



港口行业信用风险回顾与展望

联合资信 公用评级 | 许狄龙



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

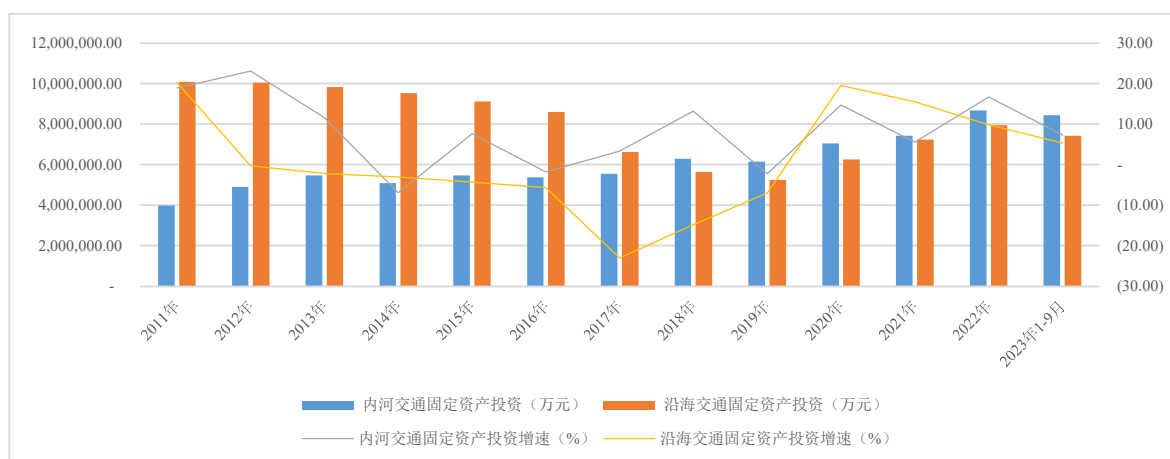


一、行业运行情况

2020 年以来，港口投资规模逐步增长，内河港口投资高于沿海港口。2023 年前三季度，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增长态势良好，但货种结构逐渐发生变化，对部分港口影响较大，主要港口吞吐量增速分化明显。

港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显。随着清退非法小型泊位以及港口整合的持续深入，近年来中国港口拥有的泊位总量呈现下降趋势；与此同时，万吨级以上泊位以及其中的专业化泊位数量呈现持续增长态势。截至 2022 年底，中国港口拥有生产用码头泊位 21323 个；万吨级及以上泊位 2751 个，增加 92 个，其中专业化泊位 1468 个，增加 41 个。

港口投资规模逐步增长，内河港口投资高于沿海港口。2020 年以来，在“稳增长”政策的推进下，交通基础设施投资力度有所加大，中国水路交通固定资产投资有所回升；此外，中国积极推进内河航运发展，内河港口投资规模均高于沿海港口。2022 年，中国完成水路交通固定资产投资 1679 亿元，增长 10.9%；其中，内河港口完成 867 亿元，沿海港口完成 794 亿元。2023 年前三季度，中国完成水路交通固定资产投资 1441 亿元，增长 28.2%；其中，沿海港口完成 739 亿元，内河港口完成 666 亿元。

