

上港集团 (600018)

证券研究报告

2018年08月31日

主业+投资收益+地产三驾马车，百亿利润新常态！

事件

上港集团公布半年报业绩：公司上半年实现营业收入 175.1 亿元，同比增长 4.73%；实现归属上市公司净利润 33.87 亿元，同比增长 0.41%，实现扣非后净利润 32.09 亿元，同比增长 31.69%。

集装箱吞吐量在高基数下放缓，外贸装卸费率下调降低公司毛利率

上半年中美贸易摩擦，叠加国家降低物流成本的政策导向，我国港口吞吐量增速放缓。母港集装箱吞吐量完成 2050.7 万 TEU，同比增 4.6%；货物吞吐量完成 2.78 亿吨，同比降 0.6%，由于环保政策原因，散杂货吞吐量完成 0.76 亿吨，同比下降 9.3%。上海港调降进出口集装箱装卸作业费，1H2018 公司集装箱业务板块毛利率为 54.6%，同比减少 2.43pcts。

邮储银行权益法核算贡献上半年投资收益

1H2018 投资收益 22.76 亿，包括按权益法核算的邮储银行投资收益 12.5 亿元，以及权益法核算的上海银行投资收益 6.2 亿。

长滩项目稳步推进，地产业务步入释放期

公司尚有长滩、军工路以及海门路 55 号三个项目，总建筑面积达 228.2 万平方米，前两者已经进入销售周期，结算周期预计将在 2018-2019 年释放利润。其中，长滩项目上半年实现收益 1.36 亿，已完成项目进度 62%；军工路项目完成计划 53%，海门路 55 号项目完成计划的 80%，后两者上半年均未产生收益。我们预计上海长滩项目一期能够贡献净利润接近 30 亿元，整体接近 120 亿的利润体量将在未来三年中释放。而军工路退二进三项目净利润体量约在 20-30 亿左右。

混改+港航一体+自贸区改革先锋

中央与地方国企参与上港的混改，一方面是港航一体化增强国际竞争能力，对标釜山、新加坡等国际大港，另一方面也是打造中国乃至全球第一大港，在自贸区的建设以及一带一路等战略项目或将扮演重要角色。

投资建议

百亿业绩贡献有望常态化：1) 公司港口主业稳健。2) 金融板块业绩将会持续释放，上海银行与邮储银行预计贡献稳定的投资收益。3) 房地产板块特别是长滩项目未来 2 年逐步结算以及星外滩逐步释放业绩。考虑到军工路、海门路项目开发业绩释放的节奏具有一定不确定性，我们保守下调此前 18-19 年的业绩 103.57/105.47 亿元（原值为 124.70/129.88 亿元），并新增 20 年预测 107.12 亿元。对应 EPS 为 0.45、0.46、0.46 元。公司当前股价估值合理，在自贸港、一带一路落地过程中将获得主题与实质双重利好，叠加公司未来业绩释放潜力，维持买入评级。

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

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	31,359.18	37,423.95	46,212.46	48,971.08	52,454.71
增长率(%)	6.26	19.34	23.48	5.97	7.11
EBITDA(百万元)	13,006.15	16,667.47	17,585.67	17,690.26	18,363.10
净利润(百万元)	6,939.08	11,536.19	10,356.74	10,546.84	10,712.02
增长率(%)	5.74	66.25	(10.22)	1.84	1.57
EPS(元/股)	0.30	0.50	0.45	0.46	0.46
市盈率(P/E)	18.74	11.27	12.55	12.33	12.14
市净率(P/B)	2.14	1.87	1.76	1.64	1.54
市销率(P/S)	4.15	3.47	2.81	2.65	2.48
EV/EBITDA	9.88	10.57	8.39	7.78	6.10

资料来源：wind，天风证券研究所

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	5.61 元
目标价格	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)	23,173.67
A 股总市值(百万元)	130,004.31
流通 A 股市值(百万元)	130,004.31
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	47.18
一年内最高/最低(元)	8.84/5.58

