

吞吐量创新高，地产金融多元布局

——上港集团（600018）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 进出口回暖，公司港口主业稳定增长

2017 年以来世界经济温和复苏，外贸进出口持续增长，带动集装箱吞吐量的稳定增长。公司作为我国最大的港口股份制企业，2017 年，公司共完成集装箱 4,023 万标箱，同比增长 8.35%，创全球港口集装箱吞吐量最高纪录；完成货物吞吐量 5.61 亿吨，同比增长 9.1%；2018 年以来公司集装箱吞吐量业务继续保持增长态势，一季度公司母港集装箱吞吐量同比增长 3.76%，货物进出口总值达 6.75 万亿元，同比增长 9.4%。基于向好的业绩表现，我们认为，伴随着上海自贸港的筹划和建立，上海港将进一步受益国际贸易往来，随着洋山四期开港运行，预计到 2020 年，上海母港将有可能实现“十三五”发展规划制定的集装箱吞吐量达到 4200 万 TEU 左右及水水中转比例 50%以上的目标。

❖ 地产+金融多元布局，版图拓展增厚利润

公司在地产、金融等业务上多元布局，投资回报可观，2017 年公司非经常性损益由 2016 年的 8.38 亿元提升至 2017 年的 51.74 亿元。2017 年 10 月 20 日，公司对持有的邮储银行 4.13%股权转换为长期股权投资，2018 年一季度邮储银行实现归母净利润 165.05 亿元，为公司增加 6.82 亿元投资收益，成为贡献利润的主要增量。公司另持有上海银行 6.48%的股权，一季度上海银行实现归母净利润 43.98 亿元，为公司带来 2.85 亿元投资收益。房地产项目稳步推进，自由贸易港建设最先受益。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司主营港口业务受进出口回暖影响，业绩持续增长，金融、地产多元化布局增厚利润。2017 年公司非经常性收益较大，2018 年归属母公司净利润可能低于 2017 年。我们预计 2018-2020 年公司主营业务收入分别为 441.60、481.35、524.67 亿元，净利润有望达到 114.17、119.35、130.70 亿元，EPS 分别为 0.49、0.52、0.56 元/股，对应 PE 分别为 13、12、11 倍，根据可比公司 PE 估值法，公司合理估值约为 14-15 倍左右，2018 年股价目标价约为 6.8-7.3 元，对应 6 月 19 日的收盘价 6.13 元，存在上涨空间。公司首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：经济复苏不及预期、区域港口恶性竞争、自然条件恶化等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	37424	44160	48135	52467
+/-%	19%	18%	9%	9%
净利润(百万)	11536	11417	11935	13070
+/-%	66%	-1%	5%	10%
EPS(元)	0.50	0.49	0.52	0.56
PE	13.84	12.5	11.8	10.9

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	公用事业/ 交通运输
报告时间	2018/6/19
前收盘价	6.13 元
公司评级	增持评级

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

联系人

汪云云

证书编号：S1100116060004
021-68595229
wangyunyun@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

1. 我国最大的港口股份制企业，经营数据连续稳居世界第一	5
1.1 集装箱第一大港，我国最大的港口股份制企业	5
1.2 主营业务保持高增长，洋山港四期打开成长新通道	7
1.3 公司地理位置优越，港口建设稳步推进	9
1.4 上海自贸区和自由港划定范围内，直接受益	11
2 金融+地产，多点开花	14
2.1 金融发力，持股上海银行与邮储银行	14
2.2 商务地产，有序推进	15
2.2 平台建设，多点开花	16
3. 盈利预测和投资建议	18
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

图 1:	BDI 各运价指数呈上升趋势	7
图 2:	集装箱运价指数呈上升趋势	7
图 2:	上港货物吞吐量保持稳定	8
图 3:	上港集装箱吞吐量保持稳定	8
图 4:	2014-2017 年主营业务收入增长情况	9
图 5:	集装箱毛利率超过 50%	9
图 6:	“一带一路”示意图	9
图 7:	长江经济带示意图	9
图 8:	保税区：境内关内的监管模式	12
图 9:	自贸区：一线放开与二线管住	12
图 10:	自贸试验区的批次和分布	13
图 11:	我国自贸区的金融管理方式	13
图 12:	近年邮储银行营业收入情况	15
图 13:	近年邮储银行净利润情况	15

表格目录

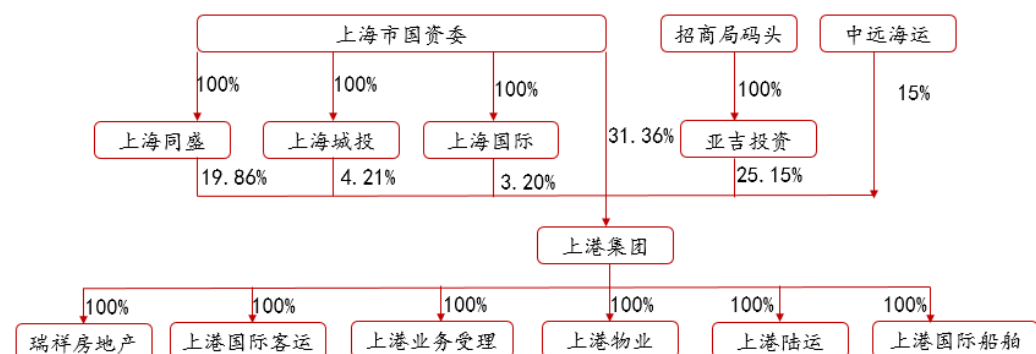
表格 1.	上港集团主营业务介绍	5
表格 2.	上海港集装箱泊位、设备、堆场情况	6
表格 3.	上海港各分公司散杂货码头基本情况	6
表格 4.	上港集装箱吞吐量稳居世界第一	7
表格 5.	上港集团 2015-2017 年主营业务收入情况	8
表格 6.	洋山港四期主要参数	10
表格 7.	近年航运市场逐渐走向集中	11
表格 8.	上海自贸区相关政策	13
表格 9.	上海自贸区对标香港/新加坡	14
表格 10.	地产项目进度情况	15
表格 11.	地产项目股权情况	16
表格 12.	上港集团主要投资公司情况	16
表格 13.	可比公司估值情况	19

1. 我国最大的港口股份制企业，经营数据连续稳居世界第一

1.1 集装箱第一大港，我国最大的港口股份制企业

上海国际港务（集团）股份有限公司是上海港公共码头运营商，2006 年 10 月 26 日在上交所上市，成为全国首家整体上市的港口股份制企业。上海市国资委为公司最大股东，直接控股 31.36%。公司在上海地区拥有 12 家分公司及 3 家内设机构，拥有二级（全资及控股）子公司 29 家、参股企业 14 家。

