

# 上港集团 (600018)

证券研究报告

2018年03月05日

## 目标全球大港！看贸易、金融与地产如何演绎

### 从自贸试验区到自贸港区

2013年9月，上海自贸试验区成立，是为中国第一个自贸区。上海自贸试验区涵盖了定位贸易、金融与高新技术等产业的多个片区。在积累了数年自贸区建设经验之后，尤其十九大提出探索建设自由贸易港之后，关于自由贸易港的预期开始逐步浓烈。参考国际其他自由贸易港的设置，自贸港区比自贸区更强调贸易作用，功能上交易特征更加明显。本篇报告我们聚焦上港集团，以自贸港基本面对切入点，自上而下看待上港在贸易、金融与土地升值上的长期空间。

### 贸易：从服务腹地到服务全球，向国际大港迈进

上海港已连续数年蝉联国际集装箱港吞吐量第一，但从结构来看，中转箱量占比始终低于其他国际大港如新加坡、釜山、香港等，也低于全球行业平均水平。从当前来看，有大量来自于中国的货源选择经过釜山等港口进行周转，同时也有大量亚欧线、太平洋航线的船只在上海港进行中转将会较为经济，均有可能成为未来的潜在箱量。上海洋山港在自然与硬件、产能上均能满足，我们认为未来自贸港区的制度设计将有利于上港在中转贸易方面的建设。

### 以港口为基石，发展大金融业务

参照伦敦新加坡等地航运与金融中心共同发展的先例，我们认为上海在未来自由贸易港建设中，金融建设也将会是重要一步。上港集团当前金融业务版图已经扩充到了银行、能源投资、股权投资、航运保险等范畴，我们看好未来上港的多元发展。

### 土地资源丰富，黄浦江、洋山均有资产

上港集团的土地资源非常丰富，黄浦江沿岸有多处港区，同时亦有4个已开发/未开发地产项目，成为公司未来3-5年现金流来源。另外，公司在洋山港区、同盛物流地区的土地资源也十分丰富。

### 投资建议

业绩方面，公司受到主业、金融与地产项目带动，已经进入百亿利润俱乐部，预计未来三年以上能够持续巩固规模。本篇报告主要从自贸港区建设的角度，试图阐述从基本面上，公司在贸易、金融和土地上的远期成长空间。我们认为：1) 在自然和硬件条件优越的前提下，自贸港区的制度设计有望利好上港国际港的地位；2) 我们相信上港会在金融建设中继续发挥其重要作用；3) 上港在黄浦江沿岸与洋山区域土地资源丰富。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，维持买入评级，目标价9.72元。

**风险提示：**自贸区推进进度低于预期；宏观经济超预期下滑；地产限购影响公司业绩释放。

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	37,395.20	51,681.56	53,926.27
增长率(%)	2.54	6.26	19.25	38.20	4.34
EBITDA(百万元)	12,316.71	13,006.15	19,223.56	20,194.34	21,070.01
净利润(百万元)	6,562.45	6,939.08	11,524.57	12,470.35	12,988.43
增长率(%)	(3.02)	5.74	66.08	8.21	4.15
EPS(元/股)	0.28	0.30	0.50	0.54	0.56
市盈率(P/E)	27.05	25.58	15.40	14.23	13.67
市净率(P/B)	2.98	2.92	2.64	2.42	2.22
市销率(P/S)	6.02	5.66	4.75	3.43	3.29
EV/EBITDA	12.83	9.88	9.07	8.79	7.78

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	7.66元
目标价格	9.72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)	177,510.35
流通A股市值(百万元)	174,304.68
每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	41.49
一年内最高/最低(元)	8.84/5.55

### 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:多元业务开花结果，业绩进入“百亿俱乐部”》 2018-01-14
- 《上港集团-季报点评:有望享自贸港红利！百亿利润未来可期》 2017-10-31
- 《上港集团-公司点评:政策业绩共加码！两个维度再看上港》 2017-10-19

## 内容目录

1. 引子：从自贸试验区到自贸港区.....	4
2. 贸易中转：“服务腹地”到“服务全球”，向国际大港迈进.....	5
2.1. 远期目标：对标国际中转大港，提升全球港口地位.....	5
2.2. 如何理解集装箱的国际中转.....	6
2.3. 若要提升国际中转，潜在的货源来源地.....	7
2.4. 上海港的现状与未来：自然资源能够满足，监管尚未完全放开.....	10
2.4.1. 洋山与外高桥的短驳问题，主要针对沿海/长江支线/东北亚货源.....	10
2.4.2. 海关监管政策.....	11
2.5. 他山之石：海外自由港的监管模式.....	12
2.6. 总结.....	12
3. 金融：以港口贸易为基石，参与金融建设.....	12
3.1. 以港口为基石，伦敦的航运金融中心为一身.....	12
3.2. 上港集团：参与港口金融的最佳标的之一.....	13
4. 土地资源丰富.....	15
4.1. 收购同盛物流，丰富洋山区域土地资源.....	15
4.2. 商业开发释放业绩，预计持续数年.....	15
5. 投资建议.....	16
6. 风险提示.....	17
附录：中国资本项目开放情况及海外对比.....	18

## 图表目录

图 1：上海自贸区地图.....	4
图 2：横向对比海外国际港，上港中转箱量占比较低.....	6
图 3：2006-2017 上港集团集装箱吞吐量及增速.....	7
图 4：2007-2017 进出口金额美元同比 VS 上港集装箱吞吐量同比.....	7
图 5：东南亚主要国家出口增速（%）.....	7
图 6：釜山港中转箱量来源.....	8
图 7：上海、中国北方港口群与釜山港示意（图中红圈）.....	9
图 8：2011-2015 上海港国际中转箱量及其占比.....	10
图 9：上海自贸区国际货源集装箱物流集拼中转示意图.....	11
图 10：上海自贸区国内货源集装箱物流集拼中转示意图.....	11
图 11：上港在同盛股权转让前的股权结构.....	14
图 12：上港在同盛股权转让后的股权结构.....	14
图 13：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）.....	16
表 1：2017 全球集装箱港口排名 TOP 20.....	5
表 2：上海港国际中转箱区域外贸易流向矩阵.....	8

表 3: 中国北方港口与中转枢纽港之间的距离及途中航行时间.....	9
表 4: 香港、新加坡通关流程对比 .....	12
表 5: 大量航运金融业相关结构于伦敦开设总部 .....	13
表 6: 上港集团金融类版图不完全统计 .....	14
表 7: 同盛物流所有的土地使用权情况 .....	15
表 8: 上海长滩整体收入净利润测算.....	17
表 9: 部分港口公司估值水平一览 (2018 年 3 月 2 日) .....	17
表 10: 中国资本项目开放状况.....	18
表 11: 资本项目可兑换国际对比 .....	19

## 1. 引子：从自贸试验区到自贸港区

**上海自贸试验区的成立：**2013年9月29日，中国（上海）自由贸易试验区成立，是中国大陆境内第一个真正的自由贸易区。试验区涵盖了上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域，总面积为28.78平方公里。2014年又增加了陆家嘴金融片区、金桥开发片区和张江高科技片区三个片区，将面积扩展到120.72平方公里。从上海自贸试验区的地理构成来看，分别定位了贸易（最早的外高桥、洋山与浦东机场）、金融（陆家嘴）、高新（张江高科与金桥），涵盖了上海最具竞争力的诸多方面。

