

2014 年靖江港口集团有限公司
公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

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>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【562】号 01

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2021 年
08 月 05 日

债券偿还方式: 按年付
息, 第三年度至第七年
度等额偿还 20% 本金

分析师

姓名:
张旻烁 毕柳

电话:
021-51035670

邮箱:
zhangmy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2014 年靖江港口集团有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 6 月 23 日	2016 年 6 月 29 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对靖江港口集团有限公司 (以下简称“靖江港口”或“公司”) 及其 2014 年 8 月 5 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 年度跟踪评级结果为: 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。该评级结果是考虑到靖江市经济和地方综合财力保持增长; 公司是靖江港区唯一的国有控股码头建设和运营主体, 地方政府支持力度较大。但我们也关注到, 公司资产整体流动性偏弱, 在建项目规模较大, 面临一定资金压力, 有息债务规模较大, 存在较大的偿债压力以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 靖江市经济和地方综合财力保持增长。靖江市经济实力较好, 2016 年实现地区生产总值 801.75 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 5.7%; 靖江市财政实力较强, 2016 年靖江市地方综合财力为 1,197,829 万元, 同比增长 14.26%。
- 地方政府支持力度较大。公司是靖江港区唯一的国有控股码头建设和运营主体, 地方政府在资产注入、财政补贴等方面给予公司较大支持。2016 年公司获得政府补贴 18,002.00 万元; 政府向公司注入土地资产, 公司增加资本公积 8.31 亿元。

关注：

- **公司资产以存货、在建工程及无形资产为主，整体流动性较弱。**2016 年底，公司存货、在建工程、无形资产规模分别为 33.63 亿元、38.13 亿元、19.96 亿元，合计占资产总额的 84.12%。存货系四块土地的整理开发成本，变现能力欠佳；在建工程系工程施工成本，资金回笼受工程施工进度、政府财政安排影响较大；无形资产主要系政府划入的土地使用权，已被抵质押的土地占比 30.72%，受限比例较高。
- **公司在建项目规模较大，面临一定资金压力。**截至 2016 年底，公司主要在建项目预计总投资额合计 51.88 亿元，已投资 35.61 亿元，尚需投资 16.27 亿元，面临一定资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力。**2016 年底公司有息债务规模为 47.15 亿元，占负债总额的 97.07%，其中，2017 年共需偿还有息债务 21.10 亿元。
- **公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2016 年底，公司对外担保余额为 337,100.00 万元，占同期所有者权益的 55.76%，担保对象主要为靖江市政府下属单位，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,090,283.83	1,059,450.77	942,446.44
所有者权益（万元）	604,553.04	507,822.84	464,279.94
有息债务（万元）	471,511.26	539,020.80	454,921.62
资产负债率	44.55%	52.07%	50.74%
流动比率	2.07	2.23	1.69
营业收入（万元）	196,734.42	189,150.98	186,423.32
政府补助（万元）	18,002.00	19,140.00	23,924.56
利润总额（万元）	13,562.20	16,663.80	23,784.48
综合毛利率	12.14%	9.24%	8.84%
EBITDA（万元）	46,144.78	36,760.37	55,210.66
EBITDA 利息保障倍数	1.72	2.22	1.50
经营活动现金流净额（万元）	64,471.23	164,933.98	31,771.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月5日发行7年期8亿元公司债券，募集资金已全部使用完毕，其中3.24亿元用于江苏泰州港靖江港区新港作业区公用码头（三期）工程、4.76亿元用于江苏泰州港靖江港区新港作业区和尚港内港池码头工程。

二、发行主体概况

2016年，公司注册资本、控股股东均未发生变更。截至2016年底，公司注册资本、实收资本仍为120,000.00万元；控股股东仍为江苏省靖江经济技术开发区管理委员会（以下简称“靖江经开区管委会”）。2016年，公司合并财务报表范围亦无变化。需关注2016年公司董事、监事、董事长、总经理均发生变更。

截至2016年12月31日，公司资产总额为109.03亿元，所有者权益为60.46亿元，资产负债率为44.55%；2016年度，公司实现营业收入19.67亿元，利润总额1.36亿元，经营活动现金流净额6.45亿元。

三、区域经济与财政实力

靖江市经济总量相对较大，2016年经济实力进一步增强，但经济增速继续放缓

2016年，面对宏观经济增长总体放缓的压力，靖江市经济增速继续放缓，2016年实现地区生产总值801.75亿元，按可比价格计算，同比增长5.7%，增速同比回落3.8个百分点。按常住人口计算，2016年靖江市全年人均GDP达到116,703元，同比增长7.13%，为全国人均GDP的2.16倍。

从产业结构来看，2016年靖江市产业结构升级加快，第三产业比重继续提高，三产结构由2015年的2.9: 50.0: 47.1调整为2016年的2.8:48.9:48.3。其中，第一产业实现增加值22.51亿元，同比增长1.2%；第二产业实现增加值391.95亿元，同比增长3.2%；第三产业实现增加值387.29亿元，同比增长8.8%。

