

## UBS Investment Research

### 上港集团

#### 短期内股价存在预期过高风险

##### ■ 股价自8月23日以来已反弹262%

8月22日国务院宣布已正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区。受此消息刺激，上港集团股价自8月23日以来连续上涨，已经反弹了262%。

##### ■ 我们认为短期内股价存在预期过高风险

我们在之前报告中已指出自贸区的设立对上港有三点潜在影响：1）如果实施15%所得税试点，则可能增厚上港业绩约7%；2）长期来看有望提升上港的箱量增长空间；3）或带来上港相关土地价格升值。我们估算上港洋山港的土地使用权约为2300元/平方米，外高桥、宝山等港区的土地由于历史上行政划拨土地使用权，估算成本为500-600元/平方米的较低水平。我们认为不论是箱量提升还是土地升值的利好均是长期影响因素，且土地升值能否转换为贴现现金流需要看上港的地产开发节奏，当前股价可能包含了过高于期。

##### ■ 国际比较：不同国家地区的自贸区各有特点

我们看到不同国家和地区采取的自贸区具体模式和政策各有特点，通常与自身的地理特点、经济禀赋和发展路径相配合：韩国模式是自贸区带动城市发展，新加坡模式是自贸区加上自贸协定，迪拜模式是多个自贸区相辅相成。

##### ■ 估值：下调评级至“卖出”，维持目标价4.33元

我们维持目标价4.33元。我们的目标价按现金流贴现部分加总法得出（WACC 8.3%），对应2013年PE18倍。我们认为当前股价可能存在预期过高风险，我们下调评级至“卖出”。后续需待自贸区细则出台，我们将紧密跟踪进一步的政策并进行评估。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	21,778.86	28,381.02	31,619.51	33,798.98	35,755.15
息税前利润 (UBS)	7,493.18	6,569.72	6,914.51	7,195.25	7,466.62
净利润 (UBS)	4,477.21	4,812.47	5,368.47	6,017.65	6,215.49
每股收益 (UBS, Rmb)	0.20	0.21	0.24	0.26	0.27
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.12	0.13	0.14	0.14	0.15

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	31.8	23.1	21.9	21.3	20.9
ROIC (EBIT) %	15.4	12.0	12.5	13.0	13.3
EV/EBITDA (core) x	11.6	7.2	15.7	14.9	14.2
市盈率 (UBS) (x)	23.9	12.7	27.6	24.6	23.8
净股息收益率 (%)	2.8	5.0	2.2	2.2	2.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月13日18时26分的股价 (Rmb6.51) 得出。

#### 饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

## 全球证券研究报告

中国

运输服务

12个月评级 **卖出**  
之前：**买入**

12个月目标价 **Rmb4.33/US\$0.71**  
**保持不变**

股价 **Rmb6.51/US\$1.06**

路透代码: 600018.SS 彭博代码600018 CH

2013年9月16日

#### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb6.89-2.38/US\$1.13-0.38

市值 Rmb148十亿/US\$24.2十亿

已发行股本 22,755百万 (ORDA)

流通股比例 38%

日均成交量 (千股) 77,989

日均成交额(Rmb 百万) Rmb418.1

#### 资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb49.4十亿

市净率 (UBS) 3.0x

净现金 (债务) (Rmb13.6十亿)

#### 预测回报率

预测股价涨幅 -33.5%

预测股息收益率 2.8%

预测股票回报率 -30.7%

市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 -39.4%

#### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.04	0.04	0.05	0.04
Q2	0.06	0.06	0.07	0.06
Q3E	0.06	0.06	0.06	0.05
Q4E	0.07	0.07	0.07	0.06
12/13E	0.24	0.24	0.24	
12/14E	0.26	0.26	0.26	

#### 股价表现 (Rmb)



www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第10页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

## 乐观情景假设

我们假设1) 2013年集装箱总吞吐量同比增长9% (基准假设: YOY, +6%), 单箱收入同比增加2% (基准假设: YOY,+1%); 2) 2013年干散货总吞吐量同比增长5% (基准假设: YOY,+3%), 平均装卸费率同比上涨20% (基准假设: YOY, 0%); 3) 房地产平均售价上涨20%, 则我们估算公司每股估值为4.85元。

## 悲观情景假设

我们假设1) 集装箱总吞吐量同比上升3%, 单箱收入同比持平, 2) 干散货总吞吐量同比持平, 平均装卸费率同比下降2%, 3) 房地产均价下跌20%, 则我们估算公司每股估值为3.56元。

