

2011 年、2014 年广西北部湾国际港务集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

债项信用等级：AA⁺ 级

评级时间：2015 年 6 月 30 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2011年、2014年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100430】

存续期间

11 北部湾港债: 6 年期公司债券 15 亿元人民币, 2011 年 3 月 30 日-2017 年 3 月 30 日

14 北部湾港债: 7 年期公司债券 9 亿元人民币, 2014 年 7 月 30 日-2021 年 7 月 30 日

11 北部湾港债

14 北部湾港债

本次

主体/展望/债项

AA+/稳定/AA+

评级时间

2015 年 6 月

前次

主体/展望/债项

AA+/稳定/AA+

评级时间

2014 年 6 月

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	2.93	0.67	1.29
刚性债务	68.98	72.07	102.21
所有者权益	30.17	20.70	19.23
经营性现金净流入量	0.09	0.27	0.23
发行人合并数据及指标:			
总资产	426.68	473.59	612.76
总负债	313.84	332.92	459.51
刚性债务	248.55	255.16	345.59
所有者权益	112.84	140.67	153.25
营业收入	318.95	441.68	486.05
净利润	15.50	16.12	12.67
经营性现金净流入量	14.69	19.69	20.09
EBITDA	29.82	35.75	38.25
资产负债率[%]	73.55	70.30	74.99
权益资本与刚性债务比率[%]	45.40	55.13	44.35
流动比率[%]	96.82	101.18	96.14
现金比率[%]	38.38	27.69	30.09
利息保障倍数[倍]	2.25	2.39	1.60
净资产收益率[%]	15.22	12.71	8.62
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.54	6.09	5.07
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.19	-5.21	-7.83
EBITDA/利息支出[倍]	2.74	3.00	2.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.13

注: 根据北部湾港务 2011~2013 年三年连审审计报告及 2014 年审计报告财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 郭燕

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

受益于临港产业投资、港口运营和全程物流延伸服务的协同发展, 2014 年北部湾港务营业收入保持快速增长, 综合毛利率有所上升; 公司期间费用规模较大且增长较快, 一定程度上吞噬了公司的部分利润; 随着港口建设和临港产业投资的不断推进, 公司债务规模快速增大, 负债经营程度偏高, 目前已积聚了较大的债务偿付压力。

- 西部大开发的推进、腹地经济的发展、中国-东盟自由贸易区的建立及“一带一路”战略实施等均对北部湾港务的发展提供了有利的外部条件。
- 北部湾港务作为广西壮族自治区政府整合北部湾港口资源、为区域经济发展提供高效出海通道与物流平台的实施主体, 能够得到政府的有力支持。
- 跟踪期内, 北部湾港货物吞吐量保持持续快速增长, 其直接经济腹地北部湾经济区经济实力进一步增强, 可为北部湾港务的发展提供一定支撑。
- 近年来宏观经济波动导致煤炭储运和有色金属的行业环境进一步恶化, 由此对北部湾港务的港口吞吐、装卸以及镍业加工等重点产业可能产生不利影响。
- 跟踪期内, 北部湾港务港口建设运营收入规模仍较小; 收入增长主要依赖临港产业投资, 但公司对该业务板块相关子公司的控制力取决于与其他主要股东之间的《股权委托代管协议》, 存在较大不确定性。
- 2014 年北部湾港务业务扩张较快, 债务规模快速增大, 目前已积聚了较大的债务偿付压力。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照 2011 年、2014 年广西北部湾国际港务集团有限公司（以下简称北部湾港务、该公司或公司）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据北部湾港务提供的经审计的 2014 年度财务报表及相关经营数据，对北部湾港务的财务状况、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，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会以发改财金【2011】20 号文件批准，该公司于 2011 年 3 月公开发行了 15 亿元人民币公司债券，期限 6 年。债券采用固定利率形式，存续期内票面利率为 6.01%，单利按年计息，逾期不另计息。同时本期债券附设发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，即在本期债券存续期第 3 年末，发行人可选择在原债券票面年利率基础上上调 0-100 个基点，在债券存续期后 3 年固定不变；投资者有权将持有的本期债券全部或部分回售给发行人。

