

上港集团 (600018)

证券研究报告

2017年03月05日

百年大计百亿利润，混改丝路战略要冲！

自身转型叠加城市建设，土地开发将持续。公司于黄浦江畔拥有多个码头，但随着近年码头吞吐量逐渐扩大，一方面难以顺应船舶大型化趋势，另一方面，随着洋山港四期码头将于2017年底投入使用，我们判断市内港口装卸业务将可以由外高桥与洋山港消化，从而使得这些港口土地可作他用。从市政规划角度来看，上海地区寸土寸金，近年来各区皆有工业向生活的转型意图，我们认为在此进程之中，上港集团若将市内港区进行开发，亦符合区域转型方向，而公司在其中很有可能扮演开发商+市政建设者的双重角色。

现有四大开发项目，业绩贡献至2020。细数上港集团现有的地产项目，北外滩的汇山路、星外滩项目利润为合资，以投资收益形式呈现，2017-2019三年主力项目为利润总额接近120亿元的宝山上海长滩商住项目（自行开发），其中17年释放业绩预计在30-35亿元。在此之后，预计军工路退二进三项目（自行开发）亦将在2020年左右进入收获期，我们估算项目总利润体量在30亿元左右。

未开发土地面积大于现有项目，利润释放有望持续。除以上已经确定开发/开发完成的项目之外，公司在上海市内黄浦江沿岸仍然拥有军工路、张华浜、龙吴路三大港口，合计总占地面积超过现有项目。预计市内港区进行土地开发的可能性较高，其利润体量预计将高于现有地块业绩总和。

混改颇具想象空间，一带一路充满看点。公司已公布员工持股计划，以4.18元/股发行4.2亿股，占总股本1.8%，解禁日期为2018年6月。但尽管如此，公司的国有股东持股占比仍然超过84%，混改空间巨大。同时，上港集团作为全球第一大港，地处一带一路黄金节点，必将肩负走出去的重大战略使命，海外扩张有望进一步提速。

投资建议

公司港口主业较为稳健，每年传统业务板块（包含投资收益）贡献净利润在65亿元以上。我们认为公司在洋山四期码头投用、产能大规模释放之后，大概率会进行主动的“港口业务供给侧改革”，即将市区内码头进行商住再开发，同时亦是配合港口所在区域工业向生活的功能转型。通过对公司现存项目及室内码头资产进行梳理，我们判断，上海长滩项目将在2017-2019年持续释放接近120亿元净利润，其中2017年预计将有30-35亿元净利润入账；2019年之后军工路“退二进三”项目亦将贡献30亿元左右净利润，叠加尚未开发的军工路、张华浜以及龙吴路码头，预计公司地产业务释放期将延长至未来数年，推动公司每年百亿利润常态化。预计2016-2018公司净利润分别为68.5、100.6、118.1亿元，对应当前估值分别为19.8x、13.5x与11.5x，给予买入评级，目标价7.1元。

风险提示：地产限购导致业绩释放低于预期；国企改革进程低于预期；宏观经济超预期下滑

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	28,778.70	29,510.83	30,858.42	71,136.57	85,580.22
增长率(%)	2.19	2.54	4.57	130.53	20.30
EBITDA(百万元)	12,626.20	12,316.71	12,425.88	19,217.97	22,887.57
净利润(百万元)	6,766.55	6,562.45	6,847.75	10,057.49	11,809.21
增长率(%)	28.75	(3.02)	4.35	46.87	17.42
EPS(元/股)	0.29	0.28	0.30	0.43	0.51
市盈率(P/E)	20.03	20.66	19.80	13.48	11.48
市净率(P/B)	2.48	2.27	2.20	2.03	1.87
市销率(P/S)	4.71	4.59	4.39	1.91	1.58
EV/EBITDA	12.30	12.83	11.33	7.14	5.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/港口
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.85元
目标价格	7.1元
上次目标价	6.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	23,173.67
流通A股股本(百万股)	22,755.18
A股总市值(百万元)	135,566.00
流通A股市值(百万元)	133,117.80
每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	42.80
一年内最高/最低(元)	6.34/4.77

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	联系人
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《上港集团-研究简报:多元业务终结结果，业绩增量超预期》2017-01-03

