

2017 年港口行业信用展望

时间：2017 年 9 月 22 日

分析师：

杨明奇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

摘要

2016 年，中国港口吞吐量维持低速增长，行业结构化产能过剩的矛盾加剧，港口企业经营承压加重。受益于供给侧改革拉动煤炭、钢铁行业景气度提升和欧美经济回暖，全球航运市场呈现复苏迹象，2016 年下半年港口行业有所回暖。

在行业大背景下，港口企业竞争加剧，盈利能力整体下滑；虽保持了良好的经营获现能力，但获现规模有所下降；行业投资仍在增加，受资本市场环境影响，行业整体净融资额有所下降；港口企业债务负担呈小幅上行趋势，但仍处于可控范围，行业整体保持较强的偿债能力。

展望 2017 年下半年，我国宏观经济已呈现阶段性企稳，全球航运业也出现较为明显的反弹迹象。欧美经济复苏和钢铁、煤炭等行业的回暖将分别带动集装箱和干散货需求增长，港口企业盈利能力在短期内有望整体回升。未来一段时间内，我国港口区域内竞争仍将激烈，综合实力优越的港口虹吸效应仍将继续加强。同时，港口综合物流体系的不断完善将成为港口综合竞争实力的重要支撑。新一轮港口产能供给将围绕大型化、专业化和自动化等层面开展，但行业投资增速将有所放缓，港口企业资本结构将保持稳定，债务负担维持适中水平。行业整体偿债能力将保持较好水平，但短期内仍面临再融资成本上行的压力。

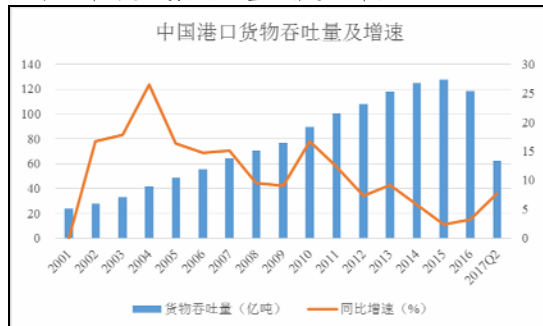
综上所述，联合资信认为港口行业整体信用风险低，展望为稳定。

一、行业运行概况

1、发展现状

2016 年，我国规模以上港口货物吞吐量 118.30 亿吨，同比增长 3.20%。其中，受益于国内进出口增速回暖，2016 年我国规模以上港口集装箱吞吐量 2.18 亿 TEU，同比增长 3.60%。同时，受煤炭、钢铁行业供给侧改革的影响，干散货价格在 2016 年下半年快速上行，相应带动了运价及进口量的增加；且在工业用电复苏及居民用电高速增长带动下，火电发电量回升带动用煤需求的增加；房地产行业的明显回暖及汽车、家电等领域用钢需求增速的回升带动钢铁行业需求改善，以煤炭或铁矿石为第一大货种的港口企业相应货种吞吐量均出现不同幅度的增加。

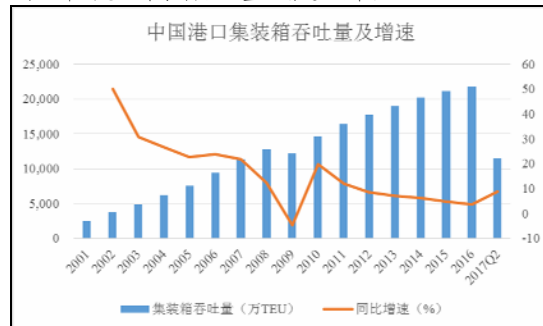
图 1 中国港口货物吞吐量及增速（单位：亿吨、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：2016 年和 2017 年上半年数据为全国规模以上港口统计口径，其他年度均为全国口径。

图 2 中国港口集装箱吞吐量及增速（单位：万 TEU、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：2016 年和 2017 年上半年数据为全国规模以上港口统计口径，其他年度均为全国口径。