工业方面，2016年靖江市宏观经济增速放缓、部分重点企业关闭，工业经济低位运行，主要工业经济指标回落。2016年，靖江市实现规模以上工业总产值1,961.63亿元，同比下降4.4%；实现规模以上工业增加值424.59亿元，同比下降4.0%。从各

大产业来看，以船舶为龙头的沿江五大产业全面下行，全年实现列统工业¹产值823.30亿元，下降18.7%；以汽配产业为引领的六大传统产业成为经济发展的稳定支柱，全年实现产值895.51亿元，增长9.7%，其中汽配产业领衔发展，实现规模以上工业产值179.76亿元，同比增长18.7%；高端装备等新兴产业发展形势较好，但规模尚小，全年实现列统工业产值220.87亿元，同比增长9.7%。

从拉动经济的增长因素来看，2016年靖江市固定资产投资增速放缓，消费和出口增长较快。2016年靖江市完成固定资产投资500.00亿元，同比增长0.8%，增速同比下降27个百分点；其中，第二产业投资273.33亿元，同比下降10.7%；第三产业投资226.67亿元，同比增长19.8%。2016年靖江市实现社会消费品零售总额177.24亿元，同比增长11.2%，增速同比提升1.1个百分点。2016年靖江市进口大幅下降，主要产品出口增长较好，实现进出口总额27.18亿美元，同比下降9.1%；其中，进口受龙威粮油的影响，累计仅实现7.82亿美元，下降33.8%；累计出口19.36亿美元，同比增长7.1%，主要产品出口增长较好，船舶、锚链、钢材和维生素C共计出口额为14.10亿美元，同比增长10.2%，占全市出口总额的70.8%，其中船舶出口10.90亿美元，同比增长24.9%，主要系靖江市造船企业加大产品结构调整，承接订单从原有的散货轮、油轮为主向承接万箱集装箱船、化学品船等高端船型转变所致。

2016年底靖江市金融机构本外币存款余额1,011.36亿元，同比增长16.7%；金融机构本外币贷款余额718.21亿元，同比增长10.3%。

表1 2015-2016年靖江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	801.75	5.7%	702.55	9.5%
第一产业增加值	22.51	1.2%	20.55	3.2%
第二产业增加值	391.95	3.2%	351.15	8.8%
第三产业增加值	387.29	8.8%	330.85	10.9%
工业增加值	424.59	-4.0%	480.62	7.8%
全年固定资产投资	500.00	0.8%	481.11	27.8%
社会消费品零售总额	177.24	11.2%	159.41	10.1%
进出口总额（亿美元）	27.18	-9.1%	28.84	9.8%
存款余额	1,011.36	16.7%	866.54	3.2%
贷款余额	718.21	10.3%	651.34	11.3%

¹ 列统工业企业为列入政府统计部门名单,需要按时上报相关统计报表的工业企业。

人均 GDP（元）	116,703.00	108,940.00
人均 GDP/全国人均 GDP	216.20%	217.91%

资料来源：2015-2016 年靖江市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

靖江市地方综合财力稳步增长，财政自给程度较好，但国有土地出让收入易受土地市场波动影响，未来可能影响地方财政收入的稳定性

靖江市财政实力较强，2016年靖江市共实现地方综合财力1,197,829万元，同比增长14.26%，主要系土地出让收入、上级补助收入大幅增长所致。

2016年受“营改增”政策全面实施的影响，靖江市实现公共财政收入为525,078万元，同比下降14.78%，占地方综合财力的比重为43.84%。其中，税收收入占公共财政收入比重为79.93%，同比下降2.56个百分点，靖江市公共财政收入基础和质量仍较好。2016年靖江市上级补助收入增长较快，为163,852万元，同比增长49.64%，占地方综合财力的13.68%，其中一般性转移支付占比22.04%。受土地出让收入大幅增长影响，2016年靖江市实现政府性基金收入457,018万元，同比增长72.57%，占地方综合财力的38.15%。国有土地使用权出让收入在一定程度上增强了靖江市的财政调节能力，但政府性基金收入占财政收入比重较大，且国有土地使用权出让收入易受房地产市场景气度和政府调控影响，未来国有土地出让金收入的波动对财政收入影响较大。

靖江市公共财政支出主要用于城乡社区支出、教育支出、农林水支出、一般公共服务支出、医疗卫生与计划生育支出等方面。2016年，靖江市公共财政支出641,479万元，同比下降8.30%，财政自给率为81.85%，自给能力较好，但同比有所下降。

表2 2015-2016年靖江市财政收入及财政支出情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	1,197,829	1,048,359
（一）公共财政收入	525,078	616,119
其中：税收收入	419,689	508,267
非税收入	105,389	107,852
（二）上级补助收入	163,852	109,494
其中：返还性收入	72,018	29,226
一般性转移支付收入	36,110	30,464
专项转移支付	55,724	49,804
（三）政府性基金收入	457,018	264,834
其中：土地出让收入	447,287	256,588
（四）预算外财政专户收入	51,881	57,912

