

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

全球集装箱第一大港，3 季度主业盈利创新高

事件描述

上港集团公布 2010 年三季报：

- 上港集团 2010 年前 3 季度实现收入 140.69 亿，同比增长 16.66%，营业收入为 70.07 亿，同比上升 4.64%，实现毛利率 50.19%，同比上升了 5.72 个百分点。实现净利润 39.15 亿，同比上升 43.50%，EPS 为 0.187 元，去年同期为 0.13 元。
- 单季度来看，公司 3 季度营业收入 50.13 亿，同比和环比分别增长 20.64%和 6.53%；毛利率 49.63%，同比上升 4.26 个百分点，但环比下降 3.7 个百分点；实现 EPS 为 0.062 元，去年同期为 0.049 元，今年 2 季度为 0.075 元。公司 3 季度扣除非经常性损益后净利润为 12.8 亿，主业盈利创历史单季度新高。
- 上海港 7 月和 8 月吞吐量分别为 257 万 TEU 和 264.1 万 TEU，先后创下单月集装箱吞吐量新高。受益于中国出口的强势复苏，从今年 4 月起，上海港的单月集装箱吞吐量就开始超越新加坡。截止 9 月，上海港累计集装箱吞吐量 2160.7 万 TEU，新加坡港为 2124.4 万 TEU；上海港已成为全球第一集装箱大港。
- 长期而言，上港集团的长江和国际战略可提升长江水水中转和国际中转货源。在中国产业向内地转移的趋势下，长江沿线提供货源比例将逐渐提高；上海国际航运中心地位的确立及今后将实施的启运港退税政策，有助于提升国际中转货源业务量。看好上港集团未来的增长趋势，虽然增速不可能继续维持以往 2 位数的增长，但在中国沿海主要集装箱港口中，预期上港集团的业务量长期复合增长率将最高。
- 暂时不考虑提价，由于公司增发方案尚位公布，我们也暂不考虑增发，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.24 元、0.25 元和 0.28 元，对应 PE 分别为 18.95 倍、18.06 倍和 16.54 倍。长期而言，在中国沿海集装箱港口中，上港集团量价提升的空间最大。我们维持之前判断，2011 年上海港提价概率较大；同时长期上海国际航运中心建设，预期还将有一些实质扶持政策出台。维持“推荐”评级。

事件评论

第一，主业盈利创历史单季度新高

上港集团 2010 年前 3 季度实现收入 140.69 亿，同比增长 16.66%，营业收入为 70.07 亿，同比上升 4.64%，实现毛利率 50.19%，同比上升了 5.72 个百分点。实现净利润 39.15 亿，同比上升 43.50%，EPS 为 0.187 元，去年同期为 0.13 元。

单季度来看，公司 3 季度营业收入 50.13 亿，同比和环比分别增长 20.64%和 6.53%；毛利率 49.63%，同比上升 4.26 个百分点，但环比下降 3.7 个百分点；实现 EPS 为 0.062 元，去年同期为 0.049 元，今年 2 季度为 0.075 元。公司 3 季度扣除非经常性损益后净利润为 12.8 亿，主业盈利创历史新高（见图 1）。

公司 3 季度扣除非经常性损益后的净利润为 12.8 亿，主业盈利创历史新高。原因如下：尽管毛利率环比小幅下降，不过因为吞吐量环比上升 5.14%，带来整体收入增长 6.53%；同时管理费用环比下降 3.11%。2 季度公司有 3 亿元的港运大厦修补收入计入非经常性损益，3 季度扣非后的净利润略高于 2 季度的 12.24 亿。

表 1：上港集团 2010 年前 3 季度财务数据（单位：百万）

	2010Q1-Q3	2009Q1-Q3	同比
集装箱吞吐量（万 TEU）	2,160.7	1,822.7	18.54%
营业收入	14,068.5	12,059.3	16.66%
营业成本	7,006.9	6,696.2	4.64%
毛利率（%）	50.19%	44.47%	5.72%
管理费用	1,229.2	1,285.6	-4.39%
财务费用	339.4	345.2	-1.69%
投资净收益	185.0	149.3	23.94%
营业利润	5,357.2	3,617.1	48.11%
归属于母公司所有者的净利润	3,915.3	2,728.4	43.50%
EPS	0.187	0.130	43.46%

