



信用等级通知书

信评委函字 [2018]G017-X2号

招商局港口控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“招商局港口控股有限公司2018年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年一月三十一日

招商局港口控股有限公司 2018年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	招商局港口控股有限公司
发行规模	不超过人民币5亿元（含5亿元）
债券期限	本次债券期限为3年期，附第1年末和第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	固定利率
付息方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

招商局港口	2014	2015	2016	2017.Q2
总权益（百万港元）	75,146	76,649	73,738	78,265
总资产（百万港元）	102,436	102,349	103,113	113,008
总债务（百万港元）	19,971	19,145	22,434	27,094
营业总收入（百万港元）	8,257	8,233	7,976	4,055
营业毛利率（%）	42.63	44.11	42.06	43.51
EBITDA（百万港元）	8,453	8,565	9,081	5,081
所有者权益收益率（%）	7.63	7.28	8.25	4.57
资产负债率（%）	26.64	25.11	28.49	30.74
总债务/EBITDA（X）	2.36	2.24	2.47	5.33
EBITDA 利息倍数（X）	7.06	9.35	9.05	8.48

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

袁金富 jfyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年1月31日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“招商局港口控股有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定招商局港口控股有限公司（以下简称“招商局港口”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了招商局港口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。中诚信证评肯定了招商局港口雄厚的资本实力、港口业务竞争实力提升、良好的外部融资能力以及极强的整体抗风险能力等对公司信用水平良好的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到考虑了全球经济复苏的不确定性和未来投资规模较大等因素对公司未来信用状况的影响。

正面

- **港口行业地位显著。**公司是世界领先的港口开发、投资和运营商，目前已在国内外搭建了较为完善的集装箱枢纽港口网络群，截至 2017 年 6 月末，招商局港口在全球 4 大洲 15 个国家和地区的 30 个港口拥有 67 个码头。
- **控股股东实力雄厚。**公司控股股东招商局集团是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的国家驻港大型企业集团，资本实力雄厚、业务布局多元，能够对公司在国内和海外的业务扩张给予全面支持。
- **财务结构稳健。**公司自有资本实力较强，杠杆比率一直处于较低水平。截至 2016 年末，公司资产负债率为 28.49%，总资本化比率为 23.33%，债务规模很低。
- **多元化的融资渠道。**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 2017 年 6 月末，合并口径银行授信总额为 207.47 亿港元，尚未

使用授信额度为 115.31 亿港元，备用流动性充足。

关 注

- **外部经济波动影响公司业绩。**公司港口业务分布在全球 4 大洲 15 个国家和地区，易受全球经济运行状况及进出口贸易需求的影响。同时，航运市场低迷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。
- **公司海外投资项目短期回报率有限。**公司目前在海外直接投资的项目有 5 个，该项目大多处于建设/投产初期，短期回报率不高，同时，未来随着海外扩张的不断加大，亦面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

招商局港口控股有限公司（以下简称“招商局港口”或“公司”）前身系 1991 年 5 月在香港注册成立成立的 Attington Investment Limiter, 1992 年在香港联交所上市（HK 144），并于 2004 年 9 月晋升为香港恒生指数成份股。2016 年 8 月更为现名。公司控股股东为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”或“集团”）。截至 2017 年 6 月末，公司总股数 31.29 亿股，总股本为 347.67 亿港元，其中招商局集团直接和间接有权对公司已发行股本总额 62.04% 行使投票指示权。具体如下表：

表 1：截至 2017 年 6 月末，公司股权结构情况

股东名称	持股比例
招商局集团有限公司	62.04%
其中：招商局投资发展有限公司	32.81%
China Merchants Union (BVI) Limited	29.13%
Orienteur Holdings Company Limited	0.10%
公众持股	37.96%
合计：	100.00%

资料来源：公司 2017 年中报，中诚信证评整理

招商局集团前身为轮船招商总局，创立于 1872 年晚清洋务运动时期，是中国最早的股份制企业，目前是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的国家驻港大型企业集团，由国资委 100% 控股。招商局集团总部设于香港，业务集中于交通（港口、公路、航运、物流、海洋工业、贸易）、金融投资与管理、地产开发及经营三大核心板块。其中港口业务是集团交通领域的重心之一，唯一的运营主体即招商局港口公司。

公司自成立以来专注于港口业务，具体包括港口服务、保税物流及港口相关配套三大类。经过多年运营，公司目前已成为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，其投资或拥有管理权的码头遍及香港、深圳、宁波、上海、青岛、天津、厦门湾及湛江等集装箱枢纽港。此外，自 2008 年开始，公司积极实施海外战略，全力推进“一带一路”沿途港口布局，在非洲、欧洲等重点区域也投资、经营管理了多个港口码头。

截至 2016 年末，公司的总资产 1,031.13 亿港元，所有者权益（含少数股东权益）737.38 亿港元，资产负债率 28.49%；2016 年，公司实现营业总收入 79.76 亿港元，净利润 62.06 亿港元，经营活动净现金流 55.52 亿港元。

截至 2017 年 6 月末，公司总资产 1,130.08 亿港元，所有者权益（含少数股东权益）782.65 亿港元，资产负债率 30.74%；2017 年 1~6 月，公司实现营业总收入 40.55 亿港元，净利润 34.76 亿港元，经营活动净现金流 18.64 亿港元。

本次债券概况

表 2：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	招商局港口控股有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券
发行规模	不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）
债券期限	本次债券期限为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	每张面值 100 元人民币，按面值平价发行
债券利率	固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定
付息方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于支付收购位于“一带一路”斯里兰卡汉班托塔港口股权款项

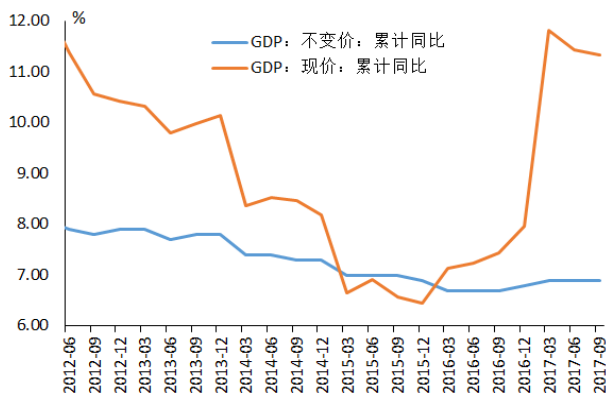
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

随着全球经济继续温和复苏、国内供给侧改革效果持续显现，在货币政策稳健中性边际趋紧，财政政策积极有效的背景下，我国宏观经济呈现底部企稳迹象。2016 年全年 GDP 同比增长达到 6.7%，虽然低于 2015 年全年水平和同期水平，为 2009 年 3 月以来的历史低值，但四季度 GDP 同比增速、环比增速均有改善。同时，名义 GDP 增速连续 5 个季度回升，反映供求水平的 GDP 平减指数持续为正，显示经济底部企稳迹象明显。2017 年前三季度实际 GDP 同比增长 6.9%，与上半年持平；名义 GDP 同比增长 11.34%，虽连续两季回落，但依然处于 2012 年来同期高位。

图 1: 2012 年以来中国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

三季度以来, 环保趋严背景下制造业投资增速回落, 受高基数影响基建投资增长放缓, 与上半年相比投资增速有所回落。但严厉调控下房地产投资增长依旧快于上年同期, 一方面与基数较低有关, 另一方面也与地方政府推地节奏加快房地产企业土地购置支出加大有关, 后续随着基数加大、调控效果继续显现, 房地产投资仍有下行压力。社会消费品零售总额虽然在三季度出现波动, 但考虑到居民收入增长持续加快, 服务业消费快速增长, 包含服务在内的总消费依然稳健, 消费对经济增长的贡献率依旧保持在 60% 以上。全球贸易持续向好, 出口虽有波动但总体保持平稳增长, 外需对经济在增长的贡献率虽然较上半年有所回落但显著高于上年同期。生产虽有走弱, 但产业结构调整和新旧动能转换持续。

2017 年以来, CPI 于 1 月份达到高点后回落, 走势总体平稳。在去产能和环保趋严背景下, 煤炭、钢铁、石油、有色金属等主要原材料价格上涨, PPIRM 和 PPI 持续处于高位, 二者剪刀差居高不下, 挤压了中下游企业利润空间, 利润从中下游向上游转移的态势持续, 对制造业投资形成制约。

2017 年以来, 中央高规格会议多次强调“防风险”。在中央的高度重视下, 围绕不发生系统性风险底线, 央行健全“货币政策+宏观审慎”双支柱调控框架, 实施稳健中性的货币政策, MPA 监管进一步完善, 银证保等监管机构相继出台一系列政策, 金融监管持续趋严。强监管带动金融系统性风险有所缓释, 银行资产负债表无序扩张势头得到一定遏制; M2 增速自 5 月份以来连续 5 个月保持个位数

运行, 与社融走势分化; 随着表外融资持续向表内转移, 后续 M2 增速或将小幅回升。5 月末以来人民币汇率波动走强, 外汇占款 9 月由负转正, 外汇储备连续 8 个月回升, 资本流出压力减轻。

后续来看, 房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力, 新动能短期内仍难以成为拉动经济增长的主要动力, 改革效应短期难以充分显现, 四季度中国经济仍面临一定下行压力。但是, 全球经济底部运行中有所改善, 全球贸易增长加快, 中国经济运行外部环境持续向好; “十九大”指明了社会主义新时代市场经济改革的方向, 改革开放力度有望加大, 供给侧改革持续推进, 将为经济增长提供新的制度红利; 同时, 产业和消费结构升级、新旧动能转换持续, 中国经济企稳向好基础仍存。

但中国经济企稳向好中仍需关注以下几方面风险: 1) 总体杠杆率虽边际改善, 但债务规模刚性压力依然存在, 非金融企业部门杠杆率仍显著高于国际平均水平, 居民部门杠杆率攀升, 政府部门债务风险总体可控但存在区域性、结构性风险; 2) 调控之下房价快速上涨势头虽得到遏制, 但房地产结构性泡沫依然存在; 3) 金融监管趋严背景下, 实体经济融资门槛和成本都有所提高, 实体经济维持和扩大生产面临资金来源压力; 4) 产能去化和环保趋严带动主要原材料价格上涨加快, PPI 与 PPIRM 剪刀差处于高位, 将对企业利润改善形成制约。

习近平总书记在“十九大”报告中再次强调了“守住不发生系统性金融风险的底线”。在未来一段时间内, “防风险”仍将是宏观调控的重要目标, 央行将进一步健全货币政策和宏观审慎双支柱调控框架, 实施稳健的货币政策, 但 9 月底定向降准后, 全面降准必要性降低。金融改革步伐有望加快, 金融监管持续趋严, 房贷将继续收紧。财政政策仍将保持积极, 支出进度加快与减税降费将继续得到有效落实。

港口行业

港口发展与国民经济和对外贸易的增长正相关。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。

2016年，世界经济继续呈现温和复苏态势，国际大宗商品价格有所回升，但国际贸易受经济形势和贸易保护主义的影响依然低迷。2017年前三季度发达国家经济延续2016年第四季度增速加快态势，经济形势向好，新兴市场国家经济增速虽快慢不一，但总体也呈现上升态势，发展分化程度降低，国际贸易形势有所改善，但保护主义并未彻底消退。在全球经济继续改善，国内供给侧改革持续推进的背景下，2016年以来，我国经济增速虽继续放缓，但伴随着供给侧结构性改革逐步显效，国内经济运行总体平稳、稳中有进，出口产业结构优化、国际竞争力不断提升，国内需求有所回升，带动进出口量增加。此外，全球经济的国际商品价格总体水平在波动中温和回升，人民币兑美元贬值，进一步推动进出口贸易。受上述因素的影响，我国对外贸易2016年上半年呈下跌态势，下半年有所回暖，整体增速较2015年虽继续保持下滑态势但降幅有所收窄，全年实现外贸进出口总值3.68万亿美元，同比下降6.91%。进入2017年，我国对外贸易同比大幅增长，进出口贸易额逐步恢复至2015年水平，2017年1~9月，全国实现外贸进出口总值2.97万亿美元，同比增长11.70%；其中，出口1.63万亿美元，增长7.50%，进口1.34万亿美元，增长17.30%。

