信用等级公告

联合〔2019〕2184 号

联合资信评估有限公司通过对广东省航运集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省航运集团有限公司主体长期信用等级为AA+，“17粤航运MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广东省航运集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 粤航运 MTN001	5 亿元	2022/10/27	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	52.29	65.38	57.26	63.78
资产总额(亿元)	168.76	198.49	206.37	214.21
所有者权益合计(亿元)	63.69	105.82	110.11	109.19
短期债务(亿元)	16.23	25.06	19.70	29.70
长期债务(亿元)	15.97	16.15	21.90	21.36
全部债务(亿元)	32.20	41.21	41.60	51.05
营业收入(亿元)	39.96	43.76	45.30	9.85
利润总额(亿元)	5.22	5.63	5.63	1.02
EBITDA(亿元)	9.47	10.39	10.80	--
经营性净现金流(亿元)	3.74	5.17	8.15	0.35
营业利润率(%)	24.27	25.61	24.67	22.38
净资产收益率(%)	6.18	3.93	3.57	--
资产负债率(%)	62.26	46.69	46.65	49.03
全部债务资本化比率(%)	33.58	28.03	27.42	31.86
流动比率(%)	209.28	186.40	179.96	158.40
经营现金流动负债比(%)	9.36	10.18	19.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	3.96	3.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.39	7.30	5.84	

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债计入短期债务

分析师：孙宏辰 任黛云
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

广东省航运集团有限公司（以下简称“公司”）是珠三角航运物流行业的龙头企业，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内公司港口物流、客运旅游等主业平稳发展，公司盈利能力较强、债务负担较轻等优势。同时，联合资信也关注到公司期间费用对利润形成一定不利影响、近远洋运输业务毛利受 BDI 指数影响波动较大等因素对公司经营发展带来的不利影响。

随着公司积极布局珠三角码头网络，公司港口物流和客运旅游业务竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“17 粤航运 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，广东省经济快速增长，水路货物运输量增速较快，公司发展面临良好的外部环境。
2. 跟踪期内公司保持了在珠三角地区的航运物流市场中的突出地位，物流网络竞争优势明显。
3. 公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券的保障能力较强。

关注

1. 公司近远洋运输业务受 BDI 指数影响较大，毛利率波动较大。
2. 公司期间费用占比较高，对利润有一定不利影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东省航运集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东省航运集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省航运集团有限公司（以下简称“公司”）及“17 粤航运 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本为44.62亿元。广东省政府是公司的唯一股东及实际控制人，广东省人民政府授权广东省国有资产监督管理委员会对公司进行监管，履行出资人职责。

截至2019年3月底，公司内设经营管理部、财务管理部、战略发展部等9个职能部门。截至2019年3月底，公司拥有子公司12家。

2018年底，公司资产总额206.37亿元，所有者权益合计110.11亿元（含少数股东权益19.78亿元）；2018年公司实现营业收入45.30亿元，利润总额5.63亿元。

2019年3月底，公司资产总额214.21亿元，所有者权益合计109.19亿元（含少数股东权益19.82亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入9.85亿元，利润总额1.02亿元。

公司注册地址：广州市越秀区八旗二马路48号；法定代表人：杨显昌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评债券为“17 粤航运 MTN001”，债券余额 5.00 亿元，期限 5 年，按年付息，到期还本。截至 2019 年 3 月底，募集资金已全部使用完毕。跟踪期内“17 粤航运 MTN001”正常付息。

表1　存续期债券概况（单位：亿元，年，%）

债券简称	债券余额	票面利率	债券起息日
17 粤航运 MTN001	5	5.12	2017/10/27

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发

行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

公司主要收入来源为港口物流、客运及旅游、船舶工业板块，港口物流、航运以及船舶制造市场的运行状况对公司经营及财务状况影响较大。

1. 港口行业分析

港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。根据交通运输部网站公布的港口营运数据，2018 年中国港口吞吐量保持增长，但增速明显回落，全国港口完成货物吞吐量 143.51 亿吨，比上年增长 2.5%，其中沿海港口完成 94.63 亿吨，增长 4.5%，增幅均低于上年同期水平。2018 年，全国港口完成集装箱吞吐量 2.51 亿 TEU，比上年增长 5.3%，其中沿海港口完成 2.22 亿 TEU，增长 5.2%。美国在全球范围内挑起的贸易摩擦对中国乃至全球的加工制造业和商品贸易形成较大影响，全球制造业 PMI 指数呈现下行趋势，对中国港口集装箱吞吐量增长形成一定冲击。

散杂货方面，2018 年以来，中国煤炭需求

量保持整体平稳，2018 年全国煤炭总消费量同比增长 1%；全国规模以上港口完成煤炭及制品吞吐量 24.50 亿吨，增长 3.4%。受环保禁汽运煤政策影响，天津港煤炭吞吐量不断下降，导致全港货物吞吐量出现负增长。秦皇岛港、唐山港、黄骅港依托“大-秦铁路”、“神-黄铁路”的铁路运输线路优势，仍扮演了中国“北煤南运”核心下水港角色。

2018 年，中国铁矿石进口量 10.64 亿吨，同比下降 1%，其中秦皇岛港、唐山港铁矿石吞吐量受影响较大，外贸货物吞吐量同比有所下降。2019 年以来，铁矿石价格呈上升趋势，港口铁矿石库存量呈现下降趋势，但由于上游矿山受到自然灾害等因素影响发运量缩减，铁矿石供给压力仍难放松。

