

2017 年 10 月 24 日港口行业专题报告

详解过往港口整合案例，正面效益不尽相同；未来步入 2.0 时代

-----港口整合篇(下)

徐运义

兴业研究

分析师

张文

兴业研究

分析师

摘要:

- 历史的案列预示着整合将带来正面综合效益。参考了历史四个案列，我们认为港口整合后所带来的综合效益是正面的。在消除恶性价格竞争的格局时，多数港口都出现了港口单位收费稳步上升的态势如厦门港，河北港口集团和宁波舟山港的集装箱业务。因北部湾港口之前收费已处在高位，所以整合后所带来的益处主要体现在规模效益，也就是超额增量上，集装箱吞吐量在 2015-16 年均增速高达 27%。至于宁波舟山港的干散货收费在 2016 年下降主要系于外部因素包括经济环境和部分邻近港口干散货产能过剩而造成的分流效应。
- 步入 2.0 时代，今年公布多个计划中的省级范围的港口整合。过往十年，案例往往是个体港口内部或邻近港口之间的整合或合作，我们概括为 1.0 时代。考虑到部分港口处于区域性投资过剩的状态，供大于求而产生恶性价格竞争。另外成本低廉的港铁联运模式和互联网应用也推动了跨省级港口间的竞争。从今年开始，我们认为港口整合逐步进入了 2.0 时代，即区域性或省内大范围的整合。多个港口资源富裕

的省份如江苏，福建，辽宁和广东省都在计划成立省级港口集团公司来进行省范围内的整合。

- **期待省级整合，港口垄断价值有望显现。**我们认为省级别的港口整合将大概率带来正面效益，提高港口的盈利水平和资产价值。借鉴过往案例，单位收费较低的港口会通过减少恶性竞争来实现提价的过程，逐步回归到合理区间来体现港口区域性垄断的价值；另一方面，通过整合规模变大的个体港口将受益于聚集和规模效益，实现超额吞吐量的增长。
- **港口债券概况。**整体来看：今年以来港口信用利差较去年同期明显上行，但近期随着港口货物吞吐量增速的回暖和港口区域整合加速，港口信用利差有所下行。港口整体信用利差处于行业中游水平；分企业来看，丹东港集团、江苏大丰海港、营口港务集团和珠海港控股集团旗下相关债券收益率较高，主要因为财务杠杆较高且盈利情况较一般，但港口企业为区域性垄断商业模式，一般现金流情况较好，我们认为部分高收益债品种具备一定的投资价值。

一、 回顾港口整合案例

港口整合的原动力在于位置相邻或业务相重度高的泊位，为避免恶性竞争而整合起来。过往几年，港口的整合越发趋向于小范围的区域整合，如北部湾港口集团和宁波舟山港等。

参考了历史四个案例，我们认为港口整合后所带来的综合效益是正面的。在消除恶性价格竞争的格局时，多数港口都出现了港口单位收费稳步上升的态势如厦门港，河北港口集团和宁波舟山港的集装箱业务。因北部湾港口之前收费已处在高位，所以整合后所带来的益处主要体现在规模效益，也就是超额增量上，集装箱吞吐量在 2015-16 年均增速高达 27%。至于宁波舟山港的干散货收费在 2016 年下降主要系于外部因素包括经济环境和部分邻近港口干散货产能过剩而造成的分流效应。

图表 1: 港口整合案例效益图

港口名称	发生时间	货物类型	整合后变化		
			超额增量	港口收费	总体效益
宁波舟山港	2015年	集装箱			
		干散货			
北部湾港	2013年	总货物			
厦门港	2010-13年	总货物			
河北港口集团	2009年	总货物			

