

逆周期政策加持下的2020

# 2020年信用风险展望系列报告

>>> 地方政府与公用事业篇

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



## 关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于 2005 年，注册资本为 1.25 亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以 20 多家分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

# 编委会

**编委会主任委员：**金永授

**编委会委员：**金永授 裴永刚 刚 猛 程春曙 俞春江 徐承远 郭永刚  
莫 琛 王 青 朱 林 张佳丽 高 路 苏 莉 张子范  
吴婷婷 张博源 谢延松

**主编：**俞春江

**撰稿：**（按姓氏拼音排序）

边 沁 曹洋洋 曹源源 常 征 楚 芸 丛晓莉 杜梅一 范新悦  
冯 琳 葛新景 谷建伟 郭妍芳 郭哲彪 何 冲 何 阳 贺 畅  
侯艳华 贾秋慧 蒋玉琴 金炫杰 康 敏 劳梦妃 李柯莹 李 茜  
李 倩 李晓娜 李 燕 刘将云 刘伟岸 刘怡雯 龙 文 卢宏亮  
鲁金飞 罗 修 马丽雅 梅 佳 任志娟 汪 晴 王佳丽 王璐璐  
王 青 王 伟 王文华 谢 瑞 谢笑也 邢岳飞 熊晓梦依 杨伟彤  
于丽峰 张晨曦 张 伟 张 岳 赵 迪 赵一统 赵怡畅 周丽君

**责任编辑：**李瑞雪 娄雪宁 崔 蕾

**美编：**何 星

# 序言

为更好地服务于发行人和投资人，秉承“锐意创新、极致服务”的品牌理念，响应投资人和发行人新需求，东方金诚围绕“逆周期政策加持下的 2020”主题，精编 2020 年信用风险展望报告，以飨读者。

报告聚焦市场关注的信用风险特征与趋势、不同行业的风险展望及违约常态化下的信用风险管理等，为发行人和投资人捕捉信用风险新变化，提供独立、专业信用服务。

报告由四个系列组成，按照研究主题，分别为：系列 1- 宏观与债市篇，系列 2- 产业债篇，系列 3- 地方政府与公用事业篇，系列 4- 金融机构与资产证券化篇等四册。

扫描封底二维码，关注东方金诚官方微信，可获取各册报告电子版。

**东方金诚国际信用评估有限公司**

# 总目录

## 系列 1：宏观与债市篇

- 2020 年宏观经济展望
- 2020 年债券市场展望
- 2020 年大类资产配置展望
- 2020 年信用债违约回顾与展望
- 2020 年熊猫债市场展望
- 2020 年中资企业境外融资展望及策略建议

## 系列 2：产业债篇

- 2020 年房地产行业信用风险回顾与展望
- 2020 年建筑行业信用风险回顾与展望
- 2020 年煤炭行业信用风险回顾与展望
- 2020 年钢铁行业信用风险展望
- 2020 年有色金属行业信用风险回顾与展望
- 2020 年汽车制造行业信用风险展望
- 2020 年工程机械行业信用风险展望
- 2020 年重型机械行业信用风险展望
- 2020 年炼油行业信用风险展望
- 2020 年化纤行业信用风险展望
- 2020 年零售行业信用风险回顾与展望
- 2020 年家用电器行业信用风险展望
- 2020 年出版行业信用风险回顾与展望

## 系列 3：地方政府与公用事业篇

- 2020 年城投行业信用风险展望
- 2020 年高速公路行业信用风险回顾与展望
- 2020 年机场行业信用风险回顾与展望
- 2020 年港口行业信用风险回顾与展望
- 2020 年火电行业信用风险回顾与展望

## 系列 4：金融机构与资产证券化篇

- 2020 年商业银行信用风险回顾与展望
- 2020 年证券行业信用风险展望
- 2020 年人身险行业信用风险回顾与展望
- 2020 年债券担保机构信用风险展望
- 2020 年我国 RMBS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国融资租赁 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国应收账款和供应链 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国不动产 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 NPLS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 CLO 信用风险回顾与展望



## 系列 3：地方政府与公用事业篇

2020 年城投行业信用风险展望	07
2020 年高速公路行业信用风险回顾与展望	037
2020 年机场行业信用风险回顾与展望	051
2020 年港口行业信用风险回顾与展望	060
2020 年火电行业信用风险回顾与展望	070

## 2020 年城投行业信用风险展望

公用事业一部 周丽君      公用事业二部 赵迪

### 主要观点

- 2020 年宏观经济稳增长刚性显著增强，逆周期调节力度明显加大，预计城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。
- 多数省份经济增速或将保持平稳、财政运行有所改善，但吉林、广东、山东、陕西等省部分城市经济增速以及山东、吉林、黑龙江等省部分城市财政增速或仍将低速运行。
- 预计城投公司在 2020 年仍将获得较强的外部支持，但各企业间分化继续加大，部分产业投资类企业、区县及开发区城投所获外部支持存在较大的不确定性。
- 城投行业信用风险总体仍处于较低水平，但城投公司债务规模依然较大、部分地区再融资环境有所恶化，预计非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。
- 区域及城投公司间的信用分化仍将持续，重点关注几类城投企业偶发性违约的风险：第一，部分工业、旅游及金融产业投资公司等；第二，部分财政实力较弱、债务负担很重、区域内存在多家同类公司的区县及开发区级城投。

## 一、城投行业信用基本面

### （一）宏观环境及行业政策

2020 年稳增长刚性将显著增强，宏观政策逆周期调节力度明显加大

2019 年以来宏观经济下行压力进一步显现，2020 年作为实现十年 GDP 翻一番目标的收官之年，稳增长刚性将显著增强。与此同时，2020 年美国大选会给中美经贸谈判注入新的不确定因素，“边打边谈”状态有望延续；宏观政策逆周期调节力度会明显加大，MLF 利率有望下调 4 次、共计 40 个基点左右，并存在 2-3 次全面降准空间，财政赤字率将上调至 3.0%，新增专项债额度有望再扩大 1 万亿。

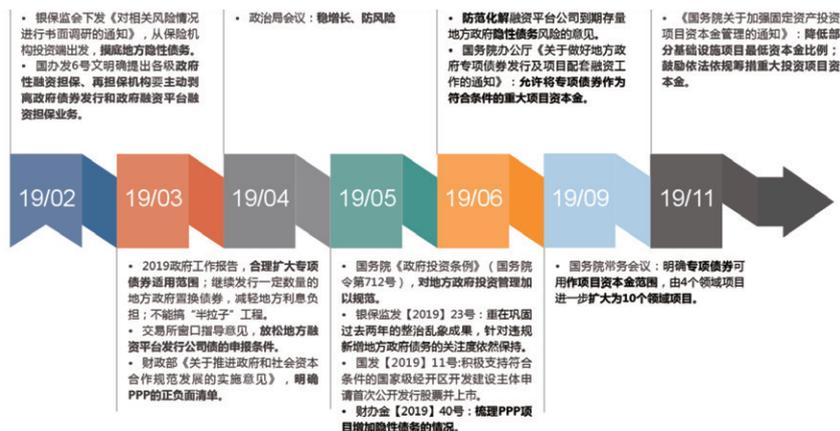
预计 2020 年 GDP 增速将为 6.0% 至 6.1%，与 2019 年基本持平。拉动经济增长的“三驾马车”将呈现“一升、一稳、一降”格局，其中基建投资提速将带动固定资产投资出现接近两位数增长。

“稳增长、防风险”主基调下，预计 2020 年城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2019 年是地方政府隐性债务化解首年，城投行业政策及再融资环境整体较为宽松，但中央不得新增隐性债务的红线仍未动摇。

3 月，政府工作报告明确“开正门”力度持续加大，使得城投企业基建融资压力得到一定缓解，同时定调妥善解决融资平台到期债务问题；此外交易所放松借新还旧债券发行要求亦较大程度缓解了城投企业公司债的到期及回售压力。5 月，《政府投资条例》等相继发布，城投行业政策收紧信号再现，防风险力度不减。下半年，稳增长需求边际上升，专项债及基建项目资本金新规陆续出台，包括专项债提速扩容以及项目资本金比例下调、来源拓宽等。

图表 1：城投行业 2019 年主要政策回顾



资料来源：公开资料，东方金诚整理

展望 2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，货币政策边际宽松方向不变，财政政策将重点向提振基建投资方向倾斜，预计城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

与此同时，如何在强化财政逆周期调节的同时避免地方政府隐性债务风险再度上升，亦将是 2020 年财政政策的一个重点所在。我们判断，2020 年对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制增量的主要方式；而在化解存量方面，预计将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

## (二) 地区经济

各省经济增速整体小幅下滑，但分化仍较明显，吉黑津增速垫底，云贵赣闽藏快速增长

2019年前三季度，大部分省份 GDP 增速低于 2018 年，这与中美贸易战、汽车制造业不景气、投资增速不达预期等因素有关。但在经济下行压力较大的背景下，少数省份的 GDP 增速好于 2018 年，包括天津、河北、重庆、内蒙古等 6 个地区；湖北、湖南两省的 GDP 增速同比持平，均为 7.8%。同期，经济增速最高的前 5 名包括贵州、云南、江西、福建、西藏，GDP 增幅仍保持 8.0% 以上；与之相对的是，吉林、黑龙江、天津 3 省增速垫底，均小于 5.0%。

从各省 2019 前三季度的经济增速与年初官方预期增速的对比看，新疆、河北、四川等 12 省经济增速好于预期。而对于吉林、陕西、海南等省份，由于当地支柱产业暂处于较为低迷的状态，其经济发展速度与年初预期差距较大。

图表 2：2019 年 31 个省级行政区经济增速表现（单位：亿元、%）



数据来源：各省人民政府官网、Wind，东方金诚整理

江浙粤等省领头城市经济表现亮眼，甘新藏青多数城市经济总量千亿以下；中部城市崛起势头正劲，东北城市增速较缓

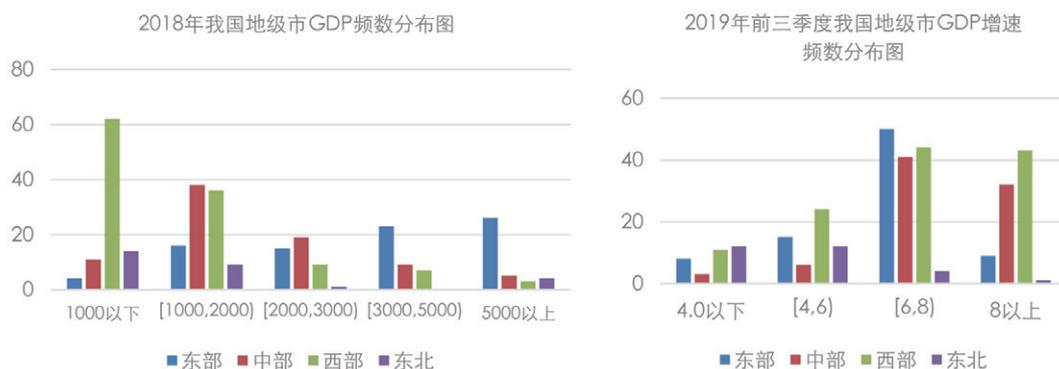
分城市<sup>1</sup>来看，自从城镇化建设大力推进以来，我国城市数量快速增加，但城市间经济总量差距显著并不断扩大。2019年11月末我国内地地级市数量共333个，东、中、西、东北各占26%、25%、39%、11%。2018年，GDP最高地级市为深圳市2.42万亿，中位数系三门峡市1528.12亿元，最大值与中位数的倍数由2014年的13.9倍提升为15.9倍。

GDP高于中位数城市主要分布在东、中部，包括长三角、长江中游、中原、山东半岛、海峡西岸城市群、珠三角及京津冀城市群多数城市，其中12个万亿城市分别为深圳、广州、苏州、成都、武汉、杭州、南京、青岛、无锡、长沙、宁波、郑州。GDP低于中位数城市主要分布在西部、东北，包括西部、东北及山西多数城市，皖赣半数城市及湘鄂豫末位城市，东部海南各市及粤浙靠后城市。

聚焦2019年前三季度，多数城市（超66%）经济增速高于全国，保持较快增长。GDP增速低于6%的城市主要分布为：1) 东北多数城市；2) 东部广东、山东部分城市；3) 西部集中在内蒙、甘肃、陕西、新疆等西北省份以及广西；4) 中部安徽淮北、淮南、铜陵以及山西吕梁、晋城、阳泉等少数资源型城市。

<sup>1</sup>指地级市，下同。

图表 3：我国地级市 GDP 及增速分布情况（单位：亿元、%）



注：少量城市由于数据缺失未包含在统计范围内

数据来源：各市政府官网、Wind，东方金诚整理

### 2020 年多数省份的经济增速将保持平稳，但吉林、广东、山东、陕西等省部分城市仍将低位运行

东部沿海省份、南北两大都市的经济实力继续领跑，主要得益于产业发展多元、服务业发达、外向程度较高、科技创新成果转化较快以及长三角等战略的深入。中部地区的两湖、河南、安徽、江西以及西部龙头四川伴随高铁经济四通八达、工业和服务业实力提升、人口集聚效应的显现，经济增速将保持在 [7.5%，8.5%] 区间，后发优势明显。但山东、广东等省份内部城市间增速存在一定分化，受新旧动能转换、产业投资乏力等影响，山东威海、聊城、滨州以及广东中山、揭阳、梅州等城市或仍将处于 4% 以下的低速运行区间。

天津、辽宁经济增速已重回合理区间，产业基础雄厚，未来伴随产业结构的逐步调整、国企改革的逐步深入，预计将实现稳中持续发展。而吉林省 2019 年受汽车行业拖累以及主要城市产业结构单一、抗风险能力不强等影响经济增速全国垫底，多数城市 GDP 增速均有不同程度下滑，短期来看，在汽车产业景气度不会有明显回升、新的经济增长点尚未形成的背景下，预计吉林省多数地级市经济增速仍将低位运行。

受工业企业盈利能力不容乐观以及年初神木矿难使省内主要煤矿停产等影响，陕西省多数城市 2019 年前三季度 GDP 增速均有不同程度下滑（咸阳、宝鸡跌至 1.8% 和 2.5%），展望 2020 年，随着供给侧改革以来我国煤炭产量持续向晋陕蒙等优势资源地区集中，预计陕北城市经济增速将有所回升，但咸阳、渭南、宝鸡等关中城市受工业增长缓慢影响经济增长难有明显起色。此外，西南地区甘肃、青海、宁夏经济基础总体偏弱，多数城市经济总量与全国排名靠前城市的差距将进一步拉开。

西南地区，广西前三季度经济增速有所下滑，主要系柳州市受汽车、机械等工业低位运行影响经济增速大幅下降至 2.4%。未来，受益于新版北部湾规划，新一轮投资需求对广西经济的驱动作用将增强，同时广西作为西部陆海新通道门户枢纽，协同粤港澳大湾区的联动发展，将助力其产业转型和优势资源的集聚，预计多数城市经济将保持较快增长，但柳州等工业型城市或仍将低位运行。此外，云南、贵州伴随脱贫攻坚战的收尾，经济增速将逐渐褪去高速光环，预计多数城市 GDP 增速将进一步放缓。

### （三）地方财政状况

#### 受减税降费等因素影响，2019 年多数省份一般公共预算收入增速趋缓

2019 年前三季度，全国一般公共预算收入增速 3.3%，地方级增速 3.1%，较 2018 年分别下降 2.9、3.9 个百分点。多重因素共同作用导致财政增速明显放缓：一是减税降费的影响，增值税、企业所得税、个人所得税同比分别增长 4.2%、2.7% 和 -29.7%；二是贸易战的影响，进口货物增值税、消费税同比下降 8.1%，关税同比

下降3%；三是“房住不炒”的坚持，涉房涉地主要税种的增速较2018年有明显下降；四是汽车行业的不景气，车辆购置税同比下降0.4%。

与全国趋同，多数省份一般公共预算收入增速有所放缓。5个省份前三季度的增速呈现负增长，分别是吉林、重庆、西藏、黑龙江、海南；而河北、内蒙古、浙江、广西、河南5省增速依然保持高姿态，但收入质量不尽相同；天津由负转正，增速回升至0.1%。

图表 4：2019 年 31 个省级行政区一般公共预算收入增速表现（亿元、%）



数据来源：各省政府官网、Wind，东方金诚整理

2019年江浙多数城市一般预算收入规模仍全国领先，但广东部分城市及山东多数城市增速明显放缓，而西部、东北多数城市则呈现规模及增速双弱特征

从规模看，我国地级市一般预算收入多数分布于200亿元以下区间，其中一般公共预算收入超千亿元以上城市共11个：深圳、苏州、杭州、广州、武汉、南京、成都、宁波、青岛、郑州、无锡，集中在东部沿海及西部龙头城市；一般预算百亿以下则以西部城市为主，分布在甘肃、云南、四川、广西、黑龙江、新疆等省份。

2019年前三季度，受减税降费推进及经济下行压力的增加，多数城市一般公共预算收入增速明显放缓，2.0%以下增速城市占比由18年的20%提升至33%。一般公共预算收入下降的城市主要分布为：1) 东北吉林、黑龙江半数城市，包括长春、辽源、齐齐哈尔、鹤岗等；2) 西部地区贵州、甘肃一般预算负增长城市占比较高；3) 东部以广东、山东内的城市为主，包括威海、烟台、中山、揭阳等。

图表 5：我国地级市一般公共预算收入及增速分布图（单位：亿元、%）



注：少量城市由于数据缺失未包含在统计范围内  
数据来源：各市政府官网、Wind，东方金诚整理

2020 年多省财政运行将有所改善，但山东、吉林、黑龙江等省部分地级市或仍将低速运行

预计 2020 年，减税降费力度不减，增值税、社保缴费等方面均存在一定政策空间。而企业的经营压力将继续缓解、盈利能力将有所增强，企业活力的释放将一定程度对地方税种形成正向贡献；房地产再度明显收紧的可能性不大，这意味着 2020 年地方政府国有土地出让金收入将恢复两位数增长，涉房涉地税和政府性基金收入增收的可能性较大，多省财政增速较 2019 年将有所改善。

重庆作为西部中心城市，财政增速因汽车销量下滑、房地产景气度波动等因素影响而表现欠佳，但全市经济结构转型势头明显，汽车产业对其经济支撑在减弱，整体抗风险能力不断增强，预计财政增速将由负转正，明显回升。福建、湖北等省份一般公共预算收入受减税政策、房地产调控等因素影响较大，但产业发展的基本面较好，预计 2020 年增速将有明显提升。

山东省多数城市 2019 年前三季度一般公共预算收入增速较低，主要是受工业经济转型升级影响，其中威海、烟台、东营等城市呈现负增长，短期内预计仍将处于低速运行状态。贵州省多数地级市 2019 年前三季度一般公共预算增速呈现负增长，这与当地经济的高增长形成反差，经济产出转化为财税创收的力度有待加强。此外，吉黑两省财政增速与其经济增速的低迷一致，除受减税降费影响外，也反映出主要行业税收创造能力和持续性相对有限，预计 2020 年有一定回升，但仍将低速运行。

对于内蒙古、山西、陕西等能源大省，增值税、资源税等主要税种难有明显突破，非能源产业的培育壮大尚需时日，对财力的贡献有限，其财政表现或不及 2019 年。

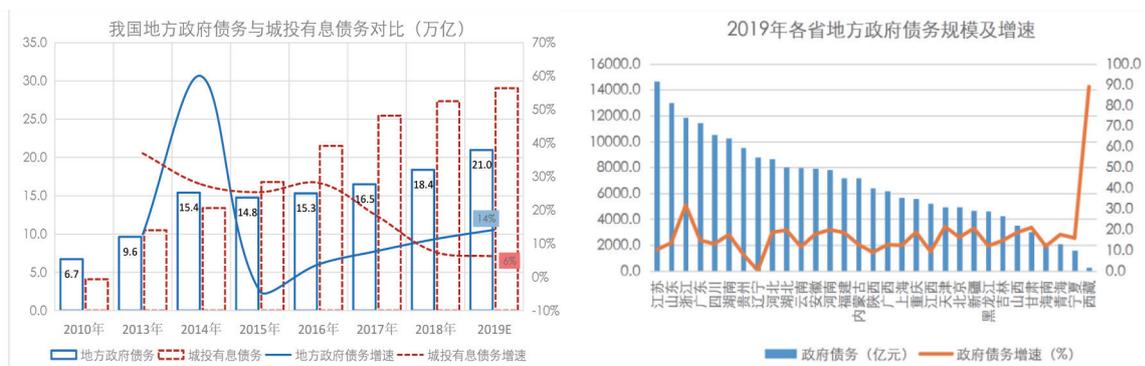
(四) 地方债务状况

地方政府债务快速扩张，城投有息债务增速放缓

预计 2019 年末，我国地方政府债务将达 21 万亿，增速 14.1%，同比上升 2.8 个百分点。从各省看，江苏、山东、浙江、广东、四川、湖南地方政府债务规模最大，均超 1 万亿，而增速最快的为西藏、浙江、天津、甘肃、新疆五省，增速均为 20% 以上。

与此同时，财政严控隐性债务以来，城投公司有息债务增速整体放缓，但规模仍然较大。2019 年 6 月末，已发债城投公司有息债务接近 30 万亿，较 2018 年末增长 4% 左右。

图表 6：我国地方政府债务及城投公司债务情况

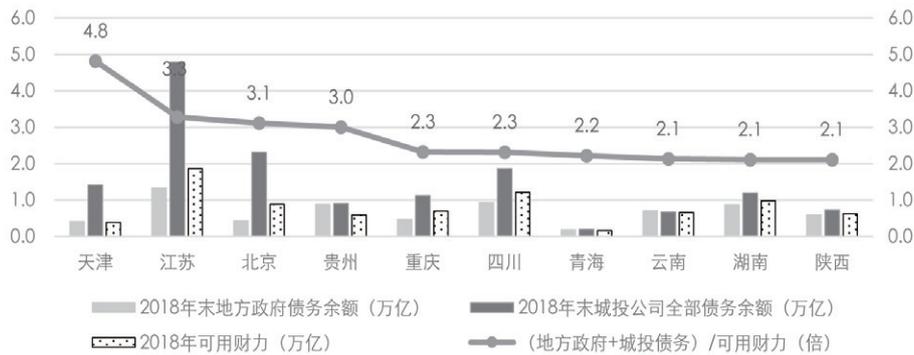


数据来源：财政部官网、各省政府官网、Wind 等，东方金诚整理

天津、贵州、江苏等省份债务化解压力较大

近半数省份的城投公司债务高于或接近地方政府债务，债务化解压力较大。综合地方政府及城投公司债务，与地方可用财力对比后，前 10 名省份分别为天津、江苏、北京、贵州、重庆、四川、青海、云南、湖南和陕西。

