

审慎推荐-A (维持)

上港集团 600018.SH

目标估值: N.A 元

当前股价: 3.51 元

2011 年 8 月 29 日

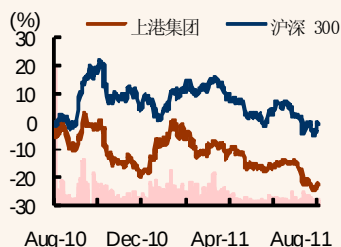
资产收购摊薄利润，未来增长有赖于腹地经济

基础数据

上证综指	2612
总股本(万股)	2275518
已上市流通股(万股)	2099080
总市值(亿元)	799
流通 值(亿元)	737
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	34.4%
主要股东	上海市国有资产监督
主要股东持股比例	40.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-17	-15
相对表现	-6	-8	-17



相关报告

姚俊

S1090511040038

研究助理

常涛

changt@cmschina.com.cn

010-57601863

罗嫣嫣

luoyanyan@cmschina.com.cn

上半年公司实现营业收入 105.51 亿元人民币，同比增长 16.52%；每股收益 0.115 元，低于去年同期的 0.124 元。集装箱业务是公司主要利润来源，上半年单位收入同比下降 10 元/TEU。报告期内公司完成洋山港收购，可能摊薄利润；地产业务有望带来投资收益。未来业绩增长有赖于我国腹地经济增长。

- 上半年实现每股收益 0.115 元，符合预期。2011 年上半年公司实现营业收入 105.51 亿元人民币，同比增长 16.52%；扣非后的归属净利润 24.24 亿元，同比上升 9.21%。由于上半年非经常性损益同比减少 3.22 亿元，公司实现归属净利润 24.9 亿元，同比下降 4.5%。EPS 为 0.115 元，低于去年同期的 0.124 元。
- 集装箱业务是公司利润的主要来源，上半年单箱收入下降。上半年，公司完成货物吞吐量 2.36 亿吨，同比增长 11.7%。上半年公司货物、集装箱和散杂货吞吐量均创半年度历史同期最好水平。集装箱业务收入占比 45%，而毛利占比 68%，是公司利润的主要来源。今年航运市场低迷，多半航运企业出现亏损，公司集装箱单位收入同比下降 10 元/TEU，集装箱业务收入增速低于吞吐量增速。
- 完成洋山港的收购，地产业务将带来投资收益。上半年公司完成洋山港收购，该港集装箱吞吐量同比增长 33.5%。但由于宏观经济增速放缓，市场低迷，集装箱业务单箱收入下降，股权收购可将造成利润摊薄。今年开始，汇山地产预计将有部分商业地产贡献利润。而公司还有军工路、张华浜和宝山等地块存在转让可能。初步估算地产业务若全部结算，未来五年间约可贡献 60 亿元的投资收益。
- 近期港口费率提高可能性小，产业梯度转移有望带来业绩提升，由于重振航运市场尚需时日，近期港口费率提高的可能性不大。长江内河水运发展已上升为国家战略，得益于制造业向长江中上游转移的大趋势，长江沿线地区货源增速将加快，同时长江沿线的物流链也为公司的港口物流业务发展创造更多的机会。
- 维持“审慎推荐-A”投资评级：我们预测每股收益 2011-2012 年 0.24 元、0.27 元，对应 PE 分别为 14.2、12.6，仍然维持“审慎推荐-A”投资评级。
- 风险提示：中国宏观经济增速放缓。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	16545	19105	21016	22244	23543
同比增长	-9%	15%	10%	6%	6%
营业利润(百万元)	4760	6631	6322	7116	8590
同比增长	-25%	39%	-5%	13%	21%
净利润(百万元)	3760	5417	5536	6252	7514
同比增长	-19%	44%	2%	13%	20%
每股收益(元)	0.18	0.26	0.24	0.27	0.33
P/E(倍)	19.3	13.4	14.2	12.6	10.5
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4

资料来源：招商证券

一、公司上半年经营业绩回顾

公司上半年实现营业收入 105.51 亿元，同比增长 16.5%；营业成本 55.27 亿元，同比增长 23.3%；毛利润达到 50.24 亿元，同比上升 9.9%；公司实现归属净利润 24.90 亿元，同比下降 4.51%。每股收益为 0.115 元，去年同期为 0.12 元。

