

公司研究/首次覆盖

2017年06月12日

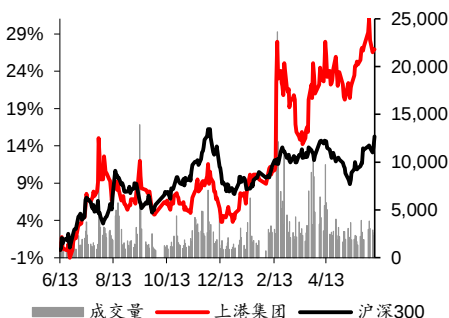
交通运输/港口 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 6.19
合理价格区间(元): 7.03-7.77

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

全球最大港，多元产业遍地开花

上港集团(600018)

全球最大集装箱港，多元产业助力盈利新增长

作为全球最大集装箱枢纽港，上港集团步入多元产业发展新纪元。地处长江东西运输通道和海上南北运输通道交汇点，地理位置优越，上海港自2010年以来，连续七年集装箱吞吐量位居世界第一，货物吞吐量位居世界第二。港口发展由吞吐量增长的推动，转为多元产业战略发展。公司以港口业务为核心，涉及综合物流、金融、房地产、体育等其他产业。同时，公司积极响应国家“一带一路”号召，参与海外码头投资，助力发展成为全球最佳的综合港口运营商。

集装箱吞吐量增速向好，业绩稳步上升

自2012年以来，受全球经济下行影响，全国港口吞吐量也步入个位数增长的常态。2016年全年，上海港货物吞吐量增速由上年的负增长转正至0.14%；集装箱吞吐量增速由上年的3.55%放缓至1.62%。然而，自2017年以来，全球经济呈现缓慢复苏迹象，中国进出口额同比增速开始回升，利好港口吞吐量增长。截止2017年1-4月，上海港完成货物吞吐量和集装箱吞吐量向好，同比增速分别为10.9%和8.6%，利好全年业绩回升。

布局金融产业，利润可期

2016年，公司以基石投资者身份参与邮储银行H股首次公开发行，获得了邮储银行上市后4.13%的股权，成为其第四大股东，未来利润回报稳定。同时，截止2016年，公司拥有上海银行6.48%股权，对公司净利润贡献达13%。公司积极布局金融产业，将进一步推动上港集团多元化发展战略，有利于公司进一步实现产业资本与金融资本的融合。

土地资源丰富，码头转型商住开发

公司拥有多处市区码头，随着装卸业务向洋山港、外高桥港区的转移，市区码头已逐渐淘汰。在政府的核准下，公司已经依次对汇山路码头、海门路码头、宝山十四区码头、军工路部分码头进行房地产商住开发。伴随着房地产项目的落成和销售，推动公司收入和盈利能力进一步增长。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价格区间 7.03-7.77 元

基于对公司主营港口业务逐步回升的预测和其他多元产业带来的利润收益，我们预测公司2017-2019E每股归母净利润分别为0.34元、0.41元和0.45元；ROE分别为11.6%、12.3%和12.1%。我们采用PE估值法，给予公司“买入”评级，目标价格区间7.03-7.77元，对应20.68-22.86x 2017PE（基于公司过去三年平均PE 20.68x+0.5个标准差）。

风险提示：全球经济下行；吞吐量增速不及预期；房地产项目推进不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	23,174
流通A股 (百万股)	22,755
52周内股价区间 (元)	4.97-6.39
总市值 (百万元)	143,445
总资产 (百万元)	118,794
每股净资产 (元)	2.75

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

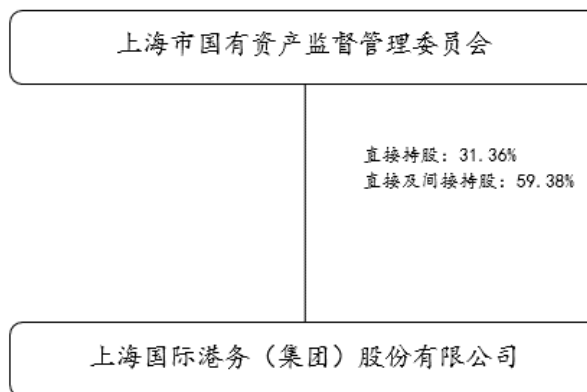
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	29,511	31,359	36,071	42,856	49,267
+/-%	2.54	6.26	15.03	18.81	14.96
归属母公司净利润 (百万元)	6,562	6,939	7,933	9,395	10,426
+/-%	(3.02)	5.74	14.32	18.43	10.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.30	0.34	0.41	0.45
PE (倍)	21.86	20.67	18.08	15.27	13.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

