

上港集团 (600018. SH)
投资价值凸显，维持增持评级
评级： 增持 前次： 增持
目标价 (元)： 2.59-2.80

分析师

分析师

李周

S0740511100001

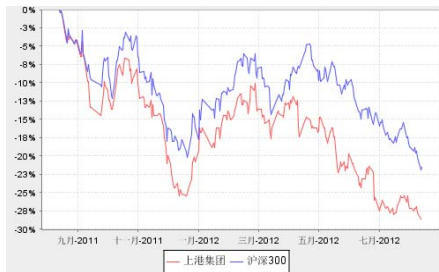
021-20315087

lizhou@r.qlzq.com.cn

2012年8月28日

基本状况

总股本(百万股)	22755.18
流通股本(百万股)	20990.80
市价(元)	2.47
市值(百万元)	56205.29
流通市值(百万元)	51847.28

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	19,105.	21,778.	26,973.	29,185.	32,029.
营业收入增速	15.47%	13.99%	23.85%	8.20%	9.75%
净利润增长率	44.07%	-12.79%	-3.05%	7.17%	14.66%
摊薄每股收益 (元)	0.26	0.21	0.20	0.22	0.25
前次预测每股收益 (元)			0.23	0.25	0.27
市场预测每股收益 (元)			0.23	0.25	0.27
偏差率 (本次-市场/市场)			-14.27%	-15.90%	-9.17%
市盈率 (倍)	14.76	12.48	12.37	11.54	10.07
PEG	0.33	—	—	1.61	0.69
每股净资产 (元)	1.68	1.99	2.07	2.29	2.54
每股现金流量	0.39	0.32	0.42	0.42	0.47
净资产收益率	15.33%	10.43%	9.71%	9.42%	9.75%
市净率	2.26	1.30	1.20	1.09	0.98
总股本 (百万股)	20,990.	22,755.	22,755.	22,755.	22,755.

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司上半年实现营业收入 136.46 亿元，同比增长 29.3%；实现归属于母公司净利润 22.5 亿元，同比减少 9.5%，基本每股收益为 0.099 元。
- **基础的装卸业务呈现价跌量稳的状况：**由于宏观经济层面因素和腹地增长乏力，上半年集装箱业务完成 1586 万标箱，同比增长 3.6%；其中洋山港区完成 697 万标箱，同比增长 11.2%，增速较去年同期有较大的回落；预计下半年宏观经济形势将保持弱势运行，因此腹地集装箱、干散货等业务均将保持低速运行。我们通过模型测算，干散货和集装箱单装卸单位的价格均有不同幅度下降，而其中原因较为特殊，或与货种结构有关（空重箱比重、中转比例、干散货货种结构及一二程货物比重等）。
- **公司净利润增速低于收入增速的原因是多方面的：**因洋山港区资产收购影响，主营成本中的折旧摊销上升较快（较去年同期上升 20% 以上），是上半年毛利率下降的主要因素之一；另一方面的原因则是业务结构和营改增的影响，使得港口物流成本随收入而相应增加。（上半年公司港口物流业务营业收入增长 206%，在营业收入中的占比从 2011 年上半年的 20% 上升到 2012 年上半年的 47.6%。但港口物流业务上半年营业利润率仅为 6.3%，较去年同期下降 17 个百分点，究其原因，主要是因为港口物流业务结构和营改增所致。）
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 270、292、320 亿元，同比增长 27.4%、8.2%、9.7%；归属于母公司净利润为 45.8、49.1、56.3 亿元，同比增长 -3.1%、7.2%、14.7%，对应基本每股收益为 0.20、0.22、0.25 元。基于对公司在上海国际航运中心建设的地位和作用，公司是港口上市公司中最具备战略转型条件的企业，我们给予公司 2013 年 12-13 倍 PE，给予公司目标价 2.59-2.80 元，较当前有 5-15% 以上的上升空间，维持增持评级。