单季度来看，二季度实现收入 54.28 亿元，同比和环比分别增长 15%和 6%；营业成本 2887.7 亿元，同比和环比分别上升 31.5%和 9.4%；毛利率 47%，同比和环比分别下降 6.52 个百分点和 1.67 个百分点。单季度实现归属净利润 12.19 亿元，同比和环比分别下降 23%和 4%；二季度 EPS 为 0.055 元，去年同期为 0.075 元，今年一季度为 0.061 元。

表 1：2011 年中期业绩回顾

(百万元)	10H1	10H2	11H1	同比	环比
营业收入	9055.2	10050.2	10551.3	16.5%	5.0%
营业毛利	4573.2	4457.9	5024.2	9.9%	12.7%
管理费用	819.9	984.0	902.7	10.1%	-8.3%
财务费用	211.9	222.0	284.9	34.5%	28.4%
投资收益	124.3	123.9	138.7	11.5%	11.9%
营业利润	3419.2	3211.4	3798.3	11.1%	18.3%
所得税	641.3	648.4	736.1	14.8%	13.5%
归属母公司净利润	2608.1	2809.1	2490.5	-4.5%	-11.3%
EPS (元)	0.124	0.134	0.115	-7.1%	-13.8%

资料来源：公司报表，招商证券整理

表 2：上港集团各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	4349.4	4705.8	5013.2	5037.0	5122.7	5428.7
营业毛利	2063.6	2509.6	2488.3	1969.6	2483.2	2541.0
管理费用	397.4	422.5	409.3	574.6	411.2	491.5
财务费用	91.9	119.9	127.5	94.5	123.3	161.6
投资收益	34.1	90.3	60.7	63.2	29.2	109.5
营业利润	1518.5	1900.7	1937.9	1273.5	1897.0	1901.3
归属母公司净利润	1023.4	1584.7	1307.2	1501.8	1271.3	1219.2
EPS (元)	0.049	0.075	0.062	0.072	0.061	0.055
主要比率						
毛利率	47%	53%	50%	39%	48%	47%
管理费用率	9%	9%	8%	11%	8%	9%
营业利润率	35%	40%	39%	25%	37%	35%
有效税率	6%	9%	6%	7%	7%	7%
净利率	30%	41%	33%	34%	30%	29%
YoY						
收入	18%	11%	21%	12%	18%	15%
归属母公司净利润	39%	62%	29%	46%	24%	-23%

资料来源：招商证券

二. 集装箱业务是利润的主要来源

2011 上半年, 公司完成货物吞吐量 2.36 亿吨, 同比增长 11.7%。上半年公司货物吞吐量、集装箱吞吐量和散杂货吞吐量均创半年度历史同期最好水平。主营业务收入 103.17 亿元, 同比增长 16.98%, 其中:

- ◆ 集装箱吞吐量 1531.6 万 TEU, 同比增长 10.5%; 集装箱业务收入为 4868.7 亿元, 同比增长 7.4%。占收入的比重为 45%; 毛利占比为 68%。
- ◆ 散杂货吞吐量 8804 万吨, 同比增长 14.6%; 散杂货业务收入为 1280.6 亿元, 同比增长 23.5%, 占收入的比重为 12%; 毛利占比为 8%。
- ◆ 港口物流收入为 2077.0 亿元, 同比增长 34.1%, 占收入比重为 19%; 毛利占比为 11%。
- ◆ 港口服务收入 2386.0 亿元, 同比增长 20.8%, 占收入的比重为 22%, 毛利占比为 12%。

集装箱业务收入占比 45%, 而毛利占比 68%, 是公司利润的主要来源。

今年航运市场低迷, 多半航运企业出现亏损, 公司集装箱单位运价同比下降 10 元/TEU, 集装箱业务收入增速低于吞吐量增速。由于重振航运市场尚需时日, 因此近期港口费率提高的可能性不大。

