



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年5月3日

港口

研究部

杨鑫* CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

推荐

上港集团 (600018.SH)

看好二三季度箱量增长, 静待土地业务结算

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	16,545	19,105	22,104	24,897
(+/-%)	(8.8)	15.5	15.7	12.6
净利润	3,760	5,417	6,341	7,918
(+/-%)	(18.6)	44.1	17.0	24.9
每股盈利(元)	0.179	0.258	0.279	0.348
(+/-%)	(18.6)	44.1	8.0	24.9
每股经营现金流(元)	0.06	0.39	0.84	0.62
市盈率(X)	22.8	15.8	14.6	11.7
市净率(X)	2.7	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.8	9.3	7.1	5.7
现金分红收益率(%)	2.3	2.9	3.1	3.9
净资产收益率(%)	11.7	15.3	13.6	15.5

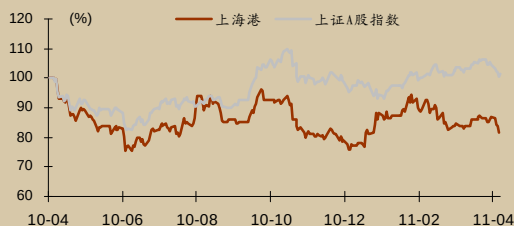
股票信息

	A股
当前股价	人民币4.08
股票代码	600018.CH
日成交量(百万股)	9.37
52周最高价/最低价	人民币5.09/3.66
发行股数(百万股)	22,755
其中: 无限售条件流通股(百万股)	20,991
主要股东(持股比例)	上海市国资委(40.8%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600018.CH]	-4.67	-1.45	-6.42	+7.09
[上证指数]	-3.27	-1.48	+5.94	+3.71
[中金A股港口指数]	-5.61	-3.11	+5.30	+4.20

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

一季度业绩完全符合预期:

2011 年一季度公司实现净利润 12.7 亿元, 对应每股收益 0.061 元, 同比增长 24%。一季度业绩比我们预览时的 12.4 亿略高 2%, 完全符合预期。

集装箱量稳健提升: 一季度集团集装箱吞吐量同比增 12.1% 至 727 万 TEU, 与全国沿海港口的平均增速基本持平。作为全球集装箱第一大港, 在高基数情况下能取得如此增速已属不易。

洋山港区增长迅猛: 一季度外高桥和洋山两大港区箱量分别同比增长 7.1% 和 36.3%。洋山港区的集装箱吞吐量已达 300 万 TEU, 占全集团比例 41%, 比去年同期提升了 2 个百分点。

单箱收入实现提升: 尽管全公司收入同比增长不到 18%, 但剔除散货业务的影响, 我们预计集装箱板块收入增速超过 21%, 照此测算全港集装箱单箱收入提升 10% 左右。

发展趋势:

4 月箱量恢复良好, 二三季度有望逐季环比增长: 上海港四月份日均箱量预计不低于 9 万 TEU/天, 4 月份单月增速同比将达 14% 左右, 1-4 月累计增速维持在 12% 以上。随着旺季到来, 集装箱吞吐量将逐季上升, 全年吞吐量增速将至少不低于 12%。

产业转移和长江内河开发保证上港集装箱业务的长期增长: 年初国务院下发《关于加快长江等内河水运发展的意见》, 长江内河水运发展已经上升为国家战略。受益于全国制造业从华南向长江中上游转移的大趋势, 上港从长江中上游来货量有望快速增长。

宝山地块年内将部分结算, 土地收益成未来五年业绩稳定器: 我们注意到 SCT 码头(包括军工路、张华浜、宝山)中的宝山港区 2011 年已停止作业, 意味着宝山地块转让提上日程。我们预计全部结算可贡献 33 亿元净利润, 而 2011 年有望结算一部分, 以保证 2011-12 年业绩增长的持续性。往后看, “十二五” 期间汇山开发项目预计还可贡献约 27 亿元的投资收益。这意味着 2011-15 年共有 60 亿元或 0.26 元的每股收益来自土地相关业务。

洋山收购尘埃落定, 外六期码头投产, 未来五年再无大额资本开支。 我们测算集装箱量每增长 1% 业绩可增长 1.2%, 平均费率每提升 1% 业绩可增长 1.5%。因此公司未来业绩增长的确切性较强。

估值与建议:

维持公司 2011/2012 年 0.28/0.35 元的盈利预测, 目前 14.6 倍的市盈率处于港口板块低端, 我们**维持推荐评级**。低估值个股的估值回升、港口集装箱量的持续回升、土地转让的实现将成为未来股价的催化剂, 维持 6.0 元的 12 个月目标价不变。

