

联合 研究报告

2019.12.25

港口行业研究报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

摘要

近年来，受 GDP 及进出口增速放缓影响，中国主要港口货物吞吐量增速波动下降，体现出较强的经济周期性。2019 年以来，全球经济增长乏力，国际贸易关系紧张，国内经济下行压力加大，港口行业面临较为严峻的外部环境。港口行业整体准入壁垒较高，集中度一般，在产能过剩、恶性竞争的背景下，港口企业整合加速，港口资源整合或将对港口企业竞争格局造成一定影响。

2018 年，受经济下行压力加大、中美贸易摩擦等因素影响，港口企业营业收入和利润总额增速明显回落。近年来，港口企业整体债务规模持续增长，整体债务负担适中且保持相对稳定，整体偿债能力较强且呈现增强趋势；经营获现能力持续向好，投资支出规模有所分化，整体融资需求不大。2018 年以来港口企业的发债数量和规模均大幅增长，在市场流动性合理充裕的背景下，港口企业平均发行利率和利差整体呈波动下降趋势。

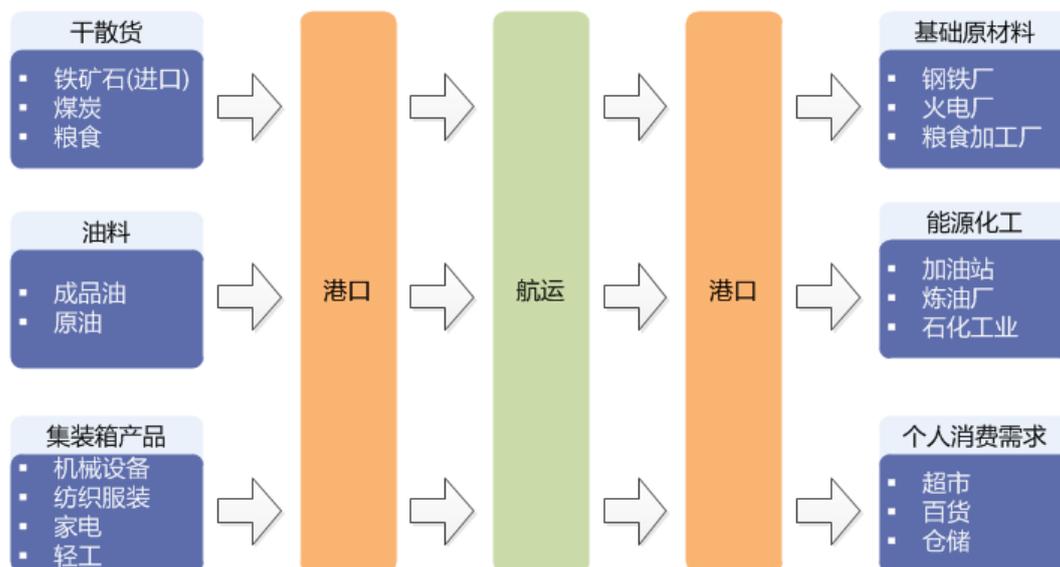
同时，联合资信也关注到部分港口企业受宏观经济下行压力加大、港口资源整合及行业竞争加剧等因素影响，其经营压力或将被放大；受债券市场违约数量增加，市场风险偏好下降影响，港口企业发债主体级别进一步向高级别集中，信用水平较差的港口企业或将面临一定融资压力。

整体看，港口行业整体信用风险较低，行业展望稳定。

一、行业概况

港口是重要的交通基础设施，是由一定范围的水域和陆域组成的区域，具有船舶进出、停泊、靠泊，旅客上下，货物装卸、驳运、储存等功能，可由一个或者多个港区组成。港口作为货运运输和贸易流通的枢纽口岸，主要经营货种包括集装箱、散杂货以及油品等能源产品，其货物吞吐量和装卸费率与钢铁、电力、煤炭、石油炼化等行业紧密相关，是国民经济发展的晴雨表。同时，港口具有一定的公共产品属性，国家政策对港口的布局规划、功能定位、收费体制等方面影响较大。

图 1 港口行业产业链



资料来源：Wind 资讯

二、行业环境

1. 宏观环境

2019 年以来，全球经济增长乏力，国际贸易关系紧张，国内经济下行压力加大，港口行业面临较为严峻的外部环境。

港口是重要的交通基础设施，港口行业的发展为上下游行业的高效运作以及整个国民经济持续发展提供基础。目前，全球贸易的三分之二以上、中国进出口贸易的 90% 以上都是通过港口为枢纽的航运完成的。因此宏观经济运行情况以及对外贸易发展状况与港口行业密切相关，直接影响到港口的货物和集装箱吞吐量。

从外部环境看，2019 年美国产出缺口有所收窄，经济处于筑顶阶段，美联储已经开启降息周期；亚洲主要经济体日本、欧洲主要经济体（英国、法国、德国）经济也处于下行周期。全球经济整体下行压力较大，同时叠加英国脱欧和全球范围内的贸易冲突，政策不确定性抑制投资需求。同时，2018 年 3 月开始，中美贸易战正式打响，两国不断发布贸易关税政策，美方加征关税货物涉及洗衣机、太阳能电池板、钢铝制品等，中方加征关税货物涉及高粱、玉米、牛肉等农牧产品，汽车、飞机和部分化学品等。涉及的货种及金额逐渐扩大，贸易摩擦不断升级。2019 年 12 月，中美第一阶段经贸协议声明的发布标志着中美贸易战暂时缓和，但若后续中美经贸磋商进展不顺利，双方仍有可能

进一步加征关税。

2019 年以来，中国经济整体下行，前三季度 GDP 同比分别增长 6.4%、6.2% 和 6.0%，未能延续 2018 年四季度以来的复苏态势，消费、投资和出口均增长乏力。从实际进出口数据来看，2018 年，全国进出口贸易额为 4.62 万亿美元，同比增长 12.41%，增速较 2017 年上升 1.03 个百分点。2019 年 1—9 月，全国进出口贸易额为 3.35 万亿美元，同比下降 2.33%。

2. 行业监管与行业政策

近年来，与港口行业相关的政策频发，在环境保护、运营管理和资源整合等方面尤为凸显。

近年来，我国政府在港口建设规划、运营管理、收费作业、规划整合等方面颁布了一系列指导政策，以求港口运营及发展环境的有效提升。2019 年以来颁布了《交通强国建设纲要》和《关于建设世界一流港口的指导意见》，在“一带一路”等国家性战略实施的背景下，港口作为我国主要的进出口贸易渠道，外部发展环境良好。

在环境保护方面，随着 2017 年天津港不再接受公路运输煤炭，到 2018 年推动“公转铁”“公转水”的政策实施，传统以“汽运煤”运输方式为主的港口煤炭吞吐量继续下滑，铁路调运港受益明显。2019 年前三季度，全国主要港口企业累计完成煤炭吞吐量 76404 万吨，同比下降 4.7%。秦皇岛港、唐山港、黄骅港依托“大-秦铁路”“神-黄铁路”的铁路运输线路优势，仍扮演了中国“北煤南运”核心下水港角色。

在运营管理方面，自 2017 年以来，交通运输部与国家发改委不断修订《港口收费计费办法》，逐步对港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等费用执行市场调节价，赋予港口经营企业更多的自主权。同时，通过精简收费项目和降低政府定价收费标准，使得港口企业减轻进出口和航运企业负担，进一步降低企业物流成本和优化口岸营商环境，市场化、规范化的港口收费体系逐步完善。

