

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 与 16 上港 03

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(2019)100074】

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 与 16 上港 03

	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/2019 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 22 日
前次跟踪:	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
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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	41.21	109.00	183.01	70.00
刚性债务	210.92	261.47	260.79	197.27
所有者权益	608.34	645.12	679.35	706.50
经营性现金净流入量	-39.54	41.73	27.32	-52.96
合并口径数据及指标:				
总资产	1,167.85	1,412.35	1,443.67	1,382.75
总负债	485.46	641.78	620.17	498.43
刚性债务	403.61	476.01	506.53	402.88
所有者权益	682.38	770.56	823.50	884.32
营业收入	313.59	374.24	380.43	81.59
净利润	80.88	128.46	114.72	21.32
经营性现金净流入量	20.36	96.11	57.10	-4.36
EBITDA	140.01	201.66	193.33	—
资产负债率[%]	41.57	45.44	42.96	36.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	169.07	161.88	162.58	219.50
流动比率[%]	70.00	131.99	151.04	198.65
现金比率[%]	36.74	53.88	93.22	106.20
利息保障倍数[倍]	11.81	12.81	8.16	—
净资产收益率[%]	11.95	17.68	14.39	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	7.77	26.69	16.37	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-30.94	20.27	18.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	15.32	15.41	9.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.46	0.39	—

注: 根据上港集团经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com
杨茜 yh@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

本报告表述了新世纪评级对上港集团及其发行的 16 上港 01、16 上港 02 与 16 上港 03 的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有上港集团发行的金融产品及债权人向上港集团授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由上港集团提供, 所引用资料的真实性由上港集团负责。

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“新世纪评级”或“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 的跟踪评级反映了 2018 年以来上港集团在外环境、区位、业务经营及财务状况等方面保持的优势, 同时也反映了公司在宏观经济波动、刚性债务及非主业投资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。**上港集团资本实力仍然雄厚, 资产质量良好, 经营环节能够形成的现金净流量情况良好, 且货币资金存量充裕, 可用授信规模大, 偿债能力极强。

主要风险:

- **主业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。

- **刚性债务规模较大。**上港集团刚性债务尤其是短期借款、长期借款及应付债券规模相对较大，存在一定的偿还压力。
- **非主业投资风险。**上港集团实行多元化发展，在主业以外进行房地产及金融机构股权等投资，面临一定的投资风险。

➤ 未来展望

通过对上港集团及其发行的上述公司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；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 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 与 16 上港 03

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已公开披露的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度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 2019 年 3 月末，公司已发行三期公司债，均设置第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，合计发行金额 80.00 亿元。截至目前，三期公司债募集资金已按照约定用途使用完毕。其中，发行规模为 25 亿元的 16 上港 01 已于 2019 年 1 月回售 18.06 亿元，完成回售后待偿还债券本金余额为 6.94 亿元，票面利率仍为 3.00%；截至 2019 年 4 月末，公司不调整发行规模为 30 亿元的 16 上港 02 的票面利率，回售申报已完成，回售金额为 29.70 亿元（不含利息），2019 年 6 月 3 日为本次回售申报的资金发放日。

截至 2019 年 4 月末，该公司在境内发行的待偿还债券本金余额为 136.94 亿元，在境外发行的待偿还债券为 10.00 亿美元可交换公司债券，截至目前利息兑付情况正常。公司待偿还债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 公司待偿还债券概况（截至 2019 年 4 月末）¹

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	当期利率 (%)	发行时间	到期时间
19 沪港务 MTN002	20.00	5 年	3.38	2019-04-25	2024-04-25
19 沪港务 CP001	15.00	1 年	2.75	2019-03-27	2020-03-27
19 沪港务 MTN001	40.00	3 年	3.38	2019-03-14	2022-03-14
美元可交换公司债券	5.00 亿美元	5 年	0.00	2017-08-09	2022-08-09
美元可交换公司债券	5.00 亿美元	4 年	0.00	2017-08-09	2021-08-09
16 上港 03	25.00	5 年	2.95	2016-07-13	2021-07-13

¹ 该公司待偿还债券中 16 上港 01、16 上港 02、16 上港 03、5 年期美元可交换公司债券及 19 沪港务 MTN002 均附第 3 年末投资者回售选择权，4 年期美元可交换公司债券附第 2 年末投资者回售选择权。

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	当期利率 (%)	发行时间	到期时间
16 上港 02	30.00	5 年	3.08	2016-06-02	2021-06-02
16 上港 01	6.94	5 年	3.00	2016-01-22	2021-01-22

资料来源：上港集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随

着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

2019 年以来，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，贸易摩擦加剧，我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大。在此背景下，我国主要港口货物吞吐总量继续以增速放缓态势保持增长。未来随着我国港口行业政策进一步深入实施，有助于推动港口良好发展，但随着我国政府在环保、港口收费调控和反垄断等方面工作的开展，也使得港口企业的盈利能力面临一定挑战。

A. 行业概况

2019 年以来，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，全球贸易摩擦加剧，我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，2019 年第一季度我国实现国内生产总值 21.34 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.40%，增速较上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点。在此背景下，我国港口货物吞吐量继续以增速放缓态势保持增长，同期，我国主要港口完成货物吞吐量 31.53 亿吨，同比增长 1.96%，增速较上年同期回落 1.53 个百分点。

从货种情况来看，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁一直为我国散杂货的前五大货种，且近年来在进出港量上的排序基本保持稳定，仅煤炭进出港量占比 2016 年出现了下滑，低于了金属矿石占比下滑至第二位，主要系受我国煤炭市场前几年持续低迷影响，但 2016 年下半年之后随着煤炭行业的逐步回暖，煤炭进出港量占比于 2017 年回到了第一位。2017 年，我国煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁的进出港量占比分别为 17.52%、16.79%、9.94%、7.26% 和 3.67%；此外，我国各个港口亦在不断加大多元化货种的拓展，我国前十大吞吐货种合计占比呈逐年下滑的态势，从 2000 年的 73.73% 下降至 2017 年的 61.46%。

从我国港口几大吞吐货种行业发展情况来看，2018 年以来，我国煤炭行业已从弱稳定期进入了稳定发展期，震荡好转的行业形势为我国港口的煤炭吞吐量提供了较好支撑，但该行较弱的稳定性，亦使得我国港口未来的煤炭吞吐形势呈现较大的不确定性。我国钢铁行业下游需求于 2017 年以来有所恢复，2018 年以来该态势持续，粗钢产量明显增加，能对我国港口铁矿石吞吐量形成较好支撑；但考虑到废钢在钢铁原料结构中的占比提高预计将对我国进口铁矿石的需求量形成负面影响，再加上铁矿石港口库存量持续处于高位，我国港口铁矿石装卸量增长承压，从而进一步影响到我国港口金属矿石吞吐量情况。石油方面，我国港口吞吐的石油以进口原油为主，2017 年以来，我国原油消费量和进口量保持稳步增长态势，对我国港口的石油吞吐量形成了较好的支撑；但受 OPEC 减产协议继续延长使得原油价格震荡呈上扬，我国石油吞吐量增速亦出现明显下滑。集装箱吞吐对外贸形势敏感度相对偏高，2018 年以来，国际集装箱航运市场需求稳定，我国主要港口集装箱吞吐量继续保持高于货物吞吐量

