

2013年5月14日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元) 3.2

上港集团 (600018.SH)

Buy 买入

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2013/5/14)	2.75		
上证综指(2013/5/14)	2217.01		
股价 12 个月高/低	2.99/2.38		
总发行股数(百万)	22755.18		
A 股数(百万)	20990.80		
A 市值(亿元)	625.77		
主要股东	上海市国有资产监督管理委员会(40.80%)		
每股净值(元)	2.14		
股价/账面净值	1.28		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.6	-5.5	-1.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

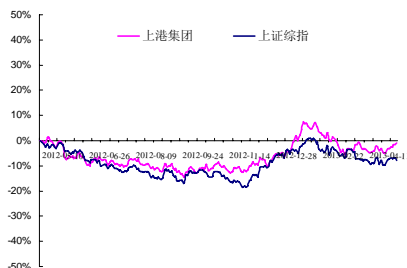
产品组合

港口物流	44.16%
集装箱码头	31.86%
散货码头	7.71%
港口服务	15.41%
其他	0.86%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	90.3%

股价相对大盘走势



主业增速平缓, 自由贸易区有望给公司注入动力 结论与建议:

公司是上海主要的码头经营企业, 承担上海市全年港口货物吞吐量的 68.2%, 其中集装箱装卸业务占比达到 100%。公司主要利润的来源是集装箱码头业务, 虽然受全球经济复苏缓慢影响, 货物吞吐量增速放缓, 但是公司立足上海辐射长江, 作为枢纽港口的地位长期稳固, 并有望受益于自由贸易区建设, 目前估值较低, 2013 和 2014 年 PE 为 11.8 和 10.6 倍, 股息率达到 4.8%, 建议长线投资者买入。

■ **年度和季度业绩:** 2012 年公司货物吞吐量 5.02 亿吨, YoY 增长 3.7%, 实现营收 283.81 亿元, YoY 增长 30.3%, 净利润 49.69 亿元, YoY 增长 5.19%。2013 年 1 季度公司货物吞吐量 1.3 亿吨, YoY 增长 7.8%, 实现营收 61.9 亿元, YoY 增长 8.61%, 净利润 10.19 亿元, YoY 提高 10.14%, 扣除增值税返还的不可比影响后利润增长水准约为 3%。

■ **经营分析:** 2012 年: 由于国际经济的低迷, 公司货物吞吐量增长缓慢。但是由于营业税改增值税影响, 公司原属表外的代理业务收入计入表内, 使得营收大幅增长而毛利率大幅下滑, 计入增值税返还部分后, 营改增政策对于公司业绩没有实质性影响。且并表洋山码头 2、3 期带来了较多的折旧和费用, 在集运市场低迷的情况下给公司造成一定的拖累, 但是 4 季度结转的房地产收入 4.48 亿元弥补了成本提高的不足, 使得全年的利润仍然实现了增长。2013 年 1 季度: 公司货物吞吐量增速有所加快, 但主要来源于水水中转的增长, 进出口货物吞吐量增速仍然有限, 利润基本平稳增长。

■ **分业务情况:** 码头服务: 运量和运价持续低迷对公司的吞吐量及堆存保管费用方面继续产生负面影响, 但是鉴于航运市场已经在底部运行了 2 年, 进一步向下的空间也不大, 我们预计该业务利润持平去年。港口服务: 作为配套码头服务等主业的港口服务业务, 预计年内利润也是基本持平去年。港口物流业务: 虽然占比不高(约为 8%), 但是由于国内物流行业发展较快, 预计年内利润增长保持在 2 成左右。房地产业务: 汇山、宝山和海门 3 个地块近 5 年为利润贡献期, 预计近 2 年汇山和宝山地块贡献利润每年在 5 亿元左右(占公司净利润的比重约为 10%) 在码头服务主业发展缓慢情况下, 成为公司的利润稳定器。

■ **盈利预测:** 预计 2013 和 2014 年公司实现净利润 53.71 和 59.48 亿元, YoY 增长 8%和 10%, EPS 为 0.236 和 0.261 元, 对应 P/E 为 11.8 和 10.6 倍。公司长三角地区枢纽港地位长期稳固, 并有望受益于自由贸易区建设, 目前估值在同业中较低, 股息率达到 4.8%, 建议长线投资者买入。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3760	5417	4724	4969	5371	5948
同比增减	%	-18.60%	44.07%	-12.79%	5.19%	8.08%	10.75%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.18	0.26	0.208	0.218	0.236	0.261
同比增减	%	-18.60%	44.07%	-19.55%	5.19%	8.08%	10.75%
A 股市盈率 (P/E)	X	15.52	10.77	13.39	12.73	11.78	10.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.09	0.11	0.12	0.13	0.14
股息率 (Yield)	%	3.67%	3.38%	3.88%	4.24%	4.82%	4.86%

