

上港集团(600018)/港口
自贸港有望打开成长空间 地产业务进入收获期
评级：增持(维持)

市场价格：8.64

目标价格：9.6

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

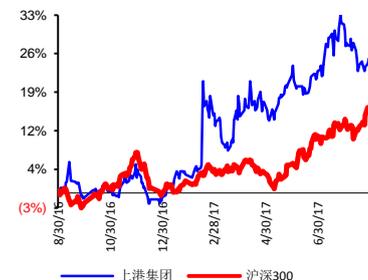
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	23,174
流通股本(百万股)	22,755
市价(元)	8.64
市值(百万元)	200,223
流通市值(百万元)	196,603

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 公司点评：《集装箱回暖投资收益增加 地产收益有望提振业绩》，2017.8

2 公司深度：《集装箱增速回暖引领主业 地产收益明确提振业绩》，2017.5

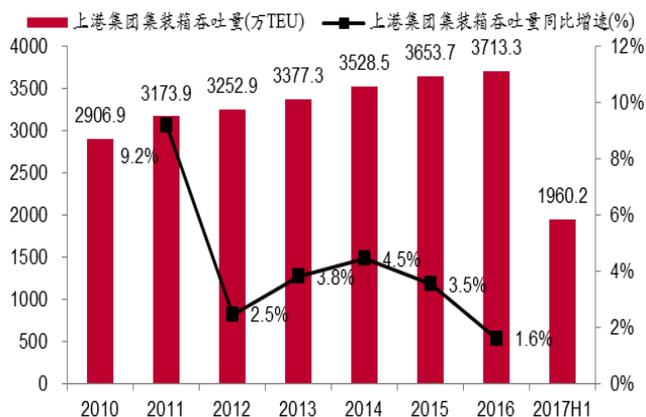
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29,511	31,359	35,279	38,631	41,180
增长率 yoy%	2.5	6.3	12.5	9.5	6.6
净利润	6,592	6,939	7,630	8,337	8,960
增长率 yoy%	-3.0	5.7	10.0	9.3	7.5
每股收益(元)	0.28	0.30	0.33	0.36	0.39
每股净资产(元)	2.6	2.6	2.7	2.7	3.0
净资产收益率%	11.0	11.4	13.4	13.4	13.1
P/E	30.5	28.9	26.2	24.0	22.3
P/B	3.4	3.3	3.2	3.2	2.9