经国家发展和改革委员会以发改财金【2014】586 号文件批准，该公司于 2014 年 7 月公开发行了 9 亿元人民币公司债券，期限 7 年。债券采用固定利率形式，存续期内票面利率为 6.29%，单利按年计息。同时本期债券附设发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，即在本期债券存续期第 5 年末，发行人可选择在原债券票面年利率基础上上调 0-100 个基点（含本数），在债券存续期后 2 年固定不变；投资者有权将持有的本期债券全部或部分回售给发行人。

截至 2015 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券余额为 74 亿元，其中短期融资券余额合计为 25 亿元，企业债券余额合计为 24 亿元，中期票据余额为 10 亿元，定向融资工具 15 亿元。

图表 1. 截至 2015 年 3 月末公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	种类	起息日期	发行金额	票面利率	到期日
11 北部湾港债	企业债	2011.3.30	15 亿元	6.01%	2017.3.30
14 北部湾 PPN001	定向融资工具	2014.4.24	5 亿元	7.30%	2017.4.24
14 北部湾 CP002	短期融资券	2014.7.15	7.5 亿元	4.95%	2015.7.15
14 北部湾港债	企业债	2014.7.30	9 亿元	6.29%	2021.7.30
14 北部湾 CP003	短期融资券	2014.9.12	10 亿元	5.17%	2015.9.12
14 北部湾 PPN002	定向融资工具	2014.9.30	10 亿元	6.8%	2019.9.30
15 北部湾 CP001	短期融资券	2015.2.28	7.5 亿元	4.88%	2016.2.28
15 北部湾 MTN001	中期票据	2015.3.30	10 亿元	5.60%	2020.3.30

资料来源：北部湾港务

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内，该公司股权结构并未发生重大变化，广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会仍是公司唯一股东和实际控制人。公司是自治区政府为整合北部湾港口资源设立，旨在为“一带一路”战略实施、西部大开发和中国-东盟自由贸易区经济发展提供高效便捷的港口及物流服务。2014 年下半年以来，公司在风险管理体系及内部管理模式等方面不断进行调整、完善，业务合作、协议签订等工作流程更加规范，风险管理和控制更加严格，组织机构设置更加完善，由之前的七部一室变成现在的九部一室，原工程部变更为工程技术部，原发展部分立为战略发展部、资产管理部和风险管理部，新增信息部和安全环保部，以适应当前经济发展形势和环境保护要求。

2014 年，该公司合并范围新纳入 5 家子公司，分别为广西北港物流有限公司、广西大白鲨网络科技有限公司、北海兴港码头有限公司、钦州兴港码头有限公司和南宁化工集团有限公司¹（以下简称“南化集团”），泛湾物流股份有限公司²（以下简称“泛湾物流”）不再纳入合并范围。

¹ 根据桂政函[2013]96 号，化工集团股权被无偿划转至公司，2014 年 1 月完成工商变更登记。

² 2014 年，公司对泛湾物流的持股比例未发生变化，但丧失了控制权，故不再纳入合并范围。

（二）区域经济环境和行业发展

受外部环境弱化和国内经济增速放缓的影响，2014 年以来我国港口生产增速回落。2014 年，我国港口完成货物吞吐量 124.52 亿吨，同比增长 5.8%，增速较上年下滑 3.4 个百分点；完成外贸货物吞吐量 35.90 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年下滑 3.0 个百分点；完成集装箱吞吐量 2.02 亿 TEU，比上年增长 6.4%，增速较上年下滑 0.8 个百分点。2015 年第一季度，我国规模以上港口完成货物吞吐量 27.06 亿吨，同比增长 2.2%，增速较上年同期放缓 3.5 个百分点，其中完成外贸货物吞吐量 8.75 亿元，同比下降 0.6 个百分点；完成集装箱吞吐量 0.49 亿 TEU，同比增长 7.3%。受“一带一路”战略以及“东盟自贸区”推进等因素的影响，2014 年我国主要港口吞吐量增速多数出现下滑的情况下，北部湾港货物吞吐量保持较快增长。2014 年北部湾港货物吞吐量为 2.04 亿吨，同比增长 9.13%，增幅居主要港口前列。

