

证券研究报告
2021年2月26日

【方正交运·公司深度】上港集团（600018） 看全球第一集装箱港口，演绎港口发展终极形态

分析师： 许可
联系人： 唐晟

执业证书编号： S1220518090001

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

1. 中国港口企业龙头，集装箱吞吐量连续11年全球第一。

上港集团是全球第一大集装箱港口运营商，中国最大港口上市公司。上海港位于长江入海口，连接长江和中国南、北沿海，外通全球各大洋，地理区位优势显著。以苏南和浙北等中国最发达的地区为经济腹地，集装箱业务稳健发展，2020年集装箱吞吐量达到4350万标准箱，是全球唯一实现4000万标准箱以上吞吐量的港口。

2. 聚焦“一主多元”布局，实现可持续发展。

上港集团坚持“一主多元”的发展理念，在港口主业稳定发展的同时，积极在金融、地产、航运等产业进行投资布局，投资收益丰厚。截至2021年2月19日，公司持有上海银行8.32%的股份，邮储银行4.13%的股份，合计持有上市银行市值约280亿元人民币，参股上海科创板投资基金。2019年上港集团投资净收益占利润总额41.5%。

3. 自贸区政策推进，打造国际中转枢纽港。

随着上海自贸区推进和上海国际航运中心建设，上海港国际集装箱枢纽港地位将得到进一步巩固和加强。2020年5月，洋山特殊综合保税区正式揭牌，力争在2035年，打造成为国际中转集拼中心，将为上港集团洋山深水港区中转业务的发展带来动能。2020年洋山港区集装箱吞吐量约为2000万标准箱，2025年洋山港区吞吐目标为2400万标准箱。

风险提示：

1. 新冠疫情加剧，对港口造成新冲击。
2. 对外投资收益不及预期，被投资公司经营盈利下滑。
3. 地区贸易保护主义抬头，全球贸易营商环境恶化。

一、公司简介：中国最大港口上市公司.....	4
1.1 发展历程：集团整体上市，打造中国最大港口公司.....	5
1.2 股权结构：上海国企控股，航运央企加持，国资持股超85%.....	6
1.3 上海港公共码头运营商.....	7
二、港口主业：全球第一大集装箱港口.....	8
2.1 全球最大集装箱港口，集装箱吞吐量突破4300万标准箱.....	9
2.2 四大业务板块：集装箱业务处于核心.....	10
2.3 集装箱业务流程.....	12
2.4 三大港区集运码头分工明确.....	13
2.5 洋山深水港，中国最大集装箱深水港.....	14
2.6 远期目标：打造国际枢纽港，中转业务潜力巨大.....	17
2.7 洋山特殊综合保税区.....	20
三、多元发展：金融投资、商业地产全面开花.....	22
3.1 以港口主业为基础，适度多元化发展.....	23
3.2 战略入股银行，投资收益显著.....	25
3.3 地产推进，获利丰厚.....	26

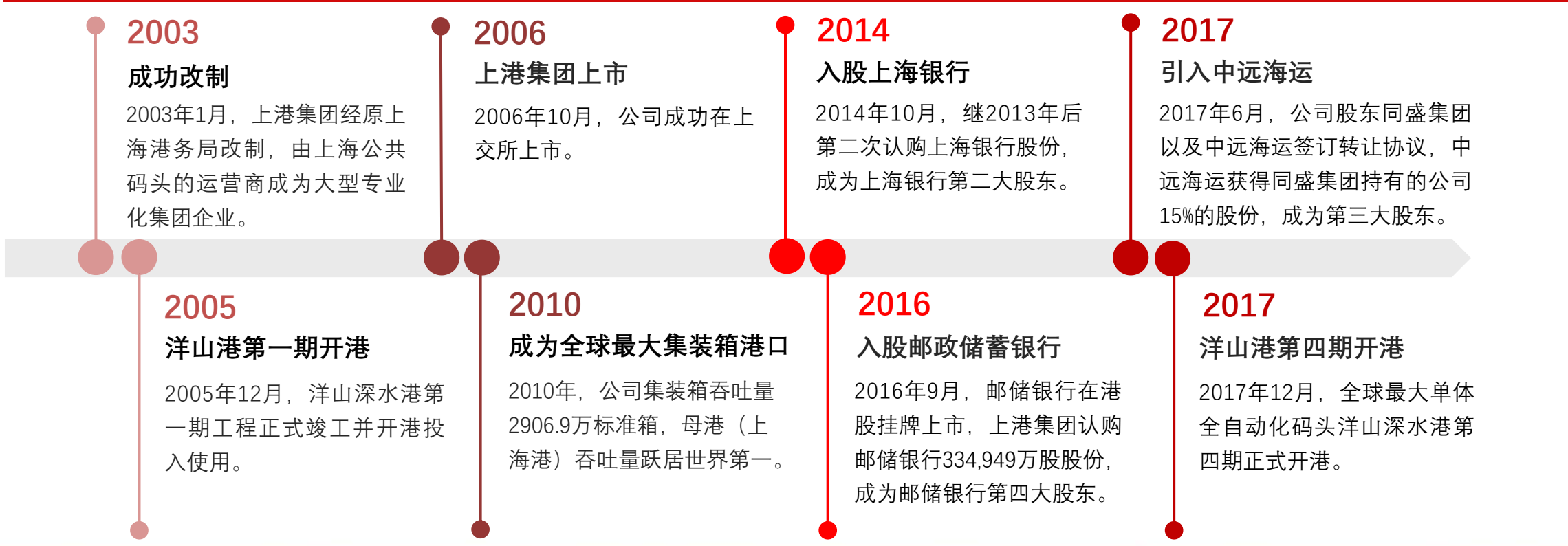
四、财务分析	29
五、投资建议	34
5.1 全国港口行业增长缓慢	35
5.2 疫情阴霾渐散，吞吐量回升迅速，单月数据屡创历史新高	36
5.3 上港集团：中国的港口核心资产	37
5.4 复盘	38
5.5 盈利预测	39
5.6 风险提示	44

一、公司简介：中国最大港口上市公司

1.1 发展历程：集团整体上市，打造中国最大港口公司

- 上海国际港务（集团）股份有限公司是上海港公共码头运营商，由原上海港务局于2003年改制成立。2006年10月26日，上港集团在上交所上市，成为中国首家整体上市的港口股份制企业。
- 公司在上海地区下辖分公司12家及内设机构3家，二级（全资及控股）子公司31家、参股企业13家。目前是我国最大港口类上市公司，是全球最大的港口公司之一。

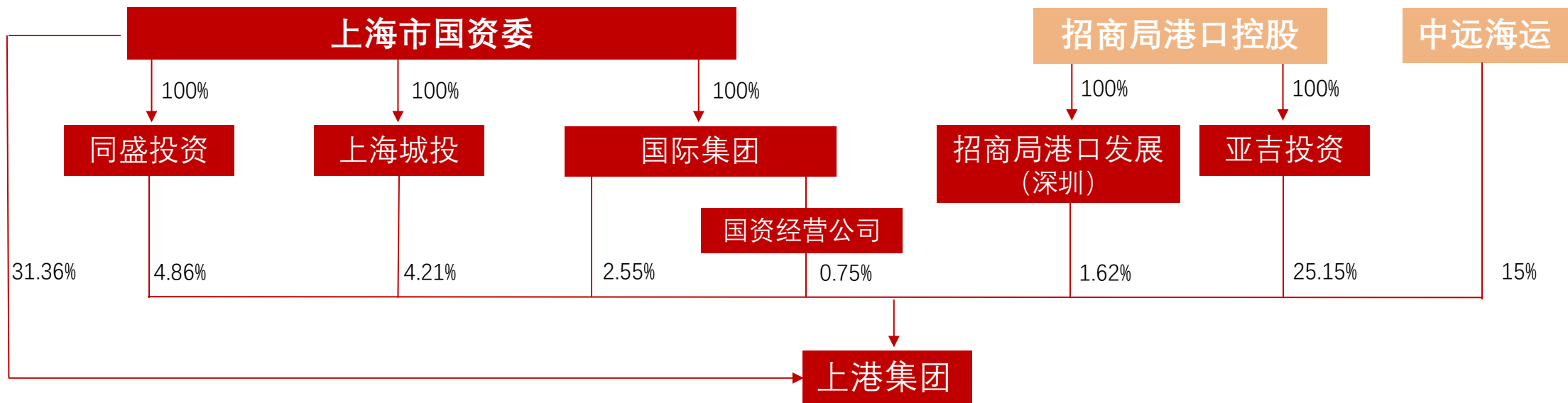
图表1：公司发展历程，从改制国企到全球最大集装箱港口



1.2 股权结构：上海国企控股，航运央企加持

- 截至2020年三季度，上港集团的控股股东和实际控制人是上海市国资委，其直接持有上港集团31.36%的股份。前十大股东中，同盛集团、上海城投、国际集团、国资经营公司的实际控制人均为上海市国资委，上海市国资委直接及间接持有上港集团43.73%的股权，是公司的第一大股东。
- 招商局港口控股有限公司通过其下属全资子公司亚吉投资有限公司、招商局港口发展（深圳）有限公司合计持有上港集团26.77%的股份。中国远洋海运集团有限公司持有上港集团15%的股份。
- 上港集团的股权结构，既体现国资背景股东的多样性，又凸显港口航运经营的专业性。