2017 年以来，全球经济增长呈现弱势复苏态势，全球海运市场出现复苏信号。在国内经济基本面超预期改善、进出口贸易景气有所回升的带动下，港口吞吐量仍延续上涨态势。2017 年上半年，我国规模以上港口货物吞吐量 62.47 亿吨，同比增长 7.56%；集装箱吞吐量 1.15 亿 TEU，同比增长 8.84%。

现阶段，我国港口结构性矛盾依然突出，行业整体产能利用率不足，但各港口群龙头港口出现不同程度的超负荷运营。“一带一路”和“长江经济带”等政策的实施，有望拉动沿线港口城市投资水平，但在宏观经济增速放缓、行业运营环境对外资和民营资本吸引力不足以及地方政府财力增速放缓等多重因素影响下，全行业投资增速仍将维持低位。

2、债券市场分析

2016 年港口企业债券发行活跃度尚可，共有 31 家港口企业发行债券 117 支，发行总金额 1051.40 亿元，占全行业 1.24%；发行品种以（超）短融、公司债和中票为主，其中部分企业采取“短债长用”的融资方式，（超）短融发行规模较为突出。2017 年，受债券市场发行成本上升影响，港口企业发行意愿下降，发行目的以接续到期债务为主。

2016 年，港口企业发行利率整体较为平稳，且集中度高；2017 年后各级别港口企业发行成本激增，加权平均发行利差整体走扩，部分企业可能出现直接融资成本与间接融资成本

倒挂现象，其中东北地区港口企业发行成本相对较高。

表 1 港口企业发行情况

主体等级	2016 年				2017 年 1~8 月			
	1 年及 1 年以下		1 年以上		1 年及 1 年以下		1 年以上	
	加权利率	加权利差	加权利率	加权利差	加权利率	加权利差	加权利率	加权利差
AA	4.51%	188BP	4.89%	235BP	4.88%	182BP	6.28%	278BP
AA ⁺	3.27%	108BP	4.28%	170BP	4.76%	165BP	5.69%	234BP
AAA	2.86%	66BP	3.15%	46BP	4.60%	108BP	4.76%	149BP

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、发债企业信用分析

1、盈利能力分析

港口行业整体盈利指标下沉，行业整体盈利能力保持一般水平

2016 年，港口集团样本营业毛利率集中区间较上年有所下沉；净资产收益率和总资本收益率集中区间较上年收窄，均值整体下降。而子公司样本整体盈利能力仍明显优于集团样本，且盈利指标均值降幅相对较小，但样本企业盈利指标相较于集团样本有所分化。

总体看，2016 年港口行业仍存在较大的经营压力，各项盈利指标均值有所下降，行业整体盈利能力保持一般水平。

表 2 港口企业盈利指标情况（单位：%）

港口集团企业盈利指标						
项 目	营业毛利率		净资产收益率		总资本收益率	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	14.12	13.42	0.61	1.09	2.00	1.88
3/4 分位数	28.93	27.00	6.98	5.74	5.18	4.41
中位数	20.67	19.65	1.96	1.99	2.80	2.95
平均值	23.48	22.06	4.11	3.60	4.22	3.73
标准差	13.21	11.95	5.14	4.41	3.38	2.69
港口集团企业下属子公司盈利指标						
项 目	营业毛利率		净资产收益率		总资本收益率	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	19.27	17.87	2.88	2.96	3.66	2.60
3/4 分位数	35.94	36.05	9.27	9.41	7.62	7.76
中位数	24.22	25.49	3.70	4.12	4.30	4.41
平均值	28.92	28.39	6.58	6.36	6.32	5.91
标准差	14.68	16.73	5.88	6.34	4.09	4.04

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2、现金流分析

行业保持良好的经营获现能力，但投资支出扩大，存在较高融资需求

2016 年，港口集团样本经营活动现金流净额合计 282.15 亿元，较 2015 年减少 76.44 亿元，而投资活动现金流净流出大幅增加。2016 年，港口集团样本筹资活动现金流净流入 318.19 亿元，同比小幅下降。港口集团样本期末现金流余额 794.36 亿元，较上年有所下降。

2016 年，子公司样本经营活动现金流净额 124.08 亿元，同比变化不大；投资活动现金净流出 54.89 亿元，较上年有所减少；同时，筹资活动现金流净额保持净流出，但规模有所

