

上港集团 (600018)

证券研究报告

2017年01月03日

多元业务终结果，业绩增量超预期

以集装箱为主的外贸型港口

上市公司主业囊括港口集装箱、大宗散货和件杂货的装卸生产，以及与港口生产有关的港口服务以及港口物流业务。1H2016 数字显示，港口物流以 81.9 亿元、48%的收入占据成为上市公司最重要的收入来源，集装箱业务则占据 35%，二者合计占据公司接近八成的收入份额；而港口服务、散杂货业务与其他业务分别占据公司收入的 5%、5%与 7%。

宏观放缓叠加宁波分流，今年收入利润趋于平稳

上市公司实际收入体量的增长自 2012 年起就已经转入低速通道，每年增长在个位数。而在细分口径下，散杂货业务增速从 2013 年起就始终低于集装箱业务。究其根本，公司在货物与集装箱业务上的分化一是受宏观经济影响，进出口乏力，港口全行业业绩低迷；另一方面，宁波港与上海港共享长三角腹地，近年来在货物尤其是大宗散杂货上的分流效应明显，因此宏观环境与分流效应二者合力，是上港集团近年收入与利润增速放缓的主要原因。

地产板块有望释放大量利润

2017 年宝山长滩项目陆续结售，预计将释放 30 亿左右净利润，该项目将成为公司净利润边际增长的主要来源。其中住宅与商业板块作为盈利的主要来源，住宅设施整体建筑面积约 50 万平方米，商业建筑面积约 36.5 万平方米，我们根据上海长滩周边价格及草根调研结果，谨慎假设其住宅建筑出售单价在 4.6 万元/平方米，商用建筑出售价在 4.1 万元/平方米，计算得到其项目出售收入总计为 379.7 亿元，贡献净利润 30.6 亿元。

多元业务多点开花

金融方面，公司参股上海银行，持股 6.48%。定增完成后，2015 年参股上海银行为公司带来 9.40 亿投资收益，1H2016 记 5.29 亿元，预计未来每年提供 10 亿以上投资收益；同时公司 2014 年公布员工持股计划，以 4.33 元/股价格共计发行 4.2 亿股，解禁日期为 2018 年 6 月。从多元与改革角度看，上港集团始终走在上海本地大型国企前列。

投资建议

公司传统港口主业稳定，2017 年业绩边际增量来源于上海长滩项目的收入与利润结算，预计将为公司带来 30 亿元的净利润增长，我们预测公司 2016-2018 年净利润增速分别为 -7.3%、47.4%与 4.8%，对应 EPS 分别为 0.26、0.39 与 0.41 元/股，业绩释放后股息率有望达到 4%，给予买入评级，6 个月目标价 6.5 元。

风险提示：地产项目结算时间低于预期；宏观经济超预期下滑

投资评级

行业	交通运输/港口
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	5.12 元
目标价格	6.5 元
上次目标价	元

基本数据

总股本(百万股)	23,173.67
流通股本(百万股)	22,755.18
总市值(百万元)	118,649.21
流通 A 股市值(百万元)	116,506.52
每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	42.80
一年内最高/最低(元)	6.50/4.48

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	28,778.70	29,510.83	29,980.90	56,504.33	57,567.13
增长率(%)	2.19	2.54	1.59	88.47	1.88
EBITDA(百万元)	12,626.20	12,316.71	12,791.82	18,676.68	19,766.86
净利润(百万元)	6,766.55	6,562.45	6,082.39	8,966.85	9,398.42
增长率(%)	28.75	(3.02)	(7.32)	47.42	4.81
EPS(元/股)	0.29	0.28	0.26	0.39	0.41
市盈率(P/E)	17.53	18.08	19.51	13.23	12.62
市净率(P/B)	2.17	1.99	1.94	1.80	1.68
市销率(P/S)	4.12	4.02	3.96	2.10	2.06
EV/EBITDA	12.30	12.83	9.71	6.44	5.91

资料来源：wind，天风证券研究所



1. 传统主业趋于稳定

■ 长三角典型腹地港口，全球集装箱第一大港

上海港位于我国海岸线中点，与长江“黄金水道”交汇，毗邻全球东西向国际航道主干线，以经济最为发达的长江三角洲和长江流域为经济腹地，从地理、人文、经济等方面皆占据最优质条件。上海港作为典型的腹地型港口，覆盖中国制造业链条最为成熟且发达的江浙沪地区，决定了其主要经营范围为附加值较高的集装箱外贸业务。根据英国劳氏日报给出的 2015 年全球集装箱港口排名，上海港以当年 3660-3690 万 TEU 的吞吐量排名世界第一。

