

2017 年 10 月 31 日港口行业点评报告

关注资金紧张环境下民企流动性状况

-----14 丹东港 MTN001 违约点评

徐运义

张文

兴业研究

兴业研究

分析师

分析师

10月30日，丹东港集团有限公司（简称“丹东港集团”或“公司”）发布公告，称公司2014 年度第一期中期票据（债券简称：14 丹东港 MTN001，债券代码：101473011）应于2017 年10 月30 日付息及兑付回售部分本金，截至付息/兑付日终，公司已向托管机构划付应付利息5,860 万元，尚未能按照约定将“14 丹东港MTN001”的回售部分本金按时足额划至托管机构，构成实质违约。对此事件我们点评如下：

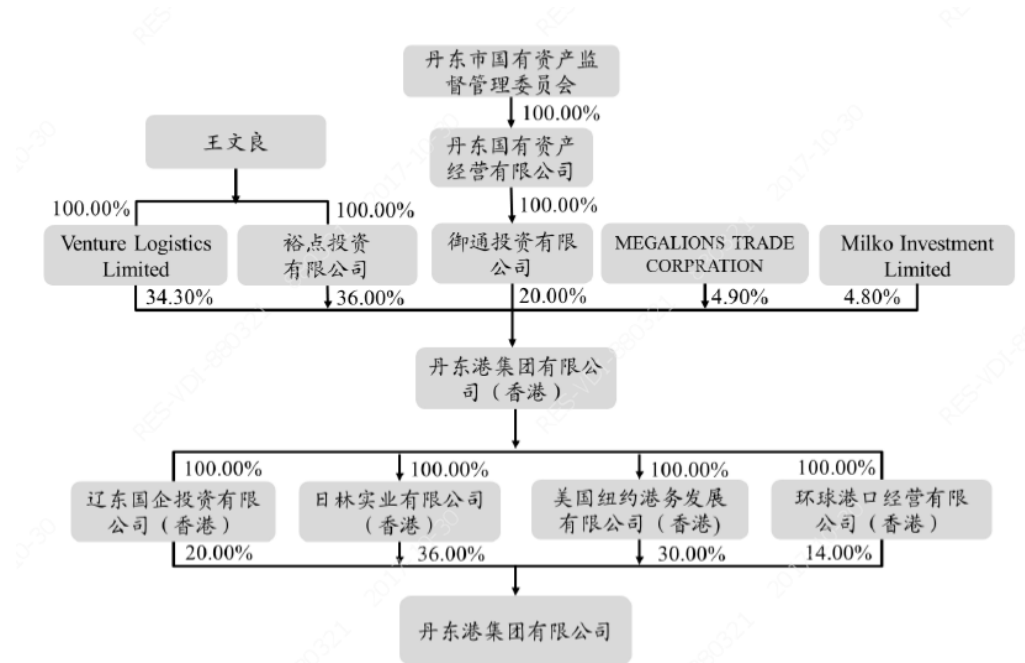
一、企业基本情况

公司的持有人为日林实业有限公司（香港）（36%）、美国纽约房屋发展有限公司（香港）（30%）、辽东国企投资有限公司（香港）（20%）和环球港口经营有限公司（14%），为外资企业，丹东市国资委持股 20%，公司实际控制人为自然人王文良（持股 70.3%）。截止 17 年 6 月末，公司注册资金为 6.338 亿美元。

丹东港为辽宁沿海港口群中黄海东部唯一出海口，港口资质尚可。公司为港口发债主体中唯一的民企，属东北地区第 3 大港口集团（仅次于大连港和营口港），在矿建材料等大宗散货装卸上具有一定的竞争力，目前

