

上港集团 (600018.SH) 港口行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 2.47元

目标(人民币): 2.90元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	20,990.80
总市值(百万元)	562.05
年内股价最高最低(元)	3.01/2.38
沪深300指数	2336.08
上证指数	2131.69



步入低增速时代, 弹性寄望于费率

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.258	0.208	0.197	0.212	0.231
每股净资产(元)	1.69	1.99	2.06	2.14	2.24
每股经营性现金流(元)	0.39	0.32	0.19	0.47	0.48
市盈率(倍)	14.76	12.48	12.35	11.44	10.51
行业优化市盈率(倍)	42.66	11.00	12.83	12.83	12.83
净利润增长率(%)	44.07%	-12.79%	-5.26%	7.98%	8.81%
净资产收益率(%)	15.31%	10.42%	9.55%	9.92%	10.31%
总股本(百万股)	20,990.80	22,755.18	22,755.18	22,755.18	22,755.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **吞吐量增速预计放缓:** 公司倚重集装箱板块业务, 欧美需求不振、中国劳动力成本上升以及贸易转移效应导致中国出口和港口集装箱吞吐量进入相对较慢的增长阶段, 上海港作为腹地型港口受外贸出口下降影响较大, 预计2012-2014年上海港集装箱吞吐量在2-4%之间。
- **港口竞争日益激烈:** 销量增速下滑将加剧上海同周边港口的竞争, 其中宁波港对公司构成威胁较大, 宁波港近年来加强了对乍浦港的开发, 在沪甬交叉货源地“苏南浙北”地区争取到了更大话语权, 此外, 苏州港近年来的崛起也分流了上海港部分长江、沿海支线货量。
- **2012 业绩或将小幅下滑:** 公司收购洋山二、三期码头后需承担折旧和财务费用, 预计将提高集装箱板块6-7亿的成本, 而“营改增”和所得税方面的调整亦加大了公司的税务负担, 预计2012年业绩同比下滑5%。
- **费率长期具备上调空间:** 中国港口装卸费率明显低于日韩、欧美、澳洲等地区, 随着公司业务不断发展、成熟, 上海港在远东港口地位将进一步提升, 叠加人力、油料等码头主要运营成本的不断增加, 长期来看, 上海港费率具备上涨空间, 公司盈利能力有望得到提升。

投资和估值建议

- 预计12-14年公司净利润分别为44.8、48.3和52.6亿, EPS分别为0.2、0.21、0.23元, 对应PE分别为12.2、11.6和10.6倍, 息率4% (假设维持50%分红), 而A股目前港口板块PE为14.1倍, 股价有一定安全边际, 我们首次给予“增持”评级, 目标价2.9元。

风险

- 投资风险主要来自全球经济恶化、中国出口数据的低于预期

姜明

联系人

(8621)61038319

jiangming@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022

(8621)61038325

huangjx@gjzq.com.cn

内容目录

主营业务多元化.....	5
公司改制：港务局-上港集团	5
港口主要经营资产整体上市	5
主营业务：集装箱、散杂货、港口物流、港口服务.....	6
核心业务：集装箱板块.....	7
发展集装箱：港口特征决定.....	7
集装箱业务高速增长	7
业绩倚重集装箱业务	11
集装箱业务展望.....	13
中国出口增速放缓.....	13
港口竞争日益加剧.....	15
中转箱业务受制于航线合作.....	17
其他业务展望	18
干散货：大环境不景气，业绩表现平淡.....	18
港口物流：“营改增”影响较大，短期利润小幅回落	18
港口服务：同步于全港货量，利润增速趋缓	19
房地产业务：业绩释放尚需等待	19
整体逻辑：短期业绩下滑，长期增速放缓	20
短期：业绩或将负增长.....	20
长期：货量增速放缓，弹性要看费率	20
风险提示	21
估值和投资建议.....	22
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1: 公司上市前股东架构	5
图表 2: 2012 半年报公司股权结构	5
图表 3: 公司实际控制人-上海市国资委.....	5
图表 4: 上海港&上港集团月度货运吞吐量 (万吨)	5
图表 5: 上港集团主营业务板块	6
图表 6: “两省一市”外贸单位进出口总额权重	7
图表 7: 2001-2012 年上海港外贸货物比重.....	7
图表 8: 中国进出口总额以及增速 (亿美元)	8
图表 9: 中国集装箱吞吐量及增速 (万标箱)	8
图表 10: 2002-2011 年中国三大港圈吞吐量 (万标箱)	8
图表 11: 2002-2011 年上海港吞吐量 (万标箱)	8
图表 12: SIPG 在各码头的股权比例.....	9
图表 13: 上海港内支线货量 (万标箱)	9
图表 14: 2011 年全球 TOP16 集装箱港口 (万标箱)	9
图表 15: 2008-2011 公司内外贸吞吐量 (万标箱)	9
图表 16: SIPG 集装箱码头产能扩建时间.....	10
图表 17: 上海港下属各集装箱码头公司一览表.....	10
图表 18: SIPG 集装箱码头设计吞吐能力 (万标箱)	11
图表 19: 公司 1H2012 码头吞吐量构成.....	11
图表 20: 主要港区集装箱吞吐量 (千标箱)	11
图表 21: 2007-1H2012 公司各港区吞吐量比重	11
图表 22: 2006-1H2012 公司集装箱板块收入占比	12
图表 23: 006-1H2012 公司集装箱板块利润占比	12
图表 24: 2006-1H2012 公司四大板块业务毛利率	12
图表 25: 2006-1H2012 公司四大板块利润(百万人民币).....	12
图表 26: 美国制造业 PMI	13
图表 27: 欧洲制造业 PMI	13
图表 28: 美国失业率	13
图表 29: 欧元区失业率	13
图表 30: 美国进出口同比增速	13
图表 31: 欧盟 27 国进出口增速	13
图表 32: 中国和欧美地区的 CPI 同比增速 (%)	14
图表 33: 2007-2012 年人民币对美元汇率	14
图表 34: 2011 年中国与加工业替代国家的工资水平	14
图表 35: 2003-2011 年裕元公司的鞋类生产线 (条)	14
图表 36: 中国进出口同比增速 (%)	15

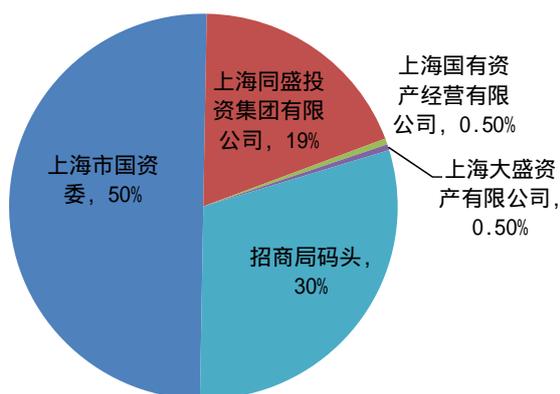
图表 37: 中国对欧盟出口和欧盟进口增速比较	15
图表 38: 华东港口示意图	15
图表 39: 宁波港下属乍浦码头吞吐量 (万标箱)	16
图表 40: 宁波港月度吞吐量 (万标箱)	16
图表 41: 2012 年 1-7 月苏州港集装箱吞吐量 (万标箱)	16
图表 42: 釜山港口箱量及增速	16
图表 43: 上港集团干散货业务吞吐量和运价	18
图表 44: 公司干散货利润和利润率	18
图表 45: 港口物流业务将保持较快增长	18
图表 46: “营改增”导致 2012 年物流业务毛利下滑	18
图表 47: 港口服务同集装箱业务正相关	19
图表 48: 预计港口服务板块利润小幅增长 (百万元)	19
图表 49: 洋山二、三期收购前后成本测算	20
图表 50: 2012 年上海港月度吞吐量增速明显趋缓	20
图表 51: 2012 年 1-8 月上海港集装箱吞吐量 (万标箱)	20
图表 52: 世界部分口岸装卸费 (估计值: USD/TEU)	21
图表 53: 2012-2015 年上海港吞吐量增速	21
图表 54: 上港集团历史 PE&PB	22
图表 55: 1999-2011 年上港集团 ROE	22
图表 56: 2009-2014E 上海港吞吐量&单箱作业费率	22
图表 57: 2009-2014E 公司营业收入 &整体毛利率(2012 毛利大幅下滑部分因“营改增”影响)	22

主营业务多元化

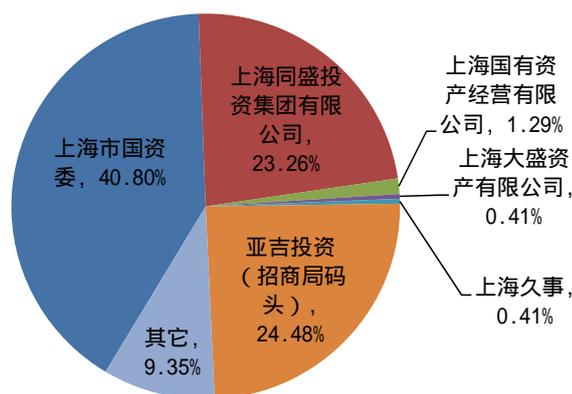
公司改制：港务局-上港集团

- 2003年4月，上港集团由原上海港务局改制成立，成为中国大陆地区最大的港口集团，2005年7月集团改制为股份有限公司，上海国资委、上海同盛投资（集团）有限公司、上海国有资产经营有限公司、上海大盛资产有限公司以及招商局码头是集团五位发起人股东，前四位以评估净资产约130亿人民币出资，招商局码头则以现金55.7亿出资，改制后的上港集团总股本为185.7亿股，五大股东的股权比例分别为50%、19%、0.5%、0.5%和30%；

图表1：公司上市前股东架构



图表2：2012 半年报公司股权结构

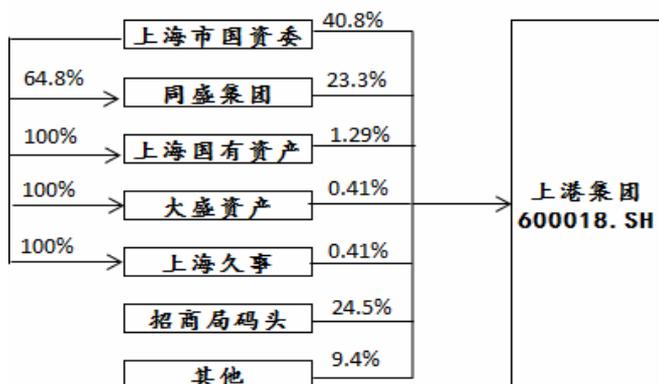


来源：国金证券研究所，公司年报

港口主要经营资产整体上市

- **吸收合并**：“上港集箱”原为上海港务局控股公司，主营码头集装箱业务，2000年在A股上市，港务局改制后改由上港集团控股。2006年10月上港集团吸收合并上港集箱，将上海港绝大多数经营性资产注入到上市架构中，上市公司更名为“上港集团”，总股本扩充至209.9亿；
- **增发收购洋山二、三期**：2011年4月上港集团向大股东之一“上海同盛集团”定向增发17.6亿股，收购其拥有的洋山二、三期资产，总股本扩至227.6亿股，发起人股权比例进一步变更为40.8%、23.3%、1.29%、0.41%和24.5%，同时，另一国有法人-上海久事公司持有了公司0.41%的股权。由于上海国资委持有同盛投资集团64.82%的股权以及上海国有资产经营有限公司、上海大盛资产有限公司和上海久事公司100%的股权，其直接、间接控制上港集团的股权约为58%，为上市公司实际控制人。

