

厦门港务发展股份有限公司
及其发行的 16 厦港 01 与 16 厦港 02

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100086】

评级对象: 厦门港务发展股份有限公司
及其发行的 16 厦港 01 与 16 厦港 02

	16 厦港 01	16 厦港 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 05 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 05 月 22 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2017 年 05 月 05 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 05 月 05 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2016 年 04 月 01 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 10 月 17 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.88	4.00	0.39	0.43
刚性债务	1.18	11.08	12.69	12.78
所有者权益	24.64	22.91	23.86	23.78
经营性现金净流入量	1.89	-3.88	3.16	0.04
合并口径数据及指标:				
总资产	51.69	73.90	80.83	83.47
总负债	21.14	41.60	45.53	47.86
刚性债务	9.31	14.26	27.91	27.98
所有者权益	30.55	32.30	35.30	35.61
营业收入	72.61	89.92	137.13	35.42
净利润	2.88	3.38	1.79	0.31
经营性现金净流入量	5.62	3.08	-0.17	0.51
EBITDA	5.07	6.36	5.44	-
资产负债率[%]	40.90	56.29	56.33	57.34
权益资本与刚性债务 比率[%]	328.24	226.48	126.46	127.28
流动比率[%]	162.11	103.36	81.90	84.69
现金比率[%]	41.41	32.79	12.70	10.03
利息保障倍数[倍]	8.48	10.34	4.36	-
净资产收益率[%]	9.80	10.74	5.29	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	36.09	15.09	-0.60	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	15.35	-6.19	-19.06	-
EBITDA/利息支出[倍]	10.53	14.50	7.31	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.49	0.54	0.26	-

注:根据厦门港务经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

林贇婧 lyj@shxsj.com
张佳 zhangjia@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对厦门港务发展股份有限公司(简称“厦门港务”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 厦港 01 及 16 厦港 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来厦门港务在外部环境、区位优势、股东背景及融资能力等方面持续具有的优势,同时也反映了公司在宏观环境波动、主业盈利能力下降、业务分流及贸易业务规模扩大等方面面临压力与风险。

主要优势:

- **外部环境良好。**国务院及福建省积极推进福建自贸区和海上丝绸之路的建设,此外厦门东南国际航运中心、海西经济区、厦漳泉同城化等均在推进中,为厦门港务的发展提供了良好的外部发展环境。
- **区位优势显著。**厦门港务所处的厦门港是我国东南沿海的重要港口,港区水深条件好,堆场面积大,集疏运体系较完善,配套设施良好。公司所处区位较好,资源条件优越。
- **股东背景好。**跟踪期内,厦门港务的控股股东仍为厦门国际港务股份有限公司,厦门市人民政府国有资产监督管理委员会仍为公司的实际控制人,公司股东背景较好,仍能在资源、政策等各方面得到股东和政府的相关支持。
- **融资能力强。**厦门港务目前可通过银行借款、发行债券和发行股票等多种途径进行融资,公司融资渠道多样,融资能力强。

主要风险:

- **主业易受宏观经济波动影响。**跟踪期内,我国宏观经济形势仍面临复杂的国际环境,厦门港务作为港口经营企业,对外部经济环境依存度较高,经营状况易受宏观经济波动影响。
- **主业盈利能力下降。**跟踪期内,厦门港务海沧

港区 20~21#泊位由于投入运营时间相对较短,产能尚未充分释放而增加折旧摊销等固定成本导致公司 2017 年以来码头业务盈利空间压缩。

- 业务分流风险。跟踪期内,港口之间的竞争环境仍然激烈,厦门港与深圳港和宁波港的部分经济腹地重叠,存在较大的竞争,同时还面临福建省内港口业务分流风险。
- 贸易业务风险。跟踪期内,厦门港务贸易业务规模快速扩大,且贸易品种主要系钢材、铁矿石等大宗商品,公司贸易业务面临较大的价格波动风险。
- 资产流动性减弱。跟踪期内,由于厦门港务收购并增资华锦石狮以及支付石湖山码头收购款项,公司货币资金大幅下降,加之公司业务规模扩大,运营资金需求增长使得公司短期借款规模扩大,公司资产流动性有所弱化。

评级关注

- 港口资源整合。随着港口行业资源整合面不断扩大,目前,福建省交通运输集团也正在以整合福建省港航公司为开端,加速推进福建港口整合工作,关注在资源整合的大背景下,该公司面临的竞争情况变化。

未来展望

通过对厦门港务及其发行的 16 厦港 01 与 16 厦港 02 主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司 AA+主体信用等级,评级展望为稳定;认为 16 厦港 01 与 16 厦港 02 还本付息安全性很高,并维持上述债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



厦门港务发展股份有限公司

及其发行的 16 厦港 01 与 16 厦港 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照厦门港务发展股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）及（第二期）（分别简称“16 厦港 01”和“16 厦港 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据厦门港务提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对厦门港务的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，

经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调

整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

该公司隶属于港口行业，2017 年受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬以及消费稳定增长等因素影响，我国港口货物吞吐量持续上涨，且增速明显回升。2018 年以来，国际经济环境预计复苏缓慢，同时我国将继续推进经济结构转型和去产能等供给侧改革工作，我国港口行业预计将保持低速增长的发展态势。

该公司目前系厦门港散杂货业务主要运营实体，跟踪期内，公司港口业务受新建泊位投入产能尚未充分发展效应而折旧摊销等增加导致港口业务盈利能力下降。公司所处港口行业，其发展情况将受到港口行业整体发展及区域内港口竞争等因素影响。

A. 行业概况

2017 年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势，随着我国经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来将有望长期保持中高速增长态势。初步核算，2017 年我国实现 GDP 为 78.58 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.90%；同期，我国对外贸易经济形势扭转了 2015~2016 年的负增长态势，实现进出口金额 27.79 万亿元，同比增长 14.21%，较上年大幅上升 15.23 个百分点；我国港口货物吞吐量也随之继续上涨且增速明显回升，同期我国主要港口完成货物吞吐量 126.44 亿吨，同比增长 6.88%。

分港口属性来看，我国主要按港口所在的区域归属于内地还是沿海岸线，划分为沿海港口和内河港口。2017 年，我国主要沿海港口完成货物吞吐量 86.25 亿吨，同比增长 6.73%，增速较上年上升 3.59 个百分点；受当地政府率先实施禁止汽运煤政策的影响，当年天津港成为了我国前十大沿海港口中唯一一个负增长的港口；同年，我国内河主要港口完成货物吞吐量 40.19 亿吨，同比增长 7.20%。

图表 1. 我国前十大港口货物吞吐量情况（单位：亿吨，%）

2016 年			2017 年			2018 年第一季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
宁波-舟山港	9.18	3.24	宁波-舟山港	10.07	9.73	宁波-舟山港	2.56	5.48
上海港	6.43	-10.38	上海港	7.06	9.75	上海港	1.61	-2.64
苏州港 ¹	5.74	34.06	苏州港	6.08	5.92	唐山港	1.40	2.77
天津港	5.50	6.71	广州港	5.66	8.51	广州港	1.40	10.96

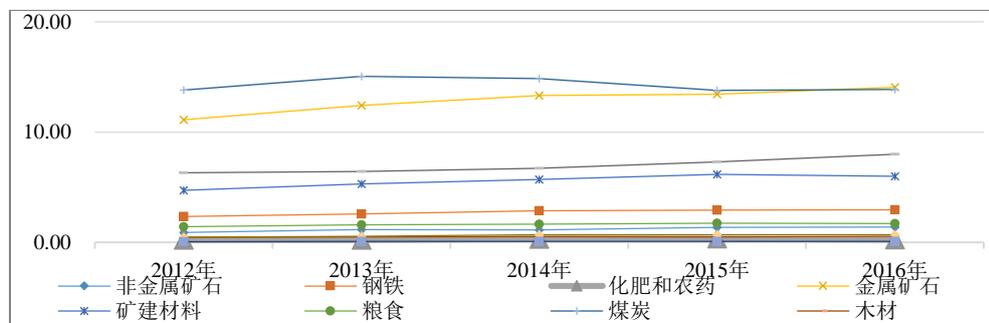
¹ 由原国家一类开放口岸张家港港、常熟港和太仓港三港合一组建成的新兴港口，原三个港口相应成为苏州港张家港港区、常熟港区和太仓港区。

2016年			2017年			2018年第一季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
广州港	5.22	4.25	唐山港	5.65	9.62	青岛港	1.28	5.48
唐山港	5.16	4.66	青岛港	5.08	1.43	苏州港	1.27	-12.58
青岛港	5.01	2.98	天津港	5.03	-8.57	天津港	1.15	0.79
大连港	4.29	3.35	大连港	4.51	5.21	大连港	1.15	-7.43
日照港	3.51	4.02	营口港	3.62	4.43	日照港	1.09	0.84
营口港	3.47	2.52	日照港	3.60	2.68	烟台港	1.02	20.80

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

在货种结构上，我国港口的吞吐货种主要分为散杂货和集装箱两大类。从散杂货结构来看，金属矿石、煤炭、石油、矿建材料和钢铁一直是我国散杂货业务前五大货种，2016年吞吐量占比分别为17.35%、17.09%、9.86%、7.39%和3.65%。2017年以来，我国大宗商品价格在年初时略有回落，但在年中开始回涨，预计能够为我国港口货物吞吐量的增长提供一定支撑。

