

上海国际港务（集团）股份有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010397】

评级对象: 上海国际港务(集团)股份有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

本期发行: 20 亿元

存续期限: (3+2) 年, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 4 月 12 日

发行目的: 补充流动资金及归还企业债务

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	29.51	41.21	109.00	96.06
刚性债务	157.40	210.92	261.47	306.88
所有者权益	582.01	608.34	645.12	637.72
经营性现金净流入量	21.95	-39.54	41.73	18.86
合并口径数据及指标:				
总资产	985.15	1,167.85	1,412.35	1,521.12
总负债	313.70	485.46	641.78	748.32
刚性债务	210.34	403.61	476.01	586.90
所有者权益	671.45	682.38	770.56	772.80
营业收入	295.11	313.59	374.24	260.84
净利润	78.65	80.88	128.46	59.85
经营性现金净流入量	96.67	20.36	96.11	43.37
EBITDA	138.28	140.01	201.66	-
资产负债率[%]	31.84	41.57	45.44	49.20
权益资本与刚性债务比率[%]	319.22	169.07	161.88	131.67
流动比率[%]	102.59	70.00	131.99	155.69
现金比率[%]	63.61	36.74	53.88	58.07
利息保障倍数[倍]	10.55	11.81	12.81	-
净资产收益率[%]	12.35	11.95	17.68	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	49.40	7.77	26.69	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.60	-30.94	20.27	-
EBITDA/利息支出[倍]	13.48	15.32	15.41	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.64	0.46	0.46	-

注: 根据上港集团经审计的 2015~2017 年以及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

杨茜 yh@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势:

- **外部环境良好。**自由贸易港区、21 世纪海上丝绸之路之路以及国际航运中心的建设, 为上港集团发展提供了良好的发展环境。
- **区位优势显著。**上港集团区位优势明显, 核心货源地为经济发达的长三角和长江流域经济带, 近年来母港集装箱吞吐量持续保持全球第一。
- **港口各项业务效率高且配套齐全。**上港集团重大件装卸接运中心装卸作业效率处于世界领先水平。此外, 公司还拥有一流的船舶拖带、减载设备、设施, 全方位配套服务齐全。
- **整体财务表现良好。**上港集团资本实力雄厚, 资产质量良好, 经营环节能够形成的现金净流量情况良好, 且货币资金存量较多, 可用授信规模大, 偿债能力极强。

主要风险:

- **主业易受宏观经济波动影响。**上港集团作为港口经营企业, 对外部经济环境, 尤其是外向型经济的依赖程度较高, 经营状况易受宏观经济波动影响。
- **刚性债务规模上升较快。**上港集团刚性债务尤其是短期借款、长期借款及应付债券规模相对较大, 刚性债务规模总体上升较快, 债务压力有所增加。
- **非主业投资风险。**上港集团实行多元化发展, 在主业以外进行房地产及金融机构股权等投资, 面临一定的投资风险。

➤ 未来展望

通过对上港集团及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期中期票据还本付息安全性极高,并给于本期中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海国际港务（集团）股份有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海国际港务（集团）股份有限公司（简称“上港集团”、“该公司”和“公司”）前身为上海港务局，1988 年经上海市人民政府交通办公室《关于同意上海港务局办理工商登记的批复》（沪府交企[1988]149 号）批准设立成为独立核算的全民所有制企业。2003 年 1 月，根据上海市人民政府《关于同意上海港务局改制为上海国际港务（集团）有限公司的批复》（沪府[2003]6 号），上海港务局整体改制为国有独资有限责任公司，注册资本 50 亿元人民币，由上海市国有资产管理办公室（现为上海市国有资产监督管理委员会，简称“上海市国资委”）授权经营。2005 年 5 月，经国家商务部《商务部关于同意设立上海国际港务（集团）股份有限公司的批复》（商资批[2005]880 号），公司正式改制为中外合资股份有限公司，注册资本增至人民币 185.69 亿元，并更名为现名。

2006 年 10 月，该公司根据 2006 年第三次股东大会决议、国家商务部商资批[2006]1769 号文批准，以及中国证监会证监发行字[2006]80 号文核准，首次公开发行股票并换股吸收合并上海港集装箱股份有限公司（简称“上港集箱”）¹。2009 年 3 月 2 日至 3 月 6 日是公司“上港 CWB1”认股权证行权，共计 106,602 份认股权证行权。2011 年 4 月，经中国证监会证监许可[2011]395 号文核准，公司向上海同盛投资（集团）有限公司（简称“同盛集团”）非公开发行 1,764,379,518 股 A 股，购买了其持有的上海同盛洋西港口资产管理有限公司（简称“洋西公司”）100% 股权及上海同盛洋东港口资产管理有限公司 100%（简称“洋东公司”）股权。2015 年 5 月，公司非公开发行股份 418,495,000 股，发行对象为上港集团 2014 年度员工持股计划（由受托管理该计划的资管机构长江养老设立专项产品予以认购），募集资金总额 17.49 亿元。

2017 年 6 月，同盛集团拟将其所持该公司总股本 15.00% 的股份协议转让给中国远洋海运集团有限公司（简称“中远海运集团”），转让完成后同盛集团

¹ 上港集团共发行普通股股票 24.22 亿股，发行价格为每股 3.67 元人民币。用于换取上港集箱除公司所持股份外，未行使现金选择权的股份及第三方所持全部股份，换股比例为 1: 4.5，即每 1 股上港集箱股票可换取 4.5 股公司股票。上海起帆科技股份有限公司和上海外轮理货有限公司作为关联方自愿行使现金选择权。

将持有公司 4.86% 的股份，中远海运集团²将持有公司 15.00% 股份。

截至 2018 年 9 月末，该公司股本总额为人民币 231.74 亿元（股票代码“600018.SH”）。上海市国资委直接及间接持股比例合计为 44.38%，为公司控股股东及实际控制人。

该公司的经营范围为国内外货物（含集装箱）装卸（含过驳）、储存、中转和水陆运输；集装箱拆拼箱、清洗、修理、制造和租赁；国际航运、仓储、保管、加工、配送及物流信息管理；为国际旅客提供候船和上下船舶设施和服务；船舶引水、拖带，船务代理、货运代理；为船舶提供燃物料、生活品供应等船舶港口服务；港口设施租赁；港口信息、技术咨询服务；港口码头建设、管理和经营；港口起重设备、搬运机械、机电设备及配件的批发及进出口（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2018 年，经中国银行间市场交易商协会“中市协注[2018]DFI62 号”文件核准，该公司获准在注册有效期内可分期发行超短期融资券、短期融资券、中期票据和永续票据。公司 2019 年度第二期中期票据拟发行金额为 20.00 亿元，发行期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司拟将募集资金用于补充流动资金及归还企业债务。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	上海国际港务（集团）股份有限公司 2019 年度第二期中期票据
本期发行规模:	20.00 亿元人民币
本期债券期限:	(3+2) 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：上港集团

截至 2019 年 3 月末，该公司在境内发行的待偿还债券本金余额为 116.94 亿元，在境外发行的待偿还债券为 10.00 亿美元可交换公司债券。公司待偿还债券概况如图表 2 所示。

图表 2. 公司待偿还债券概况（截至 2019 年 3 月末）³

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	当期利率 (%)	发行时间	到期时间
19 沪港务 CP001	15.00	1 年	2.75	2019-03-27	2020-03-27

² 中远海运集团为国有独资企业，国务院持股 100%。

³ 该公司待偿还债券中 16 上港 01、16 上港 02、16 上港 03 及 5 年期美元可交换公司债券均附第 3 年末投资者回售选择权，4 年期美元可交换公司债券附第 2 年末投资者回售选择权。

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	当期利率 (%)	发行时间	到期时间
19 沪港务 MTN001	40.00	3 年	3.38	2019-03-14	2022-03-14
美元可交换公司债券	5.00 亿美元	5 年	0.00	2017-08-09	2022-08-09
美元可交换公司债券	5.00 亿美元	4 年	0.00	2017-08-09	2021-08-09
16 上港 03	25.00	5 年	2.95	2016-07-13	2021-07-13
16 上港 02	30.00	5 年	3.08	2016-06-02	2021-06-02
16 上港 01	6.94	5 年	3.00	2016-01-22	2021-01-22

资料来源：上港集团

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中票募集资金用于补充流动资金及归还企业债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，

而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下

将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司归属于港口行业，2018年以来全球景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，特朗普的关税政策在一定程度上加剧了全球贸易摩擦；但受益于我国以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实，2018年前三季度我国货物吞吐量保持增长但增速放缓。

A. 行业概况

2018年以来，全球经济景气度继续回落，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。在此背景下，2018年以来，我国GDP仍以较为平稳的增速保持增长，而我国港口的货物吞吐量受外贸吞吐增速震荡下滑的影响维持着低速增长。2018年前三季度，我国实现国内生产总值60.36万亿元，同比增长6.70%；同期，我国主要港口货物吞吐量为99.51亿吨，同比增长2.60%，其中，内贸货物吞吐量近五年来前三季度同比增速均徘徊在13%左右；而外贸货物吞吐量则受全球经济增长乏力影响呈震荡下滑态势，目前维持着低速增长，2018年前三季度同比增速为2.30%。

从货种情况来看，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁一直为我国散杂货的前五大货种，且近年来在进出港量上的排序基本保持稳定，仅煤炭进出港量占比2016年出现了下滑，低于了金属矿石占比下滑至第二位，主要系受我国煤炭市场前几年持续低迷影响，但2016年下半年之后随着煤炭行业的逐步回暖，煤炭进出港量占比于2017年回到了第一位。2017年，我国煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁的进出港量占比分别为17.52%、16.79%、9.94%、7.26%和3.67%；此外，我国各个港口亦在不断加大多元化货种的拓展，我国前十大吞吐货种合计占比呈逐年下滑的态势，从2000年的73.73%下降至2017年的61.46%。

