港口行业研究报告

联合资信评估股份有限公司
公用评级二部　张勇　李坤



联合资信评估股份有限公司
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。港口行业整体准入壁垒较高，竞争格局基本稳定，集中度一般，在产能过剩、恶性竞争的背景下，港口资源整合有望持续推进，港口资源整合或将对港口企业竞争格局造成一定影响。

2019 年，港口企业营业收入增速进一步回落，但受益于港口货物吞吐量增速明显回升，港口业务毛利率有所上升，港口企业利润总额增速大幅上升。近年来，港口企业整体债务规模保持小幅增长，整体债务负担适中且呈下降趋势，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，基本能够满足投资需求，整体融资需求不大。2019 年以来港口企业的发债数量和规模均大幅增长，2020 年以来市场流动性较为充裕，港口企业平均发行利率和利差整体呈波动下降趋势。

2020 年三季度全球经济触底反弹，多国经济出现回暖，2020 年 9 月全球主要经济体制造业 PMI 指数均已恢复甚至超过疫情前的水平，中国进出口金额也创出近年来的新高，为未来我国港口集装箱吞吐量带来一定支撑；国内疫情控制和经济恢复较好，前三季度经济增长由负转正，在基建投资加码的情况下，煤炭、铁矿石等大宗商品短期需求量有望维持高位，对未来港口吞吐量提供一定支撑。中国原油进口量受宏观经济周期及原油价格影响较小，未来继续保持稳定增长的概率较大。

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波动、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规模增加影响，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。

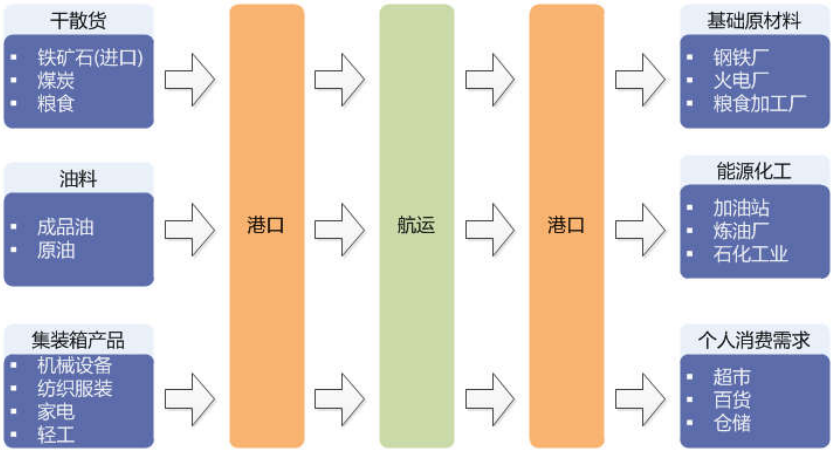
一、行业概况

港口是重要的交通基础设施，港口货物吞吐量与国民经济发展密切相关，港口发展受国家政策影响较大。

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，陆域包括码头、堆场、集疏运道路等，水域包括航道、锚泊地、港池等。港口具有船舶进出、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。按所在位置，港口可分为沿海港口和内河港口。

港口作为货物运输和贸易流通的枢纽口岸，其经营货种主要分为集装箱、干散货和液体散货。集装箱为海上货运主要方式，与进出口贸易景气度相关性高；干散货主要货种包括煤炭和金属矿石，为工业原材料，与腹地内工业行业及企业的景气度相关；液体散货主要为原油和成品油，需求的大小取决于化工和炼化企业的景气度、交通运输的消耗以及战略石油储备等。总体看，港口吞吐量与贸易、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，港口也是关系民生且对区域经济发展具有重要作用的基础设施，因此具有一定的公共产品属性，港口的布局规划、功能定位、收费体制等方面受国家政策影响较大。

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

2020 年爆发的新冠肺炎疫情对全球经济造成严重冲击，三季度全球经济触底反弹，多国经济出现回暖，但秋冬季以来全球新冠疫情出现反扑，欧美多国疫情再次面临严峻形势，经济复苏前景仍然存在一定不确定性；国内疫情控制和经济恢复较好，前三季度经济增长由负转正，预计四季度经济将进一步修复。

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%以上都是通过以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。

国际经济方面，2020 年突发新冠肺炎疫情，为控制疫情传播，世界主要经济体均采取了不同程度的紧急措施，包含加强边境管控以及暂停非必要的生产经营活动等，导致全球经济遭受严重冲击。美国 2020 年第二季度 GDP 年化萎缩 31.4%，是美国自 1947

年有纪录以来的最大跌幅。欧盟和欧元区 2020 年第二季度国内生产总值较第一季度环比分别下降 11.9%和 12.1%，较上年第二季度分别下降 14.4%和 15%，是自 1995 年欧盟开始有相关统计以来遭遇的最大经济降幅。2020 年第三季度，美国 GDP 按年率增长 33.1%，企业复工以及政府现金刺激计划提振了消费支出，逆转了因疫情导致的经济崩溃。欧盟和欧元区第三季度 GDP 环比分别增长 12.1%和 12.7%，均好于市场预期，表明在解除封锁之后经济活动恢复了活力。但随着秋冬季节的到来，全球新冠疫情出现反扑，欧美多国疫情再次面临严峻形势，经济复苏前景仍然存在一定不确定性。

中美贸易关系方面，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。中美两国于 2020 年 1 月达成第一阶段经贸协议，但 5 月以来，美国政府对华为的扼制进一步升级，并将数十家中国公司及机构列入“实体清单”，中美贸易摩擦预计仍将持续。

国内经济方面，2020 年前三季度，各地区各部门科学统筹疫情防控和经济社会发展，生产生活秩序逐步好转，经济运行稳步恢复。2020 年前三季度，我国 GDP 同比增长 0.7%，累计增速年内首次实现由负转正；第三季度 GDP 同比增长 4.9%，虽然低于市场预期，但结构出现改善，第三季度消费支出对 GDP 增速拉动由第二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，消费对经济增长的贡献上升，经济内生动力增强。进出口方面，2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，较上年同期下降 1.8%；其中，出口 1.8 万亿美元，下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，下降 3.1%。2020 年第一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅下降、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。进口方面，随着经济的恢复，第三季度国内需求的上升带动进口回暖，第三季度以美元计，进口同比增长 3.2%，较第二季度大幅上升 12.9 个百分点，第四季度整体进口增速有望较第三季度进一步回升。

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，在规划建设方面要求加强港口集疏运体系建设，完善和发展江海联运、铁水联运；在环境保护方面推动“公转铁”“公转水”政策实施，加快绿色港口建设；在收费管理方面赋予港口经营企业更多的自主权，市场化、规范化的港口收费体系逐步完善；在资源整合方面强调进行错位竞争，化解局部地区产能过剩矛盾，推进区域港口一体化发展。

规划建设方面，2017 年 2 月，交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司联合印发了《“十三五”港口集疏运系统建设方案》，重点打通铁路公路进港“最后一公里”，补齐港口集疏运基础设施短板。2017 年 5 月，交通运输部印发《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017－2020 年）》，要求以主要港口和航运中心为重点，加强铁路、公路集疏运系统建设，强化集疏运服务功能，完善和发展江海联运、铁水联运。2018 年 12 月，交通运输部、国家发展改革委联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，指定了 30 个港口型国家物流枢纽，以“集约整合”“系统成网”“协调衔接”等为原则，提出建设国家物流枢纽干线网络体系和依托国家物流枢纽加快多式联运发展等的发展方案。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，计划分阶段将中国建成交通强国，其中港口作为重要的交通枢纽应优化运输结构，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用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则。2019 年 11 月，交通运输部联合多部委联合印发的《关于建设世界一流港口的指导意见》提出，要加快世界一流港口建设，着力提升综合服务能力、加快绿色港口建设、加快智慧港口建设、加快推进开放融合发展、加快平安港口建设及推进治理体系现代化。