财政支出	1,190,570	1,010,410
（一）公共财政支出	641,479	699,536
（二）政府性基金支出	498,942	261,312
（三）预算外财政专户支出	50,149	49,562
税收收入/公共财政收入	79.93%	82.49%
财政自给率	81.85%	88.08%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：靖江市财政局

四、经营与竞争

公司是靖江港区唯一的国有控股码头建设和运营主体，负责靖江港区的港口码头建设、经营和港区基础设施建设。2016 年公司实现营业收入 196,734.42 万元，同比增长 4.01%，主要系贸易收入增长所致。从收入结构来看，2016 年公司营业收入仍以贸易收入为主，贸易收入占营业收入的比重为 86.15%，同比变动不大。2016 年公司综合毛利率为 12.14%，同比提高 2.90 个百分点，主要系贸易收入、拆迁项目毛利率增长所致。

表3 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	196,661.38	12.12%	189,057.58	9.22%
其中：贸易收入	169,488.79	6.25%	161,621.14	4.22%
拆迁项目	14,150.94	29.33%	14,000.00	10.71%
出租运营管理	9,523.81	87.14%	10,000.00	87.75%
装卸仓储	3,432.88	21.21%	3,436.44	9.75%
其他	64.95	100.00%	-	-
其他业务收入	73.04	53.43%	93.40	44.49%
合计	196,734.42	12.14%	189,150.98	9.24%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

公司港口服务收入规模较小，未来随着在建工程完工，有望实现增长；但在建工程后续投入资金规模较大，公司面临一定资金压力

公司港口服务业务主要由下属公司靖江新华港务有限公司（以下简称“新华港务”）运营，港口服务业务包括货物的装船和卸船、货物港区内堆存和搬运等，其中港区内的场地倒运、集疏港装卸车等辅助作业均外包给外协单位完成。

新华港务在靖江港区经营 40,000 吨级多用途泊位 1 个，50,000 吨级散杂货泊位 2 个，设计年吞吐量为 320 万吨；拥有各类堆场面积约 13 万平米，堆存能力 20 余万吨；拥有各类仓库 8 个，仓库面积 20,000 平米，仓储能力 10 万吨。2013 年前新华港务主要装卸货种为钢材和建材，2014 年后新增了玉米、大豆、小麦和化肥，目前粮食类货种已成为新华港务的支柱货种，占据了总吞吐量 50% 以上。

2016 年，港口吞吐量为 250.00 万吨，同比继续提高，但由于港口竞争激烈，公司对客户提供优惠力度较大，装卸仓储收入同比变动不大，为 3,432.88 万元。

表4 2015-2016港口运营情况（单位：万吨）

年度	泊位数	核定年吞吐能力	实际吞吐量
2016 年	3	320	250.00
2015 年	3	320	188.82

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年来港口基础设施建设不断推进，截至2016年底，公司在建项目主要是公用码头扩建、罗家桥工程、和尚港内港池码头工程、焦港内港地、中德产业园等，未来随着在建工程的完工，港口运营能力将进一步提高，公司装卸仓储收入将有望实现增长。但需关注，截至2016年底，公司主要在建项目预计总投资额合计51.88亿元，已投资35.61亿元，尚需投资16.27亿元，公司面临一定资金压力。

表5 截至2016年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	预计总投资	已投资
公用码头扩建 ²	24.43	16.02
罗家桥工程	12.84	9.72
和尚港内港池码头工程	8.70	8.21
焦港内港地 ³	3.81	0.18
中德产业园	2.10	1.48
合计	51.88	35.61

注：公司预计总投资额每年年底根据实际情况进行调整

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司贸易收入2016年有所增长，受港口建设进度及外部经济环境影响，未来仍将有所波动

公司利用港口物流和腹地经济的资源优势，不断发展贸易业务。公司贸易业务由集团本部运营，主要采用以销定购的运营模式，经营货种为煤炭、建材、大豆油、

² 江苏泰州港靖江港区新港作业区公用码头（三期）工程为公用码头扩建项目的一部分。

³ 焦港内港地项目已投资额较小，公司暂未将该项目放入在建工程科目中。

棕榈油等商品，其中钢材、水泥、煤炭所占贸易额的比重较高。采购货款按合同规定可预付不超过 20% 的预付款，其余货款待产品检验合格交货后结清；与下游客户结算方式为，合同签订后收取 10-30% 的定金，对方验货合格后支付至 95% 的货款，余款在 1 个月内结清，销售货款账期一般不超过 3 个月。

由于靖江经济开发区建设的推进，以及钢材、水泥销售价格上升，公司贸易收入有所增长，2016 年实现贸易收入 169,488.79 万元，同比增长 4.87%，毛利率为 6.25%，同比提高 2.03 个百分点，主要系钢材、水泥、棕榈油毛利率增长所致。

