



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 072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，上调贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会  
信用评级委员会

二零一六年五月九日

## 2011年珠海港股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/6		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>-</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

## 基本观点

2015年，珠海港股份有限公司（以下简称“公司”或“珠海港股份”）继续深化西江战略，加快向综合物流服务提供商转型升级，同时良好的腹地经济基础和不断完善的集疏运体系，将为公司未来港口物流业务的稳定发展提供有效支撑。长期来看，随着国家“一带一路”战略、珠江-西江经济带、粤港澳经济带一体化发展、横琴自贸区等政策利好落地，将为珠海港的转型发展提供良好的机遇。目前公司财务结构较稳健，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”）也关注到公司因宏观经济波动带来的风险及投资收益波动较大等因素对其整体信用水平的影响。

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；上调公司主体信用等级至AA，评级展望稳定。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

- 政策红利为珠海港带来良好的发展机遇。随着国家“一带一路”战略的逐步推进、珠江-西江经济带深入开发、粤港澳经济带的一体化发展、横琴自贸区政策利好落地，将带动沿线、沿海区域大规模的项目建设、资源能源开发利用和全方位贸易服务往来，珠海港的转型发展面临良好的机遇。
- 腹地优势及完善的集疏运体系有效支撑公司港口物流业务。珠海港腹地经济稳步发展，集疏运体系不断完善，为珠海港运营提供了坚实的基础，同时公司继续深化西江战略，加快向综合物流服务提供商转型升级，江海联运物流网络的逐步形成将为公司未来港口物流业务的稳定发展提供有效支撑。
- 新能源板块业务快速发展。受益于燃气管网铺

## 概况数据

珠海港股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	25.36	26.44	27.98	28.28
总资产（亿元）	40.53	53.60	54.74	54.41
总债务（亿元）	11.64	18.37	18.36	17.91
营业总收入（亿元）	16.43	21.39	20.23	3.57
营业毛利率（%）	15.94	14.90	19.27	25.31
EBITDA（亿元）	2.63	2.16	3.38	-
所有者权益收益率（%）	3.59	0.64	2.88	4.14
资产负债率（%）	37.42	50.67	48.89	48.03
总债务/EBITDA（X）	4.43	8.50	5.43	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.22	2.26	2.66	-

珠海港集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	53.45	55.50	58.29
总资产（亿元）	125.50	149.98	205.77
总债务（亿元）	52.03	62.98	88.53
营业总收入（亿元）	20.89	35.29	38.17
营业毛利率（%）	15.44	11.28	12.37
EBITDA（亿元）	3.95	5.01	8.65
所有者权益收益率（%）	0.44	0.49	1.28
资产负债率（%）	57.41	63.00	71.67
总债务/EBITDA（X）	13.18	12.58	10.24
EBITDA 利息倍数（X）	1.17	1.31	1.63

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、2016年1季度所有者权益收益率经年化处理。



## 分析师

张晨奕 [cyzhang@ccxr.com.cn](mailto:cyzhang@ccxr.com.cn)

曹梅芳 [mfcao@ccxr.com.cn](mailto:mfcao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2016年5月9日

设的日益完善，公司天然气销售规模逐年提升；新收购的风电站亦给公司带来较大电力销售增幅，2015年综合能源板块收入得到快速增长。

- 控股子公司拓宽直接融资渠道，有利于提高公司的资产流动性和市场价值。珠海港昇（代码836052）登陆“新三板”后丰富了公司新能源板块的融资渠道，有利于提升市场核心竞争力，同时还有利于增强公司资产的流动性，提升持有资产的市场价值。
- 财务结构较为稳健。2015年公司债务结构有所优化，当年资产负债率和总资本化比率分别为48.89%和39.61%，较上年分别上下降1.78和1.38个百分点，整体处于行业中游水平，财务结构较为稳健。

## 关注

- 宏观经济波动风险。目前全球经济仍处于艰难的复苏期，我国经济增速放缓，产业结构调整压力加大，外贸进出口业形势严峻，对港口行业具有较大影响，2015年公司港口物流板块业务收入13.16亿元，同比减少13.73%。若宏观经济发生较大波动，需关注公司港口相关业务继续下滑风险。
- 投资收益波动风险。近年公司投资收益主要来自参股的广珠发电有限责任公司、神华粤电珠海港煤炭码头有限公司和珠海碧辟化工有限公司，目前神华码头、碧辟化工处于行业周期性低谷，短期内难以给公司提供良好的投资收益，而广珠发电分红因技改等因素存在不稳定。2013~2015年公司投资收益分别为1.00亿元、0.08亿元和0.93亿元，需关注投资收益的波动风险。

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项

**公司控股子公司登陆“新三板”为新能源板块的快速发展丰富了融资渠道，同时有利于增强公司资产流动性，提升持有资产的市场价值**

根据公司于 2016 年 3 月 26 日发布的《珠海港股份有限公司关于控股子公司在新三板挂牌公开转让的公告》，公司控股子公司珠海港昇新能源股份有限公司（以下简称“珠海港昇”）股票挂牌公开转让申请已经全国中小企业股份转让系统有限责任公司同意，珠海港昇股票将于 2016 年 3 月 28 日起在“新三板”挂牌公开转让，总股本 484,775,000 股，代码 836052。