从我国港口几大吞吐货种行业发展情况来看，2018年以来，我国煤炭行业已从弱稳定期进入了稳定发展期，震荡好转的行业形势为我国港口的煤炭吞吐量提供了较好支撑，但该行较弱的稳定性，亦使得我国港口未来的煤炭吞吐形势呈现较大的不确定性。我国钢铁行业下游需求于2017年以来有所恢复，2018年该态势持续，粗钢产量明显增加，能对我国港口铁矿石吞吐量形成较好支撑；但考虑到废钢在钢铁原料结构中的占比提高预计将对我国进口铁矿石的

需求量形成负面影响，再加上铁矿石港口库存量持续处于高位，我国港口铁矿石装卸量增长承压，从而进一步影响到我国港口金属矿石吞吐量情况。石油方面，我国港口吞吐的石油以进口原油为主，2017年以来，我国原油消费量和进口量保持稳步增长态势，对我国港口的石油吞吐量形成了较好的支撑；但受OPEC延长减产协议至2018年底使得原油价格震荡呈上扬，使得我国石油吞吐量增速亦出现明显下滑。集装箱吞吐对外贸形势敏感度相对偏高，2018年以来，国际集装箱航运市场需求稳定，我国主要港口集装箱吞吐量继续保持高于货物吞吐量的增速增长，但受国际宏观经济及全球航运业形势不明朗等因素影响，增速有所放缓。

从我国前十大沿海港口来看，2018年前三季度仅上海港和天津港吞吐量出现负增长，其中，上海港近年来货物吞吐量呈较大波动，主要系其散杂货业务面临宁波-舟山港等港口的竞争分流压力持续加大；天津港⁴则是继续受2017年4月开始执行的禁止汽运煤政策影响，吞吐量持续下滑，但下滑幅度有所放缓，2018年前三季度的同比降幅收窄6.70个百分点。同期，宁波-舟山港、唐山港、广州港、大连港和营口港五大港口的货物吞吐量均以增速下滑的态势保持增长，其中，宁波舟山港龙头地位保持稳固，货物吞吐量连续9年位列全球第一，且能持续受益于长三角地区经济的联动发展；唐山港增长态势强劲，2006年其吞吐量刚突破4000万吨，而天津港、秦皇岛港和黄骅港当年分别完成2.58亿吨、2.05亿吨和0.81亿吨，12年后的现在，唐山港已以微幅差距超过了广州港，位列我国第三，全年吞吐量突破了5.50亿吨，主要原因除了其京津冀的优越区域位置，2003年开发建设的天然良港曹妃甸港区的产能逐步释放亦贡献不小；广州港保持了良好的增长态势，主要系受益于雄厚的腹地经济基础以及粤港澳大湾区建设工作的持续推进。同期，隶属于山东省的青岛港、日照港和烟台港的三大港口仍以较快增速保持增长，增速分别较上年同期提升2.40、12.70和7.70个百分点，主要原因一方面系受国际大宗商品原材料价格上涨和下游钢铁、煤炭行业需求上升等因素影响，上述港口的矿石和煤炭等货物吞吐量均有所上升；另一方面主要系山东省目前已成为世界第三大炼油中心，石化产业在山东省各类政府发展规划中均占据重要及核心地位，山东省石化产业不断进行转型升级并加速发展，为省内港口的石化吞吐提供了较好的外部发展环境，带动了石化货种的吞吐量增长。

图表 3. 我国前十大沿海主要港口货物吞吐量情况（单位：亿吨，%）

2016年			2017年			2018年前三季度		
港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅
宁波-舟山港	9.18	3.24	宁波-舟山港	10.07	9.73	宁波-舟山港	8.30	7.65
上海港	6.43	-10.38	上海港	7.06	9.75	上海港	5.14	-2.75
天津港	5.50	1.76	广州港	5.66	8.51	唐山港	4.59	6.96
广州港	5.22	4.25	唐山港	5.65	9.62	广州港	4.47	7.52
唐山港	5.16	4.66	青岛港	5.08	1.43	青岛港	3.98	4.14
青岛港	5.01	3.36	天津港	5.03	-8.57	天津港	3.71	-1.81

⁴ 天津港是环渤海地区汽运煤中转下水的主要港口，其占该区域汽运煤中转下水总量的比重超70%，因此受禁止汽运煤政策影响最大，行业排序亦从2016年的第三位下滑至当前的第六位。

2016年			2017年			2018年前三季度		
港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅
大连港	4.29	3.35	大连港	4.51	5.21	大连港	3.56	2.17
日照港	3.51	4.02	营口港	3.62	4.43	烟台港	3.49	64.06
营口港	3.47	2.52	日照港	3.60	2.68	日照港	3.29	21.03
烟台港	2.65	-19.65	烟台港	2.86	7.63	营口港	2.87	1.35

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

从我国沿海前十大集装箱港口来看，2018年前三季度，我国前十大集装箱港口的集装箱吞吐量均呈现同比增长态势，且其中超一半港口的增速同比有所上升。分港口来看，上海港的集装箱业务在行业内仍占据绝对性竞争优势，并连续9年位列全球第一，但其增速在高基数的背景下增长乏力。宁波-舟山港得益于浙江省的港口资源整合工作优化了竞争环境，同时加强了与马士基、地中海等大型船公司的战略合作并推进水水中转业务，2017年以来吞吐量增长强劲，并于2018年起超过了深圳港，成为了我国第二大集装箱港口。此外，深圳港、厦门港及连云港港三港货物吞吐总量均未进入我国前十，但集装箱业务具有一定的竞争力，其中，深圳港和厦门港由于其腹地经济明显的外向性，在集装箱业务上竞争优势突出；连云港港作为新亚欧大陆桥的东桥头堡具有独特的地理位置和良好的区位优势，但近年来由于临哈铁路的全线通车使得其对中西部地区较北方港口的运距优势有所减弱，对港口集装箱货源造成分流，发展持续承压。

图表 4. 我国前十大沿海主要集装箱港口吞吐量情况（单位：万 TEU、%）

2016年			2017年			2018年前三季度		
港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅
上海港	3713.00	1.62	上海港	4018.00	8.21	上海港	3135.45	4.90
深圳港	2411.00	-0.41	深圳港	2525.00	4.73	宁波-舟山港	2013.54	7.40
宁波-舟山港	2157.00	4.56	宁波-舟山港	2464.00	14.23	深圳港	1908.52	0.70
广州港	1858.00	6.80	广州港	2010.00	8.18	广州港	1595.57	7.57
青岛港	1801.00	2.91	青岛港	1830.00	1.61	青岛港	1434.60	4.46
天津港	1450.00	0.00	天津港	1504.00	3.72	天津港	1211.53	5.76
厦门港	960.00	4.54	厦门港	1040.00	8.33	厦门港	800.84	5.19
大连港	959.00	1.50	大连港	970.00	1.15	大连港	763.99	0.29
营口港	601.00	1.48	营口港	627.00	4.33	营口港	477.58	2.86
连云港港	469.00	-6.37	连云港港	472.00	0.64	连云港港	356.66	0.31

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

在投资建设方面，我国港口行业投资增速维持震荡下滑态势，但内河和沿海区域在投资建设增速上出现一定分化，其中，沿海投资建设整体增速继续放缓，港口建设的新增投资主要体现在对新建大型泊位、改造现有泊位等方面，中小型泊位的建设投资有所收缩；内河建设投资随着我国不断推进多式联运的建设工作，水水联运、水铁联运等的建设对内河投资需求有所回升，2017年以来恢复了正增长。2018年前三季度，我国沿海港口累计投资 400.65 亿元，同比下降 17.51%；内河建设累计投资 411.32 亿元，同比增加 3.84%。

B. 政策环境

港口是我国重要的交通基础设施，其建设和运营状况对于地方经济发展发

挥着至关重要的作用，在我国国家战略性政策中均被赋予了重要的地位。近年来，我国政府不断完善港口运营管理、作业收费、集疏运系统建设等相关方面的政策环境，以提升港口的作业效率和服务水平，改善竞争环境，再加上“一带一路”和“长江经济带”等国家性战略的深入实施，为我国港口行业提供了广阔的发展前景。与此同时，随着我国经济的不断发展，环保要求亦愈发严苛，2018年以来，我国政府亦发布了一系列环保相关政策和通知，对港口环保实践提出了更高要求，从而对我国部分港口的短期运营状况造成了一定负面影响；此外，随着我国政府不断对港口行业的收费制度进行市场化改革，以及对行业内垄断现象重视度的提升，叠加行业内目前仍较为激烈的竞争环境，我国港口企业的盈利能力亦面临较大挑战。

图表 5. 近年来港口主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称（其他重要会议、讲话内容）	影响港口
2018年7月	国务院	《国务院办公厅关于成立京津冀及周边地区大气污染防治领导小组的通知》	环渤海地区港口，其中天津港受到最大负面影响
2018年7月	交通运输部	推动大宗货物运输“公转铁”、“公转水”	
2018年6月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	所有港口
2018年6月	交通运输部、国家发展改革委	《关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》	所有港口
2017年11月	发改委	上海港、天津港等调降外贸集装箱装卸作业费	上海港、天津港、宁波-舟山港、青岛港等以外贸集装箱业务为主的港口
2017年8月	交通运输部	关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知	天津、河北、辽宁、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川
2017年7月	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》	所有港口
2017年5月	交通运输部	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017-2020年）》	
2017年2月	交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司	《“十三五”港口集疏运系统建设方案》	
2017年2月	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