环境保护方面，2017 年开始天津港不再接受公路运输煤炭，2018 年交通运输部推动“公转铁”“公转水”政策实施，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六大行动作为主要措施，着力推进运输结构调整。《关于建设世界一流港口的指导意见》也提出要着力加快绿色港口建设。2020 年 6 月，《关于珠江水运助力粤港澳大湾区建设的实施意见》也提出要推进水运生态文明建设，促进大湾区绿色发展。

收费管理方面，自 2015 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，港口收费水平将主要取决于市场竞争。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。为应对 2020 年爆发的新冠肺炎疫情对国际贸易和物流行业的负面冲击，2020 年 3 月，交通运输部、发展改革委发布《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》，规定从 2020 年 3 月 1 日至 6 月 30 日，将政府定价的货物港务费和港口设施保安费收费标准分别降低 20%；取消非油轮货船强制应急响应服务及收费；同时鼓励各地结合本地实际，疫情防控期间加大收费优惠力度。交通运输部和国家发展改革委已于 2020 年 6 月发布通知，将该项政策延续至 2020 年 12 月 31 日。

资源整合方面，2017 年 5 月，交通运输部印发《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017－2020 年）》，要求促进区域港口资源整合，进行错位发展，化解局部地区产能过剩矛盾。在浙江省港口一体化改革首先取得了显著的成效后，2017 年 8 月，交通运输部发布《关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知》，将浙江省推进区域港口一体化改革经验印发给各省交通运输部门；该文件指明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；要求各地在学习借鉴浙江推进区域港口一体化改革经验的基础上，因地制宜、分类施策，积极稳妥推进区域港口一体化发展。

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）	在港口运营和建设方面提出了以下三项任务：①区域港口一体化发展。要求促进区域港口资源整合，进行错位发展，化解局部地区产能过剩矛盾②完善集疏运体系。以主要港口和航运中心为重点，加强铁路、公路集疏运系统建设，强化集疏运服务功能。③完善和发展江海联运、铁水联运。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。
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	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

	转铁”“公转水”	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”、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。
2018 年 12 月	国家物流枢纽布局和建设规划	指定了 30 个港口型国家物流枢纽，以“集约整合”“系统成网”“协调衔接”等为原则，提出建设国家物流枢纽干线网络体系和依托国家物流枢纽加快多式联运发展等的发展方案。
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，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移。推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则。
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。
2020 年 2 月	关于大力推进海运业高质量发展的指导意见	推进“21 世纪海上丝绸之路”建设，发挥海运的主力军作用，加强互联互通；支持我国企业参与沿线港口、物流园区等基础设施投资、建设和运营。
2020 年 3 月	关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知	2020 年 3 月 1 日至 6 月 30 日，将政府定价的货物港务费和港口设施保安费收费标准分别降低 20%；取消非油轮货船强制应急响应服务及收费。同时鼓励各地结合本地实际，疫情防控期间加大收费优惠力度。（交通运输部和国家发展改革委已于 2020 年 6 月发布通知，将该项政策延续至 2020 年 12 月 31 日）
2020 年 6 月	关于珠江水运助力粤港澳大湾区建设的实施意见	一是建设互联互通的水运基础设施，促进大湾区基础设施建设；二是提升水运服务品质，促进大湾区运输服务高质量发展；三是培育对外开放新优势，促进大湾区扩大开放；四是加快水运技术创新，促进大湾区创新发展；五是推进水运生态文明建设，促进大湾区绿色发展；六是强化水运质量安全保障，促进大湾区安全发展；七是健全和完善水运发展体制机制。
2020 年 10 月	关于做好 2020 年国家物流枢纽建设工作的通知	唐山、苏州、芜湖、武汉、岳阳、北海-防城、大连等地入选 2020 年港口型国家物流枢纽建设名单，《通知》要求国家物流枢纽要围绕推动形成新发展格局，重点抓好落实强化枢纽功能、完善服务网络、加强互联互通、发展枢纽经济等四方面任务。

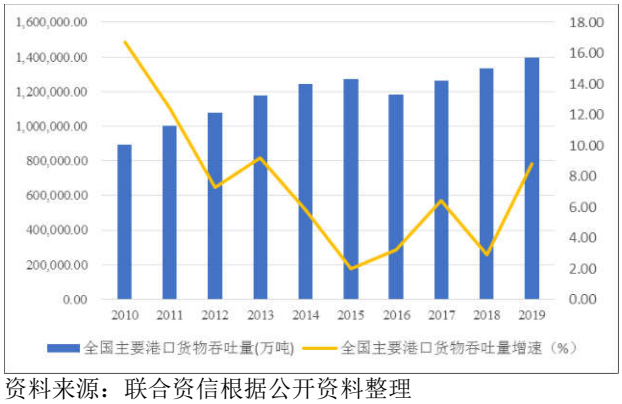
资料来源：联合资信整理

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和集装箱吞吐量增速波动下降，体现出较强的经济周期性。

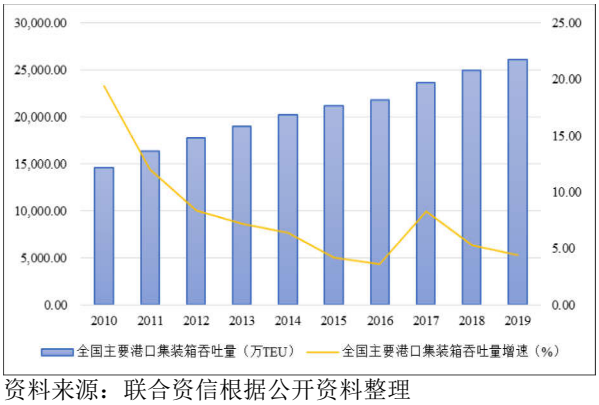
从吞吐量来看，近年来，中国主要港口货物吞吐量保持增长趋势，但增速呈波动下降趋势，2015 年增速最低达到 2.00%，2016 年之后增速有所反弹；中国主要港口集装箱吞吐量持续增长，增速亦呈波动下降趋势，2016 年增速最低达到 3.60%。2019 年，全国港口完成货物吞吐量 139.51 亿吨，比上年增长 8.80%；全国港口完成集装箱吞吐量 2.61 亿 TEU，比上年增长 4.40%。

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

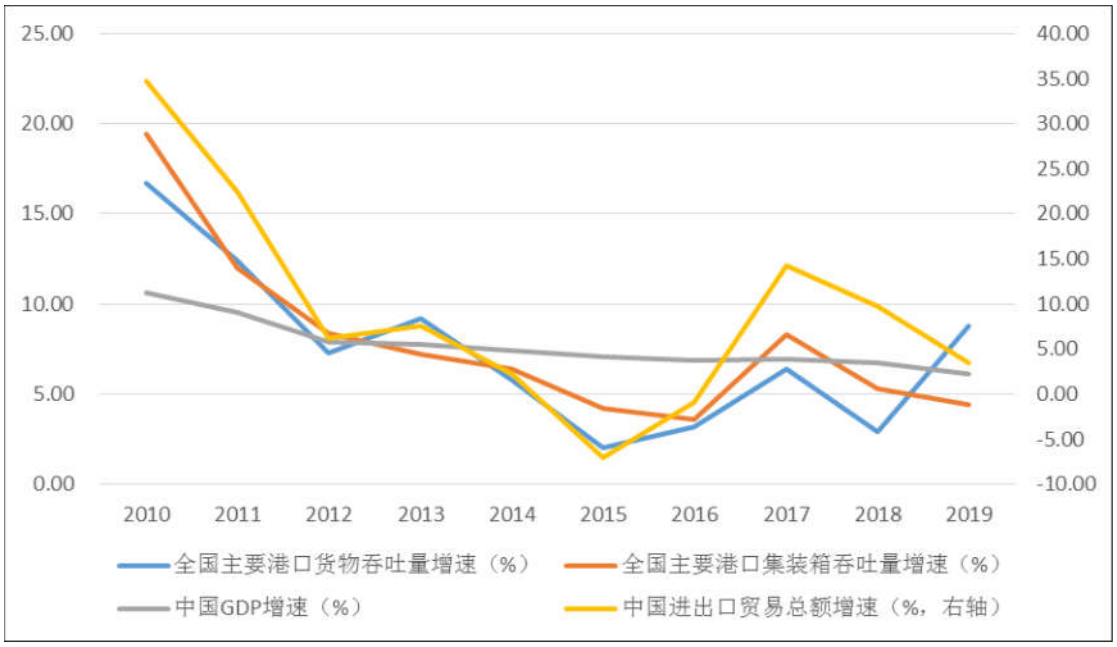
图 3　中国主要港口集装箱吞吐量及增速



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 增速和进出口贸易总额增速整体均呈现下降趋势，GDP 增速自 2010 年的 10.64%下降至 2019 年的 6.11%，进出口贸易总额增速于 2015 年达到最低值-7.00%，之后开始反弹；同期，中国主要港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速均波动下降，分别于 2015 年和 2016 年达到最低值 2.00%和 3.60%，之后略有反弹。总体看，中国主要港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速与 GDP 增长趋势整体保持一致，与中国进出口贸易总额增速高度相关，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

