



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪371号

江苏连云港港口股份有限公司：

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“江苏连云港港口股份有限公司2015年公司债券”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，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
二零一七年六月二十二日

江苏连云港港口股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告(2017)

发行主体	江苏连云港港口股份有限公司			
发行规模	人民币 6.6 亿元			
存续期限	2015/12/10-2020/12/09			
上次评级时间	2016/06/15			
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

连云港股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	32.84	32.95	32.78	32.83
总资产(亿元)	64.85	67.06	68.73	71.19
总债务(亿元)	26.63	29.56	30.93	33.67
营业总收入(亿元)	15.29	12.43	11.67	2.96
营业毛利率(%)	21.43	24.22	25.67	33.52
EBITDA(亿元)	3.13	2.77	3.23	0.36
所有者权益收益率(%)	3.12	1.55	0.12	0.50
资产负债率(%)	49.37	50.86	52.30	53.89
总债务/EBITDA(X)	8.51	10.66	9.56	23.50
EBITDA 利息倍数(X)	2.04	1.72	2.29	1.07

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、2017 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 22 日

基本观点

2016 年，受全球经济复苏乏力、航运市场表现仍较低迷、港口间竞争日趋激烈等因素影响，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”）港口腹地经济景气度下滑，自身业务规模略有萎缩。但公司凭借优越的区位条件、完备的基础设施及差异化的竞争优势，部分货源接卸情况依然良好，具备一定抗风险能力。此外公司资产规模保持增长，财务结构仍较稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到周边港口竞争日趋激烈及整体盈利能力较弱等因素对公司及本次债券信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持连云港股份主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“江苏连云港港口股份有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AA。

正 面

- 区位优势优越。公司所属连云港港地处我国沿海中部黄海海州湾西南岸，南连长三角、北接渤海湾、东临东北亚、西连中西部至中亚，是我国中西部地区最便捷的出海口，系江苏省最重要的沿海港口之一，具备优越的区位条件。
- 基础设施完备。跟踪期内，公司和参控股公司共拥有万吨级以上泊位近 40 个，五个 10 万吨级以上大型泊位竣工投产，专业化、通用化泊位布局合理，能够提供大宗散货、件杂货、液体化工、集装箱等多种货类的作业，同时大、中、小泊位配套齐全，可适应 1~20 万吨级等多种船型靠泊作业，并拥有近 200 万平方米场地仓库及上千台（套）先进的港口作业设备，基础设施完备。
- 差异化竞争优势。公司立足于优势腹地苏北、陇海线沿线及其以南区域，跟踪期内在氧化铝、粮食、焦炭、有色矿、机械设备、胶合板等货源承揽方面仍保持一定优势和竞争力，其中氧化铝进口接卸份额继续保持全国第一。

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，港口行业受到较大影响。2016 年公司营业收入为 11.67 亿元，同比减少 6.09%，后续业务发展状况仍值得关注。
- 同业竞争加剧风险。当前各港口通过能力不断提升，分布更加密集，且港口间在服务功能、货种结构及经营模式等方面同质化日趋严重。公司所处连云港港与青岛港、日照港的地理位置相近，经济腹地交叉，主要货种存在重叠，相互间竞争更趋激烈。
- 经营性业务持续亏损。受期间费用大量吞噬影响，公司经营性业务利润呈持续亏损状态，2014-2017 年一季度年亏损额分别 0.10 亿元、0.07 亿元、0.49 亿元和 0.03 亿元。中诚信证评对其长期盈利能力予以关注。

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委托方构成委托关系外，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 and 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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

重大事项说明

2017年5月22日，江苏省港口集团有限公司（以下简称“省港口集团”）由江苏省沿江沿海各设区市国有港口集团或码头企业股权整合成立。其中，连云港港口集团有限公司（以下简称“连云港港口集团”）的控股股东连云港港口控股集团有限公司（下称“连云港港口控股”）50.1%股权以折价入股方式进入省港口集团，并将作为其全资、控股或控制的企业接受管理。该事项的股权交割尚需得到工商行政管理部门的批准，最终股权变更更将以连云港港口控股工商营业执照变更时间为准。

目前，连云港港口集团作为公司的控股股东未发生变化。上述股权交割法定程序完成后，公司实际控制人将由连云港市国有资产监督管理委员会变为江苏省国有资产监督管理委员会。上述事宜的实施不会对公司的正常生产经营活动构成重大影响。

