



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪653号

营口港务股份有限公司：

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“营口港务股份有限公司2014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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十六日

营口港务股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	营口港务股份有限公司		
债券名称	营口港务股份有限公司 2014 年公司债券		
债券简称	14 营口港		
债券代码	122331.SH		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2014/10/20~2021/10/20		
上次评级时间	2017/6/20		
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

营口港股份	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	107.51	111.97	113.19
总资产（亿元）	163.30	165.28	163.25
总债务（亿元）	49.93	47.78	43.76
营业总收入（亿元）	37.88	36.66	38.18
营业毛利率（%）	32.37	32.57	27.97
EBITDA（亿元）	17.47	16.61	16.47
所有者权益收益率（%）	4.88	4.54	4.97
资产负债率（%）	34.16	32.25	30.66
总债务/EBITDA（X）	2.86	2.88	2.66
EBITDA 利息倍数（X）	5.18	6.37	7.02

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。

基本观点

营口港务股份有限公司（以下简称“营口港股份”或“公司”）系营口港主要的港口运营商之一，泊位主要位于营口港发展综合运输的核心港区鲅鱼圈港区，港口规模优势较突出、客户基础良好，2017 年，受益于行业景气度的回暖，公司吞吐量同比小幅提升，金属矿石、钢铁、粮食及内贸集装箱等主要货种市场份额占据行业优势地位，经营状况良好。同时，公司财务结构较稳健，经营获现能力较强，对其债务偿还形成了有力保障。但中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到宏观经济波动以及周边港口竞争激烈等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持营口港股份主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“营口港务股份有限公司 2014 年公司债券”的信用等级为 AA⁺。

正面

- 港口地位显著。公司系营口港主要的港口运营商之一，泊位主要位于核心港区鲅鱼圈港区，区位优势显著，疏运条件好；同时，2017 年辽宁省政府与招商局集团协议合作建立以大连港集团及营口港集团为基础的辽宁港口集团。招商局集团将利用其在商业模式设计、业务重组、资本运作等方面的资源和优势，推进辽宁港口集团所辖港口的业务重组和结构优化调整，公司未来发展可期。
- 货种结构丰富，客户关系稳定，吞吐量逐年提升。公司经营货种结构丰富，且在金属矿石、钢材及集装箱等业务方面已与行业优质客户建立了稳定的合作关系，货源较有保障，抗风险能力较强；2017 年，公司完成货物吞吐量 2.60 亿吨，同比增幅 7.18%；完成集装箱吞吐量 585.40 万 TEU，同比增幅 2.61%。
- 偿债能力较强。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 30.66% 和 27.88%，负债水平较低，且负债集中于长期债

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

宋敬宽 jcsong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月26日

务，财务结构较稳健，加之现金获取能力较强，当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.66 倍和 7.02 倍，能对其债务偿还形成有力保障。

关 注

- 宏观经济波动风险。港口行业作为经济发展的晴雨表，易受宏观经济波动影响，目前全球经济仍处于复苏期，我国经济增速放缓，产业结构调整压力加大，外贸进出口业形势严峻，对港口行业产生了较大影响，宏观经济波动或对公司生产活动和经营业务带来一定的负面影响。
- 市场竞争风险。环渤海区域内大连港、营口港锦州港等诸多港口位置接近，拥有共同经济腹地，腹地市场容量及货源有限，各个港口在货种、服务方面具有较大的同质性，港口竞争日益激烈。

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委托方构成委托关系外，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和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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用及债券偿付情况

营口港务股份有限公司（以下简称“营口港股份”或“公司”）于 2014 年 10 月 20 日发行了营口港务股份有限公司 2014 年公司债券（债券简称为“14 营口港”、债券代码为“122331.SH”），发行规模总计 10 亿元，票面利率为 5.6%，存续期限为 2014 年 10 月 20 日~2021 年 10 月 20 日，募集资金总额人民币 10 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司债务、调整负债结构，补充流动资金，已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

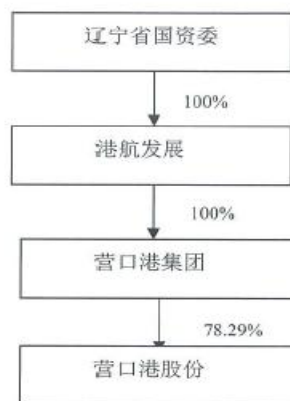
公司每年按时付息，募集资金使用严格按照募集说明书约定，在使用过程中履行了相关程序，且募集资金专项账户运作正常。

重大事项说明

2017 年 12 月，营口港务股份有限公司实际控制人营口市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“营口市国资委”）拟将公司控股股东营口港务集团有限公司（以下简称“营口港务集团”或“集团”）100% 股权无偿划转至辽宁东北亚港航发展有限公司（以下简称“港航发展”）。港航发展系辽宁省国资委设立的国有独资公司。

2018 年 2 月 13 日，公司收到营口港集团的通知，营口港集团的工商变更手续已经完成，其股东方变为港航发展。港航发展通过营口港务集团间接控制公司 5,067,415,378 股股份，占公司总股本的 78.29%，成为公司间接控股股东。（股权结构详见下图）。本次股权变更完成后，公司的控股股东仍为营口港集团，但实际控制人由营口市国资委变更为辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1：截至报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司公告，中诚信证评整理

