

招商局港口集团股份有限公司 2020 年公开发行 公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 05 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0492 号

招商局港口集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

维持“20 招港 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十八日

评级观点：中诚信国际维持招商局港口集团股份有限公司（以下简称“招商港口”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 招港 01”的债项信用等级为 **AAA**。跟踪期内，公司保持了领先的行业地位、雄厚的股东实力、稳健的财务结构且具有多元化的融资渠道。同时，中诚信国际关注到公司港口业务分布全球所面临的**政治风险**以及宏观经济波动等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

招商港口（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,280.18	1,566.97	1,685.44	1,662.26
所有者权益合计（亿元）	804.17	949.90	1,056.77	1,074.82
总负债（亿元）	476.01	617.07	628.67	587.45
总债务（亿元）	356.00	452.24	460.95	425.80
营业总收入（亿元）	97.03	121.24	126.19	35.74
经营性业务利润（亿元）	7.67	8.95	18.25	7.55
净利润（亿元）	28.86	81.67	55.26	13.74
EBITDA（亿元）	72.76	157.62	117.63	--
经营活动净现金流（亿元）	42.89	55.02	54.96	8.81
收现比(X)	0.99	1.01	1.01	0.91
营业毛利率(%)	40.85	36.91	37.60	43.83
应收类款项/总资产(%)	2.08	2.93	5.23	5.63
资产负债率(%)	37.18	39.38	37.30	35.34
总资本化比率(%)	30.68	32.25	30.37	28.38
总债务/EBITDA(X)	4.89	2.87	3.92	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.35	7.42	5.84	--

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **保持领先的行业地位。**公司目前为国内最大、世界领先的港口开发、投资和运营商，在中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，同时经过多年海外发展，业务布局拓展至全球多个地区的重要港口区位。

■ **雄厚的股东实力。**公司实际控制人招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的国家驻港大型企业集团，主要业务集中于交通、金融、房地产三大核心产业，其强大的股东背景、丰富的国内外资源和多元化的业务布局有利于公司在国内外业务的发展。

同行业比较

公司名称	集装箱吞吐量 (万 TEU)	散杂货吞吐量 (亿吨)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
招商港口	12,171	4.50	1,685.44	37.30	126.19	55.26	54.96
广州港股份	2,138	5.06	338.26	50.59	112.53	10.70	24.01

注：1、“广州港股份”为“广州港股份有限公司”简称；2、招商港口集装箱和散杂货吞吐量包含参股港口吞吐量。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 招港 01	AAA	AAA	2020/06/24	20.00	20.00	2020/07/08-2023/07/08	--

■ **财务结构保持稳健。**公司资本实力很强，跟踪期内财务弹性指标有所下降，截至 2021 年 3 月末，公司总资本化比率和资产负债率降至 28.38% 和 35.34%，财务结构保持稳健。

■ **多元化的融资渠道。**截至 2020 年末，公司主要合作银行尚未使用银行授信额度折合人民币 467.98 亿元，备用流动性较为充足；同时，公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，具有很强的外部融资能力。

关注

■ **关注宏观经济波动对港口经营的影响。**受疫情影响，全球经济遭受重创，外贸进出口业形势严峻，对港口行业产生了较大影响，未来仍需关注疫情等因素造成宏观经济波动对港口经营的影响。

■ **公司港口分布全球，海外港口业务运营面临一定的政治风险。**公司港口分布于全球 26 个国家，各个国家政治、经济、社会环境不同，海外港口业务运营面临了一定的政治风险。

评级展望

中诚信国际认为，招商局港口集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位及重要性明显下降，重要资产划出，资本资产实力大幅下降；港口行业景气度严重下挫，港口整合效果严重不及预期，公司经营业绩大幅下滑；债务规模大幅度上升、经营收现情况恶化、流动性压力增大等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

招商局港口集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）共募集资金 20 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于向发行人全资子公司赤湾港航（香港）有限公司收购其持有的湛江港（集团）股份有限公司 1,606,855,919 股普通股（占湛江港已发行的股份总数的 27.3544%）股权。根据公司 2020 年年报，截至目前，募集资金已全部使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年，世界经贸受到新冠肺炎疫情重创，经贸环境不确定性加强；中国外贸逆势增长，好于预期

我国 80% 以上的贸易由水运方式完成，水路运输、港口运营与国民经济、对外贸易的发展密切相关。国内外需求规模与结构的变化直接影响港口吞吐量的规模及货种结构，并进而带动港口行业收入规模与盈利能力的变化。

2020 年，新冠肺炎疫情在全球爆发，疫情产生的封锁和经济停滞大幅削弱了全球消费和对外投资，外部需求的疲弱及大宗商品价格的走低也广泛冲击了贸易及进出口。尽管三季度起全球各国逐渐步入经济复苏，但受各国自身经济结构差异、疫情前发展趋势、政策空间及改革进程的不同等因素的影响，预期后疫情时期各国复苏进程将显著分化。根据国际货币基金组织（IMF）预计，2020 年世界经济将同比下降 4.4%。

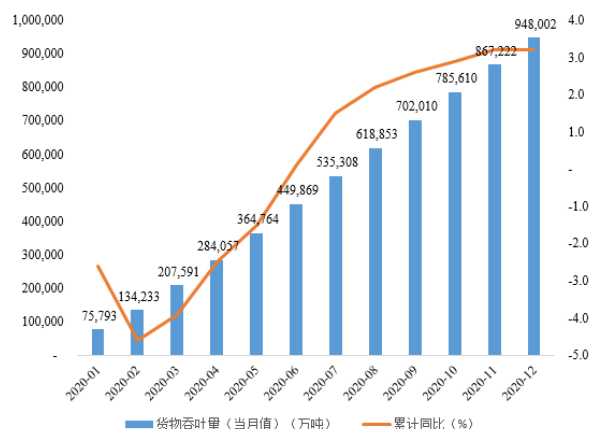
面对新冠肺炎疫情的严重冲击和异常复杂的国际形势，国务院出台一系列超常规稳外贸政策措施，2020 年中国外贸逆势增长，好于预期。2020 年，

中国全年进出口总值 32.16 万亿元，同比增长 1.9%；其中，出口总值 17.93 万亿元，增长 4%；进口总值 14.23 万亿元，下降 0.7%。2020 年 12 月当月进出口总值 3.2 万亿元，创下单月最高水平。分贸易伙伴看，我国与东盟经贸合作逆势增长，东盟历史性的成为我国第一大对外贸易伙伴，双边贸易同比增长 5.6%；2020 年下半年以来，国外疫情加剧，部分订单需求重新回流中国，使得我国对传统市场进出口贸易基本稳定。

2020 年我国沿海港口吞吐量全年呈现“V”形态势，货物吞吐量实现超预期恢复，集装箱南北格局发生变化，恢复情况低于预期

2020 年，全国沿海港口预计完成货物吞吐量 94.80 亿吨，同比增长 3.2%。具体来看，2020 年上半年我国沿海港口受疫情冲击较大，2 月由于终端市场需求受挫严重，导致大宗货物、集装箱等疏港量降低，卡车工人复工难以及外部交通管制使得公路运输受限，货物在港堆存时间延长，周转效率下降，港口吞吐量降幅达到 4.6%。进入二季度以来，在坚持常态化疫情防控下有力推动复工复产，港口生产逐步回升。尤其是下半年以来，在大宗物资进口、内贸运输加快的带动下，沿海港口实现超预期恢复，全年呈现“V”形态势。

图 1：2020 年中国沿海港口货物吞吐量



资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

分港口来看，进入 2020 年，我国主要沿海港口货物吞吐量在经历了 2017 年大幅反弹之后，增速

有所放缓。其中，上海港为满足港口整体规划和发展的需要，对散杂货货源结构进行调整，煤炭装卸量大幅减少，导致货物吞吐量持续下滑。广西北部湾港受益于我国与东盟经贸加深合作，内陆进港铁路