在港口整合方面，推进区域港口一体化发展是促进港口提质增效升级、化解过剩产能、优化资源配置的重要举措，对于建设国际一流港口、推动交通强国建设、服务经济社会发展具有重要意义。在浙江省港口一体化改革首先取得了显著的成效后，江苏省、辽宁省、山东省、福建省和广东省等多地港口也开启了整合道路，并且一定程度上消除

了省内港口的竞争激烈，提升港口资源的利用效率。整体看，港口资源整合仍将是未来一段时间内我国港口经济发展的重要课题，整合有助于消除恶性竞争，合理分配岸线资源，减少盲目港口建设，有助于港口行业的长期发展。

表 1 近年来港口行业重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017年2月	“十三五”港口集疏运系统建设方案	加快打通铁路公路进港“最后一公里”，补齐港口集疏运基础设施短板。铁路方面将重点解决提供公共服务的港口铁路支线或专用线建设问题，实现铁路支线（专用线）与港口及干线铁路的顺畅衔接，2020年重要港口铁路进港率将提升到60%左右；公路方面将重点解决承担港口作业区与干线公路衔接功能的普通公路升级改造问题，力争到2020年实现重要港区100%通二级及以上公路。
2017年5月	深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020年）	到2020年，内河高等级航道达标率达90%以上，重点港口集装箱铁水联运量平均每年同比增长10%以上，长江经济带江水直达运输经济社会效益得到显现。
2017年7月	关于印发《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020年）》的通知	结合全国沿海港口布局规划修订工作，加强津冀港口顶层设计，优化港口群功能分工；加快推进港口领域供给侧结构性改革，化解部分货种富余产能，补齐集疏运短板，降低物流成本，提升港口服务功能。到2020年，基本建成以天津港为核心，河北港口为两翼的世界级港口群，先行示范带动港口资源跨省级行政区域整合。
2017年7月	关于印发《港口收费计费办法》的通知	港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费；其涉及到的收费项目均应单独设项计收，港口经营人和引航机构不得超出《港口收费计费办法》范围另行设立港口收费项目。
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	浙江港口一体化改革优化了全省港口定位分工，通过设立省级港口资源整合平台，协同推进老港区功能调整和新港区开发，促进港口资源利用集约化；推动沿海港口、内河港口一体化运营和内陆无水港联动发展；区域港口从分散竞争转向协同发展，加快了港产城融合发展的进程。
2018年7月	推动大宗货物运输“公转铁”“公转水”	以铁路运能提升、水运系统升级、公路货运治理、多式联运提速、信息资源整合和城市绿色配送等六大行动作为主要措施，着力建设京津冀及周边地区运输结构调整示范区。在该地区率先实施铁路专用线建设、铁路货运服务提升、港口大宗物资“公转铁”、工矿企业大宗物资“公转铁”和集装箱铁水联运拓展等九大工程。
2018年10月	推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）	到2020年，与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%，其中京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；全国水路货运量增加5亿吨、增长7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。全国多式联运货运量年均增长20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。

2019年9月	交通强国建设纲要	优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专线等“公转铁”重点项目建设。完善客运枢纽、高速公路服务区等交通设施旅游服务功能。
2019年11月	关于建设世界一流港口的指导意见	以高质量发展为主题，以供给侧结构性改革为主线，以交通强国建设为统领，着力促进降本增效，着力促进绿色、智慧、安全发展，着力推进陆海联动、江河海互动、港产城融合，着力把港口建设好、管理好、发展好，打造一流设施、一流技术、一流管理、一流服务，强化港口的综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展水平。

资料来源：联合资信综合整理

三、行业周期性及目前所处阶段

近年来，受 GDP 及进出口增速放缓影响，中国主要港口货物吞吐量增速波动下降，体现出较强的经济周期性。

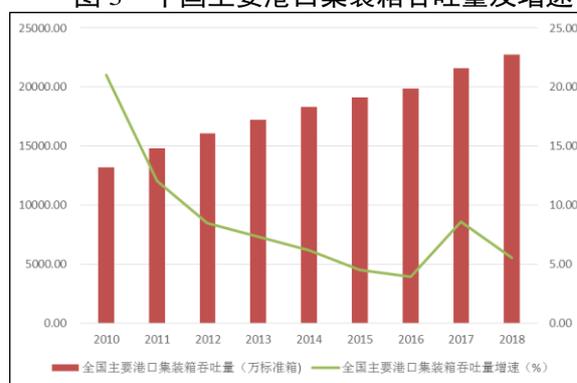
从吞吐量来看，中国主要港口货物吞吐量和集装箱吞吐量近年来均持续增长，但增速呈波动下降趋势。2018 年，全国港口完成货物吞吐量 143.51 亿吨，比上年增长 2.5%；全国港口完成集装箱吞吐量 2.51 亿 TEU，比上年增长 5.3%。

图 2 中国主要港口货物吞吐量及增速



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3 中国主要港口集装箱吞吐量及增速

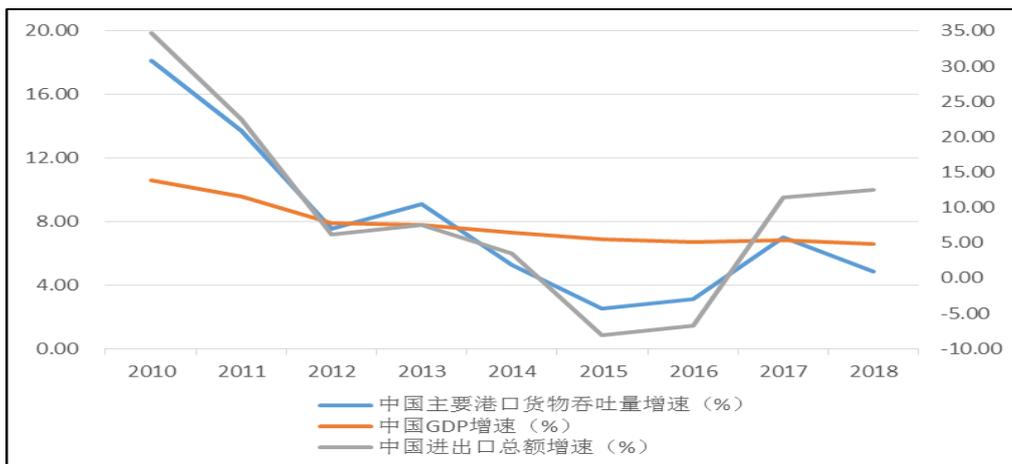


资料来源：联合资信根据公开资料整理

从行业与宏观经济关联度看，近年来，中国 GDP 增速整体呈现下降趋势，自 2015 年以来维持在 6.5%—6.9% 区间范围内；同期，中国主要港口货物吞吐量增速和中国进出口贸易总额增速均波动下降，于 2015 年达到最低值，分别为 2.49% 和 -8.10%。整体看，中国主要港口货物吞吐量与 GDP 增长趋势整体保持一致，与中国进出口总额增速高度相关，经济周期性较强。