公司介绍

公司由原上海港务局改制成立，是中国大陆地区最大的港口集团。2005年7月由上海市国资委、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评估净资产约130亿人民币出资，招商局码头（吉亚投资有限公司）以现金55.7亿出资，集团改制为股份有限公司。公司2006年10月吸收合并上港集箱，2011年4月向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，实现了集团资产的整体上市。

公司主营码头服务业务（包括集装箱码头和散货码头）、港口物流业务和港口服务业务，承担上海市全年港口货物吞吐量的68.2%，集装箱装卸业务占比达到100%，集装箱吞吐量已连续三年保持世界第一，且水水中转比例已经达到了42.8%。

公司的**集装箱码头**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。并沿长江流域辐射内地，在江阴、南京、九江、武汉、长沙、重庆和宜宾拥有合资码头。**散杂货码头**主要分布在罗泾、吴淞和龙吴三大港区，有散杂货泊位62个，堆场138万平方米以及仓库15万平方米。

目前公司的主要收入来源仍然是集装箱码头业务。

图 1、公司营收构成

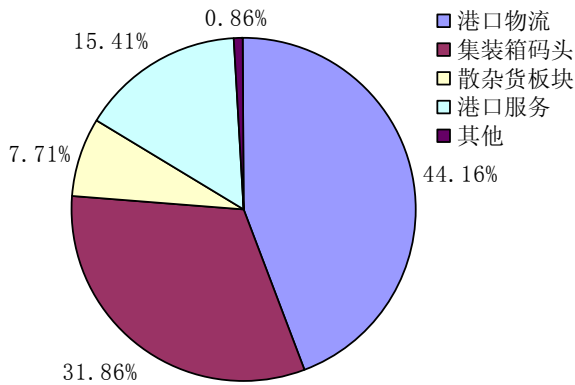


图 2、公司毛利额构成

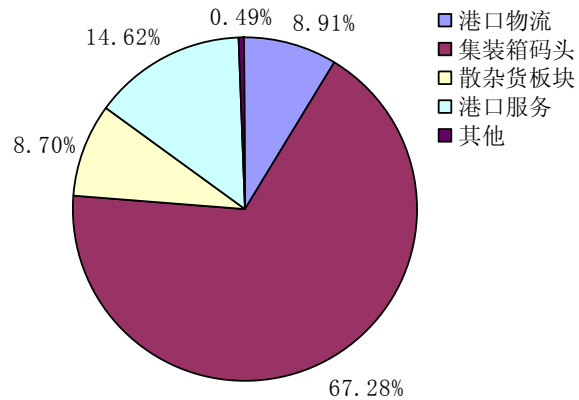
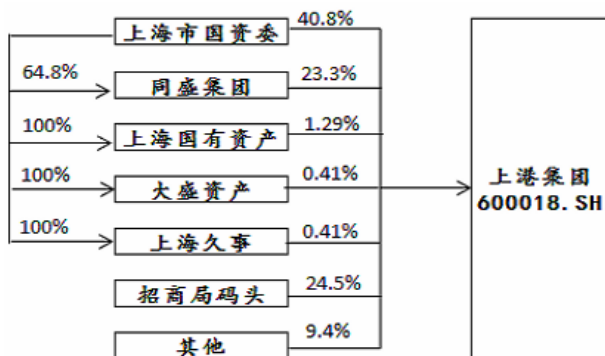


图 3、公司股权结构



资料来源：公司公告

公司业绩

2012年全年利润增长5.19%，受益于营改增获得的增值税退税和地产结算收益

2012年公司完成货物吞吐量5.02亿吨，同比增长3.7%。其中，散杂货吞吐量完成1.85亿吨，同比增长3.5%；集装箱吞吐量完成3252.9万标准箱，同比增长

2.5%。

全年公司实现营业收入 283.81 亿元，同比增长 30.31%，剔除营改增因素影响，按同口径计算，同比增长 3.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 49.69 亿元，同比增长 5.19%。

