

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

整合效益逐步显现，外需收缩 压力下信用基础依然稳固—— 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.



报告摘要

近年来，港口规划建设着重强化港口与其他交通方式的互联互通能力以及作为交通枢纽的经济辐射功能，并逐步完善市场化、规范化的港口收费体系。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。

近年来，中国港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显，在结构性产能过剩的背景下，水路交通固定资产投资逐步向内河港口倾斜。2022 年以来，随着疫情期间宽松政策的逐步退出，全球主要经济体制造业 PMI 指数已回落至荣枯临界点，中国进出口规模维持在较高水平，但增速大幅下滑至负增长；此外，中国疫情呈多发散发态势，严格的疫情防控措施导致消费端表现低迷，需求端不足导致供给端乏力，港口集装箱吞吐量和货物吞吐量均面临很大压力。得益于非港口业务收入和投资收益的增加，港口企业总体收入和利润保持增长，但增速有所下滑，偿债能力指标有所改善，但不同企业间分化明显。

未来，全球经济增速预计将持续放缓，中国出口金额或将持续承压。随着“新十条”落地后疫情防控进入新的阶段，中国将工作重点由疫情防控转向经济增长，把恢复正常经济秩序、稳增长、稳物价、稳就业放在更为突出的位置，经济运行有望逐步好转，将对港口集装箱吞吐量和货物吞吐量提供一定支撑。

考虑到港口企业整体债务负担适中，经营获现及偿债能力维持较强水平，且随着港口资源整合的持续深化，整合的经济效益将逐步显现，港口企业仍将保持较好的跨周期能力。但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，其经营压力或将被放大，港口企业信用品质仍将继续分化。

综上所述，联合资信认为港口行业整体信用风险较低，展望为稳定。

一、行业政策

近年来，与港口行业相关的政策在规划建设、环境保护、收费管理等方面尤为凸显，引导港口向智慧、绿色、安全、高效方面发展，并逐步完善市场化、规范化的港口收费体系，以提升港口综合服务和竞争能力。

规划建设方面，2019年11月，交通运输部联合多部委印发的《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。2020年5月，交通运输部印发了《内河航运发展纲要》，提出到2035年主要内河港口重点港区基本实现铁路进港，内河货物周转量占全社会比重达到9%；同时强化港口枢纽辐射功能，促进以港口为枢纽的全程物流供应链发展，深入推进港口资源整合，有序有效推进区域港口一体化发展，促进港产城协同发展。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，提出建设中国主要港口合计63个，其中沿海主要港口27个、内河主要港口36个；要发挥上海港、大连港、天津港、青岛港、连云港港、宁波舟山港、厦门港、深圳港、广州港、北部湾港、洋浦港等国际枢纽海港作用，加快建设辐射全球的航运枢纽。2021年9月，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，要求推进厦门港、宁波舟山港、大连港等既有集装箱码头的智能升级，建设天津港、苏州港、北部湾港等新一代自动化码头，并建设港口智慧物流服务平台。2022年1月，国务院印发了《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，提出建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群，支持山东打造世界一流的海洋港口，推进东北地区沿海港口一体化发展，优化港口功能布局，提升港口码头专业化、现代化水平，建设内河高等级航道网络，加快推动铁路进港口重点港区。

环境保护方面，2018年交通运输部推动“公转铁”“公转水”政策实施，将铁路运能提升、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12月，交通运输部发布了《关于修改〈港口经营管理规定〉的决定》，强化了港口污染防治、港口绿色发展的相关规定。

收费管理方面，自2015年以来，交通运输部与国家发展和改革委员会不断修订《港口收费计费办法》，逐步对港口设施保安费、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，减轻港口企业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。

二、行业竞争

港口行业整体准入壁垒较高，港口竞争格局基本稳定；目前“一省一港”的行业格局基本形成，但港口集团内部资源整合仍有望持续深化；港口整合对港口企业的整体盈利水平具有正面影响，但同时也应关注整合过程中各港口竞争关系和竞争地位可能发生的变化。

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，整体准入壁垒较高。经多年投资发展，中国沿海已建立五大港口群，分别为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海港口群，港口竞争格局基本稳定。

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。为解决传统“一港一企”模式带来的地方保护主义、港口重复建设和经营效率低下等问题，2015 年浙江省人民政府国有资产监督管理委员会组建了浙江省海港投资运营集团有限公司，并相继完成了省内沿海五港和内河港口的全面整合，取得显著成效。2017 年 8 月，交通运输部发文要求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、广东等区域先后开启了全省港口资源的整合进程。

目前，港口资源丰富的各省份均已成立了相应的省级港口集团，其中广东省由于港口运营主体背景复杂，未来整合难度大；江苏省整合了主要港口资源，未来还有进一步整合的空间；其他各省份基本已完成全省港口资源的初步整合，“一省一港”的行业格局基本形成。但港口集团内部如何优化资源配置、提高协同效应仍需持续探索，港口整合符合行业发展和区域一体化发展的政策方向，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望持续深化。

表 2.1 各省份港口资源整合情况

省份	整合主体	整合情况
辽宁省	辽宁港口集团有限公司	招商局（辽宁）港口发展有限公司持股 51.00%，大连市国资委持股 36.34%，央企主导的省级港口资源整合案例。整合了大连港和营口港，丹东港正在进行破产重整，锦州港股权分散，无实际控制人，整合难度大
河北省	河北渤海港口集团有限公司（拟）	河北省国资委和唐山市国资委分别持股 61.99%和 26.29%，整合了秦皇岛港和唐山港，未整合黄骅港，黄骅港主要为业主码头，整合的可能性很低
山东省	山东省港口集团有限公司	青岛市、烟台市、日照市相应持股平台以及山东高速集团有限公司分别持股 46.60%、17.38%、15.29%和 14.14%，实际控制人为山东省国资委，整合了全省港口资源
江苏省	江苏省港口集团有限公司	江苏交通控股有限公司和连云港市国资委分别持有 29.69%和 27.08%的股权，整合了全省大部分港口资源，未整合盐城港和无锡（江阴）港
浙江省	浙江省海港投资运营集团有限公司	宁波市国资委和浙江省国资委分别持股 60.84%和 27.59%，实际控制人为浙江省国资委，整合了全省港口资源
福建省	福建省港口集团有限责任公司	福建省国资委持有 100.00%的股权，整合了全省所有国有港口资源
广东省	广东省港航集团有限公司	广东省政府持股 90.00%，主要开展水上运输业务，只拥有部分内河港口资源。招商局港口经营深圳西部、湛江、汕头、顺德等港口，和记黄埔港口经营深圳东部港口，全省整合难度大
广西自治区	广西北部湾国际港务集团有限公司	广西国资委持股 100.00%，整合了全省港口资源
海南省	海南港航控股有限公司	海南中远海运投资有限公司和海南省国资委分别持股 53.17%和 26.91%，主要整合了海口港和洋浦港部分港口资产
安徽省	安徽省港航集团有限公司	安徽省国资委持股 100.00%，整合了全省国有港口资源
湖北省	湖北省港口集团有限公司	武汉市国资委持股 82.86%，整合了全省港口资源
河南省	河南中豫国际港务集团有限公司	河南省国资委持股 100.00%，整合了全省港口资源
四川省	四川省港航投资集团有限责任公司	四川省交通投资集团有限责任公司持股 90.72%，整合了全省港口资源
江西省	江西省港口集团有限公司	江西省交通运输厅持股 100.00%，整合了全省港口资源

