

上海国际港务（集团）股份有限公司
及其发行的 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03
公司债券

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100076】

评级对象: 上海国际港务(集团)股份有限公司及其发行的 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03 公司债券跟踪评级

	16 上港 01	16 上港 02	16 上港 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 22 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 25 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2015 年 10 月 21 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 5 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 7 月 5 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
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
刚性债务	155.71	208.75	261.47
所有者权益	582.01	608.34	645.12
经营性现金净流入量	21.95	-39.54	41.73
合并口径数据及指标:			
总资产	985.15	1,167.85	1,412.35
总负债	313.70	485.46	641.78
刚性债务	207.71	400.67	476.01
所有者权益	671.45	682.38	770.56
营业收入	295.11	313.59	374.24
净利润	78.65	80.88	128.46
经营性现金净流入量	96.67	20.36	96.11
EBITDA	138.28	140.01	201.66
资产负债率[%]	31.84	41.57	45.44
权益资本与刚性债务比率[%]	323.27	170.31	168.98
流动比率[%]	102.59	70.00	131.99
现金比率[%]	63.61	36.74	53.88
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	22.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.65	0.46	0.49

注:根据上港集团经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

宋联瑶 syy@shxsj.com
王琳璨 wlc@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海国际港务(集团)股份有限公司(简称上港集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03 公司债券的跟踪评级反映了 2017 年以来上港集团在行业地位、资产质量及财务状况等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在宏观经济、贸易形势及刚性债务等方面继续面临压力。

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:

- **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。
- **刚性债务偿还承压。**上港集团刚性债务尤其是短期借款、一年内到期长期借款及应付债券规模相对较大,存在一定的偿还压力。

➤ 未来展望

通过对上港集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03 公司债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 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

及其发行的 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03 公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海国际港务（集团）股份有限公司 2016 年第一期公司债券、2016 年第二期公司债券和 2016 年第三期公司债券（分别简称 16 上港 01、16 上港 02 及 16 上港 03）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上港集团提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对上港集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）核准（证监许可【2015】2657 号文），该公司获准发行不超过 100 亿元的公司债券，截至 2018 年 3 月末，公司已发行三期公司债，合计发行金额 80.00 亿元。公司 5 年以来发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 5 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	当前余额	本息兑付情况
美元可交换公司债券	5 亿美元	5 年	0.00	2017-08-10	5 亿美元	尚未到期
美元可交换公司债券	5 亿美元	4 年	0.00	2017-08-10	5 亿美元	尚未到期
18 沪港务 SCP001	20.00	270 天	4.25	2018-04-26	20.00	尚未到期
18 沪港务 SCP002	20.00	270 天	4.25	2018-04-26	20.00	尚未到期
17 沪港务 SCP001	20.00	270 天	4.15	2017-10-27	20.00	尚未到期
16 上港 03	25.00	5 年	2.95	2016-07-13	25.00	尚未到期，按时付息
16 上港 02	30.00	5 年	3.08	2016-06-02	30.00	尚未到期，按时付息
16 上港 01	25.00	5 年	3.00	2016-01-22	25.00	尚未到期，按时付息
16 沪港务 SCP001	40.00	270 天	2.65	2016-08-24	—	已还本付息
13 上海港 CP001	30.00	1 年	4.02	2013-03-07	—	已还本付息

资料来源：上港集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度,全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦,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。

主要发达经济体中,美国经济、就业表现依然强劲,美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大,税改计划落地,特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦,房地产和资本市场仍存在泡沫风险;欧盟经济复苏势头向好,通胀改善相对滞后,以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松规模减半,将继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,通胀回升有所加快,而增长基础仍不稳固,超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中,经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体;印度经济仍保持中高速增长,前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转;俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好,巴西经济已进入复苏,两国央行均降息一次以刺激经济;南非经济仍低速增长,新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度,我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长态势。

