



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 194号

深圳赤湾石油基地股份有限公司：

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“深圳赤湾石油基地股份有限公司2012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
二零一六年六月七日

深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	深圳赤湾石油基地股份有限公司		
担保主体	中国南山开发（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 5.7 亿元		
存续期限	2012/12/17—2019/12/17		
上次评级时间	2015/05/08		
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

深基地	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	17.48	19.88	20.71	25.84
总资产（亿元）	47.19	53.90	56.44	65.32
总债务（亿元）	25.70	28.19	29.30	32.41
营业总收入（亿元）	6.92	7.13	6.50	1.64
营业毛利率（%）	63.45	63.58	54.33	56.23
EBITDA（亿元）	5.31	5.53	4.58	-
所有者权益收益率（%）	12.59	12.01	5.34	2.23
资产负债率（%）	62.96	63.11	63.30	60.44
总债务/EBITDA（X）	4.84	5.10	6.40	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	3.32	2.65	-
南山集团	2013	2014	2015	
所有者权益（亿元）	88.97	86.93	107.29	
总资产（亿元）	208.54	230.84	256.01	
总债务（亿元）	60.51	82.54	69.88	
营业总收入（亿元）	60.08	67.81	72.64	
营业毛利率（%）	25.68	26.58	27.25	
EBITDA（亿元）	24.19	12.41	22.23	
所有者权益收益率（%）	11.64	2.55	9.36	
资产负债率（%）	57.34	62.34	58.09	
总债务/EBITDA（X）	2.50	6.65	3.14	
EBITDA 利息倍数（X）	4.06	2.93	5.10	

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。

基本观点

2015 年，深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”或“公司”）下属南京宝湾、南通宝湾、广州宝湾和武汉宝湾等多个物流园区全面投入运营，同时现有物流园区整体出租率保持高位，当年物流园区业务收入规模快速增长，占公司总收入比重不断提高。随着在建物流园区的陆续投入运营，公司收入规模和利润水平有望回升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将继续关注石油后勤服务业务收入下降和未来资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持深基地主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级 AA⁺。该债项级别考虑了中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 物流园区业务收入快速增长。目前国内高端物流设施整体供给不足，物流园区业务存在较大的发展空间，2013~2015 年公司物流园区收入分别为 3.42 亿元、3.73 亿元和 4.84 亿元，占同期营业总收入的比重分别为 49.36%、52.31%和 74.41%，其中 2015 年多个物流园区全面投入运营，相关收入快速增长。随着在建物流园区项目的陆续投产，公司物流园区业务收入有望继续提升。
- 经营性现金流表现良好。2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 4.34 亿元、4.14 亿元和 3.33 亿元，受行业特性影响，公司经营前期投入较大，但随着项目投产运营表现出良好的获现能力。

分 析 师

张晨姿 cyzhang@ccxr.com.cn曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月7日

关 注

- 石油后勤服务业务收入持续萎缩。2015 年石油行业低迷引起石油生产企业生产调整，同时中海油旗下客户流失，导致公司石油后勤服务业务收入大幅下降。中海油旗下原在赤湾基地作业的公司逐步转移到至中海油惠州基地，该趋势将在 2016 年进一步加剧，公司面临较大经营压力。
- 存在一定资本支出压力。截至 2015 年末，公司在建、拟建物流园区项目预算总投资 27.83 亿元，尚需投入 18.70 亿元，面临一定的资本支出压力。

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 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。

基本面分析

2015 年国际原油价格低位波动，海上石油开采类企业调整石油开采计划，同时当年中海油惠州基地正式投产运营，中海油旗下原在赤湾基地的公司基本搬迁至中海油惠州基地，导致公司石油后勤服务业务收入大幅下降。2015 年公司实现营业收入 6.50 亿元，同比下降 8.79%，其中，石油后勤服务业务实现营业收入 1.66 亿元，较上年度下降 51.03%；物流园区业务实现营业收入 4.84 亿元，较上年度增长 29.68%。近年来随着公司投入运营的物流园区规模和整体出租率的提高，物流园区业务的收入规模保持增长，同时 2015 年该业务比重增至 74.41%，较上年度提高 22.10 个百分点。

表 1：2013~2015 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

	2013		2014		2015	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
石油后勤	3.50	50.64	3.40	47.67	1.66	25.59
物流园区	3.42	49.36	3.73	52.33	4.84	74.41
合计	6.92	100	7.13	100	6.50	100

注：表中数据经四舍五入而得，小数尾差并未调整，下同。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

石油后勤服务业务

短期内全球油价的“断崖式下跌”将负面影响石油后勤服务行业，但长期来看，目前国内石油需求趋于稳定增长，同时海洋成为全球油气资源重要的接替区，国家不断加大对南海油气资源的开采力度，海洋石油后勤服务需求长期向好。

据中国石油集团经济技术研究院发布的 2015 年度《国内外油气行业发展报告》，2015 年世界石油供需宽松程度进一步加大，国际油价跌破金融危机低点，WTI 和布伦特原油期货全年均价分别为 48.76 美元/桶和 53.60 美元/桶，同比分别下降 47.52%和 46.02%。在需求侧，受低油价对需求刺激和发达国家经济复苏影响，世界石油需求大幅提高 170 万桶/日，达到 9,440 万桶/日；在供应侧，世界石油供应大增 260 万桶/日，达到 9,610 万桶/日，其中 OPEC 国家坚持保市场份额策略，美国非常规油气生产展现了较好的韧性，产量并未如预期下跌。因此，世界石油市场 2015 年供应过剩较严重，当