图表 1: 港口行业相对估值表

股票代码	股票名称	股价	12EPS	13EPS	14EPS	12PE	13PE	14PE
000022	深赤湾A	8.89	0.79	0.81	0.87	11.3	11.0	10.3
000088	盐田港	4.1	0.24	0.23	0.24	17.2	17.8	17.4
000507	珠海港	4.71	0.70	0.60	0.67	6.7	7.8	7.0
600190	锦州港	3.72	0.15	0.18	0.24	25.1	20.2	15.5
600317	营口港	3.77	0.18	0.18	0.19	21.3	20.9	19.8
600575	芜湖港	6.15	0.33	0.40	0.46	18.5	15.4	13.5
600717	天津港	5.87	0.65	0.71	0.84	9.0	8.3	7.0
600017	日照港	2.65	0.23	0.25	0.30	11.5	10.5	8.8
600018	上港集团	2.49	0.21	0.22	0.25	11.9	11.3	10.0
601008	连云港	3.45	0.23	0.28	0.32	14.9	12.2	10.9
601000	唐山港	6.35	0.58	0.68	0.79	10.9	9.3	8.1
601018	宁波港	2.49	0.22	0.25	0.29	11.3	10.1	8.7
601880	大连港	2.91	0.19	0.22	0.24	15.5	13.1	12.1
平均值						14.2	12.9	11.5
中值						11.9	11.3	10.3

