



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪057号

## 珠海港股份有限公司：

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“2011年珠海港股份有限公司公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一五年五月六日

## 2011 年珠海港股份有限公司公司债券跟踪评级报告 (2015)

发行主体	珠海港股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期间	2011/3/1~2019/3/1		
担保主体	珠海港控股集团有限公司		
上次评级时间	2014/5/8		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA-	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA-	

### 概况数据

珠海港股份	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益(亿元)	19.90	25.36	26.44	26.26
总资产(亿元)	36.45	40.53	53.60	53.49
总债务(亿元)	13.39	11.64	18.37	17.20
营业总收入(亿元)	10.58	16.43	21.39	4.46
营业毛利率(%)	21.10	15.94	14.90	19.35
EBITDA(亿元)	3.21	2.63	2.15	-
所有者权益收益率(%)	7.64	3.59	0.64	-2.68
资产负债率(%)	45.39	37.42	50.67	50.91
总债务/EBITDA(X)	4.17	4.43	8.55	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.81	3.27	2.41	-

珠海港集团	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	48.22	53.45	55.60
总资产(亿元)	110.05	125.50	150.09
总债务(亿元)	44.23	52.03	66.98
营业总收入(亿元)	9.78	20.89	35.29
营业毛利率(%)	18.87	15.44	11.28
EBITDA(亿元)	4.11	3.95	7.01
所有者权益收益率(%)	5.62	1.80	0.44
资产负债率(%)	56.18	57.41	62.95
总债务/EBITDA(X)	10.75	13.18	9.55
EBITDA 利息倍数(X)	1.24	0.85	1.83

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2015 年 1 季度所有者权益收益率经年化处理。

### 基本观点

2014 年，珠海港股份有限公司（以下简称“公司”或“珠海港股份”）依托良好的腹地经济基础和不断完善的集疏运体系，当年物流贸易收入大幅增长，综合能源板块布局亦稳步推进。且长期来看，“珠江—西江经济带发展”、“一带一路”以及广东—横琴自贸区开发战略为公司业务拓展提供了机会，其发展前景良好。目前公司资产负债率水平较合理，财务结构较稳健，备用流动性充足，整体偿债能力很强。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司投资收益波动较大、主业盈利状况不佳等因素对其整体利润情况及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持“2011 年珠海港股份有限公司公司债券”信用等级为 **AA**；维持公司主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定。该债项级别考虑了珠海港控股集团有限公司（以下简称“珠海港集团”）为本次债券提供的全额不可撤销连带责任担保对债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 政策红利。国家“一带一路”战略的实施和广东—横琴自贸区的开发，将带动沿海区域大规模的基础设施建设、资源能源开发利用和全方位贸易服务往来，珠海港将迎来良好的发展机遇。
- 物流贸易收入规模增长较快。依托良好的腹地经济基础和不断完善的集疏运体系，公司继续执行以物流贸易带动物流发展及向港口运营延伸的战略指导，物流贸易收入大幅增大。2014 年公司实现物流贸易业务收入 9.71 亿元，较上年增长 42.17%。
- 综合能源业务稳步发展。公司综合能源板块业务正在逐步形成燃煤发电、风能发电、天然气发电、热电联供、管道天然气等能源项目格局。2014 年公司收购两个风电项目后，综合能源板块收入将进一步增长。

## 分析师

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn

宋振龙 zlsong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月6日



- 财务结构仍较为稳健。尽管公司短期债务增幅较大，整体负债率上升较快，但仍处于较合理范围。2014年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为50.67%和40.99%，较上年分别上升13.25和9.53个百分点。

## 关注

- 投资收益波动。2014年由于珠海经济特区广珠发电有限责任公司分红政策变化，公司取得可供出售金融资产投资收益0.39亿元，较上年减少0.92亿元；神华煤炭码头大额亏损导致其核算的长期股权投资收益下降至-5,858.94万元。受此影响，公司仅取得投资收益815.24万元，与上年的10,024.72万元相比大幅下滑。
- 经营性业务盈利状况不佳。尽管公司营业收入增长较快，但由于物流贸易收入比重较大，该业务毛利率较低，公司业务获利空间仍较为有限，2014年公司经营性业务利润为2,280.37万元。

## 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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。



## 行业关注

### 2014 年，受益于珠海港腹地经济增长及集疏运体系不断的完善，珠海港吞吐量增长较快

珠海港西江腹地经济继续增长，为珠海港货物吞吐量增长提供了良好的基础。从西江流域产业结构及经济运行情况来看，西江中上游地区的云南、贵州和桂西等地具有丰富的有色金属、煤炭等资源；西江的中下游，肇庆、云浮、贵港等城市依托内河航运优势和资源禀赋，正形成水泥、石材和陶瓷等建筑材料工业基地；同时下游的中山、江门、佛山和珠海各市也正积极进行经济结构的调整，制造业和高新技术产业逐渐形成。2014 年西江流域的佛山、中山、江门、肇庆、云浮、珠海等城市分别实现 GDP7,603.28 亿元、2,823.00 亿元、2,082.76 亿元、1,845.06 亿元、664.00 亿元和 1,857.32 亿元，同比分别增长 8.60%、8.00%、7.80%、10.00%、10.30% 和 10.30%。依托腹地经济增长，2014 年经珠海港转运西江流域货物吞吐量 1,964.88 万吨，同比增长 31.90%，中转箱完成 36.69 万标箱，同比增长 167.84%。

