



2018年04月03日

# 买入(维持)

当前价: 7.01 元  
目标价: 9.72 - 10.8 元

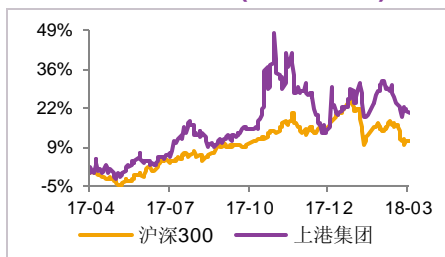
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
电话:  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-66235689  
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	37,424	43,572	46,311	50,239
(+/-)	19%	16%	6%	8%
归母净利润	11,536	12,619	13,236	14,123
(+/-)	66%	9%	5%	7%
EPS(元)	0.50	0.54	0.57	0.61
P/E	14	13	12	12

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯交运】上港集团: 吞吐量大幅增长, 地产收入贡献利润》2018-03-29

## 上港集团(600018.SH)

# 【联讯交运深度】上港集团: 对接国家战略主业受益, 地产进入结转利润可观

### 投资要点

◇ 受益国家战略, 上海港积极打造国际航运中心

上海是我国实施“一带一路”、“长江经济带”、上海自贸区等一系列国家战略的交汇中心。上海港在经济、政策与地理环境上都拥有得天独厚的条件。“十三五”时期是上海建设国际航运中心的攻坚阶段, 目前又处于自由贸易港研究阶段, 上海港作为一系列战略的重要参与者, 将充分收益国家战略。

◇ 航运回暖, 港口业务快速增长

2016-2017年, BDI与CCFI指数均呈现缓慢回升态势。公司港口主业在2017年实现突破: 母港集装箱年吞吐量突破4,000万TEU大关, 达到4,023万TEU, 同比增长8.35%; 货物吞吐量达到56,087万吨, 同比增长9.11%; 两者均创下自2012年以来的新高; 水水中转比例达到46.5%。随着洋山四期开港运行, 预计到2020年, 上海母港极有可能实现“十三五”发展规划制定的集装箱吞吐量达到4200万TEU左右及水水中转比例50%以上的目标。

◇ 洋山四期开港, 主业迈上新高度

公司母港现有码头多数为2010年以前建成, 2010年后, 投产码头只有外高桥6期。伴随航运需求增长, 公司产能已接近上限, 将难以跟上发展需要。洋山四期作为全国最大的自动化码头, 将在初期为公司提供400万TEU/年的吞吐能力, 远期吞吐量达到630万TEU/年。

◇ 长滩项目进入结转高峰期, 利润率显著高于行业平均水平

上港滨江城盛东里(6号地块)于2017年7月开盘, 现已基本售完。2018年, 公司将继续推进6号地块、7号地块的销售。长滩项目将是近期公司地产收入的主要来源。由于其属于港区改建而来, 毛利率与净利率远超地产行业平均利润率水平。

◇ 盈利预测与估值

我们预计, 2018-2020年, 公司将实现营业收入435.72\463.11\502.39亿元, 归母净利润126.19\132.36\141.23亿元, 基本每股收益0.54\0.57\0.61元。对应当前股价PE为13x\12x\12x。基于谨慎原则, 我们给予公司2018年18x-20x PE, 对应目标价9.72元-10.8元。维持“买入”评级。

◇ 风险提示

宏观经济波动, 市场波动风险; 航运业增速回落; 贸易战持续升级, 对外贸易量大幅下降; 地产销售进度不及预期。



## 投资案件

### 关键假设条件

(1) 2017 年，集装箱吞吐量增长 8.35%，我们预计洋山四期试运行后，2018 年集装箱吞吐量增速会进一步加快，而随着集装箱吞吐量基数的增长，增速会放缓；

(2) 大宗商品交易增速或将放缓，受此影响，散杂货吞吐量增速有所回落；

(3) 长滩项目进入结算高峰期，我们预计 2018-2020 年结算进度分别为剩余未售项目面积的 25%、30%、40%；销售均价分别为 5.5、6、6 万/平方米。

### 盈利预测与估值

我们预计，2018-2020 年，公司将实现营业收入 435.72\463.11\502.39 亿元，归母净利润 126.19\132.36\141.23 亿元，基本每股收益 0.54\0.57\0.61 元。对应当前股价 PE 为 13x\12x\12x。

我们参考申万交运-港口行业作为可比公司，同时剔除估值最高的连云港（动态市盈率 672x），行业平均 PE(TTM)35x，中值 34x，可以看到公司现在具有极大的估值优势。考虑到 2013-2017 年，公司 PE Band 为 11x-30x，中枢为 20x。基于谨慎原则，给予公司 2018 年 18x-20xPE，对应目标价 9.72 元-10.8 元。维持“买入”评级。

### 核心观点

(1) 上海港是我国最重要的港口，其区位优势充分受益国家重大战略政策。“十九大”提出建设自由贸易港概念，上海作为我国第一个自由贸易区，目前正在编制自由贸易港建设方案，极有可能成为先行者。上海港将率先受益。

(2) 公司主营业务抗风险能力较强，即便在航运业低迷时期，港口主业依托经济腹地需求拉动，通过在长江沿线的布局，仍然实行稳步发展。

(3) 通过多元化战略，公司在地产、金融等领域投资回报日渐丰厚。港口改建的长滩项目利润率显著高于地产行业平均水平，将是公司近几年主要的地产收入来源。

### 股价催化剂

上海自由贸易港政策出台；长滩项目 7 号地块开盘销售。

### 核心假设风险

贸易战升级，对外贸易大幅下降，港口集装箱吞吐量和货物吞吐量大幅下滑；

房地产调控升级，销售进度不及预期，房价大幅下跌。



## 目 录

投资案件 .....	2
关键假设条件 .....	2
盈利预测与估值 .....	2
核心观点 .....	2
股价催化剂 .....	2
核心假设风险 .....	2
一、公司简介 .....	5
二、航运业复苏，带动港口主业实现突破 .....	7
（一）对接国家战略，紧抓历史机遇上，海国际航运中心战略重要实施者 .....	7
1、长江经济带 .....	8
2、上海国际航运中心 .....	9
3、自由贸易港 .....	10
（二）全球航运触底，回暖在望 .....	10
（三）洋山四期投产打破产能瓶颈 .....	11
（三）提升水水中转比例，巩固国际航运中心地位 .....	12
四、多元化战略渐入佳境 .....	13
（一）对外投资回报丰厚 .....	13
（二）地产销售进入高峰期，港口地产特殊性质决定高利润率 .....	14
五、财务分析 .....	16
六、盈利预测与投资建议 .....	18
（一）盈利预测 .....	18
（二）估值与投资建议 .....	19
七、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1： 公司十大股东（截至 2017/12/31） .....	5
图表 2： 营业总收入与同比增速 .....	5
图表 3： 营业利润与同比增速 .....	5
图表 4： 归母净利润与同比增速 .....	6
图表 5： 各业务板块营业收入（亿元） .....	6
图表 6： 沿海港口集装箱吞吐量 .....	7
图表 7： 公司母港集装箱箱量 .....	7
图表 8： 沿海主要港口货物吞吐量 .....	7
图表 9： 公司母港货物吞吐量 .....	7
图表 10： 我国 GDP 及对世界经济增长贡献率 .....	8
图表 11： 我国进出口金额及同比增速 .....	8
图表 12： 长江战略布局 .....	8