图 1：上海自贸区地图



资料来源：财经网，天风证券研究所

在积累了数年自贸区建设经验之后，关于自由贸易港的建设则在随后的几年内被提出。十九大之后，自由贸易港的预期开始逐步浓烈，我们整理其主要进程：

- 1) 2017年的十九大报告中提出：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；
- 2) 2017年10月19日，时任上海市委书记韩正指出，上海正在按照中央部署筹划建立自由贸易港。
- 3) 2017年11月，中共中央政治局常委、国务院副总理汪洋在《人民日报》发表署名撰文，如此定义自由港：“自由港是设在一国（地区）境内关外、货物资金人员进出自

由、绝大多数商品免征关税的特定区域，是目前全球开放水平最高的特殊经济功能区。香港、新加坡、鹿特丹、迪拜都是比较典型的自由港。”

参考国际其他自由贸易港的设置，相比于自贸试验区的概念，“港”更加强调贸易的作用。首先，港区绝大多数临海，也有少部分临江、临空，是贸易中转的核心地带。其二，是经济功能，自贸港的功能可能进一步超越一般的自贸试验区，交易等特征更加明显。我们认为，我国自贸港的建设中，作为金融、航运中心、同时也是第一个建立自贸区的上海将会是当仁不让的排头兵，而我国自贸港区的意义将会进一步拔高，对标的对象将会是新加坡等国际金融与航运中心，港区在面积扩展、专注贸易、政策引导上都有可能更加服务于贸易与高端制造，上海自贸港的建设将成为提升我国在世界贸易中话语权的重要一步。

过去市场对于自由贸易港的标的更多属于主题炒作，港口、外贸、跨境物流相关标的是其主要的炒作对象，但对于相关概念的长期利好落在何处相对模糊。本篇报告我们聚焦上港集团，以自贸港为切入点，自上而下看待上港在贸易、金融与土地升值上的长期空间！

## 2. 贸易中转：“服务腹地”到“服务全球”，向国际大港迈进

### 2.1. 远期目标：对标国际中转大港，提升全球港口地位

凭借背后的广阔腹地，上海港自 2010 年起就已成为国际第一集装箱大港，且其地位越发稳固。2017 年最新排名，上海港以全年 4023 万 TEU 的吞吐量继续位居全球第一，超过第二名新加坡港接近 700 万标箱，领先优势获得保持。

表 1：2017 全球集装箱港口排名 TOP 20

2017 年	2016 年	港口	2017 年吞吐量(万 TEU)	2016 年吞吐量(万 TEU)	增速 (%)
1	1	上海	4023	3713	8.3%
2	2	新加坡	3367	3090	9.0%
3	3	深圳	2521	2411	4.6%
4	4	宁波-舟山	2461	2157	14.1%
5	6	釜山	2140	1945	10.0%
6	5	香港	2076	1981	4.8%
7	7	广州	2037	1858	9.6%
8	8	青岛*	1826	1801	1.4%
9	9	迪拜*	1544	1477	4.5%
10	10	天津*	1521	1450	4.9%
11	12	鹿特丹*	1360	1239	9.8%
12	11	巴生*	1206	1317	-8.4%
13	14	安特卫普	1045	1004	4.1%
14	16	厦门	1038	960	8.1%
15	13	高雄*	1024	1046	-2.1%
16	15	大连	971	959	1.3%
17	18	洛杉矶	934	886	5.4%
18	17	汉堡*	900	893	0.8%
19	19	丹戎帕拉帕斯*	833	828	0.6%
20	20	林查班*	776	723	7.3%

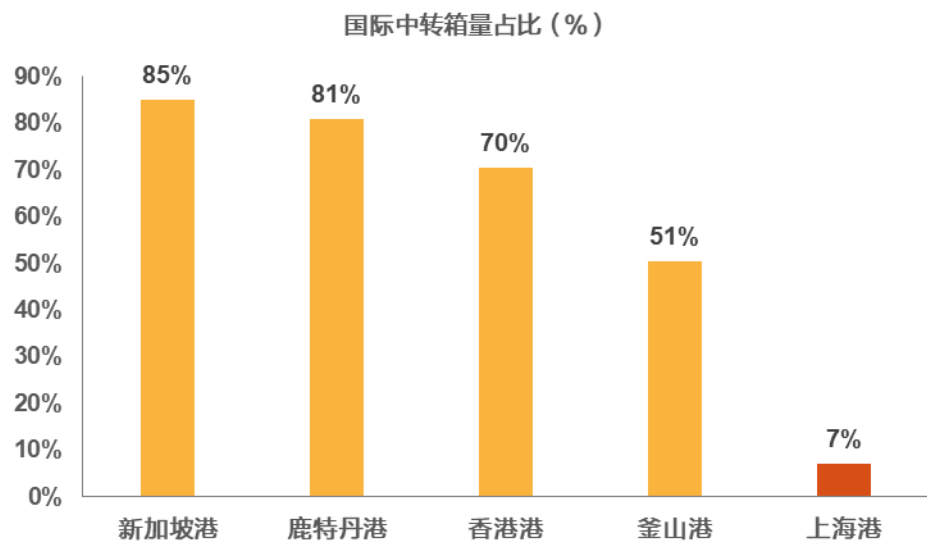
资料来源：各港口港务局官网，天风证券研究所

注释：\*部分港口为 2017 年已出数据预测

但如果从结构来看，由于大部分箱量为出口腹地类型箱，真正在上海港进行国际中转的箱量并不能媲美新加坡、香港等国际大港，甚至有大量的国内货源在进行国际中转时选择其他大港，而国际中转箱的占比较低也是上海港国际航运中心地位尚未在国际上形成定论的原因之一。政策指导方面，根据《上海市城市总体规划(2016-2040)》草案，至2040年上海港集装箱吞吐量保持在4500万TEU左右，国际货物中转比例达15%以上。

当前来看，全球港口平均中转量占比在25%左右，而如果我们以海外几大国际港口新加坡、鹿特丹、香港和釜山进行对标会发现，上海港在该指标上处于弱势：2016年，新加坡港受益于其地理位置，作为亚欧航线的重要节点，中转箱量占比最高，达到85%；欧洲大港鹿特丹的中转量占比也超过80%；香港、釜山港则分别有70%、51%的箱量为国际中转箱，反观上海港，中转量的占比近为7%。

图2：横向对比海外国际港，上港中转箱量占比较低



资料来源：《上海港国际中转集装箱市场竞争策略研究》，天风证券研究所

我们认为上海港对国际中转箱的追求，并不仅是为了建设字面意义上的“国际航运中心”和表观数字上的中转箱占比提升，在我们看来，国际中转提升的意义在于增强上海港对周边的辐射能力，吸引更多货源在此中转并带动相关的贸易与金融；而对于上港集团自身而言，国际中转量的增加，则是在远期腹地货量增速放缓的前提下吸引边际增量，提升主业业绩。

## 2.2. 如何理解集装箱的国际中转

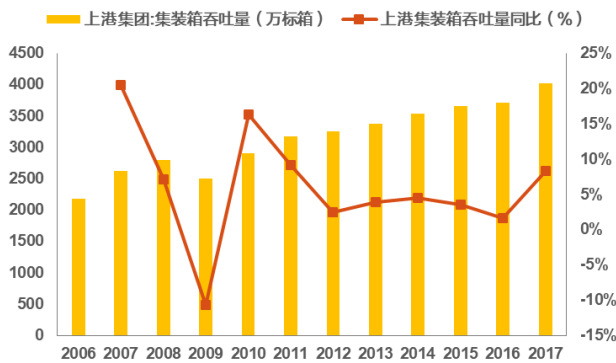
集装箱海运的所谓国际中转，本质上是基于国际贸易线路的复杂性和集运行业船舶大型化的现实。

