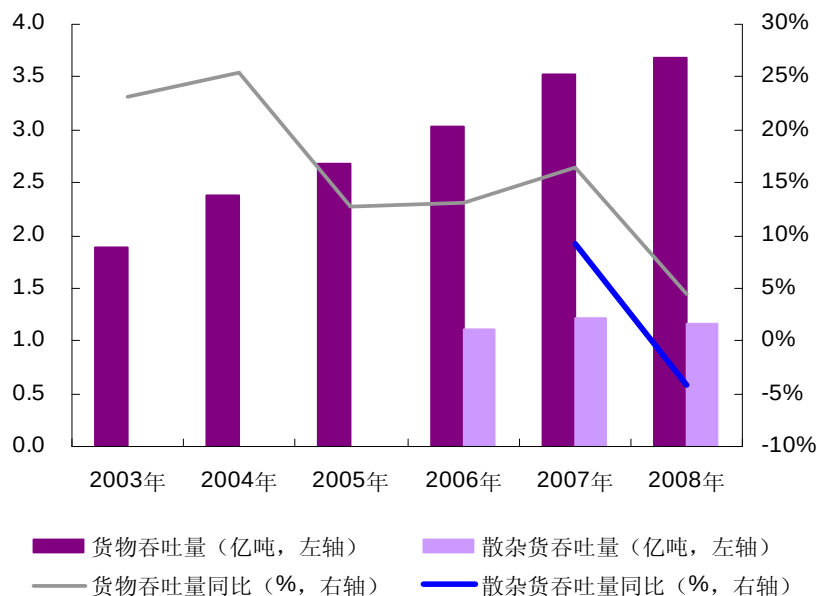
受全球次贷和金融危机影响，2008年下半年开始，国际集装箱航运市场开始大量出现航线撤并、航班缩减的现象，国际干散货运输市场上铁矿石、煤炭等大宗散货和钢材等大宗件杂货的吞吐量增幅也明显下滑，对公司业务造成严重影响。

2008年公司完成货物吞吐量3.69亿吨，同比增长4.6%，增幅较2007年下降12.0%；散杂货吞吐量完成1.16亿吨，同比减少4.2%；完成集装箱吞吐量2,801万标准箱，同比增长7.1%，增幅较2007年下降13.3个百分点。

我们预测，受国际经济形势和我国进出口贸易形势的影响，2009年上港集团的集装箱吞吐量会出现一定的下滑局面；而2010年，随着全球经济复苏和中国进出口贸易的增长，上海港集装箱吞吐量又将出现快速增长的局面，预计同比增幅在12%以上。

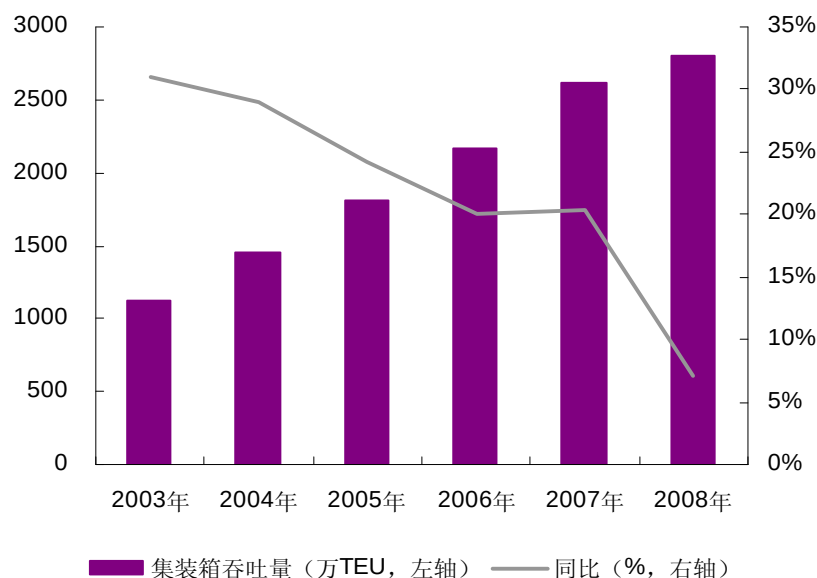
图 8：2008 年公司货物吞吐量增幅减小

历年公司货物吞吐量和散杂货吞吐量（2006 年以前使用集团数据）



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图 9：2008 年公司集装箱吞吐量增幅下降
历年公司集装箱吞吐量（2006 年以前引用集团数据）



