

江苏连云港港口股份有限公司

2010 年 6.5 亿元公司债券

2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

江苏连云港港口股份有限公司

2010 年 6.5 亿元公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：银行流动性支持

债券剩余规模：6.5 亿元

债券到期日期：2015 年 01 月 24 日

评级日期：2014 年 06 月 06 日

评级结论：

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：银行流动性支持

债券剩余规模：6.5 亿元

评级日期：2013 年 05 月 31 日

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏连云港港口股份有限公司（以下简称“连云港股份”或“公司”）及其2010年1月发行的6.5亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	631,486.91	633,846.73	465,765.54	368,459.62
归属于母公司所有者权益（万元）	319,951.38	317,568.62	258,350.75	241,757.07
资产负债率	48.16%	48.73%	43.82%	33.94%
流动比率	0.72	0.76	0.96	1.38
速动比率	0.71	0.75	0.95	1.35
营业收入（万元）	38,077.52	154,227.58	161,521.01	150,038.10
利润总额（万元）	2,354.58	17,997.76	17,338.92	16,049.45
综合毛利率	21.19%	24.69%	26.00%	27.41%
总资产回报率	-	4.58%	5.73%	6.68%
EBITDA（万元）	-	37,579.88	36,356.54	34,833.72
EBITDA 利息保障倍数	-	2.73	5.55	5.39
经营活动现金流净额（万元）	1,543.25	10,844.88	19,735.09	11,313.12

注：2013 年，公司发生了同一控制下企业合并，2012 年公司对以前年度所得税进行了追溯调整，本报告中 2012 年和 2011 年财务数据仍为追溯调整以前的数据，以下同。

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年 1 季度财务报表

正面：

- 跟踪期内，公司积极调整货种结构，部分弥补了货物吞吐量下降对营业收入的负面影响；
- 公司参股的新东方国际货柜码头有限公司和新陆桥（连云港）码头有限公司经营情况良好，投资收益稳步增长；
- 公司现金生成能力良好，能够保持较大规模的经营现金净流入；
- 银行流动性支持为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

关注：

- 受宏观经济增速下滑及同行业竞争影响，公司跟踪期内吞吐量有所下滑，装卸收入下降，未来收入情况存在一定的不确定性；
- 公司目前在建泊位较多，未来吞吐能力将大幅上升，可能面临一定的产能过剩风险，同时，由于投资规模较大，还将面临一定的资金压力；
- 公司人工成本上升较快，给公司造成了一定的成本压力；
- 公司有息债务增长较快，偿债压力增加。

分析师

姓名：易炳科 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：yibk@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于 2010 年 1 月 25 日发行公司债券 6.50 亿元，扣除相关费用后实际募集资金 64,025.00 万元。

本期债券的起息日为 2010 年 1 月 25 日，按年付息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付，2011 年至 2015 年间每年的 1 月 25 日为上一计息年度的付息日。2013 年 1 月 25 日，公司将本期债券后 2 年即 2013 年 1 月 25 日至 2015 年 1 月 24 日的票面利率由 5.50% 上调至 6.00%，投资者未行使回售权利，本期债券本金余额仍为 6.50 亿元。

表1 截至 2014 年 4 月末公司债券本息累计兑付情况（单位：亿元）

本息兑付日期	本金回售/兑付金额	利息支付	期末本金余额
2011 年 01 月 25 日	0.00	0.3575	6.50
2012 年 01 月 25 日	0.00	0.3575	6.50
2013 年 01 月 25 日	0.00	0.3575	6.50
2014 年 01 月 25 日	0.00	0.3900	6.50

资料来源：公司提供

截至目前，募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，为连云港市人民政府，主营业务未发生变化，仍为港口运输业务。

2013 年，公司向控股股东连云港港口集团有限公司（以下简称“港口集团”）非公开发行 20,358 万股股票、募集资金净额 61,949.47 万元，用于收购港口集团持有的连云港鑫联散货码头有限公司（以下简称“鑫联公司”）剩余 75% 的股权和建设 55-57# 通用泊位。公司注册资本增至 101,521.51 万元，港口集团的持股比例增至 57.77%。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 633,846.73 万元，归属于母公司所有者权益为 317,568.62 万元，资产负债率为 48.73%。2013 年度，公司实现营业收入 154,227.58 万元，利润总额 17,997.76 万元，经营活动现金净流入 10,844.88 万元。

