

特别评论

2024年9月

中诚信国际
交通运输行业

交通运输行业中期信用观察：稳中有进，仍具潜力

目录

要点	1
主要关注因素	2
航空运输行业	2
机场行业	6
收费公路行业	9
港口行业	12

联络人

作者

企业评级部

吴亚婷 027-87339288

ytwu@ccxi.com.cn

李克 027-87339288

kli@ccxi.com.cn

曲甘雨 027-87339288

gyqu@ccxi.com.cn

赵子贺 027-87339288

zhzhao@ccxi.com.cn

何瑞婷 027-87339288

rthe@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288

txgong@ccxi.com.cn

要点

- 2024年上半年我国航空客货运输均延续较好增长态势，其中国内客运在全面复苏后仍保持稳健增长、国际客运约恢复至2019年同期八成，货运量达到历史最好水平；主要航空公司经营业绩进一步改善，财务杠杆得到有效控制且债务期限结构有所优化；行业景气度的持续回暖有望推动行业信用水平进一步改善，但机队引进仍需较大规模的资本支出，债务的消化以及杠杆的去化仍需时日。
- 国内出行需求常态化增长、国际航线加速修复带动2024年上半年机场业务量超过2019年同期水平，机场企业经营业绩持续向好，财务杠杆虽有所攀升但处于合理水平，偿债指标改善，行业信用整体表现稳健。
- 2024年上半年公路客货运规模保持增长但增速有所放缓，公路货运周转量占交通运输行业比重小幅下降，收费公路运营企业整体经营业绩稳健，路产到期移交影响尚不显著，财务杠杆处于较低水平且延续下降趋势，偿债指标出现阶段性小幅下滑但仍处于良好水平，预计全年收费公路行业仍将维持较高的信用水平。
- 2024年上半年内贸需求稳定和进出口需求显著回升带动全国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量均实现较好增速，地缘政治和中美贸易摩擦等因素对进出口贸易的不确定性影响仍对港口经营带来一定挑战；主要港口企业整体盈利能力有所回升，财务杠杆维持上升态势，偿债指标小幅回升且仍处于较强水平，行业信用整体表现稳健。

主要关注因素

2024 年以来交通运输行业景气度持续回升，客货运量均呈现增长趋势。本报告通过回顾航空运输、机场、收费公路和港口四个子行业 2024 年以来行业经营数据，结合行业内企业的财务表现，对各行业中期信用趋势进行总结与分析。

航空运输行业

2024 年上半年，我国航空客货运输均延续较好增长态势，其中国内客运在全面复苏后仍保持稳健增长、国际客运随着航线加速修复约恢复至 2019 年同期八成，货运量达到历史最好水平；预计未来一段时间内向好基本面不变，全年航空客货运输均将实现较好增长。

2024 年我国民航市场延续复苏态势，其中国际航线复苏加速，国内航线在全面复苏后仍保持稳健增长。上半年全行业共完成运输总周转量 703.0 亿吨公里，同比增长 32.2%，较 2019 年同期增长 11.9%；其中国际航线增速高达 84.1%，国内航线同比增长 16.0%。客运表现方面，2024 年上半年民航旅客周转量同比大幅增长，为 2019 年同期水平的 107.51%，其中国内航线继续延续增长态势，旅客周转量已达到 2019 年同期水平的 118.28%。国际市场方面，随着外国人区域性入境中国免签政策的推行及免签国家范围不断扩大，入境外籍游客人次快速增长，国家移民管理局数据显示，2024 年上半年全国共查验出入境人员 2.87 亿人次，同比增长 70.9%。上述需求推动 2024 年以来国际客运航班稳定在 2019 年的 70% 以上，旅客周转量同比大幅增长，上半年国际旅客周转量恢复至 2019 年同期的 78.63%。分地区来看，东南亚航线数及往返航班量仍为最高，为 2019 年同期的 65.8%；西亚、中亚、非洲三地航班量超 2019 年同期；北美洲市场持续低迷，航班恢复率仅 2 成。从航班效率上看，2024 年上半年民航飞机日利用率为 8.7 小时，较去年同期提高 0.9 小时，但低于 2019 年同期 0.6 小时；全行业正班客座率为 82.2%，较去年同期提高 6.4 个百分点，亦低于 2019 年同期 1.1 个百分点。日利用率及正班客座率仍低于 2019 年同期主要由于航司客运航班供给恢复快于需求。其中，中国南航、中国东航、中国国航国内及地区可用客公里(ASK)较 2019 年同期则分别增长 18.67%、19.19%和 19.38%，高于同期国内及地区收入客公里 (RPK) 的恢复水平，国内运力供给存在过剩；国际航线方面，中国国航、中国东航国际客运供给恢复均快于需求，中国南航供给与需求恢复程度基本一致。

图 1：近年来民航旅客周转量变化趋势

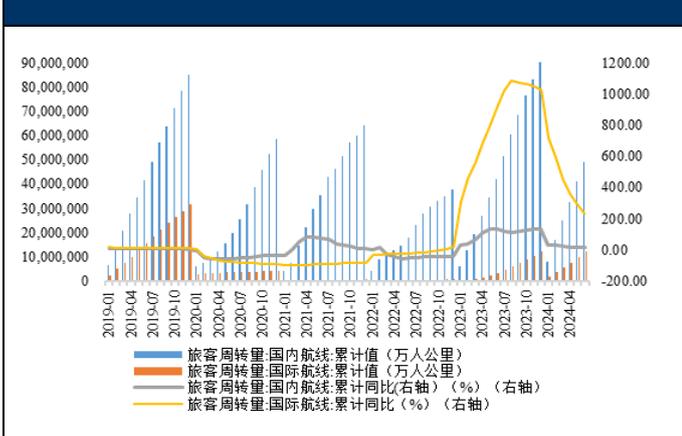
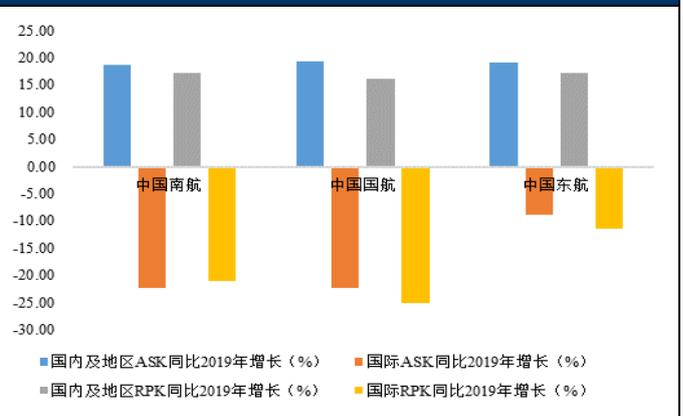


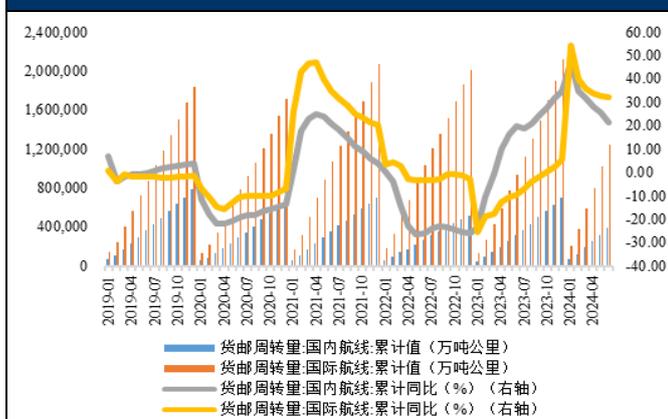
图 2：2024 年上半年三大航司可用客公里、收入客公里同比 2019 年增长情况



根据航旅纵横数据显示，暑运以来(7月1日至8月22日)，国内航线旅客量超过1亿人次，同比增长约7%；出入境航线旅客量超过1,234万人次，同比增长约70%。中诚信国际认为，下半年中长期假日集中，国内市场出行需求仍有释放空间；国际航线方面，虽然个别航线受航权谈判等因素影响恢复迟缓，但整体加速修复的趋势不变，同时免签刺激国际客运市场热度攀升，全年国际客运市场或将恢复至接近2019年水平，共同带动民航客运市场实现较好增长。