图 1： 上港集团股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司是我国最大的港口股份制企业，是货物吞吐量、集装箱吞吐量均居世界首位的综合性港口。上港集团主营业务分四大板块，即：集装箱码头业务、散杂货码头业务、港口物流业务和港口服务业务，目前已形成了包括码头装卸、仓储堆存、航运、陆运、代理等服务在内的港口物流产业链。公司已开辟遍布全球国际直达的美洲、欧洲、澳洲、非洲以及东北亚、东南亚等地的班轮航线 300 多条，集装箱月航班密度达到 2700 多班。全球最大的 20 家中外船公司已全部进驻上海，在上海设立子公司或办事处的外国航运公司已逾 80 多家。公司深化长江、东北亚、国际化三大战略，组建了长江港口物流有限公司，积极推动港口、航运、物流的协调发展，提高了集团在长江流域的集聚力和辐射力。

表格 1. 上港集团主营业务介绍

业务	图例	简介
集装箱码头		包括内外贸集装箱的进出口装卸、储存、配送、中转以及保管等业务，主要分布于洋山、外高桥、吴淞三大港区。通过提供快捷的水上和陆上集装箱穿梭驳运服务，将三大港区连为一体。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

散杂货码头



包括大宗散货和件杂货的进出口装卸、储存、配送、中转以及保管等业务，主要分布在罗泾、吴淞和龙吴三大港区。

港口物流



以上海港为枢纽形成物流服务网络，服务范围涵盖国际货运代理、船舶代理、仓储堆存、公路运输、国内多式联运、重大件货运接运、集装箱洗修、物流管理软件开发等全方位的物流业务。

港口服务



包括引航服务、拖带服务、理货服务、港口物流信息化、港务工程建设、拖轮业务等。支持保障集装箱、散杂货、物流业务，主要由政府定价，是公司稳定的利润来源。

资料来源：公司公告，川财证券研究所 注：数据截止到2017年6月30日

表格 2. 上海港集装箱泊位、设备、堆场情况

项目	浦集	振东	沪东	明东	盛东	冠东	宜东	合计
码头长度（米）	900	1566	1250	1110	3000	2600	1641	12067
泊位个数（个）	3	5	4	4	9	7	7	39
前沿水深（米）	-10.5	-13.2	-12.5	-12.8	-16	-17.5	-10.5	
桥吊（台）	11	26	16	16	34	26	13	142
RTG（台）	42	79	48	48	108	82	33	440
正面吊（台）	3	5	3	2	5	6	3	27
堆场面积（万平方米）	27.9	94.7	78.4	82.7	148.6	141.8	61.1	635.2
仓库面积（万平方米）	0.52	0.58	0.94	0.95			0.45	3.44
吞吐能力/年	135	250	180	70	430	500	180	1745

资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 3. 上海港各分公司散杂货码头基本情况

项目	煤炭	罗泾	张华浜	龙吴	罗矿	合计
码头长度（米）	2025	2460	1283	1360	1943	9071
泊位个数（个）	14	17	7	8	11	57
设计水深（米）	-14.3	-13.2	-10.5	-8.5	-13.2	
前沿水深（米）	-12.5	-12.2	-11	-8.5	-11~-13	
堆场（万平方米）	20.8	28.7	25.1	18.8	33.5	126.9
仓库（万平方米）		1.65	5.33	5.2		12.18
吞吐能力/年	3003	860	350	522	2200	6935

资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 主营业务保持高增长，洋山港四期打开成长新通道

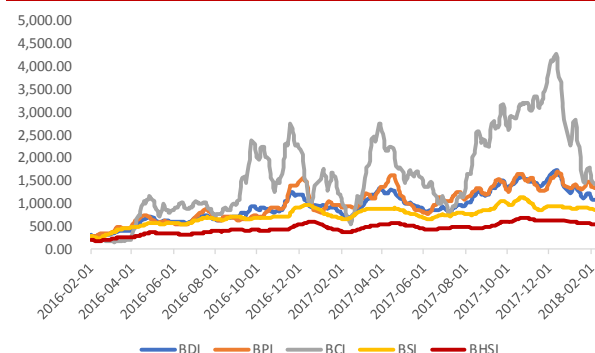
据交通运输部公告的初步统计数据显示，2017 年全国规模以上港口货物吞吐量完成 126.4 亿吨，同比增长 6.4%，增速较上年提升 3.2 个百分点，其中沿海港口完成 86.3 亿吨，同比增长 6.4%；全国规模以上港口集装箱吞吐量完成 2.4 亿标准箱，同比增长 8.3%，其中沿海港口完成 2.1 亿标准箱，同比增长 7.7%，增速较上年提升 4.3 个百分点，创近 5 年来新高。同时，近年来全球各航线综合运价指数皆有上升。

表格 4. 上港集装箱吞吐量稳居世界第一

排名	港口	2017 年		2016 年		2015 年	
		吞吐量 (万 TEU)	同比 (%)	吞吐量 (万 TEU)	同比 (%)	吞吐量 (万 TEU)	同比 (%)
1	上港	4023	8.4%	3713	1.71	3651	3.47
2	新加坡港	3367	9.0%	3090	-0.06	3092	-8.7
3	深圳港	2521	4.6%	2411	-0.37	2420	0.71
4	宁波-舟山港	2461	14.1%	2157	4.54	2063	6.07
5	韩国釜山港	2140	10.0%	1943	-0.09	1945	4.13
6	香港港	2076	4.5%	1963	-2.4	2011	-9.5
7	广州港	2037	9.6%	1858	9.5	1697	5
8	青岛港	1826	1.4%	1801	2.88	1751	5.3
9	迪拜港	1544	4.5%	1480	-5.07	1559	2.57
10	天津港	1521	4.9%	1450	2.76	1441	0.43

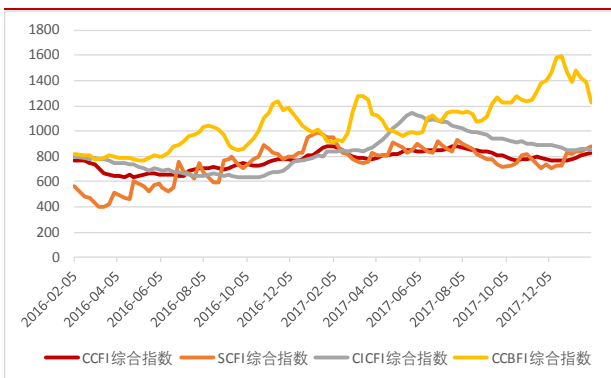
资料来源：航运界，川财证券研究所

图 1：BDI 各运价指数呈上升趋势



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 2：集装箱运价指数呈上升趋势



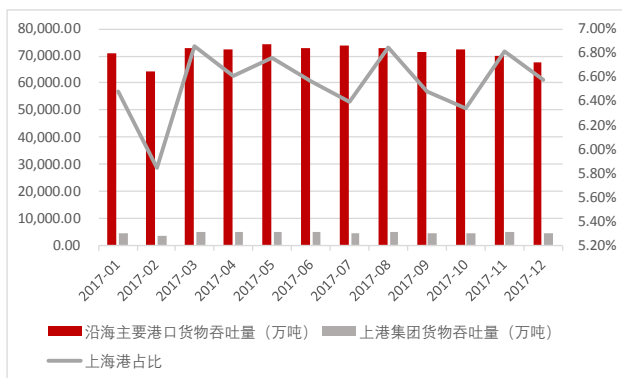
资料来源：公司官网，川财证券研究所

上港集团作为我国集装箱第一大港，一直表现较好，公司母港集装箱吞吐量自 2010 年起连续八年位居世界第一，主要经营指标居行业前列。2017 年，上港集团母港货物吞吐量完成 5.61 亿吨，同比增长 9.1%。其中，母港散杂货吞吐量完成 1.64 亿吨，同比增长 11.4%。母港集装箱吞吐量完成 4023.3 万标准箱，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