从收费政策看，2015 年 12 月，交通运输部与国家发改委印发《港口收费计费办法》（交水发〔2015〕206 号），规范港口价格形成机制，对港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等实行市场调节价。2018 年 9 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定，清理不合规收费，由各地向社会公布当地口岸收费目录清单，清单之外不得收费。推动降低合规费用，年内集装箱进出口环节合规成本比去年降低 100 美元以上，沿海大港要有更大幅度降低。2019 年 3 月，交通运输部与国家发改委修订印发《港口收费计费办法》（交水发〔2019〕2 号，以下简称《计费办法》），新修订的《计费办法》将货物港务费、港口设施保安费、引航（移泊）费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低 15%、20%、10%和 5%。

总体看，中央经济工作会议关于进一步降低物流成本和国务院关于优化口岸营商环境的工作部署将进一步清理规范港口经营服务性收费，切实增强企业减负获得感，但短期内港口运营盈利能力或将受到一定影响。

目前，港口行业面临需求增速放缓，产能过剩的问题，区域间的港口整合有助于岸线资源合理分配、港区之间合理分工、避免重复建设和消除恶性竞争。2015 年 8 月份浙江海港投资运营集团有限公司成立，统一运营宁波、舟山、嘉兴、台州和温州港五大港口。江苏港口方面，2017 年 5 月江苏港口集团成立，整合了连云港、南京港、镇江港、苏州港、南通港等 8 市国有港口。2018 年 11 月招商局正式发布通告，将通过增资方式入股辽宁东北亚港航发展有限公司（以下简称“辽宁港航发展”），并取得其 49.9%的股权，而辽宁省国资委则继续保留辽宁港航发展 50.1%的控股权。由此辽宁省港口整合的股权结构基本完成，区域港口一体化运作取得实质进展，未来或将继续对区域内其他港口进行整合。山东港口方面，2019 年初山东省政府明确港口整合“三步走”计划：首先由山东高速集团有限公司整合东营港、潍坊港、滨州港，组建山东渤海湾港口集团有限公司。第二步以青岛港为平台整合威海港，形成青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港四大集团的格局。第三步适时组建山东港口投资控股集团公司，统筹全省港口发展。港口整合是行业的发展方向，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望加速。

2．航运行业分析

航运业是国民经济和国际贸易的基础行业。由于世界各地的资源分布不均衡，各国、各地区的经济发展水平和消费水平不平衡，国际间需要通过贸易加以调节。这类贸易活动形成的货流构成了对海上运输的需求。航运业提供的船舶运输服务形成了航运供给。船货供求结合的活动组成了航运市场。按照船舶运输对象，航运市场可分成集装箱市场、干散货市场、油运市场等专门化市场。

近年来全球经济增势趋弱，集装箱运输需求增速将趋于平缓。随着船舶订单逐步交付完毕，新一轮订单尚未进入全面交付阶段，未来一段时间内集运市场船队运力将保持低速增长态势，有利于行业供求关系改善。2018年，全

球集装箱运输需求温和增长，但受限于集装箱船队运力的快速增长，集装箱运输市场供需关系无实质改变。截至2018年底，全球集装箱船舶运力规模约2230万标准箱，同比增长5.7%，增速持续回升。2018年，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）均值818点，同比变化不大。

干散货航运方面，2018 年世界干散货运输市场总体平稳恢复，但回升力度有所减弱。2018 年，全球干散货海运预估量约 52.1 亿吨，同比增幅 2.25%，增速较 2017 年大幅下降；其中，铁矿石海运贸易量 14.7 亿吨，同比稍降 0.20%，煤炭海运贸易量 12.4 亿吨，同比增长 3.33%，粮食海运贸易量 4.86 亿吨，同比增长 1.67%，小宗散货海运贸易量 20 亿吨，同比增长 3.61%。运价方面，2018 年，波罗的海干散货运价指数（BDI）均值为 1353 点，同比上涨 18.08%，运费水平持续回暖。截至 2018 年 12 月，全球干散货船运力达 11337 艘、8.39 亿载重吨，运力增速达 2.82%。

码头业务方面，受全球经济增长放缓、贸易摩擦升级等因素综合影响，全球主要港口集装箱码头业务增速有所放缓，部分码头出现负增长。根据上海国际航运研究中心发布的《全球港口发展报告（2018）》，2018 年全球港口集装箱吞吐量 7.82 亿 TEU，同比增长 4.67%，增速较上年小幅下滑。前 20 大港口中，中国香港港、迪拜港和汉堡港集装箱吞吐量均出现不同程度下降。

航油价格方面，燃油成本系在航运公司营业成本中占比最大的一项成本支出，因此燃油价格的波动将影响航运企业的盈利水平。石油价格方面，国际油价震荡上行后又深度下挫，但年均价大幅提升；2018年，布伦特原油期货全年平均为71.69美元/桶，同比上涨31%，年内一度突破86美元/桶的大关，达近四年高点，但年底又跌至50.47美元/桶的一年来低点。原油价格上涨带动船舶燃油价格上升，新加坡IFO380燃油全年均价432.87美元/吨，同比增长31.5%；2018年国际油价整体维持高位，加剧了航运公司的经营压力。根据国际海事组织（IMO）相关规定，航运公司将于2020年起全面实施新的航油限硫规定，低硫油较普通航油成本更高，对航运公司成本控制提出了更高要求。