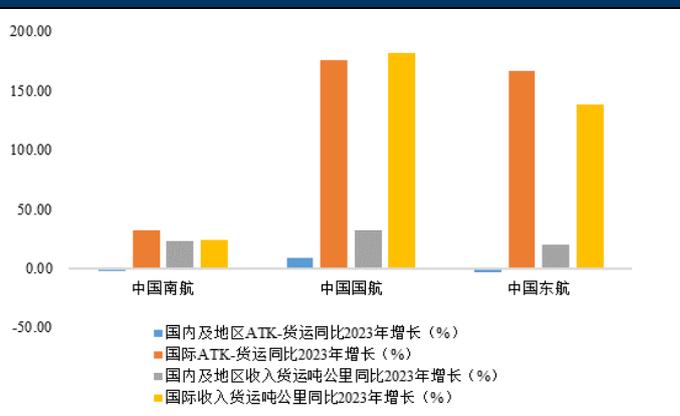
货运表现方面，2024年以来航空货运市场亦延续回暖趋势，上半年货运量达到历史最好水平，货邮周转量同比增长29.88%。国内航线方面，受益于需求回升、政策利好及供给增加等因素，货邮周转量累计同比增速维持高位，上半年增速为21.5%。国际航线方面，上半年货邮周转量同比增长32.5%，主要基于两方面原因：一方面是跨境电商带来庞大需求。据海关总署统计，上半年我国跨境电商进出口总额达1.22万亿元，同比增长10.5%，高于同期我国外贸整体增速4.4个百分点。上半年开通的国际货运航线中，超过60%的航线承运货物以跨境电商商品为主，跨境电商成为航空货运发展的重要增长点。另一方面是地缘政治冲突导致部分海运货量转移到空运。今年以来，红海危机持续升级使传统海运业遭受重创，海运价格不断暴涨、运力供不应求的背景下，为保证货物运输的时效性，部分海运转向空运的需求逐步显现。供给方面，从三大航的数据来看，国内及地区可用货运吨公里(ATK)同比增速远低于收入货运吨公里(RTK)增速；但国际客运航班加速修复使得进入国际市场的腹舱运力显著增加，供给增速高于需求。整体来看，航空货运市场供需有所收紧，航空货运费率同比有所增长。中诚信国际认为，随着跨境电商不断发展和国内产业结构升级，及红海危机对全球供应链的持续冲击，短期内航空货运市场仍有增长空间，全年将实现较好增长。

图3：近年来民航货邮周转量变化趋势



资料来源：国家民航总局，中诚信国际整理

图4：2024年上半年三大航司可用货运吨公里、收入货运吨公里同比2023年增长情况



资料来源：上市公司公告，中诚信国际整理

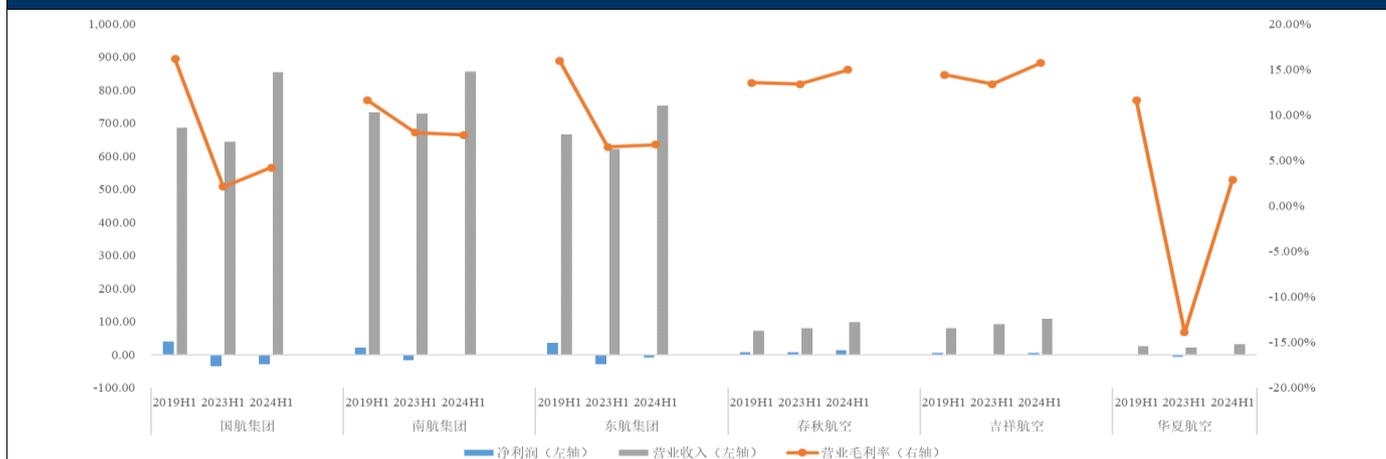
随着民航业整体复苏持续向好，主要航空公司经营业绩进一步改善，叠加对外融资力度下降，财务杠杆得到有效控制，且债务期限结构有所优化；行业景气度的持续回暖有望推动行业信用水平进一步改善，但机队引进仍需较大规模的资本支出，债务的消化以及杠杆的去化仍需时日。

为研究民航业持续向好复苏对航空公司盈利能力、获现能力及偿债能力的变动趋势影响，中诚信国际选取了三大国有航空集团及三家民营航空公司共计6家样本公司作为样本进行分析（样本名单详见附件1）。

盈利能力方面，2024年上半年，得益于航空运输业持续回暖，6家样本航空公司盈利能力均显著改善。从营业收入来看，6家航司营业收入均达到2019年以来同期最高水平，合计为2,702.04亿元，同比增速达到23.42%，较2019年同期增长19.45%。从毛利率水平来看，除南航集团外，其余各样本航空公司营业毛利率均有所上升；其中春秋航空及吉祥航空得益于良好的成本管控能力远远领先其他样本航空公司，并已经

超过 2019 年同期水平。此外，样本航司综合融资成本下降使得财务费用明显减少。从净利润水平来看，春秋航空及吉祥航空净利润同比进一步增长，华夏航空和南航集团实现扭亏为盈；国航集团和东航集团仍表现为经营亏损，其中东航集团同比减亏幅度较大，国航集团受国际航线整体恢复进程低于预期、国内市场竞争加剧带来客票价格下跌等因素影响，2024 年上半年仍呈现较大规模亏损。

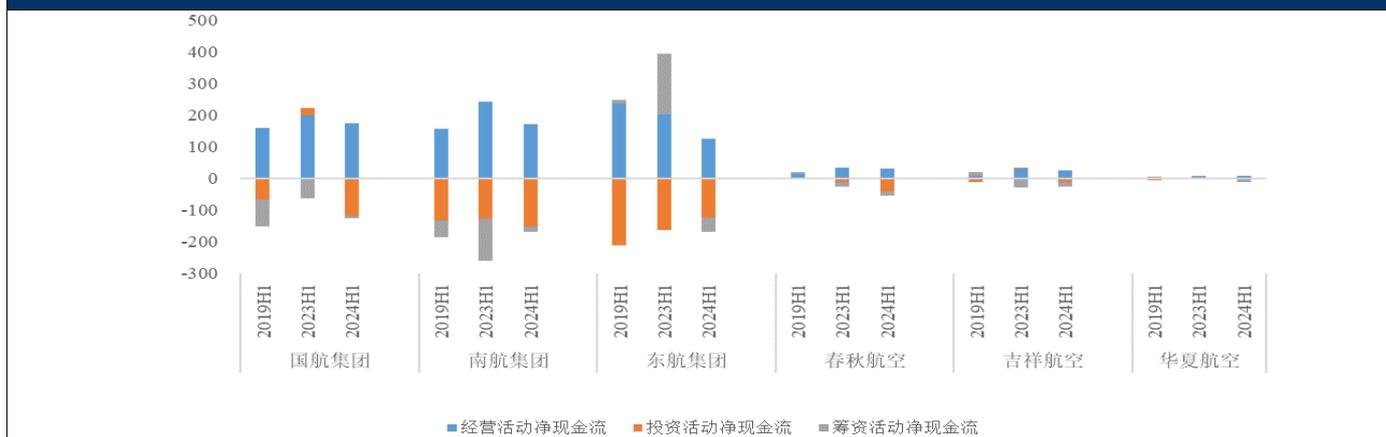
图 5：样本航空公司 2024 年上半年收入与净利润表现（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