自由贸易区已经在世界上不少国家和地区得到实施, 特别是外向型经济中。我们对韩国、迪拜和新加坡的自贸区模式, 可以看到, 不同国家和地区采取的自贸区具体模式和政策是有差别的, 通常是与自身的地理特点、经济禀赋和发展路径相配合。而从实施结果来看, 共同点是促进了进出口的发展, 并带动了自贸区乃至更大范围内新兴产业的发展, 如金融、高科技、物流、造船等。

## 韩国模式: 自贸区带动城市发展

从1945-1961年, 韩国摆脱日本的殖民统治, 并在美国和联合国的经济支持下, 进入了经济恢复阶段。从1962年到1992年, 朴正熙上台后连续实施了6个五年计划, 其中便包括“各地区均衡发展”、“划时代的扩大出口”和“加紧重工业建设”等目标, 在三十年内将人均国民生产总值由87美元大幅提升到6757美元。但是由于国内经济的局限性, 韩国开始加大对外出口并加入了世界经济合作与发展组织, 从1997年亚洲金融危机后更是追求改变经济模式的发展, 于是韩国开始发展自由贸易区由此促进国内经济的复苏。

韩国有仁川、釜山镇海、光阳湾圈、黄海、大邱庆北、新万金和群山等6个自由经济区, 其中釜山港承担了最多的集装箱吞吐量。韩国在2001年将釜山港和光阳港开辟为自由贸易区, 除了减免税收等基本条款之外, 其他自贸区政策主要为降低进出口船舶停靠、转运的费用和支持建设国际新都市, 自贸区的建立主要是为了平稳国家经济和改变经济发展模式, 因此建设国际新都市变成为了政策中的亮点。韩国自贸区大力支持和鼓励建设外国人生活和工作圈, 修建度假修养区和外国教育、医疗设施。

表1: 自由贸易区减免税政策

入驻资格	作为国企或者 100% 外资企业或者合作企业外国人股份占 10% 以上
支援对象	外国人投资企业
减免税收条件	制造业 1 千万美元以上，物流业 5 百万美元以上 3年内100%减免法人税、所得税、取得税、登记税、财产税、综合土地税，后2年内减免 50%
减免税收	免除入驻企业迁入自贸区外国物品的关税 入驻企业迁入的物品及自贸区内企业间往来实行附加价值税零税率政策 免除临时收入附加税、酒税、特别消费税、交通税、农特税、教育税

数据来源：釜山镇海经济自由区域厅网站

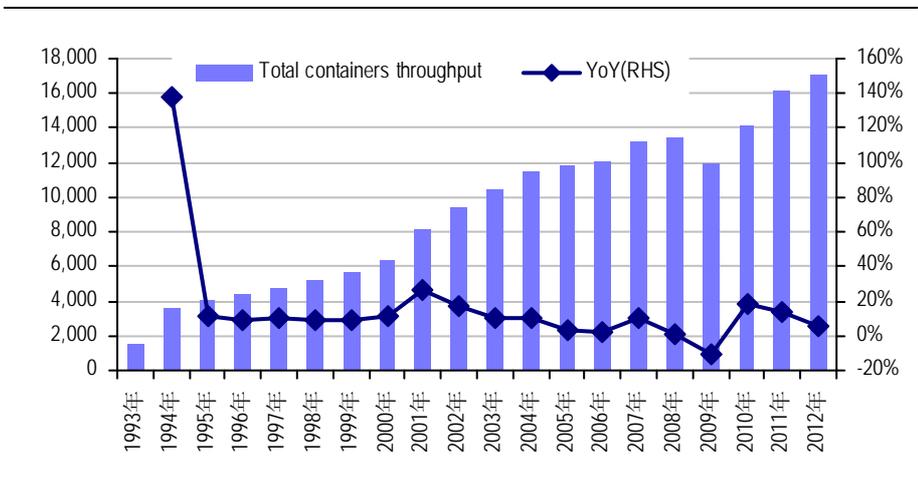
表2: 国际新都市建设计划

位置	釜山广域市江西区鸣旨洞一带
规模	4,483,000 m <sup>2</sup>
事业期间	2010 年~2020 年
主要设施	国际业务、金融园区、会展、大学、外国人学校、外国人医院、R&D 中心、酒店、居住园区等