图表 7: (地方政府 + 城投债务) / 可用财力倍数 TOP10 省份

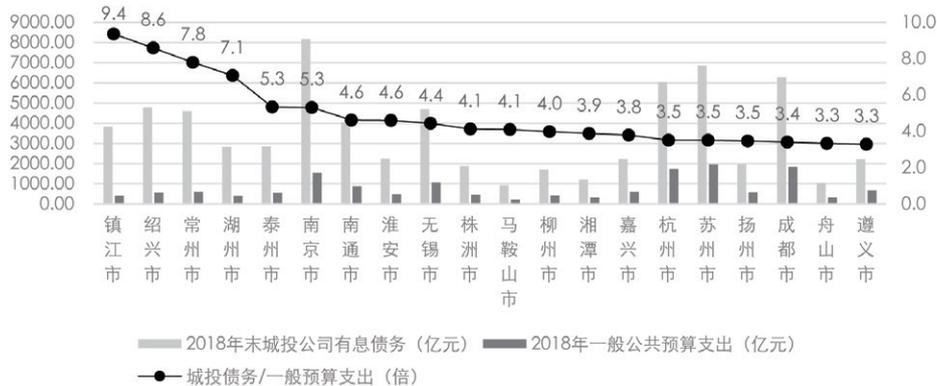


数据来源: 公开资料、Wind, 东方金诚整理

### 镇江等部分城市城投债务压力沉重

地级市层面, 对比地区内城投公司有息债务与一般公共预算支出, 分布于 1 倍以下、[1, 2)、[2, 3)、[3, 4) 以及 4 以上的分别占比 62.5%、20.8%、9.3%、3.4% 以及 4.1%, 其中前 20 个城市包括东部镇江、绍兴、常州、湖州、泰州等, 中部株洲、马鞍山、湘潭, 西部柳州、成都、遵义, 部分城市城投债务压力沉重。

图表 8: 各地级市城投债务 / 一般公共预算支出的 TOP20 分布情况



数据来源: 公开资料、Wind, 东方金诚整理

### 2020 年地方政府债务将继续快速增长, 城投债务增幅受限

展望 2020 年, 伴随地方政府债券发行规模的再扩大, 政府债务将继续快速增长; 同时考虑到专项债资金可作为部分重大项目的资本金, 这意味着未来为相关基建项目配套融资的城投债、银行贷款以及其他金融工具资金有望出现较大规模增长, 预计城投公司有息债务将继续增加, 同时考虑到隐性债务化解压力仍然较大、政府对隐性债务的监管继续保持高压态势, 城投公司债务增速再次大幅提升的可能性很低。

## 二、城投企业信用表现

### (一) 样本概况

已发债企业数量近 2700 家, 以区县及园区城投公司为主, AA 主体占比较高

截至 2019 年 9 月末，已发债城投企业近 2700 家<sup>2</sup>，分布于 300 多个地级市、700 余个区县。发债主体以区县及园区城投公司为主（近 70%）；AA 及 AA- 主体占比较高（超 60%）。

从区划分布看，区县及园区城投公司主要集中于直辖市以及东部江浙鲁等发达省份，此外中部地区湖南、湖北、安徽以及西部四川、贵州等省区县及园区城投占比亦在 60% 以上。从主体信用等级看，西部、东北多数省份以及安徽、江西、湖北、河北等省城投公司中 AA 及 AA- 主体占比较高。

本研究基于上述大样本，但在分析指标持续表现时，考虑到可比性，会选择数据连续的企业并剔除子公司作为子样本展开分析。

图表 9：截至 2019 年 9 月末已发债城投公司家数的区划及主体级别分布情况



注：省份后数字为地区内发债城投企业总家数

数据来源：Wind，东方金诚整理

## （二）盈利能力及资产质量

2020 年多数城投企业盈利能力仍难有明显改善，部分城投及产投受其通常介入的经营性业务如化工、有色、贸易等面临下行压力影响或将延续亏损状态

城投公司由于其特殊的行业特征，所从事业务以公益性较强的基础设施建设为主，盈利能力普遍偏低。从指标看，近年来，城投公司平均营业收入逐年增长，但净利润未出现同比变化，且净资产收益率及总资产净利率逐年下降，盈利能力普遍偏弱。

由于经营性资产质量的差异，部分城投公司间盈利存在一定分化。以 2018 年数据为例，40 家城投企业出现亏损，其中东西部合计 29 家，以经营性业务持续亏损的工投、旅投等产投类企业为主。同时，36 家城投企

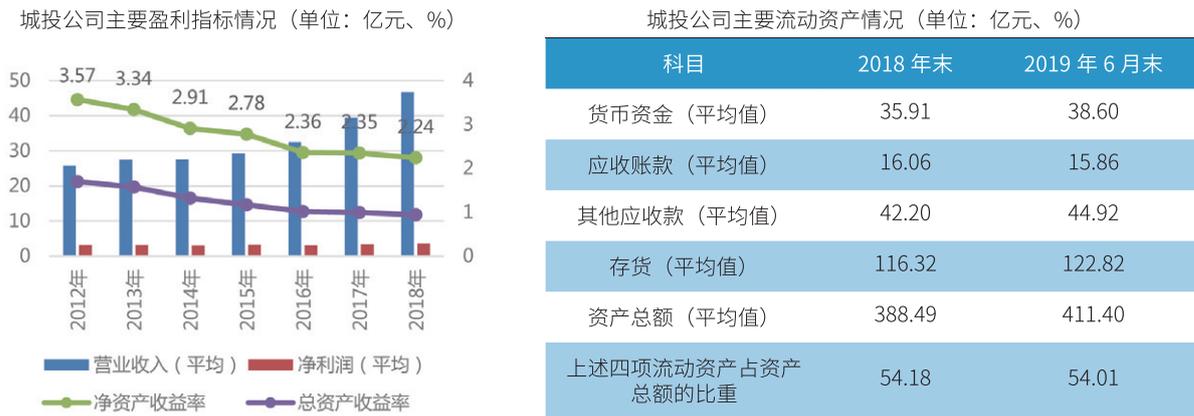
<sup>2</sup> 本报告对城投公司的界定参照财预【2010】412 号，即由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司（含市级及以下级别交通投资公司，但不含省级，东方金诚将省级交通投资公司划分为公用事业类企业，不在本报告讨论范围）等。

业净资产收益率为 10% 以上，以东部沿海省份为主，多为企业拥有较为优质的经营性资产，如上市公司股权。

从资产端看，2019 年以来，负债增速仍然高于所有者权益增速，流动资产中现金资产占比较小，流动性较差的存货、其他应收款及应收账款占比较高，总体资产质量较差。2019 年 6 月末，样本城投公司资产总额平均值为 411.40 亿元，其中存货、应收账款及其他应收款占比合计约 54.01%。

虽然近年来相当部分城投企业在推进转型，但多数企业以基础设施建设为主的职能定位并未发生实质性变化，基础设施建设业务收入受政府影响较大，预计 2020 年大多数城投企业在基础设施建设方面的盈利能力仍难有明显改善。同时，城投公司和产投通常介入的经营性业务如化工、有色、贸易等在 2020 年均存在下行压力，其盈利表现将继续走弱，部分产投企业经营性业务将延续亏损状态。

图表 10：城投企业盈利能力及资产质量情况



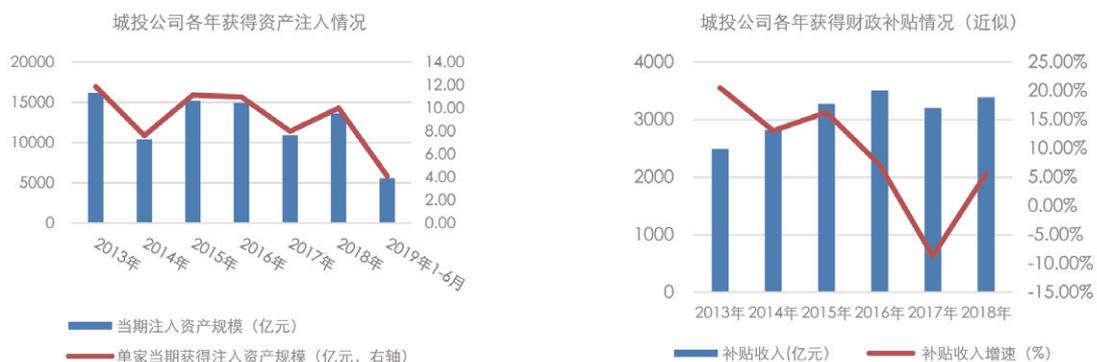
数据来源: Wind, 东方金诚整理

### (三) 政府支持

考虑到积极财政政策将进一步向基建补短板领域发力且地方政府隐性债务化解压力依然较大，预计城投公司在 2020 年仍将获得较强的外部支持，但各企业间分化继续加大，部分产业投资类企业以及区县及开发区城投所获外部支持存在较大的不确定性

2017 年，城投行业监管政策趋严，城投公司与政府信用脱钩进一步加快，城投公司所获外部支持有所下降。而 2018 年以来，随着市场化转型的推进和隐性债务化解的迫切，更多的地方政府以直接或间接的方式为城投公司提供支持，企业所获政府支持力度有所恢复。

图表 11：近年来城投公司获得外部支持情况



数据来源: Wind, 东方金诚整理

由于不同地区、不同行政层级间国有资产规模及质量、财力状况等均存在差异，不同城投公司间所获外部支持亦有所分化。以资产注入为例，目前城投公司大规模的资产整合主要发生在省级及地级城投。资产整合的推进较大程度上反映了地方政府对城投公司区域地位的认可及外部支持的加强，有益于提振市场信心及城投企业融资的边际改善。

图表 12：2018 年以来资产注入规模较大的部分企业

企业名称	主要资产划入事项
广州市城市建设投资集团有限公司	1、无偿取得广州基金 100% 股权，增加资本溢价 183.45 亿元； 2、获得项目资本金，用于偿还公益性建设借款本金和用于城市建设的资本金，合计增加其他资本公积 304.19 亿元。
上海城投（集团）有限公司	增加拨款转入及资产划转 368.90 亿元（包括 9 家无偿划入的非二级子公司，置业板块收入提升）。
上饶投资控股集团有限公司	注入 33.08 亿元廉租房及土地使用权、510.31 亿元森林及农垦资源资产。
广西北部湾投资集团有限公司	1、收到中央及自治区政府财政支付的重大项目资本金和并入新发展集团，合计净增加资本溢价 150.75 亿元。 2、收到地方财政拨付的项目资本金合计增加其他资本公积 43.74 亿元。
遵义道桥建设（集团）有限公司	1、遵义市新蒲新区财政局持有公司的 70.00 亿元债务转为直接投资和资产注入； 2、注册资本增加 30.40 亿元； 3、划入遵义市新区建投集团有限公司和遵义湘江投资建设有限责任公司股权，增加资本公积 70.37 亿元。
东莞市交通投资集团有限公司	1、东莞市国资委拨入项目资本金 23.83 亿元； 2、东莞市财政局无偿注入股权投资 16.34 亿元； 3、政府补助 10.07 亿元。
南通城市建设集团有限公司	吸收合并南通国有资产投资控股有限公司增加实收资本 25.00 亿元、资本公积 102.82 亿元、未分配利润 37.16 亿元。
慈溪市国有资产投资控股有限公司	慈溪市国资办将价值 196.03 亿元的土地使用权划入公司

数据来源：公开资料，东方金诚整理

展望 2020 年，考虑到财政政策将进一步向基建补短板领域发力且地方政府隐性债务化解压力依然较大，预计城投公司项目融资需求增加、借新还旧再融资压力不减，地方政府仍将通过资产注入、财政补贴等方式为城投提供有力支持。但同时，在部分区域财政收支承压、地区债务压力较大的情况下，城投公司间所获外部支持的分化继续加大，两类企业外部支持存在较大不确定性：第一，部分基础设施建设及公用事业业务占比较低，主营业务竞争力较弱企业，如：部分工业、旅游及金融产业投资公司；第二，部分财政实力较弱、债务负担很重、区域内存在多家同类公司的区县及开发区级城投。

#### （四）债务负担及再融资情况

城投公司有息债务增速有所放缓，隐性债务化解力度料有所加大

2018 年以来，城投公司有息债务<sup>3</sup>增速有所放缓，但规模仍然较大。按东方金诚选取的样本来看，已发债且披露数据的城投公司 2019 年 6 月末全部债务接近 30 万亿，较 2018 年末增长约 4%，平均资产负债率为 59.55%。

尽管 2019 年城投行业政策边际宽松、融资环境边际改善，但部分地区非标违约事件仍然频发。不完全统计，2019 年 1~11 月非标违约合计 17 起（详见附件一），已超 18 年全年。从区域及主体资质看，贵州、内蒙、云南等西部省份占比超 80%，区县（市）城投占比超 70%。

非标违约的增多使得投资者的风险偏好有所降低，部分区域城投公司再融资环境有所恶化，资金链进一步

<sup>3</sup> 注意几点：第一，全部债务以短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款的合计数估算。第二，为实现数据的可比性，图表 13 左图计算全部债务及资产负债率时选取了 2016 年末至 2019 年 6 月末数据连续的企业，故该表估算的债务略低于实际债务。

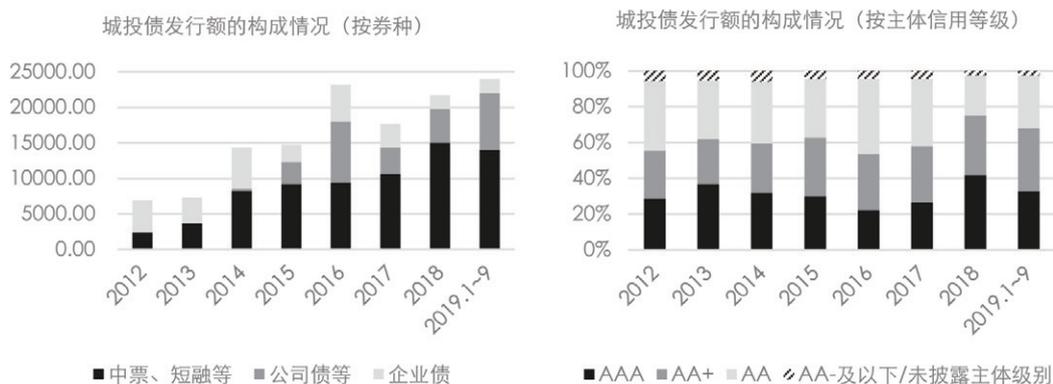


2019 年，城投债发行提速，公司债等券种增幅最大

2019 年以来，受政策面和资金面不断放宽以及民营企业违约持续发酵等因素影响，城投债发行势头迅猛。2019 年前三季度，城投债发行量约 2.40 万亿，同比增长近 60%，已超 18 全年。

从券种及主体信用等级分布看，由于交易所对平台融资政策的放宽，公司债、私募债等发行占比大幅提升，由 2018 年的 21.92% 提升至 2019 年前三季度的 33.59%；此外，随着行业政策边际宽松形势的延续及隐性债务化解方案进一步明朗，市场资金配给城投债的级别中枢有所下移，AA 主体发债总额占比较 2018 年有所回升，提升近 7 个百分点至 2019 年前三季度的 29.56%。

图表 14：城投债发行情况（单位：亿元、%）



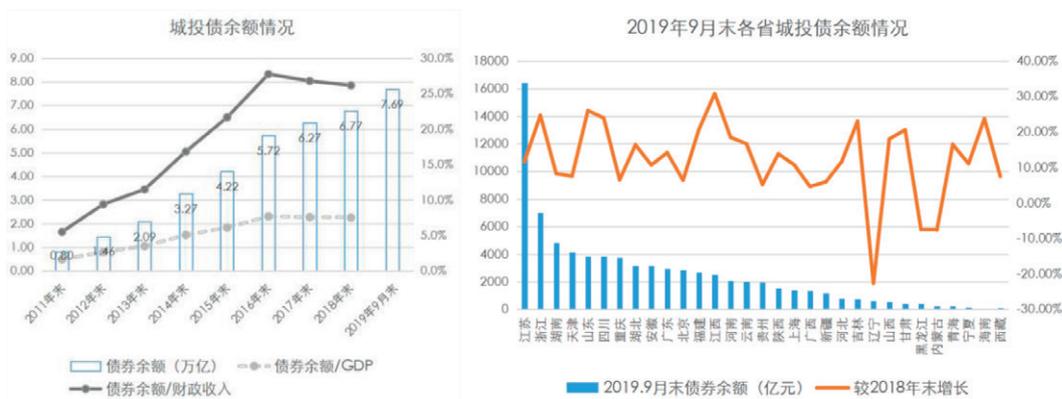
数据来源：Wind，东方金诚整理

(二) 债券余额

城投债余额继续升高，辽宁、黑龙江和内蒙城投债呈融资净流出

城投债余额继续升高，至 2019 年 9 月末达 7.69 万亿。较 2018 年末，除辽宁、黑龙江和内蒙外，其余省份城投债余额均呈现不同程度增长。其中，辽宁省融资净流出规模最大系发行较 2018 年基本持平（约 60 亿元），但当期偿还城投债规模较大约 240 亿元所致。近年来，由于债务置换及逐步到期，而发行端持续低迷，辽宁省城投债余额逐年大幅下降。

图表 15：城投债余额情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

### （三）利差

#### 城投债利差整体震荡下行

2019年，城投行业政策延续边际宽松，城投债信用利差整体呈震荡下行趋势。

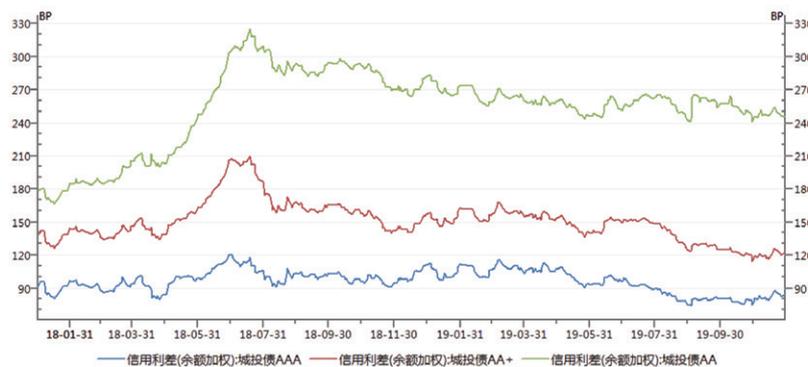
一季度，城投行业利差整体延续收窄。城投行业政策延续2018年下半年以来边际宽松趋势，叠加2月镇江等地地方政府隐性债务化解试点方案的利好消息，投资者风险偏好有所提升。与此同时，民企违约频发，信用下沉提高收益策略下投资者更加青睐城投债。

二季度，城投行业利差总体有所走扩，尤其是低信用等级城投债。5月份，《政府投资条例》、《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》以及《财政部办公厅关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知》相继发布，城投行业政策再显收紧信号。同时，包商事件后中小行刚兑预期被打破，引发投资者担忧中小行缩表导致弱资质城投再融资难度加大。

三季度，市场再度出现“息差压力”下的被迫信用下沉的趋势，城投债利差收窄。8月以来，由于收益率的快速下行使得部分机构面临较大的成本压力和配置压力，投资者在控制风险的前提下适度信用下沉，国企集中行业、城投及中高资质地产受益。

11月，城投行业各评级利差则出现反弹，可能与前期城投债收益率下行幅度较大、继续下行空间被压缩所致。

图表 16：城投债信用利差情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

### （四）级别调整

#### 城投公司仍以级别上调为主，下调略有减少

2019年以来，经济下行压力不减，基建补短板力度持续加大，货币政策环境相对宽松，市场流动性合理充裕，城投企业再融资环境相对宽松，级别上调仍较多，下调略有减少。前三季度，上调的城投企业共80家，其中从AA上调至AA+的最多，共52家，占比65%。从区域分布看，江苏、浙江上调的城投企业最多，分别为27家和10家，其次，湖南、安徽、河南、江西、山东分别为6家、5家、5家、4家、4家。

下调的4家城投公司分别为青海省投、青海国投、哈尔滨工投及楚雄州开投。其中青海省投级别下调因为存在资金短缺、有息债务逾期、众多未决诉讼和大量资产被司法冻结、正常生产难以维持、财务状况持续恶化等重要事项，导致持续经营能力存在重大不确定性。而青海国投受重要子公司盐湖股份拖累。哈尔滨工投系哈尔滨市主要的工业产业投融资主体，级别下调原因主要为空冷制品、轴承、变压器、物流等主营业务盈利能力很弱，其中轴承制造主要运营主体已被申请破产清算。楚雄州开投级别下调原因主要包括：重要二级子公司

云南路桥股份应收账款规模较大、账龄较久且存在回收风险，同时财务费用及坏账损失规模偏大导致经营持续亏损。

#### 四、结论

2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策将重点向提振基建投资方向倾斜，预计城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。与此同时，多数省份经济增速将保持平稳、财政运行有所改善；城投公司仍将获得较强的外部支持。

城投行业信用风险总体仍处于较低水平，但城投公司有息债务规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

区域及城投公司间的信用分化仍将持续，重点关注几类城投企业偶发性违约的风险：第一，部分基础设施建设及公用事业业务占比较低，主营业务竞争力较弱企业，如：部分工业、旅游及金融产业投资公司；第二，部分财政实力较弱、债务负担很重、区域内存在多家同类公司的区县及开发区级城投。