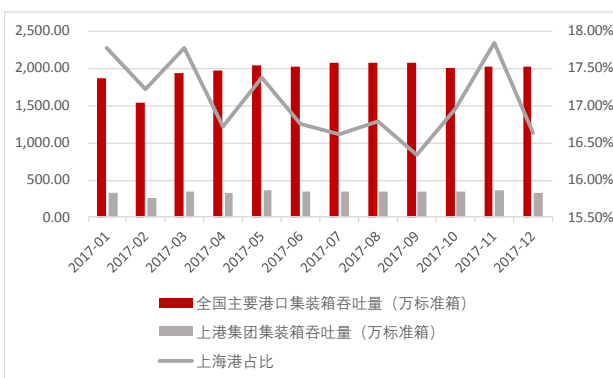
同比增长 8.3%。其中，洋山港区完成集装箱吞吐量 1655.2 万标准箱，同比增长 6.0%，占全港集装箱吞吐量的 41.1%。公司进一步深化和拓展水水中转业务，水水中转比例达到 46.7%。

图 2： 上港货物吞吐量保持稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

图 3： 上港集装箱吞吐量保持稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

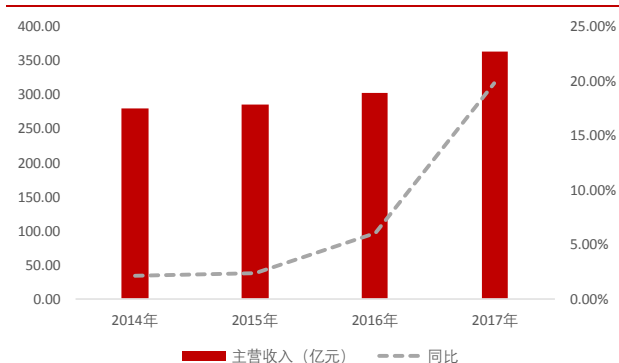
2017 年，公司实现总营业收入 374.24 亿元，同比增加 19.34%，其中主营业务收入为 364.67 亿元，同比增长 19.90%。在营业收入快速增长、成本得到有效控制的基础上，实现归属于母公司的净利润 115.36 亿元，首次突破百亿元，同比增加 66.25%。

表格 5. 上港集团 2015-2017 年主营业务收入情况

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入 (亿)	同比	毛利率	收入 (亿)	同比	毛利率	收入 (亿)	同比	毛利率
集装箱板块	124.57	3.86%	56.56%	126.04	1.18%	55.63%	134.81	6.96%	55.79%
散杂货板块	20.79	-18.31%	18.75%	16.82	-19.10%	1.38%	18.46	9.74%	12.37%
港口物流板块	156.37	5.46%	4.73%	173.37	10.88%	7.02%	197.11	13.69%	7.75%
港口服务板块	19.85	2.80%	42.97%	21.16	6.59%	43.24%	20.56	-2.81%	43.76%
其他主营业务	12.22	129.26%	15.42%	26.78	119.16%	14.72%	67.65	152.64%	46.12%
抵减	47.15	22.58%	-3.23%	60.02	27.31%	9.78%	73.92	23.16%	13.20%
合计	286.65	2.43%	32.68%	304.15	6.10%	29.51%	364.67	19.90%	33.79%

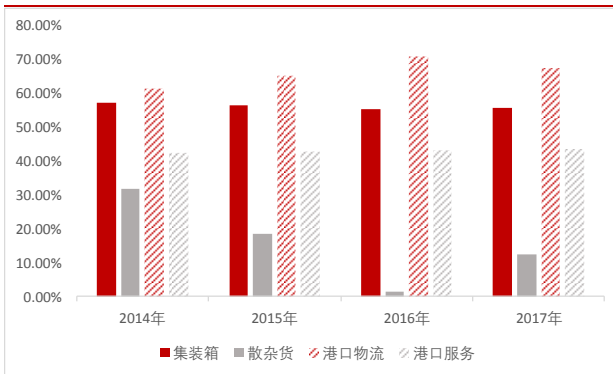
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 2014-2017 年主营业务收入增长情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 集装箱毛利率超过 50%



资料来源：wind，川财证券研究所

1.3 公司地理位置优越，港口建设稳步推进

随着公司可持续能力和水平提升，依托长三角和长江流域经济腹地，辐射整个东北亚经济腹地的主枢纽港地位已经形成，在上海国际航运中心建设主力军的作用进一步强化，成为上海自贸试验区建设的重要力量。上海港作为 21 世纪海上丝绸之路与长江经济带相互连接的江海联运重要节点，将形成更加安全、便捷、高效的物流路径，促外贸，稳增长，成为引领长三角，带动长江流域，辐射全国的“龙头”。公司正谱写创新发展的新篇章，着力通过技术创新、管理创新和服务创新显著提升枢纽地位和服务能级，加快建成智慧、绿色、科技和效率港口，将在服务国家战略、上海“四个中心”和科创中心建设中发挥更加重要的作用。同时“一带一路”战略的实施，特别是海上丝绸之路，又为公司的发展带来了更多机遇。上海港有通往全球 206 个国家和地区，600 多个直航港口的航线，每月的国际航班数超过 1400 班，是世界上港口航线密度最大的港口。海上丝绸之路从其整个分布来看，又恰恰是整个上海港航线密度最大的区域，其覆盖了亚欧航线、中东航线、非洲航线、东南亚航线。