图表3：公司实际控制人-上海市国资委



来源：国金证券研究所，公司半年报

图表4：上海港&上港集团月度货运吞吐量（万吨）



- 在经历吸收合并、增发收购后，上市公司控制上海港所有集装箱码头（包括黄浦江沿岸、外高桥、洋山三大港区）和大部分公共散杂货码头业务。目前，上港集团和上海港公布的货物吞吐量差异主要来自于未纳入上市架构中的货主自有散杂码头、油品码头的业务量。此外，上港集团通过合作、入股等方式参与国内外其它港口的运营，但规模和影响都相对较小。

主营业务：集装箱、散杂货、港口物流、港口服务

- 上海港位于长江三角洲前缘，居我国 18000 公里大陆海岸线的中部，地处长江东西运输通道与海上南北运输通道的交汇点，水陆交通便利，集疏运渠道畅通，通过公路、铁路及长江、沿海运输网可辐射到长江流域的安徽、湖南、湖北、江西、四川省甚至全国，90 年代之后，上海港经历快速发展并逐步成为世界级大港，经营包括港口集装箱、大宗散货和件杂货的装卸生产，以及与港口生产有关的引航、船舶拖带、理货、驳运、仓储、船货代理、集卡运输、国际邮轮服务等港口服务以及港口物流业务。上港集团将其分为四个板块，分别为集装箱、散杂货、港口物流和港口服务。

图表5：上港集团主营业务板块

板块	描述	备注
集装箱板块	集装箱码头业务，主要分布于洋山、外高桥、吴淞三大港区，共有集装箱泊位 46 个，集装箱吊桥 155 台，场地轮胎吊 463 台，集装箱堆场总面积 634 万平方米。港区间可通过水上和陆上集装箱穿梭驳运服务连为一体	核心业务，利润主要来源，规模居全球 NO.1
散杂货板块	公共散杂货码头业务，主要分布在罗泾、吴淞和龙吴三大港区，公司共有散杂货泊位 62 个，堆场 138 万平米以及仓库 15 万平	主要业务，业绩稳定
港口物流	服务范围涵盖国际货运代理、船舶代理、内支线船运、仓储堆存、公路运输、国内多式联运、集装箱拼装拆箱、危险品储运、重大件货运接运、集装箱洗修、物流管理软件开发等全方位的物流业务	港口传统业务向上下游产业的延伸，公司未来发展的战略重点
港口服务	港口服务是集装箱、散杂货和物流产业发展其保障作用的服务业务，具体可分为引航服务、拖带服务、理货服务、港口物流信息化、港务工程建设以及劳务管理。	支持保障集装箱、散杂货、物流业务，主要由政府定价，是公司稳定的利益贡献点

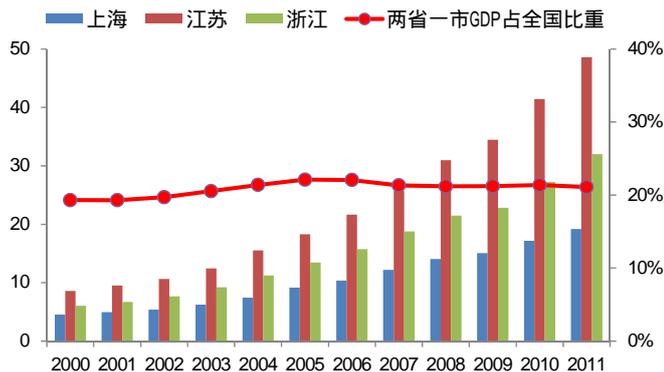
来源：国金证券研究所，上港集团官网

核心业务：集装箱板块

发展集装箱：港口特征决定

- **腹地型港口：**上海港毗邻长三角经济较为发达的上海、浙江和江苏地区，并能通过水陆支线运输覆盖长江流域甚至全国货源，是典型的腹地型港口。2011年中国GDP总额达47万亿元，上海、浙江、江苏三地GDP合计约为10万亿，约占中国GDP的21-22%，腹地强大的经济群体给上海港以及整个长三角港口群高速增长提供强大动力，2001-2011年GDP复合增长率达17%，同期上海港货运吞吐量复合增速达10.2%；

图表6：上海、江苏、浙江GDP合计占比



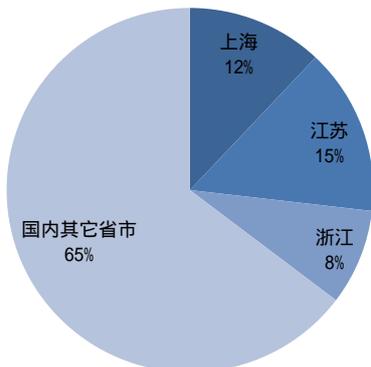
来源：国金证券研究所，同花顺

图表7：上海、宁波-舟山港货物吞吐量（按月：万吨）



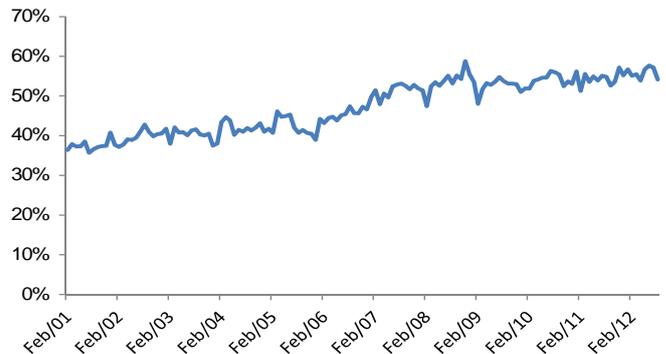
- **外贸出口港：**上海港隶属长三角港口圈，腹地经济体出口加工企业较为发达，国家统计局数字显示，上海、浙江、江苏三地外贸单位的进出口总额近年来一直占全国35%以上，上海港外贸货物占比从2001年的38%逐步增至2011年的56%，由于出口货物中电子、服装、家具、鞋类、百货等物资主要通过集装箱进行运输，从而导致上海港发展以集装箱业务为主。

图表6：“两省一市”外贸单位进出口总额权重



来源：国金证券研究所，国家统计局

图表7：2001-2012年上海港外贸货物比重



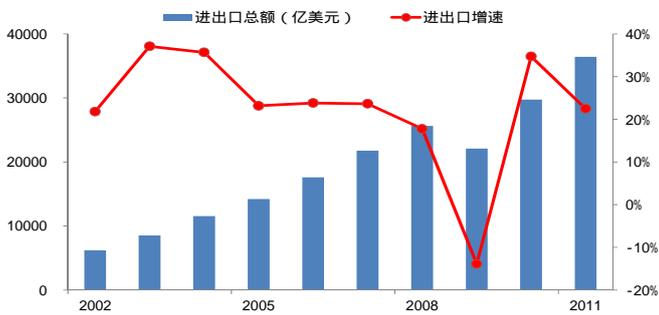
- 港口若发展铁矿石、原油等大宗物资码头，临港一般要有大型钢铁、石化产业相配套，这种发展趋势必然造成环境污染，这同上海长远发展目标不相符，也不能体现出上海在金融、服务方面的优势。此外，上海港深水资源相对有限，洋山港造价远高于国内其它区域的港口，因此也较适宜发展附加值较高的集装箱码头业务。

集装箱业务高速增长

- 中国出口导向经济模式和世界工厂地位的确立拉动了中国进出口的高速增长，2002-2011年，中国进出口额从6208亿增至36421亿美元，复合增

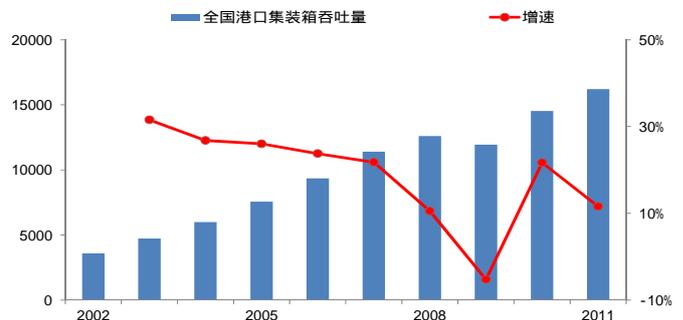
长率达到 22%，2002-2011 年我国集装箱吞吐量从 3600 万增至 1.62 亿标箱，集装箱复合增长率达 18%；

图表8: 中国进出口总额以及增速 (亿美元)



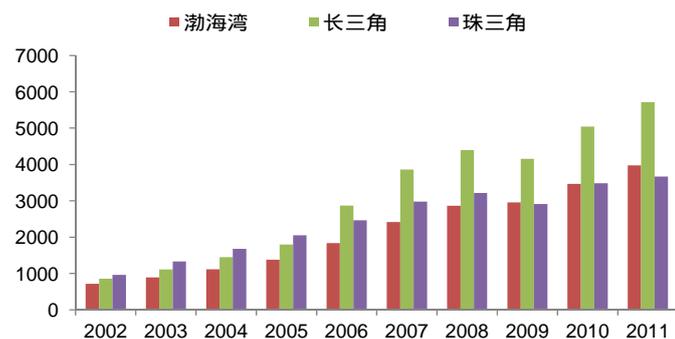
来源: 国金证券研究所, 同花顺, Bloomberg

图表9: 中国集装箱吞吐量及增速 (万标箱)



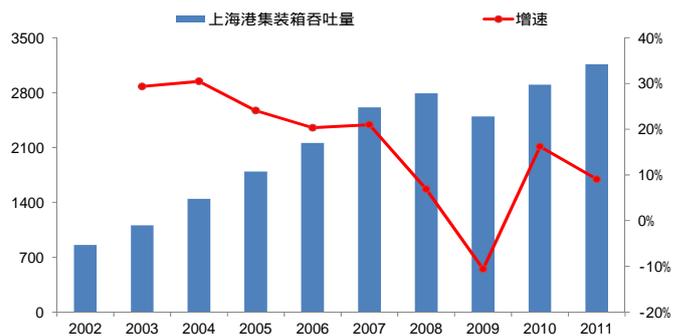
- 中国沿海从北向南大致可分为渤海湾、长三角和珠三角这三个港口圈，由于长三角港口圈腹地包括出口加工企业较为发达的浙江和江苏地区，港口吞吐量增速明显快于其他地区，2002-2011 年，长三角港口集装箱吞吐量复合增长率达 23%，高于渤海湾 21%和珠三角区域 16%的增速水平。