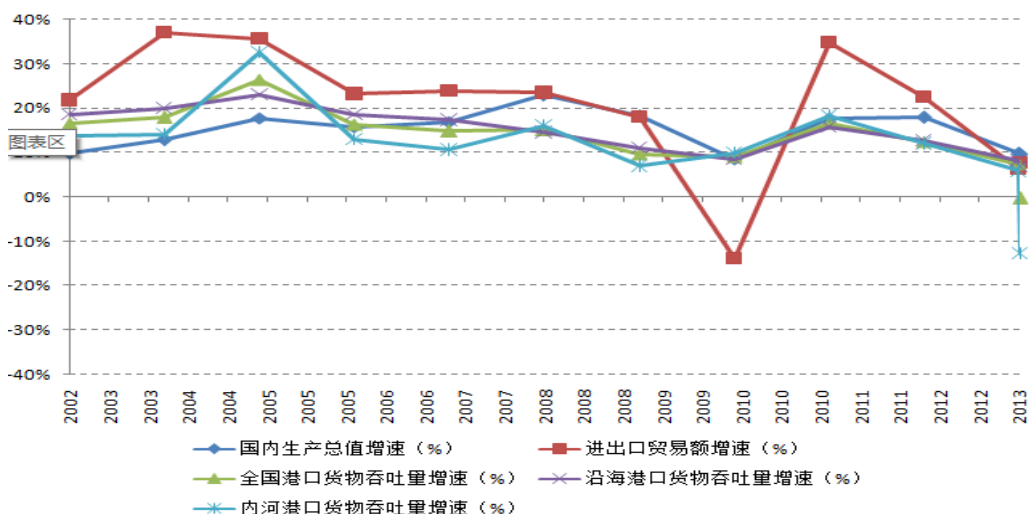
三、运营环境

近年来我国国民经济和对外贸易的快速增长带动了港口行业的发展，中短期内受宏观经济和外贸增速放缓的影响，行业业务量增速下滑，未来发展存在一定的波动性

港口作为综合交通运输体系中的重要枢纽，是国家重要的基础性战略资源和国民经济的重要基础产业，其发展取决于国民经济发展所带来的商品贸易及货物运输需求的增长，发展情况受宏观经济发展波动影响较大。

港口是水路运输与江海联运转换的枢纽，其发展与航运以及贸易和经济的增长联系紧密。从行业景气度变化来看，我国港口总吞吐量与同期 GDP 和进出口贸易额同步波动。2009 年，全球各主要经济体逐步陷入经济衰退或经济增速放缓的困境，受此影响我国 GDP 增速下降、进出口贸易额下滑，导致港口吞吐量增长乏力甚至负增长。2010 年国内外经济形势有所好转，对外贸易恢复较快增长，带动国内港口景气持续回升。2011 年以来，受欧洲债务危机、美国经济持续低迷影响，国内经济增速放缓，2011 年我国 GDP 与进出口贸易额维持上年增势，但增速有所降低使得港口吞吐量增长放缓，全国港口完成货物吞吐量 100.41 亿吨，同比增长 12.42%，增速较 2010 年减少 4.24 个百分点。2012 年，我国港口完成货物吞吐量 107.76 亿吨，同比增长 7.32%，增速进一步放缓。2013 年，我国 GDP 增速有所降低使得港口吞吐量增速略微下滑，2013 年我国港口完成货物吞吐量 107.47 亿吨，同比略微下降，增速较 2012 年减少 7.34 个百分点；沿海港口完成货物吞吐量 73.5 亿吨，同比增长 6.83%，内河港口完成 33.97 亿吨，同比下降 12.91%。

图1 2002-2013年我国国民经济、对外贸易与港口吞吐量增速情况



资料来源：Wind 资讯、交通运输部

综合来看，我国港口行业的发展与国民经济和进出口贸易关系密切，在国内外经济持续低迷、增速放缓的大背景下，我国港口行业目前的发展态势处于不稳定阶段。考虑到我国沿海港口外贸货物吞吐量的增长主要依赖于矿石、原油、煤炭等大宗原材料商品，受国家宏观经济波动的影响较大，港口行业的未来发展仍具有一定的不确定性。中短期内，一方面，国内经济增速放缓，内需增长乏力从而影响内贸增长；另一方面国际金融市场动荡的局面尚未结束，市场竞争的加剧将对全球贸易的稳定构成较大威胁，预计我国对外贸易活动仍将维持相对低迷的状态。中短期内行业增长将存在一定的不确定性。

国内港口行业竞争日趋激烈，连云港港口市场份额可能面临一定的下滑

连云港港口位于江苏省北部、黄海海州湾西南岸，是长江三角洲港口群的重要组成部分，邻近的港口有青岛港、日照港等。日照港、青岛港经济腹地包括山东、河北南部、山西南部、河南及陕西部分地区，与连云港港口腹地部分重合，在同类散杂货中转方面对连云港港口构成一定的竞争压力。

青岛港、日照港、连云港港自北向南排列，煤炭、矿石均为三个港口的重点发展货种。2013年，国内煤炭消费市场总体需求不足，随着国内港口建设规模的不断增加，港口之间竞争趋于激烈，连云港港口在煤炭运输方面的市场份额有所下降。