运输系统的完善，货物吞吐量增速进一步提升。受益于“一带一路”航线开拓及与新加坡 PSA 国际港务集团共同投资建设的冷链仓库投运，福州港自 2018 年以来增速保持高位。

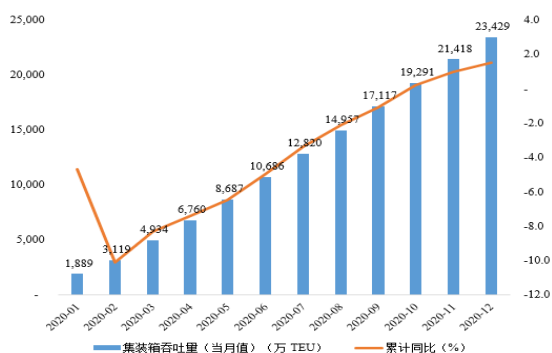
表 1：中国主要沿海港口货物吞吐量和同比增速（亿吨、%）

港口	2017		2018		2019		2020	
	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速
宁波-舟山港	10.1	9.2	10.8	7.4	11.2	7.9	11.7	4.7
上海港	7.1	9.4	6.8	-3.0	6.6	-1.7	6.5	-1.9
唐山港	5.7	8.6	6.4	11.1	6.6	3.1	7.0	7.0
广州港	5.7	8.4	5.9	4.2	6.1	12.6	6.1	1.0
青岛港	5.1	1.5	5.4	6.1	5.8	6.6	6.0	4.7
天津港	5.0	-8.7	5.1	1.4	4.9	4.1	5.0	2.2
日照港	3.6	2.8	4.4	8.9	4.6	6.0	5.0	7.0
烟台港	2.9	7.6	4.4	10.6	3.9	15.8	4.0	3.4
大连港	4.5	3.3	4.7	2.8	3.7	4.3	3.3	-8.8
黄骅港	2.7	10.1	2.9	6.4	2.9	--	3.0	4.7
北部湾港	2.2	6.6	2.4	9.7	2.6	14.7	3.0	15.6
深圳港	2.4	12.6	2.5	4.1	2.6	2.6	2.7	2.8
福州港	1.5	0.6	1.8	20.5	2.1	21.6	2.5	17.1
营口港	3.6	2.9	3.7	2.0	2.4	-35.6	2.4	--
连云港港	2.1	3.3	2.1	4.1	2.4	4.1	2.4	3.1
湛江港	2.8	9.9	3.0	7.0	2.2	-2.8	2.3	8.4
厦门港	2.1	0.6	2.2	2.9	2.1	0.3	2.1	-2.8
秦皇岛港	2.5	31.0	2.3	-5.7	2.2	-5.4	2.0	-8.3

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

我国港口集装箱以外贸箱为主，其吞吐量受全球经济影响较大，同时也受到腹地经济结构、出口贸易产品及集疏运体系等诸多因素影响。2020 年，全国沿海港口预计完成集装箱吞吐量 2.34 亿 TEU，同比增长 1.5%，恢复情况低于预期。受春节错期、新冠肺炎疫情等因素影响，全年增速亦呈现“V”形态势。

图 2：2020 年中国沿海港口集装箱吞吐量



资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

分港口来看，受国际航线结构调整及南北方经济差距逐步增大影响，我国主要沿海港口中北方港口集装箱吞吐量比重进一步下降。其中，2020 年大连港集装箱吞吐量降幅超过 40%，其集装箱干线港地位受到冲击；天津港推进效率年攻坚行动，不断优化营商环境，完成集装箱吞吐量 1,710 万 TEU，创历史最好水平，同比增长 6.1%，增速在集装箱干线港中排名首位。在海南自由贸易港和西部陆海新通道建设带动下，北部湾港集装箱吞吐量同比增长 32.2%，在沿海港口中表现突出。

2021 年一季度，全国沿海港口完成货物吞吐量 23.72 亿吨，同比增长 14.3%；其中外贸货物吞吐量为 10.35 亿吨，同比增长 10.7%。同期，全国沿海港口完成集装箱吞吐量 5,839 万 TEU，同比增长 18.3%。

表 2：中国主要沿海港口集装箱吞吐量和同比增速（万 TEU、%）

港口	2017		2018		2019		2020	
	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速
上海港	4,018	8.2	4,201	4.4	4,330	3.1	4,350	0.4
宁波-舟山港	2,464	14.3	2,635	7.1	2,753	4.5	2,872	4.3
深圳港	2,525	5.3	2,574	2.1	2,577	0.1	2,655	3.0
广州港	2,010	7.7	2,162	7.2	2,283	5.7	2,317	1.5
青岛港	1,830	1.4	1,932	5.5	2,101	8.8	2,201	4.7
天津港	1,504	3.6	1,601	6.2	1,730	8.1	1,835	6.1
厦门港	1,040	8.2	1,070	3.1	1,112	3.9	1,141	2.5
营口港	627	3.0	649	3.3	548	-15.6	565	3.1
大连港	970	1.3	977	0.6	876	-10.3	511	-41.7
北部湾港	--	--	290	27.4	382	34.6	505	32.2
连云港港	472	0.4	473	0.5	478	0.7	480	0.5

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

近年来，全国港口建设强度逐年下降，智慧绿色港口建设成为主要目标；港口整合成为行业趋势，但整合后其运营效率和盈利能力提升效果有待检验

受国内经济和行业不景气影响，自 2013 年开始，我国沿海建设投资额呈下降趋势。2019 年，我国全年完成水运建设投资 1,137.44 亿元，比上年下降 4.5%。其中，沿海建设完成投资 523.81 亿元，同比下降 6.8%。码头泊位方面，2020 年末我国沿海港口生产用码头泊位共 5,461 个，较上年末减少 101 个；全国万吨级及以上泊位构成方面，2020 年末专业化泊位、通用散货泊位及通用件杂货泊位分别较上年末增加 39 个、33 个和 12 个。

表 3：我国水运建设投资情况（亿元）

年份	水运建设投资	沿海建设投资
2013	1,528.46	982.49
2014	1,459.98	951.86
2015	1,457.17	910.63
2016	1,417.37	865.23
2017	1,238.88	669.49
2018	1,191.00	563.00
2019	1,137.44	523.81

资料来源：中国交通运输部统计公报及交通运输部网站，中诚信国际整理

表 4：全国万吨级及以上泊位构成（按主要用途分）（个）

泊位用途	2015	2016	2017	2018	2019	2020
专业化	1,173	1,223	1,254	1,297	1,332	1,371
集装箱	325	329	328	338	352	354

煤炭	238	246	246	252	256	265
金属矿石	80	83	84	85	84	85
原油	73	74	77	82	85	87
成品油	133	132	140	140	143	147
液体化工	184	200	205	217	226	239
散装粮食	38	39	41	41	39	39
通用散货	473	506	513	531	559	592
通用件杂货	371	381	388	396	403	415

资料来源：中国交通运输部统计公报及交通运输部网站，中诚信国际整理

随着沿海港口低速增长和港口建设强度不断降低成为常态，转型升级、建设世界一流港口将成为港口实现高质量发展重要标志。2019 年 9 月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，要求构建安全、便捷、高效、绿色、经济的现代化综合交通体系；交通运输部等九部门联合印发《关于建设世界一流港口的指导意见》，要求强化港口的综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展水平，以枢纽港为重点，建设安全便捷、智慧绿色、经济高效、支撑有力、世界先进的世界一流港口。

近年来，青岛港、厦门港、上海港等新建自动化、智能化码头陆续投入使用；青岛港、上海港、营口港、宁波港、连云港港等在内的沿海港口，依托自身或联合供应链服务集成商、互联网企业纷纷加快“互联网+”步伐，通过打造智慧港口促进服务