此外，2017 年辽宁省与招商局集团共同签订了《辽宁省人民政府与招商局集团关于辽宁港口整合条款确认协议》，双方将合作建立以大连港、营口港集团为基础的辽宁港口集团，招商局集团在控股辽宁港口集团的前提下，主导辽宁港口集团所辖企业的经营管理，将利用其在商业模式设计、业务重组、资本运作等方面的资源和优势，推进辽宁港口集团所辖港口的业务重组和结构优化调整。截至目前，招商局与大连港集团及营口港集团已共同组建整合筹备组，筹备组由 10 人组成，其中招商局委派 5 人，筹备组将对辽宁港口集团整合方向及各项重大决策进行决议。中诚信证评将对整合后续的进展及对公司经营状况的影响保持关注。

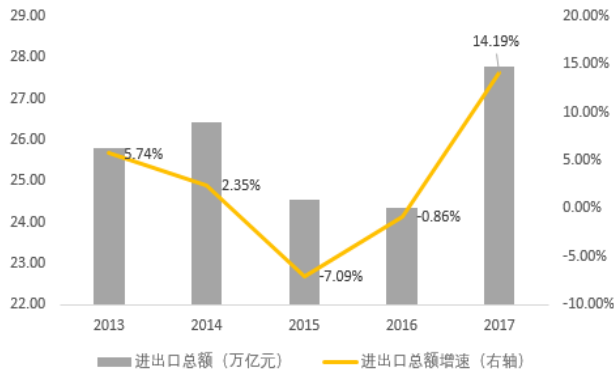
行业关注

2017 年，世界经济温和复苏，国内经济稳中向好，我国外贸进出口持续增长。受此带动，我国港口整体吞吐量增长有所回升，但区域呈现分化

伴随着我国经济进入转型换挡期，转向高质量发展阶段，更注重供给侧结构性改革，防范系统性金融风险，经济增速趋于减缓，同时叠加平稳的外围经济环境，共同决定了港口吞吐量增速的中枢亦趋于降低。2017 年以来，随着世界经济温和复苏、国内经济稳中向好、“一带一路”倡议的稳步推进以及外贸稳增长政策效应的逐步显现，我国进出口贸易逐渐走出低迷状态，结束两年负增长的态势，实现了两位数的恢复性增长。2017 年，我国进出口总

额为 27.79 万亿元，同比增长 14.19%，其中，出口贸易总额 15.33 亿元，增长 10.8%；进口 12.46 亿元，增长 18.7%。

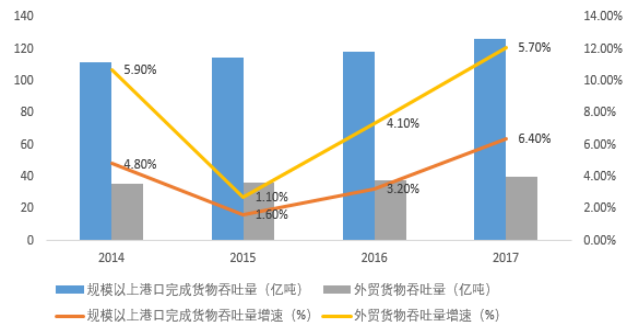
图 2：2013~2017 年，我国进出口总额规模及增速情况



资料来源：历年中华人民共和国统计公报，中诚信证评整理

受益于进出口贸易的回暖，全国港口吞吐量保持增长。2017 年规模以上港口完成货物吞吐量 126 亿吨，比上年增长 6.4%，其中外贸货物吞吐量 40 亿吨，同比增长 5.7%。规模以上港口集装箱吞吐量 23,680 万标准箱，同比增长 8.3%。

图 3：2014~2017 年规模以上港口吞吐量情况



资料来源：历年中华人民共和国统计公报，中诚信证评整理

分港口来看，各港口吞吐量增速有所分化。2017 年，在我国规模以上港口中，仅天津港增速出现负增长，主要因煤炭汽运受限，该港口原货量部分转移至临近的唐山港及秦皇岛港；受腹地经济等因素影响，深圳港、宁波舟山港、上海港和广州港保持较快速度增长；其余港口保持低速增速。

表 1：2015~2017 年中国规模以上港口货物吞吐量和同比增速

港口	2015		2016		2017	
	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)	吞吐量 (亿吨)	同比增速 (%)
宁波-舟山港	8.9	1.8	9.18	3.2	10.07	9.2
上海港	7.17	-5	6.43	-0.9	7.06	9.4
广州港	5.2	3.8	5.22	4.3	5.66	8.4
青岛港	5	3.9	5.01	3.4	5.08	1.5
天津港	5.41	0.1	5.5	1.8	5.03	-8.7
大连港	4.15	-1.2	4.29	3.4	4.51	3.3
营口港	3.4	2.3	3.47	2.5	3.62	2.9
日照港	3.61	2.3	3.51	4	3.6	2.8
秦皇岛港	2.53	-7.6	1.86	-26.5	2.45	31.0
深圳港	2.17	-2.8	2.14	-1.3	2.41	12.6