珠海港已是集海铁联运、江海联运、海空联运、海公联运及管道运输于一体的多联式综合枢纽港。从陆运方面看，广珠铁路干线、广珠城际轻轨、高栏港高速公路、珠海大道业已通车，港珠澳大桥正在建设；从海运方面看，高栏港 10 万吨级主航道已建成，8 条国际集装箱班轮航线，9 条沿海干线，15 条西江航运驳船快线已开通，15 万吨级主航道工程正在建设；从空运方面看，作为广东省重大战略新兴产业，珠海航空产业园和珠海金湾区航空新城正在建设、珠海、阳江、罗定三地机场于 2013 年签署战略合作，形成区域性机场网络；从港口自身配套设施建设方面看，华南最大煤炭储运基地——神华粤电珠海港煤炭储运中心已投产汇通物流园、高栏港区物流园、普洛斯珠海港国际物流园、珠港澳物流合作园也都在建设中。目前，珠海港进出口货物已经能直线往来北美、南美、大洋洲、非洲、中东、东南亚等区域的 25 个国家和地区，珠海港正逐渐向国际化大港口迈进。

在珠海港腹地经济稳步发展及集疏运体系不

断完善的支持下，2014 年珠海市规模以上港口完成货物吞吐量 1,0693 万吨，同比增长 6.7%。其中，外贸货物吞吐量 2,410 万吨，同比增长 5.1%；内贸货物吞吐量 8,553 万吨，同比增长 7.1%。港口集装箱吞吐量 117.01 万标准箱，同比增长 34.1%。

### 国家层面的“珠江—西江经济带发展”、“一带一路”以及广东—横琴自贸区开发战略，为珠海港的发展提供了良好的机遇

2014 年国务院批复《珠江—西江经济带发展规划》，珠江—西江经济带发展正式上升为国家战略，对推动西江航运发展，加快上游资源与下游产品的流通、促进西江流域区域和产业一体化发展具有重要作用。同时，珠海港将凭借西江出海门户的优势，加强与西江流域港口、航运、物流企业的深度合作，促进西江内河航运及物流的发展，进一步提升西江腹地对珠海港发展贡献。

此外，随着国家“一带一路”战略的实施和广东—横琴自贸区的开发，将带动沿海区域大规模的基础设施建设、资源能源开发利用和全方位贸易服务往来，届时珠海港将迎来良好的发展机遇。

## 业务营运

表 1：2013~2014 年公司营业收入和毛利率构成

	2013		2014	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
码头运营服务	0.65	20.20%	0.61	20.47%
物流贸易	6.83	3.96%	9.71	3.52%
进出口贸易	0.50	2.51%	0.66	1.89%
物流服务	3.44	20.61%	4.27	16.89%
综合能源	0.72	47.23%	1.24	35.41%
饮料食品	3.72	21.51%	3.83	29.65%
物业管理	0.41	60.89%	0.53	52.49%
其他业务收入	0.16	65.53%	0.53	24.91%
<b>合计</b>	<b>16.43</b>	<b>15.94%</b>	<b>21.39</b>	<b>14.90%</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司营业收入来源主要包括物流港口业务收入、综合能源收入、饮料食品收入<sup>1</sup>、物业管理及其

<sup>1</sup> 公司根据财政部发布的《企业会计准则第 40 号——合营安排》会计准则变更了相关会计政策。公司对合营企业珠海可口可乐饮料有限公司确认在共同经营中利益份额相关的项目，自 2014 年起营业收入板块中增加饮料食品收入。

他业务收入，其中港口物流收入包括物流贸易、物流服务、码头运营服务和进出口贸易。2014年，在物流贸易带动物流发展的战略指导下，公司贸易收入大幅增长，带动整体营业收入增长较快。当年公司实现营业总收入21.39亿元，较上年增长30.20%，其中物流贸易业务收入为9.71亿元，较上年增长42.17%。毛利率方面，由于占收入规模较大的物流贸易及物流服务毛利率均有所下滑，2014年公司整体营业毛利率为14.90%，较上年下降1.04个百分点。

### 公司继续执行以物流贸易业务带动物流发展战略，并加快向综合物流服务提供商转型，当年港口物流收入大幅增长

2014年，公司以整合优化内部资源为依托，加快向保税VMI仓储、水陆多式联运、商贸物流和供应链金融为一体的综合物流服务提供商转型。

物流贸易方面，公司以珠海港物流发展有限公司（以下简称“珠海港物流”）及其子公司为运营平台，主要按照客户的要求开展供应链贸易服务。目前珠海港物流系最大的物流企业，主要贸易品种包括煤炭、钢材、PTA、可口可乐等。受益于以物流贸易业务带动物流发展战略，2014年物流贸易收入为9.71亿元，同比增长42.17%。