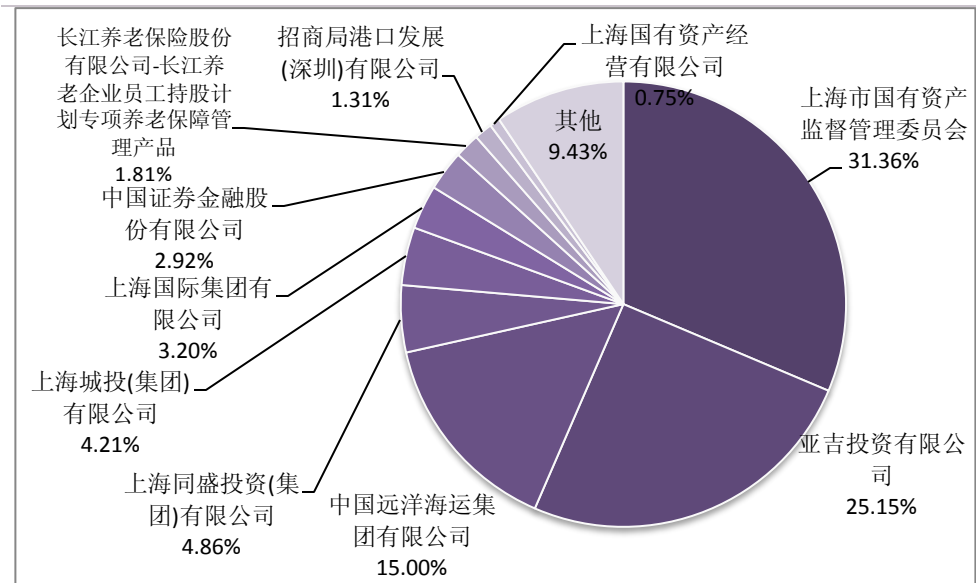
图表 13: 长江经济带省份 GDP (万亿元) 及占全国 GDP 比重.....	9
图表 14: 上海国际航运中心“十三五”发展目标 .....	9
图表 15: 世界银行调高对全球经济增速的预测 .....	10
图表 16: BDI.....	11
图表 17: CCFI.....	11
图表 18: 全球集装箱运力 (TEU) 增速.....	11
图表 19: 公司现有码头吞吐能力 .....	11
图表 20: 洋山四期 .....	12
图表 21: 上海港水水转运比例.....	13
图表 22: 公司其他主营业务收入及占总收入比重 (亿元) .....	13
图表 23: 上海上港足球俱乐部营收与净利润.....	14
图表 24: 国际客运中心营收与净利润 (亿元) .....	14
图表 25: 宝山上海长滩项目区位 .....	15
图表 26: 星港国际中心效果图.....	15
图表 27: 申万房地产开发行业利润率 (整体法) .....	16
图表 28: 公司毛利率.....	16
图表 29: 三费比率 .....	17
图表 30: 公司净利润率与 ROE .....	17
图表 31: 主要财务指标对比 (截至 2018/3/30) .....	17
图表 32: 分部盈利预测 (亿元) .....	18
图表 33: 可比公司估值水平 (截至 2018/3/30) .....	19
图表 34: PE Band 图.....	20
图表 35: PB Band 图.....	20
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	21



## 一、公司简介

上港集团是上海港公共码头的运营商，是于 2003 年 1 月由原上海港务局改制后成立的大型专业化集团企业。2005 年 6 月，上港集团经整体改制，成立了股份制公司，2006 年 10 月 26 日在上交所上市，成为全国首家整体上市的港口股份制企业，目前是我国大陆地区最大的港口类上市公司，也是全球最大的港口公司之一。公司实际控制人为上海国资委，上海国资委直接和间接持股比例达到 44.38%。

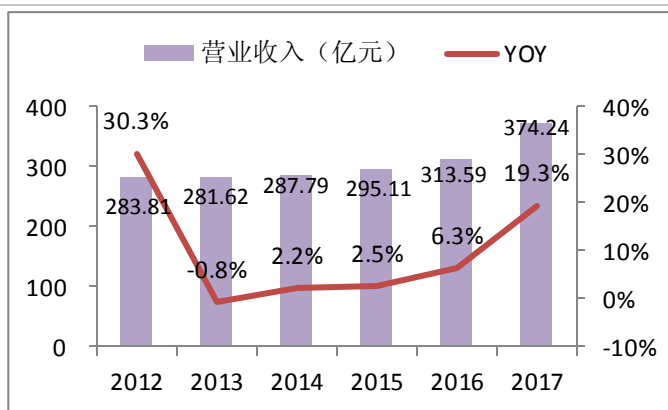
图表1： 公司十大股东（截至 2017/12/31）



资料来源:公司年报, 联讯证券

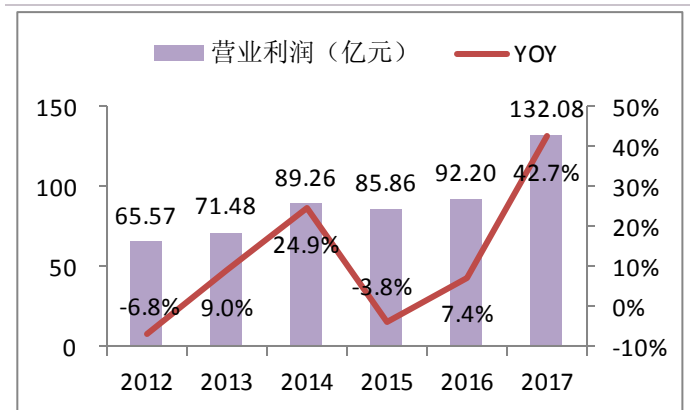
自公司上市以来，公司依托得天独厚的地理条件与政策红利，始终保持稳步有序的发展。即使在全球航运业整体低迷的大环境下，公司通过多元化战略，积极布局金融、地产等多个板块，与港口航运构成协同发展。

图表2： 营业总收入与同比增速



资料来源: Wind, 联讯证券

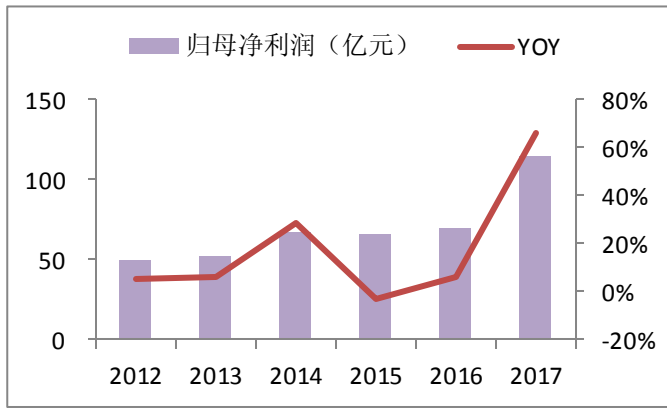
图表3： 营业利润与同比增速



资料来源: Wind, 联讯证券



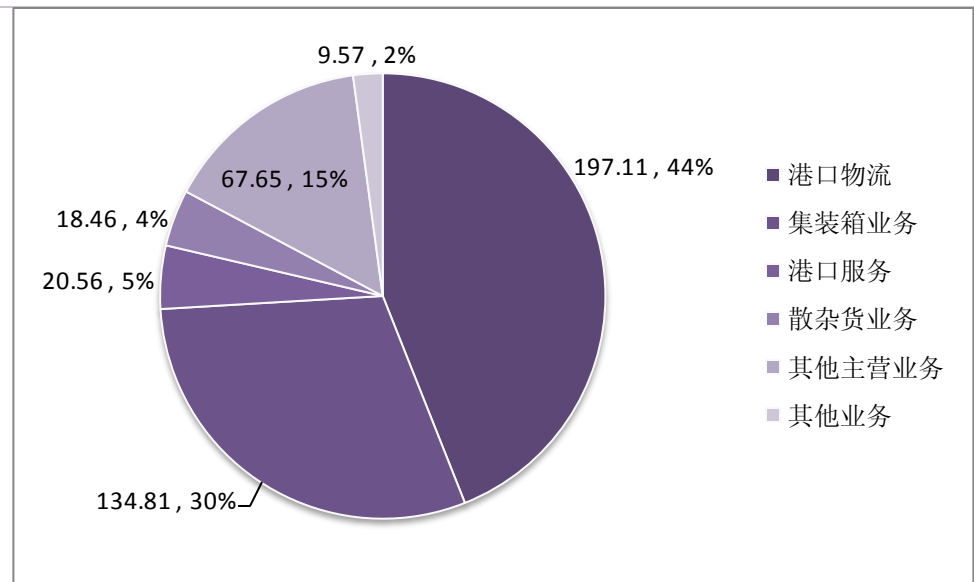
图表4: 归母净利润与同比增速



资料来源: Wind, 联讯证券

公司主要从事港口相关业务, 主营业务分为: 集装箱板块、散杂货板块、港口物流板块和港口服务板块。公司经营模式主要为: 为客户提供港口及相关服务, 收取港口作业包干费、堆存保管费和港口其他收费。

图表5: 各业务板块营业收入 (亿元)