珠海港昇系公司为整合风电资源打造的新能源发展平台，2015 年 5 月公司将主营业务为风力发电的全资子公司东电茂霖风能发展有限公司（以下简称“东电茂霖”）100% 股权向珠海港昇（原名“珠海富华风能开发有限公司”）增资，随后增资扩股引入三家战略投资者，珠海港昇注册资本由 16,200 万元变更为 48,477.50 万元，公司间接持股 85.35%。

珠海港昇获准在新三板挂牌使其获得了资本市场的直接融资平台，不仅有利于吸收优质资源和吸引优秀人才，还可通过产融结合加快新能源业务平台的发展，提升市场核心竞争力，符合公司大力发展新能源主业的战略方向。同时，珠海港昇成为新三板挂牌企业后，有利于进一步完善法人治理结构，进一步提升经营管理水平和规范运作透明度，实现健康可持续发展。公司通过全资企业珠海经济特区电力开发集团有限公司持有珠海港昇 85.35% 股权，将有利于增强公司资产的流动性，提升持有资产的市场价值。

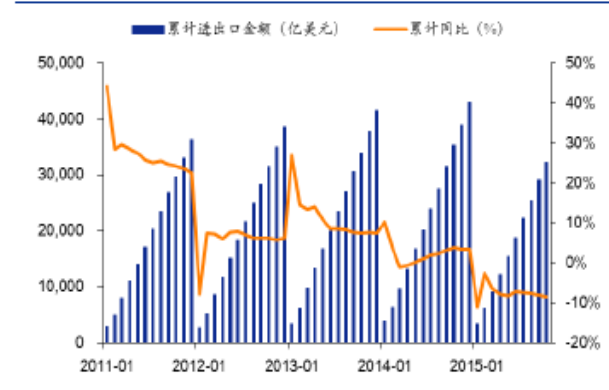
## 行业分析

**2015 年国内港口吞吐量与业绩双双下行，港口行业进入“新常态”，在此背景下业务多元化转型升级的港口可在一定程度上缓减航运低迷带来的冲击**

近年来随着我国经济进入新常态，宏观经济增速下行，进出口贸易波动下滑，2015 年前三季度进

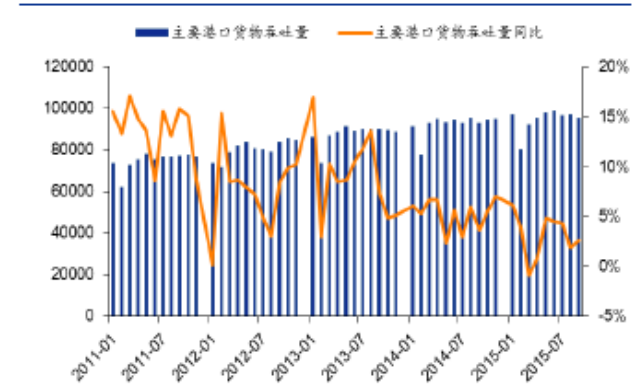
出口总额达 17.87 万亿人民币，同比下降 7.9%，与之高度相关的港口吞吐量增速亦呈现出类似走势，截至 3Q2015 国内主要港口货物吞吐量 59.2 亿吨，同比仅微增 1.9%。

图 1：2011~2015 国内进出口金额



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2011~2015 货物吞吐量增速



数据来源：wind，安信证券研究中心

港口吞吐量的锐减迅速被上市公司收入所反映，其 2012~2014 年收入增速均平稳波动，处于 10%~20% 区间，该态势自 2015 年起急转直下，3Q2015 同比下滑达到 19.9%，A 股 17 家港口上市公司中 9 家出现收入萎缩。盈利指标方面，港口上市公司 2012 年后毛利率与净利率较为稳定，毛利率处于 22%~26% 区间，净利率则于 15% 上下两个店内波动，其 2015 年盈利能力相较 2014 年虽有小幅回升，但由于收入收缩，毛利额与净利额仍大幅回调。港口行业除面临需求萎缩的客观环境外，其近年来逐年暴露的产能过剩、缺乏规划等问题亦冲击着行业经营。由于同一港口群内各港口受不同地区行政管辖，易产生资源布局不合理、低水平重复建设等浪费现象。而同一港口群的港口在地理位置相近、经济腹地相同的前提下，存在一定的竞争压



力。

目前全球经济艰难调整，传统工业经济仍处于去产能通道的形势下，全球港口整体慢行趋势短期难以改变，同时受亚太等地区新兴市场经济增速放缓、建设投资与生产制造需求下降，导致能源、矿石等散货贸易需求减少，沿海干散货运输市场处于历史较低水平。在此背景下，众多港口积极转型升级，开拓多元化业务和增值型业务，逐步向货物装卸、物流、交易、金融、信息服务等为一体的第三代、第四代港口转型升级，将在一定程度上减缓航运低迷带来的冲击。

### 突出的腹地优势及更加完善的集疏运体系为珠海港运营提供了坚实的基础

珠海港作为西江出海门户，直接经济腹地为珠三角地区，并逐步覆盖了整个西江流域。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。2015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 GDP8,003.92 亿元、3,010.03 亿元、2,240.02 亿元、710.07 亿元和 2,024.98 亿元，同比分别增长 8.60%、8.40%、7.80%、8.50% 和 10.3%，腹地经济保持增长。