国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落,就业形势总体较好;居民收入增长与经济增长基本同步,消费稳定增长,消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变;房地产投资带动的固定资产投资回升,在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强,而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变;进出口增长强劲,受美对华贸易政策影响或面临一定压力;工业企业生产增长加快,产业结构升级,产能过剩行业经营效益提升明显,高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进,新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下,我国积极财政政策取向不变,赤字率下调,财政支出聚力增效,更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜;防范化解地方政府债务风险持续,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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

2017年以来，受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬以及消费稳定增长等因素影响，我国港口货物吞吐量持续上涨，且增速明显回升；港口行业建设投资增速出现分化，沿海港口建设趋于理性，投资增速继续放缓，但内河港口仍维持较高增速。2018年，国际经济环境预计复苏缓慢，同时我国将继续推进经济结构转型和去产能等供给侧改革工作，我国港口行业预计将保持低速增长的发展态势。

A. 行业概况

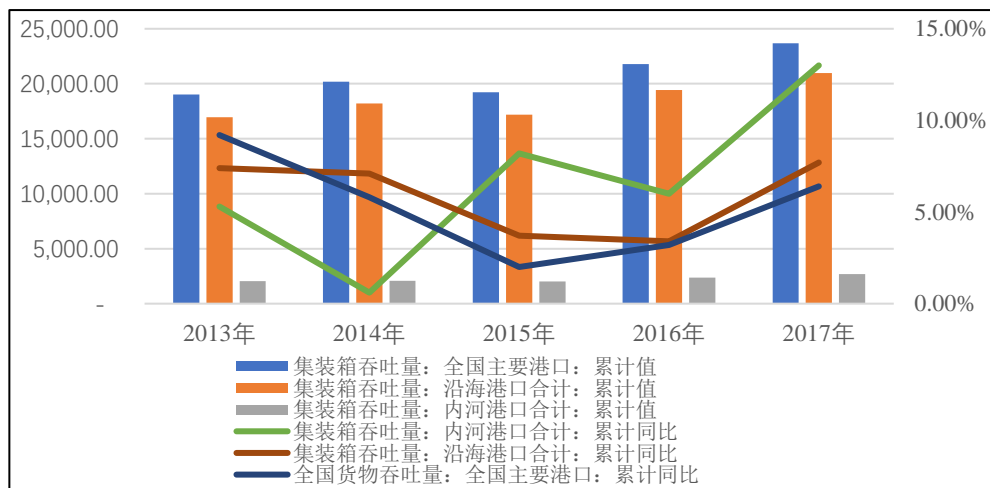
2017年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势，随着我国经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来将有望长期保持中高速稳增长态势。初步核算，2017年我国实现国内生产总值82.71万亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%；同期，我国对外贸易经济形势扭转了2015-2016年的负增长态势，实现进出口金额27.79万亿元，同比增长14.2%；我国港口货物吞吐量也随之继续上涨且增速明显回升，同期我国主要港口完成货物吞吐量126.44亿吨，同比增长6.88%，增速较上年同期上升3.68个百分点。

我国港口按所在区域归属于内地或是沿海岸线划分为沿海港口和内河港口。2017年度,我国主要沿海港口完成货物吞吐量 86.25 亿吨,同比增长 6.73%,增速较上年同期上升 3.59 个百分点。同年,我国内河主要港口完成货物吞吐量 40.19 亿吨,同比增长 7.20%。

在货种结构上,我国港口的吞吐货种主要分为散杂货和集装箱两大类。从散杂货结构来看,金属矿石、煤炭、石油、矿建材料和钢铁一直是我国散杂货业务前五大货种。2017 年以来,我国大宗商品价格在年初时略有回落,但在年中开始回涨,未来将表现为震荡上扬的态势,预计能够为我国港口货物吞吐量的增长提供一定支撑。

在集装箱方面,2017 年,我国主要港口集装箱吞吐量为 2.37 亿 TEU,同比增长 8.63%,增速较上年同期上升 4.62 个百分点。未来,全球经济形势预计将继续回暖,再加上我国各大港口“散改集”工作的推进对集装箱货源的补充,我国港口集装箱吞吐量预计将保持较好的发展态势。

图表 2. 我国港口集装箱吞吐情况 (单位: 万 TEU、%)