数据来源：兴业研究

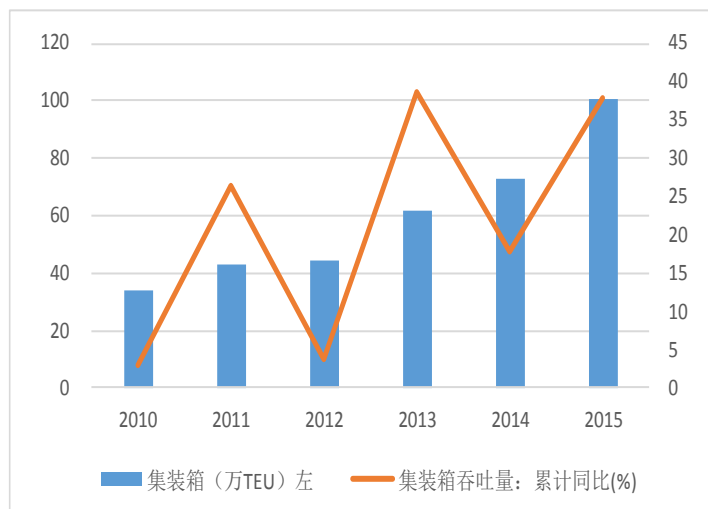
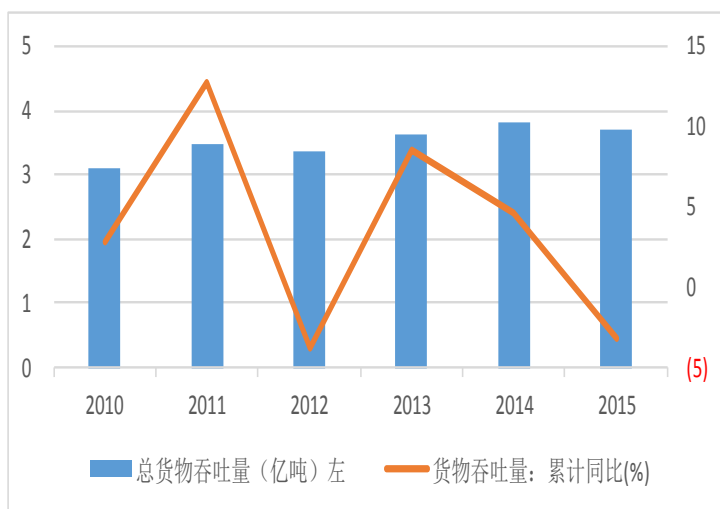
1、河北港口集团 - (秦皇岛港, 曹妃甸港, 黄骅港); 2009 年

为了促成河北地区港口的协同发展和加快港口结构调整, 河北港口集团在 2009 年 7 月成立。该集团通过其控股子公司秦港股份来经营秦皇岛、曹妃甸和黄骅三个港区, 业务以干散货为主。值得注意的是秦港股份仅经

营曹妃甸和黄骅港区的部分泊位，所以本次整合的力度相对有限。

在 2009 年启动港口整合之后，货运量基本无超额增幅，集装箱吞吐量因基数小而增长较快。港口收费方面在 2011-12 年有明显提价，2012 年的单位收费较 2009 年上涨约 20%。这次整合的效益主要体现在港口收费方面，导致秦港股份在 2009-2012 的净利润年复合增长率高达 19%。

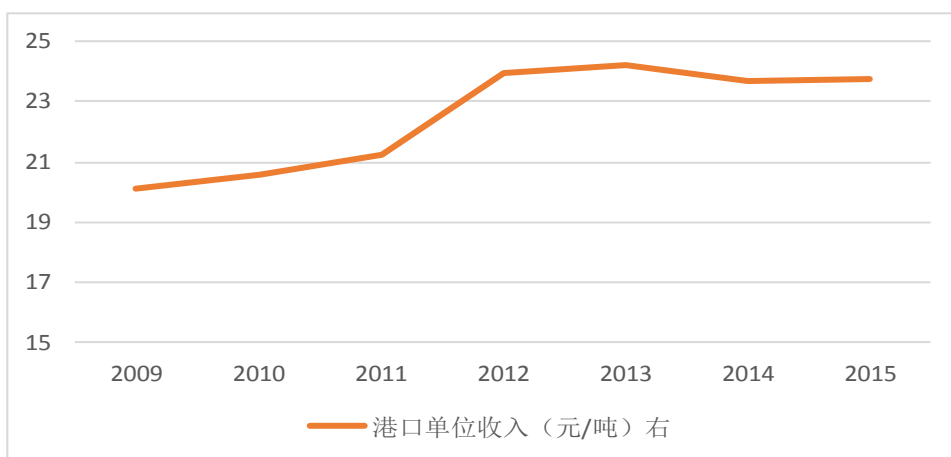
图表 2: 秦港股份-货运量 09 年后增幅有限 图表 3: 集装箱吞吐量因基数小大幅走高