附件一：2019 年 1~11 月城投公司非标违约事件<sup>4</sup>

公司	时间	省份	地级市	区县	所属行政区划
汝州市交通投资发展有限公司	2019/1	河南省	-	汝州市	县级市
青海省投资集团有限公司	2019/3	青海省	-	-	省级
榕江县国有资产管理经营有限责任公司	2019/3	贵州省	黔东南州	榕江县	县
余庆县国有资产投资经营有限责任公司	2019/3	贵州省	遵义市	余庆县	县
蓬溪县金福实业有限责任公司	2019/3	四川省	遂宁市	蓬溪县	县
阿拉善盟基础设施建设投资经营有限责任公司	2019/3	内蒙古	阿拉善盟	-	地级市
多伦春晖城市投资有限责任公司	2019/3	内蒙古	锡林郭勒盟	多伦县	县
隆阳广厦投资开发建设有限责任公司	2019/3	云南省	保山市	隆阳区	市辖区
施甸县天源供水有限公司	2019/3	云南省	保山市	施甸县	县
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	2019/4	贵州省	黔东南州	凯里市	县级市
常州市金坛金泽投资管理有限公司	2019/4	江苏省	常州市	金坛区	市辖区
西安渭北投资开发建设集团有限公司	2019/5	陕西省	西安市	渭北工业区	园区
独山县下司投资开发有限责任公司	2019/6	贵州省	黔南州	独山县	县
湘潭九华经济建设投资有限公司	2019/6	湖南省	湘潭市	-	地级市
贵州清水江城投集团有限公司	2019/7	贵州省	黔南州	都匀经济开发区	园区
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	2019/8	贵州省	遵义市	红花岗区	市辖区
安顺市交通建设投资有限责任公司	2019/8	贵州省	安顺市	-	地级市

数据来源：公开资料，东方金诚整理

<sup>4</sup> 不完全统计结果。

## 高速公路行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 贺畅 王伟

行业信用质量：2019 和 2020 年信用质量总体稳定 高速公路样本企业主要数据和指标（亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：统计数据基于剔除母子关系后的 46 家企业，其中营业总收入和利润总额为样本企业的合计值；毛利率为中位值。

### 主要观点

- 2019 年公路建设固定资产投资额增速较上年小幅增加，客货运需求增速有所下降，国家继续出台促进物流降本等政策，样本企业信用质量整体稳定；
- 预计 2020 年财政政策将进一步向基建领域发力，公路固定资产投资额增速将会有所增长；
- 受宏观环境影响，国内工业生产及人均交通通信消费支出增速将呈下行态势，进而使得客货通行需求增速继续放缓，同时 ETC 的普及也将对通行费收入增长带来不利影响；
- 预计 2020 年，高速企业总体仍将保持较低的信用风险，但分区域来看，西部地区建设融资压力将会加重，盈利能力较差且债务负担较重的西部地区企业风险有所上升。

## 一、行业基本面

### (一) 公路建设固定资产投资情况<sup>1</sup>

预计 2020 年财政政策将进一步向基建领域发力，公路固定资产投资额增速有望提升至 8% 左右

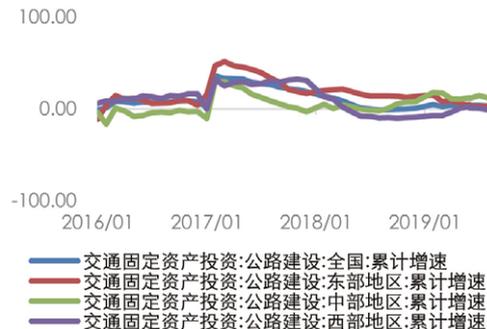
近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车总里程、通行费收入及投资额等主要指标持续增长，但近年来建设速度有所放缓。截至 2018 年末高速公路通车总里程达到 14.26 万公里，继续保持世界第一位。

今年以来，我国基建稳增长的政策导向明确，财政支出发力明显。2019 年前三季度，我国交通固定资产投资额累计达到 15763.32 亿元，增速为 3.09%，累计增速较上年同期增加 3.64 个百分点，较上年全年增加 2.27 个百分点。在当前政策环境下，预计 2019 年全年公路建设固定资产投资额增速较前三季度微幅下降，但仍高于上年全年水平。

图表 1：近年来我国高速公路通车里程以及同比增速情况



图表 2：近年来我国公路建设固定资产投资累计值增速变化情况 (%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

在十年 GDP 翻一番目标下，2020 年政策逆周期调节力度有望加强，基建稳增长政策将继续开展，预计财政政策将进一步向基建领域发力，赤字率上调、新增专项债规模扩大将缓解基建项目资源来源瓶颈；更为重要的是，2019 年下半年出台的专项债及基建项目资本金新规，将令专项债资金撬动信用债、银行贷款等社会资本，进而带动基建投资提速的作用进一步发挥，公路项目作为基建项目的重要组成部分，预计受此影响投资额将得到拉动提携，故 2020 年公路建设固定资产投资额仍保持增长，增速有望提升至 8% 左右。

### (二) 需求面

预计 2020 年，国内工业生产增速将延续下行态势，受此影响，公路货运量及货运周转量增速将小幅下降

货运角度来看，2019 年前三季度，全国公路货运周转量累计同比增长 5.63%，增速较上年同期和上年全年分别下滑 0.87 个和 0.97 个百分点。随着我国高速公路路网不断完善，高速公路货物运输周转量占全国公路货物运输周转量的比重达到 43% 左右且持续提升。

高速公路货物种类分散，与各工业领域均有密切联系，公路货运需求量的变化与整体工业发展状况紧密相关。2019 年前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.60%，增速较上年同期和上年全年分别下滑 0.80 和 0.60 个百分点。今年来工业生产增速整体放缓，主要原因是在工业生产中占比约九成的制造业增加值增速在需

<sup>1</sup> 在此通过分析公路建设固定资产投资情况来近似得出对高速公路的投资情况。2016 年~2018 年，高速公路建设完成投资额在公路建设投资额中占比分别为 45.81%、43.56% 和 46.74%，占比稳定在 45% 左右。

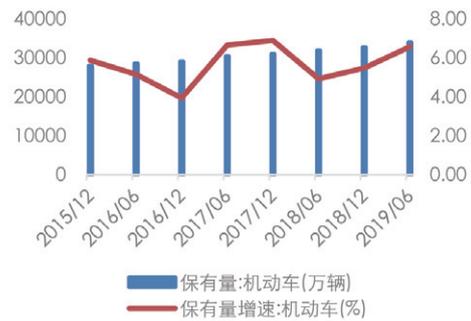
求走弱、利润下滑等因素影响下走低。预计 2019 年在内外部需求同步放缓背景下，工业生产增速将延续下行态势。

2019 年 4 月至 10 月，我国 PMI 指数持续处于枯荣线以下，经济下行压力大；外部来看，世界范围内主要经济体经济下行趋势明显，国内环境短期难有大幅改善。2020 年中美经贸摩擦前景难现明朗，PPI 增速可能继续处于低位，制造业投资信心还将经历一段低迷时期，预计投资增速将小幅下降。受此影响，公路货运量及货运周转量增速将小幅下降。

图表 3：货运指标与规模以上工业增加值变化情况



图表 4：近年来机动车保有量及增速变化情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，受宏观经济下行影响，我国人均交通通信消费支出增速或将下行，受此影响客车通行量增速或将下滑

高速公路客车通行结构以小客车为主，占比超过 90%，小客车通行主要受出行能力（乘用车保有量）以及出行意愿（人均可支配收入）两方面因素影响。

受取消小排量乘用车购置税优惠政策、宏观经济下行及三四线城市房价上涨对汽车消费形成挤压等因素影响，自 2018 年 9 月以来，汽车销量连续 12 个月下滑。另一方面，我国报废机动车数量相较汽车销量而言规模仍较小，故预期 2020 年乃至数年内我国汽车保有量仍将呈上升趋势，但增速将进一步放缓。

居民出行意愿可以通过人均消费支出来反映。2019 年前三季度全国居民人均消费支出累计实际同比增长 5.70%，增速同比增加 0.60 个百分点。其中居民人均交通通信消费支出累计值同比增长 7.61%，增速分别较去年全年以及同期增加 0.57 个和 0.03 个百分点，在整体消费状态不佳的情况下依然保持强劲增速，弱周期属性明显，受宏观环境影响较小，因此短期内趋势难改变。

预计 2020 年，由于外出通行具有一定逆周期性，我国人均交通通信消费支出仍将保持增长态势，但伴随着中美经贸摩擦形式不明朗、工业等行业不景气等宏观环境下行表现，预计居民消费需求下降，储蓄需求增加，人均交通通信消费支出增速或将下行。对应来看，2020 年客车通行量将继续增长，但增速或将下滑。

### （三）收费标准

#### 交通运输部将车型进行重新分类，各省收费标准或将降低

2019 年 7 月，交通运输部发布《收费公路车辆通行费车型分类》，要求各省重新核定车型分类，重新制定通行费收费标准，报省人民政府批准后，统一从 2020 年 1 月 1 日执行。

新的行业标准主要作了三个方面的调整：一是增加了专项作业车大类，解决了专项作业车没有统一收费规则的问题；二是将 8 座、9 座小型客车由原 2 类客车降为 1 类客车，预计将减少通行费收入；三是载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。

根据目前高速公路收支缺口较大以及国家降低物流成本的决心（交通运输部在政策解读中明确提到了“确

保每一类收费车型在标准装载状态下的应交通行费额均不大于原计重收费的应交通行费额”），预计各省收费标准或将降低，从而对通行费收入增速产生负面影响。

2019 年来 ETC 用户总量及使用率快速增长，且收费九五折优惠持续开展，预计高速公路企业通行费收入增速受此影响将下降甚至局部区域出现负增长

2019 年 5 月交通运输部下发《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》，明确要求从 2019 年 7 月 1 日起，严格落实对 ETC 用户不少于 5% 的车辆通行费基本优惠政策。且各省需要每月通报各地 ETC 安装率和使用率等指标。按照计划，到 2019 年底，各省汽车 ETC 安装率达到 80% 以上，通行高速公路的车辆 ETC 使用率达到 90% 以上，高速公路基本实现不停车快捷收费。根据交通运输部相关信息，截至 2019 年 3 月末，全国 ETC 用户总量是 0.81 亿人，高速公路 ETC 支付使用率约为 45%。而到 9 月初，开通办理 ETC 业务的用户已经达到了 1.16 亿人，ETC 用户数量及使用率的快速增长。预计将使得更多车主享受通行费收入九五折优惠，使得企业通行费收入增速受此影响将下降甚至局部区域出现负增长。

短期来看，对 ETC 用户的通行费减免将使得路桥收费业务毛利率下降；但长期来看，ETC 的广泛使用将使得路网更加通畅，将优化通行体验，或将在通行车流量方面获得提升；此外，ETC 普及后，将会取消更多的收费站点，虽短期内该部分员工“转岗不下岗”，但长期来看，行业从业人员数量将得到精简，人工成本支出将下降。

#### (四) 行业政策

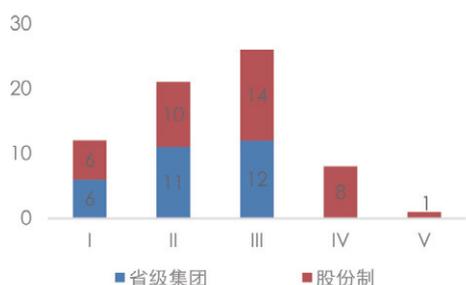
2019 年来国家密集发文促进提升通行效率，且明文要求物流降本增效，预计短期内高速公路企业的通行费收入增速将会小幅下降

2019 年以来，我国交通运输部及相关部门密集发文（详见附件一），其核心基本均围绕在提高通行效率方面：ETC 的推广、收费体系的完善、货车计重模式的改变等均是以提高通行效率为主要目的。同时，文件中又单独强调，“确保不增加货车通行费总体负担”、“开展物流降本增效综合改革试点”等，长期物流降本趋势已定，考虑到高速公路通行效率的提升可以吸引部分车流量流入，综合预计短期内高速公路企业的通行费收入增速将会小幅下降。同时考虑到地方政府债务规模高，收费公路行业收支缺口大的现实情况，国家更可能通过延长收费期限等措施来弥补对高速公路运营方带来的损失。

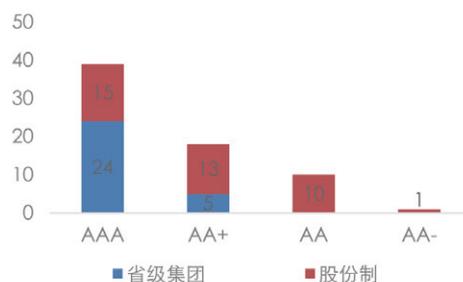
## 二、高速公路企业信用表现

本文选取 68 家发债高速公路企业（其中省级集团 29 家，股份制企业 39 家）作为样本。截至 2018 年末，样本中剔除母子关系后的高速公路企业收费总里程约占 2018 年末全国高速公路总收费里程的 62.13%。本文将从企业规模、市场地位、盈利能力和运营效率及债务负担保障程度等几个方面，对样本企业主要指标进行信用排序，具体包括总资产、营业总收入、收费高速公路里程、毛利率、净资产收益率、资产负债率及经营现金流负债比等指标。

图表 5：高速公路样本企业分组分布图



图表 6：2019 年 11 月末样本企业信用等级分布情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

高速公路企业分为两类，一类是由省级交通主管部门或省级国资委直接控股的，集中了全省较多路产的省级集团企业，在样本中数量占比 42.65%；另一类是单独拥有少量路段的股份制企业<sup>2</sup>，在样本中数量占比 57.35%。省级集团企业作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，具有运营里程数高，资产规模大、业务经营趋于多元化等特点，一般来说信用等级较高。而股份制企业则具有运营里程数较短，盈利能力强，债务负担轻等特点，信用等级分布较平均。下文将分别讨论行业整体、省级集团及股份制企业各自的指标表现情况。

**预计 2020 年，在基建稳增长政策带动下，高速公路企业规模和市场地位指标仍将持续增长，行业整体信用质量仍将保持稳定**

2019 年，高速公路样本企业整体信用质量整体较为稳定，其中省级集团信用质量小幅增长，主要是随着省级集团业务发展多元化逐渐成熟，非路桥收费类业务的盈利能力有所提升，带动整体盈利能力和运营效率的提升；股份制企业信用质量增长的主要动力是随着在建项目的持续推进及逐步通车，使得企业规模和市场地位逐年提升。

预计 2020 年，高速公路企业信用质量将保持稳定。2020 年政策逆周期调节力度有望加强，基建稳增长政策将继续开展，公路固定资产投资额增速有望提高，使得高速公路企业规模和市场地位指标仍将持续增长，同时由于近年来所修建路段盈利能力较差，修建任务主要集中于省级集团企业，故省级集团债务负担小幅加重，股份制企业偿债能力将继续改善。同时，受多元化业务持续开展，客货运需求放缓及收费标准修订等因素影响，业务较单一的股份制企业盈利能力和运营效率增速将继续小幅下降。整体来看，2020 年高速公路行业整体信用质量仍将保持稳定。

图表 7：样本企业整体信用质量中位数变化情况



图表 8：样本企业总体各一级信用质量指标中位数变化情况

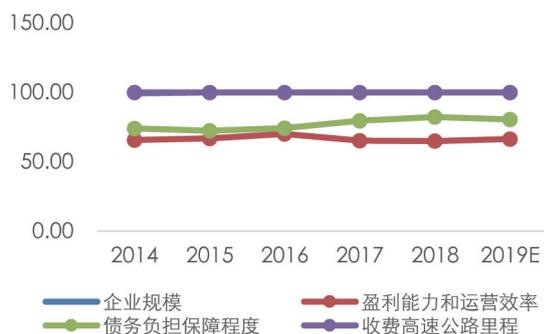


资料来源：公开资料，东方金诚整理

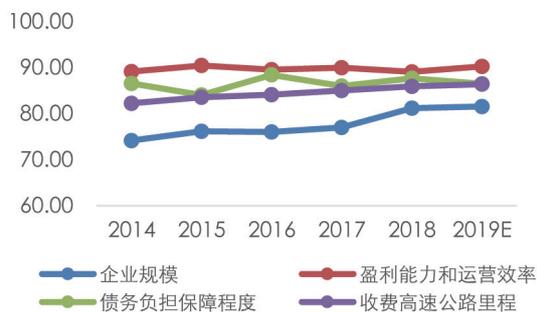
2019 年来，样本企业整体规模继续保持增长，但增速有所下降；公司的市场地位主要依靠收费高速公路里程指标来衡量，近年来随着建设项目的继续投入，样本企业控股里程中位数持续增长，同时近年来该指标中位数质量均维持最高水平，说明绝大部分省级集团以及部分优质股份制企业均拥有较高里程路产；近年来，整体样本企业的盈利能力和运营效率基本稳定，且股份制明显高于省级集团；同时整体样本企业的债务负担保障程度质量小幅下降，主要是受省级集团该指标下降影响。

<sup>2</sup> 此处用“股份制企业”这一惯用称谓来指代非省级集团高速公路企业，并非指公司满足股份制的条件。

图表 9: 省级集团企业各一级指标信用质量中位数变化情况<sup>3</sup>



图表 10: 股份制企业各一级指标信用质量中位数变化情况



资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

### 1. 企业规模和市场地位

2020 年, 随着在建项目的推进及多元化业务的开展, 省级集团及股份制类企业的规模类指标均将继续保持增长趋势, 其中省级集团规模类指标增速将高于股份制类企业

2019 年, 随着高速公路建设的继续推进及多元化业务的持续开展, 整体样本企业的资产总额中位数继续增长, 其中省级集团总资产规模明显高于股份制企业。

受多元化业务开展规模增加影响, 2019 年省级集团营业总收入中位数继续增长; 同时由于近年来通车的高速公路里程数不高, 使得股份制企业营业总收入的增速放缓。

图表 11: 样本企业总资产中位数变化情况 (亿元)



图表 12: 样本企业营业总收入中位数变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年, 基建稳增长政策将继续开展, 使得高速公路行业整体将继续保持平稳发展, 随着建设项目的继续投入及多元化业务的持续开展, 省级集团及股份制类企业的规模类指标将继续保持增长趋势, 其中省级集团作为全省高速公路建设运营主体, 承担着一定的社会责任与义务, 会修建一些盈利能力较差但是具有民生意义的路段, 故规模类指标增速仍将高于股份制类企业。

### 2. 盈利能力和运营效率

预计 2020 年, 业务较单一的股份制企业盈利能力和运营效率增速将继续小幅下降

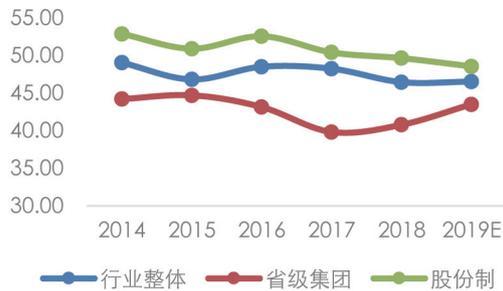
整体样本企业的盈利能力和运营效率较为稳定, 且由于股份制类企业中部分为省级集团核心子公司, 故综合盈利能力及运营效率优于省级集团企业。

<sup>3</sup> 图中企业规模及收费高速公路里程指标中位数均取得了最高值, 故线条有重合。

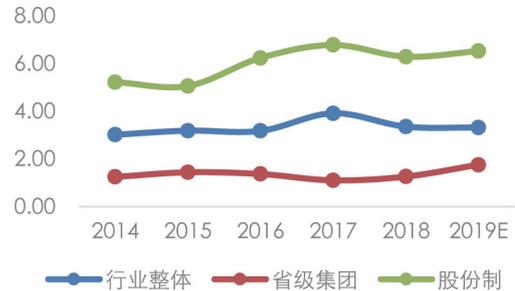
2019年以来，省级集团毛利率中位数有所上升，主要受益于2017年来多元化经营逐渐稳定，且更加注重提升毛利率较低的贸易类业务品质，使得毛利率有所回升；同时股份制企业由于近年来人工、材料等养护成本逐年增长，使得整体毛利率有所下降。

2019年样本企业整体净资产收益率小幅回升。其中，省级集团净资产收益率自2017年来持续增长，主要是由于多元化业务逐渐成熟，盈利能力增强所致；股份制企业净资产收益率基本持平，主要是多元化业务的开展及补贴收入的增加弥补了毛利率下降的不足。

图表 13: 样本企业毛利率中位数变化情况 (%)



图表 14: 样本企业净资产收益率中位数变化情况 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计2020年，随着多元化业务的发展，省级集团样本企业的毛利率及净资产收益率有望增长，同时受多元化业务持续开展，客货运需求放缓及收费标准修订等因素影响，业务较单一的股份制企业盈利能力和运营效率增速将继续小幅下降。

### 3. 债务负担保障程度

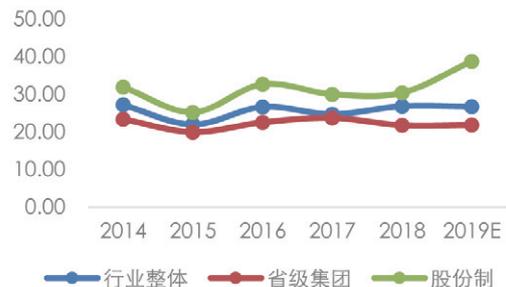
预计2020年，基建稳增长政策依然延续，省级集团债务负担小幅加重，股份制企业偿债能力将继续改善

近年来，样本企业资产负债率基本持平。分类来看，由于省级集团承担着一定的社会责任与义务，会修建一些盈利能力较差的路段，故修建规模每年维持较高水平，2019年来随着国家稳基建政策的推行，其债务负担有所加重，资产负债率小幅升高。由于省级集团债务负担较重，使得流动负债规模较大，且其在发展多元化业务过程中，其他业务的经营性净现金流的情况通常不如路桥收费类业务，部分业务现金流入存在较大波动（如银行业务），这些因素共同使得省级集团的经营现金流动负债比较平均值低。相对而言，大部分股份制企业为省级集团的核心子公司，且部分企业为上市公司，需考虑维持股价等因素，新建路段压力较小，故2019年来其资产负债率中位数小幅下降，同时其业务较为纯粹，经营性净现金流较稳定，经营现金流动负债比维持较好水平。

图表 15: 样本企业资产负债率中位数变化情况 (%)



