

固定收益研究/深度研究

2019年11月14日

程晨 执业证书编号：S0570519080002
研究员 chengchen@htsc.com

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

李铭一
联系人 limingyi@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：新疆自治区城投分析深度报告（下）》2019.11

2《固定收益研究：美国经济的后周期：衰退与防御衰退》2019.11

3《固定收益研究：新疆自治区城投分析深度报告（上）》2019.11

港口整合推进，关注信用投资机会

港口行业信用深度报告

核心观点

我国港口行业已形成沿海五大港口群，但是各区域港口投资过剩压力偏大。随着各区域港口整合推进，域内港口集中度提高，主体规模扩大、业务竞争力增强改善经营基本面，长期看将助力信用资质改善，存在一定预期差机会。我们主要关注“公转铁”等政策的短期影响及各省区港口整合政策推进落地情况，建议关注腹地经济、规模及区域竞争力、货种等业务指标，以及盈利稳定性、经营偿债能力及再融资能力等财务指标，大型港口有望获得持续更大支持，部分主体债券价值或被低估，后续政策推进程度不一可能会使港口资质分化，存在一定信用价值挖掘空间。

港口行业整合推进利好长期经营改善

我国港口行业发展成熟，基本稳固为五大港口群格局，但是此前数年港口行业投资激进，当前我国处于产业转型期，宏观经济增速下行，港口区域供给过剩，同质化竞争严重，且受腹地产业政策变更影响较大。近年港口整合得到推进，长期看有助于减轻港口间竞争压力，有望提高港口企业在产业链中的话语权。此外通过省级层面政策协调规划，也有助于减少过度投资和提高港口融资周转能力。

业务方面主要关注腹地经济、规模及区域竞争力和货种结构

我国港口企业货物吞吐严重依赖腹地经济及工业企业生产能力。腹地经济总量及增速情况，很大程度决定了区域港口吞吐规模及持续发展能力。港口初始固定资本支出巨大，实现盈利需要规模效益基础，且大型港口主体对区域内的资源整合能力较强，市场占有率较高，对所在地的系统重要性更强，也有望获得更多外部支持。此外，货种结构及内外贸差异也是影响港口业务盈利能力的重要因素。

财务方面主要关注利润结构及稳定性、经营偿债能力及融资成本变动

盈利能力方面，考虑港口企业多存在贸易、物流等低毛利业务，关注非贸易业务盈利能力及资产盈利能力，对股权资产较多的主体仍需关注利润稳定性情况。考虑港口资产结构以非流动资产为主，负债率大多较高但是结构基本保持稳定，偿债能力方面建议更多关注相关经营偿债指标，对资质偏弱、投资偏激进港口的后续资本支出和债务压力需加以更多关注。

港口发债主体仍存在一定信用价值挖掘空间

债券投资方面，我们认为国有港口对区域基建项目承接、经济发展支持有较重要作用，随着区域港口整合持续推进，大型地方大型港口有望获得持续更大支持，部分存量主体债券价值或被低估，后续政策推进程度不一可能会使各区域港口资质有所分化，存在一定信用价值挖掘空间。

风险提示：经济超预期下行风险；对外贸易超预期恶化风险；流动性风险。

正文目录

港口行业发展成熟，区域整合持续推进	4
港口行业发展趋于成熟，货物吞吐及投资规模增速放缓	4
区域港口格局固化，关注港口条件差异及腹地产业政策的边际变化	5
各地港口区域整合进展不一，长期看对改善区域港口经营有积极影响	7
港口行业发债主体信用资质对比分析	9
业务竞争力主要关注腹地经济、规模及区域竞争力和货种结构	9
关注港口腹地经济发展情况	9
规模及区域竞争力可反映港口的系统重要性	10
货种结构及内外贸差异是影响港口盈利的重要因素	10
关注港口主体后续资本支出及资金占用情况	12
财务分析：关注非贸易业务盈利、经营偿债能力及融资成本变动	12
港口资产构成以固定资产为主，少部分主体金融股权投资较多	12
盈利受区位、货种、管理、政策、投资收益等多方面影响	13
行业负债率基本稳定，关注经营偿债能力及融资成本边际变化	15
港口主体信用债融资情况梳理及投资建议	18
存量债以中等期限为主，部分主体债券估价收益率高企	18
债券仍有一定价值挖掘空间	19
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

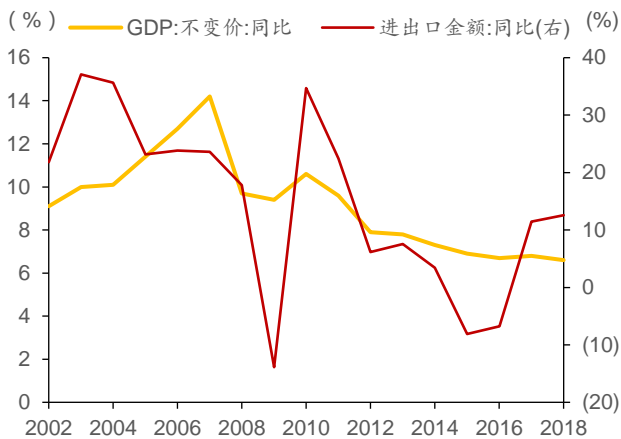
图表 1: 我国 GDP 及进出口增速趋势走弱	4
图表 2: 我国港口货物吞吐增速放缓	4
图表 3: 国内前十港口货物吞吐规模及其世界排名	4
图表 4: 沿海港口吞吐货种历史构成情况	5
图表 5: 2018 年沿海港口货物吞吐结构	5
图表 6: 港口投资规模与行业平均总资产报酬率情况	5
图表 7: 我国沿海港口分区域布局图	6
图表 8: 北方主要港区冰冻期情况	6
图表 9: “公转铁”相关文件部分内容及目标	7
图表 10: 各省、自治区港口整合方案及进展一览	8
图表 11: 港口发债主体基本情况 (亿元)	9
图表 12: 港口发债主体所在省份经济发展情况	9
图表 13: 港口公司货物吞吐量及 2018 年区域市占率情况	10
图表 14: 2018 年上海港分业务毛利润及毛利率情况	11
图表 15: 上海港散杂货收费情况 (元/吨)	11
图表 16: 港口发债主体主要吞吐货种结构 (万 TEU、万吨)	11
图表 17: 港口发债主体在建项目投资规划 (亿元)	12
图表 18: 港口发债主体主要资产科目及其在总资产中占比 (%)	13
图表 19: 港口主体非贸易业务收入占比及盈利情况 (亿元、%)	14
图表 20: 港口主体投资收益占比及总资产净利率情况	14
图表 21: 港口发债主体资产负债率情况 (%)	15
图表 22: 港口发债主体偿债能力情况	16
图表 23: 港口发债主体总债务规模及总融资成本情况 (亿元)	17
图表 24: 港口行业信用债存量发行人分布情况 (亿元)	18
图表 25: 按行权计港口存量债未来到期分布 (亿元)	18
图表 26: 港口存量债债券类型分布 (亿元)	19
图表 27: 港口存量债不同行权估值 (%) 区间规模分布	19
图表 28: 2019 年港口发债主体新发债情况 (亿元)	19
图表 29: 2019 年港口主体新发债分期限、评级的平均票面和利差情况 (%、BP) ...	20

港口行业发展成熟，区域整合持续推进

港口行业发展趋于成熟，货物吞吐及投资规模增速放缓

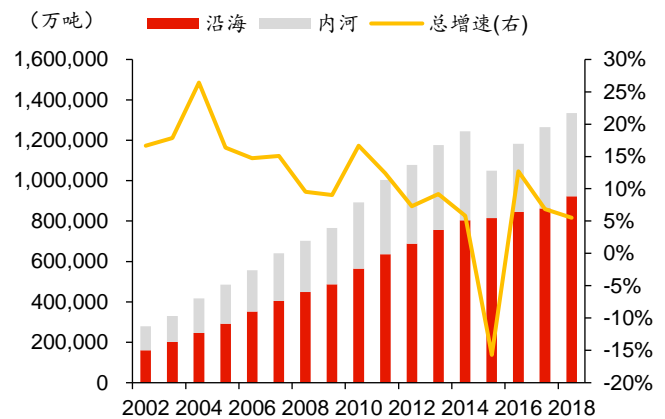
我国港口吞吐量增速放缓，货物吞吐结构以沿海港口为主。港口是我国企业从事国际贸易的重要枢纽，自2001年我国加入WTO后，伴随国家经济体量和对外贸易规模的快速增长，港口货物吞吐规模稳定增长。到2010年后，我国GDP和进出口总额增速持续回落，港口货物吞吐规模虽然仍在增长，但是增速持续下行，到2015年大宗商品周期底部货物吞吐规模首次转为-12.69%，2016年后经济复苏货物吞吐规模有所恢复，到2018年规模已超过2014年峰值，但是增速处于5%附近的较低水平。货物吞吐结构方面，内河港口吞吐规模空间相对有限，截至2018年沿海港口吞吐量占比达约69.12%。考虑未来经济增速继续放缓的预期，港口货物吞吐规模天花板基本出现，我们认为后续总规模上升空间有限。