模式从链条式变为平台式，实现包括港口、物流节点、资源与服务提供商以及客户等全程供应链的信息整合与贯通。

主要港口企业也积极发展多式联运，开展多式联运项目建设，加强交通基础设施的衔接，推动自身集疏运能力提升，提供运营效率。2020年，我国港口预计完成集装箱铁水联运量 685 万 TEU，同比增长 32%，占港口集装箱吞吐量比重增至 2.6%。疫情期间，相比于公路运输部分时段受到限制，集装箱海铁联运物流通道实现逆势增长，对于保障港口集疏运体系起到了关键作用。其中，青岛港集装箱海铁联运完成量接近 170 万 TEU，排名首位；营口港、宁波舟山港完成量均达到 100 万 TEU 左右，上海港、北部湾港在 2019 年突破 10 万 TEU 之后，继续延续高速增长态势，增速分别超过 80% 和 70%。

港口是国民经济增长的重要推动力，同时也是主要的耗能单位和污染源头。港口、码头的煤炭、矿石等散料堆场，由于装卸作业和堆存过程中会产生大量扬尘，目前已经成为环保部门大气污染治理的重点，将限期治理。根据交通运输部公布的《深入推进绿色港口建设行动方案(2018—2022年)》，要求将绿色发展贯穿到港口规划、建设和运营的全过程，构建资源节约、环境友好的港口绿色发展体系。除相应环保整改措施以外，清洁能源的使用对于港口绿色发展同样重要。

出于港口行业不景气，自身供给能力过剩，以及提升自身港口竞争力等因素综合考虑，目前沿海各省港口资源整合基本形成了“一省一港”格局。2015年宁波-舟山港重组拉开了本次港口行业整合的序幕。随后辽宁、江苏、福建等省也先后启动了港口整合计划，本次港口整合主导方多为省级政府，计划对本省内的港口资源进行统一规划和整合，以消除省内港口间的恶性竞争，优化港口资源。同时，除了以省为整合主导方外，还出现了如辽宁省由政府发起，并引入专业港口运营方招商局集团作为主导的方式和跨越了省级行政区域并上升至国家

区域协调一体化发展战略的京津冀港口群、粤港澳大湾区港口群的协调发展和资源整合方式。同时，港口整合步伐逐步由沿海向内河加快推进，随着长三角一体化上升为国家战略，长江沿岸港航一体化发展亦成为内河港口整合趋势。

未来几年，绿色智慧港口建设仍将作为港口企业发展的重点之一，其相应投入或将增加港口企业运营成本。港口资源的整合、并购重组仍将是港口行业的重要发展趋势，省内港口资源将逐步统一，相邻区域港口资源将协同发展，但其实际效果将随整合过程的推进逐步显现，同时是否能提高港口的整体经营效率和盈利能力有待检验。

公司国内母港位于珠三角地区，腹地经济和进出口贸易发达，且稳步发展；但珠三角地区港口分布密集，货源竞争较为激烈

国内港口方面，公司国内母港位于深圳西部，属于珠三角地区。深圳港货物以集装箱为主，兼营化肥、粮食、饲料、糖、钢材、水泥、木材、砂石、石油、煤炭、矿石等。深圳港已开辟通往全球各地的国际集装箱班轮航线逾 200 条，是内地国际集装箱班轮航线最多、航班密度最高的港口之一，已成为全球航运举足轻重的中转站。

广东省为中国第一经济大省，在许多经济指标上都列全国各省第一位，而珠三角地区生产总值占全省的比重均在 80% 以上，经济实力雄厚。发达的经济腹地和外向型经济特点，为公司深圳西部港区的发展提供了有力的外部空间，但是近年受区域产业转移等因素影响，2020 年广东省进出口总额连续第二年为负增长，2020 年深圳市进出口总额较 2019 年虽略有增长但增速已经大幅下降，对区域内港口吞吐量增速产生一定不利影响。

表 5：2018~2020 年广东省、珠三角地区和深圳市经济概况（亿元）

	2018			2019			2020		
	广东省	珠三角地区	深圳市	广东省	珠三角地区	深圳市	广东省	珠三角地区	深圳市
地区生产总值	92,277.8	81,048.5	24,222.0	107,671.1	86,899.1	26,927.1	110,760.9	89,523.9	27,670.2
地区生产总值增速	6.8%	6.9%	7.6%	6.2%	6.4%	6.7%	2.3%	2.4%	3.1%
货物进出口总额	71,618.4	--	29,983.7	71,436.8	--	29,773.9	70,844.8	--	30,502.5
货物进出口总额同比增速	5.1%	--	7.0%	-0.2%	--	-0.6%	-0.9%	--	2.4%

资料来源：2018~2020 年广东省及深圳市国民经济和社会发展统计公报（2020 年深圳市统计公报未披露，数据来自深圳市统计局），中诚信国际整理

目前，珠三角地区已经形成了以香港港为国际航运中心，深圳港和广州港为外贸集装箱干线港，珠海、中山、虎门、惠州港等为支线或喂给港的港口集装箱运输格局，港口分布密集，货源竞争较为激烈。

公司国内母港与同处珠三角的深圳市盐田港集团有限公司（以下简称“盐田港集团”）存在竞争关系，两港在集装箱货源上有所重叠，但在航线挂靠方面有所差异，目前双方集装箱业务竞争格局稳定。而公司深圳西部港区除集装箱业务外，辅以粮食、化肥等散杂货业务，在散杂货业务将更具竞争优势。

此外，深圳港和广州港无论在腹地范围、主要货种和集疏运体系中，具有较高的重合度，竞争较为激烈，特别是南沙港区的快速发展，近年竞争进一步加剧。若未来广东省港口整合有所进展，则珠三角区域港口竞争态势或将有所缓和。

得益于新收购项目及海外项目的增长，2020 年公司集装箱吞吐量有所增加，但受国际贸易摩擦、货源结构调整及新冠疫情的影响，同期公司散杂货吞吐量有所下滑

截至 2020 年末，公司港口业务分布于全球 26 个国家，其中公司主要经营深圳西部港区及东莞麻涌 24 个集装箱泊位和 18 个散杂货泊位；汕头港 9 个集装箱泊位，2 个散杂货泊位，10 个件杂货泊位，1 个煤炭专用泊位；湛江港 2 个集装箱泊位，33 个散货泊位；顺德港 4 个多功能泊位；漳州港 2 个集装箱泊位、6 个散货泊位；宁波大榭 4 个集装箱泊位；斯里兰卡 CICT 4 个集装箱泊位、HIPG 4 个多功能泊位、2 个油品泊位和 4 个集装箱泊位；多哥 LCT 3 个集装箱泊位；巴西 TCP 4 个集装箱泊位。同时参股上海、天津等集装箱枢纽港，并成功布局南亚、非洲、欧洲、南美洲及大洋洲等地港口。

2020 年末公司完成集装箱吞吐量（含参股）12,171.00 万 TEU，同比增长 7.77%，其中海外集装箱吞吐量的增幅较大，主要系 TL 新收购的 8 个码头计入统计以及多哥 LCT、巴西 TCP 业务增长等因素所致。公司散杂货吞吐量贡献主要来自内地港口，公司内地港口散杂货吞吐量（含参股）同比下降 7.1%，其中上港集团散杂货吞吐量降幅明显，主要系受到新冠疫情及货源结构调整等因素影响；其他地区散杂货吞吐量（含参股）同比下降 7.2%，系吉布提 PDSA 和土耳其 Kumport 吞吐量下降所致。