图表 16: 样本企业经营现金流动负债比中位数变化情况 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2020 年，出于稳经济、保增速等因素考虑，我国仍将延续基建稳增长的政策导向，公路固定资产投资额仍会保持增长，受此影响省级集团资产负债率将继续小幅增长，同时随着多元化业务的逐渐成熟，其经营现金流流动负债比指标或将有所改善；股份制类企业由于建设压力较轻，预计资产负债率及经营现金流流动负债比指标将继续改善。

### 三、高速公路企业的区域性特征

#### 西部区域高速公路的盈利能力较差且债务负担较重，财务表现相对弱于中部及东部区域

省级集团企业拥有全省多数路产，路产质量相对平均，其经营情况在很大程度上可以代表该地区高速公路行业整体发展水平。

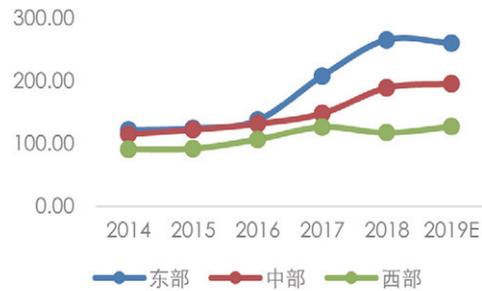
从样本信用等级分布来看，东部共计拥有 8 家 AAA 等级企业，2 家 AA+ 等级企业；中部共计拥有 6 家 AAA 等级企业；西部共计拥有 10 家 AAA 等级企业，3 家 AA+ 等级企业。中部区域高速公路企业信用等级相对较高。

近年来，随着在建及新开工路段的持续投入，各区域企业总资产规模均呈上升趋势；同时 2019 年来东部及中部区域增速放缓，但西部地区受投资规模增加影响，增速继续维持较高水平。但同时，近两年来西部区域高速公路企业新增资产并没有带来营业总收入的大幅提升，表明新增路产收入能力一般。同时 2019 年来，东部及中部区域营业总收入规模基本与上年持平。

图表 17：省级集团总资产中位数变化情况（亿元）



图表 18：省级集团营业总收入中位数变化情况（亿元）

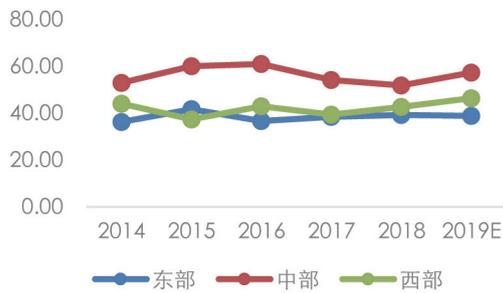


资料来源：Wind，东方金诚整理

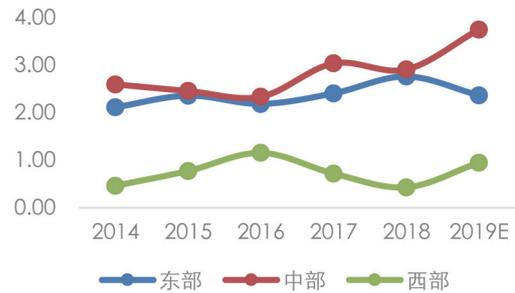
从毛利率水平来看，东部区域高速公路企业受多元化业务开展较多影响，毛利率水平相对较低，2019 年有小幅下降；同时中部及西部区域企业毛利率中位数略有回升。从净资产收益率水平来看，西部区域企业该指标明显较低，同时东部区域企业 2019 年有所下降。

值得注意的是，部分区域高速公路企业根据各地政府相关文件，部分或者全部路产不计提折旧，从账面上改善了企业的盈利能力，如：河南、湖南及甘肃等地。由于中部地区路产不计提折旧的企业数量较多且样本均为 AAA 等级，而东部区域路产不计提折旧省份数量较少，且存在部分 AA+ 等级企业，所以从财务结果看来中部地区高速公路企业盈利能力要强于东部地区企业。

图表 19: 省级集团毛利率中位数变化情况 (%)



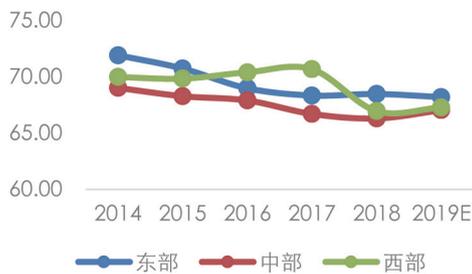
图表 20: 省级集团净资产收益率中位数变化情况 (%)



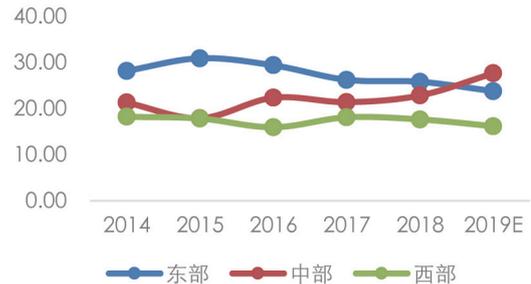
资料来源: Wind, 东方金诚整理

近年来, 各区域高速公路企业资产负债率差距逐渐缩小, 且整体基本持平; 2019 年来西部以及中部地区企业有小幅增长; 同时 2019 年来中部区域企业经营现金流流动负债比显著增长, 对债务的保障能力有所提升。

图表 21: 省级集团资产负债率中位数变化情况 (%)



图表 22: 省级集团经营现金流流动负债比中位数变化情况 (%)



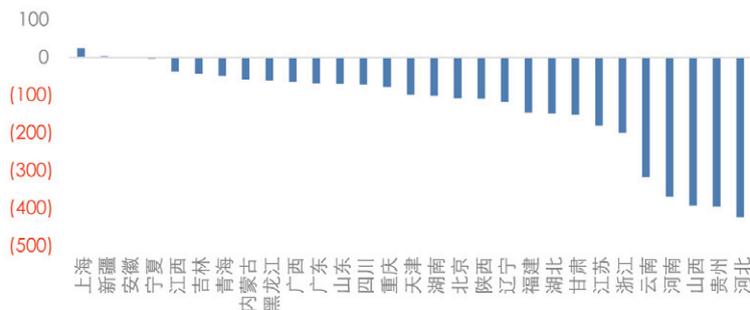
资料来源: Wind, 东方金诚整理

整体而言, 西部区域高速公路的盈利能力较差且债务负担较重, 财务表现相对弱于中部及东部区域。

高速公路运营具有一定的公益性, 可获得相应政策支持, 信用风险较低; 西部区域企业预计可获得的潜在支持能力相对偏弱

由于高速公路运营具有一定的公益性, 所以政府对高速公路企业, 尤其是对各省级集团企业具有一定的政策支持, 整体而言信用风险较低。2019 年, 为化解省高速公路债务风险, 山西省交控集团有限公司向国开行等银团平移置换债务 2337 亿元, 成为全国成功处置政府债务的典型案例。

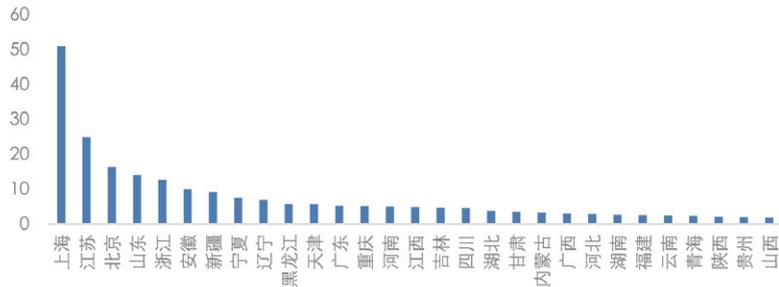
图表 23: 2018 年各省高速公路收支平衡情况对比 (亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

本报告通过衡量各省可用财力对高速公路债务余额的覆盖程度来衡量各省的支持能力强弱，其中可用财力采取一般公共预算收入 + 政府性基金收入 + 上级补助收入。覆盖倍数较低的区域大部分位于西部区域。

图表 24：各省可用财力对高速公路债务的覆盖倍数



数据来源：Wind，东方金诚整理

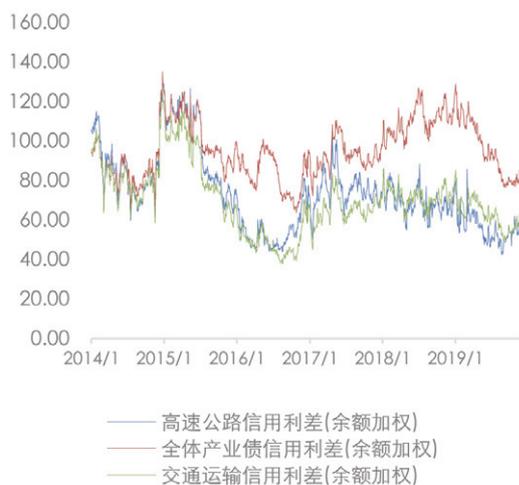
预计高速公路企业的相对风险主要集中盈利能力较差且债务负担较重的西部地区企业。

#### 四、高速公路企业债市表现

行业整体利差较为稳定，但企业内部分化大，利差区间较阔

2019 年 1 ~ 11 月，高速公路企业新发债券主要为短期融资券、中期票据和公司债，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券较少。从利差均值走势来看，行业整体利差较为稳定，如发行数量相对较多的 3 年期 AAA 等级中期票据发行利差同比下降 0.25 个百分点。

图表 25：高速公路行业债券与交通运输业、产业债利差对比情况<sup>4</sup> (BP)



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 26：2019 年 1-11 月高速公路企业发行利差情况 (只, BP)

类型	期限	主体等级	样本数	利差区间	利差均值
中期票据	3 年	AAA	30	44.64-253.87	99.1
	5 年	AAA	25	37.4-139.95	70.01
	5 年	AA+	7	74.72-194.20	135.36
	10 年	AAA	5	80.18-92.48	88.85
公司债	3 年	AAA	10	45.2-320.77	144.02
	5 年	AAA	3	31.07-89.45	69.82
	5 年	AA+	7	22.72-235.7	115.11
短期融资券	3 月	AAA	12	-2.09-65.9	28.94
	6 月	AAA	22	6.48-148.83	52.78
	9 月	AAA	53	29.61-241.91	117.09

高速公路 AAA 企业内部分化大，利差区间较阔。从区域利差分化来看，近年来，AAA 等级高速公路企业发债利差东中西部呈阶梯型分布，东部地区企业信用利差整体最低，西部最高。从样本来说，利差较大且发债较

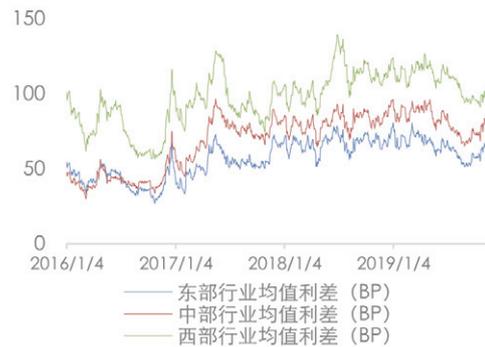
<sup>4</sup>数据来自于兴业研究利差数据。

多的企业主要分布在甘肃、云南、内蒙古等，以西部地区为主，当地财政实力相对较差，企业盈利能力较差，债务负担较重。同时，发行利差较低的企业主要分布在江苏、浙江等区域，均具有区域财政实力强，企业盈利能力较好的特点。

图表 27：高速公路行业不同等级信用利差对比



图表 28：高速公路行业各区域 AAA 企业信用利差均值对比<sup>5</sup>



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 五、结论

预计 2020 年行业信用风险仍较低，不过货运及客运需求增速将放缓，收费标准或将降低，对高速公路企业盈利能力提升形成了掣肘；风险仍相对集中于西部地区企业

总体来看，高速公路运营具有一定的公益性，可以获得相应政策支持，信用风险较低。需求端上，受宏观环境下行压力增加影响预计客运及货运需求增速将有所放缓，同时交通运输部将车型进行重新分类，各省收费标准或将降低，制约企业盈利能力的提升。2020 年高速公路行业地区分化将继续持续，风险仍相对集中于盈利能力较差且债务负担较重的西部地区企业。

分类型来看，随着业务的不断发展，省级集团的企业规模和市场地位将继续提升，同时多元化业务不断发展，盈利能力和运营效率指标小幅提升，但受国家加大对基建投资力度影响，债务负担保障程度将小幅下降。股份制企业来说企业规模和市场地位将继续提升，同时业务较单一的股份制企业盈利能力和运营效率增速将小幅下降，债务负担保障程度仍维系较好水平。

<sup>5</sup> 为保证数据可比性，此处样本企业仅为剔除了母子关系的 AAA 等级省级集团。

附件一：2019 年来我国出台的主要与高速公路相关政策梳理

发文时间	文件名称	主要内容
2019.05	《国务院办公厅关于印发深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、加快建设和完善高速公路收费体系；</li> <li>2、加快电子不停车收费系统推广应用（提高通行效率）；</li> <li>3、加快修订完善法规政策；</li> <li>4、推动政府收费公路存量债务置换。（化解地方政府债务压力）</li> </ol>
2019.08	《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》、《关于切实做好货车通行费计费方式调整有关工作的通知》、《关于进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》、《关于贯彻〈收费公路车辆通行费车型分类〉行业标准有关问题的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、清理规范地方性车辆通行费减免政策；优化“绿色通道”政策，主要是为了实现不停车快捷通行，提高通行效率；</li> <li>2、货车由计重收费改为按车（轴）型收费，主要是由于计重收费需要停车称重，一定程度上影响了收费站通行效率和货车 ETC 推广；此外此举可以增强公平性；</li> <li>3、解释文件明确要求“确保不增加货车通行费总体负担”。</li> </ol>
2019.09	《交通强国建设纲要》	<p>阶段一：到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）；智能、平安、绿色、共享交通发展水平明显提高；交通科技创新体系基本建成；基本实现交通治理体系和治理能力现代化。</p> <p>阶段二：到本世纪中叶，基础设施规模质量、技术装备、科技创新能力、智能化与绿色化水平位居世界前列，交通安全水平、治理能力、文明程度、国际竞争力及影响力达到国际先进水平。</p>
2019.09	《关于做好物流降本增效综合改革试点工作的通知》	<p>在山西、江苏、浙江、河南、重庆、四川等 6 省（市）组织开展物流降本增效综合改革试点，试点期为 2019 年 9 月至 2021 年 8 月。相关试点省市在事权范围内研究制定切实可行的创新改革举措，破除物流降本增效的瓶颈制约；对涉及国务院相关部门事权、突破现行规章制度和规范性文件的创新性政策诉求及建议，将定期汇总后报送国家发展改革委、交通运输部。</p>

数据来源：公开资料，东方金诚整理

附件二：样本企业分组及 2019 年 1 ~ 9 月部分财务指标情况 (单位：亿元、%)<sup>6</sup>

样本分组	公司全称	细分行业	总资产	营业总收入	资产负债率	毛利率	净资产收益率	经营现金流动负债比	
I	广东省交通集团有限公司	省级集团	4136.05	355.90	70.16	38.41	2.09	72.62	
	江西省高速公路投资集团有限责任公司		3360.96	185.22	62.85	42.58	1.37	4.42	
	安徽省交通控股集团有限公司		2520.47	255.14	64.13	36.73	3.75	24.38	
	江苏交通控股有限公司		5217.33	375.06	59.75	39.34	9.33	15.63	
	齐鲁交通发展集团有限公司		1926.56	269.93	60.02	18.72	0.38	13.47	
	浙江省交通投资集团有限公司		4592.02	1039.63	66.26	13.27	4.68	7.19	
	广东省路桥建设发展有限公司	股份制	1270.38	51.72	72.30	46.64	1.98	63.64	
	山东高速股份有限公司		753.98	54.46	59.55	52.81	7.63	29.59	
	四川成渝高速公路股份有限公司		375.87	46.79	56.83	46.00	7.50	29.15	
	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司		1088.23	104.88	71.00	27.99	14.05	11.73	
	招商局公路网络科技控股股份有限公司		868.00	56.20	38.93	44.77	7.09	37.82	
	江苏宁沪高速公路股份有限公司		527.80	74.96	39.89	59.08	13.23	50.78	
	II	福建省高速公路集团有限公司	省级集团	3515.10	137.01	70.55	66.83	0.80	32.73
		四川高速公路建设开发集团有限公司		2604.11	174.31	66.37	40.34	1.84	25.91
		河南省收费还贷高速公路管理有限公司		2192.55	114.29	67.30	84.07	7.76	29.98
河南交通投资集团有限公司		1807.87		117.15	67.34	71.16	5.10	19.45	
湖南省高速公路集团有限公司		4776.96		119.98	66.78	84.79	0.48	22.09	
湖北省交通投资集团有限公司		4202.13		264.41	68.63	28.86	0.99	0.31	
四川省交通投资集团有限责任公司		4011.30		386.82	63.46	22.20	0.16	9.20	
山东高速集团有限公司		6967.73		590.58	70.92	19.02	2.66	18.28	
重庆高速公路集团有限公司		1730.11		99.42	70.02	36.68	-0.27	39.43	
河北交通投资集团公司		1754.81		75.65	70.89	45.86	-1.37	32.71	
北京市首都公路发展集团有限公司		2106.67	90.50	57.35	29.97	0.12	17.47		
广东省高速公路有限公司		股份制	1233.16	58.84	74.75	34.11	0.62	53.59	
江西赣粤高速公路股份有限公司			353.61	33.58	51.96	44.17	6.62	18.52	
河北省高速公路开发有限公司			567.35	28.34	52.40	56.20	3.54	40.39	
广东省公路建设有限公司			904.84	43.30	73.82	49.07	2.92	76.53	
安徽皖通高速公路股份有限公司			152.43	22.30	25.43	57.07	8.22	86.85	
深圳高速公路股份有限公司			435.57	41.85	52.83	49.41	12.16	20.32	
广东省高速公路发展股份有限公司			169.77	22.81	41.15	62.28	11.55	122.63	
广州交通投资集团有限公司			852.20	56.29	58.65	36.83	2.59	42.86	
南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司	863.66		46.46	50.21	31.98	2.38	8.27		
宁波交通投资控股有限公司	773.35	52.64	51.49	36.60	0.05	10.51			

<sup>6</sup> 由于部分企业未披露季度数据，广东高速、黑龙江高速、河北高速开发、海南交投、广东公路建、曲靖公路建、福州京福在此列示半年报数据，贵阳城投列示 2018 年数据。

III	贵州高速公路集团有限公司	省级集团	3897.10	139.77	69.42	46.43	0.55	14.75
	广西交通投资集团有限公司		3834.02	305.28	67.28	21.44	0.42	9.06
	吉林省高速公路集团有限公司		2645.69	31.21	57.17	68.64	5.58	56.12
	云南省交通投资建设集团有限公司		4196.13	421.29	69.58	24.58	2.02	12.17
	陕西省交通建设集团公司		3005.53	89.01	70.63	69.20	0.15	11.79
	陕西省高速公路建设集团公司		2194.20	88.01	69.6	58.18	0.12	12.14
	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司		1091.97	42.46	79.88	75.09	1.44	24.64
	黑龙江省高速公路集团公司		575.79	9.38	45.92	56.58	1.93	4.12
	青海交通投资有限公司		794.37	11.33	50.32	72.10	1.33	16.41
	海南省交通投资控股有限公司		166.57	11.48	32.45	60.04	5.56	169.74
	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司		4864.58	944.28	65.51	4.20	0.04	0.14
	天津高速公路集团有限公司		1084.11	35.30	79.38	51.72	0.46	2.30
	河南中原高速公路股份有限公司	股份制	488.13	48.68	76.81	58.14	11.85	19.87
	重庆高速公路股份有限公司		132.79	14.79	62.90	50.47	3.74	57.32
	山西省交通开发投资集团有限公司		346.28	14.87	53.19	55.04	1.35	17.18
	湖北楚天智能交通股份有限公司		104.69	19.22	38.47	46.65	8.18	52.16
	福建发展高速公路股份有限公司		177.01	20.9	33.69	65.14	7.12	28.83
	现代投资股份有限公司		349.18	99.40	69.31	15.78	8.55	6.96
	唐山市通顺交通投资开发有限责任公司		257.20	7.65	32.32	73.69	2.12	-54.42
	邯郸市交通建设有限公司		298.26	10.44	72.00	78.08	0.53	208.04
	东莞市交通投资集团有限公司		658.85	35.29	50.93	16.56	1.48	25.67
	成都交通投资集团有限公司		1298.98	46.27	63.43	19.61	0.48	11.61
IV	东莞发展控股股份有限公司	121.45	12.27	41.26	68.57	12.38	59.07	
	广西五洲交通股份有限公司	110.85	15.99	61.73	45.26	21.74	38.69	
	江苏苏通大桥有限责任公司	239.88	16.76	71.74	73.17	11.25	191.33	
	三明福银高速公路有限责任公司	98.38	4.00	19.11	80.79	3.32	41.78	
	重庆渝涪高速公路有限公司	股份制	90.98	6.23	54.33	67.46	7.20	29.91
	曲靖市公路建设开发有限责任公司		140.73	2.53	35.03	43.57	0.25	1.57
	石家庄市交通投资开发有限公司		359.17	7.02	70.58	35.81	0.60	-33.47
	温州市交通投资集团有限公司		581.05	12.87	65.50	24.25	1.22	6.63
吉林高速公路股份有限公司	66.11		5.47	40.48	59.24	3.98	64.11	
嘉兴市高等级公路投资有限公司	435.59		16.11	49.37	29.62	-1.56	12.50	
贵阳市城市发展投资(集团)股份有限公司	287.93		12.37	49.61	37.37	1.28	9.02	
湖州市交通投资集团有限公司	417.63	17.47	52.60	33.83	-0.25	-10.56		
V	福州京福高速公路有限责任公司	股份制	69.42	2.29	53.74	80.10	3.30	2.99

# 机场行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 赵一统 范新悦

行业信用质量：2019 年略有下降，2020 年总体较稳定



机场样本企业主要财务指标



资料来源：Wind，东方金诚整理

## 主要观点

- 预计 2020 年国内经济稳中趋缓，航空需求增速将有所放缓，机场旅客吞吐量增速预计维持在 9% 左右；
- 机场行业投资规模仍将维持较高水平，机场网络布局日趋完善，机场行业供给能力继续提高；
- 预计 2020 年，机场行业利润水平仍然较为稳定，枢纽机场显著高于其他机场，部分机场盈利水平受关联方的经营影响仍然较大；
- 机场企业整体债务水平仍较低，但受机场改扩建等因素影响，预计总体债务水平将继续上升；
- 预计 2020 年，国内航空运输需求、吞吐量增速放缓，机场行业盈利增速放缓，行业信用风险总体较稳定，但部分机场受关联方的影响信用风险将有所上升。