年油价出现“断崖式下跌”，石油后勤服务行业受到一定负面影响。

国内市场方面，2015 年我国石油表观消费量估计为 5.43 亿吨，比上年增加 0.25 亿吨，剔除新增石油储备和库存因素，估计实际石油消费增速为 4.4%，较上年增加 0.7 个百分点。石油净进口量为 3.28 亿吨，同比增长 6.4%，增速比上年高 0.6 个百分点，国内石油市场需求趋于稳定增长。

目前国内陆地石油勘探程度较高，开采难度逐渐增大，海洋成为全球油气资源重要的接替区。南海油气资源储量丰富，据勘探数据显示，整个南海盆地群石油地质资源量约在 230~300 亿吨之间，天然气地质资源量约为 16 万亿立方米，占我国油气总资源量的 1/3，其中 70% 蕴藏于深海区域。油气资源开发方面，国内石油公司均高度重视南海油气勘探开采，目前各公司在南海矿权登记情况为：中石油 18 个区块，126,848 平方公里；中石化 3 个区块，10,573 平方公里；中海油 82 个区块，541,982 平方公里。作为南海油气资源开发重要主体的中海油，近年来加大了对南海油气资源开发的投资和开发力度，尤其是深海区域。据中海油的规划，“十三五”期间，中国海油将在深水区域新建 5,000 万吨油当量的生产能力；在 2020 年前将投资 2,000 亿元，用于加大开发南海深水油气资源，同时加紧在国外收购深水钻井平台，全面铺开深水油气的开采。未来国家必将继续加大南海石油天然气资源的开采力度，尤其是加大深水油气田开采的力度，将带动海洋石油后勤服务业务的发展。

2015 年国际原油价格持续低位波动，海上石油公司调整石油开采计划，同时中海油惠州基地的投产运营引起的客户转移，导致当年公司石油后勤服务业务收入规模大幅下降，且后期面临较为严峻的挑战。

公司石油后勤服务以赤湾基地为运营主体，具体包括堆存（仓储）、装卸、港务管理和办公租赁等业务。赤湾基地占地面积 510,039.04 平方米，拥有 101,241 平方米的仓库、213,445 平方米的堆场和 896 米功能齐全的专业码头和 11 个五千吨泊位，能确保为海洋石油和天然气开发作业者提供安全、高

效、优质的后勤服务。

表 2：2013~2015 年公司石油后勤服务收入构成

单位：万元、%

	2013	2014	2015	2015 年 同比增长
堆存（仓储）	13,886	13,007	9,865	-24.16
装卸	9,226	11,059	2,570	-76.76
港务管理	8,087	6,593	1,665	-74.75
办公租赁	2,221	2,282	2,462	7.89
其他	1,612	1,043	80	-92.33
合计	35,031	33,984	16,642	-51.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，国际石油价格出现“断崖式下跌”且长期低迷，公司石油客户的开发力度和生产量下降。同时，中海油惠州基地工程于 2013 年 12 月陆续投产，2015 年全面运营后改变了公司垄断南海东部石油后勤服务业务的格局，且目前惠州基地占据了中海油自营油田海上后勤服务的大部分市场份额，该趋势将在 2016 年进一步加剧，公司石油后勤业务面临较大的经营压力。

2015 年，在客户减产及分流的影响下，公司石油后勤服务业务收入规模出现大规模的下降，当年该业务板块营业收入为 1.66 亿元，同比下降 51.03%。具体来看，2015 年公司仓库出租率和堆场出租率分别降至 65.58%和 72.64%，较上年度分别下降 22.78 个百分点和 22.42 个百分点，堆存业务当年贡献收入 9,865 万元，同比下降 24.16%；同期，公司实现港口操作装卸量 17.47 万吨，较上年度大幅下降 78.86%；取得装卸业务收入 2,570 万元，同比下降 76.76%；基地内的办公大楼对外出租率同比基本持平，当年贡献收入 2,462 万元，同比上升 7.89%；港务管理业务贡献收入 1,665 万元，同比下降 74.75%。

表 3：2013~2015 年公司石油后勤基地经营情况

	2013	2014	2015
港口操作装卸量（万吨）	106.40	82.65	17.47
仓库出租率（%）	99.10	88.36	65.58
堆场出租率（%）	99.00	95.06	72.64
办公租赁出租率（%）	94.30	97.45	97.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在业务拓展方面，2015 年中海油旗下企业客户转移至惠州基地后，公司加大了对其他客户资源的

开拓力度，当年成功引进非石油战略客户新加坡 KSD，并与之推进油气设备及配件交易平台合作事宜，同时成功引进全球无人机领军企业大疆创新、物流客户顺丰速运、龙洋兴等，并与壳牌签订后勤服务合作协议。此外，公司完成哈斯基堆场整体搬迁工作，退回港务泊位，降低了运营成本，稳定了长期合作的重要客户。公司通过以上客户拓展工作，一定程度上能够缓解因主要客户流失引起的仓储、办公场所出租率下降的负面影响。