毛利率：由于营改增政策的实施，公司物流服务业务中的代理收入业务由表外计入表内，带来的影响就是帐面营收大幅增长 30.3%，而毛利率下滑了 13.83 个百分点至 32.07%。**费用：**公司 2011 年收购洋山深水港 2、3 期增加了折旧费用 0.8 亿元，而人力成本方面也增长了 1.1 亿元。**税收返还和投资收益：**虽然由于营改增拉低了毛利，但是获得了增值退税 4.35 亿元，且上海银汇房地产发展有限公司的汇山项目全年结算了投资收益 4.48 亿元，因此在经济和航运市场较为低迷的 2012 年公司仍然实现了利润的正增长。

2013 年 1 季度公司完成货物吞吐量 1.3 亿吨，同比增长 7.8%。其中，散杂货吞吐量完成 5161.8 万吨，同比增长 12.4%；集装箱吞吐量完成 780.2 万标准箱，同比增长 3.5%。

1 季度公司实现营收 64.9 亿元，YOY 增长 8.61%，实现净利润 10.19 亿元，YOY 增长 10.14%，扣除增值税返还的不可比影响后（本期确认了 2012 年 12 月和 2013 年前 2 月的增值税返还，而去年同期仅确认 1 个月），利润增长水准约为 3%。

2013年1季度公司货物吞吐量同比增长7.8%，净利润增长10.14%

码头服务

集装箱码头：由于集运企业利润不容乐观，集装箱码头业务预计难言改善，全年利润持平可能性较大

作为上海市唯一的集装箱码头服务企业，以外贸集装箱装卸为主（占比约 90%），受益国内进出口规模的高速增长，以及上海作为国内航运枢纽的重要地位，该业务的收入和毛利率的波动同全国及上海的进出口总额高度相关。

表 1、公司主要集装箱码头

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

资料来源：公司公告

受到经济增速放缓和净出口总额下降的影响，航运业持续低迷，大部分公司出

现亏损，对上港集团的吞吐量及堆存保管费用的谈判方面产生比较大的负面影响。在集装箱码头收入方面 2011 和 2012 年分别表现出同比增速放缓至 9.6%和下降 3.2%，而毛利率这连续两年出现下降，2012 年受到收入下降和并表洋山 2、3 期的带来的成本提高影响而降至 54.96%。

从今年 1 季度的情况来看，虽然集装箱吞吐量增速为 3.5%，相比去年同期略有好转，但是由于集装箱运价继续走跌，集运企业全年依然可能亏损，将对于港口装卸费用更加敏感，公司集装箱装卸业务难言改善。

但是目前国际航运的市场状况已经在谷底徘徊了 2 年，虽然难以实质改善，但是继续走坏的可能性也不大，我们预计公司的集装箱装卸业务全年利润持平。

从长期来看，**内涵发展方面**：公司目前积极提高洋山三期的利用率，短期提高装卸费的可能性不大，但是公司的装卸费目前仍然低于香港和全球其他较发达国家的水准，随着进出口增长及自由贸易区建设的推进，仍然有提升的空间。**外延方面**：公司目前在建设洋山四期，拟建设 7 个 5 万—7 万吨级集装箱泊位，占用岸线长 2800 米，设计年吞吐量 400 万标准箱，规划 2015 年底基本完成。此外也考虑在其他地区（包括其他国家）收购合适的码头资源。

散杂货码头业务年内利润预计持平

公司散货码头主要分布在罗泾、吴淞和龙吴三大港区。2012 年实现营收 24.39 亿元，YOY 增长 1.4%，占据公司营收和利润分别为 8.7%和 7.7%。

受到经济增速和煤炭及铁矿石近期的需求改善不明显，及国际散货运价持续低位影响，该业务年内预计货物吞吐量仅能保持 5%左右的增速，装卸费用率受制于船公司的亏损难以出现改善，预计全年利润基本持平去年。

