

业绩稳健，23 年港口业务有望改善

华泰研究

2023 年 4 月 04 日 | 中国内地

年报点评

港口

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

6.60

研究员

SAC No. S0570520080001
SFC No. BIR018

林珊

linshan@htsc.com
+(86) 21 2897 2209

研究员

SAC No. S0570516110001
SFC No. BCG366

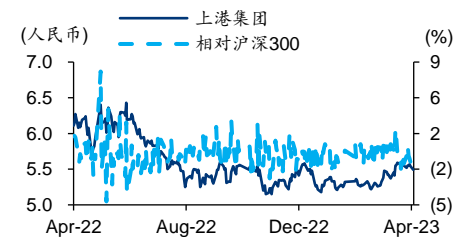
沈晓峰

shenxiaofeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2088

基本数据

目标价(人民币)	6.60
收盘价(人民币 截至 4 月 3 日)	5.49
市值(人民币百万)	127,830
6 个月平均日成交额(人民币百万)	113.68
52 周价格范围(人民币)	5.15-6.43
BVPS(人民币)	4.82

股价走势图



资料来源: Wind

22 年港口业务承压，但投资收益向好；23 港口业务有望改善

上港集团发布 2022 年业绩：1) 营收同增 8.7%至 373 亿元；2) 归母净利润同增 17.3%至 172 亿元。其中，投资收益 120 亿元（同增 19.3%），占比公司净利 70%。投资收益大幅增加主因联营集装箱海运公司东方海外国际盈利大幅上涨。港口业务方面，22 年公司集装箱吞吐量同增 0.6%，增速放缓主因国内疫情和外需疲软导致。展望 23 年，我们预计公司港口业务有望随中国疫后复苏及全球制造业 PMI 回升而改善，但来自集装箱海运的投资收益同比将大幅下滑。我们调整 23/24 年净利预测-14%/+2%至 154 亿/173 亿元；新增 25 年净利预测 184 亿元。基于 10.0x 2023E PE，下调目标价 8%至 6.6 元（公司历史三年 PE 均值；前值目标价基于历史三年 PE 均值减 1 个标准差。估值上调主因考虑 23 年港口业务改善），维持“买入”评级。

1H22 港口运营因疫情承压，2H22 集装箱同比/环比增长 2.8%/9.8%

2022 年，公司港口业务上下半年表现分化：上半年上海疫情导致港口运营受挫；下半年外部环境改善，港口吞吐量实现同环比双升。22 年全年，公司集装箱吞吐量同比增长 0.6%，增速大幅放缓（21 年同比增速 8.1%）。其中，1H22/2H22 集装箱吞吐量同比-1.7%/+2.8%（2H22 环比增长 9.8%），下半年港口业务量有所改善。

一主多元发展向好，东方海外投资收益同比+40.1%

公司聚焦港口运营主业，并持续探索多元产业发展。2022 年公司确认投资收益 120 亿元，同比增长 19.3%，占公司归母净利润 70%。其中，联营集装箱海运公司东方海外贡献投资收益 60.6 亿元，同比增长 40.1%，主因 22 年集装箱海运长协价格大幅上涨推升盈利。即期运价方面，自 2H22 以来，受外需疲软+全球供应链扰动逐步缓和影响，运价高位大幅回落。考虑即期运价大幅回落，我们预计 23 年来自东方海外投资收益同比将大幅下降。

2023 年吞吐量有望稳中有升，公司背靠母港积极拓展市场，前景向好

2M23，公司完成港口集装箱吞吐量 746 万标准箱，同比下滑 8.6%，主因 22 年末疫情影响延续且适逢春节假期。我们认为 3 月以来随全面复工复产，我国需求回升叠加欧洲/东南亚制造业需求回暖，港口业务量有望逐步改善。作为全球最大集装箱港，上海港是我国“双循环”以及“一带一路”战略的重要链接；同时公司积极开发海外港口，以色列海法新港在稳步建设中，海外布局将助公司开拓新市场、培育新业态。