内容目录

1. 区别于市场的观点	4
2. 配合城市规划，港区与自身业务的双双转型	4
2.1. 上港集团转型预期：港口业务供给侧改革，土地开发长期持续	4
2.2. 区域转型：配合城市规划，工业转向生活	7
3. 存量地产+开发空间，百亿利润常态化	8
3.1. 已开发四大地块，利润释放至 2020	8
3.1.1. 北外滩汇山项目：销售已近尾声，17 年少量确认	8
3.1.2. 北外滩海门路 55 号-星外滩项目：总利润体量 30 亿	10
3.1.3. 宝山上海长滩项目：利润体量近 120 亿，17-19 持续三年	11
3.1.4. 军工路退二进三：接棒宝山释放利润，整体预估 30 亿元	13
3.2. 待开发地块有三，面积合计不逊于当前地产	15
3.2.1. 军工路+张华浜：市区内的散货码头，开发可能性较大	15
3.2.2. 龙吴路码头：占地面积接近上海长滩，地处黄浦江南段	16
4. 上海国改+一带一路，主题与空间兼备	17
4.1. 上海本地国企领军人物，国资持股较高存在混改空间	17
4.2. 一带一路卡位黄金水道，海外投资有望提速	17
5. 投资建议	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：上港集团现有码头及开发地块（黄色地块为已经开发，红色地块为目前仍作港口使用；由于洋山港位于外海，故不列入地图内）	5
图 2：上港集团北外滩项目（汇山项目+海门路项目）	9
图 3：汇山码头的历史变迁和整体开发	10
图 4：星外滩“双子楼”效果图	11
图 5：上海长滩游艇码头规划图	12
图 6：上海长滩项目 7 大地块	13
图 7：长滩项目施工现场	13
图 8：上海长滩主力房型 A1（160 m ² ，左）&D1（104 m ² ，右）	13
图 9：上海长滩样板房一角	13
图 10：军工路退二进三项目位置（预估）	14
图 11：A1A-02/A1A-03 地块初步规划	15
图 12：张华浜+军工路码头位置	16
图 13：龙吴路码头位置	16
图 14：上港集团股权结构	17
表 1：上港集团码头分布及设计产能	6
表 2：上港集团现有地产项目及其开发主体	6

表 3: 宝山城市建设用地平衡表.....	7
表 4: 上港集团现存项目释放利润体量与节奏预估.....	8
表 5: 上海长滩整体收入净利润测算.....	12
表 6: A1A-02, A1A-03 地块建设方案.....	14
表 7: 上港集团参股的海外码头.....	17

1. 区别于市场的观点

- 上港集团的地产项目非一次性，百亿利润有望常态化，而公司也并非简单的地产开发商。我们的判断基于以下事实：
 - 1) 港区之间业务腾挪，也是一种港口“供给侧改革”：公司在黄浦江畔拥有多个码头，但这些码头在天然的水文条件等方面远不如外高桥，更遑论洋山港，近年来难以顺应船舶大型化趋势，而此时 17 年年底投用的洋山港四期码头将能够有效消化港口业务需求，未来市内港口的需求可能由外高桥承接，而原先挂靠在外高桥的远洋船舶将大多停靠洋山港，从而使得市内港口土地可作他用。
 - 2) 从市政规划角度来看土地开发：上海地区寸土寸金，市区内绝少土地供给，近年来宝山、杨浦等皆有工业向生活的转型意图，我们从上港目前参与开发的现状判断，上港集团作为本地大型国企，对其市内港区进行开发的办法，亦符合区域转型方向，而公司在其中很有可能扮演开发商+市政建设者的双重角色。
- 现有项目超出预期，虹口宝山之外还有军工路退二进三。

市场对于上港旗下土地开发项目的认识还停留在虹口两块、宝山的上海长滩共计三处上，但我们发现，公司已在去年年底拿下军工路码头西侧地块，是为“军工路退二进三”项目，预计项目将在 2020 年左右进入收获期。除以上已经确定开发/开发完成的项目之外，公司在上海市内黄浦江沿岸仍然拥有军工路、张华浜、龙吴路三大港口，合计总占地面积超过现有项目。预计市内港区进行土地开发的可能性较高，其利润体量预计将高于现有地块业绩总和。
- 虽已进行员工持股，但国资持股极高，混改颇具想象空间。公司于 2014 年已公布员工持股计划，以 4.18 元/股价格共计发行 4.2 亿股，占总股本 1.8%。公司发行计划于 2015 年 6 月获证监会通过，解禁日期为 2018 年 6 月。但尽管如此，公司的国有股东持股占比仍然极高，超过 84%，单纯就混改而言，仍存极大的改革空间。
- 一带一路战略大港，走出去引进来看点兼具。上港集团作为全球第一大港，同时地处一带一路黄金节点，必将肩负走出去的重大战略使命，回望历史经验，上港集团已在 2010、2015 年先后参股丹麦、以色列两大重要码头，在一带一路战略进一步深化之际，未来上港集团的海外扩张有望进一步提速。

2. 配合城市规划，港区与自身业务的双双转型

2.1. 上港集团转型预期：港口业务供给侧改革，土地开发长期持续

- 洋山四期将启用，纯港业务退出老城区

我们观察上港集团的沿江码头资产及其转型进程，几乎可以清晰地看出上港集团自身在资产上所做的调整：将上海市区内黄浦江沿岸的工业码头向城市生活/商业区转型，与此同时将主力港口业务迁往临海的外高桥及洋山，这样的腾挪一方面考虑了洋山港水文条件更加优质，符合当今海运船舶大型化的特征；另一方面，亦是考虑了盘活自身土地，同时配合政府对黄浦江沿岸地块的转型。

先从公司港口主业本身角度，最早先时，上港集团原先在市区的码头包括：汇山路码头、海门路、宝山十四区、军工路、张华浜、龙吴路，这些码头特点是都位于上海城区，沿黄浦江由北向南分布，而就港口主业本身而言，长江水道在天然的水文条件上远远逊色于海港，大船难以靠港，因此过去的几年中，虹口北外滩的汇山路、海门路商业项目已经开发接近尾声，宝山十四港区开发成的上海长滩商住项目也即将开盘，另有军工路退二进三商住项目即将开工。