表 6：2018~2020 年公司吞吐量情况

	2018	2019	2020
集装箱吞吐量（万 TEU）	10,973.00	11,293.00	12,171.00
其中：内地	8,139.00	8,488.00	8,576.00
港台	767.00	721.00	716.00
海外	2,066.00	2,084.00	2,878
散杂货吞吐量（亿吨）	5.40	4.90	4.50
其中：内地	5.30	4.80	4.48
其他地区	0.050	0.063	0.058

注：1、合计数与各分项加总值略有差异系四舍五入所致。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

国内港口业务

目前公司控股的港口码头主要分布在珠三角地区、漳州港、汕头港、湛江港和香港港。同时，

公司还通过参股方式参与国内多个大型港口的经营，主要包括长三角地区的上海港、宁波港，环渤海地区的大连港、青岛港、天津港，珠江内河货运码头、香港现代货箱码头和台湾高明货柜码头。

表 7：2018~2020 年末公司国内及港台地区集装箱、散杂货吞吐量情况（万 TEU、万吨）

区域及港口公司			2018	2019	2020
集装箱					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	1,135	1,142	1,184
		颐德港	22	30	43
	参股	珠江货运	117	109	106
东南地区	控股	漳州招商局码头	46	42	32
		汕头港招商局港口	129	134	159
粤西南地区	控股	湛江港	98	111	122
港台地区	控股	招商货柜	593	557	556
	参股	现代货箱码头			
		台湾高明货柜	175	164	160
长三角地区	参股	上港集团	4,201	4,330	4,350
	控股	宁波大榭	316	329	332
环渤海地区	参股	天津港集装箱	272	447	787
		青岛集装箱	693	792	810
		大连港	1,111	1,022	654
合计			8,907	9,209	9,295
散杂货					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	1,803	1,300	1,807
		东莞麻涌	1,323	1,227	1,548
		颐德港	145	226	395
	参股	珠江货运	247	353	308
东南地区	控股	漳州招商局码头	1,432	814	633
		汕头港招商局港口	923	709	314
		漳州招商局厦门	--	27	65
粤西南地区	控股	湛江港	9,187	9,117	9,087
长三角地区	参股	上港集团	15,033	11,515	7,565
环渤海地区	参股	青岛西港联合	1,554	1,559	1,629
		青岛董家口	5,736	5,990	6,315
		大连港	13,537	13,204	13,124
		莱州港务	2,275	2,272	2,056
合计			53,195	48,313	44,846

注：1、合计数与各分项加总值略有差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

控股港口

公司主要经营深圳西部的赤湾港、妈湾港和蛇口港的部分码头和珠江沿岸的内河码头。截至 2020 年末，公司深圳西部港区共拥有经营性泊位 30 个，其中散杂货泊位 6 个，集装箱泊位 24 个。目前公司深圳西部港口吞吐货物以外贸集装箱业务为主，辅以粮食、化肥等散杂货业务。2020 年深圳西部港

口散杂货吞吐量反弹到 2018 年同期水平，主要是受到养殖业的复苏和中美第一阶段贸易协议签署的影响。从吞吐量来看，公司深圳西部港区受国际贸易形势、货种结构变化以及海星码头升级改造等因素影响，吞吐量呈现上升态势。

在珠三角地区，除了深圳西部母港外，公司还包括控股码头东莞麻涌码头和广东颐德港口等。其

中，截至 2020 年末，东莞麻涌码头完成散杂货吞吐量 1,548 万吨，同比增加 26.2%，主要系区域进口粮饲规模显著增加。受益于外贸业务稳步增长和新航线的开拓以及码头产能得到进一步释放，2020 年广东颐德港口完成集装箱吞吐量 43 万吨，同比增长 44.1%；完成散杂货吞吐量 395 万吨，同比增长 74.4%。

在东南沿海地区，公司控股漳州招商局码头和汕头招商局港口。截至 2020 年末，漳州招商局码头拥有经营性泊位 8 个，包括散杂货泊位 6 个，集装箱泊位 2 个；2020 年以来，受环保政策及新冠疫情等因素影响，漳州招商局码头集装箱和散杂货吞吐量延续前期下滑趋势。由于煤炭业务受“散改集”和本地需求量下降影响，砂石业务拓展受环保政策制约以及老港区腾退等影响，2020 年汕头招商局港口散杂货吞吐量同比下降 55.7%。

在粤西南沿海地区的湛江港集团是中国大陆通往东南亚、非洲、欧洲和大洋洲海上航程最短的港口。截至 2020 年末，湛江港集团拥有 35 个泊位，包含集装箱、铁矿石、煤炭等专用泊位，最大靠泊能力 40 万吨。得益于南北内贸精品航线建设，以及区域水水中转和冷链业务拓展，2020 年湛江港集团集装箱吞吐量稳中有升。

长三角地区，公司控股的宁波大榭招商国际码头有限公司（以下简称“宁波大榭”）港区位于浙江省宁波市东部，码头地理位置优越，是国内外航商进入中国长三角及长江沿岸地区的重要交通枢纽，也是国内货物进出境的最佳入海点。2020 年，宁波大榭完成集装箱吞吐量 332 万 TEU，同比增长 0.9%。

参股港口

公司在长三角地区参股的港口运营商包括上港集团和宁波舟山港股份。上港集团是上海港主要的港口运营商，截至 2020 年末，公司持有上港集团 26.77% 的股份，是其第二大股东。集装箱吞吐量方面，近年来由于贸易形势好转、航运公司重组带来的航线增加，加之洋山四期码头投运产能释放，吞

吐量持续增长，其中 2020 年完成集装箱吞吐量 4,350 万 TEU，同比增长 0.5%。散杂货方面，近年来由于上港集团对散杂货货源结构进行调整及受新冠疫情的影响，吞吐量连续下滑，其中 2020 年散杂货吞吐量为 7,565 万吨，同比下降 34.3%。受益于上港集团经营状况良好，公司相应股权获取持续稳定投资收益，2020 年公司确认相应股权投资收益 22.35 亿元。

公司在环渤海地区参股的港口运营商包括大连港股份、青岛前湾集装箱码头、青岛前湾联合码头、青岛董家口矿石码头和天津港集装箱码头。

2020 年，受疫情及业务结构调整影响，大连港股份完成集装箱吞吐量 654 万 TEU，同比下降 36.0%；完成散杂货 1.31 亿吨，同比下降 0.6%。同期，受益于新增外贸及内贸航线带来的箱量增长，青岛前湾集装箱码头完成集装箱吞吐量 810 万 TEU，同比增长 2.2%；青岛前湾西港联合码头完成散杂货吞吐量 1,629 万吨，同比增长 4.5%；受国内铁矿石需求回升使外贸铁矿石业务量增长，董家口矿石码头完成散杂货吞吐量 6,315 万吨，同比增长 5.4%。天津港方面，截至 2020 年末，天津五洲集装箱码头及天津集装箱码头共完成集装箱吞吐量 787 万 TEU，公司在天津项目的业务量同比增长 75.8%。

此外，公司国内参股台湾高雄港的高明货柜码头公司，公司共有集装箱专用泊位 4 个，集装箱设计通过能力达 330 万 TEU，码头水深-16.5 公尺，为高雄港少数可靠泊万 TEU 级以上货柜轮之码头。2020 年，台湾高雄的高明货柜码头共完成集装箱吞吐量 160 万 TEU，同比下降 2.2%。

海外港口业务

目前公司直接投资的海外项目主要分布在“一带一路”沿线，包括斯里兰卡的 CICT 和 HIPG、吉布提的 PDSA 项目，此外公司直接投资的尼日利亚的 TICT 和多哥的 LCT 虽然不在“一带一路”沿线，但项目所在的拉各斯港和多哥是西非最重要的港口。目前公司海外码头经营的货种主要为集装箱。