图表2：公司主要控股股东情况，上海市国资委持股43.73%，三大国资股东合计持股超过85%



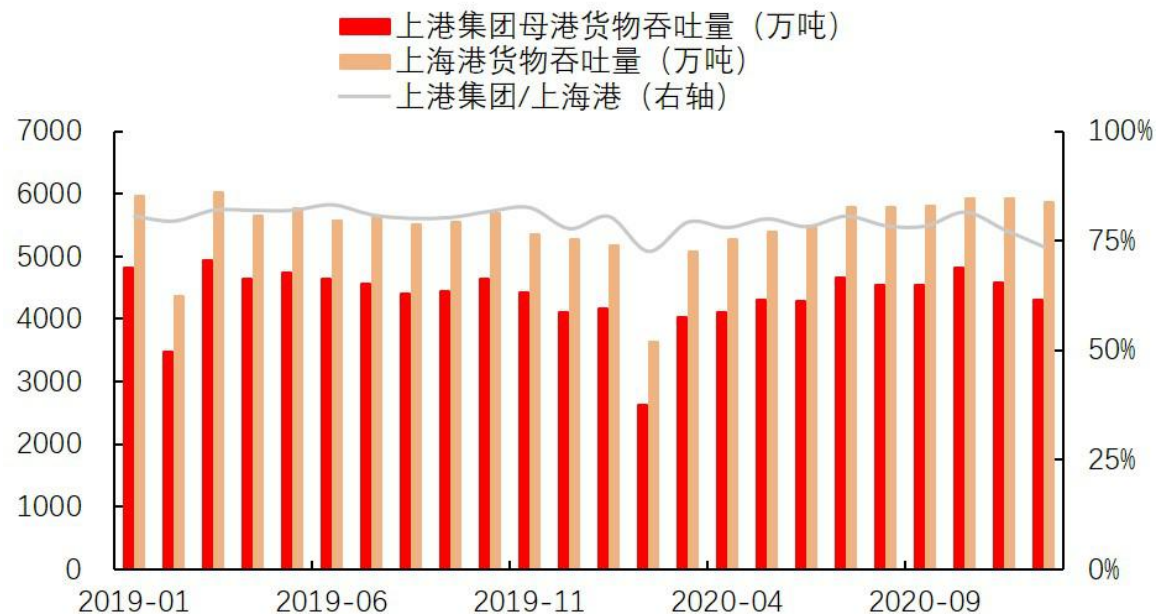
1.3 上海港公共码头运营商

- 上海港位于中国大陆东海岸中部、长江“黄金水道”入海口，内接长江流域及江、浙、皖内河、太湖流域，中承中国南、北沿海运输通道，外接世界各大洋。公路、铁路网络四通八达，集疏运渠道畅通。依托苏南、浙北，辐射影响长三角地区，腹地经济发达。
- 上港集团是上海港公共码头运营商，除少数专业码头（货主码头）由私人货主运营外，上海港的散杂货公共码头和全部集装箱码头都由上港集团运营。
- 近年来上港集团母港的货物吞吐量占上海港货物吞吐量的75%以上。

图表3：上港集团港区地理位置图



图表4：上港集团母港货物吞吐量占上海港货物吞吐量75%以上



二、港口主业：全球第一大集装箱港口

2.1 全球最大集装箱港口，连续十一年领跑全球

- 2020年，上港集团母港完成货物吞吐量5.1亿吨；集装箱吞吐量完成4350万标准箱，再创历史新高。
- 2006年至2020年，上海港集装箱吞吐量年复合增速达到5.09%。从2010年起，连续11年集装箱吞吐量位列世界第一，和第二名新加坡港拉开较大差距，全球第一大集装箱港口地位日趋稳固。

图表5：2020年全球十大集装箱港口吞吐上海港排名第一

图表6：2006-2020年上海港集装箱吞吐量年复合增速5.09%



注：釜山港、迪拜港集装箱吞吐量为2019年数据

2.2 四大业务板块：集装箱业务处于核心

- 上港集团的主营业务分为四大板块：集装箱（装卸）板块、散杂货（装卸）板块、港口物流板块和港口服务板块。
- 经营模式：为客户提供港口及相关服务，收取港口作业包干费、堆存保管费和港口其他收费。

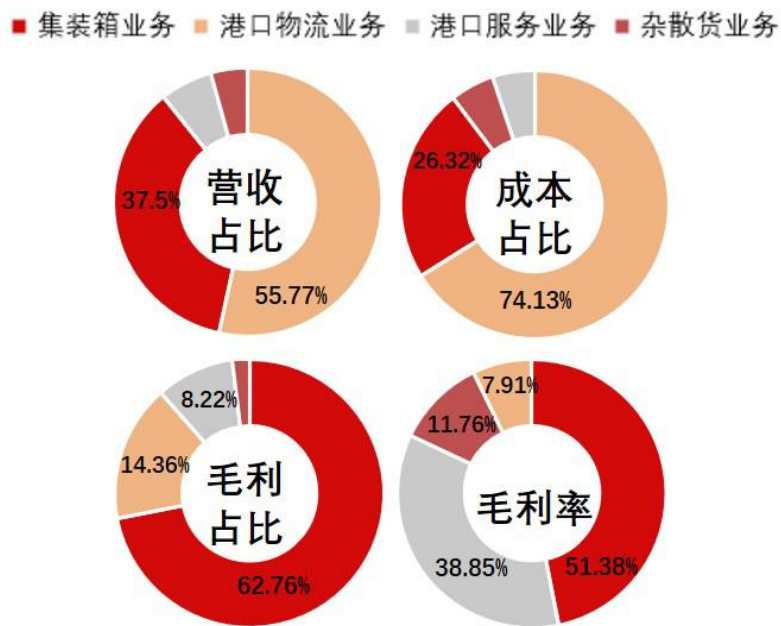
图表7：上港集团港口主营业务介绍

业务类型	业务介绍	分布地区	业务地位	发展方向
集装箱	在集装箱货运船和港口泊位之间进行集装箱装卸服务，提供仓储设施用于集装箱的存放和集装箱货物拆装等配套服务。	吴淞港区（内贸箱源） 外高桥港区（外贸腹地箱源） 洋山港区（外贸中转箱源）	核心业务	继续保持集装箱吞吐量全球第一，成为全球卓越的码头运营商。
港口物流	以上海港为枢纽形成物流服务网络，服务范围涵盖国际货运代理、船舶代理、仓储堆存、公路运输、国内多式联运、重大件货运接运、集装箱洗修、物流管理软件开发等全方位的物流业务。	长江经济带、长三角经济腹地和沿江沿海近洋运输航线等以上海港为枢纽节点的物流运输辐射区域。	核心辅助业务	联系江海，聚焦长江，发展港、航、货纵向一体的港口物流产业，形成全国布局、跨国经营的格局。
港口服务	包括引航服务、拖轮服务、修船服务、理货服务、港口物流信息化、港务工程建设等。	上港集团下辖港口	辅助业务	——
散杂货	散货和件杂货（如黄沙、化肥、粮食、重大件等）的装卸、储存、中转、配送业务。	罗泾、吴淞、龙吴、外高桥港区和北外滩地区。	辅助业务	逐渐收缩

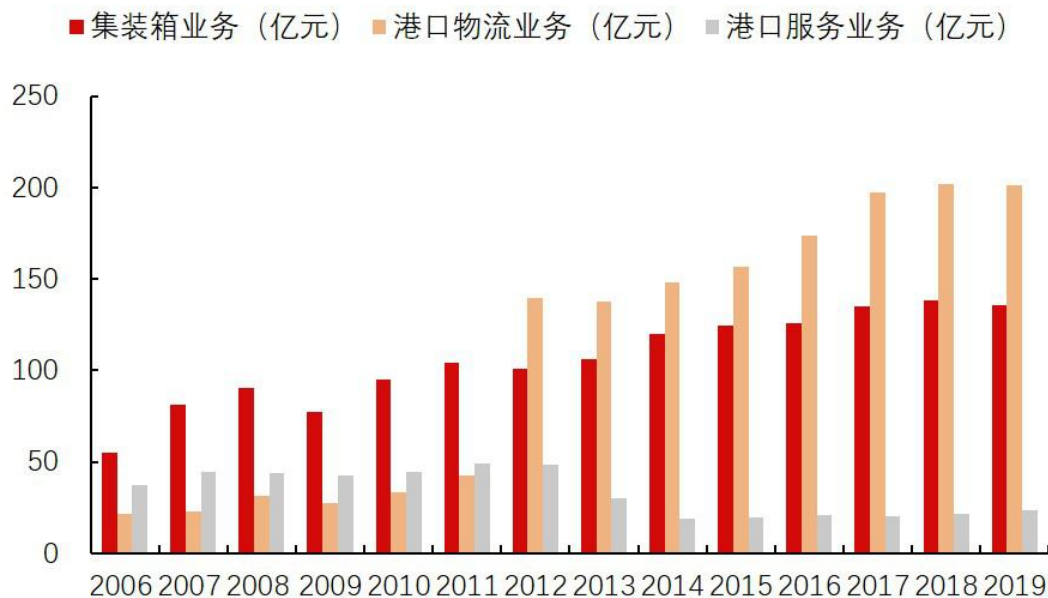
2.2 四大业务板块：集装箱业务处于核心

- 四大港口主营业务板块中，集装箱业务是当仁不让的核心业务。2006年至2019年，集装箱业务毛利率一直保持在50%以上；营业收入年复合增速达7.19%。2019年集装箱业务的毛利占比超过60%。
- 港口物流作为核心辅助业务，毛利率稳定在7%-8%，贡献了最大的营收占比。港口服务板块日趋稳定。
- 杂散货板块的毛利率及营收占比都处于较低位置，公司正根据整体规划和发展需要，逐步对散杂货货源结构进行调整。