图2：2013~2016年及2017年三季度，中国进出口贸易总额情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

与外贸变化形势相一致，2016年上半年航运业持续低迷，航运运价低位运行，港口竞争较为激烈；2016年下半年，干散货航运运价缓慢回升，港口吞

吐量也有所恢复，全年呈“前低后高”趋势。2016年，全国规模以上港口完成货物吞吐量118.3亿吨，同比增长3.20%，各主要港口企业经营情况整体不太乐观，港口运输主要指标仍保持低速增长态势。2017年以来，航运和港口延续2016年下半年增长态势，航运运价波动中继续回升，港口吞吐量也呈增长态势，且增速较上年大幅提升，并创2014年以来新高。2017年1~9月全国规模以上港口完成货物吞吐量94.73亿吨，同比增长7.60%，完成集装箱吞吐量17,688.99万TEU，同比增长9.10%；其中外贸货物吞吐量30.17亿吨，同比增长6.90%；内贸货物吞吐量64.56亿吨，同比增长8.09%。

图3：2013~2016年及2017年三季度，全国规模以上港口货物吞吐量情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

分港口来看，自2013年12月断崖式下降以来，我国规模以上港口货物吞吐量增速持续下滑，且维持在较低水平，个别港口如上海港、深圳港、秦皇岛港等甚至连续出现负增长。进入2017年以来，除天津港因提前禁止汽运煤而出现负增长外，主要港口的货物吞吐量均呈增长态势，且宁波-舟山港、上海港、秦皇岛港等多个主要港口货物吞吐量实现两位数增长。其中，得益于下游行业煤炭需求量大增及天津港煤炭分流影响，主要煤炭下水大港吞吐量均大幅增长，特别是秦皇岛港吞吐量同比增长40.7%。

表 3: 2014-2016 年及 2017 年前三季度中国主要沿海港口货物吞吐量及同比增速

港口	2014		2015		2016		2017.09	
	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)
宁波-舟山港	8.73	7.67	8.9	1.91	9.18	3.15	7.71	10.8
上海港	7.55	-2.78	7.17	-5.30	6.43	-10.32	5.29	10.5
天津港	5.40	7.22	5.41	0.18	5.50	1.66	3.78	-8.5
广州港	4.99	8.82	5.20	4.04	5.22	0.38	4.16	8.5
青岛港	4.77	5.66	5.00	4.60	5.01	0.20	3.82	1.5
大连港	4.20	3.10	4.15	-1.20	4.29	3.37	3.49	3.9
营口港	3.31	3.32	3.40	2.65	3.47	2.06	2.84	2.3
日照港	3.53	12.46	3.61	2.22	3.51	-2.77	2.72	2.9
秦皇岛港	2.75	0.73	2.53	-8.70	1.86	-26.48	1.82	40.7
深圳港	2.23	-4.93	2.17	-2.76	2.14	-1.38	1.79	13.0

资料来源: Wind、各地政府统计公报和交通局报告, 中诚信证评整理

集装箱业务

我国港口集装箱以外贸箱为主, 其吞吐量受发达国家经济情况影响较大, 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。近年来受全球经济复苏乏力和我国外贸形势的影响, 我国港口集装箱业务增速逐年放缓。

2016 年, 全国规模以上港口完成集装箱吞吐量 2.18 亿 TEU, 同比增长 3.6%, 增速较 2015 年小幅回落且全年呈震荡走势。其中上半年集装箱吞吐量同比增速仅为 2.5%, 低于全年水平 1.1 个百分点; 下半年随着人民币贬值以及外贸形势的好转, 港口

集装箱吞吐量增速明显回升, 全年港口集装箱吞吐量呈“前低后高”趋势。

分港口看, 2016 年除深圳港、连云港港外主要港口集装箱吞吐量呈低速增长; 2017 年以来, 除连云港港外主要港口集装箱吞吐量增速明显提升, 但由于受腹地经济影响, 南北方港口集装箱吞吐量增速差异明显。其中, 南方港口同比增速较 2016 年大幅提升, 且远远高于北方港口, 如宁波-舟山港、广州港港口增速达 10% 以上; 除天津港外, 北方港口增速相比 2016 年均不同程度放缓。

表 4: 2014 年-2016 年及 2017 年前三季度中国主要港口集装箱吞吐量及同比增速

港口	2014		2015		2016		2017.1-9	
	吞吐量 (万 TEU)	同比增速 (%)	吞吐量 (万 TEU)	同比增速 (%)	吞吐量 (万 TEU)	同比增速 (%)	吞吐量 (万 TEU)	同比增速 (%)
上海港	3,528.50	5.0	3,653.70	3.6	3,713.00	1.6	2,988.96	8.3
深圳港	2,403.00	3.2	2,420.00	0.7	2,411.00	-0.4	1,895.29	5.6
宁波-舟山港	1,945.00	12.1	2,062.70	6.1	2,157.00	4.61	1,874.83	14.2
广州港	1,616.00	5.6	1,759.00	8.9	1,858.00	6.8	1,483.27	11.3
青岛港	1,662.40	7.1	1,743.00	4.9	1,801.00	3.3	1,373.38	1.8
天津港	1,405.00	8.0	1,411.10	0.4	1,405.00	2.8	1,145.53	4.6
大连港	1,012.80	1.1	944.90	-6.7	959.00	1.5	761.75	0.1
厦门港	857.20	7.1	918.00	7.1	960.00	4.6	761.31	8.3
营口港	576.80	8.8	592.20	2.7	601.00	1.6	464.29	1.5
连云港港	500.50	-8.8	500.90	0.1	469.00	-6.5	355.55	-0.4

资料来源: 《中国港口》, 中诚信证评整理

此外, 近年来, 受港口行业不景气, 自身供给能力过剩, 以及提升自身港口竞争力等综合影响, 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。目前主要存在以下几种方式：第一种，已经实施完成或实施过程中的浙江省、广西壮族自治区、江苏省、福建省均通过行政方式，采用资产重组、资产注入、股权划转等形式，将整合范围内的港口资源实现了股权上的统一。其中广西自治区整合较早，主要港口资源整合已完成；2016年1月将原北海、钦州、防城港三市政府承担的港口行政管理职责调整由自治区北部湾港口管理局承担，并设钦州港和防城港分局，实现了行政管理上的统一。第二种，辽宁省港口整合采用由省政府发起，并引入专业港口运营方招商局港口作为主导。第三种，津冀港口群和粤港澳大湾区港口群的协调发展和资源整合，已跨越了省级行政区域，涉及多种所有制主体，且已上升至国家区域协调一体化发展战略的重要部分，除了所在各省、直辖市等政府参与外，国家相关部门也参与其中，成为重要推力。

目前已完成整合的广西北部湾港和浙江省港口集团，从公司运营到吞吐量等方面均实现了较大幅度的增长，达到了消除彼此竞争，协调发展的初衷。江苏省2017年5月实现了港口资源的统一，其业务、经营、管理的实质性整合正在进行过程中。

同时，辽宁省、津冀港口群的协调发展、广东省港口资源整合以及粤港澳大湾区的协调发展，具体规划和方案尚在制定过程中，同时这些区域港口资源的整合和协调发展，跨越省级行政区域，涉及多个上市公司、民营企业、地方国企、央企等多种所有制，其整合难度远远大于广西、浙江等已完成的省内港口资源整合，其时间跨度也将随之延长。此外，福建省是海上丝绸之路的核心港区，其港口资源以厦门港务集团和闽交运集团分别为中心开展整合，虽然近年来两者发展迅速，但是彼此之间存在着竞争，根据目前行业趋势或战略定位，未来福建省或在现有港口整合和布局的基础上对省内港口资源将进一步整合、优化。

因此，未来几年，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。

总的来看，得益于国内外经济形势好转，2017年港口行业随之回暖，整体运营情况恢复向好。未来港口自身生产能力发展强度将呈下降趋势，但发展深度将拓展，注重综合运营能力和效率提升；行业内资源整合与重组将成为重要发展趋势，但实际效果待显现及检验；未来港口将与周边区域物流、产业、贸易等协同发展，向综合交通枢纽发展。

竞争及抗风险能力

公司是世界领先的港口开发、投资和运营商，已基本形成全国性的集装箱枢纽港口战略布局，能够分散国内不同地区发展不能均衡带来的港口业务风险。截至目前，公司旗下码头（含控股和参股）分布于珠三角、长三角、环渤海、厦门湾和西南沿海，在中国经济最活跃的地区形成了网络化经营的港口群。

除了国内的港口布局，公司还积极推进海外港口布局，直接投资位于重要航运节点、地理条件优越的海外港口项目，同时契合国家“一带一路”战略规划布局，在国内港口业务已逐渐饱和而进入中低速增长的背景下，为公司港口业务带来新的增长点。截至2017年6月末，公司投资的海外码头遍及东亚、南亚、非洲、欧洲、北美和南美等地。

股东支持方面，公司是招商局集团下属唯一从事港口业务的子公司。招商局集团背景实力雄厚，多元化的业务布局也使集团能够对公司在国内和海外的业务扩张给予全面支持。

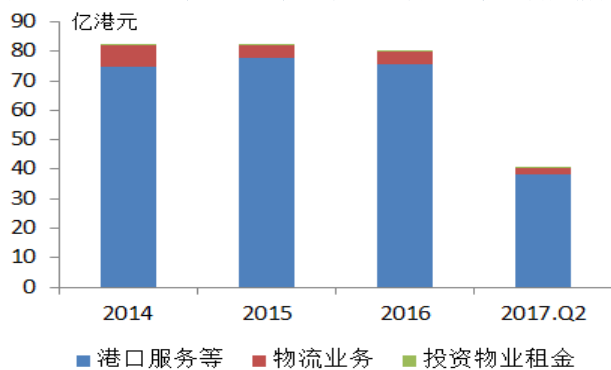
总体来看，公司是世界领先的港口运营商，业务布局遍及海内外，在行业内拥有很强的竞争实力，同时公司股东招商局集团能够给予公司大力支持，公司整体竞争及抗风险能力很强。

业务运营

公司专注于港口的投资开发及运营，主要业务包括港口服务（装卸、货柜服务及货柜场管理等）、物流（仓储、运输等）、物业出租等。近年来，公司整体经营状况较为稳定，2014~2016年及2017年1~6月，公司分别实现营业收入总收入82.57亿港元、82.33亿港元、79.76亿港元、40.55亿港元。2016年，

公司营业总收入有所下滑（同比下降3.12%），主要由于当期港币兑人民币汇率上升产生汇兑差额所致。从收入结构来看，公司收入中港口服务收入系主要的来源，占比超过90%。2014~2016年及2017年1~6月，公司港口服务业务实现收入分别为74.66亿港元、77.89亿港元、75.70亿港元和38.21亿港元，分别占同期总收入的90.42%、94.61%、94.9%和94.23%。

图4：2014~2016年及2017年1~6月公司营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

港口业务

公司自 1997 年开始向港口投资领域拓展后，陆续在国内经济最活跃的地区投资港口，包括珠三角、长三角、环渤海、厦门湾和西南沿海等地，同时，自 2008 年起，公司开始布局海外港口，成功布局南亚、非洲、欧洲地中海及南美等地区。目前公司已在海内外构建了网络化经营的港口集群。截至 2017 年 6 月末，招商局港口在全球 4 大洲 15 个国家和地区的 30 个港口拥有 67 个码头，其中集装箱泊位共 180 个，岸线长度 58,161 米；散杂货泊位共 207 个，岸线长度 45,297 米。