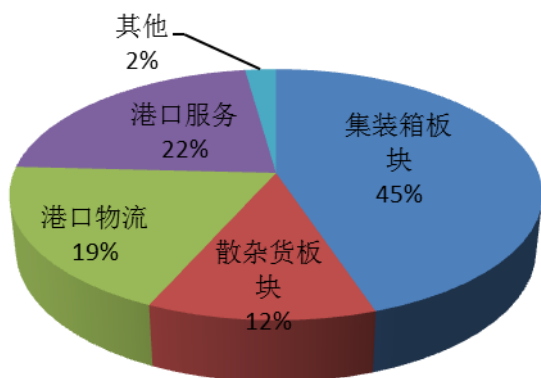
2011 年初国务院下发《关于加快长江等内河水运发展的意见》, 长江内河水运发展已经上升为国家战略。得益于我国制造业从华南向长江中上游转移的大趋势, 公司长江沿线地区货源增速将加快。随着长江中上游地区制造业企业新产能的逐步形成, 长江沿线的物流链也为公司的港口物流业务发展创造更多的机会。

表 1: 上港集团分业务盈利情况

(百万元)	营业收入	收入同比 增减 (%)	营业 成本	成本同比 增减 (%)	营业 利润率	毛利率 增减
集装箱板块	4868.7	7.4	1713.0	12.1	64.8%	减少 1.48 个百分点
散杂货板块	1280.6	23.5	891.8	30.1	30.4%	减少 3.56 个百分点
港口物流	2077.0	34.1	1590.6	32.0	23.4%	增加 1.20 个百分点
港口服务	2386.0	20.8	1815.9	21.8	23.9%	减少 0.61 个百分点
其他	239.4	108.1	177.2	78.2	26.0%	增加 12.4 个百分点
减: 抵消	534.3	-	733.0	-	-	-
合计	10317.4	17.0	5455.4	23.1	47.1%	减少 2.62 个百分点

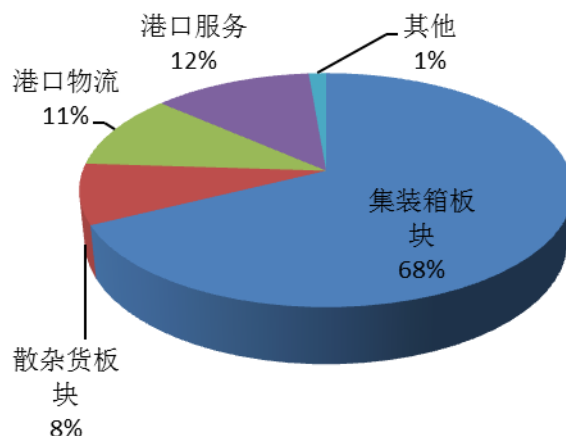
资料来源: 公司公告, 招商证券

图1：上港集团2011上半年分业务收入占比



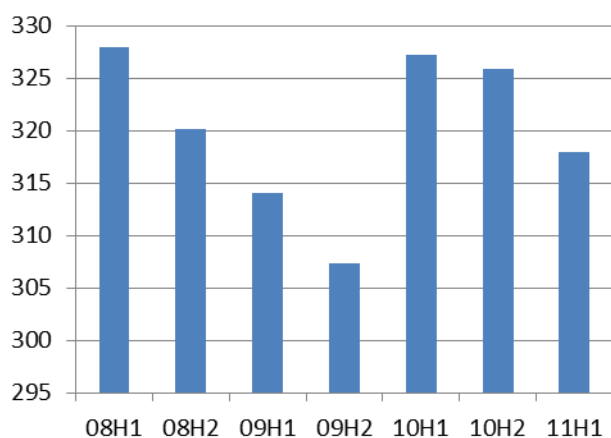
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图2：上港集团2011上半年分业务利润占比



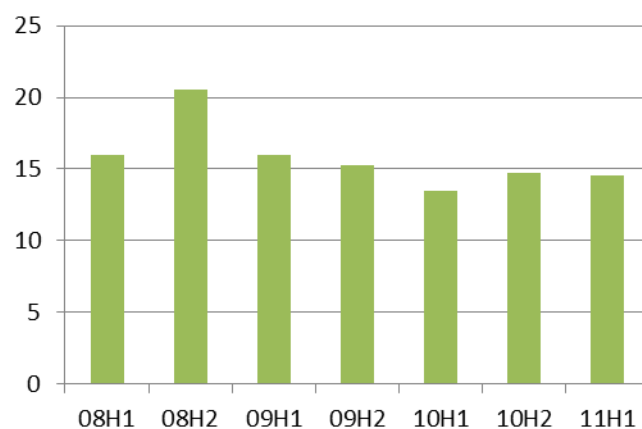
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图3：上港集团集装箱单位收入变化情况（元/TEU）