全球最大集装箱枢纽港，产能释放带来新增长

上海港位于中国大陆海岸线的中部，是我国海岸线与长江的交汇点，属于我国长江三角洲港口群。前通中国南、北沿海和世界各大洋，后贯长江流域及江、浙、皖内河、太湖流域。公路、铁路网纵横交错，集疏运渠道畅通，地理位置重要，腹地经济发达。上海港母港集装箱吞吐量连续七年位居世界第一，港口发展由吞吐量增长的推动，转为多元产业战略发展。公司以港口业务为核心，涉及综合物流、金融、房地产、体育等其他产业。

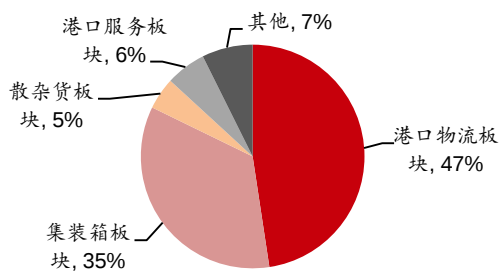
图表76： 上港集团股权结构（1Q17）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

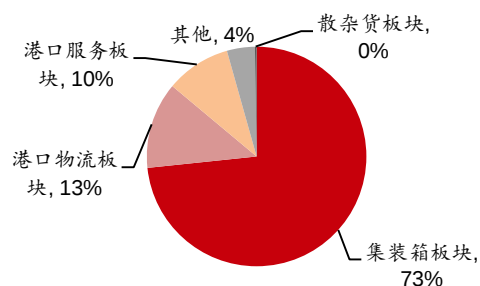
公司主营业务分集装箱、散杂货、港口物流、港口服务四大板块。2016 年全年，港口物流板块贡献收入 173.37 亿元，占比公司主营业务收入最高，约 47%，其次是集装箱板块，贡献收入 126.04 亿元，占比 35%。然而，集装箱板块毛利率高达 56%，大幅高于其他业务板块，对公司毛利润贡献 70.12 亿元，占比 73%，其次是港口物流板块，毛利润贡献 12.17 亿元，占比 13%。

图表77： 上海港 - 主营业务收入占比，2016



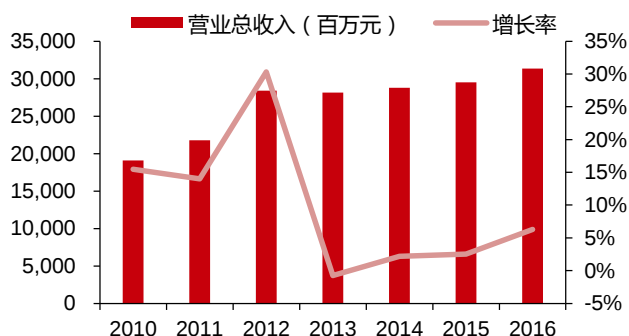
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表78： 上海港 - 主营业务毛利润占比，2016



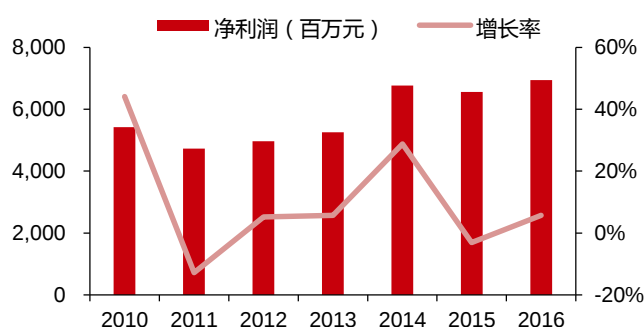
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表79： 上海港 - 营业总收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表80： 上海港 - 净利润及增速