图 5：截至 2017 年 6 月末，公司主要港口布局情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从投资情况来看，公司主要通过收购港口运营

商股权的方式参与国内多地港口的运营。公司对港口的选择基本遵循“效益优先”的原则，先后控股、参股了国内多个集装箱枢纽港。近年随着国内几大港口群重组整合的推进，公司也积极参与，2016 年 2 月，公司认购了大连港股份有限公司新发行 H 股，成为其第二大股东。目前公司控股的港口码头主要分布在深圳西部港口、漳州和香港港。同时，参股了长三角地区的上海港、宁波舟山港，环渤海地区的大连港、青岛港，西南地区的湛江港，香港现代货箱码头和台湾高明货柜码头。

同时，公司近年加快了海外投资的步伐。公司对海外港口的选择同样遵循“效益优先”原则，同时在此基础上优先考虑有发展潜力的枢纽港，但投资方式除了收购港口运营商的股权外，也开始采取直接投资的方式。目前公司直接投资的项目包括斯里兰卡科伦坡国际集装箱码头（以下简称“CICT”）、吉布提 Port De Djibouti 码头（以下简称“PDSA”）、尼日利亚廷坎岛码头（以下简称“TICT”）和多哥洛美集装箱码头（以下简称“LCT”），此外，公司于 2013 年通过收购达飞海运旗下原全资子公司 Terminal Link 49% 的股权成功参股了法国、摩洛哥、马耳他、美国、科特迪瓦、比利时、韩国等国家的部分沿海港口码头。

由于国内优质港口投资趋于饱和，公司未来将继续参与国内港口的整合进程中，同时随着国家“一带一路”战略的实施，公司也不断推进海外港口的投资进程，完善全球化的港口网络布局。

表5：截至2017年6月末，公司主要的港口分布列表

区域	地区	控股/参股	港口/物流公司名称	简称	持股比例
内地	珠三角 深圳	控股	赤湾集装箱码头有限公司	CCT	39.27%
	珠三角 深圳	控股	蛇口集装箱码头有限公司	SCT	85.4%
	珠三角 深圳	控股	深圳妈湾港务有限公司	MCT	83.7%
	珠三角 深圳	控股	深圳赤湾港航股份有限公司	赤湾港航	45.66%
	珠三角 深圳	控股	招商港务（深圳）有限公司	招商港务	100.0%
	珠三角 深圳	控股	深圳海星港口发展有限公司	海星港口	67.0%
	珠三角 深圳	控股	招商局保税物流有限公司	招商保税	60.0%
	厦门湾经济区	控股	漳州招商局码头有限公司	漳州码头	60.0%
	长三角 宁波	参股	宁波大榭招商国际码头有限公司	宁波大榭	45.0%
	长三角 上海	参股	上海国际港务（集团）股份有限公司	上港集团	25.15%
	长三角 宁波	参股	宁波舟山港股份有限公司	宁波舟山港	3.5%
	环渤海 大连	参股	大连港股份有限公司	大连港股份	21.05%
	环渤海 天津	参股	天津五洲国际集装箱码头有限公司	天津五洲	14.0%
	环渤海 天津	参股	天津海天保税物流有限公司	天津海天	49.0%
	环渤海 青岛	参股	青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司	QQCTU	50.0%
	环渤海 青岛	参股	青岛前湾西港联合码头有限责任公司	QQTU	49.0%
	环渤海 青岛	参股	青岛港董家口矿石码头有限公司	青岛港董家口	25.0%
	环渤海 青岛	控股	青岛港招商局国际集装箱码头有限公司	青岛港国际	100.0%
	环渤海 青岛	控股	招商局国际码头（青岛）有限公司	招商局国际青岛码头	90.1%
	西南地区 湛江	参股	湛江港（集团）股份有限公司	湛江港集团	40.29%
港台	台湾 高雄	参股 直投	高明货柜码头公司	高明货柜码头/KMTC	10.0%
	香港	控股	招商局货柜服务有限公司	招商局货柜	100.0%
	香港	参股	香港现代货箱码头有限公司	现代货箱码头/MTL	27.01%
海外	非洲 多哥	控股 直投	洛美/Lome Container Terminal	洛美/LCT	30%
	亚洲 斯里兰卡	控股 直投	科伦坡/Colombo International Container Terminal	科伦坡/CICT	85%
	非洲 尼日利亚	参股 直投	拉各斯/Tin-Can Island Container Terminal	拉各斯/TICT	28.5%
	非洲 吉布提	参股 直投	吉布提/Port De Djibouti	吉布提/PDSA	23.5%
	欧洲 土耳其	参股 直投	昆波特/Kumport	昆波特/Kumport	26.0%
	欧洲 法国	参股 非直投	Terminal Link SAS	Terminal Link	49.0%

注：公司控股的青岛港招商局国际集装箱码头有限公司与招商局国际码头（青岛）有限公司无直接运营的港口业务，主要通过参股青岛前湾码头和董家口矿石码头开展港口业务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业务模式方面，公司的港口业务主要是为客户提供提供港口的相关服务，具体包括货物的装船和卸船、陆路运输的装车和卸车、港区堆存和搬运等。目前港口主要的经营货种包括集装箱及散杂货两大类，公司与两类客户均保持了长期良好的合作关系。集装箱业务方面，公司与世界多家知名船公司建立了长期的业务合作，主要客户包括地中海航运公司（MSC）、美国总统轮船公司（APL）、法国达飞轮船公司（CMA-CGM）、马士基海陆（MSK）、

大阪商船三井（MOL）、韩进海运（HJS）等；散杂货方面，由于主要对腹地经济的依赖较重，因此不同区位的港口码头货种、货主等均有所不同，如珠三角地区集中了一大批国内顶尖的大型粮油生产企业，如中粮集团、中纺粮油和益海嘉里等，均与公司保持良好的合作关系。

从经营情况来看，近年来受国内经济持续回暖、大宗商品贸易量有所回升及公司投资及收购力度的不断加大等因素影响，公司集装箱及散杂货吞

吐量保持整体上升态势。2014年~2016年及2017年上半年，公司分别实现集装箱吞吐量（含参股）8,084万TEU、8,366万TEU、9,577万TEU及5,016万TEU；实现散杂货吞吐量（含参股）3.63亿吨、3.53亿吨、4.60亿吨及2.49亿吨。

表6：2014年~2016年及2017年1~6月公司港口业务情况（按业务类型分）

	2014	2015	2016	2017.06
集装箱吞吐量（万TEU）	8,084	8,366	9,577	5,016
散杂货吞吐量（亿吨）	3.63	3.53	4.60	2.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分地区来看，2014~2016年公司内地港口分别实现集装箱吞吐量（含参股）5,956万TEU、6,147

万TEU及7,193万TEU，年复合增长率为9.89%，其中2016年，内地港口集装箱增速较快，主要受益于2016年2月入股的大连港贡献集装箱吞吐量967万TEU；同期，港台地区港口实现集装箱吞吐量（含参股）分别为722万TEU、614万TEU及688万TEU，呈小幅波动态势；同期海外项目完成吞吐量1,406万TEU、1,605万TEU及1,696万TEU，年复合增长率为9.83%。整体看，目前内地港口系公司吞吐量的主要组成部分，随着“一带一路”政策的推进，公司海外投资力度不断加大，近年来海外集装箱市场的吞吐量亦不断增加。

表7：2014年~2016年及2017年上半年公司集装箱业务情况（按业务区域分）

区域	2014		2015		2016		2017年1~6月	
	吞吐量（万TEU）	占比（%）	吞吐量（万TEU）	占比（%）	吞吐量（万TEU）	占比（%）	吞吐量（万TEU）	占比（%）
内地	5,956	73.68	6,147	73.48	7,193	75.11	3,788	75.52
港台	722	8.93	614	7.34	688	7.18	374	7.46
海外	1,406	17.39	1,605	19.18	1,696	17.71	854	17.03
合计	8,084	100.00	8,366	100.00	9,577	100.00	5,016	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

（1）国内港口

虽然近年受诸多不利因素影响，港口行业景气度下行，但受益于新增港口的贡献，公司控股及参股的国内码头吞吐量仍保持增长态势。2014~2016年，公司控股及参股的国内码头集装箱吞吐量合计数分别为6,680万TEU、6,761万TEU及7,881万TEU；同期，散杂货吞吐量合计数分别为35,918万吨、34,799万吨及45,312万吨。2016年大幅增加主要系大连港并入后吞吐量扩大所致。

表8：2014年~2016年公司国内集装箱吞吐量情况（万TEU）

区域及港口公司			2014年	2015年	2016年
珠三角	控股	深圳西部港口	1,103	1,075	1,097
		珠江船务	122	130	138
厦门湾	控股	漳州码头	41	32	34
港台	控股	招商货柜	55	57	52
港台	参股	现代货箱码头	534	404	463
		台湾高明	133	153	173
长三角	参股	上港集团	3,529	3,654	3,713
		宁波大榭	250	271	265
环渤海	参股	天津五洲	257	257	257
		青岛前湾联合集装箱	598	666	650
		大连港	-	-	967
西南地区	参股	湛江港集团	58	61	72
合计			6,680	6,761	7,881

注：公司于2016年参股大连港，新纳入该表格统计；此外，公司参股宁波舟山港股份有限公司比例为3.5%，比重较小，暂未纳入该表格统计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表9：2014年~2016年公司国内散杂货吞吐量情况（万吨）

区域及港口公司	2014年	2015年	2016年
深圳西部港口	2,399	1,983	1,900
珠三角 控股 东莞麻涌	964	1,179	1,225
珠江船务	58	52	53
厦门湾 控股 漳州码头	1,067	1,076	991
长三角 参股 上港集团	18,628	15,560	14,720
西南 参股 湛江港集团	7,693	8,221	8,511
青岛西港联合	1,686	1,654	1,478
环渤海 参股 青岛董家口	3,423	5,074	5,693
大连港	-	-	10,741
合计	35,918	34,799	45,312

注：东莞麻涌为深圳西部赤湾港航旗下散杂货码头。

资料来源：公司提供

具体来看，国内众多港口中深圳西部港作为国内母港，具有良好的沿海港口区位优势 and 保税仓储优势，是航运公司航线长期挂靠港，集装箱航线遍布全球，主要通往欧洲、地中海、美洲、澳洲、东南亚及西非等地区。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。公司通过控股子公司赤湾集装箱码头有限公司（以下简称“CCT”）、深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“赤湾港航”）、蛇口集装箱码头有限公司（以下简称“SCT”）和深圳妈湾港务有限公司（以下简称“MCT”）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2017年6月末，公司深圳西部港口共拥有经营性泊位38个，其中散杂货泊位14个、集装箱泊位24个，集装箱年吞吐能力1,200万TEU。从吞吐量来看，广东省和深圳市发达的外向型经济和加工贸易为集装箱业务提供了有力的货源支撑。但同时，外向型经济易受全球经济周期性波动影响，而且同处于深圳港西部的大铲湾港区外贸通关环境改善以及广州港南沙港区发展较快等也加剧了珠三角集装箱货源的竞争。受到上述因素影响，近年来公司深圳西部湾港口的集装箱业务面临一定压力。2014年~2016年及2017年上半年，深圳西部港口集装箱吞吐量分别为1,103万TEU、1,075万TEU、1,097万TEU及556万TEU。散杂货业务因公司优化货种结构等因素，吞吐量面临更大的压力。2014年~2016年及2017年上半年散杂货吞吐量分别为

