

港口企业信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

港口企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断港口企业主体信用风险的主要评级要素，是评定港口企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖港口企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。港口行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

港口是重要的交通基础设施，其具有水陆联运设备和条件，是供船舶安全进出和停泊的运输枢纽；是水陆交通的集结点，货物运输的集散地，船舶停泊、补充给养的场所；是国际贸易、物流的一个特殊结点。港口企业因股权关系、商业模式不同，所提供的终端服务或取得现金流的方式存在较大差异。

本评级方法适用于依托岸线资源和深水航道，利用码头泊位、装卸设备等港口资产，为到港船舶提供停泊、货物装卸和堆存的港口运营商，同时也适用于从事港口、码头等经营性资产投资业务的港口投资商。

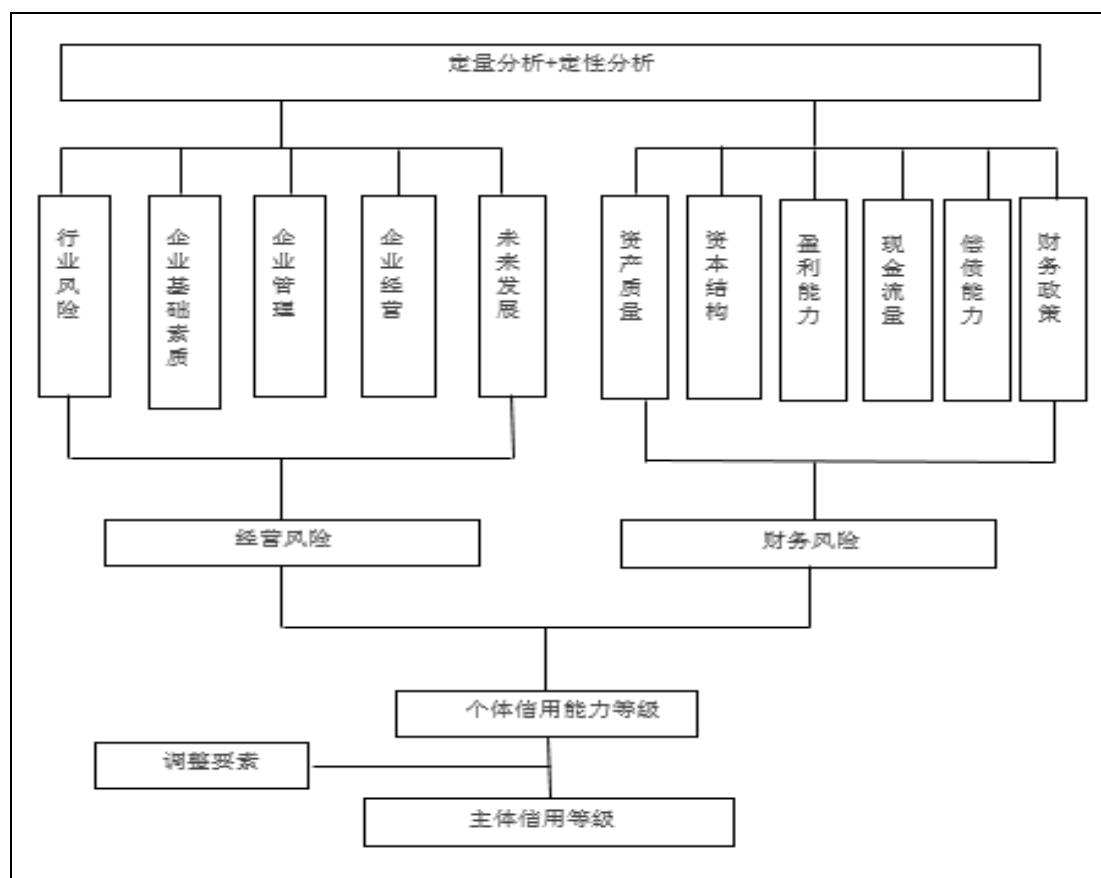
二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再