的增速增长，但受国际宏观经济及全球航运业形势不明朗等因素影响，增速有所放缓。

2019年以来我国前十大沿海港口布局未发生重大变化，仍以腹地经济拥有较强的大宗商品产业类支撑的环渤海地区为主，在前十大沿海港口中持续占据过半。分港口来看，2019年第一季度宁波舟山港及上海港仍保持相对稳定经营；唐山港及青岛港港口货物吞吐量增速相对较高，其中唐山港增长态势强劲，当期货物吞吐量增幅达两位数，主要原因除了其地处京津冀的优越区域位置，周边港口产能转移，当期钢厂集中备货以及2003年开发建设的天然良港曹妃甸港区的产能逐步释放亦贡献不小；同时青岛港表现亦较为强劲，一方面原因系山东省目前已成为世界第三大炼油中心，石化产业在山东省各类政府发展规划中均占据重要及核心地位，山东省石化产业不断进行转型升级并加速发展，为省内港口的石化吞吐提供了较好的外部发展环境，带动了石化货种的吞吐量增长；此外青岛港积极拓展海铁联运班列并加强与大型海运企业合作亦提供了一定增量。但同时，天津港、烟台港及大连港当期吞吐量降幅较大，其中天津港吞吐量下降一方面原因系是继续受2017年4月开始执行的禁止汽运煤政策影响，另一方面原因系受周边港口分流因素影响所致；而大连港吞吐量下降一方面系受外进矿船跨月，腹地钢厂检修、炼钢利润降低和煤炭库存较高等导致矿石吞吐量下降以及滚装汽车吞吐量统计方法改变致散杂货吞吐下降，同时集装箱业务量受内贸业务调整也有所下降。

图表 2. 我国前十大沿海主要港口货物吞吐量情况（单位：亿吨，%）

2017年第一季度			2018年第一季度			2019年第一季度		
港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅
宁波舟山港	2.43	8.31	宁波舟山港	2.56	5.48	宁波舟山港	2.55	-0.44
上海港	1.66	9.01	上海港	1.61	-2.64	上海港	1.64	1.30
唐山港	1.36	10.60	唐山港	1.40	2.77	唐山港	1.62	15.56
青岛港	1.27	1.74	广州港	1.40	10.96	广州港	1.42	1.81
广州港	1.26	6.99	青岛港	1.28	0.79	青岛港	1.38	8.04
天津港	1.24	-1.14	天津港	1.15	-7.43	日照港	1.14	4.30
大连港	1.14	0.04	大连港	1.15	0.84	天津港	1.05	-8.39
营口港	0.96	2.61	日照港	1.09	20.80	烟台港	0.94	-7.41
日照港	0.90	3.54	烟台港	1.02	40.43	大连港	0.81	-29.02
湛江港	0.88	24.69	营口港	0.97	0.47	黄骅港	0.68	-0.43

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

从我国沿海前十大集装箱港口来看，2019年第一季度除大连港及营口港集装箱吞吐量同比出现下降，其他港口均呈现同比增长态势。其中，上海港的集装箱业务在行业内仍占据绝对性竞争优势，当期其增速在高基数的背景仍保持强劲。宁波舟山港得益于浙江省的港口资源整合工作优化了竞争环境，同时加强了与马士基、地中海等大型船公司的战略合作并推进水水中转业务，集装箱表现亦较好，不断拉大与深圳港的吞吐量差距。

图表 3. 我国前十大沿海主要集装箱港口吞吐量情况（单位：万 TEU、%）

2017 年第一季度			2018 年第一季度			2019 年第一季度		
港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅	港口	吞吐量	增幅
上海港	935.32	9.60	上海港	972.50	3.98	上海港	1,041.00	7.04
宁波舟山港	588.06	9.20	宁波舟山港	649.35	10.42	宁波舟山港	670.00	3.18
深圳港	563.73	1.22	深圳港	601.01	6.61	深圳港	605.00	0.66
青岛港	451.24	1.90	广州港	486.52	9.57	广州港	528.00	8.53
广州港	444.04	11.41	青岛港	454.56	0.74	青岛港	494.00	8.68
天津港	334.92	2.06	天津港	360.14	7.53	天津港	378.00	4.96
厦门港	223.08	8.46	厦门港	249.17	11.70	厦门港	269.00	7.96
大连港	220.14	3.28	大连港	221.43	0.59	大连港	211.00	-4.71
营口港	153.88	0.90	营口港	155.67	1.16	营口港	140.00	-10.07
连云港港	112.49	-14.21	连云港港	117.56	4.51	连云港港	119.00	1.22

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理。

在建设投资方面，我国港口行业投资增速维持震荡下滑态势，但内河和沿海区域在投资建设增速上出现一定分化，其中，沿海建设投资整体增速继续放缓，港口建设的新增投资主要体现在对新建大型泊位、改造现有泊位等方面，中小型泊位的建设投资有所收缩；内河建设投资随着我国不断推进多式联运的建设工作，水水联运、水铁联运等的建设对内河投资需求有所回升，2017 年以来恢复了正增长。

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发展发挥着至关重要的作用，在我国国家战略性政策中均被赋予了重要的地位。近年来，我国政府不断完善港口运营管理、作业收费、集疏运系统建设等相关方面的政策环境，以提升港口的作业效率和服务水平，改善竞争环境，再加上“一带一路”和“长江经济带”等国家性战略的深入实施，为我国港口行业提供了广阔的发展前景。与此同时，随着我国经济的不断发展，环保要求亦愈发严苛，2018 年以来，我国政府亦发布了一系列环保相关政策和通知，对港口环保实践提出了更高要求，从而对我国部分港口的短期运营状况造成了一定负面影响；此外，随着我国政府不断对港口行业的收费制度进行市场化改革，并且对港口经营服务性收费进一步清理规范以降低物流成本和优化口岸营商环境，以及对行业内垄断现象重视度的提升，叠加行业内目前仍较为激烈的竞争环境，我国港口企业的盈利能力亦面临较大挑战。

图表 4. 近年来港口主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称（其他重要会议、讲话内容）	影响港口
2019 年 4 月	交通运输部	修改《港口经营管理规定》	所有港口
2019 年 3 月	交通运输部、国家发展改革委	修订印发《港口收费计费办法》	所有港口
2018 年 7 月	国务院	《国务院办公厅关于成立京津冀及周边地区大气污染防治领导小组的通知》	环渤海地区港口，其中天津港受到最大负面影响
2018 年 7 月	交通运输部	推动大宗货物运输“公转铁”、“公转水”	
2018 年 6 月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	所有港口
2018 年 6 月	交通运输部、国家发展改革委	《关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》	所有港口
2017 年 11 月	发改委	上海港、天津港等调降外贸集装箱装卸作业费	上海港、天津港、宁波-舟山港、青岛港等以外贸集装箱业务为主的港口

发布时间	发布方	文件全称（其他重要会议、讲话内容）	影响港口
2017年8月	交通运输部	关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知	天津、河北、辽宁、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川
2017年7月	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》	所有港口
2017年5月	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	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	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，但区域间仍存在较强竞争。目前，我国港口资源整合的步伐加快，除了以省政府作为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，港口行业资源整合有利于优化我国港口区域内竞争环境，提高港口资源的利用效率。

港口行业个体企业在经营上的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）港口为我国重要交通基础设施，其发展方向和功能定位主要取决于国家港口规划，主枢纽港将在货种发展、港口整合、基础设施配置方面获得更多支持，因此港口企业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群内部，如果同一港口群内经营主体较多，市场竞争越激烈，经营压力越大。（4）腹地经济越发达，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，因此腹地经济是决定港口企业发展的核心因素。（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）一般来说，以散杂货经营为主的港口受外贸出口变动影响较小，但受国内经济和内贸的影响较大；以集装箱经营为主的港口周期性较强，受国际经济环境的影响较大。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）目前港口企业收费机制日益市场化，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。

在财务方面，港口企业属于资本密集型，资产以非流动资产为主；同时港口建设前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱。从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50%左右，但受腹地经济、吞吐货种及竞争地位