资料来源：联合资信整理

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。

三、行业运行情况

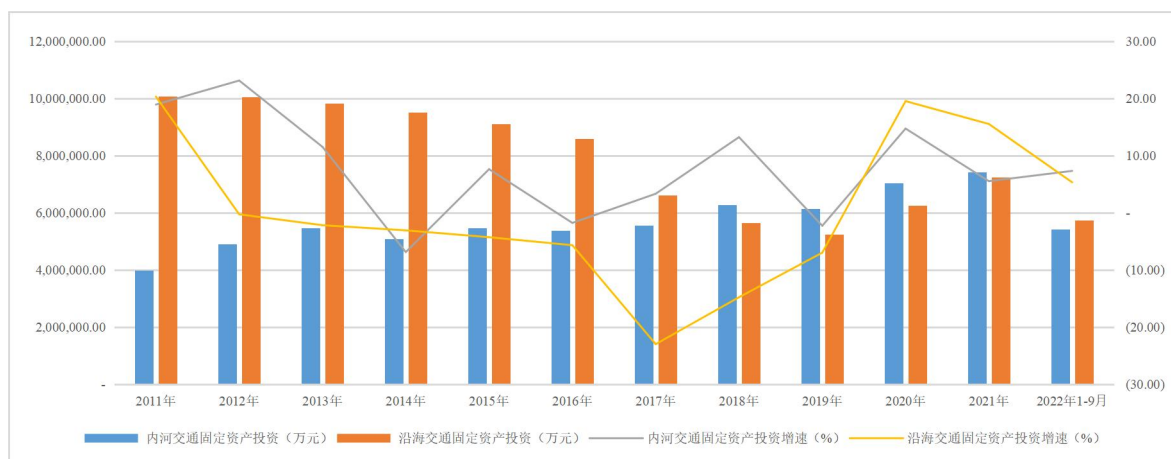
近年来，中国港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显。在结构性产能过剩的背景下，近年来水路交通固定资产投资逐步向内河港口倾斜；2020 年以来为应对疫情对宏观经济的冲击，在“稳增长”政策推进下水路固定资产投资规模有所回升。2021 年，中国主要港口货物和集装箱吞吐量增速有所提升，但进入 2022 年以来增速明显回落，主要港口吞吐量增速分化明显。

港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显。近年来，随着清退非法小型泊位以及港口整合的持续深入，中国港口拥有的泊位总量持续下降；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 2021 年底，中国港口拥有生产用码头泊位 20867 个，减少 1275 个，其中万吨级及以上泊位 2659 个，增加 67 个。万吨级及以上泊位中专业化泊位 1427 个，增加 56 个；通用散货泊位 596 个，

增加 4 个；通用件杂货泊位 421 个，增加 6 个。

在“稳增长”政策的推进下，投资规模有所回升。近年来，中国水路交通固定资产投资有所下降，2019 年投资总额下降至近年低点。2020 年以来，为应对新冠疫情对宏观经济的影响，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；其中，2021 年完成 1513 亿元，增长 11.4%；2022 年前三季度完成 1125 亿元，增长 6.4%。

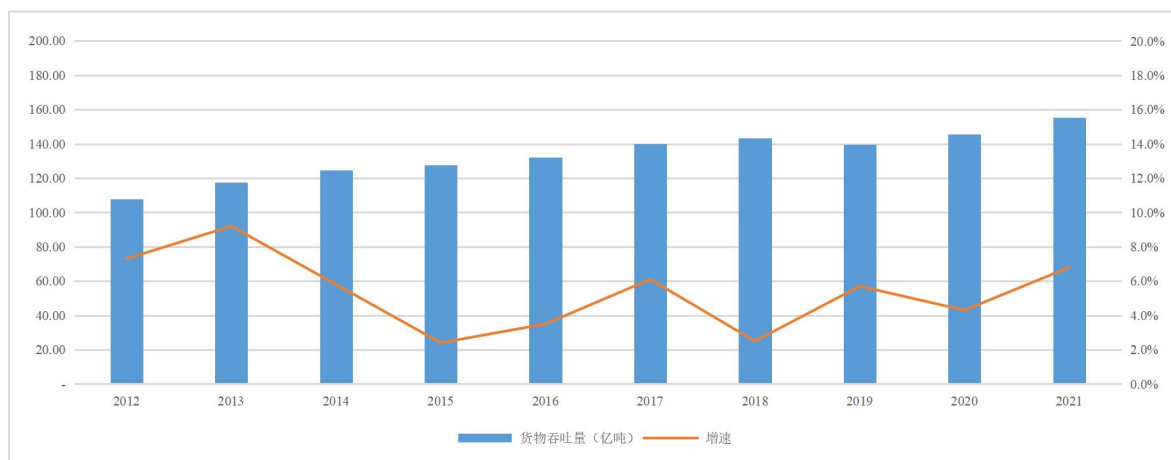
沿海港口投资有所回升，内河港口投资持续增长。目前，中国沿海港口已处于结构性产能过剩阶段，中国积极推进内河航运发展。从投资规模看，2012 年以来中国沿海港口投资持续下降，内河投资仍呈上升态势，2018 年起内河建设投资超过沿海建设投资；2020 年以来，中国沿海港口投资规模有所回升。2021 年，中国内河港口投资完成 743 亿元，沿海港口投资完成 723 亿元；2022 年前三季度沿海港口投资完成 573 亿元，内河港口投资完成 542 亿元。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 3.1 中国水路交通固定资产投资情况

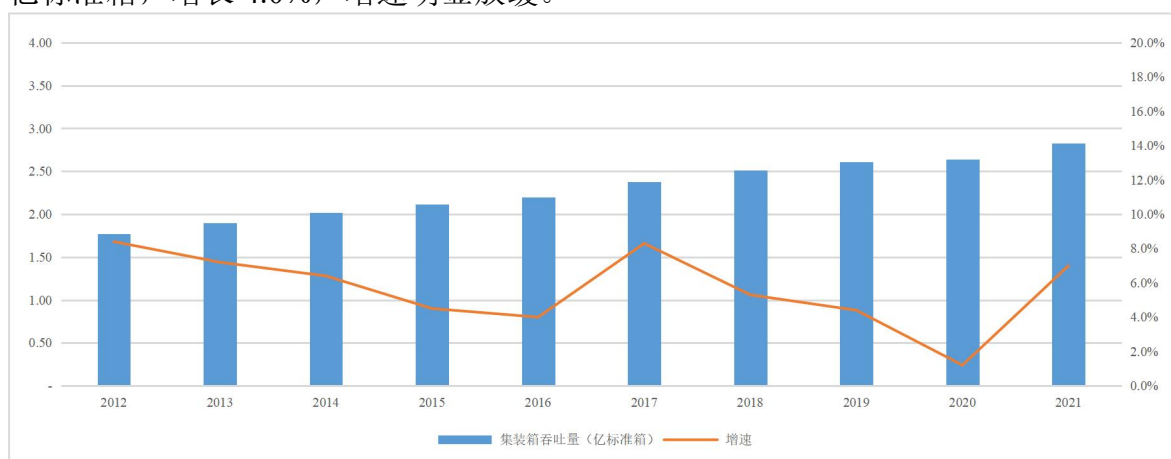
货物吞吐量规模保持增长，2022 年以来受疫情影响增速大幅下降。近年来，中国主要港口货物吞吐量保持增长趋势，但增速明显放缓。2021 年，中国港口完成货物吞吐量 155.45 亿吨，增长 6.8%，增幅较上年提升 2.50 个百分点，主要系上年受新冠疫情影响增幅较低；其中，内河港口完成 55.73 亿吨，增长 9.9%，沿海港口完成 99.73 亿吨，增长 5.2%。2022 年前三季度，中国港口完成货物吞吐量 115.55 亿吨，增长 0.1%，受疫情影响增速大幅回落；其中，沿海港口完成 75.28 亿吨，内河港口完成 40.26 亿吨。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 3.2 中国主要港口货物吞吐量及增速情况