图4 港口货物吞吐量增速与宏观经济走势

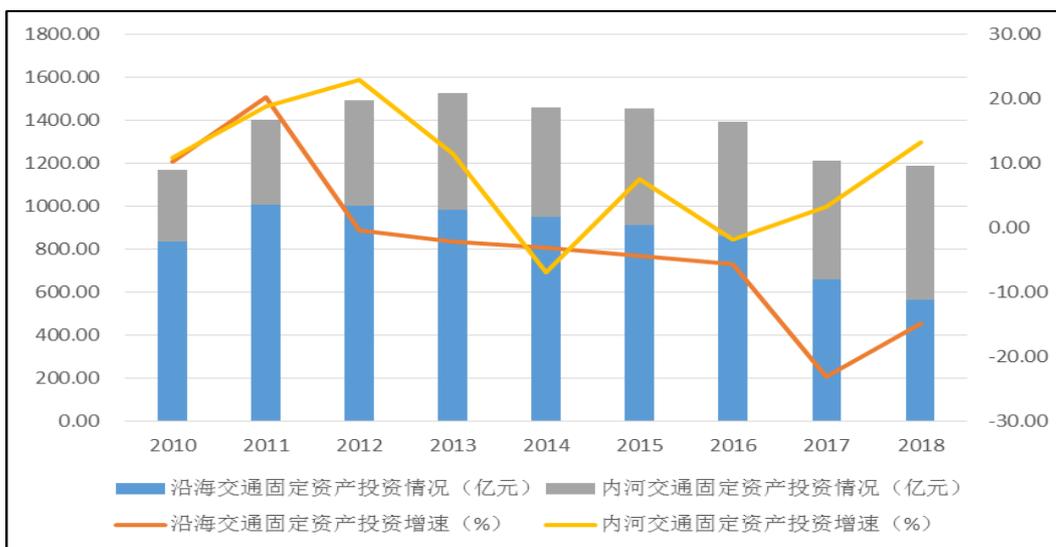


资料来源：联合资信根据公开资料整理

中国港口行业处于结构性产能过剩阶段，沿海港口整体投资规模持续下降，内河港口投资规模仍呈上升趋势。

中国沿海交通固定资产投资规模自2012年以来持续下降，2018年为563.40亿元，中国沿海港口已处于结构性产能过剩阶段，未来沿海港口整体投资规模或将进一步下降。近年来，中国内河交通固定资产投资规模波动增长，2018年达627.90亿元，为近年来最高点，主要得益于产业转移以及“公转水”环保政策等因素促进了内河港口的基础设施建设投资，预计短期内中国内河交通固定资产投资规模仍将保持增长。

图5 沿海及内河交通固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、行业竞争态势分析

港口行业整体准入壁垒较高，港口竞争格局基本固化，集中度一般；在产能过剩、恶性竞争的背景下，港口企业整合加速。

港口建设需要自然条件良好的岸线资源，具有一定的地域垄断性和资产稀缺性，并且港口与腹地经济的发展相辅相成，其辐射区域相对稳定，从而呈现出较为明显的区域垄断性特征，整体准入壁垒较高。经多年投资发展，我国沿海已建立五大港口群，分别为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海港口群，港口竞争格局基本稳定。

环渤海港口群包括大连港、营口港等辽宁省港口，秦皇岛港、唐山港等河北省港口，天津港以及烟台港、青岛港和日照港等山东省港口。环渤海湾港口经济腹地包括东三省、京津冀地区及山东地区，向西辐射内蒙、山西、陕西等煤炭产区。环渤海湾港口中，大连港、天津港和青岛港为集装箱枢纽港；秦皇岛港和日照港依托大秦铁路与瓦日铁路，是主要的北煤南运下水港；唐山港和日照港依托唐钢与山钢生产基地，成为主要的铁矿石进口港；烟台港依托魏桥-几内亚全程物流链，成为主要的铝矾土进口港。环渤海湾存在众多枢纽港与干线港，各港口在大类货种间竞争激烈。长江三角洲港口群以宁波-舟山和上海港为主，其中宁波-舟山港以货物吞吐为主，上海港以集装箱吞吐为主。2018年，宁波-舟山港和上海港货物吞吐量位于世界第一和第二名，2018年合计吞吐货物17.6亿吨，集装箱6836.1万TEU。长江三角洲港口群的其他小港口竞争力相对较弱。东南沿海港口群以厦门港为主，厦门港是以远洋集装箱运输为主、大宗散货为辅的国际航运枢纽港。2018年，厦门港完成货物和集装箱吞吐量2.17亿吨和1070.23万TEU，吞吐量远超同属东南沿海港口群的福州港和湄洲湾港。珠江三角洲港口群以广州港和深圳港为主，分别服务珠江西岸和东岸市场，两港之间竞争较为激烈。2018年，广州港和深圳港分别完成货物吞吐量6.15亿吨和2.50亿吨，集装箱吞吐量2180万TEU和2573万TEU。珠三角港口群的珠海港、汕头港竞争力相对较弱。西南沿海港口群以北部湾港和湛江港为主，2015年以来，湛江港货物吞吐量保持较高增速，目前已超过北部湾港。2018年，湛江港完成货物吞吐量3.02

亿吨，北部湾港完成货物吞吐量 2.41 亿吨。

从行业集中度来看，截至 2018 年底，我国货物吞吐量最大的为宁波-舟山港，年吞吐量为 10 亿吨，市场占有率约为 8%；排名前十的港口运营企业市场占有率合计为 51.26%，我国港口行业市场集中度一般。2001 年随着中国加入 WTO，伴随着中国外贸的繁荣，港口投资建设也进入快速发展时期。经过多年的投资建设，港口逐步从产能不足发展到产能过剩。从 2014 年开始，中国港口货物吞吐量增速明显放缓，行业从快速成长期步入成熟期；部分港口企业经营开始恶化，债务压力凸显，区域港口之间竞争的矛盾愈加突出，大规模的港口整合也就应运而生。

自 2015 年港口整合陆续开展以来，宁波-舟山等浙江省港口首先完成整合，福建、河北、辽宁、广西等区域港口已于 2018 年前整合完毕。竞争激烈的山东省港口整合在 2019 年也取得了实质性进展。从整合方式来看，整合主导人多为省级政府。辽宁省港口整合例外，2019 年，辽宁省国资委将其持有的港航发展 1.1% 股权无偿划转给招商局集团，自此，航港发展实际控制人变更为招商局集团。招商局集团是专业的港口运营商，旗下拥有优质的港口资源，实际控制港航发展或更加有利协同效应的发挥。港口资源整合仍将是未来一段时间内我国港口经济发展的重要课题，整合有助于消除恶性竞争，合理分配岸线资源，整合效果将逐步显现。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

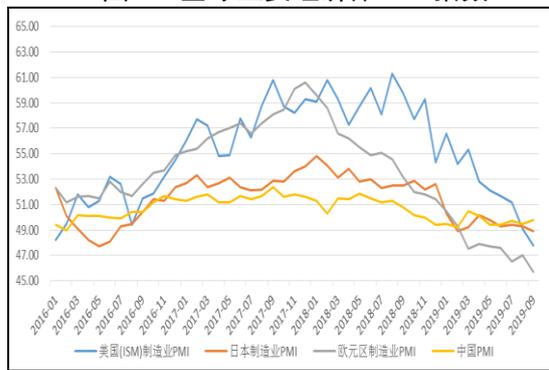
1. 行业增长与盈利能力的主要影响因素

全球经济增长乏力和国际贸易关系紧张导致港口需求放缓，行业增长乏力。

港口是一个由需求驱动的行业，行业增长主要取决于下游需求。从全球经济发展角度看，自进入 2019 年以来，世界经济增长动能明显减弱。2019 年前三季度，美国（ISM）制造业 PMI 指数、日本制造业 PMI 指数和欧元区制造业 PMI 指数均呈现下降趋势，中国制造业 PMI 指数也保持在低位震荡；其中，美国（ISM）制造业 PMI 指数于 2019 年 9 月达到自 2009 年 6 月以来的最低水平；而国际贸易摩擦加剧、英国脱欧以及包括中国在内的新型市场经济增长放缓等因素是全球主要制造业 PMI 指数下降的主要原因。近三年来，全国主要港口集装箱吞吐量

