



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪093号

## 深圳赤湾港航股份有限公司：

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已发行的“深圳赤湾港航股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一二年九月二十日

## 深圳赤湾港航股份有限公司公司债券（第一期）2012 年跟踪评级报告

<b>发行主体</b>	深圳赤湾港航股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 5 亿元		
<b>存续期限</b>	2012/04/26-2017/04/26		
<b>上次评级时间</b>	2011/09/22		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 <b>AA<sup>+</sup></b> 主体级别 <b>AA<sup>+</sup></b>	评级展望	<b>稳定</b>
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 <b>AA<sup>+</sup></b> 主体级别 <b>AA<sup>+</sup></b>	评级展望	<b>稳定</b>

### 概况数据

深赤湾	2009	2010	2011	2012.H1
所有者权益(亿元)	34.21	38.07	41.06	41.48
总资产(亿元)	55.28	62.02	65.40	69.81
总债务(亿元)	13.92	16.40	15.32	18.02
营业收入(亿元)	14.65	17.40	17.08	8.54
营业毛利率(%)	53.49	57.35	55.04	54.98
EBITDA(亿元)	9.06	12.14	10.80	5.12
所有者权益收益率(%)	17.66	21.71	16.26	14.45
资产负债率(X)	38.12	38.62	37.22	40.58
总债务/EBITDA(X)	1.54	1.35	1.42	1.76
EBITDA 利息倍数(X)	46.95	40.44	16.86	11.54

注：1、2012.H1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经过年化处理；  
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包括少数股东权益。

### 分析师

方琦 [qfang@ccxr.com.cn](mailto:qfang@ccxr.com.cn)

魏巍 [wwei@ccxr.com.cn](mailto:wwei@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2012 年 9 月 20 日

### 基本观点

2012 年深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深圳赤湾港航”或“公司”）凭借其突出的集装箱规模优势、不断扩张的港口吞吐能力和稳健的财务政策继续保持较强的盈利能力。同时中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，目前欧债危机的延续和国外需求的不确定以及珠三角地区制造企业外迁、国内劳动力成本逐渐上升、周边港口日趋激烈的竞争都将影响公司的业务经营和盈利水平。中诚信证评密切关注这些因素对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持“深圳赤湾港航股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 **AA<sup>+</sup>**，维持深圳赤湾港航主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定。

### 正面

- 集装箱规模优势突出。2011 年深圳港集装箱吞吐量达到 2257 万 TEU，居全球第四位，公司当年集装箱吞吐量约占深圳港的 1/4，良好的区位条件使公司具备突出的规模优势。
- 港口吞吐能力扩张速度日益加快。公司麻涌港区二期顺利推进，赤湾港区 13#泊位延长工程和麻涌港区新建仓库的投入使用提高了公司集装箱和散杂货业务的承接能力。未来随着在建工程的完工，公司货物吞吐能力将得到进一步提升。
- 盈利能力很强。公司 2011 年营业毛利率为 55.04%，继续在港口类上市公司中保持较高水平，公司主营业务的获利能力很强。
- 财务政策稳健。截至 2012 年 6 月 30 日，公司负债规模较 2010 年末有所上升，资产负债率为 40.58%，财务杠杆适中。同时，良好的银企关系使公司具有较强的财务弹性，充足的备用流动性也保障了公司的整体偿债能力。

## 关 注

- 港口行业属于周期性行业，受宏观经济形势影响较大。目前欧债危机的延续和外部需求的不稳定性对外贸进出口产生一定的负面影响，加上周边港口竞争日趋激烈，深圳港货物吞吐量增速明显放缓，对公司经营业绩的提升带来压力。
- 广东省产业经济结构调整及当地劳动力成本的上升将影响公司货源的稳定性。随着珠三角地区制造业向外迁移，未来相关制造业的物流运输成本将有所增加，同时国内劳动力成本逐渐提升，均将对公司集装箱适箱货源的持续性形成一定的负面影响。

## 本次债券募集资金使用情况

2012年4月26日，公司发行5亿元的公司债券。其中，4.5亿元用于补充公司流动资金，0.5亿元用于偿还银行贷款。截至2012年6月30日，募集资金使用情况为：0.5亿元用于归还公司原有银行贷款，4.5亿元用于补充公司营运资金。资金投向符合《深圳赤湾港航股份有限公司发行公司债券募集说明书》的规定。

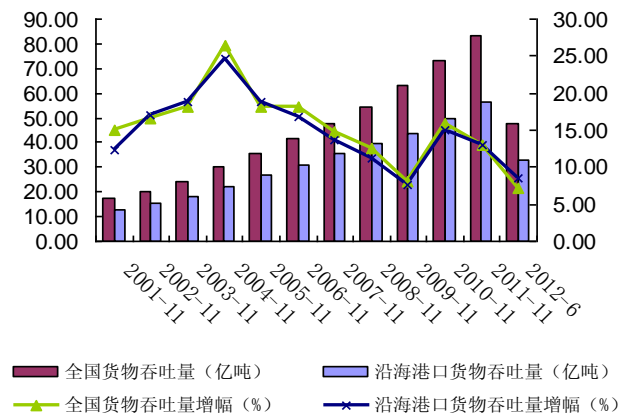
## 行业关注

**我国2011年进出口量和港口吞吐量虽呈现增长态势，但受欧债危机持续及外需低迷的影响，增速有所放缓。**

从全球范围来看，港口业的发展与区域经济紧密相关。随着中国等发展中国家的迅速崛起，世界港口航运中心在经历了从欧洲向北美的转移后，正在进行第二次转移，以中国为中心的亚洲地区已逐渐成为世界的港口航运中心。截至2011年末，中国已经成为拥有包括上海港、天津港和大连港等在内的亿吨级港口最多的国家，2011年全球集装箱吞吐量前十大港口中中国占据八席。