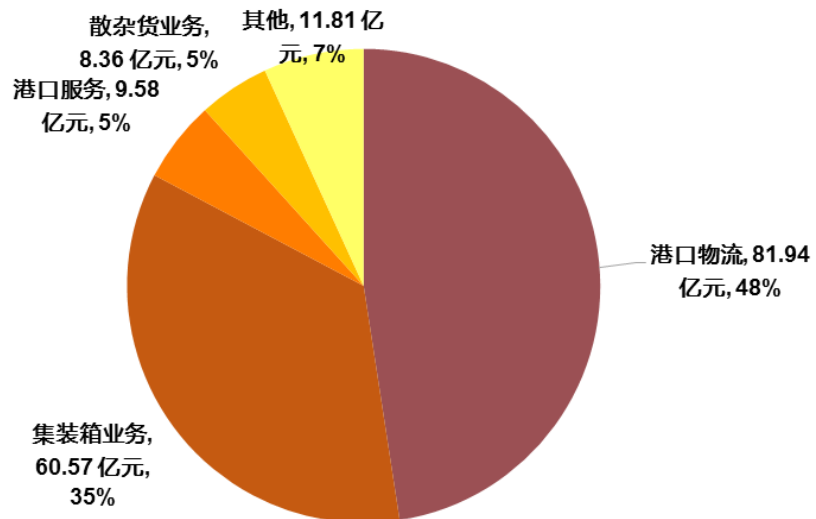
表 1: 2015 全球集装箱港口排名

排名	港口	国家	集装箱吞吐量 (万 TEU)	同比 (%)
1	上海	中国	3660-3690	4.1~5.0
2	新加坡	新加坡	3480~3510	2.7~3.6
3	深圳	中国	2430~2450	2.5~3.4
4	宁波-舟山	中国	2160-2180	12.1~13.2
5	香港	中国	2130-2150	-4.2~-3.3
6	釜山	韩国	1925-1940	3.2~4.0
7	广州	中国	1740-1755	4.7~5.6
8	青岛	中国	1712-1728	5.7~6.7
9	迪拜	阿联酋	1655-1670	8.9~9.9
10	天津	中国	1490-1505	6.2~7.3

资料来源：劳氏日报，天风证券研究所

具体到上市公司，主要资产包括外高桥共六期码头、洋山港共三期码头、军工路、张华浜码头等。主业则囊括港口集装箱、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。1H2016 数字显示，港口物流以 81.9 亿元、48% 的收入占据成为上市公司最重要的收入来源，集装箱业务则占据 35%，二者合计占据公司接近八成的收入份额；而港口服务、散杂货业务与其他业务分别占据公司收入的 5%、5% 与 7%。

图 1: 1H2016 上港集团收入结构



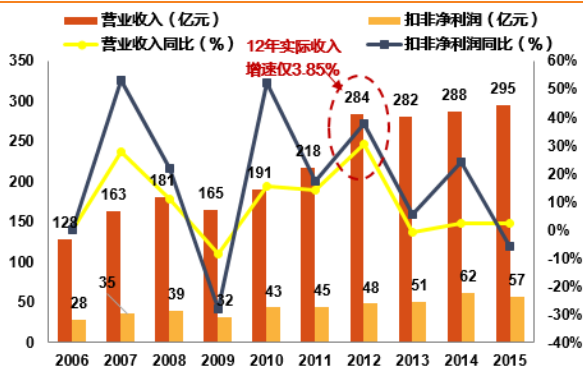
资料来源：wind，天风证券研究所

■ 宏观放缓叠加宁波分流，今年收入利润趋于平稳

回顾公司过去几年经营与业绩情况，从货物吞吐量来看，14年1月起至今，大多数月份同比增速均在0之下徘徊，而集装箱业务整体景气度较好。收入与净利方面，排除2012年由于营改增导致的营业收入口径变化带来的高速增长（收入账面增速30.3%，但若放在同口径下观察，当年仅增长3.85%），故而我们可以看到，上市公司实际收入体量的增长自2012年起就已经转入低速通道，每年增长在个位数。而在细分口径下，散杂货业务增速从2013年起就始终低于集装箱业务。