增速逐年下滑，增速分别为 13.47%、8.63%和 5.50%，其中 2016 年增速较高主要受 2015 年去产能，基数低影响。2019 年前三季度，全国主要港口集装箱吞吐量合计 1.95 亿 TEU，同比增长 4.95%。受贸易摩擦以及全球主要经济体进入下行区间影响，预计 2019 年全年及 2020 年上半年港口集装箱吞吐量增速有所降低。

图 6 全球主要经济体 PMI 指数



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 7 高炉开工率和港口铁矿石库存



资料来源：联合资信根据公开资料整理

国内实体经济进一步承压，煤炭、铁矿石等大宗商品需求增速维持低位。

近三年，沿海主要港口金属矿石吞吐量增速逐年下滑，分别为 4.70%、3.25%和 2.66%；全国主要港口煤炭吞吐量增速有所波动，分别为 0.50%、9.44%和 8.08%。近年来，在全球主要经济体处于下行周期和国内去产能的大背景下，我国高炉开工率呈现下行趋势，目前位于 64%的低水平，由此导致铁矿石、煤炭及其他相关原材料需求不振。2019 年 7 月，中共中央政治局会议重申“房住不炒”的概念，不将房地产作为短期刺激经济的手段；预计房地产投资仍将受到抑制。在稳增长的背景下，基建或将扮演经济托底作用的角色，但在严控政府债务的背景下，其增幅将有所限制。房地产行业及基建投资需求对钢材需求及金属矿石吞吐量拉动有限。目前全国主要港口铁矿石和煤炭库存量适中，预计未来全国主要港口金属矿石和煤炭吞吐量增速将在低位徘徊。

2. 港口收费政策变动趋势

港口企业收费日趋市场化，港口企业资质将进一步分化。

2015 年 12 月，交通运输部与国家发改委印发《港口收费计费办法》(交水发〔2015〕206 号)，规范港口价格形成机制，对港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等实行市场调节价。2018 年，交通运输部与国家发改委印发《进一步放开港口收费等有关事项

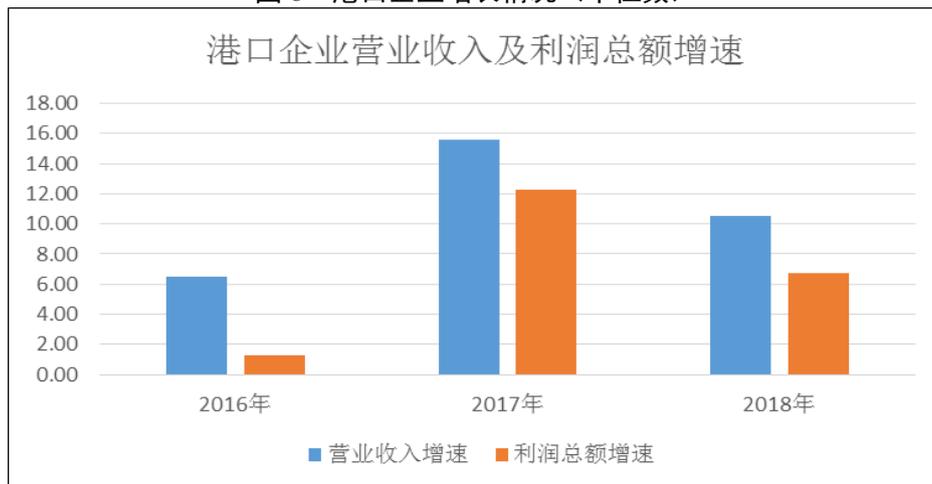
的通知》，进一步完善港口价格形成机制，明确驳船取送费和特殊平仓费由政府指导价改为市场调节价，并入港口作业包干费计费范围。总体看，交通运输部与国家发改委不断修订港口收费计费办法，逐步对港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等费用执行市场调节价，赋予港口经营企业更多的定价自主权，港口收费水平将主要取决于市场竞争。占据集装箱、油品、铁矿石等大类货种吞吐主导地位的枢纽港和干线港预计将面临更加有利的外部竞争环境；相反，竞争力较弱、以内贸为主的支线港口将面临被临近枢纽港和干线港抢夺货源，预计港口运营企业资质将进一步分化，形成“强者恒强”的竞争格局。

3. 港口企业¹增长与盈利分析

2018年，受经济下行压力加大、中美贸易摩擦等因素影响，港口企业营业收入和利润总额增速明显回落，港口集团企业下属子（股份）公司的盈利能力明显强于港口集团企业。

2016—2018年，港口企业营业收入和利润总额增速波动较大；2017年，随着港口行业回暖，港口企业营业收入和利润总额增速较2016年大幅上升；2018年，受经济下行压力加大、中美贸易摩擦等因素影响，港口企业营业收入和利润总额增速明显回落。

图8 港口企业增长情况（中位数）

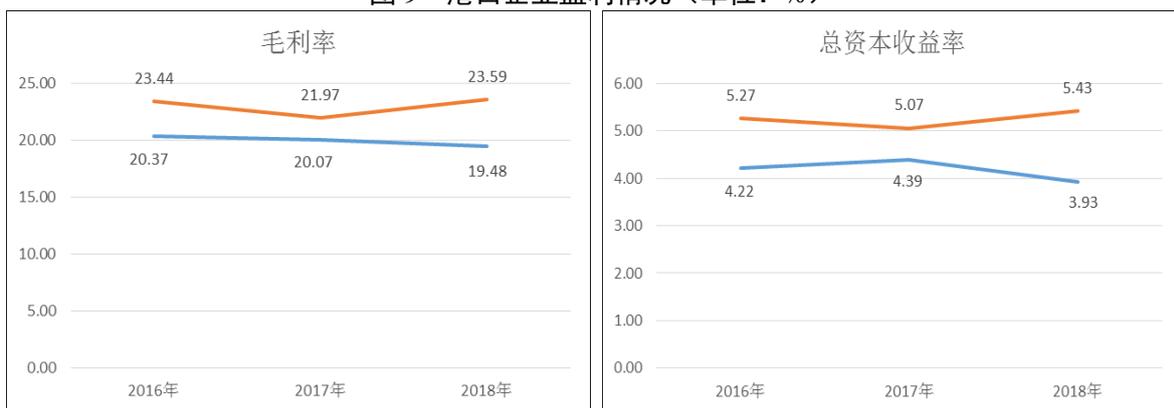


资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ “五、行业增长与盈利能力”、“六、行业杠杆与偿债能力”和“七、发债企业信用表现”章节涉及的港口企业共34家，是指联合资信所选取的截至2019年9月底公开市场存续债券中可获取财务数据的港口发行主体，其中港口集团企业23家，港口集团企业下属子（股份）公司11家。

一般情况下，港口集团企业作为港口主要的运营商，承担了资产投建、航道清淤等任务，且下属各个港口码头及货种经营的盈利能力差异大；港口企业为满足经营发展需要，依托相对优质的港口资产吸引权益投资人，并成立子（股份）公司（大多已完成上市，具备资本市场直接融资能力），因此港口集团下属子（股份）公司盈利能力优于港口集团。2016—2018年，港口集团企业毛利率均值持续下降，2018年为19.48%；港口集团企业下属子（股份）公司毛利率波动中有所上升，2018年为23.59%；港口集团企业下属子（股份）公司毛利率明显高于港口集团企业。2016—2018年，港口集团企业总资本收益率均值波动中有所下降，2018年为3.93%；港口集团企业下属子（股份）公司总资本收益率波动中有所上升，2018年为5.43%；港口集团企业下属子（股份）公司总资本收益率明显高于港口集团企业。