资料来源：公司资料、光大证券研究所

收费标准方面，在洋山港已经初步达到运营规模的情况下，上港集团从 2008 年 1 月 1 日起将外贸集装箱装卸包干费率上调 10%。这对于公司在 2008 年实现利润明显增长的贡献非常明显。

不过，面对 2009 年的严峻形势，公司根据各大船公司全球集装箱空箱调

运的发展趋势，大力推进集装箱空箱商务计划。这一措施对于保证公司集装箱吞吐量规模和提高公司的集装箱水水中转，尤其是国际水水中转比例有明显的促进作用。不过，由于空箱收费标准较低，中转箱的收费标准更低，此举将导致公司 2009 年的单箱收费水平出现一定的下滑。

洋山港区的未来发展趋势

洋山保税港区是我国第一个保税港区，是上海实现国际航运中心战略的重要载体，自 2005 年底开港运营以来发展非常迅速。

截至目前，洋山深水港北港区已经全部建成投入运营，包括洋山一期（4 个深水泊位）、二期（4 个深水泊位）、三期（一阶段）（4 个深水泊位）和三期（二阶段）（3 个深水泊位）总共四个部分，共计 15 个深水泊位。上港集团（600018）对于洋山港区一、二、三期的具体经营模式为有所不同。

对于洋山一期是由公司的全资子公司上海盛东国际集装箱码头有限公司（以下简称盛东公司）直接收购后进行投资和经营。2005 年 6 月，盛东公司与上海同盛投资（集团）有限公司、洋山同盛港口建设有限公司签订《投资建设协议书》，由盛东公司收购洋山深水港区一期工程并委托洋山同盛港口建设有限公司继续建设；洋山一期码头于 2005 年 12 月 10 日正式开港以后，由盛东公司进行经营；

对于洋山二期、三期（一阶段）和三期（二阶段）则是通过受托经营管理的方式进行运营。

其中，洋山二期（2006 年 12 月正式建成开港）仍然是由盛东公司受上港集团指定具体进行经营管理。洋山二期码头收入归盛东公司所有，盛东公司按每 TEU 吞吐量人民币 10 元标准向同盛集团支付码头资产占用费；另外，公司向同盛集团支付受托经营管理履约保证金人民币 6 亿元，该保证金在受托经营管理结束时归还。托管期限为洋山二期码头资产交付之日起至洋山二期码头正式收购时止。

洋山深水港区三期（一阶段）和（二阶段）（分别于 2007、2008 年 12 月正式建成开港）都是由上港集团指定其全资子公司上海冠东国际码头有限公司（以下简称冠东公司）进行运营。托管经营条件均为：受托期间，码头的全部经营收入归上港集团所有，各项运营、维护等费用及相关经营税费由上港集团承担；另外，上港集团向同盛集团支付受托经营管理履约保证金人民币 25 亿元；如果在预定时间之前仍未完成收购，则需要追加支付 15 亿人民币的履约保证金。该保证金在受托经营管理结束时归还。托管期限均为至洋山三期码头正式收购时止。