目前，全球贸易的2/3以上和中国进出口贸易的90%以上是通过以港口为枢纽的水运完成。2011年中国外贸进出口总值为36420.6亿美元，同比增长22.5%；其中出口为18986亿美元，同比增长20.3%；进口为17434.6亿美元，同比增长24.9%。受欧债危机尚未结束、外需相对低迷等因素影响，2011年下半年以来我国外贸进出口增速持续走低，进出口增速均较去年同期亦有所放缓，贸易顺差逐年收窄。在进出口规模增速放缓的作用下，2011年1至11月，中国规模以上港口完成货物吞吐量83.25亿吨，同比增长约13%，增速较上年同期下降2.9个百分点，其中外贸和内贸货物吞吐量分别为25.3亿吨和58.0亿吨，同比增长11.6%和13.7%，增速分别较上年同期下滑3个百分点和2.8个百分点。

图1：2001-2012.H1全国规模以上港口吞吐量



资料来源：交通运输部，中诚信证评整理

2012年上半年，受欧债危机持续、新兴经济体经济增长低于预期的影响，港口行业延续上年增速放缓态势，1-6月，全国规模以上港口完成47.44万吨，同比增长7.2%，增速较上年同期下降6.0个百分点。

港口行业属于周期性行业，受宏观经济形势影响较大。目前，国际上欧债危机的延续和外部需求的不稳定性，给外贸进出口带来一定影响。此外，近年来国内沿海主要港口逐渐进入建设发展的高峰期，吞吐能力增速较快，国内部分港口圈将面临吞吐能力结构性过剩等问题。

**短期来看，我国部分货种的吞吐量增速有所放缓，但是长期来看，国内经济的发展以及全球经济一体化的提升将有效拉动港口货物吞吐量。**

集装箱方面，由于主要发达经济体受债务危机影响，新兴市场国家面临高通胀压力和全球经济增长的趋缓，全国集装箱吞吐量增速整体呈现下降态势，但受加工制造业从南往北，从东向西逐渐转移的影响，沿海三大港口群集装箱吞吐量增速出现分化。2011年和2012年上半年华南地区主要港口（深圳、广州、厦门）集装箱吞吐量平均增速分别为5.7%和7.3%，长三角地区主要港口（上海、宁波、连云港）集装箱吞吐量平均增速分别为12.5%和13.33%，明显高于华南地区，环渤海地区主要港口（天津、青岛、大连）集装箱吞吐量平均增速分别为14.0%和13.47%，依然显示出较快增长。



散杂货方面，原油、铁矿石、化肥等进口量增速明显下滑，大豆、谷物、食用植物油等粮食产品甚至出现负增长。2011年，全国进口原油总量为25378万吨，同比增长6.0%，增幅较上年同期下降11.5个百分点；全国各港口完成外贸进口铁矿石吞吐量6.87亿吨，增长11.0%，远低于2001~2010年中国铁矿石年均复合增长率（23.59%）。2011年国内进口化肥779.91万吨，同比增长11.4%，增速较上年下降63.8个百分点。粮食方面，2011年我国大豆、谷物、食用植物油进口量分别为5264万吨、545万吨、657万吨，分别同比下降3.9%、4.6%和4.4%。煤炭则保持快速增长态势，国内全年进口煤炭1.82亿吨，同比增长10.8%，进口总量继续保持高位运行。

短期看，我国部分货种的吞吐量增速有所放缓，但长期看，全球经济一体化程度的提升将促进国际贸易的发展和全球物流通量的增加，从而刺激远洋运输需求，拉动港口货物吞吐量。同时，中国经济的发展与对外贸易的不断深化，将继续支持对原油、铁矿石、煤炭、粮食等主要货种的强劲需求，从而带动港口货物吞吐量的增长。

**腹地经济依然保持较快的增速，内需扩大为深圳港港口业务的发展提供了有力的支撑，但受外需疲软、珠三角地区加工企业外迁及周边港口竞争日趋激烈的影响，深圳港货物吞吐量增速落后于其他港口。**

深圳港的核心经济腹地主要为珠三角地区及整个广东省，2011年珠三角地区经济依然保持了较快的增速，全年实现GDP43,966亿元，同比增长9.9%，是广东省重要的经济增长极，同时广东省东翼和西翼区域的GDP增幅和第三产业增加值增幅亦维持在较高水平。

