

上港集团 (600018)

证券研究报告

2022年04月01日

优秀的公司，低迷的估值

公司发展取得辉煌成就

上港集团作为全球最大的集装箱港口，经过多年发展取得辉煌成就。上港集团依托长三角和长江流域腹地，辐射东北亚，外贸航线连通性全球第一，球班轮公司纷纷将上海港作为其航线网络的核心枢纽。2006-2021年，上港集团的集装箱吞吐量增长117%到4703万TEU，连续十二年位居世界第一；营业收入增长168%，归母净利润增长395%，EPS增长350%。上港集团通过科技创新赋能、智慧港口领先发展，实现了我国首次向发达国家输出“智慧港口”先进技术和管理经验。2021年，上港集团营业收入343亿元，增长31%；归母净利润147亿元，增长77%，符合预期。

港口股的估值陷入困境

对比公司辉煌的成就，股价则表现平平。2006年上市以来股价累计上涨118%，远低于EPS增幅。原因是估值大幅下降，从按照成长性给予PE估值，到按ROE给予PB估值。这与公司主业的成长性下降有关：尽管2006-21年归母净利润增长395%，但是毛利仅增长118%，其中贡献2/3左右毛利的集装箱码头业务仅增长101%，2011-21年年化增速仅1%，同期集装箱吞吐量年化增速4%。集装箱业务的盈利能力下滑：2007-21年，集装箱业务单箱收入稳定，而单箱成本持续上升，导致单箱毛利下降。我们认为公司盈利增长主要来自银行股、航运股等投资收益，而这难以给高估值。

再投资能力决定估值

港口股缺乏业绩和估值弹性：双循环发展格局下，集装箱吞吐量和盈利难以高增长；码头费率调控和产能利用率瓶颈决定了ROE难以明显上升。港口作为盈利稳定、现金流充裕的资产，如果再投资能力强，那么可以用DCF模型估值；如果再投资能力弱，则适合用DDM模型估值。过去上港集团对银行股、房地产开发、航运股投资都取得良好的业绩，证明了较强的投资能力。如果未来的投资能保持高回报率，那么估值水平有望上升。

维持盈利预测和目标价

综合考虑集装箱吞吐量增长、房地产结算、投资收益等，维持2022-23年预测EPS，新增2024年预测EPS为0.6元，维持目标价不变。

风险提示：全球贸易增速下降，港口降费政策出台，上海房价大幅下降，再投资收益率下滑

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	26,119.46	34,288.70	35,352.79	35,685.75	36,072.37
增长率(%)	(27.65)	31.28	3.10	0.94	1.08
EBITDA(百万元)	14,491.35	23,318.21	22,732.47	23,130.61	23,072.83
净利润(百万元)	8,307.14	14,682.05	14,412.15	14,236.43	14,057.98
增长率(%)	(8.33)	76.74	(1.84)	(1.22)	(1.25)
EPS(元/股)	0.36	0.63	0.62	0.61	0.60
市盈率(P/E)	15.33	8.67	8.84	8.94	9.06
市净率(P/B)	1.45	1.28	1.12	0.99	0.90
市销率(P/S)	4.88	3.71	3.60	3.57	3.53
EV/EBITDA	8.27	5.70	5.72	4.83	4.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.47元
目标价格	8.54元

基本数据

A股总股本(百万股)	23,278.68
流通A股股本(百万股)	23,173.67
A股总市值(百万元)	127,334.38
流通A股市值(百万元)	126,760.00
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	36.88
一年内最高/最低(元)	6.39/4.43