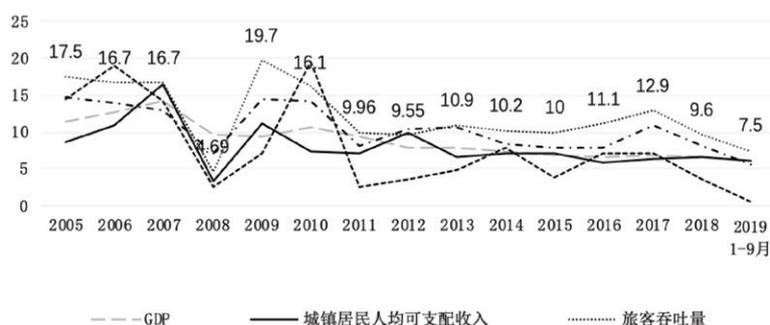
## 一、行业基本面

2019 年，国内经济稳中趋缓，使得航空需求增速放缓；预计 2020 我国机场旅客吞吐量增速将维持在 9% 左右，增速持续放缓

2019 年前三季度，我国经济运行稳中趋缓，GDP 同比实际增长 6.2%，增速较上年全年下滑 0.4 个百分点，其中，一季度 GDP 同比增速为 6.4%，二季度降至 6.2%，三季度继续下降至 6.0%。前三季度，居民人均可支配收入扣除价格因素实际增长 6.4%，较去年同期增速无变化，仍维持较好水平。受益于国内经济稳定、居民可支配收入不断提升以及消费结构的升级，国内航空需求仍然强劲。

从航空运输方面看，2019 年前三季度，全国完成运输总周转量 965.7 亿吨公里，同比增长 7.7%，其中国内航线完成周转量 620.8 亿吨公里，同比增长 8.2%，国际航线完成周转量 344.9 亿吨公里，同比增长 6.8%。同期，全国完成旅客运输量为 14.97 亿人，同比增长 8.7%，其中国内航线和国外航线运输量分别为 4.41 亿人和 0.56 亿人，同比分别增长 7.7% 和 17.1%；全国完成货邮吞吐量 1232.4 万吨，同比增长 0.4%，其中国内航线和国际航线分别为 901.4 万吨和 200.0 万吨，同比分别减少 1.7% 和增长 5.8%。总体来看，我国航空需求增速放缓。

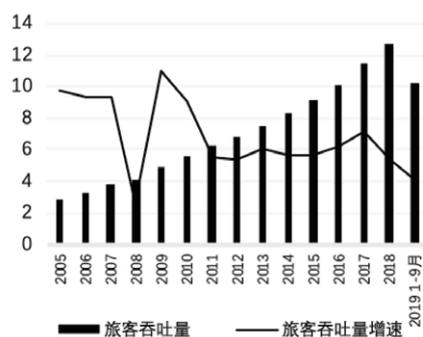
图表 1：2005 年以来我国 GDP、城镇居民人均可支配收入及机场旅客吞吐量增速情况 (%)



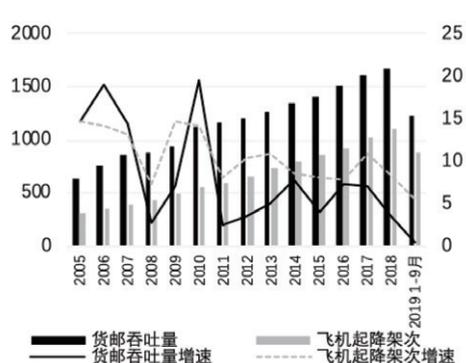
数据来源：Wind，东方金诚整理

从机场运营指标来看，2019 年前三季度，全国机场完成旅客吞吐量合计 10.19 亿人次，同比增长 7.5%，增速较上年全年降低 2.1 个百分点。同期，全国机场货邮吞吐量和飞机起降架次分别为 1232.4 万吨和 871.5 万架次，增速分别为 0.4% 和 5.9%，增速较上年同期分别下降 4.3 个百分点和 3.1 个百分点。

图表 2：近年来我国机场旅客吞吐量情况 (亿人次、%)



图表 3：货邮吞吐量和飞机起降架次情况 (万吨、万架次、%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计未来随着生活水平不断提高，需求结构不断调整优化，消费基础性作用将进一步增强。航空运输在长

距离运输的优势仍然明显，而随着机场布局的逐步完善，航线网络更为密集，航空运输需求仍将持续增长。预计 2020 年，我国机场旅客吞吐量增速仍将维持在 9% 左右，增速持续放缓。

### 预计 2020 年，机场行业投资规模将继续保持增长，供给能力将稳步提高

为满足日益增长的航空运输需求，以及地方经济发展和转型的要求，各级政府持续加大对机场基础设施建设的投入。2019 年以来，武汉、长沙、上海、广州、南宁、合肥、南京、杭州、天津、哈尔滨、长春、沈阳、烟台等地纷纷对机场总体规划进行修编，谋划未来发展，并以 2030 年（近期）、2050 年（远期）为节点，设定未来发展目标。其中，杭州萧山国际机场的年旅客吞吐量终端目标量为 2030 年达到 9000 万人次，武汉天河机场定下了 2030 年旅客吞吐量 7500 万人次的目标，南京禄口机场定下了 2030 年旅客吞吐量 7000 万人次的目标，哈尔滨太平机场定下了 2030 年旅客吞吐量 6500 万人次的目标，长沙黄花机场定下了 2030 年旅客吞吐量 6000 万人次的目标，大部分机场的近期旅客吞吐量目标均在 2018 年的 2 倍~3 倍之间。预计 2020 年，机场行业整体投资规模仍然较大，随着新建基础设施投入使用以及老旧设施的改造升级，行业供给能力将逐步释放。

### 收费标准的下降，将对机场企业的盈利能力带来负面影响

2019 年 5 月 8 日，中国民航局发布《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》，要求降低和规范民用机场收费标准；暂停与飞机起降费相关的收费标准上浮；下调货运航空公司机场收费标准；规范通用航空在运输机场的收费标准，按照不超过运输航空的机场收费标准执行；全面清理和规范机场收费标准。

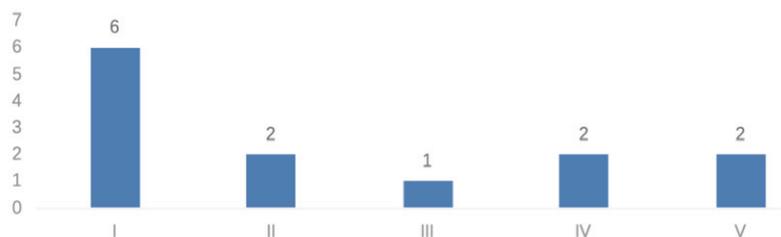
按照上海机场 2018 年年报披露的数据计算，若飞机起降费不再上调 10%，预计机场行业整体毛利润将下降 60 亿元左右。

## 二、机场企业信用表现

截至 2019 年 11 月末，机场行业有存续债券的发债企业 14 家，剔除数据缺失企业和增加上市企业后，东方金诚选取 13 家机场企业（均有发债记录）作为样本（样本企业具体情况见附件）。本文结合规模和市场地位、盈利能力、债务负担保障程度等几个方面评价样本企业信用质量，以观察行业整体信用风险的变化趋势。

13 家机场企业公开市场主体级别分布以 AAA 和 AA+ 为主，其中 AAA 企业 8 家，AA+ 企业 3 家，AA 企业 2 家，总体上机场发债企业信用风险较低。2014 年以来，机场发债企业共计 4 次调级，均为上调，其中 AA 上调至 AA+ 两次（美兰机场和凤凰机场），AA+ 上调至 AAA 两次（萧山机场和浦口机场）。

图表 4：机场样本企业分类分布图



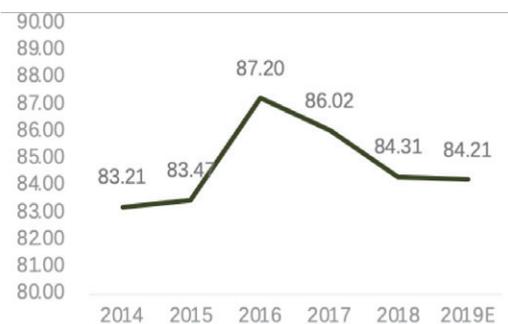
资料来源：Wind，东方金诚整理

### 预计 2020 年，机场行业经营环境稳中走弱，整体信用风险仍处于较低水平

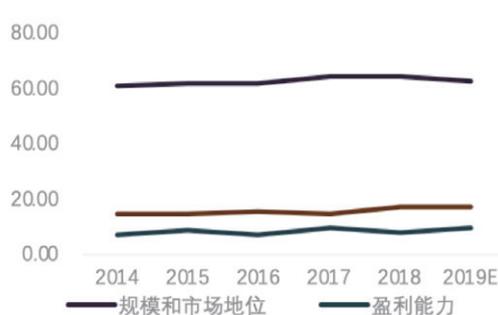
2014 年以来，样本企业总体信用质量较为稳定。近年来国内外宏观经济增速放缓，航空运输需求增速有所下降，导致机场行业经营环境稳中走弱。预计 2020 年，机场行业整体信用风险略有上升，但机场作为公用运输基础设施的重要组成部分，行业整体风险仍处于较低水平。

从一级信用指标看，规模和市场地位指标预计将有所下降，行业盈利能力以及债务负担和保障程度有所提升。

图表 5：近年机场样本企业信用质量变化情况



图表 6：机场样本企业一级信用指标变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

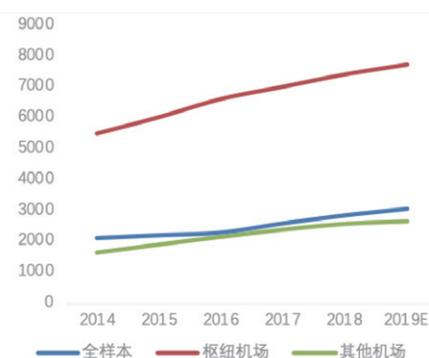
### 1、规模与市场地位

预计 2020 年，受宏观经济影响及机场运输能力的限制，机场旅客吞吐量增速或将持续下降，凤凰机场和美兰机场受海航集团的负面影响或将有所扩大

三大枢纽机场规模地位显著，吞吐量明显高于其他机场。2018 年，首都机场吞吐量突破亿人次，预计未来受大兴机场投入运营，航司逐步转场，吞吐量将保持下降趋势。浦东机场和白云机场将继续维持增长趋势。

受宏观经济增速下降，航空需求增长放缓，以及大型机场自身容量受限影响（全国前 50 机场中 30 多个已处于饱和状态），机场旅客吞吐量增速自 2016 年以来逐年下降。尤其是枢纽机场，受基数较高，且供给端改善时间较长，吞吐量增速处于较低水平。美兰机场和凤凰机场吞吐量增速放缓，或与海航集团整体经营有关。

图表 7：机场样本企业旅客吞吐量中位数（万人次）

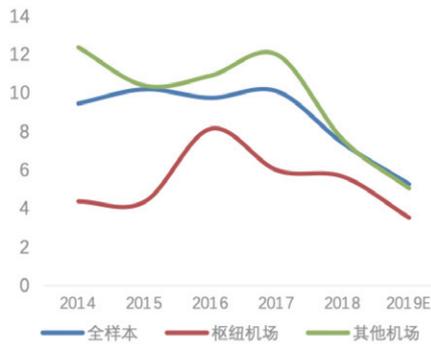


图表 8：机场样本企业旅客吞吐量（万人次）

名称	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
首都机场	7517	10098	9579	9439	8994	8613
浦东机场	5791	7401	7000	6600	6010	5169
白云机场	5450	6972	6581	5973	5520	5478
宝安机场	3934	4935	4561	4198	3972	3627
重庆机场	3369	4160	3872	3589	3240	2926
萧山机场	3018	3824	3557	3159	2835	2553
浦口机场	2311	2858	2582	2236	1916	1628
厦门翔业	2065	2655	2449	2274	2181	2086
新疆机场	1858	2303	2150	2020	1851	1631
美兰机场	1814	2412	2258	1880	1617	1385
凤凰机场	1486	2004	1939	1737	1619	1494
温州机场	934	1122	929	819	736	680
苏南机场	597	721	668	556	461	418

资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 9：机场样本企业旅客吞吐量增速中位数（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 10：机场样本企业旅客吞吐量增速（%）

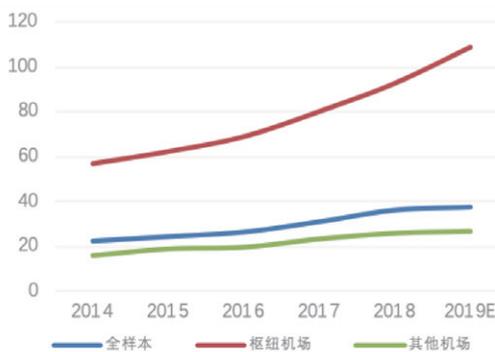
名称	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
首都机场	-0.3	5.43	1.48	4.95	4.42	2.89
浦东机场	3.6	5.72	6.06	9.82	16.27	9.53
白云机场	5.3	5.95	10.17	8.21	0.77	4.44
宝安机场	7.5	8.20	8.66	5.67	9.51	12.41
重庆机场	9.1	7.44	7.88	10.76	10.72	15.80
萧山机场	4.8	7.51	12.58	11.43	11.08	15.43
浦口机场	7.6	10.68	15.50	16.67	17.69	8.47
厦门翔业	3.9	8.45	7.69	4.23	4.56	5.62
新疆机场	5.5	7.10	6.44	9.16	13.46	6.20
美兰机场	0.9	6.81	20.11	16.31	16.70	16.07
凤凰机场	1.5	3.35	11.63	7.27	8.36	16.13
温州机场	12.8	20.82	13.38	11.27	8.21	3.13
苏南机场	11.0	7.84	20.16	20.67	10.27	16.43

三大枢纽机场集团新一轮免税扣点有较大提升，预计免税零售业务将迅速放量，带动非航业务收入的增长，预计上海机场盈利能力显著提升

机场行业收入与吞吐量强相关，枢纽机场收入明显高于其他机场。2018 年，接财政部通知，取消民航发展基金用于白云机场、首都机场和美兰机场返还作为机场收入处理，并自 2018 年 5 月 29 日起设置半年政策过渡期，期满后民航发展基金返还则不再计入收入。因此 2019 年上述三机场收入将有所下降。其余机场除新疆机场外收入均将保持增长。

预计 2020 年，国内机场旅客吞吐量增速仍将维持在 9% 左右，机场航空性收入增长任由保障；而非航业务随着免税店折扣点的提升，以及机场航站楼的改造升级，非航业务收入也将有所提升。综上，机场行业收入仍将有 10% 左右的增长空间。

图表 11：机场样本企业营业收入中位数（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图表 12：主要机场样本企业营业收入（亿元）

名称	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
首都机场	152.81	225.31	193.11	204.26	205.79	221.99
厦门翔业	121.25	141.54	117.08	105.70	102.89	88.02
浦东机场	82.08	93.13	80.62	69.51	62.85	57.51
白云机场	58.33	77.47	67.62	61.67	56.20	55.28
美兰机场	34.23	49.01	39.62	35.78	33.78	36.60
宝安机场	28.10	35.99	33.21	30.36	29.53	29.73
重庆机场	22.04	27.06	24.23	19.85	18.84	16.05
浦口机场	18.35	22.85	22.16	19.28	18.76	15.71
新疆机场	17.56	24.30	21.20	18.45	17.64	13.74
凤凰机场	10.37	14.11	13.95	11.49	9.75	8.59
苏南机场	3.81	4.66	4.03	3.25	2.66	2.24

免税零售是机场非航空性收入的重要来源。随着免税运营商业规模的扩大（如中免收购日上），规模效应使得运营商采购、物流等渠道成本下降，在新一轮免税招标中，免税运营商给予枢纽机场远高于上一轮的扣点率，机场业务收入分成比例显著提高。其中，截至 2019 年 9 月末，首都机场的综合扣点率为 43.5% ~ 47.5%，较上一轮扣点率提升约 15 个百分点；上海机场的综合扣点率为 42.5%，较上一轮扣点率提升约 20 个百分点；白云机场的综合扣点率为 35% ~ 42%，较上一轮扣点率提升约 15 个百分点。

枢纽机场的高扣点率预计将集中在 2019 年开始转化为免税零售业务的利润，带动上述企业非航空性业务利润上涨。预计 2020 年，上海机场、首都机场和白云机场等企业非航收入仍将保持较高水平。

图表 13：枢纽机场免税店情况（亿元、年）

企业名称	运营商	扣点率	协议期	2019E 免税收入
上海机场	日上上海	42.5%	2019 ~ 2025	43.00
白云机场	中免	35.0% ~ 42.0%	2018 ~ 2024、2026	6.50
首都机场	中免	43.5% ~ 47.5%	2018 ~ 2025	50.00

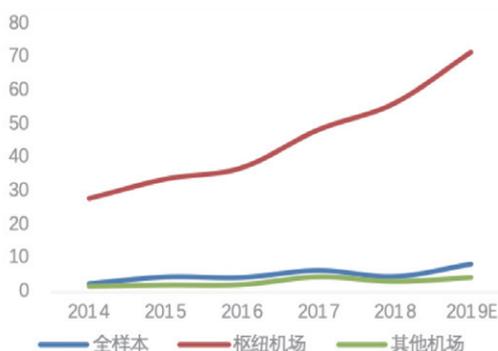
资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 2、盈利能力

机场行业利润水平较为稳定，枢纽机场显著高于其他机场，美兰机场和凤凰机场盈利水平受海航集团内部关联方的经营影响仍然较大，而部分机场仍长期处于亏损状态

枢纽机场利润水平显著高于其他机场。预计 2019 年，首都机场和浦东机场利润总额将继续保持增长；白云机场受 T2 航站楼转固后折旧增长，以及民航基金不在计入收入影响，利润有所下降。美兰机场和凤凰机场有较大部分资金用于海航集团内部资金往来和投资，利润受海航集团内关联方的经营影响较大，预计 2020 年盈利将持续走弱；重庆机场仍将出现大额亏损，新疆机场和苏南机场仍处于微利或亏损。

图表 14：机场样本企业利润总额中位数（亿元）



图表 15：主要机场样本企业利润总额（亿元）

名称	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
浦东机场	52.74	56.30	48.42	37.18	33.80	28.06
首都机场	50.36	64.22	56.05	41.18	48.39	37.61
厦门翔业	12.25	16.03	15.59	12.98	10.66	9.66
美兰机场	8.73	3.17	6.28	4.85	6.84	4.69
白云机场	8.20	15.38	21.66	19.05	17.52	15.50
宝安机场	6.28	8.76	8.88	7.55	7.40	3.52
浦口机场	4.20	4.56	2.22	1.53	0.58	1.92
新疆机场	3.09	-0.33	-1.04	-1.12	-0.44	-1.12
苏南机场	0.62	0.65	1.14	-0.10	-0.48	-0.10
凤凰机场	0.47	2.77	6.23	4.30	4.42	2.55
重庆机场	-9.66	-15.59	-6.52	1.00	1.97	1.25

资料来源：Wind，东方金诚整理

## 3、债务负担保障程度

机场企业整体债务水平较低，但受机场改扩建等因素影响，总体债务水平有所上升，其中枢纽机场资产负债率仍低于其他机场，美兰机场和凤凰机场往来款较多，债务总量较高

美兰机场和凤凰机场受海航集团往来款影响，债务处于较高水平；厦门翔业其他业务较多，近年来债务水平有所下降，但随着翔安机场规划落实，未来债务将会上升；温州机场和重庆机场，近年来为 T2 和 T3 航站楼的建设，融资较多，债务率亦相对较高。

图表 16: 机场样本企业资产负债率中位数 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 17: 主要机场样本企业资产负债率 (%)

名称	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
浦东机场	13.81	7.42	7.50	16.03	16.03	18.20
宝安机场	14.30	13.35	14.46	14.10	14.10	37.60
浦口机场	17.52	20.95	30.91	36.90	36.90	42.67
白云机场	38.25	41.84	32.95	38.71	38.71	20.02
苏南机场	39.57	40.07	50.74	57.22	57.22	54.85
凤凰机场	45.65	41.65	39.04	40.53	40.53	50.42
首都机场	47.75	46.52	43.59	48.89	48.89	54.69
新疆机场	49.82	51.09	50.04	41.32	41.32	16.34
厦门翔业	56.16	62.90	65.52	66.25	66.25	65.09
美兰机场	59.65	60.63	45.34	48.15	48.15	58.65
重庆机场	60.60	58.25	50.15	39.39	39.39	38.37

机场企业偿债能力有所上升, 但分化明显, 部分企业持续亏损, 而美兰机场和凤凰机场的高额债务偿还还需要海航机场支撑

机场企业经营获现能力较为稳定, 其对短期债务的保障能力有所提升。其中浦东机场债务水平低, 经营获现能力强, 偿债能力始终处于较好水平。重庆机场近年来持续亏损, 且 T3 航站楼融资较高, 偿债能力有所下降; 美兰机场和凤凰机场在海航集团中起到一定融资职能, 其债务需要海航集团支撑。

图表 18: 机场样本企业经营性现金流流动负债比中位数 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 19: 机场样本企业经营性现金流流动负债比 (%)

名称	2019E <sup>1</sup>	2018	2017	2016	2015	2014
苏南机场	300.67	66.14	23.49	20.91	14.17	442.41
新疆机场	102.42	6.31	9.65	6.12	27.87	93.24
浦东机场	98.47	195.37	199.90	59.64	131.51	133.32
宝安机场	58.19	58.88	57.26	65.05	69.96	49.04
白云机场	38.78	31.92	40.01	74.99	73.41	33.88
温州机场	36.45	33.23	18.54	13.94	8.22	36.45
萧山机场	33.29	27.70	19.77	14.53	4.20	33.29
浦口机场	26.27	53.80	50.22	20.41	17.15	6.29
凤凰机场	21.15	6.74	11.22	11.98	11.34	13.14
厦门翔业	17.83	10.20	11.35	13.51	19.03	11.22
首都机场	16.81	24.75	14.63	12.53	10.26	22.28
美兰机场	6.95	6.82	16.73	38.64	2.87	8.07
重庆机场	-17.62	12.87	8.75	52.73	46.09	-14.83