2,399万吨、1,983万吨、1,900万吨和731万吨。

除深圳西部港口以外，公司控股的国内港口码头还包括漳州港、香港的部分码头，分别由控股子公司漳州招商局码头有限公司（以下简称“漳州码头”）和招商局货柜服务有限公司（以下简称“招商货柜”）负责运营。漳州港是我国东南沿海的地区性重要港口，也是闽南地区经济发展的主要增长点之一；漳州招商局码头拥有经营性泊位9个，包括散杂货泊位7个、集装箱泊位2个；2014年~2016年及2017年上半年，漳州码头分别实现集装箱吞吐40.48万TEU、32.36万TEU、34.00万TEU及20.00万TEU。公司还控股漳州招商局厦门湾港务有限公司，但该公司港口设施尚处于建设阶段，未正式投入运营。招商局货柜为公司全资子公司，主要进行集装箱中流作业；2016年，招商局货柜实现集装箱吞吐量52万TEU，较上年下降5万TEU。

作为国内较大且有影响力的港口运营商，除了自身控股经营的港口外，公司还通过参股的方式参与国内长三角、环渤海和西南沿海等地区多个大型港口的运营。

公司在长三角地区参股的港口运营商包括上海国际港务（集团）股份有限公司（以下简称“上港集团”）、宁波舟山港股份有限公司（以下简称“宁波舟山港”）和宁波大榭招商国际码头有限公司（以下简称“宁波大榭”）。上港集团是上海港主要的港口运营商，截至2017年6月末，公司持有上港集团25.15%的股份，是其第二大股东。上海港位于长江三角洲前缘，居中国18,000公里大陆海岸线的中部、扼长江入海口，地处长江东西运输通道与海上南北运输通道的交汇点，是中国沿海的主要枢纽港和最重要的对外贸易口岸。目前上海港是全球第一大港口，货物吞吐量和集装箱吞吐量均位居全球第一。上港集团共有集装箱泊位45个，16个集装箱深水泊位，2016年完成集装箱吞吐量3,713万TEU，同比增长1.6%，散杂货吞吐量完成1.47亿吨，同比下降5.4%（主要系受业务转型，煤、矿业务下降所致）。

宁波舟山港位于浙江东海岸，是我国对外贸易的重要港口和海运中转枢纽，作为中国大陆重点开

发建设的四大国际深水中转港之一，宁波舟山港在区位、航道水深、岸线资源、陆域依托、发展潜力等方面具有较大优势；同时，宁波舟山港还是中国大陆主要的集装箱、矿石、原油、液体化工中转储存基地，华东地区主要的煤炭、粮食等散杂货中转基地和储存基地。宁波舟山港股份有限公司是宁波港及舟山港主要的港口运营商，截至 2017 年 6 月末，公司持有宁波舟山港 3.5% 的股份。2016 年，宁波舟山港股份实现集装箱吞吐量 2282.6 TEU，同比增长 5.1%；同期，实现货物吞吐量 6.65 亿吨，同比增长 3.0%。

宁波大榭港区位于浙江省宁波市东部，港区濒临国际深水航道，有舟山群岛作天然屏障，流顺浪小，水域宽阔，不冻不淤，基本上可全年作业；2014 年~2016 年及 2017 年上半年，宁波大榭分别实现集装箱吞吐量 250.09 万 TEU、270.98 万 TEU、265.00 万 TEU 及 164.00 万 TEU。

公司在环渤海地区参股的港口运营商包括大连港股份有限公司（以下简称“大连港”）、青岛前湾联合集装箱码头有限公司（以下简称“QQCTU”）、青岛前湾西港联合码头有限责任公司（以下简称“QQTU”）、青岛董家口矿石码头有限公司（以下简称“青岛董家口”）和天津五洲国际集装箱码头有限公司（以下简称“天津五洲”）。环渤海地区，2016 年青岛港、天津港和大连港集装箱吞吐量在全国沿海港口中分别居于第五位、第六位和第八位。

大连港位于辽东半岛南端的大连湾内，港阔水深，冬季不冻，万吨货轮畅通无阻，以东北三省为经济腹地，是东北的门户，也是东北地区最重要的综合性外贸口岸。公司于 2016 年 1 月 12 日与大连港签订股份认购协议，成为其第二大股东，截至 2017 年 6 月末，公司持有大连港 21.05% 的股份，标志公司深化国内港口布局并逐步整合国内港口资质的步伐迈出了重要一步。目前，大连港集装箱泊位 18 个（含在建）。2014 年~2016 年，大连港分别实现集装箱吞吐量 1,080.5 万 TEU 和 1,015.3 万 TEU 及 1,040.6 万 TEU；其中外贸箱分别为 542.9 万 TEU、533.0 万 TEU 和 547.7 万 TEU，内贸箱分别为 537.6 万 TEU、482.2 万 TEU 和 493.0 万 TEU。

青岛港位于山东半岛南岸的胶州湾内，是太平洋西海岸重要的国际贸易口岸和海上运输枢纽。港内水域宽深，四季通航，港湾口小腹大，是我国著名的优良港口。由青岛老港区、黄岛油港区、前湾新港区和董家口港区等四大港区组成。2016 年，青岛前湾集装箱码头有限公司实现集装箱吞吐量 650 万 TEU，同比下降 2.4%；青岛前湾联合码头有限公司实现散杂货吞吐量 1,478 万 TEU，同比下降 10.6%；青岛董家口矿石码头有限公司实现散杂货吞吐量 5,693 万吨，同比增长 12.2%。截至 2017 年 6 月末，公司对青岛前湾集装箱码头有限公司、青岛前湾联合码头有限公司和青岛董家口矿石码头有限公司的持股比例分别为 50.0%、49.0% 和 25.0%。2013 年 5 月，招商局国际与青岛港集团、中远太平洋和万邦集团共同投资成立合资公司青岛港董家口矿石码头有限公司经营董家口港区已建成的矿石码头，包括 1 个 30 万吨级铁矿石专用接卸泊位，1 个 20 万吨级铁矿石转水泊位以及配套的附属设施，投资总额约人民币 38 亿元，四方持股比例分别为青岛港集团 30%、招商局国际 25%、中远太平洋 25% 以及万邦集团 20%，于 2014 年 3 月完成注册，此举将提升公司在环渤海港口市场的竞争能力。2014 年 6 月，青岛港国际股份有限公司成功在香港联合交易所主板上市，公司为其上市发起人之一，占其股权比例约为 3.26%。2015 年 4 月，中共中央政治局审议并通过了《京津冀协同发展规划纲要》，要构建现代化的津冀港口群，加强津冀沿海港口规划与建设的协调，推进区域航道、锚地、引航灯资源的共享共用。

此外，截至 2017 年 6 月末，公司持有天津五洲集装箱码头有限公司 14.0% 的股份。天津五洲所在的天津港是在淤泥质浅滩上挖海建港、吹填造陆建成的世界航道等级最高的人工深水港，目前，天津港主航道水深达 21 米，可满足 30 万吨级原油船舶和国际上最先进的集装箱船进出港。2014 年~2016 年及 2017 年上半年，天津五洲分别实现吞吐量 256.96 万 TEU、257.02 万 TEU、257.00 万 TEU 及 124.00 万 TEU。

公司在西南沿海地区参股的港口运营商主要

是湛江港集团股份有限公司（以下简称“湛江港集团”）公司是湛江港集团第二大股东，截至 2017 年 6 月末，持股比例为 40.29%。湛江港以“天然深水良港”著称，东接珠三角、西临北部湾、背靠三南（大西南、华南、中南），面向东南亚，处于联接南北半球、沟通太平洋、印度洋的中心位置，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。2014 年~2016 年及 2017 年 1~6 月，湛江港集团分别实现集装箱吞吐量 38 万 TEU、61 万 TEU、72 万 TEU 及 42 万 TEU；金属矿石、油品、煤炭等货物吞吐量分别为 7,368 万吨、8,221 万吨、8,511 万吨及 4,284 万吨。

此外，公司国内参股的码头还包括台湾高雄港的高明货柜码头公司和香港港的香港现代货箱码头有限公司，截至 2017 年 6 月末，持股比例分别为 10.0% 和 27.01%。2015 年以来，香港整体市场及公司参股的香港码头业务均有所下降，但台湾项目集装箱吞吐量保持较快增长。2014 年~2016 年，公司在港台地区集装箱吞吐量合计数分别为 721 万 TEU、614 万 TEU 和 515 万 TEU。同期，台湾高明货柜码头公司集装箱吞吐量合计数分别为 133 万 TEU、153 万 TEU 及 173 万 TEU。

在建工程方面，截至 2016 年末，公司在国内港口建设中主要的在建项目有 3 个，分别为深圳港妈湾港区海星码头 1#-4#号泊位改造工程、厦门港后石港区 3 号泊位工程和佛山了哥山港区本港作业区通用码头工程。上述 3 个项目总投资达到人民币 51.46 亿元，截至 2016 年末已完成投资人民币 7.03 亿元，剩余投资人民币 44.43 亿元，资金需求较大。

(2) 海外港口

公司近年加快海外投资的步伐，直接投资的斯里兰卡 CICT 和吉布提 PDSA 位于“一带一路”沿线，直接投资的尼日利亚 TICT 和多哥 LCT 虽然不在沿线上，但其所在的拉各斯港和多哥是西非最重要的港口，对公司全球布局亦具有重要意义。

目前公司海外码头经营的货种均为集装箱。2014 年~2016 年，公司海外集装箱吞吐量（含参股）分别为 1,406 万 TEU、1,605 万 TEU 及 1,696 万 TEU，年均复合增速为 9.93%，高于国内港口集装箱吞吐

量增速，已经成为拉动公司业绩的新增长点。2017 年上半年，公司海外集装箱吞吐量（含参股）为 854.00 万 TEU，与上年基本持平。

表 10：2016 年公司主要海外集装箱业务情况

	吞吐量 (万 TEU)	同比增长 (%)	公司 参股/控股
多哥 LCT	53	5.1	控股
斯里兰卡 CICT	200	29.1	参股
吉布提 PDSA	99	10.1	参股
尼日利亚 TICT	41	-13.0	参股
Terminal Link	1,235	-2.1	参股
土耳其 Kumport	-	-	参股

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：土耳其 Kumport 于 2015 年 9 月~12 月被公司、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的联合体收购 65% 股权。因此，2016 年 Kumport 的集装箱业务暂未体现在统计表中。

具体来看，2012 年公司追加投资 550 万美元收购斯里兰卡 CICT 第三方股东 30% 的股权，收购完成后持有其 85% 的股权。CICT 位于斯里兰卡科伦坡港，该项目于 2013 年 7 月开始运营，主营集装箱码头业务，目前具备 4 个 18 米的深水泊位，码头区域陆地面积 58 公顷，设计吞吐能力为 240 万标准箱，并可停靠世界上最大的 18,000 标准箱的集装箱船。随着相关泊位的建成投产，近年来 CICT 集装箱吞吐量实现了快速增长。2014 年~2016 年及 2017 年上半年，CICT 分别完成集装箱吞吐量 68.67 万 TEU、156.19 万 TEU、201.00 万 TEU 和 111.00 万 TEU。斯里兰卡是南亚地区重要的海上交通枢纽，是太平洋到印度洋海上通道的“十字路口”，同时也是印度次大陆货物进出海外的重要中转港，扼守着中东和东亚之间的海洋运输线要冲，是美洲航线、欧洲航线、中东航线以及东亚航线的重要路径，战略地理位置极其重要。公司在投资 CICT 的同时，积极贯彻“前港、中区、后城”的战略方针，以港口为龙头，与斯里兰卡政府寻求在物流、公路、旅游、产业园区和城市综合开发等方面的全面合作，借力“一带一路”政策，积极参与及协助斯里兰卡实现世界航运中心构想，将 CICT 打造成公司的海外母港。除了将 CICT 打造为海外母港以外，公司在全球各地还有多个合作项目。控股项目方面，2012 年 8 月，公司投资 1.5 亿欧元收购 LCT 50% 的股份，成为其