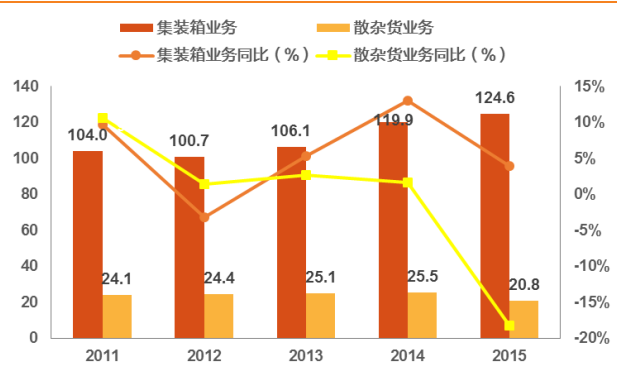
究其根本，公司在货物与集装箱业务上的分化一是受宏观经济影响，进出口乏力，港口全行业业绩低迷；另一方面，宁波港与上海港共享长三角腹地，近年来在货物尤其是大宗散杂货上的分流效应明显，因此宏观环境与分流效应二者合力，是上港集团近年收入与利润增速放缓的主要原因。

图 2：1H2016 上港集团收入与净利润同比



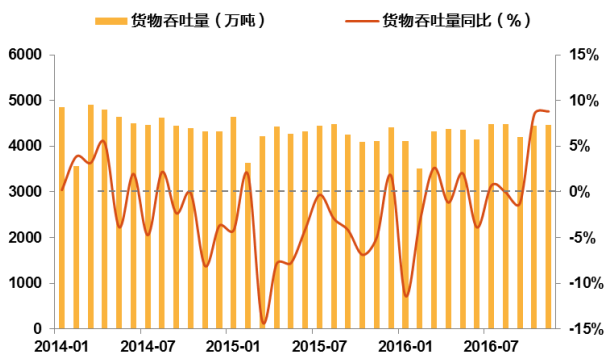
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2011-2015 集装箱业务收入 VS 散杂货业务收入



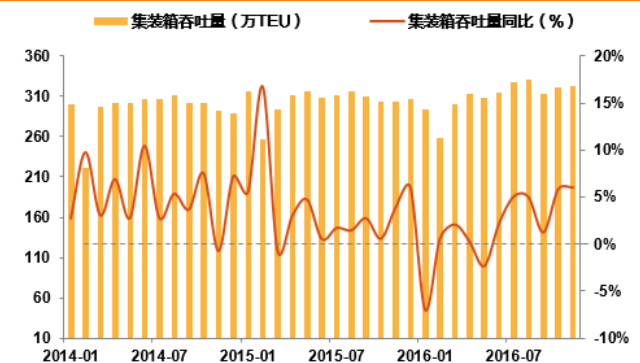
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2014.1-2016.11 上港集团货物吞吐量及其同比



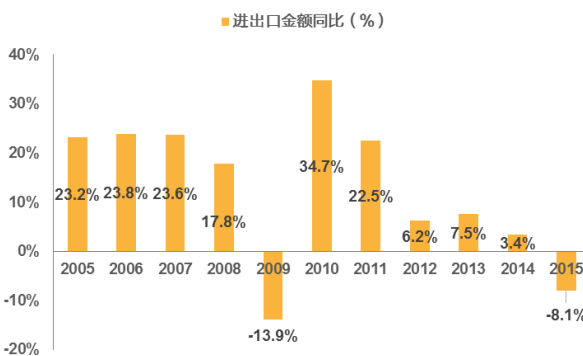
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2014.1-2016.11 上港集团集装箱吞吐量及其同比



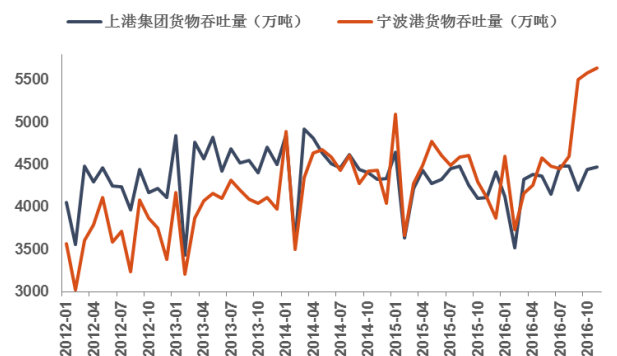
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2005-2015 中国进出口金额同比（%，美元计价）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2012.1-2016.11 上港货物吞吐量 VS 宁波港货物吞吐量