从经营活动现金流来看，经营业绩的回升使得样本航空公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长，但受成本增长带来的购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工以及为职工支付的现金规模快速增加的影响，2024 年上半年样本企业经营活动现金流量净额同比有所下降，但仍表现为较大规模净流入状态。其中除东航集团经营活动净现金流尚不及 2019 年同期水平，其余 5 家样本公司经营活动净现金流均已经超过 2019 年同期水平。

图 6：样本航空公司 2024 年上半年现金流表现（亿元）



数据来源：样本公司财务报告，中诚信国际整理

从投资活动来看，样本航空公司资本支出规模合计值同比有所上升。为持续优化机队结构，3 家国有大型航空公司资本支出维持较高水平，2024 年上半年国航集团、南航集团及东航集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别达到 111.45 亿元、151.93 亿元和 120.59 亿元。2024 年下半年，中国国航、

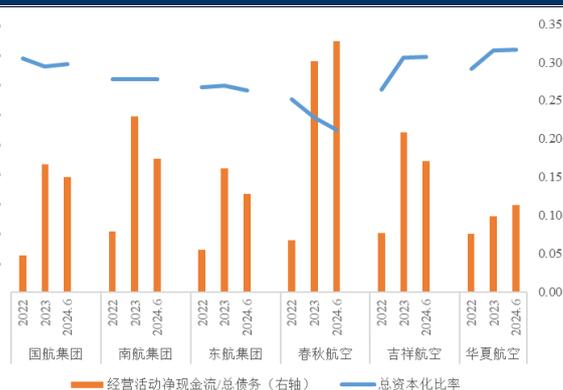
中国南航及中国东航¹计划分别引进飞机 59 架、32 架和 36 架，预计全年仍将维持较高的资本支出规模。民营航空公司中，春秋航空及吉祥航空资本支出规模同比增长较快，尤其是春秋航空 2024 年上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增长 183.10% 至 41.22 亿元。样本航空公司投资活动现金净流出合计规模大幅上升，其中国航集团投资活动现金流量净额由正转负，主要系上年同期合并山航集团，确认取得子公司收到的现金净额规模较大所致。筹资活动方面，上半年样本航空公司筹资活动现金流呈净流出状态，一定程度上是受偿付利息、分配股利所影响。受益于经营获现能力逐步恢复，样本企业净融资力度有所下降，但仍存在一定的融资需求以弥补资本支出缺口。

图 7：样本航空公司债务规模及期限结构（亿元、%）



数据来源：样本公司财务报告，中诚信国际整理

图 8：样本航空公司财务杠杆及偿债指标变化情况（%、X）



数据来源：样本公司财务报告，中诚信国际整理

从债务水平来看，截至 2024 年 6 月末，6 家样本公司中，东航集团及春秋航空未经调整的总债务规模（总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债，全文下同）较 2023 年末小幅回落，其余 4 家样本公司总债务均小幅增长。从债务期限结构来看，样本航空公司短期债务占比中位数为 36.72%，较 2023 年末有所下降，期限结构整体进一步优化。其中春秋航空因大量偿还短期借款，短期债务占比明显下降，国航集团较多长期债务转入一年内到期的非流动负债导致短期债务占比上升，其他样本公司短期债务占比变动不大。从财务杠杆来看，截至 2024 年 6 月末，样本公司总资本化比率中位数为 73.98%，较 2023 年末基本维持稳定，其中春秋航空总资本化比率下降较为明显。从偿债指标表现来看，2024 年上半年样本公司偿债指标变动有所分化，其中国有三大航司及吉祥航空的经营活动现金净流入规模小幅下降使得其对总债务的覆盖程度有所下降，春秋航空和华夏航空则进一步改善；受债务期限结构优化影响，除东航集团外，2024 年上半年其余样本公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所提升，其中春秋航空可以实现完全覆盖。

2024 年上半年，随着民航业整体复苏持续向好，样本航空公司经营业绩进一步改善，叠加对外融资力度下降，各航空公司财务杠杆得到有效控制，且债务期限结构有所优化。中诚信国际认为，下半年行业景气度进一步回升有望继续推动各航空公司盈利及偿债指标的修复，行业信用水平有望进一步改善。但过去几年持续大额亏损，以及快速增长的债务，使得各航空公司财务杠杆仍处于高位，加之机队引进仍需较大规模的资本支出，债务的消化以及杠杆的去化仍需时日。

¹ “中国国航”指“中国国际航空股份有限公司”；“中国南航”指“中国南方航空股份有限公司”；“中国东航”指“中国东方航空股份有限公司”。

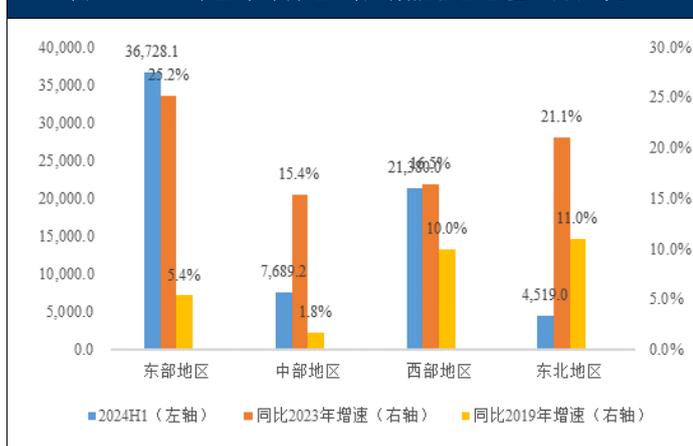
机场行业

2024 年以来，国内出行需求常态化增长、国际航线加速修复带动机场业务量实现较好增长，上半年主要业务指标已超过 2019 年同期水平；暑期游客出行人数上升带动 7 月旅客吞吐量大幅增长，后续随着公商务出行、节假日旅游出行需求持续释放，预计全年机场吞吐量将保持较好增速，并超过 2019 年实现历史新高。

2024 年以来，国内出行需求常态化增长、国际航线加速修复共同带动机场业务量实现较好增长，上半年民航机场完成旅客吞吐量 7.0 亿人次、货邮吞吐量 940.9 万吨以及 604.3 万飞机起降架次，增速分别达 21.1%、24.4% 和 8.2%，上述指标均已超过 2019 年同期水平。

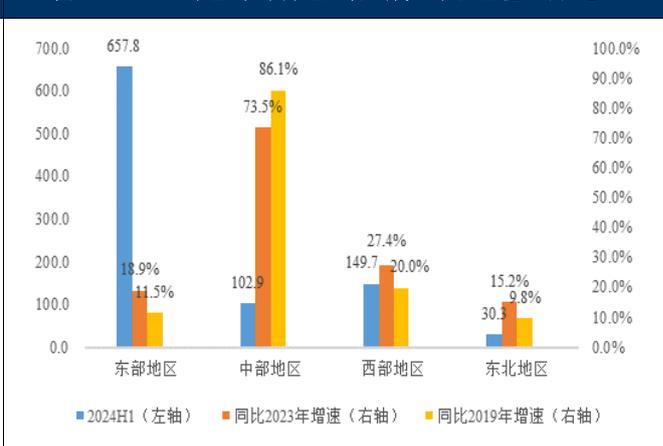
分区域来看，东部地区腹地经济实力强、人口密度高，国际及区域航空枢纽占比高，客货吞吐量保持绝对领先地位，随着国际航班修复加速，上半年东部地区旅客吞吐量同比增速高于行业平均水平，但同时由于国际航线尚未完全修复，旅客吞吐量较 2019 年同期仅呈现个位数增幅。作为国际航线修复最快的门户枢纽，上海两场、广州白云机场国际及地区旅客吞吐量分别恢复至 2019 年同期的 84.1%、72.3%，北京两场国际及地区旅客吞吐量则约为北京首都机场 2019 年同期六成以上²。其他区域中，冰雪运动发展带动东北地区 1~2 月旅客出行需求大幅增长，该区域上半年旅客吞吐量增速高于行业平均水平，其中长春龙嘉机场飞机起降架次同比 2019 年同期增长 26.1%；中部地区产业链升级逐步推进使需要航空运输的高附加值产品增加，且鄂州花湖机场货运航线已于 2023 年 9 月完成转场，中部地区货运量与上年同期相比显著增长，且市场份额有所提升。

图 9：2024 年上半年分区域机场旅客吞吐量（万人次）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 10：2024 年上半年分区域机场货邮吞吐量（万吨）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