资料来源：各地政府统计公报和交通局报告，中诚信证评整理

总体来看，受宏观经济及对外贸易形势回暖带动，我国沿海主要港口的总体吞吐量有所增加，但不同区域的港口表现差异较大。

腹地经济增速不断放缓，但营口港经营货种全面，业务外延能力较强，同时“一带一路”及振兴东北老工业基地战略的实施，将推动营口港稳定健康发展

营口港地处辽宁沿海经济带和沈阳经济区，是东北地区第二大港以及沈阳经济区最近的出海口，

货运市场主要为东北三省及内蒙古东部，并以东北三省为主。陆路运输成本较周边港口低，拥有显著的区位优势。目前营口港主要分为营口港区、鲅鱼圈港区、仙人岛港区和绥中港区四个港区，其中，营口港区作为老港区以调整、优化现有设施为主，主要为城市物资运输服务；鲅鱼圈港区是营口港发展综合运输的核心港区，重点发展矿石、煤炭、集装箱、钢材、油品、粮食、商品汽车等的运输，未来将逐步发展成为东北地区重要的物流基地；仙人

岛港区以大型石化等工业布局为依托，未来将逐步发展成为大型综合性公用港区。

从腹地经济来看，国内经济步入增速换挡期，东北经济转型压力凸显，发展动力不足。近年，东北三省经济表现低迷，2017年东三省经济增速排名仍处于全国靠后水平，全年辽宁省实现地区生产总值 23,942 亿元，同比增长 4.2%，较上年提升 6.7 个百分点；吉林省实现地区生产总值 15,288.9 亿元，同比增长 5.3%；黑龙江实现地区生产总值 16,199.9 亿元，同比增长 6.4%。

表 2：2016-2017 年东北三省 GDP 及增速情况

区域	2016		2017	
	GDP (亿元)	GDP 增幅 (%)	GDP (亿元)	GDP 增幅 (%)
吉林省	14,886.23	6.9	15,288.90	5.3
辽宁省	22,037.88	-2.5	23,942.00	4.2
黑龙江省	15,386.09	6.1	16,199.90	6.4

资料来源：各地政府报告，中诚信证评整理

虽然腹地经济增速持续低迷，但受益于东北老工业振兴战略的实施加之港口行业回暖等因素影响，2017 年，营口港股份完成港口货物吞吐量 2.60 亿吨，同比增长 7.18%，主要货种为金属矿石、钢材、矿建材料、粮食、煤炭及制品、石油天然气及制品、机械设备、非金属矿石等；完成集装箱吞吐量 585.40 万 TEU，同比增长 2.61%。

政策支持方面，根据交通部出台的“振兴东北老工业基地公路水路交通发展规划纲要”，至 2020 年，东北地区将形成结构合理、层次分明及功能完善的现代化港口群，港口货物综合通过能力达 7.5 亿吨左右；沿海港口集装箱码头通过能力达 2,700 万 TEU 左右。同时，在国家战略“辽宁沿海产业带”的发展规划中，营口市及营口港是重要一环。规划中明确提出要加快营口沿海产业基地建设，逐步建成大型临港生态产业区。而营口港作为辽宁沿海产业带重要的出海口，为了加快“辽宁沿海经济带”规划目标的实现，将建设成为促进中国和俄罗斯及欧洲开发发展的战略高地；同时，通过打造营口港中俄欧大陆桥运输通道，充分发挥中欧班列及中欧班列中转接续优势，为东北地区及内蒙古地区沿线城市提供物流配套服务，通过中欧班列的物流服务促

进沿线地区与俄罗斯及欧洲的商贸交流，实现产业升级。

整体来看，目前全球经济复苏乏力，航运市场表现较低迷，但营口港经营货种全面，业务外延能力较强，2017 年货物吞吐量同比小幅提升。同时在“一带一路”及振兴东北老工业基地战略实施背景下，营口港将继续发挥其区位优势，进一步推动自身业务规模的扩张。

业务运营

公司以营口港为运营载体，依托优越的港口条件、便捷的交通和良好的腹地经济，开展散杂货和集装箱装卸、堆存、运输服务。2017 年，公司实现营业收入 38.18 亿元，同比增加 4.17%，其中港口费收入（含装卸费及堆存费等）为 36.78 亿元，同比增加 7.01%，核心主业较为突出。

2017年，受益于港口行业的回暖，公司货物吞吐量有所增加，金属矿石、钢铁、粮食及内贸集装箱等主要货种市场份额继续占优，加之较多的资源储备及稳定的客户关系为营口港的持续发展提供有利因素

公司是营口港港区码头的主要运营平台之一，分为集装箱及干散货，货种包括金属矿石、钢铁、石油天然气及制品、煤炭、非金属矿石和粮食等。截至 2017 年末，公司运营的泊位共计 42 个（自有泊位 33 个、租赁泊位 9 个），主要集中在营口老港区、鲅鱼圈港区、仙人岛港区，泊位主要包括两大类，一是公司自主建设，二是租赁港务集团而来，其中主要以自有泊位为主，占公司总吞吐量的 90% 以上。