图 4、集装箱码头收入

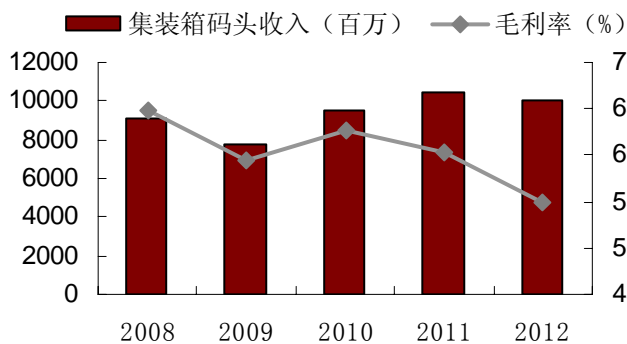


图 6、公司月度集装箱吞吐量（万标箱）

图 5、全国进出口总额及增速

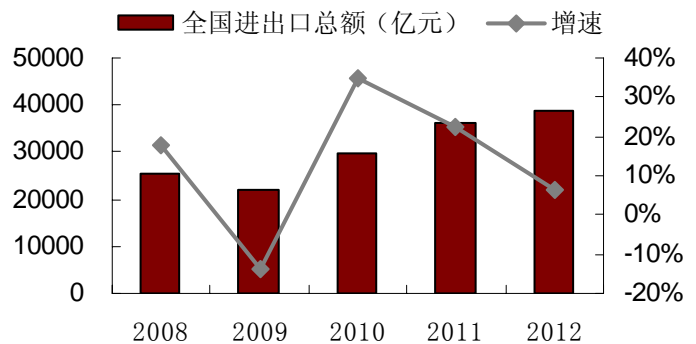


图 7、中国出口集装箱运价水准

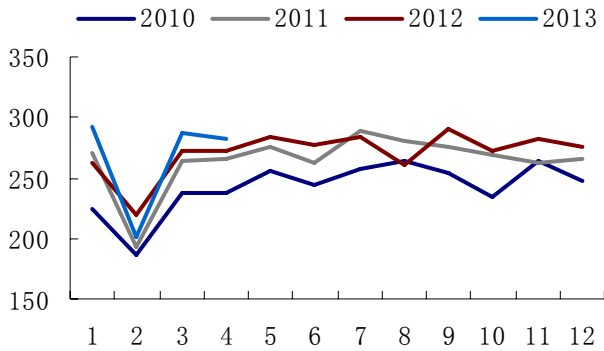
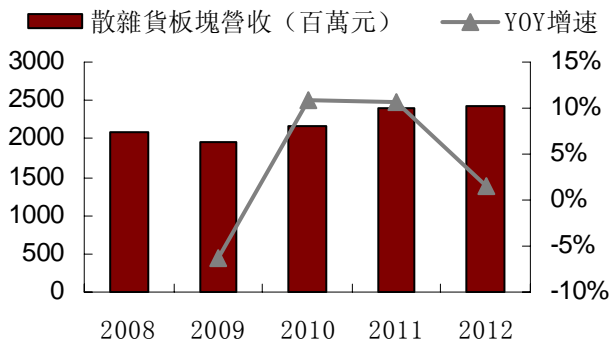


图 8、公司散杂货业务营收及增速



资料来源：公司公告

港口服务

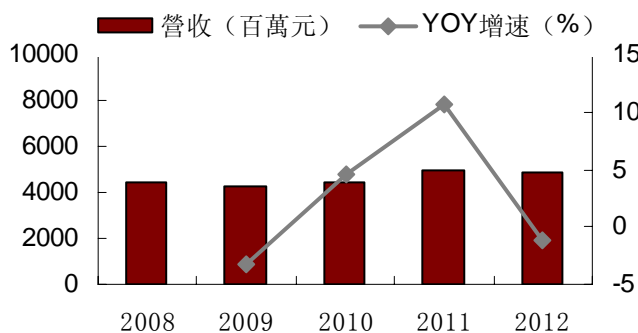
该业务营收增速和公司其他业务尤其码头服务业务增速高度相关，预计今年的收入和利润持平去年或小幅增长

上港集团旗下引航、拖轮、理货等港口服务产业，为集装箱、散杂货和物流产业发展发挥重要的支持保障作用。2012 年该业务收入 48.71 亿元，YOY 减少 1.24%。

