

# 上港集团 (600018)

证券研究报告

2017年10月19日

## 政策业绩共加码！两个维度再看上港

### 上港：自由贸易港的建设标杆

十九大关于自由贸易港最新的政策表述为，“要赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港。”回溯自贸区建设历史，上海起到了重要的示范和领先作用。未来在自由贸易港的建设中，上港在货物结构上存在朝着香港、新加坡对标的可能，及国际中转箱量占比增加；立足港口与贸易，自由贸易港内的资本、人力流动都将打开想象空间。

### 从地理位置与股权结构来理解上港：一带一路的向外纽带

上海港地处长江黄金水道与海上丝绸之路交界点，背靠广阔经济腹地，起到门户港口作用。而从公司近来的股权划转来看，自同盛集团将15%股权划转给中远海之后，尽管公司实控人仍为上海市国资委，但国务院国资委间接持股也已接近40%。

### 地产+金融双轮，贡献业绩增量

我们在过去的《百年大计百亿利润，混改丝路战略要冲！》报告中，曾经详细梳理了上港集团旗下正开发与待开发的商住地块。我们认为公司未来几年能够持续贡献业绩的地块有三：星外滩、上海长滩以及军工路项目，其中前两者已经进入销售周期，其中上海长滩一期已在销售中，预计2017年12月31日交房，预计一期能够贡献净利润接近30亿元。金融方面，公司战略入股上海银行（预计17年投资收益10亿左右）、邮储银行，均带来丰厚利润。

### 历年分红稳定

上港集团具备以下三大特点：1) 货币资金充沛；2) 未来业绩可能超预期增长（地产金融）；3) 国资持股比例高。这样的特质决定了公司历年稳定分红、稳定回报。

**投资建议：**中长期公司存在三大利好：1) 政策面，参照自贸区历史，自由贸易港的建设中，上海大概率将继续承担示范作用，作为门户大港辐射全球，其股权上的变化更使得公司未来有可能参与一带一路沿线布局；2) 业绩面，尽管一线城市限购，但公司所持有的优质地块+项目，都使得未来数年内上市公司能够释放出扎实业绩；3) 分红稳定，上市公司具备现金充沛、利润可能放量、国资股东持股比例高的特征。公司当前股价估值合理，在自贸港、一带一路落地过程中将获得主题与实质双重利好，叠加公司未来业绩释放潜力，调高目标价至8.4元，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑；限购影响地产板块业绩释放节奏

### 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	7.11元
目标价格	8.4元
上次目标价	7.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	23,173.67
流通A股本(百万股)	22,755.18
A股总市值(百万元)	164,764.83
流通A股市值(百万元)	161,789.33
每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	41.67
一年内最高/最低(元)	7.14/5.02

### 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-公司点评:主业稳健投资加持，弹性当看地产+改革》2017-08-30
- 《上港集团-年报点评报告:主业稳健地产加持，百亿利润常态化！》2017-03-29
- 《上港集团-公司深度研究:百年大计百亿利润，混改丝路战略要冲！》2017-03-06

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29,510.83	31,359.18	71,138.39	83,575.78	87,561.67
增长率(%)	2.54	6.26	126.85	17.48	4.77
EBITDA(百万元)	12,316.71	13,006.15	19,479.91	21,666.55	22,612.17
净利润(百万元)	6,562.45	6,939.08	10,501.42	11,782.01	12,070.44
增长率(%)	(3.02)	5.74	51.34	12.19	2.45
EPS(元/股)	0.28	0.30	0.45	0.51	0.52
市盈率(P/E)	25.11	23.74	15.69	13.98	13.65
市净率(P/B)	2.76	2.71	2.47	2.27	2.09
市销率(P/S)	5.58	5.25	2.32	1.97	1.88
EV/EBITDA	12.83	9.88	7.93	8.09	6.08