物流服务方面，公司运营主体主要包括中国珠海海外轮代理有限公司、珠海港拖轮有限公司、珠海港达供应链管理有限公司（以下简称“港达”）等公司，主要为客户提供代理、报关、理货、装卸、运输、配送、仓储、分拣以及供应链管理等全方位服务。2014年，汇通物流园二期、港达扩建工程相继建成并投入使用，进一步夯实了公司物流仓储设施的规模。在物流贸易大幅增长的带动下，当年公司物流服务板块收入为4.27亿元，同比增长24.39%。

目前公司码头运营主体包括云浮新港港务有限公司（以下简称“云浮新港”）、中化珠海石化储运有限公司（以下简称“中化珠海”）、珠海港（梧州）港务有限公司（以下简称“梧州港务”）和联营的神华粤电珠海港煤炭码头有限责任公司（以下简称“神华粤电珠海港煤炭码头”）等。2014年，公司持续深入推进“西江战略”，云浮新港业务实现大

幅增长，全年实现港口吞吐量259万吨，集装箱吞吐量11.7万标准箱，实现净利润827.26万元，扭亏为赢。2014年码头运营板块营业收入为0.61亿元，同比下降5.55%，皆由云浮新港产生。

码头建设方面，截至2015年一季度，梧州港务大利口码头主体水工结构已全部完成，后方陆域场地建完成约70%，预计在2015年二季度投入试运行。未来公司将以梧州大利口码头开港为契机，加强云浮与梧州，云浮、梧州与母港的协同效应，增强整体的市场拓展能力。

### 公司综合能源板块收入增加较快，且2014年收购两个风电项目后，未来该业务收入规模将有望继续得到提升

公司综合能源板块业务正在逐步形成燃煤发电、风能发电、天然气发电、热电联供、管道天然气等能源项目格局。目前公司直接控股的能源项目主要集中于管道天然气和风电项目，其他项目均为参股项目。2014年，随着管道天然气的逐步销售，公司实现综合能源板块业务收入1.24亿元，较上年增长72.02%。

公司控股65%的珠海港兴管道天然气有限公司（以下简称“港兴公司”）正在全面承接珠海市政管道燃气有限公司西区管道燃气项目和相应的市政管道燃气工程。随着管道天然气的逐步销售，2014年港兴公司实现营业收入8,704万元，较上年增长约6,000万元，其中供气收入6,821万元、燃气接驳工程收入1,883万元。

风电项目方面，公司拥有4个风电场，包括珠海富华风能开发有限公司运营高栏风电场、东电茂霖风能发展有限公司运营达里和黄岗梁两个风电场、浙江科啸风电投资开发有限公司运营玉环大麦屿风电场。其中，珠海富华风能开发有限公司2014年发电量为7,703万千瓦时，实现营业收入4,536万元，取得净利润1,370万元；公司于2014年9月决议收购东电茂霖风能发展有限公司100%股权，2014年12月初完成全部股权过户手续。2015年一季度，东电茂霖风能发展有限公司实现上网销售电量5,661.28万千瓦时，其中达里风电场上网电量2,167.03万千瓦时，黄岗梁风电场3,494.25万千瓦

时；实现营业收入 3,076.52 万元，净利润 898.89 万元；2014 年 3 月，公司收购浙江科啸风电投资开发有限公司 51% 股权。截至 2015 年一季度，90% 的风机吊装已完成，目前正在全力推进剩余工程和并网发电工作。总的来看，公司目前共持有约 200MW 的风力发电规模，初步实现了东北、华东和华南三大区域的项目布局，未来随着大麦屿风电场的并网，发电规模将逐步上升。

**表 2：截至 2014 年末公司控股风电项目概况**

单位：万千瓦时

控股公司	运营风电场	股权比例	2014 年上网电量
珠海富华风能开发有限公司	高栏 49.5MW 风电场	95%	7,703
东电茂霖风能发展有限公司	达里 48.96MW 风电场	100%	8,501
	黄岗梁 49MW 风电场		7,612
浙江科啸风电投资开发有限公司	大麦屿 49.5MW 风电场	51%	未并网

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合而言，2014 年公司继续执行以物流贸易带动物流发展战略以及加大对风电项目的投资，其物流服务及综合能源的主营业务地位得到进一步提升。未来随着港口物流建设项目投入运营、管道天然气销售的增长以及能源项目逐步的成长，公司收入规模将进一步扩张。