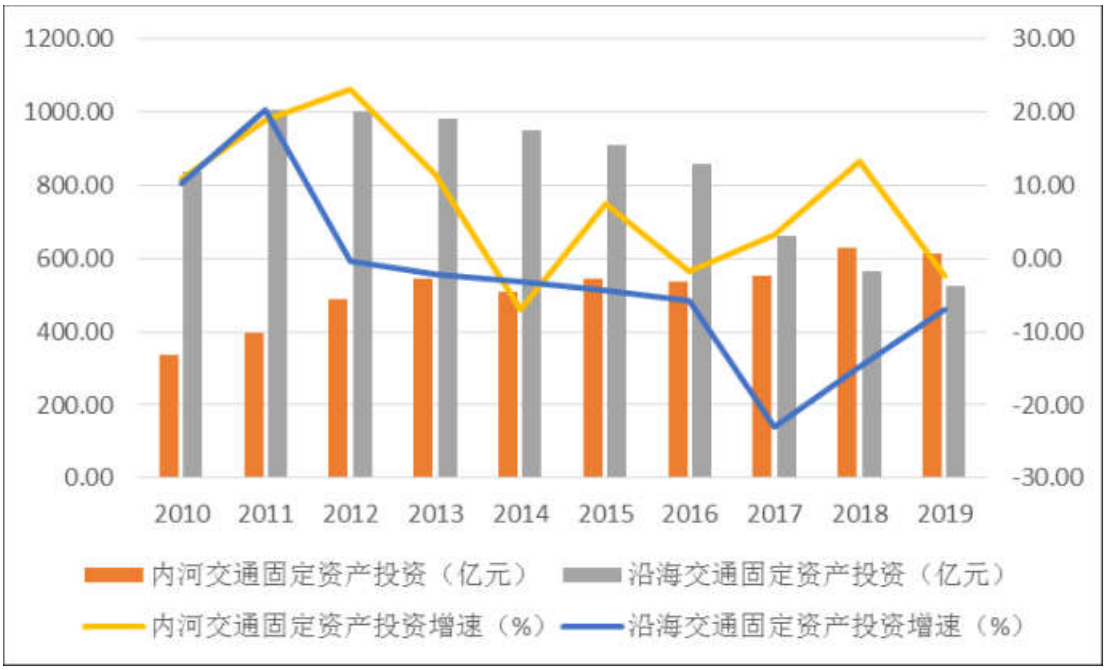


资料来源：联合资信根据公开资料整理

中国沿海港口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，2019 年为 523.81 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，2019 年达 613.64 亿元，连续第二年超过沿海交通固定资产投资额，主要得益于产业转移以及“公转水”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，竞争格局基本稳定，集中度一般；在产能过剩、恶性竞争的背景下，港口资源整合有望持续推进。

港口建设需要自然条件良好的岸线资源，对周边配套资源也有着较高的要求，具有一定的资源稀缺性；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；政府对港口投资建设采取统一规划管理，实施严格的项目审批制度；航道、码头等港口设施所需投资规模大，属于资本密集型行业。总体看，港口行业的整体准入壁垒较高。

根据 2006 年交通运输部《全国沿海港口布局规划》，全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群体，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等 8 个运输系统的布局，港口也根据功能定位分为干线港口和支线港口。

表2　中国沿海港口群重点港口及腹地辐射范围

港口群		区域重点港口及腹地辐射范围
环渤海	辽宁沿海	以大连东北亚国际航运中心和营口港为主，包括丹东、锦州等港口组成；主要服务于东北三省和内蒙古东部地区
	津冀沿海	以天津北方国际航运中心和秦皇岛港为主，包括唐山、黄骅等港口组成；主要服务于京津、华北及其西向延伸地区

	山东沿海	布局青岛、烟台、日照港为主及威海等港口组成；主要服务于山东半岛及其西向延伸的部分地区
长江三角洲		依托上海国际航运中心，以上海、宁波、连云港港为主；服务于长江三角洲以及长江沿线地区的经济社会发展
东南沿海		以厦门、福州港为主，服务于福建省和江西等内陆省份部分地区的经济社会发展和对台“三通”的需要
珠江三角洲		以香港、广州、深圳、珠海、汕头港为主，服务于华南、西南部地区，加强广东省和内陆地区与港澳地区的交流
西南沿海		以湛江、北部湾、海口港为主，服务于西部地区开发，为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障

数据来源：联合资信整理

环渤海港口群中大连港、天津港和青岛港为综合性航运枢纽，散杂货和集装箱吞吐量均很大；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。

长江三角洲港口群中宁波-舟山港以散杂货吞吐为主，上海港以集装箱吞吐为主。2019 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，合计货物吞吐量 17.84 亿吨，集装箱吞吐量 7083 万 TEU。长江三角洲港口群的其他港口竞争力相对较弱。

东南沿海港口群中的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，2019 年货物和集装箱吞吐量分别为 2.13 亿吨和 1112 万 TEU；福州港以大宗散货为主，2019 年货物吞吐量为 2.13 亿吨；东南沿海港口群中的其他港口竞争力相对较弱。

珠江三角洲港口群的广州港是综合性航运枢纽，散杂货和集装箱吞吐量均很大，2019 年货物和集装箱吞吐量分别为 6.06 亿吨和 2283 万 TEU；深圳港以集装箱吞吐为主，2019 年货物和集装箱吞吐量分别为 2.58 亿吨和 2577 万 TEU；两港在集装箱领域竞争较为激烈。珠江三角洲港口群的珠海港竞争实力也较强，其他港口竞争力相对较弱。

西南沿海港口群的北部湾港和湛江港均以散杂货吞吐为主，2019 年货物吞吐量分别为 2.16 亿吨和 2.56 亿吨，两者竞争较为激烈。

从行业集中度来看，2019 年，我国货物吞吐量最大的沿海港口为宁波-舟山港，货物吞吐量为 11.20 亿吨，市场占有率约为 12.21%；排名前十的沿海港口货物吞吐量合计占有率为 58.93%，考虑到一个港口可能有多个运营企业，我国港口行业市场集中度一般。

2001 年中国加入 WTO 以来，伴随着中国进出口的繁荣，港口投资建设也进入快速发展时期。经过多年的投资建设，港口行业逐步从产能不足发展到产能过剩。从 2012 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。

最早开始港口资源整合的是广西壮族自治区，2007 年 2 月，广西对防城港、北海港、钦州港等相关资产进行整合，成立了北部湾国际港务集团有限公司；2009 年 10 月，北部湾港务集团通过无偿划转获得 A 股上市公司北海港 40.79%的股份，至此，广西港口资源整合基本完成。2009 年 7 月，河北省政府组建了河北港口集团，但仅整合了秦皇岛集团的股权。2015 年，浙江省国资委组建了浙江省海港投资运营集团，并相继整合了省内沿海五港和内河港口的全面整合，并取得显著成效。2017 年 8 月，交通运输部发文要求全国学习浙江港口整合经验，开启了省级港口整合的大幕，此后江苏、辽宁、山东、福建、广东等区域先后开始全省港口资源的整合进程，目前江苏、辽宁、山东等省份已基本整合完毕。