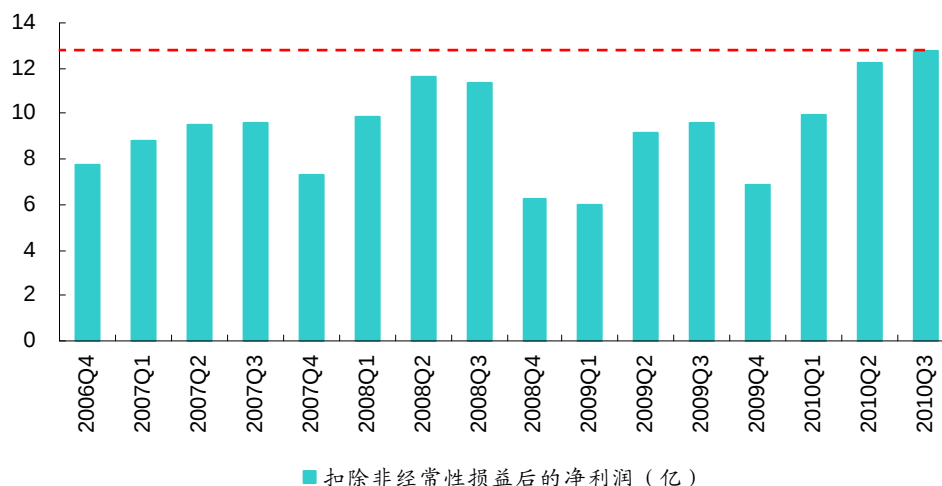
资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：上港集团单季度财务数据（单位：百万）

	2010Q3	同比	环比	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
集装箱吞吐量（万 TEU）	775.1	18.23%	5.14%	737.2	648.4	677.3	655.6	605.8	561.3
营业收入	5,013.2	20.64%	6.53%	4,705.8	4,349.4	4,486.0	4,155.7	4,224.6	3,679.1
营业成本	2,524.9	11.23%	14.97%	2,196.2	2,285.8	2,588.2	2,270.1	2,400.3	2,025.9
毛利率（%）	49.63%	4.26%	-3.70%	53.33%	47.45%	42.31%	45.37%	43.18%	44.94%
管理费用	409.3	-6.27%	-3.11%	422.5	397.4	527.7	436.7	432.0	416.8
财务费用	127.5	30.13%	6.33%	119.9	91.9	117.0	98.0	134.5	112.7
投资净收益	60.7	1.39%	-32.80%	90.3	34.1	72.3	59.8	73.7	15.7
营业利润	1,937.9	37.86%	1.96%	1,900.7	1,518.5	1,143.4	1,405.8	1,191.8	1,019.5
归属于母公司所有者的净利润	1,307.2	28.53%	-17.51%	1,584.6	1,023.4	1,031.7	1,017.1	977.4	733.9
EPS	0.062	28.45%	-17.37%	0.075	0.049	0.049	0.049	0.047	0.035

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1: 上港集团扣除非经常性损益后的净利润



资料来源: Wind, 长江证券研究部

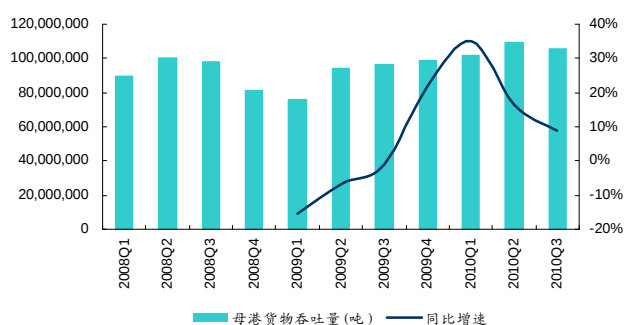
第二, 3 季度集装箱吞吐量创新高, 累计吞吐量跃居全球第一

3 季度, 公司完成货物吞吐量 1.05 亿吨, 同比增长 8.93%, 完成集装箱吞吐量 775.1 万 TEU, 同比增长 18.23%, 继今年 2 季度之后再创单季度新高。