收缩；期末现金余额大幅增加。

表 3 港口企业现金流情况（单位：亿元）

项 目	港口集团企业现金流情况		港口集团企业下属子公司现金流情况	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
经营活动现金流净额	358.59	282.15	121.86	124.08
投资活动现金流净额	-534.58	-607.32	-79.00	-54.89
筹资活动前现金流净额	-176.00	-325.18	42.86	69.19
筹资活动现金流净额	323.43	318.19	-54.89	-12.98
期末现金及等价物余额	823.49	794.36	180.12	242.43
现金收入比平均值	101.14%	100.72%	101.42%	102.20%
现金收入比标准差	10.45	11.06	7.34	8.27

资料来源：联合资信根据公开资料整理

港口企业经营获现能力强，现金收入比长期保持在较好水平。2016 年港口企业现金收入比均值保持在 100%以上，较上年变化不大；但现金收入比标准差整体上升，收入实现质量有所分化。

总体看，在经济低迷、行业景气度下行的情况下，港口集团企业经营活动现金流净额规模有所减少，同时保持了较大投资规模以及稳定的外部融资，其期末现金余额有所减少；同时，港口集团企业下属子公司资产质量好，经济周期性对其影响有限，经营活动现金流趋好，留存现金增加；行业收入实现质量整体保持在较高水平。

3、资本结构

行业整体资产负债率有所提升，债务负担仍呈适中水平，但债务结构有待调整

截至 2016 年底，港口集团样本有息债务合计 4813.01 亿元，同比增长 10.73%；其中短期和长期债务比例约 4:6。子公司样本有息债务合计 662.31 亿元，同比增长 5.11%，增幅较低，债务结构相似。

2016 年，港口集团样本债务指标均值整体上升，指标集中区间有所收窄；资产负债率和全部债务资本化比率处于适中水平；子公司样本债务负担明显低于集团样本。但值得关注的是，子公司样本债务指标集中区间整体上移，且呈现一定分化趋势。

表 4 港口企业资本结构（单位：%）

港口集团企业资本结构						
项 目	资产负债率		全部债务资本化比率		长期债务资本化比率	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	46.59	48.30	33.82	37.12	26.68	29.48
3/4 分位数	67.65	67.09	63.56	62.67	45.27	45.54
中位数	57.42	59.56	48.09	46.71	35.05	35.27
平均值	55.87	56.91	46.52	48.49	35.79	37.19
标准差	13.82	12.15	17.14	15.49	15.35	14.84
港口集团企业下属子公司资本结构						
项 目	资产负债率		全部债务资本化比率		长期债务资本化比率	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	36.82	37.04	26.82	30.43	15.94	23.09
3/4 分位数	48.48	50.36	42.43	43.19	34.42	36.79
中位数	43.11	44.24	36.08	32.30	27.12	26.10

平均值	43.02	42.78	35.68	34.85	24.50	26.73
标准差	10.74	13.64	12.38	14.01	12.00	11.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，2016 年港口行业债务规模小幅上升，债务负担整体仍处于适中水平；但需关注再融资成本上升对港口企业带来的影响，行业整体债务结构有待调整。

4、偿债能力

港口行业整体保持较强的偿债能力，但需关注短期支付压力

从短期偿债指标看，2016 年港口集团样本流动比率整体同比变化不大；经营现金流动负债比和现金类资产对短期债务覆盖程度有所弱化，中枢整体下沉；同时，子公司样本短期偿债指标整体上行。

