

2018-03-14

# 2018 年港口行业信用展望

联合资信评估有限公司 杨明奇



## 2018 年港口行业信用展望

时间：2018 年 3 月 14 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

2017 年，中国港口吞吐量保持增长，增速较 2016 年明显上升，港口行业基本面得以改善。欧美经济复苏推动集装箱吞吐量增长，同时煤炭吞吐量增长强劲，而铁矿石吞吐量增速放缓，各大港口货物结构分化较为明显。

随着全球经济回暖，港口行业景气度有所回升，港口企业盈利能力得以修复，经营获现能力增强，投融资需求放缓；港口企业资本结构基本稳定，债务负担适中，但债务结构仍有待调整。行业信用水平整体上保持稳定。

展望 2018 年，各省港口资源整合有待进一步落实，整合形式或将多元发展；海港联运对港口企业带来机遇与挑战，大型枢纽港口优势明显。外贸出口是支撑集装箱吞吐量增长的核心因素，但汇率、经济运营等成为其实际增量的扰动因素；同时中国工业经济发展趋势、供给侧改革、环保政策等因素或将致使煤炭、铁矿石等大宗散货吞吐量增速回落。预计港口企业整体盈利水平将在短期内企稳或小幅上升，企业投资将回归理性，整体债务负担或将小幅下降。投资过度超前且腹地经济实力较弱的港口企业将面临较大经营压力，信用基本面值得关注。

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。

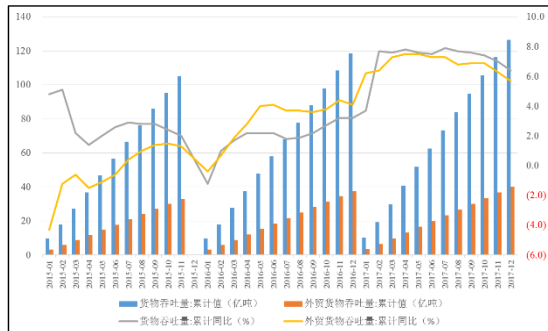
## 一、2017 年行业发展回顾

### 1、港口运营概况

#### 全球经济回暖推动港口运营基本面整体改善，吞吐量增幅明显回升

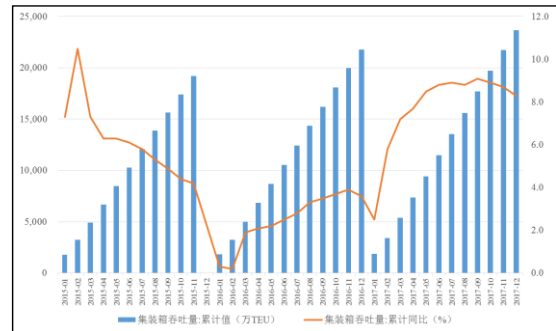
2017 年我国港口基本面较 2016 年大幅改善，吞吐量增速明显加快，全国规模以上港口货物吞吐量 1264.42 亿吨，同比增长 6.40%，增幅明显高于去年同期 3.20 个百分点；同时受益于外贸需求的增长，全国集装箱吞吐量增幅较上年明显上升。

图 1 中国主要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

图 2 中国主要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

表 1 2017 年中国部分规模以上沿海港口货物及集装箱吞吐量排名 (单位: 亿吨、万 TEU)

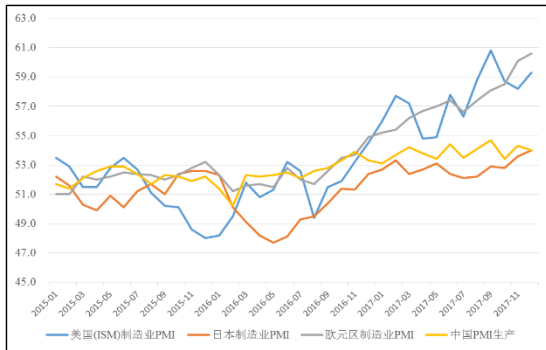
港口名称	货物吞吐量		外贸货物吞吐量		港口名称	集装箱吞吐量	
	吞吐量	增速	吞吐量	增速		吞吐量	增速
宁波舟山港	10.07	9.2%	4.72	9.9%	上海港	4018	8.2%
上海港	7.06	9.4%	4.09	7.7%	深圳港	2525	5.3%
广州港	5.66	8.4%	1.29	2.3%	宁波舟山港	2464	14.3%
唐山港	5.65	8.6%	2.91	-0.7%	广州港	2010	7.7%
青岛港	5.08	1.5%	3.67	10.4%	青岛港	1830	1.4%
天津港	5.03	-8.7%	2.81	-5.3%	天津港	1504	3.6%
大连港	4.51	3.3%	1.52	9.2%	厦门港	1040	8.2%
营口港	3.62	2.9%	0.76	-3.7%	大连港	970	1.3%
日照港	3.60	2.8%	2.47	6.3%	营口港	627	3.0%
烟台港	2.86	7.6%	1.06	15.6%	连云港港	472	0.4%
湛江港	2.82	9.9%	0.86	13.1%			

资料来源：联合资信根据交通运输部网站公布的港口运营数据整理

#### 欧美经济复苏推动集装箱吞吐量增长，增幅呈“南强北弱”格局

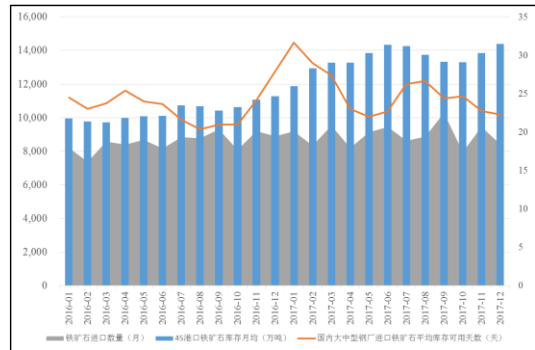
2017 年，中国规模以上港口集装箱吞吐量 23680 万 TEU，同比增长 8.30%，较 2016 年同期的 3.60% 大幅改善。2017 年，美国和欧元区 PMI 指数延续了上升趋势，欧美地区失业率持续下降，区域经济回暖明显，欧美地区 PMI 指数变动趋势基本与中国集装箱吞吐量增幅保持一致。同时，受南方产业结构偏向于外向型和贸易型以及集运航线迁移影响，南方港口吞吐量明显高于北方港口，集装箱吞吐量呈现“南强北弱”的区域特征；如宁波-舟山港、上海港和厦门港集装箱吞吐量增幅均在 8% 以上，北方主要集装箱港口增幅不超过 4%。

图2 美国、欧元区、日本和中国生产 PMI 指数



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 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

### 煤炭增长强劲，铁矿石增速放缓；各大散杂货港口分化明显

自 2016 年下半年以来，中国宏观经济增长带动下游需求复苏，火电产量回升带动煤炭需求旺盛，同时叠加供给侧改革影响，国内煤炭价格居高不下。2017 年下游行业煤炭使用量保持增长，推动北方煤炭下水港吞吐量整体上升。同时，受环保政策影响禁运公路煤炭，煤炭运量大幅回流铁路，各煤炭下水港分化明显。其中，大秦铁路作为“西煤东运”传统主线，2017 年煤炭运量大幅增长，秦皇岛港、唐山港、曹妃甸港受益明显；受黄骅港吞吐能力趋近饱和影响，神黄铁路运量增速低于上年，但仍保持高位；天津港汽车调运煤炭运量占比高，2017 年煤炭吞吐量整体下降。

2017 年，中国铁矿石进口量 10.75 亿吨，同比增长 5.01%，增幅低于 2016 年同期的 7.49%。上半年，受钢铁价格持续上升影响，高炉开工率较高，钢铁企业主要以去库存为主，但铁矿石采购较为谨慎，叠加进口量增加因素，全国港口铁矿石库存量节节攀升，6 月超过 1.40 亿吨高位；随后钢企盈利水平好转，铁矿石采购量回升，港口库存下降，企业库存可用天数回升；四季度受环保压力影响，钢企采购量下降，港口库存量回升。总体看，受港口库存量整体保持高位影响，2017 年铁矿石进口量增幅放缓，对铁矿石进口港吞吐量贡献程度有限，随着错峰限产等政策的提出，北方铁矿石港口存在较大去库存压力。

## 二、发债企业信用分析

截至 2017 年 9 月底，有存续债的港口企业共 37 家；其中港口集团企业共计 23 家、港口集团企业下属子（股份）公司 13 家、港口投资企业 1 家；不考虑未公布 3 季度数据的两家企业后，以下分析以 21 家港口集团企业和 13 家港口集团企业下属子（股份）公司为主。

### 1、盈利能力分析

#### 港口集团企业盈利能力得以修复，但企业盈利能力受区域和货种结构影响存在分化

从前三季度数据看，存续港口企业营业收入整体同比增长，多数企业营业收入增幅较大；但同时有 8 家港口企业营业收入同比下降，其中大连港和唐山港收入同比下降幅度超 10%。在收入增长的同时，港口集团企业盈利能力整体修复。其中港口集团企业 2017 年前三季度

毛利率均值 21.13%，同比增加 0.46 个百分点，港口企业下属（股份）公司毛利率均值 23.80%，反之下降 1.35 个百分点，但仍高于港口集团企业。37 家样本企业中茂名港集团、温州港和烟台港股份连续两年 3 季度报表利润总额亏损，剩余企业中 29 家利润总额同比增长。

表 2 存续港口企业营业毛利率情况（单位：%）

项目	港口集团企业			港口集团企业下属子（股份）公司		
	2016 年	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月	2016 年	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
1/4 分位数	11.96	11.46	13.48	17.87	17.93	15.26
3/4 分位数	26.93	24.56	27.16	32.57	29.68	28.46
中位数	18.22	18.49	18.98	25.49	25.28	23.83
平均值	21.21	20.67	21.13	25.39	25.15	23.80
标准差	12.86	12.93	12.53	12.94	13.09	13.27

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，随着港口行业回暖，2017 年港口集团企业盈利能力得以修复，港口企业下属子（股份）公司盈利仍好于集团企业；部分资源型港口依旧存在一定经营压力，北方港口盈利能力整体弱于南方。

## 2、现金流分析

### 港口企业经营获现能力增强，投资支出规模缩减，融资需求下降

2017 年前三季度，港口集团企业经营活动现金流净额累计 238.99 亿元，高于 2016 年全年水平；投资活动净流出 240.57 亿元，远低于 2016 年全年水平；筹资活动前现金流净额-1.57 亿元，经营与筹资活动现金流净额基本持平。同时，港口集团企业净融资金额大幅减少，2017 年 1-9 月，港口集团企业累计净融资金额 127.43 亿元，远低于去年同期或去年全年水平。港口企业下属（股份）公司现金流规模较小，其中经营活动现金流净额变化不大，投资活动现金净流出有所增加，筹资活动以偿还到期债务为主。

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		
	2016 年	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月	2016 年	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
经营活动现金流净额	219.78	173.03	238.99	105.52	75.80	78.15
投资活动现金流净额	-488.91	-518.68	-240.57	-43.79	-30.36	-69.40
筹资活动前现金流净额	-269.13	-345.65	-1.57	61.74	45.44	8.75
筹资活动现金流净额	246.98	427.38	127.43	-69.40	2.634	-9.82

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 3、资本结构

### 行业整体债务指标变化不大，债务负担呈适中水平，但债务结构仍有待调整

截至 2017 年 9 月底，港口集团企业样本债务合计 4768.40 亿元，较 2016 年底增长 6.69%；其中短期债务占比 37.05%，较 2016 年下降 1.16 个百分点。同时，港口企业下属（股份）公司样本有息债务合计 623.53 亿元，较 2016 年底增长 5.14%；其中短期债务占比 49.46%，较 2016 年底上升 11.16 个百分点。

从债务指标看，截至 2017 年 9 月底，港口集团企业样本资产负债率均值 56.14%，全部

债务资本化比率均值 49.63%和长期债务资本化比率均值 38.62%，较 2016 年底均有下降，债务指标整体下移。同时，港口集团企业下属子公司资产负债率和全部债务资本化比率均值分别为 43.53%和 35.22%，较 2016 年底有所上升；受债务结构影响，长期债务资本化比率有所下降。此外，港口企业债务指标标准差均明显上升，存续港口企业债务负担有所分化。

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	
	2016 年	2017 年 9 月	2016 年	2017 年 9 月	2016 年	2017 年 9 月
1/4 分位数	49.01	49.79	40.05	40.85	31.87	28.15
3/4 分位数	67.41	68.13	64.54	62.09	48.24	47.97
中位数	60.29	59.60	51.88	52.94	38.08	42.13
平均值	58.06	56.14	51.23	49.63	39.68	38.62
标准差	12.24	16.02	14.88	17.46	14.57	16.98
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	
	2016 年	2017 年 9 月	2016 年	2017 年 9 月	2016 年	2017 年 9 月
1/4 分位数	37.04	37.85	30.43	30.58	23.09	17.92
3/4 分位数	50.81	53.40	43.19	43.57	36.79	36.32
中位数	44.24	45.06	32.30	32.28	26.10	22.44
平均值	43.01	43.53	34.85	35.22	26.73	24.34
标准差	14.16	15.29	14.57	16.43	11.63	12.63