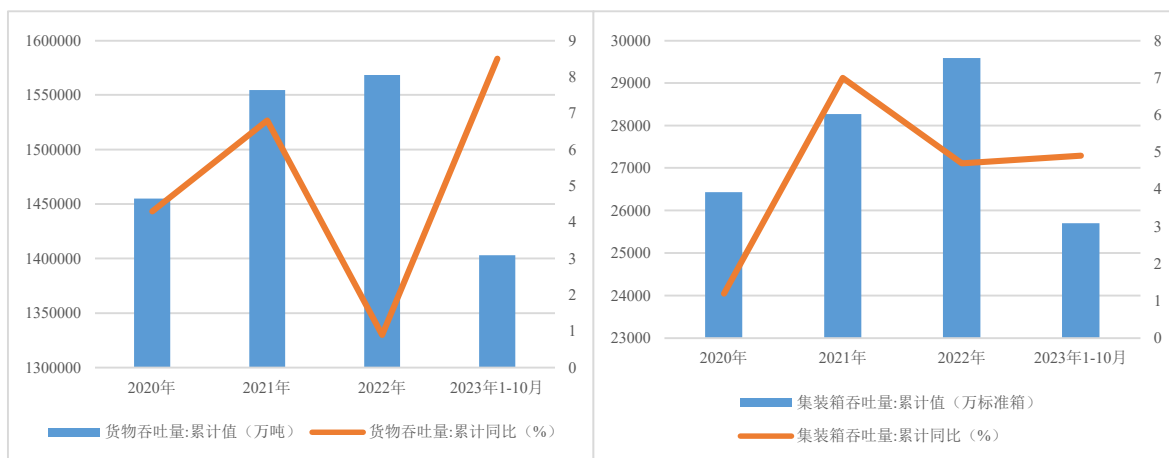


资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 1.1 中国水路交通固定资产投资情况

2023 年前三季度大宗商品进口需求强劲推动货物吞吐量增速大幅反弹。2022 年，中国港口完成货物吞吐量 156.85 亿吨，增长 0.9%；其中，内河港口完成 55.54 亿吨，下降 0.3%，沿海港口完成 101.31 亿吨，增长 1.6%。2023 年前三季度，中国港口完成货物吞吐量 140.3 亿吨，增长 8.5%，主要来自大宗商品和汽车等货种的增

长；其中，沿海港口完成 80.87 亿吨，内河港口完成 44.53 亿吨。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 1.2 中国主要港口货物吞吐量及增速情况

图 1.3 中国主要港口集装箱吞吐量及增速情况

内贸增长拉动集装箱吞吐量保持增长。2022 年，中国港口完成集装箱吞吐量 2.96 亿标准箱，增长 4.7%；其中，集装箱铁水联运量完成 874.7 万标准箱，增长 16.0%。2023 年前三季度，中国港口集装箱吞吐量 2.31 亿标准箱，增长 5.2%；其中内贸集装箱吞吐量 1.10 亿标准箱，增长约 9.3%，在欧美需求不振和供应链转移等因素导致进出口规模下降的影响下，内贸增长推动集装箱吞吐量增幅同比持平。2023 年前三季度，中国集装箱铁水联运量完成 753.0 万标准箱，增长 14.7%。

中国主要港口吞吐量增速分化明显。2022 年，唐山港、烟台港和日照港货物吞吐量增速显著高于全国平均水平，上海港、深圳港和厦门港出现负增长。2023 年前三季度，上海港和北部湾港货物吞吐量增速较快，其中上海港系上年基数较低导致，北部湾港主要得益于西部陆海新通道的建立；广州港、天津港和厦门港增速较低。集装箱吞吐量方面，2023 年前三季度，青岛港、烟台港和北部湾港集装箱吞吐量增速超过 10%，深圳港出现负增长，主要系中美航线运量大幅下降导致。

表 1.1 中国主要港口货物及集装箱吞吐量情况

港口名称	2022 年				2023 年 1—9 月			
	货物吞吐量 (万吨)	增速 (%)	集装箱吞吐量 (万标准箱)	增速 (%)	货物吞吐量 (万吨)	增速 (%)	集装箱吞吐量 (万标准箱)	增速 (%)
宁波-舟山港	126134	3.0	3335	7.3	101461	5.8	2726	3.6
唐山港	76887	6.4	334	1.5	61988	9.3	158	0.0
上海港	66832	-4.3	4730	0.6	55607	13.4	3619	3.7
青岛港	65754	4.3	2567	8.3	52256	4.9	2143	11.8
广州港	62906	0.9	2460	1.7	47732	1.8	1861	2.7
苏州港	57276	1.2	908	11.9	43519	2.2	691	3.4

日照港	57057	5.4	580	12.2	44596	5.3	456	7.1
天津港	54902	3.7	2102	3.7	42599	1.1	1762	6.5
烟台港	46257	9.3	412	12.8	37025	7.4	347	13.5
北部湾港	37134	3.7	702	16.8	32290	20.0	575	15.4
深圳港	27243	-2.1	3004	4.4	21252	6.6	2172	-1.0
厦门港	21940	-3.6	1243	3.2	16533	0.3	930	2.2
中国	1568453	0.9	29587	4.7	1254024	8.5	23072	5.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、发债样本企业信用分析

截至 2023 年 10 月底，有存续债券的港口经营性公司共 36 家，剔除无法获取财务数据的 3 家样本企业，以下分析以 23 家港口集团企业和 10 家港口集团企业下属（股份）子公司为主，同时在统计分析时剔除异常样本数据。