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@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:目标全球大港!看贸易、金融与地产如何演绎》2018-03-05
- 《上港集团-公司点评:多元业务开花结果，业绩进入“百亿俱乐部”》2018-01-14
- 《上港集团-季报点评:有望享自贸港红利!百亿利润未来可期》2017-10-31

1. 事件

上港集团公布半年报业绩：公司上半年实现营业收入 175.1 亿元，同比增长 4.73%；实现归属上市公司净利润 33.87 亿元，同比增长 0.41%，实现扣非后净利润 32.09 亿元，同比增长 31.69%。

2. 点评

■ 集装箱吞吐量在高基数下放缓，外贸装卸费率下调降低公司毛利率

上半年中美贸易摩擦，叠加国家降低物流成本的政策导向，我国港口吞吐量增速放缓。上海港作为全球第一大集装箱港，港口吞吐量在 17 年同期高基数上仅实现个位数增长，母港集装箱吞吐量完成 2050.7 万 TEU，同比增 4.6%；货物吞吐量完成 2.78 亿吨，同比降 0.6%，由于环保政策原因，以煤炭为代表的散杂货吞吐量完成 0.76 亿吨，同比下降 9.3%。

上半年按照国家发展改革委反垄断调查的有关要求，上海港调降进出口集装箱装卸作业费，1H2018 公司集装箱业务板块（收入占比 37.9%）板块毛利率为 54.6%，同比减少 2.43pcts，环比减少 1.21pcts；港口物流业务板块（收入占比 55.0%）毛利率 7.92%，保持稳定。

■ 邮储银行权益法核算贡献上半年投资收益

1H2017 投资收益 18.50 亿，包括公司处置 4600 万股招商银行股票所获得的 8.7 亿投资收益（占归母净利润 25.7%），以及邮储银行带来的 2.4 亿投资收益（成本法确认）。

1H2018 投资收益 22.76 亿，包括按权益法核算的邮储银行投资收益 12.5 亿元（占归母净利润 36.9%），以及权益法核算的上海银行投资收益 6.2 亿（占归母净利润 18.3%）。

■ 长滩项目稳步推进，地产业务步入释放期

公司尚有长滩、军工路以及海门路 55 号三个项目，总建筑面积达 228.2 万平方米，前两者已经进入销售周期，结算周期预计将在 2018-2019 年释放利润。其中，长滩项目上半年实现收益 1.36 亿，已完成项目进度 62%；军工路项目完成计划 53%，海门路 55 号项目完成计划的 80%，后两者上半年均未产生收益。

我们预计上海长滩项目一期能够贡献净利润接近 30 亿元，整体接近 120 亿的利润体量将在未来三年中释放。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，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”在未来常态化。

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: 公司公告, 百度地图, 天风证券研究所

■ 混改+港航一体+自贸区改革先锋

2017年6月同盛集团将15%股权划转给中远海集团, 公司实控人仍为上海市国资委, 国务院国资委间接持股接近40%, 我们认为中央与地方国企参与上港的混改, 一方面是港航一体化增强国际竞争能力, 对标釜山、新加坡等国际大港, 另一方面也是打造中国乃至全球第一大港, 在自贸区的建设以及一带一路等战略项目或将扮演重要角色。

3. 投资建议

百亿业绩贡献有望常态化: 1) 公司港口主业稳健。2) 金融板块业绩将会持续释放, 上海银行与邮储银行预计贡献稳定的投资收益。3) 房地产板块特别是长滩项目未来2年逐步结算以及星外滩逐步释放业绩。

