

上港集团：成本增长较快，业绩略低于预期

——中报点评

评级：

增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

4.30 元

期限： 6 个月 上次预测： 5.30 元

现价（2011 年 08 月 30 日）： 3.45 元

报告日期：

2011-08-31

报告关键点：

- 受股本扩张8.4%、及洋山二三期并运营表成本增加影响，上半年全面摊薄每股收益0.11元，同比下降11.93%，业绩略低于预期。

报告摘要：

- 上半年公司完成货物吞吐量2.36亿吨，同比增长11.7%。其中：集装箱吞吐量1532万标准箱，同比增长10.5%，其中洋山深水港区完成集装箱吞吐量627万TEU，同比增长33.5%；散杂货吞吐量8804万吨，同比增长14.6%。上半年中国沿海港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速分别为12.8%和12.2%，公司作为国内第一大港，增速与港口行业整体增速基本持平。
- 受股本扩张8.4%、及洋山二三期并表运营成本增加影响，全面摊薄每股收益0.11元，同比下降11.93%，业绩略低于预期。上半年公司实现营业收入105.51亿元，同比增长16.52%；发生营业成本55.27亿元，同比增长23.3%，由于收购的洋山二、三期运营成本开始并表计算，上半年折旧和摊销成本增加2.21亿元左右，占新增营业成本的21%左右；由于非经常性损益比去年同期减少3.22亿元（10年中期收到港运大厦改建装修补贴款），实现归属于上市公司股东的净利润24.90亿元，同比下降4.51%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润24.24亿元，比去年同期增长9.21%。
- 预期今明两年在全球经济尤其是欧美发达经济体低速增长背景下，公司集装箱吞吐量增速将持续保持10%左右的平缓增长态势。受欧美经济低迷影响，二、三季度以来中国港口集装箱吞吐量增速从15%左右逐步放缓至10%附近，作为国内最大的集装箱港口，近几个月上港集团集装箱吞吐量增速也徘徊至10%左右。
- 2012年开始，公司毛利率有望随产能利用率的提升而持续上行。由于上海港现有泊位集装箱装卸能力非常富裕，无需进一步扩建即可满足2015年之前的发展需求，随着洋山二三期运营成本在今年并表一次性体现之后，2012年开始产能利用率的提升有望驱动毛利率持续上行，公司利润增速将超过货物吞吐量增速。
- 公司和方兴地产各持有汇山地块商业地产项目（即上海国际航运中心项目）50%股权。汇山地块项目建筑总面积53.1万平米，已进入全面施工阶段，计划2011年开始预售，2013年全部建成完工。预计未来3年汇山地块项目如全部出售将贡献公司净利润64亿元，贡献每股收益0.30元。
- 不考虑汇山地块项目收益，预计2011-2013年公司全面摊薄EPS分别为0.23元、0.27元和0.31元，2011年动态PE为15倍，估值处于港口板块低位，具有一定安全边际，给予增持-A评级。
- 风险提示：全球经济二次探底风险。

总市值(百万元)	78,732.92
流通市值(百万元)	72,628.17
总股本(百万股)	22,755.18
流通股本(百万股)	20,990.80
12个月最低/最高	3.39/4.90元
十大流通股东(%)	90.22%
股东户数	387,928

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.60)	(5.89)	(21.15)
绝对收益	(10.61)	(9.33)	(23.28)

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16,545.3	19,105.5	21,922.6	24,103.6	26,656.4
Growth(%)	-8.8%	15.5%	14.7%	9.9%	10.6%
净利润	3,760.0	5,417.1	5,324.3	6,112.9	7,067.6
Growth(%)	-18.6%	44.1%	-1.7%	14.8%	15.6%
毛利率(%)	43.9%	47.3%	46.9%	48.6%	50.6%
净利润率(%)	22.7%	28.4%	24.3%	25.4%	26.5%
每股收益(元)	0.17	0.24	0.23	0.27	0.31
每股净资产(元)	1.68	1.82	2.07	2.34	2.66
市盈率	20.9	14.5	14.8	12.9	11.1
市净率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净资产收益率(%)	12.4%	15.9%	13.8%	14.0%	14.2%