控股股东，2014年10月LCT首期700米岸线分阶段投入使用。2014年~2016年及2017年上半年，LCT分别实现集装箱吞吐量3万TEU、50万TEU、53万TEU及36万TEU。同时，2012年12月，公司投资1.85亿美元收购位于东非及红海要塞的PDSA23.5%的股权，PDSA处于红海的出入口，为进出东非的海事货船的理想转运中心，2014年~2016年及2017年1~6月，PDSA分别实现集装箱吞吐量85.61万TEU、89.68万TEU、99.00万TEU及48.00万TEU。此外，公司还以合作基金的方式参与海外港口的相关运营工作，2010年，公司与中非合作基金合作（公司出资60%、中非基金出资40%）以1.54亿美元的对价收购了位于尼日利亚拉各斯港的TICT的47.5%的股权。拉各斯港是西非最大的港口之一，TICT运营拉各斯港B港区的4个集装箱泊位，2014年~2016年及2017年1~6月，TICT分别实现集装箱吞吐量43.44万TEU、47.28万TEU、41.00万TEU及20.00万TEU。

2013年1月，公司与法国达飞海运集团（CMA CGM）签署股份购买协议，以4亿欧元现金收购达飞海运旗下全资子公司Terminal Link49%的股权，并于2013年6月成功完成收购。Terminal Link持有法国、摩洛哥、马耳他、美国、科特迪瓦、比利时、韩国等国家部分港口码头的股权。收购完成后公司进一步完成了海外港口布局，同时也为公司带来了客观的收益，2016年，Terminal Link实现集装箱吞吐量120余万TEU。

此外，2015年12月，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（以下简称“Kumport”）65%的股权。Kumport位于土耳其伊斯坦布尔阿姆巴利（Ambarli）港区，是位于黑海门户和欧洲与亚洲的战略枢纽，同时也是土耳其第三大集装箱码头，集装箱吞吐能力为184万TEU，2017年1~6月，该码头实现集装箱吞吐量41万TEU，同比增长12.6%。

公司海外港口投资回报率较好，公司仍在积极寻找海外优质港口投资项目，预计未来资本支出较大。目前公司投资的海外港口主要处于参股地位，

未来公司在进行海外扩张的同时，将加强对投资港口的控制权，实现由财务投资型向经营管理型的战略转型，提升现有港口资产的运营效率、发挥旗下港口码头之间的协同效应。

总体来看，公司国内和海外港口布局广泛，区位及集群优势明显，虽然港口行业整体下行，但近年海外项目的新增推动了公司整体吞吐量的增长，公司港口业务整体运营良好。但同时，中诚信证评也关注到航运市场持续低迷及国内港口业务投资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，海外扩张也将给公司带来较大的资本支出压力。

物流服务业务

公司的物流业务主要是为配合港口业务开展的仓储、运输等相关服务。截至2017年6月末，公司在国内拥有包括深圳前海湾保税港区及青岛保税港区在内的2个物流园区，占地面积约100万平方米，仓储面积115万平方米。2014年~2016年及2017年1~6月，公司物流业务分别实现收入7.47亿港元、4.08亿港元、4.05亿港元及1.99亿港元，其中仓储收入系其主要构成部分。2015年为配合招商局集团改组非核心业务，公司于当年1月将所持有的招商局国际冷链（深圳）有限公司的股份（以下简称“招商局冷链”）全部出售给招商局集团全资子公司招商局船务企业有限公司，作价7.60亿港元，因此当年收入有所下降。

从经营模式方面看，为顺应目前世界港口的发展趋势，招商局港口改变了传统的港口经营模式，积极向保税港区和综合海运物流服务转型。2016年以来，招商局港口继续推进多个保税港区的建设，以船东和相关延伸服务为导向，建立和完善港区联动商业模式，提升港口的综合功能和竞争能力。具体来看，2016年，公司重点着力打造的深圳前海湾保税港区，目前已基本实现了成为国内保税港区标杆的阶段性目标。控股子公司招商局国际码头（青岛）有限公司系统化推进跨境电商业务开展，率先在山东省内落地进口保税、直购综合业务，成为青岛跨境电商综试区核心区。联营公司天津海天保税物流有限公司继续发挥其保税区政策优势，仓库资

源基本饱和，出租费率上升，经营业绩稳定增长。

此外，近年来，公司积极推进以港口为核心的综合港口生态圈建设，以互联网为依托，加强与港口相关参与方的系统整合。2015年7月，招商局港口与华润万家有限公司联手打造的前海蛇口自贸区内首个跨境电商直销中心项目e万家正式开业，拓展了公司的业务范围。2016年，公司创新项目取得长足进展。基于深圳西部港区的“E-port”项目完成了整体规划与设计，“E-port”作为西部港区对外信息服务的统一平台，将整合现有信息资源与服务，提升西部港区贸易通关与集疏运业务的信息化能力。招商局港口业务沿港口服务链延伸，与中粮集团共同打造的“粮达网”大宗商品贸易电子平台，2016年注册交易商达到4,500家，累计成交量1,215万吨，累计成交额274亿元人民币，供应链金融服务金额超100亿元人民币。粮达网旗下的“智慧农粮电商生态圈”项目入围发改委2016年“互联网+”重大工程保障支撑类项目名单，获得国家专项补助资金3,000万元人民币。

综上，公司物流业务主要为配合港口业务实现全程物流，近年来发展平稳，同时，公司积极拓展“互联网+”等新型物流服务模式，未来发展可期。

总体来看，招商局港口参控股港口布局广，搭建了完善的港口及物流服务体系，2016年以来，全国大宗商品贸易回升，公司吞吐量增速同步回升。未来公司将继续拓展海外港口业务，寻求新的突破。但中诚信证评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张带来的影响。

公司管治

治理结构

公司根据香港《公司条例》、上市规则及公司的《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、审核委员会、提名委员会、薪酬委员会组成的治理结构。

公司股东大会、董事会及三个委员会分别为公司的最高权力机构、主要决策机构和监督机构，三者与公司高级管理人员共同构建了分工明确、相互

配合、相互制衡的运行机制。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由13名董事组成，其中执行董事8人，非执行董事5人。审核委员会由5名非执行董事及1名执行董事组成；提名委员会成员包括1名执行董事及5名独立非执行董事；薪酬委员会成员包括1位执行董事及5位独立非执行董事。

内部管理

组织结构方面，公司设董事会，总部职能部门由行政部、人力资源部、财务部、资本运营部、战略与运营管理部、西部港区事务部、市场商务部、信息与工程技术部、投资发展部、海外业务部、内控与审计部、董事会及法律事务部、安全生产管理委员会办公室、公司资讯部14个部室组成。

资金管理方面，公司设立了独立的财务部门，财务负责人和财务人员由公司独立聘用和管理；公司的财务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业严格分开，建立了规范、独立的会计核算体系和财务管理制度，能够独立作出财务决策。公司独立在银行开设账户，独立纳税，不存在与控股股东共用银行账户的情形。

业务管理方面，公司业务结构完整，已建立健全包括港口开发、建设、运营、管理等在内的一整套完整、独立的业务发展体系。公司下属各子公司在公司的管理、监督下，独立、自主开展经营业务。公司具备独立完整的业务发展及自主经营的能力。

公司还设置了西部港区事务部。作为公司深圳西部港区综合事务的整体协调管理部门，西部港区事务部主要负责统筹或协调西部港区的口岸关系、集疏运系统、硬件及配套设施建设等西部港区综合事务。推进公司母港战略，加强公司在珠三角地区港口发展的竞争优势，巩固、提升公司母港的市场地位，为公司母港的全面整合和转型升级提供有力支持。

整体看，公司组织结构完善、内部管理制度健全，能较好的适应公司业务发展的需要。

战略规划

招商局港口的战略愿景是成为世界一流的港口综合服务商。港口综合服务商的定位更好地融合

了投资商、开发商及运营商三者功能，强调从客户视角提供综合服务的概念。“世界一流”指行业地位、公司规模、经营效益、发展品质等指标的全球领先。通过实施国内战略、海外战略和创新战略三大举措，公司未来将在全球港口集装箱吞吐量、市场占有率、港口综合开发业务收益、经营管理水准、资源利用效率、劳动生产率以及品牌等方面持续提升至世界一流。

公司发展战略侧重于投资区域性的枢纽港，此类枢纽港吸引众多外商投资，具有蓬勃的经济增长动力及强劲的进出口贸易增长。公司对于港口采取“前港中区后城”（港口-产业园区-城市）的开发运营模式，以互联网为纽带强化港-区-城联动，沿港口价值链两端延伸港口服务，培育形成综合港口生态圈，丰富作为港口综合服务商的业务内涵。国内战略方面，公司紧抓广东自贸区机遇，重新定义和塑造深圳西部母港，将其打造成为“21 世纪海上丝绸之路”的实发站和枢纽港，并成为前海蛇口自贸区发展的战略支点。同时，公司将积极关注国内主要区域港口的整合机会，并注重推动现有港口项目之间、现有项目与新项目之间的港口资源的整合与协同，继续完善国内港口布局，藉此提升港口竞争力。

在积极开发“前港中区后城”模式的同时，公司积极把握国家实施“一带一路”战略带来的沿线国家港口投资机会，完善全球港口网络布局，提升公司全球港口运营能力和影响力。公司立足 CICT 海外母港建设，积极推进海外项目综合开发模式，谋求以点带面的海外业务新突破。

此外，公司还将加强港口资源整合与协同。公司将推动海外母港建设和深圳西部母港的转型升级，加快妈湾智慧港、铜鼓航道拓宽、港口社区平台等重点项目建设。

创新升级发展方面，公司力争努力营造良好的创新环境、进一步完善创新管理体制，借助“互联网+”，积极推进产网融合、产融结合，与大数据领先企业合作，着眼于港口业务、保税物流业务与互联网及电商的有机融合，探索建设跨境贸易综合服务平台，研究产业与金融资本的合作，旨在打通港

口及物流园区之间的商流、信息流、资金流和物流，构建港航物流新的生态圈。

2018 年，预计公司港口业务增速总体保持稳定，以国内港口平稳增长为基础，以海外已投产项目的快速增长为重要推动力，以创新业务的培育作为新的增长点，将潜在的投资项目转变为额外的收入来源。公司将围绕战略目标，按照“抓机遇、求突破、推发展”的主线展开工作，积极把握好“自贸区”和“一带一路”两个政策机遇，踏实推进国内、海外和创新三大战略，力求在品质、规模、效益和管理上不断向世界一流的目标迈进。

总体来看，公司依托于股东方招商局集团的支持，不断加强资源整合，可持续发展能力逐步增强。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤关黄陈方会计师行审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年财务报告及 2017 年未经审计的半年报。公司于 2016 年 8 月 10 日更改注册名称，其注册名称由招商局国际有限公司变更为招商局港口控股有限公司。

资本结构

2014~2016 年，随着公司港口业务的平稳开展和对外投资的稳步推进，公司总资产规模相对稳定。2017 年，公司为加快海外港口投资¹，对外融资规模有所增加，带动总资产规模小幅提升。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的总资产分别为 1,024.36 亿港元、1,023.49 亿港元、1,031.13 亿港元、1,130.08 亿港元。近年来，业务扩张带来的融资需求有所增加，公司总负债亦呈波动上涨态势，同期公司总负债分别为 272.90 亿港元、257.00 亿港元、293.75 亿港元、347.43 亿港元。所有者权益方面，权益的构成主要为股本、强制可换股证券和储备，其中储备主要为未分配利润和包括附属公司、联营公司及合营企业之外币折算差额等的其他综合收益。2017 年 6 月，强制可换股证券被兑换为普通股，使得当期公司的股本大幅增加。2014~2016

¹ 2017 年 7 月 29 日公告，招商局港口拟以 9.74 亿美元（约合港币 75.95 亿港元）获得斯里兰卡南部的汉班托塔港 85% 的股权，并将拥有该港口 99 年特许经营权