等影响，行业内个体存在较大差异；负债结构方面，由于港口建设周期长，普遍长期债务占比较高，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转的压力。从现金流情况来看，港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 5. 核心样本企业基本数据概览（2018 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业 ²	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）			
	吞吐量（亿吨）	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
宁波舟山港股份	7.76	218.80	24.50	736.22	42.93	32.07	100.60
上港集团	5.61	380.43	31.74	1,443.67	42.96	114.72	57.10
广州港股份	4.65	86.43	25.23	251.87	40.36	8.94	34.19
天津港股份	4.29	130.60	19.21	342.02	38.63	9.79	20.19
秦港股份	3.82	68.77	41.56	259.59	42.26	6.94	26.97
大连港股份	3.73	67.54	23.88	353.16	40.93	6.82	18.86
营口港股份	2.93	48.14	36.83	161.75	24.71	10.36	16.92
日照港股份	2.37	51.30	27.46	215.21	41.86	7.35	14.85
唐山港股份	2.12	101.38	20.72	232.95	26.85	15.38	17.01
北部湾港	1.83	42.11	36.95	171.17	38.99	7.11	18.31
锦州港股份	0.84	59.22	12.04	164.92	61.59	2.46	5.36
连云港股份	0.58	13.17	26.58	90.74	58.60	0.19	-5.94
重庆港九	0.37	63.67	7.27	81.13	41.70	1.77	4.95
厦门港务发展	0.33	133.91	3.75	85.53	57.84	1.07	2.25
珠海港股份	0.05	26.15	19.17	68.39	52.29	1.93	3.79
丹东港集团	1.57	64.10	50.89	601.79	77.20	7.63	33.09

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理。

总体来看，在港口资源整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境有望得以优化，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，使得港口行业未来仍面临一定的资本性支出压力。

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。2018 年以来国际经济形势趋于复杂，但受益于我国以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实，我国港口货物吞吐量保持低速增长。总体来看，我国港口行

² 核心样本企业，主要是选取了 15 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 16 家企业；表格中为各个公司简称，其全称分别为宁波舟山港股份有限公司、上海国际港务（集团）股份有限公司、广州港股份有限公司、天津港股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、大连港股份有限公司、营口港务股份有限公司、日照港股份有限公司、唐山港集团股份有限公司、北部湾港股份有限公司、锦州港股份有限公司、江苏连云港港口股份有限公司、重庆港九股份有限公司、厦门港务发展股份有限公司、珠海港股份有限公司、丹东港集团有限公司。其中，由于丹东港集团目前暂未公布 2017 年年度报告，其经营、财务数据仍采用 2016Q4-2017Q3 年化数据；大连港股份有限公司 2018 年吞吐量用大连港吞吐量替代，数据来源于大连市港口与口岸局。

业面临一定的宏观经济波动风险。

政策风险。2018年以来，随着环保、控费及反垄断等工作的深入开展，如京津冀及周边地区大气污染防治进一步加强；港口收费机制的市场化改革进一步推进以及对行业反垄断情况深入调查实施，使得港口行业在货种结构、业务规模和盈利水平均面临较大的经营压力，我国港口行业持续面临一定的政策性风险。

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，港口贸易业务易受主要贸易货种相关行业波动影响，且存在账款回收风险；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。2018年，上海市实现地区生产总值3.27万亿元，较上年增长6.60%，增速较上年略有下降，地区生产总值仍居全国主要城市第1位。2018年上海市财政收入保持较快增长，一般公共预算收入在全国位于前列，财政自给情况较好。2018年上海市全市实现一般公共预算收入7,108.10亿元，较上年增长7%。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，根据上海组合港管委会办公室统计数据，2018年，长三角地区完成水路货运量36.86亿吨，同比增长7.5%，占全国水路货运量比重52.5%。其中上海市完成水路货运量6.68亿吨，较上年增长18%。同年，长三角地区港口共完成货物吞吐量46.22亿吨，较上年小幅增长2.40%。其中，上海市共完成货物吞吐量7.30亿吨，较上年下降2.67%。同期，长三角地区港口外贸货物吞吐量共完成14.11亿吨，较上年小幅增长1.57%，占全国比重为33.73%。其中，上海港外贸货物吞吐量完成4.02亿吨，较上年下降2.06%。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提供了有力支持。2018年，长三角地区集装箱吞吐量保持良好的增长态势，当年长三角地区港口完成集装箱吞吐量9,025.64万TEU，较上年增长5.56%，占全国总量比重为35.97%。其中，上海港完成集装箱吞吐量4,201.10万TEU，较上年增长4.42%。根据上海市统计局统计数据，2018年上海港口集装箱水水中转比例达46.8%，其中国际中转比例为8.8%，较上年提升1.1个百分点。2018年上海港集装箱吞吐量连续第9年保持世界第一，上海浦东机场货邮吞吐量连续第11年保持世界第三，上海浦东、虹桥两机场国际及地区线旅客吞吐量占全国机场的四分之一以上，上海市作为经济中心城市的集聚辐射功能持续增强。

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。近年来，在国际经济景气度和进出口贸易形势不断变化的背景下，公司母港货物吞吐量和集装箱吞吐量仍保持逐年增长，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及上海国际航运中心建设，公司面临良好的发展环境。此外，公司多元产业发展良好，已取得一定收益，对公司主业盈利有所补充。

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。公司主营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，其中集装箱装卸和港口物流业务是主要的收入来源，其业务增长可带动港口服务等相关业务的同步增长。2018年，上港集团完成母港货物吞吐量5.61亿吨、集装箱吞吐量4,201.0万标准箱，分别较上年增长0.1%和4.4%。母港货物和集装箱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380.43亿元，同比增长1.65%。2018年，公司综合毛利率为31.74%，较上年下降1.97个百分点。2019年第一季度，公司实现营业收入81.59亿元，较上年同期下降5.61%；同期综合毛利率为29.73%，较上年同期提升0.21个百分点。

图表 6. 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：根据上港集团已披露的公开信息整理。

该公司实施多元化发展战略，在金融产业、房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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	313.59	374.24	380.43
其中：核心业务营业收入	304.15	364.67	371.34
在营业收入中所占比重（%）	96.99	97.44	97.61
其中：（1）集装箱业务	126.04	134.81	138.39
在核心业务收入中所占比重（%）	41.44	36.97	37.27
（2）散杂货业务	16.82	18.46	18.19
在核心业务收入中所占比重（%）	5.53	5.06	4.90
（3）港口物流	173.37	197.11	202.12
在核心业务收入中所占比重（%）	57.00	54.05	54.43
（4）港口服务	21.16	20.56	21.70
在核心业务收入中所占比重（%）	6.96	5.64	5.84
（5）其他主营业务*	26.78	67.65	69.59
在核心业务收入中所占比重（%）	8.80	18.55	18.74
（6）内部抵销	-60.02	-73.92	-78.65
综合毛利率（%）	30.08	33.71	31.74
其中：集装箱业务（%）	55.63	55.79	53.73
散杂货业务（%）	1.38	12.37	14.29
港口物流（%）	7.02	7.75	7.27
港口服务（%）	43.24	43.76	38.60
其他主营业务（%）	14.72	46.12	40.57

资料来源：根据上港集团已披露的公开信息整理。

*其他主营业务包含公司房产销售业务，详见（2）多元业务发展分析。

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；

2018年6月，上海市人民政府办公厅印发《上海国际航运中心建设三年行动计划（2018-2020）》。

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。2018年，母港货物吞吐量完成5.61亿吨，同比增长0.1%；母港集装箱吞吐量完成4,201.0万标准箱，同比增长4.4%，自2010年起连续九年位居全球首位；母港散杂货吞吐量完成1.50亿吨，较上年下降8.4%，当年散杂货吞吐量下降主要受能源结构变化，公司调整业务结构影响，煤炭等散杂货吞吐量较上年下降所致。在集装箱吞吐量增长的带动下，2018年公司港口物流业务、集装箱装卸业务以及港口服务业务收入均实现增长，以上三项业务收入分别较上年增长2.54%、2.65%及5.53%；受散杂货吞吐量下降影响，当年公司散杂货业务收入较上年略降1.46%。

2019年第一季度，该公司母港货物吞吐量完成1.32亿吨，较上年同期增长6.90%；母港集装箱吞吐量完成1,041.20万标准箱，较上年同期增长2.02%。

图表 8. 公司主营业务量情况

业务量	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
货物吞吐量（万吨）	51,332.60	51,406.60	56,087.40	56,129.30	13,221.40
集装箱吞吐量（万 TEU）	3,653.70	3,713.30	4,023.30	4,201.00	1,041.20
散杂货吞吐量（万吨）	15,600.00	14,700.00	16,400.00	15,000.00	—