图 2: 盈利预测

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	37,423.95	46,212.47	48,971.09	52,454.72
营业总收入YOY	19.34%	23.48%	5.97%	7.11%
主营收入	37,423.94	46,212.47	48,971.09	52,454.72
主营收入YOY	19.3%	23.5%	6.0%	7.1%
港口物流	19,710.92	20,499.36	22,139.31	24,353.24
港口物流YOY	20%	4%	8%	10%
集装箱业务	13,481.04	13,683.26	13,956.92	14,375.63
集装箱业务YOY	15%	1%	2%	3%
港口服务	2,056.08	2,117.76	2,181.30	2,224.92
港口服务YOY	15%	3%	3%	2%
散杂货业务	1,845.99	1,870.04	1,888.74	1,907.63
散杂货业务YOY	10%	1%	1%	1%
其他主营业务	6,765.11	16,912.78	19,449.69	22,367.14
其他主营业务YOY	35%	150%	15%	15%

资料来源: wind, 天风证券研究所

考虑到军工路、海门路项目开发业绩释放的节奏具有一定不确定性，我们保守下调此前18-19年的业绩103.57/105.47亿元(原值为124.70/129.88亿元)，并新增20年预测107.12亿元。对应EPS分别为0.45、0.46、0.46元。公司当前股价估值合理，在自贸港、一带一路落地过程中将获得主题与实质双重利好，叠加公司未来业绩释放潜力，维持买入评级。

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,239.29	20,268.36	3,697.00	6,228.76	33,757.42
应收账款	3,124.04	2,924.88	669.42	6,330.70	354.72
预付账款	297.61	414.71	2,219.94	2,379.82	2,766.83
存货	6,211.86	24,485.32	21,263.31	15,140.89	916.67
其他	1,873.77	2,172.37	2,241.26	2,183.26	2,674.55
流动资产合计	23,746.56	50,265.64	30,090.94	32,263.43	40,470.20
长期股权投资	22,703.99	34,001.68	34,001.68	34,001.68	34,001.68
固定资产	34,694.13	32,989.24	33,311.12	33,390.09	33,421.36
在建工程	472.69	352.07	247.24	224.17	144.83
无形资产	13,780.64	13,881.42	13,068.60	12,255.77	11,442.94
其他	21,386.77	9,744.85	8,716.40	8,210.92	8,598.09
非流动资产合计	93,038.22	90,969.27	89,345.03	88,082.63	87,608.90
资产总计	116,784.78	141,234.90	119,435.98	120,346.06	128,079.10
短期借款	22,580.51	18,743.81	10,525.18	0.00	0.00
应付账款	4,098.12	9,426.53	7,100.79	10,364.47	9,079.72
其他	7,244.41	9,913.52	9,414.65	8,592.79	10,231.57
流动负债合计	33,923.04	38,083.86	27,040.62	18,957.27	19,311.29
长期借款	4,791.63	8,539.75	0.00	0.00	0.00
应付债券	8,000.00	13,949.80	7,316.60	9,755.47	10,340.62
其他	1,831.73	3,605.02	2,525.17	2,653.97	2,928.06
非流动负债合计	14,623.36	26,094.58	9,841.77	12,409.44	13,268.68
负债合计	48,546.40	64,178.44	36,882.38	31,366.71	32,579.96
少数股东权益	7,514.51	7,572.09	8,665.30	9,817.64	10,981.41
股本	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67
资本公积	8,583.78	7,895.33	7,895.33	7,895.33	7,895.33
留存收益	38,316.51	45,536.25	50,714.62	55,988.04	61,344.05
其他	(9,350.10)	(7,120.88)	(7,895.33)	(7,895.33)	(7,895.33)
股东权益合计	68,238.37	77,056.47	82,553.59	88,979.35	95,499.13
负债和股东权益总	116,784.78	141,234.90	119,435.98	120,346.06	128,079.10

