

上港集团 600018.SH


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

发展思路清晰的成熟大港

——公司调研简报

投资要点:

- 上半年公司业绩预增五成** 公司近日公布上半年业绩预告,称公司上半年业绩较去年同期增长 50%左右,每股收益约为 0.12 元。业绩表现可能略好于预期,原因在于:1) 外贸恢复性增长,带动箱量大幅回升;2) 09 年危机使公司重视成本控制,加大营销力度,做到“开源节流”;3) 变更注册地带来免征营业税的优惠。
- 上半年公司集装箱吞吐创历史新高,下半年增速或趋缓** 公司 1-6 月,集装箱吞吐量累计达 1385.6 万标箱,分别较 2008 年和 2009 年同期增长 0.2%和 18.7%,半年度集装箱吞吐量创历史新高。我们认为上半年的增长,仍然是恢复性的增长,下半年箱量的增速可能趋缓;我们预计下半年,公司集装箱吞吐量约为 1526 万标箱,同比增速放缓至 14.9%;预计全年公司集装箱吞吐量 2908 万箱,较去年同比增长约为 16.7%。
- 腹地货源的高速增长长期逐步度过,吞吐量将维持稳定增长** 上海港的集装箱吞吐量的增速逐年回落,货源腹地的货量增速已经度过了高速成长阶段;如果将 09 年数据视为异常值,10 年之后上海港货量增速将回落至 3-5%之间;从新增产能来看,仅有外六有在建 3 个集装箱泊位,洋山四期尚未动工,估计在未来 1-2 年间新增产能的投放增速将基本在 3%左右,与货量增速预期基本相符。
- 公司的发展策略明确,港口处理费短期难上涨** 面对货量增速放缓,港口腹地面临产业结构调整等影响,公司业绩增速短期内难见爆发力,公司在将来 5 年内的战略措施比较明确,即通过实施长江战略、东北亚战略和国际化战略,在保护箱源的同时,协调好与宁波港的关系,并开拓新的增长点(国际中转和国际化)。另外,现阶段,货源增长乏力,港口产能过剩,我们认为港口处理费并无上涨的动力。
- 投资建议** 我们认为公司发展方略着眼于中长期,对于公司货量的增长作用潜移默化,有一个逐步的积累过程,对于短期业务量的提升作用有限,预测公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.24 元和 0.27 元,对应市盈率为 16.1 倍和 14.3 倍;考虑到洋山二、三期股权的处置,仍存在变数,我们给与公司“中性”的评级。

交通运输业

评级: 中性

目标价格: 无

当前价格: 3.85 元

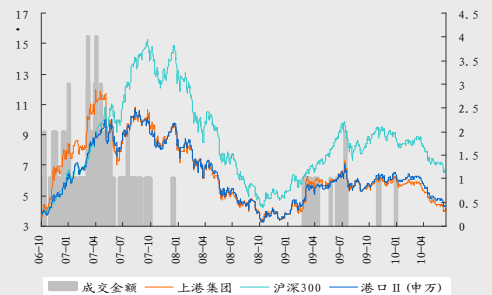
2010. 7. 14

总市值(百万元)	8081.46
总股本/流通 A 股(百万股)	2099.08/2099.08
流通市值(百万元)	8081.46
每股净资产(元)	1.58
净资产收益率(%)	3.14%

交易数据

52 周内股价区间(元)	3.66-7.13
静态市盈率(倍)	16.1
动态市盈率(倍)	N/A
市净率(倍)	2.44

52 周内股价走势图



乐旻旻 行业研究员

张欣 (执业证书: S08200208030013)

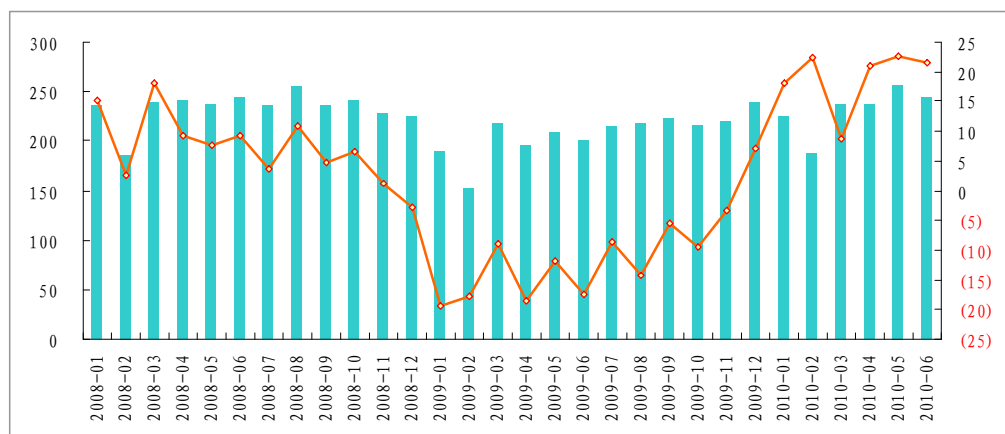
电话	021-32229888*3501
邮箱	leminyang@ajzq.com