数据来源: 港口公司, 兴业研究

数据来源: 港口公司, 兴业研究

图表 4: 港口单位收费整合后持续攀升



数据来源: 港口公司, 兴业研究

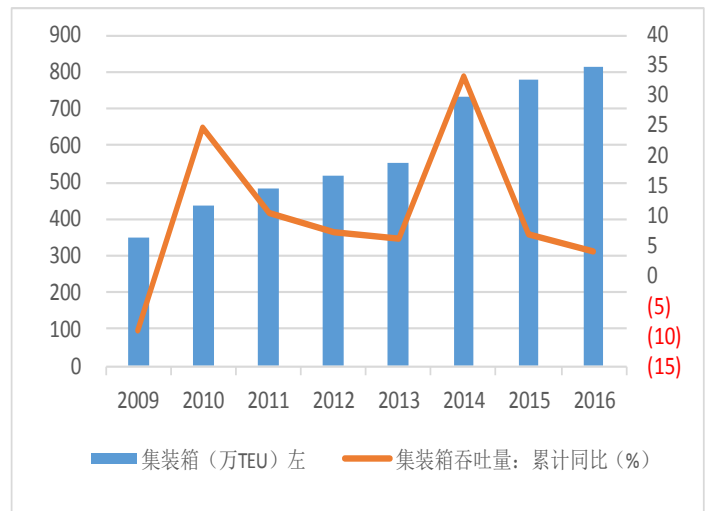
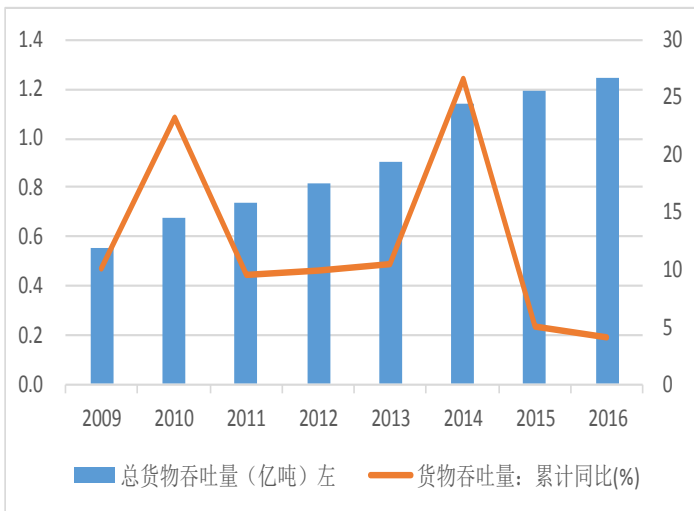
2、厦门港 - (厦门港区内); 2010-13 年

厦门港是东南沿海的深水良港之一，业务以外贸集装箱业务为主。在整合之前，有 11 家企业在厦门港区内从事集装箱码头的经营，彼此之间竞争激烈，集装箱装卸费率远低于全国水平。在 2013 年底整合完成以后的厦门国际港务控股集团占全港集装箱吞吐量的 80%左右。

在 2010-13 整合期间及之后三年，在剔除 2014 年并表一部分码头资产的因素后，厦门港的集装箱吞吐量基本和行业增速相当，总体并没有出现超额的增量。港口收费方面在 2010-13 年整合期间，费率已从历史低位开始回升。在 2014 年并表部分集装箱码头之后，费率持续走高。据我们统计，2016 年较 2009 年的港口单位收费上涨了 18%，导致了 2009-2016 年净利润年复合增长高达 17%。