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势

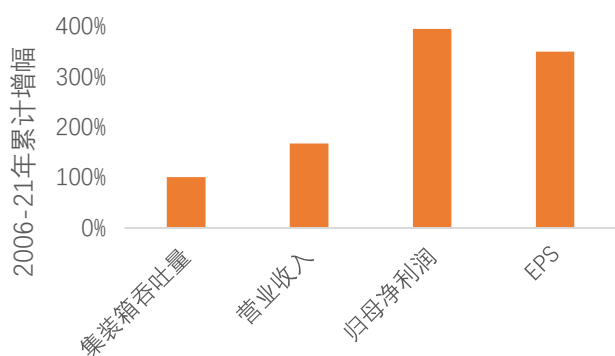


资料来源：聚源数据

相关报告

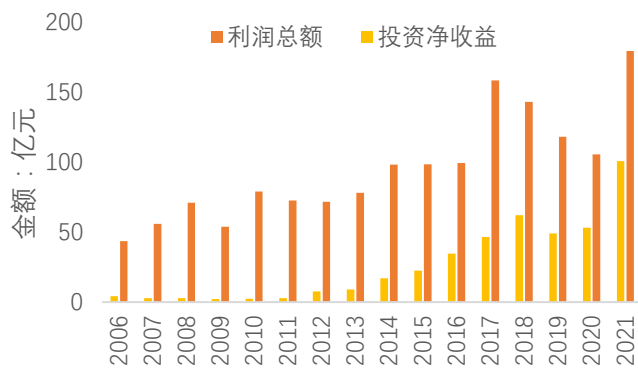
- 《上港集团-季报点评:投资收益推动盈利较快增长》2021-11-02
- 《上港集团-首次覆盖报告:全球贸易瓶颈，盈利有望上行》2021-09-10
- 《上港集团-季报点评:前三季度+7%，主业稳健，金融地产添收益》2018-10-31

图 1：2006-2021 年上港集团净利润大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：投资收益对上港集团的盈利贡献越来越大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：上港集团的 PE 估值呈下降趋势



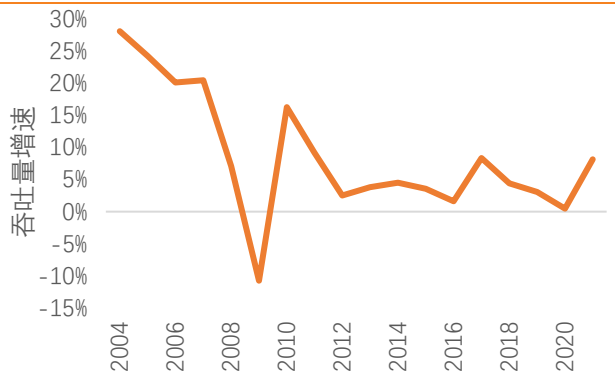
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：上港集团的 PB 估值呈下降趋势



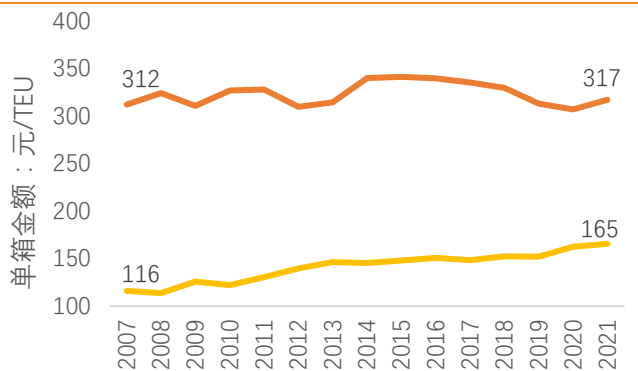
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：上港集团的集装箱吞吐量处于低增长阶段



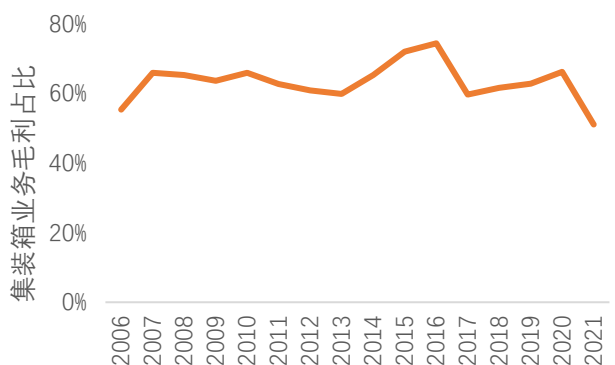
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：上港集团的单箱收入稳定，而单箱成本持续上升