相关报告

1. 上半年公司业绩预增五成

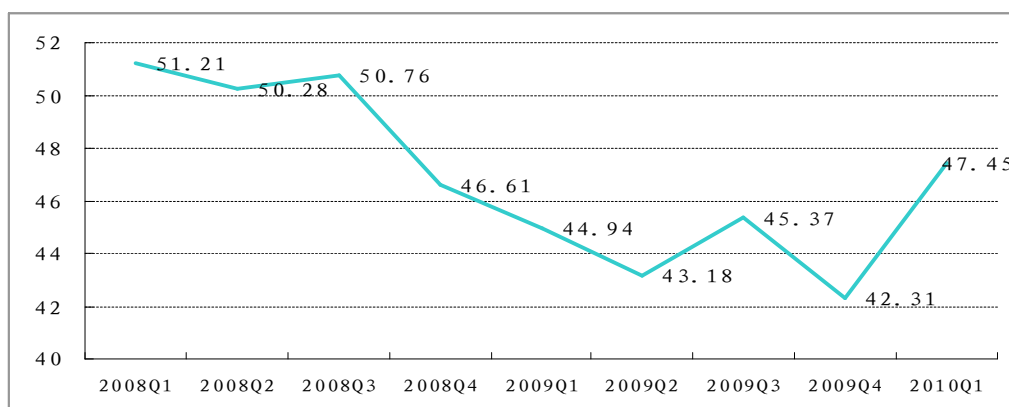
公司近日公布上半年业绩预告，称公司上半年业绩较去年同期增长 50%左右，每股收益约为 0.12 元。业绩表现可能略好于预期，原因在于：1) 外贸恢复性增长，带动箱量大幅回升；2) 09 年危机使公司重视成本控制，加大营销力度，做到“开源节流”；3) 变更注册地带来免征营业税的优惠。

图 1: 公司 6 月份港口集装箱吞吐量同比升 21.4%



资料来源: 爱建证券整理

图 2: 公司毛利率回升，部分反映出成本控制的成效



资料来源: 爱建证券整理

2. 上半年公司集装箱吞吐创历史新高，下半年增速或趋缓

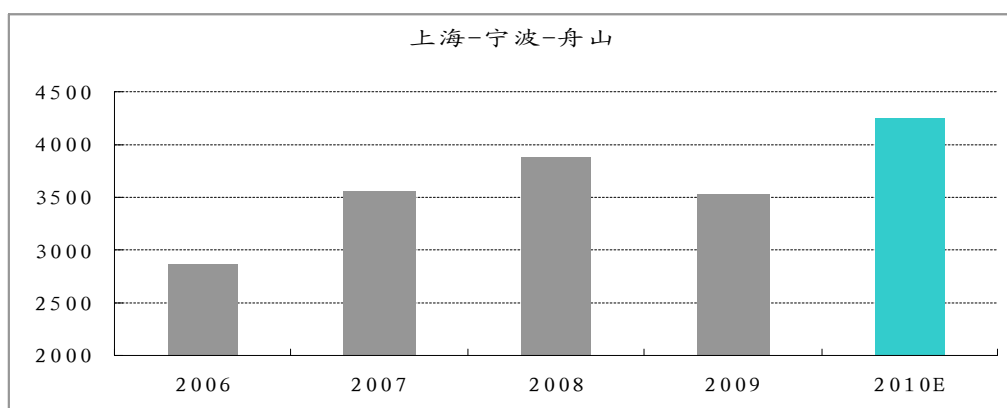
上半年受益于货主旺盛的补库存需求，以及 09 年低基数等因素影响，集装箱

吞吐量增速超预期；公司 1-6 月，集装箱吞吐量累计达 1385.6 万标箱，分别较 2008 年和 2009 年同期增长 0.2%和 18.7%，半年度集装箱吞吐量创历史新高。