该业务是主营业务的配套服务业务，其营收增速和公司其他业务尤其是集装箱业务的增速高度相关，毛利率方面基本稳定在 25%左右的水准。

受到出口和国际航运恢复缓慢的影响，该业务预计营收和利润持平去年或小幅增长的水准。

图 10、港口服务营业收入及增速



资料来源：公司公告

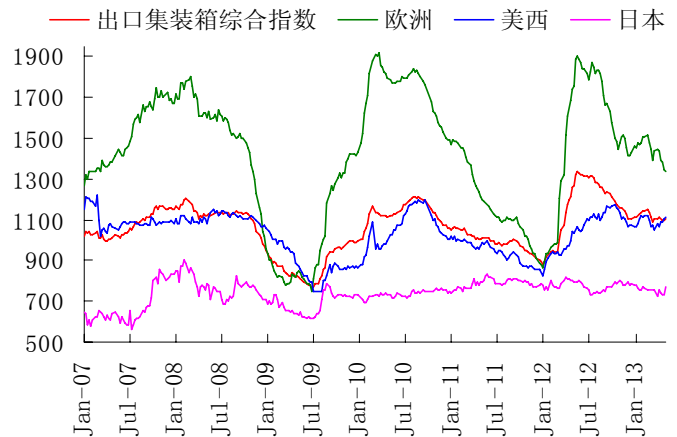


图 9、公司散杂货业务毛利率

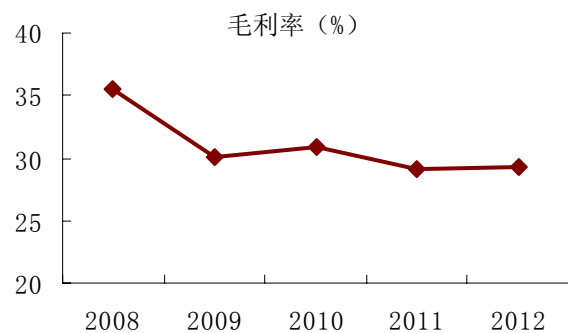
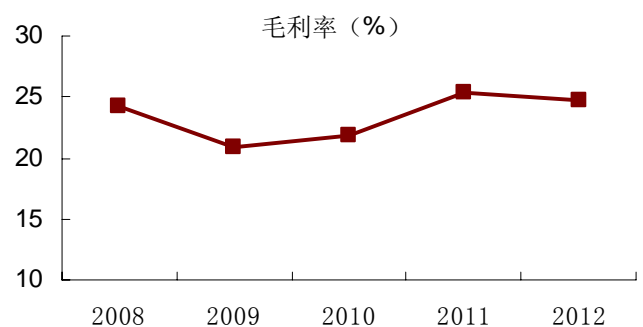


图 11、港口服务业务毛利率



港口物流

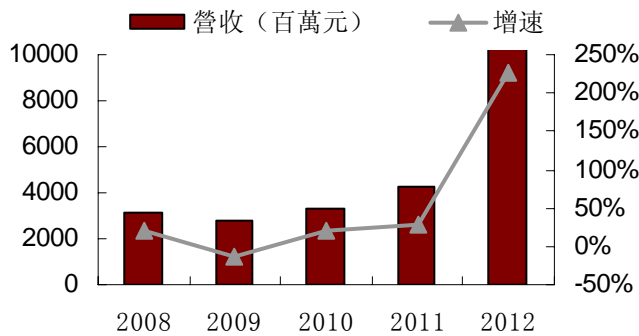
港口物流是未来发展较快的业务，未来利润增速有望保持在20%左右

公司港口物流服务业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、物流管理软件发展等全方位的物流业务。公司有着港口的资源优势，将区域分散的物流产业资源进行整合，延伸港口物流产业链。

2012年由于营改增，公司的各项代理业务由之前的收支差额改为全额计入营收，使得该业务的营收大幅增长至139.6亿元，成为公司目前公司营收的最大部分，但是毛利大幅下降至5.25%。

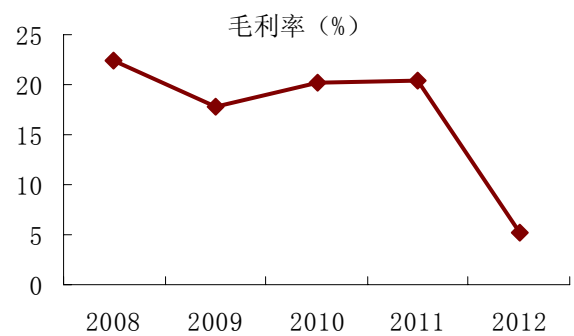
未来一段时间公司将集中力量发展港口物流业务，且国内物流业务发展迅速，近几年的利润增速基本都在20%左右，预计未来仍然能够保持该水准。

图 12、港口物流营收及增速



资料来源：公司公告

图 13、港口物流业务毛利率



房地产业务

房地产业务是未来5年内的业务稳定器

公司目前有3个主要的在建项目，结算时间是从2012年开始的5年内，预计近2013及2014年汇山和宝山地块贡献利润每年在5亿元左右（占公司净利润的比重约为10%）在码头服务主业发展缓慢情况下，是近5年利润的稳定器。