自有泊位方面，公司目前拥有 33 个现代化专业泊位，全部位于鲅鱼圈港区，如前所述，该港区系营口港发展综合运输的核心港区，目前码头较为成熟，主要包括：集装箱、汽车、煤炭、散粮、矿石、成品油及液体化工品等专业性码头；散杂货泊位和多用途泊位；20 万吨级、15 万吨级、10 万吨级大型深水泊位及 5 万吨级的中型泊位，能够较好地满足不同货种不同泊位的船舶靠泊作业。具体来看，集装箱泊位 8 个，成品油及液体化工泊位 5 个，

散装货泊位 12 个，通用泊位 2 个，粮食、矿石、通用散货、汽车滚装、杂件以及煤炭泊位各 1 个，总设计通过能力达 3,800 万吨/年、180 万 TEU/年，功能优势显著。

表3：截至2017年末公司泊位情况

泊位名称	货种	设计通过能力
一港池 11 [#] -15 [#]	成品油及液体化工品	510 万吨/年
一港池 16-17 [#]	铁矿石	1,395 万吨/年
二港池 22 [#]	煤炭及制品	500 万吨/年
二港池 23 [#] -26 [#]	散杂货	440 万吨/年
三港池 31 [#] -38 [#]	散杂货	239 万吨/年
四港池 41 [#]	散杂货	300 万吨/年
四港池 46 [#]	汽车装滚	20 万吨/年
四港池 47 [#]	粮食	34 万吨/年
五港池 51 [#] -58 [#]	集装箱	180 万 TEU/年 +50 万吨/年
五港池 59 [#] -60 [#]	件杂货	312 万吨/年

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

租赁泊位方面，2016 年 3 月 22 日，公司第五届董事会第十三次会议审议通过了《关于继续租赁港务集团有限公司营口老港区和仙人岛港区部分码头资产的议案》。公司于 2016 年免费租赁使用了港务集团所拥有的营口老港区和仙人岛港区部分码头资产，具体租赁范围包括：老港区 101-102 泊位码头工程、3,000 吨级泊位、二号码头、三号码头、四号码头和集装箱码头以及相关附属资产；仙人岛港区 201#、202#和 203#通用泊位码头以及相关附属资产。从该两个港区的具体情况来看，公司租赁的老港区和仙人岛港区泊位资产价值约在 4 亿左右，吞吐量占公司总吞吐量不足 1%。根据 2017 年 4 月 26 日发布的《营口港务股份有限公司关联交易的公告》，公司 2017 年拟继续租赁上述资产。由于营口老港区为河港，近年业务量持续萎缩，受制于自然条件，依据其资产的作业能力、效益情况以及封航情况，为避免同业竞争，经双方协商，2017 年上述营口老港区资产将继续由公司免费使用；仙人岛港区上述泊位为新近投产的泊位，为培育市场，经双方协商，2017 年上述仙人岛港区泊位将继续由公司免费使用，使用期限为一年，到期后需提交董事会和股东大会审议。

从运营情况来看，跟踪期内，在港口行业回暖的背景下，公司完成货物吞吐量 26,015.65 万吨，

同比增加 7.18%，其中：完成集装箱 585.40 万 TEU（合 13,312.83 万吨），同比增加 2.61%；散杂货 12,702.82 万吨，同比增加 8.46%。

从货种分类来看，公司目前经营的散杂货种主要包括金属矿石、钢铁、石油天然气及制品、煤炭、非金属矿石和粮食等，其中金属矿石和钢铁是公司主要的散货货种；专业化货种有集装箱、成品油及液体化工品、滚装汽车业务等，以集装箱为主。内贸货物占比保持在 70%以上，2017 年，公司内贸货物占比为 77%，同比提升 2 个百分点。2017 年公司完成金属矿石吞吐量 3,476.18 万吨，同比增加 5.80%；完成钢铁吞吐量 1,829.52 万吨，同比减少 2.38%；完成石油天然气及制品吞吐量 653.58 万吨，同比增加 15.13%；完成粮食吞吐量 1,358.53 万吨，同比增长 66.34%；完成煤炭及制品吞吐量 863.03 万吨，同比增长 8.02%；完成非金属矿石吞吐量 383.88 万吨，同比增长 15.25%；完成集装箱吞吐量 585.4TEU，同比增长 2.61%。整体看，跟踪期内，在港口行业回暖的带动下，公司货种吞吐量出现不同程度的上升。

表4：公司 2015~2017 年主要货物吞吐量情况

货种	单位：万吨、万 TEU			
	2015	2016	2017	2017 年 同比增幅
金属矿石	3,927.41	3,476.18	3,677.87	5.80%
钢铁	2,169.37	1,786.97	1,829.52	2.38%
石油天然气及制品	712.22	567.68	653.58	15.13%
粮食	654.13	816.73	1,358.53	66.34%
煤炭及制品	624.46	798.92	863.03	8.02%
非矿	298.16	333.08	383.88	15.25%
化肥及农药	-	-	172.76	-
其他	3,177.64	3,931.89	3,763.65	-4.28%
散杂货合计	11,563.39	11,711.45	12,702.82	8.46%
集装箱	557.19	570.51	585.40	2.61%
合计	24,202.71	24,272.54	26,015.65	7.18%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从装卸费率来看，公司根据各类货物规模、自身港口条件及周边竞争情况等方面，不断调整各主要货种装卸费率，近年装卸费率呈逐年下降态势，2017 年公司平均装卸费率为 21 元/吨，较上年下降 6.35 元/吨。但如前所述，2017 年营口港吞吐量上升较快，受益于此公司装卸费的下滑状况得以弥