C. 竞争格局/态势

港口作为我国重要交通基础设施，具有较强的垄断性，但区域间仍存在较强竞争。目前，我国港口资源整合的步伐加快，除了以省政府作为实施主体对区域内港口资源实施整合之外，国际码头经营企业如招商局港口集团有限公司等，也开始涉入到各地的港口资源整合中。总体来看，港口行业资源整合有利于优化我国港口区域内竞争环境，提高港口资源的利用效率。

港口行业个体企业在经营上的差异主要体现在以下七个方面：业务规模、港口地位、区域竞争、腹地经济、基础设施条件、货种结构及收费水平等。（1）港口吞吐量规模越大、获得资源、客户和外部支持的可能性越大，竞争能力和抵御风险能力越强，经营风险越低，并且吞吐量规模较大的企业也能够摊薄固定成本，通常具有更好的盈利能力。（2）港口为我国重要交通基础设施，其发展方向和功能定位主要取决于国家港口规划，主枢纽港将在货种发展、港口整合、基础设施配置方面获得更多支持，因此港口企业在港口群中的地位航线网络和枢纽地位越突出，竞争能力越强，经营稳定性越高。（3）区域竞争首先体现

在相同腹地区域的同一个港口群内部，如果同一港口群内经营主体较多，市场竞争越激烈，经营压力越大。(4) 腹地经济越发达，对外经济贸易越活跃，港口货物来源就越充足，运输需求也越大，港口货物吞吐量也就越多，因此腹地经济是决定港口企业发展的核心因素。(5) 以岸线资源为主的基础设施是开展港口装卸、堆存业务的基础，而公路、水路、铁路和航线与港口共同搭建集疏运和中转网络系统决定港口的承载能力。(6) 一般来说，以散杂货经营为主的港口受外贸出口变动影响较小，但受国内经济和内贸的影响较大；以集装箱经营为主的港口周期性较强，受国际经济环境的影响较大。港口货种相对丰富，会避免特定货种吞吐量下降对企业整体经营造成的冲击，有助于企业分散经营风险。(7) 目前港口企业收费机制日益市场化，具体费率水平受到港口所在区域、公司性质、竞争程度而有所差异，从而影响港口企业的收入规模和盈利能力。

在财务方面，港口企业属于资本密集型，资产以非流动资产为主；同时港口建设前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱。从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50% 左右，但受腹地经济、吞吐货种及竞争地位等影响，行业内个体存在较大差异；负债结构方面，由于港口建设周期长，普遍长期债务占比较高，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转的压力。从现金流情况来看，港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，营业收入现金率的行业均值较高且呈上升趋势，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 6. 核心样本企业基本数据概览（2017 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业 ⁵	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）				
	吞吐量 (亿吨)	市场占有率 ⁶	营业收入	港口 业务收入	毛利率	总资产	资产 负债率	刚性债 务占负 债总额	净利润	经营性 净现金流
宁波舟山港股份	7.20	75	181.83	74.80	25.55	622.06	36.51	81.81	28.58	28.34
上港集团	5.61	80	374.24	155.37	33.71	1,412.35	45.44	74.37	128.46	96.11
广州港股份	4.37	77	83.08	62.01	24.92	221.25	38.04	75.33	8.43	14.81
天津港股份	3.91	78	142.34	87.35	21.73	360.32	42.24	68.29	12.38	18.56
秦港股份	3.81	99	70.33	67.70	35.63	257.75	43.47	75.10	9.01	28.88
大连港股份	3.43	83	90.32	42.93	16.20	365.85	43.64	85.78	5.74	12.04
营口港股份	2.60	70	38.18	36.78	27.97	163.25	30.66	88.88	5.63	17.04
日照港股份	2.26	63	48.04	44.24	21.52	201.49	41.18	70.61	4.47	13.84
唐山港股份	2.19	40	76.12	43.69	27.23	220.66	28.02	31.07	15.40	15.95
北部湾港	1.62	68	32.75	32.15	36.30	128.40	38.56	68.82	5.89	13.05
锦州港股份	0.84	80	45.31	15.92	13.36	155.86	60.61	80.96	1.53	11.53
赤湾港航	0.70	29	24.56	25.47	41.16	79.75	17.66	40.19	7.14	11.62
连云港股份	0.58	28	12.73	12.58	24.64	73.83	55.59	77.01	0.05	0.64
重庆港九	0.42	21	63.21	10.51	8.05	85.27	44.18	75.22	5.39	1.12

⁵ 核心样本企业，主要是选取了 17 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 18 家企业；表格中为各个公司简称，其全称分别为宁波舟山港股份有限公司、上海国际港务(集团)股份有限公司、广州港股份有限公司、天津港股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、大连港股份有限公司、营口港务股份有限公司、日照港股份有限公司、唐山港集团股份有限公司、北部湾港股份有限公司、锦州港股份有限公司、深圳赤湾港航股份有限公司、江苏连云港港口股份有限公司、重庆港九股份有限公司、厦门港务发展股份有限公司、南京港股份有限公司、珠海港股份有限公司、丹东港集团有限公司。

⁶ 表中市场份额数据均为估计值，非精确值。

核心样本企业 ⁵	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）				
	吞吐量（亿吨）	市场占有率 ⁶	营业收入	港口业务收入	毛利率	总资产	资产负债率	刚性债务占负债总额	净利润	经营性净现金流
厦门港务发展	0.30	14	137.13	40.66	3.68	80.83	56.33	53.03	1.79	-0.17
珠海港股份	0.06	4	18.61	0.77	24.16	59.15	47.76	75.66	1.66	3.66
丹东港集团 ⁷	1.57	100	64.10	48.11	50.89	601.79	77.20	61.32	7.63	33.09

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理。

总体来看，在港口资源整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境有望得以优化，无序竞争现象的缓解有助于提升行业内企业的盈利水平，但企业集团化发展亦使得政府开始关注行业内的垄断现象，反垄断工作的开展使得部分企业的作业费率面临较大下调压力，港口行业的整体盈利能力仍面临较大挑战；与此同时，我国港口的基础设施建设投资增速将在区域分布上和泊位类型上出现分化，虽然前几年的无序、过度投资形势有所好转，但部分定位为港口整合主体的企业未来固定资产投资支出将有所扩大，再加上部分企业为获得新的盈利点而开始或加快拓展多元化业务，使得港口行业未来仍面临一定的资本性支出压力。

D. 风险关注

宏观经济波动风险。宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素，港口货物吞吐量与其呈明显的正相关性。近年来，世界经济景气度持续下滑，我国经济增速也开始放缓，使得我国港口货物吞吐量增速明显下滑，2016 年还有多个港口出现了负增长；2017 年，随着全球及我国经济均有所回暖，我国港口的货物吞吐量也出现明显回升；2018 年以来国际经济形势趋于复杂，但受益于我国以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实，我国港口货物吞吐量保持低速增长。总体来看，我国港口行业面临一定的宏观经济波动风险。

政策风险。2018 年以来，随着环保、控费及反垄断等工作的深入开展，如京津冀及周边地区大气污染防治进一步加强；港口收费机制的市场化改革进一步推进以及对行业反垄断情况深入调查实施，使得港口行业在货种结构、业务规模和盈利水平均面临较大的经营压力，我国港口行业持续面临一定的政策性风险。

安全风险。港口作为重要的交通基础设施，安全事故的发生、有毒货物的泄露、易燃易爆物品的爆炸等事故会对港口的正常经营造成严重影响，如天津港爆炸事故。因此，应重点关注港口企业对国家有关安全生产的法律、法规、标准等的贯彻落实情况及企业过往安全责任事故等，以及企业在安全生产方面的改善措施及投资计划等。

多元化业务拓展风险。近年来，港口企业不断拓展多元化业务，目前主要涉及港口贸易和对外港口投资等。其中，港口贸易业务易受主要贸易货种相关

⁷ 由于丹东港集团目前暂未公布 2017 年年度报告，其经营、财务数据仍采用 2016Q4-2017Q3 年化数据。

行业波动影响，且存在账款回收风险；对外港口投资业务给企业的管理能力带来了一定挑战，而部分企业对境外港口的投资，使其还面临政治和汇率等风险。

(3) 区域因素

上海港系我国重要港口之一，位于我国大陆东海岸的中部、“黄金水道”长江与沿海运输通道构成的“T”字型水运网络的交汇点，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，自然条件优越，腹地经济发达，对上海港贸易的发展起到较强的推动作用。

从区域经济来看，上海港港口的直接腹地是长三角地区，其中以上海市经济情况为主。上海市地处长江三角洲前缘，是我国重要的经济中心、金融中心、航运中心和国际贸易中心。作为长三角城市群中心城市，上海市区位条件及战略地位突出，具有显著的集聚、辐射功能，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。2017年，上海市实现地区生产总值3.01万亿元，比上年增长6.90%，增速与上年持平，居全国主要城市第1位。2017年上海市财政收入实现较快增长，一般公共预算收入在全国位于前列，财政自给情况较好。2017年上海市全市实现一般公共预算收入6,642.30亿元，同比增长9.10%。当年全市一般公共预算收入规模位列全国各省市第3位。

从业务规模方面来看，根据国家统计局和上海组合港管委会办公室统计数据，2017年，长三角地区港口共完成货物吞吐量45.14亿吨，同比增长8.14%。其中，上海市共完成货物吞吐量7.51亿吨，同比上升6.95%。同年，长三角地区港口外贸货物吞吐量共完成13.9亿吨，同比增长8.62%，占全国比重为34.73%。其中，上海港外贸货物吞吐量完成4.11亿吨，同比增长7.99%，得益于强大的港口吞吐能力，上海市外贸物资的99%经由上海港进出。随着我国“一带一路”和供给侧改革的政策背景下，港口行业进入资源整合发展阶段，通过资产、人力、管理体制、经营方式和经营理念等几个维度进行整合，促使各港口之间的业务和资源实现互补和共享，以达到效益最大化。我国区域港口资源的整合，推进了长三角地区港口群的生产效率，为“21世纪海上丝绸之路”和“长江经济带”等国家战略的顺利实施起到了有力支持。2017年，长三角地区港口完成集装箱吞吐量8,550万TEU，同比增长9.5%，占全国总量比重为36.1%。同年，长三角地区完成水路货运量34.28亿吨，同比增长7.6%，占全国水路货运量比重51.3%。2017年，上海港新增国际中转箱约41万标箱，探索建设自由贸易港，将进一步增强上海港服务“一带一路”建设的能力。2017年上海港集装箱吞吐量连续第8年保持世界第一，上海机场货邮吞吐量连续第10年保持世界第三、国际旅客吞吐量占全国机场的三分之一以上，上海市作为经济中心城市的集聚辐射功能明显增强。