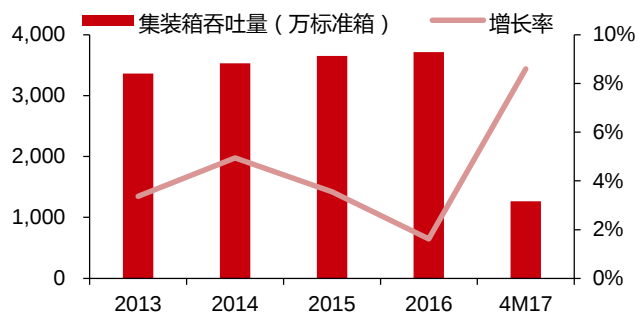


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集装箱吞吐量增速向好，业绩稳步上升

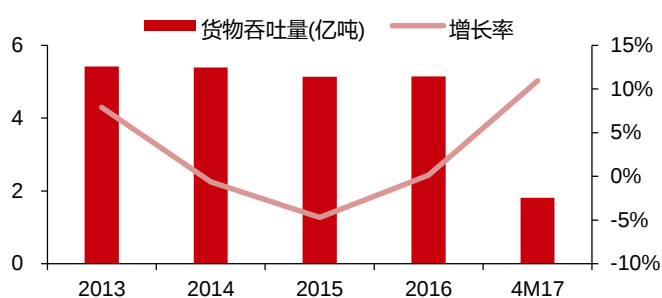
近年来，受宏观经济下行的影响，中国进出口增速放缓，全国港口吞吐量也步入低位增长的常态。2016 年全年，上海港货物吞吐量增速由上年的负增长转正至 0.14%；集装箱吞吐量增速由上年的 3.55% 放缓至 1.62%。然而，自 2017 年以来，全球经济呈现缓慢复苏迹象，中国进出口额同比增速开始回升，利好港口吞吐量增长。截止 2017 年 1-4 月，上海港共完成货物吞吐量 1.8 亿吨，同比增长 10.9%；集装箱吞吐量 1,266 万标准箱，同比增长 8.6%。

图表81： 上海港集装箱吞吐量



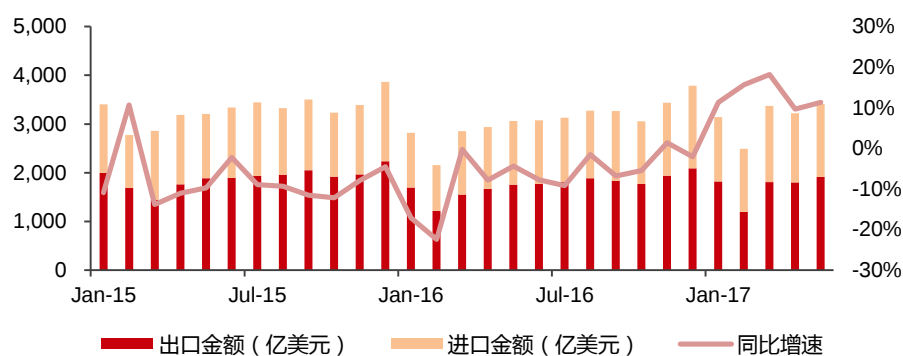
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表82： 上海港货物吞吐量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表83： 中国进出口总额和增速



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

洋山港区自动化码头带来产能释放

上海港集装箱吞吐量的增速放缓，一部分受过去几年全球经济下行影响，另一部分则受困于上海港本身吞吐能力瓶颈的限制。上海港的集装箱码头主要分布于洋山、外高桥、吴淞三大港区，共有集装箱泊位 66 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。各港区规划功能有所不同：洋山港区主要用于停靠欧美航线的集装箱运输；外高桥港区主要用于停靠亚洲内航线船舶；吴淞港区主要经营内贸集装箱业务。

截止 2016 年，外高桥港区设计年吞吐能力 845 万标准箱，实际完成集装箱吞吐量 1,837 万标准箱，产能利用率达 217%；洋山港区设计年吞吐能力 930 万标准箱，实际完成集装箱吞吐量 1,566 万标准箱，产能利用率达 168%。

图表84： 上海港各港区泊位数和通过能力，2016

港区	泊位（个）	设计通过能力（万 TEU/年）
外高桥港区	14	845
洋山港区	21	930
吴淞港区	24	290

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

随着洋山四期自动化码头的建设推进，新建码头将于 2017 年投入使用，将大大缓解港口吞吐能力的制约。洋山港四期，平均陆域纵深约 500 米，总用地面积约 223 万平方米，码头岸线长达 2,350 米。拥有 2 个 7 万吨级泊位和 5 个 5 万吨级泊位，设计吞吐能力初期达到 400 万标准箱，远期将达到 630 万标准箱，可满足多艘大型集装箱船同时靠泊。