总体看，全球经济总体增速放缓，航运行业总体平稳恢复，但供需关系无实质改变，运力过剩问题有所加重；同时，航油成本的提升加剧了航运公司的经营压力。

3. 区域经济

公司业务范围主要在广东省内，区位优势明显。根据《2018 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2018 年广东省实现地区生产总值（GDP）97277.77 亿元，比上年增长 6.8%；其中第三产业增加值增速最快，且对地区生产总值增长的贡献率最高（58.9%），三次产业结构比重为 4.0:41.8:54.2，第三产业比重同比提高 0.6 个百分点，产业结构进一步优化。全省居民人均可支配收入 35809.9 元，比上年增长 8.5%，扣除物价因素，实际增长 6.2%。

2018 年，广东省全年固定资产投资 41488.10 亿元，比上年增长 10.7%；第一产业投资比上年下降 20.9%；第二产业投资增长 0.6%；第三产业投资增长 14.9%。基础设施投资增长 8.2%，占固定资产投资的比重为 25.0%。

2018 年，广东省全年地方一般公共预算收入 12102.90 亿元，同比增长 7.9%；其中，税收收入 9737.33 亿元，增长 9.8%。

交通方面，2018 年全年广东省旅客运输总量 154681 万人，比上年增长 3.9%。旅客运输周转量 4501.84 亿人公里，增长 7.5%；货物运输总量 424817 万吨，增长 6.0%；货物运输周转量 28642.51 亿吨公里，增长 1.5%。其中水路货物运输总量 10.24 万吨，同比增长 7.9%，水路货物运输周转量 2.42 亿吨公里，同比增长 0.7%。在各种交通方式中，水路运输货物总量增速最高。

2018 年，广东省港口货物吞吐量完成 211037 万吨，比上年增长 6.6%。其中，外贸货

物吞吐量 60793 万吨，增长 2.7%；内贸货物吞吐量 150244 万吨，增长 8.2%。港口集装箱吞吐量 6447 万标准箱，增长 3.5%。

根据《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》，到 2020 年，广东省交通基础设施建设目标为：达到国内领先、世界先进水平，基本建成覆盖全省、辐射泛珠、服务全国、连通世界的现代化综合交通运输体系，实现“12312”交通圈。

整体看，跟踪期内，广东省经济持续保持快速增长，水路货物运输量增速较快，公司发展面临良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是广东省航运业的龙头企业，是粤港澳水运市场最大的承运商，也是广东省内唯一一家获省交通厅批准经营珠三角往返港、澳地区业务的省属国有交通运输企业。公司组建以来，产业结构从以粤港澳客货运输为主的经营格局逐渐向水上运输及港口物流、船舶修理及制造、航道港口开发投资及建设运营管理转变。目前公司已构筑了一个较完善的、境内与境外相互支持的网络，可提供海、陆相配套的立体物流、客流服务。

港口物流方面，公司是粤港澳地区最大的内河码头服务商，拥有粤港地区最完善的支线运输网。此外公司子公司珠江船务企业（集团）有限公司（以下简称“珠江船务”）全资拥有香港屯门仓码、澳门粤通码头，并租用香港政府公共装卸区泊位，建立起了其在粤港澳地区港口货运及水路运输市场的优势地位。

公司粤港澳客运业务区域优势明显，公司拥有香港及亚洲地区规模最大的高速客船船队。公司粤一港航线客运市场占有率高，在区域竞争中具有绝对优势。

公司是全国 5A 级（最高级别）综合服务型物流企业，拥有 GNG 和 CKS 的粤港澳航运界知名品牌。同时，公司参与政府基础性、公益性项目投资建设，主导了北江航道扩能升级项目。该项目在提升公司现有港口码头竞争力的同时，也促进港口航运上下游业务发展，进一步增强主营业务竞争力。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G10440104005462800），截至 2019 年 5 月 31 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是珠三角航运物流行业的龙头企业，业务以港口物流和客运旅游业务为主，公司也涉足近远洋运输、船舶工业和房地产业务。

2018年，公司主营业务收入达到44.75亿元，同比有所增长，主要系船舶工业收入增长所致。从收入构成来看，2018年，港口物流业务和客运及旅游业务收入略有下降，两项业务仍是公司主要收入来源，2018年分别实现收入20.59亿元和12.23亿元，收入分别占主营业务收入的46.01%和27.32%。2018年，公司近远洋运输收入有所增长，房地产业务收入有所下降；船舶工业收入大幅增长，主要系造船完工量增长所致。

从毛利率来看，2018年，公司综合毛利率达到25.31%，同比有所下降，主要系客运旅游和船舶工业毛利率下降所致。客运旅游业务毛利率下降主要系为应对港珠澳大桥和广深港高铁开通分流影响，公司加开新航线并加密已有航线航次，空座率上升导致。船舶工业毛利率下降主要系小虎岛造船基地陆续转固计提折旧导致。公司港口物流和近远洋运输业务毛利率