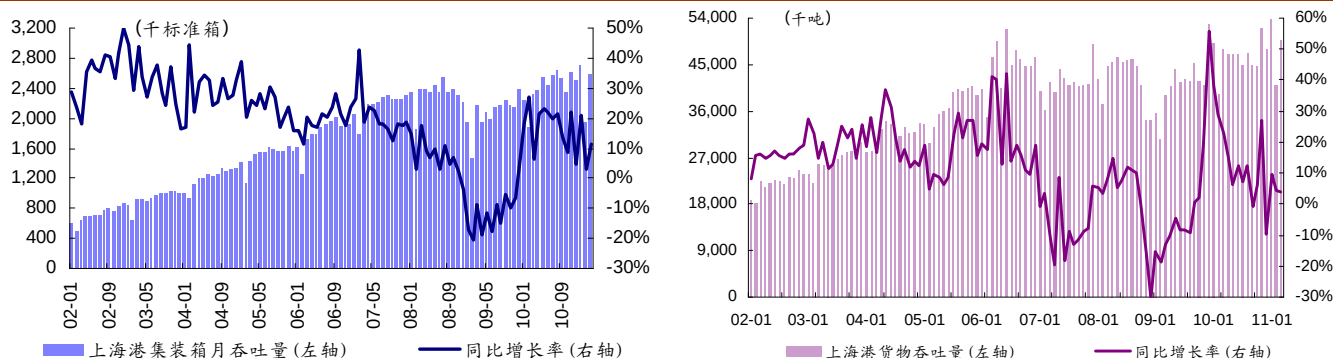
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：一季度业绩分析

(人民币百万元)	季度数据						
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY %	QoQ %
营业总收入	4,349	4,706	5,013	5,037	5,123	17.8	1.7
营业成本	-2,286	-2,196	-2,525	-3,067	-2,639	15.5	-14.0
营业税金及附加	-90	-85	-75	-87	-81	-9.8	-7.1
毛利润	1,974	2,425	2,413	1,882	2,402	21.7	27.6
毛利率	45.4%	51.5%	48.1%	37.4%	46.9%		
管理费用	-397	-422	-409	-575	-411	3.5	-28.4
财务费用	-92	-120	-128	-94	-123	34.1	30.5
资产减值损失	0	-72	1	-3	0		
投资收益	34	90	61	63	29	-14.3	-53.9
营业利润	1,519	1,901	1,938	1,273	1,897	24.9	49.0
营业利润率	34.9%	40.4%	38.7%	25.3%	37.0%		
营业外收入	14	438	17	815	10		
营业外支出	0	-3	-3	-6	-1		
利润总额	1,532	2,336	1,952	2,083	1,906	24.4	-8.5
税前利润率	35.2%	49.6%	38.9%	41.3%	37.2%		
所得税	-241	-400	-286	-362	-357	48.0	-1.6
有效税率	15.7%	17.1%	14.7%	17.4%	18.7%		
少数股东权益	-268	-351	-359	-218	-278	3.8	27.4
净利润	1,023	1,585	1,307	1,502	1,271	24.2	-15.3
净利润率	23.5%	33.7%	26.1%	29.8%	24.8%		
每股收益 (元)	0.049	0.075	0.062	0.072	0.061	24.2	-15.3

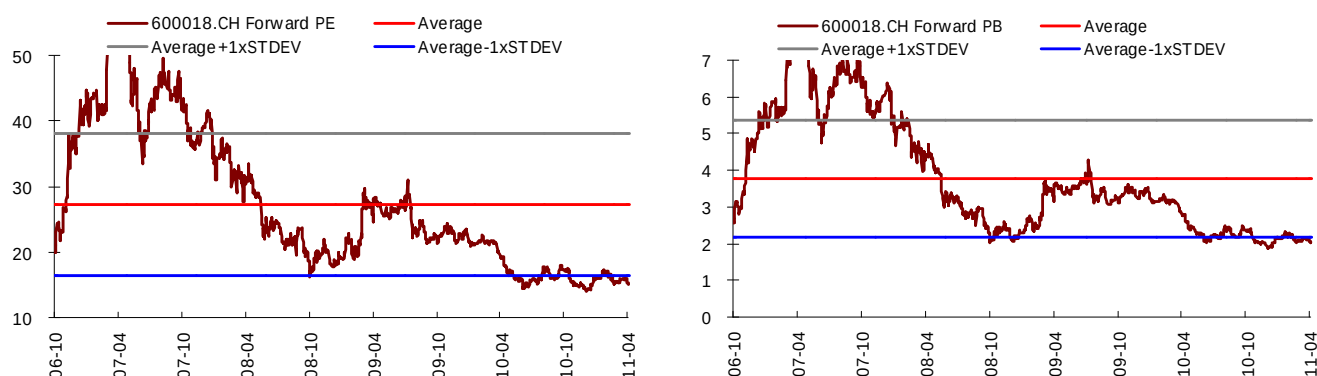
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 2：上海港集装箱和货物吞吐量