营业总收入保持增长，利润总额有所下降；盈利能力有所下降，但不同企业间分化明显。2022 年，样本港口企业总体营业总收入规模同比增长 15.40%，其中 23 家增长，10 家下降；珠海港控股集团有限公司和辽宁港口集团有限公司营业总收入同比分别下降 25.69%和 9.42%，主要系国内外经济下行压力加大等因素导致港口收入下降；2023 年前三季度，样本港口企业总体营业总收入有所增长。2022 年，样本港口企业总体利润总额同比下降 5.20%，其中 18 家增长，15 家下降；辽宁港口集团有限公司利润总额出现较大规模负增长，主要系主营业务盈利能力下降及计提大额减值准备导致；2023 年前三季度，样本港口企业总体利润总额小幅增长。2022 年，样本港口企业毛利率均值、净资产收益率均值和总资本收益率均值同比均有所下滑，资产相对优质的港口企业下属子公司毛利率均值整体高于集团企业。值得关注的是，港口集团企业盈利能力分化较为明显，处于后 1/4 分位的企业盈利能力指标明显弱，其中 7 家企业 2022 年归属母公司净利润为负。

表 2.1 样本港口企业盈利能力情况（单位：亿元、%）

全样本企业								
项目	2021 年			2022 年	2022 年 1—9 月		2023 年 1—9 月	
营业收入	7379.62			8515.93	6205.93		6580.12	
利润总额	735.91			697.65	684.35		700.64	
毛利率均值	16.54			15.37	15.89		15.57	
净资产收益率均值	4.67			3.61	3.87		3.73	
总资本收益率均值	4.37			3.61	3.03		2.89	
项目	毛利率				净资产收益率		总资本收益率	
	2021 年	2022 年	2022 年 1—9 月	2023 年 1—9 月	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年

港口集团企业平均值	13.85	12.85	13.02	12.94	2.70	1.50	3.35	2.53
港口集团企业下属子公司平均值	28.41	28.03	29.25	29.34	9.03	8.19	7.45	6.94

资料来源：联合资信根据公开资料整理

筹资活动前现金呈净流出态势，存在对外融资需求，但不同企业的融资情况差异较大，整体融资渠道畅通。2022 年，样本港口企业总体经营活动现金净流入同比增长 6.79%，其中集团企业同比增长，下属子公司同比下降；样本港口企业总体投资活动现金净流出同比增长 14.91%，其中下属子公司同比增长 52.95%；样本港口企业总体筹资活动前现金净流量由正转负，下属子公司投资活动净流出规模增长导致；样本港口企业总体筹资活动现金净流量同比大幅增加 251.05 亿元。2023 年前三季度，样本港口企业总体筹资活动前现金净流量仍表现为净流出态势，对外筹资需求仍较高，但净融资规模同比大幅下降。2022 年，样本港口企业中 15 家企业经营活动现金净流量出现不同程度下降，不同企业间规模差异较大；20 家企业筹资活动前现金净流量呈现净流出态势，存在对外融资需求，其中 15 家为集团企业；样本港口企业均根据自身资金需求进行融资活动，融资渠道畅通，均不存在货币资金大幅下降情况。

表 2.2 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			
	2021 年	2022 年	2022 年 1—9 月	2023 年 1—9 月	2021 年	2022 年	2022 年 1—9 月	2023 年 1—9 月
经营活动现金流净额	661.40	762.65	694.98	527.27	394.31	364.75	270.30	276.53
投资活动现金流净额	-772.06	-799.28	-682.51	-727.85	-231.07	-353.41	-260.09	-142.36
筹资活动前现金流净额	-110.67	-36.64	12.47	-200.58	163.24	11.34	10.21	134.17
筹资活动现金流净额	196.61	437.76	664.01	298.20	-57.68	49.97	222.18	-133.82

资料来源：联合资信根据公开资料整理

全部债务有所增长，但债务期限结构有所改善，整体债务负担适中；港口企业下属子公司负债水平低于集团企业，部分企业债务水平偏高。截至 2023 年 9 月底，样本港口企业总体有息债务 11021.86 亿元，较 2021 年底增长 14.87%，增长主要来自集团企业；短期债务占比持续下降至 33.86%；资产负债率均值、全部债务资本化比率均值和长期债务资本化比率均值均较 2021 年底变化不大，整体债务负担适中。此外，样本港口集团企业负债水平分化较为明显，其中 7 家企业 2023 年 9 月底的全部债务资本化比率超过 60%；下属子公司负债水平低于集团企业。

表 2.3 港口企业有息债务及资本结构（单位：亿元、%）

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
----	-------	-----------	-----------