年末及 2017 年 6 月末，公司的所有者权益分别为 751.46 亿港元、766.49 亿港元、737.38 亿港元、782.65 亿港元，其中 2016 年有所下滑主要系附属、联营合营企业投资外币折算差额下降所致。

表 11：2014 年~2016 年末及 2017 年 6 月末公司权益情况

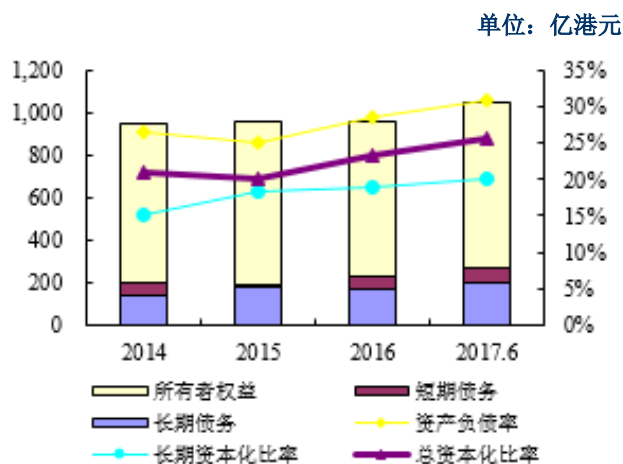
单元：亿港元

	2014	2015	2016	2017.6
股本	179.18	189.94	195.48	347.67
强制可换股证券	152.80	152.24	152.19	0.00
储备	328.21	331.81	294.34	300.48
拟派股息	14.11	14.29	17.07	49.80
非控制性权益	77.16	78.21	78.30	84.70
总权益	751.46	766.49	737.38	782.65

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年资金需求的增加使得公司对外部融资的依赖有所加大，但得益于强大的自有资本实力，公司的总体杠杆率较低，2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的资产负债率分别为 26.64%、25.11%、28.49%、30.74%，总资本化率分别为 21.00%、19.99%、23.33%、25.72%，长期资本化率分别为 15.03%、18.45%、18.80%、20.06%。

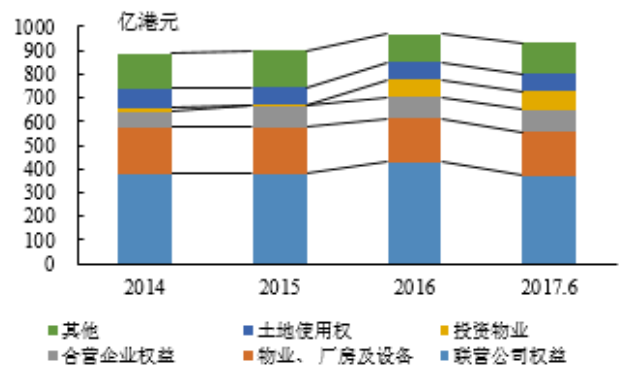
图 6：2014 年~2016 年末及 2017 年 6 月末公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由非流动资产构成。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的非流动资产分别为 885.51 亿港元、900.63 亿港元、971.00 亿港元、934.18 亿港元，在总资产中占比分别为 86.45%、88.00%、94.17%、82.66%。

图 7：2014 年~2016 年末及 2017 年 6 月末公司非流动资产分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司的非流动资产主要包括联营公司权益、物业厂房及设备、合营企业权益，截至 2016 年末，公司的联营公司权益、物业厂房及设备、合营企业权益分别为 430.20 亿港元、184.59 亿港元、89.09 亿港元，在同期非流动资产中占比分别为 44.30%、19.01%、9.18%。

联营公司权益方面，近年来，公司在境内外的股权投资（联营）规模较大，主要投资对象为港口及相关业务公司，公司的重要联营公司包括上海国际港务（集团）股份有限公司和大连港股份有限公司、中国南山开发（集团）股份有限公司、Terminal Link SAS、Tin-Can Island Container Terminal Ltd 等，公司对所有联营公司均采用权益法。2014~2016 年末，公司的联营公司权益规模持续上升，其中 2016 年 1 月，公司出资 43.32 亿港元认购大连港新配售的 11.80 亿股 H 股，使得公司的联营公司权益大幅上升，2017 年公司进行战略调整，出售持有的中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（以下简称“中集集团”）的 24.53% 股份，使得公司联营公司权益规模大幅下降。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的联营公司权益分别为 377.31 亿港元、379.53 亿港元、430.20 亿港元、370.46 亿港元。

表 12: 截至 2016 年末, 公司的联营权益情况

联营公司名称	营业地	持股比例 (%)	主要业务
亚洲空运中心有限公司	中国香港	20.00	航空货运服务
中国国际海运集装箱 (集团) 股份有限公司	中国	24.53	设计、制造及销售干货运输集装箱
中国南山开发 (集团) 股份有限公司	中国	37.01	投资控股
Chu Kong River Trade Terminal Co., Limited	英属维京群岛	20.00	提供驳运码头服务
大连港股份有限公司	中国	21.05	提供码头业务及物流服务
现代货箱码头有限公司	中国香港	27.01	提供集装箱码头服务及货仓服务
Port de Djibouti S.A	吉布提共和国	23.50	于吉布提经营海港及码头以及港口相关业务
上海国际港务 (集团) 股份有限公司	中国	25.15	港口及集装箱码头业务及相关服务
Terminal Link SAS	法兰西共和国	49.00	于欧洲、地中海盆地、非洲、美洲及亚洲经营集装箱码头
天津海天保税物流有限公司	中国	49.00	提供集装箱码头服务及货仓服务
Tin-Can Island Container Terminal Ltd	尼日利亚联邦共和国	28.50	提供集装箱码头服务

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

物业厂房及设备主要为港口工程、楼宇及船厂, 厂房、机器、家具及设备。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末, 公司的物业厂房及设备金额分别为 199.82 亿港元、195.7 亿港元、184.59 亿港元、186.66 亿港元。

表 13: 截至 2016 年末, 公司的物业厂房及设备情况

单位: 亿港元

项目	余额	占比
土地及楼宇	7.60	4.12%
港口工程、楼宇及船厂	114.84	62.21%
厂房、机器、家具及设备	46.53	25.21%
在建资产	11.00	5.96%
其他	4.62	2.50%
合计	184.59	100.00%

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

合营企业权益方面, 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末, 公司的合营权益规模分别为 64.08 亿港元、90.41 亿港元、89.09 亿港元、93.25 亿港元。2015 年大幅增加主要系公司当年为收购位于土耳其 Kumport 码头而成立了 Euro-Asia Oceangate S.ar.I. 公司, 注册资本 9.40 亿美元, 公司持有其 40% 股权。公司具体合营企业情况见下表。

表 14: 截至 2016 年末, 公司的合营公司情况

合营企业名称	注册资本	持股	主要业务
宁波大榭招商国际码头有限公司	人民币 12.09 亿元	45.00%	港口及集装箱码头业务
青岛前湾联合集装箱码头有限责任公司	人民币 20.00 亿元	50.00%	港口及集装箱码头业务
青岛前湾西港联合码头有限责任公司	人民币 5.00 亿元	49.00%	港口及散杂货码头业务
宁波宏商国际货运代理有限公司	港币 0.12 亿元	20.00%	提供运输服务
宏商海运有限公司	港币 0.08 亿元	-	提供航运服务
湛江港 (集团) 股份有限公司	人民币 40.21 亿元	40.29%	港口及集装箱码头业务
青岛港董家口矿石码头有限公司	人民币 14.00 亿元	25.00%	港口及散杂货码头业务
Euro-Asia Oceangate S.ar.I.	美元 9.40 亿元	40.00%	港口及集装箱码头业务

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

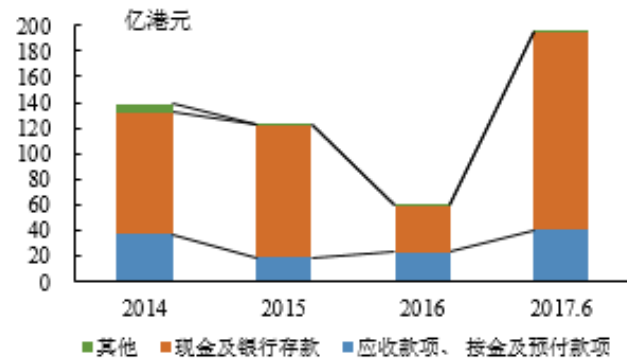
公司的流动资产主要包括现金及银行存款和应收款项、按金及预付款项。截至 2016 年末, 其金额分别为 36.37 亿港元、22.96 亿港元, 在流动资产中占比分别 60.49%、38.18%。

现金及银行存款方面, 近年来公司对外投资和出售活动较多, 使得公司的现金波动较大, 2016 年, 公司收购大连港 21.05% 股权、金域融泰股权款、中集 H 股使得当年现金大幅减少, 2017 年公司出售所持中集集团的股权, 使得现金大幅增加。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末, 公司的现金及银行存款分别为 95.01 亿港元、102.93 亿港元、36.37

亿港元、154.24 亿港元。

应收款项、按金及预付款项方面，主要为应收贸易账款净值、应收联营公司款项和应收股息。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的应收款项、按金及预付款项分别为 36.93 亿港元、19.16 亿港元、22.96 亿港元、40.73 亿港元。

图 8：2014 年末~2016 年末及 2017 年 6 月末公司流动资产



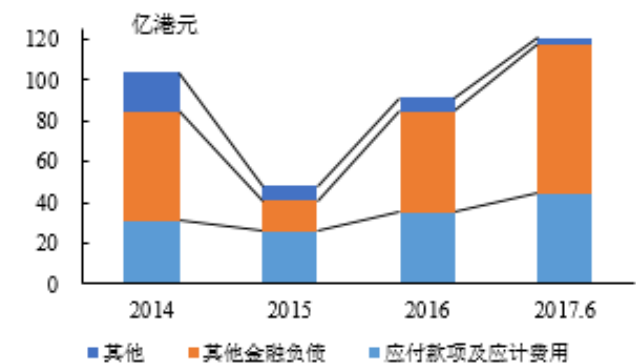
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

负债方面，公司的负债以非流动负债为主。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的非流动负债分别为 169.25 亿港元、209.12 亿港元、202.31 亿港元、226.46 亿港元，同期在总负债中占比分别为 62.02%、81.37%、68.87%、65.18%。

非流动负债主要为其他金融负债（期限 1 年以上部分）、递延税项负债，截至 2016 年末，其金额分别为 167.93 亿港元、19.73 亿港元，在非流动负债中占比分别为 83.01%、9.75%。其他金融负债主要为银行贷款、来自附属公司非控制性权益持有者之贷款、应付票据等，期限多为 2~9 年，利率区间为 1.20%~7.15%，随着港口业务的推进，融资需求

的增加，公司的其他金融负债规模有所扩大。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司其他金融负债（期限 1 年以上部分）分别为 122.31 亿港元、166.81 亿港元、167.93 亿港元、195.84 亿港元。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的流动负债分别为 103.65 亿港元、47.88 亿港元、91.44 亿港元、120.97 亿港元，主要为其他金融负债（期限 1 年以内）和应付款项及应计费用。截至 2016 年末，其规模分别为 49.63 亿港元、34.97 亿港元，其在流动负债中占比分别为 54.28%、38.24%。

图 9：2014 年末~2016 年末及 2017 年 6 月末公司流动负债



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

有息债务方面，近年随着对外投资的增加，融资力度有所加强，公司的有息债务不断增加，2014~2016 年及 2017 年 6 月末，公司的总债务（短期债务+长期债务）分别为 199.71 亿港元、191.45 亿港元、224.34 亿港元、270.94 亿港元。