## 财务分析

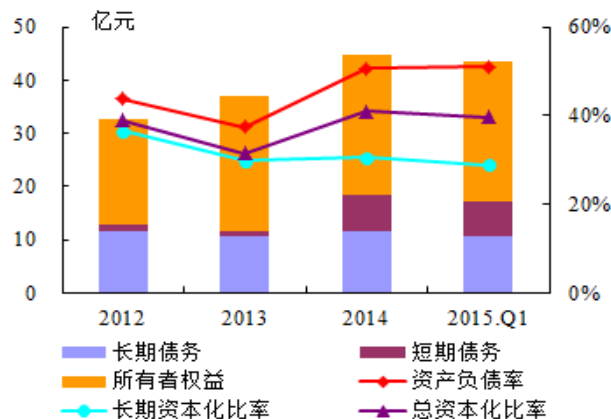
以下分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年度、2013 年度、2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策并对 2013 年财务报表进行了追溯重述，且以下分析以追溯重述后的数据为准。

### 资本结构

2014 年，由于加大了风电产业投资，且随着港口配套工程的推进，公司固定资产、在建工程等资产增长较快，资产规模快速扩张。2014 年末，公司总资产为 53.60 亿元，较上年增长 32.25%。同时，

随着利润留存的积累，公司所有者权益小幅增加。2014 年末，公司所有者权益为 26.44 亿元，较上年增加 4.24%。

**图 1：2012~2015.Q1 公司资本结构分析**



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

由于贸易业务发展快速及风电项目投资力度加大，公司对银行借款及应付票据需求大幅增加，其负债规模增长较快。2014 年末，公司负债合计 27.16 亿元，较上年增长 79.09%。总的来看，2014 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.67% 和 40.99%，较上年分别上升 13.25 和 9.53 个百分点。

债务结构方面，2014 年公司短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债大幅增长，导致短期债务增幅较大。2014 年末公司总债务为 18.37 亿元，较上年增长 57.74%，其中短期债务为 6.74 亿元，较上年增长 5.87 亿元；长短期债务比由 2013 年的 0.08 上升至 0.58，公司面临着一定的短期偿债压力。

总体看，尽管公司短期债务增幅较大，整体负债率上升较快，但仍处于较合理范围。同时，中诚信证评注意到，未来随着贸易业务进一步的扩大、综合能源投资力度的加大，届时公司资金需求继续增长，负债规模或将面临进一步增加的压力。

### 盈利能力

如前所述，公司业务收入主要包括港口物流业务收入、饮料食品业务收入和综合能源业务收入。2014 年公司物流贸易收入的大幅增长带动营业总收入增加，当年公司实现营业总收入 21.39 亿元，较上年增长 30.20%。2015 年一季度，受益于管道天然气销售及新购风电公司发电收入等综合能源业务收入的增加，公司实现营业收入 4.46 亿元，较上



年同期增长 10.73%。

从毛利率来看，占收入规模较大的物流贸易及物流服务毛利率均有所下滑，2014 年公司初始盈利空间较小，当年公司整体营业毛利率为 14.90%，较上年下降 1.04 个百分点。2015 年一季度，公司营业毛利率略提高至 19.35%，主要是由于公司毛利率较高的综合能源业务收入占比增大所致。

期间费用方面，2014 年随着业务规模及外部融资规模的扩大，公司三费均出现了小幅增长。2014 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.76 亿元 1.19 亿元和 0.87 亿元，分别较上年增长 0.04 亿元、0.09 亿元和 0.09 亿元。总的来看，公司 2014 年三费合计为 2.81 亿元，占营业收入的比重为 13.12%，比上年减少 2.63 个百分点，三费收入占比处于较合理水平。

利润总额方面，2014 年贸易收入的大幅增长使得公司经营业务利润由负转正。投资收益方面，由于公司投资的参股能源项目大部分处于市场培育期或行业低谷，其投资收益（长期股权投资收益和可出售金融资产投资收益）较不稳定。2014 年由于珠海经济特区广珠发电有限责任公司分红政策变化，公司取得可供出售金融资产投资收益 0.39 亿元，较上年减少 0.92 亿元；神华煤炭码头大额亏损导致其核算的长期股权投资收益下降至 -5,858.94 万元。受此影响，公司仅取得投资收益 815.24 万元，与上年的 10,024.72 万元相比大幅下滑。因此，2014 年公司仅获得利润总额 0.37 亿元，较上年下降 0.66 亿元。

总的来看，尽管公司经营业务利润表现好转，但由于投资收益下降幅度较大，公司整体盈利能力仍较弱。

## 偿债能力

从获现能力来看，受利润总额大幅度下降影响，2014 年公司 EBITDA 为 2.15 亿元，同比减少 18.27%。2014 年公司经营活动净现金流为 2.05 亿元，同比增长 165.31%，主要是由于贸易业务收入增长并大量使用应付票据导致支付的现金流量同比减少所致。2014 年公司投资活动净现金流为流出 6.12 亿元，同比增长 264.17%，主要是公司加大风

电产业以及港口配套工程投资所致。为满足资金需求，公司通过银行借款以及向大股东珠海港集团借入委托贷款等方式融资，有效缓解了公司的资本支出压力。公司 2014 年筹资活动净现金流入 3.66 亿元，较上年增长 65.18%。