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	16,545	19,105	21,779	26,974	29,186	32,030	货币资金	6,745	6,896	9,926	20,439	26,890	35,519
增长率	-8.79%	15.5%	14.0%	23.9%	8.2%	9.7%	应收账款	12,123	12,500	3,855	3,695	3,998	4,388
营业成本	-9,284	-10,074	-11,781	-17,252	-18,199	-19,612	存货	869	937	1,017	1,418	1,496	1,612
%销售收入	56.1%	52.7%	54.1%	64.0%	62.4%	61.2%	其他流动资产	1,975	2,222	2,712	2,484	2,484	2,484
毛利	7,261	9,031	9,998	9,722	10,987	12,418	流动资产	21,712	22,554	17,511	28,036	34,868	44,003
%销售收入	43.9%	47.3%	45.9%	36.0%	37.6%	38.8%	%总资产	34.3%	34.2%	21.0%	31.9%	38.0%	44.1%
营业税金及附加	-499	-337	-364	-324	-350	-384	长期投资	5,748	7,190	6,980	6,980	6,980	6,980
%销售收入	3.0%	1.8%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	26,260	26,113	39,295	39,087	36,453	35,628
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	41.5%	39.6%	47.2%	44.5%	39.7%	35.7%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9,129	9,694	19,297	13,503	13,233	12,968
管理费用	-1,813	-1,804	-1,957	-2,023	-2,189	-2,402	非流动资产	41,635	43,340	65,747	59,745	56,841	55,751
%销售收入	11.0%	9.4%	9.0%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	65.7%	65.8%	79.0%	68.1%	62.0%	55.9%
息税前利润 (EBIT)	4,948	6,891	7,677	7,375	8,448	9,631	资产总计	63,347	65,895	83,258	87,782	91,709	99,754
%销售收入	29.9%	36.1%	35.2%	27.3%	28.9%	30.1%	短期借款	266	7,659	2,332	832	532	482
财务费用	-462	-434	-743	-387	-315	-278	应付款项	6,897	7,018	7,363	7,837	8,290	8,951
%销售收入	2.8%	2.3%	3.4%	1.4%	1.1%	0.9%	其他流动负债	2,144	2,135	5,810	8,188	5,617	5,773
资产减值损失	53	-75	-183	0	0	0	流动负债	9,307	16,812	15,505	16,858	14,439	15,206
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	3,040	2,409	6,191	6,191	6,191	6,191
投资收益	222	248	282	320	330	350	其他长期负债	5,134	2,512	10,218	10,218	10,218	10,218
%税前利润	4.1%	3.1%	3.9%	4.3%	3.9%	3.6%	负债	17,481	21,734	31,914	33,266	30,847	31,615
营业利润	4,760	6,631	7,032	7,308	8,463	9,703	普通股股东权益	32,081	35,343	45,276	47,171	52,080	57,708
营业利润率	28.8%	34.7%	32.3%	27.1%	29.0%	30.3%	少数股东权益	6,073	6,083	6,015	7,292	8,730	10,380
营业外收支	623	1,272	228	200	0	0	负债股东权益合计	55,635	63,159	83,205	87,729	91,657	99,702
税前利润	5,383	7,902	7,259	7,508	8,463	9,703	比率分析						
利润率	32.5%	41.4%	33.3%	27.8%	29.0%	30.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-641	-1,290	-1,467	-1,652	-2,116	-2,426	每股指标						
所得税率	11.9%	16.3%	20.2%	22.0%	25.0%	25.0%	每股收益(元)	0.179	0.258	0.208	0.201	0.216	0.247
净利润	4,743	6,613	5,793	5,857	6,347	7,277	每股净资产(元)	1.528	1.684	1.990	2.073	2.289	2.536
少数股东损益	983	1,195	1,069	1,276	1,439	1,650	每股经营现金净流(元)	0.059	0.392	0.318	0.418	0.423	0.471
归属于母公司的净利润	3,760	5,417	4,724	4,580	4,908	5,628	每股股利(元)	0.000	0.000	0.118	0.118	0.000	0.000
净利率	22.7%	28.4%	21.7%	17.0%	16.8%	17.6%	回报率						
							净资产收益率	11.72%	15.33%	10.43%	9.71%	9.42%	9.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.76%	8.58%	5.68%	5.22%	5.36%	5.64%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	13.76%	15.28%	11.97%	13.58%	15.10%	17.81%
净利润	4,743	6,613	5,793	5,857	6,347	7,277	增长率						
少数股东损益	0	0	0	1,276	1,439	1,650	营业总收入增长率	-8.79%	15.47%	13.99%	23.85%	8.20%	9.75%
非现金支出	1,728	1,889	2,677	2,893	2,974	3,040	EBIT增长率	-24.46%	39.25%	11.40%	-3.92%	14.54%	14.01%
非经营收益	-173	-578	538	-62	110	87	净利润增长率	-18.60%	44.07%	-12.79%	-3.05%	7.17%	14.66%
营运资金变动	-5,063	296	-1,771	829	185	312	总资产增长率	-5.83%	13.52%	31.74%	5.43%	4.47%	8.77%
经营活动现金净流	1,234	8,219	7,236	10,793	11,055	12,365	资产管理能力						
资本开支	1,476	2,624	1,589	-3,309	70	1,950	应收账款周转天数	49.3	42.3	39.4	38.0	38.0	38.0
投资	233	-1,626	16	0	0	0	存货周转天数	47.2	32.7	30.3	30.0	30.0	30.0
其他	150	177	191	320	330	350	应付账款周转天数	93.8	66.2	56.9	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-1,093	-4,073	-1,381	3,629	260	-1,600	固定资产周转天数	516.9	433.1	488.5	488.3	433.5	375.3
股权募资	124	14	92	0	0	0	偿债能力						
债权募资	3,632	-645	1,097	-1,500	-300	-50	净负债/股东权益	-2.99%	7.66%	12.86%	-9.94%	-20.01%	-30.62%
其他	-3,588	-3,364	-4,013	-1,132	-3,125	-437	EBIT利息保障倍数	10.7	15.9	10.3	19.1	26.8	34.7
筹资活动现金净流	168	-3,995	-2,825	-2,632	-3,425	-487	资产负债率	31.42%	34.41%	38.36%	37.92%	33.66%	31.71%
现金净流量	310	151	3,030	11,789	7,890	10,278							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。