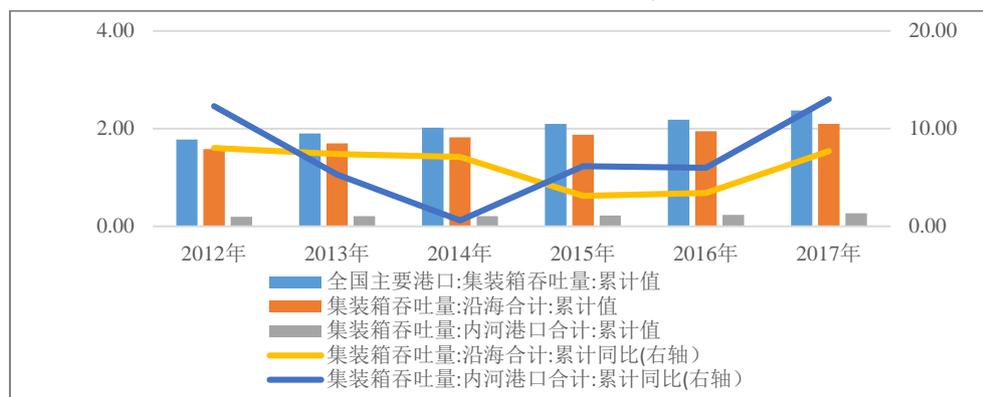
图表 2. 我国沿海主要港口分货类吞吐量（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

在集装箱方面，2017年，我国主要港口集装箱吞吐量为2.37亿TEU，同比增长8.63%，增速较上年上升4.62个百分点。未来，全球经济形势预计将继续回暖，再加上我国各大港口“散改集”工作的推进对集装箱货源的补充，我国港口集装箱吞吐量预计将保持较好的发展态势。

图表 3. 我国港口集装箱吞吐量情况（单位：亿 TEU，%）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理（2015年数据系根据当年1-11月估算）

在港口建设投资方面，2017年，我国沿海港口继续放缓建设步伐，建设投资仍为负增长，当期累计投资661.09亿元，同比下降23.03%，较上年同期扩大17.35个百分点；同期，我国内河建设投资554.47亿元，同比增长3.30%，

增速较上年同期上升 5.09 个百分点，主要是长江经济带综合立体交通走廊、江海联运等建设的推动。总体来看，我国港口行业投资建设出现分化，大部分沿海港口投资已趋于理性，但随着我国各地港口资源整合工作的不断深入，以及船舶大型化趋势的有增无减，我国在新建大型泊位、改造现有泊位等方面的投资预计将会有所扩大。

B. 政策环境

港口是我国重要的交通基础设施，其建设和运营状况对于地方经济的发展均发挥着至关重要的作用，在我国近年来大力实施的“一带一路”和“长江经济带”国家发展战略中，被赋予了重要的战略性地位。2017 年以来，我国交通运输部等部门继续对港口各相关领域颁布了多项政策扶持和管控政策，在提高集疏运效率、缓解资源浪费并改善竞争环境等方面提供了许多助力；同时，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

图表 4. 近年来国家层面主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称
2017 年 7 月 20 日	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》
2017 年 5 月 19 日	交通运输部	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017-2020 年）》
2017 年 2 月 16 日	交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司	《“十三五”港口集疏运系统建设方案》
2017 年 2 月 3 日	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》
2016 年 12 月 10 日	交通运输部	《交通运输部关于修改〈国内水路运输管理规定〉》
2016 年 5 月 31 日	交通运输部	《水运“十三五”发展规划》
2016 年 3 月 25 日	交通运输部	《交通运输部统计发展纲要》
2016 年 1 月 7 日	国务院	《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》
2015 年 12 月 18 日	交通运输部、财政部	《关于完善港口建设费征收政策有关问题的通知》

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

港口作为我国重要交通基础设施，具有较强的垄断性，但区域间存在较强竞争。2017 年以来，我国港口资源整合的步伐加快，除了以省政府作为唯一的实施主体、对区域内港口资源实施整合之外，国际码头经营企业如招商局港口集团有限公司等，也开始涉入到各地的港口资源整合中。总体来看，港口行业资源整合优化了我国港口区域内竞争环境，提高了港口资源的利用效率，“一省一平台”的模式亦使得我国港口的竞争格局正在向大型化和集团化方向发展。

港口行业个体企业在经营上的差异主要体现在以下七个方面：业务规模、港口地位、区域竞争、腹地经济、基础设施条件、货种结构及收费水平等。（1）港口吞吐量规模越大、获得资源、客户和外部支持的可能性越大，竞争能力和抵御风险能力越强，经营风险越低，并且吞吐量规模较大的企业也能够摊薄固

定成本，通常具有更好的盈利能力。(2) 港口为我国重要交通基础设施，其发展方向和功能定位主要取决于国家港口规划，主枢纽港将在货种发展、港口整合、基础设施配置方面获得更多支持，因此港口企业在港口群中的地位航线网络和枢纽地位越突出，竞争能力越强，经营稳定性越高。(3) 区域竞争首先体现在相同腹地区域的同一个港口内部，如果同一港口内经营主体较多，市场竞争越激烈，货物分流压力越大。(4) 腹地经济越发达，对外经济贸易越活跃，港口货物来源就越充足，运输需求也越大，港口货物吞吐量也就越多，因此腹地经济是决定港口企业发展的核心因素。(5) 以岸线资源为主的基础设施是开展港口装卸、堆存业务的基础，而公路、水路、铁路和航线与港口共同搭建集疏运和中转网络系统决定港口的承载能力。(6) 一般来说，以散杂货经营为主的港口受外贸出口变动影响较小，但受国内经济和内贸的影响较大；以集装箱经营为主的港口周期性较强，受国际经济环境的影响较大。港口货种相对丰富，会避免特定货种吞吐量下降对企业整体经营造成的冲击，有助于企业分散经营风险。(7) 目前港口企业收费机制日益市场化，具体费率水平受到港口所在区域、公司性质、竞争程度而有所差异，从而影响港口企业的收入规模和盈利能力。

在财务方面，港口企业隶属于资本密集型企业，资产以固定资产和在建工程为主；同时，港口建设前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱。从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50% 左右，但受腹地经济、吞吐货种及竞争地位等影响，行业内个体存在较大差异；负债结构方面，由于港口建设周期长，普遍长期债务占比较高，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转的压力。从现金流情况来看，港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，营业收入现金率的行业均值较高且呈上升趋势，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 5. 核心样本企业基本数据概览（2016Q4-2017Q3，单位：亿元，%）

核心样本企业 ²	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）				
	吞吐量 ³ (亿吨)	市场占有率 ⁴	营业收入	港口业务收入	毛利率	总资产	资产负债率	刚性债务占负债总额	净利润	经营性净现金流
上港集团	5.44	80.00	337.62	164.02	30.11	1193.27	41.49	75.36	90.75	76.99
宁波舟山港股份	7.71	73.00	167.94	59.89	26.68	617.38	36.20	60.26	29.46	40.02
天津港股份	3.61	68.00	146.80	90.71	23.02	375.28	45.06	57.16	15.21	16.05
厦门港务发展	—	13.00	128.25	34.50	4.87	72.08	53.40	42.12	3.46	0.22
大连港股份	3.68	83.00	91.93	36.70	14.41	328.66	41.13	85.60	6.61	13.07
广州港股份	4.16	78.00	81.46	53.31	25.62	222.22	39.13	74.69	8.70	15.43
秦港股份	3.40	99.00	67.46	46.86	37.82	271.69	45.60	77.66	10.53	32.41
丹东港集团	1.57	100.00	64.10	48.11	50.89	601.79	77.20	61.32	7.63	33.09
重庆港九	0.40	23.00	61.81	8.00	7.79	88.05	49.32	59.70	1.84	-3.27

² 核心样本企业，主要是选取了 17 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 18 家企业；表格中为各个公司简称，其全称分别为大连港股份有限公司、营口港务股份有限公司、锦州港股份有限公司、天津港股份有限公司、唐山港集团股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、日照港股份有限公司、上海国际港务(集团)股份有限公司、宁波舟山港股份有限公司、江苏连云港港口股份有限公司、南京港股份有限公司、重庆港九股份有限公司、厦门港务发展股份有限公司、广州港股份有限公司、深圳赤湾港航股份有限公司、珠海港股份有限公司、北部湾港股份有限公司及丹东港集团有限公司。

³ 各企业的货物吞吐量数据系根据可获取的最新期间数据估算得出的 2017 年年化数，仅供参考。

⁴ 表中市场份额数据均为估计值，非精确值。

核心样本企业 ²	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）				
	吞吐量 ³ （亿吨）	市场占有率 ⁴	营业收入	港口 业务收入	毛利率	总资产	资产 负债 率	刚性债 务占负 债总额	净利润	经营性 净现金流
唐山港股份	2.25	39.00	48.21	40.86	43.92	192.15	19.14	31.11	15.39	17.44
日照港股份	2.18	60.00	45.86	39.25	19.51	204.96	42.41	68.36	3.45	15.68
营口港股份	2.65	70.00	39.39	34.37	31.49	160.74	30.40	87.91	5.77	17.00
锦州港股份	1.02	83.00	35.51	10.31	12.81	158.99	61.71	80.24	1.07	9.15
北部湾港	1.56	68.00	31.24	29.45	35.23	131.26	41.20	73.24	5.40	11.74
赤湾港航	0.71	32.00	23.50	19.70	43.06	80.62	16.31	35.21	7.47	11.71
珠海港股份	—	3.00	17.40	0.53	25.15	60.75	49.79	73.77	1.55	2.46
连云港股份	0.56	28.00	12.28	11.63	24.73	71.58	54.23	74.96	0.03	0.97
南京港股份	0.20	9.00	5.68	2.10	47.54	47.89	37.85	72.75	1.59	2.25

资料来源：新世纪评级整理

总体来看，在港口行业资源大整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境得以优化，无序竞争现象的缓解有助于提升行业内企业的盈利水平，但企业集团化发展亦使得政府开始关注行业内的垄断现象，反垄断工作的开展使得部分企业的作业费率面临较大下调压力，港口行业的整体盈利能力仍面临较大挑战；与此同时，我国港口的基础设施建设投资增速将在区域分布上和泊位类型上出现分化，虽然前几年的无序、过度投资形势有所好转，但部分定位为港口整合主体的企业未来固定资产投资支出将有所扩大，再加上部分企业为获得新的盈利点而开始或加快拓展多元化业务，使得港口行业未来的资本性支出预计将保持一定增速。

