

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 韩轶超 (8621) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

吞吐量增长和成本费用控制促进业绩增长

事件描述

上港集团今日公告中期业绩预增 50%左右：

- 我们预期每股收益约 0.12 元。其中 2 季度单季度净利润 15-16 亿元，同比增长幅度 54-64%；环比增长 47-57%，略超过我们预期。
- 业绩增长主要来自于：（1）吞吐量增长；（2）成本和费用控制；（3）我们预计还有地产等业务也贡献部分业绩增量。
- 预测全年业绩 0.24 元，PE 估值 16-17 倍，目前股价在可配置的范围，不过主要的担忧在于下半年特别是 4 季度外贸出口增速向下，在目前市场背景下，我们给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

上港集团中期业绩今日公告预增 50%左右。我们预期上半年净利润 26 亿元左右，每股收益约 0.12 元。其中 2 季度单季度净利润 15-16 亿元，同比增长幅度 54-64%；环比增长 47-57%。该业绩表现超过之前预期。

第一，业绩增长来自吞吐量增长和成本费用控制

公司公告称业绩增长主要来自于吞吐量增长和成本控制。

(1) 吞吐量方面，我们看到：1-6 月上海港集装箱吞吐量 1385.52 万 TEU（基本为上港集团集装箱吞吐量），同比增长 18.7%；货物吞吐量 27951 万吨（上港集团占上海港货物吞吐量 70%左右），同比增长 20.4%。

而环比来看，1Q 上海港集装箱吞吐量 644 万 TEU；2Q 集装箱吞吐量 737.06 万 TEU，环比增长 14.45%。1Q 上海港货物吞吐量 13877 万吨；2Q 集装箱吞吐量 14269 万吨，环比增长 2.82%。

总体看，业绩增速快于吞吐量增速。表明单位成本和费用也有所降低。

(2) 成本控制方面，我们看到，从 1 季度起，毛利率已经从 2009 年的 43.89%上升到 47.45%；管理费用率从 2009 年的 10.96%下降到 9.14%。预计 2 季度毛利率继续呈现提升趋势，而费用率继续体现下降趋势。

表 1: 上港集团单季度经营指标

	1Q.2010	4Q.2009	3Q.2009	2Q.2009	1Q.2009
营业收入同比增长	18.22%	3.70%	-10.99%	-14.00%	-13.10%
净利润同比增长	39.45%	48.06%	-29.96%	-32.74%	-27.85%
毛利率	47.45%	42.31%	45.37%	43.18%	44.94%
管理费用率	9.14%	11.76%	10.51%	10.23%	11.33%
财务费用率	2.11%	2.61%	2.36%	3.18%	3.06%

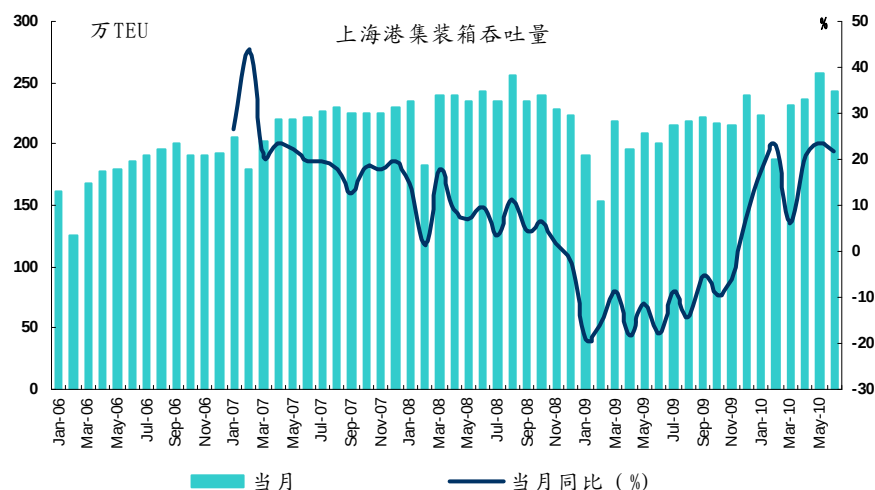
资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们预期除港口码头业务之外, 其他地产和物流等业务也贡献部分业绩增量(待确认), 使得总体业绩增长超过预期。