表 1: 2011 年广东省主要区域 GDP 及增速情况

区域	GDP (亿元)	GDP 增幅 (%)	第三产业增加值增幅 (%)	第三产业增加值占 GDP 比重 (%)
珠三角	43,966	9.9	9.2	49.4
东翼	3,828	12.3	9.1	35.0
西翼	4,262	11.1	10.9	38.0

资料来源：广东省统计局，中诚信证评整理

从珠三角地区主要城市的经济运行情况看，2011年广州、深圳、佛山分别实现地区生产总值12,303.12亿元、11,502.06亿元和6,580.28亿元，同比增幅分别为11.0%、10.0%、12.1%，虽然珠三角各城市的区域经济增长较上年有所放缓，但经济增长速度大都超过10%，依然处于较快水平。珠三角主要区域规模以上工业增加值亦保持了较快的增速，其中深圳、广州和佛山2011年工业增加值分别达到4,189.59亿元、3,365.14亿元和3,289.27亿元，分别位列珠三角区域内各城市的前三位。整体看，较好的区域经济增长对港口物流及相关业务的发展形成了有力的支撑。

表 2: 2010-2011 年珠三角主要区域地区生产总值及增幅

区域	2010		2011	
	地区生产总值 (亿元)	增长 (%)	地区生产总值 (亿元)	增长 (%)
广东省	45,472.83	12.2	52,673.59	10.0
广州	10,604.48	13.0	12,303.12	11.0
深圳	9,510.91	12.0	11,502.06	10.0
珠海	1,202.58	12.8	1,403.24	11.3
佛山	5,651.52	14.3	6,580.28	12.1
惠州	1,729.89	18.0	2,097.33	14.6
肇庆	1,065.90	17.1	1,323.30	14.7
江门	1,550.37	14.3	1,830.64	13.0
东莞	4,246.25	10.3	4,735.39	8.0
中山	1,826.32	13.5	2,190.82	13.0

资料来源：广东省统计局，中诚信证评整理

受欧美债务危机和珠三角地区加工企业外迁及周边港口竞争日趋激烈的影响，2011年深圳港全年累计完成货物吞吐量2.23亿吨，同比增长1.03%，其中，外贸货物吞吐量1.75亿吨，同比增长2.32%。此外，随着广东省“产业转移和劳动力转移”战略的不断推进，珠三角地区部分加工企业向粤北山区和东西两翼迁移，一定程度上增加了其将货物运输至港区的物流成本，因此在先进制造业尚未完成在珠三角地区的布局投产前，深圳港区货物吞吐规模将受到一定影响。与国内其他港口相比，深圳港货物吞吐量增速明显放缓，且落后于隶属于同一经济腹地的广州港。2012年上半年，深圳港累计完成货物吞吐量1.11亿吨，同比增长4.16%，其中内贸货物吞吐量累计完成0.25亿吨，同比增长7.87%，成为增长亮点。

表 3: 中国主要港口货物吞吐量情况

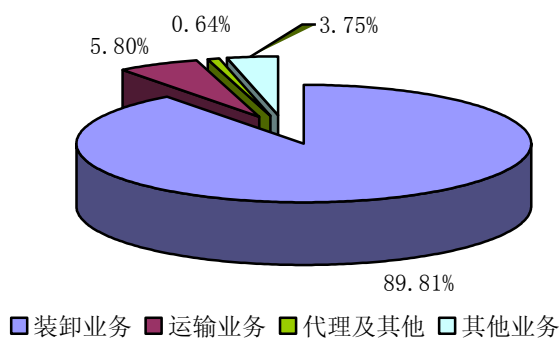
港名	2011.1-11 (亿吨)	同比增长 (%)	2010 (亿吨)	同比增长 (%)
宁波-舟山港	6.41	11.28	6.33	9.71
上海港	5.70	10.68	5.63	13.74
天津港	4.13	11.92	4.13	8.40
广州港	3.93	6.79	4.11	12.91
青岛港	3.45	7.81	3.50	11.11
秦皇岛港	2.62	8.26	2.63	6.91
大连港	3.10	6.90	3.14	15.44
苏州港	3.47	16.05	3.29	32.13
日照港	2.35	12.98	2.26	24.86
营口港	2.41	15.87	2.26	28.41
深圳港	2.03	0.50	2.21	13.92

资料来源：交通运输部，中诚信证评整理

## 业务运营

公司目前主要在深圳港开展集装箱和散杂货（以粮食、化肥为主）的港口装卸、运输、代理及其他服务。2011年公司实现营业收入17.08亿元，同比下降1.85%，其中，装卸业务和运输业务收入均有所下滑，分别同比下降2.64%和5.75%。2012年上半年，公司实现营业收入8.54亿元，同比增长1.08%。

图2：公司2011年各业务板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 装卸业务

作为以港口经营为主的企业，装卸业务是公司的核心业务，近年来收入占比维持在90%左右。2011年公司实现装卸业务收入15.34亿元，在营业总收入中占比89.81%，毛利率为53.62%，同比下降4.24%，主要系港口货物吞吐量下降的同时人工、材料成本上升所致。