图表8：2019年四大业务中集装箱业务毛利占比62.76%



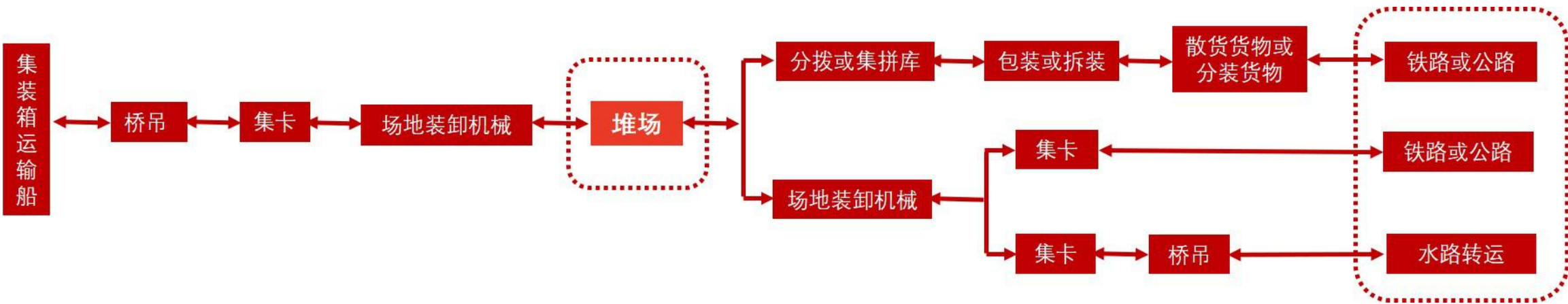
图表9：2006-2019年集装箱业务营业收入年复合增速7.19%



2.3 集装箱业务流程

- 集装箱装卸业务主要流程如下：集装箱货船到港后，地面人员通过桥吊将集装箱从货船上吊至集卡（或临时堆放在码头前沿）；货物卸载完毕后通过集卡运至后方堆场，再由场地装卸机械进行堆存。在堆场发货时，根据不同货主的需要，可以拆箱将货物分装，由铁路或公路运输到货主手中；也可以用场地装卸机械将集装箱整箱通过铁路公路送至货主仓库；针对需要水路转运的集装箱，在装卸机械完成堆场出堆作业之后，再由集卡送至桥吊，由桥吊把集装箱吊至货船。

图表10：集装箱业务流程图



- 部分名词术语解释：
 - 集卡：集装箱运输卡车
 - 堆场：堆放集装箱的专用场地
 - 桥吊：岸壁集装箱装卸桥（有些集运码头用门座起重机即“门机”承担部分岸桥的功能）
 - 场地装卸机械：正面吊运机、叉车、龙门吊（主要有轮胎龙门起重机和轨道龙门重机两种类型）

2.4 三大港区集运码头分工明确

- 上港集团的集装箱码头分工明确，主要分布在吴淞、外高桥和洋山港三大港区，由8个分公司负责运营。
- 吴淞港区主要经营内贸集装箱业务。外高桥港区以外贸腹地箱源为主，日韩、澳洲等近中洋航线以及极少数内贸航线被安排在外高桥港区作业。洋山港区为深水港，以外贸中转业务为主，船型较大、吃水较深的欧美远洋航线被集中安排在洋山港区停泊作业。

图表11：上港集团集装箱码头港区情况介绍

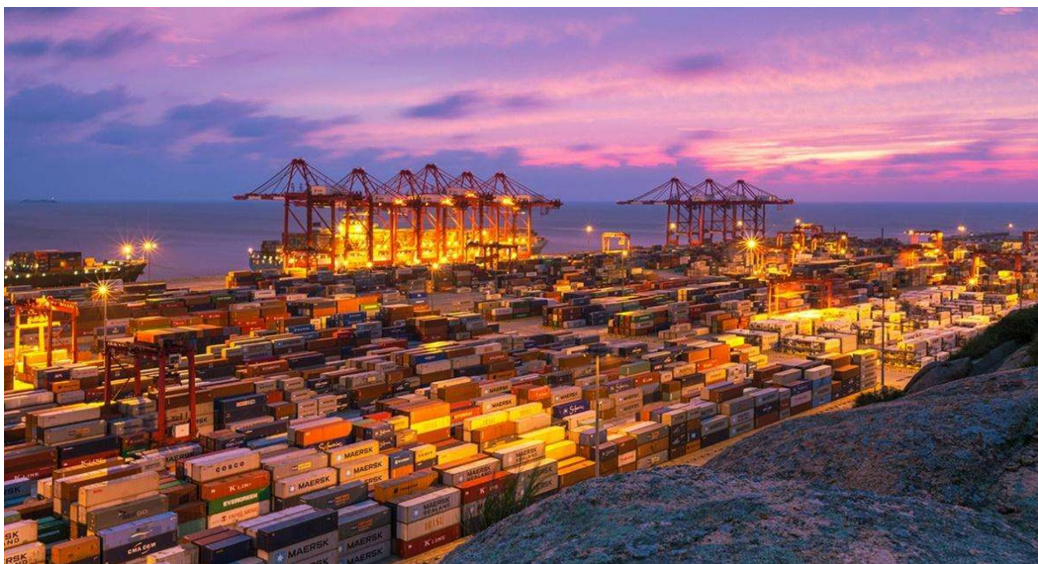
运营分公司	浦东	振东	沪东	明东	盛东	冠东	尚东	宜东
港区	外高桥1期	外高桥2期3期	外高桥4期	外高桥5期	洋山1期2期	洋山3期	洋山4期 (全自动)	张华浜、军工路
码头长度 (米)	900	1566	1250	2068	3000	2600	2350	1641
泊位数量 (个)	3	5	4	7	9	7	7	7
前沿水深 (米)	-11	-13.2	-14.2	-12.8	-16	-17.5	-17.5	-10.5
桥吊 (台)	11	27	17	28	35	32	16	14
龙门吊 (台)	42	69	48	87	89	76	4	49

注：表中数据截至2019年年末

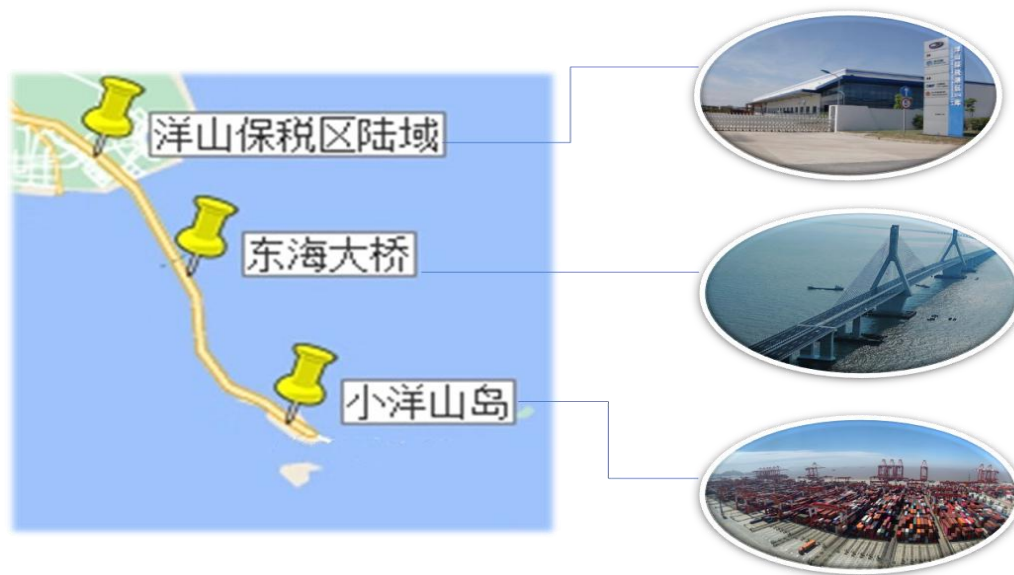
2.5 洋山深水港，中国最大集装箱深水港

- 洋山深水港位于杭州湾口外的崎岖列岛，由小洋山岛域、东海大桥、洋山保税港区组成，业务划归上海港港区，行政区划属浙江省舟山市嵊泗县。洋山港规划总面积超过25万平方公里，于2005年12月10日开港，包括东西南北四个港区，自2002至2020年分四期建设（第四期工程实际于2017年底完成并试运行）。
- 2019年8月6日，国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》，小洋山岛被划入了临港新片区范围。

图表12：洋山港码头图



图表13：洋山深水港地理区位图



2.5 洋山深水港，中国最大集装箱深水港

- 洋山深水港区是上海国际航运中心的核心工程，其投入使用和产能释放，直接推动上海港成为世界第一大集装箱港口。2020年洋山港区全年集装箱吞吐量突破2000万标准箱，约为2010年的两倍。

图表14：洋山港区基础设施情况

	东海大桥	一期港区	二期港区	三期港区	四期港区
投资规模 (亿元)	71.1	72	57	170	139.67
竣工/开港时间	2005年5月	2005年12月	2006年12月	2008年12月	2017年12月
年设计吞吐量 (万标准箱)	-	220	210	500	630 (远期)

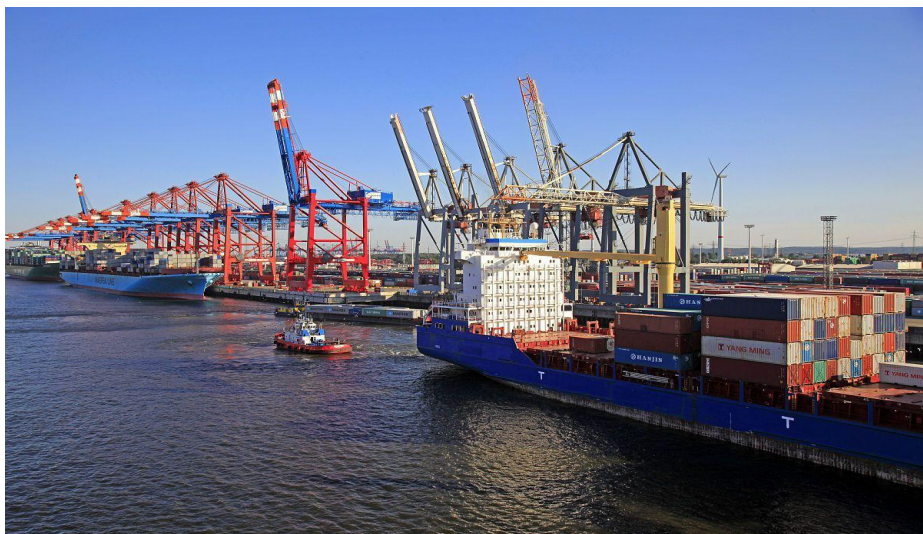
图表15：2010-2020年洋山港区集装箱吞吐量年复合增速7.18%



2.5 洋山深水港，中国最大集装箱深水港

- 2017年12月10日，洋山四期自动化码头顺利开港运营，成为全球单体规模最大、自动化程度最高的智能码头，实现码头集装箱装卸、水平运输、堆场装卸环节全过程的智能化操作，运行效率极高。
- 岸桥及岸桥中转平台可实现对集装箱锁钮的全自动拆装。130台自动导引运输车（AGV车）在计算机的监控下，24小时按程序设定的导引路径自动行驶，完成集装箱的水平运输。轨道吊在与AGV小车、集卡的交互中完成堆场作业。以海运集装箱为例，从船舶到堆场指定地点，全自动化流程耗时约5到10分钟。
- 2020年，洋山四期自动化码头全年集装箱吞吐量达420万标准箱，产能同比增加90万标准箱。