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 上海港的战略地位：辐射全球的自由贸易港 .....	3
1.1. 上港：自由贸易港的建设标杆 .....	3
1.2. 一带一路的对外纽带 .....	4
1.2.1. 地理位置：海上丝绸之路起点 .....	4
1.2.2. 股权结构：地方国资委控股，但国务院国资委持股近 40% .....	4
2. 业绩增量：地产与金融 .....	6
2.1. 地产：在手三项目业绩释放至 2020，旧港区存改造可能 .....	6
2.2. 金融：持股邮储银行与上海银行 .....	10
3. 历年分红稳定 .....	11
4. 投资建议 .....	11
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：香港集装箱吞吐量（万标箱）结构及同比（%） .....	4
图 2：新加坡集装箱吞吐量（万标箱）结构及同比（%） .....	4
图 3：“一带一路”示意图 .....	4
图 4：上海港集装箱吞吐量占全国六分之一以上 .....	4
图 5：上港在同盛股权转让前的股权结构 .....	5
图 6：上港在同盛股权转让后的股权结构 .....	5
图 7：中远海运港口的全球化布局 .....	5
图 8：招商局港口全球化布局 .....	5
图 9：星外滩“双子楼”效果图 .....	7
图 10：星外滩所在区域附近二手房价（红底） .....	7
图 11：链家显示上海长滩一期均价在 5.52 万元/平方米 .....	8
图 12：该项目周边二手房均价在 4.8 万元/平方米 .....	8
图 13：军工路退二进三项目位置（预估） .....	8
图 14：A1A-02/A1A-03 地块初步规划 .....	10
表 1：上海市自贸区相关政策 .....	3
表 2：上港集团现存项目释放利润体量与节奏预估 .....	6
表 3：上海长滩整体收入净利润测算 .....	8
表 4：A1A-02，A1A-03 地块建设方案及税后净利润测算 .....	9
表 5：上港集团金融资产及其分类 .....	10

## 1. 上海港的战略地位：辐射全球的自由贸易港

上海港作为全国乃至全球第一大集装箱港，串联整个长江黄金水道与一带一路线路，优质的自然禀赋以及后天给予的政策利好，使得上港成为自由贸易港、一带一路走出去的标杆港口。

### 1.1. 上港：自由贸易港的建设标杆

十九大关于自由贸易港最新的政策表述为，“要赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港。”而回溯自贸区成立历史，上海作为第一个自贸区，在之后发挥了强大的示范效应，前后经历了以《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》、《进一步深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》与《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》为代表的三次方案。在 2017 年最新的《全改方案》中，也已明确提及了要设立自由贸易港区。