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，港珠澳大桥即将建成；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 万吨级主航道及港口信息化升级竣工在即，珠海港将进一步成为珠三角集疏运体系规模等级最高、多式联运体系最完善的现代化多功能海港，进一步凸显国家综合运输体系重要枢纽港的地位；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、普洛斯珠海港国际物流园、珠港澳物流合作园等陆续建设运行。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。

总体看，珠海港腹地经济稳步发展，集疏运体系不断完善，为珠海港运营提供了坚实的基础。2015 年珠海全年规模以上港口完成货物吞吐量 11,208.80 万吨，增长 4.70%，其中外贸货物吞吐量 2,075.20 万吨，下降 3.00%；内贸货物吞吐量 9,133.60 万吨，增长 6.70%。港口集装箱吞吐量 133.77 万标准箱，增长 13.70%。

### 国家层面“珠江—西江经济带发展”、“一带一路”及珠海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。2015 年 3 月 24 日中共中央政治局会议审议通过广东（三大片区：广州南沙自贸区、深圳前海蛇口自贸区、珠海横琴自贸区）、天津、福建自由贸易试验区总体方案、进一步深化上海自由贸易试验区改革开放方案。2015 年 4 月 23 日广东自贸区横琴片区正式挂牌，横琴位处珠海，毗邻澳门，随着港珠澳大桥的建立，横琴将成为唯一陆桥连接港澳两地的区域，其优势将更为凸显。

随着国家“一带一路”战略的逐步推进、珠江—西江经济带的深入开发、粤港澳经济带的一体化发展、横琴自贸区政策利好落地，将带动沿线、沿海区域大规模的项目建设、资源能源开发利用和全方

位贸易服务往来，珠海港的转型发展同样面临良好的历史机遇。

## 业务运营

表 1：2013-2015 年公司营业收入和毛利率构成

单位：亿元、%

	2013		2014		2015	
	营业收入	毛利率	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	0.46	29.54
物流贸易	6.83	3.96	9.71	3.52	7.63	4.08
进出口贸易	0.50	2.51	0.66	1.89	0.67	2.00
物流服务	3.44	20.61	4.27	16.89	4.40	16.23
综合能源	0.72	47.23	1.24	35.41	2.32	42.40
饮料食品	3.72	21.51	3.83	29.65	3.84	33.33
物业管理	0.41	60.89	0.53	52.49	0.61	48.99
其他业务收入	0.16	65.53	0.53	24.91	0.30	-
<b>合计</b>	<b>16.43</b>	<b>15.94</b>	<b>21.39</b>	<b>14.90</b>	<b>20.23</b>	<b>19.27</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港口物流业务收入、综合能源收入、饮料食品收入<sup>1</sup>、物业管理及其他业务收入，其中港口物流业务包括物流贸易、物流服务、进出口贸易和码头运营服务。2015 年国内工业经济持续走低，进出口贸易受抑制，公司以基础能源、工业原材料接卸为主的码头货量增长乏力，贸易规模受此影响亦有所下滑。在港口经营环境低迷的背景下，公司积极深化业务转型，一方面不断创新港口物流业务服务内涵，提升业务附加值，另一方面加大综合能源板块等业务投入，2015 年综合能源收入、饮料食品收入及物业管理收入均由不同程度的提升。2015 年公司实现营业收入 20.23 亿元，同比减少 5.44%，其中港口物流板块业务收入为 13.16 亿元，同比减少 13.73%。毛利率方面，受港口物流业务附加值提高及毛利水平较高的其他业务板块收入占比提升影响，2015 年公司整体营业毛利率为 19.27%，较上年提高 4.37 个百分点。

<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。

公司继续深化西江战略，加快向综合物流服务提供商转型升级，同时江海联运物流网络逐步形成，将为公司未来港口物流业务的稳定发展提供有效支撑

2015 年，公司将继续依托优势地理位置，实质性深化西江战略，增加港口、物流资源和业务布局，挖掘和拓展西江腹地业务机会，提升西江经济腹地对珠海港发展的贡献水平；并根据区域市场机遇，积极探索发展跨境电商物流、珠港快运、城市配送、空港物流等业务。同时，公司全力打造第三代港口，致力于推进由传统港口装卸业务向装卸、物流、交易展示、金融和信息服务等综合服务转型升级，大力发展全程物流、装备物流、零担快运等业务，形成港口业务相互促进、联动发展的格局。

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，主要贸易品种包括煤炭、钢材、可口可乐等。受经济下滑及制造企业产能下降影响，公司 2015 年物流贸易收入为 7.63 亿元，同比减少 21.43%。

物流服务方面，公司运营主体包括珠海港物流、珠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等，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。随着汇通物流园二期、港达扩建工程相继建成并投入使用，公司物流仓储设施的规模得以扩大，同时 2015 年末梧州大利口码头投入试运行，新开通了梧州-珠海、梧州-广州集装箱航线及高栏港-大利口散货航线，梧州、云浮与母港的协同效应增强。当年在物流贸易下滑的背景下，公司物流服务板块收入仍同比增长 2.93%，达到 4.40 亿元。

码头运营服务业务方面，公司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、珠海港（梧州）港务有限公司和联营的神华粤电珠海港煤炭码头有限责任公司等。2015 年，公司码头运营板块收入为 0.46 亿元，同比下降 23.83%。

