

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

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

低估值港口公司，业绩存超预期可能

事件描述

上港集团公布 2010 年年报：

- 2010 年，上港集团完成营业收入 191.06 亿，同比增长 15.47%，毛利率同比上升 3.38 个百分点至 47.27%，净利润同比上升 44.07%至 54.17 亿，EPS 为 0.258 元，扣非后 EPS 为 0.206 元。公司营业收入的增长主要来自于集装箱吞吐量的增长；同时营业外收支净额同比增长 104%，主要为公司地块动迁获得补偿收益 7.94 亿，非经常性损益贡献 0.05 元的业绩，净利润和扣非后净利润均创历史新高。
- 2010 年，公司完成集装箱吞吐量 2907 万 TEU，同比增长 16%，创本港历史新高，并超过新加坡港成为全球集装箱吞吐第一大港；集装箱业务收入为 94.9 亿，贡献收入比重为 48%，贡献毛利比重达到 71%。
- 2010 年实际单箱收入同比增长 5%至 326 元/TEU，实际单箱毛利同比增长 11%至 205 元/TEU；集装箱装卸业务毛利率同比上升 3.18 个百分点至 62.66%。
- 此外，1 季度上港集团集装箱吞吐量为 728 万 TEU，同比增长 12%，其中 1 月单月吞吐量 271 万 TEU 创历史新高，3 月份 264 万 TEU，是单月吞吐量的历史次高水平。同时 2011 年起公司名义集装箱装卸费率也有提高，而 1 季度末洋山二、三期资产尚未过户进入上市公司，因此我们预计公司 1 季度主业利润将保持可观增幅。
- 考虑资产注入、增发的股本增加等因素，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 15.19 倍、13.89 倍和 12.91 倍。但该预测未考虑公司可能大幅度增加的营业外收入贡献；公司黄浦江沿岸丰富的土地储备可为公司未来业绩提供足够的弹性空间，而汇山地块商业地产开发 2012 年预计可进入结算期。我们保守预计“十二五”期间，土地转让+商业地产销售，年均贡献利润至少在 10 亿之上；公司业绩出现超预期的概率很大。在本次收购洋山二、三期后，未来几年资本开支减少。在沿海港口中，公司集装箱业务量价提升的空间最大；同时，前瞻性的长江战略将受益于中国产业内陆迁移趋势。考虑到估值在港口中偏低，而业绩超预期概率居大及中长期良好增长空间，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一，净利润创历史新高

2010 年，上港集团完成营业收入 191.06 亿，同比增长 15.47%；毛利率同比上升 3.38 个百分点至 47.27%，净利润同比上升 44.07%至 54.17 亿；EPS 为 0.258 元，扣非后 EPS 为 0.206 元。公司营业收入的增长主要来自于集装箱吞吐量的增长。同时营业外收支净额达到 12.7 亿元，同比增长 104%，主要为公司地块动迁获得补偿收益等。非经常性损益总计贡献 0.045 元的业绩。净利润和扣非后净利润均创历史新高。

表 1：上港集团年度财务数据（单位：百万）

	2010	2009	同比
集装箱吞吐量（万 TEU）	2906.9	2500.2	16.27%
营业收入	19,105.5	16,545.3	15.47%
营业成本	10,074.3	9,284.4	8.51%
毛利率（%）	47.27%	43.89%	3.38%
管理费用	1,803.9	1,813.3	-0.52%
财务费用	433.8	462.2	-6.15%
投资净收益	248.2	221.6	12.04%
营业利润	6,630.7	4,760.4	39.29%
营业外收支净额	1,271.7	623.0	104.11%
归属于母公司所有者的净利润	5,417.1	3,760.1	44.07%
EPS	0.258	0.179	44.11%