补，公司港口费收入仍保持增长。

表5：2015~2017年公司分货种装卸费率情况

货种分类	2015	2016	2017
煤炭及制品	26.46	33.94	23.4
石油天然气及制品	26.61	32.84	34.3
金属矿石	31.97	27.09	26.6
钢铁	32.08	30.37	29.6
非矿	34.98	33.17	41.0
粮食	31.49	31.86	53.4
其它	24.90	22.65	42.6
平均	29.53	27.35	21.0

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要客户包括货主类客户、航运类客户、代理类客户以及相关口岸单位等，业务区域为东北三省和内蒙古东四盟地区。从市场份额来看，近年公司在东北地区的市场份额逐年扩大，其中：金属矿石、钢铁、粮食及内贸集装箱等主要货种市场份额继续保持优势地位。从未来发展情况来看，辽宁（营口）沿海产业基地将迅速形成，较多的项目工程陆续建设和投产，为公司储备了较多的市场资源。同时公司与中国远洋集团、中国海运集团、中储粮总公司、鞍钢集团等企业机构在码头运营等方面建立了长期战略合作，稳定的客户资源有利于营口港的持续发展。

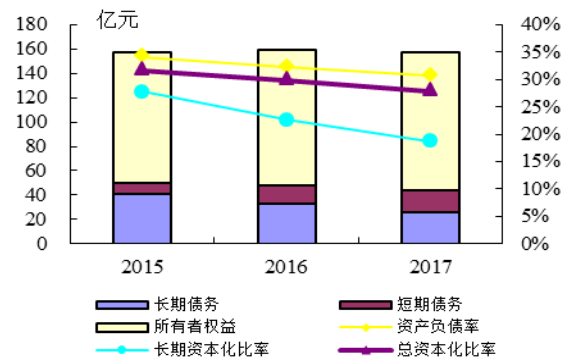
整体看，跟踪期内，我国港口行业回暖，受此带动，营口港吞吐量进一步推升，整体经营情况良好。但仍需关注宏观经济波动对公司港口业务开展带来的不利影响。

财务分析

以下分析主要基于华普天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2015、2016及2017年审计报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

图4：2015~2017年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017年，公司资产规模相对稳定，且随着港口泊位改造的完成，港口建设对债务的依存度下降，负债规模下降。截至2017年末，公司总资产和总负债规模分别为163.25亿元和50.06亿元，同比分别同比减少1.23%和6.10%。所有者权益方面，得益于较好的经营积累，当年末公司所有者权益合计113.19亿元，同比增长1.09%。当年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为30.66%和27.88%，同比分别下降1.59个百分点和2.03个百分点。

表6：2017年港口行业主要上市公司资本结构指标比较

公司名称	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
上港集团	1,412.35	45.44
宁波舟山港	622.06	36.51
天津港股份	360.32	42.24
大连港股份	365.85	43.64
日照港股份	201.50	41.17
营口港股份	163.25	30.66
唐山港股份	220.66	28.02
锦州港股份	155.86	60.61
连云港股份	73.83	55.59
珠海港股份	59.15	47.76

资料来源：wind，中诚信证评整理

从资产构成来看，作为资本密集型企业，公司资产以非流动资产为主，截至2017年末，公司非流动资产占资产总额的比重为77.27%，仍主要由长期股权投资（7.99亿元）、固定资产（103.33亿元）和无形资产（10.85亿元）构成，分别占非流动资产的比重为6.33%、81.92%和8.60%。其中，长期股权投资主要系对营口集装箱码头有限公司（投资余额0.54亿元）、中储粮营口储运有限责任公司（投资余额2.16亿元）、鞍钢国贸营口港务有

限公司（投资余额 2.21 亿元）和营口港务集团财务有限公司（以下简称“营口港财务”，投资余额 3.08 亿元）的股权投资，对外投资领域集中于码头及其他港口设施服务行业；固定资产主要为房屋及建筑物、港务设施、库场设施和装卸机械及设备；无形资产主要为土地使用权。

流动资产方面，截至 2017 年末，公司流动资产合计 37.11 亿元，仍主要包括货币资金、应收票据和应收账款，分别占流动资产的比重为 78.90%、9.58% 和 9.62%。公司货币资金基本为银行存款，截至 2017 年末，公司货币资金余额为 29.28 亿元，较上年增加 6.3 亿元；公司应收票据 3.55 亿元，较上年减少 1.82 亿元，主要系银行承兑汇票；2017 年，公司加大了应收账款的催收力度，同期末公司应收账款余额为 3.57 亿元，较上年减少 2.72 亿元，公司应收账款以客户欠款为主，账龄在一年以内的占比达 75.67%，整体回收风险相对可控。