港口建设方面，截至 2016 年一季度，梧州大利口码头 1#、2#泊位主体工程等基本完工，并于

2015 年末开始试运行。未来公司将对 1#、2#泊位及后方陆域建设进一步完善，同时陆续开展 3#-6#泊位的建设投资，其中 1#、2#泊位达产后集装箱吞吐量可达 8 万标箱，散货可达 26 万吨，届时珠海港将逐步构建和完善以海港为龙头、以内河港为支撑，形成连接西江流域腹地的高效江海联运物流网络体系，将为公司未来港口物流业务的稳定发展提供有效支撑。

**受益于燃气管网铺设的日益完善，公司天然气销售规模逐年提升，同时风电站的并网发电亦给公司带来较大电力销售增幅，2015 年综合能源板块收入得到快速增长**

公司综合能源板块包括电力能源和管道燃气，其中电力能源主要包括燃煤发电、风电、天然气发电等清洁能源的投资、运营和服务，管道燃气主要依托珠海市政府授予的珠海西部地区管道燃气业务特许经营权，从事城市管道燃气的建设、运营及维护。随着管网铺设面的加大，天然气销售规模逐年扩大，同时风电站的并网发电进一步提升了公司综合能源板块业务收入，2015 年实现 2.32 亿元，较上年增长 86.85%。

公司持股 65%的珠海港兴管道天然气有限公司（以下简称“港兴公司”）成立于 2012 年 6 月，系珠海横琴新区、金湾区、斗门区及高栏港经济区的管道燃气特许经营权单位，目前以城市天然气管道设施建设和天然气供应为主营业务，截至 2015 年末已累计完成 119 公里的市政燃气管道铺设。天然气作为清洁能源，销售前景良好，随着港兴公司管网铺设的逐步完善，其经营规模逐年扩大，其中 2015 年天然气销售量达 1,835 万立方米，实现营业收入 10,793 万元，同比提高 23.99%。

公司控股的电力能源项目集中于风电项目，燃煤发电、天然气发电等清洁能源项目目前均为参股项目。风电项目方面，目前公司拥有 4 个风电场，包括珠海港昇运营的高栏风电场、东电茂霖运营的赤峰达里风电场和黄岗梁老虎洞风电场、浙江科啸风电投资开发有限公司运营的大麦屿风电场，其中大麦屿风电场 25 台风机于 2015 年 8 月全部并网发电，同时黄岗梁老虎洞风电场的售电量当年大幅增

长，公司 2015 年发电规模快速扩张。截至 2015 年末，公司总装机容量 198.16 万千瓦，2015 年度总上网电量为 3.03 亿千瓦时，营业总收入为 1.524 亿元。目前珠海港昇已成功挂牌“新三板”，获得了资本市场的直接融资平台，未来将通过产融结合加快公司新能源业务平台的发展，提升市场核心竞争力。

**表 2：截至 2015 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	2015 年上网电量
珠海港昇新能源股份有限公司	高栏 49.5MW 风电场	85.35%	7,344
东电茂霖风能发展有限公司	赤峰达里 50.16MW 风电场	珠海港昇持股 100%	8,114
	黄岗梁老虎洞 49MW 风电场		11,911
浙江科啸风电投资开发有限公司	大麦屿 49.5MW 风电场	51%	2,906

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

**饮料食品业务收入规模保持稳定，港城配套业务稳步前行，其他业务板块的良性运营加强了公司的抗风险能力**

公司饮料食品板块由持股 50%的合营企业珠海可口可乐饮料有限公司（以下简称“珠海可乐”）运营，2015 年实现收入 4.85 亿元，同比下降 1.21%，收入规模保持稳定。珠海可乐主要生产、销售“可口可乐”及其系列产品“雪碧”、“芬达”、“美汁源”等饮料产品，2015 年产量（不含代加工及出口）为 5,706 万标箱，同比增长 20.13%，销量（含非碳酸饮料）为 5,882 万标箱，同比增长 4.70%。

公司港城配套业务板块包括置业开发、物业管理及生产制造，其中置业开发以“代建工程+自主开发”为主要模式，开展与港口物流相关的房产建设项目，致力于推动港城一体化，为港口主业拓展规模、提供支撑。2015 年公司全资子公司珠海港置业开发有限公司代建的高栏港区生活配套工程“珠海港-海韵”正式开盘，对外销售情况良好。公司通过积极跟进港区地块开发和旧城改造项目，为自主开发运营项目做好资源储备。

综合而言，2015 年公司继续深化西江战略，加快向综合物流服务提供商转型升级；同时当年公司综合能源板块收入得到快速增长，饮料食品等业务



经营保持稳定，各业务板块处于良性运营状态，公司经营抗风险能力获得进一步提升。

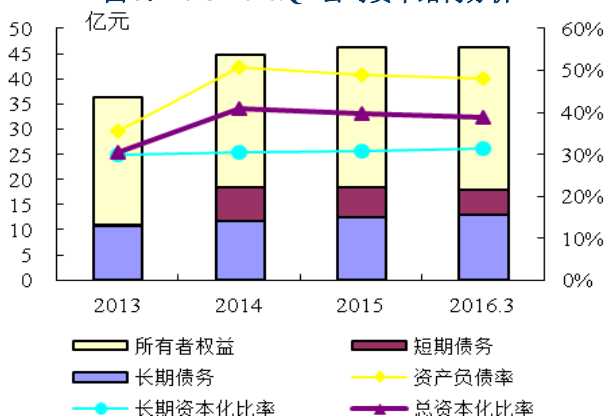
## 财务分析

以下分析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2013年度、2014年度、2015年度审计报告，以及未经审计的2016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