小幅上升；房地产业务毛利率大幅上升，主要系销售的南沙珠江船务大厦价格上升所致。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入9.74亿元，以港口物流和客运旅游收入为主。同期，公司综合毛利率下降至22.67%，除房地产外其他各板块业务毛利率均有所下降，近远洋运输业务毛利率大幅下降主要系BDI指数大幅下跌所致。

表3　2017~2019年3月公司主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

	2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
港口物流	21.74	50.18	27.19	20.59	46.01	29.20	5.22	53.56	27.59
客运及旅游	12.27	28.32	24.32	12.23	27.32	20.79	2.80	28.70	16.99
近远洋运输	2.22	5.12	14.79	2.55	5.69	16.91	0.61	6.29	1.63
船舶修造	2.99	6.90	26.76	5.82	13.01	14.37	0.72	7.40	10.31
房地产	4.10	9.48	30.86	3.56	7.96	42.17	0.39	4.05	53.08
合计	**43.32**	**100.00**	**26.25**	**44.75**	**100.00**	**25.31**	**9.74**	**100.00**	**22.67**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）港口物流板块

公司港口物流业务主要由子公司珠江船务企业（集团）有限公司（以下简称“珠江船务”）及广东省湛江航运集团有限公司（以下简称“湛航集团”）经营。

珠江船务在珠江三角洲地区（含港、澳）拥有粤港最完善的支线运输网（40条集装箱班轮航线和18条散货航线）、粤港最大的内河码头网络（控股及参股21个码头）和粤港覆盖面最广泛的营销网络（39个办事处）。珠江船务全资拥有香港屯门仓码、澳门粤通码头；租用香港政府公共装卸区17个泊位，建立起了其在粤港澳地区水路运输市场相对优势地位。湛航集团是一家港、航、厂合一的国有航运企业，控股2个沿海码头，是琼州海峡客滚运输龙头企业，主营业务为湛江至海南的车客渡轮以及货物运输、船舶修理、码头经营等业务。

表4　公司控（参）股码头情况

序号	码头运营公司	经营期限	设计吞吐量（万TEU）	控（参）股比例	地理位置
1	佛山高明珠江货运码头有限公司	1992-2042	30	100%	佛山高明区
2	珠海斗门珠船集装箱码头有限公司	2003-2023	30	100%	珠海斗门区
3	肇庆高要珠江物流有限公司	2006-2036	12	100%	肇庆高要市
4	肇庆康州珠江货运码头有限公司	1997-2047	5	100%	肇庆德庆县
5	肇庆新港码头有限公司	2009-2059	40	100%	肇庆鼎湖区
6	肇庆四会珠江物流有限公司	2009-2029	15	100%	肇庆四会市
7	广东省三埠客货运输合营有限公司	2018-2048	15	90%	江门市开平
8	佛山北村珠江货运码头有限公司	2005-2025	8	50%	佛山南海区
9	清远珠江货运码头有限公司	2003-2053	10	90%	清远市
10	鹤山市鹤港货运合营有限公司	2010-2038	10	50%	鹤山市
11	中山港货运联营有限公司	1992-2022	40	25%	中山市
12	佛山三水三港集装箱码头有限公司	1992-2032	10	30%	佛山三水区
13	佛山南港码头有限公司	1986-2021	15	47.50%	佛山南海区
14	佛山新港码头有限公司	1991-2021	30	37.50%	佛山市
15	广州市番禺莲花山番港货运联营有限公司	1985-2020	20	40%	广州市番禺区
16	佛山市顺德区容奇港集装箱码头有限公司	2017-2047	30	16.50%	佛山市顺德区

17	中山市黄圃港货运联营有限公司	2013-2063	30	80%	中山市黄圃镇
18	粤通船务有限公司	永久	5	100%	澳门特区
19	珠江仓码运输有限公司	1988-2038	20	100%	香港屯门
20	西域（珠海保税区）物流有限公司	2004-2034	20	55%	珠海保税区
21	广州南沙经济技术开发区东发货运码头有限公司	1994-2024	30	90%	广州南沙经济技术开发区
22	广东省湛江航运集团有限公司长桥港务分公司（长桥港）	长期	--	51%	湛江市
23	广东徐闻港航控股有限公司（海安港）	长期	320 万辆次 1728 人次	51%	湛江徐闻
--	**合计**	--	**425**	--	--

资料来源：公司提供
注：公司未披露长桥港经营年限和涉及吞吐量

2018年，公司港口物流板块实现收入20.59亿元，同比小幅下降，贸易战、限制“进口两废”及治超政策均对公司该业务有不利影响。毛利率增长至29.20%，主要受益于湛航集团成本管控到位（如竞价采购航油以降低成本等）所致。2019年1—3月，公司港口物流板块实现营业收入5.22亿元，毛利率小幅回落至27.59%。

截至2019年3月底，公司控（参）股码头共计23个，设计吞吐量425万TEU，其中控股码头设计吞吐量280万TEU。

2018年，公司累计完成集装箱承运量153万TEU，同比基本稳定；港口散杂货吞吐量485.59万吨，同比增长126.05%，主要系粤琼贸易往来（琼州海峡过海散杂货物）增长所致，港口集装箱吞吐量完成145.72万TEU，同比下降14.04%，主要系受贸易战、“进口两废”及治超政策影响。

2019年1—3月，公司累计完成集装箱承运量31万TEU，占2018年全年的20.26%；港口散杂货吞吐量130.26万吨，占2018年全年的26.83%，集装箱吞吐量29.23万TEU，占2018年全年的20.06%。