图9 港口企业盈利情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

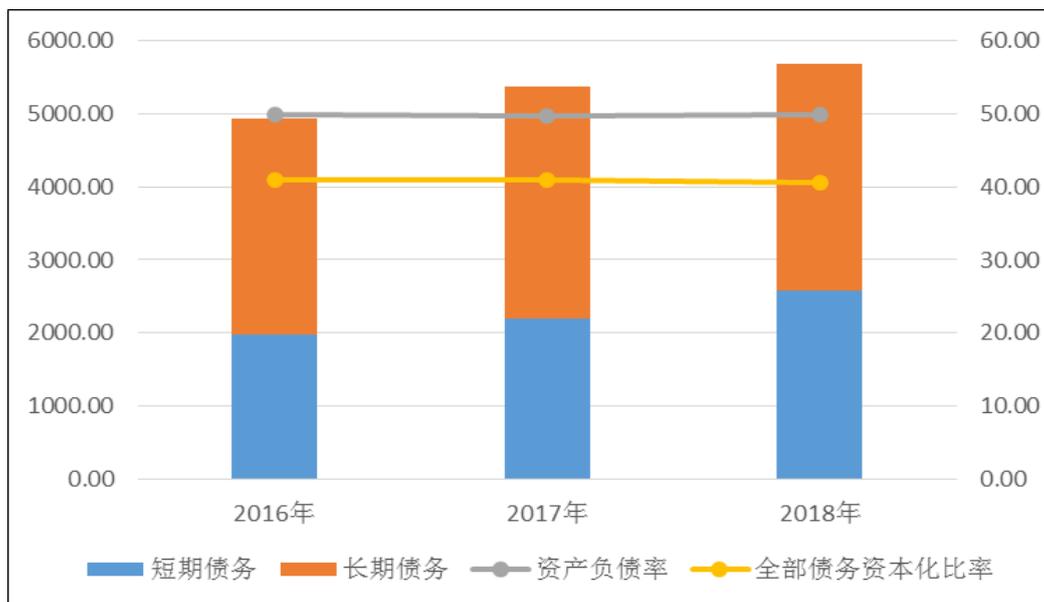
六、行业杠杆与偿债能力

1. 港口企业杠杆

近年来，港口企业整体债务规模持续增长，整体债务负担适中且保持相对稳定，港口集团企业债务负担明显大于港口集团企业下属子（股份）公司。

2016—2018年，港口企业有息债务持续增长，年均复合增长7.30%，2018年底为5679.25亿元，其中短期债务占比分别为40.13%、40.93%和45.36%。同期，港口企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均变化不大，2018年底分别为49.88%和40.48%。

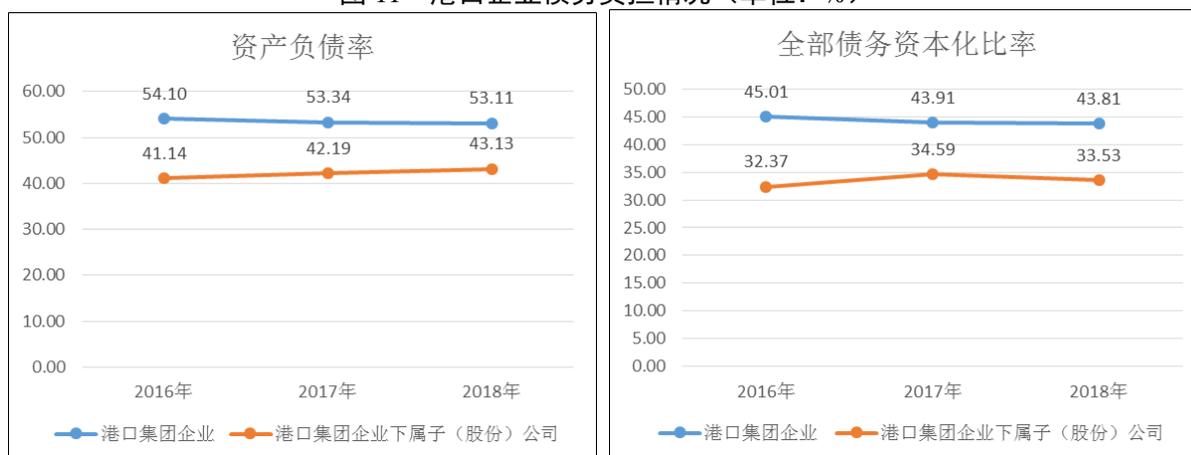
图 10 港口企业有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同类型港口企业来看，2016—2018年，港口集团企业资产负债率和全部债务资本化比率均持续小幅下降，2018年底均值分别为53.11%和43.81%；港口集团企业下属子（股份）公司资产负债率均值持续小幅上升，全部债务资本化比率均值波动中有所上升，2018年底分别为43.13%和33.53%，港口集团企业债务负担明显大于港口集团企业下属子（股份）公司。

图 11 港口企业债务负担情况（单位：%）



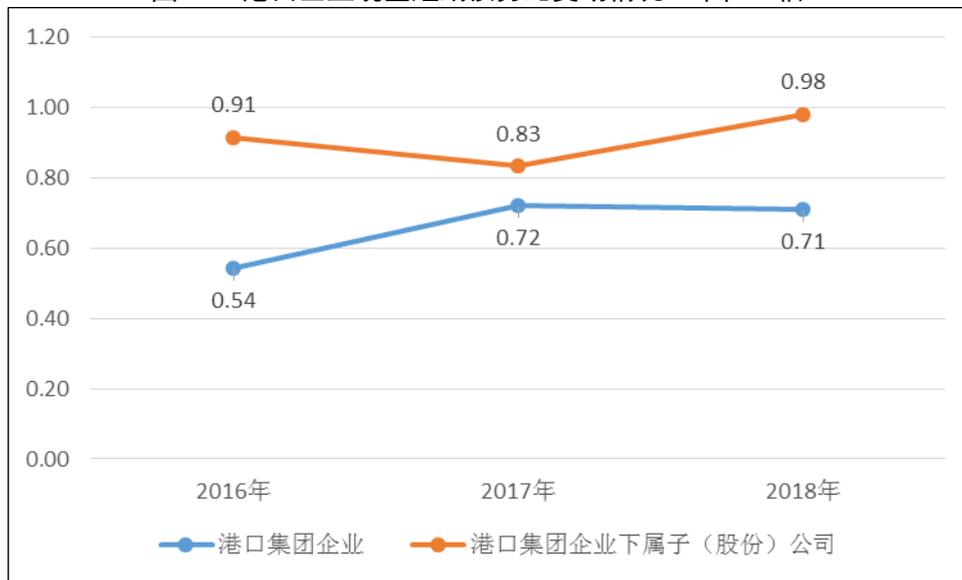
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 港口企业偿债能力

近年来，港口企业整体偿债能力较强且呈现增强趋势，港口集团企业下属子（股份）公司的偿债能力明显强于港口集团企业。

短期偿债能力方面，2016—2018 年，港口集团企业现金类资产/短期债务均值分别为 0.54 倍、0.72 倍和 0.71 倍，港口集团企业下属子（股份）公司现金类资产/短期债务均值分别为 0.91 倍、0.83 倍和 0.98 倍，港口企业现金类资产对短期债务的覆盖能力呈现增强趋势，行业整体短期偿债能力较强，且港口集团企业下属子（股份）公司的短期偿债能力明显强于港口集团企业。