集装箱吞吐量规模保持增长，2022 年以来增速明显放缓。近年来，多式联运的推广带动“散改集”需求旺盛，中国主要港口集装箱吞吐量持续增长，但增速波动下降。2021 年，中国港口完成集装箱吞吐量 2.83 亿标准箱，增长 7.0%，增幅较上年提升 5.8 个百分点，主要系上年受新冠疫情影响增幅较低；其中，集装箱铁水联运量完成 754 万标准箱，增长 9.8%。2022 年前三季度，中国港口集装箱吞吐量 2.19 亿标准箱，增长 4.0%，增速明显放缓。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 3.3 中国主要港口集装箱吞吐量及增速情况

中国主要港口吞吐量增速分化明显。2021 年，上海港、厦门港和日照港货物吞吐量增速高于全国平均水平，广州港、大连港和营口港增速较低，其中大连港和营口港为负增长，主要系①疫情对腹地经济造成负面冲击；②主动放弃亏损业务；③航运业供给紧张，东北货值低，船企运力倾向于投入南方货值高的港口；2022 年前三季度，大连港和营口港货物吞吐量持续负增长，油品供需关系失衡导致进口量下

降；上海港和深圳港受疫情封控影响亦出现负增长。集装箱方面，2022 年前三季度，苏州港、日照港、大连港和烟台港吞吐量增速超过 10%，营口港持续负增长，主要系受疫情影响集疏运体系受限导致。

表 3.1 中国主要港口货物及集装箱吞吐量情况

港口名称	2021 年				2022 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	122405	4.4	3108	8.2	95858	3.8	2632	9.8
唐山港	72240	2.8	329	5.7	56712	5.8	233	5.3
上海港	69827	7.3	4703	8.1	49055	-6.0	3489	0.3
青岛港	63029	4.3	2371	7.8	49811	3.6	1917	7.5
广州港	62367	1.8	2418	4.4	46908	0.6	1813	1.5
苏州港	56590	2.1	811	29.0	42584	1.5	668	13.1
日照港	54117	9.1	517	6.4	42367	6.1	426	11.0
天津港	52954	5.3	2027	10.4	42155	4.5	1655	4.7
烟台港	42337	6.0	365	10.6	34465	8.2	306	11.3
大连港	31553	-5.5	367	-28.1	22543	-4.6	303	12.6
深圳港	27838	5.0	2877	8.4	19942	-4.4	2194	2.5
营口港	22997	-3.5	521	-7.8	15168	-12.0	330	-16.9
厦门港	22756	9.7	1205	5.6	16482	-2.6	910	1.1
中国	1554534	6.8	28272	7.0	1155454	0.1	21933	4.0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

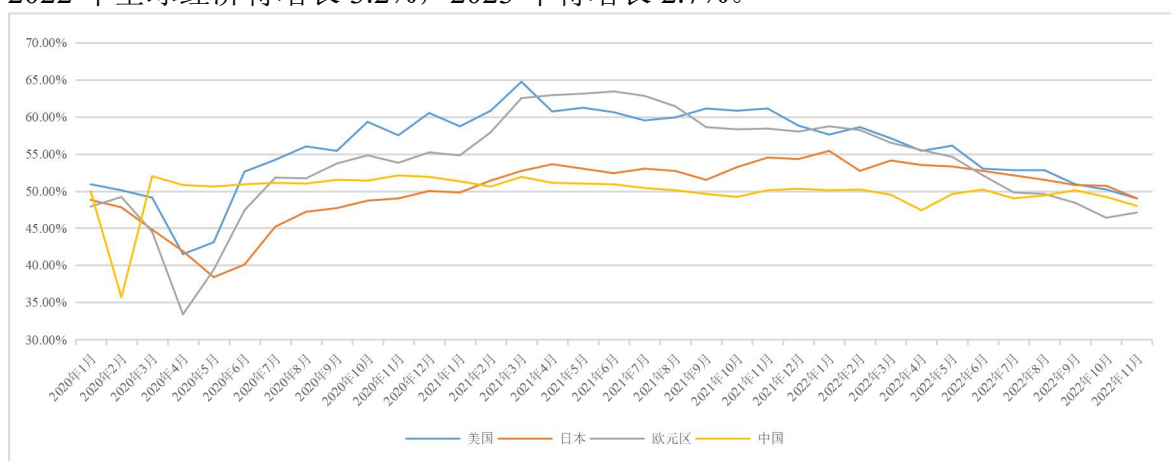
四、行业需求

疫情对全球经济的影响已逐渐弱化，且受制于全球通胀压力不断积累，各国开始逐步退出宽松政策，全球主要经济体 PMI 指数均回落至荣枯临界点附近，预计未来全球经济增速将持续放缓。未来，随着“新十条”落地后疫情防控进入新的阶段，中国将把恢复正常经济秩序、稳增长、稳物价、稳就业放在更为突出的位置，将对港口集装箱吞吐量和货物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。

全球主要经济体 PMI 指数均回落至荣枯临界点附近，预计未来全球经济增速将持续放缓。2020 年爆发的新冠肺炎疫情对全球经济造成剧烈冲击，中国、美国、日本和欧元区等全球主要经济体 PMI 指数均于 2020 年上半年探底；随着疫情防控

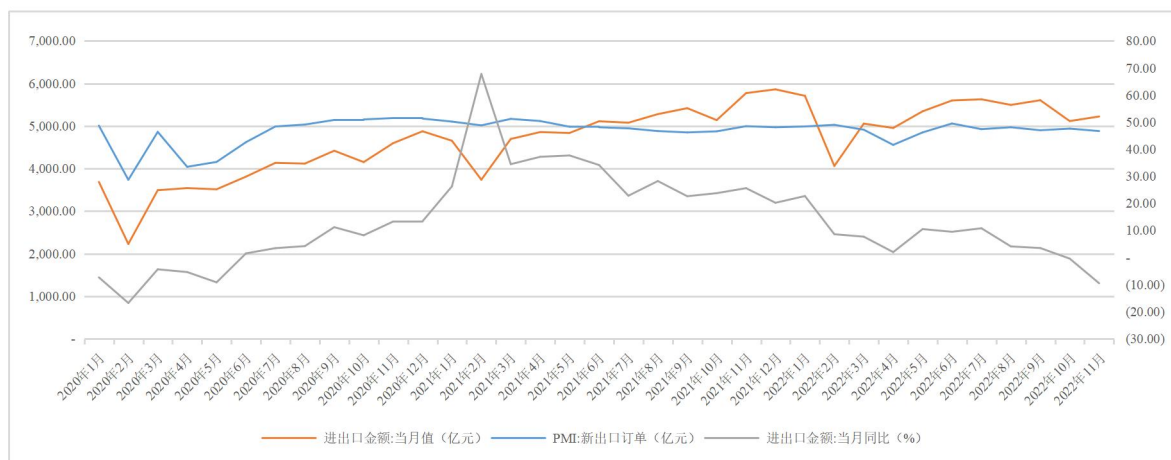
的常态化，企业得以逐步复工复产，美国和欧洲经济体普遍采取较大力度的财政和货币刺激方案，美国和欧元区 PMI 指数从低点持续上升，并分别于 2021 年 3 月和 6 月创下 64.7%和 63.4%的高点，之后开始逐步回落，2022 年 11 月底均降至 50%的荣枯临界点附近。日本疫情控制相对较好，经济刺激手段也相对克制，PMI 指数走势与美欧基本趋同但波动幅度明显较小。中国疫情于 2020 年 3 月基本得到控制，之后 PMI 指数一直在荣枯临界点附近波动；2022 年以来国内疫情防控趋严导致 4 月和 11 月制造业 PMI 指数大幅下降，分别降至 47.4%和 48.0%。受制于通胀压力不断积累，2022 年以来，欧美各国逐步进入加息周期，经济下行压力逐步加大。同时，12 月召开的中央经济工作会议提出将实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转；中国将工作重点由疫情防控转向经济增长，预计 2023 年经济将持续恢复性增长。整体看，预计 2023 年全球经济增速仍将有所放缓，根据国际货币基金组织最新预测，2022 年全球经济将增长 3.2%，2023 年将增长 2.7%。