我们认为上半年的增长，仍然是恢复性的增长，下半年箱量的增速可能趋缓，主要原因在于：1) 欧债危机影响在下半年显现；2) 美国经济恢复尚不稳固，失业率高企，消费者信心指数下滑；3) 人民币升值压力产生负面影响；4) 下半年低基数影响逐步消除（特别是第四季度）；5) 空箱短缺，影响重箱的放量增长。

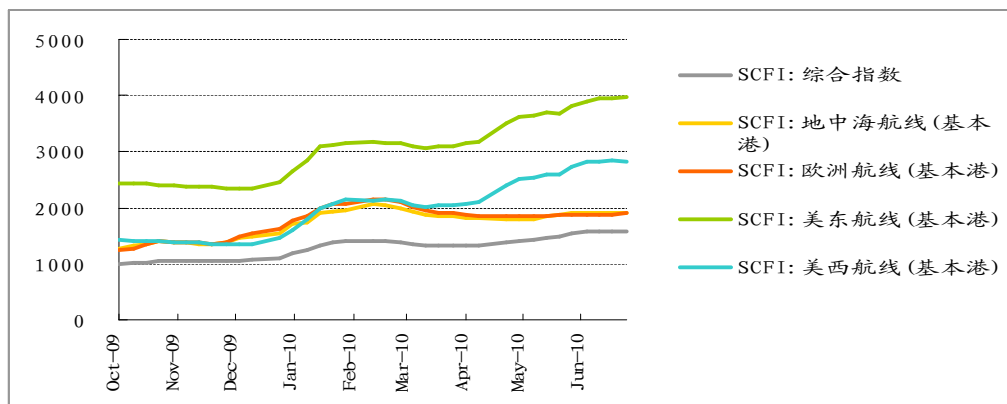
我们预计下半年，公司集装箱吞吐量约为 1526 万标箱，同比增速放缓至 14.9%；预计全年公司集装箱吞吐量 2908 万箱，较去年同比增长约为 16.7%。

图 3: 长三角主要出口港箱量今年有望创历史新高



资料来源: 爱建证券整理

图 4: 上海出口集装箱运价指数显示旺季到来，集装箱运输继续显示强势



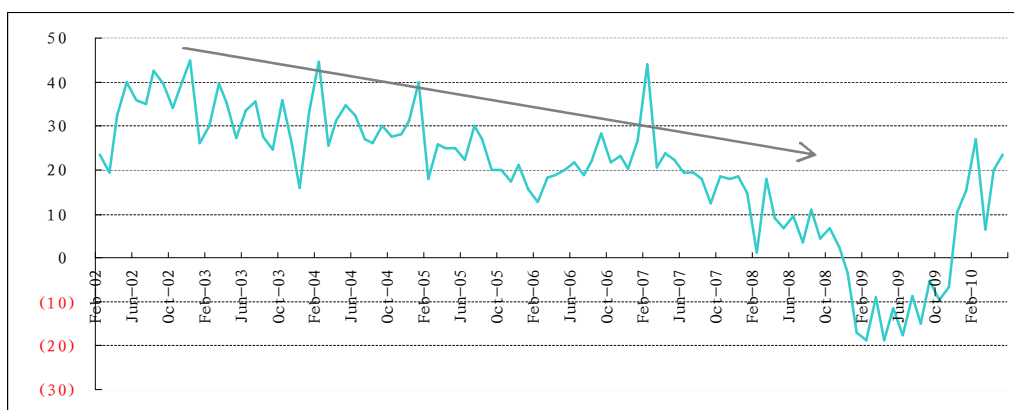
资料来源: 爱建证券整理

3. 腹地货源高速增长长期逐步度过，吞吐量将维持稳定增长

集装箱港口的高速增长取决于货量的增长速度以及集装箱泊位的投产情况，公司主要经营的集装箱泊位投放集中在2001年至今的一段时间内，年均投放泊位数量为3.5个，约每年投放200-250万箱的处理能力；港口年均吞吐量的增速与处理能力的增速相吻合，去除2009年这一特殊年份数据，年均吞吐量的增加约为220万箱，产能利用情况基本与码头设计产能相符。