“一带一路”带来港口新机遇

“一带一路”战略，有效的推动上海港与沿线主要港口的港务局、码头运营商、班轮公司和大型贸易商等进行定期的交流与合作。上海港也将联合大型集装箱班轮公司，研究开设“一带一路”专线，提升上海港与沿线港口的航运服务能力。

上海港受益于长三角腹地经济和长江流域经济腹地，成为了辐射内陆地区的集装箱中转港。公司持续深化实施长江战略、东北亚战略和国际化战略，在保持港口主业持续发展的同时，也积极实现中转业务的突破，确立和巩固上海港国际航运主枢纽港地位。

图表85： 长江经济带



资料来源：人民网，华泰证券研究所

图表86: “一带一路”战略



资料来源：人民网，华泰证券研究所

加快走出去步伐，参与海外码头投资

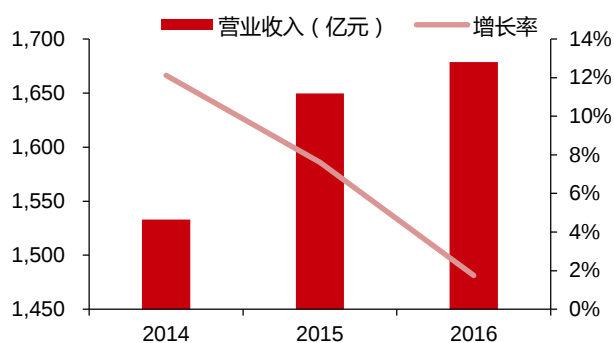
“一带一路”战略的提出等背景因素都促进了中国不断地参与海外港口项目。公司目前在海外已投资以色列的法海新港和比利时的泽布吕赫码头，分别拥有法海新港的 25 年码头营业权，和泽布吕赫码头的 25% 股东权益。积极参与海外码头投资和管理，符合上港集团向全球最佳码头运营商发展的战略。

布局金融产业：投资回报稳定

作为基石投资者，参与邮储银行 H 股首发

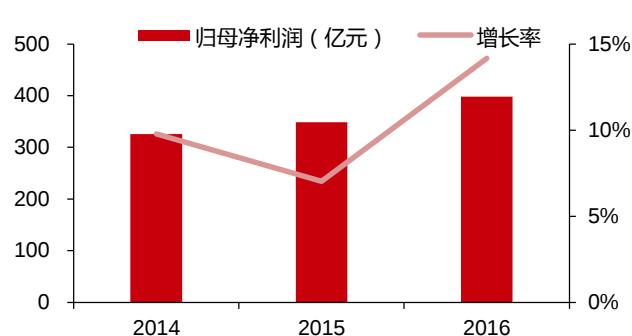
2016 年 9 月，公司以基石投资者身份参与邮储银行 H 股首次公开发行，获得了邮储银行上市后 4.13% 的股权，成为其第四大股东。投资邮储银行将进一步推动上港集团多元化发展战略，有利于上港集团进一步实现产业资本与金融资本的融合。其次，邮储银行不仅在中国金融体系内具有举足轻重的地位，也是我国客户数量最多、网络覆盖最广的金融机构之一，上海港与邮储银行在未来将进一步推进和实现深度产融合作。以权益法核算，我们预测公司 2017 年从邮储银行获得投资收益 18-20 亿左右。