由于现有风电产业投资基本于上一年度完成，2015年公司主要从事少量港口配套工程建设，整体资产规模保持平稳。2015年末，公司总资产为54.74亿元，较上年增长2.13%。随着利润留存的积累，公司净资产规模继续保持小幅增加，2015年末，所有者权益为27.98亿元，较上年增加5.83%。

图3：2013~2016.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

2015年公司贸易业务规模小幅下降，短期融资需求减少，但风电项目投资回收周期长，公司仍需维持较大规模的存量债务。2015年末，公司负债合计26.76亿元，较上年减少1.47%。总体看，2015年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为48.89%和39.61%，较上年分别上下降1.78和1.38个百分点，整体处于行业中游水平，财务结构较为稳健。

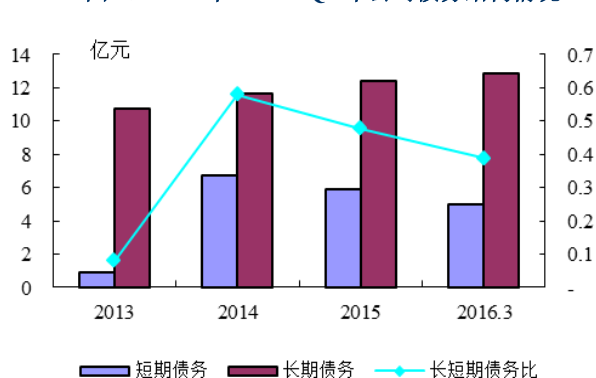
表3：2015年港口行业主要上市公司资本结构指标比较

公司名称	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
上港集团	985.15	31.84
宁波港	478.44	28.84
天津港	335.94	43.11
大连港	291.30	47.24
日照港	185.96	39.53
营口港	163.30	34.16
唐山港	166.44	31.65
锦州港	120.04	34.16
连云港	67.06	50.86
<b>珠海港</b>	<b>54.74</b>	<b>48.89</b>
南京港	10.90	36.82

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

债务结构方面，2015年公司短期借款、应付票据和其他应付款均有不同程度的减少，当年短期债务规模下降较快；同时长期借款及长期应付款（系应付风电设备融资租赁款）增幅较大，长期债务规模有所提升。2015年末，公司总债务为18.36亿元，较上年减少0.07%，其中短期债务为5.93亿元，较上年减少0.82亿元；长短期债务比由2014年的0.58降至0.48，短期债务压力有所缓解。

图4：2013年~2016.Q1年公司债务结构情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2015年公司自有资本实力继续得到夯实，负债水平和总资本化比率小幅下滑，同时债务结构得到一定优化，财务结构较为稳健。同时，中诚信证评注意到，2016~2018年公司投资计划分别为8.59亿元、5.76亿元和10.23亿元，面临一定的资本支出压力，随着投资的推进，未来负债水平或存上升压力。

## 盈利能力

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。2015 年进出口环境不佳，国内工业经济景气度下降，公司港口物流业务收入受此负面影响有所下滑，但凭借风电项目逐步上网发电，公司综合能源板块增长较快，同时饮料食品业务维持稳定，2015 年公司整体收入规模保持平稳，当年实现营业收入 20.23 亿元，同比减少 5.44%。

毛利率方面，在港口经营环境低迷的背景下，公司积极深化业务转型，通过创新港口物流业务服务内涵，提升业务附加值，当年港口物流业务中的物流贸易、物流服务及进出口贸易业务毛利率均有不同程度的提高。另一方面，盈利水平较高的综合能源业务及饮料食品业务收入在总收入的比重加大进一步带动了公司毛利率的提升，2015 年公司整体营业毛利率为 19.27%，较上年提升 4.37 个百分点。

表 4：2015 年港口行业主要上市公司盈利指标比较

公司名称	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
上港集团	295.11	33.17
宁波港	165.21	24.60
天津港	154.02	22.58
大连港	88.86	16.37
唐山港	51.57	40.64
日照港	43.78	20.61
营口港	37.88	32.37
<b>珠海港</b>	<b>20.23</b>	<b>19.27</b>
锦州港	18.06	24.26
连云港	12.43	24.22
南京港	1.58	37.14

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

2015 年公司整体收入规模及盈利能力在同行业上市公司中处于中游偏下水平。2016 年 1~3 月，公司营业收入为 3.57 亿元，同比减少 20.05%，当期毛利率为 25.31%。

期间费用方面，2015 年公司继续保持大规模的费用支出，同时随着营业总收入的小幅下降，当年三费收入占比有所提升。2015 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.86 亿元、1.40 亿元和 1.07 亿元，当年三费合计为 3.33 亿元，占营业收入的比重为 16.48%，比上年增加 3.36 个百分点。

利润总额方面，公司利润总额由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2015 年公司经营性业务利润继续保持增长，当年为 0.40 亿元；资产减值损失为 0.49 亿元，主要系当年计提的应收账款坏账准备；投资收益 0.93 亿元，主要系珠海经济特区广珠发电有限责任公司分红，该公司业绩较为稳定，但分红额存在波动性；营业外损益 0.19 亿元，主要系政府补助收入，具有一定可持续性。2015 年公司利润总额为 0.99 亿元，较上年增长 0.62 亿元。