图表1：我国GDP及进出口增速趋势走弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：我国港口货物吞吐增速放缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我国大型港口规模已居世界前列。经过多年投资发展，国内大型港口规模已居全球前列。2018年我国前十大港口货物吞吐规模合计59.32亿吨，在全部港口吞吐量中占比约44.45%，其中第一大港口宁波-舟山港吞吐量超10亿吨，集装箱吞吐量合计约14479万TEU（标箱）。我国前十大港口中有7个港口列全球前10名以内，其中宁波-舟山港、上海港、唐山港也是全球前3大港口，上海港集装箱吞吐量全球第一。

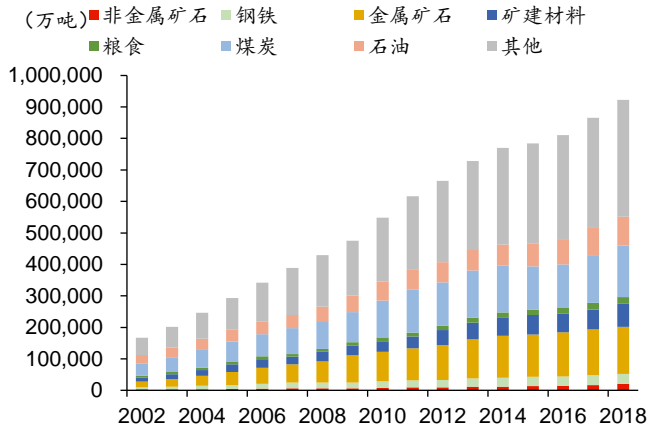
图表3：国内前十港口货物吞吐规模及其世界排名

港口	货物吞吐量 (万吨)	集装箱吞吐量 (万标箱)	国内排名	世界排名
宁波-舟山港	108439	2635.08	1	1
上海港	68548	4201.02	2	2
唐山港	63710	295.8	3	3
广州港	59396	2162.27	4	5
青岛港	54250	1931.54	5	6
苏州港	53227		6	7
天津港	50774	1600.69	7	9
大连港	46784	976.74	8	11
烟台港	44308	300.161	9	13
日照港	43763	366.34	10	14

资料来源：交通运输部网站、Wind，华泰证券研究所

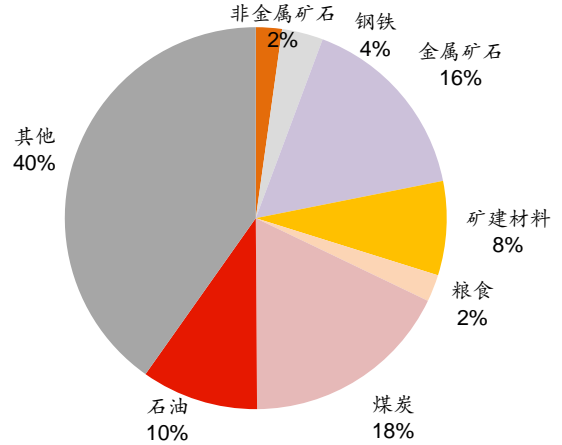
沿海港口吞吐散货以各类资源和石油为主。我国上游原材料和能源资源对进口严重依赖，从沿海港口的货物吞吐结构看，一直以来，除集装箱外的散杂货主要是煤炭、铁矿石、原油等能源或原料。2018年，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料在沿海港口货物吞吐量中占比分别为18%、16%、10%、8%，是主要进口的散货品种。

图表4：沿海港口吞吐货种历史构成情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

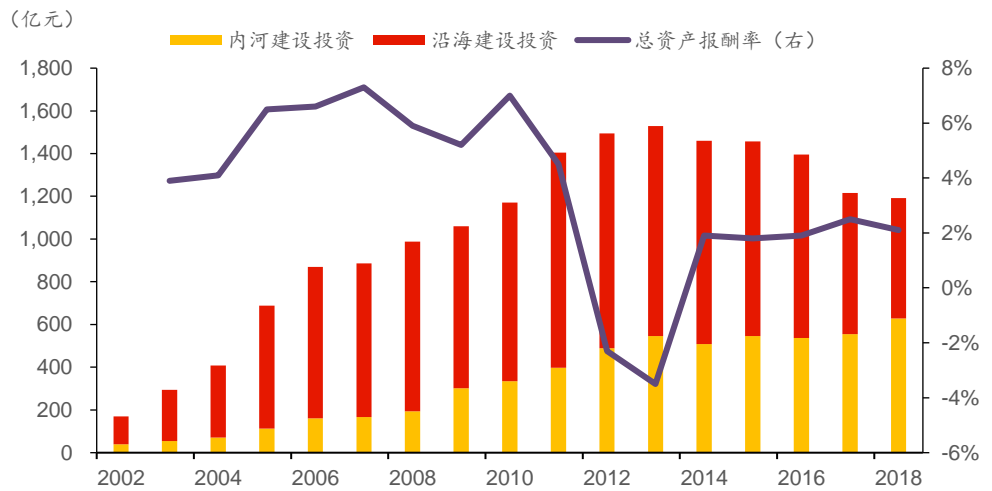
图表5：2018年沿海港口货物吞吐结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

港口投资维持高位但是资产回报持续下降。港口设施初始资本投入较大，投资具有周期长、回报滞后的特点。2011-2015年我国内河和沿海港口投资规模一直保持在1400亿元以上的较高水平，2013年达到峰值1528亿元，到2017年总投资规模才有一定幅度回落，部分地区港口已有过度投资倾向，导致港口吞吐能力快速增长，同质竞争严重。根据国资委统计数据，2014年后港口行业平均总资产报酬率在1.9%-2.5%，相比2011年多数年份4%以上的总资产报酬率已有明显下降，反映行业盈利能力明显弱化。

图表6：港口投资规模与行业平均总资产报酬率情况

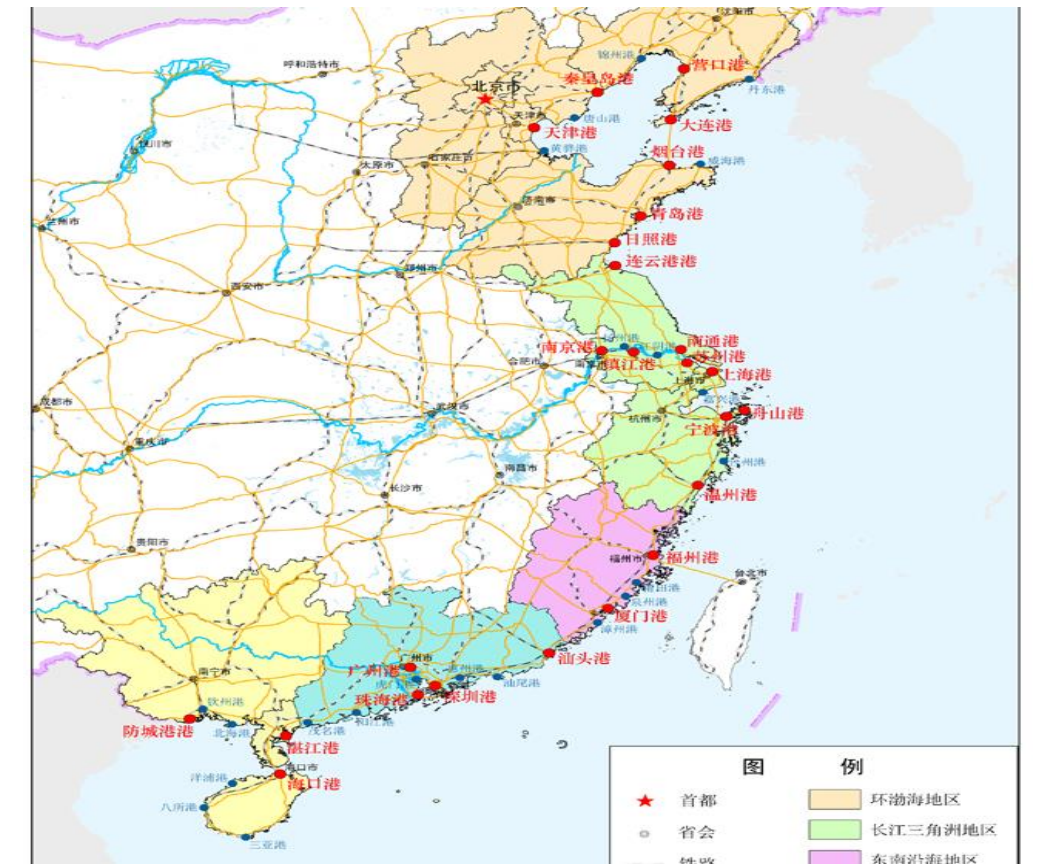


资料来源：国资委、Wind，华泰证券研究所

区域港口格局固化，关注港口条件差异及腹地产业政策的边际变化

我国沿海已形成五大港口群。沿海港口背靠经济腹地滨海城市形成，依照国家政策规划发展。根据交通部2007年发布的《全国沿海港口布局规划》，全国沿海港口被划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海5个港口群体，要求形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等8个运输系统的布局，目前已基本成型。环渤海港口群主要包括河北、天津、山东沿海港口，长三角港口群主要包括江、浙、沪沿海港口和部分内河港口，东南沿海和珠三角港口群分别包括福建省和广东省沿海港口（不包括湛江港），西南沿海港口群包括广西、海南港口和广东的湛江港。

