

港口 III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12个月目标价: 5.20元

当前股价: 4.27元

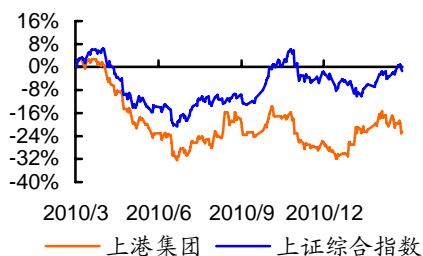
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	20991
流通股本(百万)	20991
流通市值(亿)	896
EPS (TTM)	0.24
每股净资产(元)	1.82
资产负债率	39.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上港集团	-2.51	7.56	-5.95
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

上港集团

600018

推荐

物流业务整合布点, 国际业务蓄势待发

投资要点:

- “启运港退税政策”将夯实全球第一大集装箱港口的地位。①“启运港退税”是出口企业上海以外的港口报关装运后, 只需确认离开启运港口发往洋山港中转至境外的, 即被视同出口并办理退税。这一政策将使洋山港跟釜山港拥有同样的竞争力, 吸引我国原先通过釜山港进行中转出口的数百万吨货物到洋山港进行中转出口, 提高货物中转量。②目前, 世界其他集装箱大港水水中转比例都在 50% 以上, 国际业务中转比例也都在 60% 左右, 新加坡高达 85%, 而集团集装箱这一比例分别约为 40% 和 10%, 远低于国际水平。预计政策的实施以及内河疏运体系的完善, 将使集团水水中转的比例每年提升 2-3 个百分点。
- 长江战略、东北亚战略和国际化战略“三步走”战略助推国际化进程。①长江战略旨在扩大国内辐射区域, 重在布局。近年来, 随着内河航运的完善, 集团已与长江沿线诸多港口建立起了良好的业务关系, 长江战略基本成型。②东北亚战略旨在以洋山为中心, 确立上海港的国际航运中心地位, 实现上港集团在东北亚地区的辐射范围和影响力。这一战略随着洋山深水港区码头的进一步开发而稳步推进。③全球化战略, 则是在全球视野下进行码头及相关业务的扩张, 形成跨地区、跨国经营格局, 目前已经与比利时 APM 码头泽布吕赫公司签署框架协议, 集团取得 25% 股权比例, 目前正在部署人员以及其他后续事项。未来, 集团还将跨出国际化步伐。
- 港口费率调整公司盈利影响较小。集团在与主要挂靠航运公司的费率谈判中, 普遍有所上调, 但幅度不大, 且在执行过程中会存在折扣的情况, 集团预计对业绩的影响不大。
- 港口物流和港口服务提升综合价值。这两块业务成为集团打造“综合物流服务提供商”的重要举措, 目前长江战略布点间尚缺乏有效的资源整合, 通过长江港口物流公司, 来整合长江流域的港口物流资源, 发挥协同效应, 为集团喂给足够货源。
- 首次给予“推荐”评级。我们预计公司 2010-2012 年的营业收入分别为 189.70、217.15、239.63 亿元, 归属于母公司的净利润预计分别为 55.04、63.06、71.47 亿元, EPS 预计分别为 0.26、0.30 和 0.34 元, 结合行业形势, 给予公司 20 倍 PE, 目标价 5.2 元, “推荐”评级。
- 风险提示: 内外需求增速低于预期; 突发事件。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16545	18970	21715	23963
收入同比(%)	-9%	15%	14%	10%
归属母公司净利润	3760	5504	6306	7147
净利润同比(%)	-19%	46%	15%	13%
毛利率(%)	43.9%	46.5%	47.6%	48.0%
ROE(%)	11.7%	15.4%	16.0%	16.3%
每股收益(元)	0.18	0.26	0.30	0.34
P/E	22.16	15.14	13.21	11.66
P/B	2.60	2.34	2.11	1.90
EV/EBITDA	13	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