从偿债能力指标看，尽管 2014 年由于公司经营净现金流的大幅增加使得经营活动净现金流对短期债务、总债务和利息支出的覆盖倍数出现回升，但由于盈利状况下滑，EBITDA 对债务本息的保障力度仍继续弱化。从对债务的覆盖情况来看，2014 年公司总债务/EBITDA 为 8.55 倍，同比增加 4.12 倍；从对利息支出的保障程度来看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.41 倍，同比减少 0.86 倍。

表 3: 2012~2015.Q1 公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014	2015.Q1
短期债务 (亿元)	1.94	0.87	6.74	0.90
长期债务 (亿元)	11.45	10.78	11.62	10.69
EBITDA (亿元)	3.27	2.63	2.15	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.81	3.27	2.41	-
总债务/EBITDA (X)	4.17	4.43	8.55	-
经营活动净现金流量 (亿元)	0.15	0.56	2.05	0.16
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.01	0.05	0.11	0.01
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	0.17	0.70	2.30	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 485 万元，占期末所有者权益比重仅为 0.18%，对外担保风险很小。财务弹性方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司在交通银行、建设银行、农业银行等金融机构获得授信额度为 27 亿元，尚未使用额度为 17 亿元，公司备用流动性充足，财务弹性较好。

总体看，虽然 2014 年公司盈利能力继续下滑，获现能力对本息的保障程度也略有下降，但考虑到其负债水平仍属适中，备用流动性充足，且港口物流业务持续发展，综合能源业务潜力较大，公司未来的业务发展前景良好，为其偿债能力提供了良好的保障。



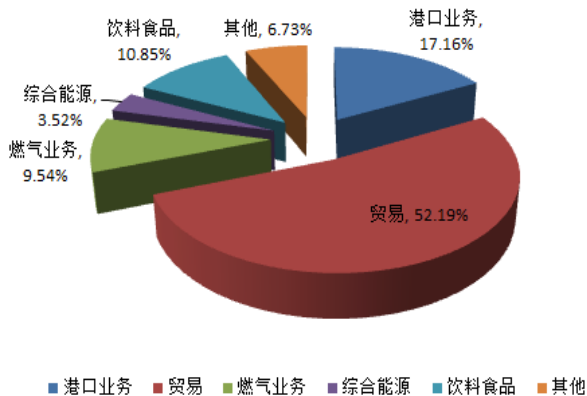
## 担保实力

本期债券由珠海港控股集团有限公司（以下简称“珠海港集团”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 业务运营

珠海港集团的经营业务主要由港口业务（可细分为港口物流服务和港口码头两大板块）、贸易、综合能源、燃气业务、饮料食品、土地一级开发业务等板块构成。2014 年珠海港集团实现营业收入 35.29 亿元，较上年增长 68.90%，主要系贸易及物流服务业务大幅增长所致。鉴于港口物流服务、贸易业务和综合能源业务主要集中在珠海港股份，故以下将主要对港口码头业务、燃气业务和土地一级开发业务进行分析。

图 2：2014 年珠海港集团营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

港口码头运营方面，珠海港集团航线网络持续扩展，港口吞吐量大幅增加。珠海港集团陆续开通高栏至东北、华北、山东、华东、东南、海南、西南沿海等地区的集装箱班轮航线，并新增高栏—澳门外贸国际中转航线，拓展“公益—高栏”“新会—高栏”两条外贸内支线业务，实现了高栏港的外贸货物转驳功能。2014 年，珠海港集团完成港口货物吞吐量 6,648.59 万吨，同比增长 42.43%；集装箱吞吐量 109.45 万标箱，同比增长 38.55%，其中高栏港区集装箱量增长达 90% 以上。

表 4：2013~2014 年珠海港集团主要货种吞吐情况

指标	2013	2014
货物吞吐量（万吨）	4,668.02	6,648.59
同比增长	43.86%	42.43%
集装箱吞吐量（万 TEU）	79	109.45
同比增长	22.18%	38.55%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

港口建设方面，珠海港集团港口扩能工程继续推进。2014 年，珠海港集团高栏港 10 万吨级集装箱码头 1#泊位完成交工验收，弥补了珠海港大型集装箱专业化码头泊位不足的现状；梧州大利口码头顺利推进，建成后将成为西江重要物流中转节点；高栏港疏港铁路专用线一期项目正式投产，实现了码头与火车直接接驳，促进珠海港海铁联运业务、拓展货源腹地；省重点项目高栏港 15 万吨级主航道工程进展顺利（完成总投资额 19.73%），建成后珠海港将成为珠三角集疏运体系规模等级最高以及多联运体系最完善的现代化多功能海港，进一步释放高栏港近年建成的 10-15 万吨级专业化、现代化大型码头的优势。在港口扩能工程的推动下，珠海港吞吐能力将快速增长，但同时较大规模的资金投入亦为珠海港集团带来一定资本支出压力。