数据来源：釜山镇海经济自由区域厅网站

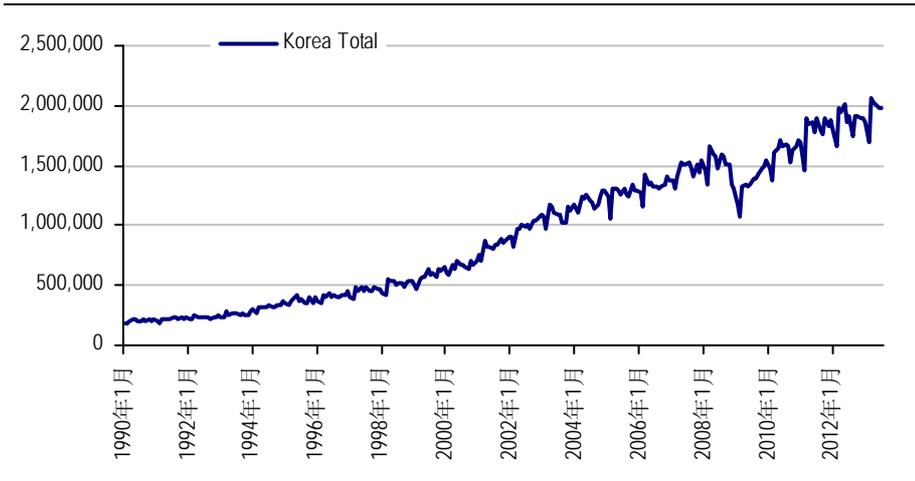
釜山港自2001年建立自贸区后箱量有明显上升，增速保持平稳。随着不同地区自由贸易的发展釜山港集装箱吞吐量由2001年全国吞吐量的81%下降到2012年占全国吞吐量76%，有效分散了釜山旧港的运输压力，更大促进了全国范围内的箱量增长。釜山港设计年吞吐量为600万TEU，而2012年集装箱吞吐量已经达到1704万TEU。

图1: 釜山港集装箱吞吐量（单位：'000TEU）和吞吐量增速



数据来源：釜山港务局

图2:韩国集装箱吞吐量 (单位: TEU)



数据来源: CEIC

### 新加坡模式: 自由港 + 自贸协议

新加坡是一个海岛型的城市国家, 优越的地理位置和丰富的劳动力资源使得新加坡在百余年时间里都是世界重要的自由港口。自然资源的相对匮乏和国内市场的狭小驱使国家坚持外向型经济发展。1965年新加坡独立, 开始进行产业结构的大规模调整, 着重于吸引外国资本的引进和旅游、交通运输等行业的发展。到了70年代末, 新加坡劳动力成本快速上升, 加上众多发达国家进行贸易保护, 迫使新加坡实施税制改革、放松金融管制等措施, 从此跨入整体外向型经济高度发展的时期。

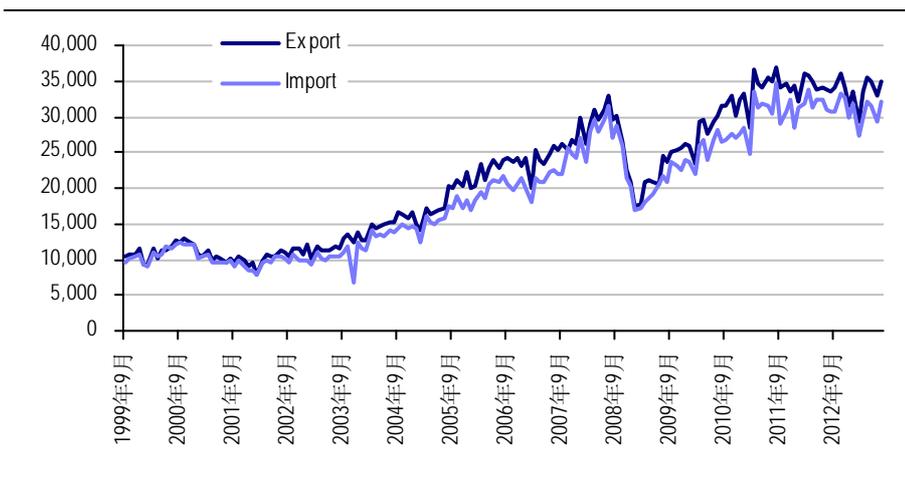
新加坡与不同国家和地区签订诸多自由贸易协定来界定贸易的自由度。自1993年与东南亚国家联盟签订了第一个自由贸易协议 (FTA) 以来, 一共有19个国家或地区与新加坡签订自贸协议, 涉及到25个合作伙伴。主要有东盟自贸协议, 东盟-中国自贸协议, 中国自贸协议, 美国自贸协议, 日本自贸协议, 澳洲自贸协议等。协议内容主要涉及到关税减免、金融自由、投资自由等。