图表 5: 厦门港务-货运量增幅和行业相当

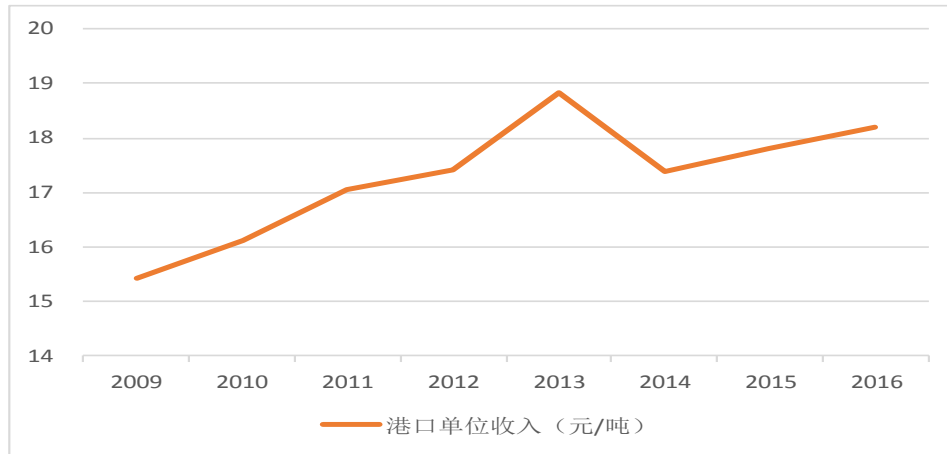
图表 6: 集装箱吞吐量持续上升



数据来源: 港口公司, 兴业研究

数据来源: 港口公司, 兴业研究

图表 7: 港口单位收费在 2010-13 整合期和 2014 合并期后保持强势



数据来源：港口公司，兴业研究

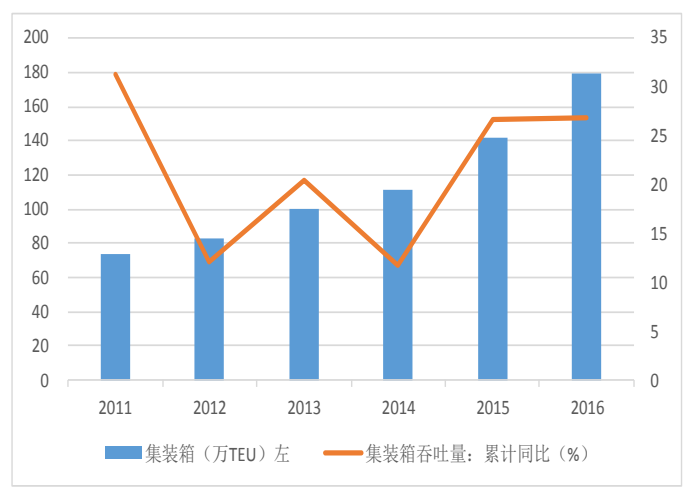
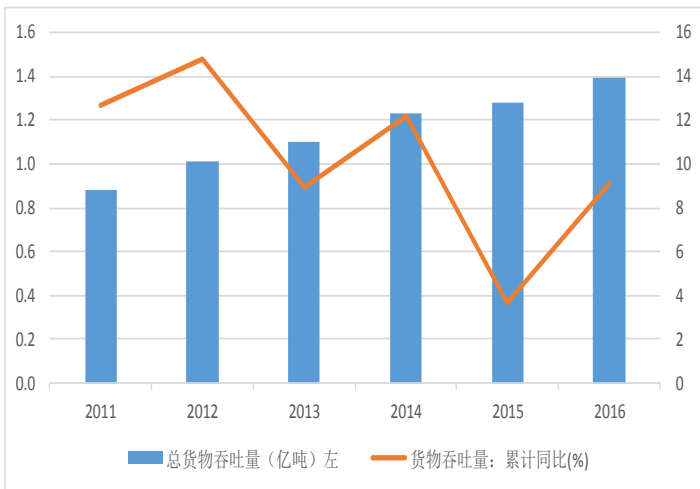
3、北部湾港 - (北海港，防城港，北拖，钦州港); 2013 年

北部湾港是中国西部地区第一大港，背靠大西南，面向东南亚，是连接中国-东盟，服务西部的港口物流大平台。经历过 2007 年和 2009 年的前期资产合并，港务集团初步整合了该地区的三个港口资源。在 2013 年 11 月，公司购买了防城港 100% 股权，北拖 58% 股权和钦州港 100% 股权。目前港口以干散货业务为主，但是集装箱业务近年来发展迅速，2016 年集装箱吞吐量已达到 180 万标箱。

在“一带一路”政策推动下，广西地区与东盟贸易量提升，推动港口贸易量的增长。在 2013 年整合之后的三年，货物吞吐量增速高于行业平均，其中集装箱吞吐量增速在 2015-16 年年均高达 27%，货源来自于广西地区，主要受益于整合后带来的聚集和规模效益，有一定的超额增量。港口收费方面在 2013 年整合之前，公司货源以铁矿石和煤炭为主，单位收费已高达 30 元左右每吨，大幅高于行业平均水平；所以在 2014-16 年，港口单位收费并没有出现明显的变动。