行业分析

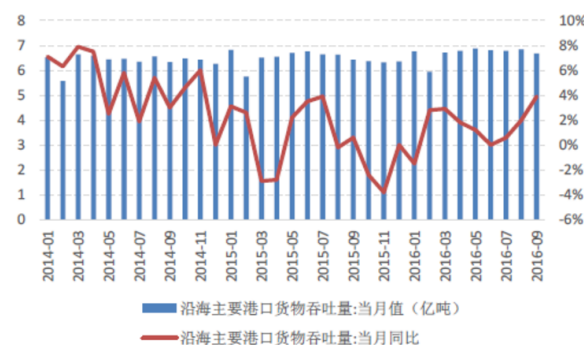
受宏观经济及对外贸易形势不佳的影响，全国港口吞吐量增长已显著放缓，部分港口出现负增长

港口发展与国民经济和对外贸易的增长正相关。金融危机以来，全球各经济体增长缓慢，各国为保证经济增长，出现了贸易壁垒程度加深、政治局势紧张、货币政策分化、汇率大幅波动等苗头，对全球贸易产生了不利影响。我国是全球最大贸易国，前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟除美国经济尚可，欧盟和东盟的情况都不容乐观。外需不振的同时，我国国内经济增速放缓和增长模式的转变，特别是2015年以来去产能为首的结构性改革策略也抑制了对外贸易，特别是大宗商品进口量的增长。2016年，我国货物贸易进出口总值24.33万亿元人民币，同比下降0.9%。其中，出口13.84万亿元，下降2%；进口10.49万亿元，增长0.6%。

由于我国超过80%以上的贸易由水运方式完成，贸易增速的大幅下跌也拖累了水路运输和港口吞吐量的增长。自2013年12月的断崖式下降以来，我国规模以上港口吞吐量增速一直维持在较低水

平，其中2016年1月受到秦皇岛煤炭吞吐量大幅下降的影响，我国规模以上港口吞吐量在当月出现负增长，吞吐量同比下降1.2%。2016年，全国规模以上港口完成货物吞吐量118亿吨，同比增长3.2%，增幅较上年回升1.3个百分点，规模以上港口吞吐量有所回升。

图1：2014年~2016年沿海主要港口货物吞吐量



资料来源：中国产业网

分港口来看，2016年我国主要港口吞吐量增速均较2015年出现不同程度下滑，其中上海港、秦皇岛港、日照港和深圳港出现负增长。由于港口建设存在规划期和建设期较长的特点，港口吞吐能力的增长和实际吞吐量的增长存在时间差，这种时间差在经济下行的时候表现较为突出，与此同时，地方保护主义与地方市场分割导致我国目前在同一区域内各地争相以建立“亿吨大港”为目标，区域内竞争激烈，产能过剩。经济处于上行周期时由于货源充足，需求旺盛，港口间竞争的矛盾不是主要矛盾，然而随着行业景气度的下降，同质化的过度竞争给各港口带来了负面的影响。在日趋严峻的竞争环境下，港口横向整合和纵向延伸成为近年来我国港口发展的新特点，其中宁波舟山港于2015年完成了整合，迈出了我国港口整合的重要一步，未来区域港口群整合将成为大趋势。另一方面，在“一带一路”的国家战略和各地自贸区政策的推动下，近年来各大港口港区大力发展商贸、金融、信息和物流等相关产业，实现产业链的纵向延伸，通过整合物流、资金流和信息流，稳固货源，带动港口主业发展，目前也取得了一定的成效，但在经济下行的大背景下仍然难以扭转吞吐量增速下滑的趋势。

表 1：2016 年中国主要沿海港口货物吞吐量和同比增速

港名	吞吐量 (亿吨)	同比增长 (%)
宁波-舟山港	9.18	3.15
上海港	6.43	-10.32
天津港	5.50	1.66
广州港	5.22	0.38
青岛港	5.01	0.20
大连港	4.29	3.37
营口港	3.47	2.06
日照港	3.51	-2.77
秦皇岛港	1.86	-26.48
深圳港	2.14	-1.38

资料来源：各地政府统计公报和交通局报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年，受宏观经济及对外贸易形势不佳的影响，我国港口吞吐量增长已显著放缓，部分港口甚至出现负增长。于此同时，我国同一区域内港口林立，竞争激烈，尽管各港口采取了横向整合和纵向延伸的策略，但未来短期内我国宏观经济增长将进一步趋缓，对外贸易形势短期内亦难以显著改善，预计港口吞吐量增速将进一步下滑。