结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对港口企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力、财务政策等方面。



三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业风险

宏观经济

宏观环境的分析主要包括对特定时期的宏观经济形势的分析以及对宏观调控政策，包括货币政策、税收政策和政府投资政策等的分析。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、煤炭、铁矿石、化肥等散杂货以及油品、LNG 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、经济贸易等行业紧密相关，是国民经济发展的晴雨表、具有一定的宏观经济、行业关联性，经济发展和行业景气度以及相关政策调整将直接影响港口货物吞吐量，港口行业具有一定经济周期性，因而宏观经济形势以及宏观调控政策对港口行业发展趋势的判断较为重要。

联合资信对宏观经济环境的分析将重点关注：

（1）宏观经济发展状况，如 GDP、进出口贸易额增长率及变动趋势；全球贸易以及国际海运市场景气度等。

（2）宏观经济调控政策变化方向，如货币政策对进出口贸易量产生的影响；供给侧改革等对钢铁、煤炭、原油等相关行业原材料需求及产品供应量对港口吞吐量产生的影响。

行业概况

港口属于交通基础设施行业，为国家经济发展和对外贸易活动提供基础性服务，在我国国民经济中具有重要的地位和作用。近年来，我国港口货物吞吐量基本呈现增长趋势，但增速呈下行趋势。2016 年下半年后，欧美经济呈现复苏迹象，全球贸易和海运市场均有不同程度的反弹迹象。因此，在进行吞吐量分析时应结合国内外经济、贸易运行情况给予判断。

1) 行业需求

中国港口货物装卸构成主要包括集装箱、煤炭及制品、金属矿石（主要为铁矿石）和石油、天然气及制品等，并形成了以集装箱运输、煤炭运输、外贸原油运输以及外贸铁矿石运输为主的中国沿海四大货物运输系统。

表 1 中国沿海四大货物运输系统

运输系统	主要内容
集装箱运输系统	大连港、天津港、青岛港、上海港、宁波港、厦门港、深圳港、广州港是我国集装箱运输系统干线港口，加之相应的支线喂给港口形成了集装箱运输体系。
煤炭运输系统	以北方沿海的秦皇岛港、唐山港、天津港、黄骅港、青岛港、日照港、连云港 7 港为主的煤炭装船港（下水港）和华东、华南沿海公用和企业专用煤炭卸船码头（上水港）构成“北煤南运”煤炭运输系统。
外贸原油运输系统	以大连港、天津港、青岛港、南京港、宁波-舟山港、泉州港、惠州港、茂名港、湛江港等港口 5-30 万吨级泊位构成的沿海原油运输系统。
外贸铁矿石运输系统	由大连港、营口港、青岛港、上海港、宁波港、舟山港、湛江港等港口的 10-30 万吨级泊位构成的铁矿石运输系统。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

联合资信对港口行业需求的分析将重点关注：

- （1）中国进出口贸易量、全球加工制造业产业布局以及航运公司集装箱班轮航线设置对集装箱运输系统产生的影响；
- （2）中国南方火电需求量变化对煤炭运输系统产生的影响；
- （3）地炼行业景气度、国家原油储备计划、原油进口配额变化对外贸原油运输系统产生的影响；
- （4）中国基础设施建设、房地产开发等行业景气度变化对钢材市场产生的影响。

2) 行业供给

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。

联合资信对港口行业供给的分析将重点关注：

- （1）港口投资规模和投资增速变化以及港口新增产能情况；
- （2）港口行业产能利用率情况。

3) 行业竞争格局

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。从竞争角度看，港口业务具有很强的同质性，但由于相临近港口所属区域、集疏运条件也会有不同，因此港口服务在作业效率方面存在差异性。

目前，我国沿海港口分为 5 大港口群：环渤海港口群、长江三角洲港口群、东南沿海港口群、珠江三角洲港口群和西南沿海港口群；内河水系主要为长江水系港口和珠江水系港口，形成了较为稳定的竞争格局。