D. 风险关注

宏观经济波动风险。宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素，港口货物吞吐量与其呈明显的正相关性。近年来，世界经济景气度持续下滑，我国经济增速也开始放缓，使得我国港口货物吞吐量增速明显下滑，2016年还有多个港口出现了负增长；2017年以来，随着全球及我国经济均有所回暖，我国港口的货物吞吐量也出现明显回升。总体来看，我国港口行业面临一定的宏观经济波动风险。

政策风险。2017年以来，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

安全风险。港口作为重要的交通基础设施，安全事故的发生、有毒货物的泄露、易燃易爆物品的爆炸等事故会对港口的正常经营造成严重影响，如天津港爆炸事故。因此，应重点关注港口企业对国家有关安全生产的法律、法规、标准等的贯彻落实情况及企业过往安全责任事故等，以及企业在安全生产方面的改善措施及投资计划等。

多元化业务拓展风险。近年来，港口企业不断拓展多元化业务，目前主要涉及港口贸易和对外港口投资等。其中，港口贸易业务易受主要贸易货种相关行业波动影响，且存在账款回收风险；对外港口投资业务给企业的管理能力带

来了一定挑战，而部分企业对境外港口的投资，使其还面临政治和汇率等风险。

(3) 区域市场因素

区域基本情况

该公司直接经济腹地为福建厦门，厦门市地处福建省东南端，属计划单列市，是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，“中国（福建）自由贸易试验区”三片区之一。依托良好的区位、政策优势及丰富旅游和科教资源，厦门市对外贸易起步较早、机械和电子产业有良好的基础、先进制造业及现代服务业发展迅速，整体经济发展水平较高。

在区域经济方面，根据厦门市统计局公开信息，2015~2017年，厦门市实现地区生产总值分别为0.35万亿元、0.38万亿元和0.44万亿元，分别同比增长7.20%、7.90%和7.60%；同期，我国实现地区生产总值增速分别为6.90%、6.70%和6.90%。近年来，厦门市的地区生产总值增速均高于全国水平，区域经济发展情况较好。

在财政实力方面，得益于经济快速发展，厦门市财政收入规模持续扩大。厦门市一般公共预算收入以税收收入为主，稳定性良好，财政自给水平高。2015~2017年，厦门市实现一般公共预算收入分别为606.10亿元、647.94亿元及696.78亿元，其中税收收入分别为495.32亿元、527.95亿元和563.43亿元。同时，在房地产市场支撑下，厦门市政府性基金收入维持较大规模，对地方财政形成一定支撑。同期，厦门市政府性基金收入分别为360.20亿元、464.06亿元和453.50亿元。

区域政策环境

厦门市委、市政府高度重视港口业务发展。自2012年厦门获批东南国际航运中心以来，政府要求全面做大做强厦门港，在重视外贸集装箱的同时，积极发展内贸箱。厦门港口管理局积极采取措施，为厦门港内贸箱业务的发展提供保障，一是优化码头资源，提升内贸箱作业能力；二是进一步拓展货源腹地，培育支线港。厦门港全面推进内支线中转和内贸中转等水中转业务，目前内贸集装箱吞吐量已突破200万TEU。厦门港目前正加快建设厦门国际航运中心，力争到2020年，厦门国际航运中心将初具雏形，形成“双港双区一中心”（国际集装箱干线港，亚太地区重要的邮轮母港，两岸航运交流合作先行区，国际航运服务业聚集发展示范区，东南沿海国际物流中心）的发展格局。

《厦门“十三五”规划建议》中提出，厦门市要统筹推进大港口、大物流建设，即加快以翔安新机场、海沧南港池、邮轮母港和港口集疏运体系为重点的大港口建设，以及加快建设东南国际航运中心和区域性航空枢纽港，促进航运企业和本土航空公司做大做强。同时，还要建设以航空港物流园区、保税物流园区、前场物流园区等为龙头的大物流体系，大力拓展海铁、海陆、海空等多式联运，打造东南沿海现代化物流枢纽城市。总体来看，厦门港近年来得到

国务院、国家交通局及福建省政府支持较多，面临的发展环境较好。

区域竞争格局/态势

厦门港所属东南沿海地区港口群，集中在福建省内，目前群内形成了对应海峡西岸经济区北部、中部、南部的福州港（原福州港和宁德港）、湄洲湾港（原湄洲湾港、泉州港和莆田港）、厦门港（原厦门港和漳州港）三大港口。从吞吐量情况来看，2015~2017年厦门港货物吞吐量分别为2.10亿吨、2.09亿吨和2.10亿吨，集装箱吞吐量分别为918.28万TEU、960.00万TEU和1040.00万TEU。同期，福州港（原福州港和宁德港）吞吐量分别为1.40亿吨、1.46亿吨和1.46亿吨，集装箱吞吐量分别为242.82万TEU、268.31万TEU和300万TEU；同期，湄洲湾港货物吞吐量总体与福州港相差不大，集装箱吞吐量总体略低于福州港；综上所述，从港口吞吐量来看，厦门港的货物吞吐量和集装箱吞吐量均超过福州港及湄洲湾港等，尤其是在集装箱业务上保持了绝对领先地位。

图表 6. 厦门港及主要竞争港口功能定位及货物吞吐量情况（单位：亿吨、万 TEU）

港口	功能定位	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
厦门港	发展成为以远洋集装箱运输为主、大宗散货为辅的国际航运枢纽港	2.10/918.28	2.09/960.00	2.10/1040.00	0.49/249.17
福州港	发展成为集装箱和大宗散货运输相协调的国际航运枢纽港	1.40/242.82	1.46/268.31	1.46/300.80	0.42/-
湄洲湾港 ⁵	发展成为大宗散货和集装箱运输相协调的主枢纽港	1.22/201.51	1.25/206.50	1.29/221.94	0.29/-

资料来源：公开资料

从福建省内港口运营实体来看，群内的主要三个港口中的货主码头数量较多，公共码头的运营主体的市场占有率均不高，仅厦门港务控股集团有限公司（简称“厦门港务集团”）的集装箱业务在厦门港内形成了较好的区域性垄断优势，这也是2013年厦门市为减少无序竞争对厦门港内的集装箱资源进行整合之后的结果，其集装箱业务的市场份额由整合前的68%左右上升至85%左右，而其散杂货吞吐量占厦门港整体吞吐量未超过50%。此外，福州港的运营主体福州港务集团有限公司（“福州港务集团”）、莆田港的运营主体莆田港务集团有限公司（“莆田港务集团”）、泉州港的运营主体泉州港务集团有限公司（“泉州港务集团”）在所处港口的市场占有率均较低。从股东背景来看，厦门港务集团为厦门市国资委全资子公司，厦门市为计划单列市，行政级别为副省级；福州港务集团和莆田港务集团均为福建省国资委全资的福建省交通运输集团有限责任公司（“闽交运”）的全资和控股子公司；泉州港务集团为泉州市国资委全资的泉州市路桥建设开发有限公司（“泉州路桥”）的全资子公司。

⁵ 关于湄洲湾港暂时按照2012年发布的《深化湄洲湾港口管理体制一体化改革方案》进行描述，具体情况有待进一步核实，此外，由于暂无湄洲湾港和莆田港数据，湄洲湾港数据暂为wind资讯中泉州港数。

图表 7. 2017 年福建省内主要港口企业基本财务情况（单位：亿元，%）

主要港口企业	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性现金净流量
厦门港务控股集团有限公司	436.73	162.36	62.82	235.12	8.93	7.58
厦门国际港务股份有限公司	209.03	119.05	43.05	155.28	7.58	9.09
厦门港务发展股份有限公司	80.83	35.30	56.33	137.13	1.79	-0.17
福州港务集团有限公司（2016 半年报） ⁶	62.53	35.57	43.28	-	-	-
莆田港务集团有限公司（2016 半年报）	39.41	13.35	66.13	0.91	-	0.06
福建省交通运输集团有限责任公司	319.20	117.18	63.29	114.49	4.25	8.72
泉州港务集团有限公司（2015 年） ⁷	11.55	6.92	40.09	0.38	-	0.22
泉州市路桥建设开发有限公司	229.34	117.34	48.84	21.95	1.01	40.02

数据来源：Wind 资讯和中国港口协会，新世纪评级整理

2017 年 6 月 14 日，经福建省政府批准，福建省国有资产监督管理委员会无偿划转其所持福建省港航建设发展有限公司（简称“福建省港航公司”）股权给福建省交通运输集团有限责任公司（简称“福建省交通运输集团”）。这也意味着，重组后的福建省交通运输集团，将借助其福建最大公共码头经营人的优势，以整合福建省港航公司为开端，加速推进福建港口整合工作。关注福建省港口资源整合进度及对厦门港的影响。

从省外竞争形势来看，厦门港主要受到来自深圳港和宁波港的直接竞争，其中，厦门港与深圳港在粤北地区有经济腹地重叠，与宁波港在浙南地区有经济腹地重叠，其业务易出现分流，直接受到来自这两个港口的竞争。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司完成了华锦石狮收购，加之 2016 年 11 月完成收购石湖山码头，2017 年以来公司港口业务收入同比明显增长，但受新建泊位产能尚未充分释放、折旧摊销增加等因素影响，港口业务盈利水平有所下降；公司贸易业务规模持续扩张，但该板块毛利率较低。受上述因素综合影响，跟踪期内公司整体收入规模有所增长，但盈利能力有所下滑。