展望未来，随着 17 年底洋山港四期码头的开埠运营，初期运行产能 400 万标箱/年，超负荷运行可能达到 600 万标箱/年。洋山四期的投用将会极大缓解其他港区的生产压力，**我们判断未来极有可能的情况是：上港位于黄浦江沿岸的码头将会逐渐退出，其内贸港口功能移交至外高桥港，而由于外高桥港是潮汐港，重载船须候潮进港，远洋大船将会往洋山港停靠。总体来说，上港集团的做法可谓是在港口板块上主动的供给侧改革，是用水文条件更好、集疏运能力更强的外港对黄浦江内港区进行的替代。**

图 1：上港集团现有码头及开发地块（黄色地块为已经开发，红色地块为目前仍作港口使用；由于洋山港位于外海，故不列入地图内）



资料来源：百度地图，天风证券研究所

表 1：上港集团码头分布及设计产能

港区	分期	当前状况	泊位数量	设计产能（万 TEU）
市区内码头	宜东分公司（军工路+张华浜）	散杂货码头	7 个万吨级泊位	约 300 万标箱
	龙吴路码头	集装箱 + 多用途	9 个万吨级泊位，其中 5 个为集装箱专用	-
	汇山路	原客货运码头，现已开发为汇山路三大地块		
	宝山十四码头	原宝山十四港区，原为配套港口码头和工业仓储等用地，主要承担集装箱储运功能。现经过土地性质变更后开发为“上海长滩”地产项目。		
外高桥	一期	集装箱	3	120
	二期	集装箱	3	80
	三期	集装箱	2	65
	四期	集装箱	4	300
	五期	集装箱 + 多用途	6	70
	六期	集装箱 + 多用途	7	210
	合计	-	25	845
洋山	东港区	能源码头	-	-
	西港区	集装箱	11 个 7-10 万吨级	700
	北港区一期	集装箱	5 个 10 万吨级	220
	北港区二期	集装箱	4 个 10 万吨级	210
	北港区三期	集装箱	7 个 10 万吨级	500
	合计	-	-	1630

资料来源：公司网站，公司财报，天风证券研究所

■ 从合作到独资，地产开发专业化

目前上港旗下地产业务主要包括虹口与宝山各两个项目，其中虹口为北外滩的汇山（沿江商务楼）、海门路（星外滩），宝山区为上港十四区项目（备案名“上港滨江城”，项目名称上海长滩）与军工路“退二进三”项目。其中北外滩的两个项目以办公楼、商业为主，宝山项目、军工路退二进三以滨江住宅为主。观察项目开发主体，前二者为合资，后二者为独资，且就我们前期实地草根调研结果来看，公司在上海长滩配备的销售人员等均直接隶属公司，可见上港在地产开发上已有长期持续的打算。

表 2：上港集团现有地产项目及其开发主体

项目	开发主体	主体性质
海门路 55 号地块	上海星外滩开发建设有限公司	上港集团同威旺置业有限公司合资子公司，二者各自持股 50%
汇山路项目	上海银汇、汇港房地产	上港集团同方兴置业有限公司合资子公司，二者各自持股 50%
上海长滩（原为上港宝山十四区码头）	上港集团瑞泰发展有限责任公司	全资子公司
军工路退二进三项目	上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司	全资子公司

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. 区域转型：配合城市规划，工业转向生活

■ 配合政府退二进三

在宝山区 2005-2020 年的区域总体规划实施方案中，明确提出宝山将加大对吴淞工业区的整治和控制力度，加快产业结构调整，以发展现代物流为基础，**限制工业用地的扩展，加速产业升级换代**，切实推进泗塘河东侧地区产业“退二进三”，**最终实现整体功能转换和主导产业向北部工业区转移。**

分析以上方案，可以看出两项重点：

1) 限制工业用地扩张，加速产业升级换代

我们从《宝山城市建设用地平衡表》中可以看出，从 2005-2020 年内，居住用地、公共设施用地等占比将大幅提升，部分类型甚至翻倍，而工业仓储用地则是唯一在面积上发生缩减的土地类型，占比亦由 2005 年的加总 32.1% 降至 11.5%。上港集团与宝钢集团作为宝山区工业仓储用地最大的“地主”，**在土地转型上必将肩负重大的战略任务。**

表 3：宝山城市建设用地平衡表

用地代号	用地名称	面积 (公顷)		占城市建设用地(%)	
		现状	规划	现状	规划
R	居住用地	2414.4	4296.5	28.9	32.2
C	公共设施用地	368.5	1689.3	4.4	14.3
M	工业用地	1475	1000	17.7	6.9
W	仓储用地	1199.6	671.5	14.4	4.6
	工业仓储合计	2674.6	1671.5	32.1	11.5
T	对外交通用地	345.5	622.9	4.1	4.3
S	道路广场用地	750.2	1707.4	9	15
U	市政公用设施用地	143.7	571.1	1.7	3.9
G	绿地	730.4	2080	8.7	11.4
	其中:大型公共绿地		1168.4		8
D	特殊用地	473	521.5	5.7	3.6
O	待建用地	450		5.4	
	综合开发用地		271.4		10.5
合计	城市建设用地	8350.3	14600	100	100

资料来源：宝山区规划和国土资源管理局，天风证券研究所

2) 产业向北部工业区转移

上文已述，宝山区沿岸由北向南依次可划分为：淞宝地区（而淞宝板块最北处即为上港本次开发的上港十四区老码头，上海长滩）、军工路码头、张华浜码头，地图上看，位于宝山区南部地区的**军工路、张华浜与新江湾城、复旦大学等地标相去不远，未来持续开发的可能较大。**