行业政策

港口业行业政策，主要关注港口建设投资发展规划、交通运输系统发展规划、港口收费方案以及港口资源整合等方面。

区域及经营环境

1) 腹地经济

港口根据货物的中转形式，可分为中转型和腹地型港口，经济腹地的发达程度和辐射范围是港口经营和发展的外在驱动力。经济腹地的发展程度决定了货物运输需求，经济腹地越发达，国际贸易越活跃，港口货源的运输需求就越大，腹地的原材料需求、产品的市场竞争力决定了港口吞吐量变化的整体趋势，腹地的产业结构、资源禀赋决定了港口的货种结构。

表 2 港口企业腹地类型及竞争关系

腹地类型分类	腹地类型定义	竞争关系
垄断经济腹地	港口所在城市或临港工业区	港口吞吐量的基础来源，几乎不受其他港口竞争影响
直接经济腹地	港口所在城市以及独立运输线路连接城市	具有直接的运输成本优势，受港口群内的竞争较小
间接经济腹地	深入内陆地区与港口所在城市相对疏远地区	港口间重要的竞争对象，大型枢纽港口具有较强的竞争力

根据货物运输结构的不同，港口的腹地范围通常难以明确界定，联合资信主要通过评价港口的 1 垄断经济腹地（临港园区）的产业需求、直接经济腹地对省、市 GDP 和变化趋势以及间接经济腹地的辐射范围综合判断港口的腹地经济实力。

联合资信对腹地经济的分析将重点关注：

- （1）经济腹地的对外开放程度、经济发达程度、产业结构、资源禀赋；
- （2）间接经济腹地的辐射范围及运输需求

2) 区域竞争环境

该部分主要分析港口企业面临的区域竞争环境。港口的竞争压力主要体现在区域内同质港口对重叠（间接或邻近的直接）腹地的货源的争夺以及集装箱班轮公司航线挂靠产生的竞争，大型枢纽综合港口依托航线资源、集疏运条件、综合服务能力和装卸效率对周边港口形成较大竞争压力，而相对运距较远、港口综合保障能力较弱的港口，在区域竞争中处于劣势地位。联合资信认为区域内同质港口数量越多，生产能力差异越小，区域竞争压力越大。

同时考虑到多式运输的发展，铁路运输能力的进一步提升可能对中国近海运输形成一定分流作用，部分资源型港口可能受到较大影响。随着国际局势的变化，邻国集装箱枢纽港也可能对中国集装箱港口的枢纽作用产生较大竞争压力。

从单一港口层面看，同一港口内的不同港区可能由不同的经营主体控制，港区间也可能存在一定内部竞争。区域竞争需要结合各个港区的实际经营和发展规划以及功能定位综合判断，同时兼顾新增优质产能对港口间或港区间带来的竞争压力。

联合资信对区域竞争环境的分析将重点关注：

- （1）区域内港口间的竞争关系；
- （2）不同运输方式对港口对应的海-陆运输产生的分流影响；
- （3）邻国枢纽港的竞争；
- （4）同一港口内不同运营主体间的竞争

2、企业基础素质

企业规模及竞争力

1) 港口地位

港口具有明显的区域性特征，经过多年发展，中国港口形成了较为清晰的运输系统，港口竞争格局逐渐稳定。为保证港口的有序发展、合理利用岸线资源，交通运输部颁布了《全国沿海港口布局规划》和《全国内河航道与港口布局规划》，对沿海和内河港口的空间分布进行了规划。港口布局规划是在充分考虑港口的基本条件、区域经济发展、产业布局的状况及趋势以及相关行业的

发展规划的基础上，根据区域内港口的重要程度将港口分为枢纽港口、重要港口和一般港口，并明确了港口在不同货物运输体系内的功能定位。

联合资信认为港口定位是形成港口竞争力的重要基础，联合资信根据行业实际运行情况对沿海和内河港口进行重新划分，并根据港口在所处港口群地位和运输体系中功能定位的重要程度对港口地位进行综合评估。