图 6：“一带一路”示意图

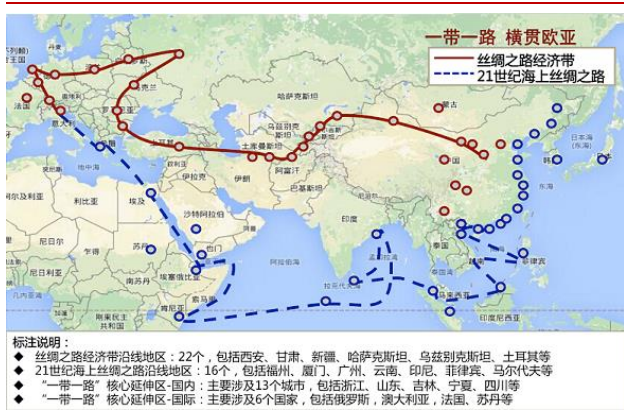


图 7： 长江经济带示意图



资料来源：央广网，川财证券研究所

资料来源：中国产业经济信息网，川财证券研究所

公司集装箱码头分工明确，目前已形成吴淞、外高桥、洋山三大港区战略布局。公司主要依据航线和船型安排码头挂靠，将船型较大的欧美航线安排在吃水较深的洋山港停泊作业，由冠东、盛东两家子公司负责运营；日韩、澳洲等中近洋航线以及少量内贸航线被安排在外高桥码头作业，由浦东、振东、沪东、明东码头公司负责运营；而张华浜、军工路、宝山等老码头主要经营内贸集装箱业务，其原先的外贸业务将逐步移至外高桥六期进行作业。洋山四期自动化码头已于2017年12月10日正式开港试生产，2018年公司集装箱吞吐量将再创新高。

洋山四期为全球最大自动化集装箱码头，首次采用自动化技术装卸集装箱，极大地提高了能源利用效率，码头的核心技术完全依靠自主研发，未来发展的可持续性较强。与洋山一、二、三期相比，四期岸线最短，占地最小，但其吞吐能力最大。洋山四期设计通过能力达630万TEU/年，建成后正好补充了现在设计年通过能力930万TEU和实际通过量1561.6万TEU之间的缺口。考虑到目前上海港的高效作业状态及经济回暖形势，我们预计有望为公司带来10%左右的集装箱业绩增速释放。洋山四期作为全球规模最大，设备最先进的自动化码头，将进一步巩固上海港作为世界第一大港的地位。

表格 6. 洋山港四期主要参数

项目	明细
用地面积	223 万平方米
集装箱泊位数量	7 个
集装箱码头岸线总长	2350 米
年通过能力	初期为 400 万标准箱，远期为 630 万标准箱
桥吊	首批 10 台，远期 26 台
轨道吊	初期 40 台，远期 120 台
自动导引车（AGV）	初期 50 台，远期 130 台

资料来源：新华网，川财证券研究所

从航运发展现状和趋势来看，整个航运市场船舶运力过剩的矛盾依然比较突出，国际航运市场依然低迷。从航运发展现状和趋势来看，2017 年，国际航运市场延续回升态势，供给过剩得到抑制，班轮公司经营业绩普遍改善，但国际航运市场总体仍处于低迷的长周期。集装箱船舶大型化和经营联盟化趋势持续加剧，班轮公司兼并重组更加频繁，集运市场集中度进一步提高，2017 年末 2M+HMM、OCEAN Alliance、THE Alliance 三大联盟在欧线和美线运力份额分别达到 99%和 91%，将对港口产生长期、深远的影响，对港口企业进一步提升码头服务能级、效率和质量、进一步优化资源配置、降低口岸综合成本等

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

提出了更高要求，持续提升国际集装箱枢纽港的地位和作用也就显得日益重要。

表格 7. 近年航运市场逐渐走向集中

时间	合并案例
2015 年 9 月	中远海运港口就联手中投海外以及招商局国际，收购了土耳其 Kumport 码头 65% 股权
2015 年 12 月	中远集团和中海集团合并运力。
2016 年 3 月	中远海运港口与新加坡港务集团通过合资公司签署有关共同投资新加坡大型集装箱码头的协议。
2016 年 4 月	中远海运集团和希腊共和国发展基金正式签署比雷埃夫斯港口管理局（比港管理局）股权的转让协议和股东协议，中国远洋就与希腊共和国发展基金签署了比雷埃夫斯港口管理局股权转让协议，中远获得了这个希腊最大港口 67% 的股权。
2016 年 5 月	中远海运港口与和记港口集团 ECT 公司签署有关鹿特丹 EUROMAX 集装箱码头项目股权转让协议。
2016 年 8 月	韩国最大航运公司韩进集团的申请破产。
2016 年 9 月	全球最大集装箱航运业者马士基航运宣布未来马士基将停止订造新船，重心转向并购，并且已准备好 120 亿美元的并购资金。
2016 年 9 月	中远海运港口与阿布扎比港务局签署特许经营权协议，共同合资经营哈里发港二期集装箱码头。
2016 年 10 月	中远海运港口签署收购意大利瓦多码头 40% 股权的相关协议。
2017 年 5 月	赫伯罗特完成收购阿拉伯联合国家轮船，合并后的新公司运营 230 艘船舶，总运力达 160 万 TEU，所占市场份额由此前的 5.1% 上升至 7.4%。
2017 年 6 月	中远海运斥资 189 亿人民币收购中国最大港口运营商上港集团 15% 股份，同时斥资 2 亿欧元收购西班牙最大码头运营商 Noatum Port Holdings 51% 的股份
2017 年 7 月	中远海控联合 A 股上港集团拟 492.3 亿港元要约收购东方海外国际全部股份。每股要约现金 78.67 元，较东方海外国际收市价溢价 31.1%。
2017 年 7 月	日本三大海运巨头川崎汽船、商船三井和日本邮船宣布合并定期集装箱船业务，3 家公司将合计投入约 3000 亿日元，出资比例分别为川崎汽船 31%、商船三井 31% 和日本邮船 38%。
2017 年 9 月	中远海运港口发布公告称，该公司全资附属公司中海码头与马士基码头公司签署一份具有法律约束力的谅解备忘录，拟以最高 3500 万欧元（可调整，如有）的价格收购后者在比利时泽布吕赫港的运营商 APM TERMINALS ZEEBRUGGE NV（APMTZ）76% 的已发行股本。
2017 年 11 月	30 日晚，马士基航运宣布已完成了与欧特克集团关于收购汉堡南美的交易。

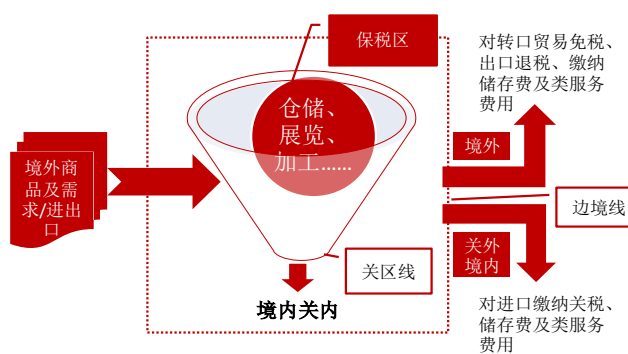
资料来源：中华航运网，川财证券研究所

1.4 上海自贸区 and 自由港划定范围内，直接受益

中国（上海）自由贸易试验区，简称上海自由贸易区或上海自贸区，是中国政府设立在上海的区域性自由贸易园区，位于浦东境内，属中国自由贸易区范畴。2013 年 9 月 29 日中国（上海）自由贸易试验区正式成立，面积 28.78 平方公里，涵盖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。2014 年 12 月 28 日全国人大常