2016 年，公司将继续推进成都赤湾国际油气基地项目，项目所在地管委会已分别于 2015 年 2 月和 2015 年 12 月完成项目一期 294 亩的招拍挂手续，并将已完成拆迁的地块交付于公司，项目建成后将成为高端装备、智能制造产学研一体化孵化中心与国际合作平台。但在目前油价低迷及西南页岩气体开发进度减缓的条件下，成都油气基地招商工作也受到一定影响。

总体来看，2015 年国际石油价格“断崖式下跌”且持续低迷，加之惠州基地对公司石油后勤服务业务的分流，导致当年公司相关收入大幅下降，且 2016 年基地库场和仓库仍将有一定空置率，码头装卸量和操作业务也无法在短期内回升到历史高位，公司面临较为严峻的挑战。

物流园区业务

近年我国物流园区数量增长较快，园区功能日趋完善，集聚效应初步显现。全国物流园区发展规划的制定，为物流园区的健康发展奠定了基础。

据国家发改委网站数据，2015 年社会物流总费用 10.8 万亿元，同比增长 2.8%，增速同比回落 4.1 个百分点。其中，运输费用 5.8 万亿元，增长 3.1%，回落 3.5 个百分点；保管费用 3.7 万亿元，增长 1.6%，回落 5.4 个百分点；管理费用 1.4 万亿元，增长 5.0%，回落 2.9 个百分点。总体来讲，国内物流业在 2015 年增势平稳。目前国内经济总量发展转向内需驱动，随着西部经济的成长和电子商务的崛起，国内物流设施供给整体不足，仓储物流行业已成为房地产业和物流行业的共同特点，物流园区发展前景广阔。

物流园区作为联系产业链上下游的纽带，是各

项物流活动开展的重要载体，通过产业的空间集聚、资源的有效整合、业务的流程优化，在促进区域经济发展，提升物流服务水平，提高土地集约化使用等方面发挥着重要的作用。近十年来物流园区快速发展，出现了货运服务、生产服务、商贸服务、综合服务和专业品类服务等多种类型。据2015年7月发布的《第四次全国物流园区（基地）调查报告》统计，截至调查结束全国包括运营、在建和规划的各类物流园区共计1,210家，较2012年754家相比，增长37.69%，其中运营的园区857家，在建的园区240家，规划的园区113家。从调查结果来看，目前我国物流园区以自主经营方式居多，园区业务功能日趋全面，增值服务收益稳步上升，园区服务范围逐渐扩大，功能日趋完善，集聚和辐射效应持续增强。

产业政策方面，国家发改委发布了《全国物流园区发展规划（2013~2020年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》中提出，全国物流园区总体布局的基本思路是根据物流需求规模、综合交通体系规划和区域产业发展规划等因素，确定物流园区布局城市、物流园区建设数量、规划布局和用地规模，因地制宜、合理确定物流园区的发展定位、功能布局、建设分期、配套要求等。预计到2020年，基本形成布局合理、绿色高效的全国物流园区网络体系。

2015年，公司多个物流园区全面投入运营，同时物流园区整体的仓库使用率保持高位，收入规模快速增长。较大规模在建及拟建物流园区项目，为公司经营业绩的提升提供保障的同时，亦给其带来较大的资本支出压力。

表 4：2013~2015 年公司物流园区收入构成

单位：万元、%

	2013	2014	2015	2015 年同比增长
仓储	30,175	32,935	40,987	24.45
装卸	981	829	732	-11.70
办公租赁及其他	2,996	3,548	5,007	41.12
合计	34,152	37,312	46,725	25.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年，公司继续加快物流园区布局，积极发

展物流园区业务，上海宝湾等六个物流园区出租率常年维持在 95%以上，新都宝湾等三个物流园区出租率常年保持在 80%以上，整体出租率维持在较高水平，同时南京宝湾、南通宝湾、广州宝湾和武汉宝湾等多个物流园区全面投入运营，相关收入规模保持增长。当年，公司物流园区业务全年实现营业收入 4.67 亿元，同比增长 25.23%。具体来看，仓储业务贡献收入 4.10 亿元，同比增长 24.45%；办公租赁业务贡献收入 0.50 亿元，较上年度增长 41.12%；装卸业务当年实现收入 0.07 亿元，较上年度减少 11.70%。

表 5：2015 年公司主要物流园区经营情况

单位：平方米、%、万元

	仓库可使用面积	仓库使用率	2015 年全年收入
上海宝湾	178,740	103.13	9,329
昆山宝湾	141,247	100.00	5,769
天津宝湾	151,373	98.98	5,779
新都宝湾	67,400	89.60	2,308
龙泉宝湾	126,446	95.26	6,075
廊坊宝湾	86,495	88.50	2,592
上海明江	118,190	103.05	5,563
广州宝湾	130,813	100.00	4,769
深圳宝湾	42,000	83.20	1,699
南京宝湾	100,148	89.70	2,337
南通宝湾	44,556	83.40	1,180
武汉宝湾	137,698	22.00	1,018
合计	1,325,106	-	48,418