联合资信对港口地位的分析将重点关注：

- （1）港口的区域地位；
- （2）港口或作业的功能定位。

2) 港口禀赋

港口的自然条件和地理位置决定了港口禀赋，是港口建设和发展基本条件。港口自然条件涵盖港口所拥有的岸线资源、近海区域水深、海床地质和陆域面积等自然因素。港口拥有良好的自然资源有利于大型港口的建设规划，同时降低了港口建设难度，减少建设、更新以及维护投资支出，利于港口企业成本和费用的控制。港口的结冰期和台风期影响了港口可作业天数，在一定程度上制约了港口的作业效率。港口的地理位置决定了港口作业区距离主航线和经济腹地的运输距离，港口作为物流体系中的一个环节，其收费标准受各个物流节点间运距成本影响较大。

联合资信对港口禀赋的分析将重点关注：

- （1）岸线资源、地质条件、气候条件、水深条件、地理位置

3) 基础及配套设施

港口基础设施的规模和质量体现了港口企业的生产经营能力。港口经营的核心内容是货物的装卸和堆存，码头泊位的数量、航道和泊位的水深、港口设备的自动化和专业化程度决定了港口的装卸能力和效率，大面积堆场满足了中转货物的存放需求。

联合资信对港口基础及配套设施的分析将重点关注：

- （1）港口作业区数量、码头及泊位数量、航道和泊位的水深；
- （2）港口设备的自动化程度、
- （3）堆场面积

4) 集疏运输体系

集疏运输体系对港口生产效率影响较大，是决定港口竞争力的重要因素。良好的集港和疏港能力能够保证港口产能的有效释放，而不完善的集疏运系统可能造成到港船舶拥堵、货物装卸效率低下，并对运输系统的稳定运行造成不利影响，同时造成港口产生结构性过剩或不足。能够与货运铁路干线、国际主航线直接对接的港口具有较强的港口综合竞争力。

联合资信对港口基础及配套设施的分析将重点关注：

- (1) 港区内部的铁路、公路运输条件；
- (2) 港口与外部干线铁路和公路路网以及航运线路的衔接能力；
- (3) 港口周边高速公路、铁路、内河水路线路及运力情况；
- (4) 区域交通规划

企业性质、股东背景及外部支持

“一港一企”模式是中国港口最主要的运营模式，即港口所在地人民政府按照法律的要求设置港口行政管理部门（港务管理局），由其行使地方政府对港口的行政管理职能，并通过建立自主经营、自负盈亏的港口集团的方式从形式上进行港务管理。

港口集团为实现拓宽融资渠道，吸纳战略合作伙伴等目的，往往依托自身优质的港口资产，成立合资股份公司，一般港口集团持有绝对股权，成为其实际控制人。

港口企业的外部支持主要包括政府支持和股东支持。

从政府角度看，为降低企业物流成本，政府对港口收费有着较为严格的控制举措，同时受港口竞争因素加剧影响，港口企业利润空间整体呈下行趋势，各级政府为确保港口建设的顺利推进以及港口企业的健康运营，会给予港口企业一定规模的补贴支持和政策支持，主要内容以资本金注入、财政补贴或税收优惠等。

从股东支持角度看，港口企业会依托优质港口资产成立子公司，负责资产经营并吸引股权投资，能够获得股东支持包括资产注入，担保支持等。

应重点关注港口企业在历史上是否获得过政府给予的救助行为，以及在区域内经济或政治地位的重要程度；关注港口企业的母公司背景实力，经营规模占比或持有资产质量，以及战略发展地位等。

联合资信对企业性质和股东背景的分析将重点关注：

- （1）分析企业性质和股权系对企业治理结构及偿债意愿的影响；
- （2）公司实际控制人情况，股东实力，公司对股东的重要性，股东对公司的支持力度及支持意愿如何；
- （3）政府支持程度，包括政府与企业的利益关联度和政府的综合实力，前者可用政府持股比例或企业在所在区域的地位度量，后者可用区域政府财政实力度量；
- （4）所得税负担率；
- （5）企业的社会负担及其可剥离性。