四、经营与竞争

公司主营业务为港口装卸及与之配套的堆存及港务管理业务，其中装卸业务是主营业务收入及毛利的主要来源。2013年，公司主营业务收入相比2012年下降了4.20%，其中，装卸业务、堆存业务和港务管理业务收入均有下降，主要是货物吞吐量下降所致。

表2 2012-2013年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
装卸业务	136,063.18	29.56%	140,985.48	30.53%
堆存业务	15,678.68	3.86%	16,656.27	-0.07%
港务管理业务	2,251.75	-128.71%	3,095.37	-55.35%
合计	153,993.61	24.63%	160,737.12	25.70%

资料来源：公司审计报告

受宏观经济增速放缓影响，公司跟踪期内货物吞吐量略有下降，但公司积极调整货种结构，装卸业务收入下降幅度小于货物吞吐量下降幅度

2013 年，国内外宏观经济和国际贸易增速较为低迷，公司整体货物吞吐量同比下滑了 7.16%。吞吐量下降的主要原因是煤炭接卸量降幅较大，一是国内煤炭消费市场总体需求不足；二是随着江苏省响水县陈家港航道的疏浚，陈家港电厂的煤炭直接从北方港起运，不用再经过连云港中转；三是公司腹地多家煤炭用户由单一从连云港采购进口煤方式转而多渠道进口、或直接从周边煤矿采购。

除吞吐量下降影响外，2013 年实施的港口行业营业税改增值税（以下简称“营改增”）政策也对公司营业收入造成一定的负面影响。但由于货种结构改善，单位重量装卸费较高的货种占比上升，公司装卸业务收入下降的幅度小于货物吞吐量的下降幅度，公司 2013 年装卸业务收入同比下滑了 3.49%。

表3 2012-2013 年公司货物吞吐量及装卸业务收入增长情况

项目	2013 年		2012 年	
	总量	同比	总量	同比
货物吞吐量(万吨)	6,233.00	-7.16%	6,714.23	10.38%
装卸业务收入（万元）	136,063.18	-3.49%	140,985.48	11.06%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要装卸的货类仍为金属矿石、煤炭及制品、粮食、木材、有色金属、机器设备电器等大宗商品和工程机械。2013 年，以上六种重要货类装卸收入占公司装卸业务总收入的 83.95%，其中仅有金属矿石（主要是铁矿石）装卸收入保持了增长，其余货种，如煤炭及制品、粮食、有色金属和机器设备电器装卸收入均有不同程度的下滑。

表4 2012-2013 年公司装卸业务主要货种结构（单位：万元）

货物品种	装卸收入		
	2013 年	2012 年	同比变化
金属矿石	51,993.81	45,790.40	13.55%
煤炭及制品	28,235.32	33,496.09	-15.71%
粮食	14,180.06	16,354.31	-13.29%
木材	8,343.52	9,041.63	-7.72%
有色金属	7,002.36	7,747.60	-9.62%
机器、设备、电器	4,465.19	7,033.42	-36.51%
合计	114,220.26	119,463.45	-4.39%
装卸业务收入	136,063.18	140,985.48	-3.49%
占装卸业务收入的比例	83.95%	84.73%	-

资料来源：公司提供

公司人工成本上升较快，给公司造成一定的成本压力

公司主营业务成本中，职工薪酬、租赁费、燃材料和外付装卸劳务费占比较大。2013

年，公司营业成本下降幅度为 2.83%，小于营业收入的下降幅度，主要是职工薪酬及外付装卸劳务费增长较快所致。

由于我国人口红利逐渐消失，人工成本，特别是体力劳动者工资，近年呈快速上升的态势。公司职工薪酬及外付装卸劳务费开支 2012 年同比分别增长了 11.32%和 15.76%。在此基础上，2013 年，公司职工薪酬及外付装卸劳务费同比分别增长了 6.38%和 11.73%，增速有所放缓，但总体保持了上涨的趋势。公司租赁费为租用外单位堆场的租金和中途的转场费用，2013 年，公司自身的堆存能力上升，租赁费下降了 3.13%。燃材料为公司消耗的能源费用，2013 年，由于油价下降，燃材料成本同比下降了 16.70%。总体来看，公司职工薪酬、外付装卸劳务费等人工成本上升较快，尽管租赁费和燃材料费用有所下降，主营业务成本下降的幅度仍小于营业收入下降的幅度，给公司带来了一定的成本压力。

表5 2012-2013 年公司主营业务成本构成及变动情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		同比增减
	金额	占比	金额	占比	
职工薪酬	33,919.45	29.23%	31,886.54	26.70%	6.38%
燃材料	16,140.23	13.91%	19,376.90	16.23%	-16.70%
折旧	11,876.55	10.23%	11,996.55	10.05%	-1.00%
租赁费	25,326.12	21.82%	29,153.81	24.41%	-13.13%
外付装卸劳务费	20,337.61	17.52%	18,202.82	15.24%	11.73%
其他	8,463.20	7.29%	8,807.56	7.38%	-3.91%
合计	116,063.16	100.00%	119,424.18	100.00%	-2.81%