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

在港口建设投资方面,2017 年,我国沿海港口继续放缓建设步伐,建设投资仍为负增长,当期累计投资 661.09 亿元,同比下降 23.03%,较上年同期扩大 17.35 个百分点;同期,我国内河建设投资 554.47 亿元,同比增长 3.30%,增速较上年同期上升 5.09 个百分点,主要是长江经济带综合立体交通走廊、江海联运等建设的推动。总体来看,我国港口行业投资建设出现分化,大部分沿海港口已趋于理性,但随着我国各地港口资源整合工作的不断深入,以及船舶大型化趋势的有增无减,我国在新建大型泊位、改造现有泊位等方面的投资预计将会有所扩大。

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的发展均发挥着至关重要的作用,在我国近年来大力实施的“一带一路”和“长江经济带”国家发展战略中,被赋予了重要的战略性地位。2017 年以来,我国交通

交通运输部等部门继续对港口各相关领域颁布了多项政策扶持和管控政策，在提高集疏运效率、缓解资源浪费并改善竞争环境等方面提供了许多助力；同时，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

图表 3. 近年来国家层面主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称
2018年2月5日	交通运输部	《港口工程建设管理规定》
2017年12月28日	国务院	《中华人民共和国船舶吨税法》
2017年7月20日	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》
2017年5月19日	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16日	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3日	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，但区域间存在较强竞争。2017年以来，我国港口资源整合的步伐加快，除了以省政府作为唯一的实施主体、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，港口行业资源整合优化了我国港口区域内竞争环境，提高了港口资源的利用效率，“一省一平台”的模式亦使得我国港口的竞争格局正在向大型化和集团化方向发展。

经营方面，港口行业个体企业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）港口发展方向和功能定位主要取决于国家港口规划，港口在港口群中的地位、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内部，如果同一港口内经营主体较多，市场竞争越激烈，货物分流压力越大。（4）腹地是决定港口企业发展的核心因素。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。（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）货种结构上，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）港口企业收费机制目前日益市场化，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。

总体来看，在港口行业资源大整合的背景下，我国港口行业内企业的竞争

环境得以优化，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的下调压力，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，使得港口行业未来的资本性支出预计将保持一定增速。

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年以来，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。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。2017年以来，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

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，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显示，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。跟踪期内，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完成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 4. 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、商务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 5. 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
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)多元化发展分析。

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。

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9.14%；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 6. 公司主营业务量情况

业务量	2015 年度	2016 年度	2017 年度
货物吞吐量（万吨）	51,332.60	51,400.00	56,100.00
集装箱吞吐量（万 TEU）	3,653.70	3,713.30	4,023.30
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”）、上海银行以及上海国际航运服务中心开发等项目。

图表 7. 2017 年度公司重大投资情况（单位：亿元、%）

项目	跟踪期内投资	跟踪期内收益	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	52.42	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	62.63	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：HK1658）；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 2017 年末，邮储银行资产总额 90,125.51 亿元；当期，实现营业收入 2,248.64 亿元，实现净利润 511.11 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¹。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。

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。

¹ 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。

图表 8. 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

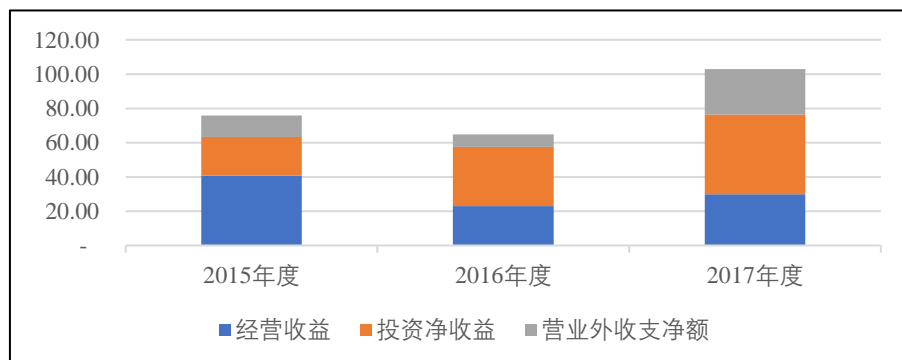
上海长滩项目由瑞泰公司开发建设，项目地处上海，经营业态主要为住宅、写字楼、商城，目前在建。截至 2017 年末，该项目在建建筑面积为 57.10 万平方米，已竣工面积为 17.90 万平方米。2017 年可供出售面积为 9.13 万平方米，预售面积为 8.83 万平方米。其中，预售的 8.83 万平方米系上海长滩项目 6 号地块系住宅项目，已于 2017 年 7 月开盘实现销售，预售面积已售罄，实现收入 36.70 亿元。2017 年该地块为公司实现收益 7.32 亿元。