图表16：洋山深水港岸桥图



图表17：正在作业的AGV小车



2.6 远期目标：打造国际枢纽港，中转业务潜力巨大

- 上海港2010年就已成为全球第一大集装箱港口，但是箱源结构主要以腹地出口箱为主，中转箱尤其是国际中转箱占比较少，缺乏与其地位相匹配的国际影响力，存在巨大提升空间。2019年，洋山港区的水水中转箱占比为51.43%，国际中转箱占比为14.83%，整个上海港的国际中转箱占比在6%-8%之间。
- 几大国际港口新加坡、迪拜、香港，其国际中转箱占比都在70%以上。其中新加坡港坐拥马六甲海峡，处在亚欧航线的重要节点，地理位置优越，加之新加坡贸易立国的国策，国际中转箱占比最高，达到85%。迪拜港地处亚欧非三大洲的交汇点，是中东地区最大的自由贸易港。香港长期以来是全球公认开放程度最高的自由港，进出口贸易几乎不受管制，打通金融和贸易，资本进出自由。虽然这些国际港口的集装箱吞吐量先后被上海港超过，但对于地区乃至全球经济辐射的影响力，上海港暂时还不能相媲美。

图表18：洋山深水港国际中转箱量占比大幅上升



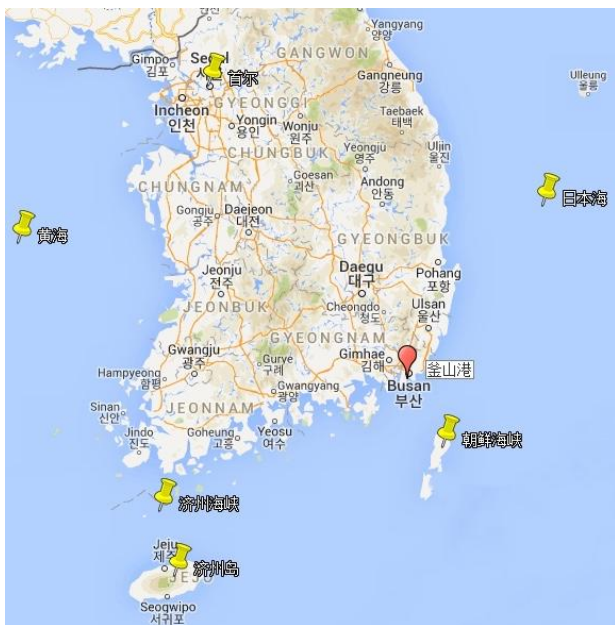
图表19：香港港集装箱码头图



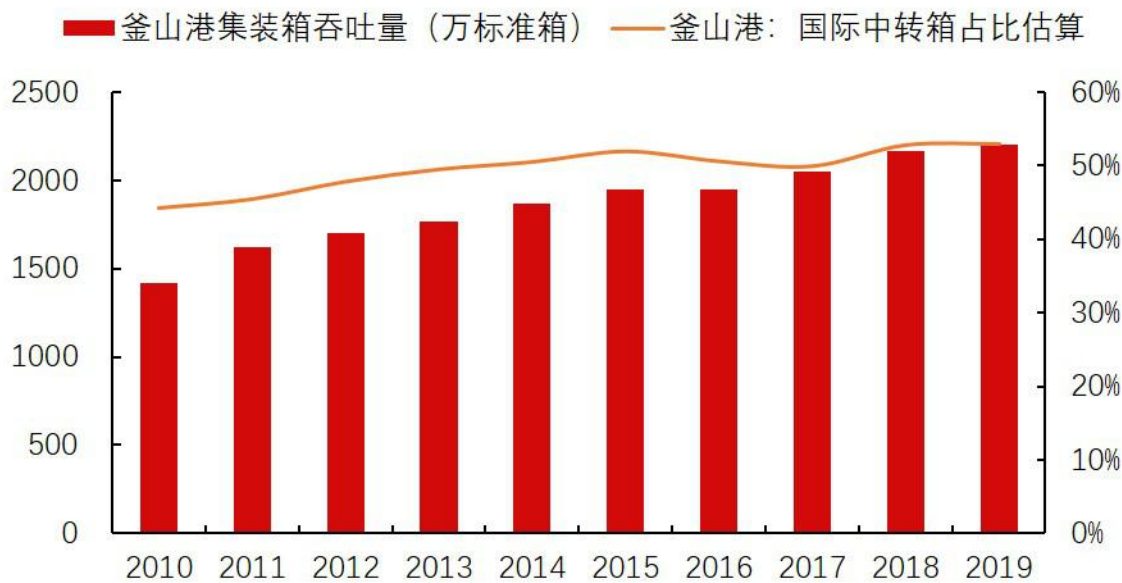
2.6 远期目标：打造国际枢纽港，中转业务潜力巨大

- 在东北亚地区，上海港最大的竞争对手是韩国釜山港。釜山是韩国仅次于首尔的第二工业城市，南部最重要的金融和商业中心。釜山港是韩国最大港口，也是世界第六大集装箱港口。釜山出口加工工业非常发达，是东北亚重要的转口贸易和国际贸易枢纽中心。
- 近年来釜山港全港国际中转箱占比一直保持在50%左右，对我国环渤海地区、长三角地区和日本地区海运集装箱源有极大的吸附力。

图表20：釜山港地理区位图



图表21：近几年釜山港全港国际中转箱占比约50%



2.6 远期目标：打造国际枢纽港，中转业务潜力巨大

- 中转业务的意义：①中转箱是集装箱港口吞吐量的重要来源。②在本地经济腹地出口增长趋于稳定的情况下，区域外中转箱源的开拓将成为上港集团重要的边际增量。③随着船舶大型化趋势的推进，大型中心港口（母港）在水文条件、作业效率、基础设施、航线辐射等方面的优势将会进一步凸显，周边小港口则成为喂给港，使母港中转箱量增加。
- 国际中转业务的提升，将提高上海港对亚太乃至全球经济的辐射能力和影响力，吸引更多的船舶和货源在此中转，以贸易流量为入口，带来相关的金融服务需求和航运服务需求，打通贸易和金融。推动上海国际金融中心和上海国际航运中心的建设，从远期来看，将促进上海成为伦敦一样的国际航运和港口标准的制定者，带来巨大的正外部性，增厚上港集团的财务业绩。

图表22：总部设在伦敦的航运业务相关机构

行业分类	公司名称	总部所在地	航运相关业务
交易所	波罗的海航交所	伦敦	世界性的航运交易所、提供航运交易
法律	国际海事组织(IMO)	伦敦	提高船舶航行效率、防止和控制船舶对海洋的污染和处理有关的法律问题
咨询	德鲁里(Drewry) 克拉克森研究公司(Clarksons Research Services Limited)	伦敦 伦敦	提供航运研究报告、航运信息咨询服务
保险	国际船东保赔协会集团(International Group of P&I Clubs) 劳埃德保险集团(Lloyd's)	伦敦 伦敦	提供航运货物保险、船舶保险和保赔保险等
船级社	英国劳氏船级社	伦敦	船舶技术检验、制定相应技术规范 and 标准、接受国家委托参与海事活动

2.7 洋山特殊综合保税区

- 洋山特殊综合保税区于2020年5月16日正式揭牌，是我国唯一的特殊综合保税区。由芦潮港区域、小洋山岛区域（洋山深水港区）、浦东机场南部区域等3个区域、5个区块组成，规划面积25.31平方千米。
- 2021年1月20日实现全域封关验收。在全国率先实施了一线径予放行，对于不涉证不涉检的货物，企业可直接提货发货、二线由区内外企业双侧申报改为区外企业单侧申报的申报模式；同时区内管理高度自由化，实施区内企业不设海关账册、货物在区内不设存储期限等举措。监管模式的创新，提高了货物流转的自由度，可吸引更多中转货物在此靠泊。
- 2035年，洋山特殊综合保税区将打造成国际中转集拼中心等十大中心。

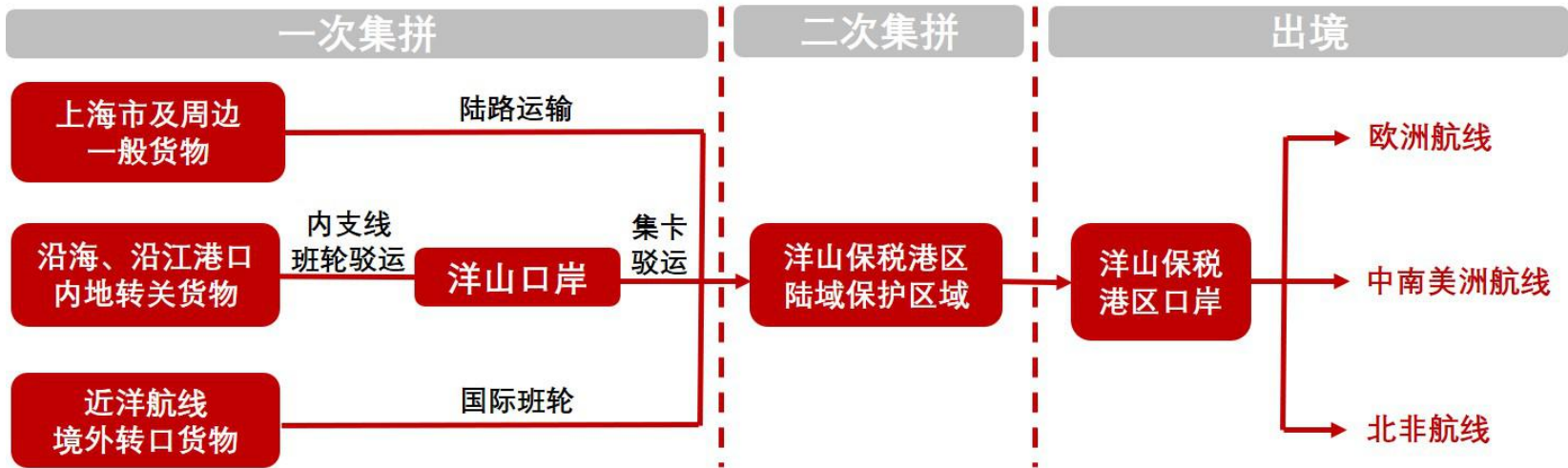
图表23：洋山特殊综合保税区“一线放开，二线管住，区内自由”