- **国际贸易路线复杂，中转效率运输节约时间与成本。**我们假设下面一个情形：托运人（发货人）不愿意为其货物办理多次托运手续，希望一张提单将货物送到目的港（假设是B），但承运人（船公司1）为了争取货源，即使这班船不挂靠在B港口，也会承接这票货物，而后船公司可以在它挂靠的港口A找到另一个承运人（船公司2），由第二个船公司将货物送到目的港B，这便是中转运输服务。
- **船舶大型化：**集运行业船舶大型化趋势已不可逆，新订单中大船数量占比远高于过去。但航线上的诸多港口中，水文条件、港口设施、作业效率、作业成本等软硬件条件有限，并非所有港口都能满足大船挂靠，也将造成中转箱运量增加。

对于港口而言，集装箱的中转意味着几点：

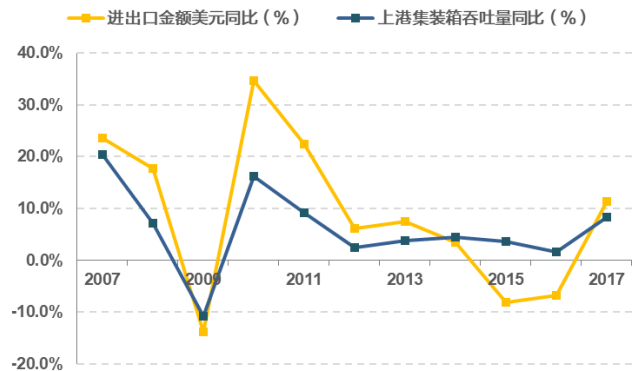
- **枢纽港的马太效应：**越是四通八达的繁荣港口，班轮航线的辐射能力就越强，挂靠这个港口的船公司就越能够大胆地承接货物，因为只要经过了该枢纽港，就能够做到高效周转，从而形成枢纽港的马太效应；
- **国际中转货物会是港口业务量的安全屏障：**港口若过于依赖腹地经济，一旦遇到本地出口波动、腹地经济结构发生转型等情况，业务量也容易随之波动。过去的中国出口制造业已经经历多年高速发展，上海港受益良多，一跃成为全球第一大港，但随着经济增速变轨，我们认为未来的国际中转箱量将成为上海港能够快速增长的边际增量。
- **发展集装箱中转，符合全球生产浪潮：**以承接了大量低端制造业的东南亚国家为例，近年来出口增速较高，存在大量中转需求。

图 3：2006-2017 上港集团集装箱吞吐量及增速



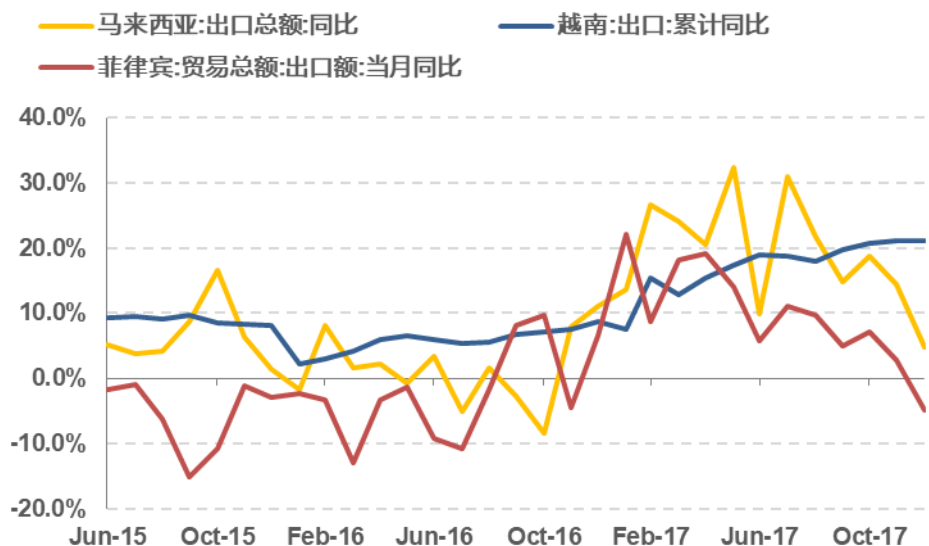
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2007-2017 进出口金额美元同比 VS 上港集装箱吞吐量同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：东南亚主要国家出口增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 若要提升国际中转，潜在的货源来源地

上海港作为国内乃至全球数一数二的大港，是我国对外贸易的港口门户，在集装箱运输商，上海港对标的竞争对手是釜山、新加坡、香港这些国际大港，提升国际中转占比，也是与

这些竞争对手互相博弈的长期过程。根据《集装箱运输》中《上海港国际集装箱中转箱量发展趋势》一文，将上海港国际中转箱量货物来源分为区域内与区域外两种，区域内国家主要是东北亚和亚太地区，而区域外则为远洋航线，其中从地中海、波斯湾与非洲出发，通过上海港中转流向美西南美将会较为经济。

表 2：上海港国际中转箱区域外贸易流向矩阵

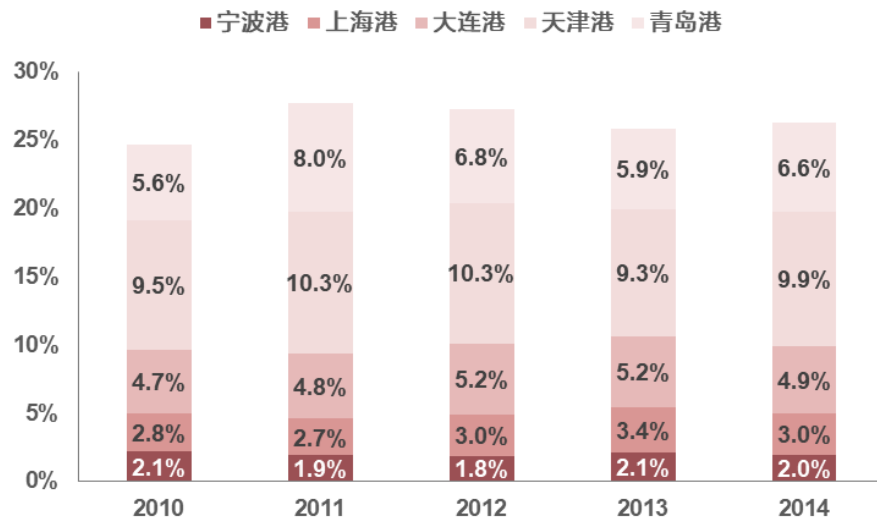
始发港	目的港						
	波斯湾	地中海	西北欧	非洲	美西	美东	南美
波斯湾					√	√	√
地中海					√		√
西北欧					√	√	√
非洲					√		√
美西	√	√	√	√			
美东	√		√				
南美	√	√	√	√			