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

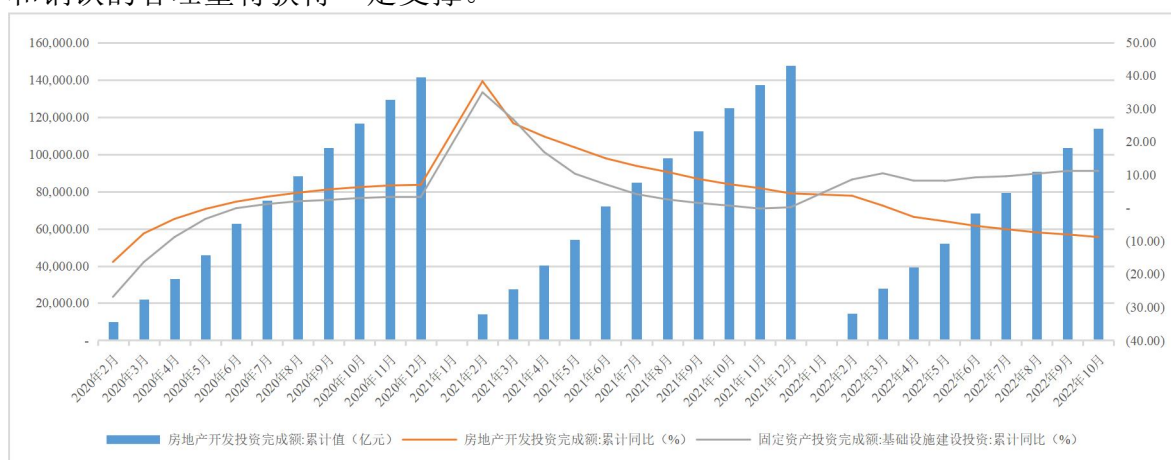
进出口规模维持在较高水平，但增速大幅下滑至负增长。2021 年以来，中国 PMI 新出口订单持续走低，随后在 47%左右波动，2022 年初上海因疫情封控导致 4 月份数据跌至 41.6%的低点，之后回升至 47%左右继续波动。2021 年以来，中国进出口金额持续回升，12 月达到 5861.16 亿美元的近年新高，2022 年进出口规模在较高水平持续波动。中国进出口增速自 2021 年 3 月之后逐步下滑，至 2022 年 10 月出现负增长。全球经济增速回落叠加供应链逐步恢复，预计 2023 年中国出口金额将持续承压，但随着国内经济的回升，进口金额有望保持增长。整体看，2023 年中国进出口规模仍将保持在较高水平，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金额情况

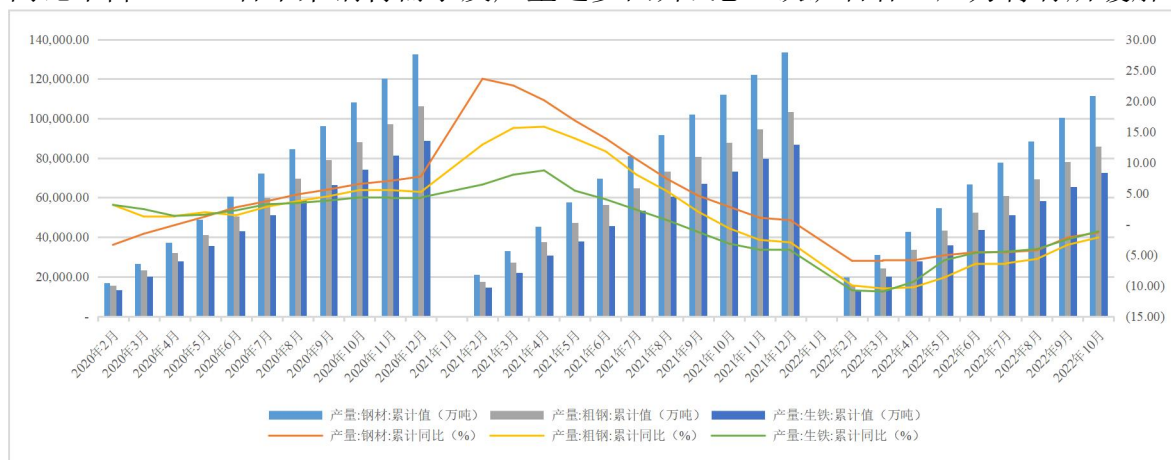
预计基础设施建设投资将稳中有升，房地产投资或将有所稳定，港口矿建材料和钢铁的吞吐量将获得一定支撑。港口散杂货的主要吞吐货种包括煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁等。2022 年以来，中国房地产行业景气度持续下降，待售库存进一步提高，投资规模持续下滑，1—10 月开发投资累计完成 11.39 万亿元，同比下降 8.8%；在“稳增长”政策的推进下，基础设施建设投资明显发力，1—10 月基础设施开发投资累计金额同比增长 11.4%。2022 年 12 月，国务院联防联控机制综合组公布“新十条”，宣告疫情防控进入新的阶段；未来，中国将把恢复正常经济秩序、稳增长、稳物价、稳就业放在更为突出的位置，预计基础设施建设投资将稳中有升；此外，随着中央和地方密集出台“金融十六条”等稳地产政策，房地产投资或将有所稳定。基于基础设施和房地产投资的发展趋势，预计 2023 年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

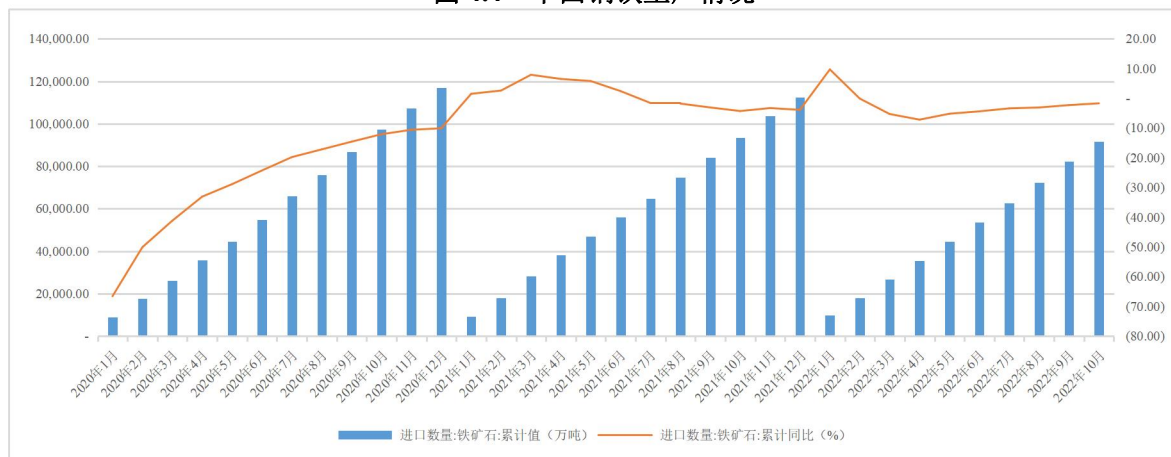
图 4.3 中国基础设施建设和房地产开发投资情况

钢铁需求不足导致港口铁矿石吞吐量低迷，预计钢材需求及产量有望逐步回升，港口铁矿石吞吐压力或将有所缓解。中国作为钢铁大国，钢铁产量占全球比重超50%。受原材料处于历史高位和需求低迷等因素综合影响，2021年，中国钢材、粗钢和生铁产量同比分别变化0.6%、-3.0%和-4.3%，2022年前三季度同比持续下滑2.2%、3.4%和2.5%。铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料，来源依赖进口。下游需求不足导致铁矿石进口量持续下滑，2021年同比下降3.9%，2022年前三季度同比下降2.3%。若未来钢材需求及产量逐步回升，港口铁矿石吞吐压力将有所缓解。