近年来，公司海外集装箱吞吐量（含参股）基本平稳，为公司港口经营业绩增长带来有益补充。

表 8：2018~2020 年公司海外集装箱业务情况（万 TEU）

区域及港口公司			2018	2019	2020
多哥	控股	洛美/LCT	105	113	136
斯里兰卡	控股	科伦坡/CICT	268	288	293
尼日利亚	参股	拉各斯/TICT	48	47	30
吉布提	参股	吉布提/PDSA	86	92	86
土耳其	参股	伊斯坦布尔/Kumport	126	128	122
法国	参股	Terminal Link	1,364	1,325	2,113
巴西	控股	巴拉那瓜/TCP	69	92	98
合计			2,066	2,084	2,878

注：1、因四舍五入，分项之和与合计项存在尾数差；2、TCP 2018 年集装箱吞吐量为 3~12 月吞吐量。

资料来源：公司提供

控股码头方面，公司海外项目包括洛美的 LCT、斯里兰卡的 CICT 和 HIPG 以及巴西的 TCP 项目。截至 2020 年末，CICT 运营 4 个集装箱泊位，吞吐量为 293 万 TEU，岸线长度 1,200 米，泊位最大水深-18 米，设计年吞吐能力 240 万 TEU。随着泊位的建成投产，近年来 CICT 集装箱吞吐量实现了快速增长。同期末，LCT 运营 3 个集装箱泊位，岸线长度 870 米，泊位最大水深-16.5 米，设计年吞吐能力 220 万 TEU。此外，TCP 已于 2018 年 2 月正式交割，受益于本地农产品及肉制品贸易的增长，TCP 2020 年集装箱吞吐量较上年全年增长 7.4%。

参股码头方面，公司与法国达飞海运集团（CMA CGM）签署股份购买协议收购达飞海运旗下原全资子公司 Terminal Link 49% 的股权。2019 年 12 月，公司通过 Terminal Link 收购达飞海运集团位于东南亚、南亚、欧洲、加勒比海等地 10 个优质码头股权的交易事项，截至 2020 年末，公司已完成其中 8 个码头的交割手续。由于新增码头业务量参与统计，因此 2020 年 TL 的集装箱吞吐量也大幅上涨 59.4%。

此外，公司与中远太平洋有限公司、中投海外直接投资有限责任公司组成联合体，成功收购了土耳其伊斯坦布尔 Kumport 集装箱码头 65% 的股权。

Kumport 目前运营 3 个集装箱泊位和 3 个散杂货泊位，集装箱吞吐能力为 210 万 TEU。

总体来看，跟踪期内公司集装箱和散杂货业务发展稳定，在港口行业整体下行的背景下，公司国内项目吞吐量的增长拉动了整体吞吐量的增长。但中诚信国际关注到全球经济贸易形势不稳定及国内港口业务投资已饱和的现状为公司经营收入的维持和未来业务的拓展提出了挑战；同时，海外扩张将给公司带来较大的资本支出压力，海外港口控制和管理能力也面临一定压力。

未来公司港口投资仍有一定资金压力，公司将继续推动国内深西母港成为世界一流强港，以及海外南亚区域性强港建设

在建工程方面，截至 2020 年末，公司在建港口项目计划总投资 113.02 亿元，已完成投资 44.93 亿元，资金来源主要为自有资金及贷款，未来仍存在一定的资金需求。

国内深西母港方面，公司将积极推进泊位升级、岸桥加高及航道疏浚等重大项目，解决深西港区发展瓶颈问题；海外母港建设方面，发挥 CICT 与 HIPG 的协同优势，努力构建以斯里兰卡为中心的南亚港口网络。

表 9：截至 2020 年末公司主要在建港口项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	2020 年末累计投资额	资金来源	工程进度
海星码头 1#~4#泊位改造工程水工工程	28.51	15.44	自有资金及贷款	54.16%
HIPG 集装箱、油码头及罐区改造工程	26.40	9.87	自有资金及贷款	56.00%
麻涌港区 2#、3#泊位散粮仓库三期工程	6.20	4.87	自有资金及贷款	78.56%

湛江港霞山港区通用码头工程	7.38	4.65	自有资金及贷款	62.98%
湛江港东海岛港区杂货码头工程	9.05	3.67	自有资金及贷款	40.49%
湛江港石化部旧罐区改造一期工程	2.18	1.82	自有资金及贷款	83.56%
湛江港宝满港区集装箱码头一期扩建工程	24.13	1.56	自有资金及贷款	6.57%
湛江港宝满港区拆装箱服务区一期工程	6.07	1.37	自有资金及贷款	22.60%
汕头港广澳起步工程	1.20	0.99	自有资金	82.70%
湛江港散货码头 16#堆场改造工程	1.90	0.69	自有资金及贷款	36.24%
合计	113.02	44.93	--	--

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司国内、海外战略的实施有助于发挥世界一流港口服务商的品牌与资源优势，发挥港口网络与资源协同效应，但中诚信国际也关注到海外扩张伴随的资本支出压力和管理难度增加给公司业务扩展带来的影响，未来整合效果是否达预期，仍待实践检验。

公司物流服务业务稳定发展，积极向保税港区和综合海运物流服务转型

保税物流方面，公司主要保税港区包括深圳前海湾保税港区、青岛保税港区及天津保税港区。目前公司物流业务主要由子公司深圳招商局保税物流有限公司（以下简称“招商保税”）、招商局国际码头（青岛）有限公司（以下简称“招商国际青岛”）和联营公司天津海天保税物流有限公司（以下简称“海天保税”）运营。2020 年公司保税物流业务实现收入 4.17 亿元，较上年略有增加。

招商保税以深圳西部港区为主要基地，全面负责深圳前海湾保税港区园区的规划、建设和运营，向客户提供保税物流、冷链物流及海铁联运等专业物流服务。深圳前海湾保税港区规划总面积 3.71 平方公里、首期围网面积 1.18 平方公里，由港口作业区、保税物流园区组成。招商保税位于保税物流园区内，占地 53 万平方米，共有 6 个仓库，仓储总面积 72.9 万平方米。招商国际青岛主要负责青岛保税物流园区整体开发及运营，该物流园区位于青岛前海湾保税港区一期，占地 100 万平方米。目前已建成 1#、2#、3#、4#、5#、10# 六座高端立体仓库，合计仓库面积近 11 万平方米，集装箱堆场约 30 万平方米，在建堆场 25 万平方米，截至 2020 年末，平均仓库利用率达 93%。招商国际青岛充分利用资源

开展自营业务，仓库利用率达 100%。联营公司海天保税仓库利用率达 62%。另一方面，公司积极拓展海外项目以均衡业务布局，公司在吉布提投资建设的保税仓于 2019 年初正式运营，截至 2020 年末仓库利用率为 33%。

此外，截至 2020 年末，公司在香港的三大航空货运站货物处理总量为 382 万吨，较上年同期有小幅下降。公司参股的亚洲空运中心有限公司共完成货物处理量 76.8 万吨，其市场份额为 20.1%，较上年减少 1.1 个百分点。

财务分析

以下分析基于经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制。其中 2018 年使用经重述的 2019 年期初数据，2019 年、2020 年及 2021 年一季度数据使用当期期末数据。

跟踪期内公司收入规模随合并范围增加及港口业务发展持续提升，毛利率小幅提升，投资收益对利润贡献较大，公司整体盈利能力较强

跟踪期内，随着公司收购项目的增加以及港口业务的良好发展，公司港口吞吐量较上年有所增长，带动公司营业总收入水平提升。由于港口业务收入占公司营业总收入的 90% 以上，故公司营业毛利率随着港口业务毛利率的波动而波动，公司毛利率的波动主要是新增并表子公司导致的营业收入和营业成本波动所致。2021 年一季度，公司实现营业总收入 35.74 亿元，营业毛利率为 43.83%。