未来发展上，国务院批准的《长江三角洲城市群发展规划》明确赋予了上海在长三角城市群中的绝对中心地位；“一带一路”和长江经济带战略的实施为上海市充分发挥区位和开放优势、参与国际合作和竞争带来新空间。2018年，

上海国际航运中心建设各项工作继续全面、有序推进，长三角区域港口一体化稳步推进，内河高等级航道高标准贯通，长三角港口集疏运体系进一步完善。

2. 业务运营

该公司已形成以集装箱装卸为主，散杂货装卸、港口物流和港口服务为辅的四大支柱产业。近年来，受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖影响，公司母港货物吞吐量和集装箱吞吐量有较大增长，公司主营业务收入相应增长。同时，国家积极探索建设自由贸易港，公司面临良好的发展环境。此外，公司多元产业发展良好，取得一定收益。

该公司是上海港公共码头的运营商，主要从事港口相关业务。公司通过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。公司业务主要分为集装箱装卸、散杂货装卸、港口物流和港口服务业务，主营业务的构成相对稳定，其中港口物流、集装箱装卸业务是主要的收入和利润来源，其业务增长可带动港口服务等相关业务的同步增长。2017年，上港集团完成母港货物吞吐量5.61亿吨，同比增长9.10%。母港货物吞吐量的增长推动公司业务收入增长，同期公司实现营业收入374.24亿元，同比增长19.34%。2017年，公司综合毛利率为33.71%，同比增加3.63个百分点。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
港口及相关服务	长江流域	横向规模化	腹地经济/港口资源/业务规模/基础设施条件

资料来源：上港集团

该公司实施多元化发展战略，在金融产业、商业地产等方面的投资已形成一定规模，投资收益可为公司贡献一定利润。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	295.11	313.59	374.24
其中：核心业务营业收入	286.65	304.15	364.67
在营业收入中所占比重（%）	97.13	96.99	97.44
其中：（1）集装箱业务	124.57	126.04	134.81
在核心业务收入中所占比重（%）	43.46	41.44	36.97
（2）散杂货业务	20.79	16.82	18.46
在核心业务收入中所占比重（%）	7.25	5.53	5.06
（3）港口物流	156.37	173.37	197.11
在核心业务收入中所占比重（%）	54.55	57.00	54.05
（4）港口服务	19.85	21.16	20.56
在核心业务收入中所占比重（%）	6.92	6.96	5.64
（5）其他主营业务*	12.22	26.78	67.65
在核心业务收入中所占比重（%）	4.26	8.80	18.55
（6）内部抵消	-47.15	-60.02	-73.92
综合毛利率（%）	33.17	30.08	33.71

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
其中：集装箱业务（%）	56.56	55.63	55.79
散杂货业务（%）	18.75	1.38	12.37
港口物流（%）	4.73	7.02	7.75
港口服务（%）	42.97	43.24	43.76
其他主营业务（%）	15.42	14.72	46.12

资料来源：上港集团

*其他主营业务主要系公司房产销售业务，详见（2）多元业务发展分析。

A. 腹地经济

上海港主要背腹长江三角洲，其中以上海市为直接腹地。上海市是我国重要的经济中心、金融中心、航运中心和国际贸易中心，也是长三角城市群中占绝对中心地位的城市，区位优势 and 战略地位突出。目前，上海航运业发展较具规模，已形成较为现代航运基础设施网络。上海地区较为完善的金融软硬件配套资源，以及较好的航运发展基础，为上海建设国际金融中心和国际航运中心奠定了良好的发展条件。上海良好的经济发展将带动对能源及原材料的需求，促进冶金、石化、装备制造等行业的发展，增加货物的转运需求，促进港口货物吞吐量的增长。

在政策方面，2017年3月，国务院印发《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》；2017年9月，上海市颁布《“十三五”时期上海国际航运中心建设规划》，2018年3月，上海市交通工作会议提出加快上海国际航运中心的建设；2018年5月，上海市委常委会研究上海国际航运中心建设；2018年6月，上海市人民政府办公厅印发《上海国际航运中心建设三年行动计划（2018-2020）》。

B. 业务规模

该公司主营业务收入中港口物流和集装箱装卸业务收入占比较高，带动公司整体营业收入增长。对港口行业而言，吞吐量可直接反映港口在贸易中的辐射能力，系公司业务营收的核心驱动因素。2017年，母港货物吞吐量完成5.61亿吨，同比增长9.10%；母港集装箱吞吐量完成4,023.30万标准箱，同比增长8.35%，自2010年起连续八年位居全球首位；母港散杂货吞吐量完成1.64亿吨，同比增长11.40%。受益于上述增长，2017年公司港口物流、集装箱装卸业务以及散杂货装卸业务收入分别较上年增长13.69%、6.96%以及9.75%；港口服务业务收入较上年略下降2.84%。

图表 9. 公司主营业务量情况

业务量	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度
货物吞吐量（万吨）	51,332.60	51,406.60	56,087.40	42,225.40
集装箱吞吐量（万 TEU）	3,653.70	3,713.30	4,023.30	3,135.60
散杂货吞吐量（万吨）	15,600.00	14,700.00	16,400.00	-

资料来源：上港集团

C. 港口资源

该公司港口装卸堆存业务可分为集装箱和散杂货两大类。目前，上海港集装箱增量主要集中在洋山港区。2017年，洋山港区集装箱吞吐量完成1,655.20万标准箱，同比增长6.00%，占全港集装箱吞吐量的41.14%。2017年公司水水中转比例达到46.70%。此外，洋山四期自动化码头于2017年底建成开港，共设7个集装箱泊位、集装箱码头岸线长达2,350米。公司的散杂货码头目前分布于罗泾港区、吴淞口港区和龙吴码头，其业务主要包括散货、件杂货的装卸业务，如矿石、钢材、纸浆和机电设备等。

该公司的港口物流业务服务范围涵盖国际货运代理、船舶代理、内支线船运、仓储堆存、公路运输、国内多式联运、集装箱拼装拆箱、危险品储运、重大件货运接运、集装箱洗修等。公司港口服务业务主要由其子公司运营，业务包括拖带、理货、港口信息技术、港口工程技术咨询、物流管理软件开发等。港口服务功能的完善和拓展，可有力地助推上海国际航运中心建设。

(2) 多元业务发展

A. 对外投资

为实现产业资本与金融资本的融合，该公司主要对外投资有中国邮政储蓄银行股份有限公司（简称“邮储银行”）、上海星外滩开发建设有限公司（简称“星外滩公司”）、上海银行股份有限公司（简称“上海银行”）以及上海国际航运服务中心开发等项目。

图表 10. 2017 年度公司重大投资情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年投资	2017 年收益	性质
上海国际航运服务中心开发 有限公司项目	0.69	0.54	重大的非股权投资
2016 年公司技术改造投资	9.52	-	重大的非股权投资
星外滩公司	59.98	22.65	投资收益
上海银行	-	9.97	投资收益
邮储银行	-	-5.17	投资收益
		2.98	长期股权投资
合计	70.19	30.97	-

资料来源：根据上港集团提供的数据绘制。

邮储银行系该公司全资子公司上港集团（香港）有限公司（简称“上港香港”）投资项目。2016年9月28日，邮储银行在香港挂牌上市（证券代码：1658.HK）；上港香港以港币159.44亿元认购了邮储银行33.49亿股股份，持股比例为4.13%，约4.76元港币/股，公司成为邮储银行第四大股东。2017年10月20日，公司高管任职邮储银行董事，据此，公司对邮储银行可施加重大影响。根据会计准则，公司当期将邮储银行股权投资由可供出售金融资产转至按权益法核算的长期股权投资，增厚归属于母公司净利润19.80亿元。此外，公司将原计入其他综合收益的累计公允价值变动-5.17亿元转入当期投资收益。截至2018年9月末，邮储银行资产总额为93,508.57亿元；2018年

前三季度，邮储银行实现营业收入 1,965.23 亿元，实现净利润 467.10 亿元。

2017 年，该公司以 59.98 亿元的竞标价格收购威旺置业所持有星外滩公司 50% 的股权，星外滩公司成为公司的全资子公司，纳入合并范围⁸。原持有的星外滩公司 50% 股权按照购买日的公允价值进行重新计量，公允价值与账面价值的差额 22.65 亿元计入 2017 年度投资收益。公司非同一控制下合并星外滩公司，增加公司 2017 年度归属于母公司股东的净利润 16.98 亿元。截至 2018 年 1 月 26 日，相关手续已交割完成。2018 年 9 月，公司董事会审议通过出售星外滩公司 100% 股权的议案，拟通过公开挂牌方式出售星外滩公司，挂牌价格 127.86 亿元。2018 年 11 月 8 日，星外滩公司 100% 股权在上海联合产权交易所公开挂牌出售的公示期满，DIAMOND TWO PTE. LTD.（简称“DIAMOND 公司”）在上海联合产权交易所人民币 127.86 亿元的挂牌底价成功竞得星外滩公司 100% 股权，并于 11 月 9 日向上海联合产权交易所支付了交易保证金。截至 2019 年 2 月末，DIAMOND 公司和公司已完成交易。