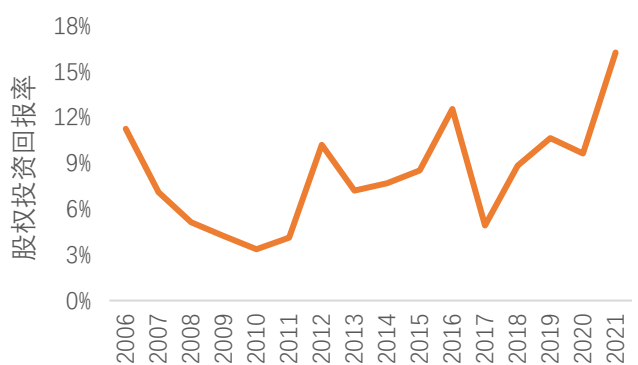
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：上港集团的集装箱业务毛利占比在 2/3 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：上港集团的股权投资回报率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	20,822.52	28,620.98	46,759.09	65,831.63	69,306.01
应收票据及应收账款	2,534.01	3,062.77	2,707.69	3,117.12	2,770.80
预付账款	231.11	249.59	263.61	256.26	274.75
存货	15,794.13	14,297.99	21,874.80	14,767.81	22,659.88
其他	4,271.94	4,293.45	4,432.95	4,335.24	4,452.29
流动资产合计	43,653.72	50,524.79	76,038.15	88,308.06	99,463.73
长期股权投资	53,225.52	59,772.99	64,772.99	69,772.99	74,772.99
固定资产	31,203.40	32,277.01	30,465.10	28,569.85	26,591.27
在建工程	3,016.25	1,716.57	2,716.57	3,716.57	4,716.57
无形资产	14,441.40	13,935.50	13,335.02	12,734.54	12,134.06
其他	10,384.48	12,535.04	12,606.35	12,644.33	12,682.31
非流动资产合计	112,271.03	120,237.12	123,896.03	127,438.28	130,897.19
资产总计	155,924.75	170,787.48	199,934.18	215,746.34	230,360.92
短期借款	27.96	531.44	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	4,941.68	5,635.14	5,656.66	5,781.80	5,901.73
其他	13,691.44	18,671.10	22,735.41	23,251.24	22,920.93
流动负债合计	18,661.07	24,837.68	28,892.06	29,533.03	29,322.66
长期借款	19,068.12	15,181.96	30,000.00	30,000.00	30,000.00
应付债券	16,311.09	15,954.86	15,954.86	15,954.86	15,954.86
其他	2,160.16	2,563.12	2,563.12	2,563.12	2,563.12
非流动负债合计	37,539.36	33,699.94	48,517.97	48,517.97	48,517.97
负债合计	59,945.15	62,981.85	77,410.04	78,051.01	77,840.64
少数股东权益	8,461.73	8,014.83	8,773.37	9,522.65	10,262.55
股本	23,173.67	23,278.68	23,278.68	23,278.68	23,278.68
资本公积	9,643.31	9,751.19	9,751.19	9,751.19	9,751.19
留存收益	54,281.64	65,993.75	80,405.90	94,642.33	108,700.31
其他	419.24	767.17	315.00	500.47	527.55
股东权益合计	95,979.60	107,805.63	122,524.14	137,695.33	152,520.28
负债和股东权益总计	155,924.75	170,787.48	199,934.18	215,746.34	230,360.92