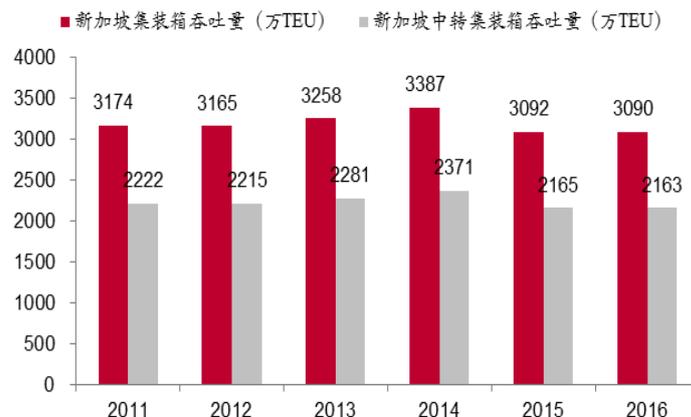
备注：股价为2017年10月31日收盘价

投资要点

- **事件：上港集团2017年度三季报：2017年1-9月公司实现营业收入252.2亿元，同比增长10.5%；实现归属上市公司股东净利润47.6亿元，同比增长20.4%；扣非后净利润同比增速0.5%。我们认为2017年1-9月公司业绩增长主要来自投资收益的贡献。**
- **集装箱主业增速回暖，三季度成本管控提升。2017H1公司集装箱吞吐量完成1960万TEU，同比增加9.6%、增速领先全国水平0.8pct。受益于集装箱航运复苏，我们预计2017、18年公司集装箱吞吐量增速10%、8.5%。2017H1公司营业成本同比增长12.3%，17Q3公司主营业成本增速收窄至7.2%，整体上成本端增长拖累公司业绩。**
- **参股优质金融标的，投资收益贡献主要利润增量。公司参股优质金融标的，我们认为2017年1-9月公司业绩增量主要来自出售招商银行股权获利8.7亿元。我们预计17年公司对上海银行、邮储银行投资收益分别为11亿、4亿元，对应业绩弹性19.6%。参股金融标的的扩大多元化经营、投资收益稳定增长增厚公司业绩。**
- **地产业务进入收获期，项目收益有望提振业绩。2017年7月上海长滩项目已获得预售证。我们预计2017-2021年地产投资有望实现收益总额160亿元，其中，2017年可实现收益30亿，利润来源上海国际航运中心和上海长滩项目；2018年可实现收益34.2亿，利润来源上海长滩和海门路55号项目；2019年可实现收益35.6亿，利润来源上海长滩、海门路55号和军工路项目；2020年可实现收益41.3亿，利润来源上海长滩和军工路项目；2021年可实现收益19.2亿，利润来源军工路项目。**
- **自贸港概念持续发酵，上港集团有望率先获益。从世界范围看，自贸港区建设多集中在具有国际枢纽地位港口、机场，上港集团有望率先获益。对标发展成熟的新加坡自贸港，2011年以来新加坡自贸港中转集装箱占比稳定在70%左右，且多为国际中转箱。2016年上港集团中转箱比例为11%，存在较大成长空间。随着自贸港建设落地，我们认为上港集团货源结构有望改善，为公司成长打开想象空间。**
- **盈利预测和投资建议：根据公司三季报，我们预测公司2017-19年实现营业收入调整为352.8、386.3、411.8亿元，同比增长12.5%、9.5%、6.6%，归属于母公司净利润调整为76.3、83.4、89.6亿元，同比增长10.0%、9.3%、7.5%(未考虑地产业务收益)，对应的每股收益EPS分别为0.33、0.36、0.39元，目标价调整为9.6元，对应2017年26.2XPE。地产利润和投资收益增厚公司业绩，自贸港概念持续发酵、上港集团有望率先获益。维持“增持”评级。**
- **风险提示：进出口贸易增速不及预期、地产销售进度不及预期、自贸港建设不及预期**

图表 1: 2017H1 公司集装箱吞吐量同比增长 9.6%


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2011 年以来新加坡自贸港中转集装箱占比稳定在 70%左右


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 我们预计 2017-2021 年地产投资有望实现收益总额 160 亿元

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	合计
上海长滩项目	29.2	28.5	24	31.6		113.3
军工路项目			3.2	9.7	19.2	32.1
海门路55号		5.7	8.4			14.1
上海航运中心项目	0.8					0.8
合计	30	34.2	35.6	41.3	19.2	160.3