2.7 洋山特殊综合保税区

- 2012年洋山保税港区启动国际中转集拼业务试点，上海港首次实现对国际集装箱货物的二次集拼和中转运输。来自境外不同国家的转口货物运至洋山保税港区后，与国内水水中转货物、上海本地及周边地区的货物进行第二次集拼，再根据不同目的港、不同客户或不同船期运送出境，这可以降低航线重复率和运输成本，增加港口吞吐箱量。
- 洋山特殊综合保税区，已经实现洋山岛域和陆域区港一体化运作管理，随着洋山深水港与外高桥港、上海南港的“水水中转”集疏运体系完善，集装箱拼箱服务中心和空箱交换中心的建设，可实现出口拼箱、国际中转拆拼箱等多业态同场作业，进一步增加国际中转集拼业务量及其功能效应。
- 2020年洋山港区集装箱吞吐量2022.2万标准箱，2025年洋山港区集装箱吞吐量目标为2400万标准箱。

图表24：国际集拼业务运作流程图

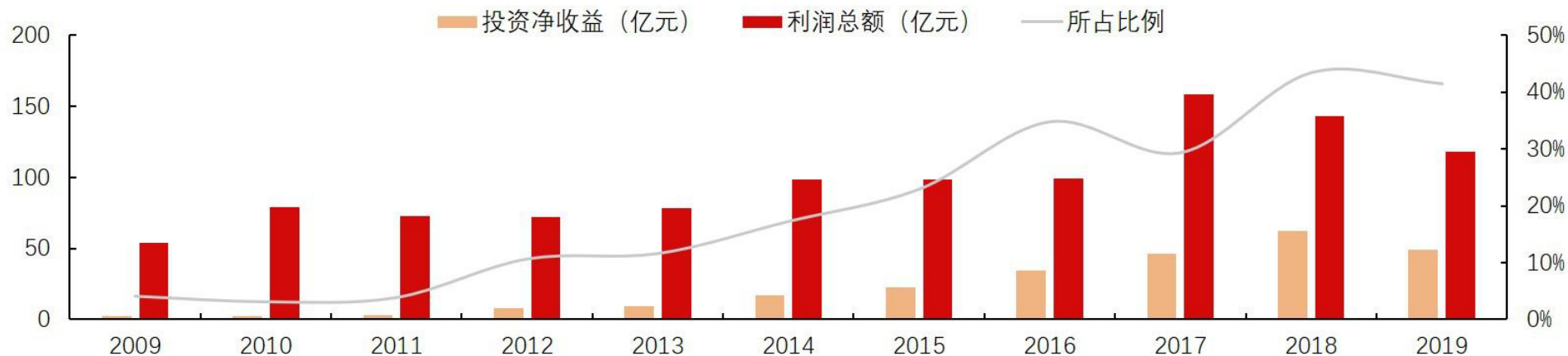


三、多元发展：金融投资、商业地产全面开花

3.1 以港口主业为基础，适度多元化发展

- 一主多元战略：立足母港，稳健发展港口核心主业和适度多元化并举，是上港集团的聚焦方向。在港口业务发展趋稳背景下，以集团资源为基础依托，上港集团在银行、地产、航运保险、能源、股权投资等领域积极布局落子，2019年公司投资净收益占利润总额40%以上，对外投资成为重要的利润增长来源。
- 股东背景加持：前十大股东中，上海国资委为公司控股股东和实控人直接和间接持有公司43.73%的股权，第二大股东和第三大股东分别是招商系和中远海，均为国务院国资委旗下央企。强大股东背景为上港集团提供担保背书（例如公司投资邮储银行的过桥资金成本不到2%）。招商局和中远海在港口航运行业深耕多年实力雄厚，为上港集团在主业领域外延扩张提供动能。2017年中远海运控股股份有限公司联合上港集团对东方海外（国际）进行收购，上港集团持股9.9%，成为东方海外（国际）第二大股东。

图表25：近几年上港集团投资净收益占利润总额比例大幅度提升



3.1 以港口主业为基础，适度多元化发展

- 从国家对上海国际金融中心和自由贸易区的长期规划来看，贸易金融、航运金融、外汇管理、支付结算、装备制造等功能都将得到长足的发展。上港集团将从单一的城市公共码头运营商，转变成为以港口为基础，涉足贸易、航运、金融、能源、商业地产、体育文化等领域大型复合企业集团。

图表26：上港集团对外投资版图不完全统计

行业	关联企业	主要经营活动	持股比例
银行	上海银行	吸收公众存款；发放短期、中期、长期贷款；办理结算等。	8.32%
	邮储银行		4.13%
保险	东海航运保险股份有限公司	船舶保险、船舶建造保险、航运货物保险、航运责任保险等。	20%
股权投资	上海港航股权投资有限公司	股权投资，股权投资管理，投资管理，资产管理，创业投资。	50%
	上海科创中心一期股权投资基金合伙企业（有限合伙） 中金共赢启江（上海）科创股权投资基金合伙企业（有限合伙）		15.34% 3.64%
能源投资	上海盛港能源投资有限公司	能源码头投资与管理，仓储，能源设备的销售，能源咨询服务。	80%
体育产业	上海海港足球俱乐部有限公司	足球竞赛及训练活动，广告业务，商务咨询，体育用品销售。	100%
消费零售	上海港中免免税品有限公司	销售化妆品、首饰、皮具、表类、丝织品、工艺礼品等产品及海关允许的免税商品。	49%
旅游	上海港国际邮轮旅行社有限公司	旅行社业务（入境旅游、境内旅游、出境旅游）	100%
餐饮	上海新海龙餐饮管理有限公司	餐饮服务，食品销售，娱乐场所（歌舞娱乐场所），烟草专卖零售，会议服务等。	100%

3.2 战略入股银行，投资收益显著

- 上港集团在金融产业布局非常早，目前公司战略入股主要有上海银行和邮储银行，投资收益均按权益法计算，2019年上海银行和邮储银行分别贡献14.6亿元和23.9亿元人民币的投资收益。
- 2013年和2014年，上港集团先后两次参与上海银行定增，并在二级市场不断增持，目前公司持股比例达到8.32%，位列第二大股东。
- 2016年，上港集团下属子公司上港集团（香港）有限公司作为基石投资者参与中国邮储银行H股的IPO。2019年上港在二级市场增持1.13亿股邮储银行A股股份，通过境外子公司间接持有邮储银行33.49亿股H股份，目前合计持股比例为4.13%。2017年10月起，上港集团董事会秘书、副总裁丁向明先生出任邮储银行非执行董事，公司对邮储银行具备重大影响。

图表27：邮储银行净利润稳定在高位



图表28：上海银行净利润逐年增长



3.3 地产推进，获利丰厚

- 上港的上海市内码头自然地理环境、水文条件远不如外高桥和洋山港，随着船舶大型化和码头业务量扩张，这些老旧码头的功能逐步由外高桥港区承接，大型远洋船舶集中在洋山港停靠。市内港区土地逐步从工业用地转向生活和商业开发，上港集团承担开发商和市政建设参与者的角色。

图表29：上港集团旗下全资房地产业务公司

公司	主要经营地	持股比例
上海东点企业发展有限公司	上海	100%
上海港国际客运中心开发有限公司	上海	100%
上海港房地产经营开发公司	上海	100%
上港集团瑞泰发展有限责任公司	上海	100%
上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司	上海	100%
上海港政置业有限公司	上海	100%

- 上港现有的两个地产项目是长滩项目（又名“上港滨江城”）和军工路项目，均属于港口地产转型，2019年报告期内长滩项目贡献收益5.18亿元，军工路项目正展开销售，未来将逐步释放业绩。

图表30：上港集团旗下房地产项目

地产项目名称	计划出资（亿元）	累计投入（亿元）	项目进度	总建筑面积（万平方米）	开发主体
上海长滩（上港滨江城）	185.41	159	85.8%	147.16	上港瑞泰公司
军工路项目	97.34	76.28	78.4%	40.95	上港瑞祥公司

3.3 地产推进，获利丰厚

- 上港集团瑞泰发展有限责任公司为上港集团全资子公司，成立于2012年6月19日，目前主要负责开发建设“宝山新城SB-A-4上港十四区（上港集团宝山码头）产业转型项目暨上港滨江城总体开发建设项目”。
- 长滩项目所在地块原为上港十四区（上港集团宝山码头），在上海市政府规划之下，启动了该区域的整体转型、产业升级。2015年项目正式开工建设，规划总建筑面积约147万平方米。长滩项目房源平均售价约在每平米5.5万元人民币。

图表31：长滩项目地理区位图



图表32：长滩项目楼盘效果图



3.3 地产推进，获利丰厚

- 上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司为上港集团全资子公司，成立于2016年6月，主要负责军工路“上港星江湾”项目。“上港星江湾”项目总建筑面积41万平方米，其中住宅16.4万平方米，分三期开发建设。
- 2020年6月23日，一期商品房以均价约每平米7.2万元开盘，可售住宅255套，当日销售住宅228套，销售率近90%，销售总额突破16亿元，取得超预期的销售业绩。二期于2020年12月17日开盘，均价约每平米7.3万元，共推出406套，实际认筹约610组，认筹率高达150%。
- 未来随着两大地产项目的竣工及房地产的销售，将会带来丰厚的收益，推动上港集团的业绩增长。