港口整合有助于岸线资源合理分配、港区之间合理分工、避免重复建设和消除恶性竞争，而区域一体化背景下的港口整合还将通过加强江海联运和铁水联运等方式强化交通物流体系整体的网络效应。由于港口企业股权债权结构复杂、运营主体数量较多，目前港口整合实际进度缓慢。但港口整合符合行业发展和区域一体化发展的政策方向，是行业发展的阶段性要求，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望持续推进。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

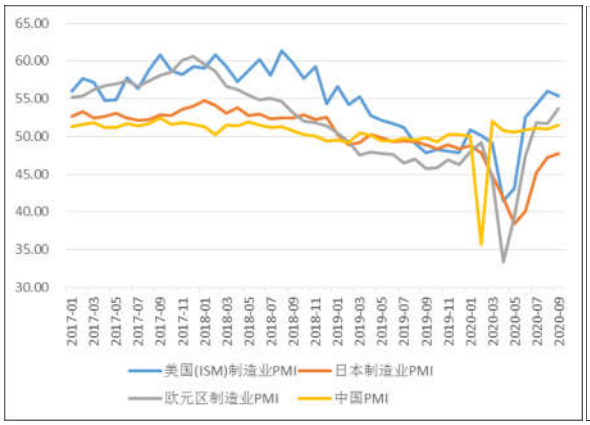
1. 行业需求

新冠肺炎疫情的全球蔓延对世界经济造成不利影响，2020 年上半年各国制造业下滑明显；但随着企业复工复产，2020 年 9 月全球主要经济体制造业 PMI 指数均已恢复甚至超过疫情前的水平，中国进出口金额也创出近年来的新高，为未来我国港口集装箱吞吐量带来一定支撑。

从全球经济发展角度看，2018 年以来，国际贸易摩擦加剧、世界经济增长势头减弱和地缘政治等因素对中国乃至全球的加工制造业和商品贸易形成较大影响，全球制造业 PMI 指数呈现下行趋势。2020 年突发新冠肺炎疫情使得全球经济下行压力进一步加大，为控制疫情传播，世界主要经济体均采取了不同程度的紧急措施，包含加强边境管控以及暂停非必要的生产经营活动等，加剧了疫情

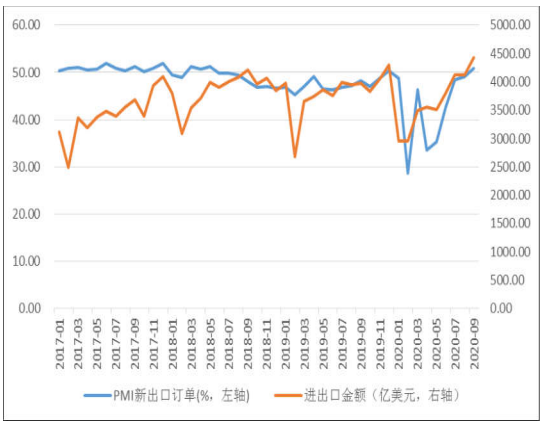
期间的国际贸易压力，中国、美国、日本和欧元区制造业 PMI 指数分别于 2020 年 2－5 月创下了 35.70%、41.50%、33.40%和 38.40%的低点。国内疫情于 2020 年 3 月基本控制，国际疫情虽依然严峻，但随着企业复工复产以及政府现金刺激计划提振了消费支出，全球经济逐步恢复，中国、美国、日本和欧元区制造业 PMI 指数迅速反弹，除日本外 2020 年 9 月制造业 PMI 指数均已超过疫情前的水平。

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　PMI 新出口订单和进出口金额情况



注：海关总署公布的 2020 年进出口金额中 1-2 月为合计值，图中取其平均值分别作为 1 月和 2 月数值

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年 2 月和 4 月，受国内和国际两波疫情影响，中国 PMI 新出口订单分别创下了 28.70%和 33.50%两个低点，之后持续回升，2020 年 9 月达到 50.80%，已超过疫情前的水平。从实际进出口数据来看，中国海关总署公布的数据显示，2020 年 1－2 月，由于春节假期和疫情因素影响，进出口金额大幅缩减；之后便持续回升，2020 年 9 月达到 4425.17 亿美元，创出近年来的新高，预计 2020 年四季度及 2021 年我国进出口金额将保持高位。

2020 年前三季度，全国港口集装箱吞吐量合计 1.93 亿 TEU，同比下降 1.3%。随着全球经济不断恢复以及我国进出口金额持续走高，预计 2021 年我国港口集装箱吞吐量将恢复正增长。

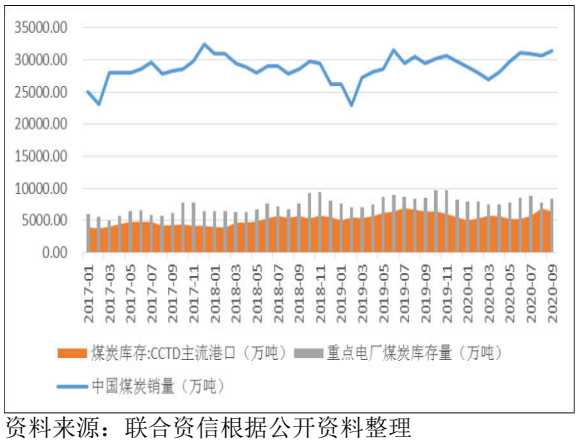
中国煤炭销量恢复至高位，重点电厂存在补库需求；钢铁行业景气带来铁矿石进口数量增长，港口、钢厂存在补库需求；在基建投资加码的情况下，煤炭、铁矿石等大宗商品短期需求量有望维持高位，对未来港口吞吐量提供一定支撑。

2020 年 3 月，受春节假期以及新冠肺炎疫情带来的企业停工停产影响，全

国煤炭销量达到 2.70 亿吨的低点；之后随着企业复工复产及经济不断恢复，全国煤炭销量逐步回升，2020 年 9 月达到 3.14 亿吨的高位。CCTD（中国煤炭运销协会）主流港口煤炭库存从 2 月份开始逐步攀升，2020 年 9 月已处于较高水平；全国重点电厂煤炭库存量较上年同期略有下降，年底存在一定补库需求。煤炭销量恢复以及重点电厂的补库需求预计将对未来港口煤炭吞吐量提供一定支撑。

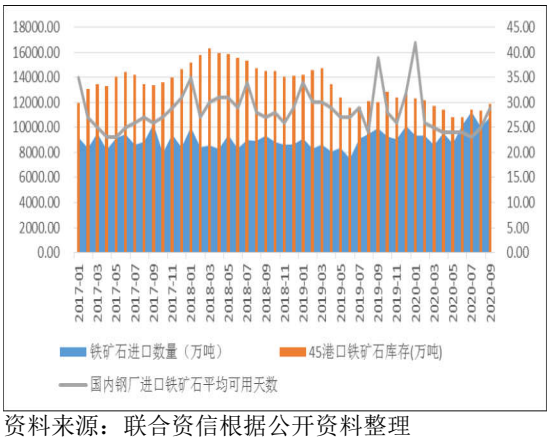
2018 年以来，钢铁行业进入景气周期，钢铁产量持续增长，45 港口铁矿石库存持续下降，2020 年 9 月处于较低水平；在消耗部分港口库存后，铁矿石进口数量自 2019 年 6 月开始明显增加，2020 年 7 月达到 1.13 亿吨，创历史新高。国内钢厂进口铁矿石平均可用天数一般在 30 天左右，目前处于合理范围内；由于各大钢厂通常于年底进行补库行为，预计四季度存在一定补库需求。钢铁行业景气带来铁矿石进口数量增长，以及港口、钢厂的补库需求为未来铁矿石吞吐量提供支撑。