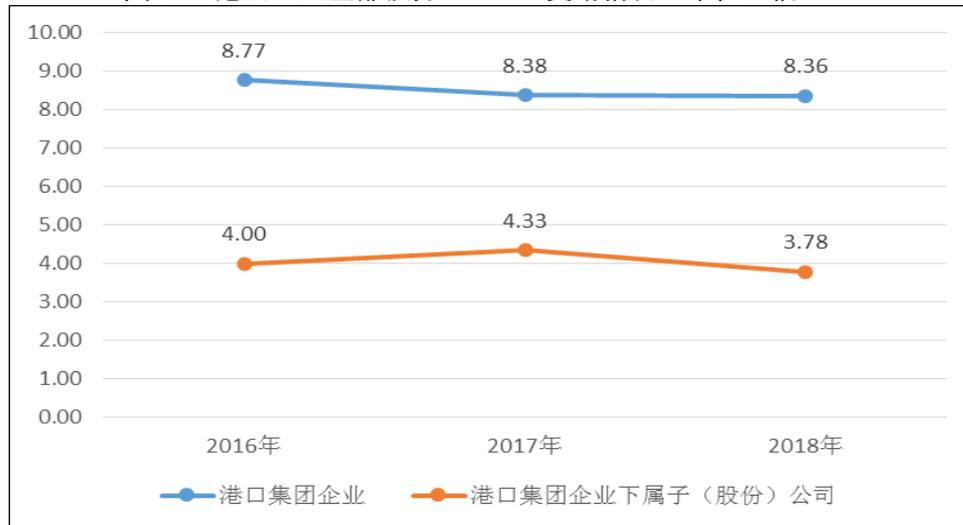
图 12 港口企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债能力方面，2016—2018 年，港口集团企业全部债务/EBITDA 均值分别为 8.77 倍、8.38 倍和 8.36 倍，港口集团企业下属子（股份）公司全部债务/EBITDA 均值分别为 4.00 倍、4.33 倍和 3.78 倍，港口企业 EBITDA 对全部债务的保障能力呈现增强趋势，行业整体长期偿债能力较强，且港口集团企业下属子（股份）公司的长期偿债能力明显强于港口集团企业。

图 13 港口企业全部债务/EBITDA 变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 港口企业现金流

近年来，港口企业经营获现能力持续向好，投资支出规模有所分化，整体融资需求不大，持有的现金规模整体保持增长。

现金流方面，2016—2018年，港口集团企业经营活动现金流净额持续增加，港口集团企业下属子（股份）公司经营活动现金流净额波动中有所增加，港口企业经营获现能力持续向好。2016—2018年，港口集团企业投资活动现金净流出额波动中有所下降，投资支出规模有所缩减；港口集团企业下属子（股份）公司投资活动现金净流出额持续增加，投资支出规模仍在扩大。2016—2018年，港口集团企业筹资活动前现金流净额持续好转，2017年和2018年均为正值；港口集团企业下属子（股份）公司筹资活动前现金流净额波动中有所增加，港口企业经营活动现金流净额能够满足投资需求，融资需求有所下降。2016—2018年，港口集团企业筹资活动现金流净额波动中有所下降，净流入规模仍然较大；港口集团企业下属子（股份）公司筹资活动现金流净额持续下降，2017年和2018年均为净流出，融资需求不大。2016—2018年，港口集团企业现金流净额持续增加，港口集团企业下属子（股份）公司现金流净额波动中有所下降，港口企业持有的现金规模整体保持增长。

表 2 港口企业现金流情况（单位：亿元）

项目	港口集团企业			港口集团企业下属子公司		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流净额	250.41	388.77	487.00	129.03	113.92	206.37
投资活动现金流净额	-559.06	-338.30	-483.34	-60.80	-87.55	-100.74

筹资活动前现金流净额	-308.65	50.47	3.65	68.23	26.37	105.63
筹资活动现金流净额	304.66	-12.61	264.11	24.58	-42.73	-51.75
现金流净额	-0.19	33.81	266.96	92.40	-14.27	55.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

七、港口企业信用状况

1. 港口企业债券发行情况

2018 年以来港口企业的发债数量和规模均大幅增长，以公募发行方式为主，（超）短期融资券和中期票据发行规模占比较高，发债企业主体级别进一步向高级别集中。

2018 年，港口企业共计发行债券 74 支，发行数量同比增长 39.62%；发行规模合计 577.50 亿元，同比增长 17.81%。2019 年 1—9 月，港口企业合计发行债券 73 支、发行规模 611.50 亿元，分别较上年同期增长 28.07%和 44.05%。整体看，2018 年以来港口企业的发债数量和规模均大幅增长。

表 3 港口企业发债品种及规模情况（单位：支、亿元、%）

项目	发行数量				发行规模			
	2017 年	2018 年	增速	2019 年 1—9 月	2017 年	2018 年	增速	2019 年 1—9 月
（超）短期融资券	29	48	65.52	46	238.50	331.50	38.99	326.00
公司债	6	4	-33.33	1	56.70	32.00	-43.56	12.00
中期票据	10	15	50.00	15	137.00	172.00	25.55	180.50
PPN+私募债	8	7	-12.50	11	58.00	42.00	-27.59	93.00
合计	53	74	39.62	73	490.20	577.50	17.81	611.50

数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

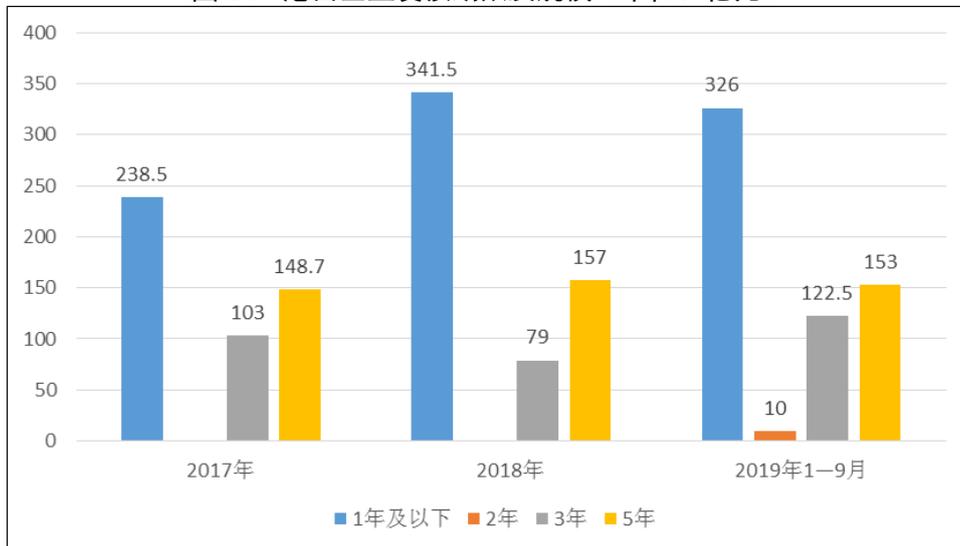
从发行方式看，2018 年港口企业以公募发行为主，公募发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 90.54%和 92.73%。2019 年 1—9 月，港口企业公募发行数量和规模占当期发行总量的比重较 2018 年有所下降，分别为 84.93%和 84.79%。