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：历史 PE 和 PB



资料来源：资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

图表 4：港口可比公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率(X)			市净率(X)			净资产回报率 (%)			现金分红收益率 (%)		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
香港上市港口公司															
中远太平洋*	1199.HK	HKD	16.08	14.2	13.1	11.0	1.5	1.6	1.4	10.8	11.9	13.1	3.1	3.4	4.0
招商局国际*	144.HK	HKD	35.75	12.0	16.5	14.1	2.2	2.0	1.8	18.6	12.3	12.9	2.9	2.1	2.5
大连港* (发行A股后)	2880.HK	HKD	3.04	14.2	12.8	11.8	0.9	0.8	0.7	7.6	5.9	6.2	2.2	2.4	2.6
平均值				15.6	14.7	12.7	1.3	1.2	1.2	9.5	8.4	9.1	2.9	3.1	3.5
中值				14.2	13.1	11.8	1.0	0.9	0.9	7.6	7.3	7.6	2.9	2.4	2.9
国内集装箱港口公司															
上港*	600018.CH	CNY	4.08	15.9	14.6	11.7	2.5	2.0	1.8	15.6	13.6	15.5	2.9	3.1	3.9
盐田港*	000088.CH	CNY	7.95	24.0	19.8	18.9	2.3	2.2	2.1	9.8	10.6	11.2	2.5	2.9	3.1
深赤湾A*	000022.CH	CNY	15.45	16.7	14.7	12.9	3.0	2.7	2.4	17.7	18.1	18.5	3.0	3.4	3.9
平均值				18.8	16.4	14.5	2.6	2.3	2.1	14.3	14.1	15.0	2.8	3.1	3.6
中值				16.7	14.7	12.9	2.5	2.2	2.1	15.6	13.6	15.5	2.9	3.1	3.9
国内综合港口公司															
天津港*	600717.CH	CNY	8.55	17.8	14.2	11.6	1.4	1.3	1.2	7.7	9.0	10.2	1.2	1.8	2.2
宁波港*	601018.CH	CNY	3.33	18.8	16.4	15.0	1.8	1.6	1.5	9.4	10.0	10.1	1.6	1.8	2.0
大连港*	601880.CH	CNY	4.08	22.2	21.0	19.4	1.3	1.3	1.2	7.6	5.9	6.2	1.4	1.6	1.7
国内散杂货港口公司															
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.47	23.8	21.9	18.6	2.1	1.7	1.6	8.8	7.9	8.7	0.0	1.4	1.6
营口港*	600317.CH	CNY	6.07	30.9	21.8	16.0	1.9	1.7	1.5	6.5	7.9	9.7	0.0	0.0	0.0
锦州港*	600190.CH	CNY	4.57	30.0	33.2	32.8	1.9	1.8	1.7	6.3	5.5	5.3	0.8	0.7	0.7
连云港*	601008.CH	CNY	7.60	43.8	36.4	31.1	2.7	2.0	1.9	6.2	5.4	6.0	0.0	0.0	0.0
唐山港*	601000.CH	CNY	7.45	21.7	16.8	14.4	2.1	1.8	1.6	9.9	10.7	11.2	1.6	2.0	2.3
厦门港务	000905.CH	CNY	7.53	31.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				26.7	23.0	19.9	2.0	1.7	1.6	7.8	8.1	8.7	0.7	1.1	1.3
中值				23.8	21.8	16.0	1.9	1.7	1.6	7.7	7.9	9.7	0.8	1.4	1.6
国内港口公司平均值				27.4	21.0	16.9	2.2	1.9	1.7	9.8	9.9	10.6	1.4	1.7	2.0
国内港口公司中值				23.9	19.8	15.0	2.1	1.8	1.7	9.1	9.5	10.2	1.4	1.8	2.1