资料来源：根据上港集团已披露的公开信息整理。

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。其中，洋山四期³自动化码头于2017年底建成开港试生产，共设7个集装箱泊位、集装箱码头岸线长达2,350米。2018年12月25日，洋山四期工程通过竣工验收，经核定，码头靠泊能力为15万吨级。随着竣工验收的完成，洋山四期自动化码头进入正式运营阶段。2018年，洋山港区集装箱吞吐量完成1,842.50万标准箱，较上年增长11.3%，占全港集装箱吞吐量的43.9%，占比较上年进一步提升。2018年公司水水中转比例达到46.80%，较上年提升0.1个百分点。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。

³ 2017年12月，先后经该公司第二届董事会第六十二次会议、2017年第三次临时股东大会审议同意，公司接受上海同盛投资（集团）有限公司（简称“同盛集团”）委托，受托经营管理洋山四期码头，并于2017年12月26日双方完成了《洋山深水港区四期码头委托经营管理协议书》的签署。委托经营管理期间，洋山四期码头的全部经营收入归上港集团所有，各项运营、维护等费用及相关经营税费由上港集团承担。就上述受托经营管理事宜，上港集团向同盛集团支付受托经营管理履约保证金人民币5亿元。该保证金在受托经营管理结束时归还。

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，近年来该公司对外投资包括中国邮政储蓄银行股份有限公司（简称“邮储银行”）及上海银行股份有限公司（简称“上海银行”）等金融机构股权。此外，公司还投资了上海星外滩开发建设有限公司（简称“星外滩公司”）、上海国际航运服务中心开发有限公司、上海同盛物流园区投资开发有限公司（简称“同盛物流”）以及东方海外（国际）有限公司（简称“东方海外国际”）等非金融股权项目。近年来公司股权投资获益情况较好，对公司总体盈利贡献较高。

图表 9. 2018 年公司重大投资情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年投资	2018 年末公司持股比例	性质
上海同盛物流园区投资开发有限公司	22.19	100.00	控股权收购
上海银行股份有限公司	10.41	7.362	长期股权投资，二级市场增持
上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司	16.50	100.00	对子公司增资
上港集团（香港）有限公司	5.49	100.00	对子公司增资
上海泛亚航运有限公司	8.54	20.00	预付股权收购款，股权收购
东方海外（国际）有限公司	42.71	9.90	长期股权投资，股权收购
技术改造投资	10.35	-	重大的非股权投资
合计	116.19		-

资料来源：根据上港集团提供的数据绘制。

图表 10. 2018 年公司主要投资获益情况（单位：亿元）

项目	2018 年收益	性质
上海星外滩开发建设有限公司	15.60	转让股权
招商银行股份有限公司	8.17	处置股票
上海银行股份有限公司	11.80	长期股权投资，投资收益
中国邮政储蓄银行股份有限公司	20.63	长期股权投资，投资收益
合计	56.20	-

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：1658.HK）；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。2018 年邮储银行实现营业收入 2,612.45 亿元、净利润 523.84 亿元，分别较上年增长 16.18% 及 9.80%；2018 年末邮储银行资产总额和净资产分别为 95,162.11 亿元及 4,753.13 亿元，分别较上年末增长 1.77% 及 1.14%。当年公司对邮储银行的长期股权投资确认投资收益 20.63 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⁴。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。2018 年 9 月，公司董事会审议通过出售星外滩公司 100% 股权的议案，公司于 2018 年在上海联合产权交易所公开挂牌方式完成了星外滩公司 100% 股权的出售，出售价格为人民币 127.86 亿元。当年，公司通过出售星外滩公司股权实现投资收益 15.60 亿元。

2017 年 12 月，为整合上海国资相关港务资产，该公司与股东上海同盛投资（集团）有限公司（简称“同盛集团”）签署了同盛物流、上海港政置业有限公司（简称“港政置业”）及上海盛港能源投资有限公司（简称“盛港能源”）⁵的产权交易合同，分别以现金 24.66 亿元、1.45 亿元及 1.40 亿元收购以上三家公司 100%、100% 及 40% 股权。2018 年 1 月，公司完成支付同盛物流股权交易价款的 90%，以及港政置业和盛港能源股权的全部交易价款，以上三家公司成为公司子公司并纳入合并范围。

2018 年，该公司以现金人民币 10.41 亿元通过二级市场增持上海银行 0.86% 的股权。截至 2018 年末，公司本部对上海银行的持股比例达到 7.34%，公司及下属子公司合计持股比例为 7.362%。2018 年上海银行实现营业收入 438.88 亿元、归属于母公司股东的净利润 180.34 亿元，分别较上年增长 32.49% 及 17.65%；2018 年末上海银行资产总额和归属于母公司股东的净资产分别为 20,277.72 亿元及 1,612.77 亿元，分别较上年末增长 12.17% 及 9.72%。当年公司对上海银行的长期股权投资确认投资收益 11.80 亿元。

2018 年 7 月，上港香港下属子公司以每股港币 78.67 元，共计港币 48.74 亿元（合人民币约 42.71 亿元）收购了东方海国际 61,953,536 股份，持股比例为 9.90%，成为东方海国际第二大股东。该公司在东方海国际董事会中占有 1 个席位，并在提名委员会、风险委员会中担任委员，对其具有重大影响，按权益法进行长期股权投资核算。东方海国际主营国际运输、物流及码头运营等业务，2018 年实现营业收入 65.73 亿美元、净利润 1.08 亿美元，

⁴ 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。

⁵ 本次收购前，盛港能源为该公司联营企业，公司持有其 40% 股权。

截至 2018 年末总资产和净资产分别为 100.54 亿美元及 47.35 亿美元。当年公司对东方海外国际的长期股权投资确认投资收益 0.49 亿元。

除以上股权投资项目以外，2018 年该公司向中远海运集装箱运输有限公司预付上海泛亚航运有限公司 20% 股权的收购款 8.54 亿元。在股权处置方面，当年公司处置了其持有的招商银行股份有限公司全部股权，获得收益 8.17 亿元；同期，公司完成对上海国际航运服务中心开发有限公司所持 50% 股权的出售，出售价格为 19.08 亿元。

B. 房地产

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。其中，海门路 55 号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。2018 年随着公司持有的星外滩公司 100% 股权完成出售，海门路 55 号地块项目也随之完成转让。截至 2018 年末，公司在建房地产项目主要为上海长滩项目和军工路项目。

图表 11. 2018 年末公司主要房地产开发业务情况（单位：亿元、万平方米）

项目	计划总投资	2018 年投入	累计已投资	总建筑面积	规划可售面积	工程进度
上海长滩项目	185.41	27.33	129.03	142.41	92.80	69.59%
上港集团军工路地块开发建设项目	82.73	12.10	50.07	40.79	25.05	60.52%

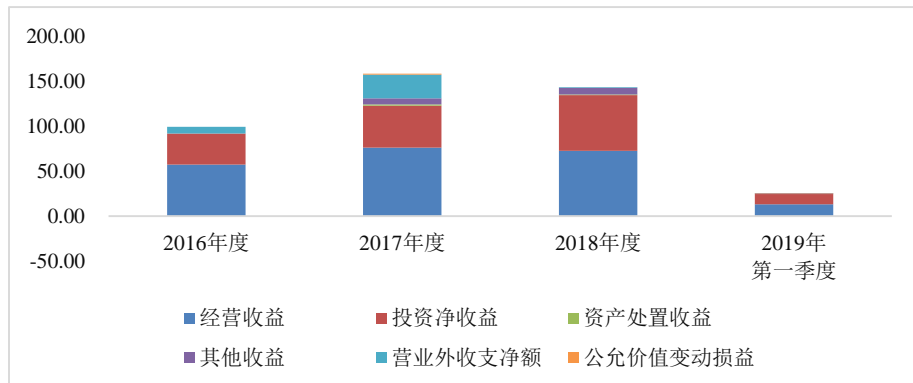
资料来源：根据上港集团提供的数据绘制。

上海长滩项目由上港集团瑞泰发展有限责任公司（简称“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。该项目资金来源为自有资金，2018 年投入 27.33 亿元。截至 2018 年末，该项目在建建筑面积为 103.51 万平方米，已竣工面积为 38.90 万平方米。2018 年可供出售面积为 22.13 万平方米，当年预售面积为 16.22 万平方米，主要为住宅。其中，6 号地块和 7 号地块分别预售 8.90 万平方米和 7.32 万平方米。2018 年上海长滩项目实现收益 12.35 亿元。