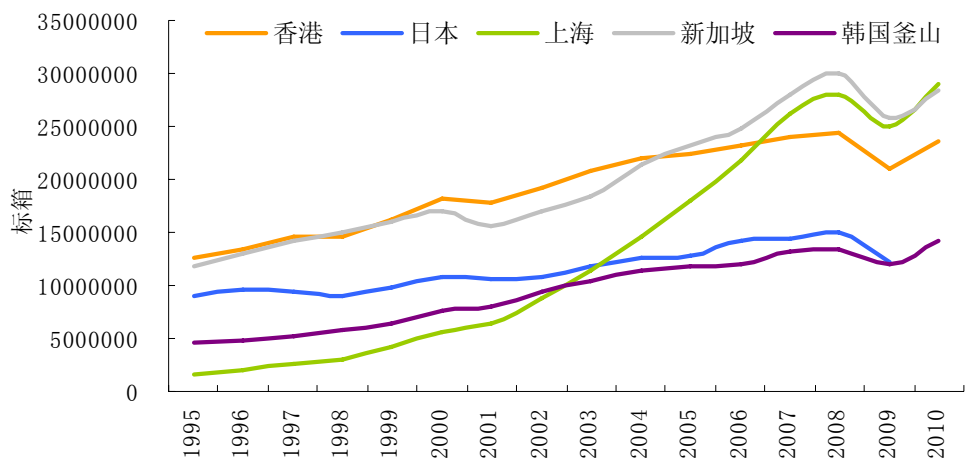
### 1. 启运港退税政策将夯实全球第一大集装箱港口的地位

集团 2010 年集装箱吞吐量 2907 万标箱，目前已经超越新加坡约 50 万标箱，成为全球第一大集装箱港口。在全球复苏背景下，预计未来随着上海国际航运中心建设的推进，以及启运港退税政策的实施，集团未来两年集装箱吞吐量仍能保持双位数增长。

“启运港退税”，就是出口企业上海以外的港口报关装运后，只需确认离开启运港口发往洋山港中转至境外的，即被视同出口并办理退税。启运港退税政策不仅让货主成为最大的受惠者，还让洋山港跟釜山港拥有同样的竞争力。据统计，我国北方地区每年约有 300 多万吨货物到釜山港中转出口，长江流域每年也约有数百万吨货物，启运港退税实施后，这两部分的总量就是洋山港的潜在货物中转量。

不仅如此，启运港退税政策的实施还有利于提升集团的国际化程度。目前，世界其他集装箱大港，如新加坡、鹿特丹、安特卫普等国际大港的水水中转比例都在 50% 以上，国际业务中转比例方面，新加坡则高达 85%、香港达 60%、韩国釜山达 45%，而集团集装箱这一比例分别约为 37.7% 和 10%，远低于国际水平。预计政策的实施以及内河疏运体系的完善，将使集团水水中转的比例每年提升 2-3 个百分点。

图 1 世界主要集装箱港口吞吐量情况



资料来源：中投证券研究所

### 2. 三大战略助推国际化进程

目前，公司着力于长江战略、东北亚战略和国际化战略“三步走”战略的推进。

长江战略旨在扩大国内辐射区域，重在布局。近年来，随着内河航运的完善，长江战略稳步推进，集团已经与长江沿线诸多港口建立起了良好的业务关系，还与武汉、重庆、九江等地的港口企业合资建设集装箱码头，长江战略基本成型。今后，上海港将继续发挥“黄金水道”优势，与沿江各港口发挥协同效应，推进国际化进程。

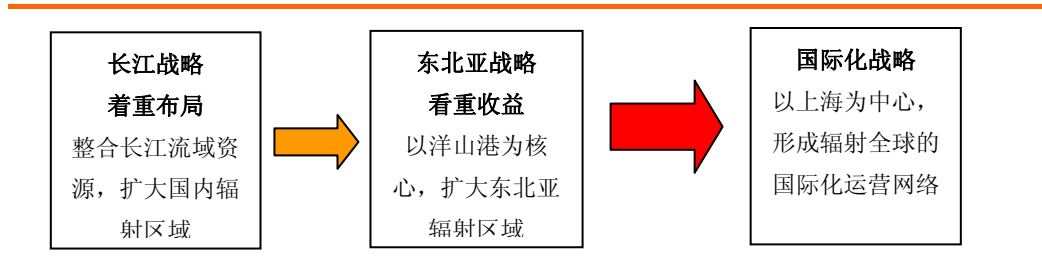
东北亚战略，旨在以洋山为中心，确立上海港的国际航运中心地位，实现

上港集团在东北亚地区的辐射范围和影响力。这一战略随着洋山深水港区码头的进一步开发而稳步推进。

全球化战略，则是在全球视野下进行海外市场开拓，进行码头及相关业务的产业扩张，提升国际化运营能力管理水平，逐步形成辐射国内国际市场的跨地区、跨国经营格局，争取为股东创造最大价值。

目前，集团海外码头投资项目已经迈出重要的第一步，2010年，公司与比利时 APM 码头泽布吕赫公司签署框架合作协议，集团取得 25% 股权比例，目前正在部署人员以及其他后续事项。未来，集团还将跨出国际化步伐，通过合资经营等方式参股海外码头，提升国际化水平。