资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.4 中国钢铁生产情况

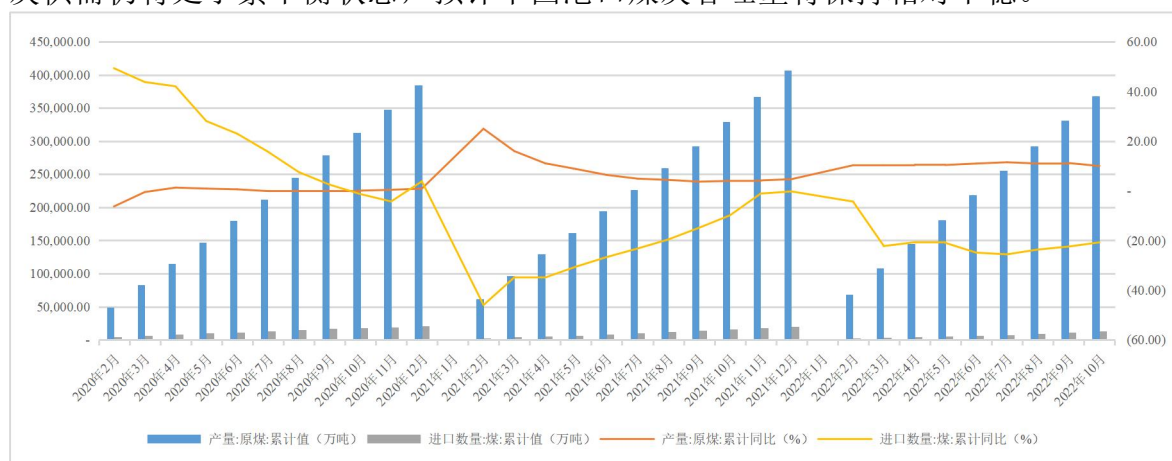


资料来源：联合资信根据 wind 整理

图 4.5 中国铁矿石进口情况

煤炭需求相对旺盛，预计港口煤炭吞吐量将保持平稳。中国煤炭行业的下游需求主要集中在电力（约占54%）和钢铁（约占18%）行业，2021年制造业及出口景气度较高，对电力的消耗处于高位，煤炭产能爬坡较慢，供需格局处于紧平衡状态，2021年中国原煤产量40.71亿吨，增长4.7%，煤炭进口量2.04亿吨，同比变化不大。2022年以来，煤炭新增产能逐渐释放，1—10月原煤产量36.85亿吨，同比增

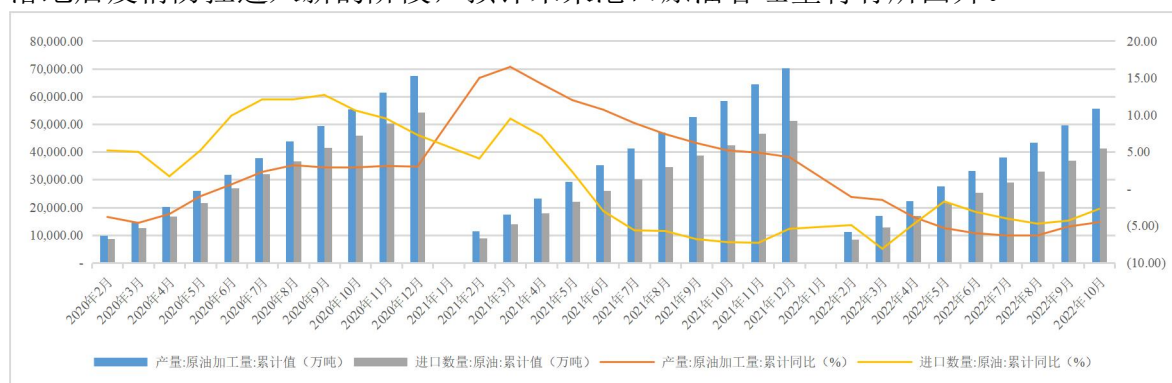
长 10.0%；规模以上电厂火力发电量 4.82 万亿千瓦时，同比仅增长 0.8%，下游行业对煤炭的需求支撑有所减弱，供需紧张情况有所缓解；国际市场需求大幅增加推高国际煤炭价格致使国内和国际中高热值煤炭价格倒挂，叠加作为我国煤炭主要进口国的印度尼西亚阶段性暂停煤炭出口，导致煤炭进口量规模缩减，1—10 月同比下降 20.8%。随着疫情管控基本放开，宏观经济的复苏将带动下游需求大幅增长，煤炭供需仍将处于紧平衡状态，预计中国港口煤炭吞吐量将保持相对平稳。



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

疫情管控放松以及经济复苏将带动燃油消耗增长，预计港口原油吞吐量将回升。2021 年，中国原油加工量 7.04 亿吨，同比增长 4.3%，增速较 2020 年提升 1.3 个百分点；2022 年 1—10 月，原油加工量 5.56 亿元，同比下降 4.5%，疫情防控趋严抑制客运周转导致燃油消耗需求不足。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，但 2021 年原油进口量同比下降 5.4%，主要系需求下降以及国际原油价格快速提升导致以消化库存油为主。随着“新十条”落地后疫情防控进入新的阶段，预计未来港口原油吞吐量将有所回升。



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、发债样本企业信用分析

截至 2022 年 11 月底，有存续债券的港口经营性公司共 40 家，剔除无法获取财务数据的 7 家样本企业，以下分析以 22 家港口集团企业和 11 家港口集团企业下属子（股份）公司为主，同时在统计分析时剔除异常样本数据。

（一）盈利能力分析

2021 年，得益于非港口业务收入和投资收益的增加，港口企业总体收入和利润均增长较快，整体盈利能力有所提升，但不同企业间分化明显；2022 年前三季度，港口企业总体收入和利润保持增长。

非港口业务收入的增加导致营业总收入增长较快。2021 年，样本港口企业总体营业总收入规模同比增长 25.57%，主要来自非港口业务收入的增加；29 家样本企业营业总收入同比增长，4 家样本企业营业总收入同比下降。其中，大连港集团有限公司和珠海港控股集团有限公司营业总收入同比增幅超过 100%，大连港集团有限公司营业总收入的增长来自吸收合并营口港务股份有限公司，珠海港控股集团有限公司营业总收入的增长主要来自物流供应链服务收入和先进制造与专业服务收入；锦州港股份有限公司、唐山港口实业集团有限公司、天津港（集团）有限公司和山东港口日照港集团有限公司共 4 家样本企业营业总收入出现不同程度下降，主要系商品贸易收入的下降。2022 年前三季度，样本港口企业总体营业总收入同比增长 12.89%。

投资收益增加，利润总额快速增长。2021 年，样本港口企业总体利润总额同比增长 37.40%，主要来自投资收益的增加；27 家样本企业利润总额同比增长，6 家样本企业利润总额同比下降。其中，上海国际港务（集团）股份有限公司和招商局港口集团股份有限公司利润总额增量很大，主要系投资收益的增加；辽宁港口集团有限公司、营口港务集团有限公司和唐山港口实业集团有限公司利润总额出现较大规模负增长，其中营口港务集团有限公司主要系支付职工薪酬大幅增加导致，辽宁港口集团有限公司和唐山港口实业集团有限公司主要系计提资产减值损失导致。2022 年前三季度，样本港口企业总体利润总额同比增长 12.07%。

盈利能力有所提升，但不同企业间分化明显。2021 年，样本港口企业毛利率均值同比变动不大，净资产收益率和总资本收益率均值同比分别提升 0.99 个百分点和 0.55 个百分点，资产相对优质的港口企业下属（股份）公司毛利率均值整体高于港口集团企业。2022 年前三季度，样本港口企业毛利率均值较上年同期小幅下降，净资产收益率均值和总资本收益率均值较上年同期变化不大。值得关注的是，港口企