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4：财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	29,510.8	31,359.2	35,279.1	38,630.6	41,180.2	货币资金	11,537.3	12,239.3	2,822.3	3,090.4	20,052.6
营业成本	19,721.2	21,926.3	24,025.1	26,377.9	28,318.6	存货	3,433.5	6,211.9	2,677.8	7,436.5	3,828.2
毛利率	33.17%	30.08%	31.90%	31.72%	31.23%	应收账款	2,816.1	3,124.0	3,566.4	3,629.9	4,130.5
营业税金及附加	245.9	262.8	272.3	314.6	332.8	其他流动资产	507.3	1,499.8	972.3	993.1	1,155.1
营业费用	11.7	40.7	21.4	29.6	36.7	流动资产合计	18,992.4	23,746.6	13,572.3	16,690.3	30,997.0
营业费用率	0.04%	0.13%	0.06%	0.08%	0.09%	固定资产	35,523.1	34,694.1	32,188.9	29,683.7	27,178.5
管理费用	2,334.1	2,560.3	2,761.3	3,077.6	3,288.7	长期股权投资	20,091.8	22,704.0	22,704.0	22,704.0	22,704.0
管理费用率	7.91%	8.16%	7.83%	7.97%	7.99%	无形资产	13,634.6	13,780.6	13,187.0	12,593.4	11,999.8
财务费用	849.2	719.5	854.8	807.8	794.0	其他长期资产	6,152.5	6,576.6	6,087.5	6,021.9	5,940.9
财务费用率	2.88%	2.29%	2.42%	2.09%	1.93%	非流动资产合计	79,522.5	93,038.2	81,509.8	79,609.4	78,233.7
投资收益	2,261.2	3,462.5	3,808.7	4,189.6	4,608.5	资产总计	98,514.9	116,784.8	95,082.1	96,299.7	109,230.6
营业利润	8,585.7	9,220.2	11,153.0	12,212.6	13,018.0	短期借款	3,500.0	22,580.5	3,561.0	3,465.5	0.0
营业利润率	29.09%	29.40%	31.61%	31.61%	31.61%	应付账款	5,788.1	4,098.1	9,510.0	4,466.1	10,138.2
营业外收入	1,302.7	788.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	9,224.7	7,244.4	8,709.6	7,673.5	8,854.7
营业外支出	36.9	66.3	0.0	0.0	0.0	流动负债合计	18,512.9	33,923.0	21,864.7	15,635.6	19,017.3
利润总额	9,851.5	9,941.9	11,153.0	12,212.6	13,018.0	长期借款	10,719	0	0	0	0
所得税	1,986.3	1,854.0	2,192.2	2,380.1	2,507.8	其他长期负债	2,138.7	6,623.4	3,618.6	4,126.9	4,789.6
所得税率	20.16%	18.65%	19.66%	19.49%	19.26%	非流动性负债合计	12,857.5	14,623.4	7,217.8	7,993.3	9,944.8
少数股东损益	7,536.4	7,514.5	8,845.1	10,340.2	11,890.7	负债合计	31,370.4	48,546.4	29,082.5	23,628.9	28,962.2
归属于母公司股东的净利润	6,562.5	6,939.1	7,630.2	8,337.4	8,959.6	股本	23,173.7	23,173.7	23,173.7	23,173.7	23,173.7
净利率	22.24%	22.13%	21.63%	21.58%	21.76%	资本公积	8,677.6	8,583.8	643.3	1,907.3	3,711.5
每股收益(元)	0.28	0.30	0.33	0.36	0.39	股东权益合计	59,608.2	60,723.9	57,154.5	62,330.6	68,377.7
						少数股东权益	7,536.4	7,514.5	8,845.1	10,340.2	11,890.7
						负债股东权益总计	98514.9	116784.8	95082.1	96299.7	109230.6

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	6,562.5	6,939.1	7,630.2	8,337.4	8,959.6	成长性指标					
少数股东损益	7,536.4	7,514.5	8,845.1	10,340.2	11,890.7	营业收入增长率(%)	2.5	6.3	12.5	9.5	6.6
折旧和摊销	3,007.3	3,210.8	3,098.8	3,098.8	3,098.8	净利润增长率(%)	-3.0	5.7	10.0	9.3	7.5
营运资金变动	652.8	-2,944.2	5,219.8	-9,081.3	10,688.6	盈利能力指标					
财务费用	939.7	864.3	854.8	807.8	794.0	毛利率(%)	33.2	30.1	31.9	31.7	31.2
经营现金流	9,667.4	2,035.9	14,325.5	468.3	20,483.2	EBIT Margin(%)	24.4	20.9	23.2	22.9	22.3
可出售金融资产变动	356.3	-12,088.9	7,940.5	-1,264.0	-1,804.1	EBITDA Margin(%)	34.6	31.2	32.0	30.9	29.9
投资收益	2,261.2	3,462.5	3,808.7	4,189.6	4,608.5	净利率(%)	22.2	22.1	21.6	21.6	21.8
资产变卖	-275.1	34.0	0.0	0.0	0.0	PEG	-10.1	5.0	2.6	2.6	3.0
投资现金流	-1,291.9	-14,398.8	11,878.0	2,903.4	2,776.3	偿债能力指标					
资本公积变动	1,580.4	-2,243.3	-7,174.2	1,264.0	1,804.1	资产负债率(%)	31.8	41.6	30.6	24.5	26.5
财务费用	-849.2	-719.5	-854.8	-807.8	-794.0	流动比率	1.0	0.7	0.6	1.1	1.6
股息支出	-3,568.7	-3,615.1	-4,025.4	-4,425.4	-4,716.7	估值指标					
短期借款变动	-5,240.0	19,080.5	-19,019.6	-95.5	-3,465.5	净资产收益率(%)	11.0	11.4	13.4	13.4	13.1
融资现金流	-6,106.0	12,944.2	-35,620.5	-3,103.5	-6,297.3	P/E(倍)	30.5	28.9	26.2	24.0	22.3
现金净流量	2,270	581	-9,417	268	16,962	P/B(倍)	3.4	3.3	3.2	3.2	2.9

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。