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）

	2010Q4	同比	环比	2010Q3	2010Q2	2010Q1	2009Q4
集装箱吞吐量（万 TEU）	746.2	10.17%	-3.73%	775.1	737.2	648.4	677.3
营业收入	5,037.0	12.28%	0.47%	5,013.2	4,705.8	4,349.4	4,486.0
营业成本	3,067.4	18.52%	21.48%	2,524.9	2,196.2	2,285.8	2,588.2
毛利率（%）	39.10%	-3.20%	-10.53%	49.63%	53.33%	47.45%	42.31%
管理费用	574.6	8.89%	40.38%	409.3	422.5	397.4	527.7
财务费用	94.5	-19.29%	-25.93%	127.5	119.9	91.9	117.0
投资净收益	63.2	-12.52%	4.24%	60.7	90.3	34.1	72.3
营业利润	1,273.5	11.38%	-34.29%	1,937.9	1,900.7	1,518.5	1,143.4
营业外收支净额	809.0	99.08%	5716.25%	13.9	435.2	13.5	406.4
归属于母公司所有者的净利润	1,501.8	45.58%	14.89%	1,307.2	1,584.7	1,023.4	1,031.7
EPS	0.072	45.82%	14.93%	0.062	0.075	0.049	0.049

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，集装箱吞吐量全球第一，2010 年实际单箱收入同比增长 5%至 326 元/TEU

- 2010 年，公司完成集装箱吞吐量 2907 万 TEU，同比增长 16%，创本港历史新高，并超过新加坡港成为全球集装箱吞吐第一大港。集装箱业务收入为 94.9 亿，同比增长 22%，贡献收入比重为 48%，贡献公司毛利比重达到 71%。
- 2010 年实际单箱收入同比增长 5%至 326 元/TEU，实际单箱毛利同比增长 11%至 205 元/TEU；集装箱装卸业务毛利率同比上升 3.18 个百分点至 62.66%。
- 散杂货吞吐量 1.54 亿吨，同比增长 23%；散杂货业务收入 21.74 亿，同比增长 11%，占收入的比重为 11%；贡

献毛利占比为 8%。

- 港口物流收入 33.31 亿，同比增长 21%，占收入的比重为 17%；贡献毛利占比为 8%。
- 港口服务收入 44.58 亿，同比上升 5%，占收入的比重为 23%；贡献毛利占比为 12%。

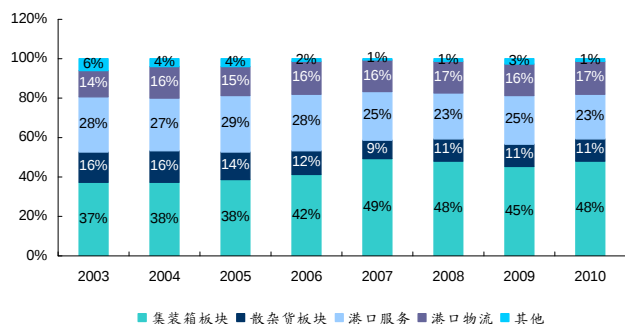
此外，1 季度上港集团集装箱吞吐量为 728 万 TEU，同比增长 12%，其中 1 月单月吞吐量 271 万 TEU 创历史新高，3 月份 264 万 TEU，是单月吞吐量的历史次高水平。同时 2011 年起公司名义集装箱装卸费率也有提高，而 1 季度末洋山二、三期资产尚未过户进入上市公司，因此我们预计公司 1 季度主业利润将保持可观增幅。

表 3：上港集团主营业务分行业情况

	营业收入（百万）	营业成本（百万）	营业利润率（%）	营业收入同比（%）	营业成本同比（%）	营业利润率同比（%）
集装箱板块	9,490	3,544	62.66	22.25	12.67	3.18
散杂货板块	2,174	1,503	30.87	10.96	9.71	0.79
港口物流	3,331	2,661	20.12	21.17	17.78	2.3
港口服务	4,458	3,481	21.91	4.53	3.22	1
其他	266	210	21.08	-44.63	-46.83	3.26
减：抵减	1,064	1,431	-	-	-	-
合计	18,655	9,968	46.57	15.37	8.77	3.25