作为北部湾港的直接经济腹地，北部湾经济区是广西乃至全国各省市中发展最快、经济最活跃的地区之一，近年来经济实力明显增强。2014 年，北部湾经济区完成货物吞吐量 20188.58 万吨（规模以上），同比增长 8.1%；外贸货物吞吐量 12773.05 万吨，同比增长 10.6%；集装箱吞吐量 112 万 TEU，增长 11.6%。2014 年，北部湾经济区（南宁、北海、钦州、防城港四市）实现生产总值 5448.21 亿元，同比增长 9.5%，比广西全区增幅高 1.0 个百分点，比珠江—西江经济带广西 7 市高 1.7 个百分点；其占广西全区地区生产总值的比重由 2013 年的 33.5% 提高至 2014 年的 34.8%；对广西全区 GDP 增长的贡献率为 38.7%，比上年提高 2.9 个百分点，成为拉动全区经济增长的重要引擎。

该公司临港产业投资以不锈钢工业和粮油加工业为主，易受原材料和产品销售价格波动的影响。2014 年以来，受不锈钢产能增长过快、行业内无序竞争严重，以及国内经济增速下滑等因素的影响，我国不锈钢产业需求疲弱、产能过剩严重。截至 2014 年底，国内不锈钢粗钢年产量已达 2169.2 万吨，但不锈钢表观需求量仅为 1866.6 万吨，不锈钢产能过剩比率为 13.95%。在国内不锈钢市场产能过剩、竞争激烈的情況下，其原材料镍的价格走势对不锈钢企业的发展起着非常重要的作用。2014 年镍矿价格波动较大。2014 年，受印尼通过矿石出口禁令、禁止镍矿出口的影响，进口镍矿价格呈现持续暴涨行情，至 5 月份达到峰值。2014 年下半年，随着菲律宾增加了对我国的镍矿出口量，进口

镍矿的价格才开始回落。至 2015 年初，由于我国海关自 2015 年 1 月 1 日期取了消镍铁进口关税，进口镍矿的价格进一步回落。

作为大豆主要消费国之一，近年来我国大豆进口量逐年增长，国内用于榨油的大豆超过 80% 从国外进口，2014 年我国大豆进口数量为 7140 万吨，较上年增长了 12.70%。受全球大豆产量大幅增加、供给过剩的影响，大豆进口价格持续下降，2014 年末大豆进口平均价格为 491.40 美元/吨，同比下降 13.80%。受大豆进口价格下跌，国内餐饮业不景气，以及葵花籽油、玉米油等小品种食用油快速发展的影响，近年来我国豆油市场景气度不高，豆油价格降幅明显。2014 年末，国内一级豆油价格为 5788 元/吨，较上年末下降 18.57%。2015 年以来，随着行业去库存进程的加速，豆油价格有所回升但增幅较小。

除豆油外，由大豆制成的饲料蛋白豆粕也是该公司粮油板块的主要产品之一，近年来以生猪为主的养殖业利润下滑，抑制了后期养殖数量的增加，从而影响了国内饲料蛋白的消费。2014 年以来，我国生猪养殖利润逐年下滑，至 2015 年 3 月中旬降到低谷，其中自繁自养生猪养殖利润为 -167.30 元/头，外购猪仔养殖利润为 -96.20 元/头，生猪养殖业处于严重亏损阶段。截至 2015 年 4 月末，我国生猪存栏数量为 3.87 亿头，处于历年低位，生猪养殖业对饲料蛋白的需求减弱。此外，肉鸡和蛋鸡养殖利润情况也会对饲料蛋白的消费产生影响，其中肉鸡养殖利润较薄，蛋鸡养殖利润较为丰厚但波动较大，2015 年以来蛋鸡养殖利润较之前有大幅下滑。未来需持续关注养殖业发展对公司饲料蛋白豆粕产品销售情况的影响。

（三）业务运营

该公司依托港口资源，近年来大力发展临港产业、物流和国内外贸易等，营业收入实现了快速增长。2014 年，公司主营业务收入为 478.26 亿元，同比增长 9.44%，其中临港产业投资及国内外贸易对主营业务收入的贡献度较高，占比分别为 65.75% 和 17.14%。

图表 2. 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元）

板块	2012 年度	2013 年度	2014 年度
港口建设运营	25.88	30.24	31.60
全程物流延伸服务	23.99	33.21	45.36
临港产业投资	173.72	286.35	314.45
国内外贸易	86.27	83.46	81.99
物流地产	4.50	3.76	4.87
主营业务收入	314.36	437.02	478.26
港口建设运营	12.11	13.86	13.15
全程物流延伸服务	3.27	4.37	7.45
临港产业投资	9.98	11.15	13.06
国内外贸易	3.62	3.97	4.66
物流地产	0.79	0.21	0.66
主营业务毛利	29.78	33.56	38.97