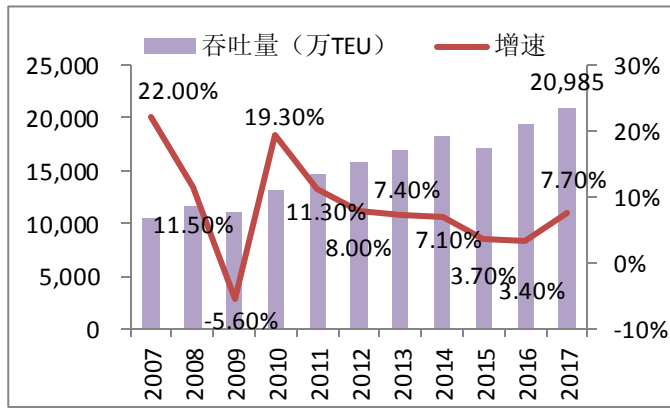


资料来源: Wind, 联讯证券

公司拥有上海港全部的集装箱码头和散杂货公共码头。作为整个长江流域的出海口, 上海港依托我国经济发展, 尤其是长江沿线腹地的经济增长带动, 其每年集装箱吞吐量占我国沿海港口集装箱总量的近 20%。自 2010 年以来, 上海港集装箱吞吐量始终位于全球第一, 货物吞吐量仅次于宁波-舟山港。目前, 上海港已经与全球 214 个国家和地区的 500 多个港口建立了集装箱货物贸易往来, 拥有国际航线 80 多条。每天有 4.5 万个集装箱在这里流转再运往各地。

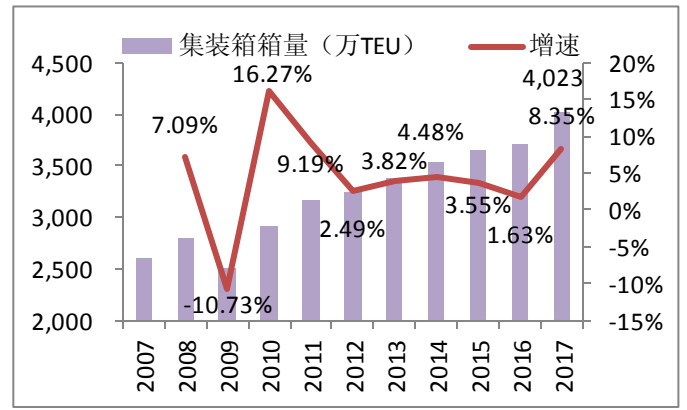


图表6: 沿海港口集装箱吞吐量



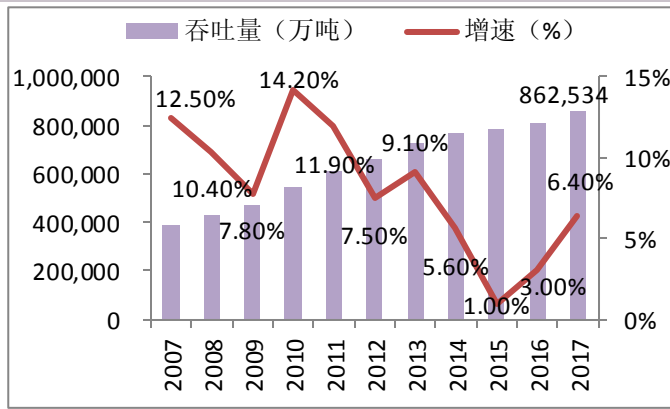
资料来源: Wind, 联讯证券

图表7: 公司母港集装箱箱量



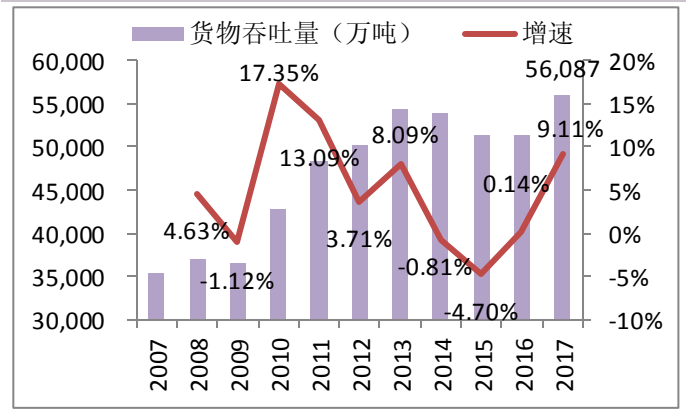
资料来源: 公司官网, 联讯证券

图表8: 沿海主要港口货物吞吐量



资料来源: Wind, 联讯证券

图表9: 公司母港货物吞吐量



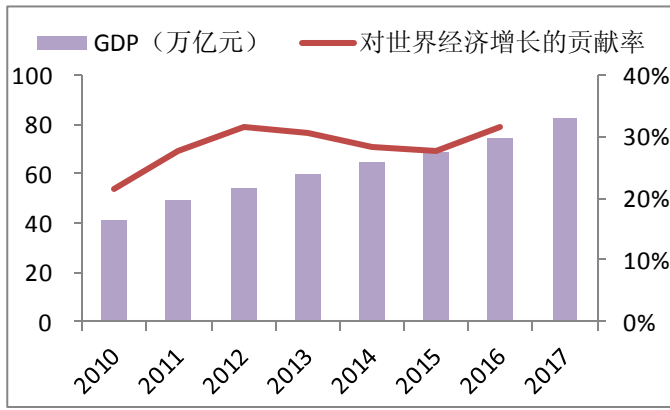
资料来源: 公司官网, 联讯证券

## 二、航运业复苏，带动港口主业实现突破

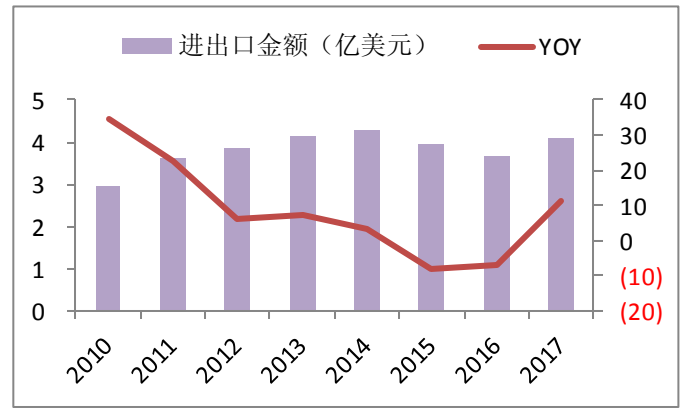
### (一) 对接国家战略，紧抓历史机遇上，海国际航运中心战略重要实施者

航运包括内河航运、沿海航运和远洋航运。上海港位于我国海岸线中心，也是长江的出海口，天然在发展港口航运上拥有十分优越的地理位置。同时，上海作为我国的金融中心，并加持了上海自贸区和长江经济带两大政策红利，向内又有长江三角洲及长江沿线省份作为经济腹地，可辐射至全国，对其港口贸易的发展起到极强的推动作用。可以说，上海港能成为国际最大的集装箱港口，首先归功于我国经济体的崛起，以及在全球化中所起到的越来越重要作用。




**图表10: 我国 GDP 及对世界经济增长贡献率**


资料来源: Wind, 联讯证券

**图表11: 我国进出口金额及同比增速**


资料来源: Wind, 联讯证券

### 1、长江经济带

为充分利用长江流域航运资源,自2002年开始,上海港开始实施“长江战略”。公司通过控股、参股、战略合作等多种形式,参与沿线码头、航运、物流运营等多种途径,加强与长江流域航运发展的协同性。目前,公司已在重庆、长沙、南京、江阴等多地布局。在航运低迷的时期,正是长江航线起到关键作用,带动公司水水中转比例提升,支撑港口主业稳定发展。目前,公司母港水水转运中,长江航线仍是非常重要的需求来源。

**图表12: 长江战略布局**

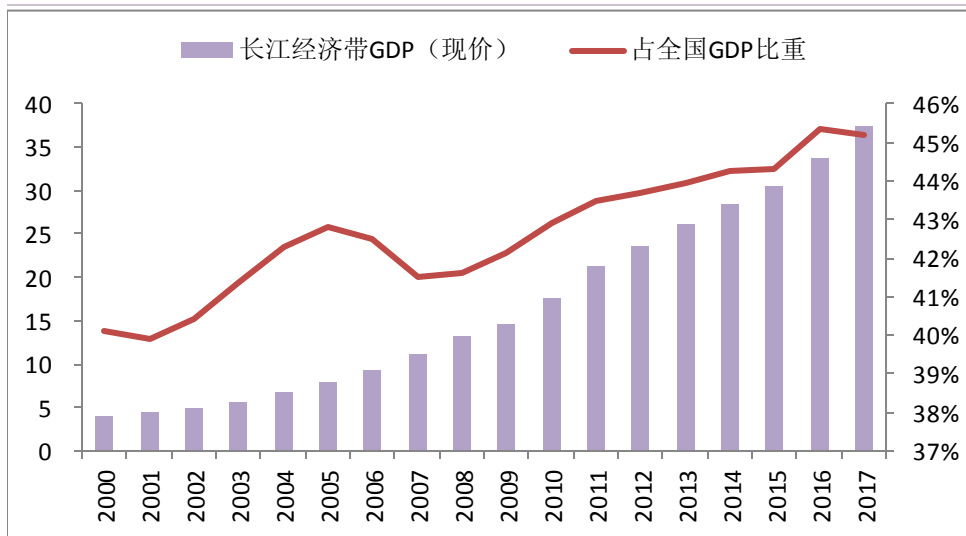

资料来源:公司公告, 联讯证券

2017年7月,为贯彻国家对长江经济带发展的重大战略部署,进一步深化“长江战略”,公司牵头14家港航企业共同发起成立长江经济带航运联盟。联盟由9家港口公司以及5家航运公司组成,旨在加强区域港航信息一体化、货物江海联运、船型标准化、绿色港口和航运体系建设、以及维护航运市场有序稳定发展等领域交流合作。