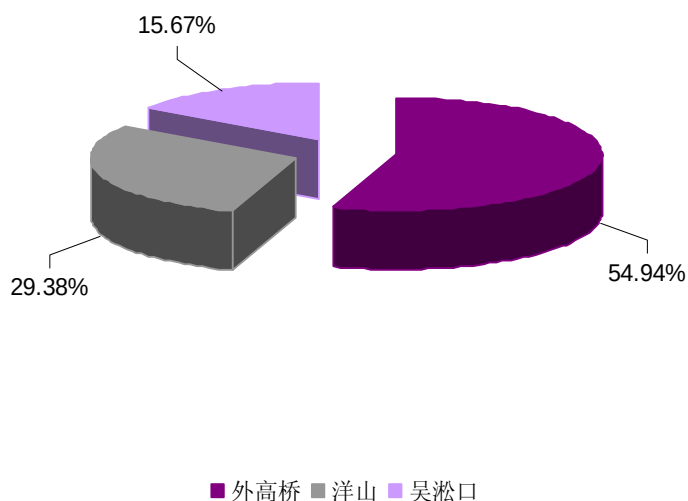
上港集团在获得洋山港区的经营权之后，突出抓好洋山各期码头之间的合并运行，优化调整航线布局，增加洋山港区国际航线航班密度，提高洋山港区的积聚辐射能力，同时进一步实施洋山、外高桥、吴淞口三大集装箱区域功能互补和整体化运作方案，以满足洋山各期码头合并运作

能力提高的要求。

2006 年，洋山深水港区投入运营的第一年就实现集装箱吞吐量 220 万 TEU。2008 年洋山深水港区完成集装箱吞吐量 823 万 TEU，占公司集装箱总吞吐量的 29.4%。

图 10：洋山集装箱吞吐量占公司总吞吐量的 29%

上海港集装箱吞吐量占比图



资料来源：公司资料、光大证券研究所

受益于上海国际航运中心建设的前景

《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》细则出台后，上海国际航运中心建设相关政策优惠得以明确。具体主要包括财政政策和产业政策，而财政政策中主要是税收政策。从税收政策的角度来讲，未来在上海国际航运中心经营各类船舶经纪、租赁、保险、融资等各项业务的企业都将得到税收方面的减免优惠；在注册在洋山保税港区内的航运和物流企业则将在营业税方面享受免税待遇；而启运港退税制度的施行，也有利于企业及早享受到出口退税。从产业政策的角度上来讲，未来在上海国际航运中心经营各类船舶经纪、租赁、保险、融资、信息咨询、风险产品设计、交易和管理等各项业务的企业都将享受除税收优惠以外的其它产业优惠政策。另外从另外一个方面来讲，由于北外滩、陆家嘴、临港等主要航运要素集聚区建设和发展所带来的人流、物流、资金流、信息流等，上海的房地产业、金融业、旅游业、酒店业、会展业、商业、餐饮业等现代服务业都将明显受益。

我们认为，在这一次国际航运中心建设的过程中，更加强调建立航运服

务体系、强调发展船舶经纪、租赁、融资、航运保险等航运产业链的高端环节、希望探索建立国际航运发展综合试验区。这表明，上海对国际航运中心建设的认识已经从初级的装卸、中转业务提高到高级的经纪、金融层次，使得其国际航运中心建设的目标更加明确地瞄准了航运金融、信息咨询、交易服务等高端现代服务业领域。