总体看，2015 年公司毛利率水平提升，投资收益增长，盈利状况有所好转，但考虑参股公司分红规模存在波动，公司盈利稳定性不佳。

## 偿债能力

从获现能力来看，2015 年在折旧、利息支出和利润总额增长的情况下，公司当年 EBITDA 为 3.38 亿元，同比增加 56.52%。2015 年公司经营活动净现金流为 2.07 亿元，同比增长 0.91%，继续维持稳定的经营性现金净流入。2015 年公司风电产业以及港口配套工程投资减少，当年投资活动净现金流为 -2.66 亿元，同比减少 56.48%。投资需求的下降，使得公司融资规模亦有较大规模的减少，2015 年公司筹资活动净现金流入 0.90 亿元，较上年减少 75.44%。

从偿债能力指标看，公司 2015 年盈利能力有所好转，长短期债务期限结构有所优化，同时经营性现金净流入保持稳定，当年各项偿债能力指标均有所回升。从对债务的覆盖情况来看，2015 年公司总债务/EBITDA 为 5.43 倍，同比减少 3.07 倍；从对利息支出的保障程度来看，2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.66 倍，同比增加 0.40 倍。

表 5：2013~2016.Q1 公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务 (亿元)	0.87	6.74	5.93	5.02
长期债务 (亿元)	10.78	11.62	12.43	12.90
EBITDA (亿元)	2.63	2.16	3.38	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.22	2.26	2.66	-
总债务/EBITDA (X)	4.43	8.50	5.43	-
经营活动净现金流量 (亿元)	0.56	2.05	2.07	0.67
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.05	0.11	0.11	0.15
经营活动净现金流 利息保障倍数 (X)	0.69	2.14	1.62	2.75

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 2016 年 3 月末，公司对外担保余额为 40,388 万元，主要担保对象系联营企业珠海碧辟化工有限公司（公司持股 15%），需关注相关或有负债风险。

财务弹性方面，截至 2016 年 3 月末，公司在中国进出口银行、交通银行、平安银行、中国银行等金融机构获得授信额度为 367,628 万元，尚未使用额度为 218,409 万元，公司备用流动性充足，财务弹性较好。

总体看，2015 年公司负债水平适中，债务结构有所优化，整体财务结构较为稳健，虽然收入规模小幅下滑，但经营获利能力增长，同时考虑其港口物流业务的持续发展及潜力较大的综合能源业务，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。

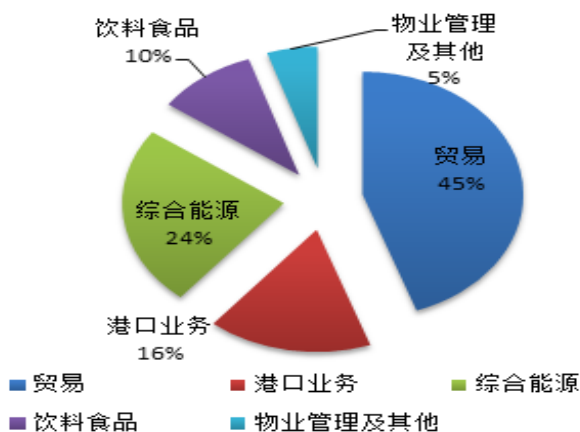
## 担保实力

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（物流服务和码头运营服务两大板块）、贸易、综合能源（燃气业务及电力能源）、饮料食品、物业管理及其他业务等板块构成。2015 年珠海港集团实现营业收入 38.17 亿元，较上年增长 8.16%，主要系综合能源业务的增长弥补了贸易收入的下滑。

图 5：2015 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

近年来，珠海港集团通过西江战略、大客户战

略、差异化战略等战略实施，逐步构建以港口业务为核心、贸易、综合能源等业务共同发展的业务格局，不断提升整体实力与可持续发展能力。

港口业务方面，珠海港集团 2015 年成功收购秦发港务、高栏国码一二期及九洲国码股权，快速实现对珠海港现有大型集装箱和干散货码头的绝对控股。同时当年珠海港集团落实中远内贸航线扶持政策，促进中远在高栏加速扩张，成功投放 5100TEU 大船，升级加密高栏-华东地区航线；引进国内航运巨头中海船公司开通高栏-越南胡志明航线，并将航线升级延伸至泰国柬埔寨；联合多家船公司稳定港澳集装箱班轮航线；与中谷海运、泉州安通等国内大型航运企业成功签署战略合作协议，顺利开通高栏-洋浦、高栏-上海、高栏-宁波、高栏-营口等航线。珠海港集团航线网络陆续扩展，港口吞吐量持续增加，2015 年完成港口货物吞吐量 7,076.08 万吨，同比增长 6.43%；集装箱吞吐量 121.05 万标箱，同比增长 10.60%。

表 6：2013~2015 年珠海港集团主要货种吞吐情况

指标	2013	2014	2015
货物吞吐量（万吨）	4,668.02	6,648.59	7,076.08
同比增长	43.86%	42.43%	6.43%
集装箱吞吐量（万 TEU）	79.00	109.45	121.05
同比增长	22.18%	38.55%	10.60%