图 2 三步走战略



资料来源：中投证券研究所

表 1 集团三大战略具体内容

战略	推进情况	其他
长江战略	南京港、重庆与宜宾港口、武汉港、芜湖港、南通港、九江港区等等	<b>未来目标：</b> 信息一体化、服务一体化、集疏运体系一体化 <b>加强综合物流服务功能：</b> 建设物流产业核心基地，包括上海港浦东集箱物流园区、上海外高桥(600648)保税物流园区和上海深水港物流园区等
东北亚战略	外高桥六期工程 洋山港二三期码头继续开发 启运港退税政策 等	有望超越釜山港成为东北亚地区航运中心
国际化战略	入股比利时 APM 码头泽布吕赫公司	后续工作稳步推进

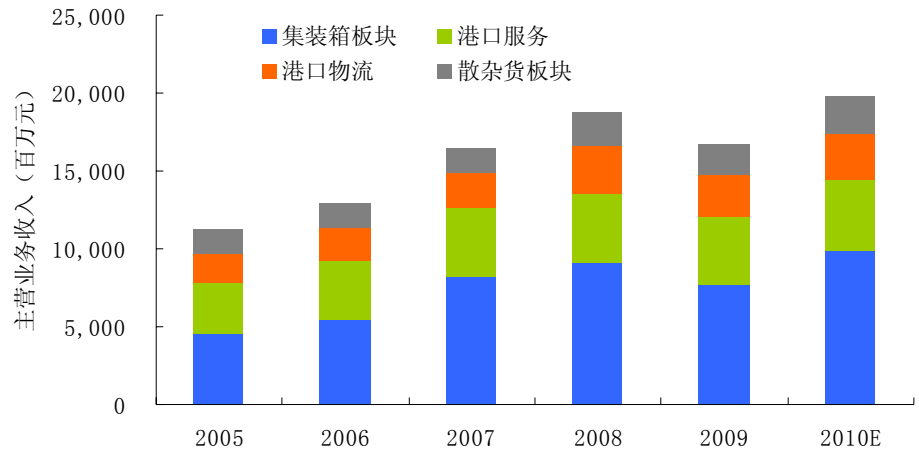
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

### 3. 港口物流和港口服务板块提升综合价值

近年来，港口物流和港口服务板块收入和利润所占比重有所提升，这与港口成为综合物流服务价值链重要环节的发展趋势不谋而合，也与集团“综合物流服务提供商”的战略目标相一致。

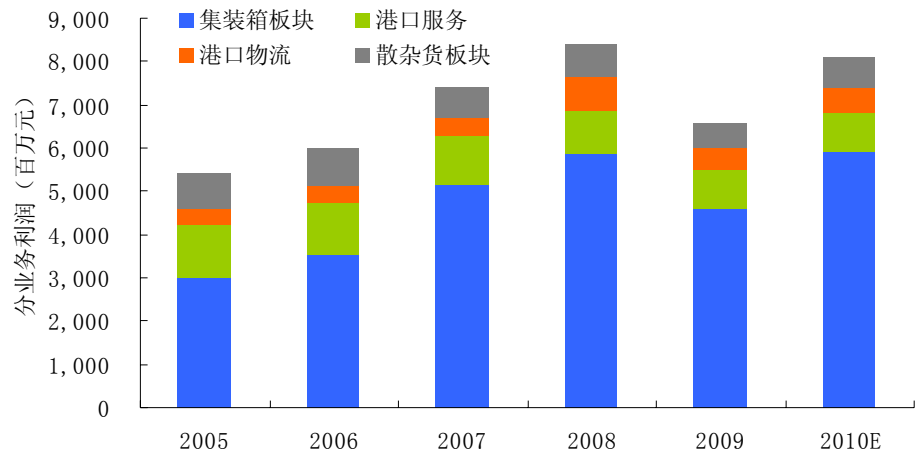
目前长江战略布点基本完成，但各点之间尚缺乏有效的资源整合，协同效应未充分发挥。为了改善这一状况，集团去年成立了长江港口物流公司，来整合长江流域的港口物流资源，为集团喂给足够货源。