业盈利能力分化较为明显，处于后 1/4 分位的港口集团企业盈利能力指标明显弱，其中 7 家企业 2021 年归属母公司净利润为负。

表 5.1 样本港口企业盈利能力情况（单位：亿元、%）

全样本企业								
项目	2020 年		2021 年		2021 年 1—9 月		2022 年 1—9 月	
营业收入	4956.52		6224.02		4656.20		5256.35	
营业收入同比增长率	5.32		25.57		33.35		12.89	
利润总额	475.97		654.00		549.79		616.18	
利润总额同比增长率	-15.39		37.40		57.31		12.07	
毛利率均值	17.93		17.74		17.62		16.89	
净资产收益率均值	3.59		4.58		3.86		3.88	
总资本收益率均值	3.81		4.36		3.01		3.04	
港口集团企业								
项目	毛利率				净资产收益率		总资本收益率	
	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
1/4 分位数	9.18	9.46	8.35	7.80	0.76	1.23	1.77	2.38
中位数	16.30	13.73	12.32	14.17	1.42	2.05	2.78	3.26
3/4 分位数	25.85	26.60	26.85	24.32	2.46	3.26	4.04	3.94
平均值	14.57	13.80	13.19	12.86	1.92	2.13	2.98	3.14
标准差	11.20	10.57	10.36	9.53	2.61	2.24	1.80	1.22
港口集团企业下属子（股份）公司								
项目	毛利率				净资产收益率		总资本收益率	
	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
1/4 分位数	22.90	24.71	25.34	24.90	3.57	5.31	4.33	4.89
中位数	28.58	31.01	31.93	26.49	5.21	7.11	4.77	5.42
3/4 分位数	35.36	36.52	36.85	38.31	6.62	8.42	5.73	6.49
平均值	31.01	33.54	35.66	34.25	6.54	8.98	5.82	7.35
标准差	7.05	7.49	8.28	7.76	2.86	3.38	1.77	2.07

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）现金流分析

2021 年，港口企业整体经营现金净流入有所增长，投资支出变化不大，融资需求有所下降，但不同企业的融资情况差异较大；2022 年前三季度，港口企业利用资金成本下降机会大量融资。

经营流入整体可覆盖对外投资，但仍存在对外融资需求。2021 年，样本港口企业总体经营活动现金净流量同比增长 20.01%，其中港口集团企业增长 15.29%，港口企业下属（股份）子公司增长 26.30%；样本港口企业总体投资活动现金净流出同比小幅增加，其中港口集团企业增加 44.14 亿元，港口企业下属（股份）子公司下降 17.50 亿元；样本港口企业总体筹资活动前现金净流量由负转正，主要系港口企

业下属（股份）子公司净流入规模较大；样本港口企业总体筹资活动现金净流量同比下降 79.70%。2022 年前三季度，样本港口企业总体筹资活动前现金净流量较 2021 年变化不大，但筹资活动现金净流量大幅增长，主要系当期融资成本下降导致。

不同企业的融资情况差异较大，整体融资渠道畅通。2021 年，样本港口企业中 7 家企业经营活动现金净流量出现不同程度下降，其中安徽省港航集团有限公司由净流入转变为净流出，主要系非港口业务回款滞后导致；29 家企业投资活动现金流表现为净流出，不同企业间净流出规模差异较大；17 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 家为港口集团企业；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 5.2 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			
	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月	2020 年	2021 年	2021 年 1—9 月	2022 年 1—9 月
经营活动现金流净额	444.93	512.97	362.30	484.58	333.41	421.08	307.52	291.03
投资活动现金流净额	-545.14	-589.28	-299.92	-423.84	-276.12	-258.62	-127.46	-290.56
筹资活动前现金流净额	-100.21	-76.30	62.38	60.74	57.29	162.46	180.05	0.47
筹资活动现金流净额	154.02	118.02	185.17	362.70	65.01	-73.55	-109.65	204.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）资本结构

港口企业总体有息债务增长主要来源于长期债务，债务期限结构有所改善，整体债务负担适中；港口企业下属（股份）子公司整体负债水平低于港口集团企业，部分港口企业的债务水平仍然偏高。

债务规模持续提升，债务期限结构有所改善。截至 2022 年 9 月底，样本港口企业总体有息债务 9325.83 亿元，较 2020 年底增长 26.03%，短期债务占比持续下降至 35.39%；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分别为 53.59%、42.66%和 32.72%，均较 2020 年底小幅提升。

部分港口集团企业债务负担重。截至 2022 年 9 月底，样本港口集团企业有息债务较 2020 年底增长 25.48%，主要来源于长期债务的增长；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 2020 年底有所提升。样本港口集团企业负债水平分化较为明显，处于后 1/4 分位的企业负债水平明显偏高，其中 5 家企业 2022 年 9 月底的全部债务资本化比率超过 60%。

港口企业下属（股份）子公司短期债务占比提升较快。截至 2022 年 9 月底，样本港口企业下属（股份）子公司有息债务较 2020 年底增长 28.23%，主要来自短期债务的增长，短期债务占比提升至 33.32%；全部债务资本化比率较 2020 年底变

化不大，但资产负债率和长期债务资本化比率有所下降；港口企业下属（股份）子公司样本整体负债水平低于港口集团企业。

表 5.3 港口企业有息债务及资本结构（单位：亿元、%）

项目	港口集团企业有息债务			港口集团企业下属子公司有息债务					
	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底			
短期债务	2458.97	2513.17	2661.51	391.41	593.13	639.35			
短期债务占比	41.66	36.34	35.93	26.16	34.04	33.32			
长期债务	3444.10	4403.44	4745.49	1104.92	1149.21	1279.48			
全部债务	5903.07	6916.61	7407.00	1496.34	1742.34	1918.83			
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		
	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底
1/4 分位数	49.27	47.65	48.39	36.01	34.38	34.40	25.04	26.36	29.97
中位数	57.17	59.20	57.86	48.10	46.60	44.06	34.24	36.25	34.33
3/4 分位数	66.26	69.07	68.06	56.40	59.13	59.04	44.59	48.97	48.34
平均值	58.86	59.15	58.95	48.80	49.31	48.94	35.73	38.24	38.04
标准差	13.62	11.49	11.76	15.72	13.20	13.67	12.84	11.04	11.94
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		
	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底
1/4 分位数	37.66	37.45	35.85	28.33	25.35	25.04	20.33	17.84	18.16
中位数	44.79	45.74	48.20	32.27	38.45	36.02	26.93	29.71	23.17
3/4 分位数	50.41	53.20	51.63	38.63	43.65	43.15	32.06	34.14	31.64
平均值	40.16	40.34	38.24	29.86	30.47	29.94	23.92	22.42	22.17
标准差	8.92	10.12	10.96	10.64	11.74	12.10	8.81	10.68	9.76

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（四）偿债能力

港口企业偿债能力指标有所改善，整体处于较强水平，但仍需关注部分港口企业的短期偿付压力。

整体偿债能力较强，短期偿债能力指标大幅提升。截至 2022 年 9 月底，样本港口企业流动比率均值为 117.26%，较 2020 年底提升 10.57 个百分点；现金短期债务比均值为 8.59 倍，较 2020 年底大幅提升。2021 年，样本港口企业 EBITDA 总计 1559.51 亿元，同比增长 28.80%；全部债务/EBITDA 均值为 6.62 倍，同比小幅下降。

部分港口集团企业短期偿付压力较大。截至 2022 年 9 月底，样本港口集团企业流动比率均值和现金短期债务比较 2020 年底有所提升，2021 年经营现金流动负债比均值同比小幅提升；2021 年，样本港口集团企业 EBITDA 总计 887.98 亿元，

同比增长 23.60%；全部债务/EBITDA 均值同比小幅下降。样本港口集团企业偿债能力分化较为明显，处于后 1/4 分位的港口集团存在较大的短期偿付压力，其中 7 家企业现金短期债务比不足 0.40 倍。