表 5　公司港口物流货运业务经营指标

业务名目	指标	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
支线运输	集装箱承运量（TEU）	1523989	1529989	310394
	散杂货承运量（计费吨）	454649	488626	83337
陆路运输	集装箱拖运量（TEU）	308691	257557	56854
码头装卸	集装箱吞吐量（TEU）	1695188	1457191	292327
	散杂货吞吐量（计费吨）	2148171	4855856	1302563

资料来源：公司提供

（2）客运及旅游板块

公司客运及旅游业务主要由子公司珠江船务运营，收入构成包括客票收入及高速客船供油收入。截至2019年3月底，公司拥有自营及代理的高速客船64艘（代理船舶52艘），超过17000个载客位，拥有客运业务网点17个，是亚洲地区规模最大的高速客船船队。目前，公司部分高速客船面临淘汰更新，未来将有一定投资需求。

公司经营着粤港、港澳、粤澳三大航线，2018年，公司三大航线客运总量（自营+代理）平稳增长，为1478.69万人次。粤港航线是公司的客运主打品牌，市场占有率高，区域竞争地位显著，2018年客运量为657.15万人次，同比增长4.27%。粤澳航线客运量较快增长，2018年提升至75.97万人次，同比增长38.66%；港澳航线客运量略有下降，2018年客运量为745.57万人次。

公司客运业务乘客以珠江三角洲居民为主，客户基础稳定；且客运业务具有通关快捷，

舒适度高等优势。为应对港珠澳大桥通车后的分流影响，公司参股了港珠澳大桥口岸穿梭巴士有限公司，该公司运营过桥过境旅客。此外，公司还加开莲花山港（挂靠南沙港）至香港机场航线。鉴于目前粤港澳车牌互通指标较少且香港、澳门重大商业区停车场较为饱和等因素，预计短期内申领三地车牌自驾通过港珠澳大桥往来三地的旅客较少。港珠澳大桥通车对公司客运旅游板块的不利影响可控。

2019年1—3月，公司三大航线实现客运总量275.48万人次，客运量占比最高的为粤港航线，客运量为124.38万人次，港澳和粤澳航线载客量分别为129.48万人次和21.62万人次。

表 6　珠江船务客运航线情况

航线名称	线路	载客量（万人次）		
		2017 年	2018 年	19 年 1~3 月
粤港航线	来往香港市区 8 条航线（珠海、中山、顺德、南沙-莲花山、江门、高明、鹤山、斗门）；来往香港机场 6 条航线（莲花山-南沙、东莞、珠海、中山、蛇口、福永）	630.25	657.15	124.38
粤澳航线	4 条（珠海、江门、蛇口、深圳福永）	54.79	75.97	21.62
港澳航线	金珠船务港澳航线	771.63	745.57	129.48
合计	--	1456.67	1478.69	275.48

资料来源：公司提供

（3）船舶修造板块

公司子公司广东新船重工有限公司（以下简称“新船重工”）负责船舶修造业务。目前主要在建及在售船型有：拖轮、趸船、车渡船等特种船型，以及化学品船、碳纤维高速客船等高附加值船型。截至 2019 年 3 月底，公司手持订单金额为 17226 万美元。

收入确认方面，公司每年按照完工百分比法确认收入。结算方面，船东预付款通常约为船价的 10~20%，其余款项待完工交船前支付完毕。公司在手订单没有船东弃船情况出现。

2018 年，公司在建船舶数量最高峰为 24 艘；全年完工交船 11 艘，同比增加 5 艘。2018 年公司新接订单量 12 艘，同比增加 8 艘，处于较高水平。2019 年 1—3 月，公司造船完工量为 3 艘，在建船舶 21 艘。

表 7 公司船舶修造经营情况（单位：艘）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
造船完工量	6	11	3
新接订单量	4	12	0
手持订单量	22	24	21

资料来源：公司提供

为寻求创新发展优势，巩固公司在粤港水上高速客运市场的主导地位，公司稳步推进高速碳纤维船的技术引进和生产工作。公司通过新船重工直接持有广东中威复合材料有限公司（以下简称“中威公司”）51%股权，以小虎岛船厂为依托，将挪威碳纤维建造技术引入国内生产。2017 年下半年，新船重工对小虎岛造船基地进行车间改造。截至 2019 年 3 月底，车间已基本改造完毕，目前仍在进行蒸汽管道铺设及空调系统调试，结合目前订单洽谈情况，预计年底前可承接两艘碳纤维船全船制造。预计未来 2-3 年，中威公司订单量将达到 8-10 艘。一方面，公司通过采购中威公司生产的碳纤维高速客船替换目前服役的老旧客船，节省燃油成本，提高客运旅游业务竞争力；另一方面，碳纤维高速客船价格、毛利率较高，公司船舶修造业务盈利能力有望增强。

（4）近远洋运输板块

公司近远洋运输主要经营国内沿海地区的电煤等干散货运输、东南亚至国内沿海的液体化工品运输和国际干散货运输业务，由子公司广东省珠江海运有限公司负责。

截至2018年底，公司拥有近远洋运力35.88

万吨，包括1.1万吨级化工船舶2艘、1.28万吨级化工船舶1艘、1.3万吨级化工船舶2艘、3.5万吨级干散货船2艘、7.6万吨级巴拿马型散货船3艘，跟踪期内公司运力持续增长，目前无在建船舶。