经营仍属正常。

图表 1：丹东港股权结构情况



数据来源：WIND，兴业研究

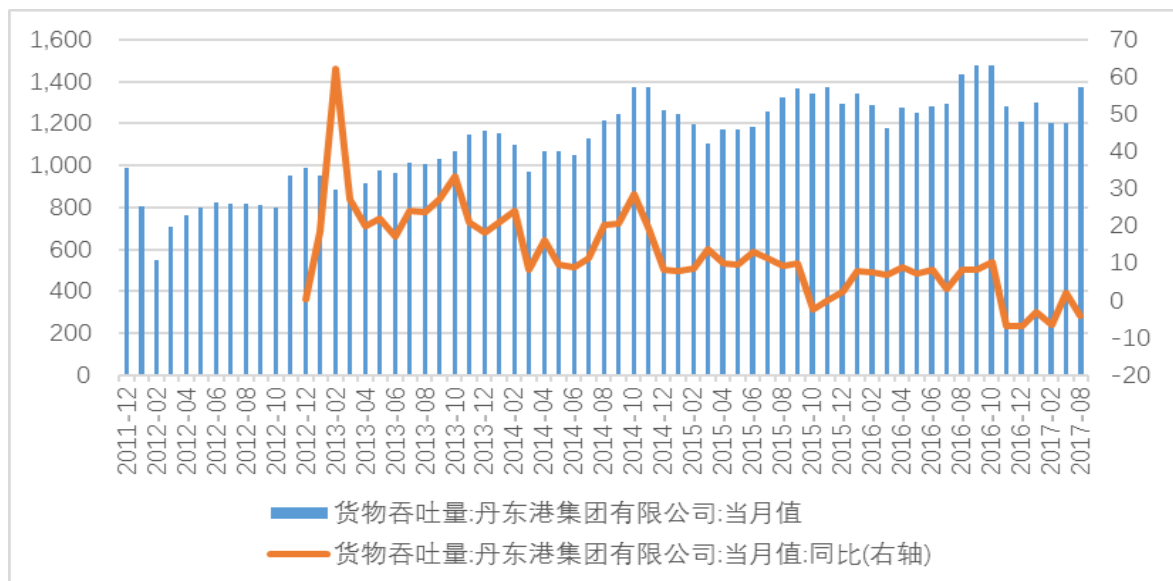
二、违约原因分析

1、区域经济下行叠加企业负面事件，内外“造血”均恶化

公司为辽宁省港口，近年来东北地区和丹东市经济下滑，腹地内港口竞争激烈，公司货物吞吐量增速持续下滑，毛利率下滑，财务费用持续高企，占营业收入的比重超过 30%，盈利能力下降，内部造血能力恶化。

外部融资环境方面，公司自 17 年以来未有债券成功发行，负面事件不断：17 年 6 月联合将公司评级由 AA 稳定下调至 AA 负面；17 年 8 月实际控制人王文良辞去公司法人代表，传其在 04 年通过不当手段获得丹东港，引发市场恐慌。虽然公司披露尚余银行授信额度 132 亿元，但实际可使用额度存在不确定性，公司整体外部融资环境恶化明显。

图表 2: 公司近年来货物吞吐量增速下滑



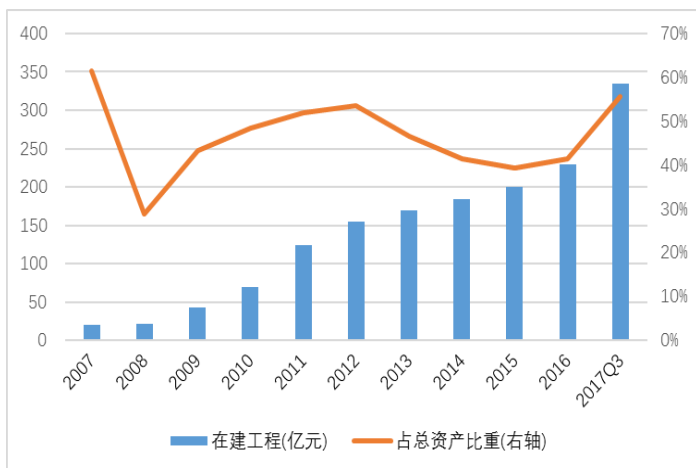
数据来源: WIND, 兴业研究

2、扩张过快，债务压力沉重

近年来航运业大船化趋势对港口装卸能力提出了更高的要求，为提升港口竞争力争取腹地经济货源，公司自 12 年以来港口扩建非常明显，在建工程体量持续扩张，截至 17 年三季度末，公司在建工程共 335 亿元，占总资产的 56%，为固定资产的 2.2 倍，在建项目远超已有固定资产，且公司未来三年仍需投资 59 亿元，资本支出压力较大。

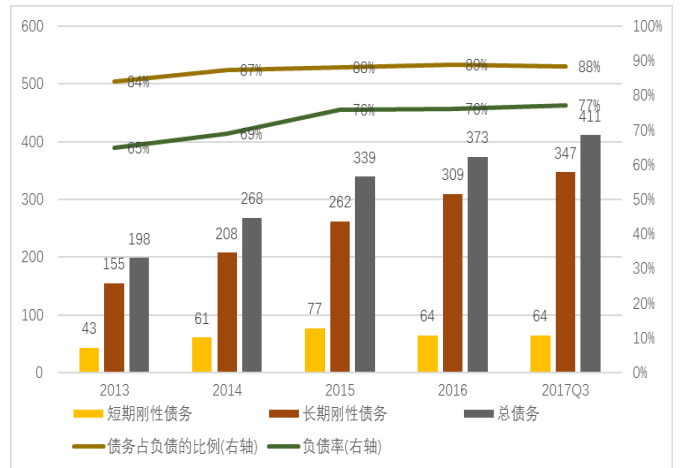
扩建迅速使得公司刚性债务压力沉重，负债率持续攀升，截至 17 年三季度末，公司资产负债率已高达 77.2%，刚性债务规模合计 411 亿元，占总负债的 88%，刚性债务体量庞大。