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。该项目资金来源为自有资金，目前正在建设之中，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，项目资金来源为自有资金，目前结构和塔楼幕墙已经基本完成，未进行销售，尚未产生收益。

（3）盈利能力

图表 9. 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，受益于公司规模效应，公司盈利能力有所提升。公司实现毛利 126.15 亿元，同比增长 33.73%，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。

图表 10. 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
营业收入合计（亿元）	295.11	313.59	374.24
毛利（亿元）	97.90	94.33	126.15
期间费用率（%）	10.83	10.59	10.79
其中：财务费用率（%）	2.88	2.29	2.72
全年利息支出总额（亿元）	11.72	10.74	11.23
其中：资本化利息数额（亿元）	0.44	0.61	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。

图表 11. 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
星外滩、邮储银行合计投资收益（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，其中主要包括星外滩增加公司净利润 16.98 亿元、邮储银行增加公司净利润 19.80 亿元，以及处置招商银行股票收益 3.80 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，公司政府补助逐年减少，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。

(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。在国际化战略方面，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

跟踪期间，该公司全面推进与中远海运集团的战略合作，产权结构发生变化。公司部分董事、监事、高级管理人员发生人员变动，但不影响整体运营。

跟踪期内，该公司股东上海同盛投资（集团）有限公司（简称“同盛投资”）将其持有的 34.76 亿股股份（占公司总股本比例 15.00%）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”）。2017 年末，公司股权转让过户手续已办理完毕，中国远洋海运集团成为公司第三大股东。截至 2017 年末，公司实际控制人仍系上海国有资产监督管理委员会，直接及间接持有公司股权共计 44.38%。公司实际控制人关系图详见附录一。

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 2017 年末，公司不存在关联方占用资金问题。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 4 月 8 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

图表 12. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2018/4/8	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/8	正常
工商	国家企业信用信息公示系统、企业提供	2018/4/8	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充裕、可变现资产丰富，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。跟踪期内，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》的相关规定进行了会计政策变更。

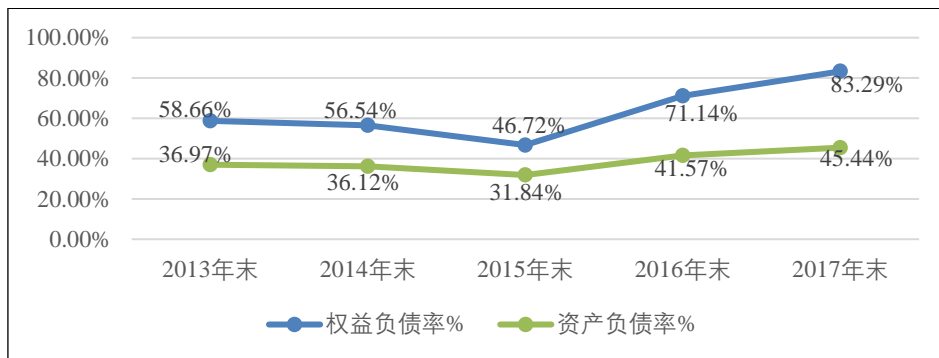
截至 2017 年末，该公司共有合并范围企业 114 家，其中新增合并范围企业 3 家，注销企业 4 家。新增合并范围中含 2 家新设立子公司以及非同一控制下星外滩公司的合并。

跟踪期内，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。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