图 3: 集团不同板块主营业务收入情况



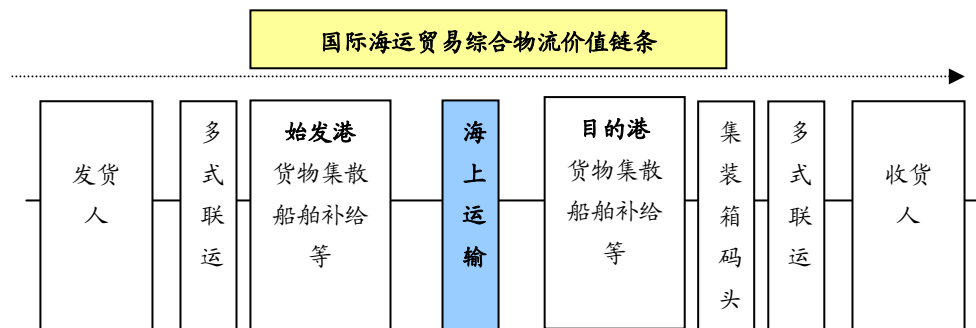
资料来源: 各公司资料、中投证券研究所, 相关网站。

图 4: 集团不同板块主营业务利润情况



资料来源: 各公司资料、中投证券研究所, 相关网站。

图 5 港口综合物流价值链条



资料来源: 中投证券研究所

#### 4. 费率上调情况

08年1月1日，集团公布外贸集装箱包干费率上调计划，主要内容为：外高桥港区集装箱装卸包干费平均上调10%，调整后的集装箱装卸包干费(20英尺标准箱)为566.50元；洋山港区集装箱装卸包干费平均上调21%，调整后的集装箱装卸包干费(20英尺标准箱)为515.00元。

在2008-2009年的经济危机期间，费率有所下调，近期费率基本恢复至危机前水平。但从横向比较看，集团包干费率仍处于较低水平。2011年，集团在与主要挂靠航运公司的费率谈判中，普遍有所上调，但幅度不大，且在执行过程中会存在折扣的情况，集团预计对业绩的影响不大。

近年来，我国港口业的装卸费率呈现“南高北低”的格局，珠三角地区参照香港地区，费率普遍高于长三角和渤海湾港口（比如盐田港重箱装卸费率约900元/TEU，赤湾港区装卸费率约700元/TEU，而上港集团的包干费率约为570元/TEU）。虽然提价要考虑地域竞争因素，但我们认为，随着国际化进程的推进，以及航运中心地位的形成，集团的包干费率仍有很大的提价空间。

#### 5. 未来投资计划

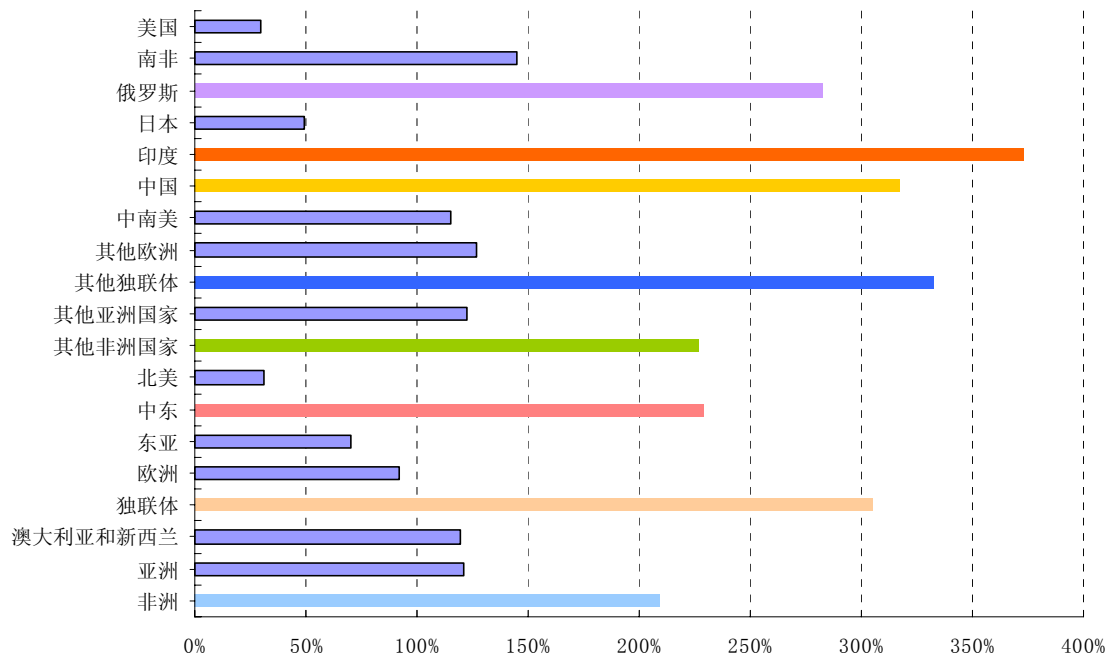
目前，集团集装箱的设计吞吐能力约为3300-3500万标箱，相较于实际吞吐能力，还有富余空间。另外，外高桥6期工程试运行，预计将于半年后验收投产，洋山港二、三期码头收购工作尚在推进，这都将提升吞吐能力。而且港口的建设周期一般1-2年即可竣工完成，因此，集团短期未有新增投资计划，未来将根据实际生产能力酌情进行投资。