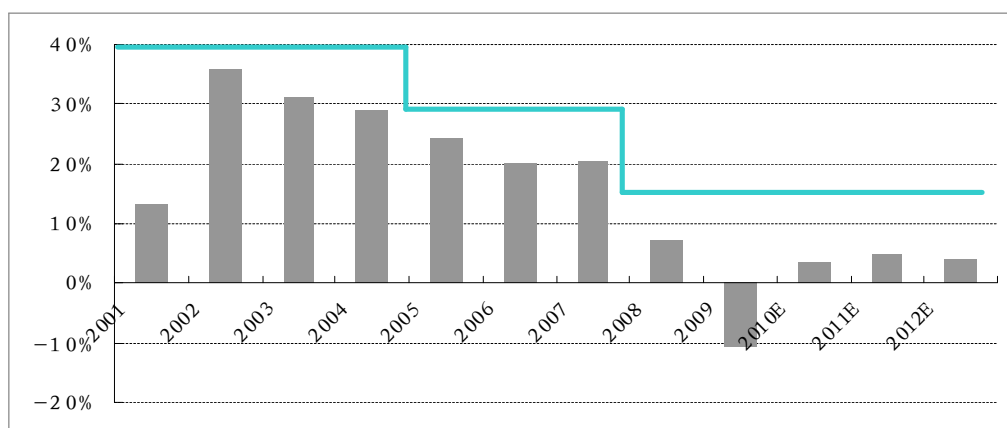
但是上海港的集装箱吞吐量的增速也在逐年回落，这一趋势也较为明显，货源腹地的货量增速已经度过了高速成长阶段；如果将09年数据视为异常值，10年之后上海港货量增速将回落至3-5%之间；从新增产能来看，仅有外六有在建3个集装箱泊位，洋山四期尚未动工，估计在未来1-2年间新增产能的投放增速将基本在3%左右，与货量增速预期基本相符。

图 5：上海港集装箱吞吐量同比增速逐年回落（%）



资料来源：爱建证券整理

图 6：港口货量增速已步入稳增阶段（假设 09 年数据为异常值）



资料来源：爱建证券整理

4. 港口处理费用将保持稳定，暂难上涨

公司的港口处理费用近年来保持稳定，这由经济环境、港口条件、腹地货源特点、地区竞争环境以及与地区客户构成情况等因素所决定；与市场认识的不同，我们认为地区港口的定价有地域的特点，不存在不同地区集装箱港口定价有趋同的必然性；换言之，上海港的港口处理费与香港的形成机制不同，面对的市场情况也不同，香港的处理费高于上海，并不能认为上海港港口处理费必然会向香港看齐。

现阶段，外贸形势并没有根本改善，上海货源腹地也在经历产业结构的调整，加之长三角地区的港口处理能力存在过剩的现象，“船老大”很难在自身面临困难的情况下，让港口这个供应商加价，我们认为港口处理费现阶段并无上涨的动力。

5. 公司的发展策略明确

面对货量增速放缓，港口腹地面临产业结构调整等的影响，公司业绩增速短期内难见爆发力；而 09 年危机使公司管理团队更加务实和成熟，“港口老大”增强了市场意识，公司在将来 5 年内的战略措施比较明确，即通过实施长江战略、东北亚战略和国际化战略，力求保持集装箱产业持续健康发展；同时实现中转业务突破，协调好与宁波港的关系，确立和巩固上海东北亚国际航运中心地位。

表 1: 公司发展策略

战略	近期动态	对业绩的影响程度	评价
长江战略	独资成立长江港口物流有限公司，整合旗下长江沿线 18 家公司，涵盖了上港集团在长江流域的船队、港口码头、物流园区、仓库等资源（包括经营长江全流域运输业务的船队近 100 艘；经营港口资源包括长江流域重庆、武汉、九江、南京、江阴、长沙、宜宾等主要港口）。	策略主要目的保护上海港的箱源，策略的目的着眼中长期，短期对业绩无明显的影响。	制造业内迁，箱源逐步深入内陆，整合长江水道资源，完善长江港口的支线补给功能，有利于上海母港巩固箱源。
东北亚战略	东北亚战略的核心，旨在以洋山为中心，大力提高国际中转的比例，将上海港由腹地型港口，发展为中转型枢纽港，将水水转运业务量提高至 50%；启运港退税试点即将落实，这将拉平上海港与香港和釜山在政策上的差距；	中长期的战略，为公司带来新的箱量，是业绩提升的主要看点。	需看相关政策的扶持是否能落实，为港口中转业务的开展提供好的条件。

战略(续)	近期动态	对业绩的影响程度	评价
国际化战略	上港集团成功向马士基集团收购其在泽布吕赫码头公司中 25% 的股份, 成为该码头公司第二大股东。	暂时影响很小	公司国际化经验不足, 此次对外投资是较好的学习过程; 今后进一步进军国际市场, 是公司的策略之一, 实现新的突破, 拭目以待。