资料来源：《上海港国际集装箱中转箱量发展趋势》，天风证券研究所

我们在此以亚欧/地中海航线为例。从上海港以东的日本偏港或者是上海港以北的韩国、俄罗斯偏港的货源，这块的主要竞争对手是釜山港。南方地区的东南亚货源，主要与香港和新加坡竞争。

最典型如釜山港，过去对来自中国的中转货物起到了相当大的分流。2010-2014 年，釜山港的中转箱量中，25%以上来自于宁波、上海、大连、天津和青岛这五大中国港口，尤其后三个中国北方港口，占釜山整体比例超过 20%。但从距离来说，亚欧航线挂靠上海更有优势。

图 6：釜山港中转箱量来源



资料来源：韩国海洋水产部，天风证券研究所



图 7：上海、中国北方港口群与釜山港示意（图中红圈）



资料来源：中国船舶网，天风证券研究所

表 3：中国北方港口与中转枢纽港之间的距离及途中航行时间

始发港	中转港	航行距离（海里）		航行时间（小时）	
		上海港	釜山港	上海港	釜山港
国内	大连	528	559	28	28
	天津	679	711	30	36
	青岛	351	501	21	24
	烟台	490	521	23	23
	尾号	448	480	21	24
	连云港	309	514	15	34
	宁波	132	517	5	37
国外	洛杉矶	5700	5241	255	240
	长滩港	5705	5245	245	216
	纽约	10568	10108	514	494
	西雅图/塔科马	5080	4620	223	198
	温哥华	5091	4631	256	198
	菲利克斯托	10385	10675	459	475
	鹿特丹	10464	10754	453	469
	汉堡	10718	11008	477	492
	安特卫普	10459	10749	496	501
	勒阿弗尔	10264	10554	504	520
	东京	1049	665	69	50
神户	762	359	39	33	

资料来源：《论上海釜山对国际中转集装箱的竞争》，天风证券研究所

注：部分港口的航行时间为按照航线长度与平均运距求得

2017 年四季度洋山四期投入使用，理论产能增加 400 万标箱。外高桥承担内贸与东北亚

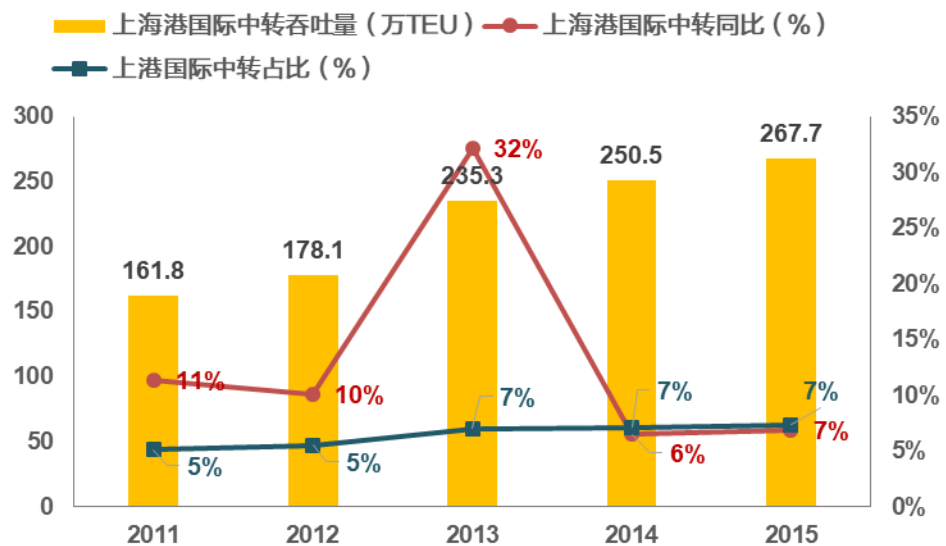
航线，洋山承担远洋航线的分工已经明确，短期洋山四期投产将为未来上海港承接更多国际中转箱提供充足产能。

## 2.4. 上海港的现状与未来：自然资源能够满足，监管尚未完全放开

我们将视野放回上海港本身，在洋山港投用之前，由于上海港缺乏自然深水港，外高桥的吃水深度不够，导致很多从上海港出发的班轮只能装半船货物，然后再去釜山等港口装满，这在当时来看，硬件条件不足是导致大量国内货源分流至釜山的重要原因。随着 2005 年之后洋山港一二三期的投用以及成熟，理论上能够从硬件条件上解决这个问题。

但从实际的中转箱占比增长来看，在此之后的中转箱占比并未出现质的改善。回溯过去几年，国际中转的吞吐量增速却并未太快，占比也是继续处于低位。究其原因，转运效率、政策管制等成为主导因素。倘使未来这些问题能获得改善，上海港国际中转箱量的比例也有望逐步提升。

图 8：2011-2015 上海港国际中转箱量及其占比

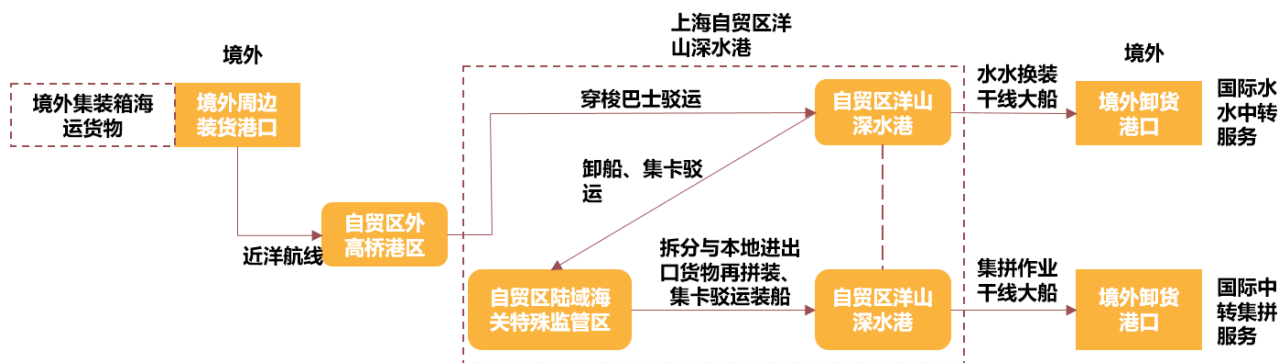


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.4.1. 洋山与外高桥的短驳问题，主要针对沿海/长江支线/东北亚货源