B. 商业地产

该公司房地产开发项目主要为上海长滩项目、军工路项目和海门路 55 号项目。

图表 11. 2017 年末公司房地产开发业务情况（单位：亿元、万平方米）

项目	计划总投资	累计已投资	总建筑面积	规划可售面积	工程进度
上海长滩项目	185.41	101.70	142.41	92.80	54.85%
上港集团军工路地块开发建设项目	82.73	37.98	40.79	25.05	45.90%
海门路 55 号地块项目	130.00	95.15	44.97	24.35	73.19%

资料来源：根据上港集团提供的数据绘制。

上海长滩项目由上港集团瑞泰发展有限责任公司（简称“瑞泰公司”）开发建设，项目地处上海，经营业态主要为住宅、写字楼、商城，目前在建。截至 2017 年末，该项目在建建筑面积为 57.10 万平方米，已竣工面积为 17.90 万平方米。2017 年可供出售面积为 9.13 万平方米，预售面积为 8.83 万平方米。其中，预售的 8.83 万平方米系上海长滩项目 6 号地块系住宅项目，已于 2017 年 7 月开盘实现销售，预售面积已售罄，实现收入 36.70 亿元。2017 年该地块为公司实现收益 7.32 亿元。

军工路项目由上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司开发建设，项目地处上海，经营业态主要为住宅、写字楼、商城。该项目资金来源为自有资金，2017 年末项目正在建设之中，未进行销售，尚未产生收益。

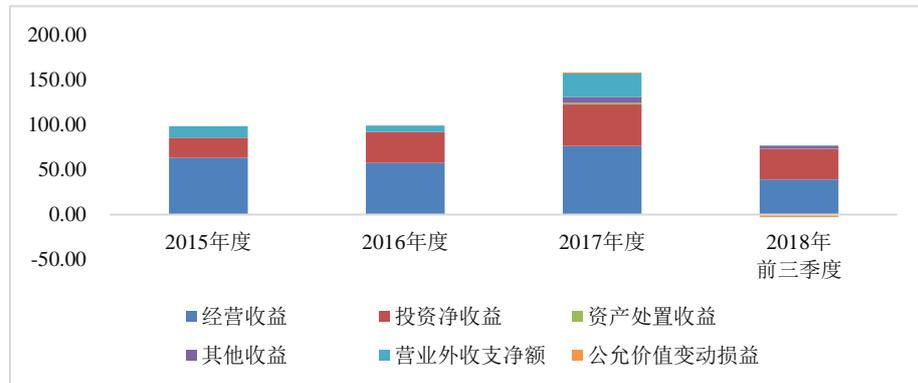
海门路 55 号地块项目由星外滩公司开发建设，项目地处上海，经营业态主要为商业及办公房地产开发。海门路 55 号地块项目现名上海星港国际中心，

⁸ 本次收购前，星外滩公司系该公司联营企业，公司和威旺置业持股比例分别为 50%，不纳入合并范围。

项目资金来源为自有资金，2017 年末结构和塔楼幕墙已经基本完成，未进行销售，尚未产生收益。截至 2019 年 2 月末，随着该公司持有的星外滩公司 100% 股权完成出售，海门路 55 号地块项目也随之完成转让。

(3) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上港集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年，受益于规模效应，该公司盈利能力有所提升。公司实现毛利 126.15 亿元，同比增长 33.74%，其中，集装箱装卸业务为公司贡献毛利占比 59.62%。同期综合毛利率较上年增加 3.63 个百分点至 33.71%，其中，散杂货装卸业务毛利率波动较大，较上年大幅提升 10.99 个百分点，主要系散杂货装卸业务经营结构优化所致。2018 年前三季度，公司实现毛利 73.97 亿元，较上年同期下降 2.92%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度
营业收入合计（亿元）	295.11	313.59	374.24	260.84
毛利（亿元）	97.90	94.33	126.15	73.97
期间费用率（%）	10.83	10.59	10.79	12.08
其中：财务费用率（%）	2.88	2.29	2.72	3.33
全年利息支出总额（亿元）	10.26	9.14	13.09	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.57	0.66	4.04	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司期间费用分别为 31.95 亿元、33.20 亿元和 40.38 亿元，期间费用率近三年基本持平，期间费用控制较为得当。公司期间费用以管理费用为主，同期管理费用分别为 23.34 亿元、25.60 亿元以及 29.31 亿元，占比期间费用分别为 73.05%、77.11% 以及 72.58%，主要由人工费用、折旧费用以及文化宣传费用等构成。同期，财务费用分别为 8.49 亿元、7.19 亿元以及 10.18 亿元，其中 2017 年增幅较大系因公司发行美元可交换债所致。

2018 年前三季度，该公司期间费用⁹为 31.51 亿元，期间费用率为 12.08%。期间费用率较上年同期增加 1.21 个百分点。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	22.61	34.62	46.55
其中：对合营、联营企业的投资收益（亿元）	17.15	28.52	16.72
将星外滩公司纳入合并、邮储银行由权益法转为成本法核算合计投资收益（亿元）	-	-	17.48
处置招商银行股票（亿元）	-	-	3.80
营业外收入（亿元）	13.03	7.88	26.75
其中：政府补助（亿元）	9.32	4.83	0.27
邮储银行投资成本小于可辨认净资产公允价值份额确认的损益（亿元）	-	-	25.00
上海市体育局参赛奖励等（亿元）	-	0.35	0.61

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

2017 年，该公司投资收益增长成为利润的大幅增长的重要支撑，当年投资收益主要包括收购星外滩公司剩余 50% 股权、将对邮储银行投资转为长期股权投资合计增加公司投资收益 17.48 亿元，处置招商银行股票收益 3.80 亿元，以及对上海银行和邮储银行权益法下确认投资收益 12.95 亿元。同期，公司主营业务以外的营业外收入规模有所上升，主要系邮储银行投资成本小于可辨认净资产公允价值份额确认的损益 25.00 亿元。此外，2017 年公司获得的营业外收入中政府补助明显减少，主要系根据 2017 年财政部修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》会计准则，将与公司日常活动相关的政府补助调整至“其他收益”所致，当年公司实现其他收益 6.54 亿元。当期，公司实现净利润为 128.46 亿元，较上年增长 58.83%。从资产获利能力来看，2017 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.99% 和 17.68%，分别较上年提高 2.97 和 5.74 个百分点，公司资产收益情况良好。

2018 年前三季度，该公司实现投资净收益 33.78 亿元，主要来自邮储银行以权益法核算的投资收益 18.70 亿元。

（4）运营规划/经营战略

根据该公司编制的上港集团“十三五”发展规划，公司主要聚焦建成上海国际航运中心，继续保持母港集装箱吞吐量世界第一，建设智慧港口、绿色港口、科技港口、效率港口为目标，并积极参与自由贸易区建设。在港口作业方面，该公司将加大力度实施智慧港口、绿色港口的实施工作，并通过拓展洋山支线泊位、港航道通过能力研究方案、码头更新改造等重大建设项目提升港口效率。公司还将加快平台建设，促进港口服务功能拓展。在国际战略方面，公司加快推进相关工作，落实与中远海运集团在海外项目上的合作工作，积极

⁹ 为保持各期期间费用计算口径一致，2018 年前三季度的期间费用仍包含研发费用。

参与国家“一带一路”国际合作倡议。此外，公司还将认真探索建设自由贸易港的相关研究，积极响应十九大报告中提出的相关内容。公司的运营规划以及经营战略与国家港口行业发展政策相吻合，有利于公司经营战略的实施。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为我国最大的港口股份制企业，控股股东和实际控制人均为上海市国资委，产权结构清晰。公司法人治理结构基本健全，日常经营和管理独立性较强。公司建有较为完备的内部管理制度，组织机构设置合理，能够适应和满足日常经营管理及战略发展的需要。公司经营管理规范，运营管理效率高。

(1) 产权关系

截至2018年9月末，该公司控股股东为上海市国资委，直接持有公司31.36%的股权。公司股东中上海同盛投资（集团）有限公司、上海城投（集团）有限公司、上海国际集团有限公司和上海国有资产经营有限公司的实际控制人均为上海市国资委，因此上海市国资委直接及间接持有上港集团44.38%的股权，是公司的控股股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

图表 15. 公司产权状况表

股东名称	股份类别	股东性质	截至2018年9月末	
			数量（股）	比例（%）
上海市国有资产监督管理委员会	无限售条件	国家	7,267,201,090	31.36
亚吉投资有限公司	无限售条件	境外法人	5,827,677,572	25.15
中国远洋海运集团有限公司	无限售条件	国有法人	3,476,051,198	15.00
上海同盛投资(集团)有限公司	无限售条件	国有法人	1,125,271,248	4.86
上海城投(集团)有限公司	无限售条件	国有法人	975,471,600	4.21
上海国际集团有限公司	无限售条件	国有法人	741,818,800	3.20
中国证券金融股份有限公司	有限售条件	其他	692,893,730	2.99
长江养老保险股份有限公司	无限售条件	其他	418,495,000	1.81
招商局港口发展(深圳)有限公司	无限售条件	其他	374,884,614	1.62
上海国有资产经营有限公司	无限售条件	国有法人	172,814,922	0.75
合计	—	—	21,072,579,774	90.95

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

(2) 公司治理

该公司设有股东大会、董事会、党委和监事会，董事会下设有战略委员会、审计委员会、预算委员会、提名、薪酬与考核委员会等，并制定了相应的实施细则。公司还制定了独立董事工作制度，为独立董事发挥专业、独立的监