资料来源：wind，天风证券研究所

■ 传统板块小结

上海港作为国内发展最为成熟、体量全球最大、同时主攻集装箱业务的巨型港口，业务量上将受到国际贸易和中国进出口形势的深刻影响；港口费率方面，考虑船公司与进出口企业的经营压力，短期来看恐难有大幅提升，因此综合来看，预计公司 17 年传统板块将继续维持平稳势头。

2. 地产板块有望释放大量利润

公司下属地产项目包括由宝山十四区码头转商住后重建的上海长滩项目（全资）和坐落北外滩的星外滩金融航运 CBD 项目（50%权益）。随着 2017 年宝山长滩项目陆续结售，预计将释放 30 亿左右净利润，该项目将成为公司净利润边际增长的主要来源。

2.1. 从工业到生活，上港十四区向长滩商住转型

■ 紧邻吴淞国际邮轮港，共建水上门户

长滩项目由上港集团的全资子公司，上港集团瑞泰发展有限责任公司负责开发建设。项目位置坐落于上海宝山区牡丹江路富锦路，原为上港宝山十四区散杂货集装箱码头，土地性质原为配套港口码头和工业仓储用地，开发时采用“土地双评估、存量补地价”的模式，对其中拟用作住宅、商业及办公用途的 28.6 公顷土地补交差价以完成工业用地土地性质的转换。

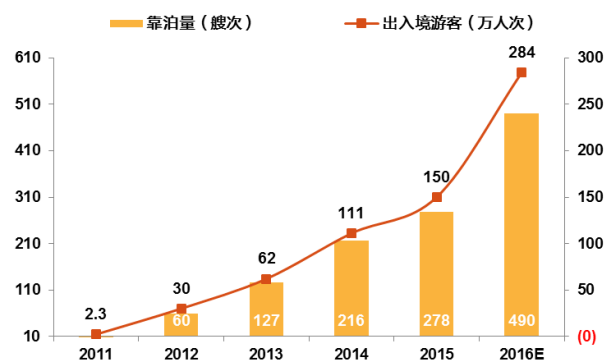
长滩地产开发项目的本质是随着城市扩建、上海地区进行整体产业功能转型的一部分。宝山作为上海市水路门户，拥有长江、黄浦江和蕰藻浜共 40 多公里的滨水岸线，其中吴淞口目前已是亚太地区最为繁忙的国际邮轮母港，目前停靠邮轮包括歌诗达赛琳娜号、海洋量子号、天海新世纪号、地中海抒情号等多艘国际知名大型邮轮，历年靠泊船舶次数与出入境人次均快速提升。预计未来国际性邮轮码头与上海长滩商住地产项目将形成有效共振，二者有望起到相互引流、共推宝山滨江地块升级转型的互补效应。

图 8：吴淞口国际邮轮码头



资料来源：携程网，天风证券研究所

图 9：2011-2016E 吴淞口国际邮轮港靠泊量与出入境游客数量



资料来源：吴淞口国际邮轮港官网，天风证券研究所

■ 五大板块构建综合体，预计贡献三十亿利润

硬件上看，项目规划占地约 77.62 公顷，其中总建筑面积约 146 万平方米。规划居住人口约 1.26 万人。上海长滩项目主体分为住宅、教育、商业、景观、滨江共五个板块，整个项目定位上，上海长滩凭借宝山港区依水而居、港河交错的地理条件，将对部分港口老装置重建利用，根据规划，在“上海长滩”48 公顷水域面积中，整个港湾岸线约 2.5 公里，其中规划岸线长约 1.8 公里，可停泊多达 270 艘 60 英尺左右的游艇。

图 10：上海长滩项目 7 大地块



资料来源：上海长滩官网，天风证券研究所

图 11：长滩项目游艇港口



资料来源：上海长滩官网，天风证券研究所

其中住宅与商业板块作为盈利的主要来源，住宅设施整体建筑面积约 50 万平方米，商业建筑面积约 36.5 万平方米，我们根据上海长滩周边价格及草根调研结果，谨慎假设其住宅建筑出售单价在 4.6 万元/平方米，商用建筑出售价在 4.1 万元/平方米，计算得到其项目出售收入总计为 379.7 亿元。

表 2：上海长滩建筑结构及收入估算

建筑类型	建筑面积 (万平方米)	假设单价 (万元)	提供收入 (亿元)	明细
住宅	50	4.6	210	十八幢约 97 米高的住宅
商用	36.5	4.1	138.7	IMAX 球体影院、博物馆、展览馆、蹦极天地、足球场和观光塔共同构成
教育	-	-	-	18 班编制的幼儿园
景观	28	-	-	占地约 37000 m ² 的山坡公园、约 33000 m ² 的瀑布公园和东西走向的开放式公园
滨江	-	-	-	改建部分港口老装置，保留原港口风情，开发一个可供约 270 多艘 60 英尺的游艇游弋的主题活动区
合计	146	-	379.7	-