军工路项目由上港集团瑞祥房地产发展有限责任公司开发建设，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，2018 年投入 12.10 亿元。截至 2018 年末项目正在建设之中，在建建筑面积为 40.79 万平方米，已竣工面积为 0 万平方米，未进行销售，尚未产生收益。

(3) 盈利能力

图表 12. 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

该公司盈利主要来源于经营收益，同时投资收益也为盈利的重要补充。2017年，受益于规模效应，公司盈利能力有所提升。公司实现毛利 126.15 亿元，同比增长 33.74%，其中，集装箱装卸业务为公司贡献毛利占比 59.62%。同期公司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。2018年，公司收入规模较上年进一步增长，同时营业成本同比增长 4.67%，主要是本期公司母港集装箱吞吐量同比增长，营业成本相应增长，当期毛利规模较上年略有下降。集装箱装卸业务仍为公司毛利贡献程度最高的业务，当年贡献毛利占比为 61.58%。2018年公司综合毛利率较上年下降 1.97 个百分点至 31.74%，除散杂货业务因经营结构继续优化导致毛利率有所上升以外，其余主营业务毛利率均有所下降，其中港口服务和其他主营业务毛利率分别较上年下降 5.16 个百分点和 5.55 个百分点。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	313.59	374.24	380.43	81.59
毛利（亿元）	94.33	126.15	120.76	24.26
期间费用率（%）	10.59	10.79	11.58	12.60
其中：财务费用率（%）	2.29	2.72	3.18	3.91
全年利息支出总额（亿元）	9.14	13.09	19.42	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.66	4.04	4.19	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

2016-2018年，该公司期间费用⁶分别为 33.20 亿元、40.38 亿元和 44.04 亿元，近三年期间费用率呈上升趋势，但仍控制在合理水平。公司期间费用以管理费用为主，同期管理费用分别为 25.60 亿元、29.31 亿元以及 30.50 亿元，占

⁶ 为保持各期期间费用计算口径一致，2018 年期间费用仍包含研发费用。

比期间费用分别为 77.11%、72.58%及 69.25%，主要由人工费用、文化宣传费用以及折旧与摊销费用等构成。其中，2018 年受会计政策调整影响，原“管理费用”中的研发费用重分类至“研发费用”单独列示，当年管理费用金额不包含研发费用 0.52 亿元。同期，财务费用分别为 7.19 亿元、10.18 亿元以及 12.09 亿元，主要随着刚性债务规模上升而增加。其中，2017 年财务费用增幅较大系因公司发行美元可交换债所致。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	34.62	46.55	62.26
其中：对合营、联营企业的投资收益（亿元）	28.52	16.72	35.20
将星外滩公司纳入合并、邮储银行由权益法转为成本法核算合计投资收益（亿元）	-	17.48	-
处置招商银行股票（亿元）	-	3.80	8.17
处置星外滩公司 100% 股权（亿元）	-	-	15.60
其他收益（亿元）	-	6.54	7.49
营业外收入（亿元）	7.88	26.75	1.07
其中：政府补助（亿元）	4.83	0.27	0.07
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	0.30

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

近年来该公司投资收益增长成为营业利润增长的重要支撑。2017 年投资收益主要包括收购星外滩公司剩余 50% 股权、将对邮储银行投资转为长期股权投资合计增加公司投资收益 17.48 亿元，处置招商银行股票收益 3.80 亿元，以及对上海银行和邮储银行权益法下确认投资收益 12.95 亿元。2018 年投资收益主要包括公司处置星外滩公司 100% 股权获得投资收益 15.60 亿元，处置招商银行股票收益 8.17 亿元，以及对上海银行和邮储银行权益法下确认投资收益 32.44 亿元。

近年来，该公司营业外收入规模波动较大。其中，2017 年营业外收入规模较大，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，2017 年开始公司根据当年财政部修订的《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”，导致营业外收入中政府补助明显减少。2016-2018 年，公司计入当期损益的政府补助金额分别为 4.83 亿元、6.81 亿元及 7.50 亿元。公司获得的政府补助主要包括财政扶持资金、企业扶持资金、航运集疏运结构项目补贴、其他专项资金及课题研究补助等。

2016-2018 年，该公司分别实现净利润 80.88 亿元、128.46 亿元及 114.72 亿元。其中，2018 年主要受营业外收入下降影响，公司净利润规模较上年下降 10.70%。从资产获利能力来看，同期公司总资产报酬率分别为 10.02%、12.99% 及 11.10%，净资产收益率分别为 11.95%、17.68% 及 14.39%，资产收益情况总

体良好。

2019年第一季度,该公司实现营业收入81.59亿元,较上年同期下降5.61%;同期毛利率为29.73%,较上年同期提高0.21个百分点。主要受收入下降影响,当期营业毛利同比下降4.94%。2019年第一季度,公司期间费用率同比有所下降,期间费用较上年同期下降10.32%至10.28亿元;公司实现投资收益11.25亿元,同比增长6.17%,主要来自对合营、联营企业的投资收益。当期,公司营业毛利虽略有下降,但受益于期间费用控制得当并且投资收益实现增长,净利润较上年同期增长12.44%至21.32亿元。

(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

跟踪期内,该公司产权结构稳定,在公司治理和管理方面无重大变化,公司控股股东和实际控制人仍为上海市国资委。

截至2019年3月末,该公司控股股东为上海市国有资产监督管理委员会(简称“上海市国资委”),直接持有公司31.36%的股权。公司前十名股东中同盛集团、上海城投(集团)有限公司、上海国际集团有限公司和上海国有资产经营有限公司的实际控制人均为上海市国资委,上海市国资委直接及间接持有上港集团44.38%的股权,是公司的控股股东和实际控制人。公司与实际控制人关系图详见附录一。

图表 15. 截至 2019 年 3 月末公司前十名股东持股情况

股东名称	股份类别	股东性质	截至 2019 年 3 月末	
			数量(股)	比例(%)
上海市国有资产监督管理委员会	无限售条件	国家	7,267,201,090	31.36
亚吉投资有限公司	无限售条件	境外法人	5,827,677,572	25.15
中国远洋海运集团有限公司	无限售条件	国有法人	3,476,051,198	15.00
上海同盛投资(集团)有限公司	无限售条件	国有法人	1,125,271,248	4.86

股东名称	股份类别	股东性质	截至 2019 年 3 月末	
			数量 (股)	比例 (%)
上海城投 (集团) 有限公司	无限售条件	国有法人	975,471,600	4.21
上海国际集团有限公司	无限售条件	国有法人	741,818,800	3.20
中国证券金融股份有限公司	有限售条件	其他	693,313,730	2.99
长江养老保险股份有限公司	无限售条件	其他	418,495,000	1.81
招商局港口发展 (深圳) 有限公司	无限售条件	其他	374,884,614	1.62
上海国有资产经营有限公司	无限售条件	国有法人	172,814,922	0.75
合计	—	—	21,072,999,774	90.95

资料来源：根据上港集团已披露的公开数据整理。

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、担保金额通常相对较小，对公司经营业绩影响小。2018 年公司与关联方发生的金额较大的关联交易主要为：当年公司支付给股东同盛集团收购同盛物流股权全部交易价款的 90%，以及收购港政置业和盛港能源股权的全部交易款，金额合计 25.05 亿元。