液体化工品运输业务方面，公司液体化工品运输主要从事马来西亚东部/印尼东部至中国沿海港口，马六甲海峡至东印度沿海港口的棕榈油运输业务。经营模式采取程租方式运输，在到港卸货前预收运费。2018 年，公司液体化工品运输运量为 61 万吨，同比增长 26.44%，主要系运力增长所致。

散杂货运输业务方面，2018 年公司 2 艘干散货轮海保轮和海康轮投入中国沿海航线运输电煤，货运量 166 万吨，同比增长 3.75%。2019 年 1—3 月，公司干散货船货运量 46 万吨，与上年同期相比增长 6.98%。

远洋干散货运输方面，广航 1、广航 2、广航 3 目前以期租方式运营（期租收入直接与 BDI 指数挂钩），环球航行，主要运输粮食。2018 年，承租方分别完成货运量 145 万吨，同比下降 15 万吨，主要系长航线占比较高，货量相对减少所致。2019 年 1—3 月，承租方完成货运量 52 万吨，同比增长 30%。

总体看，公司近远洋运输业务毛利率波动较大，但目前公司近远洋运输业务收入占比仍较小，对公司整体经营影响有限。

（5）房地产板块

公司房地产业务采用销租结合的市场化策略，2018 年公司房地产业务收入 3.56 亿元，同比有所下降，确认收入项目主要为华港花园和南沙珠江船务大厦。2019 年 1—3 月公司房地产业务收入 0.39 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在售房地产项目总可售面积 34.46 万平方米，已售面积共 29.39 万平方米。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司房地产主要项目

（单位：万平方米、万元/平方米）

项目	土地类型	土地面积	可售面积	已售面积	均价
华港花园	商住	6.68	27.44	24.22	0.74
南沙珠江船务大厦	商务金融	2.86	7.02	5.17	1.4
合计	--	**9.54**	**34.46**	**29.39**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司可供开发土地储备为新中国船厂广州电视台 C 地块，土地面积为 12628 平方米。2018 年 4 月，公司与海珠区政府签订收储协议，目前已经完成环评工作，预计 2019 年 10 月底前办理土地移交，并计划 2019 年底前公司摘牌取得土地使用权用于商业开发。该项目预计投资总额为 15~20 亿元。

3. 未来发展

公司在港口物流、客运及旅游、船舶修造和房地产业务方面均有投资计划。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目主要包括南沙珠江船务大厦、南沙小虎岛造船基地及北江航道升级改造项目等，计划总投资 110.89 亿元（其中公司出资 37.45 亿元），截至 2019 年 3 月底，项目已完成投资 80.92 亿元，公司出资部分尚余缺口 11.59 亿元。公司未来投资压力尚可。

北江航道扩能升级项目

北江位于广东省北部，流经韶关、清远、佛山、肇庆四市，干流全长 258Km。北江（韶关至三水河口）航道扩能升级项目（以下简称“北江项目”）总投资约 78.95 亿元，其中财政出资 67.95 亿元，其余由公司及其他合作方广东省建筑工程集团有限公司、广东水电二局股份有限公司筹集。截至 2019 年 3 月底，北江项目已完成投资 57.72 亿元。广东省免征部分行政事业性收费（包括船闸、排筏过闸费），但北江航道扩能升级项目有助于公司现有港口码头提升竞争力与效益，同时促进港口航运上下游业务发展，进一步增强主营业务竞争力。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司未来投资支出计划（单位：万元）

项目名称	总投资	需公司出资	公司已出资	项目已投资金额	尚需投资金额
北江航道升级改造项目	789482	55000	43500	577187	212295
南沙小虎岛造船基地项目	137000	137000	117023	117023	19977
南沙珠江物流总部基地项目	82834	82834	80420	80420	2414
客运高速船三阶段运力更新	22580	22580	--	--	
屯门新仓码项目	68494	68494	31704	31704	36790
小虎岛碳纤维设施改造项目	8550	8550	2883	2883	5667
合计	**1108940**	**374458**	**275530**	**809217**	**277143**

资料来源：公司提供

根据公司所处的市场环境、企业发展情况和资源特征，公司未来将采取稳定扩张型的发展战略。一是加快由单纯的码头营运商、运输服务商向现代物流企业转变；加快区域航运资源整合，进一步巩固和发展珠三角、粤港澳地区的航运业务，确保珠江水系航运物流龙头企业地位；二是汇集珠三角资源优势，立足粤港澳；三是既要比铁路、公路等运输有竞争优势，又要比其他航运企业有品牌优势，持续地为市场提供产品和服务，在竞争中获得更大更快发展；四是根据市场的需求，提供和开发船舶运输、货运代理、仓储、高速客运和船舶修造在内的综合服务。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018年度财务报表经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见审计结论。2019年一季度财务报表未经审计。

2019年3月底，公司拥有子公司12家，跟踪期内合并范围变化涉及的公司资产、收入规模均较小，公司财务数据可比性较强。

2018年底，公司资产总额206.37亿元，所有者权益110.11亿元（含少数股东权益19.78亿元）；2018年公司实现营业收入45.30亿元，利润总额5.63亿元。

