

买入 维持

上港集团 (600018)

2014年11月19日

收购项目具备自贸区土地资源，长期关注公司产业链衍生和多元化战略

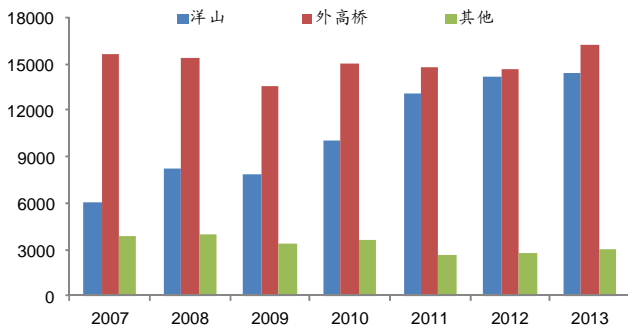
11月18日收盘价：5.83元
目标价：7.0元

交通运输行业分析师：姜明
SAC 执业证书编号：S0850514040001
jm9176@htsec.com
021-23212111

一、公司传统集装箱业务的现况和挑战

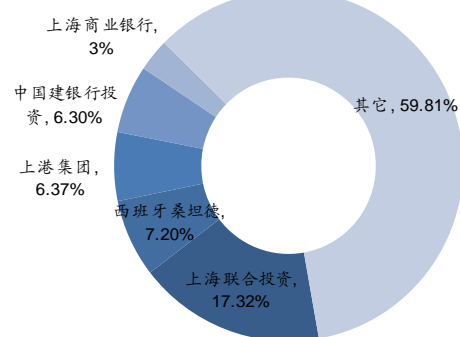
公司主营倚重集装箱装卸业务，2013 全年吞吐量 3377 万标箱，2014 年或将超过 3500 万箱，今年的货量略超预期，1-10 月份增速达到 5.4%，主要原因是美国货量的复苏和发展中国家货量的增长，数据上看今年以来欧洲地中海流向的货量仅增长 1%，美国增长 6%（欧美占到上海货量比重约 40%）；长江水水中转增速接近 15%。但随着基数不断增加，未来总量增速将介于 3-5%左右，而成本端特别是人工的上涨是比较刚性的，公司近年来致力于打造水水中转，取得一定成效，目前洋山港的水水中转货量已经超过了 50%。

图 1 2007-2013 年公司分港区箱量（千标箱）



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 2 截止至 2013 年上海银行主要股东



资料来源：公司 2013 年报，海通证券研究所

二、业务转型上的反思

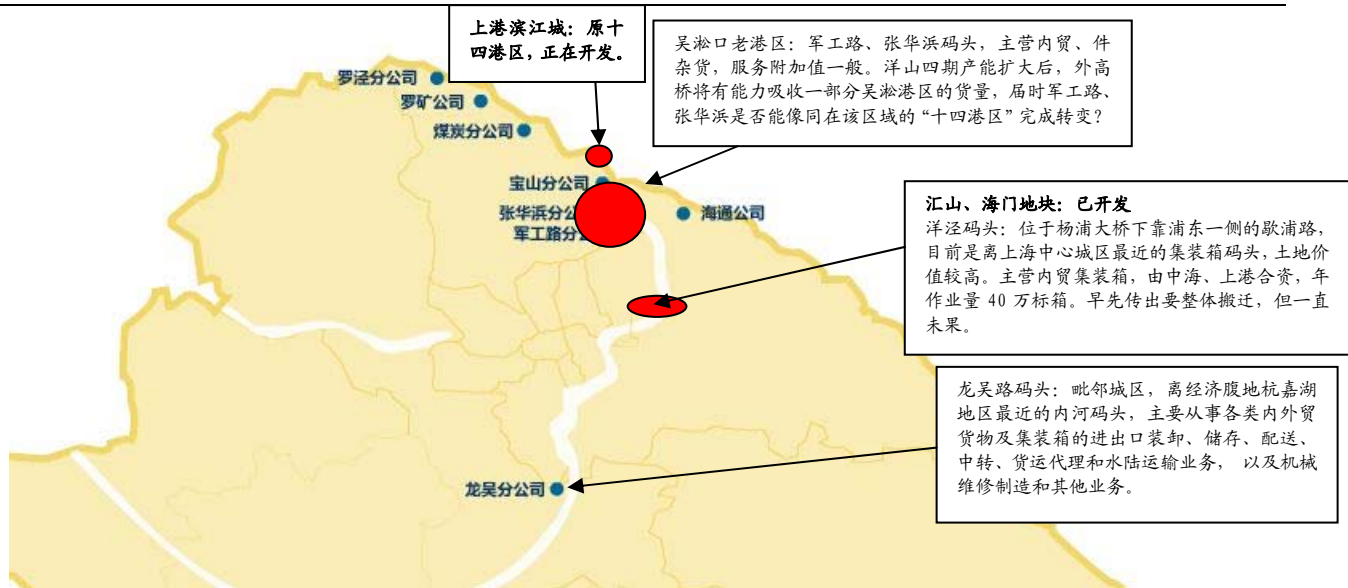
公司主营包括装卸、物流和服务三个子板块，除此之外，未来公司在地产和金融方面将会有更多表现。