单月来看, 7 月和 8 月先后创下了上海港的单月集装箱吞吐量分别为 257 万 TEU 和 264.1 万 TEU, 先后创下上海港单月集装箱吞吐量新高。

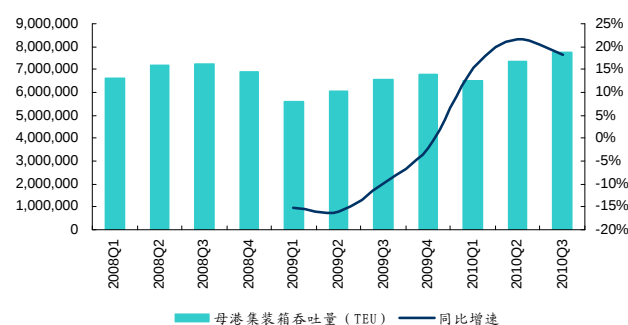
受益于中国出口的强势复苏, 从今年 4 月份起, 上海港的单月集装箱吞吐量就开始超越新加坡, 成为全球第一集装箱大港。截止 9 月, 上海港累计集装箱吞吐量 2160.7 万 TEU, 新加坡港为 2124.4 万 TEU, 差距由前 8 月的 5.6 万 TEU 拉大至 36.3 万 TEU。

图 2: 上港集团货物吞吐量

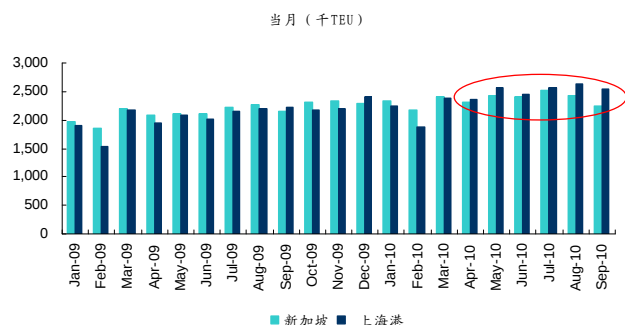


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 上港集团集装箱吞吐量



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4：上海港与新加坡港集装箱吞吐量（当月）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：上海港与新加坡港集装箱吞吐量（累计）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，装卸费率存在提升空间

我们从以下几方面推测，集装箱装卸费率存在提升可能：

- 1) 从绝对费率来看，上海港装卸费率一直比深圳港低，具备提升空间。
- 2) 从船东的接受意愿讲，2010 年集装箱运输行业运价上涨达到历史高点，2010-2011 年是最佳时机。
- 3) 从产能和周边竞争看，上港集团与宁波港已形成战略合作关系，在宁波港上市之后，我们预期两港合作提价的意愿增强，提价基本无阻力。

粗略测算，若集装箱装卸费率整体提价 10%，假定 2011 年吞吐量达到 3000 万 TEU（上海港外贸箱占比约 90%，空箱比重约 25%），我们测算利润增厚接近 10 个亿左右，则 EPS 增厚约 4 分钱；增厚幅度可达到 20% 左右。

第四，停牌预计为收购洋山事项

上港集团已经公告停牌，我们预计是为收购洋山 2-3 期事项，由于具体方案尚未公告，我们还无法测算具体影响。目前公司拥有洋山 1 期(盛东公司)100%股权；洋山 2-3 期，公司已经支付保证金 86 亿元，但未收购。但目前收入已经计入公司，然而不承担折旧成本。洋山 2-3 期建造成本总计约 220 亿，目前年总吞吐量 800 多万 TEU，占上海港总体接近 1/3。若全资 100%收购 2-3 期，则折旧成本将总计 6-7 亿；对利润短期会有所摊薄。

不过我们判断 2011 年提价为大概率事件，如果提价 10%和收购 100%股权同时进行，我们测算提价带来的利润提升可覆盖收购对利润的摊薄。但同时股本增加，会摊薄 EPS。具体测算待实际方案公布。