汇山地块

位于虹口区秦皇岛路和公平路之间的汇山地块（总建筑面积约53万平方米），由上港集团和方兴地产合资的银汇房地产发展有限公司合资建设，双方占比各为50%，建设区域分为东、中、西三个部分，建设办公、商业、会议、酒店以及游艇港池在内的所有设施，是北外滩最高端商业地产项目上海港国际客运中心。

专案2009年启动，2012-2015年为结算阶段，2012年该地块已结转西块办公楼14#以及15#B楼，实现归属公司的投资收益达到4.485亿元。预计2013-2015年平均每年结算的归属公司投资收益约为4亿元左右。

宝山地块（上港十四区）

该地块由全资子公司上港集团瑞泰发展有限责任公司承建“上港滨江城”。规划总用地面积约77.62公顷，建设住宅50.38万平方米，商业办公建筑面积约33.46万平方米，绿化用地28.91万平方米，道路广场用地13.25万平方米，其他用地面积6.67万平方米。

项目已于2012年9月开工，预计的结算周期在2014-2017年，估计平均每年贡献的净利润约为5亿元。

海门地块

2012年12月公司和方兴地产旗下的威旺置业有限公司合作竞得发海门路55号地块（东至海门路，南至东大名路，西至公平路，北至东长治路），公司占50%股权合作开用于建设商务和办公专案，规划建筑面积约为20万平米，成交价56.8亿元，楼面地价2.3万元，用于汽车物流产业延伸、海外专案拓展等多元化项目，预计贡献利润要在2015年后。

自由贸易区

上海自由贸易区将在中长期推动公司的发展

2013年3月底，国务院总理李克强在上海考察了外高桥保税区，并表示鼓励支持上海在现有综合保税区基础上，研究如何试点先行，在28平方公里内，建立一个自由贸易区试验区，有望最快与本月上报国务院，在下半年开始实施。

届时上海在转口贸易、货币兑换、贸易货物储存、离境购物免税方面将有更大的发展，公司作为上海最主要的港口企业，将长期受益。

盈利预测

预计2013和2014年公司实现净利润53.71和59.5亿元，YoY增长8%和10%，EPS分别为0.236和0.261元，对应动态P/E为11.8和10.6倍。公司长三角地区枢纽港地位长期稳固，并有望受益于自由贸易区建设，目前估值在同业中较低，股息率达到4.8%，建议长线投资者买入。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业额	16545	19105	21779	28381	30688	34370
经营成本	9284	10074	11781	19279	20520	22959
营业税金及附加	499	337	364	230	227	258
销售费用	0	0	0	0	1	0
管理费用	1813	1804	1957	2206	2309	2475
财务费用	462	434	743	780	834	894
营业利润	4760	6631	7031	6557	7350	8290
营业外收入	688	1285	245	644	726	750
营业外支出	65	13	17	13	12	15
税前利润	5383	7902	7259	7188	8064	9025
所得税	641	1290	1467	1349	1710	1985
少数股东权益	943	1156	1029	870	983	1091
净利润	3760	5417	4724	4969	5371	5948

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	6745	6896	9926	8977	10737	13923
存货净额	869	937	1017	2971	3268	3594
应收帐款净额	12280	12969	4124	4181	4599	5059
流动资产合计	21712	22554	17511	18905	21404	25376
长期投资净额	3977	5644	5590	7530	9037	10844
固定资产合计	23234	22110	36187	36452	40097	44107
在建工程	3002	4003	3107	1713	2056	2261
其他非流动资产合计	11421	11583	20864	22503	24753	27228
非流动资产合计	41635	43340	65747	68198	75943	84441
资产总计	63347	65895	83258	87103	97346	109817
流动负债合计	17007	19512	15505	16165	17135	25371
长期负债合计	8174	4921	16409	17350	16482	15658
负债合计	25181	24434	31914	33514	33617	41029
少数股东权益	6073	6083	6015	5853	6836	7927
归属于母公司所有者权益	32093	35378	45329	47736	50058	52934

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	1234	8219	7236	6542	7196	7915
投资活动产生的现金流量净额	-1093	-4073	-1381	-4230	-3807	-3427
筹资活动产生的现金流量净额	169	-3982	-2803	-3257	-1629	-1303
现金及现金等价物净增加额	310	151	3030	-949	1760	3186

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。