■ 不止于开发商，更是市政建设者

我们观察上述房地产项目，会发现其中大多包含了政府新规划中的一些市政配套和景观工

程，譬如航运中心、码头的建设。我们来看两个案例：

- 1) 2008年2月，汇山中块出让时，挂牌文件中“竞得人须建设并无偿提供不少于3万平方米建筑面积的新上海国际航运大厦(暂名)”的附加条件令众多开发商望而却步，故而当年3月，汇港房地产再次在独家竞买的前提下，以11.23亿元的底价摘得了汇山中块，楼板价为15000元/平方米；
- 2) 我们观察宝山区上海长滩项目的设计，其绿化用地、道路广场用地占比亦较高，规划中亦明确指出要将其打造成为“服务宝山滨江新区的邮轮综合配套服务区、高品质生活居住区和生态休闲文化区”，并“推动滨江地区由生产性岸线加速向休闲性、生活性岸线转变”，可见上港在地产项目开发过程之中所承担的责任并不止于一个地产开发商。

除了宝山之外，另有杨浦等区存在“退二进三”规划，其本质是处于上海市老工业区外迁，市内将由工业向生活转型的需求。我们判断上港集团作为本地领军国企，将会在这样的转型中配合政府，不仅承担作为地产开发商的责任，同时也会以市政建设者的面目出现。

3. 存量地产+开发空间，百亿利润常态化

按照开发的时间顺序，公司现有的项目包括地处北外滩的汇山路、星外滩项目，二者已处于利润释放后期，根据年报和我们的测算，现有地块占地总面积为103.03万平方米，建筑面积243.2万平方米，释放利润总体量178亿元；未开发地块占地总面积134.8万平方米，规模上看胜于现有项目，我们大胆判断，未来随着市政与上港继续推进自身转型，这些地块能够释放出的利润体量将超出现有规模，并支撑上港集团的“百亿净利”在未来的8-10年里常态化。

表4：上港集团现存项目释放利润体量与节奏预估

类型	项目	所处区域	占地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	释放利润体量(亿元)	释放节奏
已开发	海门路55号地块	虹口北外滩	4.1	24	25-30	绝大多数已销售完毕，预计2017年仅有少量利润可以确认
	汇山路项目	虹口北外滩	9.53	32.4	30	项目销售周期2017-2019
	上海长滩(原为上港宝山十四区码头)	宝山区北部沿海	77.6	146	118	项目销售周期2017-2019年，预计每年释放净利润30-35亿
	军工路退二进三项目	宝山区军工路码头西侧地块	11.8	40.8	30	预计2019-2020年
	合计	-	103.03	243.2	178	-
未开发	军工路码头	宝山区南处沿江	25.1	-	-	-
	张华浜码头	宝山区南处沿江	35.7	-	-	-
	龙吴路码头	闵行区沿江	74	-	-	-
	合计	-	134.8	-	-	-

资料来源：公司财报，公司网站，天风证券研究所

3.1. 已开发四大地块，利润释放至2020

3.1.1. 北外滩汇山项目：销售已近尾声，17年少量确认

汇山项目实际为汇山码头地产项目，汇山码头即上海的原日本邮船码头(客货运码头)，

名字来源于解放前租界谐音—wayside wharf（路边的码头），汇山码头位于黄浦江下游西岸，东起秦皇岛路，西至公平路，北至东大名路与杨树浦路，岸线长约 825 米，解放后由上海港务局运营，改制后资产被划入上港集团，2000 年之后上海市政府决定对汇山码头所在的北外滩进行整体开发，汇山项目由上港和中化携手开发，分为西、中、东三个地块，具体情况如下：

图 2：上港集团北外滩项目（汇山项目+海门路项目）



资料来源：百度地图，Wind，天风证券研究所

- 1、**汇山西块：**2004 年 12 月，中化集团（方兴地产大股东）与上港集团合资成立的上海银汇房地产开发有限公司（各占 50%股权的）取得其土地使用权，用途为商业综合开发，地块面积约 4.13 万平方米，容积率 3.5，总建筑面积 14.5 万平方米。
- 2、**汇山东块：**2007 年 2 月，上港集团与方兴地产共同注册（各占 50%股权）的汇港房地产（后更名为上海国际航运服务中心开发有限公司），通过招投标方式独家竞得了占地逾 3.5 万平方米的汇山东块，容积率 2.98，建筑面积 10.5 万平方米，成交金额为 14.65 亿元。
- 3、**汇山中块：**2008 年 3 月，汇港房地产（后更名为上海国际航运服务中心开发有限公司）以 11.2 亿元的底价摘得该地块，总面积 1.9 平方米，审批容积率 3.9，可销售建筑面积 7.4 万平米，值得注意的是竞标阶段由于有“竞得人须建设并无偿提供不少于 3 万平方米建筑面积的新上海国际航运大厦的附加条件，这使得众多开发商望而却步。