### 集装箱

依托优越的港口自然条件、完善的集疏运体系和集装箱吞吐规模优势，公司在国际和国内港口的

集装箱业务方面具有显著的竞争优势。但由于公司集装箱吞吐业务以外贸为主，受到美国经济复苏乏力以及欧债危机的负面影响，公司2011年集装箱业务量有所下降；从2012年上半年情况来看，外围需求仍偏弱，公司集装箱业务呈现小幅下降态势。

吞吐量方面，公司2011年完成集装箱吞吐量579.3万TEU，同比下降5.8%，占深圳港集装箱码头业务总量的25.7%，较上年下降1.5个百分点，主要系周边港区分流部分业务所致。其中，赤湾港区和妈湾港区分别完成412.2万TEU和167.1万TEU，分别同比下降1.01%和14.66%。2012年上半年，公司实现集装箱吞吐量260.9万吨，同比下降7.0%，一方面由于美欧需求持续疲软，另一方面部分班轮企业的联盟运输航线结构调整，导致公司国际集装箱班轮航线挂靠数由2010年的60余条下降至2011年末的49条，影响了货源数量。截至2012年8月末，公司国际集装箱班轮航线挂靠数下降为43条，这将对其全年业绩带来一定的不利影响。

表4：公司2009~2012.H1集装箱吞吐量情况

	2009	2010	2011	2012.H1
集装箱吞吐量 (万TEU)	476.6	614.7	579.3	260.9
其中：赤湾港区	328.9	416.4	412.2	190.2
妈湾港区	147.7	195.8	167.1	70.7

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在泊位建设方面，公司集装箱泊位主要位于赤湾港区和妈湾港区，共有9个生产性泊位，其中包括3个15万吨级集装箱泊位（参股泊位）、2个12万吨级、2个7.5万吨级泊位，最大吞吐能力合计为612.2万TEU。为适应集装箱运输船舶大型化的发展趋势，公司对位于赤湾港区的13#泊位进行改建以延长突堤泊位长度和护岸总长度，该改建工程已于2012年8月建成投入使用，预计将增加吞吐能力50万TEU。

总体来看，国际市场外需低迷和班轮公司部分航线结构调整等因素导致公司港口集装箱吞吐量有所下降。在欧美经济复苏乏力的背景下，公司集装箱业务仍将承受较大压力。

### 散杂货

公司散杂货业务主要包括粮食、化肥等货种的

装卸，作业区位于赤湾港区和麻涌港区。2011年公司完成散杂货吞吐量925.1万吨，同比下降9.43%，其中赤湾港区全年完成散杂货吞吐量653.2万吨，同比下降18.22%，占深圳三个主要散杂货码头业务总量的19.8%。2012年上半年，在赤湾港区资源有限的情况下，麻涌港区吞吐量出现大幅增长，两港实现散杂货吞吐量523.5万吨，同比增长10.58%。

从散杂货货种构成结构来看，2011年，公司粮食吞吐量为592.6万吨，同比下降11.6%，占全部散杂货吞吐量的64.1%；化肥吞吐量为155.8万吨，同比增长6.71%，占散杂货总吞吐量的16.84%，是所有货种中唯一实现吞吐量增长的品种；其他散杂货吞吐量则大幅下滑，同比下降13.90%。

**表5：公司2009~2012.H1散杂货吞吐量情况（单位：万吨）**

品种	2009	2010	2011	2012.H1
粮食	656.3	670.2	592.6	352.0
化肥	86.7	146.0	155.8	90.4
其他	75.2	205.2	176.7	81.1
合计	818.2	1021.4	925.1	523.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

与集装箱业务相比，粮食、化肥等散杂货吞吐量的波动性相对较弱，加之传统集装箱业务发展受到岸线资源的限制，因此公司近年来开始逐步加大散杂货业务的发展力度，在麻涌港区先后实施了配套仓储设施——保税仓和散粮仓库的建设，截至2012年9月，保税仓已建成并投入使用，散粮仓库整体建设已基本完成，部分设备尚未安装，预计将于2012年12月投入使用。仓库总计可容纳散杂货30万吨，其投产将增强麻涌地区散杂货码头的接纳能力。

在泊位建设方面，截至2011年12月31日，公司共拥有9个散杂货生产性泊位，其中包括1个7万吨级，2个5万吨级泊位，年通过能力达1021万吨，最大吞吐能力为1127.9万吨，其中赤湾港区为856万吨，麻涌港区为271.9万吨。此外，公司正在进行麻涌项目二期工程建设，主要新建2个7万吨级散杂货泊位和1个5万吨级散杂货泊位，设计年通过能力约为680万吨，目前工程顺利推进，预计2013年年底可完工投入使用，届时公司在麻涌港区粮食和化肥等散杂货的吞吐能力将得到大幅提升。

总体来看，公司散杂货业务2011年呈现同比下降趋势，但随着新建仓库的投入使用，2012年散杂货吞吐量将有所增长。从长期来看，在建泊位的投产和配套设施的逐步完善将提高散杂货业务的竞争力，对公司整体业绩的稳定起到积极的作用。

## 港口配套业务

公司港口配套业务定位于配套港口装卸业务的发展，主要包括拖轮服务、陆路业务、代理及其他业务和其他业务。2011年，港口配套业务实现收入1.74亿元，占公司营业收入的比重为10.19%。