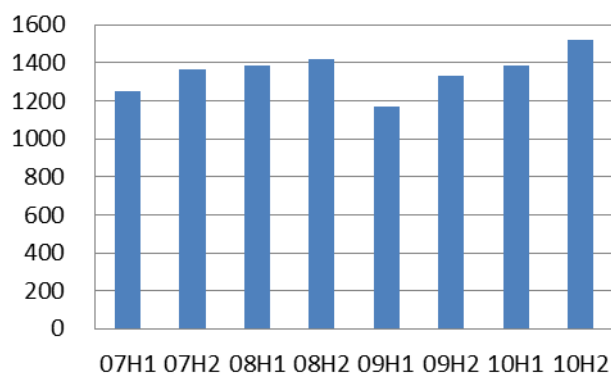
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图4：上港集团散杂货单位收入变化情况（元/吨）



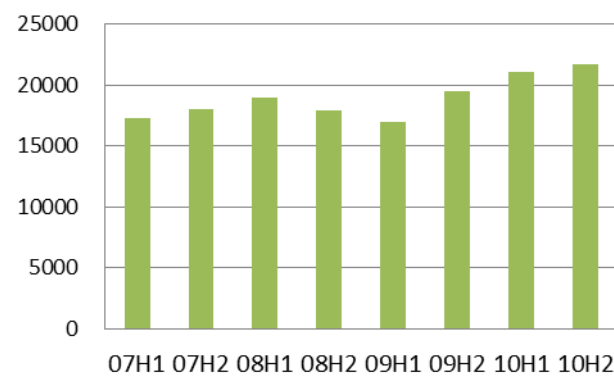
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图5：上港集团半年期集装箱吞吐量（万TEU）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图6：上港集团半年期货物吞吐量（万吨）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

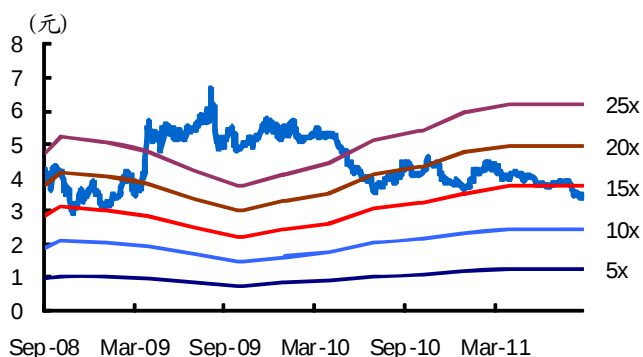
三. 完成洋山港收购，地产贡献收入指日可待

2010年11月，公司向上海同盛投资集团非公开发行17.64亿股人民币普通股，购买洋西公司和洋东公司100%的股权，并于今年4月完成资产收购和股权变更过户登记手续。

上半年洋山港集装箱吞吐量627.3万TEU，同比增长33.5%。但由于宏观经济增速放缓，市场低迷，集装箱业务单箱收入下降。股权收购可将造成利润摊薄。

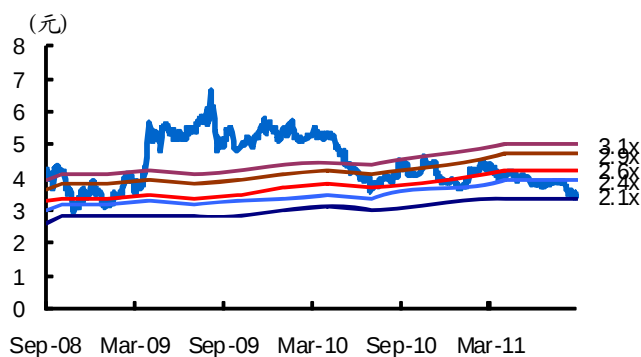
近五年，公司业绩的弹性将来自于地产业务。今年开始，汇山地产预计将有部分商业地产开始销售并贡献利润。而公司还有军工路、张华浜和宝山等地块存在转让的可能性。初步估算地产业务若全部结算，2011-2015五年间约可贡献60亿元的投资收益。