督作用提供了制度性安排。公司组织架构见附录二。

根据《公司章程》，该公司董事会对股东大会负责，股东大会由 9 名董事组成，其中职工代表董事 1 名，独立董事 3 名。公司设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司党委会设党委书记 1 人，纪委书记 1 人，党委副书记、党委委员、纪委副书记、纪委委员的职数按上级党组织批复设置，并按照党内有关规定产生。公司党委书记、董事长原则上由 1 人担任。公司设总裁 1 名，副总裁若干名，均由董事会聘任或解聘。公司监事会由 5 名监事组成，设主席 1 名，副主席 1 名，监事会主席和副主席由监事会以及全体监事的过半数选举产生。截至 2019 年 3 月末，公司监事会实际由 4 名监事组成，尚缺一监事。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司法人治理结构清晰，三会齐全，能满足公司日常运营需要。

该公司根据自身经营管理的需要设置职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门之间在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，同时也能保持协作顺畅。截至 2018 年 9 月末，公司拥有合并范围内的子公司共 119 家。

在子公司管理方面，该公司通过委派董事、监事、财务人员等方式，对各子公司行使出资人的投资收益、重大决策和选择经营管理者等权利，并建立了子公司三级管理制度。公司以产权为中心、产业链为纽带，通过成员企业经营业务考核机制实现对全资及控股子公司的管理。

该公司与部分关联方之间存在少量关联交易，主要涉及工程施工、资产租赁、委托贷款、对外担保、受托运营、资产转让等，但由于关联交易、担保金额相对较小，对公司经营业绩影响小。截至 2018 年 9 月末，公司不存在关联占用资金问题。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司制定了《上海国际港务（集团）股份有限公司内部控制制度》，为确保公司及下属企业的筹资、投资、经营活动等经济活动的合法、安全、有效提供了制度保障。

在财务预算管理方面，该公司实行全面预算管理。公司采取“自下而上”和“自上而下”两个过程，经综合平衡后最终完成全面预算。公司本部每月核实下属企业的财务预算完成情况，每季度进行一次财务预算执行情况分析，对没有达到预算进度的企业进行详细了解 and 辅导，制定出相应的措施，确保预算完成的时间进度。

针对对外担保，该公司在担保对象、担保金额、担保程序以及反担保等方面都作了详细的规定，下属全资子公司无权独立对外进行担保、抵押。同时公司监事对或有负债实行监督。

该公司不断完善内控风险管理，增强了风险管理意识，进一步加强了公司内部风险控制；完成了公司《管理制度手册》的修订，建立了包括治理基本管理制度、分类业务综合管理制度和具体业务管理规章三个层次共 111 个制度文件，形成了公司完善的规章制度体系。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司实行资金集中统一管理。公司资产财务部统一调度和管理集团内的资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高了资金在整个集团内的利用效率，保障了大型投资项目所需资金。

在对外投资管理方面，该公司制定了详细的投资管理制度，包括投资原则、投资控制制度、投资管理组织形式、投资决策程序、投资项目和企业的检查汇报制度等。公司进一步建立健全了重大投资授权审批制度，将对外投资权收归集团本部控制。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2019 年 4 月 1 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

图表 16. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/04/01	无
重大不良行为	公开信息披露	2018/09/30	无

资料来源：根据上港集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司资本实力雄厚，资产质量较高，偿债能力极强。公司主业现金回笼能力较强，且持有的现金类资产较充裕，能够为到期债务偿付提供支持。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。公司针对 2017 年施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会

[2017]13号)、《企业会计准则第16号——政府补助》(财会[2017]15号)和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30号)的相关规定进行了会计政策变更。

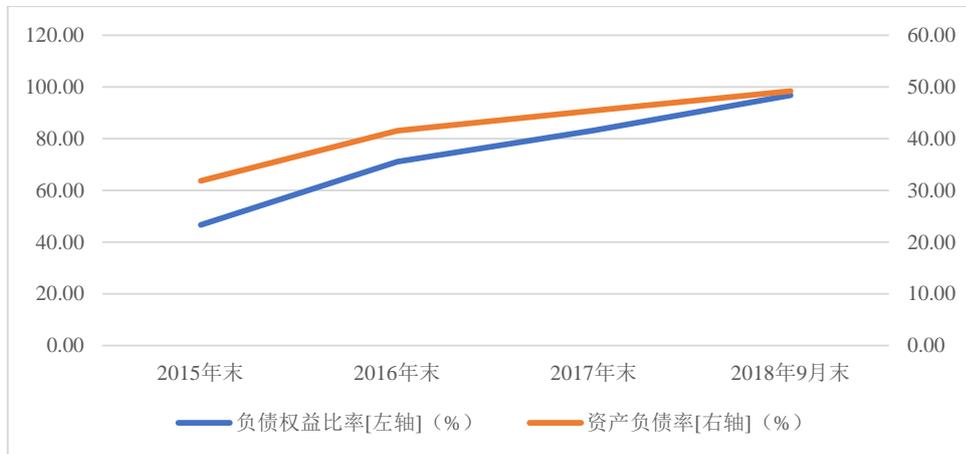
2017年该公司以231.74亿股作为基数,每10股派发现金红利1.56亿元(含税),并于2017年7月18日完成2016年度利润分配实施工作。

截至2018年9月末,该公司共有合并范围企业119家,其中2018年新增合并范围企业5家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
负债权益比率[左轴] (%)	46.72	71.14	83.29	96.83
资产负债率[右轴] (%)	31.84	41.57	45.44	49.20

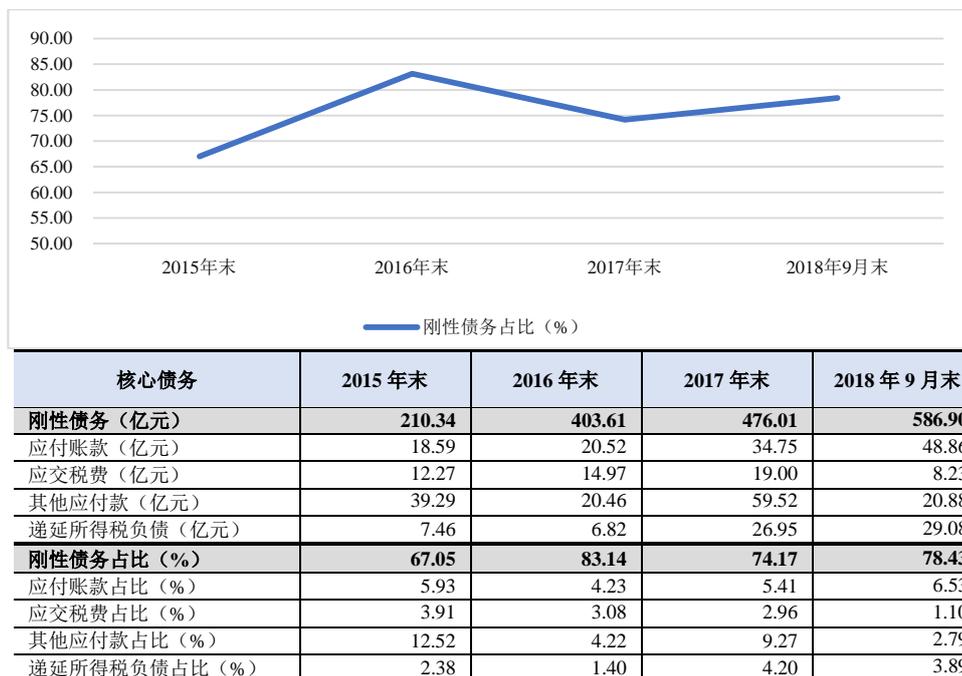
资料来源:根据上港集团所提供数据绘制。

2015-2018年9月末,该公司资产负债率逐年上升,负债经营程度仍较低。2015年末以来,公司负债权益比率显著上升,主要是2016年公司发行80亿元公司债券及2017年发行65.34亿元可交换美元债,使刚性债务规模短期内迅速扩张,导致负债权益比率大幅上升。

该公司权益资本补充能力较强。2015-2018年9月末,公司所有者权益分别为671.45亿元、682.38亿元、770.56亿元及772.80亿元。公司所有者权益逐年增长,主要来源于公司经营积累等。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据上港集团所提供数据绘制。

从债务结构来看，近年来该公司债务主要集中在刚性债务，2015 年末以来刚性债务规模逐年上升。除刚性债务外，公司主要负债为应付账款、应交税费、其他应付款及递延所得税负债，2015 年末以来主要债务构成未发生重大变化。公司应付账款主要由港口装卸及物流业务产生款项和工程款构成，随业务规模扩大，近年来应付账款规模逐年有所增加。2017 年末，应付账款较上年末增长 69.35%，主要系星外滩公司纳入合并范围，以及瑞泰公司房地产项目推进所产生的工程款增加所致。其他应付款近年来呈波动增长趋势，主要由工程设备款、职工安置款、保证金和股权转让款等款项产生。2017 年末，其他应付款较上年末大幅增长 190.85%，主要系星外滩公司尚未支付的股权转让款 41.99 亿元。2017 年末，公司递延所得税负债较上年末大幅上涨 295.16%，主要系星外滩公司资产评估增值所致。

2018 年 9 月末，该公司应付账款及应付票据为 48.86 亿元，较年初增长 40.62%，主要系公司下属子公司瑞泰公司和星外滩公司按工程建设进度计提了工作量所致。同期，公司预收账款为 21.70 亿元，较年初增长 114.98%，系瑞泰公司房产销售预售款增加所致。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	102.14	275.01	250.90	234.17
其中：短期借款	35.00	225.81	187.44	140.31