#### 6. 未来市场的展望

在集装箱吞吐量的航线构成看，主要构成情况是：欧地航线21%，美国（美国和美东）约为20%，日韩地区9%，中东地区8%，其他（主要是东南亚和南美等航线）约为42%。从增速来看，东南亚等新兴航线增长最快，1月增速达到30%以上。

影响集团吞吐量的主要是外围经济的增长情况。目前世界经济出口增长极的转移情况是：欧美日韩等发达国家和地区已经步入稳定增长期，而新兴国家则呈现迅猛的增长势头（见图6）。随着集运公司对南美、非洲、中东和东欧等地区的运力投放速度加快。预计未来两到三年，这些市场的航线密度将逐步增厚，成为吞吐量新的增长源泉。

图 6 2000-2009 年世界主要国家与地区出口增长率



资料来源：中投证券研究所。

### 7. 投资评级及风险提示

我们首次给予公司“推荐”评级。公司 2010-2012 年的营业收入预计分别为 189.70、217.15、239.63 亿元，归属于母公司的净利润预计分别为 55.04、63.06、71.47 亿元，基本每股收益预计分别为 0.26、0.30 和 0.34 元。结合行业形势，给予公司 20 倍 PE，目标价 6 元，“推荐”评级。

表 2 港口类公司价值分析与比较

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市 值(亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值(整体法)		133.10	80.43	0.2737	0.2322	0.2753	21.97	20.93	17.64	2.44
行业中值		73.25	27.87	0.1852	0.2371	0.3382	25.02	25.38	20.33	2.54
600018	上港集团	925.69	925.69	0.2356	0.2600	0.3000	18.71	16.96	14.70	2.75
601018	宁波港	414.72	64.80	0.1655	0.1733	0.1969	19.57	18.69	16.46	1.88
601880	大连港	178.81	16.93	0.1527	0.1784	0.2025	26.46	22.65	19.95	2.63
600717	天津港	148.05	128.08	0.4754	0.4885	0.5650	18.59	18.10	15.65	1.45
000022	深赤湾 A	117.15	84.45	0.8937	0.9061	1.0310	20.33	20.05	17.62	3.75
600575	芜湖港	104.94	71.34	-0.0220	0.0413	0.8188	-910.94	484.95	24.49	20.14
600017	日照港	95.14	95.14	0.1852	0.2001	0.2468	22.68	20.99	17.01	2.12
000088	盐田港	89.64	29.24	0.3597	0.3550	0.3892	20.01	20.28	18.50	2.14
601000	唐山港	80.50	16.10	0.0000	0.3402	0.4302	25.02	23.66	18.71	2.35
600190	锦州港	73.25	48.95	0.1472	0.1610	0.1720	31.86	29.13	27.27	1.95
600317	营口港	65.31	27.87	0.2116	0.2345	0.2872	28.11	25.38	20.72	1.94
900952	锦港 B 股	52.99	7.56	0.1472	0.1610	0.1720	23.05	0.00	0.00	1.41