该公司从事港口物流、贸易及建材销售等业务，业务收入主要来源于港口物流及贸易，港口物流业务是公司核心业务，但近年来随着贸易业务规模大幅拓展，贸易业务收入成为了公司最主要收入来源。

该公司开展的港口物流业务主要系以港口为依托的综合物流业务体系，包括为进出码头客户提供货物装卸搬运、代理、运输、理货及拖轮等服务。公司港口物流业务开展的核心影响因素包括港口资源、业务规模、货种结构及费率水平等，主要覆盖区域为东南沿海区域。公司开展的贸易业务系以“港贸结合、以促港贸”模式开展，通过港口货物给公司带来装卸搬运、运输、理货等一系列附属业务，从而一定程度促进公司港口综合物流业务的发展，由于贸易业务具有对资金占用性大以及贸易产品价格波动大的特点，贸易业务核心影响因素包括资本及管理。

⁶ 福州港务集团和莆田港务集团的财务数据取自于闽交运的募集说明书。

⁷ 来源于“国家企业信用信息公示系统”，为非合并口径数据。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
港口物流	东南沿海	纵向一体化	资源、规模、货种、费率
贸易业务	东南沿海	横向规模化	资本、管理

资料来源：厦门港务

该公司开展的建材业务主要为生产和销售混凝土和建筑碎石，由下属子公司厦门市路桥建材有限公司（简称“路桥建材”）负责经营，路桥建材为原厦门路桥股份有限公司与厦门港务集团进行资产置换时未被置换出的资产，因此该块业务得以保留。2017 年及 2018 年第一季度，公司建材业务实现收入分别同比下降 6.52% 和 40.22% 至 3.05 亿元和 0.44 亿元，主要系海沧集美片区工程开工量减少，公司混凝土销量下降所致；同期毛利率分别同比下降 6.01 个百分点和 8.92 个百分点，主要系环保政策趋严导致水泥、砂石价格上涨，引起混凝土原材料成本上升，公司建材业务盈利空间压缩。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		72.61	89.92	137.13	35.42	29.66
其中：核心业务营业收入	金额	68.72	86.15	133.44	34.98	28.91
	占比	94.64	95.81	97.31	98.75	97.50
其中：（1）港口物流	金额	31.90	34.50	40.66	8.85	9.69
	占比	46.42	40.05	30.47	25.30	33.50
（2）贸易业务	金额	36.82	51.64	92.78	26.13	19.23
	占比	53.58	59.95	69.53	74.70	66.50

资料来源：厦门港务

A. 港口物流业务

得益于该公司于 2017 年 9 月完成石狮市华锦码头储运有限公司（简称“华锦石狮”）75% 股权收购，以及 2016 年 11 月完成了对厦门港务集团石湖山码头有限公司（简称“石湖山码头”）51% 股权的收购工作，跟踪期内公司码头资源增加带动了港口物流业务规模拓展，2017 年公司实现港口物流业务收入同比增长 17.84% 至 40.66 亿元，但受 2016 年投入使用的海沧港区 20~21# 泊位产能尚未充分释放而折旧摊销增加等因素影响，2017 年公司港口物流业务毛利率同比下降 3.02 个百分点。2018 年第一季度，公司实现港口物流业务收入 8.85 亿元，同比下降 8.65%，主要系受市场竞争因素影响码头业务收入下降所致，当期毛利率 8.59%，同比微幅下降 0.28 个百分点。

a. 港口资源

从港口资源情况来看，跟踪期内，该公司为实施码头主业走出去战略，加快拓展海西码头网络布局，以进一步提升公司未来可持续发展能力，于 2017 年

9月以2.05亿元收购了华锦石狮75%股权，较上年末新增了华锦码头1~3#泊位。截至2018年3月末，公司经营港区分别为东渡港区、海沧港区及华锦港区，共计5个码头，9个泊位，其中海沧港区20~21#泊位为公司应厦门市政府要求将原有东渡码头1~4#泊位搬迁从而新建的码头泊位，于2016年完工且投入使用；东渡港区18~19#泊位和海沧港区7#泊位为收购石湖山码头所属泊位；海沧港区明达码头8#泊位系租赁泊位，租赁期限为3年（2015-2018年）⁸。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司已运营的生产性泊位情况

港区	码头	生产性泊位	泊位吨级	设计通过能力	用途
东渡港区	石湖山码头	18~19#	10万吨	296万吨	散杂货
海沧港区	海宇码头	7#	20万吨	96万吨	散杂货
	海隆码头	20~21#	5/7万吨	550万吨	件杂货
	明达码头（租赁）	8#	10万吨	120万吨	散杂货
华锦港区	华锦码头	1~3#	3.5/2/0.5万吨	-	通用

资料来源：厦门港务

b. 货种结构

从该公司吞吐货种结构情况来看，由于公司在2016年完成收购石湖山码头，旗下码头泊位资源增加，从而新增了煤炭及铁矿两大吞吐货种，且成为了公司的主要吞吐货种，2017年及2018年第一季度两大货种合计占总货物吞吐量的比重分别为64.82%和67.35%，公司吞吐货种集中度较高。2017年及2018年第一季度公司实现煤炭吞吐量分别为1189.06万吨和326.32万吨，2017年同比增长12.31%，主要系2017年以来煤炭需求有所好转所致；同期，公司铁矿吞吐量保持相对稳定，2017年及2018年第一季度公司实现煤炭吞吐量分别为731.10万吨和136.01万吨。此外，公司2017年新增集装箱吞吐量29.11万TEU，主要系当年公司合并华锦石狮新增货种。

图表 11. 公司货物吞吐量情况（单位：万吨/万 TEU）

货种	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
煤炭	0.00	1058.69	1189.06	326.32
铁矿	0.00	729.14	731.10	136.01
粮食	156.55	139.66	161.01	21.55
石材	88.73	98.42	87.18	19.65
金属矿石	36.38	42.91	74.08	7.63
其他	549.38	665.70	195.89	61.86
集装箱	0.00	0.00	29.11	6.30
合计	831.04	2734.52	2962.30	686.42

资料来源：厦门港务

c. 收费水平

从收费水平来看，该公司港口收费标准均参照政府主管部门制定的港口费率标准执行。长期来看，公司主要货种收费水平相对稳定，但受市场因素及港口竞争因素影响年度间呈现一定的波动。2017年公司煤炭装卸费率同比上升3.57%，主要系煤炭价格系自2016年下半年回暖，2017年煤炭价格全年平均

⁸ 将于2018年11月到期，到期后将由石湖山码头续租。

水平要高于 2016 年全年平均水平；2017 年铁矿装卸费率同比下降 7.57%，且 2018 年第一季度仍有所下降，2017 年钢材装卸费率同比下降 40.71%，均主要系受环保因素影响所致；2017 年石材装卸费率同比增长 8.33%，但 2018 年第一季度又恢复至原水平。

图表 12. 公司主要货种收费情况（单位：元/吨）

货种	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
煤炭	-	24.63	25.51	25.32
铁矿	-	19.42	17.95	15.31
粮食	40.00	40.00	40.00	40.00
石材	60.00	60.00	65.00	60.00
钢材	35.00	35.00	20.75	24.00

资料来源：厦门港务

d. 业务规模

该公司开展的港口物流业务主要包括代理业务、码头业务、运输业务、拖轮业务和理货业务等。其中，代理业务仍为公司港口物流业务收入的主要来源，2017 年实现收入 27.19 亿元，同比增长 24.14%，是公司港口物流业务收入增长的主要来源；2018 年第一季度同比下降 16.73%，主要系受市场竞争因素影响所致。2017 年和 2018 年第一季度，公司实现码头业务收入分别为 7.57 亿元和 2.19 亿元，同比分别增长 4.37% 和 9.36%，主要系受益于公司新增了收费水平较高的集装箱业务，码头业务收入有所上升。此外，公司配套的运输、拖轮和理货业务规模均较小，但在跟踪期内收入基本实现了微幅增长，可为公司港口物流业务收入提供较稳定的补充。

图表 13. 公司港口物流业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度	2017 年第一季度
港口物流业务收入合计		31.90	34.50	40.66	8.85	9.69
其中：代理业务	金额	22.33	21.91	27.19	5.34	6.42
	占比	70.02	63.49	66.89	60.38	66.24
码头业务	金额	3.18	7.25	7.57	2.19	2.01
	占比	9.97	21.01	18.61	24.79	20.71
运输业务	金额	3.11	2.04	2.46	0.42	0.44
	占比	9.76	5.90	6.05	4.79	4.50
拖轮业务	金额	2.39	2.37	2.40	0.56	0.56
	占比	7.50	6.87	5.89	6.31	5.79
理货业务	金额	0.83	0.89	0.99	0.29	0.23
	占比	2.59	2.57	2.44	3.29	2.40

资料来源：厦门港务

B. 贸易业务

该公司贸易业务主要由控股子公司厦门港务贸易有限公司（简称“厦门港贸”）负责经营。厦门港贸为控制贸易业务经营风险，有选择性地经营与公司港口物流供应链关联度高的业务品种，贸易产品主要包括食品（白砂糖等）、

化学原料、矿产品、钢材、煤炭等，贸易模式以自营模式为主，占比约 80%。自营业务交易模式为：公司向供应商采购货物，再将货物出售给下游客户，利润来源于价差收入。代销业务交易模式为：交易前先确认买卖双方，仅为卖方或买方代办手续，不垫付资金，利润来源于代理费收入。