表 10：近年来公司营业收入及毛利率情况（亿元）

业务板块	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
港口业务	91.85	42.26%	115.47	37.77%	120.48	38.52%
保税物流	3.86	44.47%	4.11	41.61%	4.17	41.22%
其他业务	1.33	-67.01%	1.65	-34.88%	1.53	-44.23%
合计	97.03	40.85%	121.24	36.91%	126.19	37.60%

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。因利率下降及汇率变动产生汇兑收益综合影响，2020 年公司的财务费用为 12.33 亿元，同比下降 36.33%，期间费用率也因此呈下降态势。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2020 年公司经营性业务利润同比增长 9.3 亿元，主要因当年融资成本下降以及汇兑收益增加导致的财务费用的大幅下降，从而经营性业务利润大幅增长。2020 年公司获得投资收益 49.06 亿元，主要为上港集团的长期股权投资收益 22.35 亿元及与宁波大榭其他股东签署的合作协议后拥有对宁波大榭控制权，导致原持有股权按公允价值进行重新计量而产生的收益 7.54 亿元。此外，2020 年公司资产处置收益为 14.89 亿元，主要得益于子公司汕头招商局港口交回土地获得的土地补偿金等。2020 年公司公允价值变动收益为-4.12 亿元，主要系公司持有的巴西 TCP 码头特许经营权的公允价值变动所致。2021 年一季度，投资收益为 10.41 亿元，较上年同期增加 57.68%，主要系联合营公司利润同比增加。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	30.17	35.70	29.74	7.97
期间费用率	31.10%	29.44%	23.57%	22.29%
经营性业务利润	7.67	8.95	18.25	7.55
公允价值变动收益	-10.74	0.66	-4.12	-1.68
投资收益	39.68	46.19	49.06	10.41
营业外损益	-0.58	4.83	0.03	0.02
资产处置收益	0.19	47.95	14.89	0.13
利润总额	36.14	108.07	68.01	16.39
EBIT	52.48	128.97	87.51	--
EBITDA	72.76	157.62	117.63	--
EBITDA 利润率	74.99%	130.01%	93.22%	--

总资产收益率	4.42%	9.06%	5.38%	--
--------	-------	-------	-------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产仍以参、控股港口和码头资产为主，随合并范围和业务规模的扩大，资产和负债规模均持续增长；债务规模虽小幅增加，但整体财务结构较为稳健

资产方面，近年来公司资产规模不断增长，资产结构较为稳定，以长期股权投资、固定资产、无形资产及商誉等非流动资产为主。其中长期股权投资主要为对港口、码头等企业的投资，2020 年末公司长期股权投资共增加 83.15 亿元，主要系收购达飞 8 个码头、参股设立招商局东北亚开发投资有限公司（以下简称“招商局东北亚”）及并表宁波大榭所致。与公司港口运营主业相一致，公司的固定资产主要为港口、码头、泊位、堆场等相关资产，近年来公司的固定资产呈上涨趋势，2021 年一季度略有下降；无形资产和使用权资产主要为港区土地使用权和码头经营权等，近年来均随折旧和摊销而减少。公司商誉主要为公司收购、重组及同一控制下的企业合并等而形成的商誉，2020 年公司商誉发生减值，主要系汕头港计提商誉减值及外币报表折算影响所致。流动资产方面，近年来公司货币资金规模逐年上升，其中 2020 年末货币资金较 2019 年同期大幅上升，主要因筹集 2021 年待支付的项目款及年初偿还的银行借款所致。截至 2020 年末，公司货币资金中的受限资金为 0.12 亿元。

负债方面，公司有息负债比重较高且多为非流动负债，近年来公司非流动负债占比基本保持在 60% 以上。公司长期借款包括信用借款、保证借款和抵押借款，截至 2020 年末，公司长期借款较 2019 年末增加 10.92 亿元，主要系公司新增 2 亿美元长期

借款用于偿还到期应付债券所致。公司短期借款增长迅速，主要系短期银行借款利率较低以及增加流动性所致，截至 2020 年末，公司短期借款 104.84 亿元，较 2019 年末增加 10.45 亿元，主要系公司支付 CMA 项目款新增过桥贷款所致。截至 2021 年 3 月末，短期借款较 2020 年末减少 42.08 亿元，主要系偿还财务公司到期借款所致。

所有者权益方面，得益于合并范围增加以及利润的累积，公司所有者权益规模较上年有所增加。随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，公司少数股东权益大幅增长，且在所有者权益中占比较大，截至 2020 年末，公司少数股东权益为 685.59 亿元，公司所有者权益稳定性有待关注。

债务方面，公司债务以长期债务为主，截至 2020 年末，短期债务占比为 35.30%。同期末，公司资产负债率和总资本化比率较上年末小幅下降，整体财务杠杆水平较低，财务政策较为稳健。

表 12：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	1,280.18	1,566.97	1,685.44	1,662.26
货币资金	70.77	77.35	117.91	101.60
长期股权投资	501.77	579.17	662.32	667.79
固定资产	229.94	275.20	294.72	289.88
使用权资产	--	96.33	90.87	90.23
在建工程	54.99	63.34	53.81	55.22
无形资产	207.61	196.94	187.66	182.50
商誉	83.36	80.24	66.76	64.80
总负债	476.01	617.07	628.67	587.45
短期借款	34.27	94.39	104.84	62.76
一年内到期的非流动负债	28.97	61.04	35.64	34.43
其他应付款	16.90	22.24	24.57	20.04
长期借款	69.71	63.14	74.06	74.81
应付债券	220.97	209.31	210.91	210.78
递延所得税负债	29.11	39.62	43.48	44.34
其他非流动负债	37.78	32.55	29.82	29.66
所有者权益合计	804.17	949.90	1,056.77	1,074.82
实收资本	17.93	19.22	19.22	19.22
资本公积	194.27	222.96	228.05	231.06
未分配利润	89.16	114.67	123.16	128.62
少数股东权益	496.56	590.17	685.59	696.13
总债务	356.00	452.24	460.95	425.80
短期债务/总债务	18.34	36.11	35.30	29.91
资产负债率	37.18	39.38	37.30	35.34

总资本化比率	30.68	32.25	30.37	28.38
--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营收现情况较好，投资及筹资活动现金流呈现一定波动；货币资金较为充足，公司偿债压力相对可控

公司收现情况较好，跟踪期内经营活动获现能力整体稳定，2020 年公司投资活动净现金流呈大幅净流出状态，主要为因收购海外码头所支付 TL 的 4.68 亿美元强制性可转换债，参股设立招商局东北亚、招商物流，以及增持宁波舟山港股份等事项。筹资活动现金流方面，公司主要通过银行借款和发行债券进行融资，筹资活动净现金流规模随着公司融资力度不同而呈现波动。

到期债务方面，截至 2021 年 3 月末，公司短期债务规模为 127.34 亿元，考虑到公司货币资金较为充足，公司短期内偿债压力可控。偿债指标方面，由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快，经营活动净现金流、FFO 和 EBITDA 对公司债务的保障能力较弱，但均能够有效覆盖利息支出。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
收现比	0.99	1.01	1.01	0.91
经营活动净现金流	42.89	55.02	54.96	8.81
投资活动净现金流	-151.49	-19.37	-68.93	12.57
筹资活动净现金流	88.75	-12.34	53.94	-38.94
经营活动净现金流/总债务	0.12	0.12	0.12	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	2.56	2.59	2.73	--
总债务/EBITDA	4.89	2.87	3.92	--
EBITDA 利息覆盖系数	4.35	7.42	5.84	--
FFO	41.29	40.85	48.50	--
FFO/总债务	0.12	0.09	0.11	--
FFO 利息覆盖倍数	2.47	1.92	2.41	--
货币资金/短期债务	1.08	0.47	0.72	0.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司银行授信充足，融资渠道较为通畅；公司对外担保、对外诉讼形成的或有负债和受限资产比例均较低