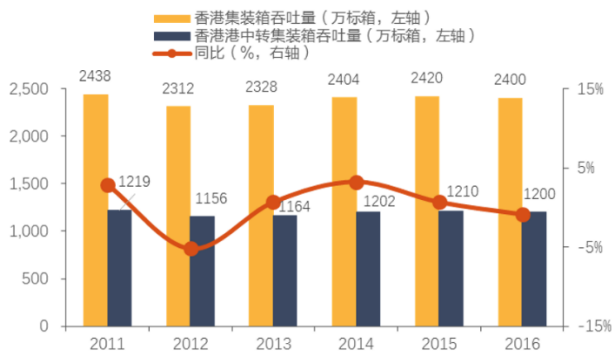
表 1：上海市自贸区相关政策

时间	文件名	颁布机构	与港航相关的条款
2013/9/27	中国（上海）自由贸易试验区总体方案	国务院	推动中转集拼业务发展，允许中资公司拥有或控股拥有的非五星旗船，先行先试外贸进出口集装箱在国内沿海港口和上海港之间的沿海捎带业务； 利用中资“方便旗”船税收优惠政策，促进符合条件的船舶在上海落户登记。
2014/6/28	中国（上海）自由贸易试验区进一步扩大开放的措施	国务院	扩大金融、航运、商贸等领域的开放力度
2015/4/20	进一步深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案	国务院	<b>扩大国际中转集拼业务，实现洋山保税港区、外高桥保税物流园区集装箱国际中转集拼业务规模化运作；</b> 优化沿海捎带业务监管模式，提高中资非五星旗船沿海捎带业务通关效率。 深化多港区联动机制，推进外高桥港、洋山深水港、浦东空港国际枢纽港联动发展。
2017/3/31	全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案	国务院	<b>设立自由贸易港区。在洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等海关特殊监管区域内，设立自由贸易港区。对标国际最高水平，实施更高标准的“一线放开”、“二线安全高效管住”贸易监管制度。探索实施符合国际通行做法的金融、外汇、投资和出入境管理制度，建立和完善风险防控体系。</b> 以高标准便利化措施促进经贸合作。加快建设门户复合型国际航空枢纽。 <b>促进上海港口与 21 世纪海上丝绸之路航线港口的合作对接，形成连接国内外重点口岸的亚太供应链中心枢纽。</b>
2015/1/29	国务院关于推广中国（上海）自由贸易试验区可复制改革试点经验的通知	国务院	【在其他海关特殊监管区域推广】海关监管制度创新：期货保税交割海关监管制度、境内外维修海关监管制度、融资租赁海关监管制度等措施。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

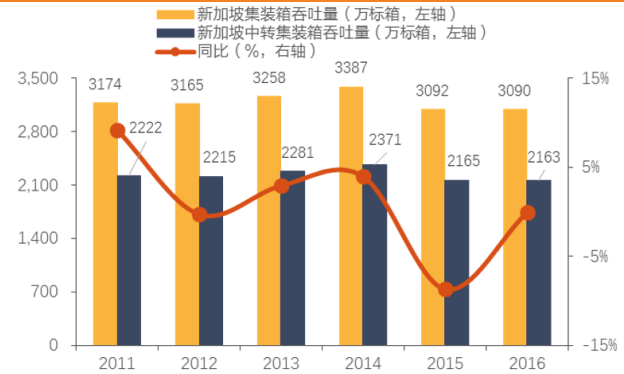
国际上最为先进的自由贸易港区当属香港与新加坡，能够做到货物、资本、人员的自由流动。从货物结构上看，香港 50%、新加坡 70%均为中转箱，且绝大多数为国际中转，上海洋山 2016 年中转箱比重仅为 10.7%，提升空间巨大。其次，过去的几份重要文件中，自由贸易港区的对外开放力度逐步加大，未来外国投资者在港区里投资、设立企业、资本跨境流动等的自由化程度都在逐步提升。而以港口、航运为依托的贸易，则是资本流动的基石。

图 1：香港集装箱吞吐量（万标箱）结构及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：新加坡集装箱吞吐量（万标箱）结构及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 一带一路的对外纽带

面向世界，上海港的作用绝不仅局限于一个区域大港，而是一个“门户港口”。从地理角度，上港串联起的长江黄金水道以及海上丝绸之路，其经济腹地之深、面向市场之广，远超其他港口；从股权维度，尽管上港集团实控人仍为上海市国资委，但通过今年上市公司 15% 股权划转至中远海集团，国务院国资委持股比例已经接近 40%，上港的股权结构日趋复杂。

### 1.2.1. 地理位置：海上丝绸之路起点

上海是海上丝绸之路的起点，背靠的是全中国制造业最发达、最富庶的经济腹地，同时作为长江经济带下游港口，向西承接黄金水道，上海港为远洋航运与长江水运的交汇中点。这样的地理位置决定了上海港主要经营范围为附加值较高的集装箱外贸业务。虽然近 10 年来由于新的港口不断投用，上海港货物吞吐量和集装箱吞吐量占全国比例有所下降，但其集装箱吞吐量仍然遥遥领先，2016 年上海港以 3713 万 TEU 的集装箱吞吐量占全国主要港口的 17.03%，其地位可见一斑。

图 3：“一带一路”示意图



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：上海港集装箱吞吐量占全国六分之一以上



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2.2. 股权结构：地方国资委控股，但国务院国资委持股近 40%