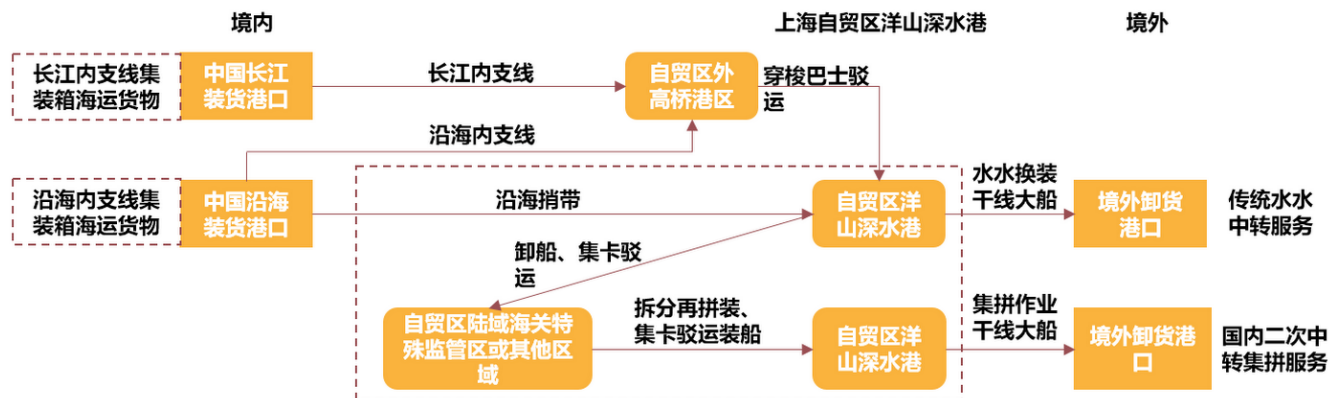
我们整理了上海港当前的中转流程，并分别按照国内货源与国外货源进行分类，从中可以看到，上海港现有港区分布为欧美航线主要集中在洋山港区，东北亚航线主要集中在外高桥港区，两港之间相距 100 余公里，航线分布在一定程度上造成部分国际中转货物从洋山港区进、外高桥港区出，或者外高桥港区进、洋山港区出，增加了短驳和装卸成本。外高桥与洋山港之间的短驳问题，主要是针对境内商品比如沿海、长江支线的集装箱运输需求。

图 9：上海自贸区国际货源集装箱物流集中中转示意图



资料来源：《中国流通经济》-《上海自贸区国际集装箱物流中转服务策略》，天风证券研究所

图 10：上海自贸区国内货源集装箱物流集中中转示意图



资料来源：《中国流通经济》-《上海自贸区国际集装箱物流中转服务策略》，天风证券研究所

### 2.4.2. 海关监管政策

#### ■ 申报政策

在当前环境下，海外商品若要在上海自贸区进行转口贸易，需要进行比较复杂的申报程序。以法国至美国在上海转口的贸易为例，需要经过以下大致流程，较海外自由港的手续流程更为复杂。

- 1) 法国备货装船出港，提供相关资料至上海自贸区内公司 A；
- 2) 货物到港后，上海自贸区内公司 A 换单，将货物信息申报至保税区；
- 3) 报关完成，白卡运至上海自贸区内公司 A 处于自贸区仓库；
- 4) 根据法国货主指令修改信息，装船前做检验检疫；
- 5) 检验检疫通过后安排白卡运送至指定地点货物装船。

#### ■ 集拼政策

《上海海关关于中国（上海）自由贸易试验区开展海运国际中转集拼业务的公告》将国际中转集拼业务限定在上海自贸试验区内，这就将上海体量最大的进出口拼箱业务割裂开来，使“拼进来”和“拼出去”的难度大大增加。

这其中操作的复杂性在于：

- 1) **国际集拼**：境外集拼货物的拆拼箱作业应当在集拼仓库内完成，不得以任何形式出区拼箱，也不得与集拼仓库内的非保税仓储货物进行拼箱操作，且应以整箱状态装运离境。
- 2) **国内货品与国外货品集拼**：按照国际惯例，一座仓库既可拼国内普通货又可拼国际监管货。但如果国内商品要与海外货集拼，国内商品就需要先进入保税区等待，导致大量本地货和长江沿线货物无法纳入国际中转集拼业务范围，国际中转集拼业务货源不足。

自贸区政策中，对于国际中转集拼区域的限定以及对集拼仓库资质的审核，使得满足集拼服务的物理范围较小，这样的划定主要还是利于海关进行监管。

## 2.5. 他山之石：海外自由港的监管模式

海外“自由港”做到的是“海关后撤”，把现有的海关特殊监管区域真正变成“境内关外”，

表 4：香港、新加坡通关流程对比

港口	通关流程	优点
香港	海易通计划：提供电子途径，简化现时提交副提单数据的程序	为货运代理和物流公司提供了方便及便利，优化了他们与海关往来的运作效率：降低了信息录入和核对的人工成本，简化了通关流程，提高了海关工作的效率。
	香港认可经济营运商计划：多边认可协议	符合既定安全标准，不论规模，均可成为认可经济营运商，享有相关便利通关安排。
新加坡	“一站式”网络通关系统：连接海关、检验检疫、税务等 35 个政府部门	全程电子系统监控，通关便利。

资料来源：《对新加坡港、上海港和香港发展现状的浅析》，天风证券研究所

当然，政治经济条件的不同，使得上海自由港的建设不可能完全与海外一致，上海自由港区的建设意义就在于不断寻找“开发”与“监管”之中的平衡点，以期最大化经济效益，同时避免过度自由带来的问题。

## 2.6. 总结

自由贸易港的长期建设，旨在提升上海港国际航运中心的地位。转运船舶所带来的，首先是物资、船用燃料油、造船、维修、检验、海事服务这样的配套市场，而后是以贸易为基石的港口功能延伸，如中转集拼、自贸区内的加工拼货等，届时上海港服务的将不止是长三角地区的腹地货，而是在全球化生产大浪潮下服务于全球。上海港若要提升其国际中转港地位，当前的任务是要适当放开监管，寻找合适的监管与自由之间的平衡。

## 3. 金融：以港口贸易为基石，参与金融建设

### 3.1. 以港口为基石，伦敦的航运金融中心为一身

港口的吞吐量，代表的是港口在整个国际贸易中的辐射能力，而以商品中转贸易为基石衍生出的金融等高附加值服务，也是判断一个港口是否是国际港的重要指标。我们以老牌航运中心伦敦为例，尽管伦敦的港口吞吐量排名早已无法跻身国际甚至是欧洲前列，但凭借其繁荣的交易市场、保险服务、航运信息服务、海事服务、海事研究与交流、海事监管等功能，伦敦国际航运中心的地位依旧屹立不倒。同理新加坡航油市场的发达也是基于其繁荣的港口业。

表 5：大量航运金融业相关结构于伦敦开设总部

行业分类	公司名称	总部所在地	航运相关业务
银行	劳埃德银行 (Lloyd's bank)	伦敦	
	德国北方银行 (HSB Nordbank)	汉堡、基尔	
	德意志银行	法兰克福	提供航运信贷、融资服务
	荷兰银行	阿姆斯特丹	
	挪威 DNB 银行	奥斯陆	
交易所	波罗的海航交所	伦敦	世界性的航运交易场所、提供航运交易服务
法律	国际海事组织(IMO)	伦敦	负责海上航行安全、防止船舶造成海洋污染、处理航运有关的法律问题
咨询	德鲁里(Drewry)	伦敦	海运咨询研究机构, 提供航运研究报告、航运咨询服务
	克拉克森研究公司 (Clarksons Research Services Limited)	伦敦	航运咨询服务
保险	国际船东保赔协会集团 (International Group of P&I Clubs)	伦敦	
	国际海上保险联盟 (International Union of Marine Insurers, IUMI)	柏林	提供船舶保险、航运货物保险、航运责任保险等
	劳埃德保险集团 (Lloyd's)	伦敦	
	慕尼黑再保险	慕尼黑	
船级社	英国劳氏船级社	伦敦	
	德国劳氏船级社	汉堡	船舶技术检验、制定相应技术规范 and 标准、接受国家委托参与海事活动
	挪威船级社	奥斯陆	
	法国船级社	巴黎	

