

上港集团 (600018)

证券研究报告

2017年03月29日

主业稳健地产加持，百亿利润常态化！

事件：上港集团公布 2016 年年报：公司全年收入 313.59 亿元，同比增长 6.26%，实现归属上市公司净利润 69.39 亿元，同比增长 5.74%，实现扣非净利润 61.00 亿元，同比增长 7.26%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.56 元（含税）。

干散货跌幅收窄，集装箱增长稳健。全年来看，上港母港货物吞吐量完成 5.14 亿吨，同比增长 0.1%；其中由于铁矿石、钢材、原木等散杂货吞吐量下降，散杂货完成量 1.47 亿吨，同比下滑 5.4%，但跌幅较 2015 年收窄 10.7 个百分点；集装箱方面母港吞吐完成 3713.3 万 TEU，同比增长 1.6%。17 年 1-2 月上市公司累计吞吐量增速为 9.4%，集装箱吞吐量增速 7.6%，较 16 年均有大幅提升，我们判断 17 全年改善将是大概率事件。

并表与地产推动收入增长，投资收益刺激整体业绩。公司收入增长来源主要来自于锦江航运并表带来的收入增长，以及公司地产板块下南欧城二期结转收入，由于成本相应上涨，公司总毛利额同比减少 3.6%，总毛利率水平为 30.08%，较去年同期下降 3 个百分点。报告期内由于子公司投资收益增长，投资收益较去年多贡献 12.01 亿，成为公司净利润增长的主因之一。

地产业务步入释放期，百亿利润有望常态化。我们判断公司地产业务已步入业绩释放期，预计上海长滩项目将在三年内贡献 120 亿左右净利润；而军工路退二进三项目净利润体量约在 20-30 亿左右。与此同时，公司未开发地块规模上看胜于现有项目，考虑公司老码头多位于黄浦江沿线，市政规划中地块具备第二产业向第三产业的转型预期，我们判断未来这些地块能够持续开发，支撑上港集团的“百亿净利”在未来的 8-10 年里常态化。

国改预期叠加一带一路，主题与空间兼备。公司已在 2014 年公布员工持股计划，以 4.18 元/股价格共计发行 4.2 亿股，占总股本 1.8%，解禁日期为 2018 年 6 月。但尽管如此，公司的国有股东持股占比仍然超过 84%，仍存极大改革空间。与此同时，上港地处一带一路黄金节点，大概率将肩负走出去的重大战略使命，已在 2010、2015 年先后参股丹麦、以色列两大重要码头，未来海外扩张有望进一步提速。

投资建议：公司港口主业较为稳健，每年传统业务板块（包含投资收益）贡献净利润在 65 亿元以上。我们认为公司在洋山四期码头投用、产能大规模释放之后，大概率会将市区内码头进行商住再开发，配合港口所在区域工业向生活的功能转型。通过对公司现存项目及市内码头资产进行梳理，我们判断上海长滩项目将在 2017-2019 年持续释放接近 120 亿元净利润；未来军工路“退二进三”项目亦将贡献 20-30 亿元左右净利润，叠加尚未开发的军工路、张华浜以及龙吴路码头，预计公司地产业务释放期将延长至 8-10 年，推动公司每年百亿利润常态化。预计 2017-2019 公司净利润分别为 101.97、117.82 与 120.70 亿元，主题上公司具备一带一路与上海本地国改预期，给予买入评级，目标价 7.1 元。

风险提示：地产限购影响房地产项目收入结转；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（维持评级）
当前价格	5.87 元
目标价格	7.1 元
上次目标价	7.1 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	23,173.67
流通 A 股股本(百万股)	22,755.18
A 股总市值(百万元)	136,029.47
流通 A 股市值(百万元)	133,572.90
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	41.57
一年内最高/最低(元)	6.34/4.77

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

- 《上港集团-公司深度研究:百年大计百亿利润，混改丝路战略要冲！》 2017-03-06
- 《上港集团-研究简报:多元业务终结果，业绩增量超预期》 2017-01-03

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29,510.83	31,359.18	71,138.39	83,575.78	87,561.67
增长率(%)	2.54	6.26	126.85	17.48	4.77
EBITDA(百万元)	12,316.71	13,006.15	18,579.91	21,666.55	22,612.17
净利润(百万元)	6,562.45	6,939.08	10,197.00	11,782.01	12,070.44
增长率(%)	(3.02)	5.74	46.95	15.54	2.45
EPS(元/股)	0.28	0.30	0.44	0.51	0.52
市盈率(P/E)	20.73	19.60	13.34	11.55	11.27
市净率(P/B)	2.28	2.24	2.04	1.88	1.73
市销率(P/S)	4.61	4.34	1.91	1.63	1.55
EV/EBITDA	12.83	9.88	7.32	6.08	5.08