根据该公司 2019 年 4 月 1 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司本部无信贷违约情况发生。

图表 16. 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	2019/04/01	无
重大不良行为	公开信息披露	2019/3/30	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

该公司资本实力仍雄厚，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，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 2016-2018 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。2018 年财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对一般企业财务报表格式进行了修订，公司执行上述规定。

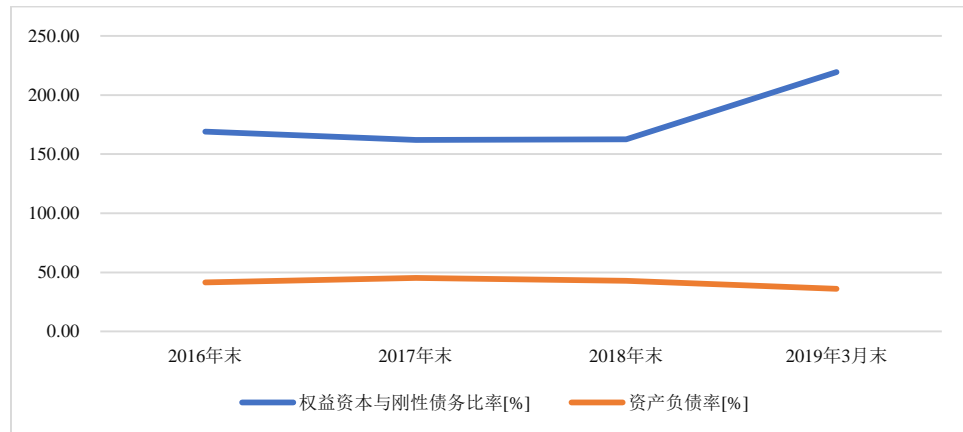
2018 年该公司以总股本 231.74 亿股作为基数，每 10 股派发现金红利 1.72 亿元 (含税)，并于 2018 年 6 月 8 日完成 2017 年度利润分配实施工作。

2018 年该公司处置子公司 1 家，非同一控制下合并企业 3 家，新设子公司 2 家，注销子公司 4 家。截至 2018 年末，公司共有合并范围内子公司 116 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
权益资本与刚性债务比率 (%)	169.07	161.88	162.58	219.50
资产负债率 (%)	41.57	45.44	42.96	36.05

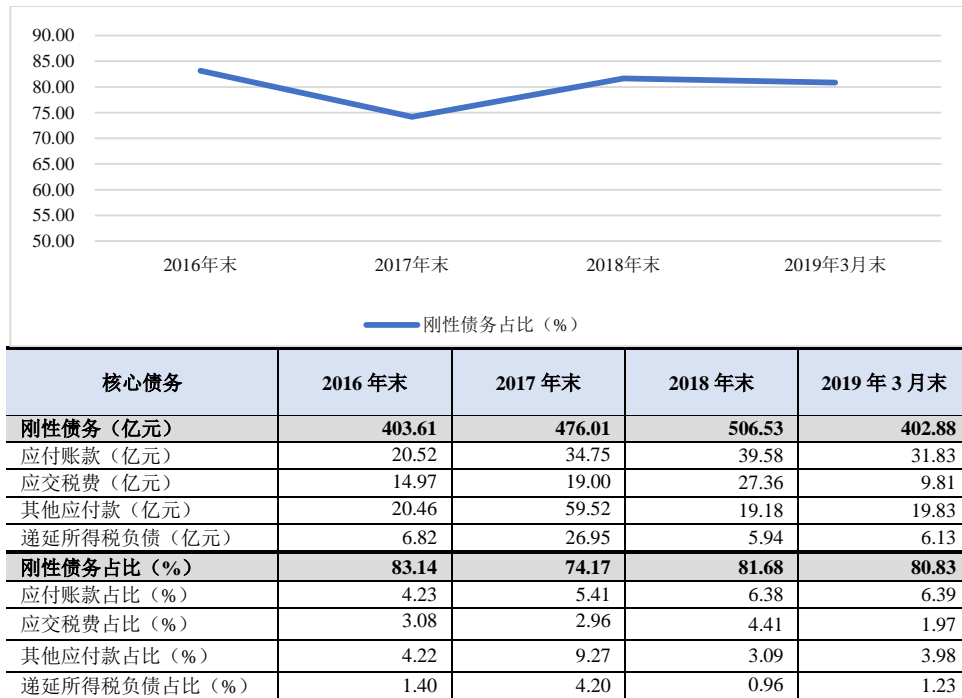
资料来源：根据上港集团所提供数据绘制。

2016-2018 年末，该公司资产负债率分别为 41.57%、45.44% 及 42.96%。近年来公司资产负债率小幅波动，但负债经营程度仍处于较低水平。2016 年末以来，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度较为稳定。截至 2018 年末，公司权益资本与刚性债务比率为 162.58%，覆盖程度尚处于较好水平。

该公司权益资本补充能力较强。2016-2018 年末，公司所有者权益分别为 682.38 亿元、770.56 亿元及 823.50 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 18. 公司债务结构及核心债务



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，2016 年末以来刚性债务规模逐年上升。除刚性债务外，公司主要负债为应付账款、应交税费、其他应付款及递延所得税负债。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。其中，2017 年末，应付账款较上年末增长 69.35%，主要系当年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。公司其他应付款主要由定金、押金、保证金、职工安置费、职工补偿款和股权转让款等款项构成。2017 年末，其他应付款较上年末大幅增长 190.85%，增长主要来源于收购星外滩公司尚未支付的股权转让款 41.99 亿元，随着该股权转让款支付完成，2018 年末其他应付款较 2017 年末下降 67.78% 至 19.18 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；2018 年，公司转让星外滩公司 100% 股权，原确认的 20.70 亿元递延所得税负债转回，当年末递延所得税负债较上年末下降 77.96%。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	275.01	250.90	220.97	128.49
其中：短期借款	225.81	187.44	139.71	78.04
交易性金融负债	-	4.87	5.51	5.41

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
应付票据	-	-	0.18	-
应付短期融资券	40.00	20.00	40.00	15.00
一年内到期的长期借款	6.95	36.40	32.07	28.10
应付利息	2.25	2.18	3.50	1.95
中长期刚性债务合计	128.61	225.11	285.56	274.38
其中：长期借款	47.92	85.40	141.07	148.68
应付债券	80.00	139.50	144.48	125.70
其他中长期刚性债务	0.69	0.22	-	-

资料来源：根据上港集团所提供数据整理（四舍五入后小数点后两位存在差异）。

注：2019 年 3 月末应付票据数据缺失，考虑到公司历年应付票据余额很小，此处视为零计算。

从刚性债务期限来看，2016-2018 年末，该公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 68.14%、52.71% 和 43.63%，刚性债务期限结构有所变化。2016 年末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较上年末上升。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。2018 年以来，公司通过借入长期借款置换短期借款，当年末长期借款余额大幅增加，长期刚性债务增幅较大。从刚性债务构成情况来看，公司主要通过金融机构借款和在境内外发行债券的方式融资。

截至 2018 年末，该公司金融机构借款余额为 312.86 亿元。同期末，公司存续期债券含 80 亿元公司债、40 亿元超短期融资券和 10 亿美元可交换公司债。其中，公司于 2016 年发行的 80 亿元公司债以及于 2017 年发行的 5 亿美元可交换公司债将于 2019 年面临投资者行使回售选择权，公司短期债务偿付压力有所增加。公司待偿还债券中含外币债券，面临一定的汇率波动风险。总体来看，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。