图表7：我国沿海港口分区域布局图



资料来源：《全国沿海港口布局规划》，华泰证券研究所

不同地区气候条件差异对港口生产作业期存在不同影响。受气候、地理条件差异影响，我国北部部分环渤海湾港口冬季冰冻期的存在会干扰港口正常生产作业，封航期存在对港口公司也会带来一定负面影响，如营口港冰冻期基本稳定在2-3个月，封冻期间会停止作业，天津港常年冰冻期也有约3个月时间，若冰层较厚也可能会出现封航情况，其他港口如大连港、唐山港等冰冻情况相对较轻，结冰以流冰为主并不会出现封航情况，生产受冬季天气影响则较有限。南部沿海港口虽然没有冰冻期，但是生产也会受到台风天气负面影响，一般浙江、福建、广东海域港口受台风打击相对较大。山东、江苏、上海港口受天气影响相对有限。

图表8：北方主要港区冰冻期情况

港口	冰冻期
大连港	冰冻期一般为1月初至3月初，约60多天，结冰厚度5-20毫米，对船舶航行泊靠无影响
营口港	鲅鱼圈所处辽东湾东部冰情较严重，冰冻期一般11月中至下年3月初一般11月中旬初见冰，终冰在翌年3月初，平均冰冻期95天、严重冰冻期68，封冻期间停止作业
唐山港	曹妃甸海域冰冻期一般为12月下旬至次年2月下旬，基本无固定冰，全年航道不封冻，正常情况不影响船舶航行泊靠
天津港	常年冰冻期3个月，1月中至2月中位盛冰期，一般不影响航行泊靠，也会出现封航情况
烟台港	一般年份无海冰出现，航行泊靠无影响
日照港	常年不冻港
锦州港	冰而不封，冰期多在12月至下年2月

资料来源：百度百科、港口查询网、公司官网，华泰证券研究所

港口发展依赖经济腹地，产业结构和政策都是影响港口经营的重要因素。港口主要经营收益来自货物吞吐相关收费以及衍生的物流、贸易等相关产业，对经济腹地有严重依赖。港口腹地的产业结构和政策导向基本决定了港口吞吐的货种结构进而决定了高货值货种的比例，腹地的经济体量会影响域内港口货物吞吐规模和收入规模，腹地经济环境对港口经营稳定性有重要意义。

腹地产业政策转变、“公转铁”等要求对部分港口产生一定负面影响。由于环渤海港口群腹地产业结构以钢铁工业为主，2016年以来钢铁去产能、限产等政策直接影响京津冀周边钢铁开工产能，进而短期影响了原料铁矿石和煤炭在周边港口的吞吐需求，目前2020年前的钢铁去产能目标已经完成，相关政策对港口的负面影响已基本消化。此外，港口竞争力也受到货物疏港能力差异的影响，2017年2月交通运输部发布《“十三五”港口集疏运系统建设方案》，此后密集发布一系列相关政策，要求优化疏港货物运输结构、提高铁路和水路运输比例，到2018年“公转铁”政策落地对一些铁路、水运疏港能力偏弱的港口货运量已产生一定负面影响，部分港口煤炭铁路疏港能力不完备导致货物吞吐量下降，预计会迫使一些港口增加相应领域资本支出以完善铁路或水路货物疏港能力。

图表9：“公转铁”相关文件部分内容及目标

发布时间	文件	部分内容及目标
2017年2月	《“十三五”港口集疏运系统建设方案》	“十三五”期，拟支持约2000公里的集疏运铁路和1300公里的集疏运公路建设；2020年重要港口铁路进港率将提升到60%左右，实现重要港区100%通二级及以上公路。
2017年5月	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020年）》	到2020年，内河高等级航道达标率达90%以上，重点港口集装箱铁水联运量平均每年同比增长10%以上，长江经济带江水直达运输经济社会效益得到显现。
2018年6月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化调整货物运输结构，推动铁路货运重点项目建设，钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。
2018年10月	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》	到2020年，与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%，其中京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；全国水路货运量增加5亿吨、增长7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。全国多式联运货运量年均增长20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。
2019年9月	《交通强国建设纲要》	优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设。完善客运枢纽、高速公路服务区等交通设施旅游服务功能。

资料来源：交通运输部网站，华泰证券研究所

各地港口区域整合进展不一，长期看对改善区域港口经营有积极影响

区域港口整合涉及多方利益博弈，进展不一，但确是减少区域内众多港口恶性竞争的重要手段。由于各地区港口竞争格局、利益关系等方面差异，各区整合进展差异较大，沿海地区浙江、广西整合相对较快，宁波-舟山港早在2016年整合成为国内第一大港口，广西北部湾港务集团2018年后也逐渐接受划转一些区内内河港口公司、沿海港口整合此前已基本完成。2019年整合有较大进展的包括辽宁省、山东省等，其中辽宁省在2018年完成了营口港集团的债转股并引入了央企招商局集团整合成立辽宁港口集团，于2019年10月完成控制权变更登记，招商局对辽宁港口的盈利性提出更高要求；山东在2019年将省内港口资源整合为渤海湾港、青岛港、日照港、烟台港4个集团，并拟全部转入整合平台山东省港口集团。进展缓慢的如广东，省内大小港口众多、腹地交织，且内陆产业到各港口运距较短，利益关系最为复杂，整合进展也相对较慢。

长期看，港口整合有助于减少区域内港口间恶性竞争、摩擦成本，在完成整合提高集中度后一般可以通过提费涨价来改善港口业务盈利情况，但是过程中也需要与域内大工业客户协商博弈，所以港口整合实质是通过提高集中度来提高产业链话语权的过程。此外通过省级层面政策协调规划，也有助于减少过度投资和提高港口融资周转能力。

图表10：各省、自治区港口整合方案及进展一览

省份	港口整合政策	港口整合进展
山东	2018年发布《关于推进沿海港口资源整合工作的实施计划》	山东渤海湾港口集团已整合滨州港、东营港、潍坊港，2019年8月山东省港口集团注册成立，同月青岛港集团整合威海港集团、且公告股权拟由青岛港集团无偿划转给山东省港口集团。
辽宁	2017年6月10日辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，由招商局集团介入整合区域港口资源	至2018年末，大连港集团、营口港集团经过资产重组控股股东变更为辽宁港航发展集团，实际控制人为辽宁省国资委；2019年10月辽宁港航发展集团由辽宁省国资委变更为招商局辽宁，大连港集团和营口港集团实控人变更为招商局集团。
广西	由北部湾集团整合区内港口资源	北部湾港集团早期已纳入北海港、钦州港、防城港，2018年西江集团被整体划入北部湾港集团，2019年10月23日公告拟被进一步划入南宁港公司股权。
浙江	2016年发布《宁波-舟山港总体规划（2014~2030年）》	2016年1月宁波港通过定向增发，以30.12亿元收购控股股东宁波舟山港集团持有的舟港股份85%股权，现宁波-舟山港是浙江主要沿海港口。
海南	2016年发布《海南省港口资源整合方案》	2019年5月，中远海运与海南省交通厅、国资委、国投交通集团签订了合作备忘录、股权合作协议和海南港口资源整合战略合作协议，拟以海南港航控股有限公司为平台开展股权合作，中远海运将通过下属全资子公司持有港航控股45%股权，共同推动优化整合海南省港口和航运资源。
江苏	2017年7月发布《江苏省政府关于深化沿江沿海港口一体化改革的意见》	2018年12月19日，江苏省港口集团收购国投交通控股公司所持镇江港务集团65.2%股权、苏州港集团收购北京国投交通控股公司所持张家港港务集团37%股权。
广东	2018年7月发布《广东省港口资源整合方案》	2018年12月12日，广州港出资5亿控股中山港航集团。
四川	2018年12月泸州、宜宾、省交投集团三方签署泸州港—宜宾港整合发展协议	2019年9月22日，作为四川省港口资源整合平台的四川省港航投资集团有限责任公司正式成立。
安徽	2017年6月发布《安徽省水路建设规划（2017—2021年）》	2018年11月26日，由安徽省内六家企业发起设立的安徽省港口运营集团有限公司注册成立。
江西	2019年6月19日发布《江西省港口资源整合工作方案》	2019年6月19日，拟以江西省港航建设投资集团有限公司为出资人，设立江西省港口发展集团有限公司。
江苏	2019年4月4日省人大常委会会议通过《江苏省水路交通运输条例》，8月1日起实行	江苏省港口集团已于2017年5月成立，《交通运输条例》明确将建立全省港口投资运营平台，推进港口资源整合。