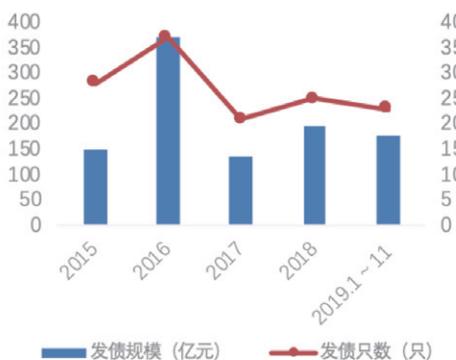
### 三、机场企业债市表现

机场企业 AAA 级信用利差显著下降, AA+ 级信用利差有所上升

近年来, 机场样本企业信用债发行规模有所波动, 行业整体发债规模不大。2019 年 1~9 月, 机场企业新发债券主要为中期票据和短期融资券, 且全部为 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人, 低等级主体发行债券难度较大; 从发行利差来看, AAA 主体发行利差同比显著下降, AA+ 主体发行利差有所上升。

<sup>1</sup> 2019 年经营性现金流流动负债比为年化数。

图表 20: 机场样本企业近年新发债券规模情况



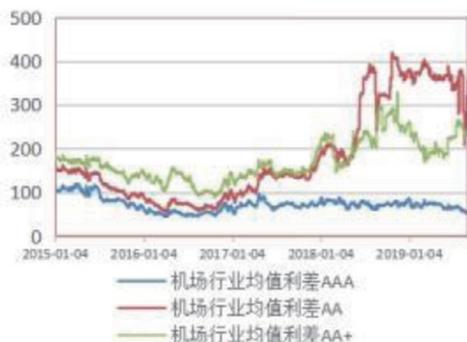
资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 21: 2019 年 1~9 月机场企业发行利差情况 (BP、%)

类型	期限	主体等级	利差区间	利差均值	同比
中票	3 年	AAA	35.55	35.55	-126.09
		AA+	183.78-449.62	349.73	28.35
短期融资券	1 年以下	AAA	78.61-101.9	90.26	-
		AA+	394.44-469.72	432.08	-
企业债	10 年	AAA	152.95	152.95	-
		AA+	266.73	266.73	-

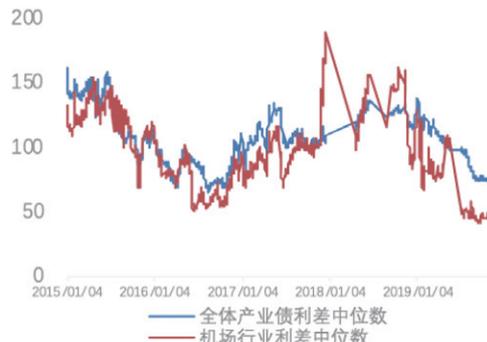
机场行业不同等级信用利差走势有所分化。近年来机场行业 AAA 等级信用利差整体表现较为稳定, 2019 年以来略有下降, AA 和 AA+ 等级信用利差均波动上升, 等级利差走阔, 投资者风险偏好下降, 呈现结构性紧信用特征。

图表 22: 机场行业不同等级信用利差对比 (BP)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图表 23: 机场行业债券与产业债信用利差对比 (BP)



#### 四、结论

预计 2020 年, 国内航空运输需求、吞吐量增速放缓, 机场行业盈利增速放缓, 行业信用风险总体较稳定, 但部分机场受关联方的影响信用风险将有所上升

整体来看, 2020 年机场行业信用风险总体较稳定。预计 2020 年, 我国机场旅客吞吐量增速将维持在 9% 左右, 增速持续放缓; 机场行业投资规模将继续保持增长, 机场网络布局日趋完善, 供给能力持续提高。从全行业来看, 机场行业利润水平较为稳定, 盈利增速将放缓, 枢纽机场免税零售业务放量, 带动非航业务收入快速增长, 美兰机场和凤凰机场盈利水平受海航集团内部关联方的经营影响仍然较大, 而部分机场仍长期处于亏损状态; 机场企业整体债务水平较低, 但受改扩建等影响, 总体债务水平仍将有所上升; 机场企业偿债能力有所上升, 但分化明显, 部分机场受关联方的影响信用风险将有所上升。

附件：机场样本企业分组及 2019 年 1～9 月主要指标情况（单位：万人次、%、亿元）<sup>2</sup>

样本分组	企业名称	旅客吞吐量	旅客吞吐量增速	总资产	资产负债率	营业收入	净资产收益率	利润总额
I	广州白云国际机场股份有限公司	5450.71	5.30	260.36	37.79	57.89	4.17	9.00
	首都机场集团公司	7516.83	-0.30	1864.34	43.95	153.59	4.85	61.07
	上海国际机场股份有限公司	5790.72	3.60	334.73	9.87	81.83	13.96	53.57
	杭州萧山国际机场有限公司	2012.24	4.80	173.48	31.57	19.59	3.42	5.39
	深圳市机场股份有限公司	3934.66	7.50	139.40	14.13	27.86	3.92	6.05
	东部机场集团有限公司	2311.14	7.60	187.80	18.56	18.20	1.53	3.51
II	厦门翔业集团有限公司	2064.69	3.90	352.74	60.94	113.14	6.61	12.24
	新疆机场(集团)有限责任公司	1858.25	5.50	211.45	50.05	18.21	2.42	2.55
III	重庆机场集团有限公司	3369.04	9.10	350.52	58.29	21.63	-5.90	-8.58
IV	海口美兰国际机场有限责任公司	1814.15	0.90	510.66	58.46	35.49	4.16	11.93
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	1485.51	1.50	265.75	46.09	11.49	0.54	0.79
V	无锡苏南国际机场集团有限公司	596.54	11.00	36.26	39.77	3.77	2.27	0.56
	温州机场集团有限公司	622.84	12.80	82.84	54.41	4.42	-0.35	-0.11

<sup>2</sup> 萧山机场和温州机场由于未公布三季报，故此列示 2019 年上半年主要信用指标。

## 港口行业信用风险回顾与 2020 年展望

工商企业二部 李晓娜

行业信用质量：2019 和 2020 年信用质量总体稳定



港口样本企业主要数据和指标



资料来源：Wind，东方金诚整理

注：营业收入和利润总额为样本企业的合计值，毛利率为中位值。

### 主要观点

- 2019 年，受全球经济增速放缓和贸易保护主义持续升温影响，我国港口货物吞吐量低速增长，但在运输结构调整下，内河港口吞吐量提振明显；
  - 预计 2020 年，全球经济有望低位回暖，但贸易摩擦和地缘政治紧张局势带来的下行风险突出，我国经济仍处于结构性调整阶段，港口货物吞吐量将维持低速增长；
    - 内河建设的持续投入和运输结构的深化调整将继续提升内河货运能力和货物吞吐量；
    - 政策逆周期加码有望支持煤炭、钢铁等大宗商品的运输需求；具有货种、区位优势和腹地经济较好的企业盈利可获得一定支撑；
  - 2020 年，港口行业整合将继续推进，去杠杆环境下债务负担相对可控，信用质量将维持稳定。

## 一、行业基本面

预计 2020 年，全球经济有望低位回暖，但贸易摩擦和地缘政治紧张局势带来的下行风险突出，我国经济仍处于结构性调整阶段，港口货物吞吐量将维持低速增长

2019 年，全球经济增速放缓，地缘政治风险此起彼伏，贸易保护主义持续升温，新兴经济体结构性调整问题仍然突出，经济下行风险加大。我国 GDP 同比增速 2019 年前三季度为 6.2%，三季度为 6%，创 1992 年以来新低。进出口方面，受 2019 年中美贸易摩擦和全球经济放缓影响，前三季度我国进出口增速由上年的 6.9% 下降至 2.8%。

在此背景下，2019 年我国港口吞吐量<sup>1</sup> 增速保持低速增长，但略有回升，主要是在海铁联运、“一带一路”、港口资源整合和长江经济带等重大发展战略的深入实施下，内贸和内河港口吞吐量实现快速增长。2019 年 1~10 月，我国港口实现货物吞吐量 115.11 亿吨，按可比口径计算，同比增长 5.1%；其中外贸货物吞吐量 35.99 亿吨，同比增长 4.3%，内贸货物吞吐量 79.12 亿吨，同比增长 5.5%。

2020 年全球经济有望低位回暖，但贸易摩擦和地缘政治紧张局势带来的下行风险突出；我国经济仍处于结构性调整阶段，预计经济增速将与本年基本持平，港口货物吞吐量将维持低速增长。

图 1：2010 年~ 2018 年及 2019 年 1~ 10 月全国港口货物吞吐量及增速



资料来源：Wind，2019 年为全国港口货物吞吐量，东方金诚整理

预计 2020 年，港口投资规模或将略有回暖，内河建设的持续投入和运输结构的深化调整将继续提升内河货运能力和货物吞吐量

近年来，国家出台《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》、《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》等多项政策推动大宗货物“公转铁”、“公转水”，提升多式联运发展水平，推进江海联运和江海直达运输发展，完善集疏运结构。2019 年 1~10 月，我国沿海港口吞吐量为 76.31 亿吨，同比增长 3.7%，内河港口吞吐量 38.79 亿吨，同比增长 8.5%；前三季度，我国长三角及北部 17 个海主要港口矿石、焦炭等大宗货物铁路和水路疏港比例由 2017 年的 31% 增长到 42%，增长了 11 个百分点。政策推动有助于水运货物吞吐量提升，随着运输体系的不断完善，内河港口货物吞吐量增长明显。

2019 年 1~10 月，我国水运交通固定资产投资额同比下降 1.73%，降幅略有收窄，其中沿海投资额 421.45 亿元，同比下降 4.95%；内河投资额为 422.33 亿元，同比增长 1.31%，投资继续分化。2019 年 11 月国务院决定将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%，港口投资规模或将略有回暖。但是我国沿海港口经历了前期高速建设期后，港口资源供给过剩，提升空间有限；相较之下，内河航道在《全国内河

<sup>1</sup> 2019 年港口吞吐量数据为全国口径。

航道与港口布局规划》和《关于推进长江航运高质量发展的意见》等政策推进下正处于快速发展时期，布局日趋完善。预计 2020 年，内河建设的持续投入和运输结构的深化调整将继续提升内河货运能力和货物吞吐量。

2020 年在政策逆周期调节支撑下，基建、房建等投资的增长有望支撑煤炭、钢铁等大宗货物运输需求

分货种来看，煤炭方面，2019 年 1~10 月，我国重点港口煤炭运量为 6.54 亿吨，同比小幅增长 4.63%，主要是 2018 年北方港口发运基数较高，2019 年第三季度进口煤量大幅增加，以及电厂煤炭库存过高抑制需求所致。

图 2：2018 年我国规模以上港口吞吐量构成情况

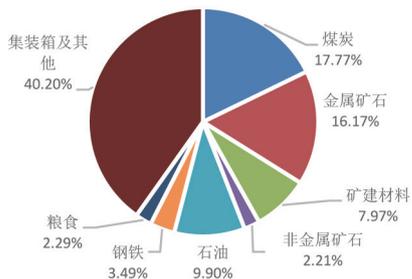


图 3：2018 年~2019 年 10 月重点港口煤炭运量情况 (亿吨)



资料来源：Wind，交通运输部，东方金诚整理

金属矿石方面，2019 年巴西淡水河谷矿难和澳洲飓风导致上半年进口铁矿石供给有所下降，需求端短期来看，随着国外铁矿石供应回升，供需矛盾有所缓解，国内钢厂具有一定补库存需求。2019 年 1~10 月，我国铁矿石进口量 8.77 亿吨，同比下降 1.61%。

石油方面，2019 年我国原油进口依赖度已增至 72% 以上，前三季度，原油进口量为 36904 万吨，同比增长 9.7%；原油表观消费量 51141.20 万吨，同比增长 7.59%。但是，全球贸易摩擦加剧和主要经济体经济走弱仍然压制原油需求。11 月，商务部公布 2020 年原油非国营贸易进口允许量为 2.02 亿吨，与 2019 年持平，预计 2020 年原油进口量增速将有所放缓。

图 4：2010 年以来重点港口金属矿石吞吐量情况

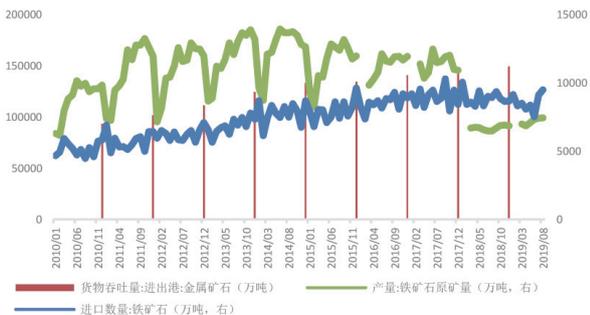
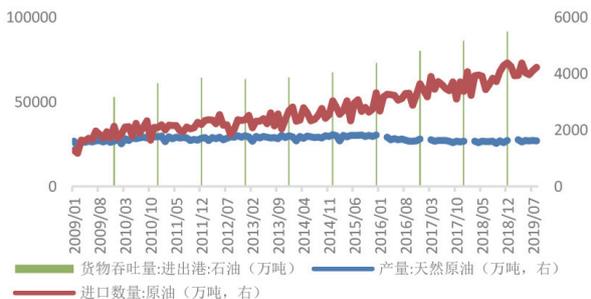


图 5：2009 年以来重点港口石油吞吐量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

集装箱吞吐量与国际贸易环境关系密切，2019 年 1~10 月，全国集装箱吞吐量 2.17 亿 TEU，同比增长 4.5%，增速较上年下降 0.8 个百分点；其中沿海港口集装箱吞吐量 1.93 亿 TEU，同比增长 4.0%，内河港口吞吐量 2472 万 TEU，同比增长 8.7%。

2020 年，国内经济仍将处于结构调整期，政策逆周期调整有望托底经济，在政策逆周期调节支撑下，基建、房建等投资的增长有望支撑煤炭、钢铁等大宗货物运输需求，散杂货吞吐量预计将稳定增长，集装箱吞吐量受

宏观经济增速放缓影响，增速或将继续趋缓。

### 预计 2020 年，港口资源整合仍是行业主旋律，区域竞争问题有望得到缓解

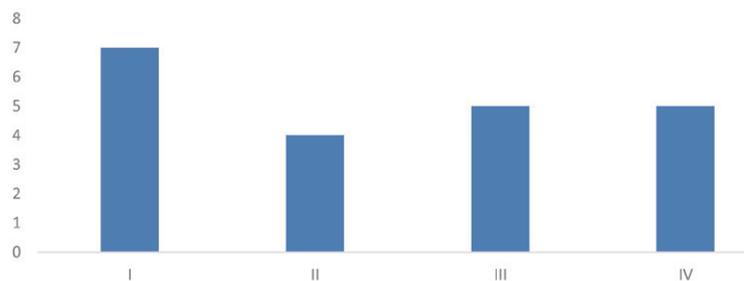
前期我国经济的快速发展和外贸的繁荣带来了港口货物吞吐量的快速增长和港口大规模的投资建设，2014 年开始，我国港口货物吞吐量增速放缓，港口企业大规模建设的后遗症也开始显现，如企业债务负担压力较大，区域港口同质化严重，以及低价竞争抢夺货源等。2015 年，浙江省宁波舟山港的合并开启了港口整合的先河，之后海南、江苏、安徽等地先后出台地区性整合相关政策，2019 年港口整合提速，招商局辽宁获得辽港集团控制权，山东省成立山东港口集团对省内四大港口集团进行整合。从整合效果来看，浙江、江苏省港口资源对省内资源运营效率的提升和吞吐量的增长起到明显的提升作用；辽宁省港口资源的整合缓解了营口港和大连港债务压力；北部湾港和赤湾港等作为地区或集团整合的平台，战略地位和资产规模的提升，均对其信用质量起到积极作用。

总体来看，我国沿海省份均已出台相关政策推进港口整合，整合层面以省级为主，且整合地区由沿海省份向湖南、四川等内陆省份延伸，由于各地港口资源运营主体不同，整合难度、进程和效果各不相同，但整合的推进有望缓解区域竞争问题，提升资源利用效率。

## 二、港口企业信用表现

本文选取 21 家<sup>2</sup> 发债港口企业作为样本进行信用表现分析，样本企业中除了锦州港股份有限公司无实际控制人，招商局港口集团股份有限公司为央企之外，其余企业均为地方性国企。本文结合规模和市场地位、盈利能力、债务负担保障程度几个方面对样本企业信用质量进行排序。

图 6：港口样本企业分组分布图（个）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，港口企业盈利能力承压，但是在企业规模增长和债务负担缓解下，整体信用质量相对保持稳定

2019 年，港口样本企业整体信用质量与 2018 年基本持平，其中规模及市场地位略有提升，去杠杆环境下债务负担有所减轻，债务保障程度有所增强，对港口企业的信用水平形成一定支撑，但是样本企业整体盈利能力有所下降。

预计 2020 年，面临全球经济下行风险，港口企业货物吞吐量的增长面临一定压力，沿海港口大规模投资期已经过去，企业投资增速将放缓，同时港口收费政策的改革和港口企业的多元化扩张对企业盈利能力的增长也带来挑战，降杠杆环境下港口企业债务负担整体可控，综合来看预计港口样本整体信用质量相对保持稳定。其中，

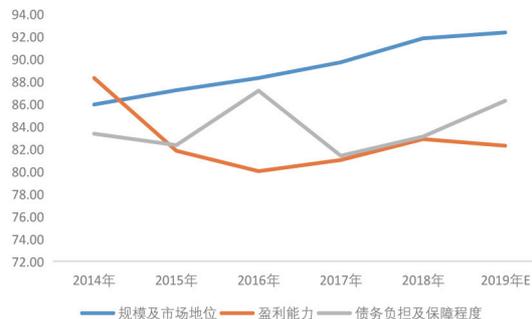
<sup>2</sup> 若母子公司均为发债企业，仅保留母公司数据。

具有良好货种、区位优势和腹地经济的港口企业业绩增长将获得较好支撑，但是前期举债扩张的企业仍需警惕行业慢增长环境下，债务对自身盈利能力的侵蚀。

图 7：样本企业整体信用质量变化情况



图 8：样本企业各一级指标信用指标变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

### 1. 盈利能力和运营效率

预计 2020 年，港口货物吞吐量的增长和多元化业务拓展将支持样本企业营业收入继续增长，但非传统港口业务的拓展或将拉低整体毛利率水平，具有货种、区位优势和腹地经济较好的企业可获得一定盈利支撑

2019 年前三季度港口企业营业收入中位数保持增长趋势，一则是货物吞吐量的增长带动，一则是多元化业务的扩张，港口企业往往选择贸易、港口建设、房地产、金融等其他业务类型作为传统港口业务补充，另外如招商局港口集团有限公司，通过重组获得了经营及财务数据的大幅提升。同期，样本企业毛利率较前期有所下降，一方面是国家近年来为降低物流成本发布《港口收费计费办法》等多个文件，降低港口经营服务性收费，同时由于人工和折旧成本上升，区域港口竞争激烈等原因，传统港口业务毛利率受到一定影响；另一方面则由于港口企业向多元化业务结构发展，多开展贸易、综合物流等毛利率相对较低的业务作为传统港口业务的拓展和补充，致使行业整体毛利率水平有所下降。此外，港口企业经营利润分化明显，集装箱干线港上海港、宁波舟山港、深圳港、广州港和青岛港主业获利能力突出，2019 年前三季度合计占行业主营业务利润 80% 以上，此外，具有集疏运条件和区位优势唐山实业、日照港盈利表现也较强，而经历港口整合的大连港和营口港盈利水平均明显改善。

图 9：样本企业营业收入中位数变化情况（亿元）



图 10：样本企业毛利率中位数变化情况（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，港口货物吞吐量的增长和多元化业务的拓展将支持样本企业营业收入继续增长。在国内外宏

观经济增速承压和我国港口同质化严重，区域竞争激烈的背景下，传统港口业务的增长空间受限，港口一体化产业链和多元化业务方向的发展仍将是港口企业的主要趋势。同时，人工、折旧等生产成本的上升和毛利率较低的非港口业务的拓展，将对港口企业的成本控制能力和经营管理水平提出更高的要求，样本企业整体毛利率水平预计有所下降。具有货种结构优势的企业，如集装箱大港上港集团、舟山港集团、青岛港集团、广州港集团等，区位优势的企业，如河港集团，和腹地经济较好的企业，如山东省内的港口等，可获得一定盈利支撑，而辽宁省港口需警惕腹地经济增速缓慢导致的货源生成不足。此外，我国多地港口都在向港口资源整合方向推进，且广西省和浙江省的港口资源整合已见成效，辽宁、山东等地的港口整合也持续推进，区域港口的无序竞争问题有望缓解，盈利能力和运营效率或将提升。

表 1：2018 年及 2019 年 1～9 月部分样本企业营业收入和毛利率情况（亿元、%）

企业简称	2018年营业收入	2019年1-9月营业收入	同比变动	2018年毛利率	2019年1-9月毛利率	同比变动（百分点）
上港集团	380.43	266.10	2.02%	31.74	30.65	2.29
舟山港集团	291.97	252.90	17.10%	20.99	25.33	4.08
天津港集团	293.31	203.57	-3.10%	15.30	16.03	-0.89
日照港集团	198.76	171.09	-7.33%	16.86	15.00	1.14
河港集团	157.36	120.28	2.74%	18.53	16.20	-2.36
招商港口	97.03	90.13	404.75%	40.85	38.11	-2.50
青岛港	117.41	89.43	3.76%	30.88	34.17	0.92
唐港集团	101.99	86.01	19.16%	20.17	17.91	-1.49
大连港集团	109.76	65.11	-15.53%	20.87	30.49	16.33
连云港港	125.29	101.28	12.24%	9.62	13.12	1.22
烟台港集团	80.68	63.21	9.35%	21.68	22.81	-0.44
营口港务集团	88.53	60.30	-11.24%	19.16	24.68	6.66
珠海港集团	56.68	59.72	46.24%	12.94	8.38	-4.75
重庆港务	86.08	53.32	-27.30%	7.28	7.11	-0.03
大丰海港控股	80.38	73.86	-1.08%	4.60	4.18	-0.11
锦州港	59.22	57.20	31.11%	12.04	11.53	0.20
茂名港集团	17.85	24.66	113.26%	2.88	1.84	-0.82
武港集团	19.24	14.40	-2.58%	1.17	-1.77	-2.86
南京港	7.18	5.46	0.17%	48.32	47.40	-0.75