前期研究成果

上港集团：业绩符合预期，受益欧美经济复苏

2011-04-22

上港集团：受益于产业升级与转移的集装箱大港

2011-04-07

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-8-30
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
减: 营业成本	16,545.3	19,105.5	21,922.6	24,103.6	26,656.4	营业收入增长率	-8.8%	15.5%	14.7%	9.9%	10.6%
营业税费	9,284.3	10,074.3	11,649.0	12,382.2	13,174.2	营业利润增长率	-24.8%	39.3%	16.5%	16.4%	17.2%
销售费用	499.3	336.5	372.7	409.8	453.2	净利润增长率	-18.6%	44.1%	-1.7%	14.8%	15.6%
管理费用	-	-	-	-	-	EBITDA 增长率	-17.0%	27.7%	28.9%	11.1%	12.3%
财务费用	1,813.3	1,803.9	1,863.4	2,048.8	2,265.8	EBIT 增长率	-22.0%	35.3%	17.8%	15.2%	16.2%
资产减值损失	462.2	433.8	600.0	600.0	600.0	NOPLAT 增长率	-18.6%	35.4%	-1.5%	13.9%	14.7%
加: 公允价值变动收益	-52.7	74.5	-	-	-	投资资本增长率	5.1%	28.8%	-13.7%	-8.1%	-10.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	6.1%	8.6%	13.5%	13.2%	13.5%
营业利润	221.6	248.2	285.5	328.3	377.5						
加: 营业外净收支	4,760.4	6,630.7	7,723.0	8,991.1	10,540.8	利润率					
利润总额	623.0	1,271.6	100.0	100.0	100.0	毛利率	43.9%	47.3%	46.9%	48.6%	50.6%
减: 所得税	5,383.4	7,902.3	7,823.0	9,091.1	10,640.8	营业利润率	28.8%	34.7%	35.2%	37.3%	39.5%
净利润	640.5	1,289.7	1,329.9	1,636.4	2,021.8	净利润率	22.7%	28.4%	24.3%	25.4%	26.5%
	3,760.0	5,417.1	5,324.3	6,112.9	7,067.6	EBITDA/营业收入	41.0%	45.3%	50.9%	51.4%	52.2%
						EBIT/营业收入	31.6%	37.0%	38.0%	39.8%	41.8%
资产负债表											
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	6,745.1	6,896.0	14,897.2	23,924.3	34,394.8	固定资产周转天数	510	427	377	338	274
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-54	19	83	103	109
应收票据	11,922.9	12,264.3	14,072.7	15,472.7	17,111.4	流动资产周转天数	431	417	455	571	674
预付款项	199.9	235.6	270.3	297.2	328.7	应收帐款周转天数	49	42	39	40	39
存货	135.6	464.5	844.8	1,249.1	1,679.2	存货周转天数	26	17	17	17	16
其他流动资产	869.1	936.7	1,090.5	1,159.2	1,233.3	总资产周转天数	1,332	1,218	1,063	1,009	1,033
可供出售金融资产	1,839.5	1,757.3	1,637.6	1,562.1	1,473.7	投资资本周转天数	656	666	609	492	404
持有至到期投资	1,767.2	1,542.6	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.3	3.3	-	-	-	ROE	12.4%	15.9%	13.8%	14.0%	14.2%
投资性房地产	3,455.6	5,142.0	-	-	-	ROA	7.5%	10.0%	10.2%	10.4%	10.6%
固定资产	521.4	502.1	-	-	-	ROIC	17.7%	22.8%	17.4%	23.0%	28.8%
在建工程	23,234.4	22,109.8	23,793.5	21,440.3	19,087.1	费用率					
无形资产	3,002.1	4,003.4	-	-	-	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	5,730.6	7,183.6	6,704.7	6,257.7	5,840.5	管理费用率	11.0%	9.4%	8.5%	8.5%	8.5%
资产总额	3,920.2	2,853.6	252.5	252.5	252.5	财务费用率	2.8%	2.3%	2.7%	2.5%	2.3%
短期债务	63,347.0	65,894.7	63,563.7	71,615.0	81,401.2	三费/营业收入	13.8%	11.7%	11.2%	11.0%	10.8%
应付帐款	243.0	2,193.3	-	-	-	偿债能力					
应付票据	6,589.3	6,575.7	7,603.5	8,082.1	8,599.0	资产负债率	39.8%	37.1%	25.6%	24.1%	22.6%
其他流动负债	100.8	43.4	50.2	53.4	56.8	负债权益比	66.0%	58.9%	34.4%	31.7%	29.3%
长期借款	1,811.8	1,920.1	619.7	862.4	1,130.8	流动比率	1.28	1.16	2.83	3.55	4.29
其他非流动负债	3,040.0	2,408.9	2,408.9	2,408.9	2,408.9	速动比率	1.23	1.11	2.74	3.45	4.20
负债总额	5,134.3	2,512.3	2,191.9	2,191.9	2,191.9	利息保障倍数	11.30	16.28	13.87	15.99	18.57
少数股东权益	25,180.9	24,433.5	16,188.5	16,913.0	17,701.7	分红指标					
股本	6,073.2	6,082.8	7,251.6	8,593.4	10,144.8	DPS(元)	-	0.09	0.05	0.05	0.06
留存收益	20,990.8	20,990.8	22,755.8	22,755.8	22,755.8	分红比率	0.0%	36.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	11,083.3	14,350.3	17,067.2	21,957.5	27,611.5	股息收益率	0.0%	2.5%	1.4%	1.6%	1.8%
	38,166.1	41,461.1	47,074.5	53,306.6	60,512.2						
现金流量表											
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加: 折旧和摊销	4,742.9	6,612.6	5,324.3	6,112.9	7,067.6	EPS(元)	0.17	0.24	0.23	0.27	0.31
资产减值准备	1,780.6	1,814.0	2,832.1	2,800.2	2,770.4	BVPS(元)	1.68	1.82	2.07	2.34	2.66
公允价值变动损失	-52.7	74.5	-	-	-	PE(X)	20.9	14.5	14.8	12.9	11.1
财务费用	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
投资收益	487.9	546.6	497.9	600.0	600.0	P/FCF	33.9	80.3	27.8	10.1	9.2
少数股东损益	-221.6	-248.2	-285.5	-328.3	-377.5	P/S	4.8	4.1	3.6	3.3	3.0
营运资金的变动	982.9	1,195.5	1,168.8	1,341.8	1,551.4	EV/EBITDA	10.5	8.9	6.6	5.3	4.1
经营活动产生现金流量	-1,794.6	-4,605.6	-258.5	-1,099.9	-1,297.4	CAGR(%)	16.3%	9.2%			
投资活动产生现金流量	1,234.5	8,219.3	9,381.2	9,426.7	10,314.5	PEG	1.3	1.6	-0.5	-0.1	-0.1
融资活动产生现金流量	-1,092.7	-4,073.5	6,995.5	328.3	377.5	ROIC/WACC	1.8	2.3	1.8	2.3	2.9
	168.5	-3,982.4	-9,101.4	-1,822.6	-2,013.5	REP	1.3	0.8	1.2	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴莉：5年证券行业研究经验。2006年-2007年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034