

审慎推荐-A (维持)

上港集团 600018.SH

目标估值: NA

当前股价: 4.52 元

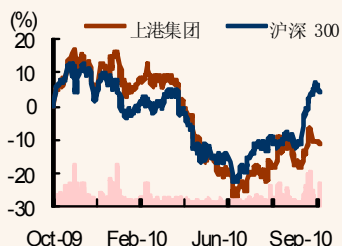
2010 年 10 月 29 日

基础数据

上证综指	2979
总股本(万股)	2099080
已上市流通股(万股)	2099080
总市值(亿元)	949
流 市值(亿元)	949
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	40.4%
主要股东	上海市国有资产监督
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-8	-13
相对表现	-12	-18	-15



相关报告

《上港集团(600018)-中报盈利如期,长期前景看高一线》2010/8/25

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090208030187

3季盈利如期, 洋山收购靴子落地

公司 2010 年 3 季度如期实现每股盈利 0.06 元。洋山二三期的收购拉开序幕, 短期而言, 折旧、财务费用以及股本的增加将对业绩构成摊薄影响; 然而, 作为顶级码头运营商的提价能力以及地产业务的开展将有效平抑收购影响。长江战略以及国际航运中心建设使得上海港的长期前景看高一线。

- **上港集团(600018)2010年3季报盈利基本符合预期。**2010 年前3 季度实现收入 140.7 亿, 同比增长16.7%; 净利润39.2 亿, 同比上升43.5%, EPS 为0.19 元, 单季度来看, 公司3 季度营业收入50.1 亿, 同比和环比分别增长20.6%和6.5%; 毛利率49.6%, 同比上升4.3 个百分点; 实现EPS 为0.06 元, 去年同期为0.05 元。公司3 季度扣除非经常性损益后净利润为12.8 亿, 主业盈利为历史单季度新高。
- **经营杠杆将使其利润增长高于箱量增长。**集装箱业务贡献了70%以上的利润, 明年外高桥六期投产, 估计上港集团最终实际的集装箱吞吐能力可达到4000万TEU 以上, 我们预期未来3-5年无须新建泊位, 固定成本相对稳定。
- **上海港的长期发展前景可看高一线。**基于出口产业向长江中上游地区转移以及上海国际航运中心建设的大背景, 上海港将长期受益: 1) “长江战略”有助于在长江水水中转业务中占得先机; 2) 未来启运港退税和沿海捎带政策如能放开实施, 将利于上海港更好地开展国际中转业务。3) 长三角区域上海港与宁波港的费率居于沿海港口相对低位, 长期来看有持续提升可能。
- **洋山港二三期的收购推进实施, 提价与地产业务有望对冲成本增加。**此前上港集团在洋山二三期的运营是在上海国资委承担折旧成本而上港集团享受运营成果的基础上的。此次公告收购洋山二三期对盈利可能造成的短期负面影响在于: 1) 新增折旧与财务费用达税前10亿元/年; 2) 增加17亿股本, 摊薄效应8%。然而, 作为中国的顶级码头运营商, 2011年只需提价10%即可平抑折旧与财务成本的影响; 地产项目的收益(或政府补贴)可对冲股本增加的摊薄效应。
- **给予“审慎推荐-A”投资评级。**暂不考虑增发以及提价等事宜, 预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.23 和 0.27 元, 对应 PE 为 19.9x 和 16.9x。我们认为受益于出口产业转移和国际航运中心建设, 上海港的长期发展前景可看高一线, 维持审慎推荐评级。风险提示: 欧美经济复苏低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	18140	16545	19524	21671	24055
同比增长	11%	-9%	18%	11%	11%
营业利润(百万元)	6333	4760	6321	7772	9170
同 增长	13%	-25%	33%	23%	18%
净利润(百万元)	4619	3760	4759	5614	6624
同比增	27%	-19%	27%	18%	18%
每股收益(元)	0.22	0.18	0.23	0.27	0.32
PE	18.9	23.3	19.9	16.9	14.3
PB	2.9	2.7	2.6	2.4	2.1

资料来源: 招商证券

表 1、上港集团（600018）2010 年 3 季度主业盈利创新高

（百万元）	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入	4224.6	4155.7	4486.0	4349.4	4705.8	5013.2
营业毛利	1824.3	1885.6	1897.9	2063.6	2509.6	2488.3
管理费用	432.0	436.7	527.7	397.4	422.5	409.3
财务费用	134.5	98.0	117.0	91.9	119.9	127.5
投资收益	73.7	59.8	72.3	34.1	90.3	60.7
营业利润	1191.8	1405.8	1143.4	1518.5	1900.7	1937.9
归属母公司净利润	977.4	1017.1	1031.7	1023.4	1584.7	1307.2
EPS（元）	0.04	0.05	0.05	0.05	0.07	0.06
主要比率						
毛利率	43%	45%	42%	47%	53%	50%
管理费用率	10%	11%	12%	9%	9%	8%
营业利润率	28%	34%	25%	35%	40%	39%
有效税率	-2%	11%	18%	16%	17%	15%
净利率	23%	24%	23%	24%	34%	26%
YoY						
收入	-14%	-11%	4%	18%	11%	21%
归属母公司净利润	-33%	-30%	48%	39%	62%	29%