资料来源：公司提供

公司目前在建泊位较多，未来吞吐能力将大幅上升，若货物吞吐量不能相应增长，将面临一定的产能过剩风险；同时，由于投资规模较大，还将面临一定的资金压力

2013年，公司未新增港口泊位及堆场，港口吞吐及堆存能力与2012年保持不变。截至2013年末，公司在连云港港区拥有25个生产泊位，其中拥有煤炭（2个）、焦炭（1个）、液体化工（1个）四个专用化泊位，其他为通用泊位。公司泊位总体吞吐能力和堆存能力如下表所示。

表6 截至 2013 年末公司泊位及堆场情况

泊位数 (个)	核定通过能力 (万吨)	实际吞吐量 (万吨)	堆场面积 (万平方米)	实际堆存能力 (万吨)
25	2,905.00	6,714.23	101.00	504.00

资料来源：公司提供

公司于 2010 年启动连云港港墟沟东作业区物流场站的建设，项目总投资 5.54 亿元，其

中 49,416.20 万元来源于公司 2011 年非公开发行股票募集资金。2013 年，公司完成了连云港墟沟东作业区物流场站内上海海事局连云港航标处和连云港上航局航道工程有限公司的拆迁工作，预计 2014 年 12 月份 36.80 万平方米场地将全部形成。项目建成后可减少货物外转场数量约 530 万吨/年，预计正常年份收入约为 10,410 万元，成本约为 3,095 万元，利润约为 5,096 万元。

公司作为实施主体建设的 55#-57#通用泊位工程位于连云港区墟沟作业区东泊位区，本工程为建设 3 个 10 万吨级通用泊位，设计吞吐量为 655 万吨，其中主要货种吞吐量为煤炭 170 万吨、焦炭 350 万吨和木材 120 万吨；堆场面积 32.90 万平方米。截至 2013 年末，公司已经投入 44,014.43 万元，55#-57#泊位水工主体将于 2014 年 6 月完成。

公司于 2012 年收购了鑫联公司 25%的股权。2013 年，公司向控股股东港口集团非公开发行股份收购鑫联公司 75%的股权，实现对鑫联公司 100%的控股权。鑫联公司于 2009 年开始投资建设 10 万吨级氧化铝和散化肥专业化泊位。氧化铝专业化泊位设计吞吐量 313 万吨，散化肥专业化泊位设计吞吐量 318 万吨。上述两个泊位合计总投资 14.95 亿元，预计 2014 年投入试运营。

2011 年，公司与江苏金灌投资发展集团有限公司共同投资设立江苏灌河国际港务有限公司（以下简称“灌河港务”），合资公司注册资本为 5,000 万元，公司出资占总股本的 72.46%。灌河港务堆沟港海河联运区一期工程项目设计吞吐量 245 万吨，包括码头建设及场站建设，总投资 3.30 亿元，建设期 2 年。截至 2013 年末，灌河港务已投资 18,176.40 万元，码头已经建设完毕并投入试运营，场站仍在建设当中。

2011 年，公司与中化国际物流有限公司共同投资设立连云港港口国际石化港务有限公司（以下简称“石化港务”），合资公司注册资本 10,000 万元，公司认缴 5,100 万元占总股本的 51%。石化港务将在旗台作业区液体散货区建设 2#、3#、4#三个 5 万吨级液体化工专业化泊位，水工结构按照 10 万吨级设计，设计年吞吐量为 420 万吨。项目总投资约 5.44 亿元人民币，截至 2013 年末，项目仍处于筹建期，已完成投资 1,045.80 万元，预计 2016 年 3 月建成。

上述泊位投产以后，公司及控股子公司的货物吞吐能力将大幅增加，若货物吞吐量不能相应增长，将面临一定的产能过剩风险。

表7 截至 2013 年末公司及子公司主要在建场站和泊位情况（单位：万元、万吨）

项目名称	实施主体	项目预算 金额	已投入 金额	设计吞吐量/ 堆存能力	项目进度	预计完工 时间
------	------	------------	-----------	----------------	------	------------

连云港港墟沟东作业区物流场站	公司	55,406.00	48,864.90	530	88.19%	2014.12
55#-57# 通用泊位工程	公司	90,711.00	44,014.43	655	48.52%	2014.12
灌河港务堆沟港海河联运区一期工程	灌河港务	33,000.00	18,176.40	245	55.08%	2014.07
2#、3#、4#液体化工专业泊位	石化港务	54,350.00	1,045.80	420	1.92%	2016.03