资料来源：各省政府网站、公司公告、上海证券报、证券日报网，华泰证券研究所

港口行业发债主体信用资质对比分析

业务竞争力主要关注腹地经济、规模及区域竞争力和货种结构

关注港口腹地经济发展情况

发债主体以国有企业沿海港口公司为主。本文覆盖32个港口发债主体，主体评级分布在AAA、AA+、AA、AA-四档，截至2019年11月8日存量债合计1472.87亿元。区位方面，发债主体以沿海港口公司为主，29个沿海港口发债主体分布在辽宁、河北、天津、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、广西共10个省市，武汉港务、靖江港、重庆港务三个发债主体为内河港口。股权关系方面，31个发债主体均为中央国企或地方国企，存在较多集团和子公司都发债的情况，部分子公司主体评级比集团低一级（连云港及其集团、厦门港务发展和厦门国际港务），仅锦州港1家无实际控制人。

图表11：港口发债主体基本情况（亿元）

主体	评级	存量债	省份	港口类型	实控人	主体	评级	存量债	省份	港口类型	实控人
大连港集团	AAA	152	辽宁	沿海	招商局集团	舟山港集团	AAA	7	浙江	沿海	浙江省国资委
大连港	AAA	59	辽宁	沿海	招商局集团	宁波舟山港	AAA	45	浙江	沿海	浙江省国资委
营口港集团	AA+	142	辽宁	沿海	招商局集团	厦门港务集团	AAA	50	福建	沿海	厦门市国资委
营口港	AA+	10	辽宁	沿海	招商局集团	厦门国际港务	AAA	39	福建	沿海	厦门市国资委
锦州港	AA	6	辽宁	沿海	无	厦门港务发展	AA+	2	福建	沿海	厦门市国资委
河港集团	AAA	63	河北	沿海	河北省国资委	广州港集团	AAA	15	广东	沿海	广州市国资委
唐港集团	AAA	6	河北	沿海	唐山市国资委	广州港	AAA	12	广东	沿海	广州市国资委
唐山港	AAA	2	河北	沿海	唐山市国资委	珠海港集团	AA+	48.5	广东	沿海	珠海国资委
曹妃甸实业	AA	0	河北	沿海	河北省国资委	湛江港集团	AA+	4	广东	沿海	湛江市国资委
天津港	AAA	180	天津	沿海	天津市国资委	盐田港	AA+	3	广东	沿海	深圳市国资委
青岛港	AAA	21	山东	沿海	青岛市国资委	茂名港集团	AA-	9	广东	沿海	茂名市国资委
烟台港	AA+	67	山东	沿海	烟台市国资委	珠海港	AA	11	广东	沿海	珠海国资委
日照港	AA+	17	山东	沿海	日照市国资委	北部湾港	AAA	134.8	广西	沿海	广西国资委
连云港集团	AA+	195	江苏	沿海	连云港国资委	武汉港务	AA	0.3	湖北	内河	武汉市国资委
连云港	AA	20	江苏	沿海	连云港国资委	靖江港	AA	42	江苏	内河	靖江市人民政府
上港集团	AAA	122	上海	沿海	上海市国资委	重庆港务	AA+	3	重庆	内河	两江新区管委会

资料来源：Wind，华泰证券研究所

货物吞吐、装卸仍是目前国内港口的主要业务，业务规模很大程度上依赖于腹地的经济容量和发展情况。从2018年沿海各省市经济总量GDP情况看，辽宁、天津、上海、广西、重庆GDP规模在31个省市自治区中列11-19名，其他省市GDP规模排名均在10名以内。人均GDP方面，河北、广西排名相对靠后均在20名以外，经济对劳动力依赖较大，辽宁、重庆人均GDP分别列13位、11位，其他省市人均GDP均在10名以内。GDP增速方面，2018年GDP同比增速最弱的为天，仅为3.6%，其次为辽宁省，增速为5.7%，其他沿海或内陆省市经济增速仍在6%以上。直接腹地经济增速放缓或对未来区域内港口业务增长带来压力。

图表12：港口发债主体所在省份经济发展情况

省份	GDP		人均GDP		GDP增速	
	数值：亿元	排名	数值：元	排名	数值：%	排名
辽宁	25315	14	58008	13	5.7	27
河北	36010	9	47772	21	6.6	19
天津	18810	19	120711	3	3.6	31
山东	76470	3	76267	8	6.4	22
江苏	92595	2	115168	4	6.7	17
上海	32680	11	134982	2	6.6	19
浙江	56197	4	98643	5	7.1	13
福建	35804	10	91197	6	8.3	5
广东	97278	1	86412	7	6.8	15
广西	20353	18	41489	28	6.8	15
湖北	39367	7	66616	10	7.8	9
江苏	92595	2	115168	4	6.7	17
重庆	20363	17	65933	11	6	25

资料来源：Wind，华泰证券研究所

规模及区域竞争力可反映港口的系统重要性

港口初始固定资本支出巨大，实现盈利需要规模效益基础。从 2016-2018 年情况货物吞吐情况看，多数港口发债主体货物吞吐量有不同幅度的增长，少部分主体如天津港、连云港股份货物吞吐量出现下滑，其中天津港货物吞吐量由全港口口径调整为公司口径，全港 2018 年货物吞吐量 5.08 亿吨，同比增长约 1.4%；连云港股份并表港口 2018 年货物吞吐量 5777 万吨，同比降幅也较有限；曹妃甸港吞吐量下滑主因是腹地钢铁限产导致铁矿石进口量出现下滑。

区域市占率方面，对连云港、上海港、宁波-舟山港和广西北部湾港来说，省市内主要是一个大型港口集团及其下属子公司发债，区域内的资源整合能力较强，市场占有率较高，对所在地的系统重要性更强，也有望获得更多支持。2018 年连云港集团、上港集团、舟山港集团、北部湾港集团在所在省市市占率分别为 75%、82%、62%、83%，均是所在省或直辖市重要的港口枢纽。其他省内港口分布相对分散，如辽宁、河北、山东、福建境内多分布 3-4 个发债港口，广东省境内港口尤其众多，发债主体达 7 个，相关发债主体在省内市场占有率有限，最高不超过 36%，且腹地相同的不同港口吞吐货种结构相近，代表性的如津冀一带黄骅-天津-唐山-曹妃甸-秦皇岛港聚集，青岛-日照-连云港 3 个港口相邻，广东省内有 12 个沿海港口，经济腹地相近，同质化竞争仍较严重。

图表 13: 港口公司货物吞吐量及 2018 年区域市占率情况

主体	区域市占率	2018	2017	2016	主体	区域市占率	2018	2017	2016
大连港集团	36%	37800	37200	35500	舟山港集团	62%	82300	76300	66500
大连港	36%	37800	37200	35500	宁波舟山港	58%	77600	72000	66500
营口港集团	35%	37000	36267	35217	厦门港务集团	26%	14434	12737	12453
营口港	28%	29300	26016	24273	厦门国际港务	26%	14235	12912	10751
锦州港	8%	8422	8392	7457	厦门港务发展	6%	3286	2962	2735
河港集团	33%	38238	38063	31276	广州港集团	28%	48033	45417	41026
唐港集团	18%	21200	21910	20523	广州港	27%	46500	43670	40498
唐山港	18%	21200	21910	20523	珠海港集团	7%	12492	12319	9043
曹妃甸实业	6%	6508	7712	7311	湛江港集团	6%	10649	10227	9522
天津港	88%	44604	50056	55056	盐田港	1%	1220	677	211
青岛港	33%	48600	45832	44278	茂名港集团	0%	283	257	253
烟台港	21%	31608	28816	26537	珠海港	0%	635	603	447
日照港	16%	23700	22637	20846	北部湾港集团	83%	19797	16155	13961
连云港集团	75%	23560	22841	22135	武汉港务	19%	4886	4522	4208
连云港	18%	5777	5781	5739	靖江港	0%	548	310	0
上港集团	82%	56129	56087	51407	重庆港务	30%	6215	6096	5784

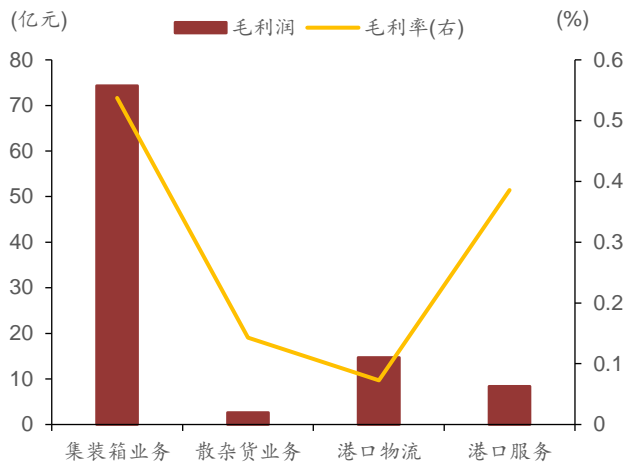
注：区域市占率为公司吞吐量与所在省、市、区域内港口吞吐量的比值；天津港 2016、2017 年数据为全港数据，2018 年为公司口径数据。