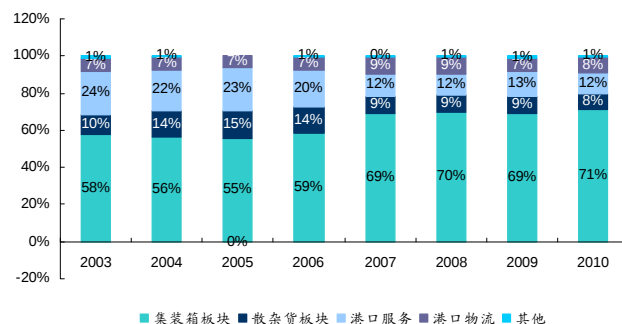
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：上港集团收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：上港集团毛利结构

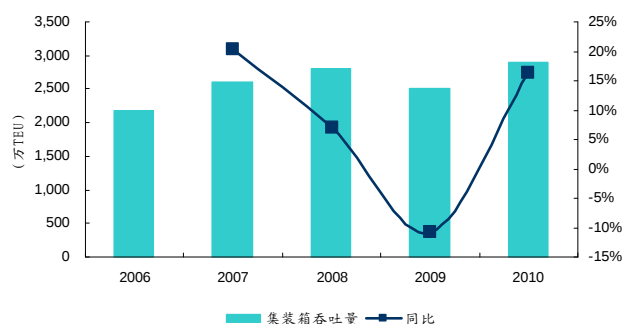


资料来源：公司公告，长江证券研究部

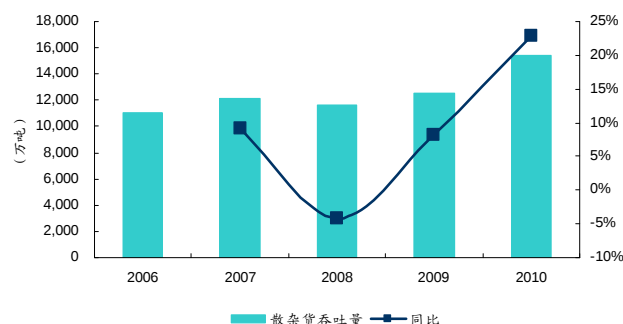
表 4：上港集团集装箱板块和散杂货板块经营情况

	营业收入(百万)		吞吐量(万 TEU、万吨)		实际单箱(吨)收入(元/TEU、元/吨)		实际单箱(吨)毛利(元/TEU、元/吨)	
	集装箱	散杂货	集装箱	散杂货	集装箱	散杂货	集装箱	散杂货
2006	5,489	1,600	2,172	11,081	253	14.4	163	7.9
2007	8,155	1,566	2,615	12,100	312	12.9	193	5.6
2008	9,075	2,093	2,801	11,600	324	18.0	210	6.4
2009	7,763	1,960	2,500	12,540	310	15.6	185	4.7
2010	9,490	2,174	2,907	15,400	326	14.1	205	4.4

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：上港集团散杂货吞吐量


资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：2010 年世界十大集装箱港排序（单位：万 TEU）

排序	港口	集装箱吞吐量
1	上海	2,907
2	新加坡	2,843
3	香港	2,363
4	深圳	2,251
5	釜山	1,428
6	宁波-舟山	1,314
7	广州	1,212
8	青岛	1,201
9	迪拜	1,150
10	鹿特丹	1,110