图表 87： 邮储银行营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 88： 邮储银行净利润及增速

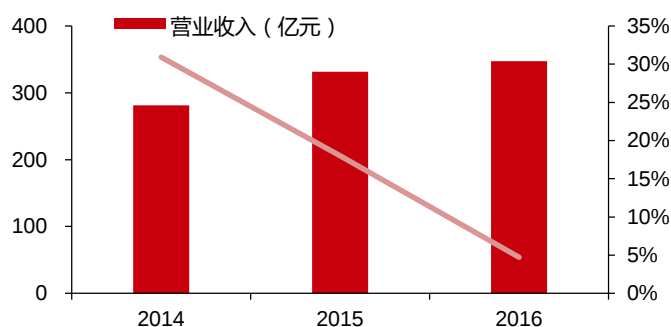


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

持股上海银行，对公司净利润贡献达 10%

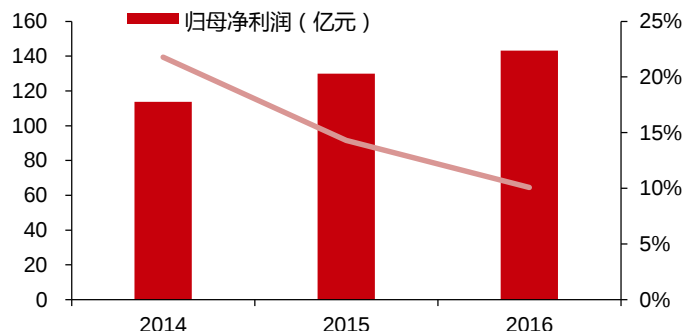
截止 2016 年，公司持有上海银行股权 6.48%，确认投资收益 9.3 亿元，对公司净利润贡献约 13%。上海银行 2016 年实现净利润 143 亿元，同比增长 10.04%；营业收入 344 亿元，同比增长 3.77%；总资产规模 1.76 万亿，同比增长 21.13%。

图表 89： 上海银行营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 90： 上海银行净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

土地资源丰富，涉足房地产项目，利润可期

公司拥有宝山十四区码头、张华浜码头、军工路码头、汇山路码头、海门路码头、龙吴港码头等等。随着城市的发展，市区码头已经不适合再承担过去的装卸任务，港口业务已向高桥码头和洋山港码头转移。因此，从 2004 年开始，在上海政府的核准下，公司已经依次对汇山路码头、海门路码头、宝山十四区码头、军工路部分码头进行房地产商住开发。

公司目前拥有四个已开发的房地产项目：汇山路项目、海门路项目、上海滨江城项目和军工路项目。目前汇山路和海门路项目已开放销售，公司权益为 50%，计入投资收益。其余两个项目仍在前期开发中，公司占有 100% 权益。伴随房地产项目的推进和销售，公司也将陆续确认房地产板块的收入。利好公司营业收入和净利润的增长。

图表91：上海港房地产项目（2016）

项目	项目进展	建筑面积（万平方米）	权益比例
汇山路项目	100%	32.41	50%
海门路项目	88%	24.35	50%
上海滨江城项目	44%	86.50	100%
军工路项目	41%	29.53	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测和估值

核心假设：

1) 港口吞吐量稳步增长：我们预测公司 2017-2019E 港口吞吐量增速分别为 2.5%、3% 和 3.5%。

2) 房地产项目按计划推进：上海长滩项目将于 2017 年开始确认收入；军工路项目于 2019 年开始确认收入。我们按目前上海市房地产项目的市场平均销售价，预测上海滩项目贡献公司 2017-2019E 盈利为 19.4 亿元、25.6 亿元和 30.2 亿元。

3) 银行投资收益：我们采用 wind 一致预期，上海银行 2017-2019E 净利润分别为 158 亿元、181 亿元和 197 亿元；采用 Bloomberg 一致预期，邮储银行 2017-2019E 净利润分别为 447 亿元、516 亿元和 520 亿元。按权益合算法，预测公司确认 2017-2019E 投资收益为 29 亿元、33 亿元和 34 亿元。

我们预测公司 2017-2019E 每股净利润分别为 0.34 元、0.41 元和 0.45 元；ROE 分别为 11.6%、12.3% 和 12.1%。依照港口行业估值方法，我们采用 PE 估值法，给予公司“买入评级”，目标价格区间 7.03-7.77 元，对应 20.68x-22.86x 2017PE (基于公司过去三年平均 PE 20.68x+0.5 个标准差)。