	2021 年 底	2022 年 底	2023 年 9 月底	2021 年 底	2022 年 底	2023 年 9 月底	2021 年 底	2022 年 底	2023 年 9 月底
港口企业平均值	53.54	52.83	52.43	43.43	43.41	43.16	33.17	33.20	33.43
港口集团企业平均值	58.00	57.89	57.73	48.23	48.62	48.58	37.51	37.63	38.13
港口集团企业下属子公司平均值	39.31	36.14	35.01	28.89	27.42	26.57	21.08	20.99	20.51

资料来源：联合资信根据公开资料整理

偿债能力处于较强水平，但需关注部分企业的短期偿付压力。截至 2023 年 9 月底，样本港口企业现金短期债务比均值较 2021 年底小幅提升，增长主要来自港口集团下属子公司；全部债务/EBITDA 均值同比小幅提升，增长主要来自港口集团企业。此外，样本港口集团企业偿债能力分化较为明显，处于后 1/4 分位的企业存在较大的短期偿付压力，其中 5 家企业现金短期债务比不足 0.40 倍。

表 2.4 港口企业偿债指标情况（单位：倍）

项目	现金短期债务比			全部债务/EBITDA	
	2021 年	2022 年	2023 年 9 月	2021 年	2022 年
港口企业平均值	0.79	0.87	0.90	5.51	6.07
港口集团企业平均值	0.65	0.74	0.74	7.27	8.16
港口集团企业下属子公司平均值	1.53	1.77	1.99	2.47	2.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、债券发行分析

2023 年以来，港口企业债券发行期数和规模有所下降，发行产品以（超）短期融资券为主，发债主体以 AAA 级为主。港口企业发行利率和发行利差整体呈上行趋势，AAA 级港口企业中长期发行利率上升较大。

2022 年，港口企业共计发行债券 164 支，发行期数同比增加 7 支；发行规模合计 1252.55 亿元，同比增长 9.81%。2023 年 1—10 月，港口企业合计发行债券 101 支、发行规模 732.06 亿元，均不及上年同期发行情况。

表 3.1 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			
	2021 年	2022 年	增速	2023 年 1—10 月	2021 年	2022 年	增速	2023 年 1—10 月
(超)短期融资券	99	91	-8.08	67	642.00	604.40	-5.86	441.66
公司债	10	19	90.00	11	131.20	225.00	71.49	110.00
企业债	3	4	33.33	4	29.00	28.90	-0.34	30.40
中期票据	34	37	8.82	19	287.00	332.70	15.92	150.00
PPN+私募债	11	13	18.18	0	51.50	61.55	19.51	-
合计	157	164	4.46	101	1140.70	1252.55	9.81	732.06

数据来源：联合资信根据 wind 整理

债券发行以 AAA 级港口发行短期债券为主。2022 年和 2023 年 1—10 月，港口企业（超）短期融资券发行规模占比分别为 48.25%和 60.33%，主要用于补充流动资金需求；中期票据发行规模占比分别为 26.56%和 20.49%，公司债和企业债发行规模占比分别为 20.27%和 19.18%。AAA 级别港口企业债券发行规模占比分别为 70.22%和 78.01%。

港口企业债券发行利率整体上行，AAA 级港口企业中长期发行利率上升较大。2023 年 1—10 月，AAA 级和 AA⁺级港口企业短期发行利率均值分别为 2.42%和 3.22%，较 2022 年分别提升 0.16 个百分点和 0.24 个百分点；AAA 级和 AA⁺级港口企业中长期发行利率均值分别为 3.59%和 4.74%，较 2022 年分别提升 0.46 个百分点和 0.09 个百分点。

表 3.2 港口企业债券发行利率统计表（单位：%）

信用等级	2022 年				2023 年 1—10 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	1.70-3.25	2.26	2.45-5.30	3.13	2.05-3.45	2.42	2.58-5.45	3.59
AA ⁺	1.63-5.80	2.98	2.96-6.98	4.65	2.20-5.40	3.22	3.00-6.90	4.74

数据来源：联合资信根据 wind 整理

2024 年存在一定的集中兑付压力。截至 2023 年 10 月底，样本港口企业存续债券规模 2086.14 亿元，假设含赎回/回售选择权的债券全部行权，将于 2024—2026 年到期的规模分别为 843.20 亿元、552.11 亿元和 213.08 亿元。