燃气业务方面，珠海港集团拥有珠海市政府授予的城市管道燃气特许经营权。珠海市主城区 236 个管道燃气小区 12.27 万户全部完成由液化石油气到天然气的置换，液化石油气商业、居民用户销气量较上年大幅减少，同时天然气居民、商业用户销气量有大幅增长。2014 年珠海港集团实现燃气业务营业收入 3.37 亿元，较上年增长约 0.81 亿元。

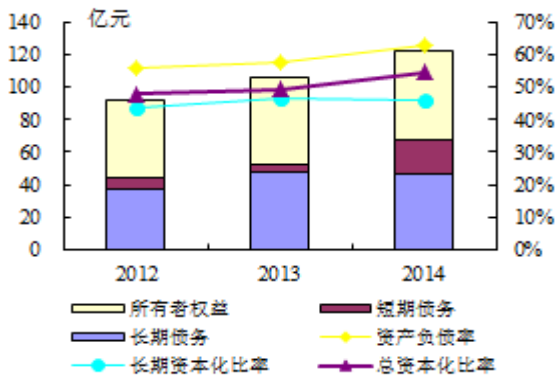
土地一级开发业务方面，珠海港集团作为珠海市四大基础设施投融资主体之一，已于 2012 年完成广珠铁路站场项目和大突堤部分土地的开发工作，其中广珠铁路战场地块项目已移交至珠海市交通集团，目前处于土地开发收益协商阶段。未来随着土地交易流程的推进、用地指标的陆续到位和后续项目的开发投资，该业务将逐渐实现收入，对公司收入和利润形成有效补充。

整体看，珠海港集团各业务板块运营情况良好，各业务之间的协同效应正逐步显现，但同时港口扩能建设将会增加其未来资本支出压力。

## 财务分析

财务结构方面，随着港口设施建设的不断推进、综合能源投资力度加大及贸易业务规模快速增长，珠海港集团资产规模稳步增长，并同时推动负债水平的上升。截至 2014 年 12 月 31 日，珠海港集团总资产和总负债分别为 150.09 亿元和 94.48 亿元，同比分别增长 19.60% 和 31.14%；资产负债率和总资本化比率分别为 62.95% 和 54.64%，分别较上年增长 5.54 和 5.31 个百分点。

图 3：2012~2014 年珠海港集团资本结构分析



资料来源：珠海港集团审计报告，中诚信证评整理

债务结构方面，珠海港集团短期债务大幅增长带动了总债务增长，短期债务压力上升。2014 年末珠海港集团总债务为 66.98 亿元，较上年增长 28.74%，其中短期债务为 20.14 亿元，较上年增长 210.37%；长短期债务比由 2013 年的 0.10 上升至 0.41。

盈利能力方面，在物流贸易及物流服务规模快速上升的带动下，2014 年珠海港集团实现营业收入 35.29 亿元，较上年增长 68.90%。受盈利能力较低的贸易业务规模扩大的影响，2014 年珠海港集团毛利率为 11.28%，较上年下降 4.16 个百分点。另外，在付息债务水平逐年扩大的影响下，2014 年珠海港集团财务费用快速增长，同时受被投资企业经营业绩下降及分红政策影响，投资收益大幅减少，进一步对整体盈利能力产生了不利影响。但珠海港集团每年获得的政府补助等营业外收入对利润进行了一定的补充。2014 年，珠海港集团获得营业外收入 1.95 亿元，较上年增长 0.92 亿元。受益于此，2014 年珠海港集团实现净利润 0.27 亿元，较上年增长 0.03 亿元。

从偿债能力看，2014 年珠海港集团经营性净现

金流和 EBITDA 分别为 1.80 亿元和 7.01 亿元，获现能力较一般。2014 年珠海港集团经营活动净现金/利息支出和 EBITDA 利息倍数分别为 0.47 倍和 1.83 倍，获现能力对利息支出的保障程度有待提升。