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 5：盈利主要假设

	重要假设				同比增长率			
	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
吞吐量假设								
集装箱吞吐量 (千TEU)	25,002	29,041	32,711	36,710	-11%	16.2%	12.6%	12.2%
-吴淞港区	2,992	3,336	2,502	2,577	-18%	12%	-25%	3%
-外高桥港区	13,534	14,924	16,579	17,890	-12%	10%	11%	8%
-洋山港区	7,848	10,153	13,002	15,615	-5%	29%	28%	20%
散杂货吞吐量 (千吨)	125,400	135,432	142,204	149,314	8%	8%	5%	5%
费率假设								
集装箱费率 (人民币元/TEU)	309	322	353	368	-4%	4%	10%	4%
-吴淞港区	229	229	222	222	-21%	0%	-3%	0%
-外高桥港区	367	381	405	418	-1%	4%	6%	3%
-洋山港区	265	284	330	350	-2%	7%	16%	6%
散杂货 (人民币元/吨)	17	16	17	17	-7%	-2%	2%	0%
占主营业务收入的比例								
主营业务利润率	44%	47%	49%	51%				
-集装箱业务	59%	63%	64%	68%				
-散杂货业务	30%	31%	31%	31%				
-港口物流	18%	20%	20%	21%				
-港口服务	21%	22%	22%	22%				
-其他业务	18%	21%	22%	23%				
管理费用	11%	9%	10%	9%				
所得税税率	12%	17%	17%	18%				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 6: 财务简表

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	18,140	16,545	19,105	22,104	24,897
YoY %	11%	-9%	15%	16%	13%
减: 营业成本	9,117	9,284	10,074	11,366	12,138
营业税金及附加	654	499	337	389	439
主营业务利润	9,024	7,261	9,031	10,739	12,759
YoY %	16%	-20%	24%	19%	19%
	50%	44%	47%	49%	51%
加: 其他业务利润	-	-	-	-	-
减: 营业费用	-	-	-	-	-
管理费用	1,819	1,813	1,804	2,100	2,291
财务费用	365	462	434	582	521
营业利润	6,333	4,760	6,631	7,912	9,773
加: 投资收益	283	222	248	244	264
加: 营业外收支净额	766	623	1,272	1,285	1,715
税前利润	7,099	5,383	7,902	9,196	11,489
减: 所得税	1,069	641	1,290	1,508	2,004
少数股东损益	1,410	983	1,195	1,347	1,567
净利润	4,619	3,760	5,417	6,341	7,918
YoY %	27%	-19%	44%	17%	25%
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6,435	6,745	6,896	21,254	25,736
流动资产	17,918	21,712	22,554	32,787	37,381
固定资产净值	23,627	23,234	22,110	38,496	36,386
在建工程	2,913	3,002	4,003	-	-
无形资产	5,891	5,731	7,184	6,916	6,650
非流动资产	41,163	41,635	43,340	54,351	52,122
总资产	59,081	63,347	65,895	87,138	89,503
短期借款	248	243	2,193	2,243	1,993
其他应付款	4,167	4,573	4,939	5,867	6,472
流动负债合计	14,929	17,007	19,512	22,006	18,509
非流动负债合计	8,182	8,174	4,921	10,921	10,921
负债合计	23,111	25,181	24,434	32,927	29,430
少数股东权益	6,094	6,073	6,083	7,430	8,997
股东权益	29,876	32,093	35,378	46,781	51,076
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3,179	1,234	8,219	19,060	14,130
投资活动现金流	-2,573	-1,093	-4,073	-5,363	-283
筹资活动现金流	-2,040	169	-3,982	663	-9,365
现金及现金等价物净增加额	-1,462	310	151	14,358	4,482
主要经营和财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
资产收益率	7.8%	5.9%	8.2%	7.3%	8.8%
净资产收益率	15.5%	11.7%	15.3%	13.6%	15.5%
投入资本收益率	19.2%	14.2%	16.3%	15.5%	17.7%
资产负债率	39.1%	39.8%	37.1%	37.8%	32.9%
净债务/净资产	-3.0%	-3.2%	9.0%	-22.7%	-30.0%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	10.5	7.2	11.2	7.2	n.a
利息保障倍数 - EBITDA (x)	20.9	14.6	21.2	14.3	n.a
利息保障倍数 - 现金 (x)	14.6	12.8	14.2	24.1	n.a
每股盈利 (元)	0.22	0.18	0.26	0.28	0.35
每股分红 (元)	0.10	0.09	0.12	0.13	0.16
每股净资产 (元)	1.42	1.53	1.69	2.06	2.24
每股经营现金流 (元)	0.15	0.06	0.39	0.84	0.62

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED