

港口行业

稳定

港口行业 2018 年度信用展望

工商企业部 林贇婧 喻俐萍

2017 年以来，受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬以及消费稳定增长等因素影响，我国港口货物吞吐量持续上涨，且增速明显回升；我国港口基建投资增速出现分化，沿海港口建设趋于理性，投资增速继续放缓，但内河港口仍保持较高增速。我国港口行业所处政策环境较好，各级政府不断出台相关政策扶持其发展、优化竞争环境并提高资源利用效率，港口资源整合工作的不断深入也在逐步优化行业内的竞争环境，缓解同区域港口之间的竞争压力并实现差异化发展；同时，我国港口行业面临的政策性风险也开始逐渐显现，如收费机制市场化改革、反垄断调查和环保政策等，对我国港口的业务发展和盈利水平均造成了负面影响。

2017 年前三季度，我国港口行业仍以发行短期融资券、中期票据和公司债等传统债券为主，但受市场利率上行的因素影响，新发行债券数量较少，当期共发行了 21 支债券，未及 2016 年全年的一半；从新发行债券主体信用级别分布来看，无主体信用级别 AA 以下的企业。级别调整方面，2017 年前三季度，我国港口行业 1 家企业信用评级展望由负面调整为稳定，1 家企业信用评级展望由稳定调整为负面，4 家企业主体信用级别向上迁移。

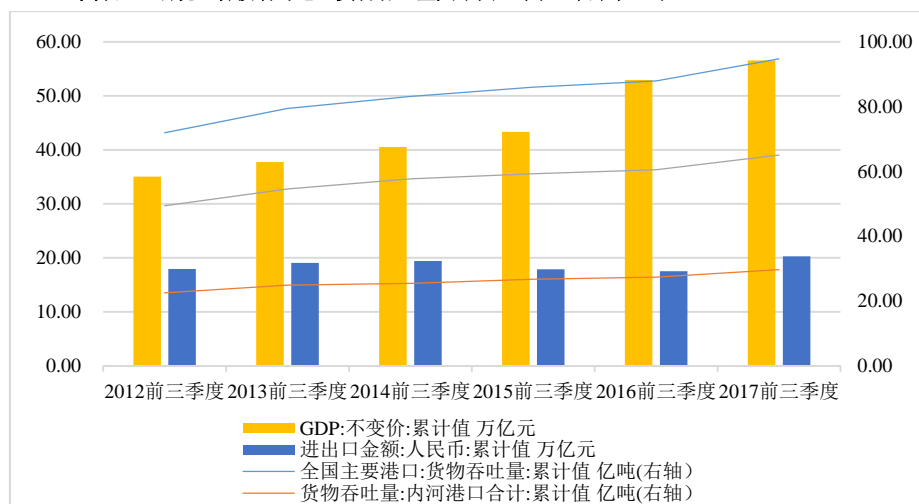
展望 2018 年，国际经济环境缓慢复苏，我国将继续推进经济结构转型和去产能等供给侧改革工作，我国港口行业未来整体将保持低速增长的态势；行业内作业费率下调压力较大，盈利水平将会有所下滑；随着我国港口行业资源整合工作的深入，行业内无序竞争现象得以缓解，各港口的定位和发展方向进一步明确化将为我国部分港口带来新的建设需求；行业内企业集团化特征愈发凸显，部分企业开始拓展业务面、寻找新的盈利点，开展境外港口业务的意愿不断提升。总体来看，我国港口行业环境中短期内保持稳定。

行业基本面

2017 年以来，受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬以及消费稳定增长等因素影响，我国港口货物吞吐量规模继续扩大，且增速较 2016 年明显回升；但国际经济环境预计复苏缓慢，同时我国将继续推进经济结构转型和去产能等供给侧改革工作，2018 年我国港口行业将保持低速增长的发展态势。

宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素。2017 年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势，随着我国经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来将有望长期保持中高速稳定增长态势。初步核算，2017 年前三季度我国实现国内生产总值 59.33 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；同期，我国对外贸易经济形势扭转了 2015~2016 年的负增长态势，实现进出口金额 20.29 万亿元，同比增长 15.75%，较上年同期大幅增加 17.64 个百分点；我国港口货物吞吐量也随之继续上涨且增速明显回升，同期我国主要港口完成货物吞吐量 94.73 亿吨，同比增长 7.72%，增速较上年同期上升 5.46 个百分点。

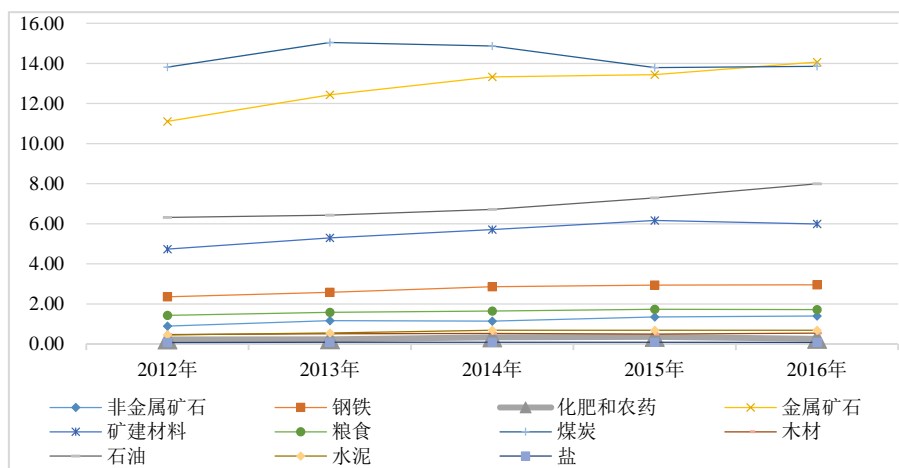
图表 1. 宏观经济波动与港口货物吞吐量关系图（单位：万亿元、亿吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在货种结构上，港口的吞吐货种主要分为散杂货和集装箱两大类。从散杂货结构来看，金属矿石、煤炭、石油、矿建材料和钢铁一直是我国散杂货业务前五大货种，2016 年吞吐量占比分别为 17.35%、17.09%、9.86%、7.39% 和 3.65%；增速分别为 4.70%、0.50%、9.61%、-2.85% 和 0.55%。其中，仅矿建材料吞吐量出现负增长，而煤炭随着 2016 年下半年以来行业形势的回暖，吞吐量开始恢复微幅增长。2017 年以来，我国大宗商品价格在年初时略有回落，但在年中开始回涨，未来将表现为震荡上扬的态势，预计能够为我国港口货物吞吐量的增长提供一定支撑。

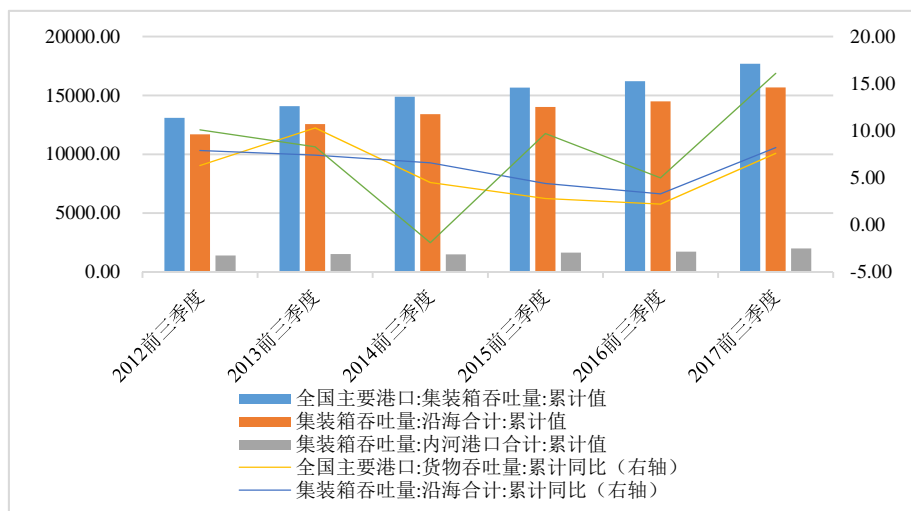
图表 2. 我国沿海主要港口分货类吞吐量（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

我国集装箱货物主要包括机电产品、纺织服装、玩具等工业制成品，相对于散杂货，集装箱吞吐量与国际宏观经济和对外贸易形势之间的关系更为紧密，2017 年前三季度，我国主要港口集装箱吞吐量为 1.77 亿 TEU，同比增长 9.09%，增速较上年同期上升 5.55 个百分点。未来，全球经济形势预计将继续回暖，再加上我国各大港口“散改集”工作的推进对集装箱货源的补充，我国港口集装箱吞吐量将保持较好的发展态势。

图表 3. 我国港口集装箱吞吐情况（单位：万 TEU、%）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

从港口布局来看，我国按港口所在的区域归属于内地还是沿海岸线，划分为沿海港口和内河港口，相对于内河港口，沿海港口在水域自然条件、集疏运系统和专业化程度等方面均明显优于内河港口。2017 年前三季度，我国主要沿海港口完成货物吞吐量 65.04 亿吨，同比增长 7.43%，增速较上年同期上升 5.30 个百分点，其中，宁波-舟山港、上海港、唐山港和湛江港四大港口均表现出两位数增长，湛江港增速最快且自 2016 年 2 月以来，每个月均维持着 15-25% 的增速；此外，受当地政府率先实施禁止汽运煤政策的影响，天津港成为了我国前十大沿海港口中唯一一个负增长的港口，当年 5~9 月，天津港货物吞吐量的同比跌幅均在 10% 左右。

图 4. 我国沿海前十大港口货物吞吐量情况¹ (单位: 亿吨、%)

2015 年前三季度			2016 年前三季度			2017 年前三季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
宁波-舟山港	6.86	3.94	宁波-舟山港	6.94	1.19	宁波-舟山港	7.71	11.06
上海港	4.90	3.75	上海港	4.79	2.21	上海港	5.29	10.35
天津港	4.00	0.44	天津港	4.13	3.34	唐山港	4.29	12.99
广州港	3.71	4.71	广州港	3.83	3.12	广州港	4.16	8.65
唐山港	3.66	1.44	唐山港	3.80	3.73	青岛港	3.82	1.52
青岛港	3.66	3.89	青岛港	3.76	2.75	天津港	3.78	-8.45
大连港	3.35	4.29	大连港	3.36	0.12	大连港	3.49	3.91
营口港	2.71	4.02	营口港	2.77	2.30	营口港	2.84	2.29
日照港	2.53	0.55	日照港	2.64	4.52	日照港	2.72	2.94
秦皇岛港	1.94	5.50	烟台港	2.01	6.54	湛江港	2.18	13.50

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2017 年前三季度, 我国沿海港口集装箱吞吐量为 1.57 亿 TEU, 同比增长 8.24%, 增速较上年同期提升 4.88 个百分点, 近三年我国沿海港口集装箱吞吐量十大排序整体较为稳定, 仅广州港受益于广州国际航运中心和自贸试验区建设等政策支持, 吞吐量持续保持着较高增速, 且吞吐规模于 2017 年 4 月起超过了青岛港, 行业排序由第五位上升至第四位; 上海港、深圳港及宁波-舟山港始终保持着行业前三, 但宁波-舟山港受益于浙江省港口资源的整合, 省内港口协同发展, 无序竞争得到改善且资源利用效率获得提升, 其集装箱吞吐量快速增长, 与深圳港的差距快速缩小, 2017 年前三季度两港集装箱吞吐量仅相差 20.46 万 TEU。

图 5. 我国沿海前十大集装箱港口吞吐量情况 (单位: 万 TEU、%)

2015 年前三季度			2016 年前三季度			2017 年前三季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
上海港	2739.95	3.84	上海港	2760.99	0.77	上海港	2988.96	8.26
深圳港	1814.28	3.28	深圳港	1794.02	1.12	深圳港	1895.29	5.64
宁波-舟山港	1581.95	7.27	宁波-舟山港	1641.64	3.77	宁波-舟山港	1874.83	14.20
青岛港	1297.42	3.58	青岛港	1348.67	3.95	广州港	1483.27	11.35
广州港	1252.81	6.43	广州港	1332.13	6.33	青岛港	1373.38	1.83
天津港	1033.57	2.18	天津港	1095.35	5.98	天津港	1145.53	4.58
大连港	749.11	1.31	大连港	760.65	1.54	大连港	761.75	0.14
厦门港	678.75	8.05	厦门港	703.12	3.59	厦门港	761.31	8.28
营口港	451.37	4.49	营口港	457.55	1.37	营口港	464.29	1.47
连云港港	371.36	1.90	连云港港	356.89	3.90	连云港港	355.55	0.38

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2017 年前三季度, 我国内河主要港口完成货物吞吐量 29.69 亿吨, 同比增长 8.38%, 增速较上年同期上升 5.83 个百分点。我国内河港口主要布局于长江沿线, 而长江流经江苏省 425 公里 (深水航道 369 公里), 是长江主航道中通航条件好、船舶通过量大、经济社会效益显著的“黄金水道”, 使得江苏省内沿江港口资源丰富, 数量较多且发展较为成熟, 在我国内河港口货物吞吐量前五名中, 有四个港口隶属于江苏省, 根据交通运输部统计, 同期, 江苏省规模以上沿江港口完成货物吞吐量合计 12.19 亿吨, 同比增长 9.69%。

图 6. 我国前十大内河港口货物吞吐量情况 (单位: 亿吨、%)

2015 年前三季度			2016 年前三季度			2017 年前三季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
苏州港 ²	4.00	13.54	苏州港	4.23	5.76	苏州港	4.62	9.08
南通港	1.64	4.51	南通港	1.70	3.60	南京港	1.80	10.43
南京港	1.62	5.28	南京港	1.63	0.71	南通港	1.73	1.90
泰州港	1.26	6.80	重庆港	1.28	11.72	泰州港	1.45	17.05
重庆港	1.15	7.21	泰州港	1.24	-1.73	重庆港	1.44	12.61
镇江港	0.96	-8.93	镇江港	0.97	0.71	江阴港	1.16	23.36
江阴港	0.94	3.51	江阴港	0.94	-0.17	镇江港	1.05	8.22
芜湖港	0.87	10.10	芜湖港	0.92	6.07	芜湖港	0.98	6.14

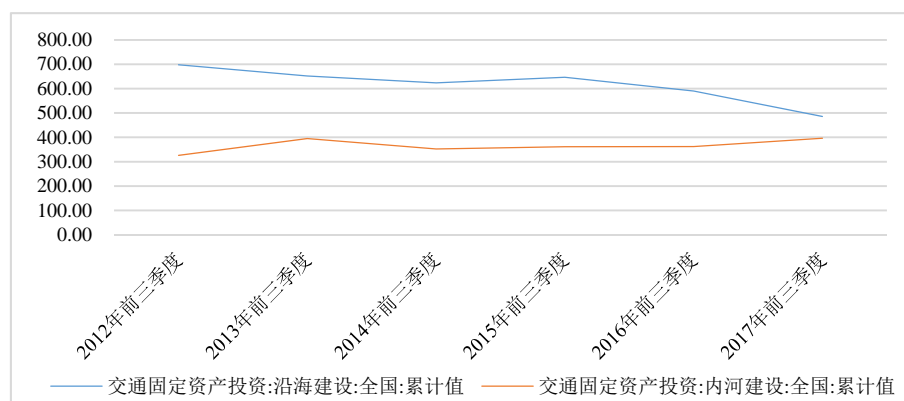
¹ 本文内将隶属于同一港口群的港口用同一色系标注。² 由原国家一类开放口岸张家港港、常熟港和太仓港三港合一组建成的新兴港口, 原三个港口相应成为苏州港张家港港区、常熟港区和太仓港区。

2015 年前三季度			2016 年前三季度			2017 年前三季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
岳阳港	0.78	-0.93	岳阳港	0.85	9.51	铜陵港	0.84	5.19
九江港	0.73	20.11	九江港	0.81	11.62	九江港	0.83	2.78

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在港口建设投资方面，2017 年前三季度，我国沿海港口继续放缓建设步伐，建设投资仍为负增长，当期累计投资 485.71 亿元，同比下降 17.65%，较上年同期扩大 8.89 个百分点；同期，我国内河建设投资 396.11 亿元，同比增长 9.44%，增速较上年同期上升 9.22 个百分点，主要是长江经济带综合立体交通走廊、江海联运等建设的推动。总体来看，我国港口行业投资建设出现分化，大部分沿海港口已趋于理性，但随着我国各地港口资源整合工作的不断深入，以及船舶大型化趋势的有增无减，我国在新建大型泊位、改造现有泊位等方面的投资预计将会继续增加。

图表 7. 2012 年以来我国港口前三季度建设投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

港口行业面临的政策环境偏好，但随着我国政府在环保、港口收费调控和反垄断等方面工作的开展，其面临的政策性风险也开始愈发凸显。

港口是我国重要的交通基础设施，其建设和运营状况对于地方经济的发展均发挥着至关重要的作用，在我国近年来大力实施的“一带一路”和“长江经济带”国家发展战略中，被赋予了重要的战略性地位。2017 年以来，我国交通运输部等部门继续对港口各相关领域颁布了多项政策扶持和管控政策，在提高集疏运效率、缓解资源浪费并改善竞争环境等方面提供了许多助力；同时，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

图表 8. 近年来国家层面主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称
2017 年 7 月 20 日	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》
2017 年 5 月 19 日	交通运输部	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017-2020 年）》
2017 年 2 月 16 日	交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司	《“十三五”港口集疏运系统建设方案》
2017 年 2 月 3 日	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》
2016 年 12 月 10 日	交通运输部	《交通运输部关于修改〈国内水路运输管理规定〉》
2016 年 5 月 31 日	交通运输部	《水运“十三五”发展规划》
2016 年 3 月 25 日	交通运输部	《交通运输统计发展纲要》
2016 年 1 月 7 日	国务院	《国务院关于支持沿江重点地区开发开放若干政策措施的意见》
2015 年 12 月 18 日	交通运输部、财	《关于完善港口建设费征收政策有关问题的通知》

发布时间	发布方	文件全称
	政部	

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

港口作为我国重要交通基础设施，其发展方向和功能定位主要取决于国家和当地政府的规划，政府对港口的布局及定位对港口具有直接、重要影响。2017 年以来，我国港口资源整合步伐加快，有助于缓解区域内的无序竞争，行业竞争格局逐步向大型化、集约化发展；同时，港口资源的整合亦可提高港口资产的使用效率、减少资源浪费及避免过度重复投资。

港口间由于腹地的交叉而形成港口群，目前，我国港口根据《全国沿海港口布局规划》（2006），按照不同地区的经济发展状况及特点、区域内港口现状及港口间运输关系和主要货类运输的经济合理性，自北向南被划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群。

➤ 环渤海地区港口群

环渤海地区港口群内港口密集，大中型规模的港口较多，2017 年前三季度，在我国沿海港口货物吞吐量排名前 10 位中占据 6 个名额，但较以前年度减少 1 名，主要系烟台港被湛江港超越，未能进入前十。环渤海地区港口群根据《环渤海地区合作发展纲要》又划分为辽宁、津冀和山东三个沿海现代化港口群，其中的三大主枢纽港天津港、青岛港和大连港综合实力相当，在散杂货种上差异化发展，且直接经济腹地重叠情况不多，但未来都将集装箱业务作为重点发展方向，竞争主要集中在集装箱国际中转业务。

从各块区域内竞争现状来看，辽宁沿海现代化港口群中，大连港、营口港和锦州港距离较近，其中，大连港在油品和集装箱业务上建立了明显优势，且其自然资源禀赋最好，东北亚国际航运中心的地位使其业务外向性明显；营口港自然条件略差于大连港，在矿石、钢材和煤炭等大宗散杂货业务上具有较为明显的优势，且其距离内陆最近，陆运成本较低，目前业务以内贸为主；锦州港是辽西和内蒙古地区煤炭外运的主要出海港，其煤炭吞吐量在辽宁省各港口中排名第一。丹东港的地理位置则与上述三港存在一定距离，直接经济腹地重叠性不大，其是我国东北经济区通向韩国、朝鲜和日本最为便捷的出海口，业务发展的政治敏感度较高。津冀沿海现代化港口群内目前将天津港定位为综合港口，以集装箱、商品汽车滚装和邮轮运输为重点；河北省港口则以大宗物资运输为主，两地港口正在不断实现差异化发展；不过，河北省内的秦皇岛港和黄骅港在煤炭运输上竞争激烈。山东沿海现代化港口群内青岛港腹地覆盖面最广，竞争力较强，尤其是在集装箱方面具有较大的优势，不过在铁矿石和煤炭等货种上面临日照港的竞争；日照港、烟台港和威海港以散矿、散煤和油气业务为主，三港自然条件相似，且腹地重叠较多，竞争较为激烈，为避免同质化竞争和重复建设，当地政府已发布相关文件进一步优化沿海港口布局规划，调整港区功能规划，促进实现港口间的合理分工与协调发展，但山东省目前尚未提出明确的港口资源整合方案。

从货物吞吐量来看，2017 年前三季度，辽宁和山东沿海现代化港口群内大部分港口吞吐量增速相对稳定，仅锦州港、丹东港和威海港波动较大，其中，锦州港吞吐量实现了双位数增长，扭转了前两年同期的负增长态势，主要原因系粮食、油品及集装箱吞吐量增幅明显，其中，粮食吞吐量的增长主要系当年是锦州港玉米市场化元年，国家连续出台玉米去库存利好政策，北粮南运态势持续向好；油品吞吐量的增加主要系得益于地方炼油企业将出口成品油标准由以往的东南亚标准换为澳洲标准，标准调整后下水外贸成品油船舶翻倍增加；集装箱的增长主要源于“锦州-俄罗斯”中欧班列的开通；丹东港和威海港均呈现负增长，其中，丹东港主要系受累于直接腹地丹东市经济的持续低迷³，威海港主要系其距韩国最近，政治敏感度较高，受中韩贸易规模下降等因素影响较

³ 2014~2016 年丹东市 GDP 增速分别为-7.59%、-3.75%和-24.01%。

大。此外，山东省自 2017 年 10 月开始禁收汽运煤，将影响群内港口企业的煤炭吞吐量，但山东省内港口的货种构成上，煤炭占比并不高，对其辖区内港口的货物吞吐总量预计影响有限。

2017 年前三季度，津冀港口群内各港口的货物吞吐量波动较大，主要系天津港货物吞吐量受当地政府率先执行禁止汽运煤政策的影响出现大幅下滑，而唐山港、秦皇岛港和黄骅港受益于其货物的分流吞吐量均表现出较高增速，其中，秦皇岛港在基数效应下增速更是高达 41.24%；不过，随着该政策落实覆盖面的扩大，上述港口的增速将难以维系，唐山港和黄骅港分别于 8 月和 10 月开始实施禁止汽运煤政策，其中，唐山港当年 8~10 月货物吞吐量同比增速分别为 13.92%、6.36%和 3.61%，分别下降 12.25、7.56 和 2.75 个百分点。未来，随着雄安新区建设的推进，基础设施建设所带来的对金属矿石、矿建材料和机械设备等货物的需求，将为周边港口提供新的货源，其中，天津港距离雄安新区最近，预计将成为获益最大的港口。

图表 9. 环渤海地区港口群货物吞吐量及增速（单位：亿吨、%）

名称	主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
		吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
辽宁沿海现代化港口群	大连港	3.35	4.29	3.36	0.12	3.49	3.91
	营口港	2.71	4.02	2.77	2.30	2.84	2.29
	丹东港	1.10	10.33	1.18	7.33	1.16	-1.69
	锦州港	0.69	-1.35	0.66	-4.74	0.78	18.54
	盘锦港	0.34	10.1	0.30	-13.07	-	-
	葫芦岛港	-	-	-	-	-	-
津冀沿海现代化港口群	天津港	4.00	0.44	4.13	3.34	3.78	-8.45
	秦皇岛港	1.94	-5.50	1.29	-33.52	1.82	41.24
	唐山港	3.66	-1.44	3.80	3.73	4.29	12.99
	黄骅港	1.23	-7.38	1.84	49.74	2.06	12.03
山东沿海现代化港口群	青岛港	3.66	3.89	3.76	2.75	3.82	1.52
	日照港	2.53	-0.55	2.64	4.52	2.72	2.94
	烟台港	1.89	5.19	2.01	6.54	2.13	6.02
	威海港	0.29	16.66	0.30	2.03	0.30	-0.91

图表 10. 环渤海地区港口群集装箱吞吐量及增速（单位：万 TEU、%）

名称	主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
		吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
辽宁沿海现代化港口群	大连港	749.11	1.31	760.65	1.54	761.75	0.14
	营口港	451.37	4.49	457.55	1.37	464.29	1.47
	丹东港	134.15	9.30	145.27	8.29	143.40	-1.29
	锦州港	58.23	-6.53	54.09	-7.12	88.27	63.20
	盘锦港	-	-	-	-	-	-
	葫芦岛港	-	-	-	-	-	-
津冀沿海现代化港口群	天津港	1033.57	-2.18	1095.35	5.98	1145.53	4.58
	秦皇岛港	35.26	13.05	36.75	4.23	43.22	17.60
	唐山港	97.30	29.56	131.10	34.74	171.80	31.05
	黄骅港	-	-	-	-	-	-
山东沿海现代化港口群	青岛港	1297.42	3.58	1348.67	3.95	1373.38	1.83
	日照港	215.85	18.21	223.11	3.37	236.62	6.06
	烟台港	186.82	8.67	197.72	5.83	205.03	3.70
	威海港	49.88	6.47	51.06	2.37	53.01	3.82

数据来源：Wind 资讯和中港网等，新世纪评级整理

我国港口企业国有特征明显，目前，环渤海地区港口群内主要公共码头经营实体的股东背景大部分均为当地的各级政府，仅丹东港和葫芦岛港两港的公共码头经营主体实际控制人为自然人；此外，锦州港的主要公共码头经营实体⁴和青岛港的集装箱业务主要经营主体⁵目前无实际控制人。从市场占有率来看，辽宁省内各港口公共码头经营主体在所经营港口均具有较高的垄断地位，市场份额均在 75% 以上，仅唐山港内经营主体

⁴ 即锦州港股份有限公司，其第一大股东为大连港集团有限公司。

⁵ 即青岛前湾集装箱码头有限责任公司，其第一大股东为 PTS（控股）有限公司，青岛港国际股份有限公司对其进行实质管理和经营。

较多，市场份额较为分散，其中唐山港曹妃甸港区的两家公共码头经营主体在曹妃甸港区的市场占比均为 30%左右，唐山港京唐港区的公共码头经营主体在京唐港区的市场占比约为 75%；此外，黄骅港的市场份额主要是由货主码头经营主体占据，公共码头经营主体市场份额占比不到 20%。

图表 11. 环渤海地区港口群内主要经营企业情况（单位：亿吨、%）

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量 ⁶	增速
1	大连港集团有限公司	大连港	大连市国资委 ⁷	否	AAA	3.55	5.47
2	大连港股份有限公司			是	AAA	3.55	5.47
3	营口港务集团有限公司	营口港	营口市国资委 ⁸	否	AA ⁺	3.52	4.04
4	营口港务股份有限公司			是	AA ⁺	2.43	0.29
5	锦州港股份有限公司	锦州港	无	是	AA	0.75	-2.16
6	盘锦港集团有限公司	盘锦港	营口市国资委	否	-	-	-
7	丹东港集团有限公司	丹东港	王文良	否	C	1.58	5.10
8	葫芦岛港集团有限公司	葫芦岛港柳条沟港区	王宝军	否	-	-	-
9	绥中港集团有限公司	葫芦岛港绥中港区	营口市国资委	否	-	-	-
10	天津港（集团）有限公司	天津港	天津市国资委	否	AAA	5.51	1.86
11	天津港发展控股有限公司			是	-	4.75	3.86
12	天津港股份有限公司			是	AAA	3.76	4.78
13	天津临港港务集团有限公司	大沽口港区	临港经济区管委会	否	AA	0.29	9.99
14	河北港口集团有限公司	秦皇岛港及唐山港曹妃甸港区	河北省国资委	否	AAA	3.13	-15.51
15	唐山曹妃甸实业港务有限公司			否	AA	0.73	-9.09
16	曹妃甸港集团股份有限公司	唐山港曹妃甸港区	曹妃甸工业区财政局	否	AA ⁹	0.92	0.51
-	国投曹妃甸港口有限公司 ¹⁰			否	-	-	-
-	华能曹妃甸港口有限公司			否	-	-	-
17	唐山港口实业集团有限公司	唐山港京唐港区	唐山市国资委	否	AA ⁺	2.05	27.95
18	唐山港集团股份有限公司			是	AA ⁺	2.05	27.95
19	秦皇岛港股份有限公司	秦皇岛港	河北省国资委	是	-	2.40	-17.29
-	神华黄骅港务有限责任公司	黄骅港	国务院	否	-	-	-
20	沧州渤海港务有限公司			河北省国资委	否	-	-
21	青岛港（集团）有限公司	青岛港	青岛市国资委	否	AAA	-	-

⁶ 为拥有权益的所有相关公司的合计数据。

⁷ 2017 年 12 月 20 日，大连市国资委与辽宁省国资委设立的国有独资公司辽宁东北亚港航发展有限公司签署了《无偿划转协议》，实际控制人预计将变更为辽宁省国资委。

⁸ 2017 年 12 月 20 日，营口市国资委与辽宁省国资委设立的国有独资公司辽宁东北亚港航发展有限公司签署了《无偿划转协议》，实际控制人预计将变更为辽宁省国资委。

⁹ 主体评级时间为 2016 年 1 月，已失效。

¹⁰ 国投曹妃甸港口有限公司、华能曹妃甸港口有限公司和神华黄骅港务有限责任公司主要为满足母公司运营而设立，为货主码头。

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量 ⁶	增速
22	青岛港国际股份有限公司			是	AAA	4.43	3.11
23	青岛前湾集装箱码头有限责任公司	前湾港区	无	否	AA ⁺	-	-
24	日照港集团有限公司	日照港	日照市政府	否	AA ⁺	3.50	3.86
25	日照港股份有限公司			是	AA ⁺	2.08	-0.31
26	烟台港集团有限公司	烟台港	烟台市国资委	否	AA ⁺	2.65	5.46
27	烟台港股份有限公司			否	AA	2.65	5.31
28	威海港股份有限公司	威海港	威海市国资委	否	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

➤ 长江三角洲地区港口群

长江三角洲地区港口群内上海港和宁波-舟山港是最重要及规模最大的两个港口。近年来，宁波-舟山港随着资源整合工作的推进，竞争力逐步提升，但上海港具有独特的地域和地位优势，其“国际航运枢纽港”的地位不断巩固，且未来将建成具有全球航运资源配置能力的国际航运中心，同时，上述两港的腹地覆盖面较广，经济实力较强且发展稳健，两港之间虽然存在竞争，但货源相对充裕，能得到较好保障，后续可重点研究如何协同发展。连云港港与上述两港之间的竞争地位相对较弱，与日照港之间的竞争更为激烈，目前江苏省在开展省内资源整合工作，连云港港作为省内第一沿海大港将最为受益，竞争实力有望提升。2017 年前三季度，长江三角洲地区主要港口中除连云港港和南通港吞吐量同比增速略微下滑之外，大部分港口增速均大幅回升，其中，上海港、宁波-舟山港、南京港和重庆港均呈两位数增长，重庆港近三年一直维持着高速增长，主要原因系其具有独特的区位优势，为我国长江上游最大的内河主枢纽港，水域资源和集疏运条件优越，且主要经济腹地为重庆市及云、贵、川三省，临近无可替代港口。

图表 12. 长江三角洲地区港口群货物吞吐量（单位：亿吨、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
上海港	4.90	-3.75	4.79	-2.21	5.29	10.35
宁波-舟山港	6.86	3.94	6.94	1.19	7.71	11.06
连云港港	1.47	-0.36	1.52	3.79	1.57	3.20
温州港	0.64	7.10	0.63	-1.35	0.69	9.86
苏州港	4.00	13.54	4.23	5.76	4.62	9.08
南京港	1.62	5.28	1.63	0.71	1.80	10.43
镇江港	0.96	-8.93	0.97	0.71	1.05	8.22
南通港	1.64	4.51	1.70	3.60	1.73	1.90
重庆港	1.15	7.21	1.28	11.72	1.44	12.61

图表 13. 长江三角洲地区港口群集装箱吞吐量（单位：万 TEU、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
上海港	2739.95	3.84	2760.99	0.77	2988.96	8.26
宁波-舟山港	1581.95	7.27	1641.64	3.77	1874.83	14.20
连云港港	371.36	-1.90	356.89	-3.90	355.55	-0.38
温州港	40.70	-1.77	39.78	-2.27	43.09	8.32
苏州港	375.16	15.98	396.35	5.65	441.36	11.36
南京港	218.37	7.02	229.57	5.13	237.37	3.40
镇江港	30.77	9.62	27.40	-10.95	30.35	10.77
南通港	55.66	7.47	57.78	3.81	72.64	25.72
重庆港	76.06	-0.58	82.22	8.10	99.73	21.30

数据来源：Wind 资讯和中港网等，新世纪评级整理

长江三角洲地区港口群内主要公共码头经营实体均为国有背景，但如阜港务集团有限公司最大股东为自然人，其实际控制人中国林业集团公司系通过与自然人股东签署一致行动人协议获得的控制权，控制权归属存在不确定性；此外，江苏省内港口数量较多，部分小型港口企业的股权结构亦较为复杂，江苏省的港口资源整合从而面临较大的工作难度，尤其是在引导民资退出的工作上，面临较大障碍，从而影响整个工作的进程。从

市场占有率来看，上海港、宁波-舟山港和连云港港的公共码头经营主体具有明显的区域垄断优势；温州港的公共码头经营主体在当地的 market 占比约 35% 左右，但其垄断了温州港的集装箱市场。此外，我国沿江内河港口的各经营主体在其所处港区的市场份额均不高，竞争环境较为激烈，目前仅南京港的公共码头经营主体在南京港的市场份额约为 43% 左右，而内河第一大港苏州港的公共码头经营主体在苏州港的市场份额仅为 15% 左右。

图表 14. 长江三角洲地区港口主要经营实体基本情况（单位：亿吨，%）

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量	增速
29	上海国际港务（集团）股份有限公司	上海港	上海市国资委	是	AAA	5.14	0.14
30	宁波舟山港集团有限公司	宁波-舟山港	宁波市国资委	否	AAA	6.65	2.90
31	宁波舟山港股份有限公司			是	AAA ¹¹	6.65	3.00
32	宁波舟山港舟山港务有限公司			否	AA ⁺ 12	-	-
33	温州港集团有限公司	温州港		否	AA ⁻	0.84	-0.99
34	连云港港口集团有限公司	连云港	连云港市国资委	否	AA ⁺	2.02	-4.11
35	江苏连云港港口股份有限公司			是	AA	2.02	-4.11
36	江苏大丰海港控股集团有限公司	大丰港	大丰市人民政府	否	AA	0.48	10.13
37	南京港（集团）有限公司	南京港	南京市国资委	否	AA	1.01	9.28
38	南京港股份有限公司	南京港	南京市国资委	是	AA	0.18	32.18
39	南通港口集团有限公司	南通港	南通市国资委	否	AA ⁻¹³	-	-
40	靖江港口集团有限公司	靖江港	靖江市国资委	否	-	0.03	32.41
41	如皋港务集团有限公司	如皋港	中国林业集团公司	否	AA ⁻¹⁴	-	-
42	苏州港口发展（集团）有限公司	苏州港	苏州市国资委	否	-	0.90	23.94
43	武汉港务集团有限公司	武汉港	武汉市国资委	否	AA	0.42	-1.01
44	重庆港九股份有限公司	重庆港	重庆两江新区管委会	是	AA	0.39	6.67

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

➤ 东南沿海地区港口群（厦门港、湄洲湾港和福州港）

东南沿海地区港口群全部集中于港口岸线资源丰富、优良深水港湾众多的福建省，主要服务于福建省和江西省，不过福建省内港口数量较少，其中，厦门港（原厦门港和漳州港）的自然条件优越，竞争实力较强，近年来，厦门港的货物吞吐量和集装箱吞吐量均远超福州港（原福州港和宁德港）及湄洲湾港（原湄洲湾港、泉州港和莆田港）等，尤其是在集装箱的外贸业务上，竞争优势明显；不过其散杂货以煤炭、铁矿石和粮食等为主，近年来面临的竞争压力有所上升。

图表 15. 东南沿海地区港口群货物吞吐量（单位：亿吨，%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
厦门港	1.58	5.16	1.53	-3.08	1.55	1.12
福州港	1.04	-3.36	1.07	2.13	1.07	0.19
湄洲湾港（泉州港）	0.90	8.55	0.94	4.56	0.99	5.15

¹¹ 最新评级时间为 2016 年 7 月，已失效。

¹² 最新评级时间为 2015 年 7 月，已失效。

¹³ 最新评级时间为 2015 年 7 月，已失效。

¹⁴ 最新评级时间为 2014 年 9 月，已失效。

图表 16. 东南沿海地区港口群集装箱吞吐量（单位：万 TEU、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
厦门港	678.75	8.05	703.12	3.59	761.31	8.28
福州港	181.23	9.51	191.42	5.62	221.72	15.83
湄洲湾港（泉州港）	146.25	2.15	148.77	1.72	166.79	12.11

数据来源：Wind 资讯和中港网等，新世纪评级整理

东南沿海地区港口群内主要公共码头经营实体均为国有背景，2017 年以来，福建省主要在大力推进福州港和湄洲湾港等除厦门港之外的港口资源整合和建设，由福建省交通运输集团有限责任公司（“闽交运”）作为整合主体，同年 8 月，中国远洋海运集团有限公司也表示了参与福建省港口资源整合的意愿。从市场占有率来看，福建省货主码头数量较多，公共码头经营主体市场占有率均很低，目前仅厦门港的公共码头经营主体在集装箱市场上具有一定的垄断优势，份额约为 85% 左右，而其散杂货业务的市场份额在厦门港未能超过 50%。

图表 17. 东南沿海地区港口群内主要经营企业基本情况（单位：亿吨）

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量	增速
45	厦门港务控股集团有限公司	厦门港、漳州港	厦门市国资委	否	AAA	1.24	4.13
46	厦门国际港务股份有限公司			是	AAA	1.04	3.82
47	厦门港务发展股份有限公司			是	AA+	0.27	229.05 ¹⁵
-	福建省交通运输集团有限责任公司 ¹⁶	福州港、莆田港	福建省国资委	否	AA+	1.03	-5.59
48	福州港务集团有限公司	福州港	福建省国资委	否	-	0.86	6.75
49	莆田港务集团有限公司	莆田港			-	-	-
50	宁德市港务集团有限公司	宁德港	宁德市国资委	否	-	-	-
-	泉州市路桥建设开发有限公司 ¹⁷	泉州港	泉州市国资委		AA	-	-
51	泉州港务集团有限公司	泉州港	泉州市国资委		-	0.05	-10.87

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

➢ **珠江三角洲地区港口群（广州、深圳、汕头、珠海；汕尾、惠州、虎门、茂名、阳江等）**

珠江三角洲地区港口群内，广州港在煤炭等大宗物资、内贸业务方面处于绝对垄断地位，深圳港借助深圳市外向型经济发达特点，一直以外贸集装箱为主，随着广州港近年来对外贸集装箱业务拓展力度的加大，其与深圳港在集装箱业务上竞争愈发激烈。为改善省内的竞争环境，广东省也正在开展港口资源整合的研究工作，但由于广东省独特的地理位置，临近香港和澳门，所以其港口资源整合还需结合国家层面的粤港澳大湾区战略，未来将以香港港、广州港、深圳港为核心，以珠海港、东莞港等周边港口为支撑，建设粤港澳大湾区世界级港口群。2017 年前三季度，港群内各主要港口的货物吞吐量均呈现出较好的增长态势，其中深圳港、珠海港和汕头港的货物吞吐量增速均为两位数；同时，广州港的货物吞吐量仍在港口群内占据着绝对性优势，但其集装箱吞吐量次于深圳港，深圳港集装箱在我国沿海港口中仅次于上海港，位居第 2；广州港的集装箱吞吐量排在宁波-舟山港之后，位居第 4。

图表 18. 珠江三角洲地区港口群货物吞吐量（单位：亿吨、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
广州港	3.71	4.71	3.83	3.12	4.16	8.65
深圳港	1.63	-0.21	1.59	-2.82	1.79	12.77
虎门港	1.06	6.70	0.99	9.63	0.91	3.26

¹⁵ 货物吞吐量大幅上升主要系公司合并了石湖山码头，码头资源增加，新增煤炭和铁矿石等货种。

¹⁶ 归属于综合交通运输行业。

¹⁷ 归属于基础建设行业。

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
珠海港	0.85	2.13	0.88	3.56	1.02	16.19
汕头港	0.34	-10.94	0.33	-4.51	0.37	13.58
中山港	0.51	-10.88	0.51	1.09	0.54	5.15

图表 19. 珠江三角洲地区港口群集装箱吞吐量（单位：万 TEU、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
广州港	1252.81	6.43	1332.13	6.33	1483.27	11.35
深圳港	1814.28	3.28	1794.02	-1.12	1895.29	5.64
虎门港	210.33	25.69	223.33	6.18	254.09	13.77
珠海港	97.61	11.06	124.02	27.06	165.30	33.28
汕头港	76.30	-23.81	80.62	5.67	96.58	19.79
中山港	61.13	-40.41	95.36	56.00	108.33	13.60

数据来源：Wind 资讯和中港网等，新世纪评级整理

从港口群内的主要公共码头经营实体来看，广东省内除了各级政府背景的公共码头运营主体外，招商局港口控股有限公司（“招商局港口”）在广东省亦布局较多。目前，广州港、深圳港盐田港区和大铲湾区、珠海港高栏港区和洪湾港区、茂名港水东港区及汕头港等港口运营实体的实际控制人均为当地政府背景；而深圳港赤湾港区和妈湾港区等港口运营实体的实际控制人为招商局港口。从市场份额情况来看，广州港集团有限公司区域垄断性较强，其货物吞吐量和集装箱吞吐量在广州港的占比分别在 80% 和 85% 左右。深圳港包括 10 个港区，其中深圳市盐田港集团有限公司主要经营港区为盐田港区和 大铲湾区，其集装箱吞吐量约占深圳港的 50%；深圳赤湾港航股份有限公司主要经营港区为赤湾港区和妈湾港区，其货物吞吐量及集装箱吞吐量分别约占深圳港的 30% 和 20%。珠海港包括 7 大港区，其主体港区高栏港区以及洪湾港区的运营主体为珠海港控股集团有限公司，其货物吞吐量及集装箱吞吐量分别约占珠海港的 70% 和 90%，区域竞争能力较强。茂名港现辖 3 个港区，目前茂名港集团有限公司主要运营港区为水东港区，其货物吞吐量仅占茂名港的 10% 左右，港口竞争激烈，市场份额较低。汕头港务集团有限公司是汕头港重要的经营主体，其货物吞吐量约占汕头港的 50%，但在集装箱上具有绝对的垄断地位，占比约为 100%。

图表 20. 珠江三角洲地区港口群主要经营实体（单位：亿吨、%）

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量	增速
52	广州港集团有限公司	广州港	广州市国资委	否	AAA	4.10	5.69
53	广州港股份有限公司			是	AAA	4.05	6.39
-	深圳市盐田港集团有限公司 ¹⁸	盐田港区、大铲湾区	深圳市国资委	否	AAA	-	-
-	深圳市盐田港股份有限公司			是	AA+	415.46 万 TEU	9.70
-	中国南山开发（集团）股份有限公司 ¹⁹	赤湾港区、妈湾港区	无实际控制人	否	AA+	-	-
54	深圳赤湾港航股份有限公司			招商局港口	是	AA+	0.68
55	珠海港控股集团有限公司	高栏港区、洪湾港区	珠海市国资委	否	AA+	0.90	27.80
56	珠海港股份有限公司			是	AA	0.04	24.82
57	茂名港集团有限公司	水东港区	茂名市国资委	否	AA-	0.02	-2.43
58	汕头港务集团有限公司	汕头港	汕头市国资委	否	AA-	0.24	0.39
-	招商局港口控股有限公司		国务院	是	AAA	9577.00 万 TEU	14.48
-	中远海运港口有限公司		无实际控制人	是	-	9507.19 万 TEU	5.1

¹⁸ 该公司在盐田港区的港口相关业务主要是通过和记黄埔的合资公司进行，以投资收益的模式体现。

¹⁹ 其直接持有赤湾港航 57.52% 股权，系赤湾港航第一大股东，但其将全部股权托管给了招商局港口。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

➤ 西南沿海地区港口群

西南沿海地区港口群内港口的竞争主要集中在湛江港和北部湾港之间，尤其是在铁矿石货种上的竞争。湛江港是我国通往东南亚、非洲、欧洲和大洋洲航程最短的港口，地域优势明显；北部湾港是我国西南、中南出海的大通道和连接中国-东盟的重要门户，自 2009 年完成三港合一后，港口货物装卸效率得到较大的提升，集群效应逐渐凸显，竞争能力提升；海口港主要服务于海南省内部，海南省内港口之间竞争激烈，不过海南省政府于 2016 年底发布了《海南省港口资源整合方案》，未来竞争格局亦将有所改善。2017 年前三季度，湛江港货物吞吐量仍以高于北部湾港约 10 个百分点的增速增长，与北部湾港之间的差距正在逐步拉大，其也是当期我国沿海前十大港口中增速最快的港口，主要系受益于宝钢湛江钢铁、晨鸣浆纸、中科炼化等钢铁、造纸及石化项目的建设及运营；不过，北部湾港受益于大力推进粮食、豆粕、氧化铝、金属矿石等重点货种“散改集”工作，以及多式联运平台、通关体制改革等工作的推进，其集装箱业务发展态势较好，同期增速达到 27.07%。

图表 21. 西南沿海地区港口群货物吞吐量及增速（单位：亿吨、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
湛江港	1.64	8.18	1.92	16.92	2.18	13.50
北部湾港	1.50	-1.59	1.52	3.79	1.57	3.20
海口港	-	-	-	-	-	-

图表 22. 西南沿海地区港口群集装箱吞吐量及增速（单位：万 TEU、%）

主要港口	2015 年前三季度		2016 年前三季度		2017 年前三季度	
	吞吐量	同比	吞吐量	同比	吞吐量	同比
湛江港	42.79	9.27	50.55	18.13	66.35	31.26
北部湾港	94.99	-	124.80	31.38	158.59	27.07
海口港	98.06	-3.28	100.54	6.01	119.14	18.50

数据来源：Wind 资讯和中港网等，新世纪评级整理

西南沿海地区港口群内主要公共码头经营实体均为国有背景，其中，湛江港（集团）股份有限公司（“湛江港集团”）目前的实际控制人为湛江市国资委，但招商局港口计划对其进行增资和并表，其实际控制人未来可能发生变动。从市场占有率来看，目前，广西北部湾国际港务集团有限公司的货物吞吐量在北部湾港的占比约 62%，其集装箱业务具有绝对垄断优势；湛江港集团在区域内市场份额相对偏低，约为 41% 左右；海南港航控股有限公司在海口港的市场份额仅为 10% 左右。

图表 23. 西南沿海地区港口群内主要经营实体（单位：亿吨、%）

项目	企业名称	主营港口	实际控制人	是否上市	最新主体评级	2016 年	
						吞吐量	增速
59	广西北部湾国际港务集团有限公司	防城港、钦州港	广西国资委	否	AA+	1.40	9.02
60	北部湾港股份有限公司			是	-	1.40	9.02
61	湛江港（集团）股份有限公司	湛江港	湛江市国资委	否	AA	0.95	4.82
62	海南港航控股有限公司	秀英港区、马村港区、新海港区	海口市国资委		AA	0.09	10.27

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

考虑到港口行业与宏观经济因素关联度高，且具有显著的规模与资本驱动特征，新世纪评级主要从宏观经济、关联行业、集疏运建设、业务收费、港口基础设施建设投资和融资环境等方面对港口的行业风险进行初步判定。总体来看，中短期内，我国港口行业所处的宏观经济形势继续向好；受煤炭消费量复苏乏力影响，煤炭货物吞吐量增长压力较大；石油消费量预计将波动上升，可对油品吞吐量起到一定的带动作用；我国城市化建设持续深入，对基础设施建设投资需求稳固，能继续为港口的有色金属、矿建材料

等货种的吞吐提供较好支撑；我国对公路和铁路的建设投入预计将继续增加，且大部分地区对于在完善港口集疏运系统建设上均发布了相关规划，我国港口的集疏运系统将愈发完善；港口行业建设投资将继续放缓，在港口资源整合大背景下，重复建设投资现象将明显好转；港口行业费率面临下调压力，同时，我国融资环境趋紧，企业融资成本继续上升，再加上人工成本等固定成本的不断增加，港口行业的盈利水平预计将会有所下滑。总体来看，我国港口行业环境中短期内保持稳定。

图表 24. 港口行业核心影响要素增速及变化趋势（单位：%）

核心要素	指标	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度	变化趋势
宏观经济	GDP	6.90	6.70	6.90	中高速发展
	对外贸易	-6.99	-0.90	15.75	继续好转
关联行业	煤炭消费量	-3.70	-4.70	4.80 ²⁰	行业需求回暖，恢复正增长
	石油消费量	4.40	2.80	3.90	低速增长，增速波动
	固定-基建	17.29	15.71	15.88	投资持续增加
	房地产投资	1.00	6.90	8.10	2018 年预计下行
集疏运建设	公路建设	6.80	8.90	23.87	投资持续增加
	铁路建设	3.98	-0.06	0.43	保持相对稳定
业务收费	费率逐步市场化，加之降低物流成本等政策及反垄断等行动，未来费率下调压力较大				
基础设施建设	沿海建设	-4.33	-5.68	-17.65	投资规模持续下降，且降幅扩大
	内河建设	7.56	-1.79	9.44	投资受宏观环境及政策影响波动较大
融资环境	我国 10 年期国债收益率已回升至 2014 年末水平，未来可能进一步上涨，中央财政、地方政府及企业融资成本将面临继续上涨的压力				

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

²⁰ 2017 年 1~8 月的累计同比增速。

行业样本数据分析²¹

本报告共整理了合计 62 个公共码头经营主体，在本部分的行业样本分析中，选取的是截至 2017 年 11 月末已披露 2017 年前三季度财务报表的企业。其中，在行业均数计算中，在剔除隶属同一集团的子公司前提下，选取了 26 家企业进行计算；在重点分析样本上，主要是选取了 17 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 18 家企业。同时，本部分利润表和现金流量表 2017 年的部分科目数据为年化数据，即将 2016 年第四季度数据加上 2017 年前三季度数据计算得出。

图表 25. 我国主要公共码头经营实体（单位：个）

实际控制人	是否上市	最新主体评级						合计
		AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	C	无公开级别	
国有背景	非上市	8	7	8	3	0	14	39
	上市	6	5	4	0	0	4	19
民营背景	非上市	0	0	0	0	1	0	1
	上市	0	0	0	0	0	1	1
无实际控制人	非上市	0	1	0	0	0	0	1
	上市	0	0	1	0	0	0	1
合计	-	14	13	13	3	1	19	62

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国港口企业近年来业务和收入规模稳步增长，盈利表现随着业务种类和货种结构的不同而存在差异；由于港口行业的重资产属性，行业内企业资产流动性偏弱；港口企业的负债经营程度适中，但刚性债务占比持续上升；不过，港口企业业务获现能力强，经营性现金流表现较好，且融资渠道通畅，能为到期债务偿付提供较好保障，行业内企业整体信用质量高。

我国港口行业内企业的收入规模与业务量呈现出明显的正相关性。近年来，我国港口行业的收入规模随着业务量的增长而逐年增加，但是行业盈利水平持续下滑，主要原因一是部分港口企业秉持“以贸促港”的经营策略，从事了大规模的贸易业务，从而大幅拉低了其综合毛利率水平，如样本中的重庆港九和厦门港务发展等毛利率大幅低于行业平均水平的企业，均系其大力拓展贸易相关业务所致，对于这些企业，需重点关注其贸易业务相关风险，如主要贸易产品类型、贸易业务运作模式等；另一原因系随着前几年超前投资产能的逐步投入运营，港口行业内出现了无序竞争现象，部分港口采取了“低价竞争”策略下调了作业费率，随着各区域港口资源整合，未来竞争局面将有所缓解；但港口资源整合带来的集团化竞争特性，使得行业内企业受到了我国政府的反垄断调查，部分已实现规模化竞争优势的港口企业出现作业收费下调压力，港口行业整体盈利能力仍面临较大挑战。

图表 26. 近三年企业经营情况（单位：亿吨、亿元、%）

企业名称	货物吞吐量 ²²			营业收入			毛利率		
	2015 年	2016 年	2017 年 (E)	2015 年	2016 年	2017 年 (E)	2015 年	2016 年	2017 年 (E)
大连港股份	3.37	3.55	3.68	88.86	128.14	91.93	16.37	10.83	14.41
营口港股份	2.42	2.43	2.65	37.88	36.66	39.39	32.37	32.57	31.49
锦州港股份	0.92	0.89	1.02	18.06	25.53	35.51	24.26	11.08	12.81
天津港股份	3.59	3.76	3.61	154.02	130.47	146.80	22.58	27.91	23.02
唐山港股份	1.60	2.05	2.25	51.57	56.26	48.21	40.64	37.21	43.92

²¹ 本部分的样本企业均为公共码头经营主体，即剔除了货主码头经营主体和投资型港口企业（如招商局港口、中远海运港口和盐田港集团等），因此与第三部分“行业信用等级分布及级别迁移分析”统计数据存在差异。

²² 2017 年各企业的货物吞吐量数据系根据可获取的最新期间数据估算得出的年化数，仅供参考。

企业名称	货物吞吐量 ²²			营业收入			毛利率		
	2015 年	2016 年	2017 年 (E)	2015 年	2016 年	2017 年 (E)	2015 年	2016 年	2017 年 (E)
秦港股份	3.70	3.13	3.40	68.90	49.11	67.46	40.80	27.24	37.82
日照港股份	2.09	2.08	2.18	43.78	42.77	45.86	20.61	16.86	19.51
上港集团	5.13	5.14	5.44	295.11	313.59	337.62	33.17	30.08	30.11
宁波舟山港股份	5.35	6.65	7.71	165.21	163.25	167.94	24.60	24.87	26.68
连云港股份	0.47	0.57	0.56	12.43	11.67	12.28	24.22	25.67	24.73
南京港股份	0.14	0.18	0.20	1.58	2.23	5.68	37.14	48.64	47.54
重庆港九	0.37	0.39	0.40	20.66	21.99	61.81	19.05	17.87	7.79
厦门港务发展	0.08	0.27	-	72.61	89.92	128.25	5.20	6.03	4.87
广州港股份	3.81	4.05	4.16	67.13	77.37	81.46	30.87	25.49	25.62
赤湾港航	0.67	0.68	0.71	18.73	19.05	23.50	46.45	44.86	43.06
珠海港股份	0.03	0.04	-	20.23	18.01	17.40	19.27	22.40	25.15
北部湾港	1.28	1.40	1.56	30.55	29.95	31.24	31.12	34.35	35.23
丹东港集团	1.50	1.58	1.57	55.29	64.80	64.10	60.40	51.52	50.89
行业均数	-	-	-	94.61	96.69	105.66	21.60	19.96	19.80

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

此外，我国港口企业的盈利水平亦与其从事的货种结构密切相关，其中，集装箱和油品业务的装卸毛利率相对偏高，而煤炭、金属矿石和钢材等货物的装卸毛利率则相对偏低，如以集装箱装卸为主的上港集团、宁波舟山港股份和深圳赤湾港航等和以油品装卸为主的南京港股份，上述企业的港口相关业务毛利率在行业内均排名前列。下表样本中，厦门港务发展的港口业务毛利率水平偏低，这也与其主要吞吐货种为煤炭等大宗商品相关，且也体现了其散杂货业务在厦门港面临着竞争环境较为激烈，不过近年来厦门港务发展在其控股股东厦门港务控股的支持下，持续对厦门港内的各类散杂货码头进行整合，其港口业务毛利率近年来呈逐年提升的趋势。此外丹东港集团的港口业务毛利率高达 68%，但其高毛利货种集装箱和油品业务量并不大，主要以内贸矿建材料为主，近三年的吞吐量持续在 5000 万吨左右，约占其货物吞吐量的 1/3，需关注其港口业务的业务运作模式、收费情况等，此外还需关注其使用的固定资产折旧计提等会计政策。

图表 27. 2016 年货种构成 (单位: 万 TEU、万吨、亿元、%)

企业名称	集装箱	铁矿石、金属矿石	油品、液体化工品	煤炭	木材、石材、钢材、矿建材料	港口业务收入	港口业务毛利率
大连港股份	1040.60	1961.00	5832.10	1097.40	983.80	36.70	-
营口港股份	570.51	3476.18	567.68	798.92	1786.97	34.37	33.94
锦州港股份	75.00	579.00	889.00	735.00	174.00	10.31	14.36
天津港股份	717.80	11459.00	2871.00	11334.00	-	90.71	39.31
唐山港股份	-	11209.00	-	5790.00	1696.00	40.86	48.73
秦港股份	112.00	11274.00	331.00	17704.00	-	46.86	28.15
日照港股份	-	13000.00	-	3017.00	2839.00	39.25	16.60
上港集团	3713.30	-	-	51400.00	-	164.02	48.47
宁波舟山港股份	2282.60	11309.50	7848.00	3946.00	-	59.89	42.51
连云港股份	-	3157.47	-	1063.66	332.20	11.63	25.53
南京港股份	24.20	-	1722.30	-	-	2.10	48.57
重庆港九	90.92	485.80	-	276.60	224.10	8.00	41.13
厦门港务发展	0.00	772.05	-	1058.69	117.15	34.50	10.70
广州港股份	1595.30	816.10	1144.50	5304.60	1830.00	53.31	34.98
赤湾港航	503.50	-	-	-	-	19.70	43.36
珠海港股份	16.00	-	-	357.71	-	0.53	33.31
北部湾港	179.51	4713.55	-	2433.03	97.00	29.45	33.81
丹东港集团	192.00	1690.00	-	1393.00	6015.00	48.11	68.00

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

从我国港口行业的盈利来源来看，我国港口企业的主业盈利能力较好，营业毛利是行业内企业的主要盈利来源，且近年来呈波动上行的趋势；行业内企业销售费用均很少，仅占期间费用的 1% 左右，管理费用和财务费用占比较高，且规模受人员工资、固定资产折旧费用等增加影响震荡微升，但得益于港口企业收入规模的持续扩大，期间费用率维持在适中水平；但是，对于部分处于建设初期的港口，在建工程转固新增计提的固定资产折旧系影响企业营业利润表现的重要因素，易导致账面亏损，不过我国港口建设项

目带有公共基础设施性质，部分项目可从政府获得一定的补贴资金，且我国大部分港口企业为国有背景，因此，处于建设初期的港口企业能否实现微利，也可以在一定程度上体现出当地政府对区域港口建设的支持力度。

图表 28. 2017 年（E）盈利来源分析（单位：亿元）

企业名称	营业毛利	期间费用率	投资净收益	营业利润	营业外收入	净利润
大连港股份	13.24	11.71	3.49	6.71	1.15	6.61
营口港股份	12.40	10.72	-0.13	7.73	0.03	5.77
锦州港股份	4.55	10.80	0.84	1.15	0.26	1.07
天津港股份	33.80	11.80	3.39	19.08	0.30	15.21
唐山港股份	21.17	7.99	2.01	18.30	0.08	15.39
秦港股份	25.51	18.32	1.40	13.16	0.84	10.53
日照港股份	8.95	7.75	-0.46	4.68	0.07	3.45
上港集团	101.67	10.68	42.51	106.12	9.19	90.75
宁波舟山港股份	44.80	10.65	11.51	36.25	1.75	29.46
连云港股份	3.04	28.93	0.43	-0.28	0.31	0.03
南京港股份	2.70	28.99	0.63	1.87	0.07	1.59
重庆港九	4.82	4.08	0.01	2.01	0.30	1.84
厦门港务发展	6.25	2.04	-0.01	3.07	1.41	3.46
珠海港股份	20.87	12.19	0.85	11.01	0.56	8.70
赤湾港航	10.12	8.06	0.76	8.81	0.06	7.47
广州港股份	4.38	18.66	0.88	1.97	0.12	1.55
北部湾港	11.01	12.62	0.01	6.40	0.05	5.40
丹东港集团	32.62	31.58	-0.18	10.74	0.15	7.63
2017 年行业均值	19.82	13.75	3.79	9.36	2.57	8.25
2016 年行业均值	18.02	13.81	3.33	7.93	2.55	7.39
2015 年行业均值	18.49	14.00	3.03	7.97	2.49	7.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50% 左右，但刚性债务占比略高并逐年上升，其中短期刚性债务呈波动态势。目前我国港口企业的刚性债务以银行借款为主，此外，在考察港口行业的刚性债务时，还需关注企业的长期应付款科目，部分企业会将应付融资租赁款、私募债等带息债务计入该科目，如 2017 年 9 月末丹东港集团的长期应付款中，包含超 100 亿元的带息债务。从下表样本企业情况来看，丹东港集团、锦州港股份、连云港股份和厦门港务发展的资产负债率偏高，其中，丹东港集团财务杠杆水平最高且近年来持续处于高位，资产负债率高达 75% 左右且趋势逐年上升，债务偿付压力持续凸显，对其资金周转能力带来极大挑战，目前，丹东港集团仍有约 400 亿元的刚性债务负担，除今年 10 月已违约的 14 丹东港 MTN001 之外，截至 11 月 30 日，丹东港集团已有 0.76 亿元借款利息和 1.93 亿元融资租赁本息到期尚未清偿。

图表 29. 2017 年 9 月末负债构成情况（单位：亿元、%）

企业名称	资产负债率	刚性债务占 负债总额	刚性债务 ²³		银行 借款	应付 债券	长期应 付款
			余额	短期占比			
大连港股份	41.13	85.60	115.71	63.79	69.89	34.04	0.35
营口港股份	30.40	87.91	42.96	24.63	46.36	22.00	0.00
锦州港股份	61.71	80.24	78.73	53.86	78.28	10.00	1.73
天津港股份	45.06	57.16	96.66	44.81	97.87	0.00	0.00
唐山港股份	19.14	31.11	11.44	10.32	82.11	2.04	0.00
秦港股份	45.60	77.66	96.22	24.36	99.92	0.00	0.00
日照港股份	42.41	68.36	59.42	55.49	97.20	0.00	0.00
上港集团	41.49	75.36	373.06	54.85	60.47	139.97	9.34
宁波舟山港股份	36.20	60.26	134.70	49.57	98.13	0.00	5.09
连云港股份	54.23	74.96	29.10	39.10	53.76	13.02	0.97
南京港股份	37.85	72.75	13.19	16.86	83.04	2.16	0.00
重庆港九	49.32	59.70	25.93	53.20	98.46	0.00	0.35
厦门港务发展	53.40	42.12	16.21	19.30	27.95	10.96	0.00

²³ 刚性债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付利息+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

企业名称	资产负债率	刚性债务占 负债总额	刚性债务 ²³		银行 借款	应付 债券	长期应 付款
			余额	短期占比			
珠海港股份	39.13	74.69	64.94	74.18	79.94	11.95	0.01
赤湾港航	16.31	35.21	4.63	35.46	33.48	2.99	0.25
广州港股份	49.79	73.77	22.31	27.04	47.19	10.96	1.64
北部湾港	41.20	73.24	39.60	49.21	99.82	0.00	0.43
丹东港集团	77.20	61.32	284.88	25.95	69.79	60.10	136.00
2017 年 9 月末行业均值	53.77	68.61	180.06	-	129.96	43.99	13.17
2016 年末行业均值	54.73	65.23	165.33	-	115.54	41.51	11.00
2015 年末行业均值	54.44	62.01	143.54	-	97.21	37.07	11.33

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从债券发行情况来看，目前我国港口企业通过发行债券进行融资在刚性债务中的占比仍不高，行业均值基本维持在 30% 以内；2015~2017 年我国港口行业债券发行规模均值分别为 29.67 亿元、31.77 亿元和 17.36 亿元，2017 年以来债券市场利率上行大幅削弱了行业内企业的发行意愿，企业债券发行规模大幅收缩。从债券余额来看，截至 2017 年 11 月末，样本企业中债券余额最高的为上港集团，但期限均为 3 年以上，中短期内无债券到期；其次是丹东港集团，目前债券余额为 69.50 亿元（未包含已发生违约的 10.00 亿元 14 丹东港 MTN001），丹东港集团一直维持着高负债经营，债务偿付主要依靠以债养债，而其自 2016 年起债务发行规模大幅缩减，但数个债券却均在 2017~2018 年到期，目前丹东港集团 1 年以内还需偿还 44.00 亿元的新到期债券，其中 24.00 亿元将在三个月内到期。

图表 30. 债券发行情况（单位：亿元）

企业名称	发行金额			债券 余额	1 年以内	1~3 年内
	2015 年	2016 年	2017 年(E)			
大连港股份	20.00	30.00	10.70	60.70	26.50	-
营口港股份	0.00	0.00	0.00	22.00	12.00	-
锦州港股份	10.00	18.00	0.00	20.00	-	-
天津港股份	0.00	0.00	0.00	20.00	-	-
唐山港股份	6.00	20.00	7.00	2.00	-	2.00
秦港股份	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
日照港股份	5.00	10.00	13.00	14.00	-	-
上港集团	0.00	120.00	0.00	100.00	-	-
宁波舟山港股份	30.00	50.00	30.00	0.00	-	-
连云港股份	16.55	6.50	8.00	17.55	4.50	13.05
南京港股份	0.00	0.00	0.00	2.17	-	-
重庆港九	3.80	0.00	0.00	3.80	-	-
厦门港务发展	1.00	12.00	5.00	11.00	-	-
广州港股份	45.00	50.00	13.00	22.00	-	-
赤湾港航	8.00	8.50	8.00	4.00	-	-
珠海港股份	0.00	6.00	6.00	11.00	-	-
北部湾港	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
丹东港集团	139.00	47.10	11.10	69.50	44.00	10.00
18 家重点样本合计	284.35	378.10	111.80	379.72	87.00	25.05
26 家均数样本合计	814.30	880.10	475.10	1453.40	384.50	536.50

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从资产情况来看，我国港口企业资产规模稳步扩大，且仍以固定资产和在建工程为主，但近年来，随着行业投资增速的放缓，港口企业也随之放缓了投资增速，上述两者占资产总额的比重逐年下滑且幅度扩大，2015~2016 年末及 2017 年 9 月末的行业均值分别为 51.99%、51.79% 和 49.80%。从样本企业来看，我国部分上市港口企业的在建工程规模低于行业平均水平，主要系其上市企业的特性，且能获得的母公司支持力度较大，固定资产的增长除了自行建造之外，还可以通过母公司资产注入的方式获取。同时，港口建设前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱，从具体样本情况来看，连云港股份和丹东港集团的资产流动性最差，流动比率和速动比率在行业内排序最低，均不到 35%；但从资产构成来看，2017 年 9 月末连云港股份固定资产在总资产中的占比高达 75.12%，在建工程规模很小且同期末同比大幅下

滑 69.82%，反映出部分建设项目已进入产能回报期；但丹东港集团在建工程在总资产中的占比高达 55.63%，且同期末的增长幅度仍达 46.12%，在后续仍面临很大的资金投入压力的同时，资产流动性极差；与此同时，其固定资产与在建工程的合计值甚至超过了上港集团和宁波舟山港股份，在建产能投产后的利用率也堪忧。

图表 31. 2017 年 9 月末资产构成情况（单位：亿元、%）

企业名称	总资产	固定资产	在建工程	流动比率	速动比率
大连港股份	328.66	134.81	17.89	119.92	112.57
营口港股份	160.74	104.34	0.86	207.96	206.05
锦州港股份	158.99	86.14	9.24	69.23	63.99
天津港股份	375.28	147.06	15.55	92.60	91.02
唐山港股份	192.15	103.11	5.22	198.43	187.83
秦港股份	271.69	160.94	12.11	104.79	100.23
日照港股份	204.96	101.00	24.56	55.91	54.50
上港集团	1193.27	332.02	4.58	92.81	66.59
宁波舟山港股份	617.38	292.96	44.30	77.64	76.34
连云港股份	71.58	53.77	1.68	33.95	32.37
南京港股份	47.89	22.28	0.36	138.71	137.65
重庆港九	88.05	36.74	8.36	103.05	76.95
厦门港务发展	72.08	27.83	3.73	117.02	90.28
广州港股份	222.22	124.63	12.00	55.05	52.65
赤湾港航	80.62	37.25	2.15	166.33	162.98
珠海港股份	60.75	25.09	1.28	107.67	101.53
北部湾港	131.26	77.05	7.99	93.06	90.82
丹东港集团	601.79	150.77	334.77	37.28	37.08
2017 年 9 月末行业均值	428.94	144.03	73.05	205.96	147.55
2016 年末行业均值	404.43	141.34	68.64	141.81	101.48
2015 年末行业均值	385.18	120.82	83.66	137.40	98.72

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从经营性现金流情况来看，我国港口行业销售商品、提供劳务收到现金规模随着收入规模的扩大而逐年增加，且港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，营业收入现金率的行业均值较高且呈上升趋势；由于我国劳动力成本逐年上升，企业支付职工及为职工支付的现金规模持续增加；总体来看，我国港口行业经营性现金流表现较好，但仍有部分企业经营性现金流偏弱，如重庆港九等，主要系其大幅扩张的贸易业务对其流动资金造成了较大占用所致。

从投资性现金流情况来看，固定资产投资是港口行业业务运营的根本，但行业投资的合理性是维持有序竞争的重要因素之一，近年来，我国港口行业投资建设趋于理性，步伐持续放缓，行业内企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金持续减少，投资性现金净流出规模有所下降。未来随着港口资源整合工作的逐步深入，政府或将对部分港口的发展方向 and 定位进行调整和进一步规划，从而产生新的投资需求，但行业整体投资增速在产能结构性过剩的背景下将继续保持在低位；同时，港口行业的建设布局将更趋合理，重复建设、无序投资现象大幅缩减。

图表 32. 2017 年（E）经营性和投资性现金流情况（单位：亿元、%）

企业名称	销售商品、提供劳务收到的现金	营业收入现金率	支付职工及为职工支付的现金	经营性现金净流量	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金净额	投资活动现金净流量
大连港股份	102.15	111.12	15.10	13.07	5.42	-3.75
营口港股份	39.18	99.46	4.80	17.00	0.52	-3.35
锦州港股份	42.13	118.66	1.96	9.15	3.94	-29.33
天津港股份	141.99	96.72	20.42	16.05	7.66	-2.32
唐山港股份	47.02	97.53	5.75	17.44	6.29	-13.71
秦港股份	73.24	108.58	20.86	32.41	12.99	-9.91
日照港股份	39.28	85.64	8.60	15.68	11.14	-11.08
上港集团	353.03	104.56	68.29	76.99	18.09	20.77
宁波舟山港股份	150.13	89.40	23.67	40.02	18.00	-12.05

企业名称	销售商品、提供劳务收到的现金	营业收入现金率	支付职工及为职工支付的现金	经营性现金净流量	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金净额	投资活动现金净流量
连云港股份	11.81	96.18	4.75	0.97	1.20	-3.14
南京港股份	5.71	100.44	1.47	2.25	0.68	0.71
重庆港九	63.12	102.11	3.01	-3.27	1.06	-2.72
北部湾港	137.07	106.88	7.39	0.22	4.71	-8.29
珠海港股份	87.42	107.32	22.71	15.43	7.82	-4.74
赤湾港航	24.44	104.01	4.09	11.71	2.10	-1.41
广州港股份	18.54	106.55	2.22	2.46	1.67	-2.74
厦门港务发展	33.72	107.93	6.30	11.74	4.03	-4.03
丹东港集团	58.79	91.70	1.56	33.09	9.12	-13.78
2017 年行业均值 (E)	111.25	106.56	13.08	12.90	11.39	-10.04
2016 年行业均值	99.00	104.07	12.22	10.82	13.42	-20.48
2015 年行业均值	95.24	102.69	11.66	13.78	16.99	-19.69

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从筹资性现金流情况来看，我国港口行业投资资金支出持续放缓，经营性现金流情况则处于较好水平，能满足部分投资需求，行业整体融资需求下降，筹资性现金净流量持续下滑。从筹资渠道来看，我国港口行业企业目前主要通过银行借款方式满足资金需求，且近年来随着债券市场的成熟化，企业不断拓展低利率的债券发行规模替代高成本的银行借款，以改善债务结构；不过 2017 年以来，债券市场利率持续上行，使得大部分企业发债意愿下滑，尤其是信用质量偏高的企业，当年港口行业发行债券收到的现金大幅下滑；此外，上市公司融资渠道还更为多元化，可通过增发股票等方式改善现金流和财务杠杆。

图表 33. 2017 年 (E) 筹资性现金流情况 (单位：亿元)

企业名称	吸收投资收到的现金	取得借款收到的现金	发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	筹资性现金净流量
大连港股份	-0.15	33.76	40.70	73.18	7.26	-8.05
营口港股份	0.00	5.00	0.00	11.59	3.04	-9.63
锦州港股份	0.00	56.86	0.00	41.28	3.32	12.13
天津港股份	1.66	32.01	0.00	27.38	28.22	-21.99
唐山港股份	11.67	1.65	0.00	1.38	5.70	-6.77
秦港股份	13.06	36.71	0.00	49.03	5.59	-4.89
日照港股份	2.20	46.15	0.00	42.84	3.58	1.90
上港集团	0.00	190.29	68.37	302.25	57.98	-102.44
宁波舟山港股份	1.25	67.39	30.00	105.58	17.40	-24.67
连云港股份	0.00	13.16	0.00	7.02	1.48	1.73
南京港股份	3.20	1.66	0.00	1.73	0.74	2.39
重庆港九	0.55	10.91	0.00	1.75	1.51	8.19
北部湾港	0.12	7.51	4.98	5.82	1.02	5.77
珠海港股份	17.64	12.56	49.88	78.45	4.70	-3.06
赤湾港航	0.00	2.30	7.00	12.62	4.60	-7.95
广州港股份	0.28	6.25	5.94	11.08	0.90	0.12
厦门港务发展	0.11	15.02	0.00	8.71	3.20	1.91
丹东港集团	5.57	122.47	11.06	81.69	19.73	-27.05
2017 年行业均值	7.61	92.02	17.41	98.08	13.42	-2.03
2016 年行业均值	6.95	88.30	21.31	89.58	12.82	9.80
2015 年行业均值	10.20	78.09	16.98	79.79	13.08	12.11

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

行业信用等级分布及级别迁移分析²⁴

主体信用等级分布

2017 年前三季度，我国港口行业共有 17 家企业在公开市场新发债券，其中 5 家企业的主体信用等级为 AAA 级，8 家企业的主体信用等级为 AA⁺级，4 家企业的主体信用等级为 AA 级，当期无主体信用级别 AA 级以下的企业发行债券。

截至 2017 年 9 月末，我国港口行业共有 42 家企业在公开市场发行了债券，其中 13 家企业的主体信用等级为 AAA 级，12 家企业的主体信用等级为 AA⁺级，14 家企业的主体信用等级为 AA 级，3 家企业的主体信用等级为 AA⁻级。

图表 34. 港口行业主体信用等级分布情况

发行主体信用等级	2017 年前三季度		截至 2017 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	5	29.41	13	30.95
AA ⁺	8	47.06	12	28.57
AA	4	23.53	14	33.33
AA ⁻	-	-	3	7.15
合计	17	100.00	42	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注 1：2017 年前三季度，共有 1 家企业同时获得多家评级机构评级，且获得不同评级机构给予的主体信用等级相同，在本表格中，按评定的主体信用等级统计为一个。

注 2：截至 2017 年 9 月末，共有 10 家企业获得多家评级机构评级，且获得不同评级机构给予的主体信用等级相同，在本表格中，按评定的主体信用等级统计为一个。

主体信用等级迁移

从行业内企业信用质量整体波动趋势来看，2017 年前三季度，港口行业发生级别迁移的企业 4 家，发生评级展望变动的企业 2 家。其中，大公国际资信评估有限公司（“大公国际”）在考虑了腹地经济、铁路建设、码头项目投产及芝罘湾一突堤城市化改造工程等综合因素影响情况下将烟台港集团主体信用级别由 AA 调升至 AA⁺；新世纪评级考虑到南京港股份通过增发获得了股东优质港口资产，业务规模大幅扩大，营收和盈利水平亦明显提升，将南京港股份主体信用级别由 A⁺调升至 AA；新世纪评级在考虑区位优势、发展潜力、股东及政府支持、资本实力增强和融资渠道拓展等因素后将珠海港集团主体信用级别由 AA 调升至 AA⁺；中诚信国际信用评级有限责任公司（“中诚信国际”）考虑到连云港集团在江苏省港口资源整合工作中的核心地位，未来发展趋势向好，将其主体信用级别由 AA 调升至 AA⁺。此外，新世纪评级还将北部湾港务集团主体信用展望调回正面；联合信用评级有限公司（“联合信用”）将丹东港集团主体信用展望调整为负面，2017 年 10 月，由于丹东港集团债务违约事件，联合信用在将其主体信用评级继续调整为 C。

图表 35. 港口行业主体信用等级迁移情况

2017 年 9 月末 2016 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
AAA	13	-	-	-
AA ⁺	-	9	-	-
AA	-	3	13	-
AA ⁻	-	-	-	3
A ⁺	-	-	1	-

²⁴ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时需剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

行业主要债券品种利差分析²⁵

2017 年以来，由于市场利率上行，企业融资成本大幅提升，我国港口行业新发行债券数量较少，2017 年前三季度，港口行业共发行了 21 支债券，未达 2016 年全年的一半，其中包括 8 支短期融资券、8 支中期票据和 5 支公司债，未发行企业债券。具体发行利差情况详见附录四。

1. 短期融资券²⁶

2017 年前三季度，港口行业企业共发行 8 支短期融资券，新发行短期融资券主要平均分布在主体信用等级为 AA 和 AA+ 的企业。

图表 36. 2017 年前三季度短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
		行业区间	行业均值	债券市场均值
AA+	4	133.79~173.94	153.49	188.65
AA	4	174.59~246.36	198.84	218.62

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据²⁷

2017 年前三季度，港口行业企业共发行 8 支中期票据，值得注意的是，与债券市场均值比较，我国港口行业企业发行的不同期限中期票据的发行利差行业均值均高于债券市场均值。

图表 37. 2017 年前三季度中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
			行业区间	行业均值	债券市场均值
3 年	AA+	4	197.25~312.62	236.65	218.36
5 年	AAA	2	156.85~184.32	170.59	154.32
	AA+	2	273.94~276.57	275.26	199.23

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 公司债券

2017 年前三季度，我国港口行业企业共发行 5 支公司债券，新发行主体级别主要分布在 AAA 级。

图表 38. 2017 年前三季度公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差		
			行业区间	行业均值	债券市场均值
5 年	AAA	4	94.72~146.57	112.67	126.56
	AA+	1	153.70	153.70	200.13