图 8　中国煤炭产量及库存情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 9　中国铁矿石进口及库存情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

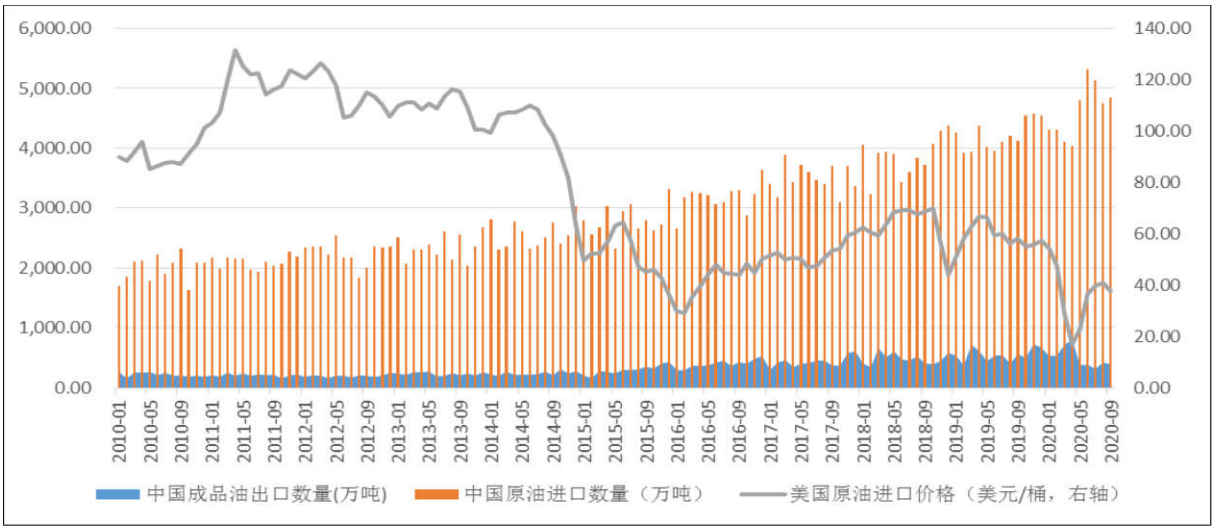
新冠肺炎疫情以来，我国逆周期经济调节力度加大，基建仍将在短期内扮演经济托底角色。2020 年 5 月，政府工作报告提出：今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比上年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债；今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比上年增加 1.6 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。截至 2020 年 9 月底，1 万亿元抗疫特别国债全部完成发行；2020 年新增地方政府专项债券已发行 3.37 万亿元（不包括再融资），占今年新增额度的 95%；政府专项债券资金已支出 2.8 万亿元，占发行规模的 83%。在基建投资加码的情况下，煤炭、铁矿石等大宗商品短期需求量有望维持高位。

中国原油对外依存度高，原油进口量受宏观经济周期及原油价格影响较小，未来继

续保持稳定增长的概率较大。

中国对原油需求的缺口较大导致对进口严重依赖，近年来中国原油进口量保持稳定增长且增速较高，受国际、国内宏观经济周期及原油价格影响较小。国际原油价格目前处于较低区间，未来中国原油进口量继续保持稳定增长的概率较大。中国成品油出口数量较小，对港口吞吐量贡献不大。

图 10　原油价格及进口数量情况



注：海关总署公布的 2020 年进出口数量中 1－2 月为合计值，图中取其平均值分别作为 1 月和 2 月数值
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年前三季度，全国港口货物吞吐量合计 106.06 亿吨，同比增长 3.0%。随着全球经济不断恢复，预计 2021 年我国港口货物吞吐量增速将进一步回升。

2. 港口企业[1]增长与盈利分析

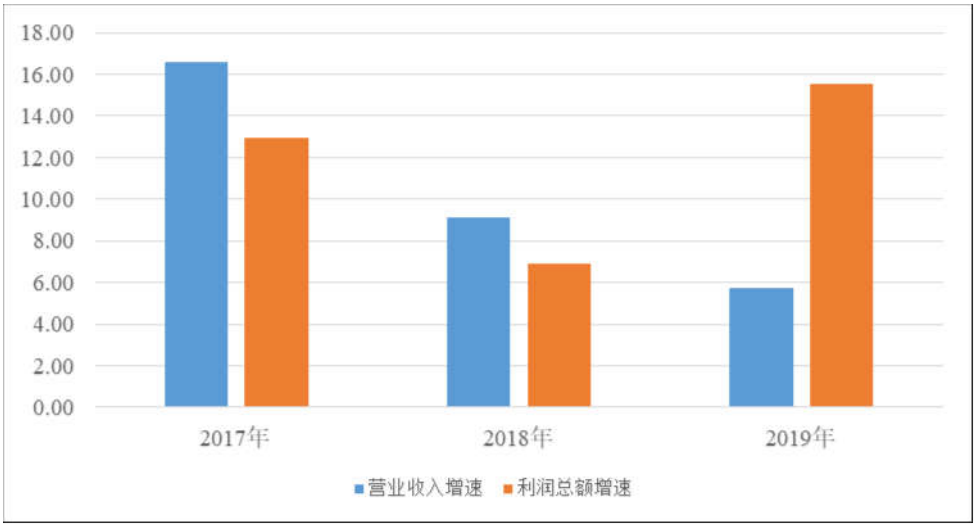
2019 年，港口企业营业收入增速进一步回落，但受益于港口货物吞吐量增速明显回升，港口业务毛利率有所上升，港口企业利润总额增速大幅上升，港口集团企业下属子（股份）公司的盈利能力明显强于港口集团企业。

2017－2019 年，港口企业营业收入增速持续下降，利润总额增速波动上升。其中，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；2019 年，受益于港口货物吞吐量增速明显回升，港口业务毛利率有所

[1] “五、行业增长与盈利能力”“六、行业杠杆与偿债能力”章节涉及的港口企业共 29 家，是指联合资信所选取的截至 2020 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 18 家，港口集团企业下属子（股份）公司 11 家。

上升，港口企业利润总额增速大幅上升。

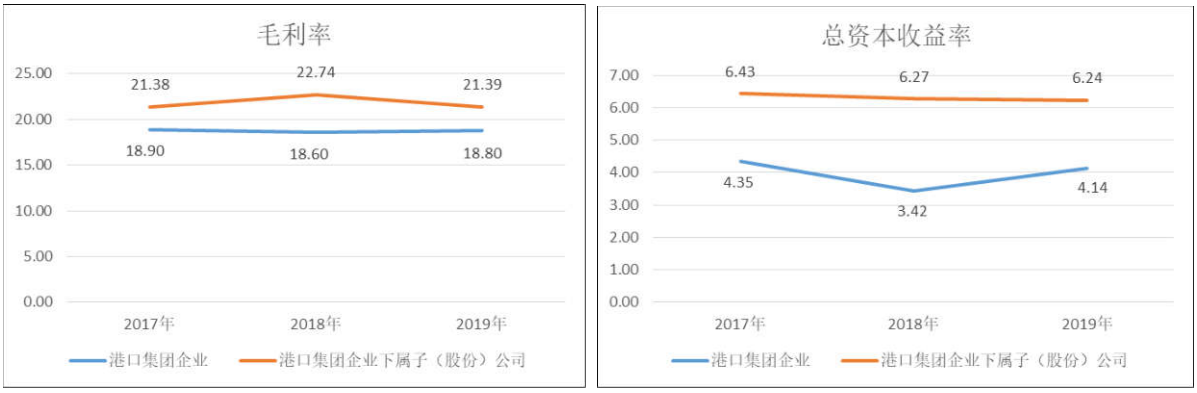
图 11　港口企业增长情况（中位数，单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