从长期偿债指标看，2016 年港口集团样本全部债务/EBITDA 中枢下行；而子公司样本全部债务/EBITDA 中枢上行，且分化程度较港口集团样本更为明显。

表 5 港口企业偿债指标情况（单位：%）

港口集团企业偿债指标								
项 目	流动比率		经营现金流动负债比		现金类资产/短期债务		全部债务/EBITDA	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	71.61	70.02	4.44	5.02	0.25	0.23	3.93	4.75
3/4 分位数	108.07	114.55	25.95	15.52	1.12	0.75	12.09	11.07
中位数	91.63	96.11	12.47	9.44	0.38	0.44	7.63	7.27
平均值	99.12	99.07	16.55	11.55	1.07	0.80	8.67	9.01
标准差	42.80	44.87	15.36	13.19	1.65	0.93	6.06	6.26
港口集团企业下属子公司偿债指标								
项 目	流动比率		经营现金流动负债比		现金类资产/短期债务		全部债务/EBITDA	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
1/4 分位数	46.67	99.99	13.73	11.19	0.22	0.39	2.86	2.54
3/4 分位数	129.88	142.73	41.52	46.46	1.69	2.34	5.92	7.17
中位数	90.23	113.18	23.48	31.53	0.86	1.39	4.20	4.96
平均值	98.85	110.85	44.87	36.05	1.11	1.55	4.58	4.82
标准差	52.08	43.58	51.49	37.95	0.90	1.34	3.28	3.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，港口行业短期偿债指标较弱，整体存在一定短期支付压力，但长期偿债能力较好，子公司样本整体偿债能力明显优于集团样本。考虑到港口企业具有较强的经营获现能力，行业整体偿债能力较好。

三、行业信用风险

1、港口行业信用风险分析

经济周期、区域竞争和过度投资是现阶段造成港口行业信用风险的主要诱导因素

（1）经济周期性风险

港口行业具有较强的经济相关性。目前，我国宏观经济增速下降，同时欧美经济复苏仍面临不确定性，新兴市场的经济增长波动增加，在国内外需求回升趋势不稳的双重因素叠加

下，港口企业运营面临较大的经济周期性风险。

此外，部分港口企业对单一客户或单一货种依赖程度高，在经济下行、客户企业经营困难的情况下，货源集中度高势必会加剧经济周期性对港口企业经营风险的影响。

（2）区域竞争风险

现阶段，我国港口运行呈现结构化矛盾，高资质港口受益于区域位置、疏港运输条件、综合服务等优势，对周边港口产生很强的虹吸作用，致使我国港口竞争明显加剧。从目前海运市场发展情况看，船舶大型化、经济联盟化和运输干线化成为主流发展方向。拥有深水泊位的国际枢纽港将有所获益，而吞吐能力小且腹地经济实力弱的港口将进一步承压。

短期内，港口区域竞争风险将继续暴露，港口资源整合势在必行。

（3）过度投资风险

港口作为交通基础设施，建设周期长，具有一定的提前投资性。然而，近年来我国港口建设投资保持增长，与经济下行、吞吐量增幅乏力等现状产生明显矛盾，过度投资将直接导致港口企业债务负担加重，经营压力加大。

2、港口行业评级迁徙情况分析

现阶段，我国港口行业基本度过高速发展期，形成了较为稳定的竞争格局，港口企业迁徙率维持较低水平。2016年下半年以来，共有5家港口企业涉及级别或展望调整。综合来看，随着港口资源整合和港口建设的不断推进，港口企业综合竞争力的提升是评级调整的驱动因素。

表6 2017年以来港口企业级别/展望调整情况

级别/展望调整公司	评级机构	评级调整日	最新主体评级	评级展望	上次评级	上次展望
烟台港集团有限公司	大公国际	2017-03-03	AA ⁺	稳定	AA	稳定
南京港股份有限公司	上海新世纪	2017-06-02	AA	稳定	A ⁺	稳定
连云港港口集团有限公司	中诚信国际	2017-06-29	AA ⁺	稳定	AA	稳定
广西北部湾国际港务集团有限公司	上海新世纪	2017-05-05	AA ⁺	稳定	AA ⁺	负面
丹东港集团有限公司	联合资信	2017-06-07	AA	负面	AA	稳定

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、行业信用展望

港口资源整合加速推进，具体落地实施效果仍有待观察

2017年以来，港口整合进程明显加速：5月22日，江苏省港口集团有限公司挂牌成立；6月10日，辽宁省政府与招商局集团在沈阳签署了《港口合作框架协议》，宣布将合作建立辽宁港口统一经营平台；6月14日，福建省国资委公告，无偿划转所持福建省港航建设发展有限公司股权给福建省交通运输集团，加速推进福建港口整合工作；7月18日交通运输部、天津市和河北省人民政府办公厅联合印发了《加快推进京津冀港口协同发展工作方案