资料来源：交通运输部网站、跟踪评级报告，华泰证券研究所

货种结构及内外贸差异是影响港口盈利的重要因素

不同货种费率差异较大，外贸货物费率一般高于内贸货物，集装箱、油品费率一般高于散杂货。参考上海国际港务公司货物费率标准，对散杂货而言，外贸收费标准一般高于内贸货物，且不同货种收费标准差异较大，5 吨以上钢材收费最高可达到 110 元/吨，铁矿石块矿、煤炭外贸收费标准分别为 32 元/吨、24 元/吨，吞吐装卸不同货种的盈利能力即存在差异。集装箱和油品相比散杂货一般盈利能力更强，上海港集装箱装卸包干费 583.50 元/TEU，2018 年集装箱吞吐量 4201 万 TEU，实现毛利润 74.36 亿元，占比 64.15%，销售毛利率达 53.73%，远高于散杂货的毛利率 14.29%。

图表14： 2018年上海港分业务毛利润及毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 上海港散杂货收费情况 (元/吨)

序号	货类	外贸标准	内贸标准	
1	铁矿石 (重量吨)	粉矿	31	
		块矿	20	
2	煤炭 (重量吨)	24	21	
3	钢材 (重量吨)	5吨以下	不使用尼龙绳	55
			使用尼龙绳	58
		5吨以上	不使用尼龙绳	110
			使用尼龙绳	113
4	设备 (含钢结构) (计费吨)	70	32	
5	交通工具 (计费吨)	80	60	
6	纸浆 (重量吨)	65	25	
7	原木 (体积吨)	57	28	
8	有色金属	55	—	
9	锰铬矿	粉矿	38	
		块矿	48	
10	成组货 (重量吨)	55	32	

资料来源：募集说明书，华泰证券研究所

各区域港口吞吐货种差异较大，竞争格局和业务倾向存在明显差异。对于上海港、宁波舟山港、大连港、广州港等对外贸易较多的大型区域港口，货值较高的集装箱业务都是吞吐的主要货种之一，其中上海港现是全球最大集装箱吞吐港口；此外大连港、青岛港、宁波舟山港、广州港等均作为主要的原油进口口岸，腹地炼化需求较大，吞吐货种中都有较大规模油品及天然气产品。对环渤海一带港口，包括河北港口集团、唐山港、天津港、青岛港、日照港等，以及宁波舟山港、湛江港、北部湾港等，腹地钢铁工业发达，以铁矿石为主的金属矿石吞吐规模均较大，但是也反映出尤其环渤海一带港口同业竞争压力较大，特别是我国仍严格限制钢铁新增产能，若铁矿石需求下滑可能对贸易货种单一、倚赖金属矿石的港口带来不利影响。烟台港业务模式相对特殊，除油品贸易外，还是全国最大的非金属矿石-铝土矿吞吐港口，其与魏桥创业等四个集团组成“赢联盟”合作开发几内亚铝土矿，并打造了铝土矿进口全程供应链，创新了港口和腹地企业的业务合作模式并保证了业务量。

图表16： 港口发债主体主要吞吐货种结构 (万 TEU、万吨)

主体	集装箱	油品等	煤炭	金属矿石	非金属矿石	主体	集装箱	油品等	煤炭	金属矿石	非金属矿石
大连港集团	1110.7	5806.2	1183.4	3400		舟山港集团	2794	8703	6534	25575	
大连港	1110.7	5806.3	1183.4	3400		宁波舟山港	2794	8703	6534	25575	
营口港集团	649	3195	2290	5087	442	厦门港务集团	880.81		1291.62		66.39
营口港	604.19	615.51	622.68	4911.39		厦门国际港务	879.19		1291.64		66.39
锦州港		1627	469	706		厦门港务发展	32.21		1291.64		34.18
河港集团	130.04	252	24422	10546		广州港集团	1903	1317	5826		557
唐港集团	233.27		8162	9762		广州港	1878.5	1317.1	5430.7		556.6
唐山港	233.27		8162	9762		珠海港集团	236.71	325	5211	1199	284
曹妃甸实业			241.91	6264.76		湛江港集团	100	2712	1438	3990	36
天津港	1601	3425	8293	10497		盐田港	4.38		378.73	219.52	
青岛港	1932					茂名港集团		88.89	80.4	1.87	1.56
烟台港	300.2	3123	1491	1901	10146	珠海港	30.45	5.02			314.76
日照港			4421	14223	337	北部湾港集团	323.22		3257.73	5250.03	454.9
连云港集团	475		2514	10976		武汉港务	95.14	13.08	131.63	2288.27	
连云港			1967.27	2310.16		靖江港					
上港集团	4201					重庆港务	105.5	228.1	752.2	850.7	457.3

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

现行港口收费办法港务费相对刚性，但是其他费用仍有调价空间。2017年国家出台《港口收费计费办法（交水发〔2017〕104号）》、《关于进一步放开港口收费等有关事项的通知》，2019年上半年出台《港口收费计费办法（交水规〔2019〕2号）》覆盖2017年文件。《港口收费计费办法》精简港口收费项目至17项（2项定价项目、6项指导价项目、9项市场调节价收费项目），港务费即属于2项定价项目之一，需按照收费标准计收，2017、2018年上海港、天津港、大连港、广州港、深圳港等均被反垄断调查，此后大连港、广

州港等集装箱装卸费率均有不同程度下调，给盈利带来短期压力。一些市场定价费用仍有一定调节空间，如集装箱包干费、港口物流费和其他费用等，此前北部湾港随着集装箱业务扩大、竞争力增强，2017年将外贸箱包干费由260-1850元/箱（20尺）收费上调至300-2775元/箱，内贸箱费用由120-1465元/箱上调至200-1965元/箱，2019一季度小幅提高了堆存费收费标准，对改善港口业务盈利有一定支持。

关注港口主体后续资本支出及资金占用情况

部分港口后续待投资规模仍较大。港口属于重资本行业，港口扩建一般需要较大规模、较长时间资本支出，且部分资本支出有一定必要性，提高自动化程度、港口疏浚、泊位维护或加深等均是提高自身业务竞争力的主要措施。从发债主体最新评级报告或最新募集说明书数据看，截至2018年末或2019年3月末，部分港口集团公司待投资规模仍较大，广州港、日照港、盐田港、茂名港等总投资规模占总资产比重均在50%以上，日照港、广州港集团、茂名港集团等待投资占规划总投资比重均在70%以上，后续资本支出压力、工程进展及转固后现金流回笼情况均需关注。此外，部分港口也有区域产投平台属性，部分非港口建设项目或为区域政府委托建设项目，需警惕相关资金占用压力。

图表17：港口发债主体在建项目投资规划（亿元）

主体	总投资	已投资	总投资/总资产	仍需投资占比	主体	总投	已投	总投资/总资产	仍需投资占比
大连港集团	258.92	123.3	29%	52%	舟山港集团	179.84	90.66	21%	50%
大连港	41.97	26.82	12%	36%	宁波舟山港	159.02	76.23	22%	52%
营口港集团	191.15	104.86	24%	45%	厦门港务集团				
营口港					厦门国际港务	24.78	9.07	11%	63%
锦州港	18.66	4.51	11%	76%	厦门港务发展	22.62	7.3	24%	68%
河港集团	32.54	9.79	5%	70%	广州港集团	208.43	63.21	57%	70%
唐港集团	56.57	21.02	20%	63%	广州港	142.75	83.75	53%	41%
唐山港	43.28	20.69	18%	52%	珠海港集团	40.83	31.08	14%	24%
曹妃甸实业	3.66	1.05	5%	71%	湛江港集团	16.43	3.18	11%	81%
天津港	46.25	30.33	3%	34%	盐田港	74.73	42.16	71%	44%
青岛港	103.39	60.96	20%	41%	茂名港集团	54.78	1.91	69%	97%
烟台港	104.56	77.54	24%	26%	珠海港	16.23	7.32	18%	55%
日照港	119.69	31.17	54%	74%	北部湾港集团	296.78	198.8	22%	33%
连云港集团	98.07	66.02	17%	33%	武汉港务	4.04	0.87	9%	78%
连云港	6.27	4.14	7%	34%	靖江港	94.73	78.11	44%	18%
上港集团	76.7	3.02	5%	96%	重庆港务	82.26	51.13	40%	38%

注：总投资和已投资为2018年末或2019年3月末数据，总资产为2019年6月末数据。

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书，华泰证券研究所

财务分析：关注非贸易业务盈利、经营偿债能力及融资成本变动

港口资产构成以固定资产为主，少部分主体金融股权投资较多

港口是典型重资产行业。截至2019年6月末，32家港口发债主体中31家非流动资产在总资产中占比为50%以上，仅茂名港集团非流动资产占比为42.77%；行业非流动资产占比1/4分位即达到70.12%，反映行业初始资本投入较大而运营资产投入相对有限。从非流动资产构成情况看，固定资产和在建工程合计占总资产比重均值47.52%、中位数49.59%，是资产的主体组成部分。少部分主体如河北港口集团、盐田港、珠海港金融股权投资规模偏大，主要是对联合营企业投资或持有上市公司股权资产，如河北港口集团持有招商银行、招商证券、上汽集团等公司股权，盐田港、珠海港等金融资产主要是对所在港口其他码头或港内公司的参股投资，相对来讲上市公司股权对利润的支持和调节能力更强，而港内或周边联合营公司经营情况与发债主体一致性更强，对盈利调节作用有限。

图表18: 港口发债主体主要资产科目及其在总资产中占比(%)