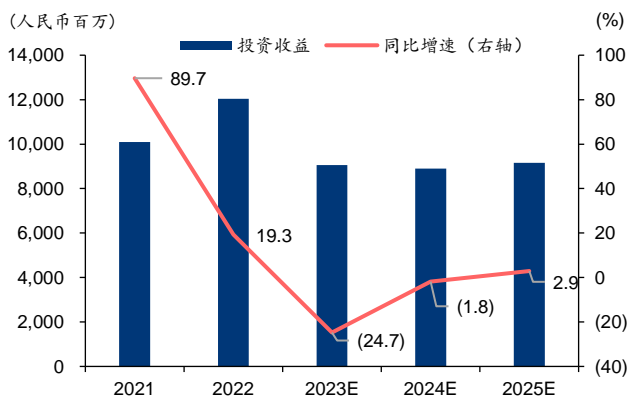
风险提示：1) 港口吞吐量增长不及预期；2) 投资收益不及预期；3) 自然灾害；4) 政策风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	34,289	37,280	40,540	46,010	50,588
+/-%	31.28	8.72	8.75	13.49	9.95
归属母公司净利润(人民币百万)	14,682	17,224	15,399	17,338	18,433
+/-%	76.74	17.31	(10.59)	12.59	6.31
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.63	0.74	0.66	0.74	0.79
ROE(%)	14.36	14.78	12.01	12.26	11.91
PE(倍)	8.71	7.42	8.30	7.37	6.93
PB(倍)	1.28	1.14	1.03	0.93	0.85
EV EBITDA(倍)	6.89	6.53	7.40	6.60	6.56

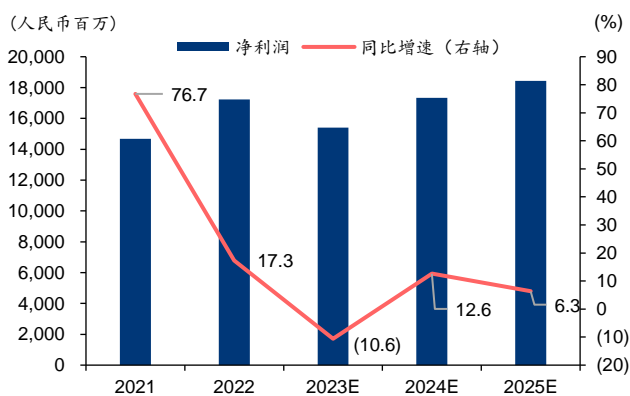
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：上港集团：投资收益及增速



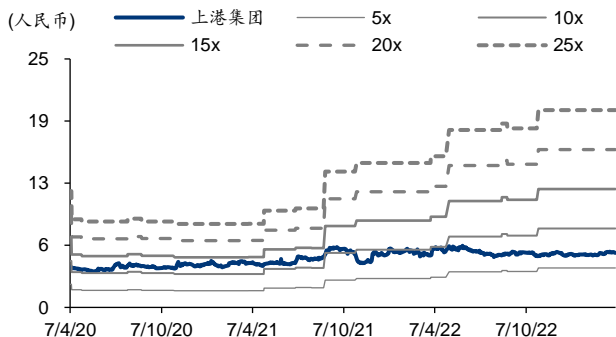
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：上港集团：净利润及增速



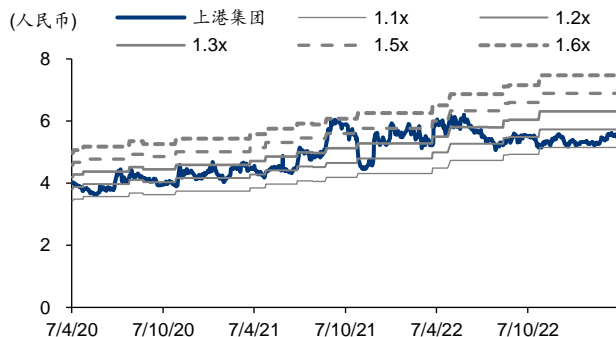
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：上港集团 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：上港集团 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	50,550	46,525	61,097	55,743	73,188
现金	28,621	26,843	31,515	34,448	38,601
应收账款	2,967	3,505	3,177	4,604	3,841
其他应收账款	801.30	1,032	963.47	1,300	1,189
预付账款	249.59	159.03	339.74	193.67	410.22
存货	14,298	11,538	21,557	11,673	25,593
其他流动资产	3,614	3,447	3,545	3,524	3,554
非流动资产	120,237	135,277	150,321	169,456	186,084
长期投资	59,773	69,973	87,349	105,466	123,387
固定投资	32,259	32,823	33,467	35,555	36,299
无形资产	13,935	13,553	12,454	11,406	10,365
其他非流动资产	14,270	18,928	17,052	17,028	16,033
资产总计	170,787	181,802	211,418	225,199	259,272
流动负债	29,282	25,864	46,734	49,315	72,645
短期借款	531.44	156.25	21,292	27,217	45,206
应付账款	5,635	5,766	7,394	6,554	8,679
其他流动负债	23,115	19,942	18,048	15,543	18,760
非流动负债	33,700	34,771	30,690	28,426	25,133
长期借款	15,182	14,488	11,290	8,584	5,512
其他非流动负债	18,518	20,283	19,400	19,841	19,621
负债合计	62,982	60,635	77,424	77,740	97,778
少数股东权益	8,015	8,840	9,527	10,273	11,077
股本	23,279	23,284	23,284	23,284	23,284
资本公积	9,751	11,253	11,253	11,253	11,253
留存公积	65,994	77,524	88,785	101,444	114,910
归属母公司股东权益	99,791	112,327	124,467	137,186	150,417
负债和股东权益	170,787	181,802	211,418	225,199	259,272