人员素质

随着港口专业化程度的提升，港口作业由传统的劳动密集型逐步向机械自动化转变，因此为保证装卸效率最大化，现代化的港口企业对员工文化素质和专业技能有着较高要求。此外，中国大中型港口企业一般是由政府港口事业单位改制而来，作为大型国企仍需承担较大的社会责任，历史遗留的人员较多，较高的人员工资对港口企业的利润形成一定侵蚀。

3、管理分析

治理结构

企业法人治理结构方面，需关注股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等。

若出现实际控制人或董事长接受调查以及控制权存在严重纠纷、管理层变动较为频繁以及企业战略规划与自身能力及现阶段的市场条件不符等情况，则对港口企业信用等级产生较大不利影响。

管理水平

企业管理制度及执行方面，需关注组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从战略管理、投资管理、人力资源管理、项目管理、招投标体制、工程质量与安全管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核、投资与担保管理等方面对港口企业进行分析。

重点关注法人治理结构和管理制度的科学性、全面性、可操作性以及实际执行效果。

4、经营分析

经营概况

企业经营概况主要从主营收入规模、利润贡献、贸易收入占比、盈利能力等方面分析。收入规模及构成，代表了企业的多元化发展状况；

营业收入体现了港口企业整体业务规模，港口企业的主要收入来自货物装卸和堆存，以及对进港船舶的代理和港务管理收入，其中装卸收入是港口的支柱收入来源。随着港口行业的发展，部分港口企业依托港口资源开展综合性业务，比如港口综合物流、园区开发、贸易、货物混配等。多元化副业可能弥补因竞争或行业周期下行对港口主业利润的不利影响，但相较于港口传统主业，港口衍生业务或非港口关联业务的经营风险较高，回收投资的不确定性加大，同时也对公司提出了更高的管理能力要求。

吞吐量及货种结构（量）

受产业结构和资源供需结构的影响，港口企业的货种结构差异较大。港口货物主要分为集装箱、散杂货（液体散货、干散货、件杂货）和滚装汽车等三大类货种，中国港口主要经营的货种为集装箱、煤炭及制品、金属矿石（主要为铁矿石）和石油、天然气及制品等。

对港口企业货种结构分析的核心在于通过分析主要货种的历史吞吐量的变化趋势，并结合关联产业周期特征或国际经济贸易产生的货物运输需求，从而判断该货种吞吐量的未来走势，以及相关港口固定资产的投资回报的安全性。

考虑到煤炭开采和运输、金属（钢铁）冶炼、石油炼化、火力发电等产能的重置成本较高，以大宗散杂货为主的资源带动型港口的吞吐量稳定性较强，以集装箱外贸出口为主的港口易受国际贸易、关税政策、汇率、制造业迁徙、集装箱班轮公司航线布局等因素影响，吞吐量稳定性较弱。同时货种结构丰富的港口抵御外部环境、单一产业周期性变化风险的能力强，而服务对象单一的港口企业面临的经营风险更为集中。

联合资信对吞吐量及货种结构的分析将重点关注：

- （1）货种结构和客户群体的多样性；
- （2）不同货种对应关联产业的周期特征；
- （3）吞吐量变化趋势以及增长潜力对港口资产回报的安全性及效率

收费水平（价）

中国港口收费政策由政府制定，现行的港口收费政策是在原《港口收费计费办法》的基础上于 2017 年重新修订，并于 2017 年 9 月 15 日开始实施。由港口企业收取的港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费，以及提供的相关配套服务实行市场调节价格。港口收费水平受到货种性质、周边竞争以及综合运距影响，同时宏观经济以及航运市场的周期性一般通过港口费率向港口行业传导，费率的变化能够较为敏感的反映港口行业景气度以及区域内港口间的竞争压力。收费水平较高港口的企业主营业务毛利率较高，相关资产的回收效率较高，这对公司的盈利提供基础保障，同时也反映出港口在区域内的竞争优势以及抗风险能力。