资料来源：公司提供

除了以上在建项目，2014年，公司还将重点建设南北堆场连接工艺项目、老旧码头升级改造（61#-66#）项目和东源庙岭西候工楼等项目，预计仍需投入1.48亿元。总体来看，公司目前在建项目较多，目前仍存在一定的资金压力。

公司投资的新东方及新陆桥等单位经营情况良好，跟踪期内，投资收益稳步增长

公司在2010年收购了控股股东持有的连云港新东方国际货柜码头有限公司（以下简称“新东方”）45%的股权和新陆桥（连云港）码头有限公司（以下简称“新陆桥”）38%的股权，建立与中国海运（集团）总公司（以下简称“中海集团”）和中国对外贸易运输（集团）总公司（以下简称“中外运”）的战略合作关系。

表8 2012-2013 年公司投资收益情况（单位：万元）

被投资单位	2013 年	2012 年
连云港中远船务工程有限公司	-2,722.62	-3,239.07
连云港中韩轮渡有限公司	1,391.41	853.26
连云港轮渡株式会社	64.09	33.26
新陆桥（连云港）码头有限公司	4,625.10	3,593.51
连云港新东方国际货柜码头有限公司	4,561.38	4,320.50
合计	7,919.37	5,561.45

资料来源：公司提供

新东方的股份分别由中海集团持有55%，公司持有45%，是连云港主要的经营国际集装箱装卸运输及相关业务的码头公司，拥有连云港区庙岭作业区29-32#共4个泊位。2013年，公司按照权益法确认新东方投资收益4,561.38万元，同比增长了5.58%。

表9 截至 2013 年末新东方泊位吞吐能力和堆存能力概况

泊位	设计吞吐能力（/万标箱）	堆存能力（/万标箱）	用途
29#	60	7	集装箱
30#	60	7	集装箱
31#	10	3	集装箱
32#	10	3	集装箱

资料来源：公司提供

新陆桥的实际控制人为中外运，公司参股38%。新陆桥主要从事散杂货装卸、仓储（危险品除外）以及中转业务，拥有15万吨级深水泊位码头1个、7万吨级通用泊位2个，堆场面积30.80万平方米，是连云港港口铁矿石作业效率最高的公司。2013年，新陆桥经营形势良好，为公司实现投资收益4,625.10万元，较上年增长28.71%。

表10 截至 2013 年末新陆桥泊位吞吐能力概况

泊位	所在作业区	设计吞吐能力（万吨）	用途
34#	庙岭作业区	700	装卸散货
35#	庙岭作业区	50	装卸件杂货
36#	庙岭作业区	50	装卸件杂货
合计		800	-

资料来源：公司提供

同时，我们注意到，受行业不景气影响，公司的参股公司连云港船务工程公司（主营修船业务）2013给公司带来2,722.62万元的投资亏损，但亏损幅度缩小。2013年，公司解散了连云港船务工程公司以止损。公司参股公司连云港中韩轮渡有限公司连云港至韩国航线运营增长较快，经营业绩有较大幅度的提升。

五、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2013年度审计报告，经上海上会会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司2012年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则进行编制。2013年，公司新增同一控制下子公司鑫联公司，对期初财务报表进行了追溯调整，但以下财务分析所引用的2012年财务数据仍采用未经调整的2012年末期末数。

财务分析

资产结构与质量

随着合并报表范围的扩大，2013 年公司资产规模扩张较快，但资产流动性有所下降

截至 2013 年末，公司资产规模上升至 633,846.73 万元，较 2012 年末增长 36.09%，其中货币资金、应收股利、长期股权投资和在建工程科目变动较大。由于鑫联公司纳入合并报

表范围，且其主要资产集中于氧化铝和散化肥专业化泊位在建工程，公司 2013 年末非流动资产比例有所上升。

流动资产方面，2013 年末，公司货币资金余额比 2012 年下降了 19.71%，主要原因是公司固定资产投资建设支出较多；应收股利大幅增长，原因是公司参股的新东方分配利润，但现金尚未支付。2013 年末，公司非流动资产中在建工程同比增长了 261.24%，主要原因是鑫联公司的在建项目氧化铝和散化肥专业化泊位纳入公司合并报表及其他工程建设投入增加；长期股权投资同比下降了 28.28%，主要原因是新东方确认分红以及连云港中远船务工程有限公司跟踪期间亏损。

表11 公司 2012-2013 年主要资产情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	60,382.79	9.53%	75,202.02	16.15%
应收票据	15,588.49	2.46%	18,666.25	4.01%
应收账款	11,762.57	1.86%	12,105.39	2.60%
应收股利	11,464.61	1.81%	0.00	0.00%
流动资产合计	102,054.77	16.10%	109,817.70	23.58%
长期股权投资	60,631.68	9.57%	84,533.59	18.15%
固定资产	193,847.73	30.58%	192,356.29	41.30%
在建工程	274,545.55	43.31%	76,000.45	16.32%
非流动资产合计	531,791.96	83.90%	355,947.84	76.42%
资产总计	633,846.73	100.00%	465,765.54	100.00%