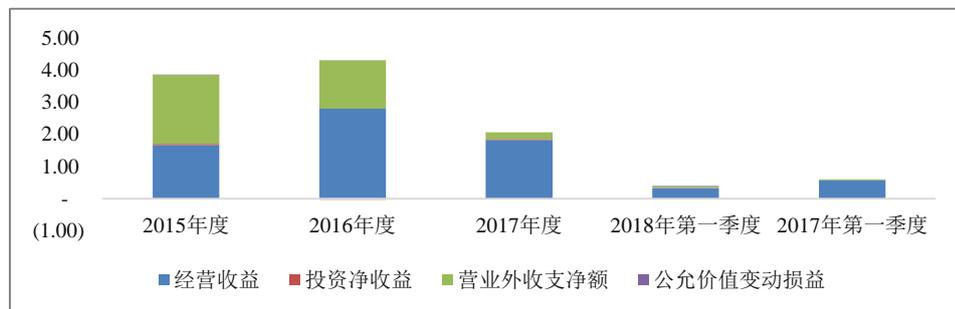
为了控制市场价格波动风险，该公司主要采取以下措施：一是签订合同时，预收下游客户 15~20%的保证金；二是合同履行过程中，若市场价格波动下跌超过 5%时，向下游客户追收相应下跌幅度的保证金；三是要求部分下游客户的实际控制人、关联企业或集团企业提供连带责任担保。

此外，2018 年 3 月 2 日，经该公司第六届董事会第十二次会议审议，同意厦门港贸 2018 年在保证金 6700 万元（卖出套保 4300 万和买入套保 2400 万）人民币额度内开展商品期货套期保值业务，以更好地规避公司贸易商品价格波动所产生的风险，减少价格波动给公司经营业绩造成的影响。

跟踪期内，该公司贸易业务规模持续扩大，2017 年及 2018 年第一季度贸易业务收入同比分别增长 79.66%和 35.89%至 92.78 亿元和 26.13 亿元，但盈利水平较低且呈持续下降趋势，2017 年及 2018 年第一季度贸易业务毛利率分别为 1.32%和 1.10%，同比分别下降 0.17 个百分点和 0.04 个百分点。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据厦门港务所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年及 2018 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 5.05 亿元和 1.06 亿元，分别同比下降 6.78%和 7.94%。从营业毛利贡献情况来看，尽管贸易业务提供了主要的收入来源，但该块业务盈利能力弱，对公司营业毛利的贡献度较低。公司营业毛利主要来源于港口物流业务，2017 年及 2018 年第一季度，公司港口物流业务实现毛利分别为 3.12 亿元和 0.76 亿元，分别同比下降 15.42%和 11.50%，主要系海沧港区 20~21#泊位产能尚未充分释放，再加上折旧摊销的增加综合所致。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司期间费用分别为 2.72 亿元和 0.69 亿元，主要系以人工费用为主的管理费用，同期管理费用分别为 1.85 亿元和 0.39 亿元，占期间费用的比重分别为 68.04%和 56.64%，占比分别同比下降 32.29 个

百分点和 31.58 个百分点，主要系公司销售费用及财务费用增长所致。2017 年及 2018 年第一季度，公司销售费用分别为 0.33 亿元和 0.07 亿元，同比分别增长 36.25% 和 47.75%，主要系贸易业务增长导致人工费用、销售杂费和包装运送费等相应增长所致；同期公司财务费用分别为 0.54 亿元和 0.22 亿元，同比分别增加 0.54 亿元和 0.15 亿元，主要原因系海沧港区 20~21#泊位转固后利息支出费用化以及随着公司贸易业务规模扩大，资金需求增加，刚性债务规模扩大导致贷款费用增加。此外，2017 年公司资产减值损失为 0.27 亿元，主要为根据应收账款账龄结构计提的坏账损失。

图表 15. 公司营业利润结构分析

影响公司盈利的核心因素分析	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	72.61	89.92	137.13	35.42	29.66
营业毛利（亿元）	3.78	5.42	5.05	1.06	1.15
其中：港口物流业务（亿元）	2.17	3.69	3.12	0.76	0.86
贸易业务（亿元）	0.60	0.77	1.22	0.29	0.20
综合毛利率（%）	5.20	6.03	3.68	3.00	3.89
其中：港口物流业务（%）	6.79	10.70	7.68	8.59	8.86
贸易业务（%）	1.64	1.49	1.32	1.10	1.06
期间费用率（%）	2.28	2.29	1.98	1.94	1.76
其中：财务费用率（%）	-0.19	-0.01	0.39	0.63	0.26
全年利息支出总额（亿元）	0.48	0.44	0.74	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.25	0.18	0.05	-	-

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司盈利主要来源于主业。随着东渡码头收储以及提前搬迁工作的结束，2017 年以来公司不再享有政府补偿款等营业外收入。2017 年及 2018 年第一季度，公司实现经营收益分别为 1.82 亿元和 0.33 亿元，受主业盈利能力下降及期间费用规模扩大因素影响，分别同比下降 34.94% 和 43.37%。

跟踪期内，该公司来源于投资净收益、营业外收入及公允价值变动等非经常性损益较小。2017 年公司营业外收入为 0.37 亿元，同比下降 77.17%，一方面原因系东渡码头收储以及提前搬迁工作的结束，相关政府补偿款减少，另一方面原因系 2017 年公司根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》（2017），将与资产相关的政府补助相关递延收益的摊销方式从在相关资产使用寿命内平均分配改为按照合理、系统的方法分配，并修改了政府补助的列报项目，因此，当年公司实现其他收益 0.39 亿元。同时，当年公司根据《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），在利润表中新增“资产处置收益”科目，当年公司实现资产处置收益 0.10 亿元。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.04	-0.03	0.03	0.01	-0.02
营业外收入 (亿元)	2.33	1.64	0.37	0.05	0.04
其中: 政府补助 (亿元)	0.36	0.35	0.03	-	-
其他收益 (亿元)	0.00	0.00	0.39	0.08	-
资产处置收益 (亿元)	0.00	0.00	0.10	⁹	0.00
公允价值变动损益 (亿元) ¹⁰	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00

资料来源: 根据厦门港务所提供数据整理

2017 年及 2018 年第一季度, 该公司实现净利润分别为 1.79 亿元和 0.31 亿元, 主要来源于经营收益。2017 年, 公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.19% 和 5.29%, 分别同比下降 3.03 个百分点和 5.45 个百分点, 跟踪期内公司盈利能力有所下降。

(3) 运营规划/经营战略

截至 2017 年末, 该公司主要在建工程项目投资总额为 23.12 亿元, 已累计投资 4.86 亿元, 尚需投资 18.26 亿元, 主要为古雷 1~2#泊位工程项目投资, 该项目由公司控股子公司漳州市古雷港口发展有限公司(简称“古雷港发公司”)负责投资建设。古雷 1~2#泊位岸线总长度 1306 米, 陆域总面积 42.36 万平方米, 拟新建 2 个 5 万吨级多用途泊位、1 个 5 千吨级多用途泊位、4 个消拖泊位, 设计年吞吐量为 335 万吨。古雷 1~2#泊位工程项目建设工期为 30 个月, 目前工程尚处于工程前期, 关注项目建设进度及相应货物吞吐量匹配情况。

图表 17. 截至 2017 年末公司主要在建工程情况 (单位: 亿元)

工程名称	总投资额	已投资额	尚需投资	2018 年 计划投资
古雷 1~2#泊位工程	12.19	0.60	11.59	暂未确定
漳州台商投资区保税物流中心(B 型)工程	4.20	0.23	3.97	暂未确定
潮州小红山码头	5.58	3.16	2.42	1.58
华锦码头 4#泊位	1.15	0.87	0.28	暂未确定
合计	23.12	4.86	18.26	-

资料来源: 厦门港务

该公司于 2017 年 8 月 25 日发布了《厦门港务发展股份有限公司 2017 年度配股公开发行证券预案》, 拟向原股东配售股份, 公司控股股东厦门国际港务股份有限公司(简称“厦门国际港务”)承诺以现金方式全额认购其可配售股份。本次配股募集资金总额不超过人民币 12.00 亿元, 其中使用不超过 6.80 亿元收购石湖山码头 49% 股权, 使用不超过 1.40 亿元用于购置 4 艘拖轮及使

⁹ -5.69 万元。

¹⁰ 2015~2017 年及 2018 年第一季度和 2017 年第一季度该公司公允价值变动损益分别为 2.20 万元、0.00 万元、-36.19 万元、198.49 万元和 0.00 万元。

用不超过 3.80 亿元用于补充流动资产。后经公司第六届董事会第十三次会议审议通过《关于调整公司 2017 年度配股发行方案的议案》，公司拟不再收购石湖山码头 49% 股权，除此外，原配股募集资金用途不变。其中拖轮购买的主体为公司控股子公司厦门港务船务有限公司（简称“厦门船务”），系由公司使用募集资金对其增资，由厦门船务具体实施。以公司截至 2018 年 3 月末的股份总数 5.31 亿股为基数测算，本次配股拟发行数量为 0.96 亿股，配股募集资金总额调整为不超过人民币 5.20 亿元。

管理

跟踪期内，该公司在股权结构和部门设置等方面均未发生重大变化，为更好的规避和防范公司所面临的汇率波动风险，公司开展了远期结售汇业务并新增远期结售汇管理制度。

跟踪期内，该公司在股权结构和部门设置等方面均未发生重大变化。截至 2018 年 3 月末，厦门国际港务仍持有公司 55.13% 股份，为公司控股股东；厦门市国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）通过其全资子公司厦门港务控股集团有限公司（简称“厦门港务控股”）持有厦门国际港务 63.14% 股份，仍为公司的实际控制人。

经该公司 2018 年 3 月 23 日第六届董事会第十二次会议审议，为了提高公司及子公司应对外汇汇率波动风险的能力，更好的规避和防范公司所面临的汇率波动风险，增强公司财务稳健性，同意厦门港贸 2018 年度在不超过 5 亿美元额度内开展远期结汇、远期售汇业务。同时，公司为了更好规范远期结售汇业务，控制远期结售汇业务风险，特制订了《厦门港务发展股份有限公司金融衍生品（远期结售汇）管理制度》。