**表6：2009~2012.H1港口配套业务收入情况（单位：亿元）**

项目	2009	2010	2011	2012.H1
运输业务	1.23	1.05	0.99	0.47
代理及其他业务	0.06	0.09	0.11	0.06
其他业务	0.47	0.51	0.64	0.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，拖轮服务与陆路运输仍然是公司港口配套业务中最重要的业务板块。其特点是受港口装卸业务影响大，与装卸业务波动呈正向相关性。2012年上半年，公司实现运输业务收入0.47亿元，同比下降4.92%，业务量与港口吞吐量变化基本一致。

拖车和拖轮运营方面，截至2011年12月31日，公司拥有259台集装箱运输车辆，总运力超过3500万吨，2011年港区拖车作业时为123.1万小时，较上年减少6.9万小时。公司现拥有各类拖轮7艘，除为深圳西部港区码头的大船进出港提供港作拖轮服务，还涉及部分区外业务，2011年公司港作拖轮收费时为32,121小时，同比下降6.75%。

**表7：2009~2012.H1港口配套业务运行情况**

项目	2009	2010	2011	2012.H1
港区拖车作业时(万小时)	115.8	130.0	123.1	58.3
港作拖轮收费时(小时)	30,219	34,447	32,121	16,097

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在主要配套业务受吞吐量影响较大的情况下，公司积极开拓代理业务和其他业务，通过主动走访客户和船公司，研究驳船进口及报关客户实际需求等方式，不断提升服务水平，2011年该项业务实现



收入0.11亿元，虽然收入规模占比仍较小，但盈利能力较强。

整体看，港口配套业务收入相较于公司整体业务规模而言仍较小，对稳定公司业绩的作用有限，未来随着港区外业务量的逐步增加，其地位将有所提升，对公司业绩或将形成重要支撑。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009、2010、2011年度审计报告以及公司提供的未经审计的2012年半年度财务报告。其中2009、2010年财务数据分别为2010、2011年财务报告的期初数，2011年财务数据为2011年度财务报告的期末数，所有财务数据均为合并报表口径。

## 资本结构

在公司港口基础设施建设稳步推进的背景下，公司近年来资产规模呈现逐年小幅增长态势。截至2012年6月30日公司总资产69.81亿元，较2010年末增长12.56%；负债总额28.33亿元，较2010年末增长18.29%。2012年上半年，公司资产负债率和总资本化比率分别为40.58%和30.29%，较2010年末分别增加1.96和0.18个百分点。与同行业其他上市公司相比，公司的资产负债率处于平均水平。

表 8：2012 年 H1 港口行业主要上市公司资本结构指标

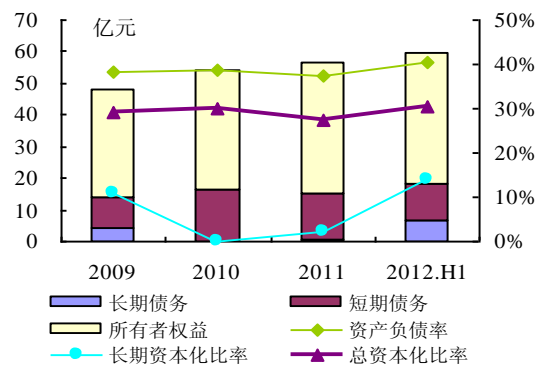
名称	总资产(亿元)	资产负债率(%)
上港集团	825.57	38.20
宁波港	365.33	26.67
大连港	271.00	49.40
天津港	232.33	35.18
芜湖港	193.29	76.61
日照港	133.22	35.5
营口港	113.17	53.12
唐山港	106.37	46.23
锦州港	86.15	52.82
<b>深赤湾A</b>	<b>69.81</b>	<b>40.58</b>
重庆港九	51.80	51.83
盐田港	50.56	7.91
连云港	38.29	34.77
珠海港	34.93	44.75
厦门港务	30.77	36.31
北海港	11.44	65.60

南京港	9.76	36.71
<b>平均值</b>	<b>154.34</b>	<b>43.07</b>
<b>中位数</b>	<b>86.15</b>	<b>40.58</b>

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，截至2011年12月31日，公司长短期债务分别为0.90亿元和14.42亿元，长短期债务比值为16.03。2012年，公司发行了5亿元5年期公司债券，截至2012年6月30日，公司长短期债务比值下降至1.71，债务结构得到优化的同时也有效缓解了资金周转压力，公司现有债务结构与其业务发展阶段较为匹配，有利于港口各类项目建设资金来源的稳定。

图 3：2009~2012H 公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

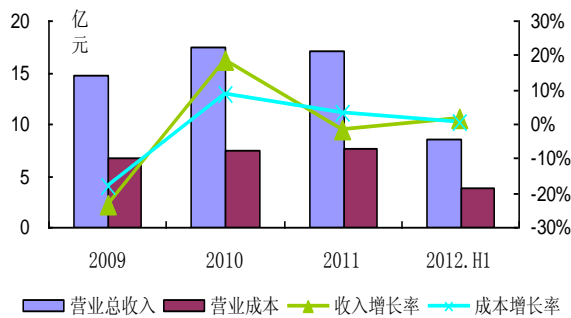
总体来看，公司财务政策较为稳健，总资本化率和负债率虽较2010年有所上升，但仍处于在合理水平，而公司债的发行优化了其债务结构，未来随着在建项目的陆续建成，公司的资产规模将进一步增长。