资料来源：北部湾港务

1. 港口建设运营

(1) 港口运营

2014 年，受益于腹地经济的增长和临港工业的发展，该公司货物吞吐量大幅增长，但受货源结构调整、铁矿石等低毛利率货种吞吐量增长较多的影响，公司港口运营收入增长速度低于货物吞吐量。2014 年，公司实现货物吞吐量 1.23 亿元，同比增长 12.00%；实现港口运营收入 31.60 亿元，同比增长 4.50%。分货种情况看，2014 年公司煤炭吞吐量受煤炭市场总量宽松、结构性过剩和需求低迷的影响，增长缓慢；铁矿石吞吐量受腹地钢铁企业景气度回升的影响，较上年大幅增长 34.66%；粮食吞吐量随粮油加工业的发展，同比增长 13.93%；镍矿吞吐量受印尼矿石出口禁令的影响，较上年有所减少。以南宁保税物流中心、钦州保税港区的建设运营为契机，2014 年公司集装箱揽货能力有所提升，当年实现集装箱吞吐量 112 万 TEU，较上年增长 12.00%，其中内贸集装箱吞吐量为 85.45 万 TEU，占集装箱吞吐量的比重为 76.29%，公司集装箱货源主要来自于广西区内，区外货物生成集装箱比例不高。

图表 3. 2012 年以来公司总吞吐量及主要货物吞吐情况

	2012 年	2013 年	2014 年
吞吐量（万吨）	10018	11022	12345
集装箱（万 TEU）	82	100	112
主要货种			
煤炭（万吨）	2842	2943	3031
铁矿（万吨）	1904	2017	2716
粮食（万吨）	704	854	973
镍矿（万吨）	428	682	633
非金属矿（万吨）	565	514	802

资料来源：北部湾港务

(2) 港口建设

2014 年以来，该公司港口建设速度不断加快，港口功能日臻完善。目前，公司已拥有生产性泊位 71 个，其中万吨级以上泊位 53 个，5 万吨级以上泊位 39 个，最大设计靠泊能力 20 万吨级，年通过能力超过 2 亿吨，形成了以集装箱、铁矿石、有色金属矿石、硫磷、非金属矿石、煤炭、液体化工、粮食、油气等码头为主的港口生产结构布局和港口物流体系布局，促进了运营能力与效率的提升。截至 2014 年末，公司在建港口设备工程主要有防城港东湾 403#-407#泊位码头、铁山港 1#-4#泊位、大榄坪 1#-8#泊位、大榄坪石油码头（12、13 号码头）等，已累计投资 117.19 亿元，尚需投资 39.85 亿元，公司未来面临一定的投融资压力。为促进北部湾港的建设与发展，政府对公司在建港口设备工程给予了资金上的支持，主要用于公司本部、防城港、钦州港航道、泊位、码头及港口建设，2014 年公司获得政府补助资金 3.62 亿元，较上年增加 1.92 亿元，计入“资本公积”科目。

2. 全程物流延伸服务

2014 年，该公司全程物流延伸服务业务实现营业收入 45.36 亿元，同比增长 36.59%，主要系旗下子公司北部湾控股（香港）有限公司³（以下简称“北部湾香港”）远洋运输业务收入大幅增长所致。北部湾（香港）有限公司主要经营铁矿、大豆等大宗商品的远洋货物运输，2014 年实现营业收入 35.04 亿元，同比增长 76.88%。广西是所有沿海省份中唯一

³ 该公司与香港航运企业合作，在香港挂牌成立北部湾远洋集团，为货主提供码头装船、远洋运输、国内配送全程物流服务。

一个海江不相连的省份，受限于先天的自然条件，公司物流延伸服务主要依靠铁路和公路运输，其中铁路主要承担港口与广西内陆和西南地区的大宗物资和杂货的集疏运任务；公路主要承担广西北部湾经济区件杂货、集装箱等内外贸物资集疏运任务。目前，铁路集疏运已成为制约该公司全程物流服务业务快速发展的主要瓶颈，南防线与南昆线的铁路运载能力已接近饱和。未来，广西境内铁路、公路的规划建设情况将是影响公司物流延伸服务发展的重要因素。