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司继续以沿海沿江“T 形”为主干和“京沪京广铁路”为主轴，加快宝湾物流全国性物流园区网络布局。2015 年，公司全年共成功签约绍兴滨海新城、南京高新区、南通锡通科技产业园、嘉善、北京顺义、湖北孝感等物流项目，新增可规划土地 2,000 亩左右；2015 年获得成都油气基地项目、重庆西彭、合肥肥东、江阴等项目共计 818 亩土地指标。截至 2015 年末，公司在建、拟建项目有 8 个，建筑面积合计 89.30 万平方米，分布于天津、镇江、无锡、西安、咸阳、嘉兴和青岛等城市，项目预算总投资 27.83 亿元，已投入 9.13 亿元，后续尚需投入 18.70 亿元。较大规模的在建、拟建项目为公司未来经营业绩的提升提供保障的同时，亦给其带来

了一定的资本支出压力。

表 6: 截至 2015 年末公司在建及拟建项目一览表

项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计竣工 时间	投资额 (万元)	年末已投金 额 (万元)
天津滨港 宝湾	6.30	2016.10	42,909	18,863
镇江仓储	14.80	2016.06	36,222	24,450
无锡宝湾	12.70	2016.03	36,153	25,637
西安宝湾	14.90	待定	44,812	4,980
咸阳宝湾	19.60	待定	54,978	5,069
青岛胶州 宝湾	17.70	2017.06	38,000	6,314
嘉兴宝湾	2.60	2017.01	23,966	2,775
新都油气 基地项目	0.70	2016.12	1,300	3,171
合计	89.30	-	278,340	91,259

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司积极扩张物流园区规模, 进一步完善宝湾物流在全国的网络布局, 继续提升宝湾物流在核心城市的品牌效应和整体竞争实力。未来随着新物流园区陆续投入运营, 物流园区业务板块将成长为公司的主要运营板块, 占营业总收入的比重将不断上升。同时我们也关注到, 公司未来有较大的资本支出压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度审计报告, 其中, 2013 年数据采用 2014 年年报的重述数, 2014 年数据采用 2015 年年报的重述数。

资本结构

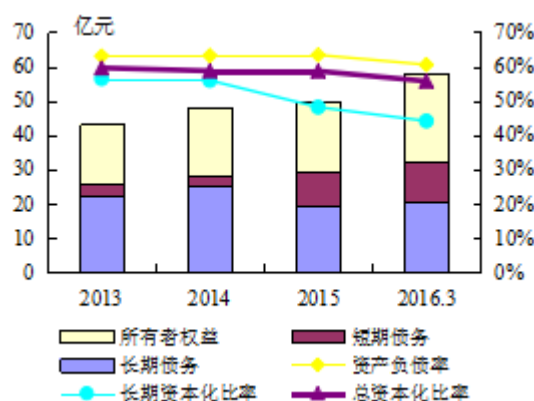
截至 2015 年末, 公司总资产为 56.44 亿元, 同比增长 4.72%。同期, 公司负债总额同比上升 5.05% 至 35.73 亿元。自有资本方面, 得益于留存收益的累积, 公司自有资本实力进一步增强, 2015 年末所有者权益合计 20.71 亿元, 同比增长 4.16%。财务杠杆比率方面, 2015 年末公司资产负债率同比增加 0.19 个百分点至 63.30%, 资本化比率下降 0.05 个百分点至 58.59%, 整体杠杆水平较为适中。

资产方面, 2015 年末, 公司资产以非流动资产为主, 非流动资产占总资产的比重为 88.17%, 其中非流动资产主要包括长期股权投资(5.83 亿元)、

投资性房地产(14.26 亿元)、固定资产(8.43 亿元)和无形资产(14.50 亿元)。其中长期股权投资主要系联营企业的投资成本, 投资性房地产、固定资产和无形资产系石油后勤基地及物流园区建设成本。

从债务规模和期限结构来看, 2015 年末公司向南山集团借入的 7 亿元中长期借款逐步进入偿还期, 当年短期债务规模大幅提升, 长短期债务比由 2014 年末的 0.0006 增至 0.6, 短期偿债压力提升较快。

图 1: 2013~2016.Q1 年公司资本结构



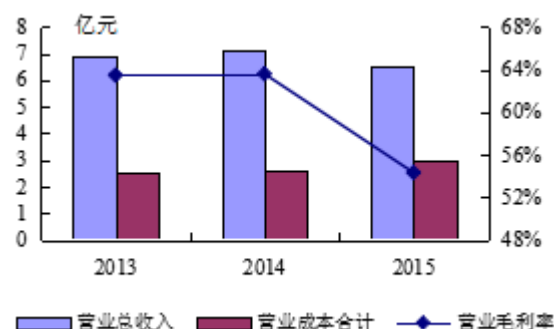
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

截至 2016 年一季度末, 公司资产总额为 65.32 亿元, 负债总额为 39.48 亿元, 资产负债率及资本化比率分别为 60.44% 和 50.85%。得益于少数股东权益的增加, 公司近期财务杠杆水平有所下降。

总体看, 公司近年资产规模逐年扩大, 自有资本实力逐年增强, 虽然 2015 年短期偿债压力快速提升, 但债务期限结构仍处于较为合理的范畴内, 财务杠杆水平较为适中。