图表 8: 北部湾港-货运量 13 年后快于行业

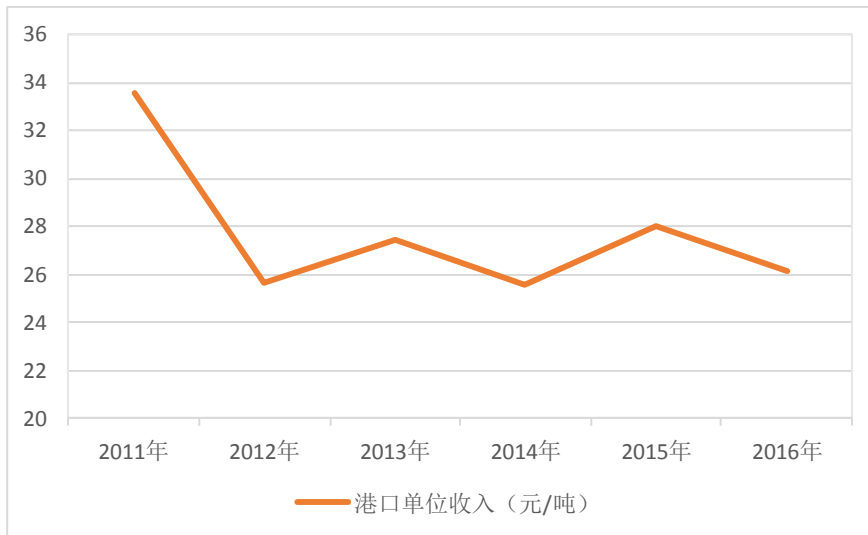
图表 9: 集装箱吞吐量大幅走高



数据来源: 港口公司, 兴业研究

数据来源: 港口公司, 兴业研究

图表 10: 港口单位收费在整合后 14-16 年无明显变化



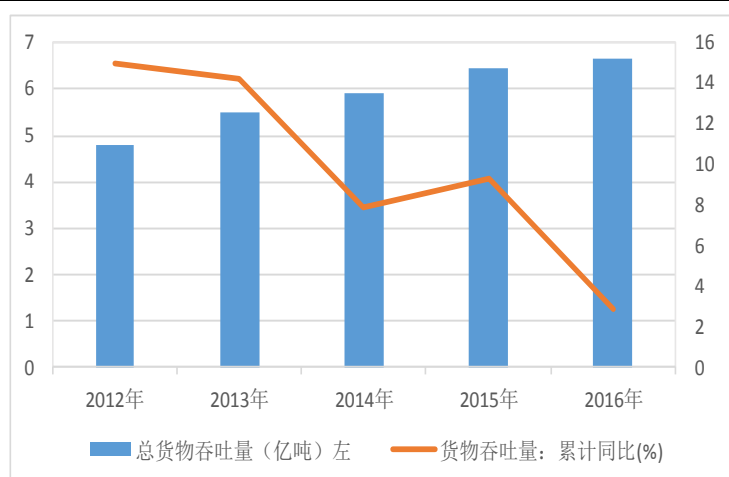
数据来源: 港口公司, 兴业研究

4、宁波舟山港 - (宁波港, 舟山港); 2015 年

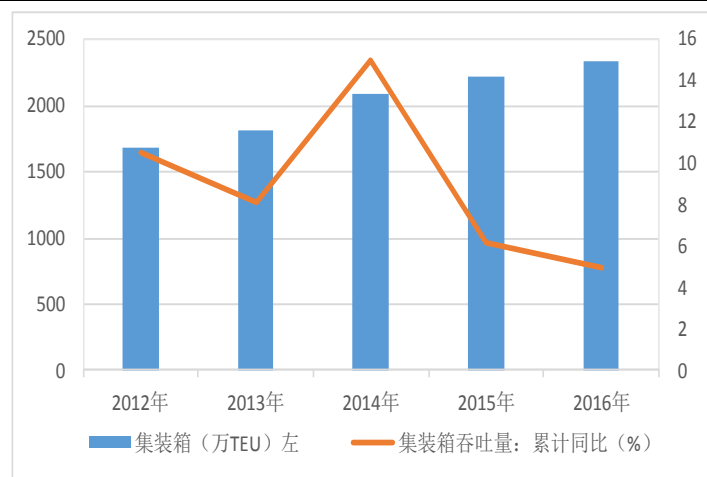
宁波舟山港是全球货物吞吐量第一大港口,位于我国深水岸线资源最丰富地区,水深 20 米以上的岸线多达 100 多公里,可以通行 30 万吨级以上的巨轮。2015 年 9 月,宁波港集团吸收舟山港集团,合并后更名为宁波舟山港集团。同年 10 月,宁波港股份收购舟山港股份的 85% 股权。

作为“一带一路”战略支点，宁波舟山港将受益于国家政策以及长三角经济腹地。在整合后第一年2016年因疲弱的宏观经济，区域港口分流，公司铁矿石装卸业务出现了量价齐跌的状况。但是在2017年1-3Q，受国际经济复苏和自贸区推动的影响，货物和集装箱吞吐量大幅增长9.7%和13.7%，快于行业增速，有一定的超额增量。费率方面，集装箱单位收费从2014年的92元每标箱大幅上升24%至114元每标箱，整合后所带来的效益明显；相反干散货单位收入在2016年因经济环境和港口分流压力增大导致货源不足，公司加大了对大客户优惠力度，单位收费出现回落。