表 15：2014 年末~2016 年末及 2017 年 6 月末公司有息债务情况

单位：亿港元

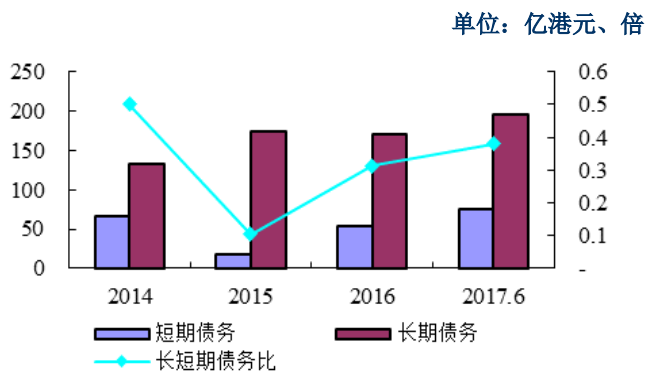
	2014	2015	2016	2017.6
浮息银行贷款（一年以内到期）	9.72	7.13	22.25	12.18
定息银行贷款（一年以内到期）	0.00	1.79	7.32	12.39
定息应付上市票据（一年以内到期）	38.78	0.00	0.00	15.58
定息应付非上市票据（一年以内到期）	5.07	5.97	19.62	17.62
来自最终控股公司之贷款（一年以内到期）	4.84	2.77	3.36	0.00
来自一间中介控股公司之贷款（一年以内到期）	8.34	0.34	0.63	1.19
来自一间同系附属公司之贷款（一年以内到期）	0.00	0.00	0.00	15.33
来自一间附属公司非控制性权益持有者之贷款（一年以内到期）	0.00	0.00	0.44	0.23
短期债务合计	66.75	18.00	53.62	74.52
浮息银行贷款	52.40	48.99	52.75	65.85
定息银行贷款	0.00	0.60	0.28	0.28

定息应付上市票据	53.69	107.64	107.84	93.04
定息应付非上市票据	12.61	5.94	3.34	32.52
来自最终控股公司之贷款	9.38	3.58	0.00	0.00
来自一间中介控股公司之贷款	1.27	3.06	2.79	0.58
来自一间同系附属公司之贷款	0.00	0.00	0.00	0.00
来自一间附属公司非控制性权益持有者之贷款	3.61	3.64	3.72	4.15
长期债务合计	132.96	173.45	170.72	196.42
总债务	199.71	191.45	224.34	270.94

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2015 年公司进行了债务结构优化，短期债务大幅下降，之后，随着债务的逐渐到期，短期债务比例有所上升。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.50 倍、0.10 倍、0.31 倍、0.38 倍，短期偿债压力有所加大。

图 10：2014 年末~2016 年末及 2017 年 6 月末公司有息债务



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 16：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月的公司营业总收入构成情况

单位：亿港元、%

项目	2014			2015			2016			2017.6		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
港口服务、运输、货柜服务及货柜场管理	74.66	90.42	44.54	77.89	94.61	43.95	75.70	94.91	42.11	38.21	94.23	43.35
物流服务（包括租金）	7.47	9.05	20.25	4.08	4.96	42.08	4.05	5.08	44.19	1.99	4.91	45.35
投资物业租金	0.44	0.53	100	0.36	0.44	100	0.01	0.01	-1,200.48	0.35	0.86	49.76
合计	82.57	100.00	42.63	82.33	100.00	44.11	79.76	100.00	42.06	40.55	100.00	43.51

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

毛利率方面，港口相关业务的收入占比超过 90%，故该业务的毛利水平成为影响公司整体毛利空间的主要因素。港口业务的毛利率主要受港口区位、货种结构等影响，受益于公司良好的港口区位，

总体而言，尽管近年来公司的债务规模有所上升，且短期债务比例增加，但公司自有资本实力强，资产质量高，整体杠杆率较低，偿债压力较小。

盈利能力

如前所述，公司的港口业务运营良好，近年营业收入总体保持平稳。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的总收入分别为 82.57 亿港元、82.33 亿港元、79.76 亿港元、40.55 亿港元。2016 年收入略有下降，主要系人民币兑港元贬值所致。

且业务以集装箱为主，公司的港口相关业务毛利率水平较高，2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，港口业务毛利率分别为 44.54%、43.95%、42.11%、43.35%。受其推动，公司的平均毛利率也一直处于较高水

平，且整体保持平稳。与主要的港口上市公司相比（如表 17），公司的综合毛利率水平处于市场前列。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，公司的综合毛利率分别为 42.63%、44.11%、42.06%、43.51%。

表 17：2016 年 A 股部分港口上市公司毛利率等情况

单位：%、亿元（人民币）

公司名称	毛利率	营业总收入
南京港股份有限公司	48.64	2.23
深圳赤湾港航股份有限公司	44.86	19.05
唐山港集团股份有限公司	37.21	56.26
北部湾港股份有限公司	34.35	29.95
营口港务股份有限公司	32.57	36.66
上海国际港务（集团）股份有限公司	30.08	313.59
秦皇岛港股份有限公司	27.24	49.11
江苏连云港港口股份有限公司	25.67	11.67
广州港股份有限公司	25.49	77.37
宁波舟山港股份有限公司	24.87	163.25
日照港股份有限公司	16.86	42.77
大连港股份有限公司	10.83	128.14

资料来源：Wind，中诚信证评整理

期间费用方面，2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的期间费用分别为 18.76 亿港元、16.89 亿港元、19.19 亿港元、10.76 亿港元，同期在总收入中占比分别为 22.72%、20.52%、24.06%、26.54%，主要包括行政开支和融资成本净额，其中行政费用主要为人工支出、折旧及摊销、审计及中介费用等，融资成本净额主要为融资利息净支出。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的行政开支分别为 10.17 亿港元、9.89 亿港元、10.19 亿港元、5.30 亿港元；融资成本净额分别为 8.59 亿港元、7.00 亿港元、9.00 亿港元、5.46 亿港元。

表 18：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月公司期间费用分析

单位：亿港元、%

	2014	2015	2016	2017.6
行政开支	10.17	9.89	10.19	5.30
融资成本净额	8.59	7.00	9.00	5.46
期间费用合计	18.76	16.89	19.19	10.76
营业收入	82.57	82.33	79.76	40.55
期间费用收入占比	22.72	20.52	24.06	26.54

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

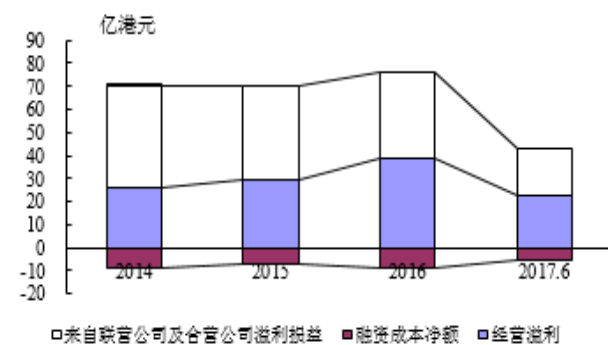
公司除税前溢利由经营溢利和来自联营公司及合营公司溢利损益构成，2014~2016 年及 2017

年 1-6 月，公司的除税前溢利分别为 61.69 亿港元、63.15 亿港元、66.83 亿港元、37.78 亿港元，呈持续增长态势。

分项来看，经营溢利包括毛利、其他收益等，近年来毛利相对平稳，受益于 2016 年其他收益（主要系来自自持物业公允价值变动增加、出售可供出售金融资产收益和关联方运营补偿）的增加，公司当年经营溢利大幅上涨。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的经营溢利分别为 25.91 亿港元、29.81 亿港元、38.97 亿港元、22.60 亿港元。

如前所述，公司对外投资较多，联营公司及合营公司溢利损益主要系对国内外多家港口相关公司进行投资的收益，近年受港口相关制造业务的分红下降，该科目近年持续下滑。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的联营公司及合营公司溢利损益分别为 44.37 亿港元、40.34 亿港元、36.86 亿港元、20.64 亿港元。

图 11：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月公司除税前溢利



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

年内溢利方面，随着港口业务及公司的其他业务的发展，公司的年内溢利不断增加，权益回报率不断上升，整体经营状况较好。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的年内溢利分别为 50.18 亿港元、55.25 亿港元、62.06 亿港元、34.76 亿港元，同期，公司的 ROE 分别为 7.63%、7.28%、8.25%、4.57%。

总体来看，公司近年来运营较稳定，核心业务板块收入增加，营业毛利率较高且相对稳定，加之海内外联营及合营企业投资收益的有益补充，公司总体盈利能力很强。

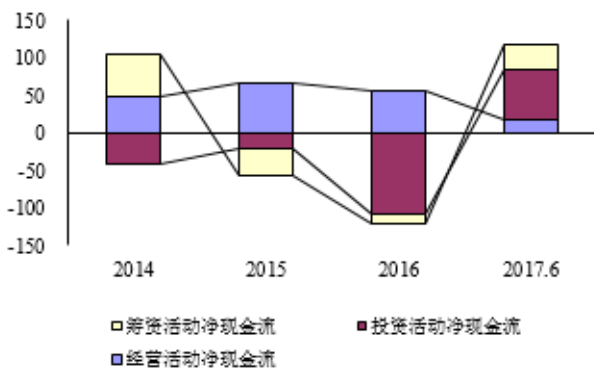
偿债能力

经营活动现金流，由于公司 2014 年下半年来自联营公司收取的分红延迟至 2015 年上半年，导

致 2015 年经营活动现金流入规模较往年较高，进而使得公司 2016 年的经营活动现金净流入总额较 2015 年有所回落。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的经营活动现金流分别为 47.09 亿港元、66.84 亿港元、55.52 亿港元、18.64 亿港元。投资现金流主要与公司的收购和出售股权相关，不同年份的购买和出售股权根据具体项目而定。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，公司的投资活动现金净额分别为 -41.96 亿港元、-19.83 亿港元、-108.56 亿港元、65.32 亿港元。筹资活动方面，根据当年的经营和投资需求进行融资，总体而言，波动较大。2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的筹资现金流净额分别为 58.10 亿港元、-37.82 亿港元、-11.43 亿港元、32.93 亿港元。

图 12：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月公司现金流情况

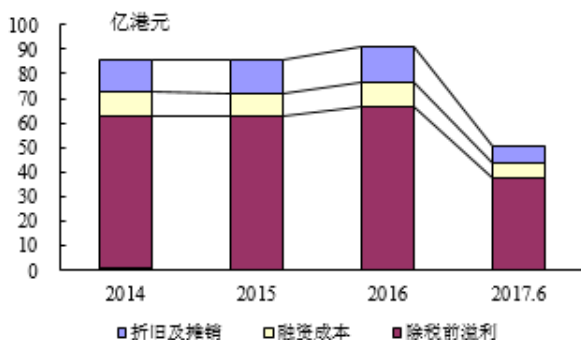
单位：亿港元



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

EBITDA 方面，公司的 EBITDA 主要由除税前溢利构成。如前所述，近年来，除税前溢利规模不断扩张，使得 EBITDA 随之增加，2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的 EBITDA 分别为 84.53 亿港元、85.65 亿港元、90.81 亿港元、50.81 亿港元。

图 13：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月公司 EBITDA 情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，公司 EBITDA 利息倍数一直保持较高水平，2014~2016 年及 2017 年 1-6 月，公司的 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.06 倍、9.35 倍、9.05 倍、8.48 倍，同期，总债务/EBITDA 分别为 2.36 倍、2.24 倍、2.47 倍、5.33 倍。

表 19：2014 年~2016 年及 2017 年 1-6 月公司偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.6
总债务 (亿港元)	199.71	191.45	224.34	270.94
利息支出 (亿港元)	11.98	9.16	10.03	5.99
EBITDA (亿港元)	84.53	85.65	90.81	50.81
EBITDA 利息倍数 (X)	7.06	9.35	9.05	8.48
总债务 / EBITDA (X)	2.36	2.24	2.47	5.33