表6 2016年公司贸易收入构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
钢材	59,516.09	35.12%	55,138.00	34.12%
卵石	6,870.11	4.05%	5,850.16	3.62%
黄砂	4,023.37	2.37%	3,261.07	2.02%
水泥	27,250.57	16.08%	25,819.69	15.98%
煤炭	27,862.15	16.44%	26,183.45	16.20%
大豆油	7,870.12	4.64%	9,386.19	5.81%
棕榈油	15,861.74	9.36%	11,568.52	7.16%
沥青混合物	20,234.64	11.94%	24,413.16	15.11%
合计	169,488.79	100.00%	161,621.14	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司上游供应商主要为江苏三江物流有限公司、江苏华鼎物资有限公司、江苏华宇建设有限公司、新余钢铁股份有限公司、江苏沙钢集团有限公司，2016 年采购金额为 57,540 万元，合计占当年采购金额总额的 32.80%。公司下游客户主要是靖江马洲水利工程有限公司、江苏国信靖江发电有限公司、靖江新港城建设有限公司、江苏宏发有限公司、靖江马驮沙有限公司等企业，销售金额合计 52,681 万元，占当年贸易业务销售总额的 31.08%。整体来看，公司贸易业务供应商、客户集中度有所下降。

靖江港区部分码头项目尚在建设中，受港口建设进度及外部经济环境影响，未来公司贸易收入仍将有所波动。

表7 2016年公司港区货物贸易业务主要合作客户情况（单位：万元）

主要上游供应商			主要下游客户		
供应商	采购金额	占比	客户	销售金额	占比

江苏三江物流有限公司	17,230	9.80%	靖江马洲水利工程有限公司	14,316	8.45%
江苏华鼎物资有限公司	7,837	4.50%	江苏国信靖江发电有限公司	7,008	4.13%
江苏华宇建设有限公司	9,840	5.60%	靖江新港城建设有限公司	19,470	11.49%
新余钢铁股份有限公司	6,983	4.00%	江苏宏发有限公司	6,023	3.55%
江苏沙钢集团有限公司	15,650	8.90%	靖江马驮沙有限公司	5,864	3.46%
合计	57,540	32.80%	合计	52,681	31.08%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司拆迁项目收入规模同比变化不大、可持续性较好，但未来拆迁收入易受土地市场以及政府规划影响而产生波动

公司受靖江经开区管委会委托，对靖江港区周边区域进行动迁整理。公司自筹资金支付拆迁过程中的拆迁款和被拆迁户的安置费；拆迁整理出的土地出让后，靖江经济开发区财政局向公司支付相关的拆迁安置费用及收益。

2013年公司受靖江经开区管委会委托，负责对斜桥镇阜前路至新港城区约270亩土地范围内开发建设，涉及约1,300户居民的房屋拆迁工作。近年来公司拆迁项目收入主要来自该项目。2016年公司确认拆迁项目收入14,150.94万元，同比增长1.08%，占营业收入的比重为7.19%，收入规模及占比同比变动不大；毛利率为29.33%，同比提高18.62个百分点，主要系2016年拆迁的多为小砖瓦厂等小工厂、拆迁补偿成本下降所致。截至2016年底，270亩的土地1,300户居民的拆迁工程收入已基本结转完毕。

根据靖江市经济开发区规划，公司拟对大学城区域内的职业技术学院区域进行拆迁整理，总投资约2.65亿元，预计2017年10月开工。未来随着靖江市经济开发区建设推进，可供公司拆迁整理的土地较多，公司拆迁项目有一定的持续性；但需关注每年结转的拆迁收入受土地市场以及政府规划影响较大，具有一定波动性且拆迁需垫付资金，给公司带来一定资金压力。

公司物业租赁及管理服务收入可带来稳定的收入及现金流入

公司物业租赁及管理服务收入为出租建筑物形成的收入。公司将拥有的一幢大楼（31,264.62平方米的联检中心大楼）出租给靖江市经济技术开发总公司，并由该公司分租给各承租单位，公司与靖江市经济技术开发总公司签署租赁合同，出租总面积为6.39万平方米，租期为2014年1月1日至2018年12月31日共5年，首年租金1.00亿元，以后每年根据实际情况对租金进行调整，包含物业管理费、智能化办公室等。2016年公司物业租赁及管理服务收入为9,523.81万元，同比下降4.76%，毛利率为87.14%，未来该板块仍可为公司带来稳定的收入及现金流入。

地方政府继续给予公司较大支持力度

鉴于公司的业务特点，为提升公司的可持续经营能力和偿债能力，地方政府近年对公司的支持力度较大。靖江市财政局每年均给予公司一定的政府补贴，2016 年，公司获得政府补助 18,002.00 万元，政府补助仍是公司利润的重要来源。同时，为增强公司的资本实力和投融资能力，靖江市国资办还向公司注入资产，2016 年靖江市国资办向公司注入账面价值为 8.31 亿元的土地，计入资本公积。整体来看，地方政府在政府补贴和资产注入方面给予公司较大支持，提升了公司整体资本实力和盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016 年公司合并财务报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模同比变动不大，仍以存货、在建工程及无形资产为主，整体资产流动性偏弱