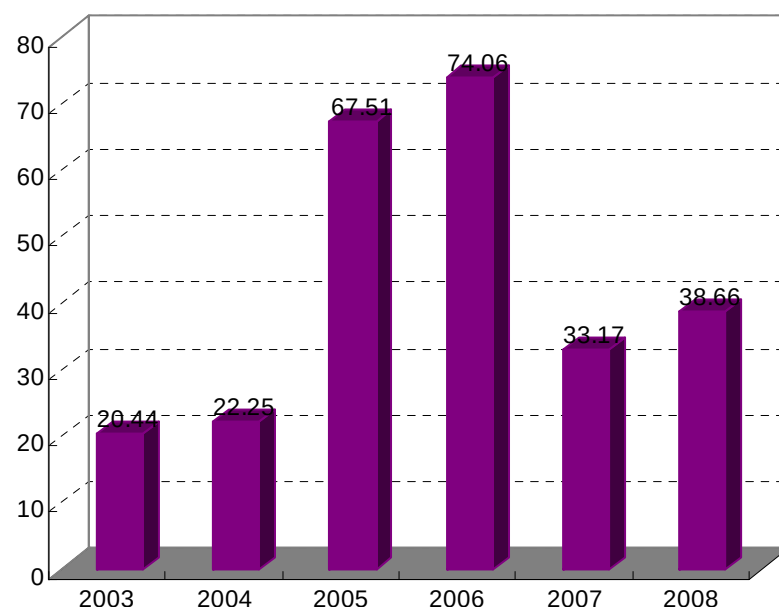
从上述方面来看，上港集团将从受益于上海国际航运中心建设的层次主要分为两个。在实体业务运营层面，洋山深水港内的公司集装箱装卸、中转、物流等业务量规模都将显著扩大；从高端航运关联及衍生业务的层面来讲，公司在北外滩和临港新城两大地区拥有大量的土地资源和商业地产开发资格，在这两个未来航运要素的密集积聚区成长的过程中，公司可以获得持续增长的商业地产业务收益。

公司的资本开支和财务费用分析

费用开支方面，上港集团的财务费用变动情况较大，这主要是由于两个方面的原因。

图 11：上港集团整体上市后投资活动现金流出明显增长

上港集团投资活动现金流出情况(单位:亿元)



资料来源：公司资料、光大证券研究所

一是上港集团 2006 年整体上市以来，业务规模扩张较快，罗泾矿石二期码头、煤炭码头工程、钢杂码头工程、外六期工程、盛东公司增资等工程的投资金额也非常大；同时，对重庆、武汉、九江等长江沿线港口的合资合作项目比较多；从而导致公司投资活动现金流出金额明显增长；相应地导致公司融资负债金额不断扩大；

二是公司融资方式和负债结构变化较大；公司融资方式日益多元化，先后采用短期融资券、可分离交易转债等方式从证券市场上募集资金，短期借款和长期借款的结构变化也比较明显。

预计 2009 年以后，公司的投资活动现金流出金额将明显减少。主要是由于未来一段时间，公司的业务规模扩张进度将明显放缓；如罗泾矿石码头工程已经于 2008 年 7 月正式建成并完成国家竣工验收，目前公司的在建工程项目已经明显减少，只剩下外六期工程和国际客运中心工程两项；其中，国际客运中心工程也已经完成了 70% 的投资金额，并将于 2009 年内完工；二是公司对洋山港一期以外的其它几期资产的收购到目前为止还没有什么明确的计划，且由于收购很可能涉及其它法人实体，根据目前的国际航运市场的形势判断，近 1-2 年内很难有实质性的收购行为。

四、公司盈利预测

基本假设

我们对上港集团进行盈利预测的基本假设包括：

- 1、公司集装箱吞吐量 2009-2011 年分别同比下降 15.26%、同比增长 2.15%和同比增长 10.26%；散杂货吞吐量 2009-2011 年分别同比增长 5.22%、4.15%和 5.36%；
- 2、公司集装箱装卸费率 2009-2011 年分别同比下降 2.2%、同比增长 5.16%和同比下降 0.69%；散杂货装卸费率 2009-2011 年保持不变；
- 3、公司港口物流业务收入 2009-2011 年分别同比下降 12.62%、同比增长 3.36%和同比增长 12.15%；港口服务业务收入 2009-2011 年分别同比下降 6.15%、同比增长 3.28%和同比增长 13.36%；
- 4、公司对洋山深水港区各期资产的经营模式维持目前状况保持不变；
- 5、公司 2009-2011 年实际所得税税率水平分别为 18%、18%和 20%。