图表33：军工路项目地理区位图



图表34：军工路项目楼盘效果图



四、财务分析

4.1 营业收入、归母净利润处于较高水平

- 公司自上市以来，凭借得天独厚的地理水文环境、最具活力的经济腹地以及中央大力支持的政策红利，一直保持稳步发展的态势。
- 2019年公司营业总收入达到361亿元，归母净利润达到90.62亿元。2009年至2019年，公司总营收和归母净利润的年复合增速分别达到8.12%和9.2%。

图表35：2009-2019年上港集团营业收入年复合增速8.12%



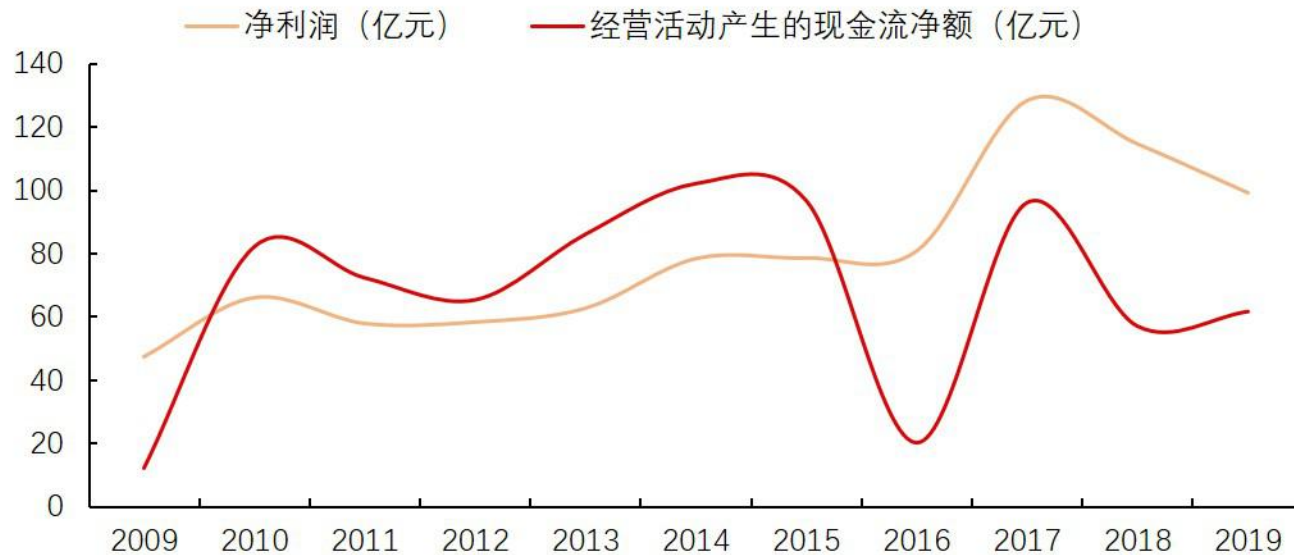
图表36：2009-2019年上港集团归母净利润年复合增速9.2%



4.2 净利润和经营现金流净额呈现轻微背离态势

- 2010-2015年是典型的港口产能释放期和经营增长期，经营活动产生的现金流净额大于同期净利润，这是因为港口行业属于重资产行业，固定资产折旧比较大，体现在净利润中，但对现金流没有太多影响。
- 2016年公司经营活动现金流净额降低，是因为：第一，房地产子公司投入支出较大。第二，2016年国家修改港口建设费征收政策，公司将历年港口建设费结余19.2亿元一次性上缴。
- 2017-2019年，净利润持续3年超过经营活动现金流净额，是因为公司参股上海银行和邮储银行等金融机构，并参股了上海市科创母基金，长期股权投资取得了较大收益。

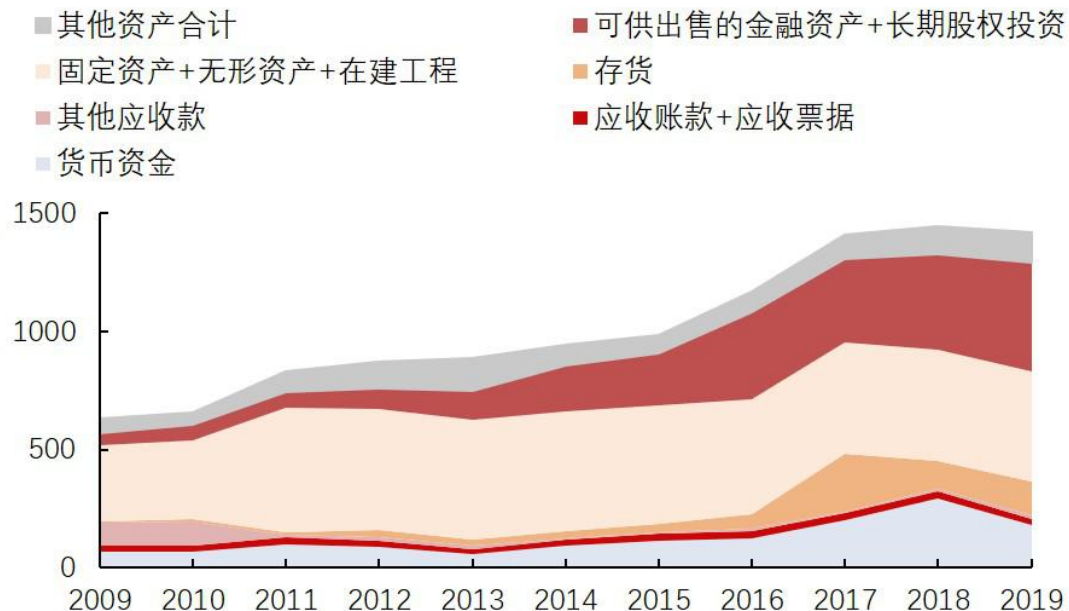
图表37：近几年上港集团净利润超过经营性现金流净额



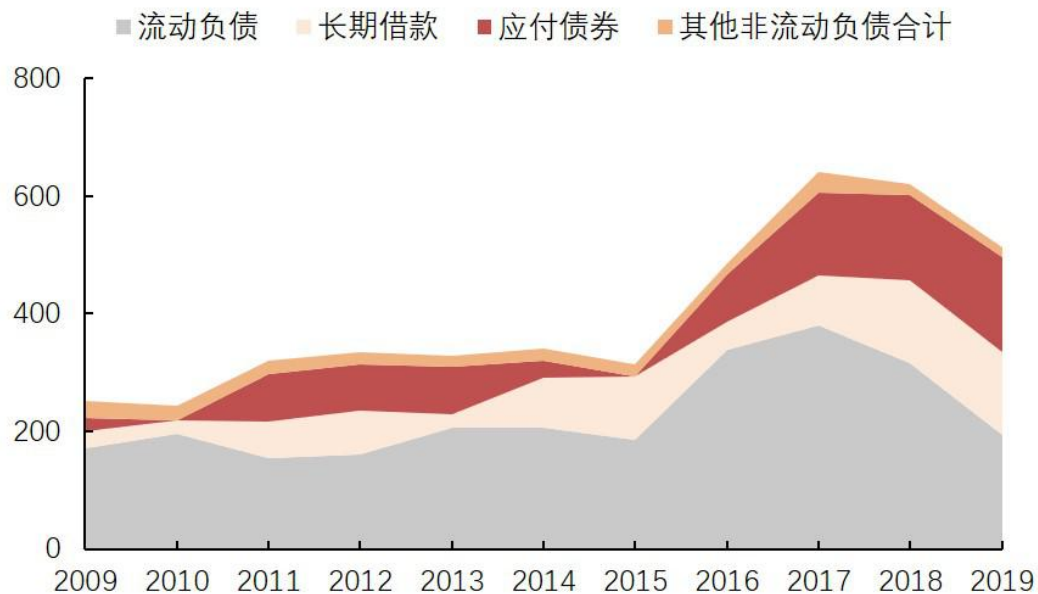
4.3 长期股权投资和存货占比大

- 资产端，2019年公司固定资产、在建工程和无形资产的比重较大，三者合计467亿元，约占总资产的33%，这部分直接和主营业务经营相关。长期股权投资和可供出售金融资产共计约461亿元，带来可观的投资收益。存货约为141亿元，其中房地产开发成本和产品比重合计超过98%。
- 负债端，2016年、2017年公司流动负债达到相对高峰水平，主要因为2016年9月公司融资140亿元人民币参与邮储银行IPO以及带来的后续影响，后逐步用自有资金偿还负债，2019年公司资产负债率降低至36%。此外，2016年以来公司发行债券的利率在2.5%-3.2%之间，融资成本较低，且不需要任何增信措施。