表3: 新加坡各个自贸协议情况

协议	开始实施时间	主要税收优惠措施	主要投资优惠政策
东盟自贸协议 (AFTA)	1993年1月1日	出口产品到东盟地区享受0%-5%关税优惠	开放对所有行业的投资, 提高资金、专业技术人员和科技的流通性, 提高投资政策和管理的透明度, 减免投资流程
东盟-中国自贸协议 (ACFTA)	2007年7月1日	到2010年, 总体上90%出口到东盟六国和中国的产品享受关税减免	提高与东盟和中国主要在农业、ICT、HRD、投资和湄公河流域发展的合作, 加快包括新加坡-昆明铁路项目在内的11个投资项目
中国自贸协议(CSFTA)	2009年1月1日	到2010年1月1日, 有95%出口到中国产品享受零关税, 产品主要包括石油化学制品、加工食品和电子产品	对不同合作方有不同的合作协议
美国自贸协议(USSFTA)	2004年1月1日	对于电子产品、精密仪器、化工产品、加工食品和原产国为新加坡的纺织产品享受减免税	对于进行投资, 发放股利、利息, 分管理费用、技术支持费用和付款等项目提供完全的资金自由
日本自贸协议(JSEPA)	2002年11月30日	对于几乎所有出口产品享受零关税	对大部分企业提供投资自由, 其中投资者不仅限于新加坡国籍或新加坡控股公司, 还包括新加坡永久居民以及在新加坡有重要运营部门的企业
澳洲自贸协议(SAFTA)	2003年7月28日	所有新加坡出口产品享受零关税	主要为投资提供便利和进行保护

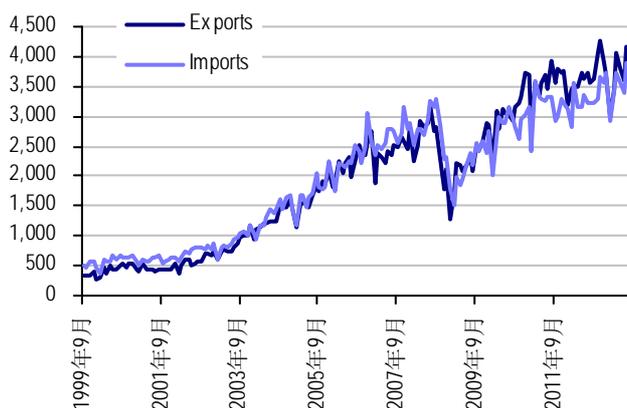
数据来源: 新加坡自贸区网站

图3: 新加坡进出口贸易量 (单位: 百万美元)



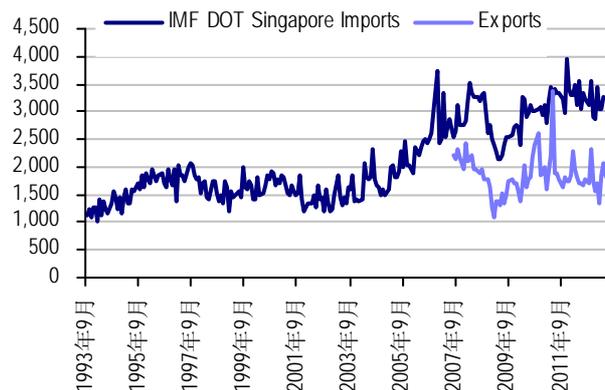
数据来源: Bloomberg

图4:新加坡进出口中国贸易量 (单位: 百万美元)



数据来源: Bloomberg

图5:新加坡进出口美国贸易量 (单位: 百万美元)



数据来源: Bloomberg

### 迪拜模式: 多个自贸区相辅相成

迪拜是中东的全球性商业大都市, 迪拜港地处亚欧非三大洲的交汇点, 是中东地区最大的自由贸易港, 特别是转口贸易发达。目前杰拜勒-阿里自由贸易区 (JAFZ) 是城市收入的主要贡献者, 而传统的石油业务仅占其总GDP的6%。1985年, 阿里自由贸易区成立, 迪拜进入贸易高速发展时期。迪拜现有12个自由贸易区, 在建自贸区6个。每个自贸区都承担了不同的职责, 比如机场自贸区、金融自贸区、海关自贸区、物流自贸区等。