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	8,087.90	12,846.41	10,356.74	10,546.84	10,712.02
折旧摊销	3,210.81	3,405.90	2,655.78	2,756.93	2,860.90
财务费用	864.32	1,003.95	1,386.37	1,322.22	1,416.28
投资损失	(3,462.47)	(4,654.51)	(5,090.00)	(5,500.00)	(5,500.00)
营运资金变动	(7,735.85)	271.39	928.42	3,732.08	19,298.00
其它	1,071.21	(3,262.41)	1,150.75	1,171.87	1,190.22
经营活动现金流	2,035.93	9,610.73	11,388.06	14,029.93	29,977.42
资本支出	4,410.11	11,057.77	3,139.86	1,871.19	1,725.92
长期投资	2,612.16	11,297.69	0.00	0.00	0.00
其他	(21,421.03)	(20,540.29)	(268.37)	1,623.38	1,830.54
投资活动现金流	(14,398.76)	1,815.17	2,871.48	3,494.57	3,556.46
债权融资	36,109.02	44,891.53	21,490.73	12,436.80	13,670.11
股权融资	(2,867.19)	(32.15)	(2,060.95)	(1,212.65)	(1,302.05)
其他	(20,297.60)	(48,156.04)	(50,260.69)	(26,216.89)	(18,373.28)
筹资活动现金流	12,944.24	(3,296.66)	(30,830.90)	(14,992.74)	(6,005.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	581.41	8,129.24	(16,571.37)	2,531.76	27,528.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	31,359.18	37,423.95	46,212.46	48,971.08	52,454.71
营业成本	21,926.33	24,808.73	31,615.79	34,498.22	37,055.90
营业税金及附加	262.83	994.92	1,386.37	1,469.13	1,573.64
营业费用	40.72	89.18	115.53	122.43	131.14
管理费用	2,560.26	2,930.62	3,234.87	3,427.98	3,671.83
财务费用	719.48	1,017.73	1,386.37	1,322.22	1,416.28
资产减值损失	91.81	(58.90)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	95.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,462.47	4,654.51	5,090.00	5,500.00	5,500.00
其他	(6,924.93)	(10,316.24)	(10,180.00)	(11,000.00)	(11,000.00)
营业利润	9,220.22	13,207.92	13,543.52	13,611.11	14,085.93
营业外收入	787.99	2,674.86	500.00	700.00	500.00
营业外支出	66.33	27.50	10.00	20.00	71.00
利润总额	9,941.88	15,855.29	14,033.52	14,291.11	14,514.93
所得税	1,853.98	3,008.87	2,526.03	2,572.40	2,612.69
净利润	8,087.90	12,846.41	11,507.49	11,718.71	11,902.24
少数股东损益	1,148.82	1,310.22	1,150.75	1,171.87	1,190.22
归属于母公司净利润	6,939.08	11,536.19	10,356.74	10,546.84	10,712.02
每股收益(元)	0.30	0.50	0.45	0.46	0.46

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	6.26%	19.34%	23.48%	5.97%	7.11%
营业利润	7.39%	43.25%	2.54%	0.50%	3.49%
归属于母公司净利润	5.74%	66.25%	-10.22%	1.84%	1.57%
获利能力					
毛利率	30.08%	33.71%	31.59%	29.55%	29.36%
净利率	22.13%	30.83%	22.41%	21.54%	20.42%
ROE	11.43%	16.60%	14.02%	13.32%	12.67%
ROIC	11.99%	15.47%	13.08%	13.11%	14.22%
偿债能力					
资产负债率	41.57%	45.44%	30.88%	26.06%	25.44%
净负债率	-1.37%	-4.93%	-3.61%	10.90%	10.51%
流动比率	0.70	1.32	1.11	1.70	2.10
速动比率	0.52	0.68	0.33	0.90	2.05
营运能力					
应收账款周转率	10.56	12.37	25.71	13.99	15.69
存货周转率	6.50	2.44	2.02	2.69	6.53
总资产周转率	0.29	0.29	0.35	0.41	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.50	0.45	0.46	0.46
每股经营现金流	0.09	0.41	0.49	0.61	1.29
每股净资产	2.62	3.00	3.19	3.42	3.65
估值比率					
市盈率	18.74	11.27	12.55	12.33	12.14
市净率	2.14	1.87	1.76	1.64	1.54
EV/EBITDA	9.88	10.57	8.39	7.78	6.10
EV/EBIT	12.92	13.14	9.88	9.21	7.23

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com