图表 3: 在建工程持续扩张



数据来源: WIND, 兴业研究

图表 4: 刚性债务压力沉重



数据来源: WIND, 兴业研究

3、兑付压力集中爆发，流动性十分紧张

公司 17 年有 59.6 亿元债券到期，其中 10 月末到期债券量高达 30.9 亿元，上周到期的 2 只私募债：14 丹东港 PPN004 和 16 丹东港艰难兑付，公司筹资艰难。

截至 2017 年 10 月 31 日，丹东港集团存量债券有 6 只，共计 69.5 亿元。18 年 1 季度到期量为 24 亿元，债券兑付金额较大，面临非常强的兑付压力。

图表 5: 17 年末-18 年初债券集中兑付规模大

证券名称	发行规模(亿元)	发行日期	到期日	发行期限	主体评级	主承销商
14 丹东港 PPN002	15	2014/5/29	2017/5/30	3	AA	浦发银行
14 丹东港 PPN003	5	2014/7/15	2017/7/16	3	AA	平安银行
12 丹东港 MTN1	9	2012/7/18	2017/7/19	5	AA	中信证券
14 丹东港 PPN004	15	2014/10/23	2017/10/24	3	AA	浦发银行
16 丹东港	5.6	2016/10/27	2017/10/27	1	AA	东海证券
14 丹东港 MTN001	10	2014/10/28	2019/10/30	5(3+2)	AA	中信证券
15 丹东港 PPN001	5	2015/1/12	2018/01/13	3	AA	平安银行
15 丹东港 MTN001	10	2015/3/6	2018/03/10	3	AA	中信证券

证券名称	发行规模 (亿元)	发行日期	到期日	发行期限	主体 评级	主承销商
13 丹东港 MTN1	9	2013/3/12	2018/03/13	5	AA	中信证券
15 丹东港 PPN002	20	2015/8/19	2018/8/21	3	AA	平安银行
16 丹港 01	20	2016/1/26	2019/1/27	5 (3+2)	AA	万联证券
16 丹港 02	5.5	2016/11/24	2019/11/25	5 (3+2)	AA	万联证券

数据来源：WIND，兴业研究

三、简评及启发

1、违约基本符合我们预期

兴业研究给予丹东港集团的主体评级一直为 4-，展望为负面。截止 2017 年第三季度，丹东港资产负债率高达 77%，作为一家民营港口企业一直面临融资难等问题，我们也是屡次观察到公司在支付经营性成本有时存在滞后性。近一周 30.6 亿的债券集中到期也导致了 14 丹东港 MNT001 出现了兑付违约，基本符合我们预期。

2、我们认为丹东港债务违约为个别事件

根据我们的观点，丹东港债务违约为个别事件，不能延伸至整个港口行业，原因为：

- 1) 港口企业为区域性垄断商业模式，一般经营性现金流情况尚可；
- 2) 据我们统计，丹东港为唯一的民营港口发债企业，其余的港口多为地方国企，有着良好的政府支持；
- 3) 截止 17 年第三季度，刚性负债高达 411 亿，财务费用占总营收的 30%。丹东港投资超前，固定资产及在建工程达到 486 亿，而 2016 年公司披露的港口吞吐量仅为 1.6 亿吨。

3、违约事件受到的启发

据我们统计，本次为港口行业的第一次公司债违约，我们受到以下的几点启发：

- 1) 民营企业仍然是债券违约重灾区，特别是资产负债率高，财务费用占营收比例高的企业。据我们对公司 2017 年前三季度的测算，加上资本化的利息后的财务费用占总营收的比例为 42%（按 7.0% 利率算，资本化利息+财务费用约 22 亿元）。
- 2) 企业盈利和行业出现了较大的背离，可考虑看作风险提示。在吞吐量下滑和区域性产能过剩的大背景下，2015-16 年港口行业盈利普遍面临下滑压力，然而丹东港的毛利率高达 80-90%，减去高额的利息支出后，净利润率仍达到 14-20%；
- 3) 本次违约为辽宁省近几年的第 2 例违约案件，建议投资者关注区域经营风险。辽宁省 2016 年和 2017 上半年的 GDP 增速分别为 -2.5% 和 2.1%，大幅落后于中国平均增速。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发, 需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。