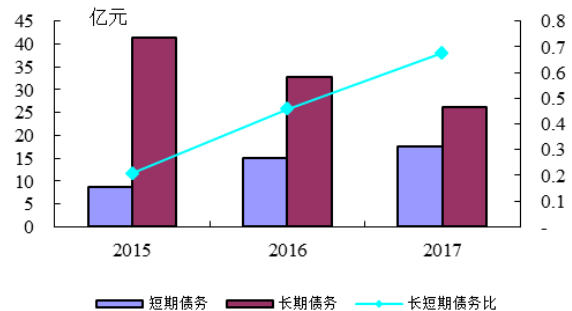
负债方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2017 年末，公司非流动负债余额为 26.09 亿元，较上年减少 6.67 亿元，主要系当年偿还了部分应付债券所致。从构成方面来看，2017 年，公司非流动负债仍由长期借款及应付债券构成，其中应付债券余额为 10 亿元，较上年减少 12 亿元，主要系公司当年偿还了“10 营口港债”所致；同期，公司长期借款余额为 16.09 亿元，较上年增加 5.33 亿元，主要系新增了 6 亿元的长期信用借款所致，公司长期借款利率区间为 4.51% 至 4.90%，期限以 3~10 年为主。

流动负债方面，截至 2017 年末，公司流动负债在总负债中的比重为 47.87%。分项目看，2017 年，公司流动负债内容及构成较上年变化不大，仍主要由短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债组成，占比分别为 12.52%、14.58% 及 61.21%。截至 2017 年末，公司短期借款余额为 3 亿元，较上年增加 1 亿元，新增部分全部系短期信用借款，公司的短期借款利率为 3.915%；同期公司应付账款 3.49 亿元，较上年增加 35.79%，主要包括应付工程款、应付货款及应付设备款。

债务期限结构方面，2017 年公司偿还部分到期的应付债券，使得年末总债务下降至 43.76 亿元，同比减少 8.41%；其中包括短期债务 17.67 亿元和

长期债务 26.09 亿元，当年末长短期债务比由上年末的 0.46 倍上升至 0.68 倍。总体而言，公司以长期债务为主导的债务期限结构较为合理。

图 5：2015~2017 年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，2017 年公司负债水平有所下降，财务杠杆比率保持在行业内较低水平，且以长期债务为主的债务期限结构较合理，整体财务结构较稳健。

盈利能力

在港口行业回暖的背景下，2017 年公司吞吐量有所提升，收入呈上升态势，当年营业收入合计 38.18 亿元，同比增长 4.17%，其中港口费收入为 36.78 亿元，同比增加 7.01%，核心主业较为突出。营业毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 27.97%，较上年下降 4.60 个百分点，主要系由于装卸费率降低所致。与国内其他上市港口类企业相比，公司营业毛利率处于同行业中等偏上水平，主要原因系公司营业收入主要由港口费收入构成，而其他上市公司的营业收入中大多包含毛利率较低的贸易业务，从而毛利会相应被拉低。

表 7：2017 年港口行业主要上市公司盈利指标比较

公司名称	营业收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
上港集团	374.24	33.71
宁波舟山港	181.83	25.55
天津港股份	142.34	21.73
大连港股份	90.32	16.20
日照港股份	48.04	21.52
营口港股份	38.18	27.97
唐山港股份	76.12	27.23
锦州港股份	45.31	13.36
连云港股份	12.73	24.64
珠海港股份	18.61	24.16

资料来源：wind 资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司管理费用为 1.94 亿元，与上年基本持平，费用控制情况良好；同期融资规模下降使得利息支出进一步减少，当年财务费用为 2.26 亿元，同比减少 10.74%。结合收入规模来看，2017 年公司三费收入占比为 11.00%，较上年下降 1.21 个百分点。总体看，公司三费收入占比逐年下降，期间费用控制能力得到加强。

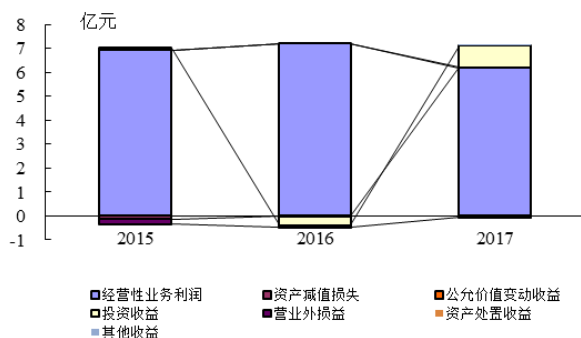
表 8：2015~2017 年公司期间费用分析

	2015	2016	2017
销售费用	-	-	-
管理费用	1.95	1.94	1.94
财务费用	3.24	2.54	2.26
三费合计	5.19	4.48	4.20
三费收入占比	13.70%	12.21%	11.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从利润总额看，公司利润总额主要由经营性业务利润及少量投资收益构成。2017 年，公司利润总额为 7.11 亿元，同比增长 5.67%，主要系投资收益有所增加所致。全年实现经营性业务利润 6.19 亿元，同比减少 14.06%，主要原因系装卸费率降低及职工薪酬增加所致；同期实现投资收益 0.91 亿元，较上年增加 1.29 亿元，系对联营企业、合营企业的投资收益增加所致，投资收益的增加对整体盈利能够形成了有利的补充。