盈利能力

图 2: 2013~2015 年公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

尽管公司多个物流园区投入运营, 同时整体出

租率保持高位，物流园区收入规模继续快速增长，但石油行业低迷引起石油生产企业生产调整，中海油旗下客户流失，公司石油后勤服务业务规模大幅萎缩，2015 年，公司全年实现营业收入 6.50 亿元，较上年同期下降 8.79%。毛利率方面，受人工成本上升、赤湾石油基地及新投入园区单位折旧摊销成本上升的影响，2015 年公司营业毛利率同比下降 9.25 个百分点至 54.33%。具体来看，2015 年公司堆存（仓储）、装卸、港务管理、办公租赁及其他业务的毛利率分别为 61.22%、10.24%、20.78% 和 35.99%，各业务毛利率除堆存（仓储）小幅下降外，其他业务均出现大幅下滑。

表 7：2013~2015 年公司业务毛利率情况

业务种类	2013 年 (%)	2014 年 (%)	2015 年 (%)	2015 年同比变化 (百分点)
堆存（仓储）	64.14	63.97	61.22	-2.75
装卸	60.30	62.01	10.24	-51.77
港务管理	81.33	76.11	20.78	-55.33
办公租赁及其他	42.51	51.67	35.99	-15.68
合计	63.45	63.58	54.33	-9.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年中海油旗下客户流失后，公司积极拓展其他客户，当年销售费用增长；管理费用支出刚性较大，2015 年同比基本持平；在债务规模提升的情况下，公司当年财务费用有所增长。2015 年公司合计发生期间费用 2.62 亿元，同比增长 8.48%；三费收入占比为 40.36%，同比提升 6.43 个百分点，公司期间费用控制能力有待提升。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

项目	2013	2014	2015
销售费用（亿元）	0.01	0.00	0.02
管理费用（亿元）	0.89	0.95	0.95
财务费用（亿元）	1.46	1.46	1.65
三费合计（亿元）	2.37	2.42	2.62
三费收入占比（%）	34.20	33.93	40.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司获得经营性业务利润 0.55 亿元，同比下降 70.43%；当年取得投资收益 0.75 亿元，同比下降 20.00%。综上，2015 年公司获得利润总额 1.41 亿元，同比减少 51.51%；取得净利润 1.11 亿元，同比减少 53.67%。

总体而言，2015 年受石油后勤服务业务收入下滑影响，公司营业收入下滑，同时在人工成本、折旧摊销等上升的压力下，盈利能力受到削弱。但未来随着公司在建物流园区的陆续投入运营，公司营业收入规模和盈利能力仍存在一定的提升空间。

偿债能力

获现能力方面，2015 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流分别为 4.58 亿元和 3.33 亿元，表现出良好的获现能力。从主要偿债能力指标表现来看，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.40 和 2.65；经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.11 和 1.93。公司良好的获现能力对其债务本息的偿还形成较好保障。

表 9：2013~2016.Q1 公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	3.11	3.01	10.12	12.07
长期债务（亿元）	22.59	25.18	19.18	20.34
EBITDA（亿元）	5.31	5.53	4.58	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	3.32	2.65	-
总债务/EBITDA（X）	4.84	5.10	6.40	-
经营活动净现金流量（亿元）	4.34	4.14	3.33	0.75
经营活动净现金流/总债务（X）	0.17	0.15	0.11	0.09
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	2.83	2.48	1.93	1.73

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年末，公司获得多家金融机构综合授信额度共计 23.23 亿元，其中尚未使用额度为 17.09 亿元，备用流动性相对充足。截至 2015 年末，公司无对外担保等或有事项。

总体看，公司 2015 年收入规模和利润水平下滑，债务规模的上升，当年主要偿债能力指标均有所弱化，但是 EBITDA 和经营活动净现金流对其债务本息偿还的保障程度较好。同时考虑到随着公司在建物流园区的后续投入运营，未来收入规模和利润空间有望回升。

担保实力

本次债券由中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2015年，南山集团实现营业收入72.64亿元，同比增加7.12%。鉴于石油后勤服务和物流园区经营业务集中在深基地运营，故以下主要对房地产开发业务、运输业务、船舶舱室配套业务、集成房屋业务进行说明。

表 10：2014~2015 年南山集团营业收入构成

单位：亿元

项目	2014	2015
房地产业务	31.36	37.82
运输业务	5.95	7.32
堆存业务	4.88	5.71
船舶舱室配套业务	5.56	5.65
集成房屋业务	9.30	5.51
钢结构销售业务	1.65	3.06
房产经营性租赁业务	2.58	2.61
塔机租赁业务	2.14	1.44
供电业务	1.05	1.35
工程及监理业务	0.42	0.44
装卸业务	1.19	0.40
港务管理业务	0.66	0.17
其他业务	1.07	1.15
合计	67.81	72.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