资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 三、2018 年行业展望

#### 1、行业政策

##### 各省港口资源整合有待进一步落实，整合形式或将多元发展

2017 年以来，各省相继出台港口整合计划，港口资源整合加速推进，但是从实际运行情况看，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，各省港口整合有待进一步落实。

2017 年 12 月 20 日，大连港（601880）和营口港（600313）发布实际控制人变更公告，大连港集团和营口港集团 100% 股权无偿划转至辽宁省国资委下属全资子公司辽宁东北亚港航发展有限公司（以下简称“辽宁港航发展”），这标志着辽宁港口资源整合取得重大进展，上述港口企业实际控制人由地方政府变更为省级政府。根据 2017 年 6 月 13 日辽宁省政府和招商局集团沈阳签署的《港口合作框架协议》，招商局将投资控股可能成立的辽宁港口集团，主导辽宁省港口企业的经营管理。未来，招商局是否会进一步取得辽宁港航发展控股权尚不确定。

2018 年 1 月 25 日，根据山东省第十三届人民代表大会政府工作报告，山东省将谋划推进青岛港、渤海湾港、烟台港和日照港四大集团建设，并适时组建山东港口投资控股集团。其中青岛港将囊括威海港，渤海湾港包括潍坊、东营、滨州 3 个区域重要港口。由此山东省港口资源整合框架正式推出，但上述港口部分为上市公司且股权结构复杂，港口资源整合和港口集团的组建仍面临较大考验。

结合目前各省推出的港口资源整合方案,预计 2018 年港口资源整合方式或将多元发展:跨区域整合将逐渐增多,港口之间的协同合作将超越省的行政区划;跨行业的上、下游整合将逐渐增多,比如中远海运、招商局集团等综合产业主体,将逐渐加大与港口行业的合作和整合力度;港口整合之后,内部的改革和运营机制重构将赋予港口新的发展动能。

#### **反垄断整改下调集装箱装卸费,但整体影响有限;预计 2018 年港口费降幅空间不大**

2017 年 7 月,交通部对 2016 年出台的《港口收费计费办法》进行了修订,将港口经营服务性收费项目由 45 项精简至 17 项,并于 9 月 15 日正式实施。11 月 15 日,国家发改委公布了港口反垄断调查结果,提出的整改措施主要涉及全面开放拖轮、理货和船代市场;合理调降外贸进出口集装箱装卸费;立即废止和清除不合理的交易条件等 3 个方面。

此次港口行业反垄断的整改措施有利于恢复行业公平竞争秩序,也能够缓解集运企业成本压力,降低企业物流成本,促进实体经济复苏。涉及外贸箱费率下调的港口企业均为区域内龙头港口,在全球集运体系中扮演了重要角色,其经营规模大,抗风险能力强,此次费率下调对上述企业盈利能力冲击力度有限。

2017 年出台的港口收费调整政策涵盖了港口收费方式和收费标准,综合考虑到目前我国港口企业存在较为明显的区域竞争和经营压力,预计 2018 年港口收费进一步调整的可能性不大。

## 2、行业需求

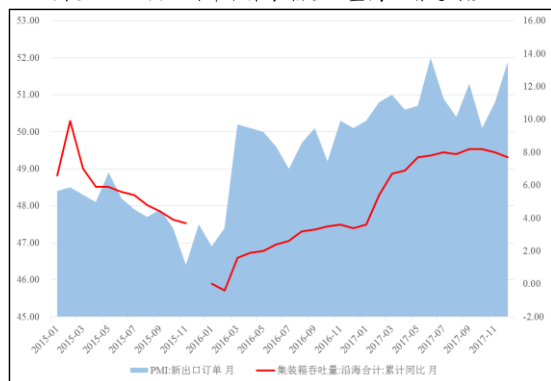
### **海港联运对港口企业带来机遇与挑战,大型枢纽港口优势明显**

2017 年 4 月新的海运联盟正式生效,对部分航线进行了相应的调整,对港口企业带来一定的机遇和挑战。根据三大联盟每周港口挂靠次数计算,五大中国港口挂靠频次最高,分别是上海港、宁波港、盐田港、香港港和青岛港。此外,集运行业船舶大型化将利好大型枢纽港口吞吐量增长。预计 2018 年,随着海运行业进一步回暖,新海运联盟挂靠港口以及船公司合作港口将迎来良好的发展机遇,同时这也将对其他港口经营造成一定竞争压力。