港口集团下属（股份）子公司偿债能力优于港口集团企业。截至 2022 年 9 月底，样本港口集团下属（股份）子公司流动比率均值较 2020 年底提升 14.46 个百分点，现金短期债务比均值较 2020 年底变化不大，2021 年经营现金流流动负债比均值同比变动不大。2021 年，样本港口集团下属（股份）子公司 EBITDA 总计 671.52 亿元，同比增长 36.40%；全部债务/EBITDA 均值同比小幅下降。

表 5.4 港口企业偿债指标情况（单位：%、倍）

港口集团企业偿债指标										
项目	流动比率			现金短期债务比			经营现金流流动负债比		全部债务/EBITDA	
	2020 年	2021 年	2022 年 9 月	2020 年	2021 年	2022 年 9 月	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
1/4 分位数	84.03	82.70	88.02	0.32	0.41	0.40	3.88	4.24	6.69	5.27
中位数	100.08	114.34	116.73	0.64	0.85	0.74	9.58	13.95	8.27	7.50
3/4 分位数	126.83	131.21	134.21	1.28	1.41	2.31	19.62	20.51	11.77	9.72
平均值	92.89	99.12	108.60	0.56	0.62	0.74	10.13	10.89	8.22	7.79
标准差	50.77	31.68	55.35	2.67	1.84	46.81	12.14	10.77	4.70	3.69
港口集团企业下属子公司偿债指标										
项目	流动比率			现金短期债务比			经营现金流流动负债比		全部债务/EBITDA	
	2020 年	2021 年	2022 年 9 月	2020 年	2021 年	2022 年 9 月	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
1/4 分位数	63.22	66.40	73.39	0.71	0.80	0.98	18.71	22.25	2.82	2.22
中位数	84.89	80.61	94.14	1.23	1.16	1.18	28.69	24.68	3.61	3.26
3/4 分位数	89.93	96.71	149.39	1.86	1.63	2.49	46.23	36.62	4.96	4.24
平均值	107.94	99.79	122.41	1.60	1.38	1.56	32.39	32.25	3.04	2.59
标准差	50.47	34.37	60.69	3.67	1.17	2.51	18.27	12.03	1.81	1.76

资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、债券发行分析

2021 年以来，港口企业债券发行期数和规模较为稳定，发行方式以公募发行为主，发债主体以 AAA 级为主，AAA 级港口企业逐步使用中期票据和公司债替代原有（超）短期融资券的发行。港口企业发行利率和发行利差整体呈波动下行趋势，但 AA⁺级港口企业 2022 年中长期债券发行利差明显走高，极差走阔明显。

2021 年，港口企业共计发行债券 157 支，发行期数同比增加 1 支；发行规模合计 1140.70 亿元，同比下降 3.06%。2022 年 1—11 月，港口企业合计发行债券 158

支、发行规模 1212.05 亿元，均超过上年全年发行情况。

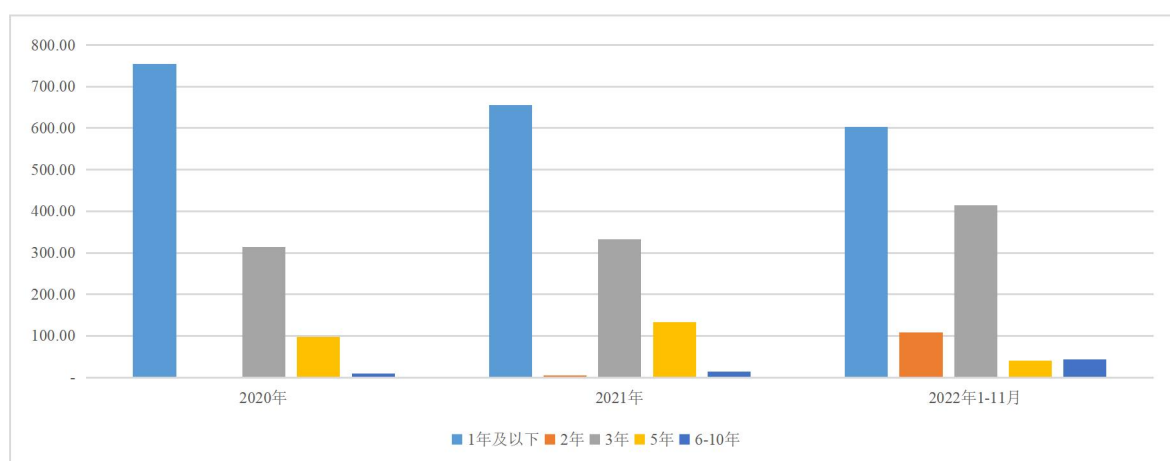
表 6.1 港口企业债券发行情况（单位：支、亿元、%）

项目	发行期数				发行规模			
	2020 年	2021 年	增速	2022 年 1—11 月	2020 年	2021 年	增速	2022 年 1—11 月
(超)短期融资券	110	99	-10.00	85	755.00	642.00	-14.97	563.90
公司债	10	10	-	19	125.20	131.20	4.79	225.00
企业债	1	3	200.00	4	10.00	29.00	190.00	28.90
中期票据	22	34	54.55	37	199.00	287.00	44.22	332.70
PPN+私募债	13	11	-15.38	13	87.50	51.50	-41.14	61.55
合计	156	157	0.64	158	1176.70	1140.70	-3.06	1212.05

数据来源：联合资信根据 wind 整理

债券发行方式中公募发行占主要地位。2021 年和 2022 年 1—11 月，港口企业公募债券发行期数占比分别为 92.99%和 91.77%，发行规模占比分别为 95.49%和 94.92%。

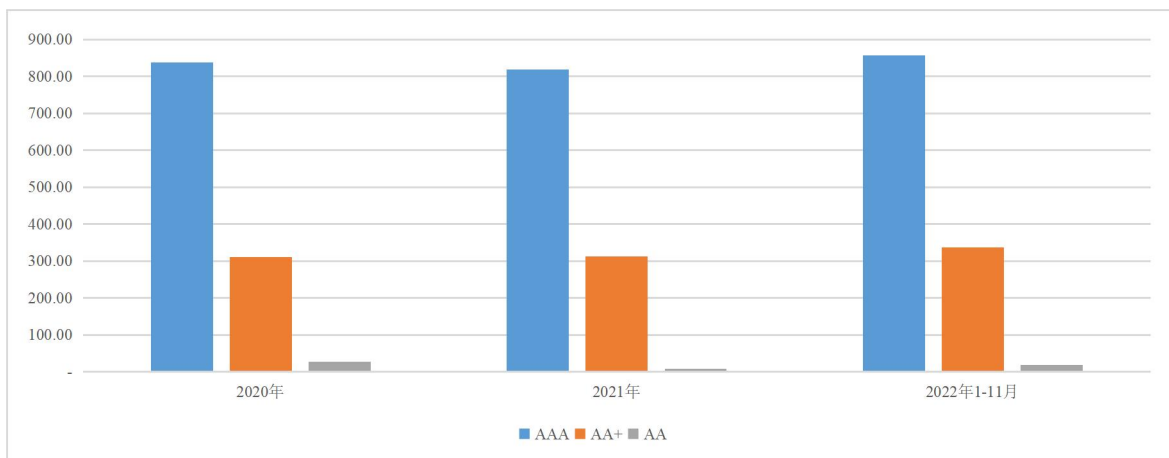
债券发行类别以（超）短期融资券为主，但比重有所下降。2021 年和 2022 年 1—11 月，港口企业（超）短期融资券发行规模占比分别为 56.28%和 46.52%，主要用于补充流动资金需求；中期票据发行规模占比分别为 25.16%和 27.45%，公司债发行规模占比分别为 11.50%和 18.56%。