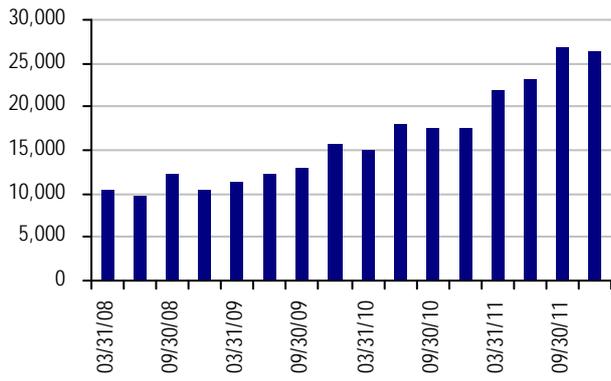
表4:迪拜主要自由贸易区对比

自贸区	地点	主要企业	主要税收优惠	主要投资优惠	其他优势
杰拜勒-阿里自贸区	坐落在中东最大港口杰拜勒-阿里港附近	6000多家企业, 主要包括电子、化学、医药、食品饮料等行业	零企业税, 零免进口和再出口关税	可设立外国独资企业, 无外汇管制, 无雇用外国员工限制	迪拜最大的自贸区, 1996年就获得ISO 9001:2000认证, 成为世界上第一个获得ISO认证的自贸区
迪拜机场自由贸易区	坐落在迪拜国际机场	1600多家企业, 行业覆盖航空、运输和物流、IT、医药、制造业、食品、珠宝和化妆品等	零进出口税, 零企业税, 零个税	可设立外国独资企业, 可将资产和盈利100%输送回国, 无外汇管制	提供24小时物流服务, 世界一流的设施和基础建设, 同时也直接提供政府服务, 如移民、海关、商贸局等
金融自贸区	坐落在迪拜中心位置	800多家企业, 主要为银行业、保险业、财富管理企业	50年零营业税和所得税, 在阿联酋地区成立的机构可以广泛享受“避免双重征税”协定	提供投资平台和专业技术人员, 可设立外国独资企业, 无外汇管制, 有高度的法制自由, 全透明的运营环境	拥有自己的民事和商业法律法规, 一整套金融服务法律和独立的司法体系, 准许进行一系列金融服务活动并允许实施兼顾资本结构灵活性的各种法律类型, 建立“城中城”有一流的办公空间、零售店、酒店、艺术馆和居民区

数据来源: 迪拜自贸区网页

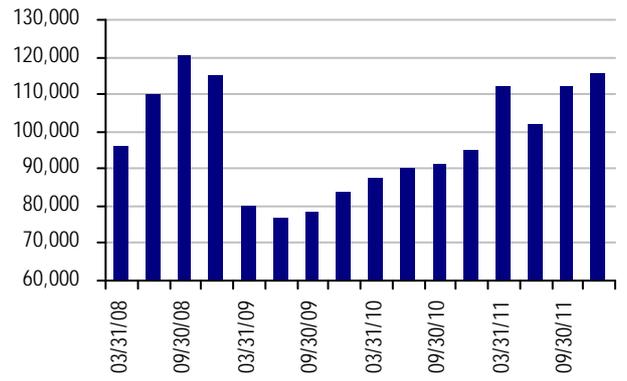
迪拜自贸区内政策主要包括: 1、外资可100%独资。2、外国公司享受50年免除所得税, 期满后还可再延长15年的免税期。3、资本和利润可自由汇出, 不受任何限制。4、无个人所得税。5、进口完全免税。6、货币可自由兑换, 不受限制。我们认为迪拜自贸区的政策主要亮点为鼓励外商投资, 不受阿联酋公司法中规定的外资49%, 内资51%条款的限制, 该措施大大提升了外资企业特别是500强企业进入迪拜自贸区的热情, 截止到2012年已经有1600多家国际公司入驻自贸区。

图6: 迪拜直接出口额 (单位: 百万/AED)



数据来源: Bloomberg

图7: 迪拜直接进口额 (单位: 百万/AED)