图表 11: 宁波舟山港-货运量 13 年后快于行业 图表 12: 集装箱吞吐量大幅走高

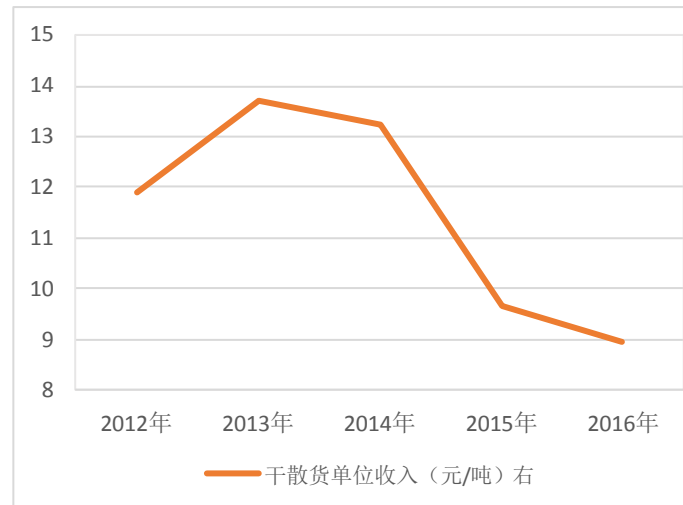
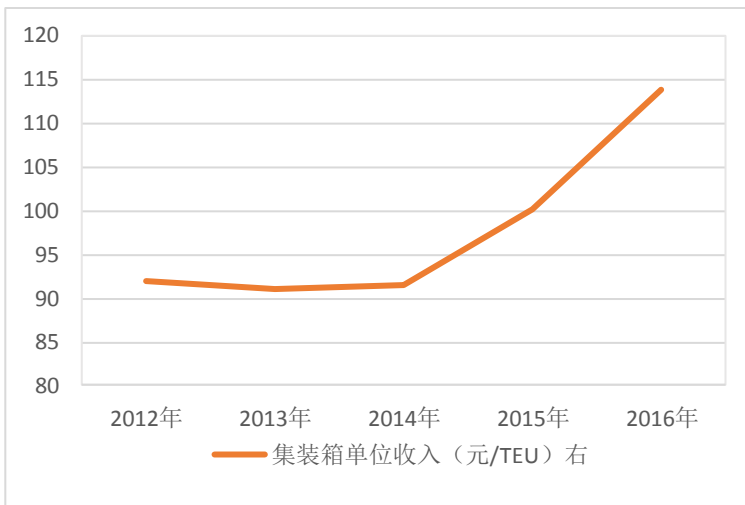


数据来源: 港口公司, 兴业研究



数据来源: 港口公司, 兴业研究

图表 13: 宁波舟山港-集装箱单位收入大幅上升 图表 14: 干散货单位收入下降



数据来源: 港口公司, 兴业研究

数据来源: 港口公司, 兴业研究

二、港口整合进入 2.0 时代

过往十年, 港口整合脚步一直没有停止过, 过往案例往往是个体港口内部或邻近港口之间的整合或合作, 我们概括为 1.0 时代。

考虑到中国沿海岸线资源丰富, 部分港口为了响应“一带一路”的政策等因素加快投资步伐, 导致部分港口处于区域性投资过剩的状态, 供大于求而产生恶性价格竞争。另外成本低廉的港铁联运模式和互联网应用也推动了跨省级港口间的竞争。

从今年开始, 我们认为港口整合逐步进入了 2.0 时代, 即区域性或省内大范围的整合。多个港口资源富裕的省份如江苏, 福建, 辽宁和广东省都在计划成立省级港口集团公司来进行省范围内的整合。