图 3：汇山码头的历史变迁和整体开发



资料来源：百度图片，天风证券研究所

综上，汇山项目整体建筑面积 34 万平米，开发主体是上港集团和中化集团的合资地产公司-银汇地产和上海国际航运服务中心开发有限公司，从上港集团 2012 年之后披露的财报看，该项目贡献给上市公司的投资收益介于 25-30 亿之间，剔除部分自营租赁的面积之外，绝大多数已销售完毕，预计 2017 年仅有少量利润可以确认。

3.1.2. 北外滩海门路 55 号-星外滩项目：总利润体量 30 亿

2012 年 12 月 26 日，上港集团同中化旗下的威旺置业有限公司联合以 56.8 亿元竞得上海海门路 55 号地块，该地块面积 4.1 万平米，容积率 6，建筑面积 24 万平，该项目为“星外滩”国际中心综合体，包括购物中心和办公楼，形态为 2 幢 263 米高的现代化超高层城市综合体，3 层高 24 米的商业裙房，地下 6 层地下室，所以又被成为北外滩的“双子楼”，预计项目销售周期为 2017-2019 年，按当前周边房价看，上港可确认的利润总体量约为 30 亿。

图 4：星外滩“双子楼”效果图



资料来源：公司网站，天风证券研究所

3.1.3. 宝山上海长滩项目：利润体量近 120 亿，17-19 持续三年

■ 三年四期大型项目，利润体量近 120 亿

上海长滩是十四港区功能转型项目，上港自主开发，商业住宅为主；上港十四区原为配套港口码头和工业仓储等用地，主要承担集装箱储运功能。根据 2011 年 5 月 20 日市政府批准的相关规划，上港十四区整体转型开发规划总用地面积约 77.62 公顷，其中经营性用地约 28.79 公顷、商业办公用地约 8.64 公顷、绿化用地 28.91 公顷、道路广场用地 13.25 公顷，其他用地面积 6.67 公顷，开发完成后可项目总建筑面积为 146 万平方米，其中商业+住宅供给 86.5 万平。为测算上海长滩项目整体业绩贡献，我们假设：

- 1) 住宅与商业板块作为盈利的主要来源，我们根据宝山区实际楼价与公司开发进度，按照住宅单价 5.5 万/平方米、商业单价 5 万/平方米计算；
- 2) 根据公司财报披露数字，总成本投入达到 168 亿元；

预计整个项目四期将在 2017-2019 三年共计释放出 118.8 亿元的税后净利润。

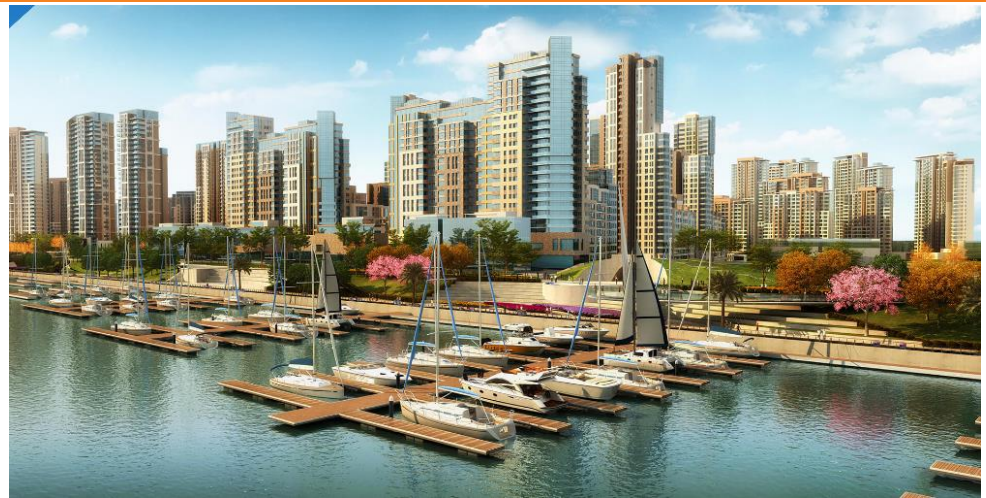
表 5：上海长滩整体收入净利润测算

建筑类型	建筑面积（万平方米）	假设单价（万元）	提供收入（亿元）
住宅	50	5.5	275
商用	36.5	5	182.5
景观	28	-	-
滨江	-	-	-
合计		457.5	
总成本（亿元）		168.0	
其他费用及税费（%）		45.8	
增值部分（亿元）		243.8	
土地增值税（%）		85.3	
税前利润（亿元）		158.4	
所得税率（%）		25%	
税后利润（亿元）		118.8	

资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

除天量利润之外，长滩借宝山港区依水而居、港河交错的地理条件，将对部分港口老装置重建利用，根据规划，在“上海长滩”48公顷水域面积中，整个港湾岸线约2.5公里，其中规划岸线长约1.8公里，可停泊多达270艘60英尺左右的游艇。散杂货码头转型游艇码头，完全贴合宝山区政府工业向生活转型的方向。

图 5：上海长滩游艇码头规划图



资料来源：公司官网，天风证券研究所收集整理

■ 2017 年首期开盘，预计全年业绩贡献 30 亿

我们在草根调研中得知，本次开发项目将分为四期完工出售，其中第一期将于2017年3-4月开盘，出售精装修住宅750余套，主力户型面积在85-160平方米之间，由于目前宝山区政府就区内一手新房设定了6万元/平方米的价格上限，因此预计项目一期开盘后均价将在5.3-5.5万元/平方之间，对比该物业周围二手老公房4.8万元/平方米的均价，限价后的一手房在性价比上具备极大优势，因此从实际销售来看，已经出现了供不应求局面。按照本期出售面积占全部1/4比例计算，预计该地产项目将在2017年贡献30亿净利润，从而使得公司全年业绩有望突破百亿。