截至 2016 年底，公司资产总额为 1,090,283.83 万元，同比增长 2.91%，其中，非流动资产占比 60.37%，同比提高 7.61%，主要系在建工程、无形资产增长所致。

公司流动资产主要由货币资金和存货构成。2016 年底，公司货币资金规模为 82,186.16 万元，同比下降 34.95%，主要系银行承兑汇票保证金大幅下降所致；受限货币资金全部为银行承兑汇票保证金，为 21,100.00 万元，占货币资金比例为 25.67%。公司存货包括原材料、周转材料、开发成本，以开发成本为主，2016 年底公司存货规模为 336,329.42 万元，同比变动不大；其中，开发成本 336,108.56 万元，主要系政府无偿划拨的靖江市西来镇新生农场、长江农场、候河农场、靖渝特钢等四块土地，目前该四块土地的后续处置方案尚未确定，即时变现存在一定困难，流动性较差。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产、其他非流动资产。

公司长期应收款是苏农港物流建设项目回购款，2016 年底公司已收回全部回购款。公司固定资产主要是房屋建筑物及机器设备，2016 年底账面价值为 45,365.69 万元，同比略有下降。公司在建工程主要系公用码头扩建、罗家桥工程、和尚港内港池码头工程、港区服务中心等工程，2016 年底为 381,292.30 万元，同比增长 24.75%，公司在建工程完工后将扩大公司经营规模，有望提高公司营业收入。无形资产主要为政府划入的土地使用权，全部为商住用地，截至 2016 年底账面价值为 199,569.46 万元，同比增长 67.03%，主要系靖江市国资办向公司注入账面价值为 8.31 亿元的土地所致，公司无形资产中账面价值 61,307.87 万元土地资产已用于抵押融资，占无形资产账面价值的 30.72%。其他非流动资产主要系预付的土地款、工程款。

总体来看，公司资产规模同比变动不大，仍以存货、在建工程及无形资产为主，合计占资产总额的 84.12%，整体资产流动性偏弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,186.16	7.54%	126,350.20	11.93%
存货	336,329.42	30.85%	336,326.23	31.75%
流动资产合计	432,108.08	39.63%	500,488.21	47.24%
长期应收款	-	0.00%	48,770.39	4.60%
固定资产	45,365.69	4.16%	47,768.91	4.51%
在建工程	381,292.30	34.97%	305,654.59	28.85%
无形资产	199,569.46	18.30%	119,482.38	11.28%
其他非流动资产	28,000.00	2.57%	29,950.08	2.83%
非流动资产合计	658,175.75	60.37%	558,962.55	52.76%
资产总计	1,090,283.83	100.00%	1,059,450.77	100.00%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司整体盈利能力依然较弱，利润总额仍主要来源于政府补助

2016 年公司实现营业收入 196,734.42 万元，同比增长 4.01%，主要系贸易收入增长所致，营业收入仍以贸易收入为主。公司港口服务收入规模较小，未来随着在建工程完工，有望实现增长；贸易收入受经济环境、靖江经济开发区港口建设影响较大，未来仍将有所波动；拆迁项目收入规模同比变化不大，随着靖江市经济开发区的发展，拆迁业务可持续性较好，但需关注拆迁收入受政府规划影响较大，未来

仍具有一定的波动性；公司物业租赁及管理服务可持续较好，未来仍为公司营业收入的有益补充，公司服务中心已于 2016 年底竣工，若未来对外出租，将提高公司的出租收入水平。2016 年公司综合毛利率为 12.14%，同比提高 2.90 个百分点，主要系贸易业务、拆迁项目毛利率增长所致。

尽管公司营业收入增长、综合毛利率提高，但由于公司财务费用增长较快，公司营业利润仍亏损 4,374.72 万元。2016 年公司收入政府补助 18,002.00 万元，实现利润总额、净利润分别为 13,562.20 万元、13,562.20 万元，利润总额仍主要来源于政府补助。

表9 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	196,734.42	189,150.98
营业利润	-4,374.72	-2,477.29
政府补助	18,002.00	19,140.00
利润总额	13,562.20	16,663.80
净利润	13,562.20	16,663.80
综合毛利率	12.14%	9.24%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司在建工程投资规模较大，面临一定资金压力

公司资金回笼情况较好，2016 年收现比同比略有提高，为 1.36，主要系公司收到苏农港项目回购资金所致。公司销售商品、提供劳务收到的现金，购买商品、接受劳务支付的现金主要系公司从事贸易业务、拆迁等业务收到及支付的现金，收到其他与经营活动有关的现金主要系收到的政府补助、往来款及利息收入，支付其他与经营活动有关的现金主要系支付的往来款、付现费用。2016 年公司从事贸易业务、拆迁等业务收付的现金大致相等，而往来款导致的现金净流入大幅少于上年，因此，公司经营活动现金净流入 64,471.23 万元，同比减少 100,462.76 万元。