图 7：上港集团历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8：上港集团历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21712	22554	24195	32777	41976
现金	6745	6896	6759	14321	22578
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	200	236	259	274	290
应收款项	2227	2196	2416	2557	2707
其它应收款	9696	10068	11075	11722	12406
存货	869	937	1172	1241	1223
其他	1975	2222	2514	2661	2772
非流动资产	41635	43340	41923	40652	39706
长期股权投资	3456	5142	5142	5142	5142
固定资产	23234	22110	21396	20626	20001
无形资产	5731	7184	7184	7184	7184
其他	9214	8905	8202	7700	7379
资产总计	63347	65895	66118	73429	81682
流动负债	17007	19512	13604	13968	13872
短期借款	243	2193	500	500	500
应付账款	2016	1637	2049	2168	2137
预收账款	207	399	499	529	521
其他	14541	15283	10556	10771	10715
长期负债	8174	4921	4901	4901	4901
长期借款	3040	2409	2409	2409	2409
其他	5134	2512	2492	2492	2492
负债合计	25181	24434	18505	18869	18773
股本	20991	20991	22755	22755	22755
资本公积金	1751	1594	(170)	(170)	(170)
留存收益	9351	12793	18330	24582	32096
少数股东权益	6073	6083	6698	7393	8228
归属于母公司所有者权益	32093	35378	40915	47167	54681
负债及权益合计	63347	65895	66118	73429	81682

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1234	8219	7605	7734	8329
净利润			5536	6252	7514
折旧摊销			1807	1662	1337
财务费用			440	47	-32
投资收益			-247	-267	-287
营运资金变动			-527	-655	-1038
其它			596	695	835
投资活动现金流	-1093	-4073	-391	-391	-391
资本支出			-391	-391	-391
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	169	-3982	-7352	220	319
借款变动			-7159	0	0
普通股增加			1764	0	0
资本公积增加			-1764	0	0
股利分配			0	0	0
其他			-193	220	319
现金净增加额	310	163	-137	7563	8257

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16545	19105	21016	22244	23543
营业成本	9284	10074	12610	13347	13152
营业税金及附	499	337	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1813	1804	1891	2002	2119
财务费用	462	434	440	47	(32)
资产减值损失	(53)	75	0	0	0
公允价值变动	0	0	(3)	(3)	(3)
投资收益	222	248	250	270	290
营业利润	4760	6631	6322	7116	8590
营业外收入	688	1285	600	700	800
营业外支出	65	13	10	10	10
利润总额	5383	7902	6912	7806	9380
所得税	641	1290	760	859	1032
净利润	4743	6613	6152	6947	8348
少数股东损益	983	1195	615	695	835
归属于母公司	3760	5417	5536	6252	7514
EPS (元)	0.18	0.26	0.24	0.27	0.33

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-9%	15%	10%	6%	6%
营业利润	-25%	39%	-5%	13%	21%
净利润	-19%	44%	2%	13%	20%
获利能力					
毛利率	43.9%	47.3%	40.0%	40.0%	44.1%
净利率	22.7%	28.4%	26.3%	28.1%	31.9%
ROE	11.7%	15.3%	13.5%	13.3%	13.7%
ROIC	11.1%	11.5%	11.9%	11.1%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	39.8%	37.1%	28.0%	25.7%	23.0%
净负债比率	5.2%	15.3%	4.4%	4.0%	3.6%
流动比率	1.3	1.2	1.8	2.3	3.0
速动比率	1.2	1.1	1.7	2.3	2.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	7.7	11.2	12.0	11.1	10.7
应收帐款周转率	7.4	8.6	9.1	8.9	8.9
应付帐款周转率	3.9	5.5	6.8	6.3	6.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.26	0.24	0.27	0.33
每股经营现金	0.06	0.39	0.33	0.34	0.37
每股净资产	1.53	1.69	1.80	2.07	2.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	19.3	13.4	14.2	12.6	10.5
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	20.8	16.3	16.4	16.0	14.2

分析师承诺

负责本研究报告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。

姚俊：曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，从事航空机场、铁路和物流行业研究

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。