3. 临港产业投资

受益于产能扩张和不锈钢产业链的完善，该公司临港产业投资业务保持较快发展，2014 年公司实现临港产业投资业务收入 314.45 亿元，同比增长 9.81%；其中，公司粮油加工业子公司广西惠禹粮油工业有限公司⁴（以下简称“惠禹粮油”）实现营业收入 107.18 亿元，占临港产业投资业务收入的 34.08%，受豆油价格大幅下滑及饲料蛋白需求减少的影响，2014 年惠禹粮油营业收入同比减少 3.24%；公司不锈钢工业子公司北海诚德镍业有限公司⁵（以下简称“诚德镍业”）实现营业收入 84.18 亿元，同比增长 21.31%，占临港产业投资业务收入的 26.77%。2014 年，北海诚德金属压延公司正式投产，设计产能 250 多万吨，目前利用产能 70 多万吨；2015 年 5 月，北海诚德不锈钢有限公司正式运营，公司不锈钢产业链得到完善。

2014 年，该公司新增子公司南化集团，其下属子公司南化股份主要负责烧碱、聚氯乙烯等氯碱化工产品的销售，本年纳入临港产业投资板块。受化工行业放开、业务专营优势不复存在以及主要化工产品景气度不高的影响，南化股份近年来经营情况不断恶化，截至 2014 年末南化股份已累计亏损 10.94 亿元。2014 年，南化股份实现营业收入 6.43 亿元，同比下降 5.18%；同年南化股份净亏损 3.18 亿元。目前南化集团和南化股份处于搬迁重组期和转型升级期，未来生产经营情况和持续经营能力存在重大不确定性。

⁴ 防城港务集团有限公司持有 31%的股权，亚太物流投资有限公司的 18%股权委托防城港务集团有限公司代管，二者合计超过第二大股东九三集团大连大豆科技有限公司的 29%股权，故纳入合并范围。亚太物流投资有限公司 2010 年 1 月 1 日与防城港务集团有限公司签订《股权委托代管协议》，托管期限至 2015 年 12 月 31 日。

⁵ 公司于 2010 年出资 1.65 亿元取得诚德镍业 33%的股权，是诚德镍业第一大股东，同时诚德镍业股东黄爱红持有的 19%的股权委托公司代为监管，公司对于诚德镍业表决权达到 52%，故纳入报表合并范围。黄爱红与公司新签订的《股权委托代管协议》托管期限至 2016 年 12 月 31 日止。佛山市诚德特钢有限公司持有诚德镍业 28%股权，自然人何潮持有诚德镍业 19%股权，都出具声明承认公司对诚德镍业有实际控制权和财务报表并表权。

4. 国内外贸易

2014 年以来，由于铁矿石、煤炭和原油等行业景气度不高，以及该公司加强了对贸易板块的风险管理、停止了一些风险较大的贸易业务，公司国内外贸易收入有所减少，2014 年为 81.99 亿元，同比下降 1.76%。公司贸易交易对象比较稳定，上游供货商主要包括厦门建发股份有限公司、厦门国贸集团股份有限公司、中钢集团、厦门信达股份有限公司、山东莱钢永锋钢铁有限公司、广西柳州钢铁（集团）公司、广西象州县恒泰矿业有限公司、广西盛隆冶金有限公司（以下简称“盛隆冶金”）等大中型企业；下游客户包括盛隆冶金等贸易及生产企业，这些企业中有近 70% 由北部湾港务参控股，其中有 80% 左右的原材料由广西泛海商贸有限公司（以下简称“泛海商贸”）负责供应。此外，公司临港产业投资业务的发展也会对国内外贸易产生一定影响。

5. 物流地产

该公司目前物流地产项目主要包括南宁国际综合物流园项目和南宁保税区物流中心项目。其中，南宁国际综合物流园一期已部分投入运营，主要通过建仓租售管理、站场土地出租等园区配套服务实现收益；南宁保税区物流中心项目主要由子公司南宁国际综合物流园有限公司负责，通过与设在玉林、崇左、百色、柳州及贵州、云南等地的物流园区和仓储中心形成物流产业链，打造从港口到客户的“门对门”物流服务。2014 年公司物流地产板块实现收入 4.87 亿元，较上年增加 1.11 亿元。