（2017—2020年）》，提出了优化京津冀港口布局和功能分工，明确京津冀四大港口的定位方案。

区域港口一体化改革的推进将有利于区域优势资源的整合，避免港口重复建设、减少区

域内的无序竞争，有利于港口运营效率的提升。然而，港口资源整合需多方协调，面临资源分配、股权和资产重组等问题，整合效果的释放需经历一段时间。同时，港口资源整合短期内无法从根本上解决我国港口结构化产能过剩的矛盾，已经形成的港口间竞争依旧存在，因此港口资源整合虽正加速推进，但具体落地实施效果仍有待观察。

政府不断推进港口价格市场化，港口竞争将导致港口费率变动空间收窄

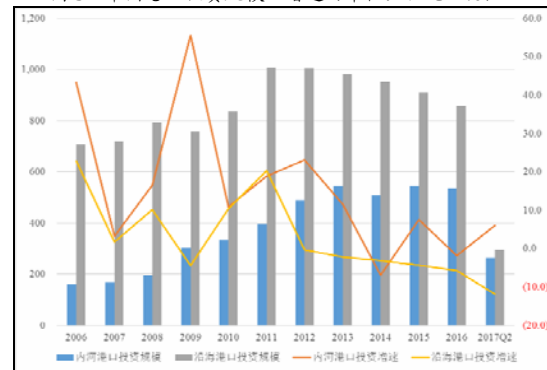
2016 年，交通部印发《港口收费计费办法》，并于 2017 年 7 月修订：港口经营服务性收费项目由 45 项精简至 17 项；其中仅保留 2 项政府定价，将 6 项政府定价调整为政府指导价，9 项为市场调节价。

港口收费办法的调整，旨在缓解航运企业负担，减轻实体经济物流成本，但同时受港口竞争因素影响，也压缩了港口企业盈利空间。在 9 月 15 日最新的收费办法实施后，预计港口企业费率调整变动空间将进一步缩小，吞吐量变化将成为影响港口企业收入规模的核心因素。

新一轮港口产能供给将围绕大型化、专业化和自动化等层面开展，但行业投资增速将有所放缓

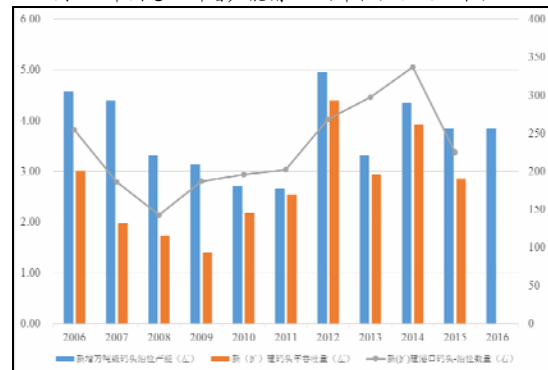
发展“海上丝绸之路”和“长江经济带”的政策提出将进一步推动沿海重要港口和长江水系港口建设。目前，我国港口呈现出结构化产能过剩，港口投资将围绕深水泊位、设备自动化更新等层面开展，行业投资增速将有所放缓。