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
交易性金融负债	-	-	4.87	8.16
应付短期融资券	-	40.00	20.00	40.00
一年内到期的长期借款	37.13	6.95	36.40	43.26
应付利息	2.03	2.25	2.18	2.44
其他短期刚性债务	27.98	-	-	-
中长期刚性债务合计	108.20	128.61	225.11	352.73
其中：长期借款	107.19	47.92	85.40	208.60
应付债券	-	80.00	139.50	144.13
其他中长期刚性债务	1.01	0.69	0.22	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理（四舍五入后小数点后两位存在差异）。

从刚性债务期限来看，2015-2017 年末，该公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 48.56%、68.14% 和 52.71%，刚性债务期限结构有所变化，2016 年起公司主要以短期刚性债务为主，当年短期借款增至 225.81 亿元，含 140 亿元为公司子公司上港集团（香港）有限公司参与邮储银行 IPO 借入的过桥借款。同年，公司为补充流动资金共发行 40 亿元短期融资券，公司短期刚性债务占比上升。2017 年公司短期刚性债务较上年末有所下降，主要系公司发行的“16 沪港务 SCP001”以及部分短期借款到期兑付、归还所致。公司长期刚性债务主要为长期借款和应付债券，2017 年末较上年末增幅较大，主要融资用于归还银行借款，补充流动资金。2018 年 9 月末，公司大幅增加长期借款，长期刚性债务增幅较大。从刚性债务构成情况来看，公司主要通过银行借款和在境内外发行债券的方式融资。

截至 2018 年 9 月末，该公司银行借款余额为 348.91 亿元。同期末，公司存续期债券含 80 亿元公司债、40 亿元超短期融资券和 10 亿美元可交换公司债。其中，公司于 2016 年发行的 80 亿元公司债以及于 2017 年发行的 5 亿美元可交换公司债将于 2019 年面临投资者行使回售选择权，公司短期债务偿付压力有所增加。截至 2019 年 3 月末，发行规模为 25 亿元的 16 上港 01 已回售 18.06 亿元，待偿还债券本金余额为 6.94 亿元，票面利率仍为 3%。公司待偿还债券中含外币债券，面临一定的汇率波动风险。总体来看，公司刚性债务期限分布较合理，融资成本总体较低。但公司刚性债务规模持续增长，面临一定的偿还压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
营业周期（天）	90.39	110.31	250.85	-
营业收入现金率（%）	97.35	89.74	96.51	96.52
主营业务现金收支净额（亿元）	85.39	34.60	89.66	42.80
其他因素现金收支净额（亿元）	11.28	-14.24	6.45	0.58
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	96.67	20.36	96.11	43.37
EBITDA（亿元）	138.28	140.01	201.66	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.64	0.46	0.46	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.48	15.32	15.41	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业现金回笼能力总体较强。2015~2017年，公司销售商品、提供劳务所产生的现金流入呈波动上升趋势，分别为287.30亿元、281.43亿元以及361.16亿元，同期经营活动产生的现金流量净额分别为96.67亿元、20.36亿元以及96.11亿元。其中2016年净流入较低，主要系公司当期上缴国库历年港口建设费分成款结余19.20亿元，且房地产开发支出增加所致；2017年净流入大幅增加，主要系子公司瑞泰公司6号地块实现销售资金回笼39亿元所致。其他影响公司经营环节现金净流量的因素包括代收代付款项、政府补助、委托贷款的发放及收回等。2017年，公司营业周期较以前年度大幅拉长，主要系公司房地产开发业务使公司存货规模大幅增加，存货周转速度较往年下降，进而延长了营业周期。2018年前三季度，公司营业收入现金率与上年持平，经营环节现金流净额为43.37亿元。

该公司EBITDA主要由利润总额和固定资产折旧构成。得益于利润总额大幅增加，2017年以来公司EBITDA增幅较大。近两年刚性债务规模增加明显，EBITDA对刚性债务的覆盖程度较2015年有所下降。同期，EBITDA对利息支出覆盖程度有所提升，处于较高水平。

（2）投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.12	-136.93	35.81	-36.59
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-10.74	-7.47	-18.12	-8.50
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.06	0.41	0.46	0.18
投资环节产生的现金流量净额	-12.92	-143.99	18.15	-44.90

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

近年来，该公司投资活动现金流净额波动较大，其中2016年呈大额流出状态，主要系公司投资支付的现金大幅增加，当年子公司上港集团（香港）有限公司参与邮储银行IPO，投资支出138亿元所致；2017年，公司投资活动现金流净额由流出转向流入，主要系公司取得投资收益收到的现金大幅增加，同时投资支付的现金大幅下降所致。2017年，公司购入固定资产有装卸机械和建造冷库等。预计未来，投资环节现金流仍将有一定波动。

2018 年前三季度，该公司投资活动产生的现金流净额为-44.90 亿元，较上年同期下降 324.11%，主要系当期公司支付上海港政置业有限公司、上海盛港能源投资有限公司、上海同盛物流园区投资开发有限公司以及东方海外（国际）有限公司股权收购款所致。

（3）筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
筹资环节产生的现金流量净额	-61.06	129.44	-32.97	3.12

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

该公司资金来源主要为主业盈利、银行借款和债券发行。2016 年主要因公司筹集参与邮储银行 IPO 所需过桥借款 140 亿元，筹资活动净流入现金规模较大；2017 年，受债务融资规模小幅下降且公司加大还款力度影响，当年公司筹资活动现金呈净流出。2018 年前三季度，公司筹资活动产生的现金流呈现净流入主要系公司筹集用于支付东方海外（国际）有限公司股权收购款所致。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	189.92	237.47	502.66	552.26
	19.28	20.33	35.59	36.31
其中：现金类资产（亿元）	117.76	124.62	205.18	206.01
其中：货币资金（亿元）	115.37	122.39	202.68	206.01
应收款项（亿元）	24.21	27.39	23.95	32.01
存货（亿元）	34.34	62.12	244.85	279.45
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	795.23	930.38	909.69	968.86
	80.72	79.67	64.41	63.69
其中：长期股权投资（亿元）	200.92	227.04	340.02	392.50
固定资产（亿元）	355.15	346.88	329.88	320.43
无形资产（亿元）	136.35	137.81	138.81	148.28
期末全部受限资产账面金额（亿元）	15.23	18.59	174.51	-
受限资产账面金额/总资产（%）	1.55	1.59	12.36	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

该公司 2015-2018 年 9 月末资产总额分别为 985.15 亿元、1,167.85 亿元、1,412.35 亿元及 1,521.12 亿元。公司资产以非流动资产为主，近年来非流动资产占总资产的比例均在 60% 以上。

从资产具体构成来看，该公司的流动资产主要包括现金类资产、应收账款及存货。公司现金类资产常年处于较大规模，截至 2017 年末，货币资金账

面价值为 202.68 亿元，其中受限制的货币资金为 0.22 亿元。公司现金存量充裕，即期现金支付能力很强。近年来公司应收账款账面价值维持在较低水平，其中账龄在一年以内的应收账款为 23.37 亿元，占应收账款比例 97.58%。公司存货主要由房地产开发成本 230.93 亿元、房地产开发产品 10.81 亿元、库存商品 1.75 亿元及原材料 1.20 亿元等构成。其中，当年公司房地产开发成本增加，主要系合并企业星外滩公司期末存货 158.49 亿元纳入合并报表，当年末存货账面价值较上年末增长 249.17%。当年末，因长期借款抵押受限制的存货为 98.10 亿元。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。长期股权投资为公司对合营、联营企业的投资。2017 年末公司长期股权投资占资产总额比例 24.07%，较上年末增长 49.76%，主要系公司对邮储银行的核算由可供出售金融资产转为长期股权投资所致。公司固定资产主要包含港务设施、库场设施、装卸机械、房屋及船舶等，截至 2017 年末，公司为取得银行借款已抵押的房屋、船舶等账面价值为 64.59 亿元，占当年末固定资产账面价值比重不大。公司无形资产主要由土地使用权、球员技术以及软件使用权等构成。

2017 年末，该公司受限制资产包括货币资金 0.22 亿元、存货 98.10 亿元、固定资产 64.59 亿元、无形资产 0.65 亿元、长期应收款 7.91 亿元以及一年内到期的长期应收款 3.04 亿元。当年末公司受限制资产占总资产比重不大，对公司流动性及信用质量影响小。

2018 年 9 月末，该公司应收账款较年初增长 33.66%。同期末，在建工程为 6.01 亿元，较上年末增长 70.57%，主要系公司新纳入合并范围的上海同盛物流园区投资开发有限公司的在建工程增加所致。整体来看，公司资产结构较年初变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	102.59	70.00	131.99	155.69
速动比率 (%)	82.46	50.81	66.60	75.68
现金比率 (%)	63.61	36.74	53.88	58.07

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

近年来该公司总体资产流动性波动较大，受益于 2017 年流动资产的大幅增加，截至 2018 年 9 月末公司总体资产流动性呈现在较好水平。其中，公司速动比率增幅较小，主要系 2017 年以来存货增幅较大所致，而公司实际流动性与存货的去化速度相关程度较大，存货中房地产产品的去化速度将直接影响公司流动性水平。公司现金类资产存量较充裕，现金比率维持在较高水平，能对公司即期债务偿付提供支撑。

6. 表外事项

2018年9月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。在对外担保方面，公司对非关联企业不进行担保，截至2018年9月末，公司对关联企业担保余额为0.95亿元，占净资产的比例较小。

7. 集团母公司财务质量

该公司港口业务主要经营主体为集团母公司，房地产相关业务主要经营主体为旗下房地产相关子公司，故公司资产、负债在集团母公司的集中度处于较为平均水平。2017年末，集团母公司资产总额971.23亿元，占合并口径比例为68.77%。其中货币资金余额109.00亿元，占合并口径货币资金比例为53.78%，集团母公司货币资金存量较为充裕。同期末，母公司负债总额为326.11亿元，占合并口径负债总额比例为50.81%。其中刚性债务余额为261.47亿元，占合并口径刚性债务比例54.93%，母公司刚性债务压力可控。2017年，集团母公司实现营业收入61.02亿元，收入主要来源于公司港口装卸堆存业务。同期，集团母公司实现净利润73.91亿元，其中投资收益63.59亿元；经营性现金净流量41.73亿元。总体来看集团母公司资产质量较好，偿债能力极强。