截至 2020 年末，公司从主要合作银行获得的综合授信额度折合人民币 1,009.17 亿元，尚未使用

银行授信额度折合人民币 467.98 亿元，公司备用流动性良好。同时，公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，具有很强的外部融资能力。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 31.02 亿元，主要为用于银行借款抵押的股权及权益、无形资产、固定资产、在建工程及货币资金中的保证金，受限资产占当期末总资产的 1.84%，受限比例较低。

截至 2020 年末，公司对关联方借款担保共计 1.84 亿元，被担保对象主要为联营企业 Terminal Link SAS 以及关联企业高兰巴多自贸区有限公司，担保金额占当期末所有者权益的 0.17%。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司子公司 TCP 由于与巴西当地税务机构、雇员或者前雇员之间的未决诉讼而导致的重大或有负债，根据外聘律师的专业意见及公司管理层的最新估计，可能的赔偿金额为人民币 213,109,668.45 元，但不大可能导致经济利益流出企业，因此，由于上述未决诉讼导致的或有负债并未确认预计负债。以公司为受益人的反补偿将由出售 TCP 股份的原 TCP 股东执行，根据该反补偿协议，原 TCP 股东需就上述或有负债向公司作出补偿，补偿金额不超过预先确定的金额和指定的期间。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 3 月 12 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

股东背景实力雄厚，为公司国内外业务拓展提供有力支持

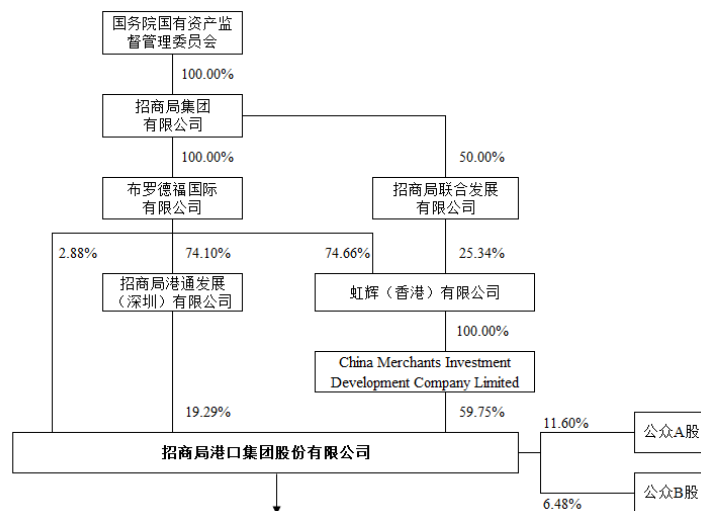
公司是招商局集团港口资产一级资本运作和管理平台。招商局集团是国务院国资委直接管理的国家驻港大型企业集团，是一家业务多元化的综合企业，主要业务集中于交通、金融、房地产三大核

心产业，聚焦于基础设施与装备制造、物流航运、综合金融、城市与园区综合开发四大板块。同时，招商局集团是国家“一带一路”倡议的重要参与者与推动者。招商局集团已初步形成较为完善的海外港口、物流、金融和园区网络。招商局集团强大的股东背景、丰富的国内外资源和多元化的业务布局，有利于公司在国内外业务的发展。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持招商局港口集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 招港 01”的债项信用等级为 **AAA**。

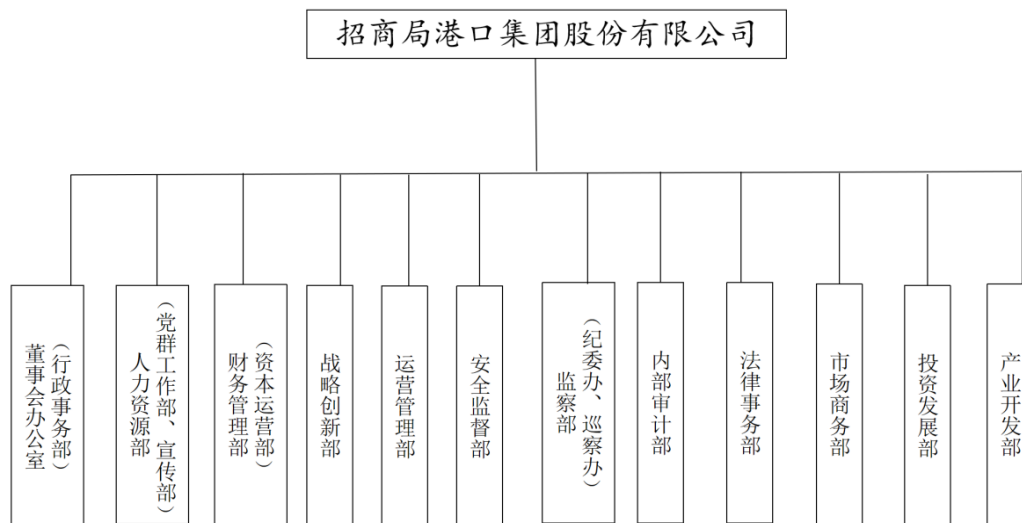
附一：招商局港口集团股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年末)



公司名称	主要经营地	注册地	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
深圳赤湾国际货运代理有限公司	中国深圳	中国深圳	100.00	-	投资设立
赤湾港航(香港)有限公司	中国香港	中国香港	100.00	-	投资设立
东莞深赤湾港务有限公司	中国东莞	中国东莞	85.00	-	投资设立
东莞深赤湾码头有限公司	中国东莞	中国东莞	100.00	-	投资设立
深圳赤湾港集装箱有限公司	中国深圳	中国深圳	100.00	-	同一控制下企业合并
深圳赤湾港口发展有限公司	中国深圳	中国深圳	100.00	-	同一控制下企业合并
赤湾集装箱码头有限公司	中国深圳	中国深圳	55.00	20.00	同一控制下企业合并
深圳赤湾拖轮有限公司	中国深圳	中国深圳	100.00	-	同一控制下企业合并
赤湾海运(香港)有限公司	中国香港	中国香港	100.00	-	同一控制下企业合并
招商局港口控股有限公司(注 1)	中国香港	中国香港	40.91	-	同一控制下企业合并
招商局保税物流有限公司	中国深圳	中国深圳	40.00	60.00	同一控制下企业合并
招商局国际信息技术有限公司	中国深圳	中国深圳	23.16	76.84	同一控制下企业合并
招商局国际(中国)投资有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
青岛港招商局国际集装箱码头有限公司	中国青岛	中国青岛	-	100.00	同一控制下企业合并
招商局货柜服务有限公司	中国香港	中国香港	-	100.00	同一控制下企业合并
招商港务(深圳)有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳海勤工程管理有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
安通捷码头仓储服务(深圳)有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
安通捷码头仓储服务(深圳)有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
招商局国际码头(青岛)有限公司	中国青岛	中国青岛	-	90.10	同一控制下企业合并
Colombo International Container Terminals Limited	斯里兰卡	斯里兰卡	-	85.00	同一控制下企业合并
深圳妈湾港务有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳妈港仓码有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳妈湾港航有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
漳州招商局拖轮有限公司	中国漳州	中国漳州	-	100.00	同一控制下企业合并
漳州招商局码头有限公司	中国漳州	中国漳州	-	60.00	同一控制下企业合并
漳州招商局厦门湾港务有限公司(注 2)	中国漳州	中国漳州	-	31.00	同一控制下企业合并
蛇口集装箱码头有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳联运捷集装箱码头有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
安迅捷集装箱码头(深圳)有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
安迅捷码头仓储服务(深圳)有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳海星港口发展有限公司	中国深圳	中国深圳	-	67.00	同一控制下企业合并
深圳联用通码头有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并