数据来源: Bloomberg

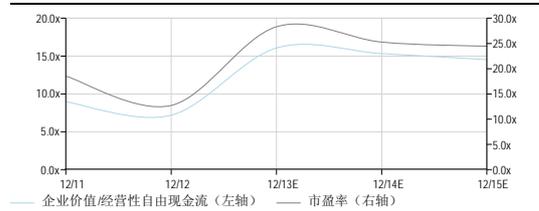
损益表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	19,105.45	21,778.86	28,381.02	31,619.51	11.4	33,798.98	6.9	35,755.15	5.8
营业费用 (不含折旧)	(10,475.21)	(11,792.34)	(18,993.77)	(21,843.05)	15.0	(23,628.52)	8.2	(25,199.96)	6.7
息税折旧摊销前利润 (UBS)	8,630.25	9,986.52	9,387.25	9,776.46	4.1	10,170.46	4.0	10,555.19	3.8
折旧	(1,814.01)	(2,493.34)	(2,817.53)	(2,861.95)	1.6	(2,975.21)	4.0	(3,088.57)	3.8
营业利润 (息税前利润, UBS)	6,816.24	7,493.18	6,569.72	6,914.51	5.2	7,195.25	4.1	7,466.62	3.8
其他盈利和联营公司盈利	73.43	91.73	1,141.36	1,505.26	31.9	1,993.50	32.4	2,065.97	3.6
净利息	(390.48)	(651.17)	(731.60)	(764.06)	4.4	(770.70)	0.9	(747.14)	-3.1
非正常项目 (税前)	1,403.13	325.53	208.36	(13.29)	-	(13.29)	0.0	(13.29)	0.0
税前利润	7,902.31	7,259.27	7,187.84	7,642.42	6.3	8,404.76	10.0	8,772.16	4.4
税项	(1,289.69)	(1,466.56)	(1,348.53)	(1,402.40)	4.0	(1,536.89)	9.6	(1,681.59)	9.4
税后利润	6,612.61	5,792.71	5,839.31	6,240.01	6.9	6,867.87	10.1	7,090.57	3.2
非正常项目 (税后)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
少数股东/优先股股息	(1,195.49)	(1,068.53)	(870.05)	(884.83)	1.7	(863.51)	-2.4	(888.37)	2.9
净利润 (本地会计准则)	5,417.12	4,724.18	4,969.26	5,355.18	7.8	6,004.36	12.1	6,202.20	3.3
净利润 (UBS)	4,324.13	4,477.21	4,812.47	5,368.47	11.6	6,017.65	12.1	6,215.49	3.3
税率 (%)	16.32	20.20	18.76	18.35	-2.2	18.29	-0.4	19.17	4.8
不计非正常项目税率 (%)	15.48	20.65	20.70	20.79	0.4	21.79	4.8	22.79	4.6
每股 (Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.26	0.21	0.22	0.24	7.8	0.26	12.1	0.27	3.3
每股收益 (UBS)	0.21	0.20	0.21	0.24	11.6	0.26	12.1	0.27	3.3
每股股息净值	0.11	0.12	0.13	0.14	7.8	0.14	-1.3	0.15	3.3
每股现金收益	0.29	0.31	0.34	0.36	7.9	0.40	9.3	0.41	3.5
每股账面净值	1.69	1.99	2.10	2.17	3.5	2.33	7.2	2.45	5.4
资产负债表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	26,113.35	39,294.89	38,165.46	38,090.00	-0.2	38,527.17	1.1	38,846.63	0.8
无形固定资产净值	7,183.61	13,778.37	13,281.83	13,334.84	0.4	13,128.97	-1.5	12,927.46	-1.5
净营运资本 (包括其他资产)	9,358.32	3,505.09	5,709.65	5,829.16	2.1	6,193.98	6.3	6,365.37	2.8
其他负债	(2,512.29)	(2,217.77)	(2,055.05)	(2,055.05)	0.0	(2,055.05)	0.0	(2,055.05)	0.0
运营投入资本	40,142.98	54,360.58	55,101.89	55,198.95	0.2	55,795.08	1.1	56,084.40	0.5
投资	7,189.97	6,980.07	10,632.94	13,632.94	28.2	14,132.94	3.7	14,632.94	3.5
运用资本总额	47,332.95	61,340.65	65,734.83	68,831.89	4.7	69,928.02	1.6	70,717.34	1.1
股东权益	35,378.35	45,328.52	47,735.87	49,403.97	3.5	52,958.52	7.2	55,809.40	5.4
少数股东权益	6,082.79	6,015.10	5,852.90	5,852.90	0.0	5,852.90	0.0	5,852.90	0.0
总股东权益	41,461.15	51,343.62	53,588.77	55,256.87	3.1	58,811.42	6.4	61,662.30	4.8
净债务 / (现金)	5,871.80	9,997.03	12,146.06	13,575.02	11.8	11,116.59	-18.1	9,055.04	-18.5
其他视同债务的减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
运用资本总额	47,332.95	61,340.65	65,734.83	68,831.89	4.7	69,928.02	1.6	70,717.34	1.1
现金流量表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	6,816.24	7,493.18	6,569.72	6,914.51	5.2	7,195.25	4.1	7,466.62	3.8
折旧	1,814.01	2,493.34	2,817.53	2,861.95	1.6	2,975.21	4.0	3,088.57	3.8
营运资本变动净值	296.34	(1,950.81)	(1,772.81)	(533.45)	-69.9	(432.79)	-18.9	(424.84)	-1.8
其他 (经营性)	248.03	354.67	304.60	968.42	217.9	1,429.06	47.6	1,477.56	3.4
经营性现金流 (税前/息前)	9,174.62	8,390.38	7,919.04	10,211.43	28.9	11,166.73	9.4	11,607.91	4.0
收到 / (支付) 利息净值	(390.48)	(651.17)	(731.60)	(764.06)	4.4	(770.70)	0.9	(747.14)	-3.1
已付股息	(1,973.14)	(2,457.56)	(2,685.11)	(3,049.19)	13.56	(3,758.53)	23.26	(4,132.79)	9.96
已缴付税项	(1,289.69)	(1,466.56)	(1,348.53)	(1,402.40)	4.0	(1,536.89)	9.6	(1,681.59)	9.4
资本支出	(2,624.38)	(1,588.57)	(1,607.99)	(3,076.73)	91.3	(3,076.73)	0.0	(3,076.73)	0.0
并购/处置净值	0.00	0.00	0.00	585.42	-	613.02	4.7	636.99	3.9
其他	(1,628.67)	(160.29)	(2,832.45)	(3,048.58)	7.6	(545.10)	-82.1	(545.10)	0.0
股份发行	13.50	91.50	59.50	0.00	-	0.00	-	0.00	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	1,281.75	2,157.73	(1,227.14)	(544.13)	-55.7	2,091.80	-	2,061.55	-1.4
外汇/非现金项目	(593.34)	(6,282.96)	(921.89)	(884.83)	-4.0	366.63	-	0.00	-100.0
资产负债表净债务增加/减少	688.41	(4,125.23)	(2,149.03)	(1,428.96)	-33.5	2,458.43	-	2,061.55	-16.1
核心息税折旧摊销前利润	8,630.25	9,986.52	9,387.25	9,776.46	4.1	10,170.46	4.0	10,555.19	3.8
维护资本支出	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	0.0	(0.10)	0.0	(0.10)	0.0
维护营运资本净支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	8,630.15	9,986.42	9,387.15	9,776.36	4.1	10,170.36	4.0	10,555.09	3.8