资料来源：上市公司、招商证券

表 2、非公开增发收购洋山二三期对于公司盈利构成短期摊薄影响

	账面价值(亿元)	折旧/年(亿元)	盈利影响
洋山二期	61.6	1.97	-0.022 元/股
洋山三期	148.3	4.75	
	负债(亿元)	财务费用(亿元)	
同盛公司贷款	60	3.5	-0.012 元/股
	股本增加(亿股)	增发后股本(亿股)	
非公开定向增发	17	227	摊薄 8.1%

资料来源：上市公司、招商证券

表 3、上港集团（600018）提升费率将对公司盈利构成正面影响

元/TEU	重箱费率	平均提价 10%对盈利的影响
外高桥港区	565	+0.03 元/股, 可以对冲折旧和 财务费用增加的不利影响
洋山港区	515	

资料来源：上市公司、招商证券

表 4、上港集团（600018）开展地产业务对公司盈利构成正面影响

万平米	面积	性质	2011 年盈利贡献
汇山地产项目	50	商业用地	20 万平米可竣工出售, 6-8 万/平米售价, 可用于灵活结算的 EPS 为 0.05-0.07 元
宝山地产项目	100	工业用地	性质转换后用于后续开发, 初期可获取 政府搬迁补贴

资料来源：上市公司、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17918	21712	15661	17325	23048
现金	6435	6745	50	50	3927
交易性投资	0	0	1	2	3
应收票据	130	200	215	238	265
应收款项	2246	2227	2858	3173	3522
其它应收款	5756	9696	202	212	227
存货	1531	869	1011	1081	1153
其他	1820	1975	11324	12569	13952
非流动资产	41163	41635	42539	40913	39185
长期股权投资	2981	3456	3456	3456	3456
固定资产	23627	23234	24090	23658	23121
无形资产	5891	5731	5616	5504	5394
其他	8664	9214	9378	8295	7214
资产总计	59081	63347	58186	58238	62233
流动负债	14929	17007	8384	5382	3432
短期借款	248	243	5636	1447	300
应付账款	2756	2016	2267	2422	2584
预收账款	685	207	386	413	441
其他	11241	14541	94	1100	107
长期负债	8182	8174	8504	7504	7504
长期借款	3089	3040	3040	2040	2040
其他	5093	5134	5464	5464	5464
负债合计	23111	25181	16888	12886	10936
股本	20991	20991	20991	20991	20991
资本公积金	1126	1751	1751	1751	1751
留存收益	7753	9332	11362	14169	18806
少数股东权益	6094	6073	7189	8422	9731
母公司所有者权益	29876	32093	34109	36911	41548
负债及权益合计	59081	63347	58186	58238	62233

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3179	1234	(6639)	7159	7963
净利润	4619	3760	4759	5614	6624
折旧摊销	0	0	1856	1866	1828
财务费用	0	0	356	156	85
投资收益	0	0	(235)	(235)	(235)
营运资金变动	0	0	(14636)	(1477)	(1651)
其它	(1440)	(2526)	1260	1234	1311
投资活动现金流	(2573)	(1093)	(2829)	(241)	(101)
资本支出	0	0	(2500)	(240)	(100)
其他投资	(2573)	(1093)	(329)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(2040)	169	2773	(6918)	(3985)
借款变动	0	0	5371	(4189)	(2147)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(2729)	(2807)	(1987)
其他	(2040)	169	131	79	150
现金净增加额	(1433)	310	(6695)	0	3877

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18140	16545	19524	21671	24055
营业成本	9117	9284	10445	11161	11907
营业税金及附加	654	499	586	650	722
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1819	1813	2050	2167	2405
财务费用	365	462	356	156	85
资产减值损失	136	(53)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	283	222	235	235	235
营业利润	6333	4760	6321	7772	9170
营业外收入	800	688	550	330	330
营业外支出	34	65	0	0	0
利润总额	7099	5383	6871	8102	9500
所得税	1069	641	996	1256	1568
净利润	6030	4743	5875	6846	7933
少数股东损益	1410	983	1116	1232	1309
母公司所有者净利润	4619	3760	4759	5614	6624
EPS (元)	0.22	0.18	0.23	0.27	0.32

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	11%	-9%	18%	11%	11%
营业利润	13%	-25%	33%	23%	18%
净利润	27%	-19%	27%	18%	18%
获利能力					
毛利率	49.7%	43.9%	46.5%	48.5%	50.5%
净利率	25.5%	22.7%	24.4%	25.9%	27.5%
ROE	15.5%	11.7%	14.0%	15.2%	15.9%
ROIC	14.5%	11.1%	11.4%	13.4%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	39.8%	29.0%	22.1%	17.6%
净负债比率	5.7%	5.2%	14.9%	7.7%	3.8%
流动比率	1.2	1.3	1.9	3.2	6.7
速动比率	1.1	1.2	1.7	3.0	6.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	7.7	7.7	11.1	10.7	10.7
应收帐款周转率	7.8	7.4	7.7	7.2	7.2
应付帐款周转率	3.0	3.9	4.9	4.8	4.8
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.18	0.23	0.27	0.32
每股经营现金	0.15	0.06	-0.32	0.34	0.38
每股净资产	1.42	1.53	1.62	1.76	1.98
每股股利	0.10	0.09	0.13	0.13	0.09
估值比率					
PE	18.9	23.3	18.4	15.6	13.2
PB	2.9	2.7	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	8.2	9.8	7.8	6.8	6.0

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，本报告清晰、准确地反映了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。

纪敏，男 1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

常涛 北京大学光华管理学院 管理科学与工程专业硕士；中国科学技术大学 管理科学与工程专业学士。五年交通运输行业工作经验，现为招商证券交通运输行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。