广东颐德港口有限公司	中国佛山	中国佛山	-	51.00	同一控制下企业合并
Mega Shekou Container Terminals Limited	英属维尔京群岛	英属维尔京群岛	-	80.00	同一控制下企业合并
Thesar Maritime Limited	塞浦路斯	塞浦路斯	-	100.00	同一控制下企业合并
Lomé Container Terminal S.A.	多哥共和国	多哥共和国	-	100.00	同一控制下企业合并
Hambantota International Port Group (private) Limited	斯里兰卡	斯里兰卡	-	85.00	同一控制下企业合并
汕头招商局港口集团有限公司	中国汕头	中国汕头	-	60.00	同一控制下企业合并
深圳金域融泰投资发展有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
深圳市招商前海湾置业有限公司	中国深圳	中国深圳	-	100.00	同一控制下企业合并
聚众智投资（深圳）有限公司	中国深圳	中国深圳	-	75.00	同一控制下企业合并
深圳联达拖轮有限公司	中国深圳	中国深圳	-	60.29	同一控制下企业合并
漳州中理外轮理货有限公司	中国漳州	中国漳州	-	84.00	同一控制下企业合并
China Merchants Holdings (Djibouti) FZE	吉布提	吉布提	-	100.00	同一控制下企业合并
Xinda Resources Limited	英属维尔京群岛	英属维尔京群岛	-	77.45	同一控制下企业合并
Kong Rise Development Limited	中国香港	中国香港	-	100.00	同一控制下企业合并
TCP Participações S.A.	巴西	巴西	-	100.00	非同一控制下企业合并
Direcet Achieve Investments Limited	中国香港	中国香港	-	100.00	同一控制下企业合并
招商局港口（舟山）滚装物流有限公司	中国舟山	中国舟山	51.00	-	资产购买
深圳海星物流发展有限公司	中国深圳	中国深圳	-	67.00	资产购买
湛江港（集团）股份有限公司	中国湛江	中国湛江	3.42	54.93	非同一控制下企业合并
湛江港国际集装箱码头有限公司	中国湛江	中国湛江	-	80.00	非同一控制下企业合并
湛江港石化码头有限责任公司	中国湛江	中国湛江	-	50.00	非同一控制下企业合并
湛江中理外轮理货有限公司	中国湛江	中国湛江	-	84.00	非同一控制下企业合并
湛江港东海岛散货码头有限公司	中国湛江	中国湛江	-	100.00	非同一控制下企业合并
广东湛江港保税服务有限公司	中国湛江	中国湛江	-	100.00	非同一控制下企业合并
广东湛江港物流有限公司	中国湛江	中国湛江	-	100.00	非同一控制下企业合并
湛江港海川贸易有限公司	中国湛江	中国湛江	-	100.00	非同一控制下企业合并
广东湛江港龙腾船务有限公司	中国湛江	中国湛江	-	70.00	非同一控制下企业合并
宁波大榭	中国宁波	中国宁波	-	45.00	非同一控制下企业合并
汕头市海港拖轮服务有限公司	中国汕头	中国汕头	-	100.00	投资设立

注：1、公司与 CMHK 签署《关于招商局港口控股有限公司之一致行动协议》，根据协议约定，CMHK 对于其受托行使的 22.64% 招商局港口控股的表决权，在招商局港口控股股东大会就审议事项进行表决时与本公司无条件保持一致，并以本公司的意见为准进行表决，加之 2019 年公司选择以股代息方式获取其所持招商局港口控股股份应享有的全部分红，故公司共计持有招商局港口控股 62.77% 表决权，能够对其实施控制。2、公司与招商局漳州开发区有限公司签订《股权托管协议》，协议约定，招商局漳州开发区有限公司将其持有厦门湾港务 29% 的股权委托给公司经营。故公司对厦门湾港务的表决权比例为 60%，将其纳入公司合并财务报表范围。



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

附二：招商局港口集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	707,739.69	773,494.82	1,179,142.47	1,016,014.36
应收账款	110,923.05	135,646.01	137,265.02	170,470.03
其他应收款	76,651.81	212,937.83	355,719.55	386,530.47
存货	10,856.73	16,398.02	21,136.65	21,818.42
长期投资	5,251,229.77	6,046,546.42	6,732,419.79	6,793,207.23
在建工程	549,942.61	633,414.14	538,143.06	552,216.83
无形资产	2,076,101.80	1,969,371.56	1,876,609.22	1,824,982.44
总资产	12,801,808.44	15,669,691.78	16,854,361.18	16,622,637.30
其他应付款	169,012.49	222,375.47	245,670.09	200,360.63
短期债务	653,068.64	1,633,224.09	1,627,080.05	1,273,417.15
长期债务	2,906,894.69	2,889,154.75	2,982,429.23	2,984,598.95
总债务	3,559,963.33	4,522,378.84	4,609,509.27	4,258,016.10
总负债	4,760,115.85	6,170,671.02	6,286,664.42	5,874,465.32
费用化利息支出	163,410.13	208,983.76	194,988.24	--
资本化利息支出	3,866.31	3,517.52	6,525.51	--
实收资本	179,341.24	192,236.51	192,236.51	192,236.51
少数股东权益	4,965,645.05	5,901,740.32	6,855,916.15	6,961,299.70
所有者权益合计	8,041,692.59	9,499,020.76	10,567,696.75	10,748,171.99
营业总收入	970,339.46	1,212,382.94	1,261,853.00	357,412.84
经营性业务利润	76,710.67	89,480.94	182,491.16	75,461.03
投资收益	396,782.81	461,917.38	490,597.54	104,103.63
净利润	288,591.48	816,691.73	552,556.81	137,367.72
EBIT	524,845.66	1,289,729.38	875,113.68	--
EBITDA	727,641.63	1,576,181.91	1,176,301.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金	958,148.14	1,229,453.00	1,270,174.04	326,456.91
收到其他与经营活动有关的现金	96,393.53	116,571.08	81,591.68	16,629.24
购买商品、接受劳务支付的现金	264,771.50	359,378.62	347,098.38	92,379.26
支付其他与经营活动有关的现金	104,437.39	80,969.96	75,196.98	17,903.91
吸收投资收到的现金	29,636.36	221,353.02	534,704.14	--
资本支出	243,708.06	351,554.07	272,859.80	76,200.75
经营活动产生现金净流量	428,857.54	550,187.34	549,580.09	88,094.02
投资活动产生现金净流量	-1,514,856.25	-193,699.07	-689,311.71	125,715.64
筹资活动产生现金净流量	887,519.93	-123,370.33	539,447.25	-389,404.99

财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	40.85	36.91	37.60	43.83
期间费用率(%)	31.10	29.44	23.57	22.29
应收类款项/总资产(%)	2.08	2.93	5.23	5.63
收现比(X)	0.99	1.01	1.01	0.91
总资产收益率(%)	4.42	9.06	5.38	--
资产负债率(%)	37.18	39.38	37.30	35.34
总资本化比率(%)	30.68	32.25	30.37	28.38
短期债务/总债务(X)	0.18	0.36	0.35	0.30
FFO/总债务(X)	0.12	0.09	0.11	--
FFO利息倍数(X)	2.47	1.92	2.41	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.56	2.59	2.73	--
总债务/EBITDA(X)	4.89	2.87	3.92	--
EBITDA/短期债务(X)	1.11	0.97	0.72	--
货币资金/短期债务(X)	1.08	0.47	0.72	0.80
EBITDA利息覆盖倍数(X)	4.35	7.42	5.84	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，2021年一季报未经审计；2、将公司各期其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将2019~2021年3月末租赁负债纳入长期债务核算；3、2021年一季报无利息支出数据和现金流量补充表，故将相关指标略去。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。