外部支持因素

该公司资信状况极好，在直接和间接融资市场的融资能力均很强，融资渠道畅通，为公司发展提供了有力的资金支持。截至2018年9月末，公司已获得的银行综合授信额度为1,107.88亿元，尚未使用的综合授信额度为773.70亿元，可为公司债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	可用额度
全部（亿元）	1,107.88	334.18	773.70
其中：国家政策性金融机构（亿元）	190.00	80.68	109.32
工农中建交五大商业银行（亿元）	542.90	178.83	364.07
其中：大型国有金融机构占比（%）	66.15	77.66	61.19

资料来源：根据上港集团所提供数据整理（截至2018年9月末）。

债项信用分析

其他偿付保障措施

(1) 经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

2015-2017年，该公司营业收入分别为295.11亿元、313.59亿元及374.24

亿元，净利润分别为 78.65 亿元、80.88 亿元及 128.46 亿元。同期 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 13.48 倍、15.32 倍及 15.41 倍。公司盈利能力总体处于较好水平，可为本期债券的还本付息提供基本保障。

(2) 现金类资产存量较充裕

该公司现金类资产存量较充裕，能够满足日常资金周转和债务偿付的需要。2015-2017 年末，公司现金比率分别为 63.61%、36.74% 和 53.88%，处于较高水平。截至 2017 年末，公司现金类资产账面价值为 205.18 亿元，其中受限制的货币资金为 0.22 亿元，公司即期现金支付能力很强。

(3) 财务弹性较大

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有很强的融资能力，融资渠道畅通。截至 2018 年 9 月末，公司已获得的银行综合授信额度为 1,107.88 亿元，尚未使用的综合授信额度为 773.70 亿元。公司后续融资空间较大。

评级结论

该公司为国有控股企业，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，高管团队具有丰富的行业经验，能为核心业务的稳定发展提供支撑。公司是综合性港口服务企业，主营业务包括集装箱装卸业务、散杂货装卸业务、港口物流业务以及港口服务业务。近年来公司港口吞吐量持续增长，主营业务收入亦随之增长，主要业务收入来源于港口物流及集装箱装卸业务。其中集装箱装卸业务盈利能力强，随着洋山四期的开港，集装箱装卸业务有望进一步扩大。2017 年，公司因收购星外滩公司股权、取得邮储银行董事席位及专业委员会席位以及处置招商银行股票形成的大额投资收益对公司利润形成有力补充，但该部分归属于母公司的净利润不具备可持续性。

该公司资本实力仍然雄厚，负债经营程度较低，负债以刚性债务为主，存在一定偿付压力，但公司现金类资产储备较充裕，且经营活动现金流状态良好，整体债务偿付能力极强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

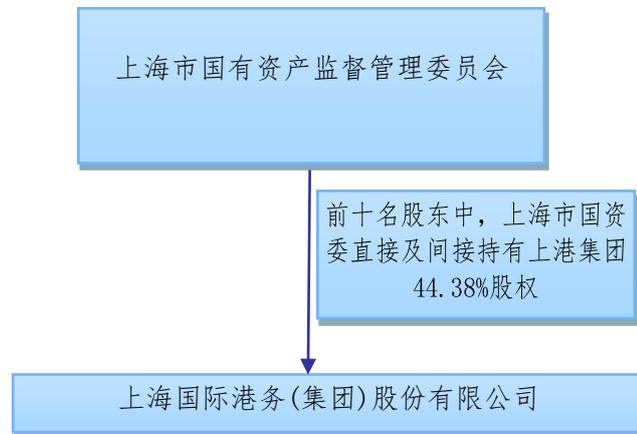
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

公司与实际控制人关系图

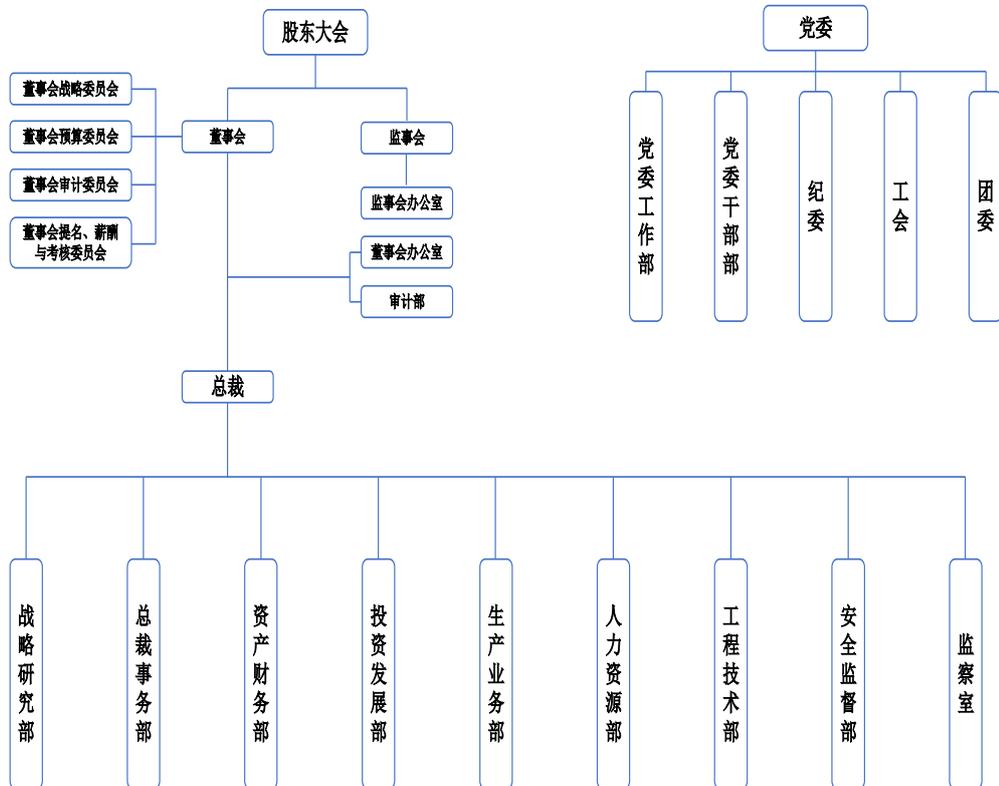


注¹：根据上港集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

注²：上海市国资委为公司实际控制人（控股股东），直接持有股份 31.36%。此外前十名股东中，同盛集团、上海城投、上海国际集团、上海国资经营的实际控制人均为上海市国资委，因此上海市国资委直接及间接持有上港集团 44.38% 的股权。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上港集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	2017年末母公司持股比例(%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)	
					营业收入(亿元)	扣非后归属于母公司股东的净利润(亿元)
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团	本公司	—	港口及相关服务	61.02	73.91
上海盛东集装箱码头有限公司	盛东公司	子公司	100.00	交通运输业	30.43	13.56
上海冠东国际集装箱码头有限公司	冠东公司	子公司	100.00	交通运输业	26.29	8.41
上海星外滩开发建设有限公司	星外滩公司	子公司	100.00	房地产	0.00	-0.07
上港集团瑞泰发展有限责任公司	瑞泰发展	子公司	100.00	房地产	36.74	7.32
上港集团物流有限公司	上港物流	子公司	100.00	交通运输业	94.74	3.09
上海浦东国际集装箱码头有限公司	集装箱公司	子公司	40.00	交通运输业	11.98	5.25
上港集团(香港)有限公司	上港香港	子公司	100.00	贸易	1.08	23.73
中国邮政储蓄银行股份有限公司	邮储银行	联营企业	4.13	金融业	2,248.64	476.83
上海银行股份有限公司	上海银行	联营企业	6.51	金融业	331.25	153.28

注：根据上港集团2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	985.15	1,167.85	1,412.35	1,521.12
货币资金 [亿元]	115.37	122.39	202.68	206.01
刚性债务[亿元]	210.34	403.61	476.01	586.90
所有者权益[亿元]	671.45	682.38	770.56	772.80
营业收入[亿元]	295.11	313.59	374.24	260.84
净利润[亿元]	78.65	80.88	128.46	59.85
EBITDA[亿元]	138.28	140.01	201.66	-
经营性现金净流入量[亿元]	96.67	20.36	96.11	43.37
投资性现金净流入量[亿元]	-12.92	-143.99	18.15	-44.90
资产负债率[%]	31.84	41.57	45.44	49.20
权益资本与刚性债务比率[%]	319.22	169.07	161.88	131.67
流动比率[%]	102.59	70.00	131.99	155.69
现金比率[%]	63.61	36.74	53.88	58.07
利息保障倍数[倍]	10.55	11.81	12.81	-
担保比率[%]	0.23	0.19	0.13	0.12
营业周期[天]	90.39	110.31	250.85	-
毛利率[%]	33.17	30.08	33.71	28.36
营业利润率[%]	29.09	29.40	35.29	28.44
总资产报酬率[%]	11.23	10.02	12.99	-
净资产收益率[%]	12.35	11.95	17.68	-
净资产收益率*[%]	11.50	11.53	17.72	-
营业收入现金率[%]	97.35	89.74	96.51	96.52
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	49.40	7.77	26.69	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.60	-30.94	20.27	-
EBITDA/利息支出[倍]	13.48	15.32	15.41	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.64	0.46	0.46	-

注：表中数据依据上港集团经审计的2015~2017年以及未经审计的2018年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货净额+期末存货净额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
股东权益比率%=负债合计/所有者权益合计
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《港口行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。