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

上港集团公布 2016 年年报：公司全年收入 313.59 亿元，同比增长 6.26%，实现归属上市公司净利润 69.39 亿元，同比增长 5.74%，实现扣非净利润 61.00 亿元，同比增长 7.26%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.56 元（含税）。

2. 点评

■ 干散货跌幅收窄，集装箱增长稳健

全年来看，上港母港货物吞吐量完成 5.14 亿吨，同比增长 0.1%；其中由于铁矿石、钢材、原木等散杂货吞吐量下降，散杂货完成量 1.47 亿吨，同比下滑 5.4%，但跌幅较 2015 年收窄 10.7 个百分点；集装箱方面母港吞吐完成 3713.3 万 TEU，同比增长 1.6%，继续保持世界第一。17 年 1-2 月公司累计吞吐量增速为 6%，较 16 年 1.6% 大幅提升，我们 17 判断全年改善将是大概率事件。

■ 并表与地产推动收入增长，投资收益刺激整体业绩

公司 16 年收入增长来源主要来自于锦江航运并表带来的收入增长，以及公司地产板块下南欧城二期结转收入，由于成本相应上涨，公司总毛利额同比减少 3.6%，总毛利率水平为 30.08%，较去年同期下降 3 个百分点。报告期内由于子公司投资收益增长，投资收益较去年多贡献 12.01 亿，成为公司净利润增长的主因之一。

■ 地产业务步入释放期，百亿利润有望常态化

上港集团近年来地产板块推进顺利：16 年南欧城二期收入结转、“上海长滩”住宅项目 06 街坊结构封顶、军工路地块开工各项前期工作基本完成、海门路 55 号地块进展达到预期。我们判断公司地产业务已步入业绩释放期，预计上海长滩项目将在未来三年内贡献总计 120 亿左右的净利润；在此之后，预计军工路退二进三项目净利润体量约在 20-30 亿左右。与此同时，公司未开发地块占地总面积 134.8 万平方米，规模上看胜于现有项目，考虑公司老码头多位于黄浦江沿线，市政规划中地块具备第二产业向第三产业的转型预期，我们大胆判断，未来随着市政与上港继续推进自身转型，这些地块能够释放出的利润体量将超出现有规模，并支撑上港集团的“百亿净利”在未来的 8-10 年里常态化。

表 1：上海长滩整体收入净利润测算

建筑类型	建筑面积 (万平方米)	假设单价 (万元)	提供收入 (亿元)
住宅	50	5.5	275
商用	36.5	5	182.5
景观	28	-	-
滨江	-	-	-
合计		457.5	
总成本 (亿元)		168.0	
其他费用及税费 (%)		45.8	
增值部分 (亿元)		243.8	
土地增值税 (%)		85.3	
税前利润 (亿元)		158.4	
所得税率 (%)		25%	
税后利润 (亿元)		118.8	

资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

表 2：上港集团现存项目释放利润体量与节奏预估

类型	项目	所处区域	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	释放利润体量 (亿元)	释放节奏
已开发	海门路 55 号地块	虹口北外滩	4.1	24	25-30	绝大多数已销售完毕，预计 2017 年仅有少量利润可以确认
	汇山路项目	虹口北外滩	9.53	32.4	30	项目销售周期 2017-2019
	上海长滩 (原为上港宝山十四区码头)	宝山区北部沿海	77.6	146	118	项目销售周期 2017-2019 年，预计每年释放净利润 30-35 亿
	军工路退二进三项目	宝山区军工路码头西侧地块	11.8	40.8	20-30	预计 2019-2020 年
	合计	-	103.03	243.2	168-178	-
未开发	军工路码头	宝山区南处沿江	25.1	-	-	-
	张华浜码头	宝山区南处沿江	35.7	-	-	-
	龙吴路码头	闵行区沿江	74	-	-	-
	合计	-	134.8	-	-	-