资料来源: Clarksons, 天风证券研究所

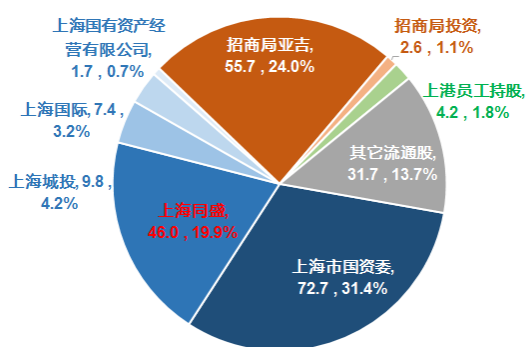
### 3.2. 上港集团：参与港口金融的最佳标的之一

金融角度，自由贸易港要发展贸易金融、航运金融、外汇管理、支付结算、全球维修等功能。我们从最后落地的主体来看，我们认为上港集团将会是从事贸易、港口与金融多元化的重点企业。

一在于股权，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。经过 2017 年 6 月的股权转让之后，上港集团国务院国资委的持股比例已经接近 40%：

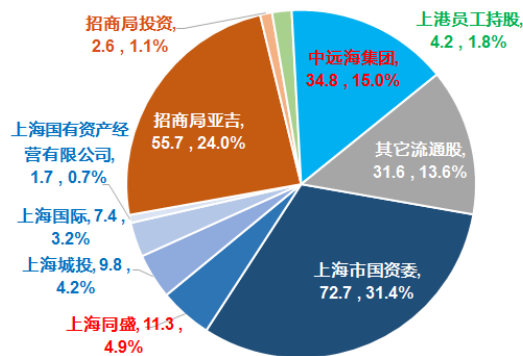
- 1) **上海国资委仍为控股股东：**上海国资委直接和间接（通过上海国际、同盛、城投、上海国有资产经营有限公司）控制的股比从原先约 59.4%减至 44.4%，仍为上市公司实际控制人；
- 2) **国务院国资委持股近 40%：**央企中远海集团成为上市公司第三大股东，如果算上招商局系 25.1%的股权占比，本次交易后国务院国资委通过旗下中远海和招商系（不包括参与二级市场投资的央企金融机构）合计持有上港 40.1%的股权。

图 11：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 12：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

二在于上港集团当前的金融投资已经初具雏形。从能源投资，到贸易、银行、航运保险与股权投资均有涉猎，版图非常丰富。从短期来看，银行已经成为了公司业绩的边际来源，2017 年预计上海银行与邮储银行贡献的投资收益将达到 30 亿（根据业绩预告，邮储银行投资收益 19.8 亿元，上海银行上半年贡献投资收益 5 亿左右）。

上港集团的金融版图之中，除了已经成为现金牛的银行投资外，上海科创中心股权投资基金管理有限公司也是其中的明星公司。该公司是根据上海市委、市政府的部署，由上海国际集团、上海国盛集团、上海信托、上港集团、张江高科等国有基石投资人共同发起设立的市场化母基金平台，目标管理规模为 300 亿元人民币，首期募资规模为 65.2 亿元人民币。聚焦处于初创期及成长期的子基金或科创企业。

表 6：上港集团金融类版图不完全统计

业务范畴	子公司	主要服务	持有股权
能源投资	上海盛港能源投资有限公司	能源码头投资与管理，仓储等	40.00%
贸易	上港集团（香港）有限公司	港口、航运、物流、船舶代理、货运代理及相关产业的投资及贸易等	-
银行	上海银行股份有限公司	吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；	6.48%
	邮储银行	吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；	4.13%
保险	东海航运保险股份有限公司	船舶保险，船舶建造保险，航运货物保险，航运责任保险	20.00%
股权投资	上海科创中心股权投资基金管理有限公司	股权投资等	未公开
	上海港航股权投资有限公司	股权投资等	50.00%

资料来源：公司财报，天眼查，天风证券研究所

银行收益源于上港作为上海本地国企，对当地金融机构的参股；而航运保险、股权投资、能源投资则更是打开了金融与贸易互补的蓝图。除了以上与港口、航运业务休戚相关的金融衍生机构之外，自由贸易港内大宗商品交易所及其交割仓库的设置、以航运指数作为金融产品进行交易等步伐均有可能展开。

## 4. 土地资源丰富

### 4.1. 收购同盛物流，丰富洋山区域土地资源

2017 年 12 月 28 日，公司与同盛集团签署协议，分别以现金收购同盛物流 100% 股权（收购对价 24.66 亿元）、港政置业 100% 股权（收购对价 1.45 亿元）与盛港能源 40% 股权（收购对价 1.40 亿元）。

公司主要负责洋山深水港区陆域配套项目的投资建设，并开发经营洋山保税港区内的物流产业，目前已开发完成保税港区内近 2.5 平方公里的土地。从 2002 年至今，公司已先后建设完成了口岸查验区、芦潮辅助配套区一、二、三期工程，建造了大批现代化的仓储、堆场和办公设施等，为海关、国检提供了先进的查验设施。同盛物流在洋山港区拥有地块较多，包括通过出让得到的同顺大道 777 号 5.5 万平方米工业用地，以及更多的为直接划拨所得的划拨工业用地，面积达到 110 万平方米。

表 7：同盛物流所有的土地使用权情况

土地权证编号	土地位置	用地性质	开发程度	面积 (m <sup>2</sup> )
沪房地浦字（2012）第 275848 号	同顺大道 777 号	出让工业	五通一平	55,191.40
沪房地南字（2008）第 001914 号	老港镇瑞兴路 58 号	划拨工业	五通一平	104,567.20
沪房地南字（2008）第 001915 号	老港镇顺运路 389 号	划拨工业	五通一平	149,632.10
沪房地南字（2008）第 020276 号	524 街道 002 街坊 41/10 丘	划拨工业	五通一平	30,654.10
沪房地浦字（2012）第 266244 号	顺运路 100 号	划拨工业	五通一平	227,751.00
沪房地浦字（2012）第 266242 号	业盛路 66 号	划拨工业	五通一平	141,098.00
沪房地浦字（2012）第 266243 号	业盛路 77 号	划拨工业	五通一平	155,813.00
沪房地浦字（2013）第 233853 号	广祥路 25 号，洋浩路 1358 号	划拨工业	五通一平	93,906.00
沪房地浦字（2011）第 218765 号	书院镇 0039 街坊 15/8 丘	划拨工业	五通一平	142,229.10
<b>合计</b>				<b>1,100,841.90</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4.2. 商业开发释放业绩，预计持续数年

我们在过去对上港集团的连续推荐中，曾经详细梳理了上港旗下，位于黄浦江沿岸的多个地块，其中按照由北到南顺序，宝山上海长滩（正在出售）、军工路退二进三（正在开发）星外滩（正在销售）、汇山路（东西项目已挂牌出售）四大项目为短期贡献业绩的主力地块。我们在此处不再赘述。

图 13：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

以公司 2017 年业绩为例，业绩快报中披露，上海星外滩开发建设有限公司原先为公司的联营企业，上港集团持股 50%，不纳入合并报表。2017 年 12 月 26 日，公司以 59.9 亿元进的星外滩 50% 股权，随后于 12 月 31 日完成管理权的移交，从而纳入财务报表。按照公允价值重新计量，上港集团对星外滩项目的收购将为其上市公司股东净利润增加人民币 17.0 亿元。而我们预计随后的 2018-2021 年将会是上海长滩、星外滩、军工路等项目利润持续释放的年份。