港口间同质竞争激烈，拥有优越区位条件、完备基础设施及通畅集疏运体系的港口具备竞争优势

在全球经济复苏乏力、国内产能过剩情况严重的形势下，各港口对区域内货源的竞争日趋激烈，港口经营市场化亦进一步加剧了行业竞争。“十二五”以来，全国沿海港口建设力度加大，港口通过能力不断提升，分布更加密集，且港口间在服务功能、货种结构及经营模式等方面同质化日趋严重。公司所处连云港港与青岛港、日照港的地理位置相近，经济腹地交叉，主要货种存在重叠，相互间竞争更趋激烈。

连云港港地处我国沿海中部黄海海州湾西南岸、江苏省东北部，南连长三角，北接渤海湾，东临东北亚，西连中西部至中亚。连云港港是我国经济国际化与区域经济协调发展的战略要地，是我国中西部地区最便捷的出海口，是连接大西洋、太平洋两大洋和美洲、亚洲、欧洲 3 大洲，沟通世界海陆运输的重要节点。

竞争力方面，连云港港虽吞吐总量不及日照港和青岛港，但货种结构较为分散均衡，氧化铝、粮食、焦炭、有色矿、机械设备、胶合板等货源承揽方面优势较明显。从传统腹地来看，连云港港主要优势腹地在于苏北、陇海线沿线及其以南区域，而陇海线以北的区域日照港则具有竞争优势。

铁路方面，陇海铁路徐州至连云港东段和新亚欧大陆桥中国段（连云港至阿拉山口）全长 4,100 公里的铁路线全部实现了电气化；建成后的沿海铁路与陇海铁路将在连云港交汇，西去可直达新疆阿拉山口，南北间与京沪、京广、焦枝、宝成、京九铁路相连接。随着港口配套设施的加大投入，越来越多的泊位直接与铁路线无缝对接，铁路运力和铁路集疏港的效率均实现了进一步提升。公路方面，连云港港主港区东、南、北三条疏港通道，其中南、东两条疏港通道已建成通车；三条疏港通道与横穿我国东西的连霍高速和纵贯南北的沈海高速在港口附近交汇。水运方面，连云港港开辟了多条国际远洋、近洋航线和内贸班轮航线，可直达或中转到世界大部分国家和地区；内河水运疏港航道南连灌河、通榆河，西接京杭大运河，降低了疏港成本。

总体来看，连云港港区区位条件优越、基础设施完备、集疏运体系健全，具备一定竞争优势。

连云港港在“一带一路”规划中被确定为新亚欧大陆桥第一节点城市，将带动区域基础设施建设及互联互通进一步发展，连云港港迎来发展机遇

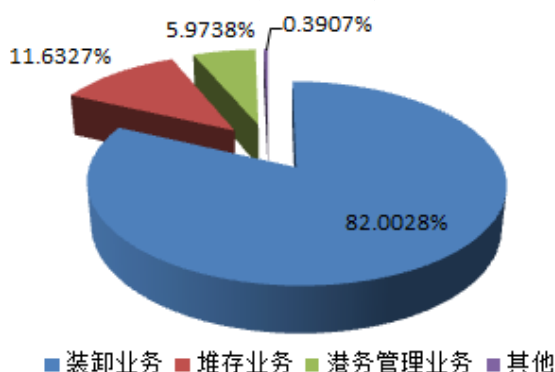
2015 年 3 月，国家发改委、外交部、商务部共同发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。作为中亚国家最便捷的出海基地，连云港港在“一带一路”规划中被确定为新亚欧大陆桥第一节点城市，在此建设中哈物流中转基地、上合组织出海基地。2015 年 5 月，江苏省委、省政府正式出台对接落实“一带一路”建设实施方案，明确提出连云港是“新亚欧大陆桥国际经济合作走廊的东方起点”，要发挥连云港新亚欧大陆桥经济走廊东方起点的先导和支撑作用，把连云港建设成为江苏省推进“一带一路”建设的核心区和

战略先导区，共建共用连云港开放基地和平台。整体来看，在 2016 年国内货物贸易进出口总额下降的背景下，连云港港全年货物吞吐量增速亦有所回落。但随着“一带一路”战略的推进，区域内集疏运体系将进一步完善，连云港港将继续发挥其区位优势。

基本分析

公司主要经营港口货物的装卸、堆存及港务管理业务，服务环节包括货物的装船和卸船、货物港区内堆存和搬运、货物陆路运输的装车和卸车。2016 年公司实现营业收入 11.67 亿元，同比减少 6.09%，其中装卸业务为主要收入来源，占业务总量的 82.00%。

图 2：2016 年公司业务收入结构图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

面对国际市场供需差异、国内经济结构调整及港口间竞争，公司装卸货种结构发生变化，低费率大宗散货接卸量增加并推升全年吞吐量，但高费率货种接卸量减少，导致整体收入规模下滑