注：利息支出包括资本化利息支出和费用化利息支出
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

受限资产方面，公司将两家子公司的股权抵押给多家银行获得贷款，截至 2017 年 6 月末，受限资产的账面价值为 23.24 亿港元，占总资产的比例为 2.06%，总体受限规模不大。

表 20：截至 2017 年 6 月末公司的受限资产情况

单位：亿港元

抵押人	抵押资产	抵押权人	账面价值
Lome Container Terminal S.A	股权抵押	银团贷款	8.16
Colombo International Container Terminals Limited	股权抵押	China Development Bank Corporation	15.08
合计			23.24

资料来源：公司提供

银行授信方面，公司与国家开发银行、中国银行、中国银行等多家银行保持良好关系，截至 2017 年 6 月末，公司获得银行授信总额为 207.47 亿港元，尚未使用授信额度为 115.31 亿港元。充裕的银行授信额度可为公司提供较好的流动支持。除了间接融资，公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化融资渠道，具有很强的直接融资能力。

表 21: 截至 2017 年 6 月末公司的授信情况

单位: 亿港元

授信银行	授信总额	未使用授信余额
国家开发银行	27.31	5.04
中国工商银行	12.67	4.61
中国银行	23.10	16.63
中国建设银行	25.87	13.08
招商银行	8.07	7.49
三菱东京 UFJ 银行	11.15	10.50
其他银行	99.30	57.98
合计	207.47	115.31

资料来源: 公司提供

对外担保情况方面, 截至 2017 年 6 月末, 公司对外担保余额 2.31 亿港元, 占公司所有者权益的 0.30%。主要担保对象为 PORT DE DJIBOUTI S.A. 和 Terminal Link SAS, 被担保方均为招商局港口的联营公司, 目前正常经营, 公司对外担保规模较小, 代偿风险不大。

表 22: 截至 2017 年 6 月末公司的对外担保情况

单位: 亿港元

被担保人	担保金额	被担保人经营情况	到期时间
Terminal Link SAS@1	0.41	正常经营	2019 年
Terminal Link SAS@2	0.98	正常经营	2033 年
PORT DE DJIBOUTI S.A.	0.92	正常经营	2019 年
合计	2.31	-	-

资料来源: 公司提供

总体而言, 公司的债务率较低, 债务期限结构相对合理, 且公司资产质量高, 盈利能力强, EBITDA 利息保障较好, 同时, 公司融资渠道畅通, 备用流动性充裕, 整体信用风险可控。

结 论

综上, 中诚信证评评定招商局港口控股有限公司主体信用等级为**AAA**, 评级展望为稳定; 评定“招商局港口控股有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券”信用等级为**AAA**。

关于招商局港口控股有限公司 2018年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券的跟踪评级安排

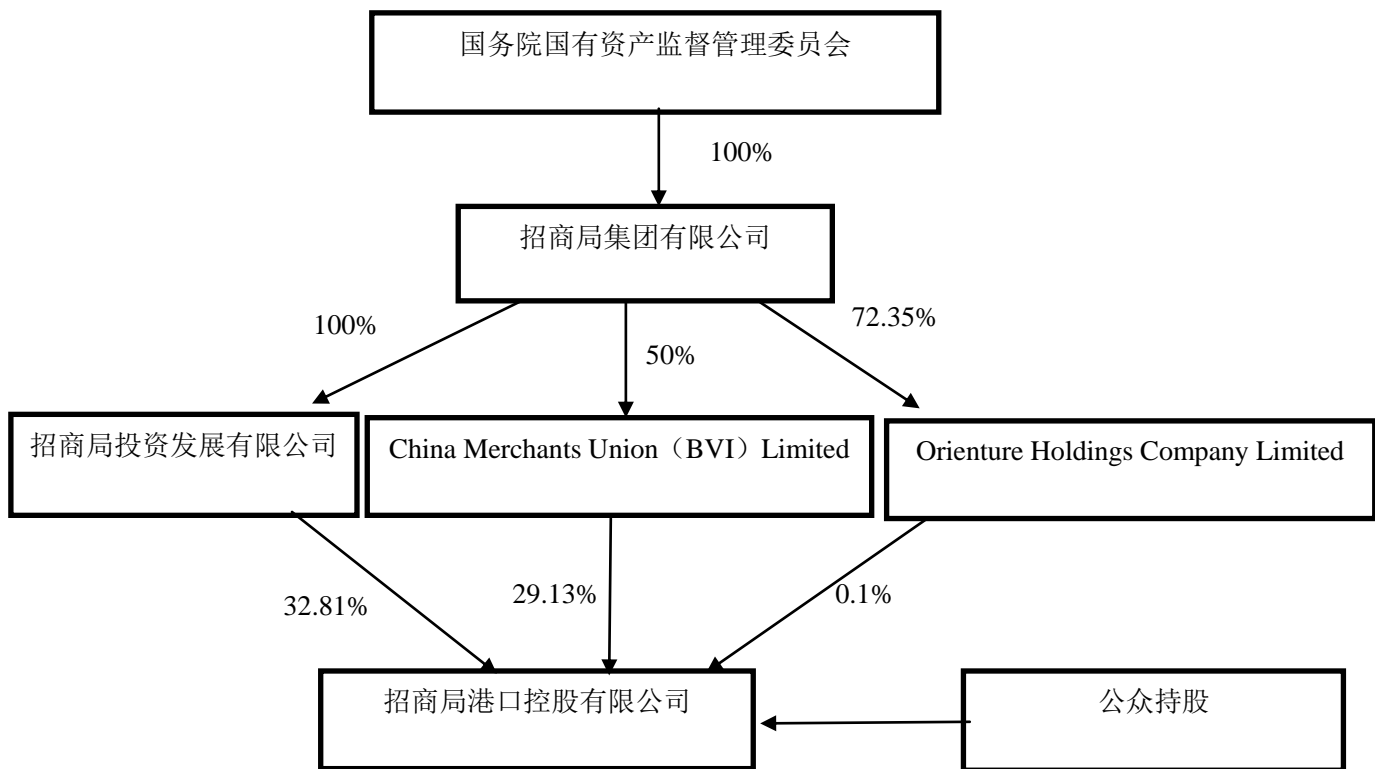
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

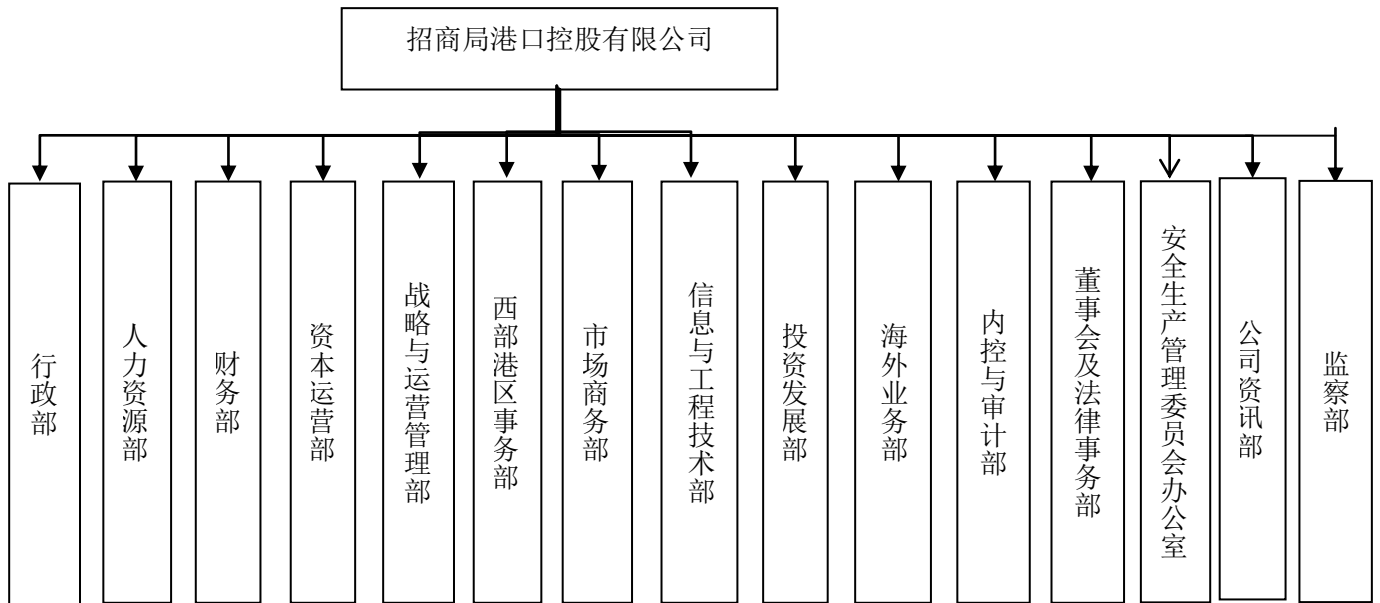
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：招商局港口控股有限公司股权结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招商局港口控股有限公司组织结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附三：招商局港口控股有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万港元）	2014	2015	2016	2017.6
货币资金	9,501	10,293	3,637	15,424
存货	108	77	77	91
应收款项、按金及预付款项	3,693	1,916	2,296	4,073
流动资产合计	13,885	12,286	6,013	19,590
物业、厂房及设备（固定资产净值）	19,982	19,570	18,459	18,666
非流动资产合计	88,551	90,063	97,100	93,418
总资产	102,436	102,349	103,113	113,008
流动负债合计	10,365	4,788	9,144	12,097
非流动负债合计	16,925	20,912	20,231	22,646
短期债务	6,675	1,800	5,362	7,452
长期债务	13,296	17,345	17,072	19,642
总债务	19,971	19,145	22,434	27,094
负债合计	27,290	25,700	29,375	34,743
权益合计	75,146	76,649	73,738	78,265
EBITDA（息税折旧摊销前收益）	8,453	8,565	9,081	5,081
除税前溢利（利润总额）	6,169	6,315	6,683	3,778
年内溢利（净利润）	5,018	5,525	6,206	3,476
收入（营业总收入）	8,257	8,233	7,976	4,055
经营活动净现金流	4,709	6,684	5,552	1,864
投资活动净现金流	-4,196	-1,983	-10,856	6,532
筹资活动净现金流	5,810	-3,782	-1,143	3,293
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	3.93	7.30	5.54	3.11
经营活动净现金流/总债务（X）	0.24	0.35	0.25	0.07
财务指标	2014	2015	2016	2017.6
资产负债率（%）	26.64	25.11	28.49	30.74
总资本化比率（%）	21.00	19.99	23.33	25.72
长期资本化比率（%）	15.03	18.45	22.44	20.06
流动比率（X）	1.34	2.57	0.66	1.62
总债务/EBITDA（X）	2.36	2.24	2.47	5.33
EBITDA 利息倍数（X）	7.06	9.35	9.05	8.48
营业毛利率（%）	42.63	44.11	42.06	43.51
净资产收益率（%）	7.63	7.28	8.25	4.57

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=浮息银行贷款（一年以内到期）+定息银行贷款（一年以内到期）+定息应付上市票据（一年以内到期）+定息应付非上市票据（一年以内到期）+来自最终控股公司之贷款（一年以内到期）+来自一间中介控股公司之贷款（一年以内到期）+来自一间同系附属公司之贷款（一年以内到期）+来自一间附属公司非控制性权益持有者之贷款（一年以内到期）

长期债务=浮息银行贷款+定息银行贷款+定息应付上市票据+定息应付非上市票据+来自最终控股公司之贷款+来自一间中介控股公司之贷款+来自一间同系附属公司之贷款+来自一间附属公司非控制性权益持有者之贷款

总债务=长期债务+短期债务

期间费用合计=行政开支+融资成本净额

EBIT（息税前盈余）=除税前溢利+融资成本

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

期间费用收入占比=期间费用合计/除税前溢利

净资产收益率=年内溢利/平均所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/借贷成本总额

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。