000905	厦门港务	43.75	19.63	0.1670	0.0000	0.0000	49.33	0.00	0.00	2.75
600279	重庆港九	43.17	19.02	0.1257	0.3948	0.5104	100.35	47.88	37.04	5.09
601008	连云港	34.35	34.35	0.1842	0.2133	0.2609	34.69	29.96	24.49	1.95
600794	保税科技	29.25	29.25	0.4282	0.4780	0.6522	38.32	34.33	25.16	7.82
002492	恒基达鑫	23.21	5.80	0.0000	0.4265	0.5167	47.50	45.34	37.43	8.60
200053	深基地 B	22.88	11.03	0.6074	0.0000	0.0000	16.33	0.00	0.00	2.26
002040	南京港	21.00	21.00	0.0724	0.1021	0.1214	117.81	83.66	70.37	3.87
000582	北海港	18.05	10.63	0.2630	0.3096	0.0000	48.27	41.02	0.00	5.70
	行业中值	57.88	57.88	0.1498	0.0000	0.0000	17.23	0.00	0.00	1.33
0144	招商局国际	680.35	680.35	1.2202	0.0000	0.0000	23.45	0.00	0.00	2.36
1199	中远太平洋	335.82	335.82	0.5746	0.0000	0.0000	21.96	0.00	0.00	0.00
3382	天津港发展	98.24	98.24	0.0338	0.0000	0.0000	48.66	0.00	0.00	1.33
0517	中远国际控股	57.88	57.88	0.5424	0.0000	0.0000	7.30	0.00	0.00	1.03
2880	大连港	27.45	27.45	0.1498	0.0000	0.0000	17.23	0.00	0.00	1.81
3378	厦门港务	12.58	12.58	0.0902	0.0000	0.0000	14.12	0.00	0.00	0.91
8233	中国基建港口	0.87	0.87	-0.0048	0.0000	0.0000	-15.60	0.00	0.00	0.00

资料来源: wind, 中投证券研究所。

#### 风险提示:

需求增速低于预期;

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	21712	15434	24551	36414	<b>营业收入</b>	16545	18970	21715	23963
现金	6745	6834	12856	21417	营业成本	9284	10143	11383	12471
应收账款	2227	2646	3026	3339	营业税金及附加	499	569	651	719
其他应收款	9696	2650	3064	3382	营业费用	0	0	0	0
预付账款	136	203	228	249	管理费用	1813	1831	2063	2276
存货	869	1009	1132	1240	财务费用	462	100	55	-268
其他流动资产	2039	2093	4247	6786	资产减值损失	-53	0	0	0
<b>非流动资产</b>	41635	55135	52787	50535	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3456	3767	3938	4116	投资净收益	222	280	261	261
固定资产	23234	35336	34952	33471	<b>营业利润</b>	4760	6608	7824	9024
无形资产	5731	5731	5731	5731	营业外收入	688	1260	1200	1200
其他非流动资产	9214	10301	8165	7217	营业外支出	65	5	15	15
<b>资产总计</b>	63347	70569	77338	86949	<b>利润总额</b>	5383	7863	9009	10209
<b>流动负债</b>	17007	18325	18757	21450	所得税	641	865	991	1123
短期借款	243	2765	756	622	<b>净利润</b>	4743	6998	8018	9086
应付账款	2016	3043	3415	3741	少数股东损益	983	1494	1712	1940
其他流动负债	14747	12517	14586	17088	<b>归属母公司净利润</b>	3760	5504	6306	7147
<b>非流动负债</b>	8174	9054	9849	10518	EBITDA	7003	8596	10267	11238
长期借款	3040	3779	4631	5295	EPS (元)	0.18	0.26	0.30	0.34
其他非流动负债	5134	5274	5218	5223					
<b>负债合计</b>	25181	27378	28606	31969	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	6073	7567	9279	11219	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	20991	20991	20991	20991	<b>成长能力</b>				
资本公积	1751	1751	1751	1751	营业收入	-8.8%	14.7%	14.5%	10.3%
留存收益	9332	12863	16693	21001	营业利润	-24.8%	38.8%	18.4%	15.3%
归属母公司股东权益	32093	35624	39453	43762	归属于母公司净利润	-18.6%	46.4%	14.6%	13.3%
<b>负债和股东权益</b>	63347	70569	77338	86949	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	43.9%	46.5%	47.6%	48.0%
					净利率(%)	22.7%	29.0%	29.0%	29.8%
					ROE(%)	11.7%	15.4%	16.0%	16.3%
					ROIC(%)	10.8%	12.4%	15.2%	17.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	39.8%	38.8%	37.0%	36.8%
					净负债比率(%)	13.13%	24.18%	19.00%	18.67%
					流动比率	1.28	0.84	1.31	1.70
					速动比率	1.23	0.79	1.25	1.64
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.27	0.28	0.29	0.29
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	3.89	4.01	3.53	3.49
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.26	0.30	0.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.78	0.46	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	1.53	1.70	1.88	2.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.16	15.14	13.21	11.66
					P/B	2.60	2.34	2.11	1.90
					EV/EBITDA	13	10	9	8

资料来源：中投证券研究所。



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

孙敏, 中投证券研究所航运港口行业分析师, 国际航运管理学学士, 经济学博士, 2010 年 7 月加入中投证券。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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。

本报告基于中投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。中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434