根据该公司提供的 2018 年 3 月 16 日《企业信用报告》，公司存在一笔已结清欠息业务，金额为 17.36 万元，首次发生欠息日期为 2011 年 11 月 1 日，最后一次结清日期为 2012 年 6 月 20 日，系公司委托兴业银行向厦门国际港务借款所产生的欠息。

根据审计报告信息披露，截至 2018 年 4 月末，该公司涉及诉讼 16 宗，包括厦门港贸 9 宗，涉诉金额合计为 2.16 亿元，作为被告涉及额 0.93 亿元。

图表 18. 公司主要不良行为记录列表（截至 2018 年 4 月末）

信息类别	信息来源	查询日期	厦门港务控股	厦门国际港务	厦门港务	厦门港贸
欠贷欠息	征信报告/天眼查	2018.05.01	未提供	1	1	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05.01	无	无	无	无
诉讼	审计报告/天眼查	2018.05.01	17	无	16	9

资料来源：根据厦门港务所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

截至 2018 年 4 月末，该公司存续债券本金余额为 11.00 亿元，公司自 2014 年以来发行债券均正常付息、承兑。

图表 19. 2014 年以来公司发债情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日期	注册额度 (亿元)	注册时间	本息兑付情况
16 厦港 02	5.00	5 年	3.02	2016-10-25	11.00	2016-05-27	未到期，正常付息
16 厦港 01	6.00	5 年	3.25	2016-06-27			未到期，正常付息
15 厦港务发 CP002	0.50	1 年	4.40	2015-05-27	7.00	2013-05-28	到期兑付
16 厦港务发 SCP001	1.00	90 天	2.92	2016-07-08	12.00	2015-11-11	到期兑付
15 厦港务发 CP001	0.50	1 年	4.40	2015-05-27	7.00	2013-05-28	到期兑付
14 厦港务发 CP001	3.00	1 年	5.26	2014-09-12			到期兑付

资料来源：厦门港务

财务

跟踪期内，随着该公司业务规模持续扩大，公司运营资金需求增长，负债规模持续增长。公司债务转为以刚性债务居多，中长期刚性债务占比有所下降，公司面临一定的短期刚性债务偿付压力。公司营业获现能力有所提升，能够为公司债务到期偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015~2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。根据财政部于 2017 年度发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》及《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，公司按照财政部的要求时间开始执行新会计准则，并于 2017 年对相关数据进行调整，具体如下表：

图表 20. 新会计准则对公司报表主要调整影响（单位：亿元）

序号	项目名称	2017 年	2016 年追溯后	2016 年追溯前
1	资产处置收益	0.10	0.04	0.00
2	其他收益	0.39	0.00	0.00

资料来源：厦门港务

2017 年末，该公司合并范围内新增 1 家公司，即为华锦石狮，系公司于 2017 年 9 月，以 2.05 亿元现金收购石狮市华宝集团有限公司（简称“华宝集团”）和邱奕田持有的华锦石狮的 75% 股权，并同时对华锦石狮同步增资 3.00 亿元，增资完成后，华锦石狮注册资本由 2.00 亿元上升至 6.00 亿元。

华锦石狮经营范围主要包括货运代理、货物装卸及仓储服务等，目前拥有 4 个泊位，其中 1~3#泊位已竣工验收并运营使用，4#泊位目前正在建设中。截至 2016 年末，华锦石狮资产总额为 9.48 亿元，资产负债率为 84.02%，2016

年全年实现营业收入为 8.44 亿元，净利润为 0.01 亿元，当年经营活动产生的现金流量净额为 0.28 亿元。

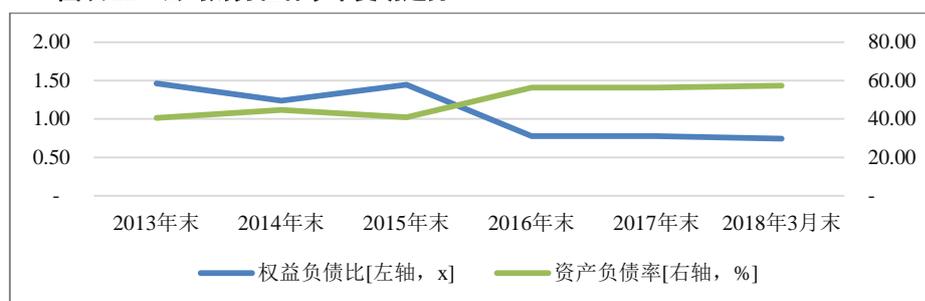
截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 80.83 亿元，所有者权益为 35.30 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 26.73 亿元）；当年实现营业收入 137.13 亿元，净利润 1.79 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.09 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为-0.17 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 83.47 亿元，所有者权益为 35.61 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 26.86 亿元）；当期实现营业收入 35.42 亿元，净利润 0.31 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.12 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据厦门港务所提供数据绘制

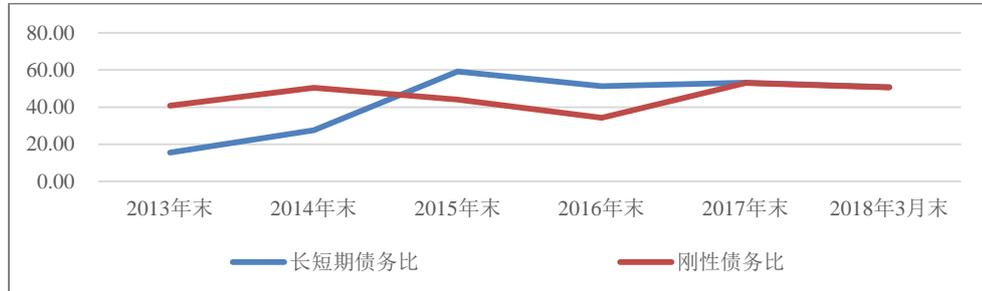
跟踪期内，由于该公司业务规模持续扩大，尤其是贸易业务规模持续扩大，公司运营资金需求增长，负债规模持续增长。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 45.53 亿元和 47.86 亿元，分别较上年末增长 9.45% 和 5.11%。同期末，公司资产负债率分别为 56.33% 和 57.34%；权益债务比分别为 0.78 倍和 0.74 倍，权益对债务的保障略有下降。

受益于未分配利润的积累以及少数股东权益的增长，跟踪期内该公司所有者权益有所增长。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 35.30 亿元和 35.61 亿元，分别较上年末增长 9.28% 和 0.89%；公司所有者权益主要由未分配利润及少数股东权益构成，同期末公司未分配利润分别为 19.45 亿元和 19.57 亿元，占所有者权益的比重分别为 55.11% 和 54.96%，占比较高，但由于公司为 A 股上市公司，利润分配政策较稳定，其利润分配对公司影响相对可控；2017 年公司利润分配预案为以 2017 年末总股本 5.31 亿股为基数，向全体股东实施每 10 股派 0.20 亿元（含税）。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司少数股东权益分别为 8.57 亿元和 8.76 亿元，2017 年末较上年末增长 34.24%，主要系购买华锦石狮所致。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 20.28% 和 20.10%，

公司资本结构稳定性仍偏弱。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务（单位：%）



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务（亿元）	6.93	11.49	9.31	14.26	27.91	27.98
应付账款（亿元）	5.12	5.13	5.39	9.80	7.57	9.11
预收账款（亿元）	1.34	1.83	1.96	2.96	3.36	3.19
其他应付款（亿元）	0.40	0.88	0.84	10.54	6.24	7.95
刚性债务占比（%）	40.77	50.50	44.02	34.29	61.31	58.46
应付账款占比（%）	30.12	22.55	25.49	23.57	16.62	19.04
预收账款占比（%）	7.88	8.03	9.29	7.12	7.37	6.66
其他应付款占比（%）	2.36	3.86	3.99	25.34	13.70	16.62

资料来源：根据厦门港务所提供数据绘制

从债务期限来看，该公司负债中流动负债居多，2017 年末及 2018 年 3 月末占债务总额的比重分别为 65.32% 和 66.33%。从债务性质来看，2017 年末以来，公司债务转为以刚性债务居多，2017 年末及 2018 年 3 月末占负债总额的比重分别为 61.31% 和 58.46%，2017 年末较上年末上升 27.02 个百分点。除刚性债务外，公司负债主要为应付账款、预收账款和其他应付款。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 7.57 亿元和 9.11 亿元，主要系应付贸易货款、工程款、装卸费及劳务费等，2017 年末较上年末下降 22.84%，2018 年 3 月末较上年末增长 20.45%，主要系受相关业务结算时点因素影响所致。2017 年末及 2018 年 3 月末，预收账款余额分别为 3.36 亿元和 3.19 亿元，2017 年末较上年末增长 13.26%，主要系随着贸易业务规模扩大预收贸易货款增长。2017 年末及 2018 年 3 月末，其他应付款余额分别为 6.24 亿元和 7.95 亿元，2017 年末较上年末下降 40.80%，主要系合并范围外关联方往来款减少所致；2018 年 3 月末较上年末增长 27.47%，主要系公司向厦门国际港务新增借款所致。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	5.71	8.45	3.52	2.22	14.44	14.16
其中: 短期借款	3.73	2.90	0.62	0.50	9.15	8.55
应付票据	1.63	2.24	1.82	1.08	1.05	1.29
交易性金融负债 ¹¹	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00
应付利息	0.02	0.06	0.04	0.13	0.15	0.23
应付短期债券	0.00	3.00	1.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动负债	0.18	0.25	0.05	0.50	0.33	0.33
其他短期刚性债务	0.00	0.00	0.00	0.00	3.77	3.77
中长期刚性债务合计	1.22	3.04	5.79	12.04	13.47	13.82
其中: 长期借款	1.22	3.04	5.79	1.09	2.51	2.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	10.95	10.96	10.96