进入下半年，暑期来临使居民旅行出行需求集中释放，根据民航局统计数据 displays，2024 年 7 月，民航机场完成旅客吞吐量 1.4 亿人次，与上年及 2019 年同期相比，分别增长 9.0% 和 13.6%。后续随着公商务出行以及中秋、国庆等假期期间游客出行需求持续释放，预计 2024 全年机场吞吐量将保持较好增速，并超过 2019 年实现历史新高。

2024 年上半年，机场企业经营业绩持续向好，财务杠杆虽仍有所攀升，但偿债指标得到改善。中

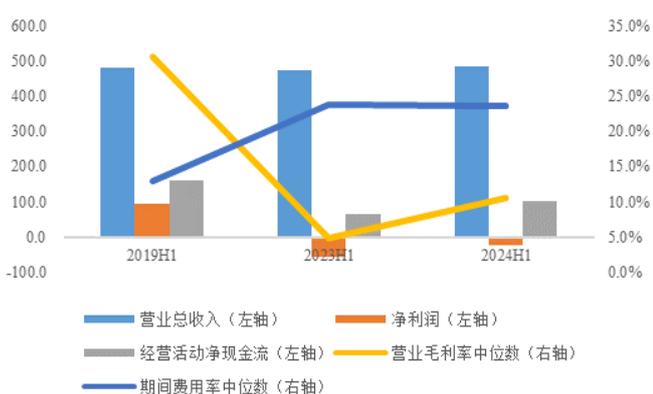
² 北京大兴机场投用时间为 2019 年 9 月 25 日。

诚信国际认为，目前机场企业杠杆及债务结构处于合理水平，且融资渠道保持通畅，未来随着行业景气度持续回暖，机场企业偿债能力将维持在较好水平，行业信用整体表现稳健。

为研究民航业持续回暖对机场企业盈利能力、获现能力及偿债能力变动趋势的影响，中诚信国际选取了国内债券市场的13家机场企业及上市机场企业白云机场和海南机场作为样本进行分析（样本名单详见附录2）。

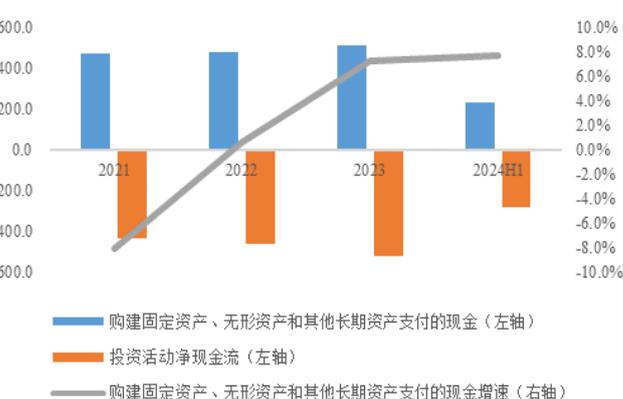
机场企业盈利能力与流量呈明显正相关，2024年上半年，居民出行需求持续释放使15家样本企业总营收同比增长2.5%，且已经超过2019年同期水平；机场折旧摊销规模较大，且近年来陆续有机场新建、改扩建项目转固，样本企业营业毛利率虽逐步恢复，但仍处于较低水平；期间费用率中位数同比小幅下降至23.8%，样本企业整体仍呈现亏损状态，净利润合计亏损22.9亿元，同比减亏32.6亿元。其中，上海机场集团、深圳机场集团和白云机场受益于国际航线恢复、优越的腹地经济带来的流量显著回升及较低的财务负担，净利润保持正值且同比增长；厦门翔业因其收入来源以物流、酒店等非航业务为主，且期间费用管控能力良好，近年来净利润持续为正，2024年上半年同比增长17.3%；海南机场因地产业务收入占比较高，营业毛利率处于同行业较高水平，但2024年上半年地产业务收入大幅减少使其净利润同比下降至3.2亿元。其余样本企业净利润均为负值，甘肃机场集团、云南机场集团因营业收入减少使其净亏损规模有所上升，无锡苏南机场集团、山东机场集团受折旧摊销成本上升等因素影响，净亏损规模亦高于上年同期水平。其余机场净利润虽为负值，但均处于减亏状态。整体上看，国际航线占比较高的机场企业，随着国际航线修复加速，盈利能力恢复更快，上半年上海机场集团、白云机场净利润较上年同期实现翻倍增长，首都机场集团虽然受下辖大兴机场运营年限较短及京外机场集团业绩拖累影响，净利润仍亏损，但减亏幅度达40%以上；市场化业务占比较高的机场企业净利润规模有所波动，但盈利能力仍高于行业平均水平。短期内机场企业较好的业务增长趋势将进一步带动其盈利能力提升。

图 11：2024 年上半年机场样本企业盈利及获现情况（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 12：2024 年上半年机场样本企业投资情况（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

从现金流及财务杠杆来看，机场业务量恢复带动样本企业经营活动净现金流大幅回升，2024年上半年同比增加53.7%至103.5亿元。其中海南机场受子公司支付土地款的影响，当期经营活动净现金流转为负值，东部机场集团和山东机场集团经营活动净流出规模同比有所下降，其余样本企业均呈流入态势。机场建设项目投资规模大，近年来虽有增速放缓趋势，但仍保持较大规模建设支出，2024年上半年样本企业购建国

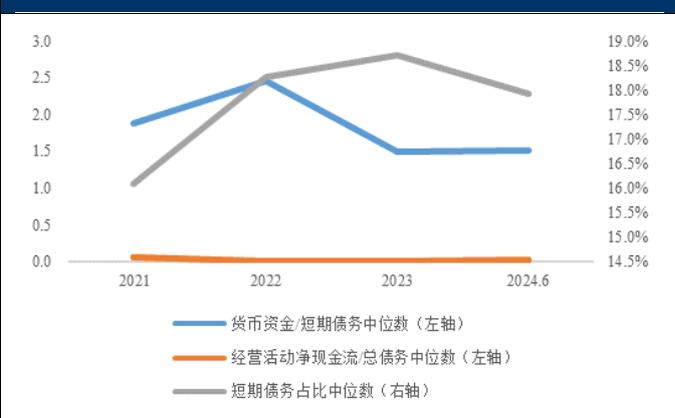
定资产等长期资产支付的现金合计同比增长 7.7% 至 234.3 亿元。地方财政、民航基金弥补了部分资本支出缺口，剩余项目建设资金需求通过融资活动获取，随着经营获现能力逐步恢复，净融资规模增速有所放缓。截至 2024 年 6 月末，样本机场企业总债务³规模较 2023 年末上升 3.3%，总资本化比率中值增长 1.8 个百分点至 37.4%。其中海南机场、山东机场集团和白云机场有息债务规模及财务杠杆有所下降；东部机场集团、广西机场集团、甘肃机场集团和云南机场集团债务规模虽有增长，但受益于股东及民航资金到位使得权益增加，总资本化比率较上年末亦有所下降；其余样本企业财务杠杆均呈现上升趋势。从偿债指标来看，样本机场企业债务结构以长期为主，随着补流需求减弱，长期债务占比进一步提升，债务结构有所优化。2024 年上半年，样本企业经营获现能力明显改善，经营活动净现金流对总债务、货币资金对短期债务的覆盖能力均有提升，且宽松的资本市场使其融资成本同比下降⁴，偿债能力处于较好水平。

图 13：2024 年上半年机场样本企业财务杠杆（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 14：2024 年上半年机场样本企业偿债指标 (X)



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

整体来看，2024 年以来，机场流量恢复使样本企业经营业绩持续向好，偿债指标得到改善。目前，机场企业杠杆及债务结构处于合理水平，且作为具有基础设施属性的机场行业，能持续获得政府及民航局的资金支持，融资渠道保持通畅，后续随着业务规模增长，机场企业盈利获现能力有望进一步提升，偿债能力将维持在较好水平，行业信用整体表现稳健。

³ 总债务未经调整，计算公式如下：总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债。

⁴ 2024 年上半年，15 家样本企业发行债券总规模同比增长 23.50 亿元至 229.00 亿元，加权融资成本下降 0.16 个百分点至 2.19%。

收费公路行业

收费公路行业经历过快速复苏阶段后，目前已步入稳步发展的新时期，2024年上半年公路客货运规模保持增长但增速有所放缓，公路货运周转量占交通运输行业比重小幅下降；预计在国内旅游消费潜力进一步释放下公路客运将维持增势，公路货运将平稳增长，公路运输周转量在交通运输行业占比仍将延续下降趋势。