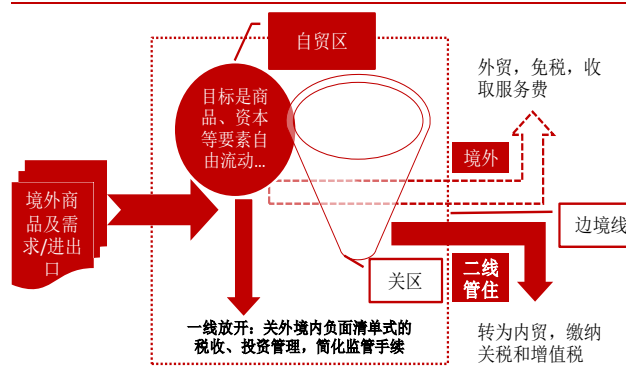
务委员会授权国务院扩展中国（上海）自由贸易试验区区域，将面积扩展到120.72平方公里。上海自由贸易试验区范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区、金桥出口加工区、张江高科技园区和陆家嘴金融贸易区七个区域。

图 8： 保税区：境内关内的监管模式



资料来源：自贸区官网，川财证券研究所

图 9： 自贸区：一线放开与二线管住



资料来源：自贸区官网，川财证券研究所

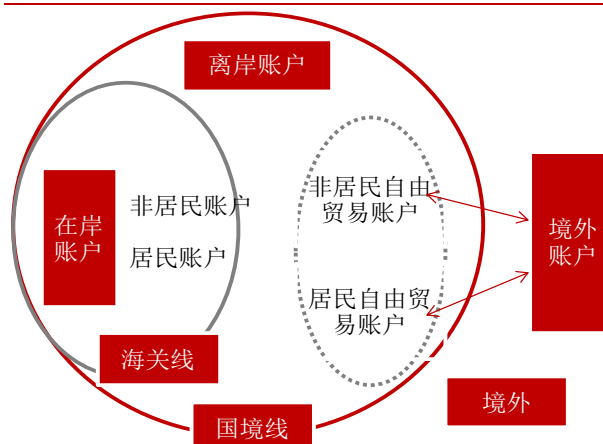
自贸区是在海关特殊监管区域的基础上建立起来的，融合了海关特殊监管区域保税、仓储、物流、中转、展示等各种功能。不同之处在于：自贸区的创新在于“境内关外”，海关监管手续可以简化，关税也相应有进一步的优惠措施，提升了商品流通的便利化程度。基于境内关外的设置，提出了“一线彻底放开、二线高效管住、区内货物自由流通”的基本管理要求，其中“一线”指境内关外、“二线”是指境内。在自贸区域内实施贸易便利化、投资自由化、金融国际化的措施。自贸区域内的商品转外贸可以免关税，区内贸易不收税，对符合导向的进口实施税收优惠措施；通关速度和便利程度也大大提高，推进预归类等便利化措施，简化流转手续；投资则实施负面清单管理制度，金融国际化的目标是向离岸金融中心逐步靠拢。这些措施为贸易自由化提供极大的便利。

图 10： 自贸试验区的批次和分布



资料来源：自贸区官网，川财证券研究所

图 11： 我国自贸区的金融管理方式



资料来源：自贸区官网，川财证券研究所

2017 年中共十九大会议召开期间，时任中共中央政治局委员、上海市委书记韩正对上海自贸区发展有“三步走”的总结：2013 年 9 月上海自贸区挂牌，为 1.0 版；2015 年中央批准深化自贸试验区方案，是 2.0 版；2017 年 5 月，中央深改组正式批准全面深化上海自贸试验区改革开放方案，是 3.0 版。上海自由贸易试验区将带来显著的货流积聚效应，尤其是海运。上港集团拥有上海港所有的集装箱码头和散杂货公共码头，是目前上海港最大的综合码头运营商，公司的主营业务是码头装卸和港口物流服务，进出上海的绝大部分货物都是通过上港集团这个平台。所以，上海自贸区预期会带来的贸易量对上港集团的主营业务构成直接利好。

表格 8. 上海自贸区相关政策

时间	文件名	相关条款
2013/9/27	中国（上海）自由贸易试验区总体方案	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金融、航运、商贸等领域的开放力度。	
2015/1/29	国务院关于印发中国（上海）自由贸易试验区可复制改革试点经验的通知	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。
2015/4/20	进一步深化中国（上海）自由贸易试验区	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。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

时间	文件名	相关条款
	改革开放方案	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	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。
	改革开放方案	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。
		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。
		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。

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

表格 9. 上海自贸区对标香港/新加坡

项目	上海自贸区	香港/新加坡
贸易自由/税收	只在生产、流通领域不受限制/转口贸易免税、出口符合政策退税、可以自由进入消费领域/免税港，除烟酒，化妆品，汽车外，进口相关产品有税收优惠措施、区内生产企业选择性征税。	一是实行自由经营的进入制度。除了机场、邮政、道路、港口等公共事业由政府经营，和毒品、武器等违禁品被管制之外，其他领域都可以自由投资经营。二是企业设立和进入门槛低，经营资本要求不高。企业注册手续简单，费用低。三是实行企业居民待遇。
投资制度	负面清单模式，122 项负面清单限制措施	真正的离岸金融中心：货币自由可兑换、资金自由流动、浮动汇率利率。
金融便利	内外分离式的离岸金融雏形	

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

2 金融+地产，多点开花

在港口主营业务之外，公司也积极布局金融、地产等多元业务。

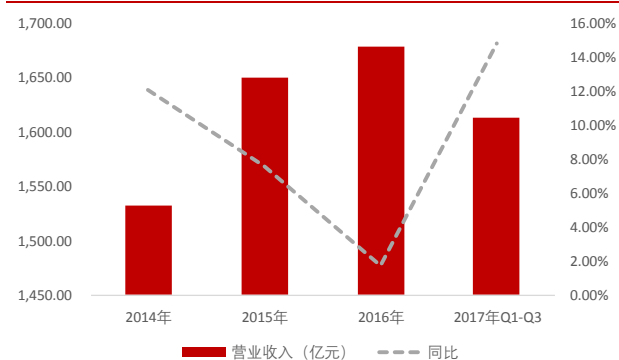
2.1 金融发力，持股上海银行与邮储银行

金融业务方面，公司金融产业布局较早，2009 年公司开始布局上海银行，目前公司共持有上海银行 6.48% 股权，公司为其并列第二大股东。2016 年 9 月，公司下属子公司上港集团（香港）有限公司作为基石投资者参与中国邮政储蓄