图 6：上海长滩项目 7 大地块



资料来源：上海长滩官网，天风证券研究所

图 7：长滩项目施工现场



资料来源：实地调研，天风证券研究所

图 8：上海长滩主力房型 A1 (160 m², 左) & D1 (104 m², 右)



资料来源：房天下，天风证券研究所

图 9：上海长滩样板房一角



资料来源：实地调研，天风证券研究所

3.1.4. 军工路退二进三：接棒宝山释放利润，整体预估 30 亿元

军工路退二进三项目立项不久，由上港集团全资子公司瑞祥房地产发展有限责任公司负责开发，目前仍处于前期设计阶段。所谓“退二进三”，意指在产业结构调整中，缩小第二产业，发展第三产业，同样顺应宝山区转型之势。

根据我们在上海市国土资源局上寻找到的信息，本次开发军工路“退二进三”项目总面积 11.8 万平方米、设计建筑面积 40.8 万平方米。所处位置为淞南镇，共包括六大地块，东至政涟路（规划）、南至国咏路（规划）、西至 A3-01A 地块、北至军工路。

图 10: 军工路退二进三项目位置 (预估)



资料来源: 百度地图, 天风证券研究所收集整理

注: 由于我们拿到的建设计划中, 项目东南处的分界路段为规划路段, 地图上不能显示, 故该位置划定为我们的估计范围

成本测算上, 由于本次开发方式同样与上港宝山十四港区的做法雷同, 均为原有存量土地补交地价后进行商住开发, **因此土地成本极低, 其拿地成本仅为 20.7 亿元, 楼面价仅 5000 余元。**为测算出, 我们按照已经公告的 A1A-02, A1A-03 地块涉及方案, 做出以下假设:

- 1) 可出售建筑面积(人才公寓+商业建筑+办公)占总建筑面积的 60%, 其中人才公寓(住宅)面积占比 42%, 商业与办公占比 18%;
- 2) 按照宝山当前房价水平, 假设住宅均价 5.5 万元/平方米, 商业与办公均价 5 万元/平方米;
- 3) 成本上, **按照我们在全国招标信息网上查询到的结果, 该项目建安成本 28.54 亿元, 加上前期地价 20.7 亿元, 我们预计项目整体成本在 55 亿元左右 (考虑销售、配套、环保、间接费用等)。**

按照以上假设, 我们计算得到军工路退二进三项目预计将贡献 30.6 亿元净利润, 其释放时点可能在 2019-2020 年左右。

表 6: A1A-02, A1A-03 地块建设方案

建筑类型	建筑面积 (万平方米)	假设单价 (万元)	提供收入 (亿元)
住宅建筑面积	17.14	5.5	94.25
商用+办公	7.34	5	36.72
合计		131.0	
计划投入金额 (亿元)		55.0	
其他费用及税费 (%)		13.1	
增值部分 (亿元)		62.9	
土地增值税 (%)		22.0	
税前利润 (亿元)		40.9	
所得税率 (%)		25%	
税后利润 (亿元)		30.6	

资料来源: 全国招标信息网, 天风证券研究所

图 11: A1A-02/A1A-03 地块初步规划



资料来源：宝山区规划和国土资源管理局，天风证券研究所

3.2. 待开发地块有三，面积合计不逊于当前地产

3.2.1. 军工路+张华浜：市区内的散货码头，开发可能性较大

军工路与张华浜码头属于上港集团宜东分公司，原先主营内贸集装箱，后改为散杂货码头，位于黄浦江与长江交汇处，北临长江，西依逸仙路高架，南接黄浦江上游水道，东望浦东新区，与五角场亦不远。

从目前宝山沿江岸线来看，张华浜、军工路码头位于淞宝地区南部，而这两块码头在目前的上港体系内承担的是干散货码头职责，其主要货种煤炭、金属矿石、水泥、化肥等干散货物在装卸运输等过程中产生的污染，不论是对于北面淞宝地区的居住、商业活动抑或是宝山区政府就该地区的定位都存在冲突，因此随着宝山老工业区标签的逐步褪去，张华浜与军工路码头也大概率将在未来完成其历史使命，从散杂货码头变更为生活区域。

根据宜东分公司资料，张华浜、军工路码头陆运面积加总之后共为 60.8 万平方米，其中军工路分公司占地 25.1 万平方米，我们估算剩余的 35.7 万平方米属于张华浜分公司。从原始占地面积来看，二者合计与上海长滩的占地面积相去不远（相差 16 万平方米），未来如果选择开发，其利润体量大概率将于上海长滩相近。

图 12：张华浜+军工路码头位置



资料来源：百度地图，天风证券研究所

3.2.2. 龙吴路码头：占地面积接近上海长滩，地处黄浦江南段

龙吴路码头是上港下属所有码头中所处位置最为中心的一个，位于闵行区，是上海市南翼经济发展和黄浦江上游水运之咽喉。其主要货种包括焦炭、鱼粉、纸浆、建材、油脂、水果等。公司共拥有 9 个万吨级泊位（其中 5 个为集装箱码头）和 20 个五百吨级内河驳泊位，陆域占地面积约 74 万平方米，主要从事各类内外贸货物及集装箱的进出口装卸、储存、配送、中转、货运代理和水陆运输业务，以及机械维修制造和其他业务。