2024年以来，在宏观经济保持稳健及国内旅游需求持续释放带动下，收费公路车流量保持增长趋势，但已度过了快速复苏阶段，增速较2023年同期有所放缓。客货运结构方面，仍然呈现出客运增速快于货运增速的特征，2024年1~6月公路客运量合计58.24亿人次，同比增长11.2%；2024年1~6月公路货运量合计197.73亿吨，同比增长4.0%，货运量变化与宏观经济增长较为匹配。

从交通运输体系的结构来看，2024年上半年，公路旅客运输量、货物运输量分别占全国交通运输量的69.38%和73.27%，公路运输仍是国内交通运输的主要形式。周转量方面，2024年1~6月公路旅客周转量为2,500.53亿人公里，同比增长13.2%，其在交通运输行业总客运周转量的比重为15.20%；同期公路货物周转量为36,374.69亿吨公里，同比增长4.0%，其在交通运输行业总货运周转量的比重较2023年小幅下降至30.17%；考虑到铁路、航空等持续分流影响，以及在“公转铁”、“公转水”等政策影响下，预计公路客运及货运在交通运输体系中的占比将延续下降趋势。

图 15：2019~2024年6月公路运输周转量（亿人公里、亿吨公里）



国内旅游消费潜力的进一步释放将支撑公路行业客车车流量保持增长；根据文化和旅游部公布的国内旅游数据，2024年上半年国内出游人次27.25亿，同比显著增长，暑期国内旅游消费需求进一步释放，预计随着低成本的周边游、自驾游逐渐高频化，公路客运车流量或将进一步增长；货运方面，2024年7月，公路货运量、货物周转量同比小幅增长，由于货运需求的相对刚性，随着宏观经济的企稳公路货运规模仍将保持较强韧性。

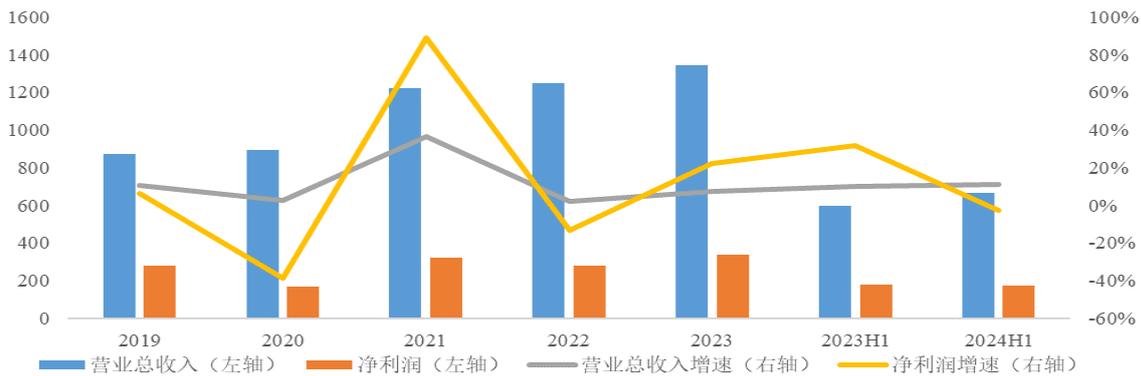
2024年上半年收费公路运营企业经营业绩整体较为稳健，路产到期移交影响尚不显著，财务杠杆处于较低水平且延续下降趋势，偿债指标出现阶段性小幅下滑但仍处于良好水平，预计全年收费公

路行业仍将维持较高的信用水平。

为研究需求波动影响下，收费公路运营企业经营业绩、财务杠杆和偿债指标的变动趋势，中诚信国际选取了国内债券市场公开发行债券的 15 家省级及全国性经营高速运营企业作为样本进行分析（样本名单详见附件 3）。

从选取的样本企业来看，2024 年上半年样本企业营业总收入增速略有上升，较上年同期增长 11.15%，但受 2024 年上半年节假日增加⁵、春节期间恶劣天气导致运营成本上升等影响，净利润同比小幅下滑 2.44%。受客货车流结构差异、2023 年同期各区域车流基数差异、收费公路的投资建设进度以及各区域 2024 年车流增长差异等因素影响，2024 年上半年各企业营业收入及净利润增速表现不同。其中招商公路、宁沪高速、山东高速等企业收入增速靠前，但净利润增速均不及收入增速，现代投资受核心路产到期移交影响营业收入及净利润均有所下降。而从收费公路行业整体的路产到期情况来看，2024 年上半年收费期满并移交的高速公路主要包括潭耒高速公路衡耒段、广州北环高速，到期规模较小，同时，考虑到收费公路运营企业大多已通过收并购路产或拓展多元化业务等方式以实现持续发展，短期内路产到期对行业内企业整体经营业绩影响尚不显著。

图 16：收费公路行业样本企业主要经营指标（亿元、%）

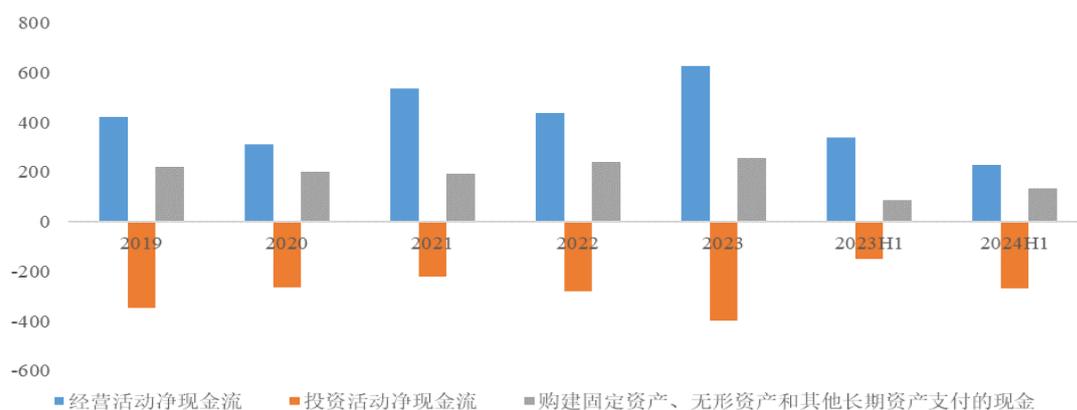


数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

现金流方面，各样本企业的经营净现金流主要依赖于通行费收入，与路产所在区域的经济发达程度及路产区位重要性相关度较大。2024 年上半年各样本企业经营净现金流均实现不同规模的净流入，但合计经营净现金流较上年同期大幅下降 32.96%，主要系沪杭甬高速经营净现金流大幅减少所致，沪杭甬高速净现金流波动主要受证券交易活动影响，剔除该因素后样本企业合计经营净现金流与上年同期基本持平。从企业投资活动来看，高速公路运营企业的投资支出主要以路产的扩容改造及收并购为主，与路产的改扩建需求及项目的投资进度关联度较高，2024 年上半年样本企业的投资活动净现金流净流出规模大幅增加，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产合计 135.42 亿元，较上年同期增长 53.78%，且主要集中在宁沪高速、山东高速及成渝高速，当期三家企业项目投资支出占样本企业总项目投资支出的 68.32%。

⁵ 2024 年上半年，重大节假日免收小型客车通行费共计 17 天，较 2023 年上半年增加 4 天。

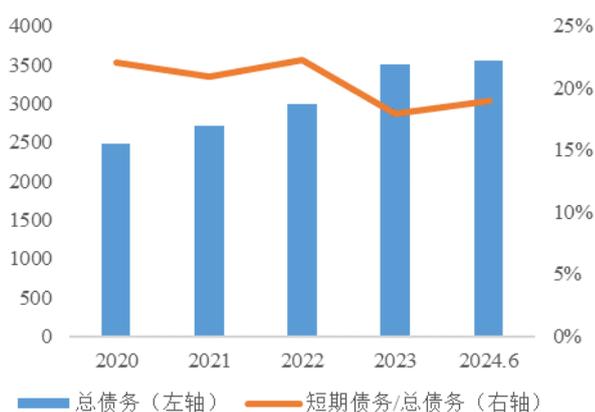
图 17：收费公路行业样本企业现金流情况（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