受国内经济下行压力持续和经济结构转型的影响，各港口企业之间对货源的竞争日益激烈。跟踪期内，公司装卸货种结构发生变化，虽然完成货物吞吐量 5,739.15 万吨，同比增长 22.47%，但受高费率货种接卸量减少影响，收入规模仍下滑 6.09% 至 11.67 亿元。

具体来看，在金属矿石方面，2016 年公司在原有客户基础上新开发三家铁矿石客户，实现该货种吞吐量份额占比增长较多，同比由 19.38% 增长至 46.21%，全年实现吞吐量 2,651.88 万吨；但因各港口和港内的公司均出台各种优惠政策吸引货源，公

司其他有色矿吞吐量同比大幅下降 45.60%，加之铁矿石费率远低于有色矿等货种的费率，致使公司当年金属矿石装卸收入同比下滑 14.80% 至 3.80 亿元。煤炭方面，公司煤炭当年完成吞吐量 959.80 万吨，同比增长 25.70%，其中完成外贸进口煤炭 321.12 万吨，同比增加 227.36 万吨，主要系跟踪期内公司开发了新客户的进口业务且转水煤炭同比增量较多，但因转水煤炭费率较低，收入增幅有限。同时，受国家对钢铁行业调结构去产能影响，作为炼钢原材料的焦炭需求量下降，公司焦炭吞吐量同比大幅下降 46.10%，致使当年煤炭及制品装卸收入同比减少 0.05 亿元。此外，公司其他主要高费率作业货种当年均表现为吞吐量同比减少，其中钢铁和粮食同比降幅明显，分别为 13.60% 和 10.50%，其他货类降幅在 10% 以内，在货种费率基本无大幅变化的情况下，相应的装卸收入均同比下滑。

虽然公司装卸收入下滑，但在氧化铝、粮食、焦炭、有色矿、机械设备、胶合板等货源承揽方面仍保持一定优势和竞争力，其中优势货种氧化铝在价格倒挂、进口量锐减的形势下，进口接卸份额继续保持全国第一。

表 2：2014~2017 年一季度末公司装卸业务主要货种结构

单位：亿元

货种分类	装卸收入			
	2014	2015	2016	2017.Q1
金属矿石（含有色矿）	4.57	4.46	3.80	1.18
煤炭及制品（含焦炭）	2.82	1.90	1.85	0.66
粮食	0.60	0.40	0.39	0.10
木材	0.88	0.52	0.48	0.11
有色金属	0.80	0.58	0.48	0.02
机器、设备、电器	0.25	0.39	0.39	0.04
合计	9.92	8.26	7.32	2.11
公司装卸业务收入	12.16	10.09	9.57	2.58
占装卸业务收入比例	85.27%	81.90%	76.44%	81.78%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司继续推动港区项目建设，吞吐能力得到相应提升；但随着投资的持续，公司仍面临一定的资本支出压力

公司和参控股公司共拥有万吨级以上泊位近 40 个，专业化、通用化泊位布局合理，能够提供大宗散货、件杂货、液体化工、集装箱等多种货类的作业；大、中、小泊位配套齐全，可适应自 1 万吨级至 20 万吨级等多种船型靠泊作业；同时拥有近 200 万平方米场地和仓库，上千台（套）先进的港口作业设备，能够为客户提供较为高效的港口服务。

跟踪期内，公司实际完成各项投资 0.97 亿元，计划完成率为 85.86%。其中，工程建设方面，公司旗台作业区 2#、3#泊位水工主体及相关配套设施完成施工、通过验收，并取得临时经营许可证和试运行备案，年底通过省级开放验收工作。当年公司墟沟作业区 55#-57#泊位机修车间工程项目完成车间基础和辅助楼主体施工，并于 2017 年 3 月完成建设工作。竣工验收方面，公司旗台作业区氧化铝专业化泊位和化肥专业化泊位工程、墟沟作业区 61#-66#泊位升级改造工程（由 1.5 万吨级升至 5 万吨级）、墟沟作业区 55#-57#（10 万吨级）泊位工程、墟沟东作业区物流场站工程、灌河港区九队作业区一期工程等重大项目均于年内完成了各专项验收和竣工验收工作，进一步提升了综合硬件水平。

同时，公司根据现有泊位设施的特点，向连云港市发改委提请了墟沟作业区 61#散化肥装卸工艺改造工程和旗台作业区氧化铝、散化肥泊位升级改造工程的重新立项，并取得相关备案批复；跟踪期内公司完成了安全预评价、环境影响评价、初步设计和施工图设计等工程前期准备工作，其中 61#散化肥装卸工艺改造工程已于年内开工。

