

# 航运市场高景气度驱动盈利增长

华泰研究

2022年4月05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):

8.70

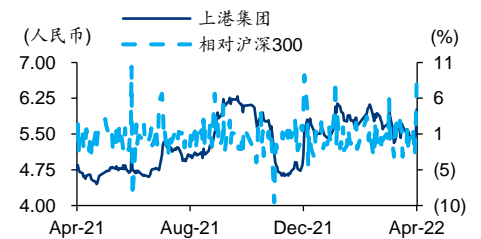
研究员 沈晓峰  
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com  
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

研究员 林珊  
SAC No. S0570520080001 linshan@htsc.com  
SFC No. BIR018 +86-21-28972209

## 基本数据

目标价(人民币)	8.70
收盘价(人民币 截至4月1日)	6.02
市值(人民币百万)	140,138
6个月平均日成交额(人民币百万)	288.41
52周价格范围(人民币)	4.45-6.29
BVPS(人民币)	4.29

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 港口主业向好, 投资收益贡献显著, 2022年盈利有望进一步增长

上港集团发布2021年报: 1) 营业收入同比增长31.3%至343亿元; 2) 归母净利润同比大幅增长76.7%至147亿元, 符合公司此前发布的业绩预增公告(145亿元)。其中, 投资收益101亿元, 同比大幅增长90%, 占比归母净利润的69%。净利同比大幅增长主因港口主业需求旺盛和来自参股公司东方海外的投资收益大幅提升。受益于航运市场高景气度, 我们预计2022年公司港口主业及投资收益有望进一步增长。我们上调2022/2023年净利预测至166亿/153亿元, 新增24年净利预测146亿元。基于12.3x 2022E PE估值, 给予目标价8.7元(公司历史三年PE均值, 2022E EPS 0.71元)。维持“买入”评级。

## 2021年上海港集装箱吞吐量再创新高

2021年, 上海港母港完成集装箱吞吐量4,703万标准箱, 同比增长8.1%, 创历史新高。公司集装箱/散杂货/港口物流/港口服务业务分别实现营业收入149亿/14亿/104亿/27亿元, 同比增长11.7%/7.3%/41.8%/17.5%; 毛利71亿/1.7亿/30亿/10亿元, 同比表现+13.4%/-1.2%/+72.9%/+0.3%; 毛利率为47.8%/12.7%/29.1%/36.9%, 较上年表现+0.7/-1.1/+5.2/-6.3个百分点。整体, 公司2021年毛利率为40.7%, 较上年同期增加4.4个百分点。毛利率水平显著提升主因集运市场高景气度, 公司外贸装卸费率及相应物流服务收费水平有所上升。

## 多元产业发展, 2021年投资收益同比增长90%

上港集团聚焦“一主多元”发展, 确保主业稳定增长的同时, 积极探索多元产业发展。2021年, 公司确认投资收益101亿元, 同比增长90%, 占比公司归母净利润的69%。其中, 来自邮储银行、上海银行和东方海外投资收益为28亿/17亿/43亿元(上年同期24亿/17亿/6.0亿元)。

## 全球最大集装箱港, 长江战略布局有助于公司中长期发展

根据公司年报, 上海港集装箱吞吐量连续十二年保持世界第一; 水水中转比例达50%。近年来, 公司加强长江战略投资布局, 依托长三角和长江流域及淮河经济腹地, 辐射东北亚经济腹地的主枢纽港地位不断巩固提升。同时, 上海港作为双循环战略和“一带一路”战略支点的作用持续凸显。我们看好公司中长期的发展前景。我们的前值目标价8.61元基于13.0x 2021E PE。

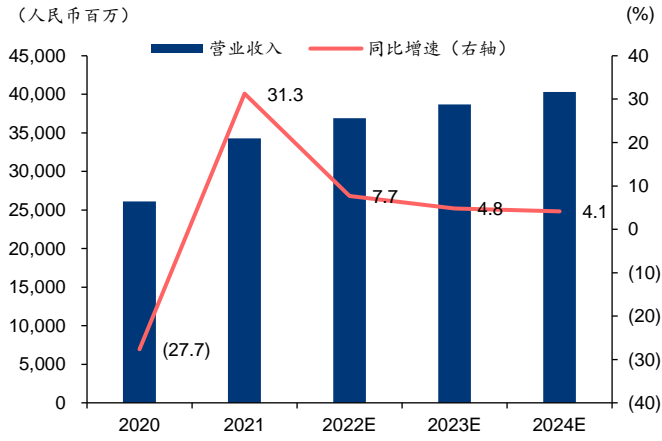
风险提示: 1) 港口吞吐量增长不及预期; 2) 投资收益不及预期; 3) 自然灾害; 4) 政策风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	26,119	34,289	36,914	38,692	40,290
+/-%	(27.65)	31.28	7.66	4.82	4.13
归属母公司净利润(人民币百万)	8,307	14,682	16,560	15,314	14,598
+/-%	(8.33)	76.74	12.79	(7.53)	(4.67)
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.36	0.63	0.71	0.66	0.63
ROE(%)	9.57	14.36	14.40	12.27	10.86
PE(倍)	16.87	9.54	8.46	9.15	9.60
PB(倍)	1.60	1.40	1.25	1.15	1.06
EV EBITDA(倍)	11.99	6.53	6.39	6.35	7.00