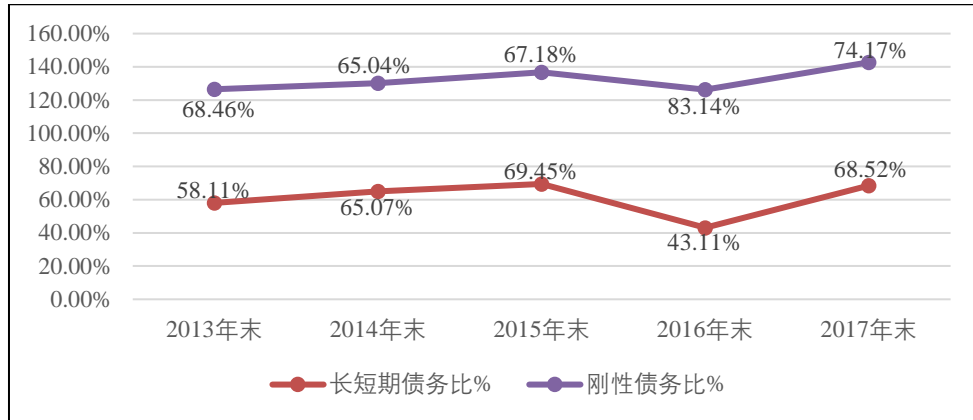
资料来源：根据上港集团所提供数据绘制。

2015-2017 年末，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，公司权益负债率显著上升，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，导致权益负债率大幅上升。

该公司权益资本补充能力较强。2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 671.45 亿元、682.38 亿元及 694.84 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 14. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	210.75	403.61	476.01
应付账款 (亿元)	18.59	20.52	34.75
其他应付款 (亿元)	39.29	20.46	59.52
递延所得税负债 (亿元)	7.46	6.82	26.95
刚性债务占比 (%)	67.18	83.14	74.17
应付账款占比 (%)	5.93	4.23	5.41
预收账款占比 (%)	12.52	4.21	9.27
其他应付款占比 (%)	2.38	1.40	4.20

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 年末以来逐年上升。除刚性债务外，公司主要负债为应付账款、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。

(3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	102.55	275.01	250.90
其中：短期借款	35.00	225.81	187.44
应付票据	-	-	-
交易性金融负债	-	-	4.87
应付短期融资券	-	40.00	20.00
一年内到期的长期借款	37.54	6.95	36.40
应付利息	2.03	2.25	2.18

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末
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
其中：长期借款	107.19	47.92	85.40
应付债券	-	80.00	139.50
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。

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 48.66%、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。从刚性债务构成情况来看，公司主要通过银行借款和发行境内外公司债券的方式融资。截至 2017 年末，公司银行借款余额为 309.24 亿元，其中包含信用借款 188.18 亿元，占比 60.85%。公司存续期债券含 80 亿元公司债和 10 亿美元可交换公司债。公司待偿还债务融资工具中含外币债券，面临一定的汇率波动风险。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 16. 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
营业周期（天）	90.40	94.86	250.85
营业收入现金率（%）	97.35	89.74	96.51
业务现金收支净额（亿元）	85.39	34.60	89.66
其他因素现金收支净额（亿元）	11.28	-14.24	6.45
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	96.67	20.36	96.11
EBITDA（亿元）	138.28	140.01	201.66
EBITDA/刚性债务（倍）	0.65	0.46	0.49
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.48	15.32	22.30

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，其中 2016 年流入较低，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 亿元所致；2017 年流入大幅增加，主要系子公司瑞泰公司 6 号地块实现销售款 39 亿元所致。其他因素现金收支净流入主要系公司代收代付款项、政府补助款项等。当年，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。

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 对利息支出形覆盖程度有所提升，处于较高水平。

(2) 投资环节

图表 17. 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
回收投资与投资支付净流入额	-2.12	-136.93	35.81
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
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.06	0.41	0.46
投资环节产生的现金流量净额	-12.92	-143.99	18.15

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主要系子公司上港集团（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，主要系公司投资收益收到的现金大幅增加所致。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，随着公司对星外滩公司收购款的后续支付，投资环节仍将有一定波动。