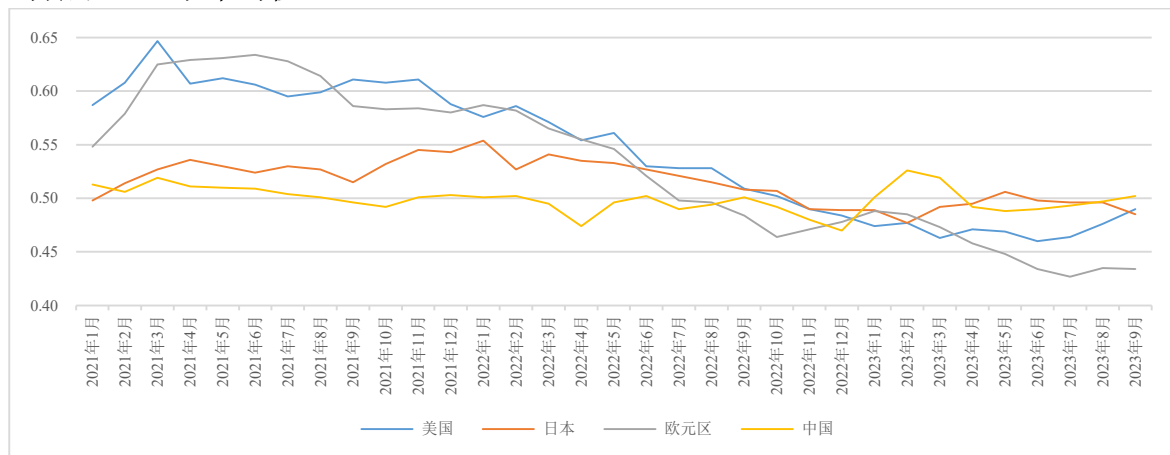
四、行业需求

欧美 PMI 指数均处于荣枯临界点以下，预计未来全球经济增速将维持低位，中国外贸将持续承压，但内需有望扩大，将对港口吞吐量提供一定支撑。

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。

欧美 PMI 指数均处于荣枯临界点以下，预计全球经济增速将维持低位。受制于通胀压力不断积累，欧美各国均采用加息方式进行应对，经济下行压力逐步加大；2023 年以来，美国制造业 PMI 在 47%上下波动，欧元区制造业 PMI 不断下滑并于 7 月触底后在 43%上下波动。中国和日本货币政策相对宽松，PMI 指数走势与美欧相异，2023 年以来均在 50%的荣枯临界点附近波动。根据国际货币基金组织最新发

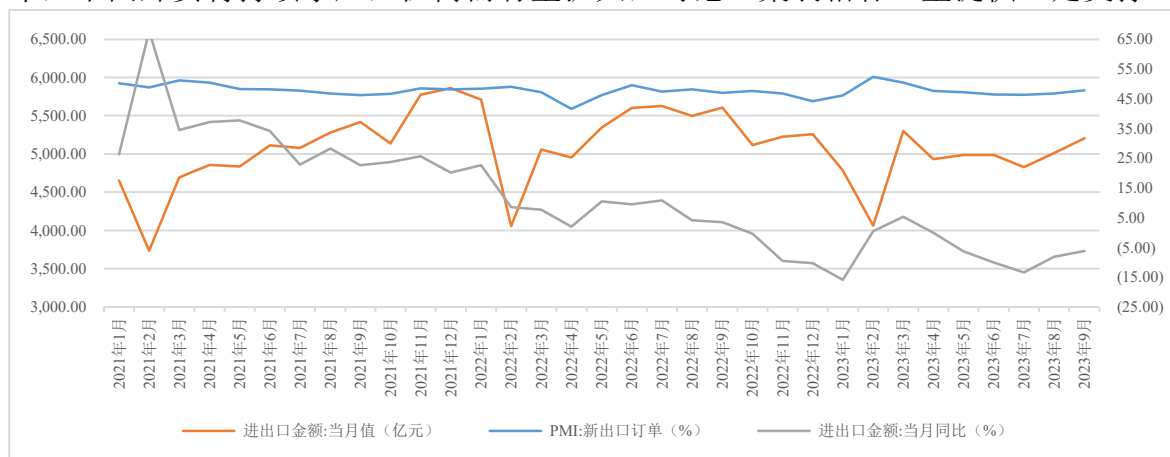
布的《世界经济展望》，预计全球经济 2023 年将增长 3.0%，2024 年将增长 2.9%，均低于近二十年均值 3.8%。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.1 全球主要经济体 PMI 指数情况