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。2015 年，高栏港区 15 万吨级主航道工程完成交工验收，高栏国码支航道维护和升级工程加快推进，大型船舶安全进出保障能力大大提升。同时，10 万吨级集装箱码头 1 号泊位即将开展试运行，2 号泊位完成主体结构建设，剩余泊位正按计划建设中。码头建成后将大大改善珠海港大型集装箱码头泊位不足的状况。此外，九洲港货运码头成功搬迁至洪湾，现代化的洪湾国码正式开港试运行；梧州大利口码头 1、2#泊位水工结构完成验收，进入开港试运行阶段，珠海港集团港口配套建设力量进一步增强。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。

贸易业务方面，珠海港集团依托港口的天然优势，积极开展商业贸易及供应链贸易服务，主要贸



易类别包括建材类、粮油类及能源类。2015 年受国内外经济景气度下滑影响，当年贸易业务收入小幅下滑，全年贸易收入为 17.02 亿元，同比减少 7.62%。

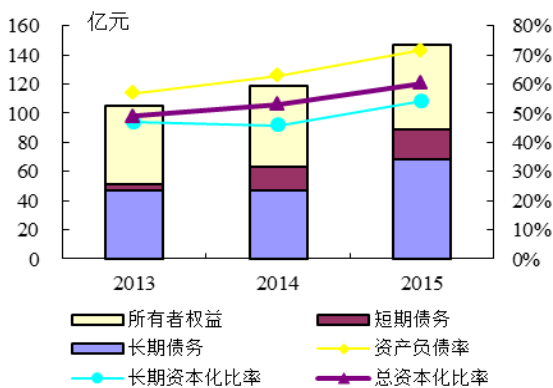
综合能源业务方面，珠海港集团拥有珠海市政府授予的城市管道燃气特许经营权，同时在电力能源板块上未来将以珠海港昇作为新能源发展平台，实施风电资产重组计划。天然气作为清洁能源，发展潜力良好，随着区域内管道铺设的完善，相关销售规模持续增长，同时 2015 年珠海港集团旗下风电项目陆续上网发电，当年综合能源业务收入大幅增长，合计取得 9.06 亿元，同比增长 96.44%。

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逐步加强，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、综合能源投资力度的加大，珠海港集团资产规模快速增长，并同时推动负债水平的上升。截至 2015 年末，珠海港集团总资产和总负债分别为 205.77 亿元和 147.48 亿元，同比分别增长 37.19% 和 56.08%；资产负债率和总资本化比率分别为 71.67% 和 60.30%，分别较上年增长 8.67 和 7.14 个百分点。

图 6：2013~2015 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，珠海港集团长短期债务均大幅增长，2015 年末总债务规模达到 88.53 亿元，较上年增长 40.57%，其中短期债务为 19.78 亿元，较上年增长 22.55%，长期债务为 68.76 亿元，较上年增长 46.78%，长短期债务比由 2014 年的 0.34 降至 0.29。

盈利能力方面，在综合能源业务规模快速上升的带动下，2015 年珠海港集团实现营业收入 38.17 亿元，较上年增长 8.16%。2015 年珠海港集团毛利率为 12.37%，较上年提高 1.09 个百分点。公司当年各项费用支出均有所扩大，经营性业务亏损规模有所加大，但凭借较高的投资收益，当年利润总额有所增加。2015 年，珠海港集团经营性业务利润为 -2.14 亿元，同比减少 0.29 亿元；投资收益 1.62 亿元，同比增加 1.07 亿元；营业外损益 2.07 亿元，同比增加 0.20 亿元。当年公司实现净利润 0.75 亿元，同比增加 0.47 亿元。

从偿债能力看，2015 年珠海港集团经营性净现金流和 EBITDA 分别为 9.46 亿元和 8.65 亿元，获现能力尚可。2015 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 1.78 倍和 1.63 倍，获现能力对利息支出的具有一定保障程度。

截至 2015 年 12 月 31 日，珠海港集团无对外担保。财务弹性方面，截至 2015 年 12 月 31 日，珠海港集团授信额度 144.37 亿元，尚未使用额度为 86.66 亿元，备用流动性充足，财务弹性较好。

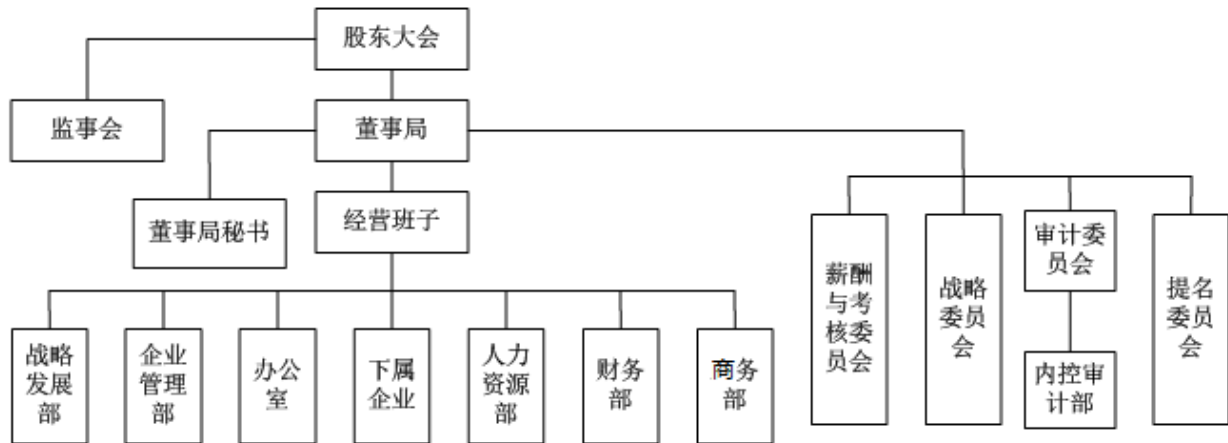
中诚信证评认为，在珠海市政府的支持下，珠海港集团市场地位显著，目前各业务板块运营情况良好，发展前景可期，可为本期债券本息的偿还提供较为有力的保障。