图表13: 长江经济带省份 GDP (万亿元) 及占全国 GDP 比重



资料来源:Wind, 联讯证券

## 2、上海国际航运中心

上海凭借特殊的地理和经济金融地位,始终是我国改革和发展的急先锋。2009年4月,国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(国发[2009]19号),正式提出上海要打造“四个中心”——国际经济中心、国际金融中心、国际贸易中心、国际航运中心。为建设国际航运中心,上海提出建设“三港”,即洋山深水港、外高桥港和浦东空港,以及依托“三港”的保税区。

“十三五”时期将是上海建设国际航运中心的攻坚阶段。按照《“十三五”时期上海国际航运中心建设规划》,到2020年,基本建成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、航运市场环境优良、现代物流服务高效,具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。

图表14: 上海国际航运中心“十三五”发展目标

序号	指标名称	指标属性	2020年
1	上海港集装箱年吞吐量	非约束性	4200万标准箱左右
2	集装箱水水中转比例	非约束性	50%以上
3	四级及以上内河航道通航里程	非约束性	260公里
4	空港旅客年吞吐量	非约束性	1.2亿人次左右
5	空港货邮年吞吐量	非约束性	400万吨以上
6	机场中转旅客比例	非约束性	15%以上
7	邮轮旅客年发送量	非约束性	150-200万人次
8	以上海为母港运营邮轮艘数	非约束性	12-15艘

资料来源:《“十三五”时期上海国际航运中心建设规划》,联讯证券

公司拥有上海港的集装箱码头、散杂货码头,并拥有一个邮轮码头,是落实建设上海国际航运中心战略目标的重要参与者。到“十二五”末,公司母港实现集装箱吞吐量3,653.7万TEU,集装箱水水中转45%。到2017年,两项数据分别提升至4,023万TEU和46.5%。随着洋山四期开港试运行,到2020年将极有可能实现年吞吐量4,200万TEU以及50%以上水水中转比例的发展目标。



### 3、自由贸易港

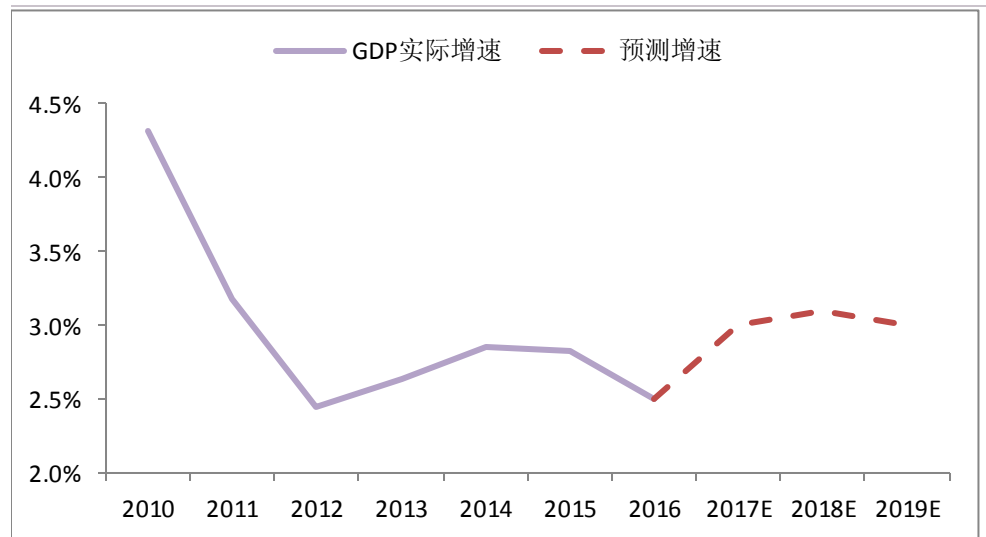
“十九大”的成功召开，标志着我国经济发展进入新时代。“十九大”报告提出，要“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港”。目前，上海正在抓紧编制自由贸易港建设方案。从政策趋势来看，自由贸易港将对标全球最高标准，借鉴新加坡和香港的经验，实现贸易自由，开放服务，扩大离岸贸易与金融服务。

一旦上海自由贸易港政策落地，将极大增强上海港的竞争力，促进上海港承接更多的全球贸易需求，进一步提升其作为全球第一大集装箱港口的国际地位。无论是对接长江经济带战略，还是“一带一路”战略，都将发挥更大的作用，受益也将更加充分。

#### （二）全球航运触底，回暖在望

随着全球经济出现企稳，航运市场在经历多年低迷后，已有筑底迹象。全球经济在经历多年不足 3% 增速的情况下，有望在 2017 年实现突破。2018 年 1 月的《全球经济展望》预计 2017 年全球经济增速有望达到 3%，同时上调对 2018 年经济增速的预测 0.1 个百分点至 3.1%。

图表 15：世界银行调高对全球经济增速的预测

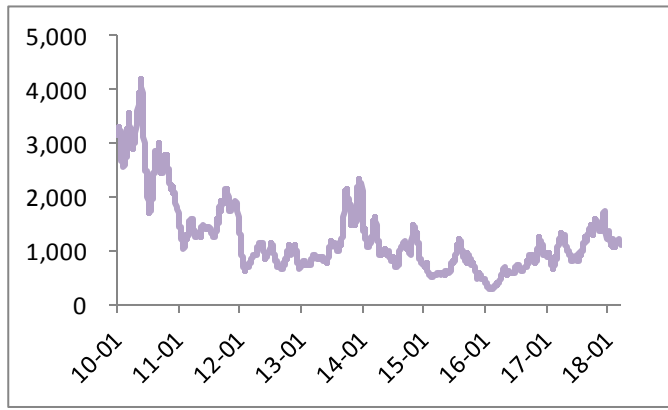


资料来源:世界银行, 联讯证券

航运运力增长始终保持在低位。全球集装箱运力增速在 2014 年以后始终保持在 1% 以内，运力供需平衡随着航运需求增加可能出现变化。因此，虽然自 2012 年以来 BDI 指数在大多数时间内处于 1,500 点以下，但从 2016 年起，BDI 走出一轮升势。同样，CCFI 也自 2016 年起，开始缓慢回升。2018 年世界经济增速提高，航运业有望继续趋于活跃。

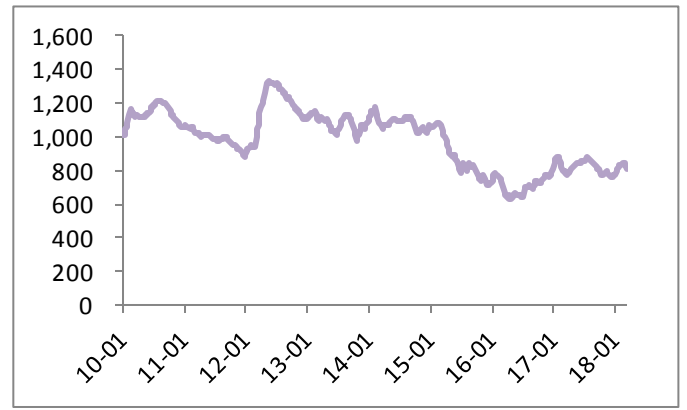


图表16: BDI



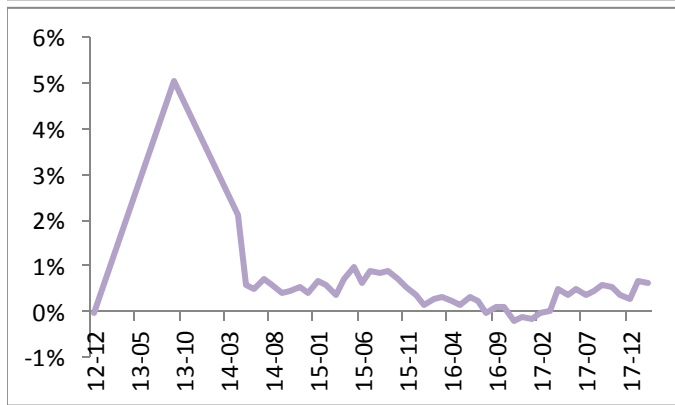
资料来源: Wind, 联讯证券

图表17: CCFI



资料来源: Wind, 联讯证券

图表18: 全球集装箱运力 (TEU) 增速



资料来源: Wind, 联讯证券

### (三) 洋山四期投产打破产能瓶颈

公司集装箱码头主要分布在洋山、外高桥、吴淞三大港区。吴淞港区主要经营内贸集装箱业务，外高桥港区业务主要面向外贸腹地箱源，洋山深水港区则主要以外贸中转需求为主。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。