数据来源：联合资信根据 wind 整理

图 6.1 港口企业发债期限及规模（单位：亿元）

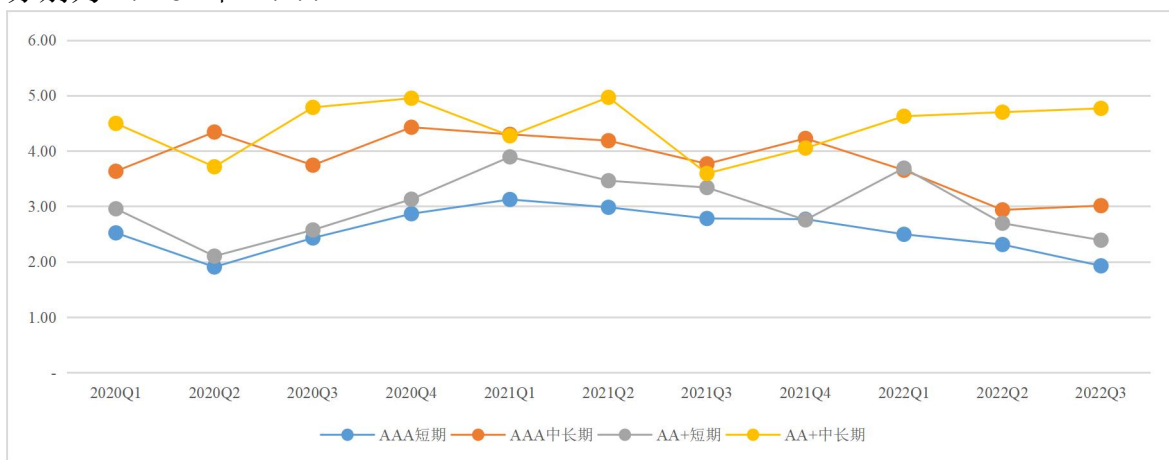
债券发行期限类别以 1 年期及以下为主，但比重有所下降。2021 年和 2022 年 1—11 月，港口企业发行的 1 年期及以下债券规模占比分别为 57.42%和 49.79%，3 年期债券规模占比分别为 29.15%和 34.25%。



数据来源：联合资信根据 wind 整理

图 6.2 港口企业不同主体级别债券发行规模情况（单位：亿元）

发债主体级别以 AAA 级为主。2021 年和 2022 年 1—11 月，AAA 级别港口企业债券发行规模占比分别为 71.73%和 70.67%，AA⁺级别港口企业债券发行规模占比分别为 27.48%和 27.77%。



注：AA 级港口企业债券发行数量少，故不做分析

数据来源：联合资信根据 wind 整理

图 6.3 港口企业季度平均发行利率（单位：%）

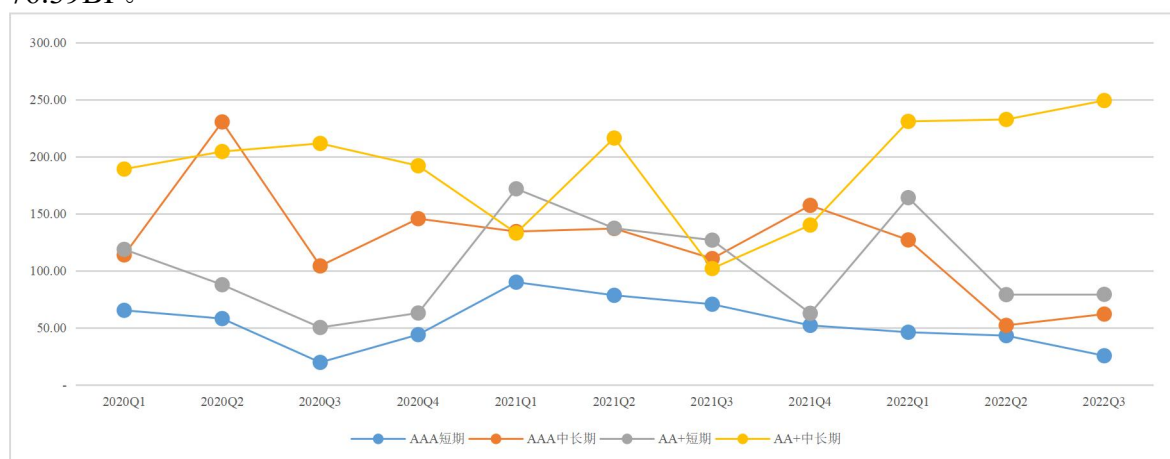
港口企业债券发行利率整体呈下行趋势，AA⁺级港口企业中长期发行利率较为稳定。2021 年，AAA 级和 AA⁺级港口企业短期债券发行利率均值分别为 2.93%和 3.50%，2022 年 1—11 月分别下降至 2.21%和 2.92%。2022 年 1—11 月，AAA 级港口企业中长期发行利率均值为 3.13%，较 2021 年下降 0.95 个百分点；AA⁺级港口企业中长期发行利率均值为 4.65%，较 2021 年提升 0.33 个百分点。

表 6.2 港口企业债券发行利率统计表（单位：%）

信用等级	2021 年				2022 年 1—11 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	2.30-4.40	2.93	3.13-5.90	4.09	1.70-3.25	2.21	2.45-5.30	3.13
AA ⁺	2.60-5.65	3.50	3.43-6.50	4.32	1.63-5.80	2.92	2.96-6.98	4.65

数据来源：联合资信根据 wind 整理

整体发行利差波动下行，但 2022 年起 AA⁺级发债主体中长期债券发行利差明显走高。2022 年 1—11 月，AAA 级和 AA⁺级港口企业短期发行利差均值分别为 35.92BP 和 109.03BP，较 2021 年分别下降 38.93BP 和 29.88BP；AAA 级和 AA⁺级中长期发行利差均值分别为 75.16BP 和 234.17BP，较 2021 年分别变化-59.56BP 和 76.39BP。



注：AA 级港口企业债券发行数量少，故不做分析

数据来源：联合资信根据 wind 整理

图 6.4 港口企业季度平均利差（单位：BP）

AA⁺级发债主体极差走阔。2022 年 1—11 月，AA⁺级港口企业短期和中长期极差分别为 73.11BP 和 159.01BP，较 2021 年分别提升 9.05BP 和 135.95BP。

表 6.3 港口企业债券发行利差统计表（单位：BP）

信用等级	2021 年				2022 年 1—11 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	293.38	--	408.54	--	220.86	--	313.21	--
AA ⁺	350.23	64.06	432.35	23.06	292.05	73.11	465.46	159.01

数据来源：联合资信根据 wind 整理

七、行业展望

整体而言，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。疫

情对全球经济的影响已逐渐弱化，且受制于全球通胀压力不断积累，各国开始逐步退出宽松政策，全球主要经济体制造业 PMI 指数已回落至荣枯临界点，预计未来全球经济增速将持续放缓。未来，随着“新十条”落地后疫情防控进入新的阶段，中国将把恢复正常经济秩序、稳增长、稳物价、稳就业放在更为突出的位置。不同货种吞吐量方面，2023 年中国进出口规模仍将保持在较高水平，对集装箱吞吐量提供一定支撑；钢材需求及产量有望逐步回升，铁矿石吞吐压力或将有所缓解；疫情管控放松以及经济复苏将带动燃油消耗增长，预计煤炭吞吐量将保持平稳，原油吞吐量将回升。

现阶段港口企业整体债务负担适中，整体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，但港口集团内部资源整合仍有望持续深化，整合的经济效益或将逐步显现。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，联合资信也关注到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，其经营压力或将被放大，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

相关研究

【违约处置系列研究】国际三大评级机构债券回收率统计研究

【违约处置系列研究】我国公募债券市场主要违约处置方式之破产诉讼

【违约处置系列研究】我国债券违约处置制度建设与现阶段存在的问题

【违约处置系列研究】债券违约处置制度的国际经验

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。