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	9,183.40	15,480.72	14,412.15	14,236.43	14,057.98
折旧摊销	3,581.61	3,438.64	3,412.40	3,495.73	3,579.06
财务费用	1,126.22	1,167.62	1,274.26	1,614.18	1,497.41
投资损失	(5,321.62)	(10,092.57)	(11,080.38)	(10,877.18)	(10,296.88)
营运资金变动	6,429.18	112.64	(7,498.93)	7,686.54	(7,648.73)
其它	(3,812.38)	3,407.60	758.09	749.29	739.89
经营活动现金流	11,186.42	13,514.65	1,277.59	16,904.99	1,928.75
资本支出	12,186.33	8,672.36	7,000.00	7,000.00	7,000.00
长期投资	7,130.80	6,547.48	5,000.00	5,000.00	5,000.00
其他	(25,290.31)	(15,750.27)	(8,199.65)	(8,403.73)	(8,984.03)
投资活动现金流	(5,973.19)	(530.44)	3,800.35	3,596.27	3,015.97
债权融资	822.67	1,036.24	13,512.34	(1,614.18)	(1,497.41)
股权融资	(2,446.04)	560.82	(452.17)	185.47	27.08
其他	(430.89)	(6,613.49)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,054.26)	(5,016.43)	13,060.17	(1,428.71)	(1,470.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,158.97	7,967.78	18,138.11	19,072.54	3,474.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	26,119.46	34,288.70	35,352.79	35,685.75	36,072.37
营业成本	16,628.54	20,329.44	21,703.68	21,985.57	22,456.62
营业税金及附加	492.35	879.78	848.47	713.72	541.09
销售费用	160.29	164.33	159.09	142.74	108.22
管理费用	3,323.84	4,168.42	4,242.33	3,925.43	3,607.24
研发费用	82.34	143.45	159.09	160.59	162.33
财务费用	841.65	907.02	1,274.26	1,614.18	1,497.41
资产/信用减值损失	(95.17)	(897.44)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	160.62	324.06	(0.44)	0.00	0.00
投资净收益	5,321.62	10,092.57	11,080.38	10,877.18	10,296.88
其他	(11,382.89)	(19,683.70)	0.00	0.00	0.00
营业利润	10,586.27	17,860.77	18,045.82	18,020.71	17,996.36
营业外收入	37.08	135.89	89.68	87.55	104.37
营业外支出	49.08	35.28	75.16	53.17	54.54
利润总额	10,574.26	17,961.38	18,060.34	18,055.08	18,046.19
所得税	1,390.86	2,480.66	2,889.65	3,069.36	3,248.31
净利润	9,183.40	15,480.72	15,170.68	14,985.72	14,797.88
少数股东损益	876.26	798.67	758.53	749.29	739.89
归属于母公司净利润	8,307.14	14,682.05	14,412.15	14,236.43	14,057.98
每股收益(元)	0.36	0.63	0.62	0.61	0.60

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-27.65%	31.28%	3.10%	0.94%	1.08%
营业利润	-10.81%	68.72%	1.04%	-0.14%	-0.14%
归属于母公司净利润	-8.33%	76.74%	-1.84%	-1.22%	-1.25%
获利能力					
毛利率	36.34%	40.71%	38.61%	38.39%	37.75%
净利率	31.80%	42.82%	40.77%	39.89%	38.97%
ROE	9.49%	14.71%	12.67%	11.11%	9.88%
ROIC	9.59%	15.20%	14.73%	13.41%	13.60%
偿债能力					
资产负债率	38.44%	36.88%	38.72%	36.18%	33.79%
净负债率	21.79%	13.96%	9.55%	-5.35%	-7.11%
流动比率	1.95	1.73	2.63	2.99	3.39
速动比率	1.24	1.24	1.87	2.49	2.62
营运能力					
应收账款周转率	10.07	12.25	12.25	12.25	12.25
存货周转率	1.75	2.28	1.95	1.95	1.93
总资产周转率	0.18	0.21	0.19	0.17	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.63	0.62	0.61	0.60
每股经营现金流	0.48	0.58	0.05	0.73	0.08
每股净资产	3.76	4.29	4.89	5.51	6.11
估值比率					
市盈率	15.33	8.67	8.84	8.94	9.06
市净率	1.45	1.28	1.12	0.99	0.90
EV/EBITDA	8.27	5.70	5.72	4.83	4.72
EV/EBIT	10.82	6.64	6.73	5.69	5.58

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com