随着港区项目建设的推进，公司货物吞吐能力得到相应提升。截至 2016 年末，公司拥有泊位 33 个，较上年增加 5 个，核定年吞吐能力 4,631 万吨，同比增长 29.32%；跟踪期内，公司堆存能力未发生较大变化，总堆存能力仍为 833 万吨，其中堆场面积 169 万平方米。

随着“一带一路”战略的实施，公司港口设施建设继续推进。跟踪期末，公司主要在建工程项目累

计投入 19.64 亿元，投资进度由上年 71.83%推进到 80.31%，未来仍存在约 4.82 亿元的资金需求，同时随着部分工程的重新升级改造，公司后期仍面临一定的资本支出压力。

表3：截至2017年3月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	项目 预算	截至 2016 年末已投入	截至 2017 年 3 月末已投入
连云港墟沟东作业区物流场站	6.64	5.79	已转固
灌河港务堆沟港海河联运区一期工程	3.30	2.86	2.88
2#、3#、4#液体化工专业泊位	5.44	2.97	2.97
55#-57#通用泊位工程	9.07	8.02	已转固

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，受国内经济结构调整、外需疲软影响，公司业务规模持续下滑。随着“一带一路”战略的实施，公司港区项目建设将继续推进，吞吐能力有望进一步提升，未来仍存在一定的发展机遇。但中诚信证评仍将关注公司后续面临的资本支出压力。

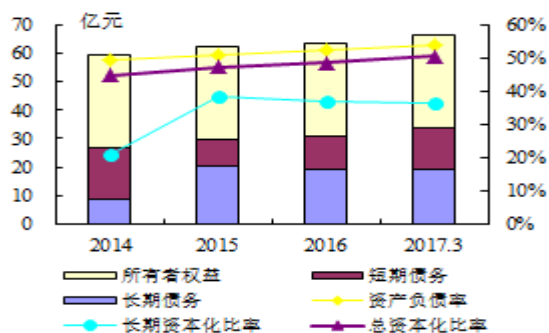
财务分析

以下分析基于上海上会会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年财务报告，以及公司提供的未经审计 2017 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

资本结构

近年来，受泊位建设等工程投资驱动，公司资产规模保持增长态势。2016 年末，公司总资产为 68.73 亿元，同比增长 2.50%；净资产为 32.78 亿元，与上年基本持平。同时，公司外部融资需求保持上升，年末总负债增长 5.40%至 35.95 亿元。2016 年末公司财务杠杆比率亦有所上升，资产负债率较上年末增加 1.44 个百分点至 52.30%，总资本化比率为 48.54%，同比增加 1.26 个百分点。截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 71.19 亿元，所有者权益为 32.83 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 53.89%和 50.63%。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司主要资产为装卸及运输设备、港务设施、仓储设施、码头及相关配套设施等非流动资产。2016 年末公司非流动资产为 63.26 亿元，占当年资产总额的比例为 92.03%，主要集中在长期股权投资（6.56 亿元）、固定资产（50.53 亿元）和在建工程（5.58 亿元），其中长期股权投资基本与上年持平，当年无新增股权投资项目，2017 年一季度末增至 8.59 亿元，系出资 2 亿元设立连云港港口集团财务有限公司；由于 2016 年公司大量在建工程转固，使得当年固定资产较上年增长 12.66 亿元，在建工程同比减少 11.59 亿元。2016 年末公司流动资产规模为 5.48 亿元，同比增加 0.27 亿元，占当年资产总额的比例为 7.97%，基本与上年持平。公司流动资产主要包括货币资金（1.76 亿元）、应收票据（1.85 亿元）、应收账款（1.36 亿元）和存货（0.26 亿元），其中货币资金基本为银行存款，流动性较好；应收票据同比增加 0.39 亿元，主要为开具的银行承兑汇票；应收账款的账龄集中在 1 年内，并已计提相应的坏账准备，但 2017 年一季度增至 2.59 亿元，公司应收账款周转效率下降；存货主要为原材料，整体规模较小。总体上，公司资产以固定资产等非流动资产为主，符合行业特点。