盈利预测

在上述盈利预测基本假设的基础上，我们预测上港集团 2009-2011 年 EPS 分别为 0.17、0.19 和 0.21 元。

五、投资建议

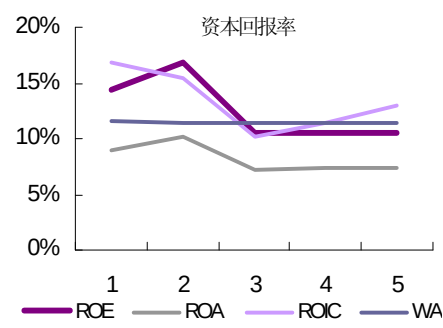
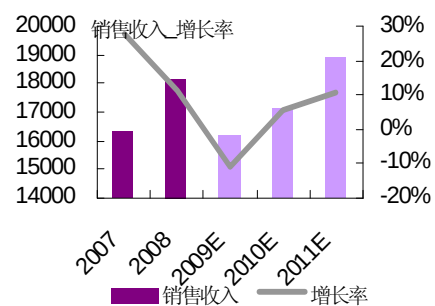
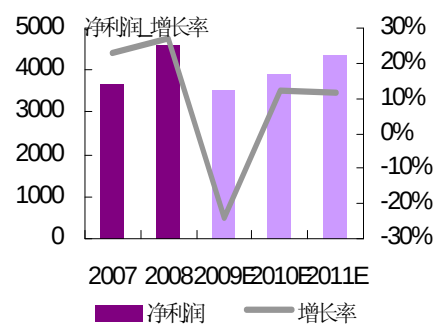
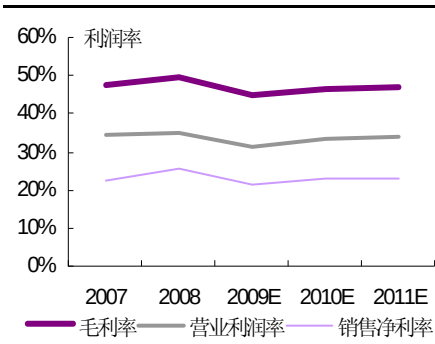
根据目前的盈利预测结果，上港集团 2009 年动态 P/E 水平为 35.23 倍，动态 P/B 水平为 3.74 倍，在港口行业中都相对偏高。

不过，鉴于其无可替代的行业地位和未来受益于上海国际航运中心建设的中长期良好前景，给予“增持”的投资评级。

六、风险分析

上港集团的投资风险主要在于受国际经济形势影响，集装箱吞吐量是否会长期停留在较低迷的水平上。如果发达国际经济复苏迟缓，我国进出口形势持续低迷，则其业绩将在较低水平上维持很长时间。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	16,328	18,140	16,208	17,103	18,907
营业成本	8,551	9,117	8,898	9,149	10,043
EBITDA	5,801	7,464	6,954	7,561	8,462
折旧和摊销	1,733	1,778	1,886	1,978	2,014
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,641	1,819	1,625	1,633	1,713
财务费用	205	365	32	48	81
公允价值变动损益	-6	0	0	0	0
投资收益	288	283	5	25	50
营业利润	5,586	6,333	5,073	5,680	6,438
利润总额	3,640	4,619	5,189	5,735	6,495
少数股东损益	1,335	1,410	753	773	821
归属母公司净利润	3,640.03	4,619.34	3,502.79	3,929.27	4,375.38

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	55,543	59,081	58,516	64,333	70,253
流动资产	14,902	17,918	17,324	22,980	29,471
货币资金	7,897	6,435	6,363	11,648	17,353
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,407	2,246	2,188	2,326	2,571
应收票据	178	130	116	122	135
其他应收款	1,933	5,756	5,644	5,696	5,801
存货	841	1,531	1,477	1,519	1,667
可供出售投资	2,772	930	1,339	1,963	1,896
持有到期金融资产	10	10	10	10	10
长期投资	2,368	2,981	2,983	2,993	3,013
固定资产	21,570	23,627	22,574	22,583	23,977
无形资产	5,833	5,891	5,597	5,302	5,008
总负债	21,070	23,111	18,291	19,405	21,169
无息负债	17,575	17,576	12,288	12,416	13,980
有息负债	3,495	5,535	6,004	6,989	7,189
股东权益	34,473	35,970	40,225	44,928	49,084
股本	20,991	20,991	20,991	20,991	20,991
公积金	3,224	2,736	3,442	4,221	5,053
未分配利润	4,379	6,780	9,645	12,869	15,426
少数股东权益	6,271	6,094	6,847	7,620	8,441