## 5. 投资建议

本篇报告主要从自贸港区建设的角度，试图阐述从基本上，公司在贸易、金融和土地上的远期成长空间。我们认为：1) 在自然和硬件条件优越的前提下，自贸港区的制度设计有望利好上港未来的国际中转箱量的提升，强化上港国际港的地位；2) 金融，国际航运中心与国际金融中心的建设相辅相成，上港的金融版图已经涵盖了银行、能源、股权投资、航运保险等，我们相信上港会在金融建设中继续发挥其重要作用；3) 土地，上港在黄浦江沿岸已有 4 个已开发或正在开发项目，以及多个在用码头，叠加洋山港与同盛物流转让的土地，上港在洋山区域土地资源丰富。

2017 年，公司受益于星外滩地产项目的合并、邮储银行贡献投资收益以及处置招商银行股票原因，公司业绩大幅增长，业绩预告为 115.3 亿元。2018 年，我们考虑：

- 1) 金融板块业绩将会持续释放，上海银行与邮储银行预计贡献 30 亿以上投资收益；
- 2) 我们考虑上海长滩项目一期结算，（项目目前已经在出售），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，根据公司财报披露数字，总成本投入达到 168 亿元，预计项目整体贡献净利润在 118 亿元。考虑以上，一期面积为整体的 1/4，我们认为 2018 年上海长滩业绩在 30 亿左右。此外考虑星外滩项目的逐步释放利润。



表 8：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

### 3) 公司主业平稳。

预计公司 2018 业绩将达到 124.7 亿。考虑上港在自贸港、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，给予 2018 年 18 倍估值，维持买入评级，目标价 9.72 元。

表 9：部分港口公司估值水平一览（2018 年 3 月 2 日）

公司	代码	PE-TTM
上港集团	600018	15.3955
营口港	600317	36.7193
唐山港	601000	16.0024
天津港	600717	15.9700
厦门港务	000905	30.9758
深赤湾 A	000022	28.5296

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

自贸区推进进度低于预期；宏观经济超预期下滑；地产限购影响公司业绩释放。

## 附录：中国资本项目开放情况及海外对比

表 10：中国资本项目开放状况

项目	子项目	现状评估		
一、资本和货币市场工具	1、资本市场证券	非居民境内买卖	部分可兑换	
		非居民境内发行	不可兑换	
		居民境外买卖	部分可兑换	
		居民境外发行	可兑换	
	债券和其他债务凭证	非居民境内买卖	基本可兑换	
		非居民境内发行	部分可兑换	
		居民境外买卖	部分可兑换	
		居民境外发行	基本可兑换	
	2、货币市场工具	非居民境内买卖	部分可兑换	
		非居民境内发行	不可兑换	
		居民境外买卖	部分可兑换	
		居民境外发行	可兑换	
3、集体投资类证券	非居民境内买卖	部分可兑换		
	非居民境内发行	部分可兑换		
	居民境外买卖	部分可兑换		
	居民境外发行	部分可兑换		
二、衍生工具和其他工具	4、衍生工具和其他工具	非居民境内买卖	部分可兑换	
		非居民境内发行	不可兑换	
		居民境外买卖	部分可兑换	
		居民境外发行	不可兑换	
三、信贷业务	5、商业信贷	居民向非居民提供	基本可兑换	
		非居民向居民提供	部分可兑换	
	6、金融信贷	居民向非居民提供	基本可兑换	
		非居民向居民提供	部分可兑换	
7、担保、保证和备用融资便利	居民向非居民提供	基本可兑换		
	非居民向居民提供	基本可兑换		
四、直接投资	8、直接投资	对外直接投资	基本可兑换	
		对内直接投资	基本可兑换	
五、直接投资清盘	9、直接投资清盘	直接投资清盘	可兑换	
六、不动产交易	10、不动产交易	居民在境外购买	基本可兑换	
		非居民在境内购买	部分可兑换	
		非居民在境内出售	可兑换	
		个人贷款	居民向非居民提供	不可兑换
七、个人资本交易	11、个人资本转移	个人礼物、捐赠、遗赠和遗产	居民向非居民提供	不可兑换
		个人礼物、捐赠、遗赠和遗产	非居民向居民提供	不可兑换
		个人礼物、捐赠、遗赠和遗产	居民向非居民提供	部分可兑换
		个人礼物、捐赠、遗赠和遗产	非居民向居民提供	部分可兑换
	外国移民在境外的债务结算	外国移民境外债务的结算	-	

个人资产的转移	移民向国外的转移	部分可兑换
	移民向国内的转移	-
博彩和中奖收入的转移	博彩和中奖收入的转移	-

资料来源：IMF《汇兑安排和限制年报》，天风证券研究所

表 11：资本项目可兑换国际对比

项目	子项目	韩国	新加坡	中国		
一、资本和货币市场工具	1、资本市场 证券	存在一定程度管制	完全可自由 兑换	非居民境内买卖	部分可兑换	
				非居民境内发行	不可兑换	
				居民境外买卖	部分可兑换	
				居民境外发行	可兑换	
	2、货币市场工具	债券和其他债务凭证	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	非居民境内买卖	基本可兑换
					非居民境内发行	部分可兑换
					居民境外买卖	部分可兑换
					居民境外发行	基本可兑换
					非居民境内买卖	部分可兑换
					非居民境内发行	不可兑换
二、衍生工具和其他工具	3、集体投资类证券	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	居民境外买卖	部分可兑换	
				居民境外发行	部分可兑换	
				居民境外发行	部分可兑换	
				居民境外发行	不可兑换	
	4、衍生工具和其他工具	存在一定程度管制	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	非居民境内买卖	部分可兑换
					非居民境内发行	不可兑换
					居民境外买卖	部分可兑换
					居民境外发行	不可兑换
三、信贷业务	5、商业信贷	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	居民向非居民提供	基本可兑换	
				非居民向居民提供	部分可兑换	
	6、金融信贷	完全可自由 兑换	存在一定程度管制	居民向非居民提供	基本可兑换	
				非居民向居民提供	部分可兑换	
	7、担保、保证和备用融资便利	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	居民向非居民提供	基本可兑换	
				非居民向居民提供	基本可兑换	
四、直接投资	8、直接投资	存在一定程度管制	完全可自由 兑换	对外直接投资	基本可兑换	
				对内直接投资	基本可兑换	
五、直接投资清盘	9、直接投资清盘	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	直接投资清盘	可兑换	
六、不动产交易	10、不动产交易	完全可自由 兑换	存在一定程度管制	居民在境外购买	基本可兑换	
				非居民在境内购买	部分可兑换	
				非居民在境内出售	可兑换	
七、个人资本交易	11、个人资本转移	完全可自由 兑换	完全可自由 兑换	个人贷款	不可兑换	
				个人贷款	不可兑换	

个人礼物、捐赠、遗 赠和遗产	居民向非居民提供	部分可兑换
	非居民向居民提供	部分可兑换
外国移民在境外的 债务结算	外国移民境外债务的结算	-
个人资产的转移	移民向国外的转移	部分可兑换
	移民向国内的转移	-
博彩和中奖收入的 转移	博彩和中奖收入的转移	-