资料来源：韩国贸易协会，长江证券研究部

第三，低估值港口公司+业绩存超预期可能，维持“推荐”评级

我们根据以下假设条件进行盈利预测：

- 2011 年整体集装箱吞吐量较 2010 年增长约 10%至 3200 万 TEU，其中洋山港因美东航线逐渐迁入和欧线货量稳定增长，吞吐量增长 20%；外高桥港区和吴淞港区吞吐量分别增长 2%和 15%。
- 按贸易方式分，内贸外箱量占比为分别为 15%和 85%。按重空箱分，20%为空箱，按重箱的 7 折费率收费，30%为中转重箱，按重箱的 5 折费率收费，剩余 50%为标准重箱，按正常费率收费。
- 我们保守假定外高桥费率提升 3%，同时假定洋山提价后费率至与外高桥港区基本持平，则两港重箱的标准装卸费率提价后约 580 元/TEU。我们曾测算集装箱费率提高带来增量收入约 8.44 亿，则相当于集装箱业务的实际单位费率提高了 8.08%至 353 元/TEU。
- 2011 年 4 月初洋山二、三期资产已经过户注入上市公司，预计按全年计算增加折旧费用 7 亿和财务费用 3 亿，假设由此带来的费用增加从 2 季度开始，即 2011 年因资产注入增加成本 7.5 亿（税前），2012 年和 2013 年均为 10 亿（税前）。
- 2011 年，保守假设地产贡献营业外收入 12 亿（为简化，集装箱装卸之外业务我们都归到营业外收入，而不管是

来自于土地转让补偿收入还是地产销售收入)，所得税税率 24%。

- 2012 年和 2013 年集装箱吞吐量增速为 8.05%和 7.99%，暂不考虑提价，保守假定地产贡献营业外收入维持在 12 亿。
- 公司股本从 2011 年 4 月 8 日年起因非公开发行增加 17.64 亿至 227.55 亿，同时考虑今年完成 5 年期面值 50 亿普通债的发行，第一年票面利率确定为 4.69%，之后 4 年票面利率在 4.5%-5%之间待定。

考虑资产注入、增发的股本增加等因素，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 15.19 倍、13.89 倍和 12.91 倍。但该预测未考虑公司可能大幅度增加的营业外收入贡献；公司黄浦江沿岸丰富的土地储备可为公司未来业绩提供足够的弹性空间，而汇山地块商业地产开发 2012 年预计可进入结算期。我们保守预计“十二五”期间，土地转让+商业地产销售，年均贡献利润至少在 10 亿之上；公司业绩出现超预期的概率很大。在本次收购洋山二、三期后，未来几年资本开支减少。在沿海港口中，公司集装箱业务量价提升的空间最大；同时，前瞻性的长江战略将受益于中国产业内陆迁移趋势。考虑到估值在港口中偏低，而业绩超预期概率居大及中长期良好增长空间，维持公司“推荐”评级。

表 6: 可比公司估值水平

类型	公司简称	评级	股价	EPS			PE			PB MRQ
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
集装箱类	深赤湾 A	谨慎推荐	16.49	0.93	0.99	1.05	17.83	16.66	15.70	3.28
	盐田港		8.18	0.33	0.40	0.42	24.79	20.66	19.47	2.43
	上港集团	推荐	4.20	0.24	0.28	0.30	17.50	15.19	13.89	2.30
综合类	宁波港		3.47	0.19	0.19	0.23	18.26	18.01	15.21	2.02
	连云港	谨慎推荐	8.50	0.21	0.25	0.31	40.48	34.00	27.42	2.32
	天津港		8.89	0.48	0.56	0.64	18.52	15.94	13.86	1.44
	大连港		4.18	0.22	0.20	0.22	19.00	20.87	18.91	1.52
	日照港	谨慎推荐	4.65	0.19	0.22	0.27	24.47	21.46	17.53	2.06
散杂货类	锦州港		4.82	0.14	0.16	0.17	34.58	30.98	28.85	1.99
	唐山港		7.83	0.38	0.44	0.52	20.49	17.80	15.17	2.24
	营口港		6.42	0.20	0.28	0.38	32.67	23.03	16.90	2.01
	珠海港	推荐	13.10	0.60	0.96	1.00	21.70	13.65	13.10	3.23
	北海港		13.17	0.28	0.00	0.49	46.87	n.m	26.74	5.61
整合题材类	南京港		9.06	0.10	0.12	0.14	90.60	74.63	63.18	4.11
	重庆港九		12.24	0.18	0.00	0.70	67.00	n.m	17.47	2.58
	芜湖港		20.89	0.05	0.82	0.95	417.80	25.51	21.93	4.21
	厦门港务		7.94	0.19	0.25	0.27	41.79	31.94	29.07	2.60