资料来源：公司财报，公司网站，天风证券研究所

图 1：上港集团现有码头及开发地块（黄色地块为已经开发，红色地块为目前仍作港口使用；由于洋山港位于外海，故不列入地图内）



资料来源：百度地图，天风证券研究所

■ 多元业务布局清晰，金融邮轮多点开花

作为上海市本地体量最大的几家国资上市公司，上港集团始终走在多元投资前列。金融方面：2016年，公司以基石投资者身份参与邮储银行H股IPO，获得了上市后4.13%股权，位列第四大股东；与邮储银行等三家股东共同发起设立中邮金融租赁公司。港航业务拓展上，公司与地中海邮轮公司开展进一步合作，积极发展邮轮经济。

■ 国改预期叠加一带一路，主题与空间兼备

就上港集团本身而言，实际上已经在2014年已公布员工持股计划，以4.18元/股价格共计发行4.2亿股，占总股本1.8%。公司发行计划于2015年6月获证监会通过，解禁日期为2018年6月。但尽管如此，公司的国有股东持股占比仍然极高，超过84%，单纯就混改而言，仍存极大的改革空间。

与此同时，上港集团作为全球第一大港，同时地处一带一路黄金节点，大概率将肩负走出去的重大战略使命，回望历史经验，上港集团已在2010、2015年先后参股丹麦、以色列两大重要码头，在一带一路战略进一步深化之际，未来上港集团的海外扩张有望进一步提速。

图 2：上港集团股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议

公司港口主业较为稳健，每年传统业务板块（包含投资收益）贡献净利润在 65 亿元以上。我们认为公司在洋山四期码头投用、产能大规模释放之后，大概率会将市区内码头进行商住再开发，配合港口所在区域工业向生活的功能转型。通过对公司现存项目及市内码头资产进行梳理，我们判断上海长滩项目将在 2017-2019 年持续释放接近 120 亿元净利润；未来军工路“退二进三”项目亦将贡献 20-30 亿元左右净利润，叠加尚未开发的军工路、张华浜以及龙吴路码头，预计公司地产业务释放期将延长至 8-10 年，推动公司每年百亿利润常态化。预计 2017-2019 公司净利润分别为 101.97、117.82 与 120.70 亿元，主题上公司具备一带一路与上海本地国改预期，给予买入评级，目标价 7.1 元。

4. 风险提示

地产限购影响房地产项目收入结转；宏观经济超预期下滑

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,537.31	12,239.29	5,691.07	6,686.06	21,370.29
应收账款	2,816.09	3,124.04	10,366.95	558.97	10,888.03
预付账款	293.51	297.61	6,468.39	2,331.06	2,562.45
存货	3,433.55	6,211.86	12,106.44	9,961.66	12,404.24
其他	911.93	1,873.77	2,456.63	1,714.49	2,691.12
流动资产合计	18,992.39	23,746.56	37,089.49	21,252.24	49,916.12
长期股权投资	20,091.83	22,703.99	22,703.99	22,703.99	22,703.99
固定资产	35,523.08	34,694.13	33,120.39	31,485.44	29,800.75
在建工程	1,365.29	472.69	319.62	239.77	173.86
无形资产	13,634.60	13,780.64	13,187.04	12,593.44	11,999.84
其他	8,907.74	21,386.77	20,897.66	20,832.05	20,751.01
非流动资产合计	79,522.53	93,038.22	90,228.69	87,854.68	85,429.44
资产总计	98,514.92	116,784.78	127,318.18	109,106.92	135,345.56
短期借款	3,500.00	22,580.51	10,968.61	4,875.04	0.00
应付账款	5,788.13	4,098.12	23,943.19	6,550.65	24,397.41
其他	9,224.74	7,244.41	11,105.59	8,121.18	11,863.19
流动负债合计	18,512.87	33,923.04	46,017.40	19,546.87	36,260.60
长期借款	10,718.73	4,791.63	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	8,000.00	3,599.25	3,866.42	5,155.22
其他	2,138.75	1,831.73	2,021.35	1,997.28	1,950.12
非流动负债合计	12,857.48	14,623.36	5,620.60	5,863.69	7,105.34
负债合计	31,370.35	48,546.40	51,638.00	25,410.56	43,365.94
少数股东权益	7,536.37	7,514.51	9,091.49	11,216.67	13,464.71
股本	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67
资本公积	8,677.60	8,583.78	8,583.78	8,583.78	8,583.78
留存收益	35,051.38	38,316.51	43,415.01	49,306.02	55,341.24
其他	(7,294.46)	(9,350.10)	(8,583.78)	(8,583.78)	(8,583.78)
股东权益合计	67,144.56	68,238.37	75,680.18	83,696.36	91,979.62
负债和股东权益总	98,514.92	116,784.78	127,318.18	109,106.92	135,345.56