现金流量表 (百万元)	2006	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	589	3,179	4,921	5,941	7,612
净利润	240	4,619	3,503	3,929	4,375
折旧摊销	22	1,778	1,886	1,978	2,014
净营运资金增加	-669	5,550	3,841	6,442	11,369
其他	996	-8,769	-4,308	-6,408	-10,146
投资活动产生现金流	-1,159	-5,718	-1,430	-1,594	-987
净资本支出	5,744	2,728	3,514	1,855	-1,922
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-6,903	-8,446	-4,944	-3,449	935
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	922	2,040	469	985	200
其它长期负债变化	-675	1	-5,289	129	1,564
净现金流	-258	1,300	-72	5,285	5,705

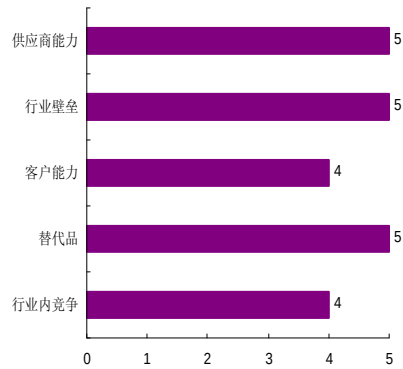
资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	27.62%	11.10%	-10.65%	5.52%	10.55%
净利润增长率	22.75%	26.90%	-24.17%	12.18%	11.35%
EBITDA 增长率	27.12%	28.67%	-6.83%	8.72%	11.92%
EBIT 增长率	27.15%	28.67%	-30.05%	10.75%	13.73%
EPS 增长率	22.75%	26.90%	-24.17%	12.18%	11.35%
估值指标					
PE	33	26	34	31	27
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	20	16	17	15	13
EV/EBIT	20	16	23	20	17
EV/NAPLAT	26	21	28	24	21
EV/Sales	7	7	7	7	6
EV/IC	5	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	47.63%	49.74%	45.10%	46.50%	46.88%
EBITDA 率	35.53%	41.14%	42.91%	44.21%	44.76%
EBIT 率	35.53%	41.14%	32.21%	33.81%	34.78%
税前净利润率	34.27%	39.13%	32.02%	33.53%	34.35%
税后净利润率	22.29%	25.46%	21.61%	22.97%	23.14%
ROA	8.96%	10.21%	7.27%	7.31%	7.40%
ROE	14.43%	16.76%	10.58%	10.47%	10.59%
ROIC	18.91%	18.27%	12.39%	13.81%	16.24%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.14	-0.09	-0.03	-0.13	-0.23
资产负债率	37.93%	39.12%	31.26%	30.16%	30.13%
流动比率	0.85	1.20	1.65	2.37	2.61
速动比率	0.81	1.10	1.51	2.21	2.47
每股指标					
EPS	0.17	0.22	0.17	0.19	0.21
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05
每股经营现金流	-	0.15	0.23	0.28	0.36
每股净资产	1.64	1.71	1.92	2.14	2.34
每股销售收入	0.78	0.86	0.77	0.81	0.90
每股 EBITDA	0.28	0.36	0.33	0.36	0.40