1、金融：2013 年 12 月公司斥资 41 亿元认购上海银行股权，目前是上海银行的第三大股东，占比约为 6.34%，1H2014 贡献 3.8 亿投资收益，公司 14 年 10 月份再次以 16.57 亿认购上海银行 1 亿股权，预计未来将会携手上海银行一起利用自贸区人民币债的优势（5%的资金成本）去探索融资租赁业务的模式，一开始的业务大概率会和上港的原本业务相关。

2、地产：目前开发的地产主要有虹口北外滩汇山地块、北外滩海门路地块以及吴淞口的上港滨江城三大项目。配合上海城市规划，预计公司老港区有望不断完成转型，地产业务有望成为上港的主力业务板块之一。

- 1) **汇山地块:** 分为西块、中块和东块, 开发主体是银汇地产 (中化旗下方兴地产 50%+上港集团 50%, 上港确认投资收益) 目前在售主要是西块项目, 前期的策略是将商业楼宇整栋出售给大型国企或外企, 现在地产方面景气度下滑, 销售进度不如以前, 过往银汇能够贡献 5 亿左右的投资收益。汇山中块主要是上海国客中心 (邮轮码头) 项目。汇山东块目前尚在施工当中, 未来 2 年逐步进入销售阶段。
- 2) **海门路地块 (汇山西块对面):** 2012 年 12 月 26 日, 上港集团同中化旗下威旺置业有限公司联合以 56.8 亿元竞得上海海门路 55 号地块, 楼板价 23330 元/m², 溢价率 21.11%, 主要是商业写字楼项目, 目前处于地下工程阶段, 短期不会贡献业绩, 具体项目由“上海星外滩开发建设有限公司负责” (双方各占 50%的合资公司)。
- 3) **上港滨江城:** 原上港吴淞口十四港区一次转型的综合用地, 占地 78 公顷, 预计开发面积 120 万平方米, 目前由上港旗下全资地产公司负责开发, 项目贡献业绩还需等待 2 年左右, 目前尚处于规划论证阶段。

图 3 上港集团部分老港区地理位置



资料来源: 公司网站、海通证券研究所

三、自贸区带来的契机

除了上述配合自贸区金融政策开展融资租赁业务以外, 上港未来还会在自贸区内的集拼箱、电子商务方面有所涉猎, 目前自贸区对于港口方出台的政策主要是启运港退税和干线捎带支线, 前者需要货物搭载制定的船舶从武汉、青岛通过上海洋山中转出国, 利于货主退税, 后者则需要船公司将船舶注册在洋山, 但目前注册的船舶可能还不多。另外, 公司拟收购的同盛旗下公司在自贸区拥有丰富的仓储和土地资源。

四、公司的长江战略和国际化战略

1、**长江战略:** 公司在重庆、长沙、九江、芜湖、南京、江阴、太仓等长江港口依次布局, 核心要确立长江枢纽的概念, 通过理顺长江集疏运功能增强上海在东北亚的竞争优势, 目前东北亚的另一个中转枢纽是韩国釜山, 随着上港的服务优势增强, 公司在东北亚的地位有望进一步提升。

2、国际化战略：公司已经在比利时的泽布吕赫码头投资 25% 的股权，未来可考虑的海外项目主要分为两类，一种是欧美等成熟地区的码头，管理规范，法律条件好，但 ROE 相对会低点；另外一类是非洲、南美、东盟等发展中国家和地区的港口，ROE 相对较高，货量增速也够快，但往往会有局势不稳定，法律配套不健全的风险，公司短期可能更倾向于选择第一类成熟地区的码头进行投资。

五、混合所有制的推进

1、全员持股：上港目前是国企第一家试点，内部重视度极高，该计划面向 11000 多个员工，参与度高达 72%。全员持股带来的好处来自于两点，一个就是目前国有股权比重太高（90%），全员持股有助于稀释国有股权；另外就是参与计划的员工有两种身份，既是员工也是股东，上港目前有众多下属公司，这些公司员工原先的行为和诉求仅考虑自身小环境，现在因为利益的关系开始考虑整个集团，有利于公司上下一致，提高效率。另外，员工对于股息率也比较关注，上港公司章程就规定不低于 50% 的比重分配股息率，以后公司仍会坚持该原则。