联合资信对收费水平的分析将重点关注：

- （1）港口主业的利润空间受费率水平变化的敏感度；
- （2）收费政策或定价机制的变化对港口费率的影响程度；
- （3）港口费率或毛利率的合理性。

重大资本支出

港口企业的资本支出主要体现在港口扩建、设备更新、港口维护以及其他相关配套设施的建设。对于资本支出的评估，主要是在衡量港口扩建/更新对公司综合竞争力的提升以及资本支出对公司财务安全性可能带来的风险。

根据船舶大型化、港口专业化、集约化的发展趋势，港口的扩建以及港口设备更新是持续且必要的，并有利于提升港口企业的竞争实力。同时港口的定期维护，如港池清淤、航道疏浚、设备检修等有利于防止因自然或气候条件恶化导致的不可逆损失，也有助于提升港口作业的安全性。

港口企业的重大投资可能存在一定投机性，非理性投资可能造成公司产能利用率不足、财务杠杆维持较高水平，对公司经营和偿债带来一定压力。对于已经形成的固定资产投资，若长时间未能投产，可能造成投资的浪费，对公司资产质量和资本结构产生负面影响。

联合资信将根据港口企业的区域竞争环境、相关的产业需求，并结合公司的历史经营数据综合判断港口在建及拟建项目投资的合理性以及资本回报效率，并在定期和不定期跟踪过程中持续修正对其投资合理性的判断。公司投资激进、过度投资可能对其信用水平产生直接负面影响。

联合资信对重大资本支出的分析将重点关注：

- （1）项目投资的资金来源及投资回收压力；
- （2）重大资本支出导致公司财务风险的可能性及严重程度。

未来发展

联合资信对企业未来发展的分析将重点关注未来发展规划。

（二）财务风险评级要素

财务实力是衡量港口企业自身偿债能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

财务分析是建立在财务信息的真实性和可比性的基础上。财务信息质量主要关注会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论、财务数据连续可比，并分析因会计政策变化或差异对公司财务数据横线和纵向可比性产生的影响。

联合资信对企业财务信息质量的分析将重点关注：

- （1）审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审

计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性。

(2) 企业的折旧政策，重大会计制度变更及会计政策调整情况。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点，港口企业资产结构以非流动资产为主。

联合资信对港口企业财务信息质量的分析将重点关注：

- (1) 公司资产构成及稳定性；
- (2) 货币资金充裕度、非受限货币资金比例；
- (3) 应收项目回收难度、账龄及坏账计提比例、核心客户经营情况；
- (4) 固定资产成新度与账面价值是否相符，折旧是否合理；
- (5) 在建工程建设进度，试运营期的在建工程规模及其对港口吞吐量影响，即将转固的在建工程产生的折旧和利息支出作为费用处理后对港口企业盈利能力的影响；
- (6) 获取土地或海域使用的价格，入账方式，权证办理情况
- (7) 资产抵质押情况；
- (8) 相关科目变动大的主要原因。

3、资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。由于港口企业承担了港口经营和港口建设双重职能，合理的资本结构是保障港口企业健康高效运营的重要前提。港口企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高，衡量指标主要包括资产负债率、长短期债务结构、全部债务资本化比率、未来债务到期分布、融资便利及融资成本等。

联合资信对港口企业资本结构的分析将重点关注：

- (1) 重点关注企业资产负债率、全部债务资本化比率的高低；

(2) 有息债务规模大小、债务负担的程度、未来债务到期分布、融资便利及融资成本

(3) 关注长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；

(3) 企业的资金来源结构，以及权益的注资的形式、性质及稳定性。

4、盈利能力

盈利能力是港口企业偿债的基本保障，同时也度量了公司持续经营风险的高低，反映了港口企业不同经营模式和多元化业务的综合经营效率以及成本和费用的控制能力，利润的累积也有利于增强企业资本实力、优化资本结构，能够为港口的投资支出需求提供更高的财务弹性。受行业周期和港口间竞争等因素影响，港口企业经营的不同货种间的利润空间差异较大且存在波动，综合盈利能力较强的港口企业具有更强的抗风险能力。