图表38：资产占比情况（单位：亿元）



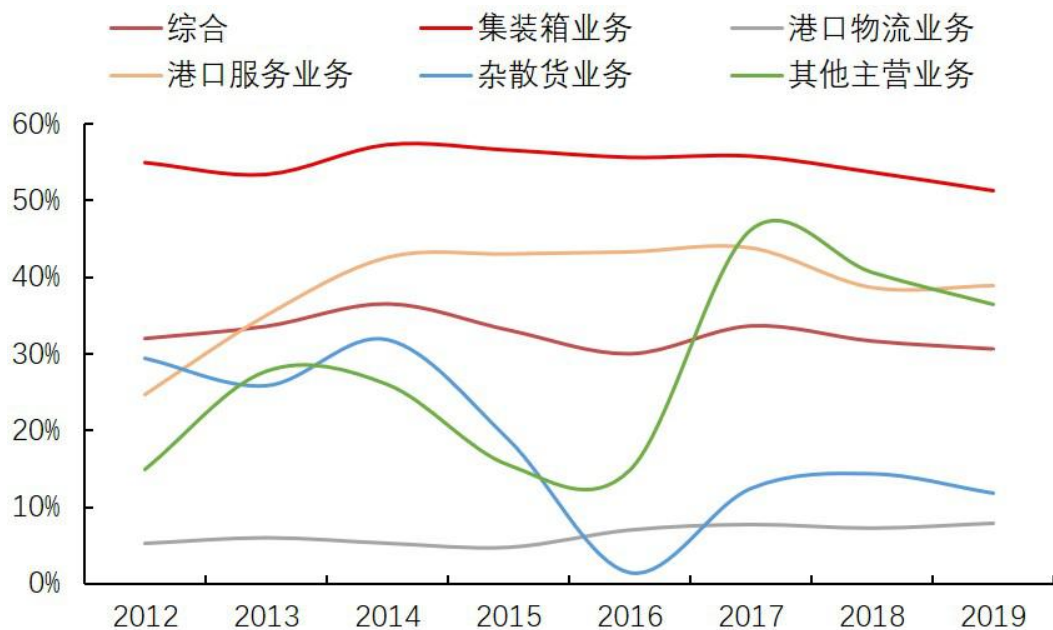
图表39：负债占比情况（单位：亿元）



4.4 综合毛利率维持稳定、固定资产周转率逐年提升

- 2012-2019年，公司总体综合毛利率维持在30%-35%的稳定区间。其中集装箱业务和港口服务业务毛利率呈现轻微下滑趋势。杂散货业务毛利率下滑比较明显，港口物流业务毛利率保持低位稳定。其他主营业务毛利率上升较大，但呈现一定波动，主要是因为房地产业务加入之后呈现一定波动性。
- 公司总资产周转率出现下滑趋势，主要是因为长期股权投资比重过大，这部分资产周转率较低，拉低总资产周转率。而公司固定资产周转率是逐步提升的。

图表40：总体综合毛利率稳定维持在30%-35%



图表41：固定资产周转率逐年提升



五、投资建议

5.1 全国港口行业增长缓慢

- 从全国来看，港口资源整体处在产能过剩，供给略微超过需求的阶段。受中国经济从高速增长向中高速增长转型，以及国际贸易复苏缓慢的影响，近年来全国沿海港口货物总吞吐量增速持续处在低位，2015年到2020年复合增速仅为3.08%。

图表42：2015-2020年沿海港口货物总吞吐量年复合增速3.08%

图表43：2015-2020年沿海港口集装箱吞吐年复合增速4.38%



注：2019年交通运输部统计口径由规模以上港口调整为全国所有港口

注：2019年交通运输部统计口径由规模以上港口调整为全国所有港口

5.2 疫情阴霾渐散，吞吐量回升迅速

- 2020年年初受新冠疫情冲击，全国沿海港口集装箱吞吐量出现短暂下跌。随着疫情逐步控制和全球复工复产推进，二季度集装箱吞吐量开始回升，三季度全球沿海港口集装箱吞吐量达到峰值。
- 上港集团母港集装箱吞吐量，在2020年7月达到单月390.3万标准箱创历史新高之后，10月吞吐量突破420万标准箱再创历史新高。2021年1月集装箱吞吐量403.5万标准箱，为历史第二高，月度同比增长11.90%，月度环比增长10.97%。

图表44：2020年二季度全国沿海港口集装箱当月吞吐量开始回升



图表45：2020年7月、10月上港集团母港集装箱当月吞吐量创新高



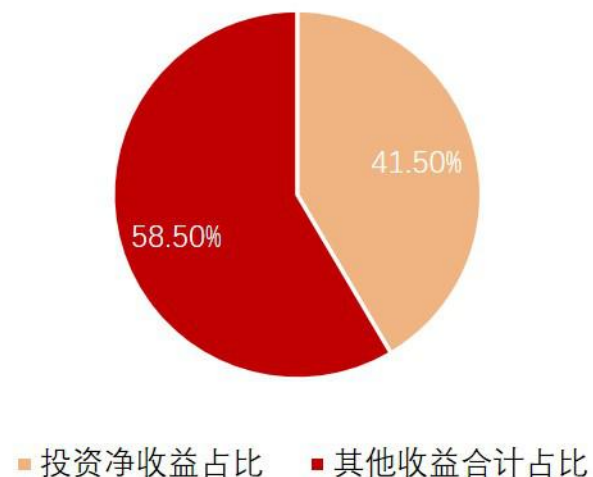
5.3 上港集团：中国的港口核心资产

- 上海港位于长江出海口，连接长江和中国南、北沿海，外通全球各大洋，地理区位优势显著。其直接经济腹地为苏南、浙北等中国经济最发达的区域。作为中国最重要的港口之一，上海港也受到强大政策红利的支持。从运输枢纽中心、装卸服务中心升级为国际贸易物流中心、区域经济中心。从单一的港口码头进化为港口、临港工业和港口城市的综合体。
- 上港集团雄踞世界第一大集装箱港口达11年之久，港口主业已进入成熟期。在经营层面，坚持“一主多元”的发展战略，房地产业务和对外投资取得丰厚收益，2019年上港集团投资净收益占利润总额41.5%。
- 预计未来对外投资仍将是公司扩张的重要途径，以港口主业为基础，成为涉足贸易、航运、金融、能源、商业地产、体育文化等领域大型复合企业集团。

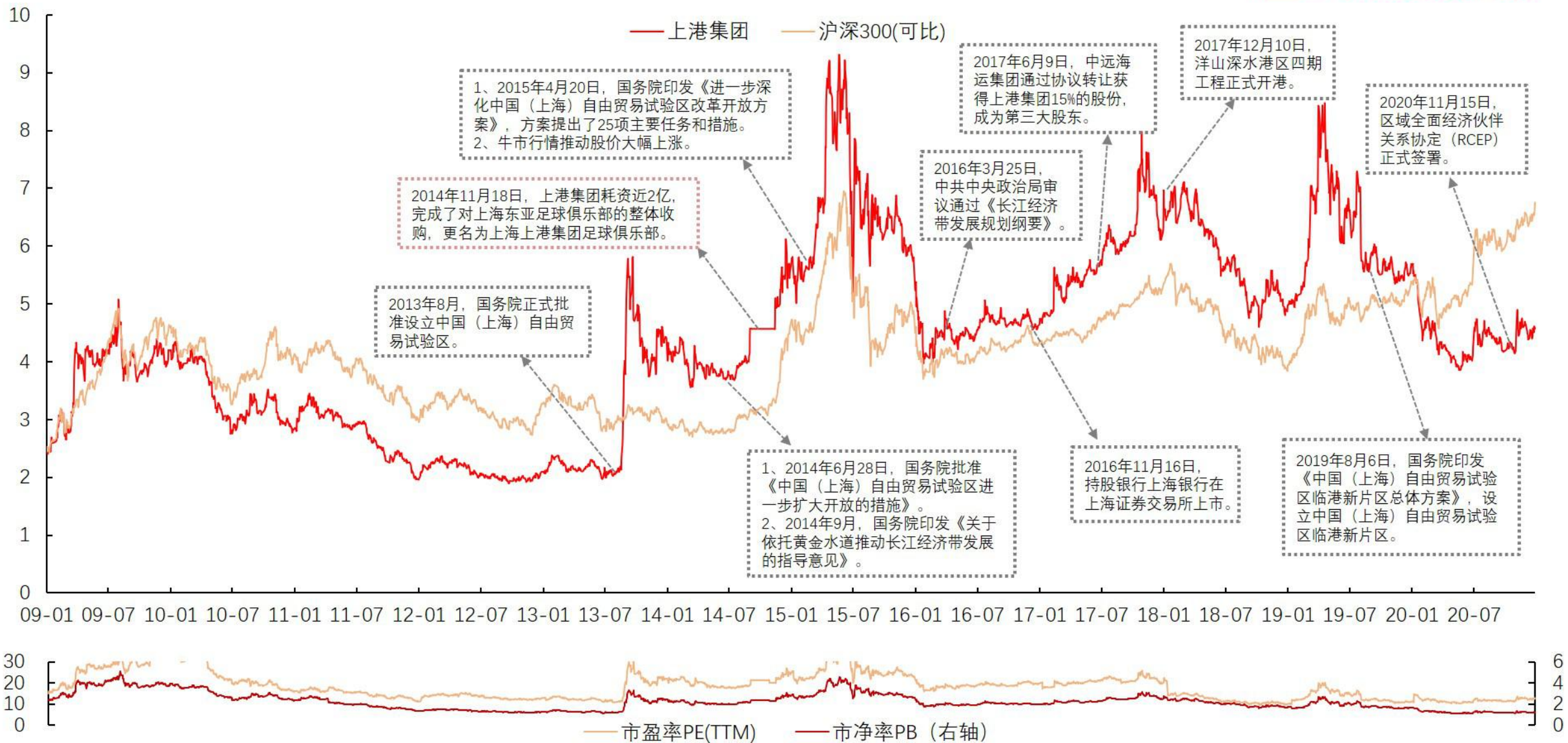
图表46：2017-2020年上港集团集装箱吞吐稳定4000万标准箱以上



图表47：2019年上港集团投资净收益占利润总额41.5%



5.4 复盘



- 2019年上港集团集装箱吞吐量为4330.3万标准箱，实现集装箱业务收入135.40亿元，单箱平均营业收入为312.68元/标准箱。2020年受疫情影响，为促进经济恢复，交通运输部、国家发改委出台文件降低港口收费，但目前政策没有延续的预期。我们预计2020-2022年单箱平均营业收入分别为每标准箱297元、300元、305元。
- 2020年集装箱吞吐量为4350万标准箱，我们预计2021-2022年集装箱吞吐量分别为4400万标准箱、4500万标准箱。
- 随着疫情控制之后经济恢复，港口公司结束对下游企业的阶段性让利，毛利率有望恢复到之前水平。我们预计2020-2022年集装箱业务毛利率分别为49%、51%、50.5%。