第二, 预计四季度出口增速下滑, 给予“谨慎推荐”

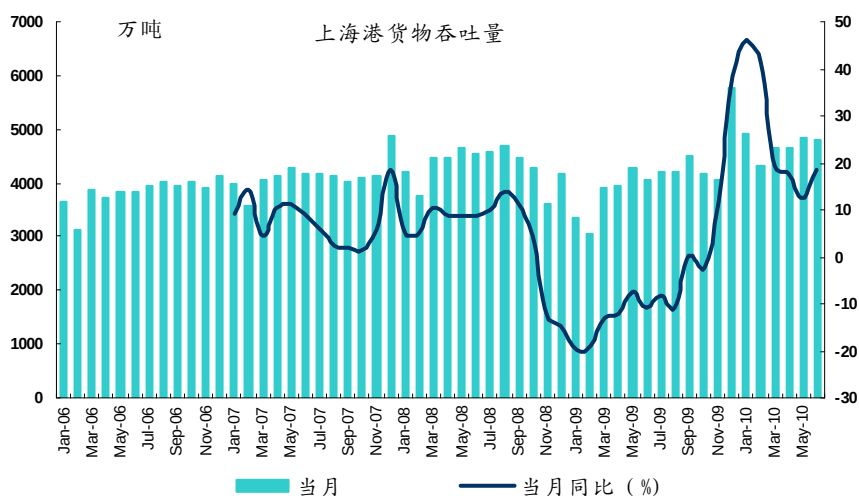
不过从 6 月单月数据看, 6 月上海港集装箱吞吐量 243.16 万 TEU, 环比 5 月下降 5.39%(其中 5 月吞吐量 257 万 TEU, 是历史最高水平)。6 月货物吞吐量环比下降 0.73%。我们预期 3 季度集装箱吞吐量将维持在单月吞吐量维持 250TEU 左右, 但 4 季度可能环比有所回落。

预测全年业绩 0.24 元, PE 估值 16-17 倍, 目前股价在可配置的范围, 不过主要的担忧在于下半年特别是 4 季度外贸出口增速向下, 在目前市场背景下, 股价持续向上动力还不足, 我们给予“谨慎推荐”评级。

图 1: 上海港集装箱吞吐量


资料来源: 长江证券研究部

图 2: 上海港货物吞吐量



资料来源：长江证券研究部

同时，我们看到其他港口，营口港上半年货物吞吐量同比增长 28%，日照港货物吞吐量同比增长 25%。深圳港上半年集装箱吞吐量同比增长 29%。营口港由于财务费用吞噬利润，业绩不能跟随吞吐量同步增长；但预期日照港上半年业绩增幅当至少在 50%以上；1 季度净利润同比增幅是 89%。而深赤湾 1 季度业绩同比增幅是 48%，预计上半年增幅可达到 50%。

表 2: 上半年全国主要港口货物吞吐量（单位：万吨）

名次	港口	自年初累计	6 月	累计同期比 (%)
	全国总计	389632	69479	118.9
	沿海合计	267247	46411	118.2
1	宁波-舟山港	31901	5632	120
	#宁波	19325	3488	109.2
2	上海	27951	4690	120.4
3	天津	19803	3504	107.3
4	广州	19448	3304	111.5
5	青岛	17147	2905	108.8
6	大连	15771	2833	120.2
7	秦皇岛	13298	2190	113.2
8	唐山	11707	2254	150
9	营口	11293	1900	128.1
10	日照	11173	1937	125.1