资料来源: 爱建证券整理

另外, 公司认为房地产业务并非主业, 暂时并无长远的规划; 杨树浦老办公地址地块的开发后的收益模式暂时未定, 预计对于业绩的贡献应不会在近期体现。

6. 洋山二、三期股权的处置带来不确定性

洋山二、三期的股权处置在 09 年危机后一直悬而未决, 现在二、三期的利润记入上市公司; 2010 年后各家船公司的业绩出现改善, 为解决好洋山二、三期股权带来了可能性; 如果该问题得到解决, 上市公司的集装箱吞吐量将可能缩水 12%; 另外, 折旧费用将提高成本, 这些都为公司将来的业绩带来一定的不确定性。

7. 估值与建议

我们认为公司成长性一般, 公司发展方略着眼于中长期, 对于公司货量的增长作用潜移默化, 有一个逐步的积累过程, 对于短期业务量的提升作用有限, 预测公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.24 元和 0.27 元, 对应市盈率为 16.1 倍和 14.3 倍, 我们给与公司“中性”的评级。

表 2: 公司盈利预测 (1)

单位: 亿元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	163.28	181.4	165.45	193.58	200.93
营业收入	163.28	181.4	165.45	191.92	199.22
二、营业总成本	110.24	120.9	120.06	117.24	116.39
营业成本	85.51	91.17	92.84	96.64	98.57
营业税金及附加	5.58	6.54	4.99	-	-
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	16.41	18.19	18.13	18.1	18.27
财务费用	2.05	3.65	4.62	2.50	-0.45
资产减值损失	0.69	1.36	-0.53	-	-
三、其他经营收益	2.88	2.83	2.22	2.63	3.47
投资收益	2.88	2.83	2.22	2.63	3.47
四、营业利润	55.86	63.33	47.6	78.97	88.01
加: 营业外支	0.1	7.66	6.23	4.66	3.11
五、利润总额	55.96	70.99	53.83	74.31	84.90
减: 所得税	6.21	10.69	6.41	11.67	14.01
六、净利润	49.75	60.3	47.43	62.64	70.89
减: 少数股东损益	13.35	14.1	9.83	12.97	14.67
归属于母公司所有者的净利润	36.4	46.19	37.6	49.67	56.22
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.17	0.22	0.18	0.24	0.27
(二) 稀释每股收益(元)	-	0.22	0.18	0.24	0.27

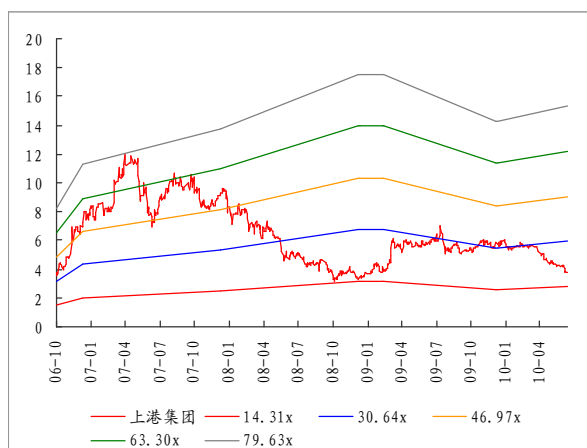
资料来源: 爱建证券整理

表 2: 盈利预测和估值 (2)

简称	每股收益 (元)				市盈率			
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
深赤湾 A	0.65	0.73	0.79	1.01	18.52	14.77	13.22	11.88
盐田港	0.37	0.37	0.40	0.40	17.10	17.01	15.68	15.68
上港集团	0.18	0.24	0.27	0.27	22.00	16.08	14.26	14.30
天津港	0.38	0.50	0.56	0.64	21.41	16.50	14.64	12.77

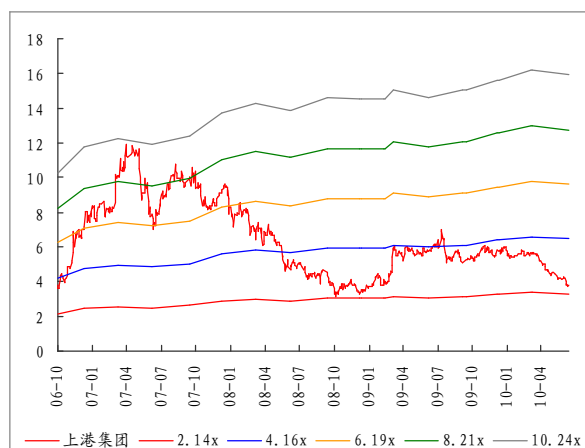
资料来源: Wind、爱建证券整理

图 7: 公司 PE Band



资料来源: 爱建证券

图 8: 公司 PB Band



资料来源: 爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。