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,865.27	8,087.90	10,197.00	11,782.01	12,070.44
折旧摊销	3,007.30	3,210.81	2,380.41	2,388.40	2,394.20
财务费用	939.68	864.32	1,138.21	1,337.21	1,488.55
投资损失	(2,261.20)	(3,462.47)	(2,800.00)	(3,000.00)	(3,050.00)
营运资金变动	652.83	(7,735.85)	4,510.84	(4,174.93)	8,085.18
其它	(536.53)	1,071.21	1,659.98	2,161.20	2,299.13
经营活动现金流	9,667.37	2,035.93	17,086.44	10,493.89	23,287.49
资本支出	5,766.47	4,410.11	(129.62)	104.08	97.16
长期投资	2,916.84	2,612.16	0.00	0.00	0.00
其他	(9,975.18)	(21,421.03)	2,998.47	2,793.72	2,874.69
投资活动现金流	(1,291.87)	(14,398.76)	2,868.85	2,897.80	2,971.85
债权融资	20,770.55	36,109.02	17,566.58	12,170.60	7,543.47
股权融资	1,220.47	(2,867.19)	(17.31)	(1,163.56)	(1,280.61)
其他	(28,096.98)	(20,297.60)	(44,052.77)	(23,403.73)	(17,837.97)
筹资活动现金流	(6,105.96)	12,944.24	(26,503.51)	(12,396.70)	(11,575.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,269.54	581.41	(6,548.22)	994.99	14,684.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	29,510.83	31,359.18	71,138.39	83,575.78	87,561.67
营业成本	19,721.23	21,926.33	49,506.63	57,552.77	60,010.14
营业税金及附加	245.86	262.83	5,335.38	6,518.91	6,829.81
营业费用	11.70	40.72	21.34	25.07	26.27
管理费用	2,334.06	2,560.26	2,845.54	3,175.88	3,502.47
财务费用	849.24	719.48	1,138.21	1,337.21	1,488.55
资产减值损失	24.20	91.81	30.00	25.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,261.20	3,462.47	2,800.00	3,000.00	3,050.00
其他	(4,522.39)	(6,924.93)	(5,600.00)	(6,000.00)	(6,100.00)
营业利润	8,585.75	9,220.22	15,061.29	17,940.94	18,729.43
营业外收入	1,302.72	787.99	600.00	700.00	500.00
营业外支出	36.92	66.33	60.00	50.00	70.00
利润总额	9,851.55	9,941.88	15,601.29	18,590.94	19,159.43
所得税	1,986.27	1,853.98	3,744.31	4,647.73	4,789.86
净利润	7,865.27	8,087.90	11,856.98	13,943.20	14,369.57
少数股东损益	1,302.82	1,148.82	1,659.98	2,161.20	2,299.13
归属于母公司净利润	6,562.45	6,939.08	10,197.00	11,782.01	12,070.44
每股收益(元)	0.28	0.30	0.44	0.51	0.52

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.54%	6.26%	126.85%	17.48%	4.77%
营业利润	-3.82%	7.39%	63.35%	19.12%	4.39%
归属于母公司净利润	-3.02%	5.74%	46.95%	15.54%	2.45%
获利能力					
毛利率	33.17%	30.08%	30.41%	31.14%	31.47%
净利率	22.24%	22.13%	14.33%	14.10%	13.79%
ROE	11.01%	11.43%	15.31%	16.26%	15.37%
ROIC	11.81%	11.99%	16.52%	21.29%	21.65%
偿债能力					
资产负债率	31.84%	41.57%	40.56%	23.29%	32.04%
净负债率	4.54%	-1.37%	-5.02%	32.32%	5.19%
流动比率	1.03	0.70	0.81	1.09	1.38
速动比率	0.84	0.52	0.54	0.58	1.03
营运能力					
应收账款周转率	11.12	10.56	10.55	15.30	15.30
存货周转率	8.79	6.50	7.77	7.57	7.83
总资产周转率	0.31	0.29	0.58	0.71	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.30	0.44	0.51	0.52
每股经营现金流	0.42	0.09	0.74	0.45	1.00
每股净资产	2.57	2.62	2.87	3.13	3.39
估值比率					
市盈率	20.73	19.60	13.34	11.55	11.27
市净率	2.28	2.24	2.04	1.88	1.73
EV/EBITDA	12.83	9.88	7.32	6.08	5.08
EV/EBIT	16.75	12.92	8.40	6.84	5.68

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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com