港口企业主要从事港口运营业务，同时开展贸易、物流等业务，港口运营业务的毛利率相对较高。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。2017－2019 年，港口集团企业毛利率均值变化不大，2019 年为 18.80%；港口集团企业下属子（股份）公司毛利率有所波动，2019 年为 21.39%；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。2017－2019 年，港口集团企业总资本收益率均值波动中有所下降，港口集团企业下属子（股份）公司总资本收益率均值持续下降，2019 年分别为 4.14%和 6.24%；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 12　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

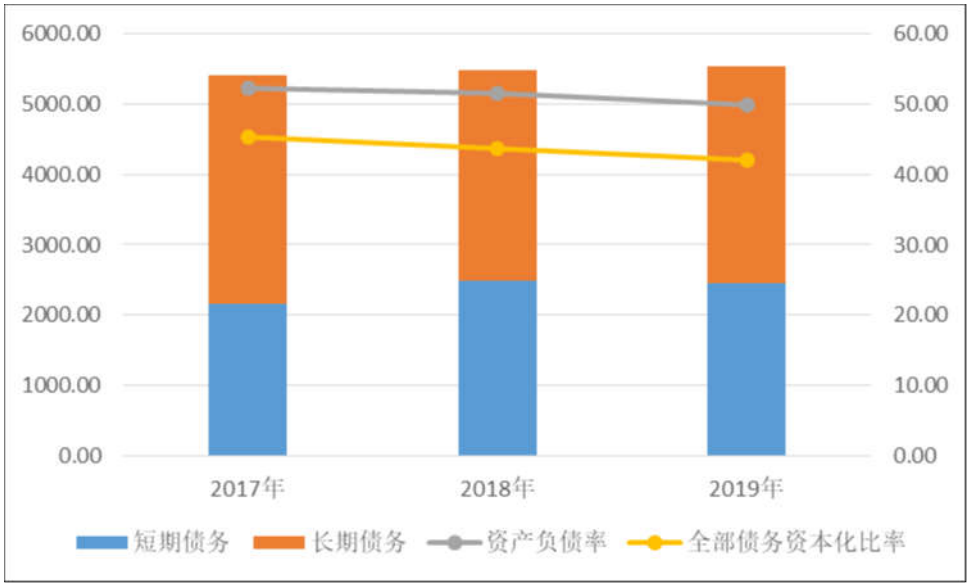
六、行业杠杆与偿债能力

1. 港口企业杠杆

近年来，港口企业整体债务规模保持小幅增长，整体债务负担适中且呈下降趋势，港口集团企业债务负担明显重于港口集团企业下属子（股份）公司。

2017－2019 年，港口企业有息债务规模保持小幅增长，年均复合增长 1.07%，2019 年底为 5521.16 亿元，其中短期债务占比分别为 39.98%、45.45%和 44.44%。同期，港口企业整体资产负债率和全部债务资本化比率呈下降趋势，2019 年底分别为 49.77%和 42.06%。

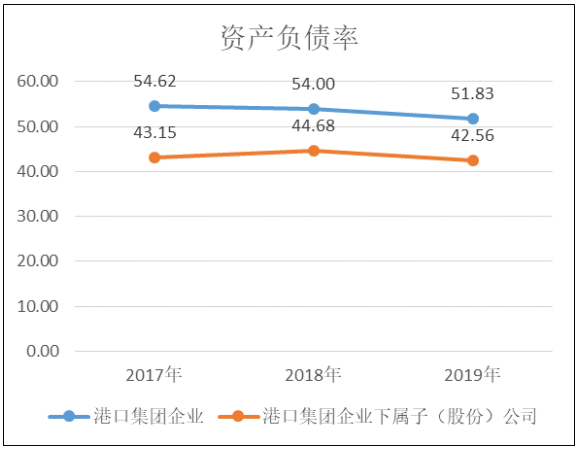
图 13　港口企业有息债务情况（单位：亿元、%）

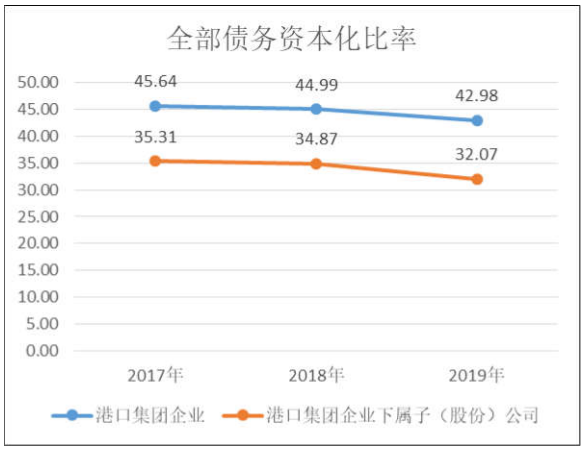


资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同类型港口企业来看，2017－2019 年，港口集团企业资产负债率和全部债务资本化比率均保持小幅下降，2019 年底均值分别为 51.83%和 42.98%；港口集团企业下属子（股份）公司资产负债率均值有所波动，全部债务资本化比率均值持续下降，2019 年底分别为 42.56%和 32.07%，港口集团企业债务负担明显重于港口集团企业下属子（股份）公司。

图 14　港口企业债务负担情况（单位：%）





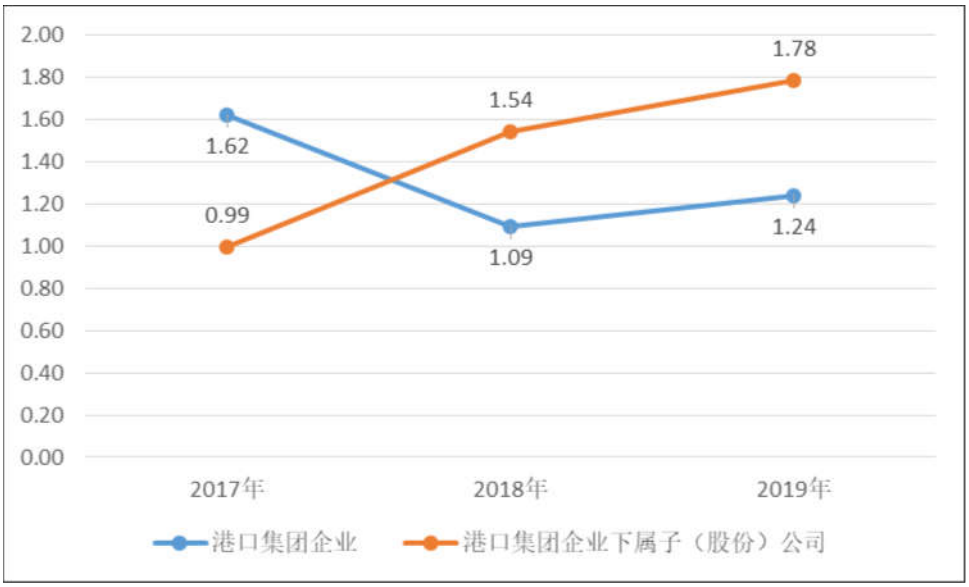
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，2017－2019 年，港口集团企业现金类资产/短期债务均值分别为 1.62 倍、1.09 倍和 1.24 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 0.99 倍、1.54 倍和 1.78 倍。港口行业整体短期偿债能力较强，近两年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 15　港口企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）