外贸持续承压，内需有望扩大。中国 PMI 新出口订单于 2023 年 2 月触顶，受经济复苏不及预期及全球需求放缓等因素综合影响，中国 PMI 新出口订单持续走低，随后在 46%左右波动。中国出口贸易区域结构持续发生变化，欧美需求放缓，新兴经济体对中国出口的拉动作用有限；2022 年以来中国进出口增速持续下降，2022 年 10 月起开始负增长。2023 年 12 月，中国中央经济工作会议召开，会议将深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力作为 2024 年经济工作重点。展望 2024 年，中国外贸将持续承压，但内需有望扩大，对港口集装箱吞吐量提供一定支撑。

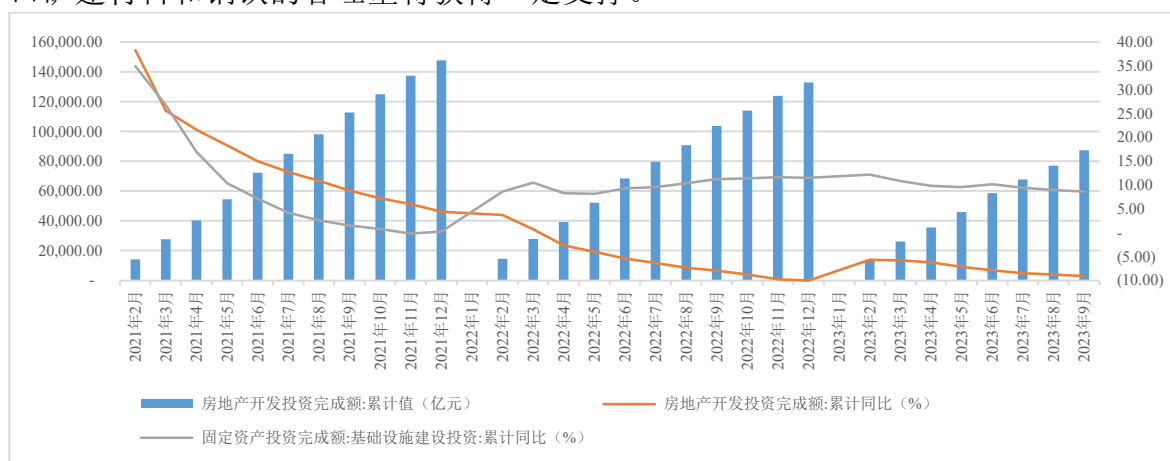


资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.2 中国 PMI 新出口订单和进出口情况

房地产行业仍将低迷，基础设施建设投资有望保持增长。港口散杂货的主要吞吐货种包括煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁等。2022 年以来，中国房地产

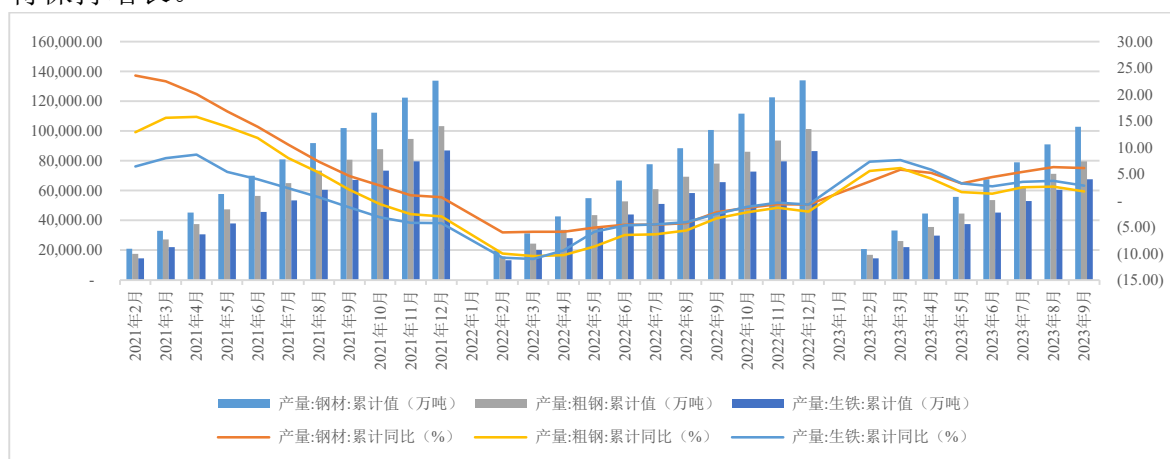
行业景气度持续下降，待售库存进一步提高，投资规模持续下滑，2022 年全年累计开发投资同比下降 10.00%，2023 年前三季度同比下降 9.10%。在“稳增长”政策的推进下，基础设施建设投资明显发力，2022 年全年累计开发投资同比增长 11.52%，2023 年前三季度同比增长 8.64%。展望 2024 年，预计房地产行业低迷的状态难以扭转，作为经济“稳增长”的重要抓手，基础设施建设投资或将保持一定增速，港口矿建材料和钢铁的吞吐量将获得一定支撑。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