上港集团并不能被单纯地理解为一家地方国企，雄厚的央企股东背景为其走出去的战略使命增添了砝码。公司 6 月 8 日公告第三大股东同盛集团（实际控制人为上海国资委）以 5.45 元/股价格转让 34.8 亿股（190 亿市值，约占上港总股本 15%）给中国远洋海运集团有限公

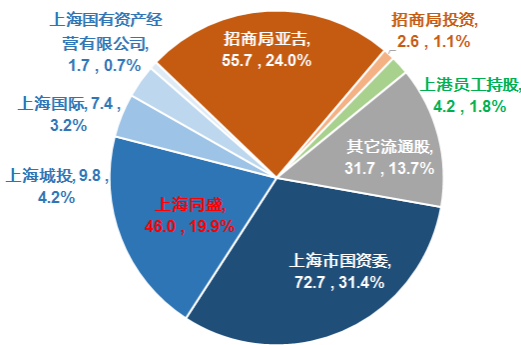


司（16年由中远、中海集团重组成立，简称“中远海集团”），本次交易后同盛仍持有公司11.3亿股，占上市公司股比4.9%，本次交易后上港股权变化如下：

1、**上海国资委仍为控股股东**：上海国资委直接和间接（通过上海国际、同盛、城投、上海国有资产经营有限公司）控制的股比从原先约59.4%减至44.4%，仍为上市公司实际控制人；

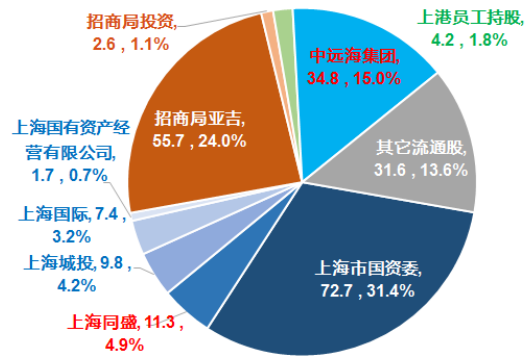
2、**国务院国资委持股近40%**：央企中远海集团成为上市公司第三大股东，如果算上招商局系25.1%的股权占比，本次交易后国务院国资委通过旗下中远海和招商系（不包括参与二级市场投资的央企金融机构）合计持有上港40.1%的股权。

图 5：上港在同盛股权转让前的股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

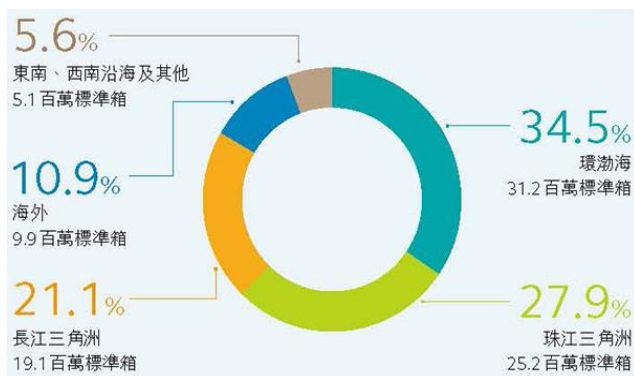
图 6：上港在同盛股权转让后的股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

从招商局、中远海集团这两大股东来看，招商局港口和中远海运港口分别是我国最大的码头运营商，在海外诸多区域已有布局（中远海控刚刚公告旗下中远海运港口斥资15.6亿再次收购西班牙码头及相关物流设施的股权），上港联合两家央企集团利于其国际化战略，未来三方不排除通过合作的方式布局国内外港口及配套物流资源。