南山集团房地产开发业务主要由深圳市南山房地产开发有限公司（以下简称“南山房地产公司”）运营。截至 2015 年末，南山房地产公司项目土地储备 59.96 万平方米，当年新增土地储备 6.32 万平方米；年末在建房地产项目 7 个，主要包括维乐花园、南山柠檬城、雍江汇等，投资合计 65.38 亿元，规划建筑面积 217.19 万平方米，当年销售面积为 29.47 万平方米。截至 2015 年末，南山房地产公司总资产 73.56 亿元，所有者权益 26.16 亿元，全年实现营业收入 19.54 亿元，净利润 3.82 亿元。

物流运输业务主要由深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）运营。2015 年东方物流收购油品业务，介入恒温仓，提升盈利能力，全年实现营业收入 7.5 亿元，同比增长 24.4%；净利润 3,058 万元，同比增长 124.7%，完成年度计划的 103.9%。截至 2015 年末，东方物流自有车辆为 555 台。

船舶舱室业务中，集团产品主要针对船舶内装市场，主要客户有 NAGASAKI SEMPaku SOBI

CO.,LTD、Hua Nan Marine Pte Ltd、Tsuneishi Heavy Industries（Cebu）、TRINOXX MARINE INDUSTRIAL&OFFSHORE SOLUTIONS、大连船舶重工集团海洋工程有限公司、Marine Interior Systems,LLC、Almaco Group Oy、常石（岱山）船舶服务有限公司等，相关产品 2015 年产销量为复合板产销量为 206 万 m²、191 万 m²，防火门产销量为 103,040 扇、77,004 扇，卫生单元产销量为 14,270 套、12,793 套。集成房屋租赁业务中，截至 2015 年末，集团租赁资产规模为 15.51 万平方米。

从资本结构来看，截至 2015 年 12 月 31 日，南山集团总资产为 256.01 亿元，同比增长 10.90%，所有者权益 107.29 亿元，同比增加 23.42%，资产负债率 58.09%，同比减少 4.25 个百分点，财务结构稳健性良好。

从盈利能力来看，2015 年南山集团实现营业总收入 72.64 亿元，同比增加 7.11%，营业毛利率为 27.25%，同比增加 0.67 个百分点。同期，公司取得利润总额 13.61 亿元，同比增长 202.50%；净利润 10.04 亿元，同比增长 353.54%，主要是因为投资收益大幅增加所致。

偿债能力方面，从债务规模来看，2015 年公司总债务 69.88 亿元，同比减少 15.34%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.67，由于当年大量长期借款将于一年内到期，长短期债务比有所上升，但整体债务期限结构仍较合理。从偿债能力指标来看，2015 年南山集团总债务/EBITDA 指标为 3.14，同比减少 3.51 倍；EBITDA 利息倍数为 5.10 倍，同比增长 2.17 倍。总体来看，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力良好。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，南山集团担保余额为 19.8 亿元，担保对象基本为关联方或子公司，担保风险较小。财务弹性方面，截至 2015 年 12 月 31 日，南山集团本部共获得银行授信 117.95 亿元，其中未使用额度为 92.61 亿元，备用流动性充足。

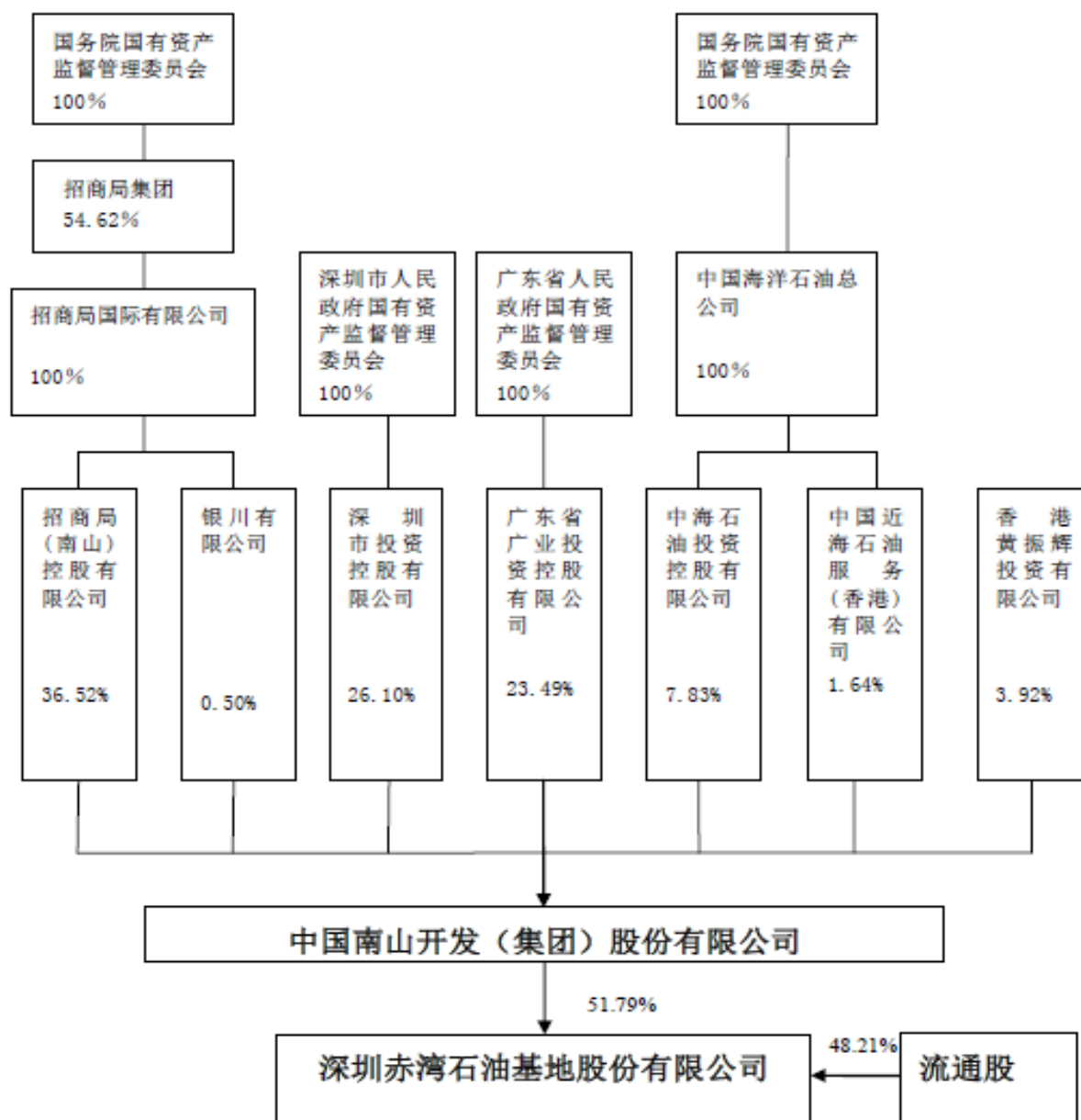
综合来看，南山集团 2015 年收入规模增长，毛利率提升，主营业务盈利能力提升。整体上看，南山集团业务涉及多行业、多领域，综合竞争实力