资料来源: 根据厦门港务所提供数据整理

2017 年末及 2018 年 3 月末, 该公司刚性债务余额分别为 27.91 亿元和 27.98 亿元, 分别较上年末增长 95.71% 和 0.24%, 2017 年末较上年增长的主要原因系随着公司贸易业务规模扩大, 公司营运资金需求增加, 公司短期借款相应增加以及新增向厦门国际港务借款。从刚性债务期限结构来看, 目前公司刚性债务以短期刚性债务居多, 2017 年末及 2018 年 3 月末占刚性债务总额的比重分别为 51.73% 和 50.61%。从刚性债务构成来看, 公司刚性债务主要来源银行借款和发行债券, 2017 年末及 2018 年 3 月末, 银行借款余额分别为 11.98 亿元和 11.73 亿元, 以信用借款及保证借款为主; 同期末应付债券余额均为 10.96 亿元, 系公司 2016 年发行的“16 厦港 01”及“16 厦港 02”。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业周期 (天)	68.64	50.88	55.83	48.44	35.82	-
营业收入现金率 (%)	108.18	105.39	109.96	109.65	112.33	118.30
业务现金收支净额 (亿元)	0.92	-0.28	4.03	2.07	0.60	0.89
其他因素现金收支净额 (亿元)	0.92	1.96	1.58	1.01	-0.77	-0.38
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.84	1.68	5.62	3.08	-0.17	0.51
EBITDA (亿元)	6.09	5.65	5.07	6.36	5.44	-

¹¹ 2013~2017 年末及 2018 年 3 月末, 该公司交易性金融负债余额分别为 0.00 万元、2.20 万元、0.00 万元、0.00 万元、36.19 万元和 0.00 万元。

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
EBITDA/刚性债务（倍）	0.88	0.62	0.49	0.54	0.28	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	27.46	13.23	10.53	14.50	7.31	-

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理

注：业务收支现金净额系剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，随着公司业务规模持续扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别同比增长 56.23% 和 31.62% 至 154.04 亿元和 41.90 亿元，主业现金回笼情况仍保持在较好水平，同期公司营业收入现金率分别为 112.33% 和 118.30%，且随着公司加强应收账款管理，主业获现能力有所提升，同比分别上升 2.68 个百分点和 10.95 个百分点。同时，公司营业周期也呈持续下降趋势，2017 年同比下降 26.05% 至 35.82 天。同期经营环节产生的现金流量净额分别为 -0.17 亿元和 0.51 亿元，2017 年呈现负值，一方面原因系当年公司购买贸易业务商品规模扩大，另一方面原因系公司其他因素现金收支净额为负，主要系 2016 年石湖山码头收到厦门港务集团欠款 1.10 亿元及向厦门港务集团借款 1.50 亿元，2017 年公司未发生该类现金流入。

2017 年，该公司 EBITDA 为 5.44 亿元，主要由利润总额和固定资产折旧构成，同比下降 14.50%，主要系跟踪期内公司盈利能力有所下降，2017 年利润总额同比下降 40.48% 至 2.55 亿元所致。当年公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障倍数分别为 7.31 倍和 0.29 倍，分别同比下降 49.58% 和 47.53%，EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障能力有所下降。

（2）投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
回收投资与投资支付净流入额	-2.79	-1.96	2.50	-0.73	-4.22	-1.12
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.64	-3.08	-4.77	-4.29	-3.91	-1.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-4.43	-5.04	-2.25	-5.02	-8.13	-1.39

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

随着该公司对泊位工程的持续建设投入，公司处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产现金呈持续净流出，2017 年及 2018 年第一季度，分别净流出为 3.91 亿元和 1.39 亿元。2017 年主要受公司收购并增资华锦石狮及支付厦门港务集团石湖山码头收购款等因素影响，当年发生投资支付现金 5.51 亿元，使得公司回收投资与投资支付净流出大幅增至 4.22 亿元。综合上

¹² 25.00 万元。

述因素影响，2017 年及 2018 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净流出分别为 8.13 亿元和 1.39 亿元。未来随着公司古雷 1~2#泊位工程等项目持续投入，预计短期内公司投资环节产生的现金流量净额将持续呈现净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
权益类净融资额	-0.03	-1.23	-0.83	-0.54	-3.54	0.00
债务类净融资额	1.80	3.56	-0.96	3.50	6.97	0.80
其中：现金利息支出	0.20	0.32	0.23	0.26	0.70	0.14
筹资环节产生的现金流量净额	1.77	2.33	-1.79	2.96	3.43	0.80

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理

该公司为 A 股上市公司，融资渠道较为畅通，可通过直接融资（发行股票、发行债券）和间接融资（银行借款）等多种方式筹集资金。随着公司业务规模扩大，公司营运资金需求增加，2017 年公司筹资环节产生的现金流量净额同比增长 15.71% 至 3.43 亿元。当年，公司发生权益类净融资额为 -3.54 亿元，主要系石湖山码头支付以前年度应付厦门港务集团股利所致；目前公司正在开展配股融资工作，拟融资 5.20 亿元，加之随着未来在建项目的持续推进，预计公司未来筹资环节产生的现金流量将有所扩大。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	19.40 46.31%	24.39 47.89%	21.54 41.67%	28.41 38.44%	24.36 30.14%	26.89 32.21%
其中：货币资金（亿元）	7.17	6.54	5.10	8.41	3.22	3.17
应收账款（亿元）	5.49	7.59	7.08	8.26	7.82	7.93
预付款项（亿元）	1.28	2.73	1.91	3.32	4.26	3.84
存货（亿元）	3.22	4.22	2.94	5.08	5.35	7.60
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	22.49 53.69%	26.54 52.11%	30.15 58.33%	45.49 61.56%	56.47 69.86%	56.59 67.79%
其中：固定资产（亿元）	9.80	8.31	8.22	28.57	35.91	35.44
在建工程（亿元）	2.50	5.62	11.78	2.57	5.04	5.66
无形资产（亿元）	3.74	4.76	3.38	8.23	10.62	10.59
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.47	2.98	0.35	0.50	0.24	0.36
受限资产账面余额/总资产（%）	5.90	5.84	0.68	0.67	0.30	0.43

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理

从资产结构来看，跟踪期内，该公司仍以非流动资产偏多，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司非流动资产占比分别为 69.86% 和 67.79%。公司非流动

资产以固定资产为主，同期末固定资产分别为 35.91 亿元和 35.44 亿元，主要系房屋建筑物、港务设施、船舶及相关装卸搬运设备等，2017 年末较上年末增长 25.70%，主要系新增华锦石狮固定资产所致，当期末因尚在办理流程中而未办妥产权证书的固定资产账面价值为 1.93 亿元。2017 年末及 2018 年 3 月末，在建工程分别为 5.04 亿元和 5.66 亿元，2017 年末较上年末增长 96.61%，主要原因系潮州小红山码头建设推进及收购华锦石狮新增其在建 4#泊位。2017 年末及 2018 年 3 月末，无形资产分别为 10.62 亿元和 10.59 亿元，主要系土地使用权及海域使用权，2017 年末较上年末增长 28.96%，主要原因系当年收购华锦石狮相应增加其海域使用权。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动资产分别为 24.36 亿元和 26.89 亿元，仍主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成，其中货币资金分别为 3.22 亿元和 3.17 亿元，2017 年末较上年末下降 61.66%，主要系受公司收购并增资华锦石狮及支付石湖山码头收购款等因素影响所致；同期末，受限货币资金为 0.24 亿元，主要系职工房改及维修基金专户存款。2017 年末及 2018 年 3 月末，应收账款分别为 7.82 亿元和 7.93 亿元，以一年内期限为主，2017 年末较上年末下降 5.27%，主要受益于公司加大应收账款回收力度。2017 年末前五名客户应收账款合计占应收账款总额的比重为 24.97%，应收账款集中度尚可。2017 年末及 2018 年 3 月末，预付款项分别为 4.26 亿元和 3.84 亿元，2017 年末较上年末增长 28.11%，主要系随着公司贸易业务规模扩大，预付贸易货款增加。2017 年末及 2018 年 3 月末存货分别为 5.35 亿元和 7.60 亿元，主要为贸易库存商品，2018 年 3 月末较上年末增长 41.99%，主要系当期贸易业务购入存货增加所致。此外，2017 年末，公司其他流动资产较上年末增长 182.27%，主要系进项税额增加所致。

该公司资产受限规模较小，2017 年末及 2018 年 3 月末受限资产总额分别为 0.24 亿元和 0.36 亿元，包括职工房改及维修基金专户存款、定期存款和保证金等，以职工房改及维修基金专户存款为主。同期末公司受限资产占总资产的比重分别为 0.30%和 0.43%，对公司资产流动性影响小。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	131.80	136.81	162.11	103.36	81.90	84.69
速动比率 (%)	101.20	97.82	125.61	72.79	49.60	48.68
现金比率 (%)	48.74	39.37	41.41	32.79	12.70	10.03

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理

跟踪期内，随着公司业务规模扩大，运营资金需求增长使得公司短期借款规模有所扩大，公司资产流动性有所弱化。2017 年末公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 81.90%、49.60%和 12.70%，分别较上年末下降 21.46

个百分点、23.19 个百分点和 20.09 个百分点。

6. 表外事项

根据该公司 2017 年审计报告披露，公司存在 16 笔涉诉事项，截至 2018 年 3 月 23 日，公司涉诉金额合计为 2.16 亿元，其中公司作为被告涉诉金额 0.93 亿元，规模相对较小，涉及诉讼的或有事项风险较小。