## 结论

中诚信证评上调公司主体信用等级至 **AA**，评级展望稳定；维持“2011 年珠海港股份有限公司公司债券”信用等级为 **AA**。



附二：珠海港股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）





**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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	41,475.54	43,493.56	43,004.11	40,374.83
应收账款净额	15,589.62	24,763.58	27,849.87	37,170.44
存货净额	3,650.71	8,830.77	7,378.00	6,061.88
流动资产	89,340.36	111,507.05	102,309.74	103,669.72
长期投资	165,865.59	163,149.52	163,577.85	163,934.95
固定资产合计	124,036.53	223,259.95	248,950.90	249,254.73
总资产	405,308.60	536,025.65	547,445.24	544,090.12
短期债务	8,688.57	67,447.38	59,255.66	50,181.22
长期债务	107,750.36	116,231.63	124,297.26	128,967.05
总债务（短期债务+长期债务）	116,438.93	183,679.01	183,552.92	179,148.26
总负债	151,663.35	271,614.68	267,632.06	261,301.95
所有者权益（含少数股东权益）	253,645.26	264,410.97	279,813.19	282,788.17
营业总收入	164,282.46	213,903.80	202,266.04	35,685.86
三费前利润	24,955.30	30,354.79	37,300.65	8,750.40
投资收益	10,024.72	815.42	9,342.33	1,653.59
净利润	9,096.35	1,692.75	8,055.09	2,927.99
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	26,292.77	21,610.29	33,825.40	5,912.48
经营活动产生现金净流量	5,602.76	20,467.52	20,654.46	6,741.38
投资活动产生现金净流量	-13,178.04	-61,168.14	-26,619.80	6,228.26
筹资活动产生现金净流量	22,173.54	36,627.12	8,996.24	-10,469.35
现金及现金等价物净增加额	14,593.38	-4,073.52	3,030.92	2,500.28
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.94	14.90	19.27	25.31
所有者权益收益率（%）	3.59	0.64	2.88	4.14
EBITDA/营业总收入（%）	16.00	10.10	16.72	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.11	0.11	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.30	0.35	0.54
经营活动净现金/利息支出（X）	0.69	2.14	1.62	2.75
EBITDA 利息倍数（X）	3.22	2.26	2.66	-
总债务/EBITDA（X）	4.43	8.50	5.43	-
资产负债率（%）	37.42	50.67	48.89	48.03
总债务/总资本（%）	31.46	40.99	39.61	38.78
长期资本化比率（%）	29.82	30.54	30.76	31.32

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、2016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）	2013	2014	2015
货币资金	65,279.90	95,515.09	138,677.38
应收账款净额	25,306.05	36,342.37	60,686.50
存货净额	165,547.39	179,951.68	203,318.25
流动资产	493,203.97	547,159.04	605,113.37
长期投资	340,284.32	346,678.04	209,258.18
固定资产合计	330,611.64	505,588.35	1,077,511.28
总资产	1,254,970.54	1,499,842.71	2,057,691.14
短期债务	49,068.57	161,362.14	197,755.62
长期债务	471,209.80	468,427.27	687,561.70
总债务（短期债务+长期债务+其他非流动负债）	520,278.37	629,789.41	885,317.32
总负债	720,498.27	944,881.50	1,474,815.06
所有者权益（含少数股东权益）	534,472.27	554,961.21	582,876.07
营业总收入	208,938.73	352,895.02	381,699.76
三费前利润	30,497.42	37,707.40	45,061.81
投资收益	11,402.53	5,438.20	16,183.71
净利润	2,367.77	2711.51	7,459.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,484.74	50,081.48	86,497.68
经营活动产生现金净流量	6,975.55	10,993.21	94,630.38
投资活动产生现金净流量	-84,096.97	-70,250.54	-233,722.08
筹资活动产生现金净流量	83,157.26	83,494.34	172,866.49
现金及现金等价物净增加额	6,030.01	24,237.96	33,792.78
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	15.44	11.28	12.37
EBITDA/营业总收入（%）	18.90	14.19	22.66
速动比率（X）	2.42	1.08	0.61
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.02	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.07	0.48
经营活动净现金/利息支出（X）	0.21	0.29	1.78
EBITDA 利息倍数（X）	1.17	1.31	1.63
总债务/EBITDA（X）	13.18	12.58	10.24
资产负债率（%）	57.41	63.00	71.67
总债务/总资本（%）	49.33	53.16	60.30
长期资本化比率（%）	46.85	45.77	54.12

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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。