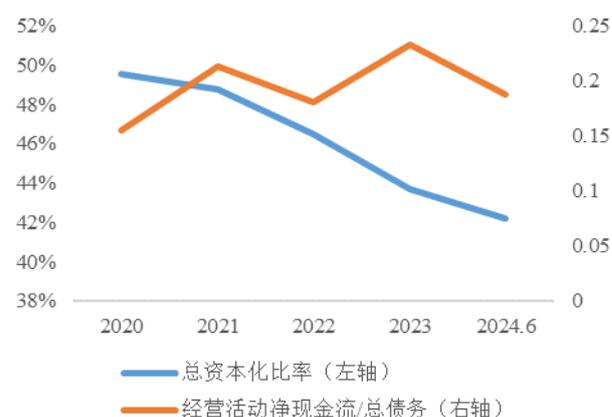
由于样本企业总体投资规模不大，融资需求以还本付息为主，2024年上半年样本企业总债务规模增速较低，截至2024年6月末，样本企业未经调整的总债务规模较2023年末增长1.57%。财务杠杆方面，受益于样本企业良好的盈利能力，2024年以来样本企业整体财务杠杆水平延续下降趋势。截至2024年6月末，15家收费公路企业总资本化比率中位数为42.22%，财务杠杆处于较低水平。从债务期限结构来看，以银团贷款为主的外部融资期限通常匹配项目建设投资回收期，样本企业整体债务结构以长期债务为主，2024年6月末样本企业短期债务/总债务（中位数）为18.97%，与上年末基本持平。偿债指标方面，2024年上半年，各样本企业经年化处理的经营活动净现金流/总债务均有不同程度下滑，该指标中位数为0.19，较上年末降低0.04，整体偿债指标略有弱化但仍处于良好水平。

图 18：收费公路行业样本企业总债务及期限结构（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 19：收费公路行业样本企业财务杠杆及偿债能力（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

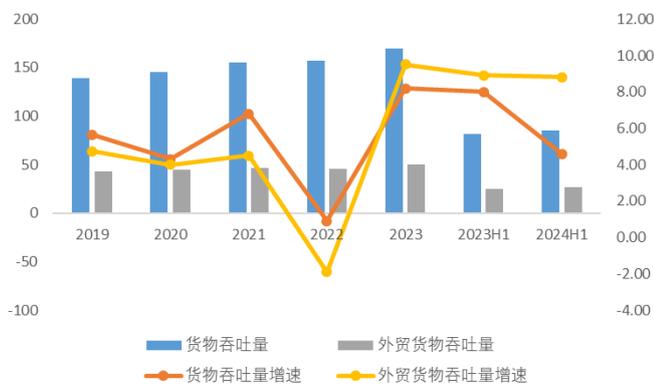
整体来看，在收费公路行业步入稳步发展时期的背景下，2024年上半年样本企业经营业绩整体较为稳健，且收费公路运营企业整体投资规模不大，财务杠杆延续下降趋势，偿债指标出现阶段性小幅下滑但仍较为良好。预计未来行业需求将在旅游消费需求释放、宏观经济稳健运行的支撑下进一步提升，收费公路行业仍将维持较高的信用水平。

港口行业

2024 年上半年，内贸需求稳定和进出口需求显著回升带动全国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量均实现较好增速；未来一段时间地缘政治和中美贸易摩擦等因素对进出口贸易虽仍具有不确定性影响，但内贸和大宗货物进口需求及与“一带一路”国家的合作将对货物吞吐量提供支撑，预计 2024 年全年港口货物吞吐量仍将保持增长但增速不及上半年。

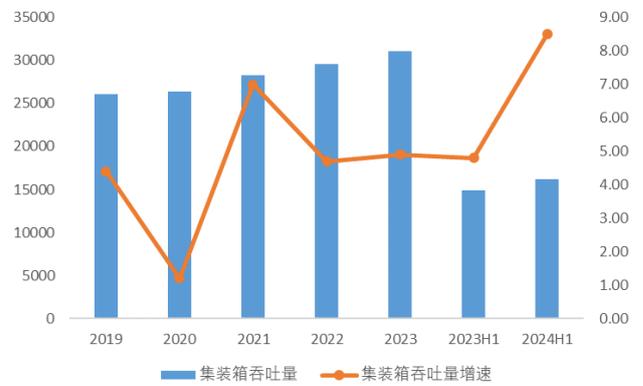
2024 年上半年，稳中有升的内外贸运输需求带动全国港口总货物吞吐量及集装箱吞吐量均取得较好增速，全国港口货物吞吐量同比增长 4.60% 至 85.63 亿吨，其中外贸货物吞吐量同比增长 8.80% 至 26.89 亿吨；同期集装箱吞吐量同比增长 8.50% 至 16,184 万 TEU。港口行业经营整体表现为以下特点：

图 20：2019~2024 年 1~6 月货物吞吐量及增速情况（亿吨、%）



数据来源：交通运输部，中诚信国际整理

图 21：2019~2024 年 1~6 月集装箱吞吐量及增速情况（万 TEU、%）



数据来源：交通运输部，中诚信国际整理

2024 年上半年，国内经济向好且内贸需求稳定，铁矿石及粮食进口需求强劲但国内煤炭产量有所下降使得全国主要沿海港口外贸货物吞吐量增速明显且高于总货物吞吐量增速。具体来看，铁矿石进口价格下降使得国内铁矿石持续累库及外矿产能增加带动全国铁矿石进口量同比增长 6.21% 至 6.11 亿吨，宁波舟山港、烟台港及北部湾港等主要铁矿石接卸港口外贸货物吞吐量均呈现较高增速。同时，由于进口煤保持较高增速，煤炭价格重心下移导致国内矿山生产积极性下降且煤炭下游客户采购积极性不高，山西、陕西、内蒙古等主要煤炭产区的原煤产量同比下降 3.7%，环渤海港口北煤南运相关吞吐量承压，使得唐山港、日照港及天津港等主要煤炭下水港总货物吞吐量同比增速低于外贸货物吞吐量增速。

表 1：全国主要港口货物吞吐量情况（亿吨）

港口	2024H1 总货物吞吐量	2024H1 总货物吞吐量增速	2024H1 外贸货物吞吐量	2024H1 外贸货物吞吐量增速
宁波舟山港	7.08	4.2%	3.22	6.0%
唐山港	4.30	3.5%	1.90	18.3%
上海港	3.93	6.7%	2.27	9.1%
青岛港	3.63	5.0%	2.57	3.6%
广州港	3.21	1.6%	0.84	16.4%
日照港	3.12	5.8%	1.95	10.8%
天津港	2.90	3.3%	1.75	9.5%
苏州港（内河）	2.88	1.2%	0.99	4.3%
烟台港	2.53	2.7%	0.86	3.1%

北部湾港	2.19	4.5%	1.04	9.9%
------	------	------	------	------

注：上海港和广州港货物吞吐量不包含内河数据。
资料来源：中国交通运输部网站，中诚信国际整理

同期，全球经济展现较强韧性，欧美补库需求、红海危机和美国新关税政策引发货主出货热潮、我国与“一带一路”沿线国家贸易扩大共同使我国出口规模进一步增长，从而带动全国主要沿海港口集装箱吞吐量同比显著上升且增速远高于上年同期，其中深圳港集装箱增速由上年同期的下滑转为高速增长。具体来看，上海港作为国内国际双循环的重要平台，其集装箱吞吐量维持全国首位，2024年上半年长三角区域进出口规模同比增长带动上海港货物吞吐量维持较好增速；同时，其主要经营主体上港集团通过加强与班轮公司协同合作，积极开展沿海捎带等业务，使国际中转箱量同比有所增长。宁波舟山港2024年上半年新开辟3条国际航线，并通过优化服务流程提高装卸效率，使其集装箱吞吐量在基数很大的情况下仍实现稳步增长。此外，随着美线恢复、与东盟和中亚国家的贸易往来加密带来外贸经济的新增长点，珠三角外贸增速显著，深圳港集装箱吞吐量同比增速由负转正，跨境电商业务的推动和新能源汽车出口量显著增长共同拉动深圳港集装箱吞吐量实现双位数高速增长。北部湾港集装箱吞吐量增速则受益于西部陆海新通道沿海省份与东盟进出口贸易大幅增长而高达约20%。