（四）财务质量

跟踪期内，随着港口建设和临港产业的持续投入，该公司负债总额增长较快，2014 年末为 459.51 亿元，较上年末增长 38.03%。公司负债经营程度偏高，2014 年末公司资产负债率为 74.99%，较上年末提高 4.69 个百分点。由于公司业务规模扩张对流动资金需求增长，公司流动负债快速增加。2014 年末公司流动负债余额为 297.31 亿元，占负债总额的比重为 64.70%，较上年末增长 42.43%；其中短期借款余额为 163.34 亿元，较上年末增加 54.08 亿元。此外，公司还于 2014 年 3 月、7 月、9 月发行了待偿还余额合计为 22.50 亿元的短期融资券，计入其他流动负债。

2014 年末，该公司流动负债余额为 297.32 亿元，以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主，其中应付票据为 16.57 亿元，主要为应付银行承兑汇票，受临港产业和国内外贸易板块企业对上游票据结算量增加的影响，应付票据较上年末大幅增长 148.97%；应付账款余额为 52.58 亿元，较上年末增长 11.27%，主要系公司临港产业投资和国内外贸易板块旗下子公司原材料采购业务尚未结算的账款增加所致；预收款项余额为 16.82 亿元，主要为预收货主港口、货款等费用，同比增长 40.80%，主要是临港工业投资板块和国内外贸易板块旗下子公司渤海、惠禹、枫叶、诚德镍业等订货量增加，以及泛海、北部港股份等公司为控制风险，对部分客户采取预收款方式结算；其他应付款余额为 12.04 亿元，其中应付浦发银行和民生银行的黄金租赁业务款项规模较大，分别为 2.89 亿元和 1.19 亿元，其余主要为应付往来款和个人借款。

2014 年末，该公司非流动负债余额为 162.20 亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成，其中长期借款余额为 90.52 亿元，受近年来公司加大了对港口、物流园方面固定资产投资的影响，规模较大；应付债券余额为 33.90 亿元，较上年末增加 18.98 亿元，主要系 2014 年公司发行了 14 北部湾债和私募债；长期应付款余额为 15.01 亿元，其中与华融金融租赁股份有限公司、建安金融租赁有限公司和民生金融租赁股份有限公司合计 10.85 亿元款项为带息债务；专项应付款余额为 21.13 亿元，较上年末大幅增长 20.06 亿元，主要为应付公司下属子公司南宁化工股份有限公司拆迁补偿款 10.43 亿元和化工集团土地收储款 8.52 亿元。2014 年末，公司长期借款、应付债券和融资租赁款项等中长期刚性债务余额合计为 135.27 亿元，占负债余额的比例为 29.44%。2014 年末，公司刚性债务余额合计为 348.12 亿元，占负债余额的比例为 75.76%，其中短期刚性债务占比达到 46.32%，较 2013 年末上升 5.61 个百分点。总体看，公司刚性债务规模大，债务期限结构不够合理，目前债务偿付压力较大。

跟踪期内，该公司以港口建设运营为主业，积极推进临港产业投资、国内外贸易的发展，营业收入保持持续增长。2014 年公司营业收入为 486.05 亿元，同比增长 10.05%。公司营业毛利主要来源于港口建设运营和临港产业投资业务，2014 年两者的毛利贡献率分别为 33.73%和 33.51%。从细分业务盈利性看，公司港口货物吞吐量虽保持持续增长，但受货种结构调整以及公司加快固定资产折旧的影响，港口建设运营业

务盈利能力有所下滑，2014 年毛利率为 41.61%，较上年下降 4.24 个百分点；全程物流毛利率保持稳定且有所提高，受当期运输单价提高的影响，2014 年毛利率为 16.42%，较上年提高 3.26 个百分点；临港产业投资毛利率水平较低，且受不锈钢产能过剩、豆油价格下滑及饲料蛋白需求疲弱的影响有所下滑，毛利率低于 5.00%；国内外贸易规模虽有所缩减，但由于增加了毛利率较高的贸易货种，盈利能力有所提升，2014 年毛利率为 5.69%，较上年提高 0.93 个百分点；受核算口径调整的影响，公司物流地产毛利率波动较大。整体看，公司综合毛利率较上年有所提升，2014 年为 8.36%，较上年提升 0.45 个百分点。