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

4. 企业债券

2017 年前三季度，我国港口行业无企业新发行企业债券。

²⁵ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

²⁶ 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

²⁷ 不含中小企业集合票据。

2018 年行业信用展望

1. 港口货物吞吐量维持低速增长

2017 年以来，受益于国际经济复苏、进出口贸易形势回暖以及大宗商品价格震荡上扬等因素，我国港口货物吞吐量持续上涨，且增速较 2016 年度明显回升，但考虑到宏观经济整体复苏仍乏力，以及供给侧改革等政策的持续影响，未来我国港口货物吞吐量增速预计将继续维持低速增长。

2. 港口基建投资呈区域性和结构性差异

2017 年以来，我国沿海建设投资继续保持负增长态势；受益于我国扶持江海联运等发展，我国内河建设投资有所增长；但总体来看，我国港口投资建设速度近年来持续放缓。不过随着我国各地港口资源整合工作的深入，各港口的定位和发展方向进一步明确化，将为我国部分区域的港口带来新的建设需求，再加上我国航运业船舶大型化趋势有增无减，我国港口基础设施建设投资未来增速将在区域分布上和泊位类型上出现明显分化。

3. 港口行业盈利空间承压

近年来，我国政府不断调整港口业务相关计费办法，港口行业的收费机制市场化程度不断提升；与此同时，随着港口企业集团化发展，我国政府也开始对部分企业开展反垄断调查，行业整体作业收费下调压力较大，企业盈利空间承压。

4. 境外港口业务拓展步伐加快

我国港口行业的集团化特征随着各地资源整合工作的深入愈发凸显，区域内无序竞争得以改善，大部分企业集团化后开始拓展业务面、寻找新的盈利点；与此同时，“一带一路”国家战略的深入实施，我国与沿线国家的合作面不断拓宽，而我国港口企业的国有属性，使其还承担着部分政府职能，在上述因素的双重作用下，我国港口企业拓展境外港口业务的意愿不断提升，未来的拓展步伐将会开始加快。

5. 行业信用品质较好，融资渠道保持畅通

我国港口作为国家的重点交通基础设施，有着较好的政府支持背景，整体行业的信用品质较好，行业内企业的融资渠道持续畅通，且融资方式多样化，除银行借款外，近年来我国债券市场的蓬勃发展，越来越多的港口企业通过发行债券进行直接融资，由于直接融资较低的成本，再加上我国港口行业整体较好的信用品质，港口企业在公开市场上认可度较高，直接融资渠道畅通；此外，随着部分港口企业境外业务的拓展，港口企业对于外币的需求也有所增加，再加上境外发债能更好的提升企业的知名度，美元债券等境外债券的发行规模也有可能扩大。

附录一

港口行业发债主体信用等级分布及主要财务数据与指标 (2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级/展望	最新主体评级 评级机构	资产总额	所有者权益 总额	资产 负债率	期末现金类 资产 ²⁸	期末刚性债 务 ²⁹	营业收入	净利润	经营活动 净现金流
大连港集团有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	1069.14	512.46	52.07	125.72	465.00	146.86	6.26	13.04
大连港股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评	328.66	193.47	41.13	70.46	115.71	91.93	6.61	13.07
营口港务集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	1137.89	359.20	68.43	75.22	649.63	104.37	4.20	24.38
营口港务股份有限公司	AA+/稳定	鹏元资信	160.74	111.88	30.40	28.65	42.96	39.39	5.77	17.00
丹东港集团有限公司	C/-	联合信用	601.79	137.24	77.20	14.76 ³⁰	436.88 ³¹	64.10	7.63	33.09
锦州港股份有限公司	AA/稳定	联合资信	158.99	60.88	61.71	12.50	78.73	35.51	1.07	9.15
天津港(集团)有限公司	AAA/稳定	大公国际	1261.58	485.50	61.52	138.74	565.49	280.56	10.57	-0.33
天津港股份有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	375.28	206.18	45.06	78.06	96.66	146.80	15.21	16.05
河北港口集团有限公司	AAA/稳定	大公国际	592.21	303.89	48.69	67.33	211.06	130.73	9.65	23.12
唐山曹妃甸实业港务有限公司	AA/稳定	新世纪评级	73.01	30.27	58.54	9.11	34.29	15.77	3.98	9.67
唐山港口实业集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	255.67	182.35	28.68	49.70	32.35	59.20	12.05	20.07
唐山港集团股份有限公司	AA+/稳定	大公国际	192.15	155.37	19.14	35.21	11.44	48.21	15.39	17.44
烟台港集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	389.79	104.18	73.27	12.57	178.68	59.69	1.14	1.21
烟台港股份有限公司	AA/稳定	联合资信	176.71	55.71	68.47	6.39	65.86	49.08	-0.46	5.39
青岛港国际股份有限公司	AAA/稳定	大公国际	382.83	154.83	59.56	87.66	48.41	86.84	22.99	9.59
日照港集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	556.55	205.13	63.14	59.90	213.64	149.28	2.12	10.57
日照港股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	204.96	118.04	42.41	26.48	59.42	45.86	3.45	15.68
连云港港口集团有限公司	AA+/稳定	东方金诚国际	528.50	168.43	68.13	58.41	294.46	116.56	1.44	-1.27
江苏连云港港口股份有限公司	AA/稳定	中诚信评级	71.58	32.76	54.23	3.36	29.10	12.28	0.03	0.97
江苏大丰海港控股集团有限公司	AA/稳定	联合资信	293.35	86.52	70.51	26.49	141.17	100.33	1.76	0.65
南京港(集团)有限公司	AA/稳定	新世纪评级	118.72	48.36	59.26	8.19	37.80	36.22	1.49	3.41
南京港股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	47.89	29.77	37.85	6.33	13.19	5.91	1.59	2.25
靖江港口集团有限公司	AA/稳定	联合资信	115.14	61.06	46.97	14.62	52.92	20.03	1.21	1.28
武汉港务集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	45.35	22.77	49.79	7.17	10.54	15.45	1.48	-1.64
上海国际港务(集团)股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1193.27	698.20	41.49	155.11	373.06	337.62	90.75	76.99
宁波舟山港集团有限公司	AAA/稳定	中诚信证评	722.11	460.52	36.23	75.23	130.02	207.76	17.61	40.17

²⁸ 现金类货币资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票, 考虑到数据的可获取性, 其中“应收银行承兑汇票”使用“应收票据”代替, 因此该处现金类资产大于等于实际数据。

²⁹ 刚性债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付利息+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

³⁰ 2016 年末现金类货币资产为 16.83 亿元, 但其中有 14.78 亿元为受限货币资金; 可推测此处动用现金类资产规模也较小。

³¹ 根据丹东港集团 2016 年年度报告披露, 丹东港集团 2016 年末其他流动负债为委托贷款, 长期应付款为应付融资租赁款、私募款、理财融资和其他, 均应纳入刚性债务; 因此, 2017 年 9 月末丹东港集团刚性债务在上述“刚性债务”公式基础上增加了 16.00 亿元流动负债及 136.00 亿元长期应付款。

发行人名称	最新主体评级/展望	最新主体评级 评级机构	资产总额	所有者权益 总额	资产 负债率	期末现金类 资产 ²⁸	期末刚性债 务 ²⁹	营业收入	净利润	经营活动 净现金流
重庆港九股份有限公司	AA/稳定	联合资信	88.05	44.62	49.32	11.10	25.93	61.81	1.84	-3.27
温州港集团有限公司	AA/稳定	大公国际	76.36	22.43	70.62	3.66	34.70	7.46	-1.94	1.25
厦门港务控股集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	438.11	161.81	63.07	20.25	212.37	210.67	8.26	20.41
厦门国际港务股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	176.21	104.48	40.71	12.82	17.02	105.56	7.51	9.67
厦门港务发展股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	72.08	33.59	53.40	3.54	16.21	128.25	3.46	0.22
广州港集团有限公司	AAA/稳定	大公国际	280.38	145.50	48.11	23.50	74.15	85.36	12.37	10.24
广州港股份有限公司	AAA/稳定	大公国际	222.22	135.28	39.13	20.58	64.94	81.46	8.70	15.43
汕头港务集团有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	79.53	71.75	9.78	27.59	5.22	4.34	0.43	0.48
深圳赤湾港航股份有限公司	AA+/稳定	中诚信评级	80.62	67.47	16.31	8.75	4.63	23.50	7.47	11.71
珠海港控股集团有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	220.70	88.87	59.73	13.49	105.25	41.24	1.67	-0.48
珠海港股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	60.75	30.50	49.79	4.43	22.31	17.40	1.55	2.46
茂名港集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	66.63	32.85	50.70	11.48	25.60	5.16	0.48	3.31
湛江港(集团)股份有限公司	AA/稳定	中诚信评级	145.21	58.66	59.60	5.35	63.03	24.06	0.55	6.40
海南港航控股有限公司	AA/稳定	鹏元资信	89.38	36.05	59.67	11.42	28.26	20.62	1.09	2.37
广西北部湾国际港务集团有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	799.54	217.84	72.75	97.68	415.85	463.93	4.84	26.36

注：表格中期间数据为 2017 年年化数据，其他为 2017 年 9 月末数据。

注：刚性债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付利息+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

注：由于青岛港股份、宁波舟山港集团、厦门国际港务、广州港集团及海南港航控股未公布三季报，该 5 家企业财务数据使用 2016 年（末）数据替代。

附录二

港口行业主要样本企业信用质量
(略)

附录三

2017 年前三季度港口行业发债主体信用级别和评级展望调整情况

发行人	评级机构	主体信用等级/评级展望	主体信用等级/评级展望调整日期	2016 年末主体信用等级/评级展望
烟台港集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	2017/3/3	AA/稳定
连云港港口集团有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	2017/6/29	AA/稳定
南京港股份有限公司	新世纪评级	AA/稳定	2017/6/2	A+/稳定
广西北部湾国际港务集团有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	2017/5/5	AA+/负面
丹东港集团有限公司	联合信用	AA/负面	2017/6/6	AA/稳定
珠海港控股集团有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	2017/8/15	AA/稳定

数据来源：新世纪评级整理

注：2017 年 10 月，丹东港集团有限公司主体级别下调至 C 级

附录四

2017 年前三季度港口企业发行债券利差情况

发行 债券种类	发行 期限	发行时 主体信用等级/评级展望	发行主体	发行利差 (BP)
短期融资券	1 年	AA/稳定	江苏连云港港口股份有限公司	185.82
		AA/稳定	连云港港口集团有限公司	188.57
		AA/稳定	靖江港口集团有限公司	246.36
		AA/稳定	烟台港股份有限公司	174.59
		AA+/稳定	日照港股份有限公司	173.94
		AA+/稳定	烟台港集团有限公司	133.79
		AA+/稳定	营口港务集团有限公司	162.95
中期票据	3 年	AA+/稳定	日照港集团有限公司	197.25
		AA+/稳定	日照港集团有限公司	206.94
		AA+/稳定	连云港港口集团有限公司	229.77
		AA+/稳定	营口港务集团有限公司	312.62
	5 年	AAA/稳定	招商局港口控股有限公司	156.85
		AAA/稳定	大连港集团有限公司	184.32
		AA+/稳定	营口港务集团有限公司	276.57
公司债券	5 年	AA/稳定	珠海港控股集团有限公司	273.94
		AAA/稳定	大连港股份有限公司	146.57
		AAA/稳定	厦门国际港务股份有限公司	107.45
		AAA/稳定	厦门港务控股集团有限公司	94.72
		AAA/稳定	厦门港务控股集团有限公司	101.93
		AA+/稳定	连云港港口集团有限公司	153.70

数据来源：新世纪评级整理