图表10: 2002-2011 年中国三大港圈吞吐量 (万标箱)



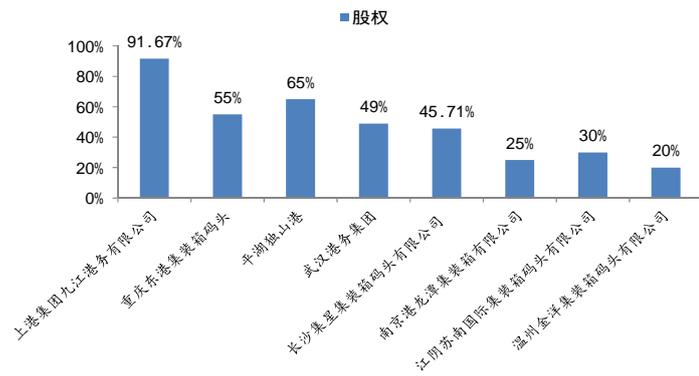
来源: 国金证券研究所, 同花顺

图表11: 2002-2011 年上海港吞吐量 (万标箱)



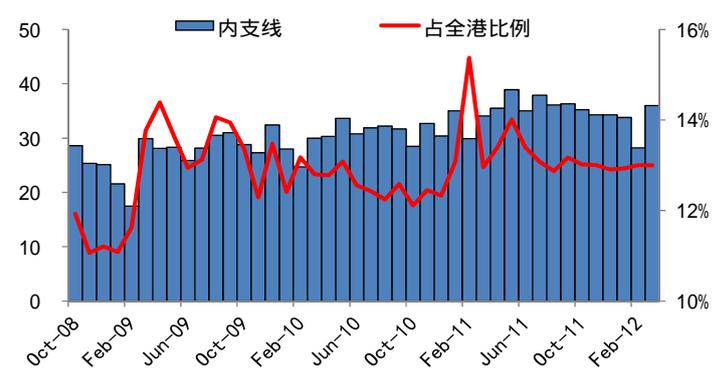
- 上海港位于长江出海口，长江驳船运输较公路、铁路的价格优势明显，大量货源通过长江航道输送至上海后中转至其他国家和地区，特别是国家西部大开发战略实施后，沿海加工企业迁往内地，长江货源的开发将极为重要。上港集团提出“长江战略”，通过对长江沿岸港口的投资、合作，进一步拓展长江特别是上游区域的市场，提升了“长江-上海-目的港”的水水中转量；此外，随着上海港航运中心地位的不断提升，吸引了多家船公司开设了以上海为中转港的沿海、近洋支线，带动了相关国内、国际中转量的进一步提升。

图表12: SIPG 在各码头的股权比例



来源: 国金证券研究所

图表13: 上海港内支线货量 (万标箱)



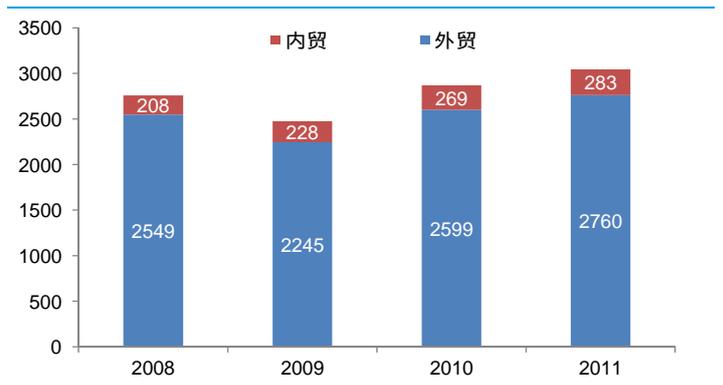
- 2002-2011 年, 上海港集装箱吞吐量从 857 万增至 3163 万标箱, 成为世界第一大港。因腹地经济多以出口加工为导向, 上港集团集装箱吞吐量多来自于外贸, 过去 4 年中, 公司的外贸集装箱吞吐量平均占比约为 90%, 由于外贸箱装卸作业收费标准高于内贸箱, 上港集团集装箱板块业务利润中超过 90% 来自于外贸箱的贡献。

图表14: 2011 年全球 TOP16 集装箱港口 (万标箱)

#	港口	吞吐量	#	港口	吞吐量
1	上海	3163	9	青岛	1302
2	新加坡	2994	10	迪拜	1301
3	香港	2438	11	鹿特丹	1188
4	深圳	2258	12	天津	1150
5	釜山	1618	13	高雄	964
6	宁波	1469	14	巴生	960
7	广州	1440	15	汉堡	904
8	洛杉矶/长滩	1400	16	安特卫普	866

来源: 国金证券研究所, ALPHALINER, 公司年报

图表15: 2008-2011 公司内外贸吞吐量 (万标箱)



- 上港集团对于码头设施的投资建设为公司十年来集装箱吞吐量连创新高奠定了重要基础, 1993-2011 年, 上港集团下属码头的吞吐能力从 261 万增至 2036 万标箱, 复合增速高达 25.6%;

图表16: SIPG 集装箱码头产能扩建时间

开港时间	码头	设计吞吐能力 (万标箱/年)	水深(米)	运营公司
1993年之前	张华浜码头	95	10.5	SCT 上海集装箱码头有限公司
1993年之前	军工路码头	85	10.5	SCT 上海集装箱码头有限公司
1993年之前	宝山码头(停营)	60	10.5	SCT 上海集装箱码头有限公司
1993年之前	洋泾码头	21	10.5	上港中海洋泾码头
1993年	外高桥一期	135	10.5	浦东国际集装箱码头有限公司
1999年	外高桥二期	125	13.2	振东国际集装箱码头有限公司
2002年	外高桥三期	125	13.2	振东国际集装箱码头有限公司
2003年	外高桥四期	180	12.5	沪东国际集装箱码头有限公司
2005年	外高桥五期	70	12.8	明东国际集装箱码头有限公司
2005年	洋山一期	220	16	盛东国际集装箱码头有限公司
2006年	洋山二期	210	16	盛东国际集装箱码头有限公司
2007年	洋山三期 A 段	280	17.5	冠东国际集装箱码头有限公司
2008年	洋山三期 B 段	220	17.5	冠东国际集装箱码头有限公司
2011年	外高桥六期	210	15	明东国际集装箱码头有限公司

来源: 国金证券研究所, 公司年报

- 公司集装箱码头已形成吴淞、外高桥、洋山三大港区战略布局, 公司主要依据航线和船型安排码头挂靠, 将船型较大的欧美航线安排在吃水较深的洋山港停泊作业, 由冠东、盛东两家公司负责运营; 日韩、澳洲等中近洋航线以及少量内贸航线被安排在外高桥码头作业, 由浦东、振东、沪东、明东码头公司负责运营; 而张华浜、军工路、洋泾等吴淞口内的老码头主要经营内贸集装箱业务, 其原先的外贸业务将逐步移至外高桥六期进行作业。同时, 公司提供多条穿梭驳船方便港区间的中转协调。

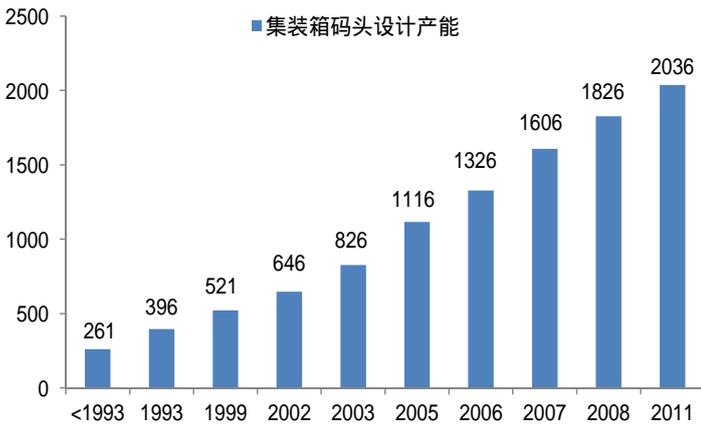
图表17: 上海港下属各集装箱码头公司一览表

	浦集	振东	沪东	明东	盛东	冠东	张华浜	军工路	中海	合计
码头长度(米)	900	1566	1250	1110	3000	2600	784	857	231	12298
泊位个数(个)	3	5	4	4	9	7	3	4	1	40
前沿水深(米)	-10.5	-13.2	-12.5	-12.8	-16	-17.5	-10.5	-10.5		
桥吊(台)	11	26	16	16	34	26	7	6		142
RTG(台)	42	79	48	48	108	82	18	15	3	443
正面吊(台)	3	5	3	2	5	6	1	2	24	51
堆场面积(万平方米)	27.9	94.7	78.4	82.7	148.6	141.8	30.4	30.7	3.8	639
仓库面积(万平方米)	0.52	0.58	0.94	0.95			-	0.45	0.38	3.82
吞吐能力/年	135	250	180	70	430	500	95	85	21	1766

来源: 国金证券研究所, 公司官网, 数据未包含外高桥六期

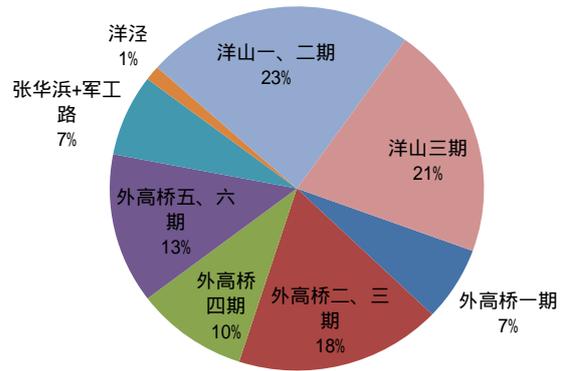
- 洋山港战略地位日益明显, 随着洋山一期、二期、三期码头的落成和投入使用, 上海港突破了水深瓶颈, 具备同时挂靠多条 10000TEU+船舶的能力, 港区吞吐量占上海港比重逐年增加, 2012 上半年洋山港完成集装箱吞吐量约 697.3 万标箱, 占全港货量的 44%, 较 2007 年提升了 20 个百分点。洋山港的运营分流了外高桥港区的部分货源, 2007-2011 年, 外高桥集装箱吞吐量并未随上海全港保持高增长, 稳定在 1500 万标箱。

图表18: SIPG 集装箱码头设计吞吐能力 (万标箱)