图 3 中国港口投资规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

图 4 中国港口新增产能情况（单位：亿吨、个）

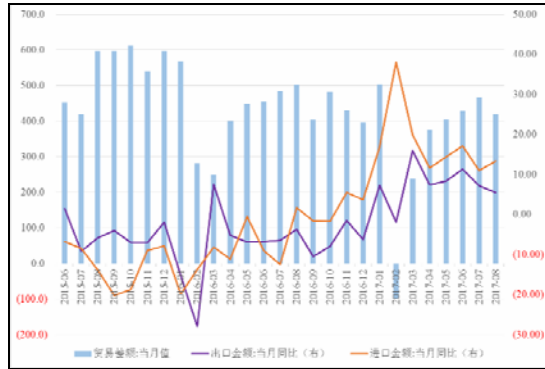


资料来源：wind 资讯

欧美经济复苏带动集装箱吞吐量需求增长；大型深水港将受益于船舶大型化发展

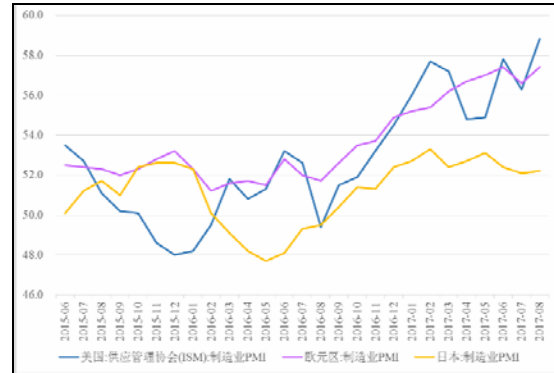
全球经济复苏是推动港口吞吐量上升的主要原因。自 2016 年下半年以来，随着美国、欧盟及日本经济复苏，中国贸易进出口增速保持一段时间正增长，同时集装箱吞吐量增速在 2017 年上半年明显回升。预计 2017 年下半年，欧美经济仍处恢复周期，PMI 指数有望保持小幅增长趋势，港口集装箱吞吐量将保持增长，但考虑到较大的基数问题，其增速较上半年或将有所放缓。

图 5 中国贸易差额及进出口差额 (单位: 亿美元, %)



资料来源: wind 资讯

图 6 美国、欧盟、日本 PMI 制造业指数



资料来源: wind 资讯

船舶大型化是近年来海运市场的重要发展趋势,根据 Alphaliner 统计数据显示,未来航运业新船交付以 1 万箱超大型集装箱船舶为主。2017 年下半年以后拥有大型深水泊位的枢纽型港口将逐步显现出船舶大型化发展带来的综合竞争实力。

受益于供给侧改革,下游行业盈利复苏带动干散货需求旺盛

铁矿石和煤炭是中国干散货运输的主要货种,受益于供给侧改革的推进,钢铁、煤炭等行业盈利有所恢复。预计下半年,铁矿石进口量将保持 5%~10% 的增速,固定资产投资将维持钢铁需求,港口吞吐量将保持增长。同时,受益于经济复苏和补库存需求,中国煤炭产量大幅反弹,而煤炭进口由于限制低质煤炭后增速有所放缓,预计 2017 年下半年内贸煤炭中转是支撑港口煤炭吞吐量增长的重要因素。

港口企业盈利能力有望整体回升,但短期内仍面临竞争、财务成本上行等压力

展望 2017 年下半年,综合考虑国际经济贸易和全球航运业回暖,中国港口企业整体盈利能力有望好转。然而,港口整合效应难以在短期内释放,港口企业间竞争仍难以改善;新修订收费办法实施后,港口企业为争夺货源,将进一步压缩毛利率,再融资成本上升也将侵蚀港口企业利润。

港口企业资本结构将保持稳定,整体偿债能力向好,但仍需关注短期偿债压力

现阶段,中国港口行业仍面临结构化产能过剩的矛盾,港口发债企业大多进入成熟期,现阶段控制债务负担意愿明显。预计 2017 年下半年,港口企业资本结构较上半年保持稳定,且考虑到行业整体呈现的回暖趋势,行业整体偿债能力向好,但仍需关注短期偿债压力。

总体看,2017 年以来,国际经济贸易和全球航运业明显复苏,同时煤炭、钢铁等行业回暖,全国港口吞吐量增速明显回升。展望下半年,港口企业整体盈利能力有望回升,资本结构保持稳定,整体偿债能力向好。同时,港口行业资源整合加速落实,将有助于缓解区域内港口间盲目竞争,提升港口企业盈利能力。但考虑到短期内港口行业结构化产能过剩的基本面难以改善,以及港口企业再融资成本明显上升等因素,港口行业仍承担一定压力,个别港口企业短期支付压力值得关注。综上所述,联合资信认为港口行业整体信用风险低,展望为稳定。