我们认为省级别的港口整合将大概率带来正面效益, 提高港口的盈利水平和资产价值。借鉴过往案例, 单位收费较低的港口会通过减少恶性竞

争来实现提价的过程，逐步回归到合理区间来体现港口区域性垄断的价值；另一方面，通过整合规模变大的个体港口将受益于聚集和规模效益，实现超额吞吐量的增长。

图表 15：今年以来港口整合提速

港口群	涉及港口	时间	整合方案
广东港口集团	深圳港、广州港、湛江港等	2017年底	广东省港口的最后整合方案还在制定中，有望在年底出台。由于广东地区的港口企业资产比较复杂，涉及到了中央国企，地方国企和外资的整合，整合难度有所上升。广东地区国有资产港口主要分布在沿海九个区域，其中包括深圳、广州、湛江、珠海、东莞、汕头、阳江、茂名和惠州，涉及到的港口企业也较多包括招商局港口、中远海运、广州港集团、深圳盐田港集团、珠海港控股集团和东莞港务集团等。
辽宁港口集团	大连港、营口港、锦州港等	2017年6月	6月13日晚间公告，辽宁省人民政府与招商局集团于6月10日在沈阳签署了《港口合作框架协议》，根据框架协议，双方将合作建立辽宁港口统一经营平台，以大连港集团有限公司、营口港集团有限公司为基础，以市场化方式设立辽宁港口集团，实现辽宁沿海港口经营一体化，并支持辽宁港口集团进一步整合省内其他港口经营主体，争取在2017年底前完成辽宁港口集团的设立和混合所有制改革，在2018年底完成省内其他港口经营主体的整合。 根据框架协议，招商局集团投资控股辽宁省港口集团，主导经营管理。对于大连港、营口港、锦州港三家上市公司，可能涉及控股股东统一纳入辽宁港口集团，可能涉及公司被整合进入辽宁沿海港口经营主体一体化范围，但是否被整合、整合时间及方式存在不确定性。上述《港口合作框架协议》属于框架性协议，尚未形成具体方案，事项后续实施进度存在不确定性。
福建省	福州港、湄洲湾港、厦门港	2017年6月	2017年6月14日，福建省国资委无偿划转所持福建省港航建设发展有限公司的股权给福建省交通运输集团。划转后福建省交通运输集团将持股80%，成为福建省最大的公共码头经营人。福州港、湄洲湾港等都归属于福建省交通运输集团，厦门港主要由厦门港务集团控制。未来存在进一步升级整合的可能。
江苏港口集团	连云港、南京港、镇江港、苏州港、南通港	2017年5月	2017年5月22日，江苏港口集团在南京挂牌成立，连云港、南京港、镇江港、苏州港、南通港等沿江沿海8市国有港口企业整合并入。江苏省港口集团的定位是实施江苏沿江沿海港口、岸线以及相关资源一体化整合的重要平台，沿江沿海主要港口、省级航运企业和临港产业等领域的国有资本投资运营主体，具有区域枢纽功能的重要港口集群，全省航运服务中心、大宗物资储运交易中心和现代物流中心。

数据来源：港口公司，兴业研究

债券市场

2、利差情况：中枢明显上移，近期有所下降，利差处于行业中游

2017 年至今港口整体信用利差均值为 111BP，较去年同期的 76BP 同比扩大 35BP，行业信用利差中枢出现明显上移，但 9 月以来随着港口货物吞吐量增速回暖以及区域港口整合加速，信用利差有所下行。

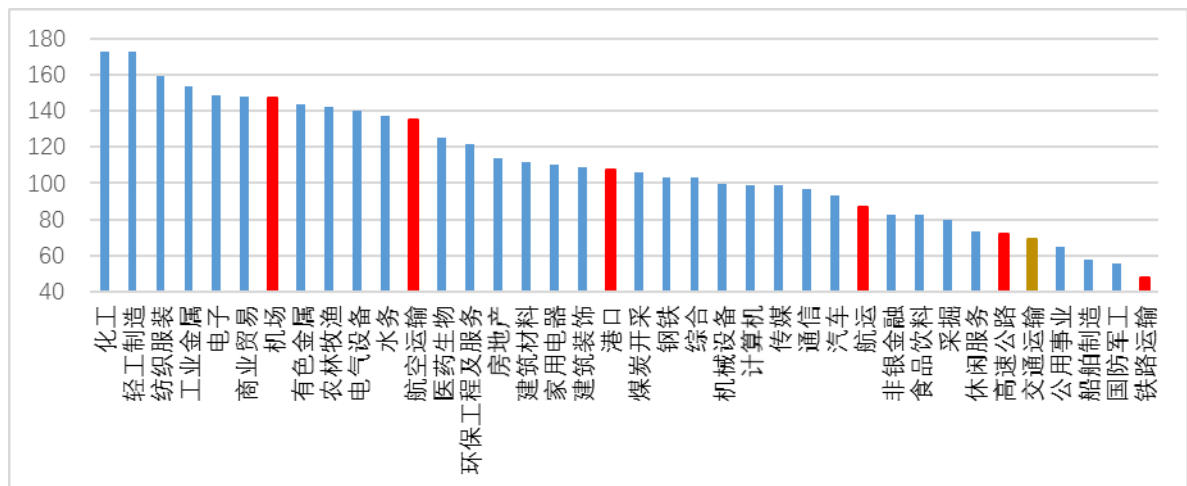
从行业对比情况来看，港口信用利差在行业中处于中游水平，与交运其他子行业相比，港口信用利差高于整体交运行业信用利差，主要系近年来港口区域港口竞争加剧使得整体业绩有所下滑以及扩建造成融资需求增加，抬升整体融资成本所致。

图表 16：年初以来港口行业信用利差中枢上移



数据来源：兴业研究

图表 17: 港口行业信用利差处于所有行业中游水平



数据来源: 兴业研究

3、港口高收益债: 部分高收益债品种具备一定的投资价值

从港口存量债券的中债估值来看, 丹东港集团有限公司、江苏大丰海港控股集团有限公司、营口港务集团有限公司、珠海港控股集团有限公司和广西北部湾港国际港务集团有限公司旗下相关债券收益率较高。我们基于公开资料和调研情况, 对港口行业主要高收益债券进行了评分:

港口债券实际成交方面, 近期港口成交的高收益券主要集中于锦州港股份、连云港集团、大丰港集团、营口港集团, 高估值收益券中丹东港集团相关债券基本无成交。

图表 18: 港口主要高估值收益债券情况

代码	债券简称	发行人	中债估值	剩余期限	债券余额	最新债项/主体评级	兴业主体评分
101573002.IB	15 丹东港 MTN001	丹东港集团有限公司	14.1	0.4	10.0	AA/AA	4-负面
101658070.IB	16 大丰海港 MTN001	江苏大丰海港控股集团有限公司	7.3	4.1	4.0	AA/AA	4 稳定
101667007.IB	16 营口港 MTN002	营口港务集团有限公司	6.3	3.9	15.0	AA+/AA+	4+稳定
101755011.IB	17 珠海港 MTN001	珠海港控股集团有限公司	6.5	4.8	8.0	AA+/AA+	4+稳定

代码	债券简称	发行人	中债估值	剩余期限	债券余额	最新债项/主体评级	兴业主体评分
101554097.IB	15 北部湾 MTN003	广西北部湾国际港务集团有限公司	6.4	3.2	20.0	AA+/AA+	4+稳定
112173.SZ	12 南港债	南京港股份有限公司	6.4	0.5	2.2	AA/AA	4+稳定
031771018.IB	17 靖江港 PPN001	靖江港口集团有限公司	6.3	2.7	4.0	--/AA	4 稳定
101658009.IB	16 连云港 MTN001	连云港港口集团有限公司	5.93	3.42	5.0	AA+/AA+	4+稳定
101754050.IB	17 日照港 MTN002	日照港集团有限公司	5.83	2.73	10.0	AA+/AA+	3-稳定
101667004.IB	16 烟台港 MTN001	烟台港集团有限公司	5.86	1.37	10.0	AA+/AA+	4+稳定

数据来源：兴业研究

图表 19：近期港口高收益债券实际成交情况（BP）

成交时间	剩余期限	代码	简称	成交价	中债估值	成交-估值	发债主体	主体外部评级	兴业主体评分
2017/10/12	1.89Y	101662062.IB	16 锦州港 MTN001	6.00	5.88	12.14	锦州港股份有限公司	AA	4+ 稳定
2017/9/21	2.80Y+N	101764032.IB	17 连云港 MTN001	5.87	5.93	-6.37	连云港港口集团有限公司	AA+	4+ 稳定
2017/10/12	2.76Y+N	101754050.IB	17 日照港 MTN002	5.75	5.84	-9.01	日照港集团有限公司	AA+	3- 稳定
2017/10/13	206D	011764080.IB	17 大丰海港 SCP003	5.65	5.59	6.47	江苏大丰海港控股集团有限公司	AA	4 稳定
2017/9/26	3.86Y	124908.SH	14 靖江港	5.54	5.55	-0.69	靖江港口集团有限公司	AA	4 稳定
2017/10/17	27D+3Y	124053.SH	12 营口港	5.50	5.45	4.57	营口港务集团有限公司	AA+	4+ 稳定
2017/10/9	218D	011755051.IB	17 北部湾 SCP002	5.35	5.29	6.18	广西北部湾国际港务集团有限公司	AA+	4+ 稳定
2017/9/14	279D	031662023.IB	16 烟台港 PPN001	5.30	5.72	-41.7	烟台港集团有限公司	AA+	4+ 稳定
2017/10/19	2.02Y	101655024.IB	16 曹妃港务 MTN001	5.20	5.27	-7.33	唐山曹妃甸实业港务有限公司	AA	4+ 稳定
2017/10/13	1.85Y	101451033.IB	14 烟台港 MTN001	5.05	5.06	-1	烟台港集团有限公司	AA+	4+ 稳定
2017/9/25	4.07Y	112458.SZ	16 盐港 01	5.00	4.87	12.66	深圳市盐田港股份有限公司	AA+	3 稳定
2017/10/19	1.14Y+2Y	136092.SH	15 连云港	5.00	4.98	1.57	江苏连云港港口股份有限公司	AA	4+ 稳定

数据来源：兴业研究

注：兴业评分为兴业研究对我国债券市场长期债券信用等级的划分，总共分五等十五级，五等用 1-5 表示，为了便于更好地区别各主体之间的资质差异，每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调。4-稳定为“关注”级别，4-负面为“重点关注”级别。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。