主体	固定资产+在建工程	金融股权投资	非流动资产	主体	固定资产+在建工程	金融股权投资	非流动资产
平均	47.52	12.27	73.78	中位数	49.59	9.23	73.86
最大值	72.17	47.56	92.28	1/4分位	38.41	4.17	70.12
3/4分位	55.18	12.07	80.33	最小值	21.97	0.12	42.77
大连港集团	36.03	22.20	70.86	舟山港集团	43.40	11.91	75.27
大连港	52.14	12.40	79.40	宁波舟山港	50.34	11.60	77.91
营口港集团	62.04	2.13	83.69	厦门港务集团	37.67	9.31	72.06
营口港	62.16	5.88	75.85	厦门国际港务	51.09	0.86	73.79
锦州港	56.23	29.60	89.20	厦门港务发展	44.33	1.48	60.78
河港集团	29.31	47.56	83.15	广州港集团	44.52	9.29	71.81
唐港集团	55.97	11.03	73.58	广州港	58.05	5.86	84.59
唐山港	54.52	10.28	74.10	珠海港集团	41.29	11.96	59.08
曹妃甸实业	39.70	9.17	75.62	中国湛江港集团	64.29	1.20	92.28
天津港	54.92	10.74	73.08	盐田港	35.49	47.09	90.53
青岛港	29.78	18.32	59.60	茂名港集团	38.66	2.03	42.77
烟台港	72.17	5.63	85.42	珠海港	33.23	33.55	72.02
日照港	63.83	2.98	84.52	北部湾港集团	44.02	7.78	67.91
连云港集团	54.79	3.29	67.75	武汉港务	51.88	5.90	72.77
连云港	54.39	7.84	77.97	靖江港	33.70	0.12	52.66
上港集团	21.97	29.14	67.00	重庆港务	48.85	4.47	73.93

注: 金融股权投资=长期股权投资+可供出售金融资产+其他权益工具。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利受区位、货种、管理、政策、投资收益等多方面影响

港口业务盈利能力分析需剔除贸易业务, 关注货种结构、母子公司管理差异及产业政策影响。港口主体经营业务一般包括装卸、堆存、运输、代理、港务等多项业务, 此外很多主体还有规模不小的低毛利贸易业务, 剔除贸易业务的港口盈利可比性相对更好。剔除贸易收入后, 32家港口主体业务毛利率分布空间仍较广泛, 大部分毛利率分布在20%至50%, 少部分主体非贸易业务毛利率较低, 如厦门港务发展、武汉港务毛利率均在10%以下。从集团与子公司关系看, 部分区域港口集团核心子公式毛利率高于集团业务毛利率, 如大连港及其集团、营口港及其集团。区域内不同港口业务毛利率差异也较明显, 一定反映了货种结构及管理水平方面的差异, 如青岛港高费率货种占比较高, 业务毛利率明显高于附近的烟台港、日照港、连云港。此外, 盐田港控股高速公路资产、靖江港拆迁和码头租赁等业务毛利率较高且对收入贡献较大, 导致非贸易业务毛利率限制高于同地区其他港口企业。政策方面, 以天津港为代表, 此前其以公路疏港为主, “公转铁”政策发布后对其货物吞吐量和盈利能力均产生明显负面影响, 2018年港口业务毛利率下降约8个百分点。

图表19: 港口主体非贸易业务收入占比及盈利情况 (亿元、%)

主体	2017			2018			主体	2017			2018		
	收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率		收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率
大连港集团	56%	19.85	24%	84%	22.93	25%	舟山港集团	80%	53.22	28%	66%	60.32	31%
大连港	60%	14.70	27%	88%	16.27	27%	宁波舟山港	90%	46.17	28%	83%	53.07	29%
营口港集团	96%	15.31	16%	99%	16.97	19%	厦门港务集团	36%	18.41	22%	33%	18.57	22%
营口港	100%	10.68	28%	100%	17.73	37%	厦门国际港务	40%	12.09	19%	30%	12.37	32%
锦州港	39%	5.20	30%	33%	5.46	28%	厦门港务发展	32%	3.83	9%	32%	3.88	9%
河港集团	57%	23.53	29%	48%	27.40	36%	广州港集团	82%	23.13	31%	82%	27.62	32%
唐港集团	73%	19.97	36%	59%	19.64	33%	广州港	80%	20.52	31%	78%	21.58	32%
唐山港	73%	20.47	37%	59%	19.97	34%	珠海港集团	67%	6.34	23%	42%	6.88	29%
曹妃甸实业	100%	7.36	43%	100%	6.30	39%	湛江港集团	100%	6.29	26%	100%	7.25	29%
天津港	52%	54.29	39%	46%	41.86	31%	盐田港	100%	1.56	45%	100%	2.28	56%
青岛港	100%	33.30	33%	100%	36.26	31%	茂名港集团	15%	0.42	46%	5%	0.45	47%
烟台港	100%	15.22	24%	100%	17.49	22%	珠海港	93%	4.48	26%	95%	5.01	20%
日照港	100%	10.34	22%	100%	14.09	27%	北部湾港集团	82%	48.31	13%	71%	62.83	13%
连云港集团	44%	13.80	27%	36%	10.91	25%	武汉港务	21%	0.11	3%	21%	0.01	0%
连云港	100%	3.14	25%	100%	3.50	27%	靖江港	14%	1.57	49%	18%	1.88	47%
上港集团	100%	126.15	34%	100%	120.76	32%	重庆港务	27%	5.39	23%	32%	4.87	18%

资料来源: 跟踪评级报告、Wind, 华泰证券研究所

投资收益是部分港口主体利润主要来源之一。港口业务固定成本、各项费用、折旧摊销规模较大, 剔除后业务净利润率相比毛利率有明显下降。部分主体投资收益对利润总额贡献很大, 如天津港、连云港集团投资净收益对利润总额贡献超 100%, 大连港集团实现投资净收益 5.93 亿元, 净亏损-2.81 亿元。

考虑到贸易业务存在, 本文以总资产净利率反映港口主体整体盈利能力, 32 家港口主体中多数总资产净利率分布在 0%-5%, 上港集团、青岛港、唐山港是 2018 年整体盈利最强的 3 个主体, 大连港集团、营口港集团、河北港口集团是总资产净利率为负的 3 个主体。多数子公司盈利能力强于集团。

图表20: 港口主体投资收益占比及总资产净利率情况

主体	投资净收益/利润总额		总资产净利率		主体	投资净收益/利润总额		总资产净利率	
	2017	2018	2017	2018		2017	2018	2017	2018
大连港集团	134%	-211%	0.62%	-0.59%	舟山港集团	34%	23.82%	4%	4.48%
大连港	75%	32%	1.68%	1.90%	宁波舟山港	32%	26.18%	5%	4.72%
营口港集团	-53%	-3%	-0.34%	-4.62%	厦门港务集团	20%	47.29%	2%	2.16%
营口港	13%	6%	3.43%	6.37%	厦门国际港务	14%	7.67%	4%	2.64%
锦州港	46%	22%	1.10%	1.54%	厦门港务发展	1%	-1.18%	2%	1.29%
河港集团	104%	4685%	0.65%	-0.59%	广州港集团	10%	10.10%	5%	5.34%
唐港集团	16%	28%	4.98%	5.61%	广州港	8%	13.32%	4%	3.78%
唐山港	12%	23%	7.27%	6.78%	珠海港集团	17%	39.61%	0%	0.15%
曹妃甸实业	24%	45%	5.14%	4.42%	中国湛江港集团	16%	37.25%	0%	0.19%
天津港	21%	101%	0.61%	0.25%	盐田港	82%	80.44%	5%	5.21%
青岛港	29%	31%	7.51%	7.94%	茂名港集团	25%	23.03%	1%	0.66%
烟台港	30%	23%	0.38%	0.40%	珠海港	44%	47.53%	3%	3.03%
日照港	-7%	3%	2.24%	3.53%	北部湾港集团	24%	41.02%	1%	0.64%
连云港集团	153%	210%	0.20%	0.12%	武汉港务	-11%	-20.13%	2%	0.54%
连云港	1272%	189%	0.07%	0.23%	靖江港	1%	0.62%	1%	1.11%
上港集团	29%	43%	9.96%	8.03%	重庆港务	7%	9.50%	1%	0.96%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业负债率基本稳定，关注经营偿债能力及融资成本边际变化

负债率与主体盈利能力有一定相关性。截至 2016-2018 年末，港口行业资产负债率平均值、中位数均在 50%附近，1/4 分位和 3/4 分位分别维持在 40%和 60%附近，极大值和极小值分别维持在约 74%、20%，整体格局较稳定。部分资产质量相对较好、盈利能力相对较强的主体资产负债率多处于行业中下水平，如 2018 年总资产净利率居行业前 5 的上港集团、青岛港、唐山港、营口港股份、唐港集团资产负债率均处于行业内较低水平，长期相对更好的盈利充盈了资本实力，负债率较高的主体如连云港集团、珠海港集团、北部湾港集团整体盈利能力居行业中下游。此外，部分港口资本支出较多集中在集团，优质资产集中在子公司，包括大连港、营口港、连云港、厦门港、珠海港在内的港口集团负债率均大于子公司负债率。

