国金证券 SINOLINK SECURITIES

上港集团 (600018.SH)　港口行业

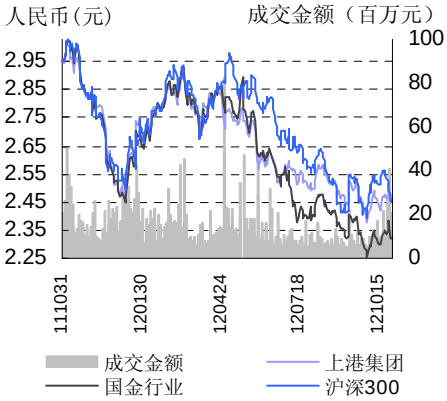
评级：增持　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：2.46 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)	559.78
年内股价最高最低(元)	3.01/2.38
沪深 300 指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1.《步入低增速时代,弹性寄望于费率》，2012.10.19

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

业绩短期下滑，预计全年 4 % 息率

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	0.205	0.218	0.237
每股净资产(元)	1.69	1.99	2.07	2.16	2.26
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	11.86	11.15	10.27
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%	-1.31%	6.33%	8.59%
净资产收益率(%)	15.31%	10.42%	9.91%	10.11%	10.46%
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

业绩简评

- 因人工、洋山折旧等主业成本上升影响，公司 3Q 主营毛利同比下滑 0.9 亿，但营业外收入大幅增长 1.5 亿使得 3Q 净利同比增加 0.7 亿至 15.6 亿元，但 1-3Q 公司实现净利 43 亿，同比仍下滑 2.83 亿。公司主要业务板块-集装箱业务预计进入低增长周期，未来主营业务利润增速的下滑也将不可避免。

经营分析

- **吞吐量&利润增速预计放缓：**上海港过去 10 年集装箱吞吐量复合增长率约为 10%，近年来受欧美需求不振、中国劳动力成本上升、贸易转移等因素影响，货量进入相对较慢的增长阶段，1-9 月上海港完成吞吐量 2422 万标箱，同比增长 1.9%，三季度完成 836 万标箱，同比下滑 1.2%；就当前经济形势来看，预计未来 2-3 年上海港集装箱吞吐量介于 2-4%之间，因集装箱板块占利润比重约 70%，公司利润增速不可避免的放缓。
- **2012 收支激增源自"营改增"**：受上海地区税收"营改增"影响，港口物流板块收入、成本的确认口径发生变化，导致公司整体收入和成本大幅增加，3Q 公司主营收入，成本分别增长 39%、76%；1-3Q 收入、成本分别增长 33%和 67%；
- **短期业绩因成本上升而有所下滑**：2011 年 4 月公司收购洋山二、三期码头后所带来的折旧和财务费用较之前缴纳港口使用费约增加 6-7 亿元。受此影响，前三季度公司毛利为 71.6 亿，同比下滑 6%，三季度成本基数效应虽已消失，毛利仍同比下滑 0.9 亿。
- **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。

盈利调整和估值建议

- 我们微调 2012-14 年公司盈利预测 46.6、49.6 和 53.8 亿，对应 EPS 分别为 0.21、0.22 和 0.24 元。公司当前 11.7 倍的 PE 估值处于底部区域，息率接近 4%（假设维持 50%分红），股价安全边际较高，而长期来看，公司费率上调具备一定空间，届时将大幅提升公司业绩。我们维持"增持"评级，目标价 2.9 元。