图表48：集装箱业务营业收入预测表(单位：百万元)

集装箱业务	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13539.88	12919.50	13200.00	13725.00
YoY(%)	-2.16%	-4.58%	2.17%	3.98%
营业成本	6583.37	6588.95	6468.00	6793.88
YoY(%)	2.82%	0.08%	-1.84%	5.04%
毛利	6956.51	6330.56	6732.00	6931.13
YoY(%)	-6.45%	-9.00%	6.34%	2.96%
毛利率	51.38%	49.00%	51.00%	50.50%

- 2020年因为疫情影响，港口物流业务受到强烈冲击，加之该领域竞争比较激烈，疫情过后恢复增长相对缓慢，我们预计2020-2022年港口物流营业收入分别为110.74亿元、155.04亿元、162.79亿元。
- 港口服务受到冲击较小，在疫情过后还会保持一定低位数增长，我们预计2020-2022年港口服务营业收入分别为22.99亿元、23.91亿元、24.63亿元。
- 杂散货占比较小，且公司因环保等因素逐步退出煤炭、矿石等粉尘货物，预计杂散货未来处于收缩阶段。

图表49：港口物流、港口服务业务营业收入预测表(单位：百万元)

港口物流	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20134.80	11074.14	15503.80	16278.99
YoY(%)	-0.38%	-45.00%	40.00%	5.00%
毛利	1592.05	996.67	1395.34	1302.32
YoY(%)	8.29%	-37.40%	40.00%	-6.67%
毛利率	7.91%	9.00%	9.00%	8.00%
港口服务	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2346.33	2299.40	2391.38	2463.12
YoY(%)	8.14%	-2.00%	4.00%	3.00%
毛利	911.46	919.76	932.64	935.99
YoY(%)	8.83%	0.91%	1.40%	0.36%
毛利率	38.85%	40.00%	39.00%	38.00%

- 公司的房地产业务在2020年受疫情影响，销售有所保留，预计在未来几年逐步释放利润，但在长滩和军工路两个项目结束之后，公司将逐步退出房地产业务。我们预计2020-2022年其他主营业务收入分别为32.3亿元、40.38亿元、44.42亿元。
- 公司另一大主要利润来源为投资收益，其中绝大部分为权益法核算收益的长期股权投资，参考Wind一致预期对上海银行和邮储银行等被投资上市公司的业绩预测。我们预计2020-2022年投资收益分别为44.77亿元、53.55亿元、58.76亿元。

图表50：其他主营业务营业收入预测表(单位：百万元)

其他主营业务	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4969.55	3230.21	4037.76	4441.54
YoY(%)	-28.59%	-35.00%	25.00%	10.00%
营业成本	3161.19	2584.17	2624.54	2664.92
YoY(%)	-23.57%	-18.25%	1.56%	1.54%
毛利	1808.36	646.04	1413.22	1776.61
YoY(%)	-35.94%	-64.27%	118.75%	25.71%
毛利率	36.39%	20.00%	35.00%	40.00%

- 预计上港集团2020-2022年营业收入分别为**263.52亿元**、**309.58亿元**与**324.44亿元**，归母净利润分别为**82.86亿元**、**95.10亿元**与**101.66亿元**，对应EPS分别为**0.36元**、**0.41元**、**0.44元**。首次覆盖上港集团，给予“推荐”评级。

图表51：上港集团盈利预测表(单位：亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	361.02	263.52	309.58	324.44
YoY(%)	-5.10%	-27.01%	17.48%	4.80%
毛利	110.86	86.77	101.44	105.92
YoY(%)	-8.20%	-21.73%	16.90%	4.42%
毛利率	30.71%	32.93%	32.77%	32.65%
投资收益	49.07	44.77	53.55	58.76
归母净利润	90.62	82.86	95.10	101.66
YoY(%)	-11.81%	-8.57%	14.78%	6.89%
EPS(元)	0.39	0.36	0.41	0.44
PE	12.40	13.56	11.82	11.06

- 上港集团目前PE为13倍，从纵向看，处于历史低点，接近10倍的历史最低PE。从横向看，处于港口行业中下游。估值较低，具有极强的安全边际。

图表52：可比公司估值表（截止至2021年2月19日）

代码	证券简称	市盈率PE			市净率 PB(MRQ)	总市值 (亿元)
		TTM	20E	21E		
601018.SH	宁波港	18.71	--	18.65	1.26	653
601298.SH	青岛港	11.81	11.17	9.93	1.4	448
001872.SZ	招商港口	16.41	19.85	17.29	0.78	280
000582.SZ	北部湾港	14.7	13.97	11.37	1.61	162
601000.SH	唐山港	7.58	7.57	6.93	0.79	142
600717.SH	天津港	18.18	18.62	16.43	0.67	113
600017.SH	日照港	12.23	11.9	11.22	0.69	85
000507.SZ	珠海港	21.77	20.97	17.94	0.94	50
	中位值	14.97	14.70	13.51	1.05	337
600018.SH	上港集团	13.31	13.56	11.82	1.30	1103

注：其他可比公司全部采用wind一致预期

1. 新冠疫情加剧，对港口造成新冲击。

如果新冠疫情反复发展，超预期加剧，经济再度按下暂停键，将会直接对港口业务造成较大冲击，有可能再度陷入停摆。或者可能导致港口降费政策延续，对港口公司收入产生负面影响。

2. 对外投资收益不及预期，被投资公司经营盈利下滑。

2019年上港集团投资净收益占利润总额超过40%，投资领域涉及金融银行、股权投资、商业地产、体育文化等行业。如果被投资公司出现经营情况恶化或者盈利不理想，将会直接拉低投资收益，影响净利润。

3. 地区贸易保护主义抬头，全球贸易营商环境恶化。

虽然拜登政府上台，全球贸易预期有望回暖，但保守主义仍然具有很强势力。如果地区保护主义抬头，全球各主要经济体出现“以邻为壑”的局面，贸易摩擦升级，全球经济贸易量萎缩，将拖累港口运营商的业绩。

附录：公司财务预测表（单位:百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	40400	46340	56438	65804	经营活动现金流	6186	12005	7134	8530
现金	18035	29763	37217	45974	净利润	9926	9092	10712	11396
应收账款	2427	1873	2184	2277	折旧摊销	3442	2954	2888	2789
其他应收款	1521	546	674	734	财务费用	1115	712	712	712
预付账款	226	233	270	279	投资损失	-4907	-4477	-5355	-5876
存货	14133	9828	11977	12425	营运资金变动	-3811	3724	-1420	-180
其他	4057	4095	4116	4114	其他	421	0	-402	-310
非流动资产	101778	102865	104704	107162	投资活动现金流	-3031	435	1031	939
长期投资	49047	53523	58879	64755	资本支出	-2419	435	1031	939
固定资产	32246	29356	26412	23541	长期投资	-2198	0	0	0
无形资产	19289	18790	18217	17670	其他	1585	0	0	0
其他	1196	1196	1196	1196	筹资活动现金流	-13225	-712	-712	-712
资产总计	142177	149205	161142	172967	短期借款	0	0	0	0
流动负债	19339	17276	18500	18930	长期借款	0	0	0	0
短期借款	56	56	56	56	普通股增加	3307	0	0	0
应付账款	4934	2394	2927	3151	资本公积增加	0	-172	-179	-173
其他	14349	14826	15517	15722	其他	-16532	-540	-533	-539
非流动负债	32049	32049	32049	32049	现金净增加额	-10069	11728	7453	8758
长期借款	14210	14210	14210	14210					
其他	17839	17839	17839	17839					
负债合计	51388	49325	50550	50979					
少数股东权益	8732	9538	10739	11969					
股本	23174	23174	23174	23174					
资本公积	9784	9784	9784	9784					
留存收益	49341	57627	67137	77303					
归属母公司股东权益	82057	90343	99853	110019					
负债和股东权益	142177	149205	161142	172967					

附录：公司财务预测表（单位:百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	36102	26352	30958	32444	成长能力				
营业成本	25016	17675	20815	21852	营业收入	-0.05	-0.27	0.17	0.05
营业税金及附加	343	337	398	412	营业利润	-0.17	-0.11	0.19	0.07
营业费用	80	54	67	71	归属母公司净利润	-0.12	-0.09	0.15	0.07
管理费用	3138	2166	2554	2683	获利能力				
财务费用	813	621	563	526	毛利率	0.31	0.33	0.33	0.33
资产减值损失	-324	0	0	0	净利率	0.25	0.31	0.31	0.31
公允价值变动收益	-132	0	0	0	ROE	0.11	0.09	0.10	0.09
投资净收益	4907	4477	5355	5876	ROIC	0.11	0.10	0.12	0.13
营业利润	11869	10600	12592	13478	偿债能力				
营业外收入	96	0	0	0	资产负债率	0.36	0.33	0.31	0.29
营业外支出	141	50	0	0	净负债比率	0.43	0.39	0.35	0.32
利润总额	11824	10600	12995	13788	流动比率	2.09	2.68	3.05	3.48
所得税	1898	1508	2283	2393	速动比率	1.36	2.11	2.40	2.82
净利润	9926	9092	10712	11396	营运能力				
少数股东损益	864	806	1201	1230	总资产周转率	0.25	0.18	0.20	0.19
归属母公司净利润	9062	8286	9510	10166	应收账款周转率	13.85	12.26	15.26	14.54
EBITDA	10920	9074	10012	10214	应付账款周转率	8.12	7.19	11.64	10.68
EPS(元)	0.39	0.36	0.41	0.44	每股指标(元)				
					每股收益	0.39	0.36	0.41	0.44
					每股经营现金	0.27	0.52	0.31	0.37
					每股净资产	3.54	3.90	4.31	4.75
					估值比率				
					P/E	12.40	13.56	11.82	11.06
					P/B	1.37	1.24	1.13	1.02
					EV/EBITDA	11.85	0.58	-0.21	-1.07

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

分析师： 许可 邮箱： xuke0@foundersc.com
联系人： 唐晟 邮箱： tangsheng@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

广州市 黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层