资料来源：公司审计报告

资产运营效率

跟踪期内，公司资产运营效率随着吞吐量下降而有所下滑

2013 年，公司应收账款周转天数变化不大；由于货物吞吐量下降，流动资产周转天数和固定资产周转天数略有延长；公司有较多的在建工程尚未投产实现效益，总资产周转天数上升较多。总体来看，公司 2013 年资产运营效率略有下滑。

表12 近年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	67.84	66.89
流动资产周转天数	247.28	213.11
固定资产周转天数	450.74	417.54
总资产周转天数	1,283.36	929.67

资料来源：公司审计报告

盈利能力

受营业收入及综合毛利率下滑影响，跟踪期内公司盈利能力略有下滑

收入方面，2013 年公司营业收入同比下滑了 4.52%，主要原因是货物吞吐量下滑和营改增政策的影响。由于收入下滑的同时，人力成本保持了上升，营业成本下滑速度慢于营业收入下滑速度，公司 2013 年综合毛利率有所下降；财务费用及管理费用保持了小幅上升；但公司投资收益有所上升，营业利润仅小幅下滑。2013 年，公司收到的货物港务费返还和政府补助增多，营业外收入同比上升了 23.42%，导致利润总额同比上升了 3.80%。总体来看，公司 2013 年综合毛利率下降，期间费用率上升，盈利能力小幅下滑。2014 年 1 季度，公司营业收入同比下滑了 5.87%，归属于母公司所有者的净利润下降了 46.68%，盈利能力继续呈下滑趋势。

表13 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	154,227.58	161,521.01
营业利润	14,091.55	14,302.99
营业外收入	4,060.29	3,289.91
投资收益	7,919.37	5,561.45
利润总额	17,997.76	17,338.92
净利润	16,156.88	15,136.72
综合毛利率	24.69%	26.00%
总资产回报率	4.58%	5.73%
期间费用率	20.43%	18.16%

资料来源：公司提供

现金流

跟踪期内，公司现金生成能力仍然较强，能够保持较大规模的现金净流入；但在建项目投资规模较大，存在一定资金压力

2013 年，公司现金生成能力与上年相比变化不大，FFO 仍然保持了较大的规模，但由于经营性应收项目的增加，经营活动现金流量相对上年有所减少。2013 年，公司固定资产投资及收购鑫联公司股权导致投资活动现金流净流出 104,211.75 万，同比大幅度增长。由于公司经营性现金流不足以支撑投资活动，2013 年，公司通过向大股东增发补充资金，同时增加了债务融资规模，筹资活动现金流净流入 73,398.41 万元。由于公司目前仍有较大规模的固定资产投资计划，在现有经营活动现金流规模下，存在一定的资金压力。

表14 公司 2012-2013 年现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	16,156.88	15,136.72
非付现费用	12,509.20	12,527.01
非经营损益	-411.58	973.00
FFO	28,254.50	28,636.73
营运资本变化	-17,409.62	-8,901.64
其中：存货减少（减：增加）	16.53	41.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,257.49	-7,519.27
经营性应付项目增加（减：减少）	-168.66	-1,423.79
经营活动现金流量净额	10,844.88	19,735.09
投资活动的现金流量净额	-104,211.75	-34,557.85
筹资活动产生的现金流量净额	73,398.41	40,264.43
现金及现金等价物净增加额	-19,968.46	25,442.96

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，偿债压力增加

2013 年末，公司负债规模同比上升了 51.34%，增长幅度较大，主要原因是鑫联公司氧化铝、散化肥专业化泊位工程的长期借款纳入公司合并报表。此外，由于应付的采购材料、设备以及工程款增加，应付账款增长较快。

表15 公司 2012-2013 年主要负债情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	66,800.00	21.63%	63,600.00	31.16%
应付票据	7,405.00	2.40%	16,038.19	7.86%
应付账款	49,160.29	15.91%	21,795.19	10.68%
其他应付款	6,338.94	2.05%	8,157.30	4.00%
流动负债合计	134,776.00	43.63%	114,240.39	55.97%
长期借款	108,630.00	35.17%	23,530.00	11.53%
应付债券	65,000.00	21.04%	64,966.14	31.83%
非流动负债合计	174,124.85	56.37%	89,872.82	44.03%
负债合计	308,900.85	100.00%	204,113.21	100.00%

资料来源：公司审计报告

总体来看，2013 年末，公司有息负债增长较快，同时应付债券将于 2015 年 1 月到期，加上须偿还的长期借款本金，2015 年共须偿还 86,003.00 万元，将面临较大的支付压力。

表16 截至 2013 年末公司 2014-2018 年长期借款偿还计划（单位：万元）

2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
14,603	21,003	22,703	16,803	12,303