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言,所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

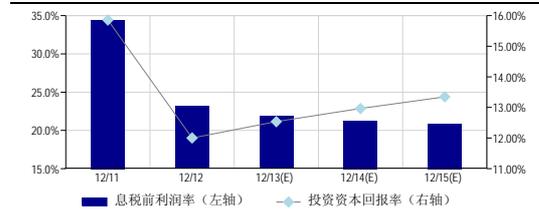
公司概况

上海国际港务(集团)股份有限公司是上海港唯一的公共码头运营商。公司母港上海港 2011 年货物吞吐量、集装箱吞吐量均居世界首位。其主营业务包括港口集装箱、散杂货的装卸生产、港口服务和港口物流业务。

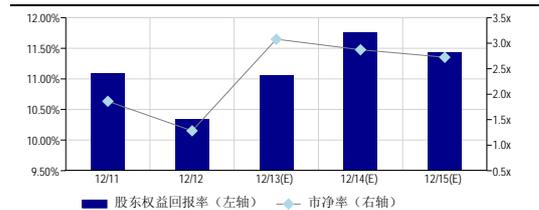
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



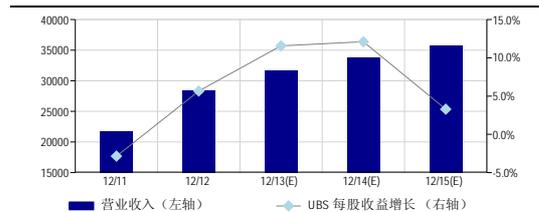
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	20.6	17.6	12.3	27.7	24.7	23.9
市盈率 (UBS)	23.9	18.5	12.7	27.6	24.6	23.8
股价/每股现金收益	15.9	11.9	8.0	18.0	16.5	15.9
净股息收益率 (%)	2.8	3.2	5.0	2.2	2.2	2.3
市净率	2.7	1.9	1.3	3.0	2.8	2.7
企业价值/营业收入 (核心)	4.8	4.1	2.4	4.8	4.5	4.2
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	11.6	9.0	7.2	15.7	14.9	14.2
企业价值/息税前利润 (核心)	15.4	11.9	10.3	22.2	21.1	20.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	11.6	9.0	7.2	15.7	14.9	14.2
企业价值/运营投入资本	2.4	1.9	1.2	2.8	2.7	2.7

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	82,490.61	61,250.76	148,136.2	148,136.2	148,136.2
+ 少数股东权益	6,048.95	5,934.00	5,852.90	5,852.90	5,852.90
+ 平均净债务 (现金)	7,934.41	11,071.55	12,860.54	12,162.49	10,085.82
+ 养老金义务及其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
- 非核心资产价值	(6,980.07)	(10,632.94)	(13,632.94)	(14,132.94)	(14,632.94)
核心企业价值	89,493.90	67,623.37	153,216.7	152,018.6	149,442.0