公司投资活动主要系公用码头扩建、罗家桥工程、和尚港内港池码头工程等项目的建设投资，2016 年公司投资活动现金净流出 75,893.94 万元。公司主要通过银行、信托借款以及发行债券等方式进行融资，2016 年公司筹资活动现金净流入 39,493.67 万元。截至 2016 年底，公司在建项目未来尚需投资 16.27 亿元，公司仍面临一定资金压力。

表10 2015-2016年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.36	1.11
销售商品、提供劳务收到的现金	267,239.64	209,088.53
收到其他与经营活动有关的现金	81,758.90	256,211.86
经营活动现金流入小计	348,998.54	465,300.39
购买商品、接受劳务支付的现金	267,024.71	236,999.30
支付其他与经营活动有关的现金	4,126.31	54,464.66
经营活动现金流出小计	284,527.31	300,366.41
经营活动产生的现金流量净额	64,471.23	164,933.98
投资活动产生的现金流量净额	-75,893.94	-236,962.74
筹资活动产生的现金流量净额	39,493.67	93,068.43
现金及现金等价物净增加额	28,070.96	21,039.67

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下滑，但仍面临较大的偿债压力

2016 年公司成功发行 16 靖江港 PPN001、16 靖江港债、16 罗家桥 PRN001 等债券，发行金额合计 12 亿元，但由于公司偿付了部分短期借款、应付票据以及长期应付款，公司负债规模有所降低，截至 2016 年底，负债总额为 485,730.79 万元，同比下降 11.95%。2016 年，靖江国资办向公司注入土地资产 8.31 亿元，公司所有者权益继续增长，2016 年底，公司所有者权益为 604,553.04 万元，同比增长 19.05%，产权比率为 80.35%，同比下降 28.28 个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所提高。

表11 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	485,730.79	551,627.93
所有者权益	604,553.04	507,822.84
产权比率	80.35%	108.63%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

在负债结构方面，2016 年底，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占负债总额比重为 56.94%，同比有所下降，主要系部分长期应付款、应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付票据及一年内到期的非流

动负债构成。短期借款主要系信用借款、保证借款，为 48,688.00 万元，同比下降 53.29%；应付票据主要系应付银行承兑汇票、信用证，为 28,000.00 万元，同比下降 74.05%；一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、长期应付款、应付债券构成，分别为 6,000 万元、3.23 亿元、7.99 亿元，其中一年内到期的长期应付款主要系应付安徽国元信托 3 亿元借款、江苏华靖资产经营有限公司 2,286 万元借款，一年内到期的应付债券主要系即将到期的 15 靖江港 PPN001、16 靖江港 PPN001，发行金额均为 4 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2016 年底，公司长期借款规模为 117,500.00 万元，主要为抵质押、保证借款。公司应付债券主要系应付“14 靖江港债”、“16 靖江港债”以及“16 罗家桥 PRN001 债券”，发行金额分别为 8 亿元、6 亿元、2 亿元，发行期限分别为 7 年、5 年、10 年，2016 年底公司应付债券账面余额合计 15.91 亿元，同比增长 33.39%；公司 2017 年成功发行了短期融资券“17 靖江港 CP001”，公司应付债务规模进一步增长。

表12 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,688.00	10.02%	104,235.00	18.90%
应付票据	28,000.00	5.76%	107,901.00	19.56%
一年内到期的非流动负债	118,229.53	24.34%	-	0.00%
流动负债合计	209,137.07	43.06%	224,743.13	40.74%
长期借款	117,500.00	24.19%	110,000.00	19.94%
应付债券	159,093.72	32.75%	119,272.00	21.62%
长期应付款	-	0.00%	97,612.80	17.70%
非流动负债合计	276,593.72	56.94%	326,884.80	59.26%
负债合计	485,730.79	100.00%	551,627.93	100.00%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

由于近年在建项目投入资金规模较大，公司主要通过银行借款、信托借款和发行债券满足其资金需求，公司有息债务规模较大，偿债压力较大。截至2016年底，公司有息债务规模为47.15亿元，同比下降12.52%，占负债总额的97.07%，2017年共需偿还有息债务21.10亿元，偿债压力较大。

表13 2015-2016年公司有息债务构成情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
短期有息债务	194,917.53	212,136.00

其中：短期借款	48,688.00	104,235.00
应付票据	28,000.00	107,901.00
一年内到期的非流动负债	118,229.53	-
长期有息债务	276,593.72	326,884.80
其中：长期借款	117,500.00	110,000.00
应付债券	159,093.72	119,272.00
长期应付款	-	97,612.80
有息债务合计	471,511.26	539,020.80

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

表14 截至2016年底公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	2020 及以后	合计
短期借款	4.87	-	-	-	4.87
应付票据	2.80	-	-	-	2.80
应付债券	9.60	1.60	1.60	11.20	24.00
长期借款	0.60	4.55	-	7.20	12.35
长期应付款	3.23	-	-	-	3.23
合计	21.10	6.15	1.60	18.40	47.25