从发行品种看，2017—2019 年 9 月，港口企业发行的（超）短期融资券规模最大，占比分别为 48.65%、57.40%和 53.31%；中期票据规模次之，占比分别为 27.95%、29.78%和 29.52%；其他品种发行规模较小。

从发行期限看，2018 年港口企业新发债券期限以 1 年期及以下、3 年期和 5 年期为主，发行数量占比分别为 67.57%、14.86%和 17.57%，对应发行规模占比分别为 59.13%、13.68%和 27.19%。2019 年 1—9 月，港口企业新发债券期限仍以 1 年及以下规模占比最高，为

53.31%，较上年下降 5.82 个百分点；3 年期发行规模占比为 20.03%，较上年上升 6.35 个百分点；5 年期债券发行规模占比为 25.02%，较上年变化不大。

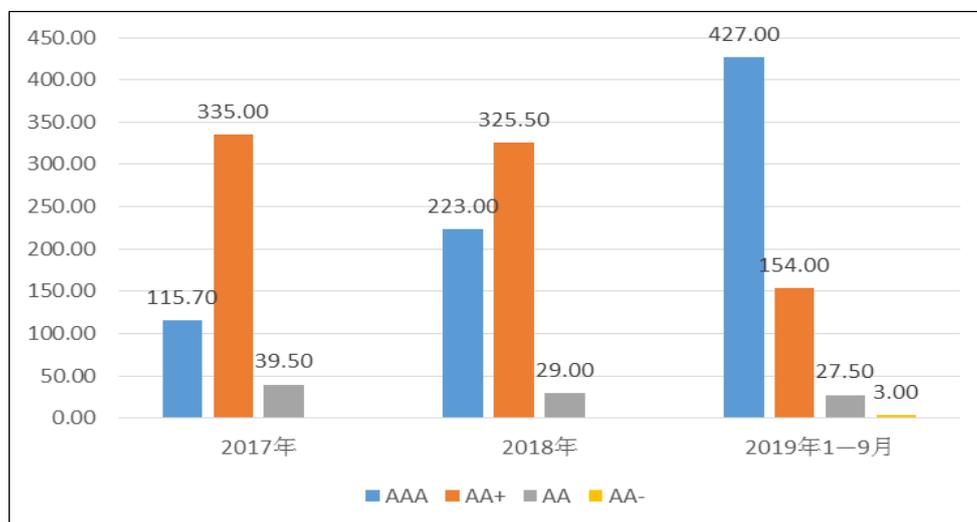
图 14 港口企业发债期限及规模（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

从发债主体级别来看，2018 年，AAA、AA+、AA 级别港口企业债券发行数量分别为 20 支、47 支和 7 支，占比分别为 27.03%、63.51%和 9.46%；发行规模分别为 233.00 亿元、325.50 亿元和 29.00 亿元，占比分别为 38.61%、56.36%和 5.02%。2019 年 1—9 月，AAA 级别企业发债数量最多，共计发行 37 支债券，发行规模合计 427.00 亿元，占比分别为 50.68%和 69.83%，同比分别上升 23.65 个和 31.22 个百分点；AA+和 AA 级别企业发债支数和规模较上年均有所下降，发债港口企业主体级别进一步向高级别集中。

图 15 港口企业不同主体级别债券发行规模情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理（级别选自发行时级别）

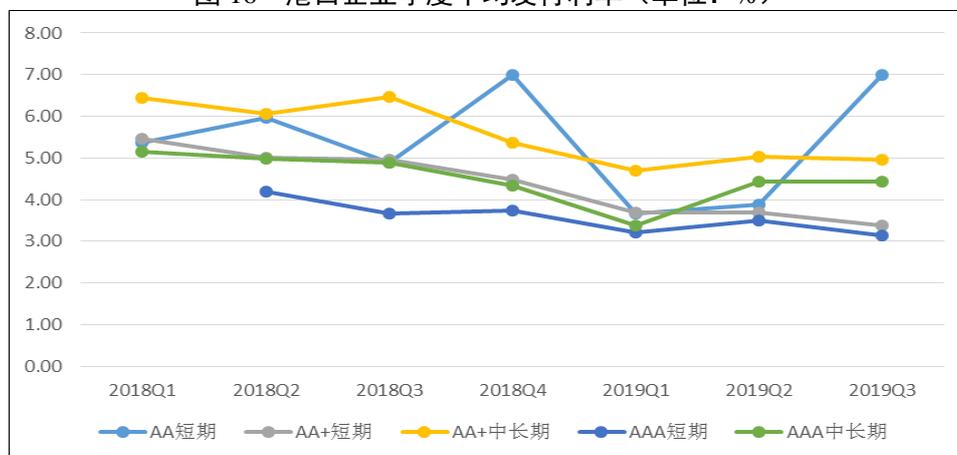
2. 港口企业债券发行利率利差分析

市场流动性合理充裕，港口企业平均发行利率整体呈波动下降趋势。

2018年以来，央行继续实施稳健中性的货币政策，在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行多次降低存款准备金率，灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，同时适当加大中长期流动性投放力度，保证了市场流动性的合理充裕，利率水平整体下行。

2018—2019年9月，受市场流动性合理充裕、资金面较为宽松影响，港口企业平均发行利率整体呈波动下降趋势。从不同信用级别发债主体发行利率看，2019年1—9月，AAA级、AA+级和AA级短期发行利率均值分别为3.27%、3.62%和4.42%，较2018年分别下降0.65个、1.37个和1.43个百分点；AAA级和AA+级中长期发行利率均值分别为4.35%和4.92%，较2018年分别下降0.28个和1.24个百分点。

图 16 港口企业季度平均发行利率（单位：%）



注：AA级中长期债券发行数量非常少，故不做分析；2018年四季度和2019年三季度AA级短期债券仅有一家发行主体，为锦州港股份有限公司，其发行的超短期融资券票面利率均为7.00%

数据来源：联合资信整理

表 4 港口企业债券发行利率统计表（单位：%）

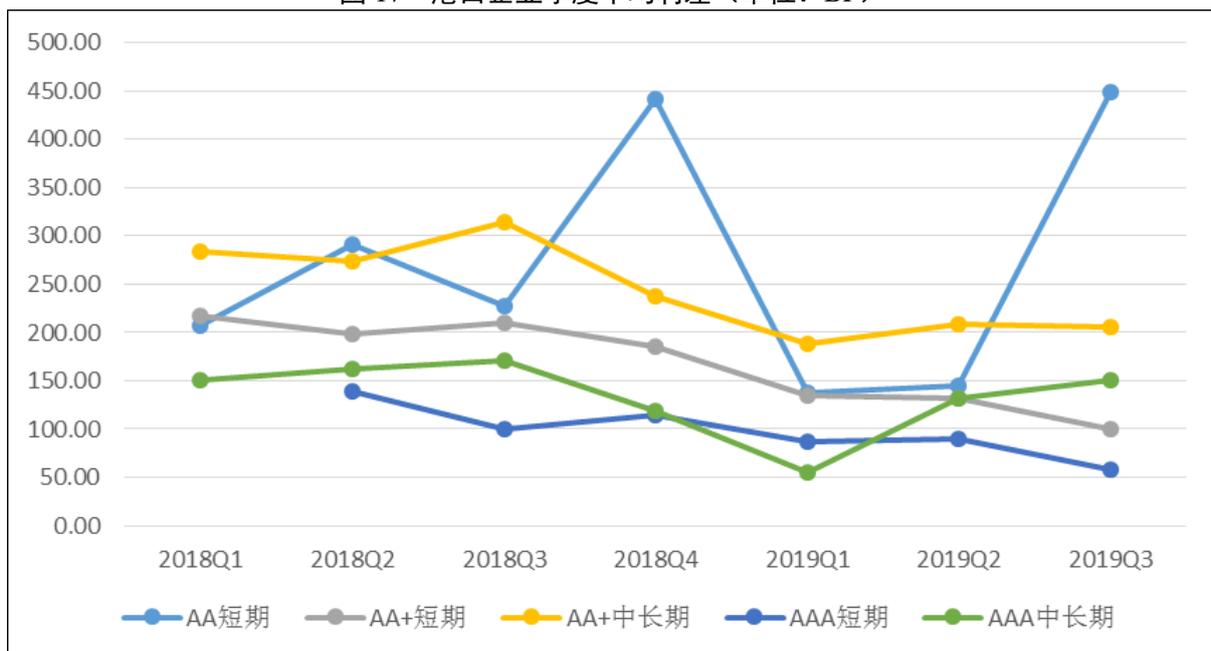
信用等级	2018年				2019年1—9月			
	短期		中长期		短期		中长期	
	区间	均值	区间	均值	区间	均值	区间	均值
AAA	3.49—4.30	3.92	4.08—5.28	4.63	2.65—3.80	3.27	3.38—5.07	4.35
AA+	4.10—6.24	4.99	5.37—6.70	6.16	3.32—4.50	3.62	4.31—5.80	4.92
AA	4.88—7.00	5.85	--	--	3.45—7.00	4.42	--	--