资料来源：公司提供

偿债指标方面，2013 年，公司负债规模扩张，资产负债率上升了 4.91 个百分点；EBITDA 利息保障倍数因利息支出上升而下降幅度较大。由于流动负债增长较快，公司流动比率及速动比率均有下降，短期偿债能力减弱。总体来看，公司负债规模增加，利息支出增多，偿债压力增加。

表17 公司 2012-2013 年主要偿债能力指标

财务指标	2013 年	2012 年
资产负债率	48.73%	43.82%
流动比率	0.76	0.96
速动比率	0.75	0.95
EBITDA（万元）	37,579.88	36,356.54
EBITDA 利息保障倍数	2.73	5.55

资料来源：公司提供

六、本期债券偿还保障分析

银行流动性支持为本期债券的偿付提供了较好的保障

根据公司与中国农业银行连云港分行签署的《流动性支持贷款协议》，中国农业银行连云港分行承诺：本期债券存续期内，当公司对本期债券本金及利息兑付发生临时性资金不足时，中国农业银行连云港分行承诺在兑付日前五个工作日给予发行人不超过 7 亿元的流动性支持贷款（具体金额依据当期偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅限于解决公司本期债券本金及利息偿付临时性资金不足。

我们认为，中国农业银行连云港分行提供的流动性支持为本期债券的偿付提供了进一步的保障。

七、评级结论

跟踪期内，公司积极调整货种结构，部分弥补了货物吞吐量下降对营业收入的负面影响；参股的新东方国际货柜码头有限公司和新陆桥（连云港）码头有限公司经营情况良好，投资收益稳步增长；现金生成能力良好，能够保持较大规模的经营现金净流入；银行流动性支持为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

但鹏元也关注到：港口行业与国民经济和社会发展状况密切相关，受宏观经济增速下滑与同业竞争影响，公司跟踪期内吞吐量有所下滑，装卸收入下降，未来收入情况存在一定的不确定性；公司目前在建泊位较多，未来吞吐能力将大幅上升，若货物吞吐量不能相应增长，将面临一定的产能过剩风险，同时，由于投资规模较大，还将面临一定的资金压力；人工成本上升较快，给公司造成了一定的成本压力；公司加大了银行债务融资的力度，有息债务增长较快，偿债压力增加。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 **AA** 和本期债券信用等级 **AA+**，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	42,629.28	60,382.79	75,202.02	49,759.05
应收票据	16,358.19	15,588.49	18,666.25	17,519.17
应收账款	17,044.73	11,762.57	12,105.39	11,736.44
预付款项	1,092.28	1,091.24	2,059.80	619.27
其他应收款	877.94	265.82	268.47	224.67
应收股利	11,464.61	11,464.61	-	-
存货	1,141.69	1,499.25	1,515.78	1,557.20
流动资产合计	90,608.71	102,054.77	109,817.70	81,415.80
长期股权投资	62,423.06	60,631.68	84,533.59	68,753.00
固定资产	193,770.08	193,847.73	192,356.29	182,314.21
在建工程	278,208.90	274,545.55	76,000.45	33,231.33
无形资产	2,438.71	2,451.53	2,502.80	2,174.21
长期待摊费用	3,722.64	81.62	-	-
递延所得税资产	314.81	233.85	554.69	571.08
非流动资产合计	540,878.20	531,791.96	355,947.84	287,043.82
资产总计	631,486.91	633,846.73	465,765.54	368,459.62
短期借款	60,300.00	66,800.00	63,600.00	39,000.00
应付票据	10,831.00	7,405.00	16,038.19	-
应付账款	43,203.48	49,160.29	21,795.19	7,456.12
预收款项	1,063.21	1,121.56	2,587.03	1,492.20
应付职工薪酬	112.02	93.09	117.74	247.37
应交税费	2,985.93	282.11	-1,332.14	2,143.03
应付利息	650.00	3,575.00	3,277.08	3,277.08
其他应付款	6,582.43	6,338.94	8,157.30	5,386.78
流动负债合计	125,728.07	134,776.00	114,240.39	59,002.58
长期借款	113,130.00	108,630.00	23,530.00	-
应付债券	65,000.00	65,000.00	64,966.14	64,561.73
其他非流动负债	247.42	494.85	1,376.68	1,504.80
非流动负债合计	178,377.42	174,124.85	89,872.82	66,066.53
负债合计	304,105.49	308,900.85	204,113.21	125,069.11
实收资本（或股本）	101,521.51	101,521.51	81,163.51	62,433.47
资本公积	161,476.69	161,476.69	133,748.21	133,748.21
盈余公积	12,657.14	12,657.14	11,170.09	9,263.58
未分配利润	44,296.04	41,913.28	32,268.95	36,311.82
归属于母公司所有者权益合计	319,951.38	317,568.62	258,350.75	241,757.07
少数股东权益	7,430.04	7,377.26	3,301.58	1,633.44