注：应付债券金额为应付本金

资料来源：公司提供，鹏元整理

从主要偿债指标来看，2016年底，公司资产负债率有所下降，为44.55%。2016年公司流动比率和速动比率分别为2.07、0.46，同比略有下滑，考虑到公司流动资产以土地整理开发成本为主，变现能力欠佳，公司短期偿债能力欠佳。2016年费用化利息支出增长较快，公司EBITDA同比增长25.53%，为46,144.78万元，EBITDA利息保障倍数下降至1.72，EBITDA对利息的保障程度有所下降。

表15 2015-2016年公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	44.55%	52.07%
流动比率	2.07	2.23
速动比率	0.46	0.73
EBITDA（万元）	46,144.78	36,760.37
EBITDA 利息保障倍数	1.72	2.22
有息负债/EBITDA	10.22	14.66

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年底，公司对外担保余额为337,100.00万元，占同期所有者权益的55.76%，担保对象主要为靖江市政府下属单位，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至2016年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	担保金额	担保期限
江苏三江现代物流有限公司	保证担保	50,000.00	2020.6.22
靖江城乡建设有限公司	保证担保	40,000.00	2017.5.22
靖江市国际汽贸城开发有限公司	保证担保	40,000.00	2020.1
靖江市国际汽贸城开发有限公司	保证担保	4,990.00	2017.3.16
靖江市新桥城乡建设有限公司	保证担保	30,000.00	2021.12.5
靖江市金港城镇建设有限公司	保证担保	30,000.00	2019.12.19
靖江斜桥新农村建设有限公司	保证担保	30,000.00	2019.3.25
靖江市华泰环境工程有限公司	保证担保	25,000.00	2020.12.20
靖江新港城投资建设有限公司	保证担保	25,000.00	2017.2.15
靖江市新港城基础设施建设有限公司	保证担保	5,000.00	2017.5.25
江苏马洲水利建设有限公司	保证担保	20,000.00	2017.7
靖江城乡建设有限公司	保证担保	8,000.00	2017.6
靖江市润新物流有限公司	保证担保	5,000.00	2017.7.26
靖江市新联物流有限公司	保证担保	4,990.00	2017.8.18
靖江市新益废旧物资回收有限公司	保证担保	4,000.00	2017.11.28
靖江华宇投资建设有限公司	抵押担保	15,120.00	2018.02.01
合计		337,100.00	

资料来源：2016 年公司审计报告

七、评级结论

2016 年靖江市经济和地方综合财力保持增长，实现地区生产总值 801.75 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.7%，实现地方综合财力 1,197,829 万元，同比增长 14.26%。公司为靖江港区唯一的国有控股码头建设和运营主体，地方政府对公司支持力度较大，2016 年公司获得政府补贴 18,002.00 万元；政府向公司注入土地资产，公司增加资本公积 8.31 亿元。

但我们也关注到，公司资产以存货、在建工程及无形资产为主，整体流动性较弱，2016 年底，公司存货、在建工程、无形资产合计占资产总额的 84.12%。公司在建项目规模较大、面临一定资金压力，截至 2016 年底，公司主要在建项目预尚需投资 16.27 亿元。公司有息债务规模较大、存在较大的偿债压力，2016 年底公司有

息债务规模为 47.15 亿元，占负债总额的 97.07%，其中，2017 年共需偿还有息债务 21.10 亿元。同时，公司对外担保额度较大、存在一定的或有负债风险，截至 2016 年底，公司对外担保余额为 337,100.00 万元，占同期所有者权益的 55.76%，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	82,186.16	126,350.20	97,055.53
应收票据	220.00	-	-
应收账款	1,419.96	1,335.29	1,322.37
预付款项	22.22	7.12	52.68
其他应收款	7,410.63	16,319.52	1,314.04
存货	336,329.42	336,326.23	301,646.99
一年内到期的非流动资产	90.47	-	-
其他流动资产	4,429.22	20,149.86	16,364.51
流动资产合计	432,108.08	500,488.21	417,756.10
可供出售金融资产	2,755.00	6,115.00	11,115.00
长期应收款	-	48,770.39	104,448.15
长期股权投资	980.00	980.00	-
固定资产	45,365.69	47,768.91	35,463.91
在建工程	381,292.30	305,654.59	118,988.16
无形资产	199,569.46	119,482.38	72,217.85
长期待摊费用	213.31	241.19	57.26
其他非流动资产	28,000.00	29,950.08	182,400.00
非流动资产合计	658,175.75	558,962.55	524,690.34
资产总计	1,090,283.83	1,059,450.77	942,446.44
短期借款	48,688.00	104,235.00	99,600.00
应付票据	28,000.00	107,901.00	123,650.00
应付账款	661.98	374.64	2,110.06
预收款项	27.20	39.83	10.67
应付职工薪酬	79.40	57.72	-
应交税费	4,617.85	8,199.84	8,877.92
应付利息	7,491.22	2,433.33	2,433.33
其他应付款	1,341.88	1,501.77	9,812.89
一年内到期的非流动负债	118,229.53	-	-
流动负债合计	209,137.07	224,743.13	246,494.88
长期借款	117,500.00	110,000.00	45,000.00
应付债券	159,093.72	119,272.00	79,312.00
长期应付款	-	97,612.80	107,359.62
非流动负债合计	276,593.72	326,884.80	231,671.62