## 盈利能力

作为港口经营企业，公司业务运营受外需波动影响较大。2011年在港口货物吞吐量下降的情况下，公司收入水平也随之出现下滑，全年实现营业收入17.08亿元，较上年减少1.85%。2012年上半年，公司积极调整货源结构，增加高价值货源比例，在货物吞吐量同比下降1.97个百分点的情况下，实现营业收入8.54亿元，同比增长1.08%。

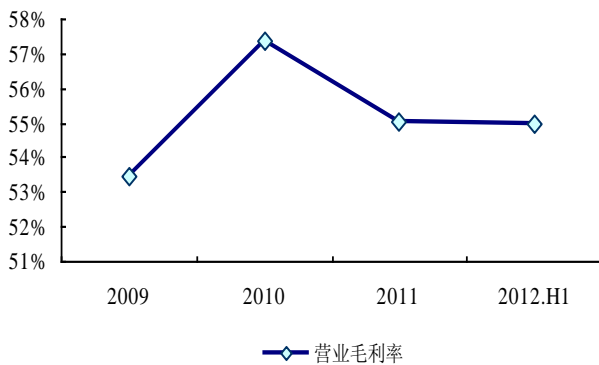


图 4：2009~2012.H1 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

图 5：2009~2012.H1 年公司营业毛利率变动情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从营业毛利率来看，2011 年公司毛利率为 55.04%，较上年下降 2.31 个百分点，一方面由于当年集装箱、散杂货吞吐量均有所下降，导致装卸业务和运输业务收入水平下滑；另一方面，原材料价格、人工成本等同比大幅攀升造成营业成本增加，削弱了公司的盈利能力。2012 年上半年，公司营业毛利率进一步下降至 54.98%，但与同行业其他上市公司比较，公司的毛利率处于较高水平，盈利能力很强。

表 9：2012.H1 港口行业主要上市公司毛利率情况

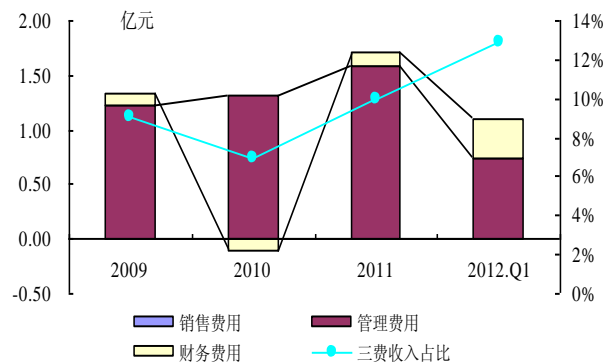
名称	毛利率 (%)
芜湖港	4.05
北海港	8.83
厦门港务	16.66
天津港	25.30
珠海港	26.01
重庆港九	26.08
连云港	28.40
日照港	30.57
营口港	32.92
上港集团	34.14
唐山港	35.50

大连港	39.96
锦州港	40.17
南京港	48.39
宁波港	49.13
深赤湾 A	54.98
盐田港	61.21
平均值	33.08
中位数	32.92

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，近年公司投资项目较多，资本性支出压力加大，对外部资金需求提升，加之当年贷款利率同比大幅提升，导致财务费用增长较快。2011 年公司财务费用为 0.12 亿元，较上年增加 0.23 亿元，管理费用 1.58 亿元，同比增长 20.96%，期间费用合计 1.71 亿元，三费占比为 9.98%。随着公司新建改建项目的推进，公司费用水平持续上升，2012 年上半年，三费占比上升至 12.86%。总体看，公司费用控制能力仍处于合理水平。

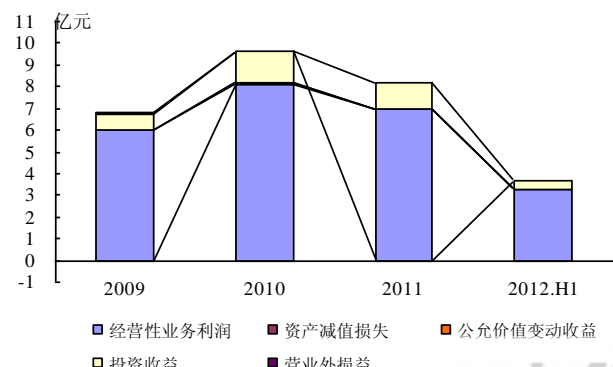
图 6：2009-2012.H1 公司期间费用分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2011 年受货物吞吐量同比下降、装卸业务毛利减少和财务费用增加的影响，公司利润总额为 8.16 亿元，较上年减少 15.35%。