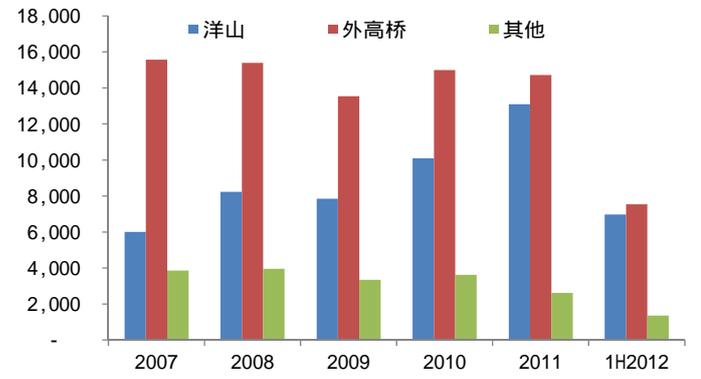


来源: 国金证券研究所, 公司资料, 上海港口协会

图表19: 公司 1H2012 码头吞吐量构成

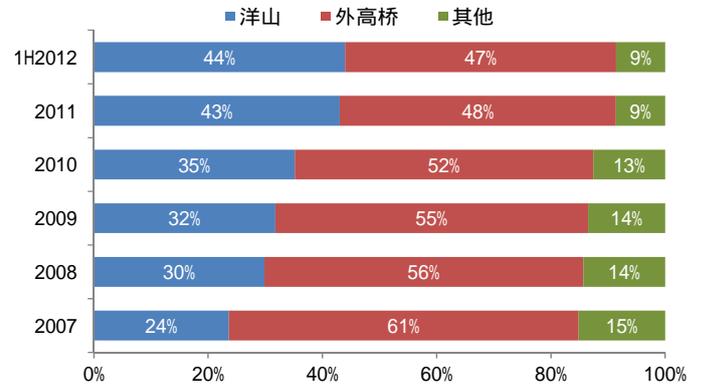


图表20: 主要港区集装箱吞吐量 (千标箱)



来源: 国金证券研究所, 中国港口协会

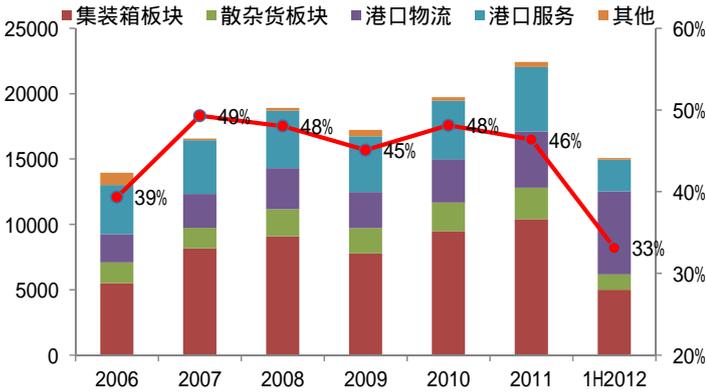
图表21: 2007-1H2012 公司各港区吞吐量比重



业绩倚重集装箱业务

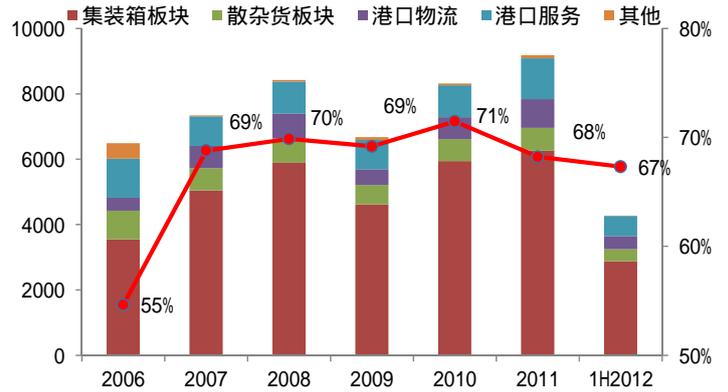
- 目前上海港所有集装箱码头都由公司管理和运营, 集装箱板块占据公司主体地位, 2007-2011 年业务收入占公司总收入比例在 45-49%; 2012 上半年因上海地区“营改增”的实施, 港口物流收入的确认口径发生变化并导致该板块收入大幅增加, 集装箱板块业务收入占比相应滑落至 33%, 集装箱板块毛利率常年维持在 60-65%, 远高于其他板块业务, 毛利额始终占据集团总额的 70%左右。洋山港的建成并投入使用, 突破了上海港过去水深不够的瓶颈, 预计公司未来一段时间的业务仍将倚重于集装箱板块的表现。

图表22: 2006-1H2012 公司集装箱板块收入占比

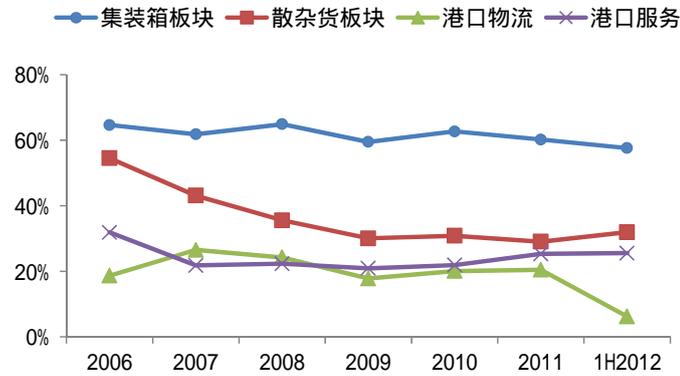


来源: 国金证券研究所, 公司年报、半年报

图表23: 006-1H2012 公司集装箱板块利润占比

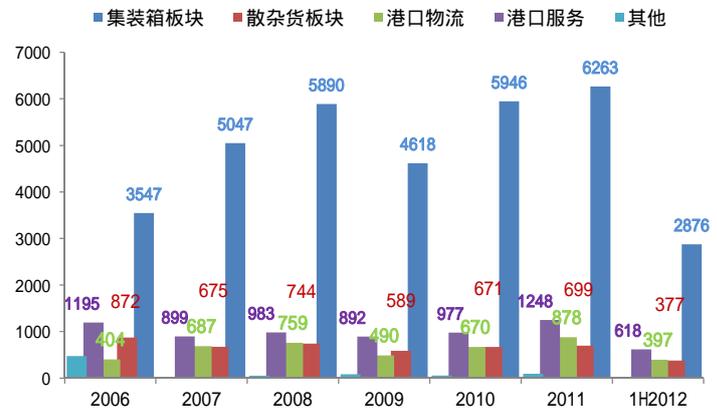


图表24: 2006-1H2012 公司四大板块业务毛利率



来源: 国金证券研究所

图表25: 2006-1H2012 公司四大板块利润(百万人民币)



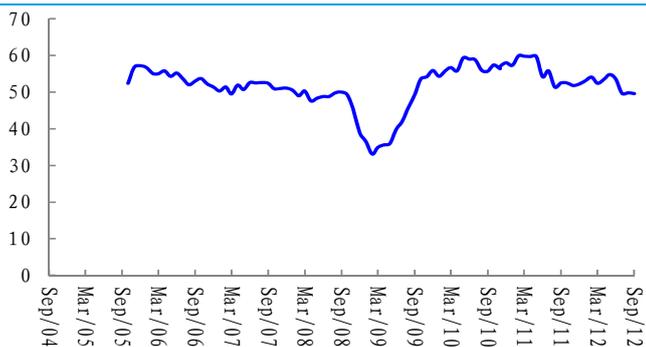
- 公司管理和运营上海港公共散杂货码头, 散杂货业务毛利率总体维持在30%左右, 年贡献毛利约为7亿元, 占公司利润的8-9%; 港口服务和物流板块毛利率介于20-25%之间, 合计贡献利润约占公司总利润的20-25%, 2012上半年营改增实施后, 港口物流的收入确认口径有所放宽, 导致该板块的毛利率大幅下滑, 但利润总额变化不大。

集装箱业务展望

中国出口增速放缓

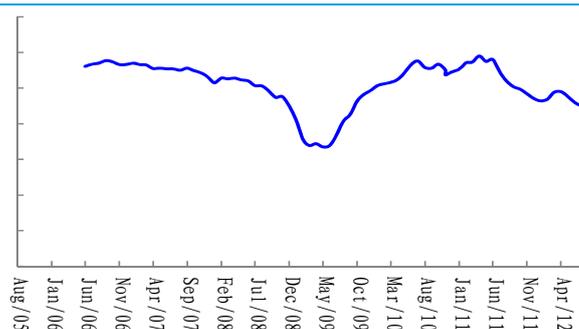
- 2011 年全球经济景气度下行，欧美经济 PMI 指数普遍回落，在债务危机严重的欧洲区域，PMI 已连续 8 个月处于枯荣线 50 以下，失业率居高不下，处于 10-11% 的水平，个别国家，如西班牙的失业率已创 24.6% 的历史新高。经济萎靡导致进出口贸易增速出现不同程度，2011 年美国进口平均增速仍能达到 14%，2012 上半年仅有 5.4% 的水平，欧盟区域进口增速亦从去年的 15% 滑落至 5% 的水平。