资料来源：光大证券、上市公司

行业竞争分析 波特 5 力原则

【4.6】



各单项最高分均为 5 分

较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分

供应商议价能力

【5】

上港集团的上游供应商包括港口设备制造商、建材制造商、建筑工程承包商、燃料动力供应商等，上港集团对这些上游供应商处于明显的强势地位。

进入壁垒

【5】

受地理资源要素稀缺性、政府特许经营政策、投资资金规模等因素决定，上港集团在港口经营方面的进入壁垒很高。

客户议价能力

【4】

上港集团作为全球第二大、全国第一大集装箱港口，在对下游船公司的议价能力方面处于强势地位，但为了维护和各大航运公司之间的业务合作关系，定价方面也会考虑客户的利益。

替代品

【5】

我国进出口贸易 90%以上的货物运输通过海运方式完成，除了航空高端物流外，不存在替代运输方式。

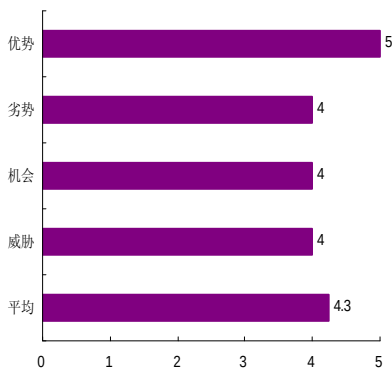
行业内部竞争

【4】

长三角区域内已经形成了以上海港为龙头，其它港口为支线喂给港的港口布局结构；近年来，宁波港发展较快，成为长三角区域内上海港的有力补充。

公司 SWOT 分析

【4.3】



评分说明：

各单项的最高分均为 5 分；平均分数越高越好。

竞争优势

【5】

上港集团是全球第二大、全国第一大集装箱港口，在地理位置、港口硬件设施、航线网络布局、政府政策支持方面享有明显的竞争优势。

竞争劣势

【4】

在参与全球航运中心的竞争过程中，上海港与东北亚地区的其它大港相比在国际中转方面处于相对劣势地位。

机会

【4】

以上海国际航运中心建设为契机，进一步强化自身在国际中转业务中的竞争地位，并向航运产业链的高端环节发展。

威胁

【4】

东亚地区的其它大港可能分流公司的国际中转箱量。

分析师介绍

冯志刚，2007年12月加盟光大证券研究所，交通运输行业资深分析师。2003-2005年先后荣获新财富最佳分析师评选家电行业第三、第二名；2006-2007年，获“新财富”最佳分析师评选航空运输行业入围，2008年获“新财富”最佳分析师评选交通运输行业入围。1995-1998年，就职于原对外贸易经济合作部运输司；2002年毕业于上海财经大学金融学院；2002-2005年，就职于申银万国证券研究所；2005-2007年就职于国泰君安证券研究所。

丁贤达，金融学硕士，2008年加入光大证券研究所任钢铁行业助理分析师，目前任交通运输行业助理分析师。

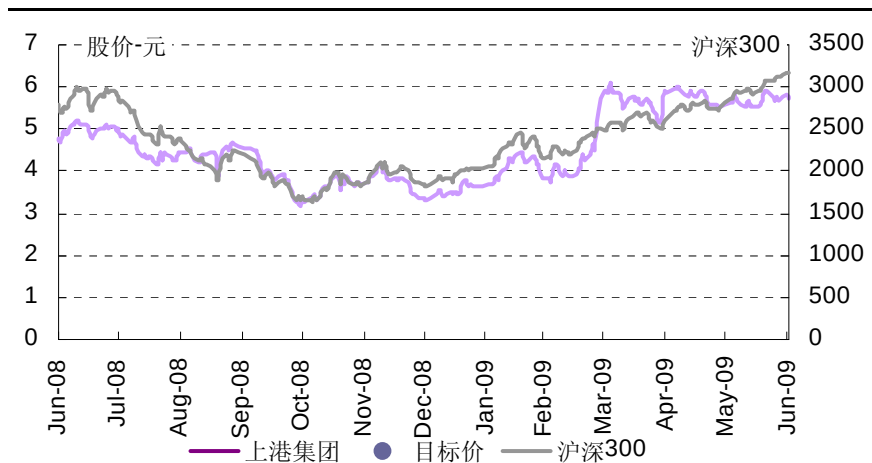
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

上港集团（600018）

分析师：冯志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。