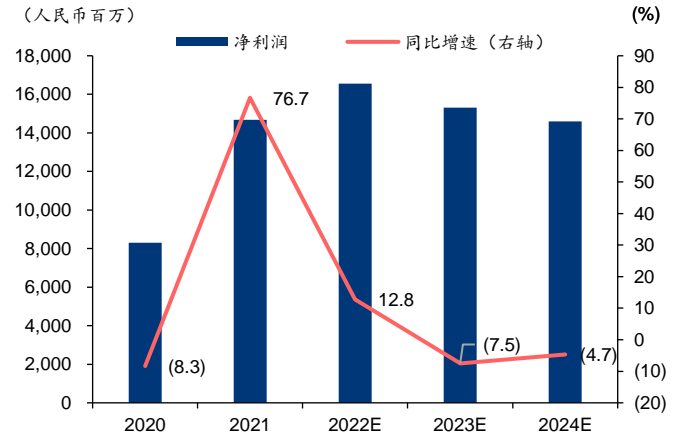
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 上港集团: 营业收入及增速



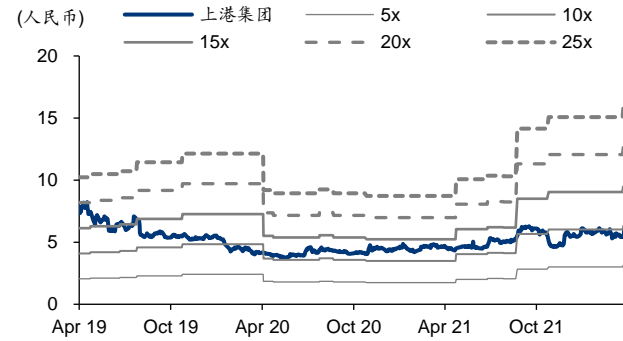
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 上港集团: 归母净利润及增速



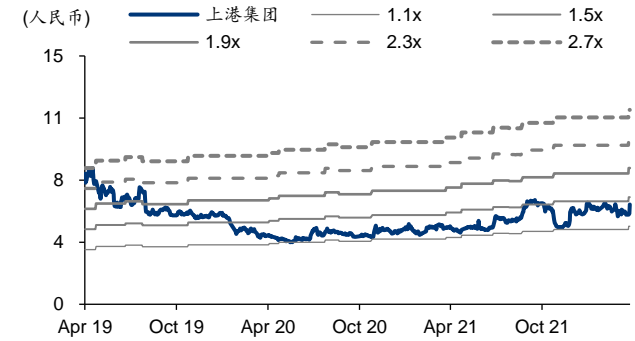
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	43,654	50,550	59,372	54,002	65,321
现金	20,823	28,621	30,120	31,933	33,064
应收账款	2,413	2,967	3,305	3,007	3,700
其他应收账款	888.03	801.30	1,570	587.95	1,817
预付账款	231.11	249.59	325.34	245.61	364.97
存货	15,794	14,298	20,364	14,692	22,629
其他流动资产	3,505	3,614	3,688	3,536	3,747
<b>非流动资产</b>	112,271	120,237	135,562	148,888	160,373
长期投资	53,226	59,773	77,307	92,804	107,670
固定投资	31,193	32,259	32,305	31,079	29,497
无形资产	14,439	13,935	12,998	11,954	10,989
其他非流动资产	13,414	14,270	12,953	13,051	12,218
<b>资产总计</b>	155,925	170,787	194,935	202,890	225,694
<b>流动负债</b>	22,406	29,282	43,835	44,116	59,549
短期借款	27.96	531.44	20,205	17,541	35,611
应付账款	4,942	5,635	6,200	5,951	6,890
其他流动负债	17,436	23,115	17,430	20,624	17,047
<b>非流动负债</b>	37,539	33,700	30,318	26,766	23,209
长期借款	19,068	15,182	11,824	8,260	4,708
其他非流动负债	18,471	18,518	18,495	18,506	18,500
<b>负债合计</b>	59,945	62,982	74,153	70,882	82,757
少数股东权益	8,462	8,015	8,853	9,734	10,659
股本	23,174	23,279	23,279	23,279	23,279
资本公积	9,643	9,751	9,751	9,751	9,751
留存公积	54,282	65,994	78,173	89,509	100,375
归属母公司股东权益	87,518	99,791	111,928	122,274	132,278
<b>负债和股东权益</b>	155,925	170,787	194,935	202,890	225,694