图 7：中远海运港口的全球化布局



资料来源：中远海运港口官网，天风证券研究所

图 8：招商局港口全球化布局



资料来源：招商局港口官网，天风证券研究所

## 2. 业绩增量：地产与金融

### 2.1. 地产：在手三项目业绩释放至 2020，旧港区存改造可能

我们在过去的《百年大计百亿利润，混改丝路战略要冲！》报告中，曾经详细梳理了上港集团旗下正开发与待开发的商住地块。我们的观点是，上港不仅局限于单纯的地方港口上市平台，而是作为地方体量最大的几家国企上市公司，肩负了一定的参与投资、市政公共建设的任务。而地产开发，背后也蕴含了政府老旧地块退二进三的任务和使命。

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（已处利润释放后期）、星外滩项目，我们认为未来 2-3 年主要贡献业绩的为北外滩海门路地块（商业综合地产）以及宝山的上海长滩项目（商住），叠加公司军工路退二进三改造项目和公司沿江丰富的旧港区资源，我们认为上港集团在未来的 8-10 年里将会持续受益于地产业绩的释放。

表 2：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	项目销售周期 2017-2019 年
	汇山路项目	虹口北外滩	9.53	32.4	30	绝大多数已销售完毕，预计 2017 年仅有少量利润可以确认
	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	20-30	预计 2019-2020 年
	<b>合计</b>	-	<b>103.03</b>	<b>243.2</b>	<b>168-178</b>	-
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	-	-	-
	<b>合计</b>	-	<b>134.8</b>	-	-	-

资料来源：公司财报，公司网站，天风证券研究所

#### ■ 北外滩海门路 55 号-星外滩项目

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，所以又被称为北外滩的“双子楼”，预计项目销售周期为 2017-2019 年。负责星外滩项目开发的主题为上海星外滩开发建设有限公司，上市公司持有其 50% 股权，另一半股权为威旺置业所持有。从 1H2017 财报来看，星外滩项目目前已经完成计划的 93.2%，预计距离建设完成、贡献收入已经不远。

图 9：星外滩“双子楼”效果图



资料来源：公司网站，天风证券研究所

图 10：星外滩所在区域附近二手房价（红底）



资料来源：链家，天风证券研究所

### ■ 宝山上海长滩项目：利润体量近 120 亿，一期预计释放 30 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，我们的主要计算基准为：

- 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。通过查询链家上的二手房价数字，一期开盘后均价在 5.52 万元/平方米；**
- 2) **根据公司财报披露数字，成本投入达到 168 亿元；**
- 3) **本次开发项目将分为四期完工出售，其中第一期出售精装修住宅 750 余套，按照本期出售面积占全部 1/4 比例计算。**

**根据链家信息，当前项目一期已经在售，交房时间预计 2017 年 12 月 31 日，二期预计将在 11 月加推，我们判断整个项目四期将在 2017-2019 三年共计释放出 118.8 亿元的税后净利润，其中一期利润预计占到总利润的 1/4 左右。**

表 3：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	-	-	-
<b>合计</b>		<b>457.5</b>	
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%	
<b>税后利润 (亿元)</b>		<b>118.8</b>	

资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

图 11：链家显示上海长滩一期均价在 5.52 万元/平方米



资料来源：链家，天风证券研究所

图 12：该项目周边二手房均价在 4.8 万元/平方米



资料来源：链家，天风证券研究所

### ■ 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，东至政连路（规划）、南至国咏路（规划）、西至 A3-01A 地块、北至军工路。根据公司 1H2017 财报，军工路项目公司预计将以自有资金投入 70.3 亿元，目前已投入 46.4%。

图 13：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

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

由于军工路码头同样位于宝山地区，周边二手房价在 5.3 万元/平方米，考虑宝山区限价，我们假设其住宅单价为 5.5 万元/平方米，商用单价为 5 万元/平方米。计算得到军工路退二进三项目预计将贡献 30.5 亿元净利润，其释放时点可能在 2019-2020 年左右。