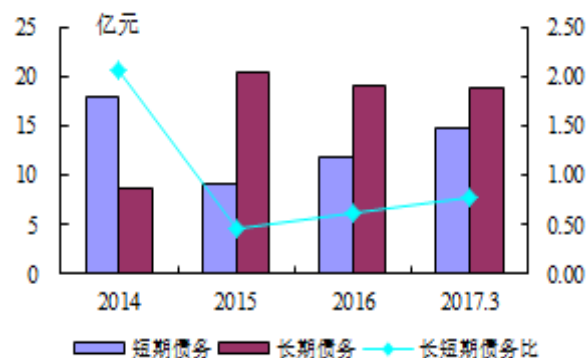
表 4：2016 年港口行业主要上市公司资本结构指标

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率（%）
上港集团	1,176.85	41.57
宁波舟山港	581.48	36.96
天津港	322.83	37.04
大连港	319.02	40.11
唐山港	202.93	26.76
日照港	198.44	42.25
深赤湾	66.20	14.86
厦门港务	73.90	56.29
连云港	68.73	52.30

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2016 年公司发行两支短期融资券共计 6.50 亿元（其中一支 3 亿元已于 2017 年 4 月到期，另一支将于 2017 年 8 月到期）致使年末总债务规模有所增加，增至 30.93 亿元，2017 年 3 月末为 33.67 亿元。此外，2016 年末公司短期债务为 11.85 亿元，同比增长 29.02%，长期债务同比下降 6.34%至 19.08 亿元，使得长短期债务比同比增加 0.17 倍至 0.62 倍，2017 年 3 月末为 0.78 倍。总体来看，公司债务仍以长期债务为主，与港口行业投资回收期较长的特性匹配程度较好，整体债务结构仍较为合理。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



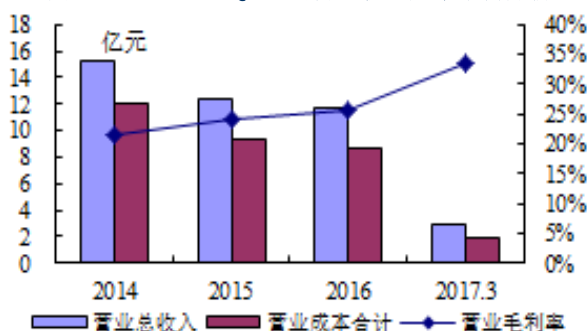
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体来看，公司资产规模保持增长，负债水平适中，且以长期债务为主的债务结构仍较为合理。但未来一段时期内公司仍有投资安排，债务融资规模仍有扩张可能，届时财务结构稳健性或将受到一定影响。

盈利能力

受国际市场供需差异、国内经济结构调整及港口间竞争加剧影响，2016 年公司铁矿石和煤炭费率下降，加之其他货种吞吐量减少，整体收入规模同比下滑 6.09%至 11.67 亿元。同时，与国内其他主要沿海港口相比，公司收入规模偏低。2017 年以来，外部经济环境仍表现弱势，公司收入继续表现下行态势，1~3 月实现营业收入 2.96 亿元，同比下降 3.04%。

图 5：2014~2017.Q1 公司营业收入成本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，虽然 2016 年公司货种平均费率同比下降，造成收入规模萎缩，但公司当年加强预算管理和成本控制，开展修旧利废和自主修理工作，降低了修理和燃料等变动成本费用，营业成本同比下降 7.89%，成本控制能力得以提升。当年装卸业务板块毛利率同比增加 1.73 个百分点至 27.46%，堆存业务板块毛利率同比增加 13.67 个百分点至 30.46%。公司 2016 年实现毛利率 25.67%，同比增长 1.45 个百分点。与同行业其他上市公司相比，公司收入规模较小，盈利能力一般，但跟踪期内综合毛利率水平有一定提升，表现向好。

表 5：2016 年港口行业主要上市公司营业毛利率比较

公司名称	营业收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
上港集团	313.59	30.08
宁波舟山港	163.25	24.87
天津港	130.47	27.91
大连港	128.14	10.83
唐山港	56.26	37.21
日照港	42.77	16.86
营口港	36.66	32.57
珠海港	18.01	22.40
连云港	11.67	25.67

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用仍延续增长态势，三费合计同比增加 0.39 亿元至 3.43 亿元，占收入比重为 29.38%，同比增加 4.98 个百分点；2017 年第一季度公司三费收入占比增至 33.95%。当年公司管理费用基本与上年持平，但两支融资券的发行使得财务费用同比增长 57.53%至 1.15 亿元。整体来看，公司期间费用占收入比重仍呈增长趋势，并完全吞噬了经营所得，期间费用控制能力亟

待加强。

表 6：2014~2017.Q1 公司期间费用情况

单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	2.61	2.31	2.28	0.67
财务费用	0.73	0.73	1.15	0.33
三费合计	3.34	3.04	3.43	1.01
三费收入占比	21.84%	24.40%	29.38%	33.95%