公司现有码头主要是在 2010 年前完成建设，2010 年后，投产码头只有外高桥 6 期，新增产能有限。随着母港吞吐量的不断增长，产能限制成为未来公司港口业务提升的主要瓶颈。公司长期以来，更多的是通过设备与技术的更新，管理效率水平的提升来提高生产效率。

图表19: 公司现有码头吞吐能力

	码头	所属项目	吞吐能力 (TEU)
外高桥	浦集	外一	135
	振东	外二、外三	250
	沪东	外四	180
	明东	外五	70
		外六	210
	合计		845



吴淞口	宜东	吴淞口	180
洋山	盛东	洋山一、二	430
	冠东	洋山三	500
	合计		930
		洋山四	630 (远期)

资料来源: 公司官网, 联讯证券

洋山港区具备-15 米的深水条件, 是世界上规模最大、水深条件最好的港口之一。2017 年洋山港区完成集装箱吞吐量 1,655.2 万 TEU, 占母港吞吐量比重 41.14%。2017 年 12 月, 洋山四期投入试运行, 洋山四期项目成为全国最大的自动化码头。同样在 12 月, 公司接受同盛集团委托, 受托经营管理洋山四期, 公司向同盛集团支付受托经营管理履约保证金人民币 5 亿元。该保证金在受托经营管理结束时归还。

洋山四期码头岸线长度为 2770 米, 拟建设 5 个 5 万吨级和 2 个 7 万吨级集装箱泊位 (码头结构均按靠泊 15 万吨级集装箱船设计) 及 1 个工作船泊位。初期将形成 400 万 TEU/年的吞吐能力。后期继续扩大规模, 最终有 26 台岸桥、约 120 台轨道吊和超过 130 辆 AGV 投入使用, 吞吐量将达到 630 万 TEU / 年。2018 年, 洋山四期仍将以试运行为主, 同时公司将根据需要调整航线, 为未来更好承接运力需求做好基础。

图表 20: 洋山四期



资料来源: 互联网, 联讯证券

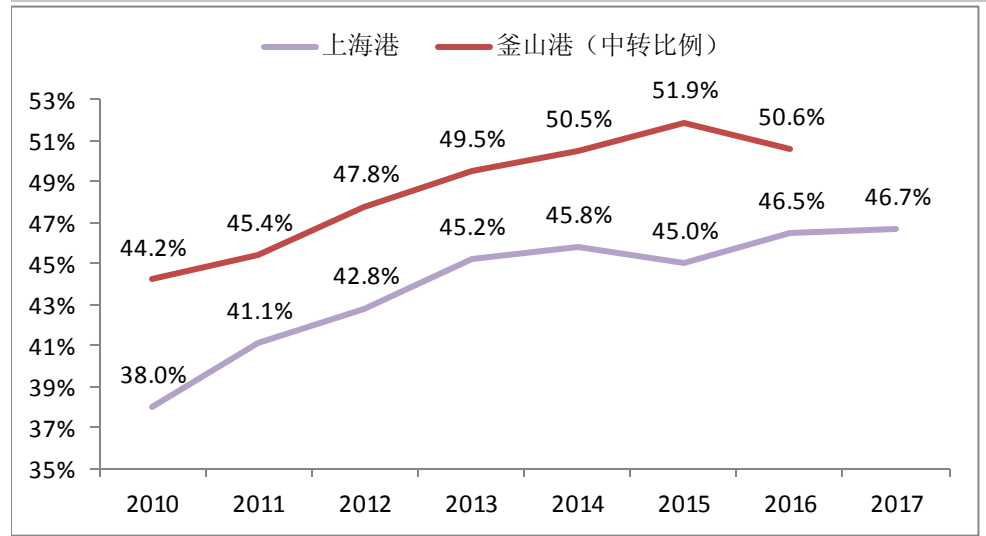
### (三) 提升水水中转比例, 巩固国际航运中心地位

水水中转是衡量一个港口在世界航运中地位的重要指标。公司母港集装箱水水中转比例从 2012 年的 42.8% 提升至 2016 年的 46.5%。

与釜山港、新加坡港等竞争对手相比, 公司母港的水水中转比例还有较大提升空间。依照 “十三五” 目标, 到 2020 年, 这一比例将提升至 50%。水水中转提升后, 将有效带动装载卸货服务收入的增加。



图表 21: 上海港水水转运比例



资料来源:公司公告, 联讯证券

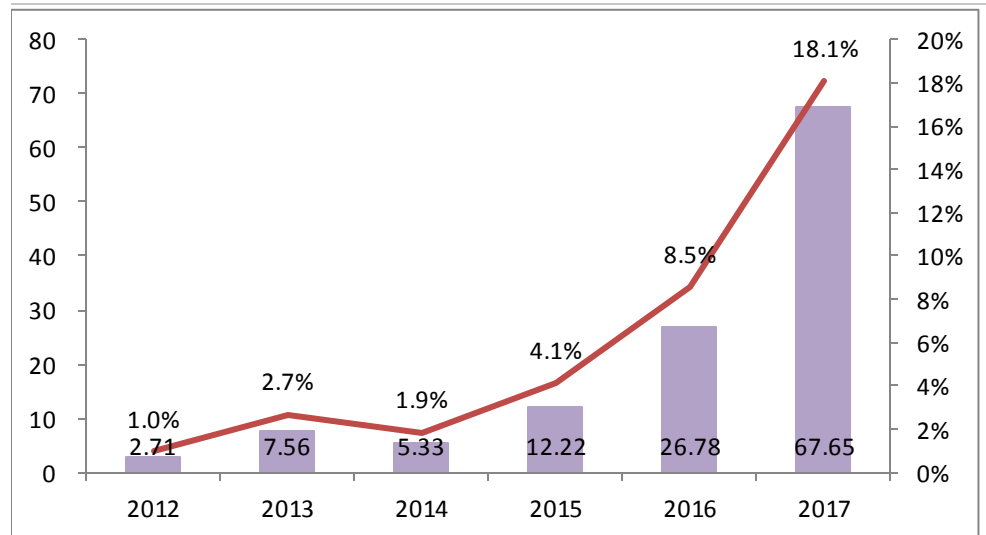
## 四、多元化战略渐入佳境

### (一) 对外投资回报丰厚

为实施多元化发展战略, 公司近年来在地产、金融、平台建设等方面不断加大投入力量, 投资回报也日渐丰厚。

从公司年报来看, 2015 年以前, 公司其他主营业务收入较低, 对公司总收入的贡献较小。而到 2015 年以后, 收入贡献比例快速提升。

图表 22: 公司其他主营业务收入及占总收入比重 (亿元)

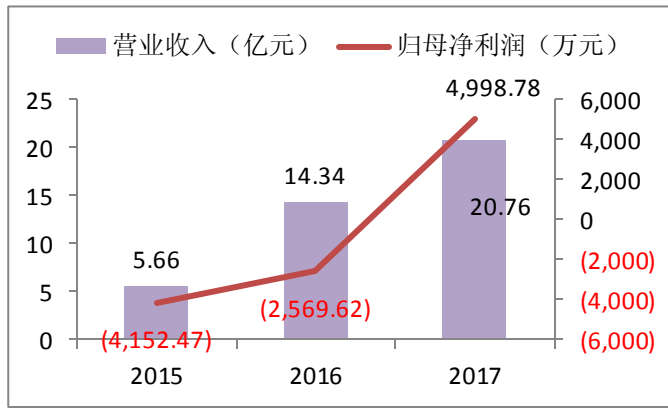


资料来源:Wind, 联讯证券

2015 年, 上港足球俱乐部和上海港国际客运中心收入增长发力, 但所得净利润仍然亏损; 2017 年, 子公司瑞泰发展有限责任公司当期房地产实现销售, 为公司直接贡献近 10% 的收入。