很强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够对本次债券按期偿还提供有力的保障。

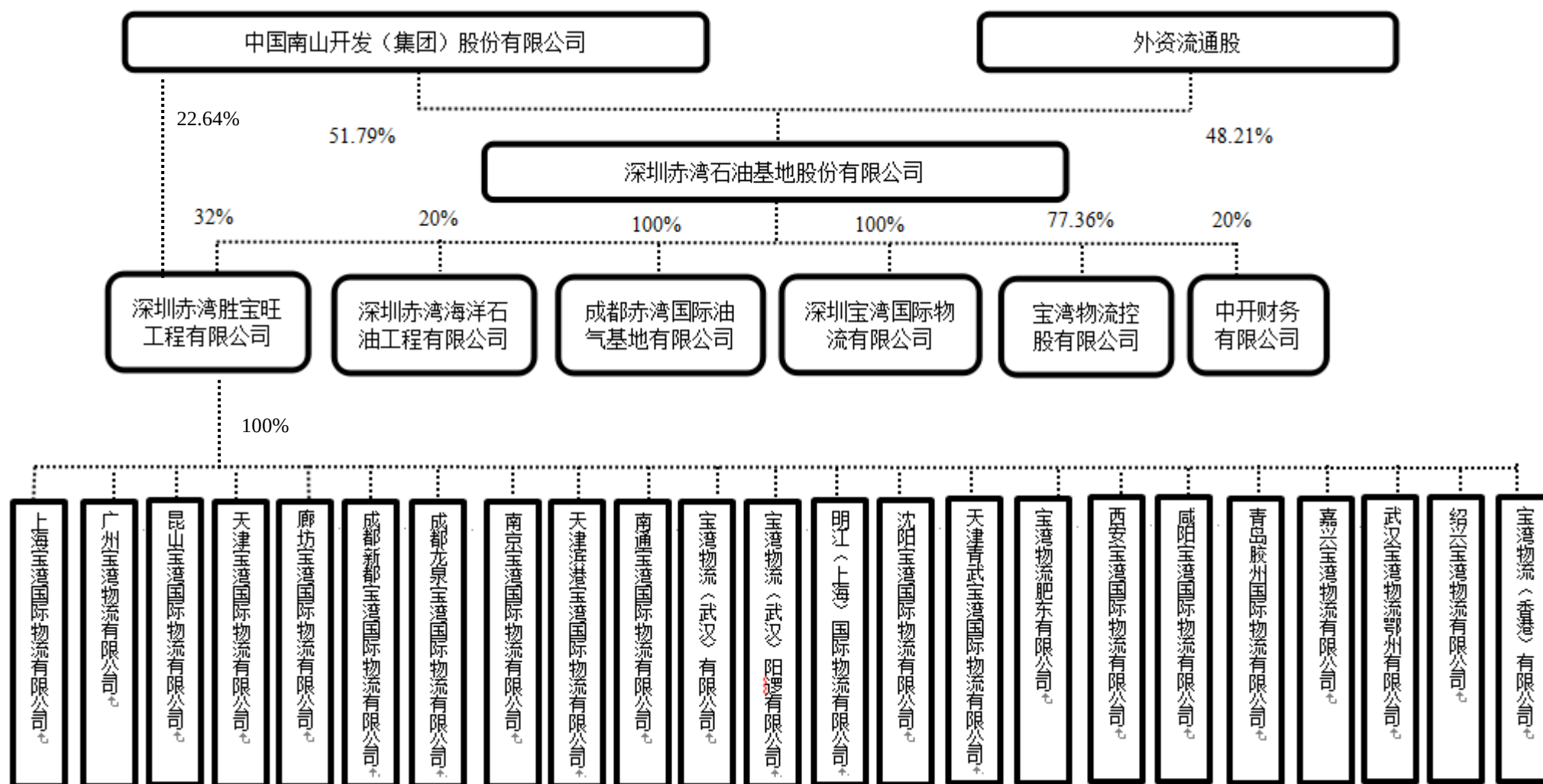
结 论

综上所述，中诚信证评维持深基地主体信用级别 **AA**，评级展望稳定；维持“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”信用级别 **AA⁺**。