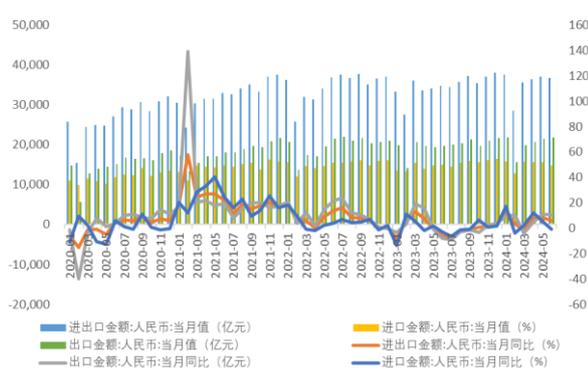
表 2：全国主要港口集装箱吞吐量情况（万 TEU）

港口	2024H1 集装箱吞吐量	2024H1 集装箱吞吐量增速	2023H1 集装箱吞吐量	2023H1 集装箱吞吐量增速
上海港	2,551	7.5%	2,374	5.3%
宁波舟山港	1,916	8.4%	1,768	1.2%
深圳港	1,555	14.9%	1,353	-6.1%
青岛港	1,519	9.0%	1,394	11.7%
广州港	1,266	4.3%	1,214	3.4%
天津港	1,188	4.6%	1,136	8.0%
厦门港	587	-3.9%	611	2.1%
苏州港（内河）	489	10.7%	441	2.5%
北部湾港	432	19.8%	361	14.0%
日照港	336	11.6%	301	10.0%

注：广州港集装箱吞吐量不包含内河数据。
资料来源：中国交通运输部网站，中诚信国际整理

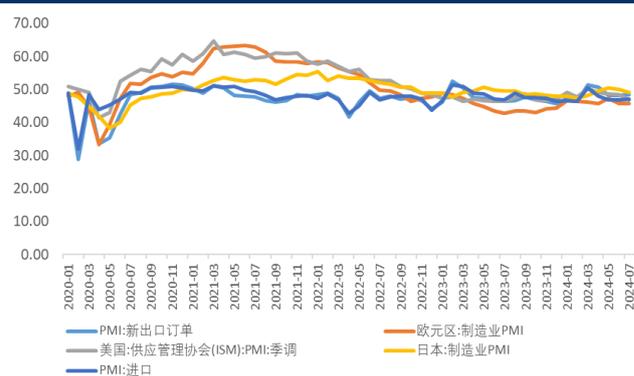
目前，地缘政治冲突和债务压力较大使欧美制造业复苏动力较弱，部分货币贬值压力使亚洲制造业恢复面临不确定性。随着各国降息周期的陆续启动，全球货币政策趋于宽松，有利于全球经济复苏，预计下半年全球制造业仍延续温和复苏趋势。同时，中美贸易摩擦使我国外贸环境存在不确定性，欧美市场补库力度和持续性有待观察，加上地缘政治、航运价格等干扰因素增多，中国外贸发展面临的形势仍然比较复杂。为应对复杂多变的贸易环境，我国持续优化贸易结构、加强与东盟国的经济合作，坚持推动制造产业升级，构建贸易增长新动力。根据中国宏观经济论坛的报告预测，以美元计，2024年下半年我国出口增长率将达3.1%，进口增长率为3.2%，全年出口增长率为2.9%。综上，中诚信国际认为，2024年下半年，地缘政治和中美贸易摩擦等对进出口贸易的影响虽尚存不确定性，但内贸和大宗货物进口需求及与“一带一路”国家的合作将对货物吞吐量提供支撑，预计全年港口货物吞吐量仍将保持增长但增速不及上半年。

图 22：2020 以来当月进出口变化情况



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 23：2020 以来主要 PMI 指数情况



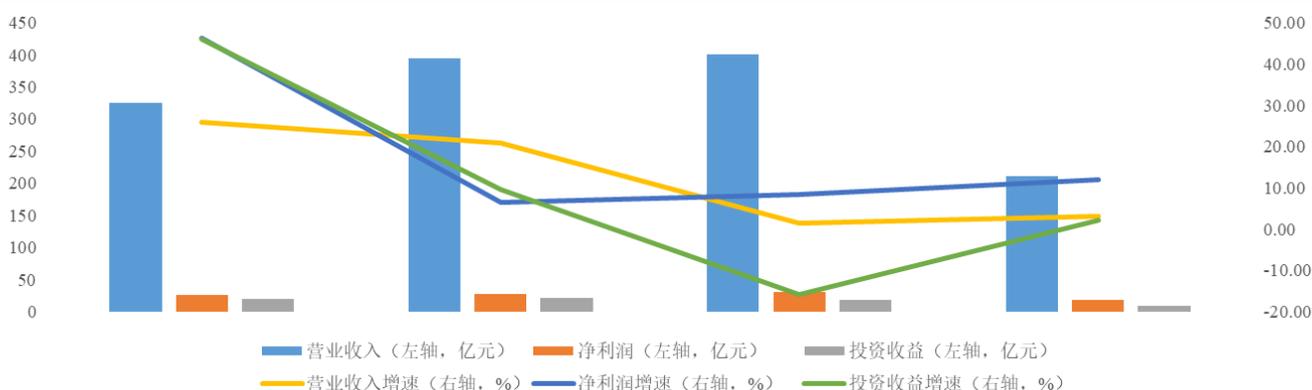
数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

2024 年上半年，港口企业整体盈利获现能力有所回升，财务杠杆维持上升态势，偿债指标小幅回升且仍处于较强水平，行业信用整体表现稳健。

中诚信国际采用了国内债券市场发行债券的 14 家主要沿海内河省份港口企业进行样本财务分析（样本企业见附录）。

营业收入方面，2024 年上半年，核心港口业务吞吐量增长带动 14 家样本企业平均营业收入较上年同期增长 3.05%，约七成样本营业收入呈上升趋势。多数港口企业开展多元化业务，如与港口业务协同发展的航运业务、贸易业务和物流业务，促进港航贸一体化的金融服务业务，以及房地产等其他业务等，多个业务板块亦对港口企业的收入和盈利能力产生一定影响。其中上港集团和深圳港集团营业收入同比增速超过 20%，前者主要受益于集装箱吞吐量增长和房地产销售收入增长，后者主要由于商品贸易业务收入增长。由于港口企业通常会参股码头资产，且亦会通过参股航运企业进行业务联动，因此港口企业投资收益占净利润的比重⁶普遍较高，2024 年上半年参股码头业务量增长使样本企业平均投资收益同比增长 2.24%。净利润方面，2024 年上半年装卸毛利率较高的外贸集装箱吞吐量同比增长带动 14 家样本企业平均净利润较上年同期增长 11.88%，显著高于收入增幅。其中收入大幅增长的深圳港集团净利润较上年同期下降 26.69%，主要由于商品贸易、房地产等业务毛利润有所下降。