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	11,186	13,515	4,443	24,279	1,839
净利润	9,183	15,481	17,399	16,194	15,523
折旧摊销	2,136	2,481	5,730	5,845	5,961
财务费用	841.65	907.02	919.97	1,230	1,526
投资损失	(5,322)	(10,093)	(11,010)	(9,139)	(8,428)
营运资金变动	2,949	2,664	(8,572)	10,277	(12,668)
其他经营现金	1,398	2,074	(23.18)	(127.86)	(75.78)
<b>投资活动现金</b>	(5,973)	(530.44)	(9,915)	(9,905)	(8,912)
资本支出	(4,127)	(4,326)	(3,441)	(1,797)	(1,758)
长期投资	(3,190)	(1,059)	(17,534)	(15,497)	(14,866)
其他投资现金	1,344	4,855	11,059	7,389	7,712
<b>筹资活动现金</b>	(2,054)	(5,016)	(12,954)	(9,770)	(9,930)
短期借款	(28.32)	503.48	19,673	(2,664)	18,070
长期借款	4,858	(3,886)	(3,358)	(3,564)	(3,551)
普通股增加	0.00	105.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(140.45)	107.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,743)	(1,847)	(29,269)	(3,543)	(24,449)
现金净增加额	2,789	7,805	(18,426)	4,603	(17,003)

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	26,119	34,289	36,914	38,692	40,290
营业成本	16,629	20,329	21,338	22,632	23,535
营业税金及附加	492.35	879.78	863.36	934.22	962.64
营业费用	160.29	164.33	193.45	196.99	207.14
管理费用	3,324	4,168	4,558	4,753	4,957
财务费用	841.65	907.02	919.97	1,230	1,526
资产减值损失	(69.70)	(860.26)	650.25	130.80	327.38
公允价值变动收益	160.62	324.06	269.58	287.74	281.68
投资净收益	5,322	10,093	11,010	9,139	8,428
<b>营业利润</b>	10,586	17,861	20,123	18,714	17,939
营业外收入	37.08	135.89	102.95	113.93	110.27
营业外支出	49.08	35.28	39.88	38.35	38.86
<b>利润总额</b>	10,574	17,961	20,186	18,789	18,011
所得税	1,391	2,481	2,788	2,595	2,487
<b>净利润</b>	9,183	15,481	17,399	16,194	15,523
少数股东损益	876.26	798.67	838.60	880.53	924.56
归属母公司净利润	8,307	14,682	16,560	15,314	14,598
EBITDA	13,849	24,460	26,829	25,843	25,478
EPS (人民币, 基本)	0.36	0.63	0.71	0.66	0.63

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(27.65)	31.28	7.66	4.82	4.13
营业利润	(10.81)	68.72	12.67	(7.01)	(4.14)
归属母公司净利润	(8.33)	76.74	12.79	(7.53)	(4.67)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	36.34	40.71	42.19	41.51	41.59
净利率	35.16	45.15	47.13	41.85	38.53
ROE	9.57	14.36	14.40	12.27	10.86
ROIC	19.78	32.91	32.96	41.44	33.58
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.44	36.88	38.04	34.94	36.67
净负债比率 (%)	18.18	10.71	18.68	10.82	19.26
流动比率	1.95	1.73	1.35	1.22	1.10
速动比率	1.08	1.11	0.80	0.81	0.65
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.18	0.21	0.20	0.19	0.19
应收账款周转率	10.79	12.75	11.77	12.26	12.02
应付账款周转率	3.37	3.84	3.61	3.72	3.67
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.63	0.71	0.66	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.58	0.19	1.04	0.08
每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.29	4.81	5.25	5.68
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	16.87	9.54	8.46	9.15	9.60
PB (倍)	1.60	1.40	1.25	1.15	1.06
EV EBITDA (倍)	11.99	6.53	6.39	6.35	7.00

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、林珊，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](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

- 分析师沈晓峰、林珊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。
- 邮储银行（601658 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司