图 6：2015~2017 年公司利润总额构成



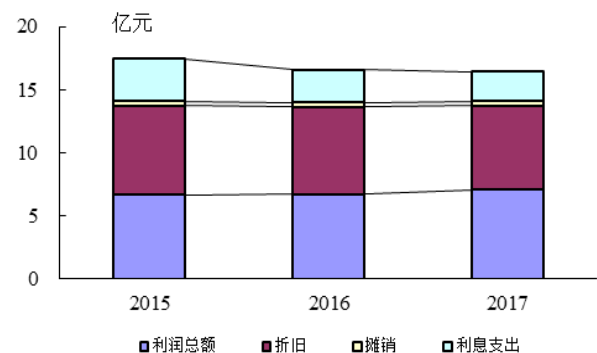
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，在港口装卸费率下降等压力下，公司初始获利空间有所下降，但受益于吞吐量的提升，公司收入仍呈上升态势，且考虑到公司期间费用控制良好，经营性业务利润对利润总额贡献较大，公司整体盈利能力较强。

偿债能力

2017 年，公司利润总额较上年有所增加，当年利息支出及折旧的减少使得 EBITDA 规模同比下降 0.86%，为 16.47 亿元。从 EBITDA 对债务利息保障程度来看，如前所述，2017 年公司偿还部分到期的应付债券，使得年末总债务下降至 43.76 亿元，总债务/EBITDA 由上年的 2.88 倍下降至 2.66 倍，EBITDA 利息倍数 6.37 倍上升至 7.02 倍。总体上，EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

图 7：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司的业务收现能力较好，带动经营现金流量有所增加。2017 年，受吞吐增加等因素影响，公司实现经营活动现金流量净额 17.04 亿元，同比增加 59.22%。当年公司经营净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.39 倍和 7.26 倍，经营性现金流对债务利息的保障能力有所增强。

表 9：2015~2017 年公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017
长期债务 (亿元)	41.33	32.76	26.09
总债务 (亿元)	49.93	47.78	43.76
资产负债率 (%)	34.16	32.25	30.66
总资本化比率 (%)	31.71	29.91	27.88
EBITDA (亿元)	17.47	16.61	16.47
EBITDA 利息倍数 (X)	5.18	6.37	7.02
总债务/EBITDA (X)	2.86	2.88	2.66
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.14	4.10	7.26
经营活动净现金/总债务 (X)	0.35	0.22	0.39

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行建立了长期稳定的合作关系，截至 2017 年末，获得的授信额度为 71.99 亿元，尚未使用额度为 46.23 亿元，备用流动性较充足。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保所形成的或有负债风险。

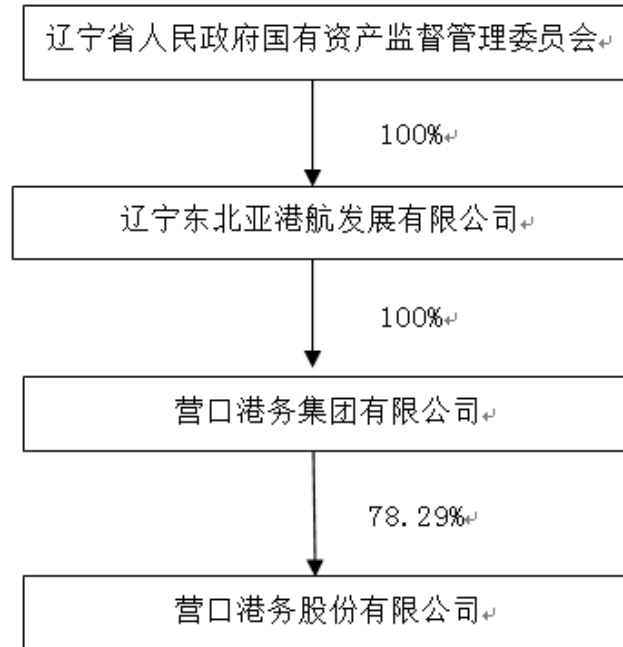
未决诉讼方面，2014 年 4 月 15 日，昆仑国际贸易有限公司就与本公司申请提货遭拒事宜向大连海事法院提起诉讼，要求公司向其赔偿损失 28,560 万元及利息。截至 2017 年末，前述诉讼尚未最终判决，中诚信证评将该事件后续进展予以关注。

总体来看，公司资产负债率处于同行业较低水平，且债务以长期负债为主，财务结构较稳健。同时，公司盈利能力较强，经营性现金流呈持续净流入状态，能对其债务偿还形成一定保障，整体偿债能力较强。