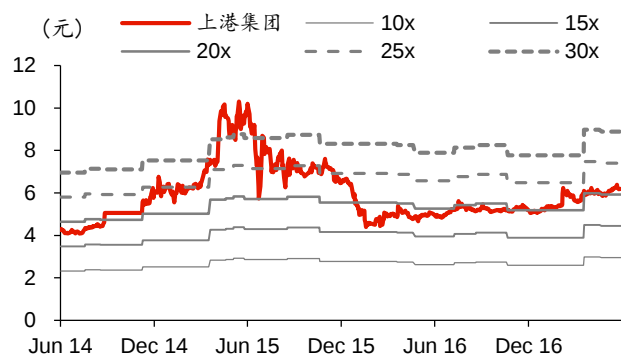
图表92: 港口行业可比公司估值表

公司名称	代码	评级	市值	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率 (%)			CAGR (%)	PEG (x)
			(USDmn)	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016-18E	2018E
Port - H																	
招商局港口	144 HK	未覆盖	7,375	12.5	13.2	12.9	0.9	0.9	0.9	6.2	7.3	7.2	3.1	3.5	3.6	(1.6)	(8.0)
青岛港	6198 HK	未覆盖	3,484	8.5	8.2	7.5	1.3	1.2	1.1	15.5	15.3	14.8	4.0	4.3	4.8	6.3	1.2
Port - A																	
上港集团	600018.SH	买入	21,119	20.7	18.1	15.3	2.4	2.1	1.9	11.5	11.6	12.3	0.0	3.6	3.8	16.9	0.9
天津港	600717.SH	增持	3,277	17.6	16.3	15.2	1.4	1.3	1.2	8.2	8.1	8.0	0.0	0.0	0.0	7.7	2.0
广州港	601228.SH	未覆盖	8,097	72.7	75.4	69.8	4.9	4.4	4.2	6.9	6.3	6.4	0.0	0.5	0.5	2.1	33.1
北部湾港	000582.SZ	未覆盖	2,089	24.2	27.3	24.7	1.7	na	na	7.3	8.0	8.2	0.0	0.0	0.0	(1.0)	(24.2)
连云港	601008.SH	未覆盖	1,084	863.1	190.8	153.3	2.3	na	na	0.3	na	na	0.0	0.0	0.0	137.3	1.1
宁波港	601018.SH	未覆盖	10,997	32.5	28.9	27.0	2.2	2.1	2.0	6.9	7.3	7.4	0.0	1.4	1.4	9.7	2.8
厦门港务	000905.SZ	未覆盖	949	31.2	26.5	22.4	2.5	2.0	1.9	7.7	7.6	8.3	0.0	0.0	0.0	18.0	1.2
唐山港	601000.SH	未覆盖	3,738	19.2	16.8	15.4	1.9	1.7	1.5	11.0	10.3	10.3	0.0	1.6	1.7	11.7	1.3
深赤湾 A	000022.SZ	未覆盖	2,160	32.7	30.7	28.8	3.7	3.4	3.2	11.6	11.2	11.0	0.0	1.4	1.4	6.7	4.3

资料来源: Wind, Bloomberg, 6月9日收盘价, 华泰证券研究所

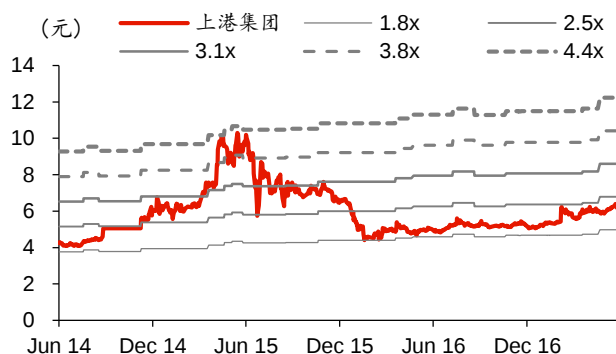
PE/PB - Bands

图表93: 上港集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表94: 上港集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	18,992	23,747	30,706	40,653	51,259
现金	11,537	12,239	18,799	25,999	34,580
应收账款	2,421	2,739	3,087	3,693	4,236
其他应收账款	394.73	385.41	456.20	536.88	619.16
预付账款	293.51	297.61	362.10	437.79	515.95
存货	3,434	6,212	6,381	8,179	9,456
其他流动资产	911.93	1,874	1,621	1,807	1,853
非流动资产	79,523	93,038	84,974	83,631	80,038
长期投资	20,092	22,704	21,833	22,124	22,027
固定投资	35,515	34,688	32,572	30,322	28,009
无形资产	13,635	13,781	13,309	12,847	12,382
其他非流动资产	10,281	21,866	17,259	18,339	17,621
资产总计	98,515	116,785	115,680	124,284	131,297
流动负债	18,513	33,923	29,291	31,568	31,595
短期借款	3,500	22,581	16,220	18,340	17,634
应付账款	1,859	2,052	2,424	2,960	3,477
其他流动负债	13,154	9,291	10,646	10,268	10,484
非流动负债	12,857	14,623	8,820	5,569	1,452
长期借款	10,719	4,792	1,569	(2,555)	(6,378)
其他非流动负债	2,139	9,832	7,251	8,124	7,830
负债合计	31,370	48,546	38,111	37,137	33,046
少数股东权益	7,536	7,515	8,912	10,534	12,346
股本	23,174	23,174	23,174	23,174	23,174
资本公积	8,678	8,584	8,584	8,584	8,584
留存公积	26,374	29,733	36,899	44,856	54,147
归属母公司股	59,608	60,724	68,656	76,613	85,904
负债和股东权益	98,515	116,785	115,680	124,284	131,297