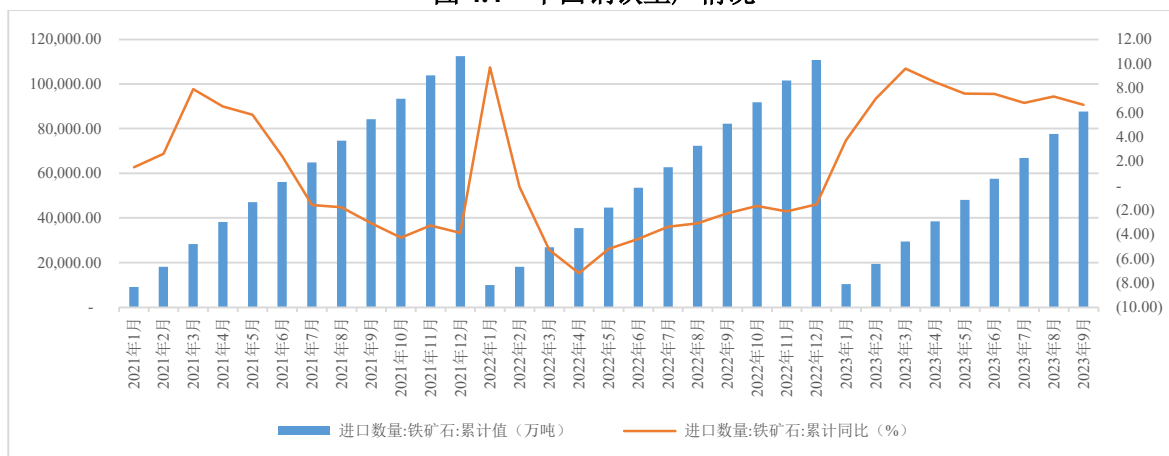
图 4.3 中国基础设施建设和房地产开发投资情况

钢铁行业有望温和复苏，铁矿石吞吐量或将增长。中国作为钢铁大国，钢铁产量占全球比重超 50%；铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料，来源依赖进口，铁矿石进口情况整体与钢铁产量情况趋同。2022 年，中国钢材、粗钢和生铁产量同比分别下降 0.8%、2.1%和 0.8%，铁矿石进口量同比下降 1.6%。2023 年前三季度，中国钢材、粗钢和生铁产量同比分别增长 6.1%、1.7%和 2.8%，铁矿石进口量同比增长 6.6%。展望 2024 年，钢铁行业有望温和复苏，预计中国港口铁矿石吞吐量或将保持增长。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