图 24：港口行业样本企业主要经营指标（亿元、%）

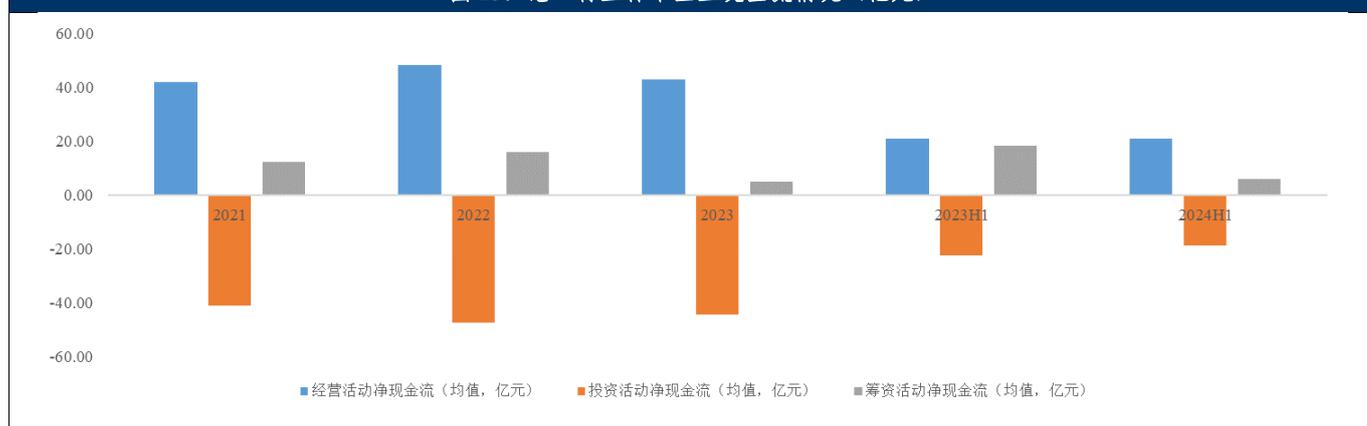


资料来源：choice，中诚信国际整理

⁶ 2021~2023 年及 2024 年上半年，样本企业合计投资收益/合计净利润的比重为 73.81%、75.99%、59.09%和 45.56%。

现金流方面，2024年上半年，14家样本企业平均经营活动净现金流同比小幅增长1.43%。从投资活动来看，港口企业的投资建设以港口码头建设、堆场及仓库设施建设为主。宁波舟山港集团2023年上半年资本运作等资金支出规模较大，导致14家样本企业2024年上半年平均投资活动现金净流出规模大幅下降16.79%，剔除该影响后，剩余13家样本企业2024年上半年平均投资活动净现金流出较上年同期变化不大。各企业港口建设投资力度形成分化，超过6成样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期有所下降。2024年上半年样本港口企业合计筹资活动净现金流同比大幅下降68.47%，其中山东港口集团为后续港口资源进一步整合储备资金，筹资活动现金流呈大规模流入；上港集团由于2023年度股利于2024年上半年完成分红，导致上半年筹资活动现金流呈大规模流出；宁波舟山港集团和招商港口偿还部分债务使筹资活动现金流呈流出态势。

图 25：港口行业样本企业现金流情况（亿元）

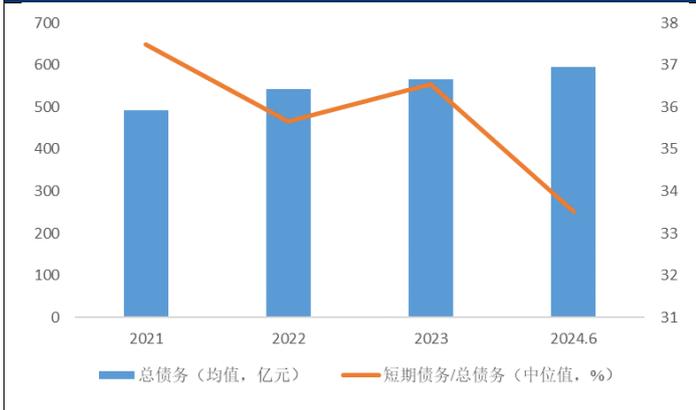


数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

财务杠杆方面，截至2024年6月末，样本企业平均总债务⁷规模较上年末增长5.09%，总资本化比率中位值维持近年来的上升趋势，较上年末同比上升1.08个百分点，但大多数港口企业财务杠杆仍处于较低水平；其中总资本化比率超过70%的有连云港港口集团、福建省港口集团和广西北部湾国际港务集团，与2023年末一致，上述企业盈利获现能力一般且历史债务负担较重。**债务期限结构方面**，2024年6月末样本企业短期债务/总债务中位值为33.52%，较上年末有所下降，杠杆水平较高的港口企业中，连云港港口集团和珠海港控股集团短期债务占比均超过40.00%，债务期限结构有待优化。**偿债能力方面**，2024年上半年样本企业经年化的经营活动净现金流/总债务中位值为0.06，较2023年末的0.05略有回升，大多数港口企业外部融资渠道畅通且融资能力较强，并可获得一定外部支持，综合偿债能力仍较强。

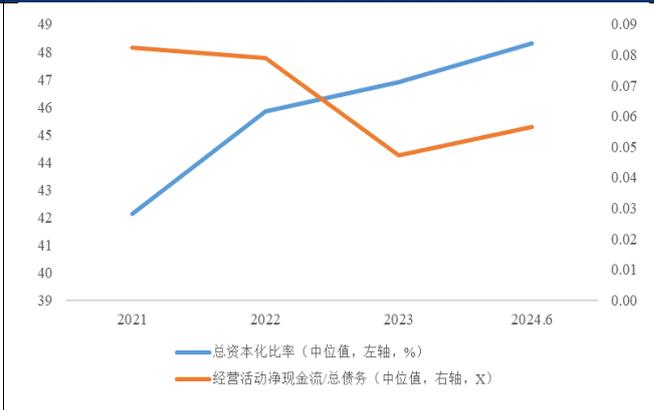
⁷ 总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他调整项。考虑到公开信息获取难度，2024年6月末总债务存在不精确情况。

图 26: 港口行业样本企业总债务及债务期限结构情况 (亿元、X)



数据来源: 中诚信国际根据公开资料整理

图 27: 港口行业样本企业财务杠杆及偿债指标情况 (%、X)



数据来源: 中诚信国际根据公开资料整理

整体来看, 港口业务吞吐量增长带动样本企业 2024 年上半年营业收入整体有所回升, 收益较高的外贸集装箱业务量上升使净利润增速高于营业收入增速, 部分港口企业受其他板块业务影响较大; 样本企业整体仍有较大规模的投资需求, 经营获现能力的提升使筹资需求有所下降; 多数样本企业财务杠杆仍处于较低水平, 整体偿债指标仍处于较好水平, 整体信用表现稳健。

附表 1—航空行业样本企业

企业名称	企业简称
中国国航集团有限公司	国航集团
中国南方航空集团有限公司	南航集团
中国东方航空集团有限公司	东航集团
春秋航空股份有限公司	春秋航空
上海吉祥航空股份有限公司	吉祥航空
华夏航空股份有限公司	华夏航空

附表 2—机场行业样本企业

企业名称	企业简称
首都机场集团有限公司	首都机场集团
上海机场（集团）有限公司	上海机场集团
浙江省机场集团有限公司	浙江机场集团
东部机场集团有限公司	东部机场集团
广西机场管理集团有限责任公司	广西机场集团
重庆机场集团有限公司	重庆机场集团
无锡苏南国际机场集团有限公司	无锡苏南机场
深圳市机场(集团)有限公司	深圳机场集团
甘肃省民航机场集团有限公司	甘肃机场集团
山东省机场管理集团有限公司	山东机场集团
四川省机场集团有限公司	四川机场集团
云南机场集团有限责任公司	云南机场集团
厦门翔业集团有限公司	厦门翔业
广州白云国际机场股份有限公司	白云机场
海南机场设施股份有限公司	海南机场

附表 3—收费公路行业样本企业

企业名称	企业简称
福建发展高速公路股份有限公司	福建高速
江西赣粤高速公路股份有限公司	赣粤高速
山东高速股份有限公司	山东高速
江苏宁沪高速公路股份有限公司	宁沪高速
广东省高速公路发展股份有限公司	粤高速
现代投资股份有限公司	现代投资
河南中原高速公路股份有限公司	中原高速
湖北楚天智能交通股份有限公司	楚天高速
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	沪杭甬高速
招商局公路网络科技控股股份有限公司	招商公路
四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速
重庆高速公路股份有限公司	重庆高速
越秀交通基建有限公司	越秀交通
吉林高速公路股份有限公司	吉林高速
广西五洲交通股份有限公司	五洲交通

附表 4—港口行业样本企业

企业名称	企业简称
辽宁港口集团有限公司	辽港集团
山东省港口集团有限公司	山东省港口集团
江苏省港口集团有限公司	江苏省港口集团
连云港港口集团有限公司	连云港港口集团
宁波舟山港集团有限公司	宁波舟山港集团
福建省港口集团有限责任公司	福建省港口集团
招商局港口集团股份有限公司	招商港口
广州港集团有限公司	广州港集团
深圳港集团有限公司	深圳港集团
上海国际港务（集团）股份有限公司	上港集团
天津港（集团）有限公司	天津港集团
河北港口集团有限公司	河北港口集团
广西北部湾国际港务集团有限公司	广西北部湾国际港务集团
珠海港控股集团有限公司	珠海港控股集团

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、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。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
吴亚婷	企业评级部	高级分析师
李克	企业评级部	分析师
曲甘雨	企业评级部	分析师
赵子贺	企业评级部	分析师
何瑞婷	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
 银河 SOHO 5 号楼
 邮编：100010
 电话：（86010）66428877
 传真：（86010）66426100
 网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
 ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
 No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
 Doncheng District, Beijing,PRC.100010
 TEL:（86010）66428877
 FAX:（86010）66426100
 SITE: <http://www.ccxi.com.cn>