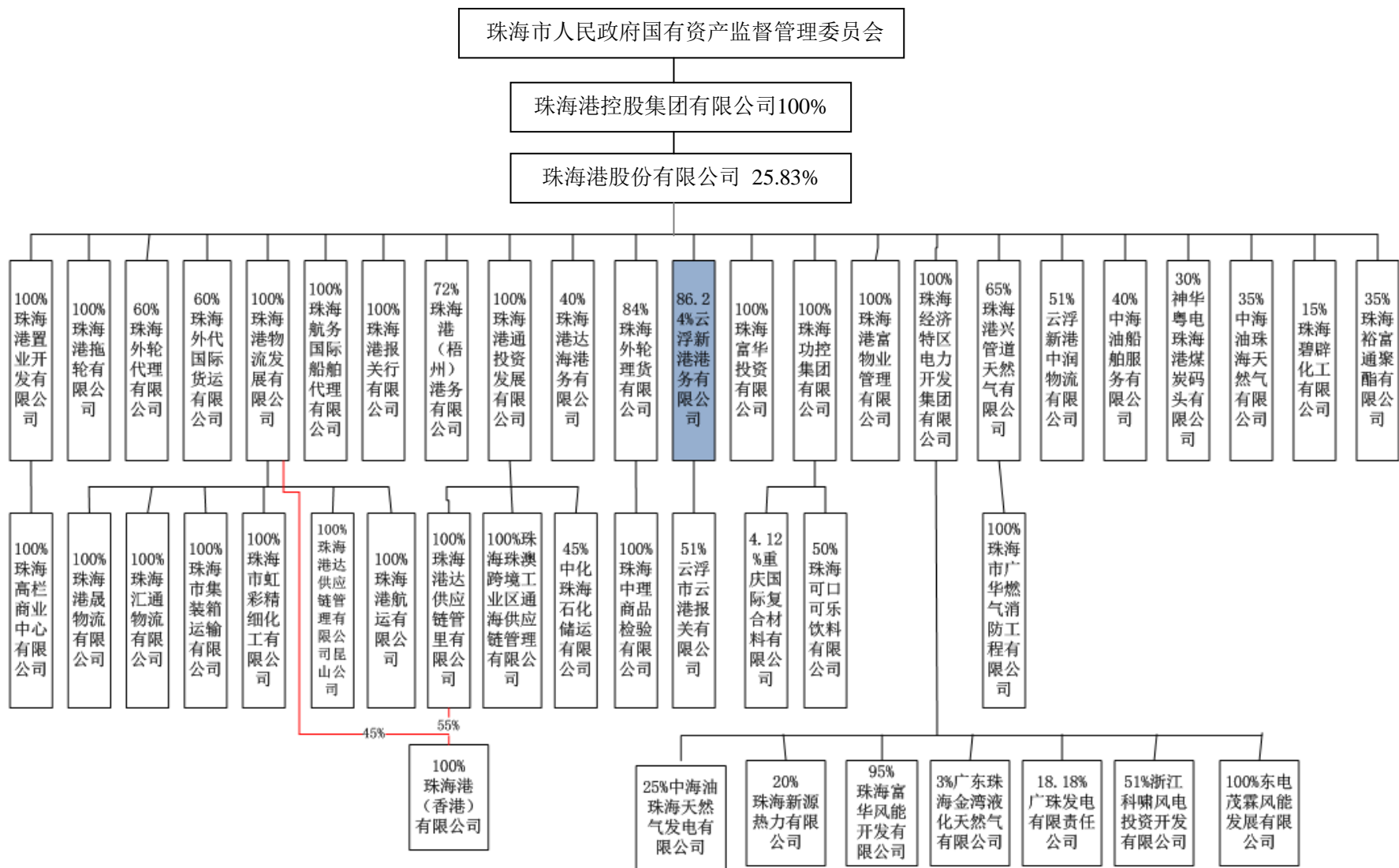
或有事项方面，截至 2014 年 12 月 31 日，珠海港集团无对外担保。财务弹性方面，截至 2014 年 12 月 31 日，珠海港集团授信额度 80.3 亿元，尚未使用额度为 47.03 亿元，备用流动性充足，财务弹性较好。

中诚信证评认为，在珠海市政府的支持下，珠海港集团取得了较为显著的市场地位，目前业务运营能力和发展前景较好，且具备一定财务实力和抗风险能力，可为本期债券本息的偿还提供较为有力的保障。

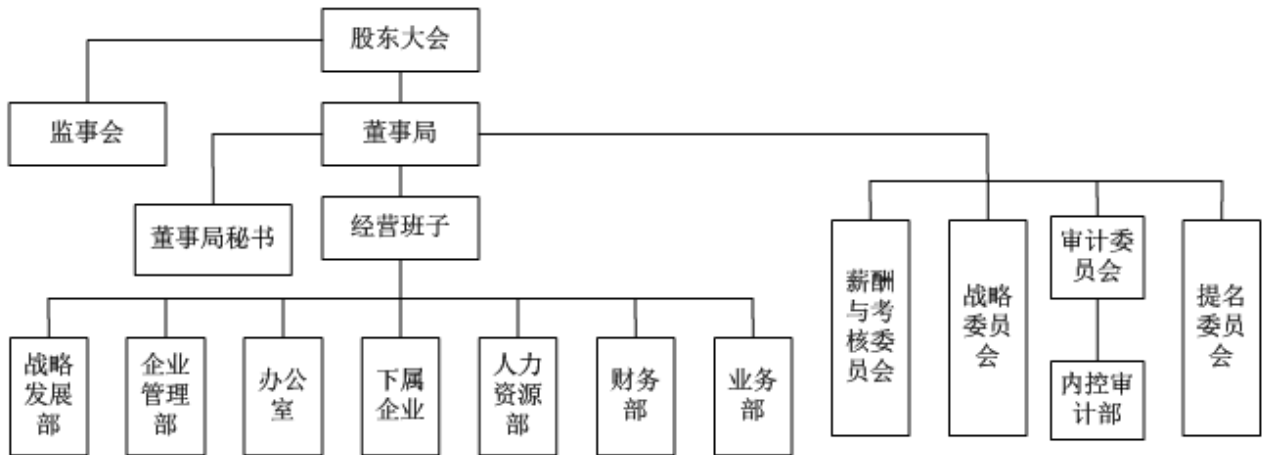
## 结论

中诚信证评维持公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“2011 年珠海港股份有限公司公司债券”信用等级为 **AA<sup>-</sup>**。