资料来源：中贸物流网，长江证券研究部

表 3：上半年全国主要港口集装箱吞吐量（单位：万 TEU）

排名	单位	自年初累计	6 月	累计同期比（%）
	全国总计	6870.18	1226.3	122.3
	沿海合计	6189.78	1103.55	122.1
1	上 海	1385.52	244	118.7
2	深 圳	1042.64	187.62	129
3	宁波-舟山	627.44	119.76	134.4
	#宁 波	623.23	119	134.5
4	广 州	600.29	101.11	116.9
5	青 岛	568.05	101.2	111.4
6	天 津	470.73	88	113.1
7	厦 门	273.76	48.71	128.3
8	大 连	244.97	43.1	116.6
9	连云港	189.49	32	140.9
10	营 口	164.61	26.6	136.1

资料来源：中贸物流网，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16545	19689	22445	24690	货币资金	6745	10235	16066	22360
营业成本	9284	9963	11223	12345	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7261	9726	11223	12345	应收账款	11923	14182	16168	17784
% 营业收入	43.9%	49.4%	50.0%	50.0%	存货	869	924	1040	1144
营业税金及附加	499	594	677	745	预付账款	136	141	158	174
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	其他流动资产	1821	2067	2357	2592
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	21712	27804	36107	44399
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	1767	1767	1767	1767
管理费用	1813	2067	2357	2592	持有至到期投资	3	3	3	3
% 营业收入	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%	长期股权投资	3456	3756	3996	4236
财务费用	462	137	114	92	投资性房地产	521	521	521	521
% 营业收入	2.8%	0.7%	0.5%	0.4%	固定资产合计	26237	25636	24586	23403
资产减值损失	-53	105	94	76	无形资产	5731	5444	5172	4913
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	222	300	270	240	递延所得税资产	79	19	21	18
营业利润	4760	7124	8251	9079	其他非流动资产	3841	3841	3841	3841
% 营业收入	28.8%	36.2%	36.8%	36.8%	资产总计	63347	68791	76013	83102
营业外收支	623	650	550	500	短期贷款	266	0	0	0
利润总额	5383	7774	8801	9579	应付款项	2117	2259	2543	2797
% 营业收入	32.5%	39.5%	39.2%	38.8%	预收账款	207	236	269	296
所得税费用	641	1399	1936	2299	应付职工薪酬	588	628	707	777
净利润	4743	6374	6865	7280	应交税费	1017	1778	2331	2715
归属于母公司所有者的净利润	3760.0	4951.8	5254.4	5527.3	其他流动负债	12812	13826	15599	17158
少数股东损益	983	1423	1611	1753	流动负债合计	17007	18727	21449	23745
EPS (元/股)	0.18	0.24	0.25	0.26	长期借款	3040	3040	3040	3040
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	423	0	0	0
经营活动现金流净额	1234	7117	8934	9420	其他非流动负债	4712	4712	4712	4712
取得投资收益					负债合计	25181	26479	29200	31496
收回现金	150	0	0	0	归属于母公司	32093	34816	37706	40746
长期股权投资	2	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	6073	7496	9106	10859
固定资产投资	-1476	-997	-624	-547	股东权益	38166	42312	46813	51606
其他	381	0	0	0	负债及股东权益	63347	68791	76013	83102
投资活动现金流净额	-1093	-997	-624	-547	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	124	0	0	0	EPS	0.179	0.236	0.250	0.263
银行贷款增加 (减少)	3632	-266	0	0	BVPS	1.53	1.66	1.80	1.94
筹资成本	3572	-2365	-2478	-2579	PE	21.21	16.11	15.18	14.43
其他	-7160	0	0	0	PEG	1.55	1.18	1.11	1.05
筹资活动现金流净额	169	-2631	-2478	-2579	PB	2.49	2.29	2.12	1.96
现金净流量	310	3490	5831	6293	EV/EBITDA	11.03	7.94	6.47	5.42
					ROE	11.7%	14.2%	13.9%	13.6%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。