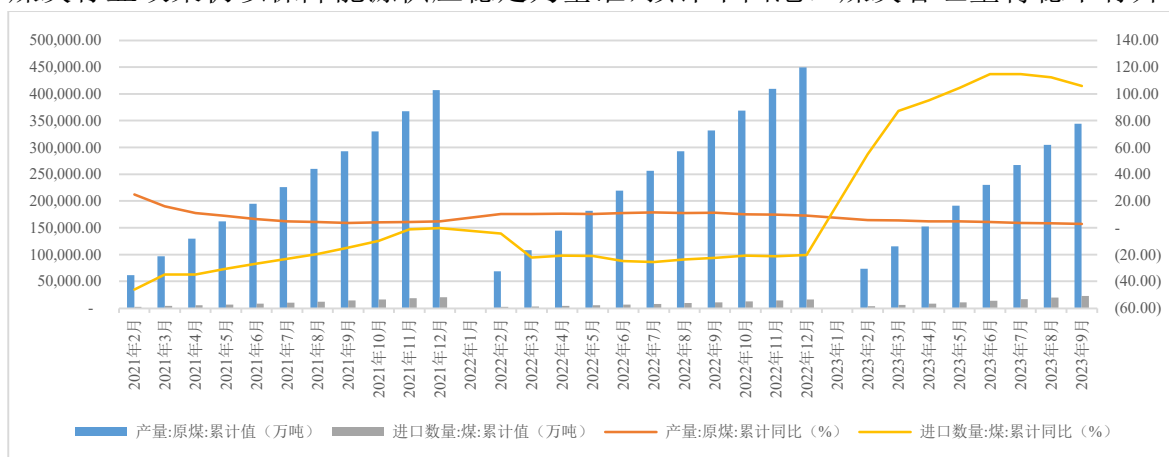
图 4.4 中国钢铁生产情况



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.5 中国铁矿石进口情况

煤炭仍为保障能源供应稳定的基础，需求量将稳中有升。中国煤炭行业的下游需求主要集中在电力和钢铁行业。随着增产保供的新增产能逐步释放，煤炭供需平衡状态已大幅缓解，2022 年中国原煤产量同比增长 9.0%至 44.96 亿吨，2023 年前三季度同比增长 3.0%。2022 年，国际市场需求大幅增加推高国际煤炭价格，国内和国际中高热值煤炭价格倒挂导致煤炭进口量规模缩减，2022 年煤炭进口额同比下降 20.3%；随着煤炭价格从高位震荡回落，中国开始加大煤炭进口力度，2023 年前三季度煤炭进口额同比增长 105.8%。展望 2024 年，火电仍为电力行业的“压舱石”，煤炭行业政策仍以保障能源供应稳定为基准，预计中国港口煤炭吞吐量将稳中有升。

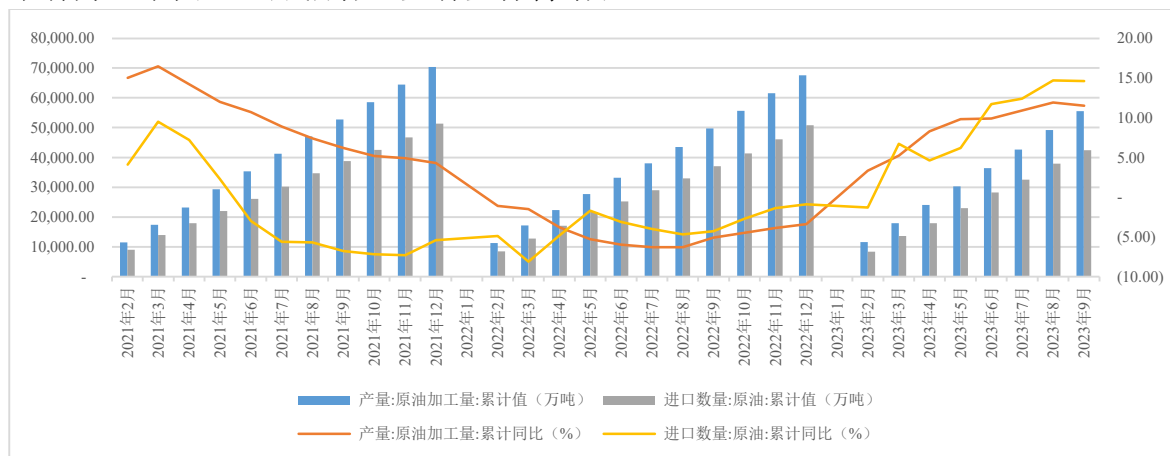


资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.6 中国煤炭生产和进口情况

需求端恢复带动原油进口量增长。中国作为全球最大石油消耗国，对进口严重

依赖，原油进口情况整体与原油加工情况趋同。2022 年，中国原油加工量 6.76 亿吨，同比下降 3.40%；2023 年 1—9 月，中国原油加工量 5.55 亿元，同比增长 11.50%，主要系能源需求端恢复拉动。展望 2024 年，中国经济稳中向好，能源需求预计将稳中有升，中国港口原油吞吐量有望保持增长。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.7 中国原油加工和进口情况

五、行业展望

展望 2024 年，受制于通胀压力不断积累，欧美各国经济下行压力逐步加大，全球经济增速将持续放缓，外贸或将持续承压；中国将深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力作为经济工作重点，内需有望持续扩大，对港口吞吐量提供一定支撑。

现阶段港口企业整体债务负担适中，经营获现及偿债能力较强。目前，“一省一港”的行业格局基本形成，港口竞争格局基本稳定，区域合作和协同发展将逐步成为港口行业未来发展的重要基调。总体看，港口企业仍将保持较好的跨周期能力，行业整体信用风险较低，行业展望稳定。同时，中国港口存在的结构性产能过剩矛盾依旧存在，部分港口企业盈利能力较弱、债务负担较重、短期偿付压力较大，受腹地经济波动、货种结构调整、港口资源整合及竞争地位变化等因素影响，其经营压力或将加大，港口企业信用品质仍将继续分化。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。