表 4：A1A-02，A1A-03 地块建设方案及税后净利润测算

建筑类型	建筑面积（万平方米）	假设单价（万元）	提供收入（亿元）
住宅建筑面积	17.14	5.5	94.25
商用+办公	7.34	5	36.72
<b>合计</b>		<b>131</b>	
计划投入金额（亿元）		73	
增值部分（亿元）		58	
土地增值税（%）		17.4	
税前利润（亿元）		40.6	
所得税率（%）		25%	
<b>税后利润（亿元）</b>		<b>30.45</b>	

资料来源：全国招标信息网，公司财报，天风证券研究所

图 14: 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

## ■ 总结

未来三年内为上港集团贡献地产边际利润的项目主要在星外滩项目、上海长滩以及军工路三个项目，其中仅有星外滩为公司持股 50%形式，其余项目均采用全资控股、利用自有资金开发。尽管限购，但影响的只是利润释放的节奏，项目本身从区位角度看依然优质，预计未来能够释放出扎实利润。

## 2.2. 金融：持股邮储银行与上海银行

上港集团在金融领域的战略入股主要包括上海银行与邮储银行。其中上海银行的股份为上市公司经过四次参与定增与资本公积金转增股本所得，目前上港持有上海银行股份共计 3.89 亿股，占上海银行总股本 6.48%，记为长期股权投资，预计今年贡献 10 亿以上投资收益。

邮储银行方面，公司以参与 IPO 的形式入股，当前持有的股权比例仅有 4.13%，记为公允价值计量的金融资产。但我们注意到，邮储银行已提名上港集团副总裁、董秘丁向明先生为董事，我们认为未来公司不排除将邮储银行资产记为长期股权投资的可能，而邮储银行 1H2017 归母净利润达 266.0 亿元，权益法下归属上港的投资收益年化将达 22 亿元。

表 5：上港集团金融资产及其分类

标的	所属科目	持有股份（万股）	持有股权比例（%）
上海银行	长期股权投资	38912.0	6.48%
邮储银行	公允价值计量的金融资产	334949.0	4.13%
招商银行	公允价值计量的金融资产	3236.5	-
交通银行	公允价值计量的金融资产	30.4	-
丰华股份	公允价值计量的金融资产	5.2	-

申万宏源	公允价值计量的金融资产	153.0	-
------	-------------	-------	---

资料来源：公司财报，公司官网，天风证券研究所

### 3. 历年分红稳定

2017 年两会期间，国资委主任肖亚庆等就“国企改革”话题答记者问时提出，国有控股上市公司要关心股价，更要关心分红，要建立完善分红机制，不断提高各个资本投资者的回报，中央企业要带头做积极负责的股东。按照上港集团《公司章程》，公司采取积极的股利政策，每年可供分配利润中的分红比率应当不低于 50%。按照我们的业绩预测以及公司章程中规定的 50% 分红率，预计 17 年股息率将达到 3.2%。当前上市公司特点包括：

- 1) 现金流充裕，截止 1H2017，公司账面货币资金达到 133.97 亿元；
- 2) 未来业绩放量确定性高，2016 年公司归母净利润实现 69.39 元，且历年来表现稳定；
- 3) 国资背景股东持股比例高，上海市国资委控股，但国务院国资委间接持股比例也接近 40%，国资持股比例合计超过 80% 以上。

### 4. 投资建议

中长期公司存在三大利好：1) 政策面，参照自贸区历史，自由贸易港的建设中，上海大概率将继续承担示范作用，作为门户大港辐射全球，其股权上的变化更使得公司未来有可能参与一带一路沿线布局；2) 业绩面，尽管一线城市限购，但公司所持有的优质地块+项目，都使得未来数年内上市公司能够释放出扎实业绩；3) 分红稳定，上市公司具备现金充沛、利润可能放量、国资股东持股比例高的特征。公司当前股价估值合理，在自贸港、一带一路落地过程中将获得主题与实质双重利好，叠加公司未来业绩释放潜力，调高目标价至 8.4 元，维持买入评级。