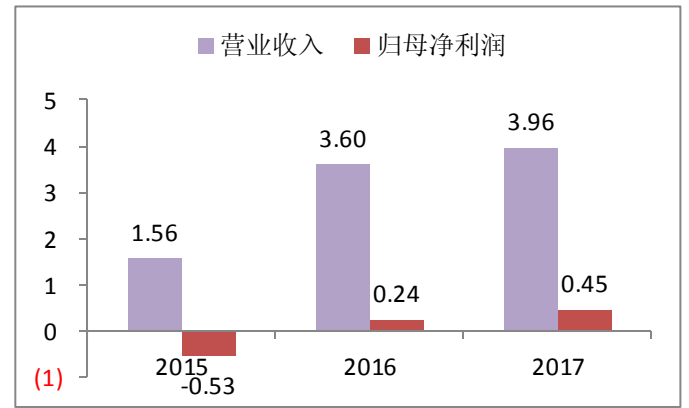


图表23: 上海上港足球俱乐部营收与净利润



资料来源: 公司年报, 联讯证券

图表24: 国际客运中心营收与净利润 (亿元)



资料来源: 公司年报, 联讯证券

与上海国际金融中心和航运中心地位相称, 公司也在金融领域投入颇多, 形成与港口航运的协同发展, 并获得稳定的财务投资回报。截至 2017 年底, 公司拥有上海银行 5.06 亿股份, 占总股本 6.48%; 拥有邮储银行 33.49 亿股, 占总股本 4.13%。

## (二) 地产销售进入高峰期, 港口地产特殊性质决定高利润率

伴随上海经济的起飞与城市发展, 公司顺应城市发展变迁需要, 抓住上海地产红利, 对原有港口区域做出调整。目前, 公司拥有 4 个地产项目: 汇山项目、海门路 55 号、上海长滩项目、军工路项目。其中, 汇山项目现在已进入销售收尾阶段。

上海长滩, 即上港滨江城项目, 位于原上港十四区货集装箱码头。建成后将成为集生态绿化、现代商务、休闲居住和邮轮游艇综合配套服务为一体的生态滨江综合服务区。项目规划占地面积 77.62 公顷, 总建筑面积约 146 万平方米, 住宅建筑面积约 50 万平方米, 商业、商办、公益建筑面积约 36.5 万平方米, 计划总投资 149.4 亿元。住宅项目中, 上港滨江城盛东里 (6 号地块) 已于 2017 年 7 月开盘。该项目总住宅套数 752 套, 住宅面积合计 91,320 平方米, 销售报价在 5 万-6 万之间; 现已基本售完。

2018 年, 公司将继续推进 6 号地块、7 号地块的销售。长滩项目将是近期公司地产收入的主要来源。





图表25: 宝山上海长滩项目区位



资料来源:上海长滩项目官网, 联讯证券

军工路项目也属于港口地产转型，位于新江湾城北部，以住宅为主。从已披露信息看，军工路项目已过审批的用地面积 11.81 万平方米，规划计容面积 25.05 万平方米，总建筑面积 40.79 万平方米。

海门路 55 号项目（星外滩）是公司唯一通过招拍挂取得的土地开发项目，主要用于商业地产开发。公司已于 2017 年年底收购星外滩全部股权，星外滩成为公司全资子公司。

海门路 55 号地块面积 40,577.40 平方米，容积率 6.0，拍卖价格 56.8 亿元。根据规划，星港国际中心东西塔楼和裙楼地上部分建筑面积总计 25.79 万平方米（包含公交枢纽级配套用房、地铁换乘空间与城市公用空间）。项目设有公交枢纽终点站，将与地铁 12 号线、9 号线实现缝对接，地下公平路步行街将直达公平路轮渡码头，融合了公交、地铁、轮渡于一体的便利，将成为北外滩的新坐标。

图表26: 星港国际中心效果图

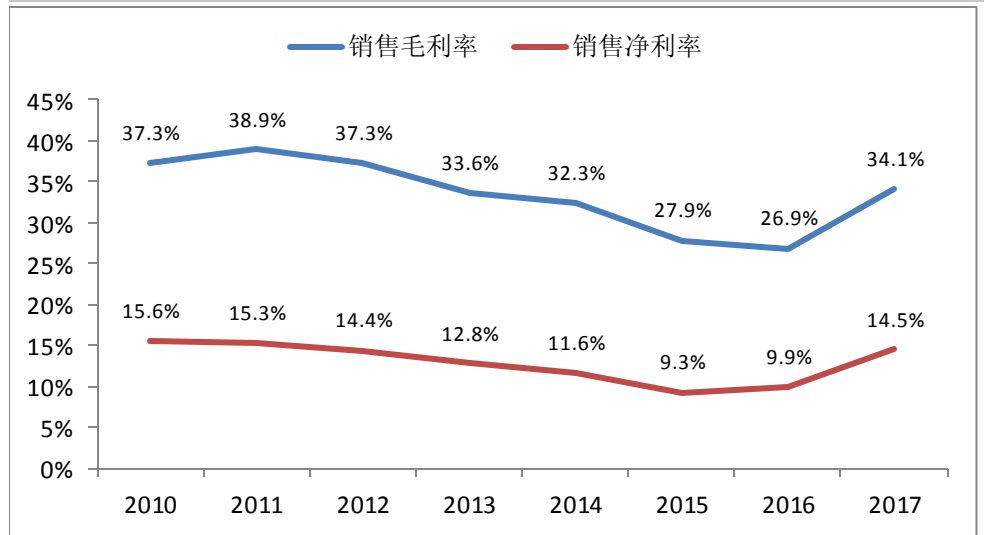




资料来源:新浪, 联讯证券

长滩项目与军工路项目均是由港区改建而来, 拿地成本低, 与通过招拍挂拿地的房地产项目相比, 可获得较高毛利。根据 2017 年年报披露, 负责长滩项目销售的全资子公司瑞泰发展全年贡献主营收入 36.7 亿元, 主营成本 13.6 亿元, 毛利率高达 62.9%; 归母净利润 7.32 亿元, 净利率 19.9%, 远超地产行业平均利润率水平。

图表27: 申万房地产开发行业利润率(整体法)

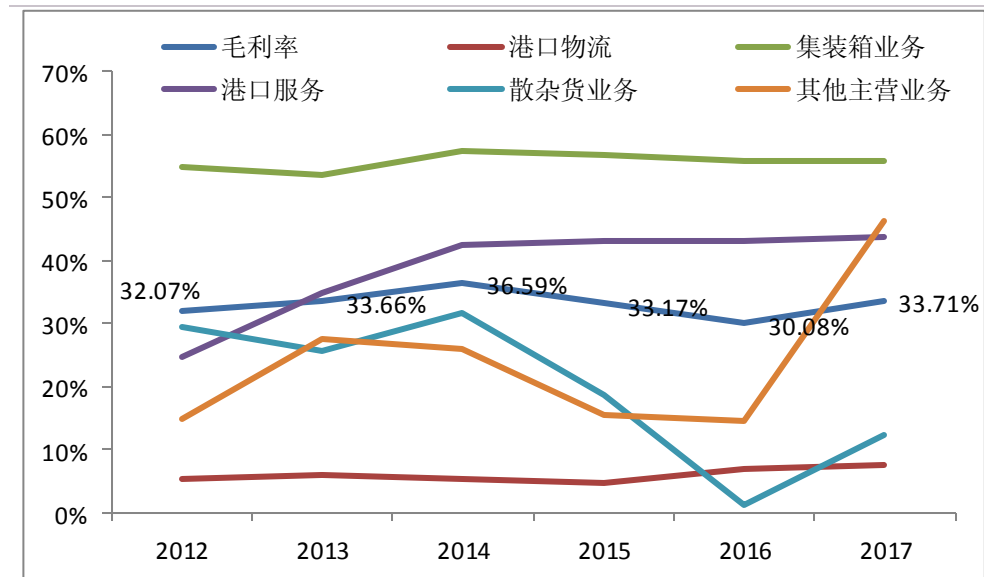


资料来源:Wind, 联讯证券

## 五、财务分析

从毛利率情况来看, 公司整体的毛利率始终保持在 33%左右的稳定水平。其中, 散杂货业务毛利率下降较多, 而其他主营业务, 主要是房地产收入加入后, 弥补了这一部分的下降。