数据来源：联合资信整理

港口企业平均发行利差整体呈波动下降趋势，AA 级短期级差与 AA+级进一步拉大；2019 年二季度以来，受通胀预期增强影响，中长期发行利率和利差均有所上升。

2018 年—2019 年 9 月，港口企业平均发行利差整体呈波动下降趋势。从不同信用级别发债主体发行利率看，2019 年 1—9 月，AAA 级、AA+级和 AA 级短期发行利差均值分别为 77.11BP、125.14BP 和 203.00BP，较 2018 年分别下降 43.17 个、79.41 个和 88.87 个 BP；AAA 级和 AA+级中长期发行利差均值分别为 131.86BP 和 202.79BP，较 2018 年分别下降 6.31 个和 73.93 个 BP。从级差来看，2019 年 1—9 月，AA+级短期级差为 48.03 个 BP，较 2018 年下降 36.24 个 BP；AA 级短期级差为 77.86 个 BP，较 2018 年下降 9.46 个 BP；AA 级短期级差与 AA+级进一步拉大，受信用债市场违约数量增加，市场风险偏好下降影响，投资者对信用级别较低主体所发债券的风险溢价要求更高。

图 17 港口企业季度平均利差（单位：BP）



注：AA 级中长期债券发行数量非常少，故不做分析；2018 年四季度和 2019 年三季度 AA 级短期债券仅有一家发行主体，为锦州港股份有限公司，其发行的超短期融资券票面利率均为 7.00%，利差相对较高

数据来源：联合资信整理

表 5 港口企业债券发行利差统计表（单位：BP）

信用等级	2018 年				2019 年 1—9 月			
	短期		中长期		短期		中长期	
	均值	级差	均值	级差	均值	级差	均值	级差
AAA	120.28	--	138.17	--	77.11	--	131.86	--
AA+	204.55	84.27	276.72	138.55	125.14	48.03	202.79	70.93
AA	291.87	87.32	--	--	203.00	77.86	--	--

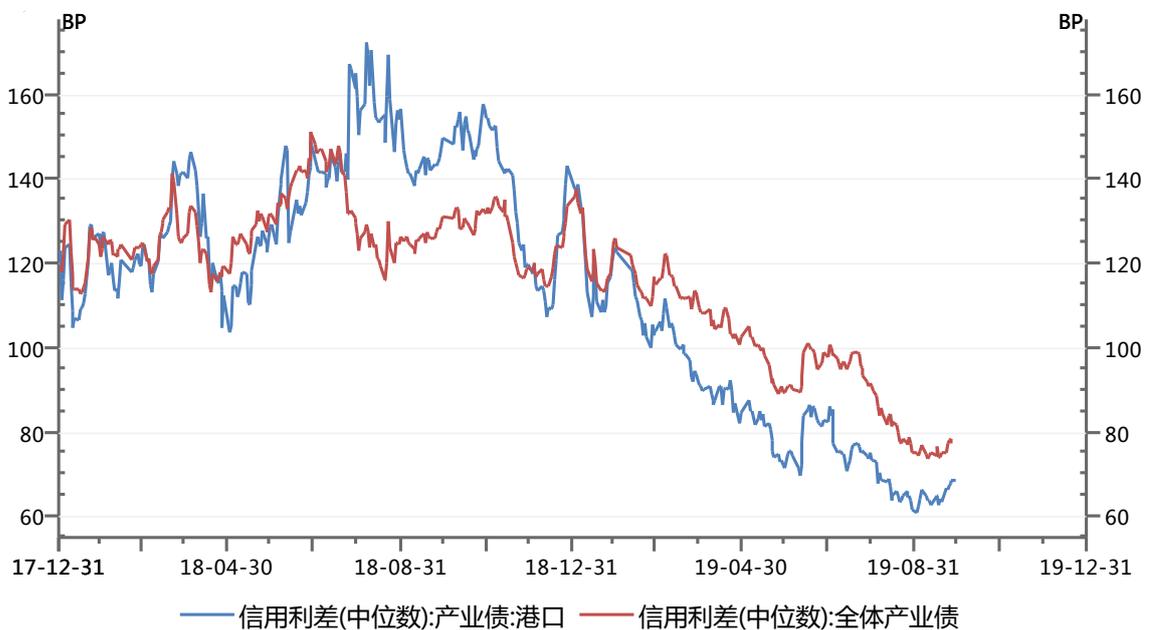
数据来源：联合资信整理

此外，2019 年二季度以来，受 CPI 持续上升影响，投资者对未来的通胀预期增强，AAA 级和 AA+级中长期发行利率和利差均有所上升。

2019 年以来港口行业利差持续低于全体产业债利差。

2019 年前三季度，全体产业债利差延续下降趋势，但港口行业利差下降更快，自 2019 年一季度以来，港口行业利差始终比全体产业债利差低 15 个 BP 左右，这说明市场投资者普遍认为当前港口行业整体的信用风险相对较低。

图 18 港口行业及全体产业债信用利差



资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

八、行业展望

港口作为国民经济的晴雨表，其经营发展与宏观经济密切相关。当前，全球经济增长乏力，虽然中美贸易战暂时缓和，但短期内我国进出口贸易仍将承压；国内实体经济下行压力加大，煤炭、铁矿石等大宗商品需求增速维持低位；港口资源整合产生的正面效应仍难以在短期内显现，港口企业将面临一定考验。

考虑到现阶段港口企业投资增速放缓，行业整体债务负担适中，企业融资环境有所改善，整体偿债能力较强；并且随着港口资源整合的持续推进，整合的经济效益或将逐步显现，港口行业整体信用风险较低，行业展望稳定。同时，联合资信也关注到我国港口存在的结构性产能过剩矛盾依旧存在，部分港口企业受宏观经济下行压力加大、港口

资源整合及行业竞争加剧等因素影响，其经营压力或将被放大；且受信用债市场违约数量增加，市场风险偏好下降影响，港口企业发债主体级别进一步向高级别集中，信用水平较差的港口企业或将面临一定融资压力。