2019 年 3 月末，该公司负债总额为 498.43 亿元，较上年末下降 19.63%；公司资产负债率较上年末下降 6.91 个百分点至 36.05%。同期末，主要随着公司短期借款及超短期融资券等短期刚性债务到期偿付，刚性债务余额较上年末下降 20.46% 至 402.88 亿元，其中短期刚性债务和长期刚性债务余额分别为 128.49 亿元及 274.38 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司发行规模为 25 亿元的 16 上港 01 已回售 18.06 亿元，待偿还债券本金余额为 6.94 亿元，票面利率仍为 3%。此外，随着税费支付，同期末应交税费余额较上年末下降 64.15%。除以上外，公司负债构成未发生重大变化。总体来看，2019 年 3 月末公司刚性债务虽明显减少，但总规模仍较大，公司仍面临一定的偿还压力。

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期(天)	110.31	250.85	280.44	-
营业收入现金率(%)	89.74	96.51	90.45	90.00
主营业务现金收支净额(亿元)	34.60	89.66	51.49	-5.60
其他因素现金收支净额(亿元)	-14.24	6.45	5.61	1.25
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	20.36	96.11	57.10	-4.36
EBITDA(亿元)	140.01	201.66	193.33	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.46	0.46	0.39	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	15.32	15.41	9.95	-

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。2016~2018 年，公司销售商品、提供劳务所产生的现金流入分别为 281.43 亿元、361.16 亿元以及 344.08 亿元，同期经营活动产生的现金流量净额分别为 20.36 亿元、96.11 亿元及 57.10 亿元。其中 2017 年净流入规模大幅增加，主要系子公司瑞泰公司 6 号地块实现销售资金回笼 39 亿元所致；2018 年子公司泰瑞公司房产销售款同比减少，同时公司支付同盛集团洋山四期受托经营管理履约保证金 5 亿元，导致当年经营活动现金净流入量较上年下降 40.59%。其他影响公司经营环节现金净流量的因素包括代收代付款项、政府补助、委托贷款的发放及收回等。2017 年以来，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平均存货规模大幅增加，存货周转速度下降，进而延长了营业周期。近年来，公司应收账款周转速度维持在较好水平。

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 年公司 EBITDA 增幅较大。2018 年公司利润总额较上年有所下降，受此影响当年 EBITDA 也有所减少，同时公司刚性债务规模持续增长，导致 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度较 2017 年下降，当年覆盖倍数为 0.39 倍。同期，随着刚性债务规模增长，公司利息支出增加，EBITDA 对利息支出的覆盖程度下降，当年覆盖倍数为 9.95 倍，但仍处于较高水平。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-136.93	35.81	87.29	3.09
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	-7.47	-18.12	-13.30	-1.61
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.41	0.46	-12.77	-

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额	-143.99	18.15	61.22	1.48

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，主要受股权投资支出和回收金额变化影响。其中，2016年投资活动现金流净额呈大额流出状态，主要系公司投资支付的现金大幅增加，当年子公司上港集团（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，主要系公司取得投资收益收到的现金大幅增加，同时投资支付的现金大幅下降所致；2018年公司收购东方海外国际、上海泛亚航运有限公司等公司股权支付股权款约 73 亿元，但当年转让子公司星外滩公司股权收到绝大部分股权转让款 126.55 亿元，使公司投资环节现金净流入规模达到 61.22 亿元。除股权投资外，公司对装卸机械、船舶、机器设备等长期资产存在日常更新、维护投入。预计未来，投资环节现金流仍将有一定波动。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	129.44	-32.97	-42.63	-70.06

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营业盈利、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；2018年，公司维持较大的还款力度的同时筹集用于支付东方海外国际等股权收购款，导致借款规模较上年增加，受以上因素影响，当年债务净融资规模较上年增加，但当期公司支付了 2017 年收购星外滩公司尚未支付给少数股东的股权转让款 41.99 亿元，当年筹资环节产生的现金流量净额仍呈净流出状态。

2019 年第一季度，该公司营业收入现金率较上年同期提升 5.68 个百分点至 90.00%，但主要受支付的各项税费同比增加影响，当期经营性现金净流出 4.36 亿元。同期，公司实现投资活动现金净流入 1.48 亿元；随着债务净偿还金额增加，公司筹资活动现金净流出 70.06 亿元。

3. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 3月末
	237.47	502.66	478.43	409.71

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.33	35.59	33.14	29.63
其中：现金类资产（亿元）	124.62	205.18	295.29	219.03
其中：货币资金（亿元）	122.39	202.68	292.57	219.03
应收款项（亿元）	27.39	23.95	27.87	30.06
存货（亿元）	62.12	244.85	118.80	119.65
其他流动资产（亿元）	8.02	12.25	15.35	16.33
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	930.38	909.69	965.24	973.04
	79.67	64.41	66.86	70.37
其中：长期股权投资（亿元）	227.04	340.02	398.25	408.97
固定资产（亿元） ⁷	346.94	329.89	318.40	312.54
无形资产（亿元）	137.81	138.81	146.55	144.78
期末全部受限资产账面金额（亿元）	18.59	174.51	100.45	—
受限资产账面金额/总资产（%）	1.59	12.36	6.96	—

资料来源：根据上港集团所提供数据整理。

该公司 2016-2018 年末资产总额分别为 1,167.85 亿元、1,412.35 亿元及 1,443.67 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、存货及其他流动资产等。公司现金类资产常年处于较大规模，截至 2018 年末，货币资金账面价值为 292.57 亿元，其中受限制的货币资金为 13.22 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，2018 年末账龄在一年以内的应收账款余额为 28.78 亿元，占应收账款余额的 96.83%。公司存货主要由房地产开发成本 91.08 亿元、房地产开发产品 23.24 亿元、库存商品 2.43 亿元及原材料 1.80 亿元等构成。2018 年公司出售星外滩公司 100% 股权，海门路地块房地产项目随之转让，使 2018 年末存货规模较上年末下降 51.48%。公司其他流动资产主要由一年以内的委托贷款等构成，近年来公司发放的短期委托贷款规模有所增长。

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。2018 年，主要受公司收购东方海外国际股权以及对上海银行增资影响，长期股权投资账面价值保持增长，截至 2018 年末长期股权投资占资产总额比例为 27.59%。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 2018 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 69.80 亿元，占当年末固定资产账面价值比重不大。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。

⁷ 包含固定资产清理。

2018 年末，该公司受限制资产包括货币资金 13.22 亿元、固定资产 69.80 亿元、无形资产 0.64 亿元、长期应收款 9.72 亿元以及一年内到期的长期应收款 7.08 亿元。当年末公司受限制资产占总资产比重较小，对公司流动性及信用质量影响小。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 1,382.75 亿元，较上年末下降 4.22%。资产总额下降主要系 2019 年第一季度公司用自有资金偿还 95 亿元借款导致货币资金余额较上年末下降 25.14% 所致。同期末，公司其他资产构成未发生重大变化。

4. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	70.00	131.99	151.04	198.65
速动比率 (%)	50.81	66.60	112.30	138.78
现金比率 (%)	36.74	53.88	93.22	106.20

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有所增强。受益于 2017 年流动资产的大幅增加，以及 2018 年流动负债的减少，近两年公司总体资产流动性呈现在较好水平。其中，2017 年末公司速动比率增幅较小，主要系当期存货增幅较大所致；随着 2018 年末公司房地产存货规模下降，当期末速动比率实现大幅提升。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，现金比率逐年提高，能对公司即期债务偿付提供支撑。2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别较上年末提高 47.61 个百分点、26.48 个百分点及 12.98 个百分点，资产流动性进一步增强。

5. 表外事项

2018 年末，该公司无重大未决诉讼或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 2018 年末，公司对关联企业担保余额为 0.88 亿元，占净资产的比例很小。

6. 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。2018 年末，集团母公司资产总额 1,023.42 亿元，占合并口径总资产比例为 70.89%。其中货币资金余额 183.01 亿元，占合并口径货币资金比例为 62.55%。同期末，母公司负债总额为 344.07 亿元，占合并口径负债总额比例为 55.48%。其中刚性债务余额为 260.79 亿元，占合并口径刚性债务比例 51.48%，母公司刚性债务压力可控。2018 年，集团母公司实现营业收入 65.69 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 78.94 亿元，其中投资收益 82.36 亿元；经营性现金净流量为 27.32 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