资料来源：Wind，长江证券研究部（盐田港和南京港 2010 年 EPS 尚未公布，我们根据 2 公司业绩预告数据予以代替）

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19105	22028	24053	26138	货币资金	6896	15853	20829	26397
营业成本	10074	11373	12367	13307	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9031	10655	11686	12831	应收账款	12264	14144	15444	16783
% 营业收入	47.3%	48.4%	48.6%	49.1%	存货	937	1053	1145	1232
营业税金及附加	337	388	424	460	预付账款	465	527	573	617
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	其他流动资产	1755	1972	2106	2238
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	22554	33815	40418	47612
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	1543	1543	1543	1543
管理费用	1804	2027	2165	2300	持有至到期投资	3	3	3	3
% 营业收入	9.4%	9.2%	9.0%	8.8%	长期股权投资	5142	5442	5762	6162
财务费用	434	381	301	282	投资性房地产	502	502	502	502
% 营业收入	2.3%	1.7%	1.3%	1.1%	固定资产合计	26147	26179	25805	25179
资产减值损失	75	0	0	0	无形资产	7184	6824	6483	6159
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	248	300	350	400	递延所得税资产	91	0	0	0
营业利润	6631	8160	9147	10189	其他非流动资产	2729	2729	2729	2729
% 营业收入	34.7%	37.0%	38.0%	39.0%	资产总计	65895	77038	83246	89889
营业外收支	1272	1200	1200	1200	短期贷款	7659	0	0	0
利润总额	7902	9360	10347	11389	应付款项	1680	1892	2057	2212
% 营业收入	41.4%	42.5%	43.0%	43.6%	预收账款	399	463	505	549
所得税费用	1290	1666	1914	2278	应付职工薪酬	537	604	657	707
净利润	6613	7694	8432	9111	应交税费	984	1243	1414	1657
归属于母公司所有者					其他流动负债	8253	9303	10087	10830
的净利润	5417.1	6289.7	6880.4	7402.9	流动负债合计	19512	13505	14721	15954
少数股东损益	1195	1404	1552	1708	长期借款	2409	2409	2409	2409
EPS (元/股)	0.24	0.28	0.30	0.33	应付债券	0	5000	5000	5000
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	320	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2192	2192	2192	2192
经营活动现金流净额	8219	8940	10158	10813	负债合计	24434	23106	24321	25555
取得投资收益	173	0	0	0	归属于母公司	35378	46445	49886	53587
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	6083	7487	9039	10747
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	41461	53932	58924	64334
固定资产投资	-2624	-1720	-1441	-1261	负债及股东权益	65895	77038	83246	89889
其他	-1449	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4073	-1720	-1440	-1261		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	5000	0	0	EPS	0.238	0.276	0.302	0.325
股权融资	14	7922	0	0	BVPS	1.69	2.21	2.38	2.55
银行贷款增加 (减少)	-645	-7659	0	0	PE	17.64	15.19	13.89	12.91
筹资成本	3345	-3526	-3741	-3983	PEG	1.61	1.38	1.27	1.18
其他	-6697	0	0	0	PB	2.49	1.90	1.77	1.65
筹资活动现金流净额	-3982	1737	-3741	-3983	EV/EBITDA	11.23	8.23	7.08	6.04
现金净流量	163	8957	4976	5568	ROE	15.3%	13.5%	13.8%	13.8%

注：2010 年 EPS 根据最新股本相应调整

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。