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

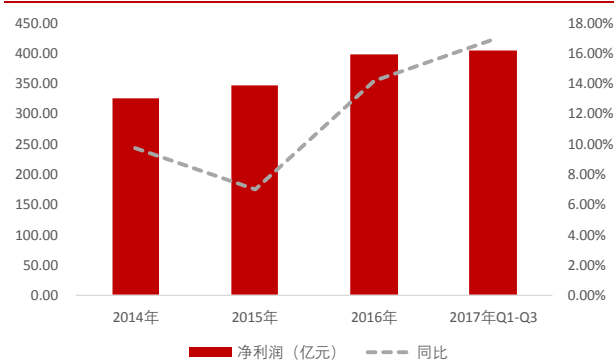
银行股份有限公司的 H 股首次公开发行，以 159.44 亿港元认购了邮储银行 33.50 亿股股份（每股 4.76 港元），持股比例为 4.13%，成为其第四大股东；与邮储银行等三家股东共同发起设立中邮金融租赁公司；与地中海邮轮公司开展进一步合作，积极发展邮轮经济。邮储银行是中国领先的大型零售银行，定位于服务社区、服务中小企业、服务“三农”，拥有营业网点近 4 万个，服务个人客户超过 5 亿人，拥有优异的资产质量和显著的成长潜力。邮储银行营业收入从 2013 年的 1367.45 亿元上升到 2016 年的 1678.58 亿元，复合增长率为 7.07%，归属母公司股东的净利润从 2013 年的 296.68 亿元上升到 2016 年的 398.01 亿元，复合增长率为 10.29%。未来我们预计上海银行和邮储银行的投资收益约为每年 24-30 亿元。

图 12：近年邮储银行营业收入情况



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 13：近年邮储银行净利润情况



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.2 商务地产，有序推进

公司拥有黄浦江上 7 个港口，占地面积达 237.84 万平方米。公司从 2004 年开始公司对部分港口进行商住开发，截至 2016 年底，已开发 4 个大型地产项目，还剩待开发土地面积 134.8 万平方米，4 个地产项目公司拥有权益估值达 700 亿元。公司对港口进行商住开发主要原因一是黄浦江的通航条件不及海港，二是黄浦江沿岸已经成为上海市中心，不宜进行大规模码头项目操作。“上海长滩”项目首个对外销售的住宅项目 06 街坊实现结构封顶，军工路地块开工各项前期工作基本完成，海门路 55 号地块进展达到预期等。

表格 10. 地产项目进度情况

项目名称	计划出资 (万元)	累计投入 (万元)	进度 (%)	开发主体	建筑面积(万 m²)	
					住宅	商用
上海长滩	1,494,329	660,222	44.18	上港集团瑞泰发展有限责任公司	50	36.5
军工路项目	702,869	293,018	41.69	上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司	24	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

项目名称	计划出资 (万元)	累计投入 (万元)	进度 (%)	开发主体	建筑面积(万㎡) 住宅 商用
海门路 55 号	967,843	856,914	88.54	上海星外滩开发建设有限公司	24.3

资料来源：公司年报，川财证券研究所

表格 11. 地产项目股权情况

合营企业或联营企业名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)	
			直接	间接
上海港航股权投资有限公司	上海	股权投资	50	
上海星外滩开发建设有限公司	上海	房地产开发	50	
上海银汇房地产发展有限公司	上海	房地产开发	50	
上海国际航运服务中心开发有限公司	上海	房地产开发	50	
上海海通国际汽车码头有限公司	上海	交通运输	40	
上海银行股份有限公司	上海	金融业	6.481	0.025

资料来源：公司年报，川财证券研究所

2.2 平台建设，多点开花

公司在平台建设方面也在不断努力。集卡平台建设全面推进，实现了提重箱、进重箱、提空箱等预约功能，登记数和预约率不断提高；业务受理中心建设稳步推进，受理范围不断拓展，网上受理比率提高到 60% 以上，极大地提升了客户服务效率和水平；冷链物流中心、空箱服务中心、拼箱中心等重点项目积极推进。同时，公司也在积极推进长江战略和国际化战略，进一步发挥地理优势。积极推进独山港、湖南城陵矶、长沙集星、南京港、宜宾港等项目工作，进一步优化了公司在长江流域的投资布局，扩大与长江沿线港口合作和发展的空间，以色列海法新港项目基本形成了工程设计方案。此外，公司也在通过投资控股等形式整合相关行业，不断巩固港口、地产、货运等业务的发展。

表格 12. 上港集团主要投资公司情况

被投资的公司名称	主要经营活动	股权占比	备注
上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司	房地产开发；港口经营；港口信息科技领域内从事技术咨询；物业管理等。	100%	公司以现金人民币 5 亿元出资，新设成立全资子公司上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司，该公司注册资本为人民币 5 亿元。
湖南城陵矶国际港务集团有限公司	港口码头及配套设施的投资、建设、管理和经营；国内外货物装卸、储存、中转和水陆运输；集装箱拆拼箱、清洗、修理、制造和租赁；港口设施租赁；港口信息服务等。	25%	公司以所持长沙集星集装箱码头有限公司 20.7% 股权（作价人民币 0.73 亿元）及现金人民币 1.27 亿元对湖南城陵矶国际港务集团有限公司进行增资，获得该公司 25% 股权。增资后，湖南城陵矶国际港务集团有限公司注册资本为人民币 8 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

被投资的公司名称	主要经营活动	股权占比	备注
上海港口能源有限公司	主营建造天然气加气站、加油站、天然气供气设施，燃气经营，从事能源的投资管理和资产管理，从事能源领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务。	50%	公司于 2015 年与申能（集团）有限公司合资设立上海港口能源有限公司，该公司注册资本为人民币 6000 万元，公司占股 50%。
上海港国际客运中心开发有限公司	上海港国际客运中心开发，物业管理，港口旅客运输服务经营，票务代理，停车场管理，商务咨询，游艇展览展示，游艇保养和维修，游艇俱乐部管理，游艇码头管理，游艇租赁等。	100%	公司以债转股的方式将公司对上海港国际客运中心开发有限公司的委托贷款人民币 14.85 亿元转增该公司注册资本。增资后，该公司注册资本为人民币 15 亿元。
上港集团港口业务受理中心有限公司	从事海上国际货物运输代理，国内道路货物运输代理，国际、国内船舶代理业务。	100%	公司于 2015 年新设成立全资子公司上港集团港口业务受理中心有限公司，该公司注册资本为人民币 5000 万元，注册资本认缴期限为 30 年。
南京港股份有限公司	港口的经营，原油、成品油、液体化工产品的装卸，植物油及其他货物的装卸、仓储服务，场地租赁，燃料油的销售等。	10.28%	公司参与南京港股份有限公司重大资产重组，以所持有的南京港龙潭集装箱有限公司 20.17% 股权（作价人民币 4.65 亿元）按每股人民币 12.16 元的价格认购。认购完成后，公司持有南京港股份有限公司 10.28% 的股权。
上海上港物业服务股份有限公司	物业管理，房地产中介服务，餐饮企业管理，酒店管理，花卉租赁，保洁服务，停车场管理服务。	100%	公司以现金人民币 500 万元出资，新设成立全资子公司上海上港物业服务股份有限公司，该公司注册资本为人民币 500 万元。
中国邮政储蓄银行股份有限公司	吸收公众存款；发放短期、中期、长期贷款；办理国内外结算；办理票据承兑和贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券等。	4.13%	公司全资子公司上港香港作为基石投资者参与邮储银行 H 股首次公开发行。
上海上港陆上运输服务有限公司	国际货物运输代理，货物运输代理，软件设计开发，网络技术开发，从事网络信息科技专业领域内的技术开发等。	100%	公司全资子公司上港集团物流有限公司新设成立上海上港陆上运输服务有限公司，该公司注册资本为人民币 3000 万元。
上海上港联合国际船舶代理有限公司	国际船舶代理，国内船舶代理，国际海运辅助业务（取得许可证后方可从事经营活动），海上、航空、公路国际货物运输代理，从事货物及技术的进出口业务，商务咨询。	100%	公司全资子公司上港集团物流有限公司于 2015 年新设成立全资子公司上海上港联合国际船舶代理有限公司，该公司注册资本为人民币 5000 万元。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3. 盈利预测和投资建议