资料来源：上海长滩官网，天风证券研究所

根据公司 1H2016 财报，该项目计划出资 168.09 亿元，按照其他费用及税费占比 10%、土地增值税 35%、所得税率 25% 的假设计算，预计项目贡献利润在 30 亿元左右。按照房地产项目结算方式，预计项目将在 2017 年下半年贡献收益。

表 3：上海长滩建筑结构及收入利润测算

收支项目	费用率 (%)	项目规模 (亿元)
收入合计	-	379.7
计划投入金额		168.0
其他费用及税费	10%	38.0
土地增值税 (%)	35%	132.9
税前利润 (亿元)	-	40.8
所得税率 (%)	25%	10.2
税后利润 (亿元)	-	30.6

资料来源：天风证券研究所整理

3. 金融、激励、一带一路，多元业务多点开花

- **金融**：上港集团参股上海银行的历史最早可追溯至 2009 年，其后经过数次定增等方式不断提升股权占比，经过四次参与定增与资本公积金转增股本，目前持有上海银行股份共计 3.89 亿股，占上海银行总股本 6.48%。定增完成后，2015 年参股上海银行为公司带来 9.40 亿投资收益，1H2016 记 5.29 亿元投资收益。

表 4：上港集团参股上海银行历程

时间	获得股权方式	成本价格（元/股）	认购股份（万股）	总成本（万元）
2010.1	参与定增	12.43	25.00	310.75
2010.4	资本公积金转增股本时按比例转增，每 1 股转增 0.46 股	-	340.09	-
2013.12	参与定增	13.90	29455.00	409424.50
2014.12	参与定增	16.57	6746.91	111796.30
2015.6	参与定增	16.57	2345.00	38856.65
合计	-	14.40	38912.00	560388.20

资料来源：上海银行招股说明书，天风证券研究所

- **股权激励**：公司 2014 年公布员工持股计划，该计划面向对象全部为公司员工，以 4.33 元/股价格共计发行 4.2 亿股。公司发行计划于 2015 年 6 月获证监会通过，本次员工持股计划发行股份自发行结束之日起的 36 个月内不得上市交易或者转让，解禁日期为 2018 年 6 月。
- **一带一路**：上海港作为全球第一大集装箱港，在一带一路下肩负的战略任务不言而喻，在“走出去”大背景下，上港集团未来在海外优质码头参股、与集装箱班轮企业进行深入合作方面都具有较大想象空间。我们认为随着一带一路计划逐渐落地，公司有望从中获得长期的政策红利。

4. 投资建议

公司传统港口主业稳定，2017 年业绩边际增量来源于上海长滩项目的收入与利润结算，预计将为公司带来 30 亿元的净利润增长，我们预测公司 2016-2018 年净利润增速分别为 -7.3%、47.4%与 4.8%，对应 EPS 分别为 0.26、0.39 与 0.41 元/股，业绩释放后股息率有望达到 4%，给予买入评级，6 个月目标价 6.5 元。