图表26: 美国制造业 PMI

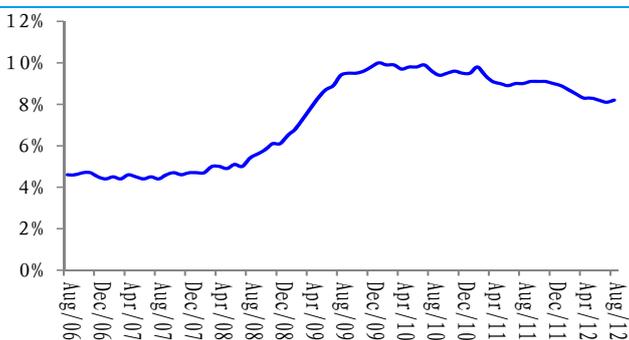


来源: 国金证券研究所, bloomberg

图表27: 欧洲制造业 PMI

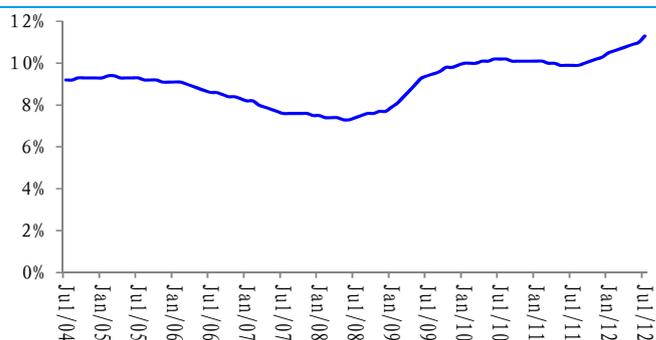


图表28: 美国失业率

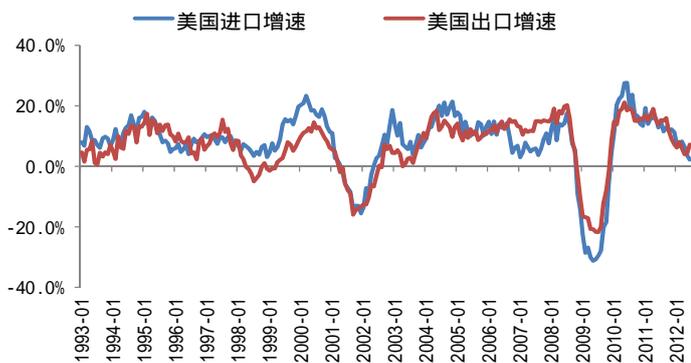


来源: 国金证券研究所, Bloomberg

图表29: 欧元区失业率



图表30: 美国进出口同比增速



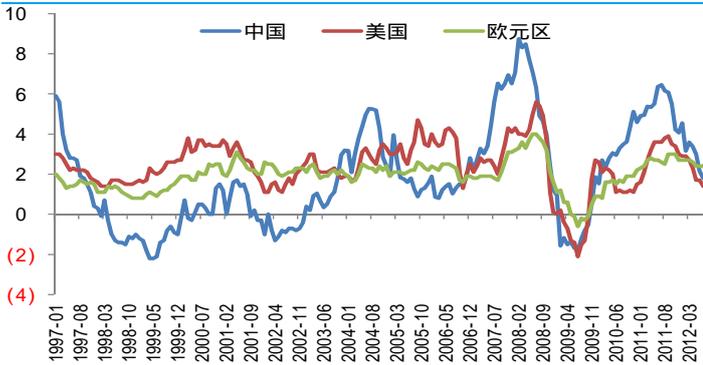
来源: 国金证券研究所, WIND

图表31: 欧盟27国进出口增速



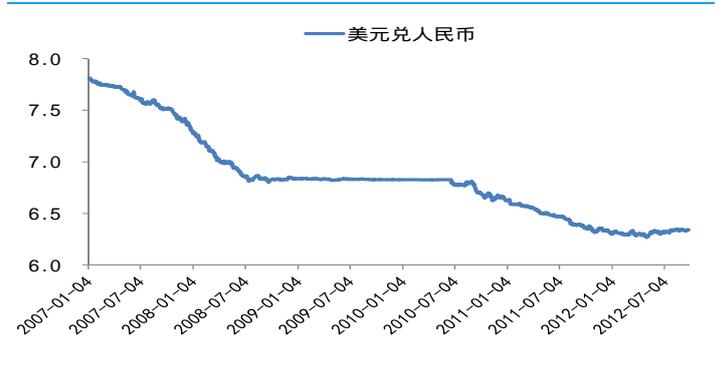
- 国内劳动力成本上升和人民币兑美元的升值给出口行业带来困扰，国内通胀推升劳动力成本，2007-2008年中国CPI达到7-8%的水平，创96年以来的新高，2011年通胀压力再次抬头，CPI达到6%的水平，2011年中国平均工资水平已达6467美金/年，比泰国、孟加拉国、印度、越南等具有替代加工能力国家的工资水平高出64-450%不等，未来国内通胀仍将在原油、劳动力、食品等成本的推动下有所反复，将进一步挤压产业向它国转移。联合国贸发会数据显示，2011年东南亚吸引外商直接投资1170亿美元，同比增长26%，我国商务部公布吸引外商直接投资为1160亿美元，增长10%，东南亚吸引外资的规模和增幅均已超过中国。另一方面，2010年以来人民币兑美元一直保持升值，幅度接近7%，给我国出口造成进一步压力。
- 鞋类产品是我国出口欧美市场的主要商品之一，我们调研了一家鞋类代工企业，其主营业务是代工生产NIKE、ADIDAS、REEBOK、SALOMON等名牌运动鞋的主要厂商，产量占上述品牌总量份额较高，公司在中国东莞、越南、印尼有三大生产基地，自2003年起，公司在中国的生产线规模扩大了58%，而在印尼和越南的规模则分别扩大了163%和79%，作为中国出口加工企业的一个缩影，上述数据从微观面展示了近年来低附加值的出口加工行业外迁国外的趋势。
- 中长期来看，中国人口红利的消失将当前以出口为导向的劳动密集型产业的发展造成障碍，我国第六次人口普查数据显示国内劳动人口在2014年见高后逐步回落。而相关研究表明，中国主要竞争对手印度的人口红利要到2040年以后才会消失。可用劳动力的减少将加速我国劳动密集型产业出口加工行业向国外迁移，进而影响我国出口总量。

图表32: 中国和欧美地区的CPI同比增速(%)

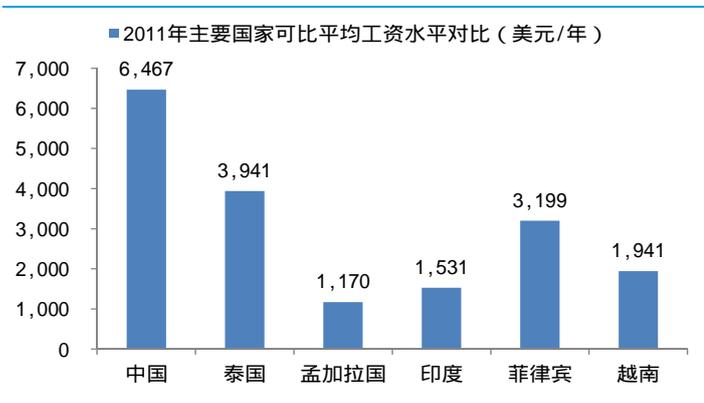


来源: 国金证券研究所

图表33: 2007-2012年人民币对美元汇率

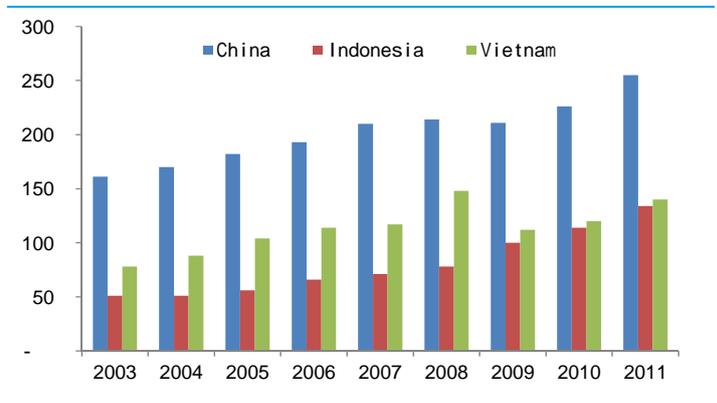


图表34: 2011年中国与加工业替代国家的工资水平



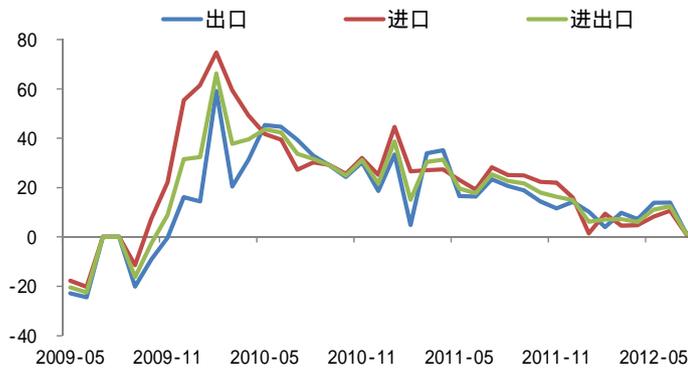
来源: 国金证券研究所, WIND

图表35: 2003-2011年裕元公司的鞋类生产线(条)



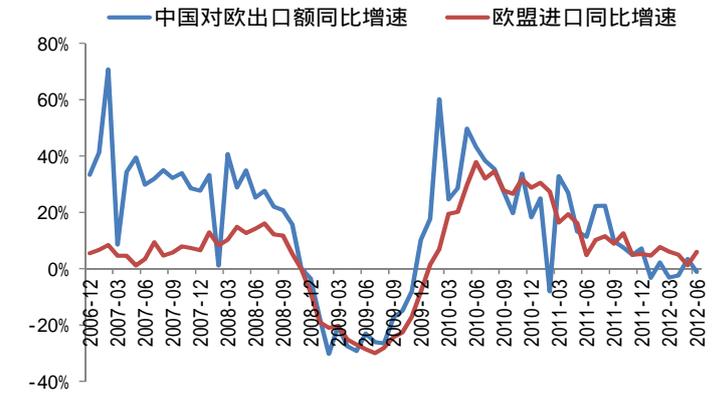
- 受经济景气度下行以及贸易转移等因素影响，2010年以来中国进出口增速明显下滑，2011年我国出口、进口和进出口增速分别20.3%、24.9%和22.5%，2012年8月上述指标已滑落至7.1%、5.1%和6.2%。此外，中国出口加工行业的外移导致我国对欧美发达国家的出口量占其进口总额的权重不断下降。以中国对欧洲出口为例，2012上半年欧盟进口增速滑落至5%，我国对欧出口负增长0.8%，欧盟进出口贸易增速约为8%，而中国对欧盟的进出口总额增速仅为3.3%；