图表28: 公司毛利率

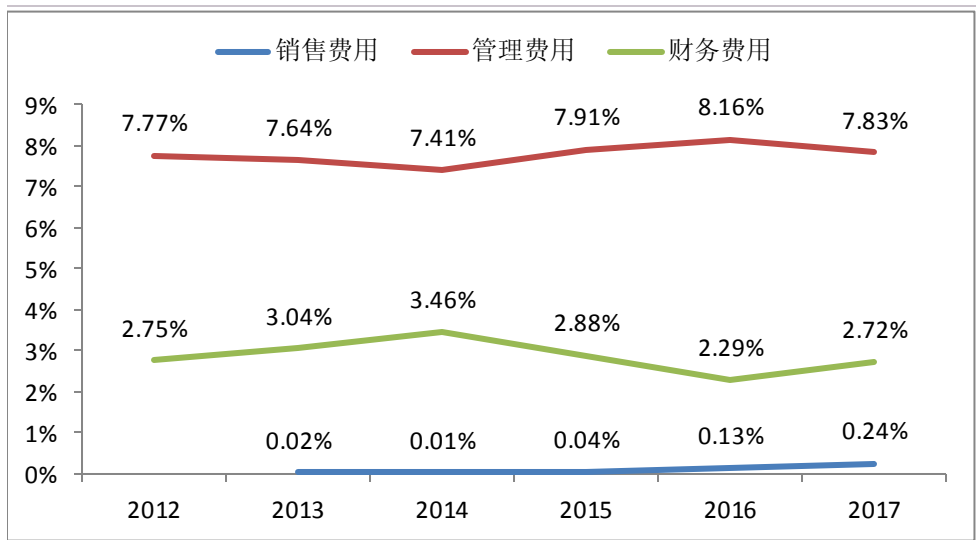


资料来源:Wind, 联讯证券



三费上，管理费用较高，其工资薪酬、企业文化与广告宣传费、折旧和摊销是主要的支出项目。

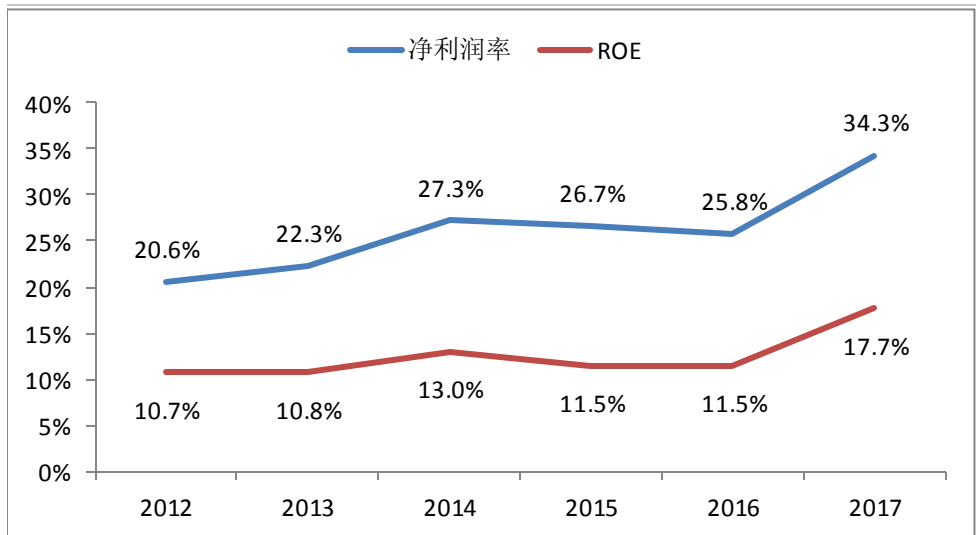
图表29：三费比率



资料来源:Wind, 联讯证券

公司的盈利水平显著高于行业其他可比公司。2017年，公司净利润率高达 34.33%，ROE 达到 17.72%。利润率达到如此高度，主要还是因为港口地产实现销售后，拥有一个高于同行业水平的利润率。

图表30：公司净利润率与 ROE



资料来源:Wind, 联讯证券

图表31：主要财务指标对比（截至 2018/3/30）

证券代码	证券简称	EBITDA/带息负债	资产负债率 (%)	ROE (%)	权益乘数	总资产周转率	净利润率 (%)
000022.SZ	深赤湾 A	2.14	17.66	10.47	1.52	0.34	29.06
000507.SZ	珠海港	0.22	47.76	5.25	2.17	0.32	8.91
000582.SZ	北部湾港	0.40	38.56	8.28	1.92	0.26	17.99
000905.SZ	厦门港务	0.22	56.33	4.13	2.94	1.77	1.30
600017.SH	日照港	0.29	41.18	3.52	1.91	0.24	9.31



证券代码	证券简称	EBITDA/ 带息负债	资产负债 率 (%)	ROE (%)	权益乘数	总资产周 转率	净利润率 (%)
<b>600018.SH</b>	<b>上港集团</b>	<b>0.42</b>	<b>45.44</b>	<b>17.72</b>	<b>1.98</b>	<b>0.29</b>	<b>34.33</b>
600190.SH	锦州港	0.12	60.61	2.40	2.33	0.33	3.38
600279.SH	重庆港九	0.33	44.18	14.00	2.35	0.78	8.52
600717.SH	天津港	0.28	42.24	5.31	2.20	0.42	8.70
601000.SH	唐山港	1.38	28.02	10.42	1.51	0.36	20.23
601018.SH	宁波港	0.33	36.51	7.54	1.70	0.30	15.72
601326.SH	秦港股份	0.33	43.47	7.75	2.10	0.27	12.81
601880.SH	大连港	0.15	43.64	2.80	1.91	0.26	6.36

资料来源: Wind, 联讯证券

## 六、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

我们假设:

(1) 2017 年, 集装箱吞吐量增长 8.35%, 我们预计洋山四期试运行后, 2018 年集装箱吞吐量增速会进一步加快, 而随着集装箱吞吐量基数的增长, 增速会放缓;

(2) 大宗商品交易增速或将放缓, 受此影响, 散杂货吞吐量增速有所回落;

(3) 长滩项目进入结算高峰期, 我们预计 2018-2020 年结算进度分别为剩余未售项目面积的 25%、30%、40%; 销售均价分别为 5.5、6、6 万/平方米。

图表32: 分部盈利预测 (亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>283.81</b>	<b>281.62</b>	<b>287.79</b>	<b>295.11</b>	<b>313.59</b>	<b>374.24</b>	<b>435.72</b>	<b>463.11</b>	<b>502.39</b>
港口物流	139.64	137.41	148.27	156.37	173.37	197.11	215.87	234.37	245.18
集装箱业务	100.72	106.09	119.94	124.57	126.04	134.81	146.81	152.61	155.61
港口服务	48.72	29.99	19.31	19.85	21.16	20.56	22.65	23.37	23.37
散杂货业务	24.39	25.05	25.45	20.79	16.82	18.46	19.37	20.14	20.73
其他主营业务	2.71	7.56	5.33	12.22	26.78	67.65	102.39	109.16	136.90
其他业务	6.67	7.61	7.95	8.46	9.45	9.57	9.57	9.57	9.57
内部抵销	-39.04	-32.09	-38.46	-47.15	-60.02	-73.92	-80.94	-86.10	-88.98
<b>营业成本</b>	<b>192.79</b>	<b>186.83</b>	<b>182.50</b>	<b>197.21</b>	<b>219.26</b>	<b>248.09</b>	<b>284.17</b>	<b>305.36</b>	<b>328.30</b>
港口物流	132.30	129.17	140.47	148.98	161.20	181.83	201.84	217.75	227.74
集装箱业务	45.36	49.39	51.27	54.11	55.92	59.60	64.60	67.44	68.68
港口服务	36.69	19.51	11.10	11.32	12.01	11.56	12.84	13.21	13.20
散杂货业务	17.23	18.59	17.36	16.89	16.59	16.18	17.27	18.49	18.57
其他主营业务	2.31	5.47	3.95	10.33	22.84	36.45	49.78	53.29	64.67
其他业务	2.45	2.97	3.24	4.25	4.86	6.63	6.63	6.63	6.63
内部抵销	-43.56	-38.27	-44.88	-48.67	-54.16	-64.17	-68.80	-71.46	-71.18

资料来源: 联讯证券



我们预计，2018-2020 年，公司将实现营业收入 435.72\463.11\502.39 亿元，归母净利润 126.19\132.36\141.23 亿元，基本每股收益 0.54\0.57\0.61 元。对应当前股价 PE 为 13x\12x\12x。

## （二）估值与投资建议

我们参考申万交运-港口行业作为可比公司，同时剔除估值最高的连云港（动态市盈率 672x），行业平均 PE(TTM)35x，中值 34x，可以看到公司现在具有极大的估值优势。考虑到 2013-2017 年，公司 PE Band 为 11x-30x，中枢为 20x。