除洋山二、三期收购需要的资本支出外，公司未来无资本开支。

第五，地产业务预计 2012 年贡献利润

公司与中化集团下属方幸地产（香港上市）合作开发杨树浦路 18 号老办公楼旁边两个地块，公司出地，方幸地产出资。计划 2012 年竣工结算，开始贡献收入。

第六，盈利预测与评级

长期而言，上港集团的长江和国际战略可提升长江水水中转和国际中转货源。在中国产业向内地转移的趋势下，长江

沿线提供货源比例将逐渐提高；而上海国际航运中心地位的确立以及今后将实施的启运港退税政策，将提升国际中转货源业务量。我们看好上港集团未来的增长趋势，虽然增速不可能继续维持以往 2 位数的增长，但在中国沿海上市集装箱港口中，我们判断长期上港集团的业务量复合增长率将最高。

暂时不考虑提价，由于公司增发方案尚未公布，我们也暂不考虑增发，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.24 元、0.25 元和 0.28 元，对应 PE 分别为 18.95 倍、18.06 倍和 16.54 倍。长期而言，在中国沿海集装箱港口中，上港集团量价提升的空间最大。我们维持之前判断，2011 年上海港提价概率较大；同时长期上海国际航运中心建设，预期还将有一些实质扶持政策出台。维持“推荐”评级。

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	19691	22463	25106	货币资金	6745	10263	13867	20213
营业成本	9284	9906	11313	12462	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7261	9785	11151	12644	应收账款	11923	14183	16181	18084
% 营业收入	43.9%	49.7%	49.6%	50.4%	存货	869	918	1049	1154
营业税金及附加	499	594	678	758	预付账款	136	140	160	176
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	其他流动资产	1821	2068	2359	2636
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	21712	27827	33932	42613
% 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	2068	2359	2636	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	37	-37	-129	投资性房地产	521	521	521	521
% 营业收入	2.8%	0.2%	-0.2%	-0.5%	固定资产合计	26237	25636	24586	23407
资产减值损失	-53	105	94	90	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	22
营业利润	4760	7281	8327	9529	其他非流动资产	3841	3841	3841	3841
% 营业收入	28.8%	37.0%	37.1%	38.0%	资产总计	63347	68814	73839	81323
营业外收支	623	650	550	500	短期贷款	266	0	0	0
利润总额	5383	7931	8877	10029	应付款项	2117	2245	2564	2822
% 营业收入	32.5%	40.3%	39.5%	39.9%	预收账款	207	236	270	301
所得税费用	641	1428	1953	2407	应付职工薪酬	588	624	713	784
净利润	4743	6503	6924	7622	应交税费	1017	1803	2347	2823
归属于母公司所有者的净利润	3760.0	5052.1	5299.5	5786.8	其他流动负债	12812	13758	15709	17337
少数股东损益	983	1451	1624	1835	流动负债合计	17007	18667	21602	24068
EPS (元/股)	0.18	0.24	0.25	0.28	长期借款	3040	3040	3040	3040
现金流量表 (百万元)					应付债券	2450	2450	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	7092	9026	9373	其他非流动负债	2262	2262	2262	2262
取得投资收益					负债合计	25181	26418	26904	29370
收回现金	150	0	0	0	归属于母公司	32093	34872	37786	40969
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	7525	9149	10984
固定资产投资	-1476	-997	-625	-551	股东权益	38166	42396	46935	51953
其他	381	0	0	0	负债及股东权益	63347	68814	73839	81323
投资活动现金流净额	-1093	-997	-625	-551	基本指标				
债券融资	0	0	-2450	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	124	0	0	0	EPS	0.179	0.241	0.252	0.276
银行贷款增加 (减少)	3632	-266	0	0	BVPS	1.53	1.66	1.80	1.95
筹资成本	3572	-2311	-2348	-2476	PE	25.46	18.95	18.06	16.54
其他	-7160	0	0	0	PEG	1.65	1.23	1.17	1.07
筹资活动现金流净额	169	-2576	-4798	-2476	PB	2.98	2.74	2.53	2.34
现金净流量	310	3518	3603	6347	EV/EBITDA	13.69	9.88	8.29	6.90
					ROE	11.7%	14.5%	14.0%	14.1%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。