图 13：龙吴路码头位置



资料来源：Google Earth，天风证券研究所

4. 上海国改+一带一路，主题与空间兼备

4.1. 上海本地国企领军人物，国资持股较高存在混改空间

从主体角度，上港集团亦是上海市本地国企改革的核心标的。近日召开的上海市国资国企工作会议上，上海将“深化国企改革发展混合所有制经济”放在首要位置，这一方面契合了2016年底中央经济工作会议内容，另一方面，也是从2013年以来，集团资产整合、管企业向管资本过度等工作完成之后的改革深化。

就上港集团本身而言，实际上已经在2014年已公布员工持股计划，以4.18元/股价格共计发行4.2亿股，占总股本1.8%。公司发行计划于2015年6月获证监会通过，解禁日期为2018年6月。但尽管如此，公司的国有股东持股占比仍然极高，超过84%，单纯就混改而言，仍存极大的改革空间。

图 14：上港集团股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 一带一路卡位黄金水道，海外投资有望提速

■ 领衔一带一路，参股海外码头

从现实角度考虑，国内产能过剩、资源不足叠加一带一路沿线大多数国家具备较强基建需求的现实，基建输出与资源输入将成为一带一路建设的重点工作。而就港口来说，一方面，一体化贸易干线的打造将通过港口-航线方式将中外临港重要城市连接，与沿线诸国之间的贸易增长将对港口吞吐量本身产生正向刺激；与此同时，中国港口企业经过多年的建设与运营经验积累，完全可以成为沿线发展中国家建设的样板，以技术、资金等方式参与新兴国际港口建设。

上港集团作为全球第一大港，同时地处一带一路黄金节点，必将肩负走出去的重大战略使命，回望历史经验，上港集团已在2010、2015年先后参股丹麦、以色列两大重要码头，在一带一路战略进一步深化之际，未来上港集团的海外扩张有望进一步提速。

表 7：上港集团参股的海外码头

参股码头	所处国家	持有股权	股东排名	投资金额	参股时间
泽布吕赫码头	丹麦	25%	2	2716.25万欧元	2010年5月
海法湾新港	以色列	25年运营权	-	不详	2015年3月

资料来源：网易财经，天风证券研究所

5. 投资建议

公司港口主业较为稳健，每年传统业务板块（包含投资收益）贡献净利润在 65 亿元以上。我们认为公司在洋山四期码头投用、产能大规模释放之后，大概率会进行主动的“港口业务供给侧改革”，即将市区内码头进行商住再开发，同时亦是配合港口所在区域工业向生活的功能转型。通过对公司现存项目及室内码头资产进行梳理，我们判断，上海长滩项目将在 2017-2019 年持续释放接近 120 亿元净利润，其中 2017 年预计将有 30-35 亿元净利入账；2019 年之后军工路“退二进三”项目亦将贡献 30 亿元左右净利润，叠加尚未开发的军工路、张华浜以及龙吴路码头，预计公司地产业务释放期将延长至 8-10 年，推动公司每年百亿利润常态化。预计 2016-2018 公司净利润分别为 68.5、100.6、118.1 亿元，对应当前估值分别为 19.8x、13.5x 与 11.5x，给予买入评级，目标价 7.1 元。

6. 风险提示

地产限购导致业绩释放低于预期；国企改革进程低于预期；宏观经济超预期下滑

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	9,225.81	11,537.31	6,171.68	14,227.31	17,116.04
应收账款	2,489.74	2,816.09	3,617.21	10,325.28	6,341.93
预付账款	1,272.15	293.51	4,045.36	5,533.17	3,808.52
存货	3,279.67	3,433.55	3,390.75	12,773.80	6,526.26
其他	1,338.05	911.93	1,776.81	2,430.28	1,736.51
流动资产合计	17,605.43	18,992.39	19,001.81	45,289.85	35,529.26
长期股权投资	17,174.98	20,091.83	20,775.39	21,261.94	21,638.59
固定资产	35,635.36	35,523.08	34,070.24	34,306.72	34,678.87
在建工程	1,188.96	1,365.29	688.77	369.38	219.69
无形资产	13,685.58	13,634.60	13,201.68	13,222.99	14,646.36
其他	8,989.18	8,907.74	8,538.22	8,442.92	8,125.42
非流动资产合计	76,674.07	79,522.53	77,274.29	77,603.95	79,308.93
资产总计	94,279.50	98,514.92	96,276.11	122,893.80	114,838.19
短期借款	8,740.00	3,500.00	1,855.34	6,407.66	627.54
应付账款	5,496.83	5,788.13	8,160.59	22,907.73	13,367.28
其他	6,391.95	9,224.74	8,491.40	10,873.22	9,878.53
流动负债合计	20,628.77	18,512.87	18,507.32	40,188.60	23,873.35
长期借款	8,532.00	10,718.73	1,821.30	1,332.10	1,832.36
应付债券	2,797.75	0.00	3,599.25	2,132.33	1,910.53
其他	2,093.58	2,138.75	1,999.84	2,077.39	2,071.99
非流动负债合计	13,423.33	12,857.48	7,420.39	5,541.82	5,814.88
负债合计	34,052.10	31,370.35	25,927.72	45,730.42	29,688.23
少数股东权益	5,664.64	7,536.37	8,744.79	10,382.06	12,548.24
股本	22,755.18	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67
资本公积	6,875.67	8,677.60	8,632.26	8,781.25	8,697.04
留存收益	30,202.92	35,051.38	38,429.92	43,607.65	49,428.04
其他	(5,271.00)	(7,294.46)	(8,632.26)	(8,781.25)	(8,697.04)
股东权益合计	60,227.40	67,144.56	70,348.39	77,163.38	85,149.96
负债和股东权益总计	94,279.50	98,514.92	96,276.11	122,893.80	114,838.19