图表21：港口发债主体资产负债率情况（%）

主体	2016	2017	2018	主体	2016	2017	2018
平均	50.04	49.83	49.55	中位数	49.58	48.88	50.89
最大值	73.81	73.74	73.85	1/4 分位	41.35	40.74	41.63
3/4 分位	59.49	59.67	59.35	最小值	21.53	23.89	24.71
大连港集团	52.41	58.07	46.16	舟山港集团	36.23	34.36	39.83
大连港	40.11	43.64	40.93	宁波舟山港	36.96	36.51	42.93
营口港集团	67.98	70.12	55.98	厦门港务集团	60.29	62.82	61.70
营口港	32.25	30.66	24.71	厦门国际港务	40.71	43.04	43.38
锦州港	50.81	60.61	61.59	厦门港务发展	56.29	56.33	57.84
河港集团	49.01	46.92	51.09	广州港集团	48.11	39.43	41.86
唐港集团	32.89	28.09	27.28	广州港	45.80	38.04	40.36
唐山港	26.76	28.02	26.85	珠海港集团	67.41	61.16	63.40
曹妃甸实业	61.23	56.70	50.77	中国湛江港集团	59.16	59.36	62.90
天津港	59.46	60.93	63.86	盐田港	21.53	23.89	24.82
青岛港	59.56	47.84	39.67	茂名港集团	48.30	53.19	54.51
烟台港	73.81	73.74	73.85	珠海港	49.00	47.76	52.29
日照港	42.25	41.18	41.86	北部湾港集团	71.35	71.63	70.66
连云港集团	67.09	67.37	67.00	武汉港务	50.16	49.91	51.01
连云港	52.30	55.59	58.60	靖江港	44.55	46.13	49.72
上港集团	41.57	45.44	42.96	重庆港务	56.03	55.92	55.15

资料来源：Wind，华泰证券研究所

偿债能力方面，建议重点关注短期和长期经营偿债能力。港口发债主体以国企为主，相比民企在融资接续方面存在一定优势，我们重点关注经营获现及长期盈利对债务偿付的保障能力。短期方面，我们关注港口主体经营获现对利息支出的保障能力，2017、2018 年该指标行业平均水平分别为 3.67、4.93 倍，中位数分别为 2.52、2.19 倍，超过 1/4 港口主体当年经营活动净现金流无法覆盖当期利息支出，但是无主体该项指标连续两年为负值。长期偿债能力方面，2017、2018 年全部债务/EBITDA 均值分别为 7.20、6.88 倍，超过 1/4 主体该项指标在 9.5 以上，包括茂名港集团、靖江港、珠海港集团等，该部分主体债务压力较大但是盈利能力相对有限，长期看偿债压力相对较大。

图表22: 港口发债主体偿债能力情况

主体	经营活动净现金流/利息支出		全部债务/EBITDA		主体	经营活动净现金流/利息支出		全部债务/EBITDA	
	2017	2018	2017	2018		2017	2018	2017	2018
平均	3.67	4.93	7.20	6.88	中位数	2.52	2.19	5.52	5.29
最大值	20.19	21.31	25.94	28.65	1/4分位	0.80	0.96	2.66	2.42
3/4分位	5.33	7.18	9.11	9.49	最小值	-1.89	-3.45	0.72	0.68
大连港集团	0.71	0.58	16.21	13.63	舟山港集团	6.27	14.93	2.63	2.03
大连港	2.10	2.94	6.75	5.16	宁波舟山港	5.12	15.82	2.24	2.02
营口港集团	0.74	0.70	19.51	11.04	厦门港务集团	1.09	2.45	7.95	6.93
营口港	7.25	9.10	2.67	1.57	厦门国际港务	4.42	3.83	3.53	3.70
锦州港	3.30	1.22	8.62	5.99	厦门港务发展	-0.23	1.83	4.56	4.23
河港集团	1.74	1.57	6.47	8.78	广州港集团	4.71	13.02	2.25	2.06
唐港集团	9.97	17.48	1.19	0.92	广州港	6.05	14.46	2.64	2.40
唐山港	20.19	21.31	0.72	0.68	珠海港集团	1.20	0.32	12.67	13.30
曹妃甸实业	5.99	6.54	3.88	3.72	湛江港集团	2.94	2.60	7.10	6.37
天津港	0.83	0.62	11.18	15.04	盐田港	1.48	1.17	3.33	3.17
青岛港	8.83	10.98	1.07	0.92	茂名港集团	-1.08	0.71	25.94	28.65
烟台港	0.72	0.81	13.54	11.40	珠海港	3.21	2.77	4.38	4.97
日照港	4.45	4.32	3.45	4.10	北部湾港集团	2.03	1.33	7.64	8.97
连云港集团	0.11	0.09	16.43	15.68	武汉港务	-1.89	1.01	4.25	5.43
连云港	0.39	-3.45	7.80	6.15	靖江港	3.00	1.10	10.58	11.27
上港集团	10.63	3.75	2.27	2.43	重庆港务	1.08	1.92	6.86	7.29

注: 利息支出=当年财务费用项下利息支出+在建工程利息资本化净增加。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

债务规模及融资成本变动或反映主体未来当前融资环境及压力。债务方面, 2018 年末相比 2017 年末降幅较大的主体有大连港集团、营口港集团, 其中大连港集团债务较重的子公司被剥离, 营口港完成了债转股。广西北部湾集团、靖江港 2018 年末总债务同比 2017 年末同比增长均超过 50%, 其中北部湾集团作为广西区域港口整合主体继续被划入西江集团全部资产, 同时也导致债务规模同比较大幅度增长, 反映其在广西地区受政府支持巨大、系统重要性突出, 今年 10 月再度接受划转南宁港股权; 靖江港本身港口经营业务规模较小, 更多是贸易、受政府委托拆迁及港口工程业务, 有类城投平台属性, 建设项目所需资金较多导致债务持续增长。2018 年港口主体总体融资成本均值及各分位数均呈小幅上行趋势, 全年融资成本显著较高的是营口港集团, 受四季度债转股完成、年末债务规模下降影响融资成本被高估。对其他资质偏弱的小型港口仍需关注融资成本上升情况, 可能会反映资金压力及融资难度增大。

图表23: 港口发债主体总债务规模及总融资成本情况(亿元)

主体	总债务		融资成本		主体	总债务		融资成本	
	2017	2018	2017	2018		2017	2018	2017	2018
平均	162.03	162.89	4.27%	4.60%	中位数	65.72	79.96	4.36%	4.56%
最大值	745.94	733.23	5.49%	8.09%	1/4分位	36.22	33.94	3.79%	3.92%
3/4分位	200.68	213.04	4.79%	5.08%	最小值	14.57	13.44	2.18%	2.81%
大连港集团	541.10	341.79	5.44%	5.39%	舟山港集团	160.75	171.47	3.55%	4.21%
大连港	134.16	121.65	4.79%	5.01%	宁波舟山港	140.54	153.17	3.94%	4.33%
营口港集团	745.94	404.27	5.21%	8.09%	厦门港务集团	209.46	216.02	3.70%	4.19%
营口港	43.76	34.59	5.13%	4.75%	厦门国际港务	62.43	67.27	4.16%	4.97%
锦州港	78.58	85.40	5.49%	5.36%	厦门港务发展	23.99	23.22	3.90%	5.20%
河港集团	197.75	212.04	4.44%	4.40%	广州港集团	75.07	100.48	3.28%	2.81%
唐港集团	32.79	28.63	4.63%	3.87%	广州港	61.27	78.25	3.53%	3.39%
唐山港	20.97	21.09	3.70%	3.80%	珠海港集团	112.38	139.52	4.43%	4.28%
曹妃甸实业	35.52	28.27	4.37%	4.51%	湛江港集团	63.15	74.85	4.33%	4.64%
天津港	600.56	691.73	3.08%	2.88%	盐田港	16.91	20.09	4.39%	4.65%
青岛港	52.47	54.11	4.34%	3.92%	茂名港集团	34.87	35.72	3.82%	4.60%
烟台港	256.67	276.31	4.22%	4.37%	珠海港	22.56	28.36	5.10%	5.36%
日照港	68.29	73.07	4.58%	4.86%	北部湾港集团	430.86	733.23	4.65%	6.05%
连云港集团	343.47	344.49	4.04%	3.92%	武汉港务	14.57	13.44	3.23%	3.92%
连云港	36.46	31.96	4.93%	5.04%	靖江港	53.48	81.67	5.13%	5.89%
上港集团	456.87	467.94	2.18%	3.29%	重庆港务	57.22	58.19	4.80%	5.20%

注: 总债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款; 融资成本=利息支出*2/(期初总债务+期末总债务)。