跟踪期内，随着该公司经营与投融资规模的扩大，期间费用规模增长较快，2014 年公司期间费用为 23.72 亿元，同比增长 55.75%，其中管理费用 8.43 亿元，同比增加 3.15 亿元，主要是职工薪酬、折旧费及无形资产摊销等增加所致；财务费用 10.49 亿元，同比增加 4.01 亿元，主要由债务规模增加导致费用化利息增加所致。公司较大规模的期间费用吞噬了部分利润。但得益于营业收入的大幅增长，公司期间费用率有所提升但仍保持较低水平，2014 年公司期间费用率为 4.88%。公司利润主要来源为营业毛利，非经常性损益贡献较小。公司利润总额规模较大，但受期间费用大幅增长的影响有所下降，2014 年为 15.83 亿元，同比减少 17.39%；同期公司净利润为 12.67 亿元，同比减少 21.38%。2014 年公司资产回报水平有所下降，总资产报酬率为 5.17%，净资产收益率为 8.62%。

该公司经营活动现金流入主要来自于主营业务，2014 年公司营业收入现金率为 106.26%，较上年提升 5.34 个百分点，主营业务现金回笼情况较好。同期，公司经营活动产生的现金流净额为 20.09 亿元。受港口建设需求和临港产业的发展，公司投资活动产生的净现金流为负且规模较大，受子公司购买短期保本理财产品及股权投资现金支出⁶规模较大的影响，公司投资活动产生的现金净流出较上年有所增长，2014 年公司投资活动产生的现金流净额分别为-51.10 亿元，净流出金额较上年增加 14.57 亿元。公司资金来源主要为银行借款和发行债券，2014 年公司筹资活动产生的现金流净额为 46.18 亿元。总体来看，公司主营业务现金回笼情况较好，经营活动产生现金净流入额逐年增加；投资活动产生的现金流为负且规模较大，主要依靠筹资活动来弥补。2014 年，公

⁶ 枫叶粮油购买银行短期保本理财支出 3.79 亿元，北部湾控股（香港）有限公司投资马来西亚关丹港 38%股权支出 5.98 亿元，均列入“投资支付的现金”科目核算。

司 EBITDA 对利息支出的保障倍数为 2.18 倍，保障程度处于较高水平；受刚性债务规模扩大的影响，公司 EBITDA 对刚性债务的保障有所下降，保障倍数为 0.13 倍。

跟踪期内，受投资新设子公司的影响，以及得益于政府在港口设备工程方面给予的财政补贴和该公司自身的经营积累，该公司资本实力有所增强。2014 年末，公司所有者权益为 153.25 亿元，较上年末增长 8.94%。其中实收资本和资本公积合计 50.85 亿元，占比 33.18%；未分配利润 61.75 亿元，占比 40.29%。公司所有者权益稳定性可能会受利润分配影响。随着业务规模的扩大以及港口基础设施建设的推进，公司资产规模增长较快，2014 年末为 612.76 亿元，较上年末增长 29.39%；其中非流动资产为 326.91 亿元，占公司资产总额的比例为 53.35%。从构成看，公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，2014 年末公司固定资产余额为 167.79 亿元，主要为房屋建筑物、港口机器设备以及运输工具等，受投资项目陆续建成并投入使用的影响，公司固定资产余额较上年末增长 30.72%；同期末公司在建工程余额为 99.44 亿元，主要为港口的码头、泊位及航道等的建设投资；受北海、钦州、防城港等工程项目土地使用权增加的影响，公司无形资产有所增加，2014 年末公司无形资产余额为 37.32 亿元。此外，公司长期股权投资 5.01 亿元，同比增长 95.75%，主要是增加对钦州金谷投资有限公司等企业的投资。