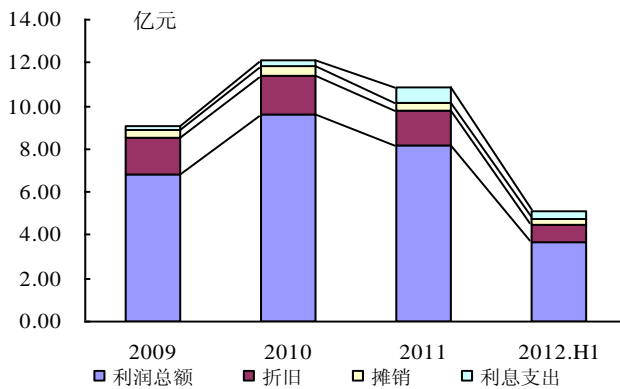
图 7：2009-2012.H1 公司利润总额分析



来源：公司提供，中诚信证评整理

在现金获取方面，由于公司固定资产规模大，EBITDA主要由利润总额及固定资产折旧构成。2011年受公司利润总额下降及资产折旧减少的影响，公司EBITDA为10.80亿元，同比下降11.04%。

图8：2009-2012.H1公司EBITDA构成情况



来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受宏观经济的影响，港口货物吞吐量下降使公司的盈利水平较上年有所下滑。但公司在加快吞吐能力扩张速度的同时，不断加强市场开发和客户维护力度，其未来的盈利能力仍具有一定的保障。

## 偿债能力

近年来，随着公司业务规模逐步提升及对港口基础设施建设的投入不断增加，公司的债务规模稳步增长，截至2012年6月30日，公司债务总额18.02亿元，较2010年增长9.86%，其中，长期债务和短期债务分别为6.66亿元和11.36亿元，得益于2012年发行的5亿元公司债，公司的短期偿债压力有所缓解。

表 10：2009~2012.H1 年公司主要财务能力指标

	2009	2010	2011	2012.H1
短期债务 (亿元)	9.70	16.40	14.42	11.36
长期债务 (亿元)	4.22	0	0.90	6.66
长短期债务比	2.30	-	16.03	1.71
总债务 (亿元)	13.92	16.40	15.32	18.02
经营性净现金流 (亿元)	7.27	9.27	7.46	3.49
经营净现金流/短期债务 (X)	0.75	0.57	0.52	0.31
经营净现金流/总债务 (X)	0.52	0.57	0.49	0.19
EBITDA (亿元)	9.06	12.14	10.80	5.12

总债务/ EBITDA	1.54	1.35	1.42	1.76
EBITDA 利息倍数 (X)	46.95	40.44	16.86	11.54
经营活动净现金/利息支出 (X)	37.66	30.87	11.64	7.87

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

受债务水平上升的影响，2011年公司偿债指标有所弱化，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为1.42和16.86，但仍处于合理水平。

现金流方面，2011年公司实现经营活动净现金流7.46亿元，较上年减少1.81亿元。经营活动净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为0.49和11.64，分别较上年降低0.08和19.23。随着债务规模的上升和利息支出的增加，公司现金流对债务及利息的保障能力有所减弱。

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至2012年6月30日，公司共获得银行授信额度51.36亿元，尚未使用银行授信额度为38.37亿元，公司外部融资渠道较为通畅。整体看，公司财务弹性较好，备用流动性充足。

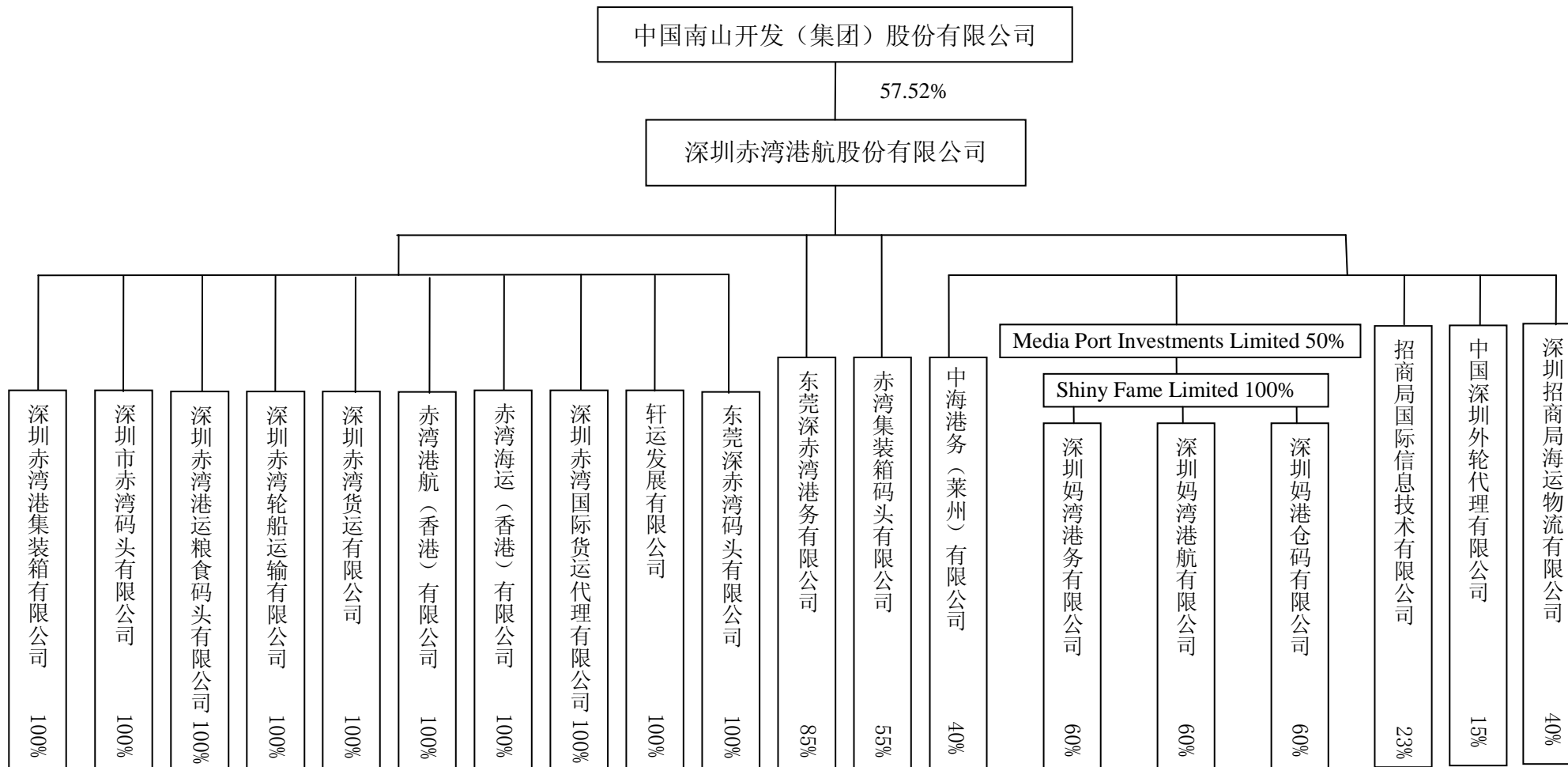
或有负债方面，截至2012年6月30日，公司担保余额为1.95亿元，全部为对控股子公司东莞深赤湾港务有限公司的担保，担保余额占公司所有者权益的4.70%，公司或有风险较低。