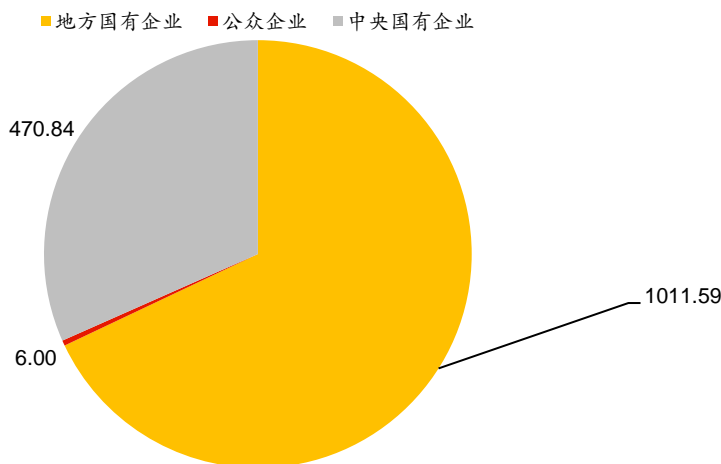
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

港口主体信用债融资情况梳理及投资建议

存量债以中等期限为主，部分主体债券估价收益率高企

截至2019年11月8日，本文覆盖的港口行业32个发债主体看，合计存量债数163只、余额1488.43亿元。从发行人结构看，中央国企存量债470.84亿元、地方国企存量债1011.59亿元、公众企业存量债规模为6亿元。

图表24：港口行业信用债存量发行人分布情况（亿元）



注：数据截至2019年11月8日，下同。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从期限分布情况看，按行权计现有存量债剩余期限主要分布在1-3年，规模为795.58亿元，1年以内和3-5年债券余额分别为491.15亿元、201.7亿元。从评级分布情况看，AAA主体评级债券余额为825.21亿元，中债隐含评级分布在AAA至AA，其中55亿元隐含评级为AA(2)债券的发行主体均为北部湾港务集团，反映其在当前AAA评级主体中受市场认可度偏弱，或存在被低估的可能。AA+主体评级债券余额540.77亿元，中债隐含评级分布在AA+、AA、AA(2)、A+。AA主体评级债券余额为113.45亿元，AA-评级主体为茂名港集团有限公司、存量规模9亿元。对AAA、AA+、AA、AA-各评级主体均无5年以上存量债。

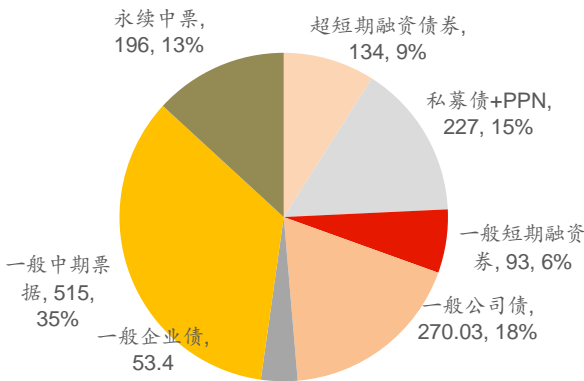
图表25：按行权计港口存量债未来到期分布（亿元）

主体评级	隐含评级\期限	(0,1]	(1,3]	(3,5]	总计
AAA	合计	242	439.21	144	825.21
	AAA	110	210.24	47	367.24
	AAA-	18	72.17	45	135.17
	AA+	79	129.2	52	260.2
	AA(2)	35	20		55
	AA		7.6		7.6
AA+	合计	184	299.07	57.7	540.77
	AA+	9	7.03		16.03
	AA(2)	10	62.2		72.2
	AA	125	134	42	301
	A+	40	95.84	15.7	151.54
AA	合计	59.15	54.3		113.45
	AA	41.15	24.1		65.25
	AA-	18	30.2		48.2
AA-	合计	6	3		9
	AA	6			6
	AA-		3		3
总计		491.15	795.58	201.7	1488.43

资料来源：Wind，华泰证券研究所

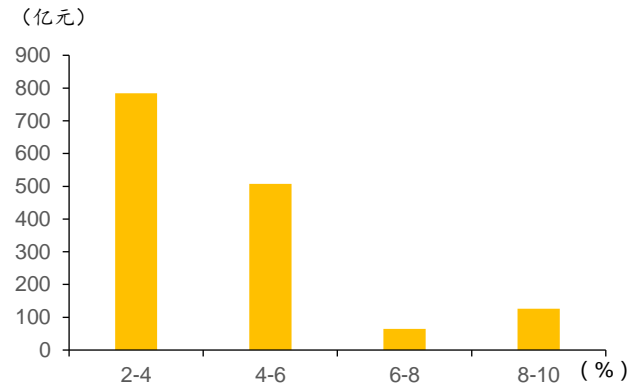
存量债券类型方面，一般中期票据（不包括永续债）和一般公司债分别占比约 35%、18%，是存量最大的两类债券，永续中票存量规模 196 亿元、占比约 13%，私募债和定向工具合计 227 亿元、占比约 15%。估值区间方面，存量债中债行权估价收益率在 6%-10% 较高区间的存量债合计约 189.9 亿元，主要是锦州港、靖江港、茂名港集团、营口港集团 4 个主体不同期限的存量债，其中营口港集团存量债中则包括一般中票、永续中票和定向工具，部分剩余期限在 1 年左右，该集团经历债转股且已由央企招商局集团间接控股，短期流动性改善，可关注在债券二级市场潜在机会。

图表26：港口存量债债券类型分布（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27：港口存量债不同行权估值区间规模分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券仍有一定价值挖掘空间

2019年港口新发债集中在3年及以内。截至2019年11月8日，年内港口发债主体新发债74只、合计562.1亿元，其中国企发债556.1亿元，无实控人的锦州港发债6亿元。新发债中，按行权计3年期为209.1亿元，其次1年期以内、1年期、2年期、5年期分别为179亿元、93亿元、10亿元、71亿元。主体评级为AAA、AA+、AA的债券发债规模分别为335.6亿元、175亿元、51.5亿元。

图表28：2019年港口发债主体新发债情况（亿元）

发行期限	<1	1	2	3	5	总计
AAA	99	70		127.6	39	335.6
AA+	57	23	10	53	32	175
AA	23			28.5		51.5
总计	179	93	10	209.1	71	562.1

注：数据截至2019年11月8日；期限按全部行权计算。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

中高评级主体债券利差仍有一定挖掘空间。AAA主体评级新发行债券中债隐含评级分布在AAA至AA，其中债券隐含评级为AA(2)的主体为北部湾港务集团，其小于1年期债券与其他主体评级AAA新债利差差别不大，但是1年期、3年期新债利差空间相对增大；AAA评级5年期债券利差平均利差达到174BP，但是当前基准利率处于低位，后续仍需警惕估值风险。AA+主体评级新债平均利差均在100BP以上，1、2、3年期新债平均利差分别为142BP、177BP、226BP，平均票面利率分别为3.83%、4.55%、5.13%，相比同期限AAA评级债券仍有一定利差挖掘空间。AA主体评级新债集中在1年期以内和3年期，利差空间相对中高评级更阔，但是AA级主体私募债和定向工具发行较多，相应的信用风险和流动性风险仍需关注。

图表29： 2019年港口主体新发债分期限、评级的平均票面和利差情况（%、BP）

主体评级	隐含评级\期限	<1	1	2	3	5
AAA	合计	3.22, 78	3.09, 50		4.06, 115	4.9, 174
	AAA	3.2, 69	2.7, 14		3.92, 100	4.85, 172
	AAA-	3.17, 75			3.78, 79	
	AA+	3.15, 74				4.95, 177
	AA(2)	3.37, 89	3.68, 104		4.4, 151	
	AA				4.24, 136	
AA+	合计	3.55, 122	3.83, 142	4.55, 177	5.13, 226	5, 201
	AA	3.55, 122	3.83, 142	4.55, 177	5.13, 226	5, 201
AA	合计	5.04, 263			6.8, 390	
	AA	3.77, 142			5.12, 209	
	AA-	6.95, 444			7.13, 427	

注：数据格式为“票面、利差”算术平均值，利差计算为票面利率减同期限国债收益率得到。

资料来源：华泰证券研究所

投资建议

港口发债主体绝大部分是地方国企或央企，本文覆盖的 29 家主体经营沿海港口，3 家主体经营内河港口。行业层面港口格局固化，我们主要关注“公转铁”等政策的短期影响及各省区港口整合政策推进落地情况。对发债主体的信用分析，我们建议关注腹地经济、规模及区域竞争力、货种结构等重要业务指标，财务方面建议关注主体盈利结构及稳定性、长短期经营偿债能力及再融资能力的边际变化，对资质偏弱、投资偏激进港口的后续资本支出和债务压力需加以更多关注。债券投资方面，我们认为国有港口对区域基建项目承接、经济发展支持仍有较重要作用，随着区域港口整合持续推进，大型地方大型港口有望获得持续更大支持，部分存量主体债券价值或被低估，后续政策推进程度不一可能会使各区域港口资质有所分化，仍存在一定信用价值挖掘空间。

风险提示

- 1、经济超预期下行风险。**国内经济下行压力增大，终端需求不及预期，港口腹地产出下滑或导致货物吞吐量出现大幅下降。
- 2、对外贸易超预期恶化风险。**中美贸易战若再度恶化可能会冲击中国对外贸易市场，进而对港口货物吞吐业务带来负面影响。
- 3、流动性风险。**部分港口企业投资规模较大带来较大资金压力，若投运后现金回笼低于预期，存在一定现金流断裂风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
 全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
 ©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com