2019年3月底，公司资产总额214.21亿元，所有者权益109.19亿元（含少数股东权益19.82亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入9.85亿元，利润总额1.02亿元。

2．资产质量

2018 年底，公司资产总额 206.37 亿元，同比增长 3.97%。公司资产中流动资产占 37.08%，非流动资产占 62.92%，流动资产占比有所下降。

表10　近年公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	65.33	32.91	57.20	27.72	63.78	29.77
预付款项	9.59	4.83	5.53	2.68	3.77	1.76
存货	9.64	4.86	5.02	2.43	4.95	2.31
流动资产	**94.62**	**47.67**	**76.53**	**37.08**	**82.16**	**38.35**
长期股权投资	11.77	5.93	13.12	6.36	12.5	5.84

固定资产	42.29	21.31	48.51	23.51	49.22	22.98
在建工程	36.29	18.28	54.38	26.35	56.65	26.45
非流动资产	**103.87**	**52.33**	**129.83**	**62.91**	**132.05**	**61.65**
资产总额	**198.49**	**100.00**	**206.37**	**100.00**	**214.21**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金（占74.74%）、预付款项（占7.23%）和存货（占6.65%）构成。2018年底，公司流动资产合计76.53亿元，同比下降19.12%，主要系货币资金下降所致。

2018年底，公司货币资金57.20亿元，同比下降12.45%，其中1.92亿元货币资金（担保的定期存款等）使用权受到限制。

2018年底，公司预付款项为5.53亿元，同比下降42.31%，主要系北江航道改造项目预付工程款随着项目进展结转所致。公司预付款项主要为预付广东省水利水电第三工程局有限公司、广东水电二局股份有限公司等公司的北江航道升级改造项目工程款等。

2018年底，公司存货5.02亿元，同比下降47.90%，主要系自制半成品及在产品下降所致（在建船舶完工交付和南沙珠江船务大厦销售等）。公司存货主要为房地产开发产品和已完工、在建船舶、船舶材料等。

2018年底，公司非流动资产为129.83亿元，同比增长25.00%，主要来自在建工程的增长。

2018年底，公司长期股权投资13.12亿元，同比增长11.53%，主要系公司对湛江徐闻港有限公司等公司追加投资和权益法核算的长期股权投资实现投资收益所致。公司长期股权投资包括对广州南沙国际物流园有限公司和中港客运联营有限公司等公司的股权投资。

2018年底，公司固定资产48.51亿元，同比增长14.69 %，主要系跟踪期内公司新增运输工具（外购船舶）、码头设施及物流仓库所致。公司固定资产以房屋建筑物和运输工具为主，分别占公司固定资产原值的39.62%和46.23%。公司运输工具成新率为64.72%。

2018年底，公司在建工程54.38亿元，同比增长49.85%，主要系北江航道扩能升级工程项目投入增加所致。2018年底，公司在建工程主要包括北江航道扩能升级工程和船厂搬迁改造项目等其他零星项目。

2018年底，除货币资金外，公司所有权受到限制的资产还包括用于抵押借款的10.73亿元固定资产和0.55亿元无形资产，受限比例6.40%。

2019年3月底，公司资产总额214.21亿元，较2018年底增长3.80%。流动资产和非流动资产分别占38.35%和61.65%，流动资产占比略有上升。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构相对稳定。货币资金、固定资产和在建工程占比高。整体看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益合计110.11亿元，同比增长4.05%，主要系盈余公积和未分配利润增长所致。公司所有者权益主要由实收资本（40.52%）、盈余公积（占16.45%）、未分配利润（占19.63%）和少数股东权益（占17.96%）构成。2018年底，公司资本公积9.10亿元，同比略有增长，主要系公司增持珠江船务股权形成。

2019年3月底，公司所有者权益109.19亿元，较2018年底基本稳定。

负债

2018年底，公司负债总额96.26亿元，同比增长3.88%，主要系长期借款和递延收益增长所致。公司负债中流动负债占44.18%，非流动负债占55.82%，流动负债占比有所下降。

2018年底，公司流动负债42.53亿元，同

比下降 16.22 %，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占46.32%）、应付账款（占 18.62%）和其他应付款（占 23.61%）构成。

2018 年底，公司短期借款 19.70 亿元，同比增长 9.06%，全部为信用借款。

2018 年底，公司应付账款 7.92 亿元，同比下降 17.97%，主要为应付北江航道改造项目工程款等。

2018 年底，公司其他应付款 10.04 亿元，同比增长 5.52%，主要系保证金增长所致。公司其他应付款以往来款为主。

2018年底，公司非流动负债53.73亿元，同比增长28.23 %，构成以长期借款（占31.45%）、应付债券（占9.31%）和递延收益（占51.21%）为主。

2018年底，公司长期借款16.90亿元，同比增长51.54%；公司应付债券5.00亿元，为“17粤航运MTN001”；公司递延收益27.52亿元，同比增长21.08%，主要系收到北江航道扩能升级工程专项资金所致；公司专项应付款3.02亿元，同比增长57.84 %，主要为湛航集团霞海港搬迁政府补偿款。

2019年3月底，公司负债合计105.02亿元，较2018年底增长9.10%，主要系其他流动负债增长（发行超短期融资券）所致。公司流动负债和非流动负债分别占49.39%和50.61%，占比相当。