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	13,515	13,793	6,912	17,727	6,474
净利润	15,481	17,910	16,087	18,085	19,236
折旧摊销	2,657	2,704	2,758	2,813	2,870
财务费用	907.02	696.80	643.00	1,196	1,709
投资损失	(10,093)	(12,041)	(9,061)	(8,894)	(9,152)
营运资金变动	2,664	2,124	(3,355)	5,000	(7,863)
其他经营现金	1,898	2,399	(159.70)	(472.61)	(325.61)
投资活动现金	(530.44)	(4,597)	(8,669)	(12,606)	(10,083)
资本支出	(4,326)	(5,746)	(3,331)	(5,264)	(4,378)
长期投资	(1,059)	(3,739)	(17,376)	(18,118)	(17,920)
其他投资现金	4,855	4,888	12,037	10,775	12,215
筹资活动现金	(5,016)	(11,585)	(14,519)	(8,207)	(10,180)
短期借款	503.48	(375.19)	21,136	5,925	17,989
长期借款	(3,886)	(693.79)	(3,198)	(2,706)	(3,072)
普通股增加	105.01	5.47	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	107.88	1,502	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,847)	(12,023)	(32,456)	(11,426)	(25,097)
现金净增加额	7,805	(1,805)	(16,276)	(3,086)	(13,790)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,289	37,280	40,540	46,010	50,588
营业成本	20,329	23,186	26,029	27,978	30,342
营业税金及附加	879.78	1,089	1,136	1,307	1,431
营业费用	164.33	149.79	173.36	192.79	213.42
管理费用	4,168	3,076	3,873	4,196	4,687
财务费用	907.02	696.80	643.00	1,196	1,709
资产减值损失	(860.26)	(1,245)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	324.06	258.50	280.35	273.07	275.49
投资净收益	10,093	12,041	9,061	8,894	9,152
营业利润	17,861	20,588	18,544	20,803	22,110
营业外收入	135.89	85.88	102.55	96.99	98.84
营业外支出	35.28	549.90	378.36	435.54	416.48
利润总额	17,961	20,124	18,268	20,464	21,793
所得税	2,481	2,214	2,181	2,379	2,556
净利润	15,481	17,910	16,087	18,085	19,236
少数股东损益	798.67	686.20	687.54	746.25	803.23
归属母公司净利润	14,682	17,224	15,399	17,338	18,433
EBITDA	21,388	23,440	21,553	24,350	26,233
EPS (人民币, 基本)	0.63	0.74	0.66	0.74	0.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	31.28	8.72	8.75	13.49	9.95
营业利润	68.72	15.27	(9.93)	12.18	6.29
归属母公司净利润	76.74	17.31	(10.59)	12.59	6.31
获利能力 (%)					
毛利率	40.71	37.81	35.80	39.19	40.02
净利率	45.15	48.04	39.68	39.31	38.03
ROE	14.36	14.78	12.01	12.26	11.91
ROIC	32.91	33.37	29.42	37.11	36.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.88	33.35	36.62	34.52	37.71
净负债比率 (%)	10.71	13.47	16.48	15.41	20.60
流动比率	1.73	1.80	1.31	1.13	1.01
速动比率	1.11	1.22	0.77	0.82	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
应收账款周转率	12.75	11.52	12.13	11.83	11.98
应付账款周转率	3.84	4.07	3.96	4.01	3.98
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.74	0.66	0.74	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.59	0.30	0.76	0.28
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.82	5.35	5.89	6.46
估值比率					
PE (倍)	8.71	7.42	8.30	7.37	6.93
PB (倍)	1.28	1.14	1.03	0.93	0.85
EV EBITDA (倍)	6.89	6.53	7.40	6.60	6.56

免责声明

分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林珊、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司