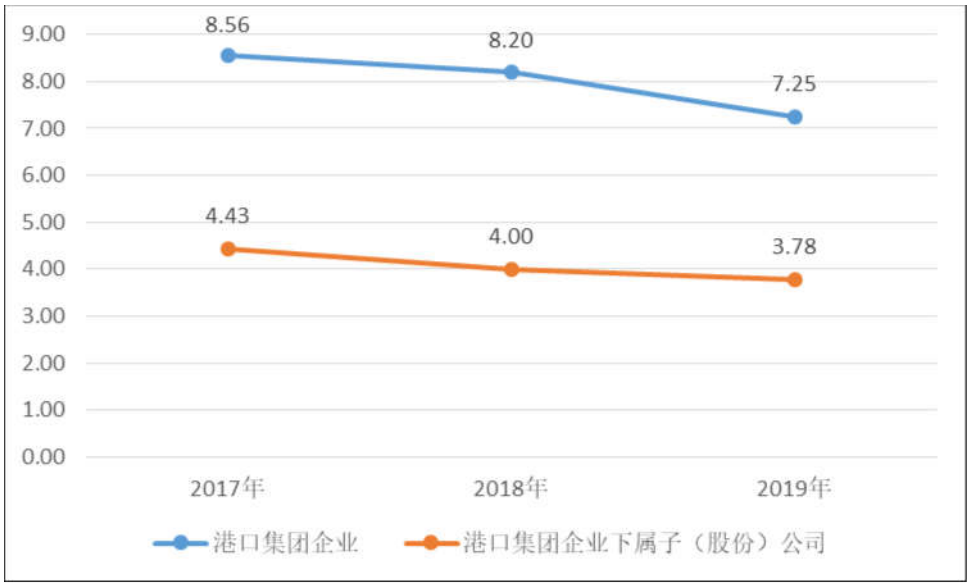


资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债能力方面，2017－2019 年，港口集团企业全部债务/EBITDA 均值分别为 8.56 倍、8.20 倍和 7.25 倍，港口集团企业下属子（股份）公司全部债务/EBITDA 均值分别为

4.43 倍、4.00 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 16　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较强，基本能够满足投资需求，整体融资需求不大。

现金流方面，2017—2019 年，港口集团企业经营活动现金流净额波动增长，港口集团企业下属子（股份）公司经营活动现金流净额波动较大，港口企业整体经营获现能力较强。2017—2019 年，港口集团企业投资活动现金净流出额有所波动；港口集团企业下属子（股份）公司投资活动现金净流出额呈下降趋势，2019 年投资支出规模有所缩减。2017—2019 年，港口集团企业筹资活动前现金流净额变动较大，2017 年和 2019 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基本能够满足投资需求。2017—2019 年，港口集团企业筹资活动现金流净额波动中有所下降，2019 年大规模净流出；港口集团企业下属子（股份）公司筹资活动现金持续净流出，融资需求不大。

表 3　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		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流净额	371.52	424.94	391.02	110.72	204.30	113.75
投资活动现金流净额	-308.15	-445.98	-306.28	-97.94	-118.50	-74.45
筹资活动前现金流净额	63.37	-21.04	84.74	12.78	85.80	39.30

筹资活动现金流净额	18.87	284.85	-312.55	-36.91	-35.06	-60.02
现金流净额	75.42	263.15	-226.83	-26.72	52.87	-20.30

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

2019 年以来港口企业的债券发行期数和规模均大幅增长，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。

2019 年，港口企业共计发行债券 98 支，发行期数同比增长 32.43%；发行规模合计 789.10 亿元，同比增长 36.64%。2020 年 1－9 月，港口企业合计发行债券 140 支、发行规模 1021.00 亿元，分别较上年同期增长 91.78%和 66.97%。整体看，2019 年以来港口企业的债券发行期数和规模均大幅增长。

表 4　港口企业债券发行情况（单位：支、亿元、%）

项目	发行期数				发行规模			
	2018 年	2019 年	增速	2020 年 1－9 月	2018 年	2019 年	增速	2020 年 1－9 月
（超）短期融资券	48	58	20.83	101	331.50	400.00	20.66	673.80
公司债	4	2	-50.00	8	32.00	19.60	-38.75	85.20
企业债	0	2	--	1	0.00	11.00	--	10.00
中期票据	15	22	46.67	20	172.00	250.50	45.64	189.00
PPN+私募债	7	14	100.00	10	42.00	108.00	157.14	63.00
合计	**74**	**98**	**32.43**	**140**	**577.50**	**789.10**	**36.64**	**1021.00**

数据来源：联合资信根据 wind 资讯整理

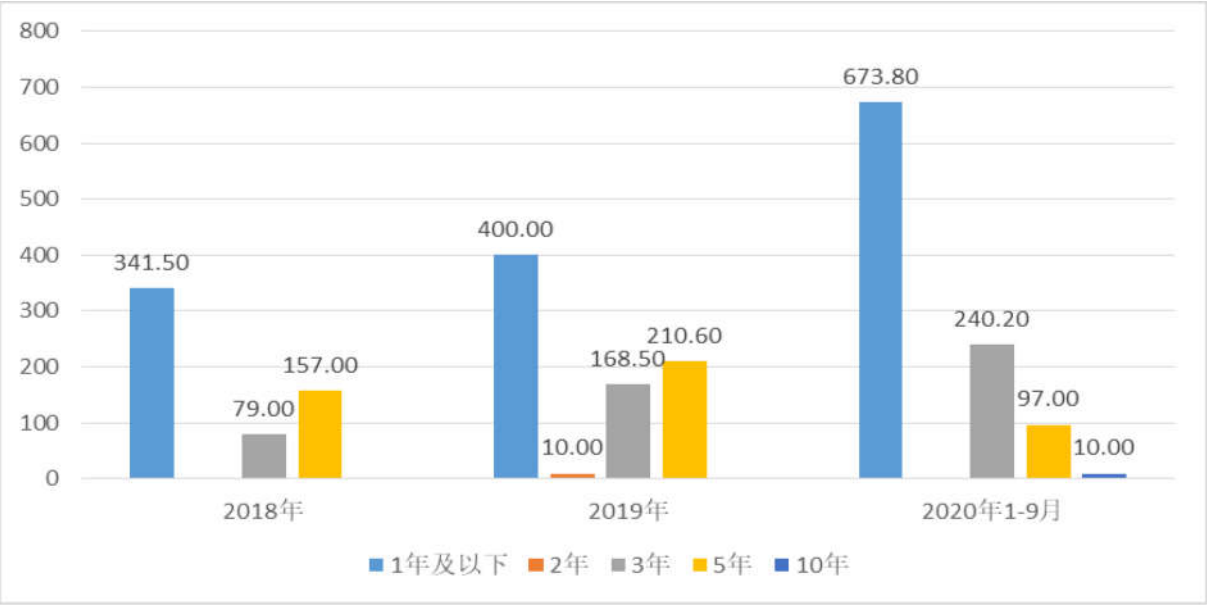
从发行方式看，2019 年港口企业以公募发行为主，公募发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 85.71%和 86.31%。2020 年 1－9 月，港口企业公募发行数量和规模占当期发行总量的比重较 2019 年有所上升，分别为 92.86%和 93.83%。

从发行品种看，2018－2019 年和 2020 年 1－9 月，港口企业发行的（超）短期融资券规模最大，占比分别为 57.40%、50.69%和 65.99%；中期票据规模次之，占比分别为 29.78%、31.75%和 18.51%；其他品种发行规模较小。

从发行期限看，2019 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，发行期数占比分别为 59.18%、20.41%和 18.37%，对应发行规模占比分别 50.69%、21.35%和 26.69%。2020 年 1－9 月，港口企业 1 年及以下债券发行规模占比最高，为 65.99%，较上年上升 15.30 个百分点；3 年期发行规模占比为 23.53%，较上年变化不大；

5 年期债券发行规模占比为 9.50%，较上年下降 17.19 个百分点。

图 17　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，2019 年，AAA、AA^{+}、AA 级别港口企业债券发行期数分别为 50 支、41 支和 6 支，占比分别为 51.02%、41.84%和 6.12%；发行规模分别为 543.60 亿元、215.00 亿元和 27.50 亿元，占比分别为 68.89%、27.25%和 3.48%。2020 年 1－9 月，AAA 级别企业发债期数最多，共计发行 78 支债券，发行规模合计 754.80 亿元，占比分别为 55.71%和 73.93%，较 2019 年全年水平分别上升 4.69 个和 5.04 个百分点；AA^{+}和 AA 级别企业发债支数和规模占比较 2019 年全年水平均有所下降，港口行业新发债券发行人主体级别进一步向高级别集中。