附一：珠海港股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：珠海港股份有限公司组织结构图





**附三：珠海港股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	27,258.32	41,475.54	43,493.56	36,185.68
应收账款净额	13,170.39	15,589.62	24,763.58	39,133.43
存货净额	3,416.04	3,650.71	8,830.77	6,300.86
流动资产	79,815.79	89,340.36	111,507.05	109,754.06
长期投资	134,749.78	165,865.59	163,149.52	161,932.43
固定资产合计	122,242.08	124,036.53	223,259.95	225,251.96
总资产	364,462.44	405,308.60	536,025.65	534,936.29
短期债务	19,368.81	8,688.57	67,447.38	65,925.37
长期债务	114,501.60	107,750.36	116,231.63	106,032.95
总债务(短期债务+长期债务)	133,870.41	116,438.93	183,679.01	171,958.33
总负债	165,414.06	151,663.35	271,614.68	272,327.91
所有者权益(含少数股东权益)	199,048.38	253,645.26	264,410.97	262,608.39
营业总收入	105,818.01	164,282.46	213,903.80	44,637.73
三费前利润	21,007.78	24,955.30	30,354.79	8,318.99
投资收益	20,584.82	10,024.72	815.42	-2,263.01
净利润	15,205.77	9,096.35	1,692.75	-1,758.58
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	32,065.74	26,287.90	21,485.29	0.00
经营活动产生现金净流量	1,460.52	5,602.76	20,467.52	1,613.70
投资活动产生现金净流量	-29,537.95	-13,178.04	-61,168.14	-4,395.71
筹资活动产生现金净流量	-12,810.86	22,173.54	36,627.12	-3,146.00
现金及现金等价物净增加额	-40,887.91	14,593.38	-4,073.52	-5,928.01
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	21.10	15.94	14.90	19.35
所有者权益收益率(%)	7.64	3.59	0.64	-2.68
EBITDA/营业总收入(%)	30.30	16.00	10.04	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.05	0.11	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.08	0.64	0.30	0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	0.17	0.70	2.30	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.81	3.27	2.41	-
总债务/EBITDA(X)	4.17	4.43	8.55	-
资产负债率(%)	45.39	37.42	50.67	50.91
总债务/总资本(%)	40.21	31.46	40.99	39.57
长期资本化比率(%)	36.52	29.82	30.54	28.76

注：1、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；

2、2015年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

**附四：珠海港控股集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	58,261.36	65,279.90	95,515.09
应收账款净额	16,162.95	25,306.05	36,342.37
存货净额	19,549.21	165,547.39	179,951.68
流动资产	260,231.33	482,636.02	547,159.04
长期投资	318,593.12	340,284.32	346,678.04
固定资产合计	441,773.79	330,611.64	506,638.11
总资产	1,100,470.08	1,254,970.54	1,500,892.47
短期债务	72,574.35	49,068.57	201,362.14
长期债务	370,836.32	475,265.74	491,522.56
总债务(短期债务+长期债务+其他非流动负债)	442,333.40	520,278.37	669,789.41
总负债	618,258.33	720,498.27	944,881.50
所有者权益(含少数股东权益)	482,211.75	534,472.27	556,010.97
营业总收入	97,796.13	208,938.73	352,895.02
三费前利润	16,675.70	30,497.42	37,707.40
投资收益	22,776.78	11,402.53	5,438.20
净利润	8,688.09	2,367.77	2,710.11
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	41,136.19	39,484.74	70,138.60
经营活动产生现金净流量	6,223.90	6,975.55	17,993.21
投资活动产生现金净流量	-166,844.43	-84,096.97	-70,250.54
筹资活动产生现金净流量	44,423.75	83,157.26	76,494.34
现金及现金等价物净增加额	-116,198.61	6,030.01	24,237.96
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	18.87	15.44	11.28
EBITDA/营业总收入(%)	42.06	18.90	19.88
速动比率(X)	1.89	3.56	1.60
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.01	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.09	0.14	0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	0.19	0.15	0.47
EBITDA 利息倍数(X)	1.24	0.85	1.83
总债务/EBITDA(X)	10.75	13.18	9.55
资产负债率(%)	56.18	57.41	62.95
总债务/总资本(%)	47.84	49.33	54.64
长期资本化比率(%)	43.40	46.85	45.73

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。

**附五：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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/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））

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）

## 附六：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。