(3) 筹资环节

图表 18. 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
权益类净融资额	4.18	-	-
债务类净融资额	-12.07	106.52	-17.92
筹资环节产生的现金流量净额	-61.06	129.44	-32.97

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。

4. 资产质量

图表 19. 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
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	189.92	237.47	502.66
	19.28	20.33	35.59
其中：现金类资产（亿元）	115.37	122.39	202.68
应收款项（亿元）	24.21	27.39	23.95
存货（亿元）	34.34	62.12	244.85
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	795.23	930.38	909.69
	80.72	79.67	64.41
其中：长期股权投资（亿元）	200.92	227.04	340.02
固定资产（亿元）	355.15	346.88	329.88
无形资产（亿元）	136.35	137.81	138.81
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 2015-2017 年末资产总额分别为 985.15 亿元、1,167.85 亿元及 1,412.35 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，现金类资产账面价值为 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 1.82 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小。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小，对公司流动性及信用质量影响小。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 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
流动比率 (%)	102.59	70.00	131.99
速动比率 (%)	82.46	50.81	66.60
现金比率 (%)	63.61	36.74	53.88

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，截至 2017 年，受益于公司流动资产的大幅增加，总体资产流动性呈现在较好水平。其中，公司速动比例增幅较小，主要系当期存货增幅较大所致，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

跟踪期内，该公司无未决诉讼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 2017 年末，公司对关联企业担保余额为 0.98 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

跟踪期内，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，融资渠道通畅，为公司发展提供了有力的资金支持。截至 2017 年末，

公司已获得的银行借款综合授信额度为 1,035.20 亿元，尚未使用的综合授信额度为 730.01 亿元，可为公司债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。

图表 21. 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）	1,035.20	305.19	730.01
其中：国家政策性金融机构（亿元）	190.00	97.01	92.99
工农中建交五大商业银行（亿元）	562.20	165.86	396.34
其中：大型国有金融机构占比（%）	72.66	86.13	67.03

资料来源：根据上港集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

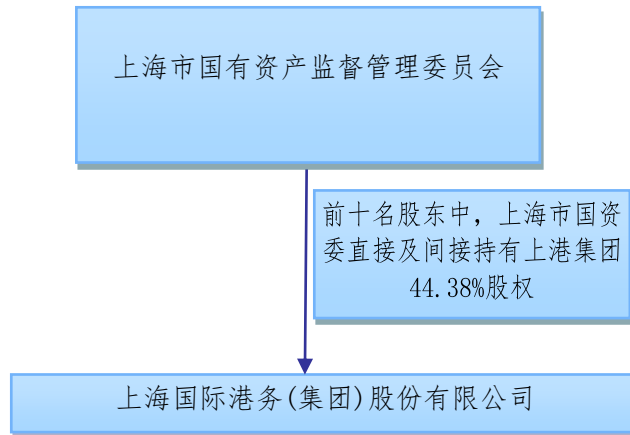
该公司为国有控股企业，产权结构清晰。公司法人治理结构健全，高管团队具有丰富的行业经验，能为核心业务的稳定发展提供支撑。该公司是综合性港口服务企业，主营业务包括集装箱装卸业务、散杂货装卸业务、港口物流业务以及港口服务业务。近年来公司港口吞吐量持续增长，主营业务收入亦随之增长，主要业务收入来源于港口物流及集装箱装卸业务。其中集装箱装卸业务盈利能力强，随着洋山四期的开港，集装箱装卸业务有望进一步扩大。跟踪期内，公司因收购星外滩公司股权、取得邮储银行董事席位及专业委员会席位以及处置招商银行股票形成的大额投资收益对公司利润形成有力补充，但该部分归属于母公司的净利润不具备可持续性。

跟踪期内，该公司资本实力仍然雄厚，负债经营程度较低，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为充裕，且经营活动现金流状态良好，整体债务偿付能力极强。

本评级机构仍将持续关注：（1）我国进出口贸易、物流情况变化对该公司经营的影响；（2）我国其他港口尤其是上海港周边港口的发展；（3）公司港口物流及港口服务发展情况；（4）公司股权投资进展；（5）公司地产项目进展。