所有者权益合计	327,381.42	324,945.88	261,652.33	243,390.51
负债和所有者权益总计	631,486.91	633,846.73	465,765.54	368,459.62

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	38,077.52	154,227.58	161,521.01	150,038.10
其中：营业收入	38,077.52	154,227.58	161,521.01	150,038.10
二、营业总成本	38,199.44	148,055.40	152,779.46	139,638.11
其中：营业成本	30,009.19	116,152.20	119,529.65	108,906.89
营业税金及附加	43.29	292.24	3,850.81	4,745.86
管理费用	6,173.49	25,007.10	23,545.43	19,903.90
财务费用	1,653.86	6,506.30	5,791.01	6,080.28
资产减值损失	319.61	97.55	62.57	1.18
投资收益（损失以“—”号填列）	1,791.38	7,919.37	5,561.45	5,448.61
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,791.38	7,919.37	5,561.45	5,448.61
三、营业利润（亏损以“—”号填列）	1,669.46	14,091.55	14,302.99	15,848.60
加：营业外收入	696.28	4,060.29	3,289.91	279.47
减：营业外支出	11.16	154.08	253.98	78.61
其中：非流动资产处置损失	10.16	84.44	144.43	22.23
四、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	2,354.58	17,997.76	17,338.92	16,049.45
减：所得税费用	-80.96	1,840.89	2,202.20	2,651.88
五、净利润（净亏损以“—”号填列）	2,435.54	16,156.88	15,136.72	13,397.58
归属于母公司所有者的净利润	2,382.76	16,001.20	15,141.58	13,428.14
少数股东损益	52.78	155.68	-4.86	-30.56

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	33,304.40	145,660.64	148,092.15	124,839.05
收到的税费返还	-	3,341.67	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	164.35	802.82	783.81	399.38
经营活动现金流入小计	33,468.75	149,805.13	148,875.96	125,238.43
购买商品、接受劳务支付的现金	12,956.81	51,210.69	44,166.53	34,793.52
支付给职工以及为职工支付的现金	12,024.40	51,169.41	45,829.99	42,360.05
支付的各项税费	5,441.86	32,382.11	34,926.09	32,462.78
支付其他与经营活动有关的现金	1,502.43	4,198.04	4,218.26	4,308.95
经营活动现金流出小计	31,925.50	138,960.25	129,140.87	113,925.30
经营活动产生的现金流量净额	1,543.25	10,844.88	19,735.09	11,313.12
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	631.20	-	-
取得投资收益收到的现金	-	4.39	158.06	124.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	204.44	25.19
投资活动现金流入小计	-	635.60	362.50	149.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,089.16	58,370.35	20,290.68	12,983.74
投资支付的现金	-	46,477.00	14,629.67	-
投资活动现金流出小计	11,089.16	104,847.35	34,920.36	12,983.74
投资活动产生的现金流量净额	-11,089.16	-104,211.75	-34,557.85	-12,834.29
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	65,976.07	980.00	50,460.20
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	3,920.00	980.00	980.00
取得借款收到的现金	65,100.00	136,162.00	125,130.00	58,000.00
筹资活动现金流入小计	65,100.00	202,138.07	126,110.00	108,460.20
偿还债务支付的现金	67,100.00	110,700.00	77,000.00	57,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,202.48	18,015.09	8,802.11	5,896.33
支付其他与筹资活动有关的现金	5.12	24.57	43.46	55.15
筹资活动现金流出小计	73,307.60	128,739.66	85,845.57	62,951.48
筹资活动产生的现金流量净额	-8,207.60	73,398.41	40,264.43	45,508.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	1.3	-0.8
五、现金及现金等价物净增加额	-17,753.51	-19,968.46	25,442.96	43,986.76
加：期初现金及现金等价物余额	60,382.79	80,351.26	49,759.05	5,772.30
六、期末现金及现金等价物余额	42,629.28	60,382.79	75,202.02	49,759.05

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	16,156.88	15,136.72	13,397.58
加：资产减值准备	97.55	62.57	1.18
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,352.96	12,418.16	12,306.47
无形资产摊销	51.27	46.28	14.59
长期待摊费用摊销	7.42	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1.78	-57.75	-253.74
财务费用（收益以“-”号填列）	7,188.73	6,575.81	6,290.38
投资损失（收益以“-”号填列）	-7,919.37	-5,561.45	-5,448.61
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	320.84	16.39	-376.67
存货的减少（增加以“-”号填列）	16.53	41.42	-41.38
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-17,257.49	-7,519.27	-10,058.28
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-168.66	-1,423.79	-4,518.39
经营活动产生的现金流量净额	10,844.88	19,735.09	11,313.12

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	流动资产周转天数	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	净营业周期	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转天数	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$

附录五 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（三）展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。