总体看，在宏观经济复苏乏力、港口货物吞吐量下降的背景下，公司盈利能力较上年有所下降，随着港口建设项目的推进，公司总债务规模将有所提高，或将面临一定的偿债压力。但鉴于公司主营业务盈利能力较强，现金流稳定，备用流动性充足，且未来吞吐能力将进一步提升，公司偿债能力依然很强。

## 结论

综上，中诚信证评维持本次公司债券的信用等级AA+，维持深圳赤湾港航主体信用等级AA+，评级展望稳定。

附一：深圳赤湾港航股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 6 月 30 日）



## 附二：深圳赤湾港航股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.H1
货币资金	74,109.63	78,172.01	47,878.89	79,013.13
应收账款净额	20,917.74	17,977.28	23,079.70	23,581.79
存货净额	2,561.63	2,388.85	2,350.04	2,317.07
流动资产	100,061.07	107,536.11	74,947.34	107,326.24
长期投资	35,320.19	115,656.19	144,254.64	148,242.20
固定资产合计	281,353.15	269,693.10	303,457.51	312,732.80
总资产	552,787.36	620,218.47	654,022.84	698,096.27
短期债务	96,965.84	164,039.75	144,248.67	113,594.46
长期债务	42,240.00	0.00	9,000.00	66,614.25
总债务（短期债务+长期债务）	139,205.84	164,039.75	153,248.67	180,208.71
总负债	210,728.20	239,502.69	243,416.44	283,302.99
所有者权益（含少数股东权益）	342,059.15	380,715.78	410,606.41	414,793.28
营业总收入	146,543.45	174,041.77	170,813.69	85,410.42
三费前利润	73,295.74	93,428.95	86,907.47	43,538.96
投资收益	7,276.73	14,851.46	11,822.82	3,969.56
净利润	60,413.53	82,663.94	66,777.57	29,963.92
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	90,574.24	121,425.36	108,043.28	51,174.74
经营活动产生现金净流量	72,650.20	92,684.56	74,619.06	34,898.73
投资活动产生现金净流量	-15,693.76	-78,101.74	-70,921.53	-27,405.59
筹资活动产生现金净流量	-46,986.14	-9,914.76	-33,074.70	23,641.09
现金及现金等价物净增加额	9,962.04	4,062.38	30,293.11	31,134.23
财务指标	2009	2010	2011	2012.H1
营业毛利率（%）	53.49	57.35	55.04	54.98
所有者权益收益率（%）	17.66	21.71	16.26	14.45
EBITDA/营业总收入（%）	61.81	69.77	63.25	59.92
速动比率（X）	0.63	0.47	0.33	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.52	0.57	0.49	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.75	0.57	0.52	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	37.66	30.87	11.64	7.87
EBITDA 利息倍数（X）	46.95	40.44	16.86	11.54
总债务/EBITDA（X）	1.54	1.35	1.42	1.76
资产负债率（%）	38.12	38.62	37.22	40.58
总债务/总资本（%）	28.92	30.11	27.18	30.29
长期资本化比率（%）	10.99	0.00	2.14	13.84

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加



### 附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 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。