负债合计	485,730.79	551,627.93	478,166.50
实收资本	120,000.00	120,000.00	120,000.00
资本公积金	350,186.80	267,018.80	240,178.80
盈余公积金	14,069.48	12,213.21	10,348.83
未分配利润	112,303.59	99,732.49	84,231.80
归属于母公司所有者权益合计	596,559.87	498,964.50	454,759.43
少数股东权益	7,993.17	8,858.34	9,520.52
所有者权益合计	604,553.04	507,822.84	464,279.94
负债与所有者权益合计	1,090,283.83	1,059,450.77	942,446.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业收入	196,734.42	189,150.98	186,423.32
减：营业成本	172,852.52	171,679.76	169,936.36
税金及附加	1,447.69	1,615.49	2,734.43
销售费用	345.48	169.79	247.24
管理费用	5,226.84	3,404.95	3,051.21
财务费用	20,654.66	15,547.56	11,015.70
加：投资收益	-581.94	789.28	429.75
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	150.00	429.75
二、营业利润	-4,374.72	-2,477.29	-131.88
加：营业外收入	18,006.09	19,146.99	23,927.36
减：营业外支出	69.17	5.89	11.00
三、利润总额	13,562.20	16,663.80	23,784.48
减：所得税	-	-	373.81
四、净利润	13,562.20	16,663.80	23,410.67

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 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	267,239.64	209,088.53	190,614.85
收到其他与经营活动有关的现金	81,758.90	256,211.86	198,151.79
经营活动现金流入小计	348,998.54	465,300.39	388,766.64
购买商品、接受劳务支付的现金	267,024.71	236,999.30	335,030.67
支付给职工以及为职工支付的现金	1,409.44	1,477.80	1,345.86
支付的各项税费	11,966.86	7,424.66	3,410.04
支付其他与经营活动有关的现金	4,126.31	54,464.66	17,208.94
经营活动现金流出小计	284,527.31	300,366.41	356,995.51
经营活动产生的现金流量净额	64,471.23	164,933.98	31,771.13
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	110.00	789.28	-
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	2,656.06	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	2,374.58	429.75
投资活动现金流入小计	2,766.06	3,163.86	429.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	74,660.00	239,146.60	131,958.73
投资支付的现金	-	980.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	4,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	78,660.00	240,126.60	131,958.73
投资活动产生的现金流量净额	-75,893.94	-236,962.74	-131,528.98
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	39,960.00	60,000.00
取得借款收到的现金	202,808.00	197,235.00	278,212.80
发行债券收到的现金	119,364.00	-	-
筹资活动现金流入小计	322,172.00	237,195.00	338,212.80
偿还债务支付的现金	261,355.00	58,640.00	194,897.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,323.33	16,486.57	26,114.81
支付其他与筹资活动有关的现金	-	69,000.00	40,180.00
筹资活动现金流出小计	282,678.33	144,126.57	261,192.59
筹资活动产生的现金流量净额	39,493.67	93,068.43	77,020.21
五、现金及现金等价物净增加额	28,070.96	21,039.67	-22,737.64
期初现金及现金等价物余额	33,015.20	11,975.53	34,713.16

六、期末现金及现金等价物余额

61,086.16

33,015.20

11,975.53

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	13,562.20	16,663.80	23,410.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,553.27	1,940.21	1,791.63
无形资产摊销	3,080.93	1,571.72	1,252.88
长期待摊费用摊销	83.32	58.07	20.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	1.84	-
固定资产报废损失	-	-	-0.06
公允价值变动损失	-	-	-
财务费用	26,381.22	13,929.51	27,772.99
投资损失	581.94	-789.28	-429.75
存货的减少	-3.20	-34,679.24	-37,555.89
经营性应收项目的减少	-26,590.43	259,296.94	-34,927.43
经营性应付项目的增加	44,821.97	-93,059.59	50,435.25
经营活动产生的现金流量净额	64,471.23	164,933.98	31,771.13
现金的期末余额	61,086.16	33,015.20	11,975.53
减：现金的期初余额	33,015.20	11,975.53	34,713.16
现金及现金等价物净增加额	28,070.96	21,039.67	-22,737.64

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
综合毛利率	12.14%	9.24%	8.84%
产权比率	80.35%	108.63%	102.99%
有息债务（万元）	471,511.26	539,020.80	454,921.62
资产负债率	44.55%	52.07%	50.74%
流动比率	2.07	2.23	1.69
速动比率	0.46	0.73	0.47
EBITDA（万元）	46,144.78	36,760.37	55,210.66
EBITDA 利息保障倍数	1.72	2.22	1.50

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录六 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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、债务人主体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（含）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。