### 5. 风险提示

宏观经济超预期下滑；限购影响地产板块业绩释放节奏

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,537.31	12,239.29	5,691.07	6,686.06	27,352.50
应收账款	2,816.09	3,124.04	2,408.94	10,043.63	2,104.01
预付账款	293.51	297.61	3,827.95	3,845.76	4,488.98
存货	3,433.55	6,211.86	12,106.44	13,152.83	12,851.57
其他	911.93	1,873.77	2,875.45	2,334.65	3,277.50
<b>流动资产合计</b>	<b>18,992.39</b>	<b>23,746.56</b>	<b>26,909.86</b>	<b>36,062.93</b>	<b>50,074.56</b>
长期股权投资	20,091.83	22,703.99	22,703.99	22,703.99	22,703.99
固定资产	35,523.08	34,694.13	33,120.39	31,485.44	29,800.75
在建工程	1,365.29	472.69	319.62	239.77	173.86
无形资产	13,634.60	13,780.64	13,187.04	12,593.44	11,999.84
其他	8,907.74	21,386.77	20,897.66	20,954.57	20,791.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>79,522.53</b>	<b>93,038.22</b>	<b>90,228.69</b>	<b>87,977.20</b>	<b>85,470.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>98,514.92</b>	<b>116,784.78</b>	<b>117,138.55</b>	<b>124,040.14</b>	<b>135,544.85</b>
短期借款	3,500.00	22,580.51	589.70	17,065.74	0.00
应付账款	5,788.13	4,098.12	23,943.19	6,550.65	24,397.41
其他	9,224.74	7,244.41	11,105.59	8,121.18	11,863.19
<b>流动负债合计</b>	<b>18,512.87</b>	<b>33,923.04</b>	<b>35,638.48</b>	<b>31,737.57</b>	<b>36,260.60</b>
长期借款	10,718.73	4,791.63	0.00	2,543.23	0.00
应付债券	0.00	8,000.00	3,599.25	3,866.42	5,155.22
其他	2,138.75	1,831.73	2,021.35	1,997.28	1,950.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,857.48</b>	<b>14,623.36</b>	<b>5,620.60</b>	<b>8,406.92</b>	<b>7,105.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>31,370.35</b>	<b>48,546.40</b>	<b>41,259.08</b>	<b>40,144.49</b>	<b>43,365.94</b>
少数股东权益	7,536.37	7,514.51	9,138.57	11,263.75	13,511.79
股本	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67
资本公积	8,677.60	8,583.78	8,583.78	8,583.78	8,583.78
留存收益	35,051.38	38,316.51	43,567.22	49,458.23	55,493.45
其他	(7,294.46)	(9,350.10)	(8,583.78)	(8,583.78)	(8,583.78)
<b>股东权益合计</b>	<b>67,144.56</b>	<b>68,238.37</b>	<b>75,879.47</b>	<b>83,895.65</b>	<b>92,178.91</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>98,514.92</b>	<b>116,784.78</b>	<b>117,138.55</b>	<b>124,040.14</b>	<b>135,544.85</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,865.27	8,087.90	10,501.42	11,782.01	12,070.44
折旧摊销	3,007.30	3,210.81	2,380.41	2,388.40	2,394.20
财务费用	939.68	864.32	1,138.21	1,337.21	1,488.55
投资损失	(2,261.20)	(3,462.47)	(3,700.00)	(3,000.00)	(3,050.00)
营运资金变动	652.83	(7,735.85)	14,690.47	(29,287.78)	28,801.31
其它	(536.53)	1,071.21	1,709.53	2,161.20	2,299.13
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,667.37</b>	<b>2,035.93</b>	<b>26,720.04</b>	<b>(14,618.96)</b>	<b>44,003.63</b>
资本支出	5,766.47	4,410.11	(129.62)	104.08	97.16
长期投资	2,916.84	2,612.16	0.00	0.00	0.00
其他	(9,975.18)	(21,421.03)	3,898.47	2,793.72	2,874.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,291.87)</b>	<b>(14,398.76)</b>	<b>3,768.85</b>	<b>2,897.80</b>	<b>2,971.85</b>
债权融资	20,770.55	36,109.02	7,187.66	26,904.53	7,543.47
股权融资	1,220.47	(2,867.19)	(17.31)	(1,163.56)	(1,280.61)
其他	(28,096.98)	(20,297.60)	(44,207.46)	(13,024.82)	(32,571.90)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,105.96)</b>	<b>12,944.24</b>	<b>(37,037.11)</b>	<b>12,716.15</b>	<b>(26,309.04)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,269.54</b>	<b>581.41</b>	<b>(6,548.22)</b>	<b>994.99</b>	<b>20,666.44</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>29,510.83</b>	<b>31,359.18</b>	<b>71,138.39</b>	<b>83,575.78</b>	<b>87,561.67</b>
营业成本	19,721.23	21,926.33	49,506.63	57,552.77	60,010.14
营业税金及附加	245.86	262.83	5,335.38	6,518.91	6,829.81
营业费用	11.70	40.72	21.34	25.07	26.27
管理费用	2,334.06	2,560.26	2,845.54	3,175.88	3,502.47
财务费用	849.24	719.48	1,138.21	1,337.21	1,488.55
资产减值损失	24.20	91.81	30.00	25.00	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	2,261.20	3,462.47	3,700.00	3,000.00	3,050.00
其他	(4,522.39)	(6,924.93)	(7,400.00)	(6,000.00)	(6,100.00)
<b>营业利润</b>	<b>8,585.75</b>	<b>9,220.22</b>	<b>15,961.29</b>	<b>17,940.94</b>	<b>18,729.43</b>
营业外收入	1,302.72	787.99	600.00	700.00	500.00
营业外支出	36.92	66.33	60.00	50.00	70.00
<b>利润总额</b>	<b>9,851.55</b>	<b>9,941.88</b>	<b>16,501.29</b>	<b>18,590.94</b>	<b>19,159.43</b>
所得税	1,986.27	1,853.98	4,290.34	4,647.73	4,789.86
<b>净利润</b>	<b>7,865.27</b>	<b>8,087.90</b>	<b>12,210.96</b>	<b>13,943.20</b>	<b>14,369.57</b>
少数股东损益	1,302.82	1,148.82	1,709.53	2,161.20	2,299.13
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,562.45</b>	<b>6,939.08</b>	<b>10,501.42</b>	<b>11,782.01</b>	<b>12,070.44</b>
每股收益(元)	0.28	0.30	0.45	0.51	0.52