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	7,847.79	7,865.27	6,847.75	10,057.49	11,809.21
折旧摊销	2,832.77	3,007.30	3,014.85	3,231.96	3,534.42
财务费用	1,053.06	939.68	833.18	1,138.19	1,369.28
投资损失	(1,698.12)	(2,261.20)	(2,100.00)	(1,800.00)	(1,800.00)
营运资金变动	2,738.45	652.83	(2,276.29)	(294.34)	1,591.28
其它	(2,565.11)	(536.53)	1,208.43	1,637.27	2,166.19
经营活动现金流	10,208.84	9,667.37	7,527.92	13,970.55	18,670.38
资本支出	8,565.55	5,766.47	1,275.04	3,579.36	5,562.30
长期投资	6,553.43	2,916.84	683.56	486.55	376.65
其他	(17,005.76)	(9,975.18)	(945.91)	(6,071.71)	(9,611.70)
投资活动现金流	(1,886.78)	(1,291.87)	1,012.68	(2,005.80)	(3,672.75)
债权融资	21,777.19	20,770.55	11,173.90	13,924.51	9,204.51
股权融资	780.39	1,220.47	(1,814.89)	(517.57)	(1,123.76)
其他	(27,083.52)	(28,096.98)	(23,265.23)	(17,316.07)	(20,189.64)
筹资活动现金流	(4,525.94)	(6,105.96)	(13,906.23)	(3,909.12)	(12,108.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,796.13	2,269.54	(5,365.63)	8,055.63	2,888.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	28,778.70	29,510.83	30,858.42	71,136.57	85,580.22
营业成本	18,249.65	19,721.23	20,982.73	48,718.51	58,049.10
营业税金及附加	185.33	245.86	216.01	5,335.24	6,675.26
营业费用	3.52	11.70	9.26	21.34	25.67
管理费用	2,131.79	2,334.06	2,314.38	2,845.46	3,252.05
财务费用	995.71	849.24	833.18	1,138.19	1,369.28
资产减值损失	(15.64)	24.20	25.00	30.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,698.12	2,261.20	2,100.00	1,800.00	1,800.00
其他	(3,396.24)	(4,522.39)	(4,200.00)	(3,600.00)	(3,600.00)
营业利润	8,926.47	8,585.75	8,577.86	14,847.83	17,983.86
营业外收入	930.47	1,302.72	950.00	600.00	700.00
营业外支出	27.86	36.92	50.00	60.00	50.00
利润总额	9,829.08	9,851.55	9,477.86	15,387.83	18,633.86
所得税	1,981.29	1,986.27	1,421.68	3,693.08	4,658.47
净利润	7,847.79	7,865.27	8,056.18	11,694.75	13,975.40
少数股东损益	1,081.25	1,302.82	1,208.43	1,637.27	2,166.19
归属于母公司净利润	6,766.55	6,562.45	6,847.75	10,057.49	11,809.21
每股收益(元)	0.29	0.28	0.30	0.43	0.51

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	2.19%	2.54%	4.57%	130.53%	20.30%
营业利润	24.87%	-3.82%	-0.09%	73.09%	21.12%
归属于母公司净利润	28.75%	-3.02%	4.35%	46.87%	17.42%
获利能力					
毛利率	36.59%	33.17%	32.00%	31.51%	32.17%
净利率	23.51%	22.24%	22.19%	14.14%	13.80%
ROE	12.40%	11.01%	11.12%	15.06%	16.27%
ROIC	12.40%	11.81%	11.86%	17.92%	21.12%
偿债能力					
资产负债率	36.12%	31.84%	26.93%	37.21%	25.85%
净负债率	9.11%	4.54%	-1.33%	9.83%	20.25%
流动比率	0.85	1.03	1.03	1.13	1.49
速动比率	0.69	0.84	0.84	0.81	1.21
营运能力					
应收账款周转率	10.01	11.12	9.59	10.20	10.27
存货周转率	9.56	8.79	9.04	8.80	8.87
总资产周转率	0.31	0.31	0.32	0.65	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.28	0.30	0.43	0.51
每股经营现金流	0.44	0.42	0.32	0.60	0.81
每股净资产	2.35	2.57	2.66	2.88	3.13
估值比率					
市盈率	20.03	20.66	19.80	13.48	11.48
市净率	2.48	2.27	2.20	2.03	1.87
EV/EBITDA	12.30	12.83	11.33	7.14	5.77
EV/EBIT	15.65	16.75	14.96	8.58	6.82

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com