图 18　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）

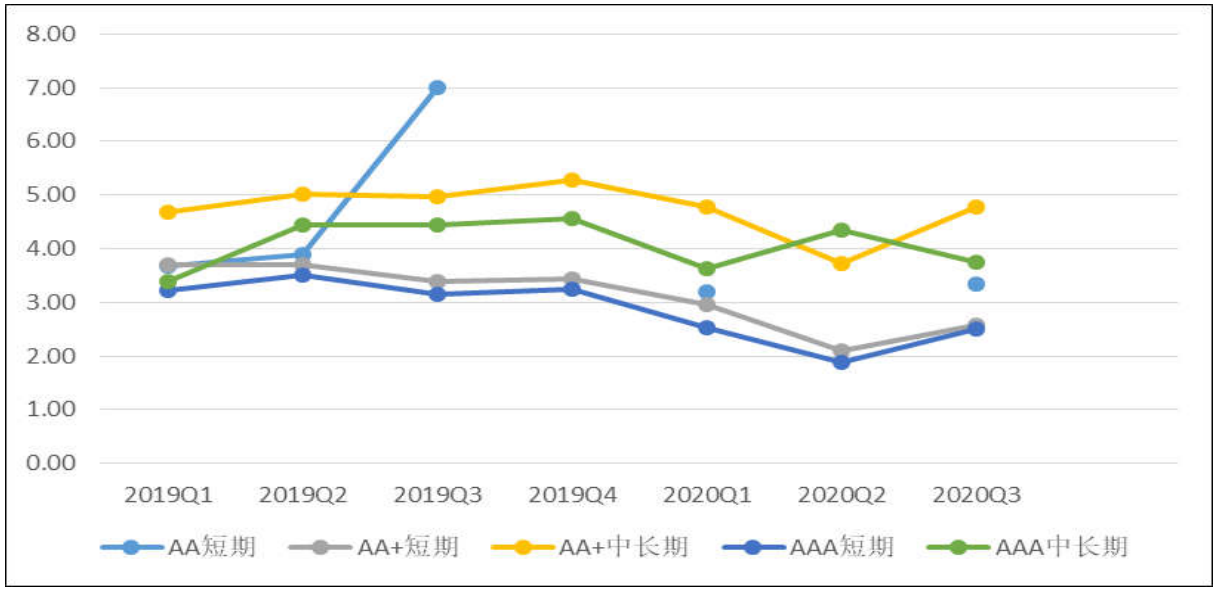
2. 港口企业债券发行利率利差分析

2020 年以来，市场流动性较为充裕，港口企业平均发行利率整体呈波动下降趋势。

2020 年新冠肺炎疫情对全球经济造成严重冲击，为强化对稳企业、保就业的金融支持，2020 年 1－9 月，央行三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求；在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。

2020 年以来，受市场流动性较为充裕、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，2020 年 1－9 月，AAA 级、AA$^+$级和 AA 级短期发行利率均值分别为 2.23%、2.54%和 3.26%，较 2019 年分别下降 103 个、103 个和 112 个 BP；AAA 级和 AA$^+$级中长期发行利率均值分别为 3.88%和 4.49%，较 2019 年分别下降 55 个和 54 个 BP。

图19　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

数据来源：联合资信整理

表5　港口企业债券发行利率统计表（单位：%）

信用等级	2019 年				2020 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	2.65－3.80	3.26	3.38－5.40	4.43	1.49－3.28	2.23	2.37－5.80	3.88

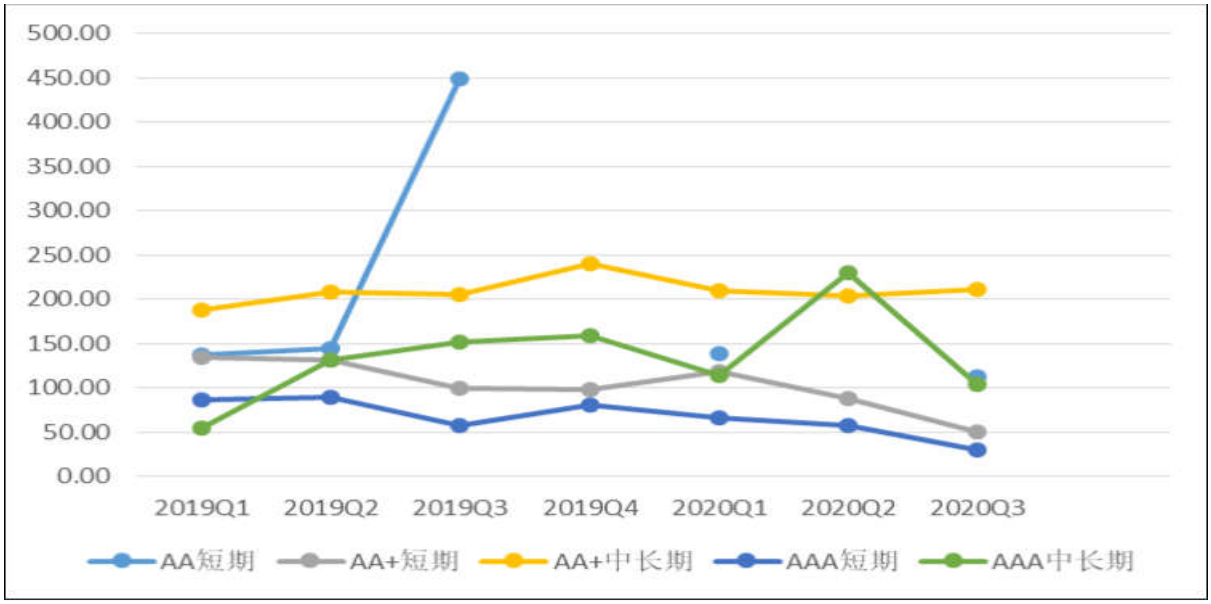
AA+	3.10－4.50	3.57	4.31－6.50	5.03	1.70－3.75	2.54	3.20－5.00	4.49
AA	3.45－7.00	4.42	--	--	3.19－3.33	3.26	--	--

数据来源：联合资信整理

2020 年以来，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$^+$级有所收缩。

2020 年以来，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差看，2020 年 1－9 月，AAA 级、AA$^+$级和 AA 级短期发行利差均值分别为 49.33BP、79.44BP 和 125.39BP，较 2019 年分别下降 28.39 个、38.42 个和 77.62 个 BP；AAA 级和 AA$^+$级中长期发行利差均值分别为 144.31BP 和 208.84BP，较 2019 年分别变动 2.48 个和-5.94 个 BP。从级差来看，2020 年 1－9 月，AA$^+$级短期级差为 30.11 个 BP，较 2019 年下降 10.03 个 BP；AA 级短期级差为 45.95 个 BP，较 2019 年下降 39.19 个 BP；AA 级短期级差与 AA$^+$级有所收缩；AA$^+$级中长期级差为 64.52 个 BP，较 2019 年下降 8.42 个 BP。

图 20　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；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6　港口企业债券发行利差统计表（单位：BP）

信用等级	2019 年				2020 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	77.72	--	141.83	--	49.33	--	144.31	--
AA+	117.86	40.14	214.77	72.94	79.44	30.11	208.84	64.52
AA	203.00	85.14	--	--	125.39	45.95	--	--

数据来源：联合资信整理

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。2020 年爆发的新冠肺炎疫情对全球经济造成严重冲击，三季度全球经济触底反弹，多国经济出现回暖，2020 年 9 月全球主要经济体制造业 PMI 指数均已恢复甚至超过疫情前的水平，中国进出口金额也创出近年来的新高，为未来我国港口集装箱吞吐量带来一定支撑；国内疫情控制和经济恢复较好，前三季度经济增长由负转正，在基建投资加码的情况下，煤炭、铁矿石等大宗商品短期需求量有望维持高位，对未来港口吞吐量提供一定支撑。中国原油进口量受宏观经济周期及原油价格影响较小，未来继续保持稳定增长的概率较大。

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；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。总体看，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波动、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；受信用债市场违约规模增加影响，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。