附一：深圳赤湾石油基地股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：深圳赤湾石油基地股份有限公司架构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：深圳赤湾石油基地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	29,991.04	37,532.89	32,112.19	86,861.59
应收账款净额	5,536.00	5,323.46	5,025.78	4,803.09
存货净额	99.64	105.40	91.45	86.53
流动资产	114,265.48	89,485.12	66,753.51	105,110.25
长期投资	47,625.37	53,796.20	58,260.04	57,471.20
固定资产合计	179,675.34	234,493.90	263,728.13	280,882.07
总资产	471,860.36	538,962.99	564,395.66	653,164.19
短期债务	31,104.94	30,134.94	101,204.74	120,700.24
长期债务	225,908.12	251,791.20	191,841.16	203,372.17
总债务（短期债务+长期债务）	257,013.06	281,926.14	293,045.90	324,072.41
总负债	297,071.91	340,120.76	357,286.51	394,787.60
所有者权益（含少数股东权益）	174,788.45	198,842.23	207,109.15	258,376.59
营业总收入	69,183.26	71,295.86	65,027.95	16,442.46
三费前利润	40,930.35	42,672.98	31,709.28	8,278.18
投资收益	9,546.79	9,389.24	7,511.05	604.78
净利润	21,998.76	23,885.69	11,067.26	1,437.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	53,067.73	55,313.78	45,803.16	-
经营活动产生现金净流量	43,408.80	41,437.08	33,265.64	7,454.69
投资活动产生现金净流量	-75,485.15	-39,925.84	-31,344.86	-29,578.80
筹资活动产生现金净流量	-27,460.92	6,049.13	-7,311.05	75,578.50
现金及现金等价物净增加额	-59,344.38	7,542.35	-5,420.69	53,454.39
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	63.45	63.58	54.33	56.23
所有者权益收益率（%）	12.59	12.01	5.34	2.23
EBITDA/营业总收入（%）	76.71	77.58	70.44	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.15	0.11	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	1.40	1.38	0.33	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	2.83	2.48	1.93	1.73
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	3.32	2.65	-
总债务/EBITDA（X）	4.84	5.10	6.40	-
资产负债率（%）	62.96	63.11	63.30	60.44
总债务/总资本（%）	59.52	58.64	58.59	55.64
长期资本化比率（%）	56.38	55.87	48.09	44.04

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：中国南山开发（集团）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
货币资金	338,778.17	301,084.44	456,833.58
应收账款净额	101,425.62	94,914.21	86,778.23
存货净额	566,467.33	738,734.91	745,092.47
流动资产	1,172,892.14	1,367,115.34	154,958.01
长期投资	263,808.70	257,049.24	277,157.97
固定资产合计	460,984.16	460,254.67	487,916.22
总资产	2,085,411.22	2,308,436.17	2,560,115.10
短期债务	65,337.79	195,980.65	279,274.96
长期债务	539,775.39	629,456.78	419,534.12
总债务（短期债务+长期债务）	605,113.18	825,437.43	698,809.08
总负债	1,195,755.91	1,439,138.31	1,487,224.19
所有者权益（含少数股东权益）	889,655.31	869,297.86	1,072,890.90
营业总收入	600,846.21	678,137.97	726,364.77
三费前利润	129,969.12	139,863.58	153,803.04
投资收益	130,979.41	37,158.73	110,609.56
净利润	103,518.43	22,136.08	100,395.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	241,853.86	124,072.44	222,333.07
经营活动产生现金净流量	7,263.91	-118,009.81	252,584.01
投资活动产生现金净流量	81,827.60	-50,936.11	-5,447.22
筹资活动产生现金净流量	-315,834.68	146,044.51	-97,418.73
现金及现金等价物净增加额	-232,143.50	-23,257.20	151,199.58
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	25.68	26.58	27.25
所有者权益收益率（%）	11.64	2.55	9.36
EBITDA/营业总收入（%）	40.25	18.30	30.61
速动比率（X）	1.20	0.94	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	-0.14	0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.60	0.90
经营活动净现金/利息支出（X）	0.12	-2.79	5.80
EBITDA 利息倍数（X）	4.06	2.93	5.10
总债务/EBITDA（X）	2.50	6.65	3.14
资产负债率（%）	57.34	62.34	58.09
总债务/总资本（%）	40.48	48.71	39.44
长期资本化比率（%）	37.76	42.00	28.11

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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+其他非流动负债-中长期借款

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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）

总资产报酬率=净利润*2/（期初总资产+期末总资产）

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。