图表36：中国进出口同比增速（%）



来源：国金证券研究所

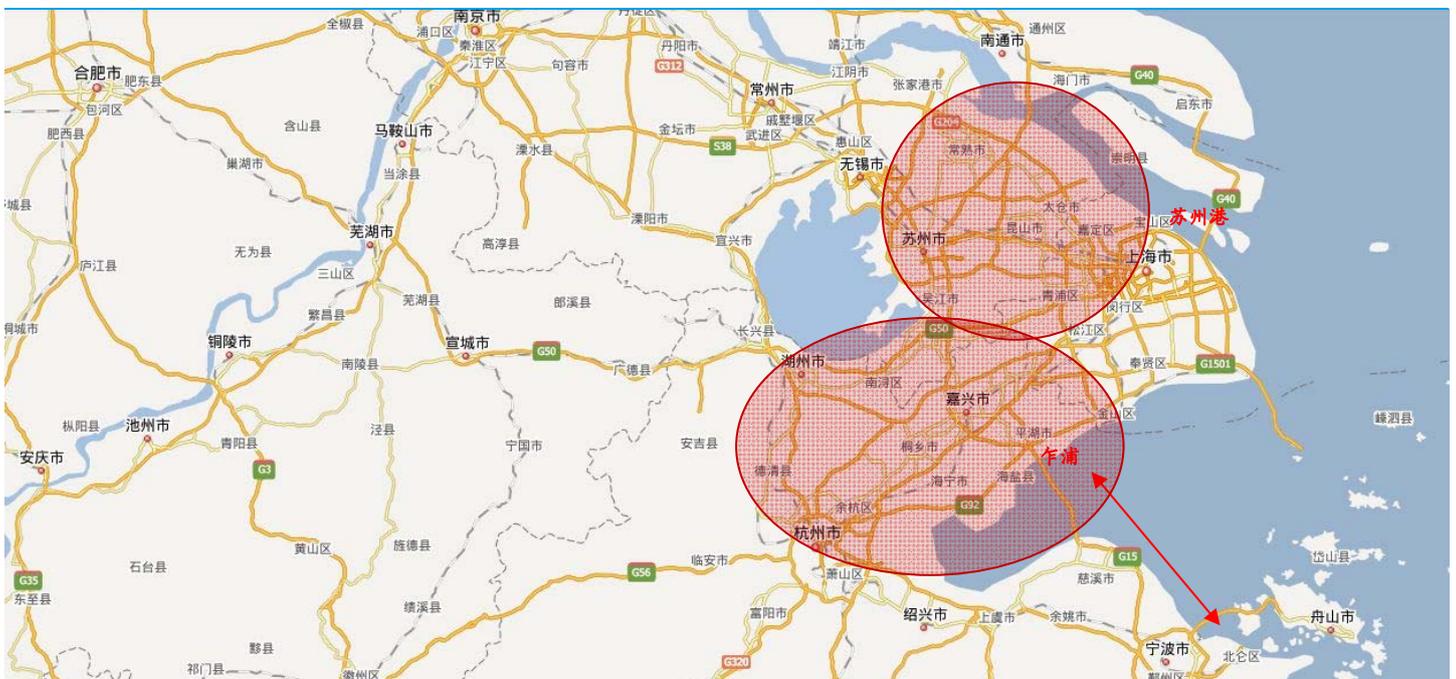
图表37：中国对欧盟出口和欧盟进口增速比较



港口竞争日益加剧

- 宁波港：宁波港是天然的深水港，港边深度达15米，外围又有舟山群岛这一天然的防波堤，内陆集疏运能力较强，同上海港的竞争由来已久，两港竞争体现在就近腹地货、中转货和长江货三个方面。

图表38：华东港口示意图

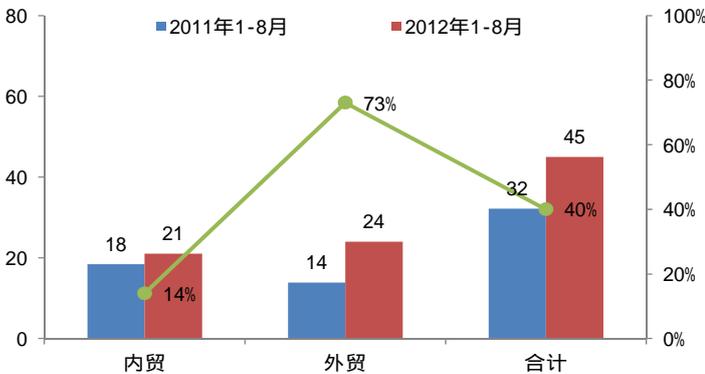


来源：国金证券研究所

- 腹地货：宁波和上海港对就近腹地货源的争夺主要集中在“浙北苏南”区域，2007年杭州湾大桥贯通后，宁波同嘉兴的距离从150缩短至80公里，经济联系进一步紧密。2008年宁波港对入股乍浦港后，

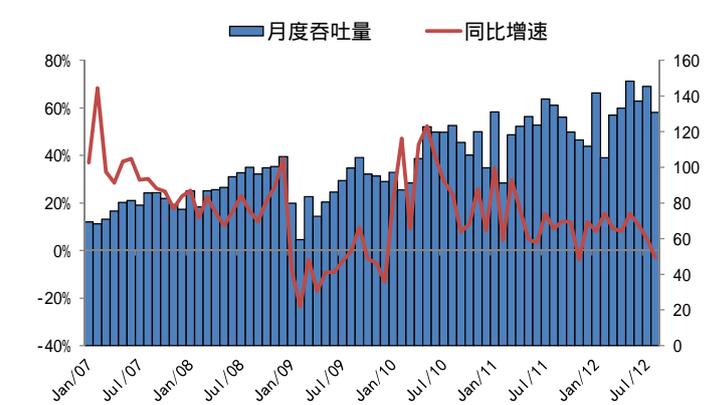
强化了两港间驳船运输，充分发挥了乍浦港的地理优势，争取到了部分原先通往上海港的货源。2012年1-8月，宁波港下属乍浦码头累积完成吞吐量45万标箱，同比增长40%，其中外贸箱24万标箱，增速73%，乍浦港增量约占今年宁波港总量的16%（杭州湾大桥对集卡的单向收费约为340元，乍浦-宁波的拖车费用接近2000元，货物通常采用乍浦-宁波的驳船运输，大小柜收费标准为600/400元）

图表39: 宁波港下属乍浦码头吞吐量(万标箱)



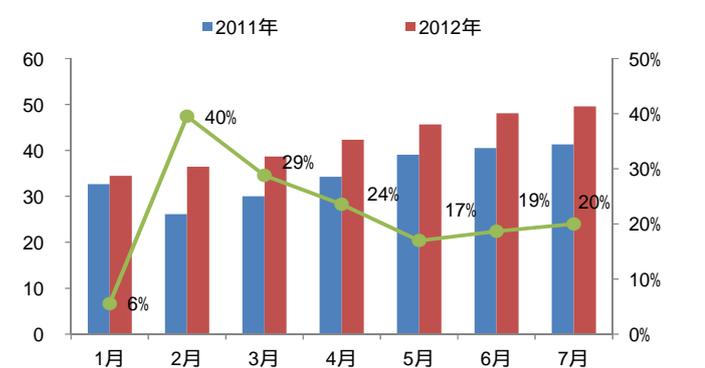
来源: 国金证券研究所

图表40: 宁波港月度吞吐量(万标箱)



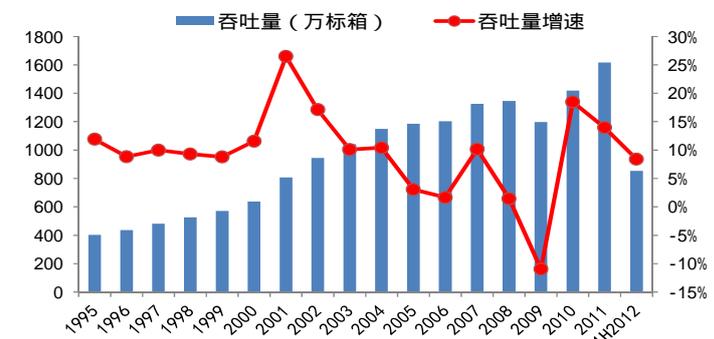
- 中转货: 宁波港目前已成为主流航线的远东基本港, 吸引了更多国际货源在当地中转, 给上海港带来一定冲击。
- 长江货: 目前宁波港也有从长江过来的支线船, 吸引了部分长江货源, 此外, 公司海铁联运项目可以将长江中上游地区的货源通过铁路直接发送至北仑港, 虽然当前海铁联运的集装箱货量仅为5万标箱/年, 但随着我国铁路通车里程的不断提升, 海铁联运的产能将不断扩大, 预计将分流原先通过长江至上海的货源。
- 苏州港
 - 苏州港包括张家港、常熟和太仓三个港区, 依托苏州地区发达的加工贸易区以及毗邻长江口的地理位置, 近年来集装箱吞吐量呈较快增长。部分船公司已将苏州港(太仓)作为内贸、近洋航线的基本港, 2012年1-7月, 苏州港完成吞吐量244万标箱, 同比增速达21%, 分流了部分原先从上海港出口的货源。

图表41: 2012年1-7月苏州港集装箱吞吐量(万标箱)



来源: 国金证券研究所

图表42: 釜山港口箱量及增速



■ 釜山港

釜山港是美国航线在远东地区必挂港口之一, 具备优越的地理条件(从釜山-津轻海峡-美国是距离最短的航道), 距离我国北方港约500-700海里不等, 我国华北外贸箱若选择中转至美国, 釜山比上海港都要有成本和时间优势, 目前我国华北有相当高比例的美国货在釜

山进行中转（约占釜山国际中转量的 30%），2012 年釜山港进一步加强了同中国、日本港口的相关合作，巩固其在东北亚的中转港地位，未来是上海港拓展国际中转箱业务的主要竞争者。

中转箱业务受制于航线合作

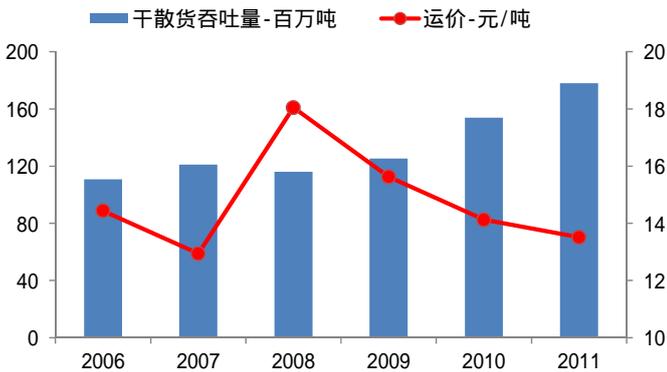
- 船公司合作航线的开辟将制约港口中转量的增长，2011 年航运业陷入低谷催生了诸多超级联盟的诞生，如 MSC/CMA、G6 等。船公司相互间的合作开线以及买卖舱业务日渐频繁，这种合作航线和买卖舱业务不利于上海港中转量的增加。举例来说：A 船公司原先经营“大连-天津-釜山-洛杉矶-温哥华”北方美西线，B 船公司经营“上海-宁波-釜山-洛杉矶-温哥华”华东美西线，B 公司若揽取了北方大连、天津出口的美国货，需通过支线船到上海或釜山进行中转；若 A 和 B 公司展开换舱合作，则 B 公司揽取的北方货将直接上 A 公司的船，将不再发生从天津、大连-釜山或天津、大连-上海的中转业务，相关港口的中转量将会有所下降。