2014 年末，该公司流动资产余额 285.85 亿元，主要以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。2014 年末，公司货币资金余额为 81.97 亿元，较上年末增长 65.25%，主要系临港产业投资板块子公司信用证保证金、质押借款保证金增加所致，其中受限资金 54.22 亿元，占货币资金的 66.15%；现金比率为 30.09%，但由于受限资金占货币资金的比率较高，公司可动用资金相对债务规模较小；应收账款余额为 20.81 亿元，受泛海商贸传统客户盛隆冶金增加生产线，铁矿石、镍矿和煤炭等原材料款项尚未结算的影响，公司应收账款余额较上年末增长 143.17%，其中账龄在 1 年以内的占比 92.57%；预付款项余额为 41.97 亿元，主要为预付工程设备款项以及商品采购款项；其他应收款余额为 38.31 亿元，较上年末增长 27.04%，主要系应收九三粮油工业集团有限公司的往来款以及广发期货有限公司的期货保证金增加所致，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的占比 86.24%；存货余额为 93.27 亿元，同比增长 24.40%，主要系临港产业板块下的化工原材料和化工产品，

以及国内外贸易板块下的钢材、铁矿石和重晶石等增加所致，受相关行业景气度不高以及临港产业部分项目尚未完工达产的影响，公司存货周转率偏低，2014 年仅为 5.30 次。2014 年末公司流动比率为 96.14%，受预收款项和存货在流动资产中占比较高的影响，公司速动比率为 50.66%，资产流动性较差。

跟踪期内，该公司以港口经营为依托，拓展物流、临港产业及国内外贸易等业务，业务板块多元化发展推动营业收入快速增长。但是近年来宏观经济波动对煤炭储运及有色金属行业整体运行形成较大压力，由此对公司的传导影响有待进一步关注。此外，公司临港产业收入规模较大，对诚德镍业和惠禹粮油等子公司的依赖度较高，对相关子公司的控制能力是影响公司运营与财务表现的关键因素。

跟踪期内，该公司营业毛利仍主要来源于港口建设运营和临港产业投资业务，综合毛利率略有上升。公司期间费用规模较大且增长较快，一定程度上吞噬了公司的部分利润。随着港口建设和临港产业投资的不断推进，公司债务规模快速增大，负债经营程度偏高，目前已积聚了较大的债务偿付压力。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济形势、煤炭储运及有色金属行业运行情况对公司业绩的影响；（2）国内经济结构调整及原材料价格波动对盈利能力的影响；（3）公司贸易业务对营运资金需求大，关注其应收款项回收和存货跌价风险；（4）未来几年公司融资需求较大，且财务费用负担重，到期债务偿付压力较大，需关注资本支出及融资成本。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 [亿元]	426.68	473.59	612.76
货币资金 [亿元]	70.67	49.61	81.97
刚性债务[亿元]	248.55	255.16	348.12
所有者权益 [亿元]	112.84	140.67	153.25
营业收入[亿元]	318.95	441.68	486.05
净利润 [亿元]	15.50	16.12	12.67
EBITDA[亿元]	29.82	35.75	38.25
经营性现金净流入量[亿元]	14.69	19.69	20.09
投资性现金净流入量[亿元]	-39.05	-36.53	-51.10
资产负债率[%]	73.55	70.30	74.99
长期资本固定化比率[%]	102.94	99.07	103.63
权益资本与刚性债务比率[%]	45.40	55.13	44.02
流动比率[%]	96.82	101.18	96.14
速动比率 [%]	50.03	46.64	50.66
现金比率[%]	38.38	27.69	30.09
利息保障倍数[倍]	2.25	2.39	1.60
有形净值债务率[%]	347.52	284.19	399.55
营运资金与非流动负债比率[%]	-5.99	1.98	-7.07
担保比率	—	—	—
应收账款周转速度[次]	31.06	44.82	33.11
存货周转速度[次]	6.04	5.92	5.30
固定资产周转速度[次]	4.00	3.81	3.28
总资产周转速度[次]	0.87	0.98	0.89
毛利率[%]	9.75	7.91	8.36
营业利润率[%]	5.68	4.28	2.84
总资产报酬率[%]	6.68	6.32	5.17
净资产收益率[%]	15.22	12.71	8.62
净资产收益率*[%]	14.40	12.31	9.23
营业收入现金率[%]	105.79	100.92	106.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.97	9.52	7.94
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.54	6.09	5.07
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.89	-8.14	-12.26
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.19	-5.21	-7.83
EBITDA/利息支出[倍]	2.74	3.00	2.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.13

注：表中数据依据北部湾港务 2011~2013 年三年连审审计报告及 2014 年审计报告财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与净债务比率	期末所有者权益合计/期末净债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据/银行承兑汇票余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期净债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期净债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期净债务	= EBITDA/[(期初短期净债务+期末短期净债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期净债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。