### **外贸出口是支撑集装箱吞吐量增长的核心因素,但实际增量或有扰动**

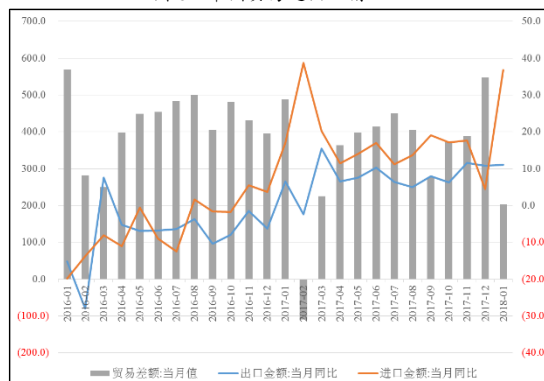
预计 2018 年中国贸易出口增速与 GDP 增速大致相同,将为集装箱出口提供有力支撑。从外部需求看,美国市场和欧洲市场经济情况不断好转,美国和欧元区 PMI 指数不断攀升,美国和欧洲失业率也不断下降,商品贸易的需求量较大。中国 PMI 出口新订单指数与沿海港口集装箱吞吐量有较强的对应关系,2017 年下半年后 PMI 出口新订单指数逐渐企稳,但波动较大。整体看,外贸出口是支撑 2018 年集装箱吞吐量增长的核心因素,但是实际增长也将受到国内经济基本面、中美汇率等因素有所波动。

图 5 PMI 出口订单和集装箱吞吐量同比增速对应



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 6 中国贸易进出口情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 煤炭、铁矿石等大宗散货吞吐量增速或将回落，油品吞吐量将保持较快增长

经过了 2017 年下半年的增长，主要工业原材料价格近期高位企稳，长期看缓慢下行的概率大，预计 2018 年工业经济将呈缓慢下行趋势，中国经济基本面或将有所回落，经济增速基本与 2017 年相同，煤炭将维持增长需求，但增幅预计较 2017 年有所下降；其中供给侧改革、环保政策、错峰生产等因素或将成为工业经济的主要扰动因素。此外，预计公路煤炭禁运的环保要求短期内不会放松，铁路煤下水港将继续收益。

综合考虑到目前铁矿石港口库存量较高，以及 2018 年 2 月 23 日出台的《唐山出台钢铁业 2018 年非采暖季错峰生产方案征求意见稿》表明了政府态度，且落实可能性较大，预计 2018 年铁矿石进口量增速或将回落。

近年来，我国原油市场保持较高的对外依存度，原油进口量保持较快增速，到 2018 年下半年将有较多新增炼化产能，原油需求量较大。同时，2018 年非国营贸易原油进口允许量为 14242 万吨，较 2017 年的 8760 万吨增长 62.58%，若配额使用充足，原油进口量将大幅增长。

### 3、港口企业信用特征

#### 港口企业盈利能力有望整体回升，但短期内仍面临竞争压力，港口企业分化或加剧

2017 年，我国港口行业逐渐走出低谷，港口企业盈利能力和经营获现能力均有所提升。展望 2018 年，港口企业收入增量受吞吐量影响或将波动，但随着行业回暖，收费政策调整逐渐消化，港口企业盈利能力预计将企稳或小幅上升。同时，港口企业资源整合效应难以在短期内释放，港口企业间竞争仍难以改善，腹地经济弱港口企业将承担更大经营压力，港口企业盈利能力或将进一步加剧分化。

#### 港口企业投融资主动放缓，资本结构保持基本稳定，整体债务负担或将有所下降

现阶段，中国港口行业仍面临结构化产能过剩。2017 年港口投资回归理性，企业融资规模大幅下降，存续港口企业数量随之不断减少。随着港口企业经营获现能力的上升，企业存量债务规模稳步下降，资本结构将保持基本稳定，债务负担或将有所下降。目前，港口集团企业债务结构较以往有所优化，但短期债务占比仍处较高水平，考虑到港口企业不断增强



的经营获现能力，短期内港口企业短期支付压力尚可。

整体而言，各省港口资源整合形式或将多元发展；海港联运对港口企业带来机遇与挑战，大型枢纽港口优势明显。外贸出口是支撑集装箱吞吐量增长的核心因素，但汇率、经济运行等成为其实际增量的扰动因素；同时中国工业经济发展趋势、供给侧改革、环保政策等因素或将致使煤炭、铁矿石等大宗散货吞吐量增速回落。预计港口企业整体盈利将在短期内企稳或小幅上升；港口企业投资将回归理性，整体债务负担或将小幅下降。投资过度超前且腹地经济实力较弱的港口企业或将面临较大经营压力，信用基本面值得关注。

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。