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，融资渠道畅通，为公司发展提供了有力的资金支持。截至 2018 年末，公司已获得的银行综合授信额度为 1,132.10 亿元，尚未使用的综合授信额度为 849.05 亿元，可为公司债务的到期偿付提供一定的缓冲。

图表 25. 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）	1,132.10	283.05	849.05
其中：国家政策性金融机构（亿元）	190.00	80.68	109.32
工农中建交五大商业银行（亿元）	622.10	150.58	471.52
其中：大型国有金融机构占比（%）	71.73	81.70	68.41

资料来源：根据上港集团所提供数据整理（截至 2018 年末）。

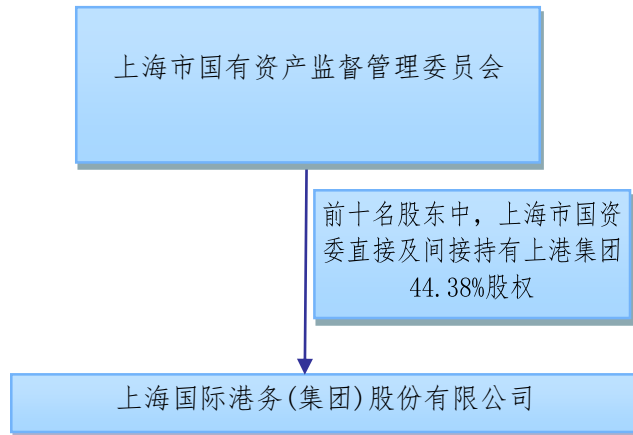
跟踪评级结论

该公司控股股东及实际控制人仍为上海市国资委。跟踪期内，公司产权结构稳定，在公司治理和管理方面无重大变化。公司主营业务收入仍主要来源于集装箱装卸业务及港口物流业务。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。其中集装箱装卸业务盈利能力强，随着洋山四期的开港及验收完成，集装箱装卸业务有望进一步扩大。此外，公司对外投资及房地产开发等多元业务对主业盈利有所补充。其中，2018 年公司因处置星外滩公司股权、招商银行股票形成的大额投资收益对公司利润贡献较大，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，公司资本实力仍雄厚，负债经营程度较低，负债以刚性债务为主，公司已集聚了一定的刚性债务规模，存在一定偿付压力，但公司现金类资产储备充裕，经营活动现金流状态良好，且融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

本评级机构仍将持续关注：(1) 宏观经济景气度、进出口贸易形势及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) 公司股权投资情况；(5) 公司房地产项目开发及销售去化情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

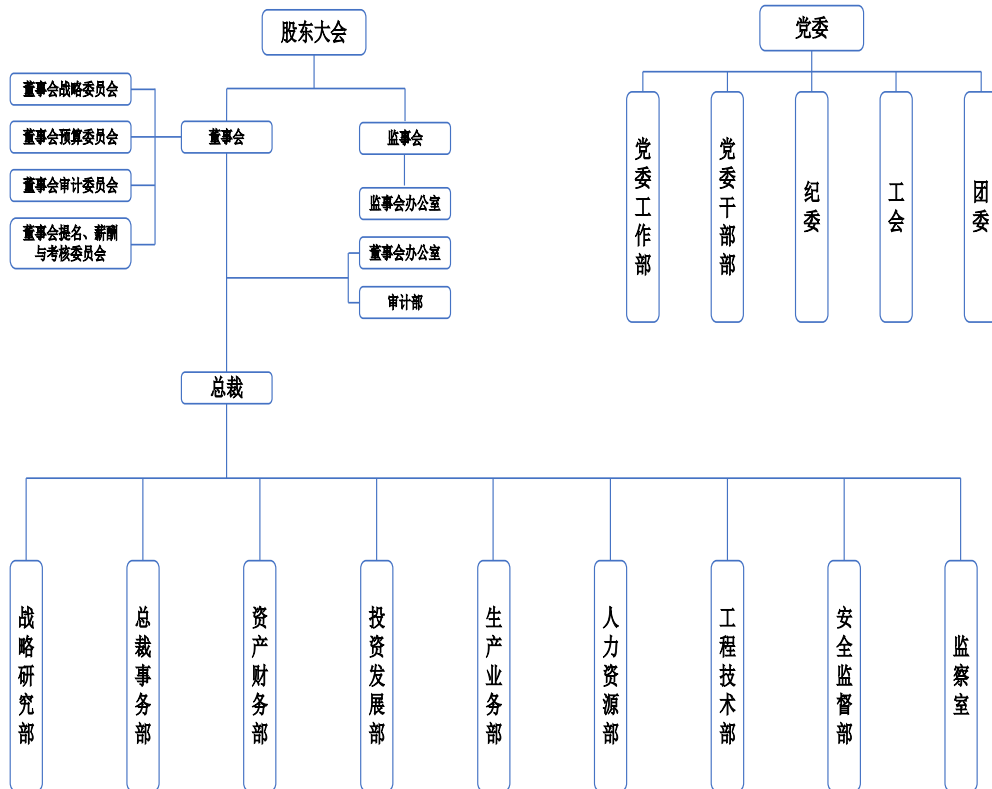


注¹：根据上港集团已披露的公开资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

注²：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：根据上港集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

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	2018年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	归母净资产	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团	公司本部	—	港口及相关服务	260.79	679.35	65.69	78.94	27.32
上海盛东国际集装箱码头有限公司	盛东公司	子公司	100.00	交通运输业	0.00	125.46	31.95	11.28	8.21
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	36.04	94.48	24.89	4.76	12.40
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	22.54	51.93	37.28	12.35	-3.61
上港集团物流有限公司	上港物流	子公司	100.00	交通运输业	0.00	34.15	93.76	2.89	3.57
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	0.00	23.12	11.41	4.85	4.53
上港集团(香港)有限公司	上港香港	子公司	100.00	贸易	215.84	49.36	1.71	16.43	0.44
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	不适用	4,744.04	2,612.45	523.84	1,845.05
上海银行股份有限公司	上海银行	联营企业	7.34	金融业	不适用	1,612.77	438.88	180.68	2,786.86

注：根据上港集团2018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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	1,167.85	1,412.35	1,443.67	1,382.75
货币资金[亿元]	122.39	202.68	292.57	219.03
刚性债务[亿元]	403.61	476.01	506.53	402.88
所有者权益[亿元]	682.38	770.56	823.50	884.32
营业收入[亿元]	313.59	374.24	380.43	81.59
净利润[亿元]	80.88	128.46	114.72	21.32
EBITDA[亿元]	140.01	201.66	193.33	—
经营性现金净流入量[亿元]	20.36	96.11	57.10	-4.36
投资性现金净流入量[亿元]	-143.99	18.15	61.22	1.48
资产负债率[%]	41.57	45.44	42.96	36.05
权益资本与刚性债务比率[%]	169.07	161.88	162.58	219.50
流动比率[%]	70.00	131.99	151.04	198.65
现金比率[%]	36.74	53.88	93.22	106.20
利息保障倍数[倍]	11.81	12.81	8.16	—
担保比率[%]	0.19	0.13	0.11	0.10
营业周期[天]	110.31	250.85	280.44	—
毛利率[%]	30.08	33.71	31.74	29.73
营业利润率[%]	29.40	35.29	37.49	31.22
总资产报酬率[%]	10.02	12.99	11.10	—
净资产收益率[%]	11.95	17.68	14.39	—
净资产收益率*[%]	11.53	17.72	14.17	—
营业收入现金率[%]	89.74	96.51	90.45	90.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.77	26.69	16.37	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.94	20.27	18.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	15.32	15.41	9.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.46	0.39	—

注：表中数据依据上港集团经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、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/(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货净额+期末存货净额)/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%
股东权益比率%=负债合计/所有者权益合计
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 级、CCC 级及以下等级外，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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。