附录一：

公司与实际控制人关系图

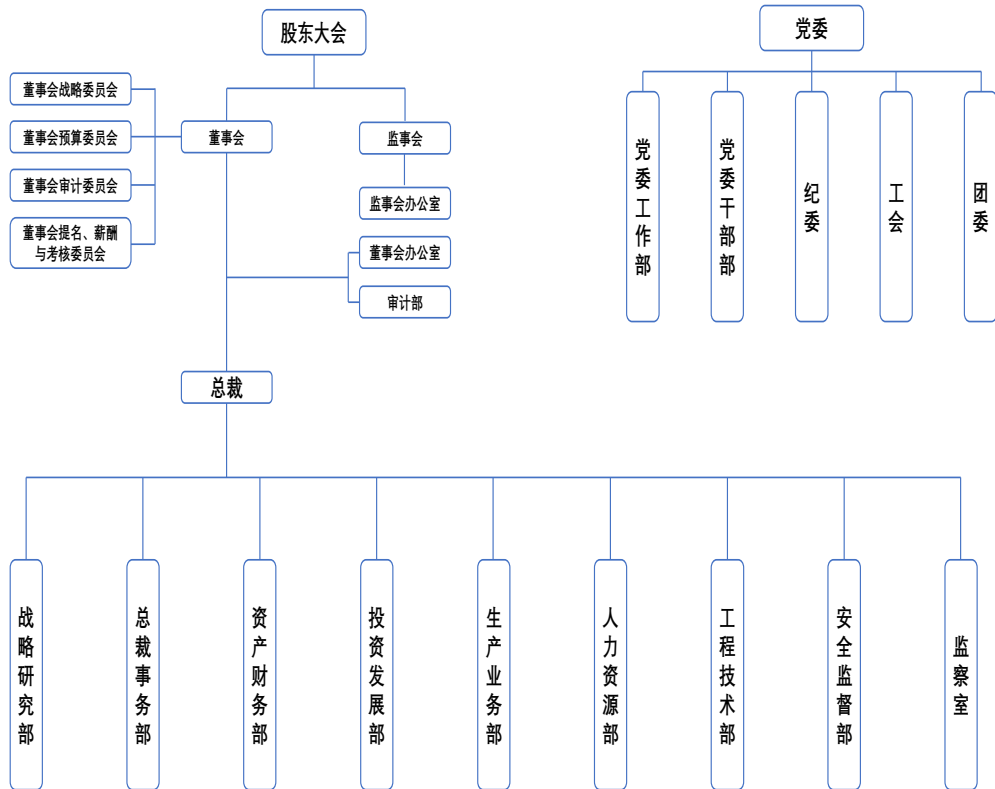


注¹：根据上港集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

注²：跟踪期内，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：根据上港集团公司提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	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
资产总额 [亿元]	985.15	1,167.85	1,412.35
货币资金 [亿元]	115.37	122.39	202.68
刚性债务[亿元]	207.71	400.67	456.01
所有者权益[亿元]	671.45	682.38	770.56
营业收入[亿元]	295.11	313.59	374.24
净利润[亿元]	78.65	80.88	128.46
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
投资性现金净流入量[亿元]	-12.92	-143.99	18.15
资产负债率[%]	31.84	41.57	45.44
权益资本与刚性债务比率[%]	323.27	170.31	168.98
流动比率[%]	102.59	70.00	131.99
现金比率[%]	63.61	36.74	53.88
利息保障倍数[倍]	10.55	11.81	12.81
担保比率[%]	0.28	0.19	0.16
营业周期[天]	90.40	94.86	250.85
毛利率[%]	33.17	30.08	33.71
营业利润率[%]	29.09	29.40	35.29
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*[%]	11.82	11.53	17.72
营业收入现金率[%]	97.35	89.74	96.51
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	22.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.65	0.46	0.49

注：表中数据依据上港集团经审计的2015~2017年度财务数据整理、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/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%

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、CCC 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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。