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	11.8	14.0	30.3	11.4	6.9	5.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	3.7	15.7	-6.0	4.1	4.0	3.8
息税前利润 (UBS)	0.6	9.9	-12.3	5.2	4.1	3.8
每股收益 (UBS)	3.2	-2.8	5.7	11.6	12.1	3.3
每股现金收益	5.9	6.6	7.6	7.9	9.3	3.5
每股股息净值	7.1	11.1	11.6	7.8	-1.3	3.3
每股账面净值	10.2	18.2	5.3	3.5	7.2	5.4

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	42.0	45.9	33.1	30.9	30.1	29.5
息税前利润/营业收入	31.8	34.4	23.1	21.9	21.3	20.9
净利润 (UBS) /营业收入	20.2	20.6	17.0	17.0	17.8	17.4

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	15.4	15.9	12.0	12.5	13.0	13.3
税后投资资本回报率	-	12.6	9.5	9.9	10.1	10.3
净股东权益回报率	11.6	11.1	10.3	11.1	11.8	11.4

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	14.7	11.8	10.0	10.2	11.1	11.9
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.9	1.9
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	58.6	60.0	63.4	61.2	53.9	53.9
净债务/息税折旧摊销前利润	0.9	1.0	1.3	1.4	1.1	0.9

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
营业收入/固定资产	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
营业收入/净营运资本	11.3	10.1	NM	NM	NM	73.6

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
资本支出/营业收入 (%)	9.2	7.3	5.7	9.7	9.1	8.6
资本支出/折旧	0.9	0.6	0.6	1.1	1.0	1.0

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	19.8	22.1	25.4	27.5	21.0	16.2
净债务/(净债务 + 权益)	16.5	18.1	20.3	21.6	17.3	14.0
净债务 (核心) /企业价值	6.3	8.9	16.4	8.4	8.0	6.7

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年09月13日 18时26分的股价 (Rmb6.51) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

饶呈方

分析师

S1460511080004

jean.rao@ubssecurities.com

+86-213-866 8805

## ■ 上港集团

上海国际港务（集团）股份有限公司是上海港唯一的公共码头运营商。公司母港上海港2011年货物吞吐量、集装箱吞吐量均居世界首位。其主营业务包括港口集装箱、散杂货的装卸生产、港口服务和港口物流业务。

## ■ 风险声明

上港集团面临的风险包括美国经济衰退和全球经济放缓所引发的国内出口放慢、来自周边港口（宁波、釜山、高雄等）的更加激烈的竞争以及可转债所带认购期权潜在的摊薄影响。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	45%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

**主要定义**

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

**处于观察期 (UR)** : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

**例外和特殊案例**

**英国和欧洲投资基金的评级和定义:** 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE):** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司:** 饶呈方。

**涉及报告中提及的公司的披露**

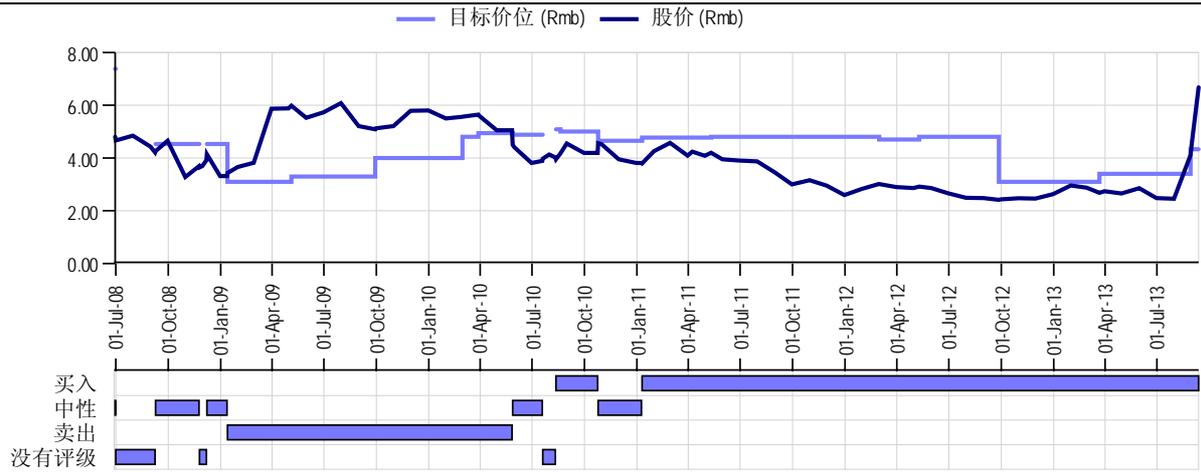
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上港集团	600018.SS	买入	不适用	Rmb6.68	2013年09月12日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上港集团 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月12日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。意大利:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发言人。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。