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	9,667	2,036	9,621	6,452	7,546
净利润	7,865	8,088	9,330	11,017	12,239
折旧摊销	3,007	3,211	3,045	3,072	3,073
财务费用	849.24	719.48	1,113	382.64	(202.38)
投资损失	(2,261)	(3,462)	(4,847)	(5,817)	(6,399)
营运资金变动	272.23	(6,468)	887.10	(2,334)	(1,273)
其他经营现金	(65.47)	(52.24)	92.27	132.13	107.83
投资活动现金	(1,292)	(14,399)	9,712	3,880	6,729
资本支出	1,257	1,889	0.75	(0.25)	0.08
长期投资	35.35	14,010	(4,889)	1,630	(543.22)
其他投资现金	0.74	1,500	4,824	5,509	6,186
筹资活动现金	(6,106)	12,944	(12,774)	(3,132)	(5,694)
短期借款	(5,240)	19,081	(6,360)	2,120	(706.69)
长期借款	2,187	(5,927)	(3,222)	(4,124)	(3,824)
普通股增加	418.50	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,802	(93.82)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,273)	(115.35)	(3,191)	(1,128)	(1,164)
现金净增加额	2,323	695.88	6,559	7,200	8,581

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	29,511	31,359	36,071	42,856	49,267
营业成本	19,721	21,926	25,846	31,577	37,085
营业税金及附加	245.86	262.83	301.72	358.71	412.28
营业费用	11.70	40.72	35.99	47.06	52.45
管理费用	2,334	2,560	2,914	3,475	3,990
财务费用	849.24	719.48	1,113	382.64	(202.38)
资产减值损失	24.20	91.81	69.27	76.78	74.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,261	3,462	4,847	5,817	6,399
营业利润	8,586	9,220	10,638	12,755	14,254
营业外收入	1,303	787.99	959.57	902.38	921.44
营业外支出	36.93	66.33	56.53	59.79	58.71
利润总额	9,852	9,942	11,541	13,598	15,117
所得税	1,986	1,854	2,210	2,582	2,878
净利润	7,865	8,088	9,330	11,017	12,239
少数股东损益	1,303	1,149	1,398	1,622	1,812
归属母公司净利润	6,562	6,939	7,933	9,395	10,426
EBITDA	12,442	13,151	14,796	16,210	17,125
EPS (元)	0.28	0.30	0.34	0.41	0.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.54	6.26	15.03	18.81	14.96
营业利润	(3.82)	7.39	15.37	19.91	11.75
归属母公司净利润	(3.02)	5.74	14.32	18.43	10.98
获利能力 (%)					
毛利率	33.17	30.08	28.35	26.32	24.73
净利率	22.24	22.13	21.99	21.92	21.16
ROE	11.01	11.43	11.55	12.26	12.14
ROIC	12.86	12.85	16.12	18.31	20.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.84	41.57	32.95	29.88	25.17
净负债比率 (%)	66.21	57.90	53.70	47.97	40.85
流动比率	1.03	0.70	1.05	1.29	1.62
速动比率	0.84	0.52	0.83	1.03	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.29	0.31	0.36	0.39
应收账款周转率	12.03	11.21	11.38	11.63	11.43
应付账款周转率	11.64	11.21	11.55	11.73	11.52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.30	0.34	0.41	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.09	0.42	0.28	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.57	2.62	2.96	3.31	3.71
估值比率					
PE (倍)	21.86	20.67	18.08	15.27	13.76
PB (倍)	2.41	2.36	2.09	1.87	1.67
EV_EBITDA (倍)	11.35	10.73	9.54	8.71	8.24

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测