数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

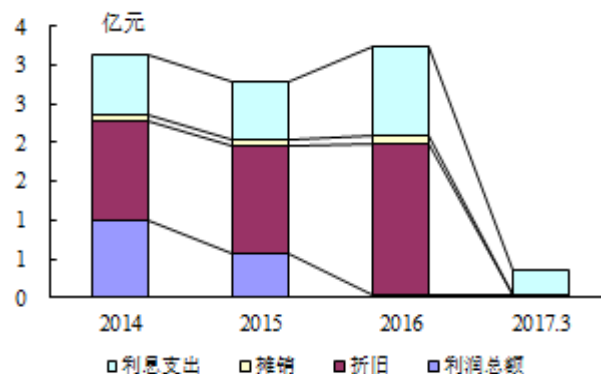
2016 年，公司仅实现利润总额 0.03 亿元，同比下降 0.54 亿元。从利润构成上来看，公司经营性业务利润受期间费用大量吞噬呈持续亏损状态，2016 年亏损额为 0.49 亿元；同时，当年确认坏账损失 0.04 亿元；但在获得投资收益 0.51 亿元（主要系权益法核算的长期股权投资收益 0.50 亿元）的基础上，公司 2016 年仍保持盈利状态。

总体来看，跟踪期内在市场低迷、各港口间竞争日益激烈的背景下，公司收入规模持续下滑，且三费收入占比仍较大，经营性业务持续亏损，综合获利水平较低，后续整体盈利水平有待进一步提升。

偿债能力

获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 同比增长 16.67%至 3.23 亿元，主要系固定资产折旧增加所致。受此推动，EBITDA 利息保障倍数从上年末的 1.72 倍提升至 2.29 倍，总债务/EBITDA 从 10.66 倍下降至 9.56 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力得到一定提升。

图 6：2014~2017.Q1 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营性业务持续亏

损，经营性活动净现金流为 0.65 亿元，维持在较低水平。同时，公司经营性净现金流利息倍数为 0.46 倍，经营活动净现金流/总债务为 0.20 倍，与上年持平，经营活动净现金流对债务本息的保障能力依然较弱。此外，公司资本性支出的加大导致当期投资性现金净流出 1.01 亿元，2017 年一季度为 2.26 亿元，预计未来几年资本性支出仍将维持在一定规模，公司资金压力难减。

表 7：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务/EBITDA (X)	6.26	6.31	5.10	11.12
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.12	0.20	-0.55
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.61	6.13	8.52	3.81
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.02	4.61	8.64	-23.24
资产负债率 (%)	63.99	55.54	59.06	60.08
总资本化比率 (%)	56.51	47.44	47.76	46.72

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年末，公司获得中国银行、农业银行、工商银行等多家金融机构共计 23.65 亿元的授信额度，其中尚未使用授信额度 8.73 亿元，备用流动性一般。但作为上市企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅，且与多家金融机构保持着良好合作关系，未来仍具备一定的再融资能力。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对控股子公司提供的担保余额为 1.64 亿元，除对控股子公司提供担保外，无对外担保事项。此外，公司亦无重大诉讼仲裁事项。

整体而言，公司港区位条件优越、基础设施完备，具备一定市场竞争优势；且近年来资产规模保持增长，财务结构仍较稳健，整体偿债能力很强。但中诚信证评亦关注到，周边港口竞争日趋激烈、未来资本支出压力较大及整体盈利能力较弱等因素或将对公司未来整体经营和信用状况产生一定负面影响。