主营业务方面：2017 年公司归属母公司股东的净利润大幅增长原因为公司非经常性损益由 2016 年的 8.38 亿元提升至 2017 年的 51.74 亿元。若不考虑非经常性损益，公司实现扣非后归属母公司股东的净利润为 63.6 亿元，同比增长 4.28%，低于 2016 年的 7.26%。2018 年，我们预计行业将继续保持回暖向上态势，随着洋山四期投产，公司吞吐量将保持较快增长，带动主营业务继续提升，同比增幅可能略高于近年表现，约为 5%-8%。

金融方面：邮储银行归属母公司股东的净利润从 2013 年的 296.68 亿元上升到 2016 年的 398.01 亿元，复合增长率为 10.29%。上港集团对邮储银行的持股比例为 4.13%，2018 年一季度，邮储银行已为公司增加了 6.82 亿元投资收益，我们预计 2018 年全年，邮储银行可贡献投资收益为 17-21 亿元。同时，公司持有上海 6.48% 的股权，2018 年一季度，上海银行已为公司带来 2.85 亿元投资，全年贡献约为 7-9 亿元。2018 年，金融板块业绩将会持续释放，邮储银行与上海银行总计贡献投资收益约为 24-30 亿元。

地产方面：根据宝山区实际楼价与公司开发进度，预计项目整体贡献净利润在 120 亿元左右，2018 年一期结算面积约为项目总体的 25%，对应利润为 30 亿左右。2019 年、2020 年结算进度分别为未售项目的 30%和 40%，随着长滩项目进入结算高峰期，星外滩项目利润逐步释放，公司地产板块将会持续贡献业绩。

我们预计 2018-2020 年公司主营业务收入分别为 441.60、481.35、524.67 亿元，净利润有望达到 114.17、119.35、130.70 亿元，EPS 分别为 0.49、0.52、0.56 元/股，对应 PE 分别为 13、12、11 倍。对于公司主营业务我们采用可比公司 PE 估值方法，可比公司 PE (TTM) 平均值为 21 倍。对于金融板块，可根据综合自由现金流量贴现估值法进行计算，由于公司在金融板块收益主要是由于公司对邮储银行和上海银行的股权收益，邮储银行和上海银行年投资收益年增长率分别约为 10%和 7.5%，根据公司对邮储银行和上海银行的投资收益比重，金融业务板块估值为 9 倍左右，总体我们认为公司合理估值约为 14-15 倍左右，2018 年股价目标价约为 6.8-7.3 元，对应 6 月 19 日的收盘价 6.13 元，存在上涨空间。首次覆盖予以“增持”评级。

表格 13. 可比公司估值情况

日期	2018/6/15	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	18E	19E	20E	18E	19E	20E
600018. SH	上港集团	6.08	1408.96	0.49	0.52	0.56	12.41	11.69	10.85
601018. SH	宁波港	4.68	616.49	0.21	0.23	0.27	22.41	20.14	17.45
601000. SH	唐山港	2.88	170.67	0.27	0.29	0.32	10.73	9.90	8.86
600717. SH	天津港	8.42	141.02	0.47	0.53	0.54	17.91	15.84	15.70
600017. SH	日照港	3.45	106.11	0.20	0.22	0.26	17.22	15.42	13.38
000507. SZ	珠海港	9.34	73.74	0.22	0.28	0.33	42.67	33.91	28.11
600279. SH	重庆港九	5.23	36.24	0.24	0.32	0.36	22.20	16.27	14.56
平均值				0.3	0.3	0.4	20.8	17.6	15.6

资料来源: wind, 川财证券研究所 注: 相关公司 2018-2020 年预测值为 wind 一致预期数据

风险提示

经济复苏不及预期

公司从事的港口行业属于国民经济基础产业, 整个行业的发展水平与国民经济的发展状况息息相关。宏观经济发展状况及发展趋势, 尤其是经济腹地的对外贸易发展情况, 对港口行业的发展具有重要影响。

区域港口恶性竞争

从全球经济、贸易及航运的发展现状和趋势来看, 集装箱海运正在向船舶大型化、经营联盟化和运输干线化方向发展, 因此国际集装箱枢纽港的作用就显得日益重要。公司所处的东北亚地区, 各主要竞争港口目前均立足于东北亚“中心地位”, 积极扩建产能, 使得该地区枢纽港地位竞争激烈。