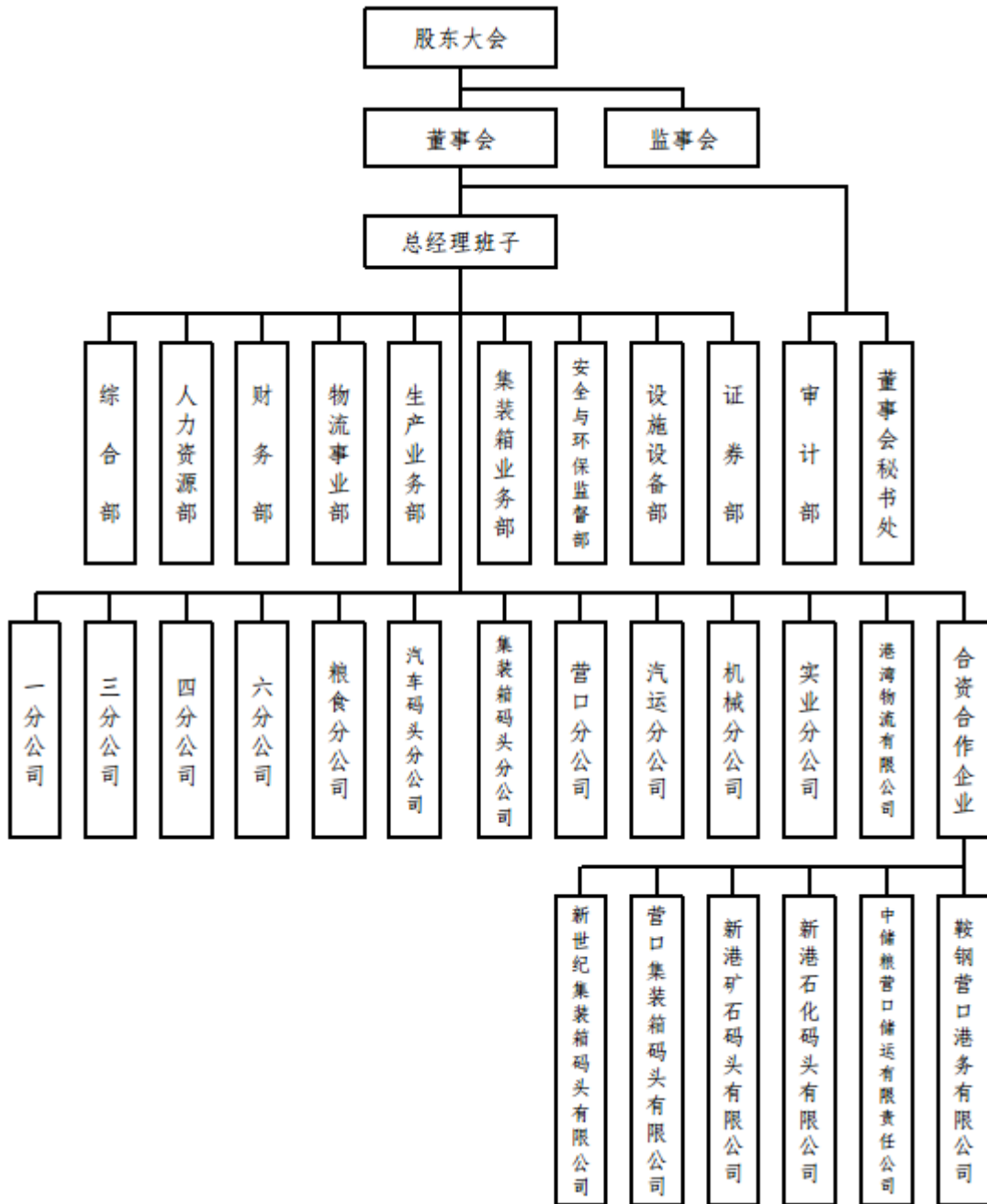
结 论

综上，中诚信证评维持发行主体营口港股份信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，维持“营口港务股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：营口港务股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：营口港务股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：营口港务股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	186,656.79	229,781.64	292,784.56
应收账款	31,494.02	62,930.10	35,706.48
存货	5,699.30	3,179.20	3,158.09
流动资产	284,245.34	351,440.25	371,101.57
长期投资	75,324.45	71,561.69	79,918.11
固定资产合计	1,143,079.52	1,100,519.26	1,047,720.10
总资产	1,632,972.78	1,652,760.53	1,632,453.37
短期债务	85,980.00	150,180.00	176,680.00
长期债务	413,280.00	327,600.00	260,920.00
总债务（短期债务+长期债务）	499,260.00	477,780.00	437,600.00
总负债	557,842.31	533,072.54	500,552.83
所有者权益（含少数股东权益）	1,075,130.46	1,119,687.99	1,131,900.53
营业总收入	378,776.31	366,558.59	381,830.30
三费前利润	121,221.14	116,820.48	103,912.02
投资收益	1,002.86	-3,762.76	9,122.57
净利润	52,448.30	50,868.81	56,278.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	174,729.28	166,082.12	164,651.59
经营活动产生现金净流量	173,300.96	107,005.40	170,374.85
投资活动产生现金净流量	-26,962.83	-8,193.18	-10,072.60
筹资活动产生现金净流量	-187,159.93	-55,687.38	-97,299.33
现金及现金等价物净增加额	-40,821.80	43,124.85	63,002.92
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	32.37	32.57	27.97
所有者权益收益率（%）	4.88	4.54	4.97
EBITDA/营业总收入（%）	46.13	45.31	43.12
速动比率（X）	1.95	1.69	1.54
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.22	0.39
经营活动净现金/短期债务（X）	2.02	0.71	0.96
经营活动净现金/利息支出（X）	5.14	4.10	7.26
EBITDA 利息倍数（X）	5.18	6.37	7.02
总债务/EBITDA（X）	2.86	2.88	2.66
资产负债率（%）	34.16	32.25	30.66
总资本化比率（%）	31.71	29.91	27.88
长期资本化比率（%）	27.77	22.64	18.73

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

附四：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 + 应付融资租赁款

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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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 / 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)

附五：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。