5. 风险提示

地产项目结算时间低于预期；宏观经济超预期下滑

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	9,225.81	11,537.31	5,996.18	11,300.87	15,147.62	营业收入	28,778.70	29,510.83	29,980.90	56,504.33	57,567.13
应收账款	2,489.74	2,816.09	3,434.27	7,640.36	3,571.15	营业成本	18,249.65	19,721.23	19,871.45	38,275.36	38,544.61
预付账款	1,272.15	293.51	3,815.56	3,709.74	2,493.15	营业税金及附加	185.33	245.86	29.98	67.81	57.57
存货	3,279.67	3,433.55	3,029.32	9,670.24	3,145.00	营业费用	3.52	11.70	8.99	22.60	17.27
其他	1,338.05	911.93	1,754.50	2,067.41	1,352.52	管理费用	2,131.79	2,334.06	2,368.49	4,463.84	4,490.24
流动资产合计	17,605.43	18,992.39	18,029.83	34,388.63	25,709.43	财务费用	995.71	849.24	899.43	1,751.63	1,784.58
长期股权投资	17,174.98	20,091.83	20,775.39	21,261.94	21,638.59	资产减值损失	(15.64)	24.20	25.00	30.00	25.00
固定资产	35,635.36	35,523.08	34,070.24	34,306.72	34,678.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,188.96	1,365.29	688.77	369.38	219.69	投资净收益	1,698.12	2,261.20	2,100.00	1,800.00	1,800.00
无形资产	13,685.58	13,634.60	13,201.68	13,222.99	14,646.36	其他	(3,396.24)	(4,522.39)	(4,200.00)	(3,600.00)	(3,600.00)
其他	8,989.18	8,907.74	8,538.22	8,442.92	8,125.42	营业利润	8,926.47	8,585.75	8,877.55	13,693.09	14,447.86
非流动资产合计	76,674.07	79,522.53	77,274.29	77,603.95	79,308.93	营业外收入	930.47	1,302.72	700.00	600.00	700.00
资产总计	94,279.50	98,514.92	95,304.12	111,992.58	105,018.36	营业外支出	27.86	36.92	50.00	60.00	50.00
短期借款	8,740.00	3,500.00	2,114.14	3,405.06	501.33	利润总额	9,829.08	9,851.55	9,527.55	14,233.09	15,097.86
应付账款	5,496.83	5,788.13	7,421.84	16,986.76	7,099.85	所得税	1,981.29	1,986.27	2,286.61	3,558.27	3,774.47
其他	6,391.95	9,224.74	8,431.92	9,802.72	8,806.12	净利润	7,847.79	7,865.27	7,240.94	10,674.82	11,323.40
流动负债合计	20,628.77	18,512.87	17,967.90	30,194.55	16,407.30	少数股东损益	1,081.25	1,302.82	1,158.55	1,707.97	1,924.98
长期借款	8,532.00	10,718.73	1,821.30	1,332.10	1,832.36	归属于母公司净利润	6,766.55	6,562.45	6,082.39	8,966.85	9,398.42
应付债券	2,797.75	0.00	3,599.25	2,132.33	1,910.53	每股收益(元)	0.29	0.28	0.26	0.39	0.41
其他	2,093.58	2,138.75	1,999.84	2,077.39	2,071.99						
非流动负债合计	13,423.33	12,857.48	7,420.39	5,541.82	5,814.88						
负债合计	34,052.10	31,370.35	25,388.29	35,736.37	22,222.18	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	5,664.64	7,536.37	8,694.92	10,402.89	12,327.86	成长能力					
股本	22,755.18	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	营业收入	2.19%	2.54%	1.59%	88.47%	1.88%
资本公积	6,875.67	8,677.60	8,632.26	8,781.25	8,697.04	营业利润	24.87%	-3.82%	3.40%	54.24%	5.51%
留存收益	30,202.92	35,051.38	38,047.24	42,679.65	47,294.65	归属于母公司净利润	28.75%	-3.02%	-7.32%	47.42%	4.81%
其他	(5,271.00)	(7,294.46)	(8,632.26)	(8,781.25)	(8,697.04)	获利能力					
股东权益合计	60,227.40	67,144.56	69,915.83	76,256.21	82,796.18	毛利率	36.59%	33.17%	33.72%	32.26%	33.04%
负债和股东权益总	94,279.50	98,514.92	95,304.12	111,992.58	105,018.36	净利率	23.51%	22.24%	20.29%	15.87%	16.33%
						ROE	12.40%	11.01%	9.94%	13.62%	13.34%
						ROIC	12.40%	11.81%	11.02%	17.08%	17.97%
						偿债能力					
						资产负债率	36.12%	31.84%	26.64%	31.91%	21.16%
						净负债率	9.11%	4.54%	-1.34%	9.13%	15.92%
						流动比率	0.85	1.03	1.00	1.14	1.57
						速动比率	0.69	0.84	0.83	0.82	1.38
						营运能力					
						应收账款周转率	10.01	11.12	9.59	10.20	10.27
						存货周转率	9.56	8.79	9.28	8.90	8.98
						总资产周转率	0.31	0.31	0.31	0.55	0.53
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.28	0.26	0.39	0.41
						每股经营现金流	0.44	0.42	0.29	0.63	0.69
						每股净资产	2.35	2.57	2.64	2.84	3.04
						估值比率					
						市盈率	17.53	18.08	19.51	13.23	12.62
						市净率	2.17	1.99	1.94	1.80	1.68
						EV/EBITDA	12.30	12.83	9.71	6.44	5.91
						EV/EBIT	15.65	16.75	12.71	7.78	7.19

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com