其他业务展望

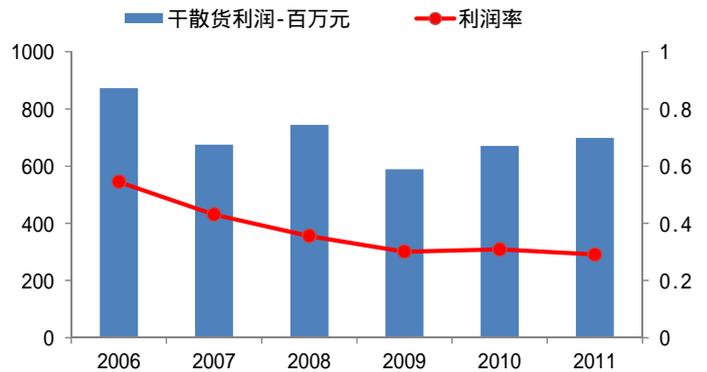
干散货：大环境不景气，业绩表现平淡

- 上港集团是上海最大的散杂货码头运营商，拥有上海港所有的散杂货公共码头。2008年罗泾二期码头完成后，该罗泾码头产能从原来2400万吨增长4380万吨，公司干散货业务量呈逐年递增态势，于此同时，干散货装卸费率却有小幅下滑。受此影响，公司近两年干散货板块收入并未出现大幅增长，占公司总收入8-11%，毛利也较为稳定，近两年总体维持在7亿元左右，占公司毛利的9-9%。
- 预计干散货板块未来仍将保持货量小幅增长的态势，但受大行业不景气影响，作业费率难以提升，板块毛利额仍保持稳定。

图表43：上港集团干散货业务吞吐量和运价



图表44：公司干散货利润和利润率



来源：国金证券研究所

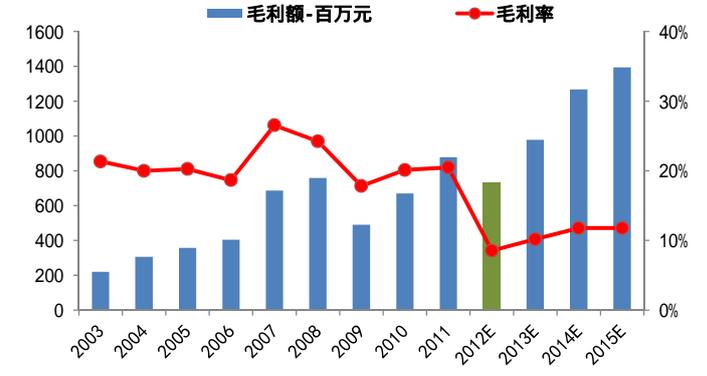
港口物流：“营改增”影响较大，短期利润小幅回落

- 港口物流服务业务是公司从传统码头业务向上游的延伸，通过提供装卸和物流的一站式服务，公司将有能力获取更多的附加值以及长期客户，上港集团将其定位于核心辅助业务。2006-2011年，板块收入保持较快增长，比重从15%增至19%。2012年“营改增”实施后，板块收支口径发生变化，外包业务纷纷计入公司的收入和支出项，受此影响，半年报收入同比增长206%，占公司收入比重猛增至42%；与此同时，由于部分成本项未能抵扣，板块成本增幅达274%，毛利下降。我们判断该板块毛利率未来将从20%的水平下滑至10%左右，预计毛利额同比下滑约1.5亿。

图表45：港口物流业务将保持较快增长



图表46：“营改增”导致2012年物流业务毛利下滑



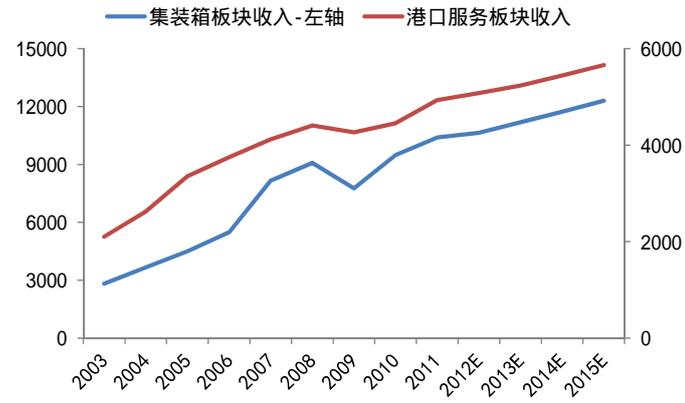
来源：国金证券研究所，公司年报数据

- 公司的未来战略是延伸上下游产业链，发挥沿江港口投资企业、航运企业和物流企业的整体竞争优势，积极推进长江流域市场开发和长江一体化物流平台的建立，我们认为未来几年该板块业务量仍将保持较快增长。

港口服务：同步于全港货量，利润增速趋缓

- 港口服务板块业务包括引航、拖带、理货代理、港口信息技术及工程技术咨询，及国际客运等，该业务板块对公司其它板块发展的起到支持、协作作用。其中引航、拖带的业务量同港口整体货量相关，价格主要由国家制定，我们之前已经预测上海港未来货量增速将会放缓，预计该板块利润将随港口吞吐量保持小幅增长。

图表47：港口服务同集装箱业务正相关



来源：国金证券研究所、公司年报

图表48：预计港口服务板块利润小幅增长（百万元）



房地产业务：业绩释放尚需等待

- 公司7月份公告则预示宝山地块（约140万平方米）即将进入开发阶段。我们预计未来2-3年房地产项目可能将为公司贡献收益(由于项目进程难以预计，暂未纳入盈利预测值)。
- 公司位于秦皇岛路和公平路之间的汇山地块（约30万平方米）已进入结算阶段，就目前发展速度来看，短期难以贡献收益。

整体逻辑：短期业绩下滑，长期增速放缓

短期：业绩或将负增长

- 2012 年全球经济受欧债危机拖累，公司吞吐量增速明显放缓，1-8 月上海港累积吞吐量增速仅为 1.4%，全年低增长已是大概率事件，集装箱板块增长乏力。
- 公司成本端有较大幅度上升，预计业绩同比下滑。
 - 港口物流业务受“营改增”影响，成本增速快于收入，利润下滑。
 - 公司 2011 年收购洋山二、三期码头导致折旧成本同比增加。2011 年上港集团收购洋山二、三期资产前，公司仅需向原所有者同盛集团交付洋山二期货量 10 元/TEU 的码头资产占用费和合计 86 亿人民币的保证金，码头折旧成本由同盛负担，完成收购后上港集团将负担折旧成本，经测算，洋山二三期码头的折旧将给公司带来每年 8.22 亿左右的费用，比收购前 3800 万左右的码头占用费高出约 7.8 亿/年，考虑到公司在 2011 年 4 月完成收购，预计实际增加折旧约 4 亿元，若包括收购事宜带来的财务成本，预计费用将增加 6-7 亿。

图表49：洋山二、三期收购前后成本测算

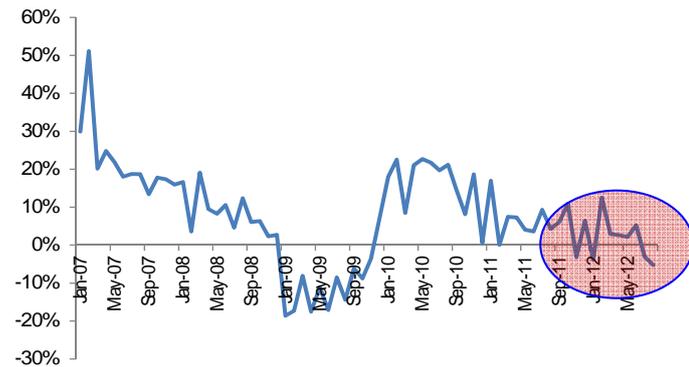
收购前洋山二期占用费测算（二期）		收购后新增折旧测算（二、三期）	
洋山二期岸吊（个）	16	土木工程（30年）	55%
作业效率（UNIT/HOUR）	24	IT 通讯（7年折旧）	1%
全年有效作业天数（天）	330	土地、水电使用权（50年）	20%
全年理论完成量（Mil Unit）	3.04	机械设备（15年）	20%
其中：40尺占比	60%	其它（10年）	4%
20尺占比	40%	-	-
全年理论完成量（百万标箱）	4.9	固定资产（亿）	200
码头资产占用费（亿）	0.49	折旧总额	8.22

注：目前洋山二期实际年吞吐量约为 380 万/年

来源：国金证券研究所，公司年报

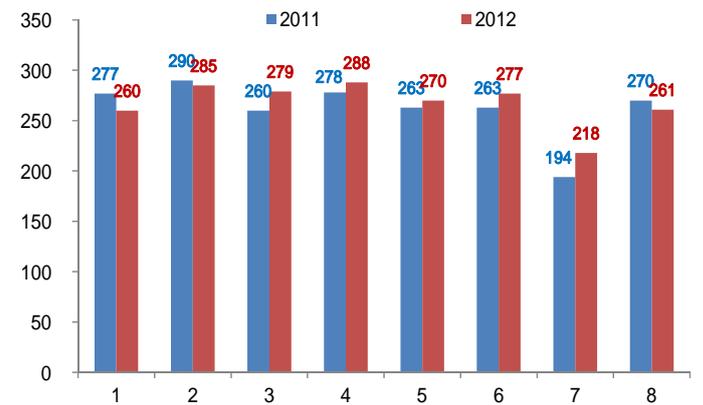
- 母公司和子公司原本享受“五减五免”、“三减三免”等税收优惠，2012 年部分公司的优惠将取消或减少。

图表50：2012 年上海港月度吞吐量增速明显趋缓



来源：国金证券研究所

图表51：2012 年 1-8 月上海港集装箱吞吐量（万标箱）

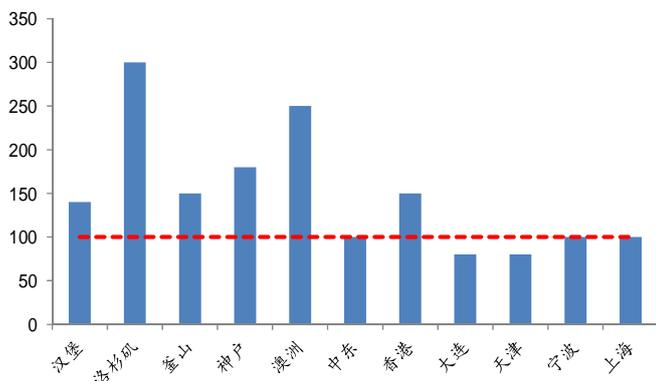


长期：货量增速放缓，弹性要看费率

- 我们认为在中国出口放缓、港口竞争加剧的大格局下，公司集装箱吞吐量增速在未来几年将会放缓，预计 2012-2014 年吞吐量增速约为 2.2%、

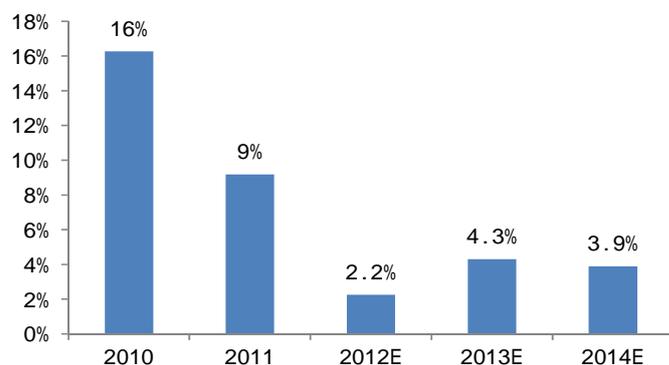
4.3%和 3.9%;