资料来源：IMF《汇兑安排和限制年报》 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,537.31	12,239.29	11,218.56	15,504.47	16,177.88	营业收入	29,510.83	31,359.18	37,395.20	51,681.56	53,926.27
应收账款	2,816.09	3,124.04	3,967.75	5,659.82	4,502.64	营业成本	19,721.23	21,926.33	26,549.88	34,891.67	36,267.27
预付账款	293.51	297.61	1,914.88	2,737.34	2,299.78	营业税金及附加	245.86	262.83	373.95	2,739.12	2,696.31
存货	3,433.55	6,211.86	3,612.05	6,080.08	7,069.17	营业费用	11.70	40.72	11.22	15.50	16.18
其他	911.93	1,873.77	1,993.99	2,374.37	2,370.63	管理费用	2,334.06	2,560.26	1,495.81	1,912.22	2,157.05
<b>流动资产合计</b>	<b>18,992.39</b>	<b>23,746.56</b>	<b>22,707.23</b>	<b>32,356.09</b>	<b>32,420.09</b>	财务费用	849.24	719.48	747.90	775.22	754.97
长期股权投资	20,091.83	22,703.99	22,703.99	22,703.99	22,703.99	资产减值损失	24.20	91.81	30.00	25.00	25.00
固定资产	35,523.08	34,694.13	35,187.59	35,326.70	35,399.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	1,700.00	0.00	0.00
在建工程	1,365.29	472.69	583.62	641.81	456.72	投资净收益	2,261.20	3,462.47	6,100.00	5,500.00	5,600.00
无形资产	13,634.60	13,780.64	13,187.04	12,593.44	11,999.84	其他	(4,522.39)	(6,924.93)	(15,600.00)	(11,000.00)	(11,200.00)
其他	8,907.74	21,386.77	20,897.66	20,954.57	20,791.85	<b>营业利润</b>	<b>8,585.75</b>	<b>9,220.22</b>	<b>15,986.44</b>	<b>16,822.82</b>	<b>17,609.49</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>79,522.53</b>	<b>93,038.22</b>	<b>92,559.89</b>	<b>92,220.51</b>	<b>91,352.23</b>	营业外收入	1,302.72	787.99	700.00	700.00	500.00
<b>资产总计</b>	<b>98,514.92</b>	<b>116,784.78</b>	<b>115,267.12</b>	<b>124,576.59</b>	<b>123,772.32</b>	营业外支出	36.92	66.33	60.00	50.00	70.00
短期借款	3,500.00	22,580.51	13,922.87	19,379.71	4,615.61	<b>利润总额</b>	<b>9,851.55</b>	<b>9,941.88</b>	<b>16,626.44</b>	<b>17,472.82</b>	<b>18,039.49</b>
应付账款	5,788.13	4,098.12	10,940.14	7,546.92	11,156.61	所得税	1,986.27	1,853.98	3,962.08	3,616.87	3,607.90
其他	9,224.74	7,244.41	8,933.72	8,338.81	9,541.99	<b>净利润</b>	<b>7,865.27</b>	<b>8,087.90</b>	<b>12,664.36</b>	<b>13,855.95</b>	<b>14,431.59</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18,512.87</b>	<b>33,923.04</b>	<b>33,796.73</b>	<b>35,265.44</b>	<b>25,314.21</b>	少数股东损益	1,302.82	1,148.82	1,139.79	1,385.59	1,443.16
长期借款	10,718.73	4,791.63	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,562.45</b>	<b>6,939.08</b>	<b>11,524.57</b>	<b>12,470.35</b>	<b>12,988.43</b>
应付债券	0.00	8,000.00	3,599.25	3,866.42	5,155.22	每股收益(元)	0.28	0.30	0.50	0.54	0.56
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>5,863.69</b>	<b>7,105.34</b>						
<b>负债合计</b>	<b>31,370.35</b>	<b>48,546.40</b>	<b>39,417.34</b>	<b>41,129.13</b>	<b>32,419.56</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	7,536.37	7,514.51	8,597.31	9,959.82	11,370.91	<b>成长能力</b>					
股本	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	23,173.67	营业收入	2.54%	6.26%	19.25%	38.20%	4.34%
资本公积	8,677.60	8,583.78	8,583.78	8,583.78	8,583.78	营业利润	-3.82%	7.39%	73.38%	5.23%	4.68%
留存收益	35,051.38	38,316.51	44,078.80	50,313.97	56,808.19	归属于母公司净利润	-3.02%	5.74%	66.08%	8.21%	4.15%
其他	(7,294.46)	(9,350.10)	(8,583.78)	(8,583.78)	(8,583.78)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>67,144.56</b>	<b>68,238.37</b>	<b>75,849.79</b>	<b>83,447.46</b>	<b>91,352.77</b>	毛利率	33.17%	30.08%	29.00%	32.49%	32.75%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>98,514.92</b>	<b>116,784.78</b>	<b>115,267.12</b>	<b>124,576.59</b>	<b>123,772.32</b>	净利率	22.24%	22.13%	30.82%	24.13%	24.09%
						ROE	11.01%	11.43%	17.14%	16.97%	16.24%
						ROIC	11.81%	11.99%	17.11%	21.30%	19.50%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	31.84%	41.57%	34.20%	33.02%	26.19%
净利润	7,865.27	8,087.90	11,524.57	12,470.35	12,988.43	净负债率	4.54%	-1.37%	-5.01%	7.60%	-3.10%
折旧摊销	3,007.30	3,210.81	2,489.21	2,596.30	2,705.55	流动比率	1.03	0.70	0.67	0.92	1.28
财务费用	939.68	864.32	747.90	775.22	754.97	速动比率	0.84	0.52	0.57	0.75	1.00
投资损失	(2,261.20)	(3,462.47)	(6,100.00)	(5,500.00)	(5,600.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	652.83	(7,735.85)	9,245.66	(10,103.82)	5,980.02	应收账款周转率	11.12	10.56	10.55	10.74	10.61
其它	(536.53)	1,071.21	2,839.79	1,385.59	1,443.16	存货周转率	8.79	6.50	7.61	10.66	8.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,667.37</b>	<b>2,035.93</b>	<b>20,747.13</b>	<b>1,623.65</b>	<b>18,272.13</b>	总资产周转率	0.31	0.29	0.32	0.43	0.43
资本支出	5,766.47	4,410.11	2,310.38	2,224.08	2,047.16	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2,916.84	2,612.16	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.30	0.50	0.54	0.56
其他	(9,975.18)	(21,421.03)	(281.53)	1,053.72	1,524.69	每股经营现金流	0.42	0.09	0.90	0.07	0.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,291.87)</b>	<b>(14,398.76)</b>	<b>2,028.85</b>	<b>3,277.80</b>	<b>3,571.85</b>	每股净资产	2.57	2.62	2.90	3.17	3.45
债权融资	20,770.55	36,109.02	20,520.84	26,675.27	12,159.08	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,220.47	(2,867.19)	373.00	(601.57)	(547.03)	市盈率	27.05	25.58	15.40	14.23	13.67
其他	(28,096.98)	(20,297.60)	(44,690.54)	(26,689.24)	(32,782.61)	市净率	2.98	2.92	2.64	2.42	2.22
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,105.96)</b>	<b>12,944.24</b>	<b>(23,796.71)</b>	<b>(615.54)</b>	<b>(21,170.57)</b>	EV/EBITDA	12.83	9.88	9.07	8.79	7.78
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	16.75	12.92	10.42	10.09	8.93
<b>现金净增加额</b>	<b>2,269.54</b>	<b>581.41</b>	<b>(1,020.73)</b>	<b>4,285.91</b>	<b>673.41</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	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