资料来源：Wind，东方金诚整理

## 2. 规模和市场地位

预计 2020 年，受宏观经济增长承压和港口投资增速放缓影响，港口企业资产总额和货物吞吐量保持小幅增长

规模和市场地位方面，总体来看，受样本企业港口设施等相关资产的建设投入和港口企业多元化业务发展带动，2019 年样本企业资产总额小幅增长，但增速较前期有所放缓，主要是受宏观经济增速承压以及港口行业投资放缓影响。分区域来看，内河港口受体量影响投资规模较小；沿海港口中，渤海湾的日照港、烟台港等和吞吐量排名靠前的宁波舟山港、上海港、广州港等投资规模相对较大，主要是自身港口设施的智能化、信息化、综合化升级。此外，辽宁省的营口港和大连港受港口资源整合影响投资规模大幅放缓。从货物吞吐量情况来看，样本企业货物吞吐量中位数持续增长，港口样本企业吞吐量合计约占全国主要港口吞吐量的一半，且增速与全国主要港口货物吞吐量增速趋势相同。分地区来看，辽宁和河北地区港口吞吐量明显放缓，辽宁省或受腹地经济不振，需求放缓以及周边港口分流影响，河北港口则受单一货种影响较大；而山东及南部港口吞吐量增长明显，强劲的腹地经济环境和南部港口集疏运体系的完善对货物吞吐量的增长起到较好支撑。

图 11：样本企业资产总额中位数变化情况（亿元）



图 12：样本企业货物吞吐量中位数变化情况（万吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，受宏观经济增长承压和港口投资增速放缓影响，港口企业资产总额和货物吞吐量保持小幅增长。具体来看，目前港口设施的投资方向主要是提升港口综合服务能力，推进绿色港口、智慧港口、平安港口建设，智能化港口设施的升级给企业带来一定的投资和融资需求。从业务来看，在海铁转运、水水转运、内河和内陆经济带具有良好布局优势和强劲的腹地经济的企业在宏观经济下行压力下具有相对较强的抵抗能力，如广州港集团依靠“一带一路”的机遇和多式联运的发展 2019 年货运量增幅明显，既是海港又是江港的上海港早已布局内河嘉兴港、安吉港等港口，在内河航运上升为国家战略的同时，集装箱货源得到良好支撑。

表 2：2014 年~2018 年末及 2019 年 9 月末部分样本总资产情况

企业名称	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年9月末	趋势
上海集团	942.80	985.15	1167.85	1412.35	1443.67	1403.18	↑
舟山港集团	658.42	689.34	722.11	756.72	895.87	875.31	↑
天津港集团	1333.88	1360.08	1202.31	1259.28	1343.04	1375.78	↑
日照港集团	486.95	546.40	556.16	550.30	597.29	637.70	↑
河港集团	574.18	532.38	517.07	589.33	581.49	613.28	↑
招商港口	69.36	69.14	66.20	79.75	1280.18	1526.33	↑
青岛港	285.69	316.82	382.83	480.54	487.66	520.15	↑
唐港集团	216.01	237.47	258.31	280.11	279.12	290.02	↑
大连港集团	763.84	992.80	1028.13	1085.61	881.80	886.47	↑
连云港港	426.92	452.50	490.25	555.45	556.37	612.99	↑
烟台港集团	297.59	346.87	374.51	400.48	426.80	439.06	↑
营口港务集团	1059.85	1092.70	1096.41	1114.22	881.15	782.73	↑
珠海港集团	150.09	205.77	216.87	224.47	259.67	282.24	↑
重庆港务	223.97	202.71	199.32	204.13	205.82	211.37	↑
大丰海港控股	225.46	250.40	282.54	288.00	326.19	366.55	↑
福州港	121.95	120.04	122.38	155.86	164.92	171.57	↑
茂名港集团	40.58	55.11	70.53	70.76	74.19	88.99	↑
武港集团	34.30	40.00	45.10	45.49	45.16	45.19	↑
南京港	10.55	10.90	46.92	46.91	46.92	47.46	↑

资料来源：Wind，东方金诚整理

### 3. 债务保障程度

#### 2020 年，港口企业的债务负担仍将可控，债务保障程度将略有改善

债务负担保障程度方面，2019 年前三季度，港口样本企业速动比率和资产负债率有所转好。具体来看，港口企业去杠杆成效有所显现，行业资产负债率在 2019 年有所下降，但具体企业降杠杆的措施不同，如上海港集团通过自有资金偿还大量短期债务；营口港在股东现金、股权注资和债转股等措施协助下，资产负债率明显下降。速动比率方面，样本企业 2019 年长短期债务结构比率有所改善，速动比率有所提升，其中，上海港是由于偿还大量短期债务，速动比率提升明显；大连港通过以长期债务替代短期债务，连云港则是由于长期债务规模增长大幅增加货币资金，提升现金充裕度。

图 13：样本企业速动比率中位数变化情况（%）



图 14：样本企业资产负债率中位数变化情况（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

全部债务资本化比率方面，受企业经营活动及融资活动的安排，各企业表现差异较大，青岛港、厦门港等集装箱干线港通过自身经营积累、业务聚焦和增加权益资本方式将全部债务资本化比率基本控制在 30% 左右，而渤海湾地区的天津港、烟台港、日照港受前期投资规模较大影响，全部债务资本化比率维持在 60% 左右，茂名港、锦州港和珠海港虽然全部债务资本化比率不高，但是由于港口的规模效应距其他发债企业略有差距，仍要注意融资成本对利润的影响。整体来看，样本企业通过股权融资，增加权益资本，自身收益积累等方式提升权益资本比率，降低债务资本化比率，样本企业债务负担有所减轻。

图 15：样本企业资产负债率平均数变化情况（%）

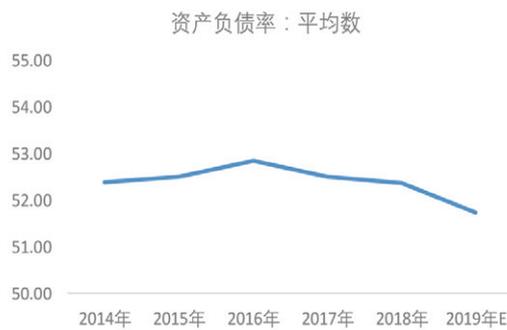
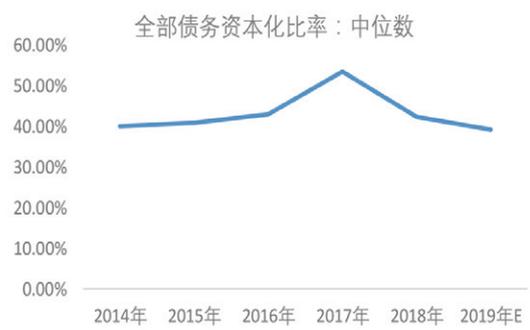


图 16：样本企业全部债务资本化比率中位数变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2020 年，在国家促基建的背景下，港口企业的投资将略有上升，但是在区域港口竞争激烈的环境下，整体投资增速仍将维持低位，港口企业的债务融资需求仍以置换到期债务为主，债务负担总体可控。且在 2019 年部分企业调整债务融资结构，增加权益资本措施下，港口企业债务保障程度将略有改善。但是由于港口设施资本投入较大，回收期长，前期投入规模较大，债务负担较重的企业，需警惕融资成本对港口企业盈利能力的侵蚀影响。

### 三、港口行业债市表现

港口行业发债主体以高等级企业为主，信用利差仍维持低位

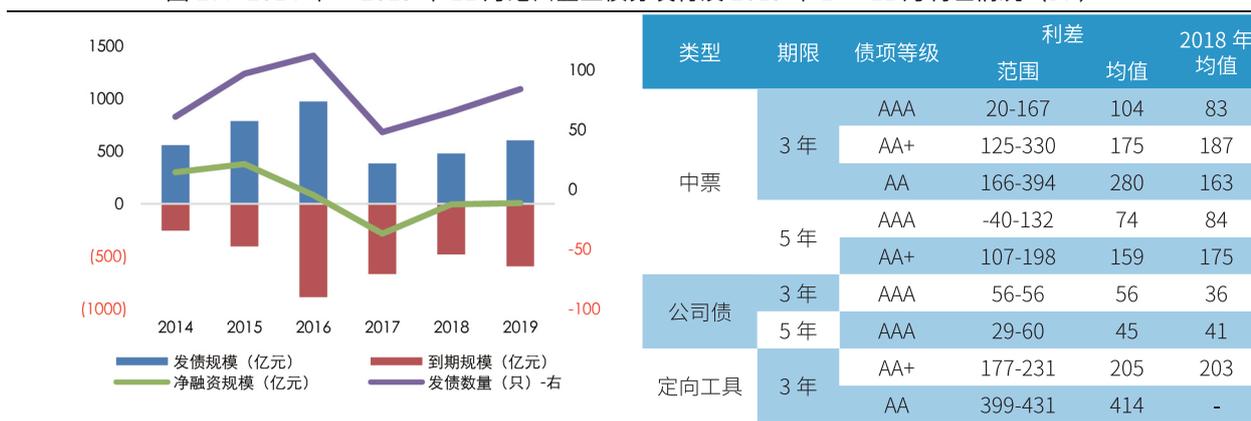
2019 年港口企业<sup>3</sup>债券发行数量和发行规模同比明显增长，1～11 月，港口企业发债数量为 84 只，同比

<sup>3</sup>全口径数据。

增长 42.40%；发债规模为 601.10 亿元，同比增长 42.30%。但是，从净融资规模来看，2018 年和 2019 年 1~11 月，港口行业债券融资渠道净流入规模趋近于 0，存续债券规模相对稳定。截至 2019 年 11 月末，港口企业存续债规模 1412.20 亿元，存续债数量 184 只，发债主体数量 36 家。从债务期限结构来看，2020 年~2022 年，港口企业仍有一定规模的偿债压力，相较前期来看整体偿债压力可控。

从主体信用等级来看，港口行业发债主体仍集中在高等级企业，2019 年 1~11 月，AA+ 以上发债企业数量占当期发债企业总数的 70.83%，发行规模占总规模的 82.53%。从发债规模来看，同期，新发债券平均发行规模为 7.16 亿元，同比略降低 2.38%，呈现小额多笔现象。从 2019 年发债企业的发行利差来看，AAA 级企业利差升幅明显低于 AA+ 及 AA 级企业，但港口行业各级别主体之间利差范围较大。

图 17：2014 年~2019 年 11 月港口企业债券发行及 2019 年 1~11 月利差情况 (BP)



资料来源：Wind，东方金诚整理

由于港口行业具有一定的公共事业属性，行业信用利差较低，2019 年以来，虽然全体产业债信用利差有所抬升，但对比来看，港口行业的信用利差整体位于全体产业债信用利差下方，与交通运输行业信用利差拟合度较高，但高于细分行业中的高速及铁路行业信用利差。

分级别来看，行业内 AAA 企业的信用利差走势较为平稳，AA+ 级企业信用利差持续下降，体现出港口行业的低风险溢价和融资成本，而 AA 企业信用利差波动较大。

预计 2020 年，港口行业发债主体将仍以高等级发行人为主，在行业投资增速放缓和去杠杆的宏观背景下，港口行业融资规模预计将维持稳定。

图 1：2014 年~2019 年 11 月港口行业信用利差情况 (BP)



资料来源：Wind，东方金诚整理

#### 四、结论

预计 2020 年，港口企业业务和规模将低速增长，多元化业务发展限制盈利能力提升，去杠杆仍将持续，港口企业信用质量将维持稳定

港口的大规模建设期已经过去，港口行业供给过剩，预计 2020 年投资规模增长有限；逆周期调节下，大宗货物需求增长将维持稳定，港口吞吐量增速将维持低位，但是具有区位优势 and 良好腹地经济的港口企业具有一定发展优势，可为其资产和吞吐量的增速提供一定支撑。

港口行业收费政策的改革和国内港口的无序竞争限制了传统业务毛利的增长，同时非港口业务的扩张和人工折旧费用的上升，也导致了企业毛利率水平整体有所下降。港口企业规模优势突出，吞吐量的提升有助于摊薄单位成本，且费率上集装箱高于散杂货，油品高于干散货，因此具有规模优势和集装箱、油品等货种优势的企业仍将保持相对优势。

样本企业的短期债务压力依然较大，但随着各地区整合港口资源，各区域港口无序竞争的格局有望得到缓解，同时在港口企业努力去杠杆的作用下，预计 2020 年港口企业债务负担将略有缓解。

整体看，受益于规模和市场地位的提升、债务负担的减轻，2020 年港口企业质量风险将维持稳定。

附件：港口样本企业分组分布及 2019 年 1~9 月主要财务指标（单位：亿元、倍、%）

样本分组	企业全称	总资产	营业收入	毛利率	速动比率	资产负债率	主营业务利润	非经常性损益	全部债务资本化比率
I	上海国际港务(集团)股份有限公司	1403.18	266.10	30.65	1.81	36.31	49.03	40.07	28.51
	宁波舟山港集团有限公司	875.31	252.90	25.33	0.94	35.01	39.82	8.66	39.18
	广州港集团有限公司	364.22	57.15	25.82	1.00	41.77	6.77	5.85	28.00
	青岛港国际股份有限公司	520.15	89.43	34.17	1.81	38.09	27.51	12.21	17.80
	唐山港口实业集团有限公司	290.02	86.01	17.91	1.36	26.66	9.56	4.69	12.33
	厦门港务控股集团有限公司	436.51	120.38	8.34	0.64	61.61	3.39	3.62	26.52
	河北港口集团有限公司	613.28	120.28	16.20	0.76	49.36	-2.00	9.69	40.18
II	招商局港口集团股份有限公司	1526.33	90.13	38.11	0.55	41.51	7.08	80.07	35.35
	大连港集团有限公司	886.47	65.11	30.49	1.51	45.34	8.34	6.90	39.18
	天津港(集团)有限公司	1375.78	203.57	16.03	0.62	64.08	2.56	7.68	58.00
	日照港集团有限公司	637.70	171.09	15.00	0.46	63.01	9.61	1.68	58.84
III	重庆港务物流集团有限公司	211.37	53.32	7.11	1.76	55.50	-0.18	2.15	38.54
	烟台港集团有限公司	439.06	63.21	22.81	0.33	73.83	1.14	2.83	66.09
	珠海港控股集团有限公司	282.24	59.72	8.38	1.19	59.87	-1.36	0.87	56.03
	连云港港口集团有限公司	612.99	101.28	13.12	1.15	70.96	-2.06	3.27	69.04
	营口港务集团有限公司	782.73	60.30	24.68	0.35	49.86	-6.56	6.53	40.39
	武汉港务集团有限公司	45.19	14.40	-1.77	1.82	50.16	-1.72	2.04	34.07
IV	南京港股份有限公司	47.46	5.46	47.40	1.21	31.08	1.26	0.37	25.95
	茂名港集团有限公司	88.99	24.66	1.84	0.91	62.07	0.01	0.06	46.96
	江苏大丰海港控股集团有限公司	366.55	73.86	4.18	1.08	67.71	-4.83	6.20	54.05
	锦州港股份有限公司	171.57	57.20	11.53	0.18	62.45	1.26	0.63	55.92

资料来源：Wind，东方金诚整理，厦门港务控股集团有限公司和广州港集团有限公司无三季报，采用半年报数据

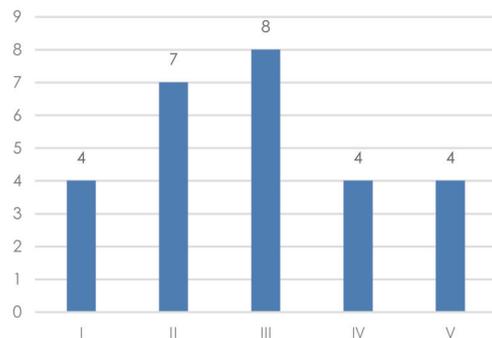
## 火电行业信用风险回顾及 2020 年展望

公用事业二部 张伟

行业信用质量：2019 年有所提高，2020 年稳定



样本企业项目分组类型情况



样本企业主要财务指标（中位数）

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 (预测)
营业收入 (亿元)	166.67	191.35	225.79	235.79
营业收入增速 (%)	-13.19	14.81	18.00	4.43
综合毛利率 (%)	21.50	15.74	15.67	16.59
资产负债率 (%)	67.94	70.89	69.29	67.70
经营活动现金比率 (%)	24.97	18.17	20.90	21.77

### 主要观点

- 预计 2020 年全社会用电增速同比趋稳，火电发电量增速小幅提高，供需总体平衡；
- 煤电价格联动机制的取消，使得 2020 年煤电电价大概率有较大降幅，而电煤价格预计继续小幅下降，火电企业盈利水平或出现下滑；
  - 在降杠杆背景下，预计 2020 年资产负债率继续下降，现金流对债务的保障程度变化不大；
  - 中央企业煤电资源区域整合试点的启动，有助于改善西北五省区经营环境，且未来东北、西南地区或将陆续纳入试点范围，预计全国火电行业亏损面缩小；
  - 2020 年火电企业整体信用质量处于稳定状态，但部分高负债、小型企业信用风险或将恶化。

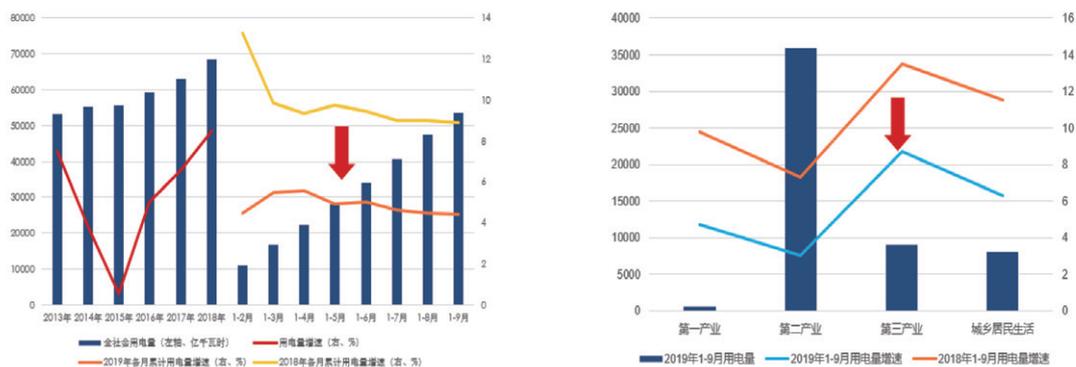
## 一、火电企业信用基本面

全社会用电增速较上年的高水平明显下滑，预计 2020 年同比趋稳

2019 年前三季度，产业转型、环保加压等多重因素导致高耗能企业关停、减产，第二产业用电量增速回落幅度较大；同时，南方高温天数减少，居民生活用电增速大幅回落。四季度，北方地区进入施工淡季，预计全年用电量增速下滑至 4% 左右。

分省份来看，2019 年以来，青海、甘肃等省份的煤炭、化工、有色企业关停较多，用电量大幅下降，并处于很低水平。由于大型项目陆续投产、销售电价下降，广西和内蒙古用电量增速连续多年处于全国前列。

图 1：我国用电增速及结构情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

2019 年以来，我国经济下行压力逐步显现，GDP 增速连续两个季度小幅走低，为此中央政府出台了一系列刺激政策。展望 2020 年，宏观经济运行仍存在较多不稳定因素，但伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向阶段性缓和，预计全社会用电量增速同比趋稳。

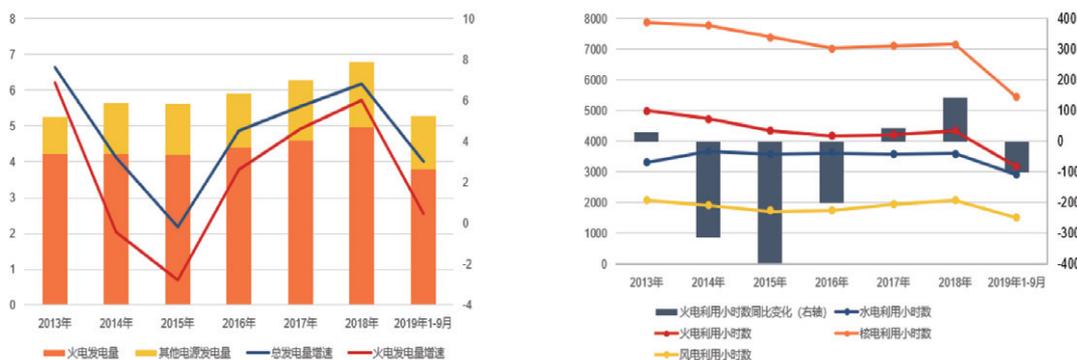
**全国新增装机规模明显减少，火电发电量增速大幅回落，机组利用小时数转为下降，预计 2020 年火电发电量增速小幅提高**

随着一系列产能控制政策的实施，2019 年我国提前完成“十三五”淘汰 2000 万千瓦落后煤电机组任务，全国火电机组总装机容量增速较慢，前三季度同比增长 4.4%；在平价上网和退坡补贴加快背景下，2019 年以来风电、太阳能新增装机明显减少。

受全社会用电量增速下滑、水电挤压的影响，2019 年前三季度火电发电量同比增长 0.5%，增速大幅下降 6.4 个百分点。受此影响，火电机组利用小时数较上年同期下降 101 小时，自 2017 年以来再次出现下降；分省份来看，全国仍呈“北高南低、东高西低”特点。