2、战略投资者：公司在引进战略投资者方面也有考虑，对象最好是和公司主营港口业务有关，具备一定国际化视野，有协同效应，原则上符合这些条件的对象都可以考虑，目前还没有具体方案和对象，另外引进海外战略投资者，也符合公司国际化的路线，学习国外先进管理经验和经营思路，更能进一步深化混合所有制。

六、收购第三大股东同盛旗下港口相关资产

同盛是洋山开发的主体，上港集团早前曾向同盛定向增发收购洋山 1-3 期。拟收购的标的公司在自贸区内的洋山岛、卢潮港拥有一定规模的土地、仓储资源，整合进来有助于上港在自贸区范围内拓展业务以及中长期战略布局，包括上面讲到的拼箱和电子商务（我们认为跨境电商和物流可以关注）。另外，这次收购的标的有电力和水务公司，这些标的是洋山港开发做配套项目，并非传统意义上的公共事业单位，具备一定盈利能力。

七、邮轮码头业务

上海有 2 个邮轮码头，一个是吴淞口，另一个是北外滩的国客中心，前面的经营主体是宝山区政府，后面的是上港，区位上来看，国客中心具备靠近市区的优势，但劣势在于杨浦大桥的 48 米限高，7 万吨以上船舶限入。目前，国客中心的收入主要来自停泊费、船舶供应以及人员进出口相关服务，但综合盈利能力不强。在邮轮业务的开展方面，公司已同地中海航运开展合作。

八、港口收费的定价问题

交通部促进海运发展的方案中谈到放开港口市场化定价的问题，2008 年以前，公司每 2 年左右都具备提价的诉求和能力，2008 之后航运大周期不景气，船公司盈利能力不好，所以没有调整基本费率，仅可能在局部收费上有一定调整。公司主要竞争对手就是宁波，目前双方的竞争是有序健康的，船公司根据自身要求去选择，整体看，港口的费率一定程度已实现市场化

九、新码头项目

2014 年 10 月中旬，国家发改委批复同意建设洋山深水港四期工程，该工程总投资约 128.48 亿元，计划建设 5 个 5 万吨级和 2 个 7 万吨级集装箱泊位以及 1 个工作船泊位等配套设施，泊位总长 2800 米，设计年吞吐量为 630 万标准箱，四期是个自动化码头。另外，外高桥八期也是上港的远期项目，可能被规划为散杂货码头（包括滚装船）。

盈利预测与投资建议。主营改善叠加地产、上海银行带来的投资收益大幅增长,预计公司 2014-2016 年净利润分别为 62.9、68.7 和 73.3 亿,折合 EPS 分别为 0.28、0.3 和 0.32 元。在自贸区 and 国企改革的良好预期下,我们认为公司合理的估值水平应该在 25 倍左右,按 14 年 EPS 所对应的股价在 7 元,维持“买入”评级。

主要不确定因素。海外经济复苏的不确定性、自贸区政策落实低于预期

表 2 公司盈利预测

货币单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	28381.0	28162.4	29102.3	30407.9	31651.9
其中: 集装箱板块	10072.0	10608.7	11206.0	11852.3	12394.5
散杂货板块	2439.0	2505.1	2853.8	2998.2	3150.0
港口物流	13964.0	13741.2	14290.8	14719.6	15161.2
港口服务	4872.0	2999.4	3149.4	3369.8	3605.7
营业成本	19278.0	18682.9	19393.4	19411.0	19520.9
营业税金及附加	230.0	221.1	203.7	212.9	253.2
销售成本	0.0	5.9	10.1	11.2	13.0
管理费用	2206.0	2151.4	2619.2	2736.7	2848.7
财务费用	780.0	857.0	814.9	851.4	886.3
资产减值损失	96.3	4.5	358.7	501.8	501.8
投资收益	767.0	908.8	2647.0	2513.0	2234.0
营业利润	6557.7	7148.4	8349.2	9195.9	9862.0
营业外收入	644.5	726.1	796.0	782.0	723.0
营业外支出	13.3	53.1	15.6	16.8	16.8
利润总额	7188.9	7821.4	9129.6	9961.1	10568.2
所得税费用	1348.5	1545.6	1825.9	1992.2	2113.6
净利润	5840.4	6275.8	7303.7	7968.9	8454.6
少数股东损益	870.0	1020.1	1013.0	1098.0	1123.0
归属于上市公司净利润	4970.4	5255.7	6290.7	6870.9	7331.6
每股收益 EPS (元)	0.22	0.23	0.28	0.30	0.32

资料来源: 公司年报、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜明：交通运输业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中海集运、中海发展、中国远洋、中远航运、招商轮船、海峡股份、上港集团、宁波港、唐山港、天津港、厦门港务

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。