根据该公司 2017 年审计报告披露，公司无对外担保事项。

7. 集团本部财务质量

该公司本部原主要负责公司管理及资金调配、周转工作，并同时运营部分贸易业务。随着公司本部近年来逐步停止贸易业务运作，2017 年公司已基本不参与具体生产运作活动。本部资产主要为其他应收款及长期股权投资，2017 年末及 2018 年 3 月末，本部其他应收款分别为 5.61 亿元和 7.02 亿元，主要为合并范围内关联方往来款，2017 年末较上年末下降 61.91%，主要系厦门海隆码头有限公司（简称“海隆码头公司”）和厦门港贸往来款减少所致，当年末前五名其他应收款占其他应收款总额的比重为 98.34%，集中度高；2018 年 3 月末较上年末增长 25.09%，主要系增加对华锦石狮及海隆码头公司借款所致。2017 年末及 2018 年 3 月末，本部长长期股权投资分别为 31.35 亿元和 31.36 亿元，2017 年末较上年末增长 64.20%，主要系当年公司收购华锦石狮以及增资海隆码头公司 5.07 亿元和 5.99 亿元所致。

该公司本部主要负责发行债券融资工作，2017 年末及 2018 年 3 月末，本部负债总额分别为 18.25 亿元和 19.76 亿元，资产负债率分别为 43.33% 和 45.39%。本部负债主要为其他应付款及刚性债务，2017 年末及 2018 年 3 月末，其他应付款余额分别为 5.46 亿元和 6.92 亿元，主要为往来款项。同期末本部刚性债务余额分别为 12.69 亿元和 12.78 亿元，其中应付债券余额均为 10.96 亿元，系“16 厦港 01”和“16 厦港 02”。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司本部实现营业收入分别为 0.17 亿元和 0.04 亿元，同比分别下降 93.28% 和 91.59%，主要系本部存续贸易业务合同到期后停止作业所致，待本部存续合同全部到期后，本部将不参与具体生产活动。同期，本部实现净利润分别为 1.25 亿元和 -0.09 亿元，2017 年同比下降 42.28%，主要系随着东渡港区搬迁结束，营业外收入下降所致；2018 年第一季度呈负值，主要系未确认营业外收入、投资收益综合因素影响所致。

总体来看，该公司本部主要负责公司管理，能够进行有效的资金调配、周转，本部资产负债率尚可，刚性债务主要为发行中长期债券余额，短期刚性债务偿付压力较小，且公司作为 A 股上市公司，融资渠道多样化，能为本部刚性债务到期偿付提供较好的保障。

外部支持因素

2017年7月26日，厦门市海沧区地方税务局海沧分局下达《企业所得税税收优惠事项备案通知书》，海隆码头公司自项目取得第一笔经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税，税收优惠的税款所属期限为2016年1月1日至2021年12月31日。本公司控股子公司厦门海隆码头有限公司2016年为取得第一笔经营收入的年度，2016-2018年度免征企业所得税，2019-2021年度减半征收企业所得税。

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通。截至2018年3月末，公司共获各商业银行授信额度31.44亿元，全部来源于国有大型银行，其中尚未使用授信额度18.31亿元。同时，公司作为A股上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	31.44	31.44	18.31/13.13	4.35~4.78%	无
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	31.44	31.44	18.31/13.13	4.35~4.78%	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据厦门港务所提供数据整理（截至2018年3月31日）

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司在股权结构和部门设置等方面均未发生重大变化，为更好的规避和防范公司所面临的汇率波动风险，公司开展了远期结售汇业务并新增远期结售汇管理制度。

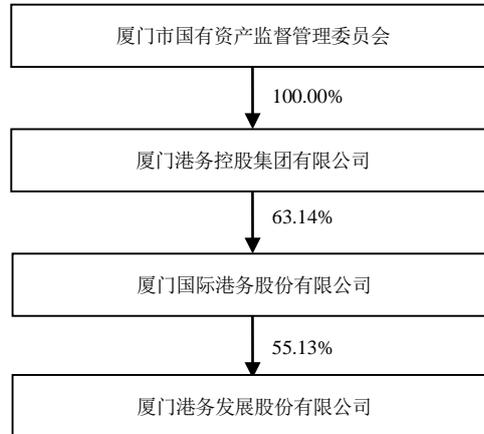
跟踪期内，该公司完成了华锦石狮收购，加之2016年11月完成收购石湖山码头，2017年以来公司港口业务收入同比明显增长，但受新建泊位产能尚未充分释放、折旧摊销增加等因素影响，港口业务盈利水平有所下降；公司贸易业务规模持续扩张，但该板块毛利率较低。受上述因素综合影响，跟踪期内公司整体收入规模有所增长，但盈利能力有所下滑。

跟踪期内，随着公司业务规模持续扩大，公司运营资金需求增长，负债规模持续增长。公司债务转为以刚性债务居多，中长期刚性债务占比有所下降，公司面临一定的短期刚性债务偿付压力。公司营业获现能力有所提升，能够为公司债务到期偿付提供一定的保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）全球及国内宏观经济形势的变化；（2）港口行业环境的发展形势；（3）厦门港经济腹地的发展情况；（4）厦门港竞争环境的变化；（5）该公司港口物流业务后续的发展规划和发展重点；（6）公司新建码头完工投产后的运营情况和运作效率；（7）公司贸易业务相关风险的控制措施。

附录一：

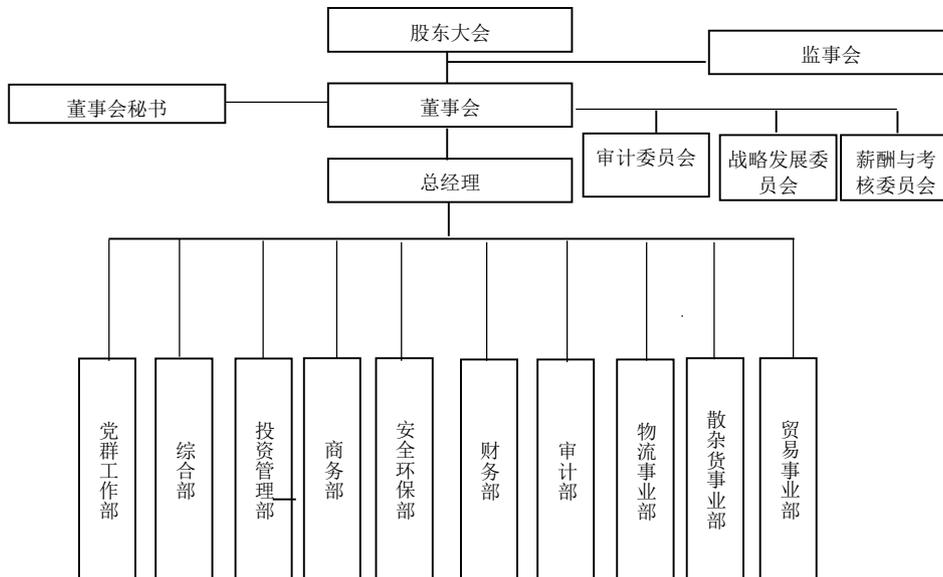
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门港务提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门港务提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营 业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
厦门港务控股集团有限公司	厦门港务集团	最终股东	—	港口、贸易	204.54	119.05	155.28	7.58	9.09	
厦门国际港务股份有限公司	厦门国际港务	控股股东	—	港口、贸易	62.36	119.05	155.28	7.58	9.09	
厦门港务发展股份有限公司	厦门港务	本级	—	港口、贸易	12.69	23.86	0.17	1.25	3.16	
厦门港务船务有限公司	厦门船务	核心子公司	90.00	港口拖轮	0.05	3.13	2.40	0.56	1.53	
厦门港务物流有限公司	港务物流	核心子公司	100.00	运输、修理、预检及监管、咨询等	0.00	2.58	2.09	0.11	0.06	间接持股 3%
厦门港务运输有限公司	港务运输	核心子公司	100.00	运输	0.00	1.02	1.86	0.07	0.48	间接持股 25%
中国厦门外轮代理有限公司	外轮代理	核心子公司	60.00	国际船舶代理	0.00	2.53	27.70	0.52	0.22	
厦门港务贸易有限公司	港务贸易	核心子公司	100.00	贸易	3.18	2.05	92.56	0.17	-7.92	
厦门港务集团石湖山码头有限公司	石湖山码头	核心子公司	51.00	港口装卸	5.19	7.86	4.03	0.85	-0.09	
石狮市华锦码头储运有限公司	华锦石狮	核心子公司	75.00	港口装卸	0.00	5.47	0.92	0.03	2.88	

资料来源：厦门港务

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	51.69	73.90	80.83	83.47
货币资金 [亿元]	5.10	8.41	3.22	3.17
刚性债务[亿元]	9.31	14.26	27.91	27.98
所有者权益 [亿元]	30.55	32.30	35.30	35.61
营业收入[亿元]	72.61	89.92	137.13	35.42
净利润 [亿元]	2.88	3.38	1.79	0.31
EBITDA[亿元]	5.07	6.36	5.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.62	3.08	-0.17	0.51
投资性现金净流入量[亿元]	-2.25	-5.02	-8.13	-1.39
资产负债率[%]	40.90	56.29	56.33	57.34
权益资本与刚性债务比率[%]	328.24	226.48	126.46	127.28
流动比率[%]	162.11	103.36	81.90	84.69
现金比率[%]	41.41	32.79	12.70	10.03
利息保障倍数[倍]	8.48	10.34	4.36	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	55.83	48.44	35.82	—
毛利率[%]	5.20	6.03	3.68	3.00
营业利润率[%]	2.36	3.08	1.71	1.22
总资产报酬率[%]	7.96	7.22	4.19	—
净资产收益率[%]	9.80	10.74	5.29	—
净资产收益率*[%]	9.71	7.70	4.13	—
营业收入现金率[%]	109.96	109.65	112.33	118.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	36.09	15.09	-0.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.35	-6.19	-19.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.53	14.50	7.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.49	0.54	0.26	—

注：表中数据依据厦门港务经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《港口行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。