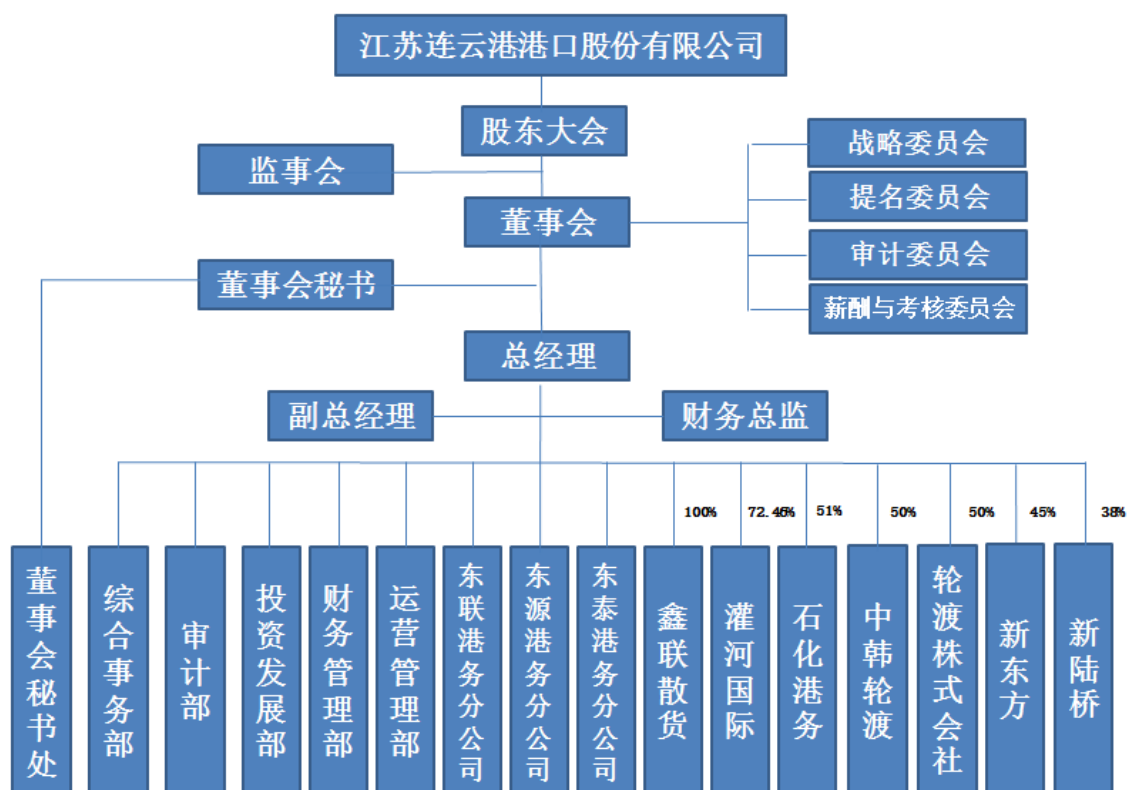
结 论

综上所述，中诚信证评维持“江苏连云港港口股份有限公司 2015 年公司债券”的信用等级 **AA**，维持连云港股份主体信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：江苏连云港港口股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：江苏连云港港口股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：江苏连云港港口股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	30,952.11	20,497.68	17,554.37	10,717.85
应收账款净额	12,130.94	9,589.75	13,630.08	25,901.98
存货净额	1,418.81	1,127.77	2,578.13	2,609.63
流动资产	67,928.51	52,028.66	54,755.21	62,027.86
长期投资	61,698.25	62,197.27	65,562.90	85,917.26
固定资产合计	511,238.35	550,493.90	505,333.13	499,683.69
总资产	648,539.53	670,564.96	687,336.10	711,865.37
短期债务	179,205.50	91,827.39	118,471.21	147,468.67
长期债务	87,070.00	203,732.58	190,817.82	189,225.87
总债务（短期债务+长期债务）	266,275.50	295,559.97	309,289.03	336,694.54
总负债	320,172.19	341,069.61	359,490.32	383,613.35
所有者权益（含少数股东权益）	328,367.34	329,495.36	327,845.79	328,252.02
营业总收入	152,937.11	124,285.42	116,713.05	29,615.35
三费前利润	32,433.05	29,645.99	29,389.15	9,727.53
投资收益	6,330.43	4,409.18	5,100.07	369.48
净利润	10,253.77	5,116.69	380.86	406.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,284.10	27,729.22	32,349.72	3,581.55
经营活动产生现金净流量	11,962.50	4,641.76	6,545.06	-3,607.13
投资活动产生现金净流量	-44,509.20	-28,896.06	-10,064.54	-22,605.54
筹资活动产生现金净流量	3,114.87	13,799.88	576.17	19,376.15
现金及现金等价物净增加额	-29,430.69	-10,454.42	-2,943.31	-6,836.52
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	21.43	24.22	25.67	33.52
所有者权益收益率（%）	3.12	1.55	0.12	0.50*
EBITDA/营业总收入（%）	20.46	22.31	27.72	12.09
速动比率（X）	0.29	0.38	0.32	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.02	0.02	-0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.05	0.06	-0.10*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.78	0.29	0.46	-1.08
EBITDA 利息倍数（X）	2.04	1.72	2.29	1.07
总债务/EBITDA（X）	8.51	10.66	9.56	23.50*
资产负债率（%）	49.37	50.86	52.30	53.89
总资本化比率（%）	44.78	47.29	48.54	50.63
长期资本化比率（%）	20.96	38.21	36.79	36.57

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包括少数股东权益。

2.公司 2016 年末其他流动负债为短期融资券，金额为 65,000 万元，进行相关财务指标计算时计入短期债务；2016 年末长期应付款为融资租赁款，金额为 15,801.90 万元，进行相关财务指标计算时计入长期债务。

3.公司 2016 年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：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。