敬请参阅最后一页特别声明

图表1：公司三大报表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**16,545**	**19,105**	**21,779**	**25,947**	**27,674**	**29,582**
增长率		*15.5%*	*14.0%*	*19.1%*	*6.7%*	*6.9%*
主营业务成本	-9,284	-10,074	-11,781	-16,062	-17,125	-18,317
%销售收入	*56.1%*	*52.7%*	*54.1%*	*61.9%*	*61.9%*	*61.9%*
毛利	7,261	9,031	9,998	9,884	10,549	11,265
%销售收入	*43.9%*	*47.3%*	*45.9%*	*38.1%*	*38.1%*	*38.1%*
营业税金及附加	-499	-337	-364	-450	-500	-500
%销售收入	*3.0%*	*1.8%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.8%*	*1.7%*
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
管理费用	-1,813	-1,804	-1,957	-2,114	-2,219	-2,330
%销售收入	*11.0%*	*9.4%*	*9.0%*	*8.1%*	*8.0%*	*7.9%*
息税前利润（EBIT）	4,948	6,891	7,677	7,321	7,830	8,435
%销售收入	*29.9%*	*36.1%*	*35.2%*	*28.2%*	*28.3%*	*28.5%*
财务费用	-462	-434	-743	-847	-703	-590
%销售收入	*2.8%*	*2.3%*	*3.4%*	*3.3%*	*2.5%*	*2.0%*
资产减值损失	53	-75	-183	-183	-360	-503
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	222	248	282	324	372	428
%税前利润	*4.1%*	*3.1%*	*3.9%*	*4.6%*	*5.0%*	*5.3%*
营业利润	4,760	6,631	7,032	6,614	7,140	7,770
营业利润率	*28.8%*	*34.7%*	*32.3%*	*25.5%*	*25.8%*	*26.3%*
营业外收支	623	1,272	228	463	383	383
税前利润	**5,383**	**7,902**	**7,259**	**7,077**	**7,523**	**8,153**
利润率	*32.5%*	*41.4%*	*33.3%*	*27.3%*	*27.2%*	*27.6%*
所得税	-641	-1,290	-1,467	-1,486	-1,654	-1,874
所得税率	*11.9%*	*16.3%*	*20.2%*	*21.0%*	*22.0%*	*23.0%*
净利润	4,743	6,613	5,793	5,591	5,868	6,279
少数股东损益	983	1,195	1,069	929	911	896
归属于母公司的净	**3,760**	**5,417**	**4,724**	**4,662**	**4,957**	**5,383**
净利率	*22.7%*	*28.4%*	*21.7%*	*18.0%*	*17.9%*	*18.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	4,743	6,613	5,793	5,591	5,868	6,279
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,728	1,889	2,677	4,950	4,799	4,662
非经营收益	-173	-578	538	250	202	146
营运资金变动	-5,063	296	-1,771	-6,446	-183	-198
经营活动现金净流	**1,234**	**8,219**	**7,236**	**4,344**	**10,687**	**10,888**
资本开支	-1,476	-2,624	-1,589	5,084	273	-327
投资	787	22	71	0	0	0
其他	150	177	191	324	372	428
投资活动现金净流	**-538**	**-2,426**	**-1,326**	**5,408**	**645**	**101**
股权募资	124	14	92	0	4	0
债权募资	3,632	-645	1,097	-5,412	0	1
其他	-3,588	-3,364	-4,013	-1,692	-3,915	-3,915
筹资活动现金净流	**168**	**-3,995**	**-2,825**	**-7,105**	**-3,912**	**-3,914**
现金净流量	**864**	**1,799**	**3,085**	**2,648**	**7,420**	**7,075**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	6,745	6,896	9,926	12,574	19,994	27,069
应收款项	12,123	12,500	3,855	8,033	8,568	9,159
存货	869	937	1,017	4,841	5,161	5,520
其他流动资产	1,975	2,222	2,712	4,159	4,266	4,385
流动资产	21,712	22,554	17,511	29,607	37,989	46,134
%总资产	*34.3%*	*34.2%*	*21.0%*	*34.5%*	*42.4%*	*49.2%*
长期投资	5,748	7,190	6,980	6,980	6,980	6,980
固定资产	26,260	26,113	39,295	37,504	34,662	32,263
%总资产	*41.5%*	*39.6%*	*47.2%*	*43.7%*	*38.7%*	*34.4%*
无形资产	9,129	9,694	19,297	11,583	9,739	8,190
非流动资产	41,635	43,340	65,747	56,227	51,542	47,594
%总资产	*65.7%*	*65.8%*	*79.0%*	*65.5%*	*57.6%*	*50.8%*
资产总计	**63,347**	**65,895**	**83,258**	**85,835**	**89,531**	**93,728**
短期借款	266	7,659	2,332	350	350	350
应付款项	6,897	7,018	7,363	11,515	12,275	13,125
其他流动负债	9,844	4,835	5,810	3,598	3,621	3,646
流动负债	17,007	19,512	15,505	15,463	16,245	17,120
长期贷款	3,040	2,409	6,191	6,191	6,191	6,192
其他长期负债	5,134	2,512	10,218	10,200	10,200	10,200
负债	**25,181**	**24,434**	**31,914**	**31,854**	**32,636**	**33,512**
普通股股东权益	32,093	35,378	45,329	47,037	49,040	51,465
少数股东权益	6,073	6,083	6,015	6,944	7,855	8,751
负债股东权益合计	**63,347**	**65,895**	**83,258**	**85,835**	**89,531**	**93,728**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.179	0.258	0.208	0.205	0.218	0.237
每股净资产	1.529	1.685	1.992	2.067	2.155	2.262
每股经营现金净流	0.059	0.392	0.318	0.191	0.470	0.478
每股股利	0.094	0.108	0.118	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	11.72%	15.31%	10.42%	9.91%	10.11%	10.46%
总资产收益率	5.94%	8.22%	5.67%	5.43%	5.54%	5.74%
投入资本收益率	9.86%	11.12%	8.99%	8.40%	8.51%	8.65%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.79%	15.47%	13.99%	19.14%	6.66%	6.89%
EBIT增长率	-24.46%	39.25%	11.40%	-4.64%	6.96%	7.73%
净利润增长率	-18.60%	44.07%	-12.79%	-1.31%	6.33%	8.59%
总资产增长率	7.22%	4.02%	26.35%	3.10%	4.31%	4.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.3	42.3	39.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	47.2	32.7	30.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	93.8	66.2	56.9	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	512.6	422.4	606.5	484.3	418.6	365.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.99%	7.65%	12.85%	3.64%	-9.58%	-20.80%
EBIT利息保障倍数	10.7	15.9	10.3	8.6	11.1	14.3
资产负债率	39.75%	37.08%	38.33%	37.11%	36.45%	35.75%

来源：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	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.43**	**1.50**	**1.54**	**1.53**

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为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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B