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.54%	6.26%	126.85%	17.48%	4.77%
营业利润	-3.82%	7.39%	73.11%	12.40%	4.39%
归属于母公司净利润	-3.02%	5.74%	51.34%	12.19%	2.45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.17%	30.08%	30.41%	31.14%	31.47%
净利率	22.24%	22.13%	14.76%	14.10%	13.79%
ROE	11.01%	11.43%	15.73%	16.22%	15.34%
ROIC	11.81%	11.99%	16.98%	25.04%	17.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.84%	41.57%	35.22%	32.36%	31.99%
净负债率	4.54%	-1.37%	-5.01%	32.24%	5.18%
流动比率	1.03	0.70	0.76	1.14	1.38
速动比率	0.84	0.52	0.42	0.72	1.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.12	10.56	25.71	13.42	14.42
存货周转率	8.79	6.50	7.77	6.62	6.73
总资产周转率	0.31	0.29	0.61	0.69	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.30	0.45	0.51	0.52
每股经营现金流	0.42	0.09	1.15	-0.63	1.90
每股净资产	2.57	2.62	2.88	3.13	3.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.11	23.74	15.69	13.98	13.65
市净率	2.76	2.71	2.47	2.27	2.09
EV/EBITDA	12.83	9.88	7.93	8.09	6.08
EV/EBIT	16.75	12.92	9.03	9.09	6.80



### 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，并应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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com