联合资信对企业盈利能力的分析将重点关注：

- (1) 港口企业收入和成本的变化趋势及主要影响因素；
- (2) 期间费用（管理费用和财务费用）对利润的侵蚀程度；
- (3) 非经常性损益（投资收益、政府补贴）对利润的贡献程度及来源的稳定性。

主要指标：营业利润率、期间费用率、总资本收益率、净资产收益率

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，是企业自身偿还债务的真正来源，因此考察企业现金流状况，并分析企业偿债资金来源对需要偿还债务的保障程度是企业财务风险分析的重点。港口企业经营活动现金流主要来自港口经营性业务，且由于资产折旧不体现于现金流，港口企业经营活动现金流一般呈现净流入状态。同时，港口企业经营获现能力强，现金收入比呈较高水平。

港口企业投资活动现金流主要来自对港口基础设施建设的资金投入，以及对合资项目的资金投入，且建设期和发展期港口企业投资活动现金流呈大量净流出。

一般情况下，建设期和发展期港口企业经营活动现金流净额难以满足投资活动需求，筹资活动前现金流净额为负数，外部融资需求较大，成熟期港口企业外部融资需求相对较小。可以通过对筹资活动前现金流净额以及其规模的变化对港口企业融资需求加以判断，并通过对筹资规模及其净额变化对其实际融资情况加以判断。

联合资信对企业现金流的分析将重点关注：

- （1）经营活动现金流入规模及净现金流规模；
- （2）现金收入比；
- （4）投资活动现金流入与流出，筹资活动前现金流量净额，筹资活动产生的现金流入与流出等。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于港口企业的偿债能力判断，主要从短期偿债能力、长期偿债能力和融资渠道等维度判断，并需通过分析对外担保和未决诉讼等事项判断企业或有负债风险。

从短期偿债能力看，应重点关注流动比率、经营现金流动负债比以及非受限现金类资产对短期债务的保障倍数。港口企业存货规模小，流动比率和速动比率差异不大，其绝对值受企业融资结构影响较大；部分港口企业采用“短债长用”的融资方式，短期债务占比较高，致使流动比率较低。

从长期偿债能力看，应重点关注 EBITDA 变化情况以及 EBITDA 对全部债务和利息支出的保障能力。全部债务/EBITDA 应与港口资产综合剩余折旧年限相匹配考虑；EBITDA 利息倍数是对港口企业利息支付能力的考察。另外，可通过利息支出/全部债务粗略估算港口企业综合融资成本，要结合市场实际情况判断企业综合融资成本绝对值和变化情况；并对长期债务的期限结构进行排序，关注集中兑付年份。

联合资信对企业偿债能力的分析将重点关注：

- （1）短期偿债能力，主要分析流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；

(2) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

此部分主要分析母公司报表的主要科目及变化趋势，分析母公司主要财务数据及指标（资产总额、所有者权益、债务规模、债务指标、营业收入、利润总额、现金流等）与合并口径的差异，分析子公司对合并报表的重要性及子公司划出、处置对公司整体财务数据的影响。

（四）关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等

方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量；

（2）企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

（3）从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济向好、产业的供求现状及前景良好、行业集中度和竞争适中、产业政策变化趋势向好、企业面临的行业风险越低；企业规模越大、市场地位越强、设备先进、泊位码头最大吞吐量越大、港口综合服务越强、越易获得外部支持（如股东、政府）的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业区域市场地位较高、议价能力强、客户多样化、装卸堆存产品价值高、货源结构稳定、经营效率高、生产成本适度、客户留存能力强其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业应收账款账期稳定、固定资产中装卸设备自动化程度高、规模大，在建工程投建合理其资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；在产品价格变动、不同产品周期以及其他不

利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

港口企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变