基于谨慎原则，我们给予公司 2018 年 18x-20x PE，对应目标价 9.72 元-10.8 元。维持“买入”评级。

图表33： 可比公司估值水平（截至 2018/3/30）

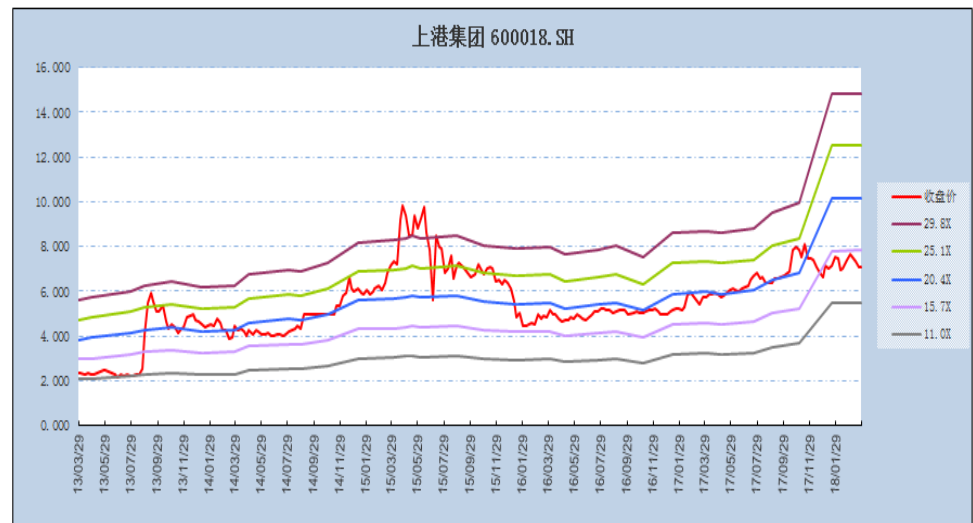
证券代码	证券简称	PE(TTM)	市值（亿元）
000022.SZ	深赤湾 A	30.85	131.03
000088.SZ	盐田港	35.53	141.78
000507.SZ	珠海港	50.99	71.69
000582.SZ	北部湾港	21.98	118.97
000905.SZ	厦门港务	47.70	51.83
002040.SZ	南京港	39.79	42.29
600017.SH	日照港	30.68	113.18
600190.SH	锦州港	53.31	74.68
600279.SH	重庆港九	8.50	41.09
600317.SH	营口港	36.13	196.78
600717.SH	天津港	19.80	163.12
601000.SH	唐山港	15.19	221.99
601018.SH	宁波港	26.18	700.80
601228.SH	广州港	47.37	339.39
601326.SH	秦港股份	32.32	279.73
601880.SH	大连港	65.14	250.43
平均	均值	35.09	183.67
	中值	33.92	136.40

资料来源：Wind，联讯证券



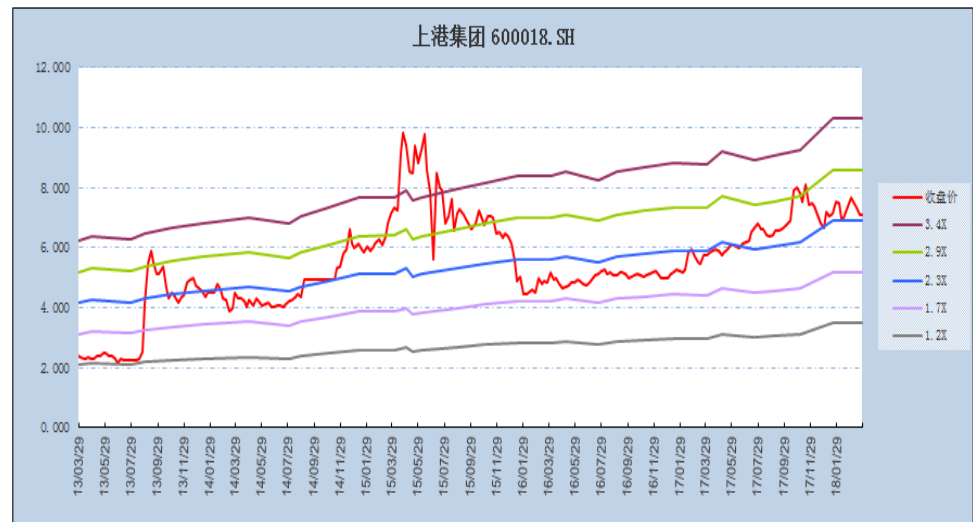


图表34: PE Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券

图表35: PB Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券

## 七、风险提示

- (1) 宏观经济波动, 市场波动风险;
- (2) 航运业增速回落;
- (3) 贸易战升级, 对外贸易大幅下降;
- (4) 地产销售进度不及预期。





附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	50,266	56,530	68,888	81,029	经营活动现金流	9,611	5,031	9,046	8,350
现金	20,268	19,898	28,710	36,554	净利润	12,846	14,052	14,739	15,727
应收账款	2,395	2,788	2,963	3,215	折旧摊销	-10,725	5,781	11,754	11,261
其它应收款	936	1,023	1,062	1,117	财务费用	1,004	440	-83	-89
预付账款	415	549	693	848	投资损失	-4,655	-4,655	-4,655	-4,655
存货	24,485	28,047	30,138	32,402	营运资金变动	-3,546	-7,582	-3,177	-4,410
其他	1,767	4,226	5,322	6,893	投资活动现金流	1,815	4,208	4,208	4,208
非流动资产	90,969	89,682	88,372	87,708	筹资活动现金流	-3,297	-6,429	-4,442	-4,714
长期投资	34,002	34,002	34,002	34,002	短期借款	-3837	0	0	0
固定资产	32,988	33,555	34,122	34,679	长期借款	3748	-377	-377	-377
无形资产	13,881	11,105	8,884	7,107	现金净增加额	8,129	2,810	8,812	7,844
其他	10,098	11,020	11,364	11,920					
资产总计	141,235	146,212	157,260	168,737					
流动负债	38,084	34,358	35,299	36,008					
短期借款	18,744	18,744	18,744	18,744					
应付账款	3,475	3,980	4,277	4,598					
其他	15,865	11,634	12,279	12,666					
非流动负债	9,450	8,830	8,345	7,813					
长期借款	8,540	8,163	7,785	7,408					
其他	910	668	560	405					
负债合计	47,534	43,188	43,644	43,821					
少数股东权益	7,572	9,005	10,509	12,113					
归属母公司股东权益	69,484	77,374	86,463	96,160					
负债和股东权益	141,235	146,212	157,260	168,737					
利润表					主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	37,424	43,572	46,311	50,239	成长能力				
营业成本	24,809	28,417	30,536	32,830	营业收入	19.3%	16.4%	6.3%	8.5%
营业税金及附加	995	1,158	1,231	1,336	营业利润	43.2%	11.3%	5.8%	7.8%
营业费用	89	104	110	120	归属母公司净利润	66.2%	9.4%	4.9%	6.7%
管理费用	2,931	3,412	3,627	3,934	获利能力				
财务费用	1,018	440	-83	-89	毛利率	33.7%	34.8%	34.1%	34.7%
资产减值损失	-59	0	0	0	净利率	30.8%	29.0%	28.6%	28.1%
公允价值变动收益	95	0	0	0	ROE	16.7%	16.3%	15.2%	14.5%
投资净收益	4,655	4,655	4,655	4,655	ROIC	19.41%	15.54%	14.80%	15.64%
营业利润	13,208	14,696	15,544	16,763	偿债能力				
营业外收入	2675	2675	2675	2675	资产负债率	45.4%	40.9%	38.3%	35.8%
营业外支出	28	28	28	28	净负债比率	-10%	-1%	-12%	-17%
利润总额	15,855	17,343	18,191	19,410	流动比率	1.32	1.65	1.95	2.25
所得税	3,009	3,291	3,452	3,683	速动比率	0.68	0.83	1.10	1.35
净利润	12,846	14,052	14,739	15,727	营运能力				
少数股东损益	1310	1433	1503	1604	总资产周转率	0.29	0.30	0.31	0.31
归属母公司净利润	11,536	12,619	13,236	14,123	应收账款周转率	14.58	16.81	16.10	16.26
EBITDA	15,858	17,912	17,683	18,451	应付账款周转率	13.54	11.69	11.22	11.32
EPS（元）	0.50	0.54	0.57	0.61	每股指标(元)				
					每股收益	0.50	0.54	0.57	0.61
					每股经营现金	0.41	0.22	0.39	0.36
					每股净资产	3.33	3.73	4.18	4.67
					估值比率				
					P/E	14.08	12.87	12.27	11.50
					P/B	2.11	1.88	1.68	1.50
					EV/EBITDA	11.70	10.29	9.96	9.15

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)