图表52: 世界部分口岸装卸费 (估计值: USD/TEU)



来源: 国金证券研究所, 上港集团官网

图表53: 2012-2015 年上海港吞吐量增速



- 洋山三期、外高桥六期投入运营时间尚短, 产能利用率不高, 公司短期营销策略仍将以开拓箱源为主, 对能带来可观箱量的大型班轮公司仍有一定诉求, 费率上涨难以实施。但中国港口费率明显低于日韩、欧美等地区, 随着上海港不断发展、成熟, 长期来看费率具备上涨空间, 能增强公司业绩弹性。

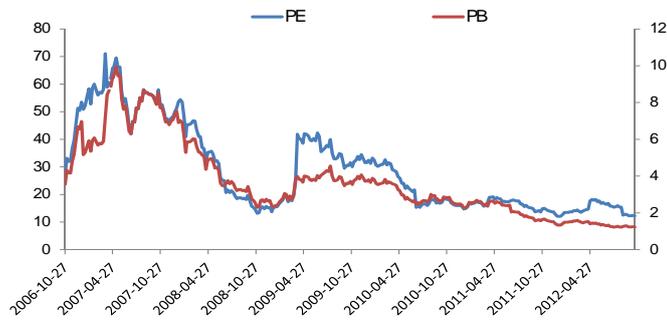
风险提示

- 投资风险主要来自全球经济恶化、中国出口数据的低于预期

估值和投资建议

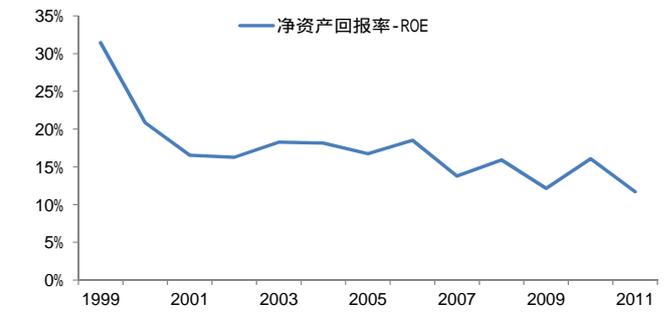
- 预计 12-14 年公司净利润分别为 44.8、48.3 和 52.6 亿，EPS 分别为 0.2、0.21、0.23 元，对应 PE 分别为 12.2、11.6 和 10.6 倍，息率 4%（假设维持 50%分红），而 A 股目前港口板块 PE 为 14.1 倍，股价有一定安全边际，我们首次给予“增持”评级，目标价 2.9 元。

图表54: 上港集团历史 PE&PB



来源: 国金证券研究所,同花顺,公司年报

图表55: 1999-2011 年上港集团 ROE



附:关键假设

图表56: 2009-2014E 上海港吞吐量&单箱作业费率

吞吐量(MIL TEU)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
吴松	299	328	224	231	233	235
外高桥	1,354	1,499	1,546	1,540	1,615	1,686
洋山	785	1,009	1,310	1,379	1,434	1,492
全港	2,465	2,873	3,135	3,206	3,338	3,469
吴松		9.6%	-31.7%	3.0%	1.0%	1.0%
外高桥		10.7%	3.2%	-0.4%	4.9%	4.4%
洋山		28.5%	29.8%	5.3%	4.0%	4.0%
全港		16.6%	9.1%	2.2%	4.1%	3.9%
单箱费率 (RMB/TEU)	315	330	332	332	335	338

来源: 国金证券研究所,公司年报

图表57: 2009-2014E 公司营业收入 &整体毛利率(2012 毛利大幅下滑部分因“营改增”影响)

收入(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
集装箱板块	7,763	9,490	10,403	10,642	11,184	11,732
干散货板块	1,960	2,174	2,405	2,254	2,368	2,488
港口物流	2,749	3,331	4,286	8,573	9,602	10,754
港口服务	4,264	4,458	4,933	5,081	5,233	5,443
收入合计	16,545	19,105	21,779	25,947	27,674	29,582
同比增速						
集装箱板块		22.2%	9.6%	2.3%	5.1%	4.9%
干散货板块		11.0%	10.6%	-6.3%	5.1%	5.1%
港口物流		21.2%	28.7%	100.0%	12.0%	12.0%
港口服务		4.5%	10.7%	3.0%	3.0%	4.0%
收入合计		15.5%	14.0%	19.1%	6.7%	6.9%
毛利率	43.9%	47.3%	45.9%	38.1%	38.1%	38.1%

来源: 国金证券研究所,公司年报

附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	16,545	19,105	21,779	25,947	27,674	29,582	货币资金	6,745	6,896	9,926	12,387	19,682	26,632
增长率		15.5%	14.0%	19.1%	6.7%	6.9%	应收款项	12,123	12,500	3,855	8,033	8,568	9,159
主营业务成本	-9,284	-10,074	-11,781	-16,062	-17,125	-18,317	存货	869	937	1,017	4,841	5,161	5,520
%销售收入	56.1%	52.7%	54.1%	61.9%	61.9%	61.9%	其他流动资产	1,975	2,222	2,712	4,159	4,266	4,385
毛利	7,261	9,031	9,998	9,884	10,549	11,265	流动资产	21,712	22,554	17,511	29,420	37,677	45,696
%销售收入	43.9%	47.3%	45.9%	38.1%	38.1%	38.1%	%总资产	34.3%	34.2%	21.0%	34.4%	42.2%	49.0%
营业税金及附加	-499	-337	-364	-450	-500	-500	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%	1.7%	1.8%	1.7%	固定资产	26,260	26,113	39,295	37,504	34,662	32,263
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	41.5%	39.6%	47.2%	43.8%	38.9%	34.6%
%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	11,583	9,739	8,190
管理费用	-1,813	-1,804	-1,957	-2,114	-2,219	-2,330	非流动资产	41,635	43,340	65,747	56,227	51,542	47,594
%销售收入	11.0%	9.4%	9.0%	8.1%	8.0%	7.9%	%总资产	65.7%	65.8%	79.0%	65.6%	57.8%	51.0%
息税前利润 (EBIT)	4,948	6,891	7,677	7,321	7,830	8,435	资产总计	63,347	65,895	83,258	85,648	89,219	93,291
%销售收入	29.9%	36.1%	35.2%	28.2%	28.3%	28.5%	短期借款	266	7,659	2,332	350	350	350
财务费用	-462	-434	-743	-849	-707	-596	应付款项	6,897	7,018	7,363	11,515	12,275	13,125
%销售收入	2.8%	2.3%	3.4%	3.3%	2.6%	2.0%	其他流动负债	9,844	4,835	5,810	3,598	3,621	3,646
资产减值损失	53	-75	-183	-183	-360	-503	流动负债	17,007	19,512	15,505	15,463	16,245	17,120
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	6,192
投资收益	222	248	282	324	372	428	其他长期负债	5,134	2,512	10,218	10,200	10,200	10,200
%税前利润	4.1%	3.1%	3.9%	4.7%	5.1%	5.4%	负债	25,181	24,434	31,914	31,854	32,636	33,512
营业利润	4,760	6,631	7,032	6,613	7,136	7,764	普通股股东权益	32,093	35,378	45,329	46,851	48,729	51,030
营业利润率	28.8%	34.7%	32.3%	25.5%	25.8%	26.2%	少数股东权益	6,073	6,083	6,015	6,943	7,854	8,749
营业外收支	623	1,272	228	228	228	228	负债股东权益合计	63,347	65,895	83,258	85,648	89,219	93,291
税前利润	5,383	7,902	7,259	6,841	7,364	7,992	比率分析						
利润率	32.5%	41.4%	33.3%	26.4%	26.6%	27.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-641	-1,290	-1,467	-1,437	-1,620	-1,838	每股指标						
所得税率	11.9%	16.3%	20.2%	21.0%	22.0%	23.0%	每股收益	0.179	0.258	0.208	0.197	0.212	0.231
净利润	4,743	6,613	5,793	5,404	5,744	6,154	每股净资产	1.529	1.685	1.992	2.059	2.141	2.243
少数股东损益	983	1,195	1,069	928	911	895	每股经营现金净流	0.059	0.392	0.318	0.193	0.471	0.480
归属于母公司的净利润	3,760	5,417	4,724	4,476	4,833	5,259	每股股利	0.094	0.108	0.118	0.130	0.130	0.130
净利率	22.7%	28.4%	21.7%	17.3%	17.5%	17.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.72%	15.31%	10.42%	9.55%	9.92%	10.31%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.94%	8.22%	5.67%	5.23%	5.42%	5.64%
净利润	4,743	6,613	5,793	5,404	5,744	6,154	投入资本收益率	9.86%	11.12%	8.99%	8.43%	8.55%	8.70%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,728	1,889	2,677	4,950	4,799	4,662	主营业务收入增长率	-8.79%	15.47%	13.99%	19.14%	6.66%	6.89%
非经营收益	-173	-578	538	485	357	301	EBIT增长率	-24.46%	39.25%	11.40%	-4.64%	6.96%	7.73%
营运资金变动	-5,063	296	-1,771	-6,446	-183	-198	净利润增长率	-18.60%	44.07%	-12.79%	-5.26%	7.98%	8.81%
经营活动现金净流	1,234	8,219	7,236	4,392	10,717	10,918	总资产增长率	7.22%	4.02%	26.35%	2.87%	4.17%	4.56%
资本开支	-1,476	-2,624	-1,589	4,849	118	-482	资产管理能力						
投资	787	22	71	0	0	0	应收账款周转天数	49.3	42.3	39.4	75.0	75.0	75.0
其他	150	177	191	324	372	428	存货周转天数	47.2	32.7	30.3	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-538	-2,426	-1,326	5,173	490	-54	应付账款周转天数	93.8	66.2	56.9	102.0	102.0	102.0
股权募资	124	14	92	0	4	0	固定资产周转天数	512.6	422.4	606.5	484.3	418.6	365.7
债权募资	3,632	-645	1,097	-5,412	0	1	偿债能力						
其他	-3,588	-3,364	-4,013	-1,692	-3,915	-3,915	净负债/股东权益	-2.99%	7.65%	12.85%	4.00%	-9.09%	-20.23%
筹资活动现金净流	168	-3,995	-2,825	-7,105	-3,912	-3,914	EBIT利息保障倍数	10.7	15.9	10.3	8.6	11.1	14.2
现金净流量	864	1,799	3,085	2,461	7,296	6,950	资产负债率	39.75%	37.08%	38.33%	37.19%	36.58%	35.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	7
增持	0	0	4	4	5
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.67	1.71	1.63

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B