考虑到北方供热需求及水电季节性低谷，四季度全国火电发电量环比小幅回升。展望 2020 年，预计火电企业趋于多发电量以降低单位成本，但火电发电量增速回升幅度有限。

图 2：全国火电发电量及机组利用小时数变化情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

2019 年以来全国煤电上网电价总体稳定，但煤电价格联动机制的取消，使得 2020 年电价水平承压，大概率有较大降幅

受政府降电价、高煤价、市场交易占比提高等综合影响，2019 年以来全国煤电上网电价总体稳定。但是，2019 年 9 月，国务院常务会议决定，对尚未实现市场化交易的燃煤发电电量，从 2020 年 1 月 1 日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”市场化机制，浮动范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%。为降低企业用电成本，本次会议强调，2020 年上网电价暂不上浮。

政府往年“降电价”任务主要通过降低中间环节的输配电、基金收费等完成，发电企业几乎未受影响。展望 2020 年，预计发电企业将适当为用电企业做出让利，全国煤电上网电价承压，大概率有较大降幅。

**电煤价格小幅下降，预计 2020 年继续保持下降趋势**

中央政府推进煤炭产业供给侧改革，优质产能不断释放，2019 年 1~9 月全国原煤产量同比增长 4.5%。从需求来看，同期全国重点电厂供煤总量小幅下降 4.8%。价格方面，电煤价格指数呈下降趋势，2019 年以来，全国电煤价格指数已由年初 511.02 元/吨降至 9 月份的 489.88 元/吨，其中中华中和西南地区相对较高。国庆后，黄河以北水泥等行业恢复生产以及陆续进入供暖期，动力煤需求将回升，使得四季度煤价得到支撑。

图 3：全国及重点部分省份电煤价格指数变化情况（元/吨）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2019 年 9 月底，浩吉铁路（原名蒙华铁路）正式开通运营，线路全长 1837 公里，规划运输能力 2 亿吨/年，争取在 2020 年至少完成运量 6000 万吨，其中 50% 以上到达湖北，湖南和江西各占 30% 和 20%。考虑到运费（初步定价 0.18 元/吨·公里，浮动机制）、运输距离等因素，浩吉铁路对华中地区（尤其是距离较远的江西）煤价

的实际影响有待观察。

展望 2020 年，考虑到当前火电行业整体亏损面较大现状（2018 年，五大发电集团下属 54.2% 电厂亏损，主要集中于东北、西南和西北地区），预计煤电电价下调压力将继续向上游的煤炭行业传导，全国电煤价格继续保持一定的降幅。

### 政府启动中央企业煤电资源区域整合试点，五大发电集团的区域市场占比将明显提高，利于上述区域的行业产能控制及整体经营效率的提高

为优化资源配置、淘汰落后产能、减少同质化竞争、缓解经营困难，国务院国资委近期下发《中央企业煤电资源区域整合试点方案》，将甘肃、陕西（不含国家能源集团）、新疆、青海、宁夏 5 个煤电产能过剩、煤电企业连续亏损的省区，纳入第一批中央企业煤电资源区域整合试点。具体整合由华能集团牵头甘肃省、大唐集团牵头陕西、华电集团牵头新疆、国电投集团牵头青海、国家能源集团牵头宁夏。

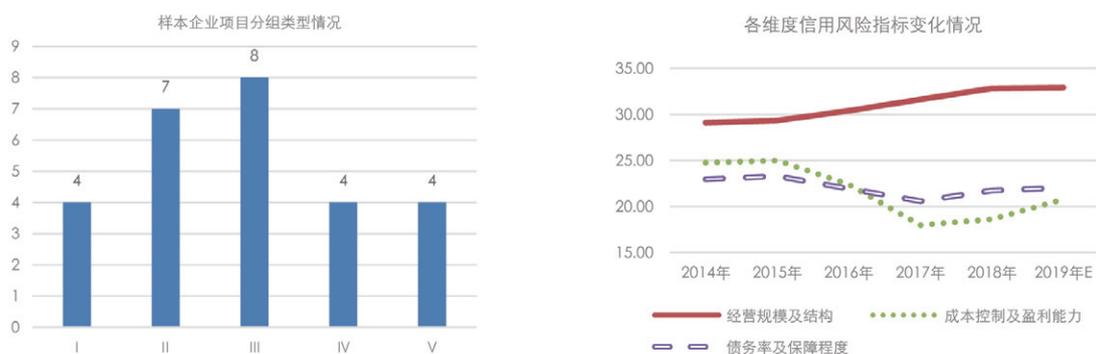
根据方案内容，整合试点工作从 2019 年开始启动，力争到 2021 年末试点区域产能结构明显优化，煤电产能压降四分之一至三分之一，平均设备利用小时明显上升。展望 2020 年，随着上述五省区煤电业务整合工作的推进，五大发电集团的区域市场占比将明显提高，长期利于上述区域的火电产能控制及经营效率提高；未来东北、西南地区或将陆续纳入试点范围，预计全国火电行业亏损面缩小。

## 二、火电企业信用表现

本报告对 27 家火电企业进行了信用观察，并在研究指标方面对上述企业的 2019 年度表现进行了相对排序。

从排序结果来看，23 家企业有不同程度提高，主要是得益于 2019 年盈利水平的提高（电煤价格下降所致），以及债务负担下降、现金流对债务保障的小幅提高；而由于产能控制、火电发电量增速下滑，经营规模指标变化不大。

图 4：火电企业样本分组分布及变化趋势



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2020 年，中央企业在全国发电市场的占比将进一步提高，其装机容量和发电量可实现较快增长，但地方火电企业受产能控制政策的影响增速继续处于很低水平

“十三五”以来，政府着力控制火电产能的过快增长，2019 年政策方向未发生变化，全国火电企业装机容量增速较低。从市场竞争业态来看，目前五大发电集团占全国火电机组的 40% 以上；同时，申能股份、浙能集团等地方省属发电企业在区域市场具有很强的竞争优势。具体到样本企业，27 家火电企业装机容量中位数为 1338 万千瓦，装机容量普遍很高；但是，新增机组规模很小，仅国电电力通过资产重组新增了 3053 万千瓦机组。

发电量方面，2019 年前三季度，华能国际、国电电力等上市火电企业发电量增速较上年大幅降低，主要系全社会用电量增速下滑、水电挤压及部分地区外来电量大幅增加所致。

表 1：火电企业 2019 年前三季度发电量及增速情况

名称	发电量（亿千瓦时）	同口径增速（%）	2018 年同口径增速（%）
华能国际电力股份有限公司	3021.87	-7.52	9.12
国电电力发展股份有限公司	2720.5	2.59	5.50
大唐国际发电股份有限公司	1961.74	-3.00	5.31
华电国际电力股份有限公司	1582.37	1.96	9.46
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	408.09	3.88	12.00
申能股份有限公司	276.50	-3.20	2.40

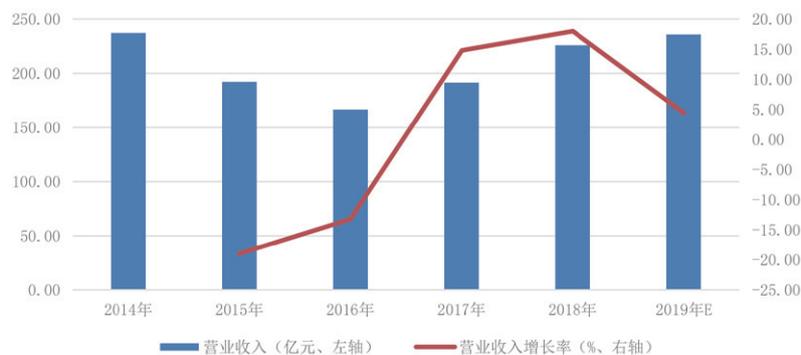
资料来源：公开资料，东方金诚整理

展望 2020 年，中央企业煤电资源区域整合试点的实施，预计将进一步提高中央企业在全国发电市场的占比，其装机容量和发电量可实现较快增长，但地方火电企业受产能控制政策的影响增速继续处于很低水平。

**考虑到电价下调压力较大，预计火电企业收入增速仍将很低，盈利水平或将出现下滑**

由于行业加快推进“处僵治困”、发电量增速放缓，火电企业营业收入总体增长较慢。但是，近年来，火电行业龙头企业兼并重组较多，如大唐发电收购大唐集团持有的大唐安徽、大唐河北、大唐黑龙江股权，国电电力与中国神华出资组建合资公司等。受此影响，上述企业的装机容量、营业收入同比增幅很大。

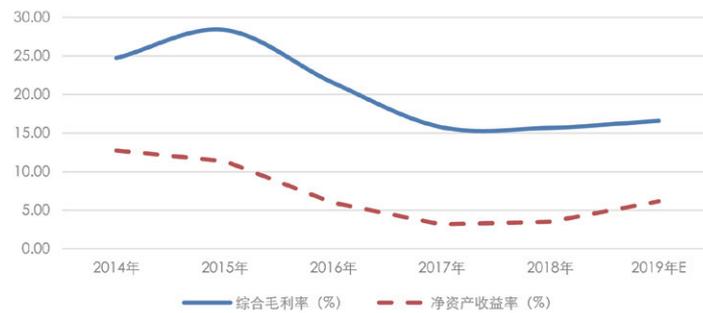
图 5：样本火电企业收入及增长率变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

从收入质量和盈利水平角度看，2019 年，火电企业现金收入比仍维持于很高水平，约 3/4 企业在 100% 以上；火电企业盈利中枢在低位企稳，同比有所提高，主要系电煤价格整体下降所致，但仍较往年高点存在较大差距。

图 6：火电企业盈利指标变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

按照净资产收益率排序，国电福建电力有限公司、国家能源集团江苏电力有限公司等企业排名靠前，主要系福建、江苏等地电煤价格降幅较大所致。2019 年前三季度，福建、江苏电煤价格分别较 2018 年下降了 11.51% 和 8.76%。同期，样本企业中有两家（内蒙电投、东北电力）实现扭亏为盈，但盈利水平仍然很低。

表 2：部分火电企业 2019 年前三季度收入及盈利指标

单位：亿元、%

名称	营业收入	现金收入比	综合毛利率	净资产收益率
净资产收益率前五名				
国电福建电力有限公司	46.55	105.07	15.50	10.77
国家能源集团江苏电力有限公司	119.62	115.18	11.82	7.70
华润电力投资有限公司	289.26	107.03	19.34	6.99
华电江苏能源有限公司	146.30	108.30	9.42	6.96
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	104.72	87.99	20.21	6.89
净资产收益率后五名				
中国华电集团有限公司	1683.24	111.78	16.58	2.85
中国大唐集团有限公司	1395.30	108.31	18.04	2.82
格盟国际能源有限公司	84.01	98.27	14.53	1.84
内蒙古能源发电投资集团有限公司	59.59	70.62	19.10	0.77
国家电投集团东北电力有限公司	84.90	94.31	8.04	0.60

资料来源：公开资料，东方金诚整理

展望 2020 年，火电企业电价下调压力较大，而发电量增速回升有限，预计营业收入增速仍很低；尽管电煤价格继续下降，但火电企业盈利水平仍或出现下滑。此外，2019 年中央企业煤电资源区域整合试点的启动，将利于西北五省区整体经营效率和盈利水平的提高。

#### 火电企业资产负债率预计继续下降，但现金流对债务的保障程度变化不大

在降杠杆背景下，电力企业加大债务清偿及永续债券的发行，资产负债率有较大幅度下降。2019 年，样本火电企业资产负债率中枢由上年末的 69.29% 下降至 67.70%。

债务保障方面，火电企业现金流对流动负债覆盖倍数仍然较低，到期债务偿还较依赖于外部融资。但是，鉴于特有的地域垄断性、较低的经营风险和良好现金流表现，电力企业外部融资渠道畅通，综合偿债能力很强。

表 3：火电企业债务负担及保障能力变化情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E
资产负债率 (%)	69.35	67.99	67.94	70.89	69.29	67.70
经营活动现金比率 (%)	33.91	35.15	24.97	18.17	20.90	21.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.78	4.00	3.84	3.08	3.06	2.93

资料来源：公开资料，东方金诚整理

从具体企业来看，2019 年 9 月末，华电江苏、内蒙电投等企业资产负债率超过 75%，同时现金流对债务的覆盖倍数很低。但是，考虑到电力行业对地区经济发展和社会生活的重要作用，且上述企业的股东和实际控制人实力雄厚，发生债务违约的可能性很低。

表 4：火电企业 2019 年 1-9 月债务负担及保障能力情况

单位：%、倍

名称	资产负债率	经营活动现金比率	EBITDA 利息倍数
前五名火电企业：			
广东电力发展股份有限公司	55.07	36.90	4.48
广东省能源集团有限公司	51.67	33.68	3.76
申能股份有限公司	41.35	34.28	3.58
国电福建电力有限公司	55.27	36.17	6.40
国电电力发展股份有限公司	67.70	29.98	3.74
后五名火电企业：			
华电江苏能源有限公司	77.53	13.08	3.04
北方联合电力有限责任公司	78.48	12.72	2.68
内蒙古能源发电投资集团有限公司	78.13	10.83	2.36
上海电力股份有限公司	74.59	7.73	1.80
国家电力投资集团有限公司	76.61	7.45	1.51

资料来源：公开资料，EBITDA 利息倍数为测算数据，东方金诚整理

在降杠杆背景下，火电发债企业将继续加大债务清偿及永续债券的发行，预计 2020 年资产负债率继续有较大降幅；由于煤电电价的降低，现金流对债务的保障程度变化不大。考虑到高负债、地方小型火电企业的资金流动性压力较大，现金流对债务保障能力较弱。

### 三、电力企业债市表现

#### 电力行业债券发行规模大幅增加，信用利差继续缩小、低于其他主要发债行业

2019 年前三季度，电力行业共 89 家主体发行债券，债券发行规模同比大幅增长 36.99%，其中前十名发行人共发行 5376 亿元，占比 67%。存续债方面，截至 2019 年 9 月末，电力行业存续债规模为 1.56 万亿，其中 AAA 债券余额 1.12 亿元，剔除无评级债券后占比为 90%；由于发行品种以短期债券为主，电力行业存续债到期较为集中。

表 5：电力行业债券发行情况

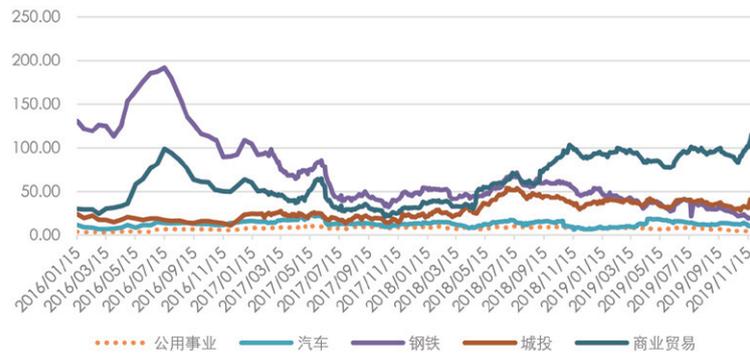
单位：亿元、%

债券品种	2019 年 1-9 月	同比增速	2018 年	2017 年	2016 年
超短期融资债券	4,296	14.19	4,928	4,220	5,592
公司债	1,137	40.16	1,187	559	1,170
中期票据	1,643	108.63	1213	663	757
短期融资券	260	2.16	370	204	944
定向工具	259	125.35	286	19	258
其他（ABS、ABN 等）	479	193.18	295	298	386
合计	8,073	36.99	8,279	5,963	9,107

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2019 年以来，公用事业（以电力为主）AAA 级发债主体发行利率呈下降趋势、达到了近三年来的最低水平。与其他主要发债行业相比，公用事业行业发行利差长期处于低位。

图 7：电力企业 3 年期债券发行利差变化情况

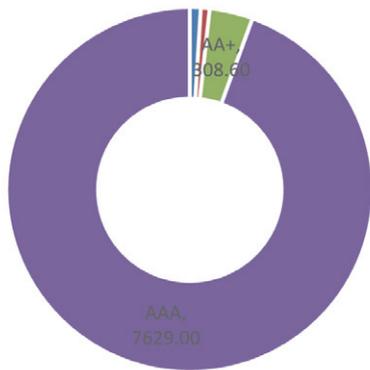


资料来源：公开资料，东方金诚整理

**发行主体主要为高信用等级的央企及省属大型企业，债券信用风险较低**

2019 年前三季度，电力行业发债企业以高信用等级的央企及省属大型企业为主，其中前五大主体均为中央国有企业，发行规模占比 46%；从主体级别来看，AAA 级主体发行规模 7629 亿元，AA+ 和 AA 级主体分别发行 308.6 亿元和 63.10 亿元。

图 8：2019 年前三季度债券级别分布



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2019 年以来，电力行业未发生债券违约事件，仅有 3 家主体发生级别调整，其中两家为上调，分别为协鑫智慧（由 AA/ 稳定调整为 AA+/ 稳定）和北方联合（由 AA+/ 稳定调整为 AAA/ 稳定），华晨电力由 A/ 负面连续下调至 CCC/ 负面，全行业级别调整频率继续减少。

表 6：2019 年前三季度主要发债主体

发行人名称	发行金额 (亿元)	占比 (%)
国家电力投资集团有限公司	1251.00	15.49
中国南方电网有限责任公司	1095.00	13.56
中国华电集团有限公司	720.00	8.91
国家电网有限公司	465.00	5.76
中国长江三峡集团有限公司	390.00	4.83
合计	3921.00	48.54

表 7：电力企业级别调整情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
调高家数	2	4	5	6	11	8	8	10	5	14
调低家数	1	3	2	3	1	3	-	-	-	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 四、2020 年信用展望

2020 年火电企业整体信用质量处于稳定状态，部分高负债、地方小型火电企业信用风险或将恶化

全社会用电量增速同比趋稳，火电发电量增速小幅回升，供需总体平衡。煤电价格联动机制的取消，使得 2020 年煤电电价大概率有较大降幅，而电煤价格继续小幅下降，火电企业盈利水平或出现下滑。但是，在降杠杆背景下，火电企业的资产负债率继续有较大降幅，债务负担有所减轻；中央企业煤电资源区域整合试点的启动，有助于改善西北五省区经营环境，未来东北、西南地区或将陆续纳入试点范围，预计全国火电行业亏损面缩小。

总体来看，2020 年火电企业整体信用质量处于稳定状态，但部分高负债、地方小型火电企业信用风险或将继续恶化。

附件：样本企业 2019 年 1～9 月（9 月末）主要指标情况（单位：亿元、%）

公司名称	分组类型	企业性质	营业收入	综合毛利率	资产负债率	经营活动现金比率
国电电力发展股份有限公司	I	中央国有企业	856.99	20.86	67.70	29.98
华电国际电力股份有限公司	I	中央国有企业	674.57	13.60	67.61	21.15
华能国际电力股份有限公司	I	中央国有企业	1272.32	15.79	72.85	19.99
大唐国际发电股份有限公司	I	中央国有企业	690.44	16.59	71.46	20.16
广东省能源集团有限公司	II	地方国有企业	366.37	21.38	51.67	33.68
中国华能集团有限公司	II	中央国有企业	2100.07	17.45	75.62	13.35
中国华电集团有限公司	II	中央国有企业	1683.24	16.58	74.33	15.51
中国大唐集团有限公司	II	中央国有企业	1395.30	18.04	73.35	11.14
国家电力投资集团有限公司	II	中央国有企业	2190.45	19.38	76.61	7.45
广东电力发展股份有限公司	II	地方国有企业	215.21	16.58	55.07	36.90
华润电力投资有限公司	II	中央国有企业	289.26	19.34	59.01	11.42
河北建设投资集团有限责任公司	III	地方国有企业	257.84	29.71	55.90	16.03
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	III	中央国有企业	104.72	20.21	61.48	23.57
申能股份有限公司	III	地方国有企业	284.23	7.73	41.35	34.28
北京京能电力股份有限公司	III	地方国有企业	133.39	16.07	64.25	17.87
上海电力股份有限公司	III	中央国有企业	176.84	25.53	74.59	7.73
国家能源集团江苏电力有限公司	III	中央国有企业	119.62	11.82	50.31	23.80
北方联合电力有限责任公司	III	中央国有企业	170.97	14.72	78.48	12.72
华电江苏能源有限公司	III	中央国有企业	146.30	9.42	77.53	13.08
国电福建电力有限公司	IV	中央国有企业	46.55	15.50	55.27	36.17
吉林电力股份有限公司	IV	中央国有企业	60.87	23.59	73.41	13.14
格盟国际能源有限公司	IV	中外合资企业	84.01	14.53	65.38	10.66
广东宝丽华新能源股份有限公司	IV	民营企业	37.97	28.20	57.06	16.33
广东珠江投资管理集团有限公司	V	民营企业	53.25	32.51	69.08	19.77
广州发展电力集团有限公司	V	地方国有企业	45.76	13.03	52.02	23.43
国家电投集团东北电力有限公司	V	中央国有企业	84.90	8.04	67.74	8.29
内蒙古能源发电投资集团有限公司	V	地方国有企业	59.59	19.10	78.13	10.83

## 权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

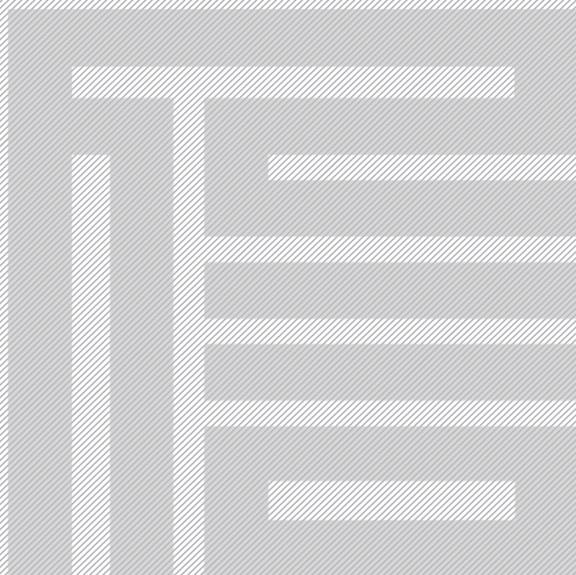
本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



## 东方金诚国际信用评估有限公司

---

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层

电话：86-10-62299800

邮编：100600

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

网址：www.dfratings.com



关注了解更多