港口自然条件恶化

气象、水文、地质等自然条件都将对港口的正常运营带来影响。上海港由于地处亚热带季风性气候带, 台风、热带风暴等恶劣气候可能会对进出上海港的船舶产生影响, 从而导致船舶无法靠泊码头, 影响公司装卸业务正常开展。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	50266	49871	66995	86057	营业收入	37424	44160	48135	52467
现金	20268	24145	37306	54429	营业成本	24809	29026	31639	33853
应收账款	2395	3882	4237	4616	营业税金及附加	995	509	590	704
其他应收款	530	1771	1560	725	营业费用	89	89	103	110
预付账款	415	432	429	288	管理费用	2931	3440	3764	4146
存货	24485	17889	21642	24100	财务费用	1018	1092	697	340
其他流动资产	2172	1752	1821	1898	资产减值损失	-59	58	58	58
非流动资产	90969	83962	82194	78748	公允价值变动收益	95	0	0	0
长期投资	34002	30236	31491	31073	投资净收益	4655	3214	3462	4655
固定资产	32988	30875	28659	26394	营业利润	13208	13160	14747	17910
无形资产	13881	13437	12993	12548	营业外收入	2675	1564	1038	919
其他非流动资产	10098	9414	9051	8733	营业外支出	28	25	33	44
资产总计	141235	133833	149188	164805	利润总额	15855	14700	15752	18785
流动负债	38084	20596	23087	23333	所得税	3009	2802	2988	3569
短期借款	18744	5119	8740	3500	净利润	12846	11897	12764	15216
应付账款	3475	3616	4104	4333	少数股东损益	1310	480	829	2145
其他流动负债	15865	11862	10242	15499	归属母公司净利润	11536	11417	11935	13070
非流动负债	26095	24283	28419	32501	EBITDA	17632	17284	18485	21296
长期借款	8540	12762	16984	21207	EPS (元)	0.50	0.49	0.52	0.56
其他非流动负债	17555	11521	11434	11294					
负债合计	64178	44879	51506	55834					
少数股东权益	7572	8052	8881	11026					
股本	23174	23174	23174	23174					
资本公积	7895	7895	7895	7895					
留存收益	37641	49833	57733	66876					
归属母公司股东权益	69484	80902	88802	97945					
负债和股东权益	141235	133833	149188	164805					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	9611	16493	9884	12920	营业收入	19.3%	18.0%	9.0%	9.0%
净利润	12846	11897	12764	15216	营业利润	42.7%	-0.4%	12.1%	21.4%
折旧摊销	3406	3032	3042	3046	归属于母公司净利润	66.2%	-1.0%	4.5%	9.5%
财务费用	1018	1092	697	340	获利能力				
投资损失	-4655	-3214	-3462	-4655	毛利率(%)	33.7%	34.3%	34.3%	35.5%
营运资金变动	-687	3122	-3171	-582	净利率(%)	30.8%	25.9%	24.8%	24.9%
其他经营现金流	-2317	564	15	-445	ROE(%)	16.6%	14.1%	13.4%	13.3%
投资活动现金流	1815	6303	1943	4766	ROIC(%)	15.6%	17.3%	18.7%	22.8%
资本支出	2040	2	-1	0	偿债能力				
长期投资	-231	-3132	1262	-421	资产负债率(%)	45.4%	33.5%	34.5%	33.9%
其他投资现金流	3624	3172	3205	4345	净负债比率(%)	48.21%	47.50%	53.26%	55.99%
筹资活动现金流	-3297	-18920	1334	-562	流动比率	1.32	2.42	2.90	3.69
短期借款	-3837	-13625	3621	-5240	速动比率	0.68	1.55	1.96	2.65
长期借款	3748	4222	4222	4222	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.33
资本公积增加	-688	0	0	0	应收账款周转率	13	13	11	11
其他筹资现金流	-2520	-9517	-6510	456	应付账款周转率	8.98	8.19	8.20	8.02
现金净增加额	8031	3876	13161	17123	每股指标(元)				

利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	37424	44160	48135	52467	营业收入	19.3%	18.0%	9.0%	9.0%
营业成本	24809	29026	31639	33853	营业利润	42.7%	-0.4%	12.1%	21.4%
营业税金及附加	995	509	590	704	归属于母公司净利润	66.2%	-1.0%	4.5%	9.5%
营业费用	89	89	103	110	获利能力				
管理费用	2931	3440	3764	4146	毛利率(%)	33.7%	34.3%	34.3%	35.5%
财务费用	1018	1092	697	340	净利率(%)	30.8%	25.9%	24.8%	24.9%
资产减值损失	-59	58	58	58	ROE(%)	16.6%	14.1%	13.4%	13.3%
公允价值变动收益	95	0	0	0	ROIC(%)	15.6%	17.3%	18.7%	22.8%
投资净收益	4655	3214	3462	4655	偿债能力				
营业利润	13208	13160	14747	17910	资产负债率(%)	45.4%	33.5%	34.5%	33.9%
营业外收入	2675	1564	1038	919	净负债比率(%)	48.21%	47.50%	53.26%	55.99%
营业外支出	28	25	33	44	流动比率	1.32	2.42	2.90	3.69
利润总额	15855	14700	15752	18785	速动比率	0.68	1.55	1.96	2.65
所得税	3009	2802	2988	3569	营运能力				
净利润	12846	11897	12764	15216	总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.33
少数股东损益	1310	480	829	2145	应收账款周转率	13	13	11	11
归属母公司净利润	11536	11417	11935	13070	应付账款周转率	8.98	8.19	8.20	8.02
EBITDA	17632	17284	18485	21296	每股指标(元)				
EPS (元)	0.50	0.49	0.52	0.56	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.49	0.52	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.71	0.43	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.49	3.83	4.23
					估值比率				
					P/E	13.84	12.51	11.78	10.94
					P/B	2.30	1.97	1.80	1.63
					EV/EBITDA	9	9	9	7

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					营业收入	19.3%	18.0%	9.0%	9.0%
营业收入	19.3%	18.0%	9.0%	9.0%	营业利润	42.7%	-0.4%	12.1%	21.4%
营业利润	42.7%	-0.4%	12.1%	21.4%	归属于母公司净利润	66.2%	-1.0%	4.5%	9.5%
归属于母公司净利润	66.2%	-1.0%	4.5%	9.5%	获利能力				
获利能力					毛利率(%)	33.7%	34.3%	34.3%	35.5%
毛利率(%)	33.7%	34.3%	34.3%	35.5%	净利率(%)	30.8%	25.9%	24.8%	24.9%
净利率(%)	30.8%	25.9%	24.8%	24.9%	ROE(%)	16.6%	14.1%	13.4%	13.3%
ROE(%)	16.6%	14.1%	13.4%	13.3%	ROIC(%)	15.6%	17.3%	18.7%	22.8%
ROIC(%)	15.6%	17.3%	18.7%	22.8%	偿债能力				
偿债能力					资产负债率(%)	45.4%	33.5%	34.5%	33.9%
资产负债率(%)	45.4%	33.5%	34.5%	33.9%	净负债比率(%)	48.21%	47.50%	53.26%	55.99%
净负债比率(%)	48.21%	47.50%	53.26%	55.99%	流动比率	1.32	2.42	2.90	3.69
流动比率	1.32	2.42	2.90	3.69	速动比率	0.68	1.55	1.96	2.65
速动比率	0.68	1.55	1.96	2.65	营运能力				
营运能力					总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.33
总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.33	应收账款周转率	13	13	11	11
应收账款周转率	13	13	11	11	应付账款周转率	8.98	8.19	8.20	8.02
应付账款周转率	8.98	8.19	8.20	8.02	每股指标(元)				
每股指标(元)					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.49	0.52	0.56
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.49	0.52	0.56	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.71	0.43	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.71	0.43	0.56	每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.49	3.83	4.23
每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.49	3.83	4.23	估值比率				
估值比率					P/E	13.84	12.51	11.78	10.94
P/E	13.84	12.51	11.78	10.94	P/B	2.30	1.97	1.80	1.63
P/B	2.30	1.97	1.80	1.63	EV/EBITDA	9	9	9	7
EV/EBITDA	9	9	9	7					

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001