表 11 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	25.06	19.70	29.70
长期债务	16.15	21.90	21.36
全部债务	41.21	41.60	51.05
资产负债率	46.69	46.65	49.03
长期债务资本化比率	13.24	16.59	16.36
全部债务资本化比率	28.03	27.42	31.86

资料来源：审计报告，联合资信整理

有息债务方面，2018年底，公司全部债务41.60亿元，同比基本稳定。公司短期债务和长期债务分别占47.36%和52.64%。跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率基本稳定，长期债务资本化比率有所上升，2018年底，以上指标分别为46.65%、27.42%和16.59%。2019年3月底，上述三项指标分别为49.03%、31.86%和16.36%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益和债务规模有所增长，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入45.30亿元，同比增长3.51%。2018年公司营业成本为33.61亿元，同比增长4.67%，2018年公司营业利润率小幅下降至24.67%。

从期间费用看，2018年，公司期间费用7.35亿元，同比基本稳定，以管理费用为主。公司期间费用占营业收入的比重小幅下降至16.23%。总体看，公司期间费用占营业收入的比重较高，对利润侵蚀影响较大。

非经常性损益方面，2018年，公司实现投资收益1.55亿元，同比基本稳定，主要为按照持股比例确认的参股企业利润。投资收益主要来自于公司主业相关业务投资，对利润总额有一定贡献。

2018年，公司实现其他收益0.50亿元，包括海鸥岛项目第三期补偿款等多项零星补助。

表 12 近年公司收入、利润情况（单位：亿元，%）

科目	2017 年	2018 年
营业收入	43.76	45.30
投资收益	1.58	1.55
营业利润	5.63	5.71
利润总额	5.63	5.63
净利润	4.15	3.93
营业利润率	25.61	24.67
总资本收益率	3.79	3.81
净资产收益率	3.93	3.57

资料来源：审计报告，联合资信整理

2018年公司总资本收益率基本稳定，净资

产收益率有所下降，分别为3.81%和3.57%，跟踪期内公司整体盈利能力稳定。

2019年1—3月，公司实现营业收入9.85亿元，利润总额和净利润分别为1.02亿元和0.69亿元。同期，公司营业利润率为22.38%，较2018年小幅下降。

总体看，公司营业收入有所增长，期间费用对利润侵蚀影响较大，以主业相关为主的投资收益对利润总额有一定贡献，公司主业盈利能力较强。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 61.53 亿元，以销售商品提供劳务收到的现金（48.73 亿元）为主。同期，公司现金收入比为 107.59%，同比有所上升，公司获现能力强。2018 年，公司经营活动现金流出 53.37 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金为 18.08 亿元（公司港口物流、客运及旅游板块业务往来款项等）。2018 年公司经营活动现金流量净额为 8.15 亿元，同比有所上升。

表 13 近年公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	50.79	61.53
经营活动现金流出	45.62	53.37
经营活动现金流量净额	5.17	8.15
投资活动现金流量净额	-16.27	-19.58
筹资活动现金流量净额	24.35	3.09
现金收入比	99.55	107.59

资料来源：审计报告,联合资信整理

投资活动方面，2018 年公司投资活动流入 2.23 亿元，主要为处置固定资产和其他长期资产收到的现金（子公司新中国船厂 C 地块收储收入及处置船舶等）。2018 年，随着北江航道升级等项目持续投入，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 20.93 亿元，同比基本稳定。同期，公司投资活动现金流量净额为-19.58 亿元。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入 37.56 亿元，同比基本稳定，主要来自取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（北江航道升级项目财政资金等）。2018 年筹资活动现金流出 34.47 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2018 年公司筹资活动现金流量净额为 3.09 亿元。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.35亿元、-2.27亿元和8.61亿元，现金收入比为95.67%。

总体看，跟踪期内，公司获现能力保持在较高水平，经营活动现金流量净额有所增长。公司资本性支出需求增长使得投资活动产生的现金流出规模较大；由于规模较大的北江升级改造项目资金主要来自于财政资金，公司实际筹资压力不大。

6．偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年底，公司流动比率同比有所下降，速动比率同比基本稳定，分别为 179.96%和 168.15%，保持在较高水平。经营现金流动负债比上升至 19.17%，现金类资产/短期债务比率为 2.91 倍。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率下降至 158.40%和 148.86%，现金类资产/短期债务比率为 2.15 倍。总体看，公司货币资金充足，短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.80 亿元，同比有所增长。公司全部债务/EBITDA 小幅下降至 3.85 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较强。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信人民币 816765 万元、美元 8676 万元、港币 402024 万元，未使用人民币额度 568979 万元、美元 1000 万元，港币 276383 万元。公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司在珠三角航运市场的绝对优势且盈利能力较强，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司资产总额为 129.67 亿元，同比有所下降，主要系流动资产（货币资金）下降所致。其中，流动资产为 58.73 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产为 70.94 亿元，主要由长期股权投资构成。

截至 2018 年底，公司母公司所有者权益为 63.35 亿元，同比基本稳定，主要由实收资本和盈余公积构成。公司母公司负债总额为 66.32 亿元，同比有所下降，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款下降所致。公司母公司 2018 年底资产负债率为 51.15%，同比基本稳定。

2018 年，公司母公司实现营业收入 0.21 亿元，营业成本为 0.16 亿元。公司母公司 2018 年净利润为 0.43 亿元，主要来源于投资收益。

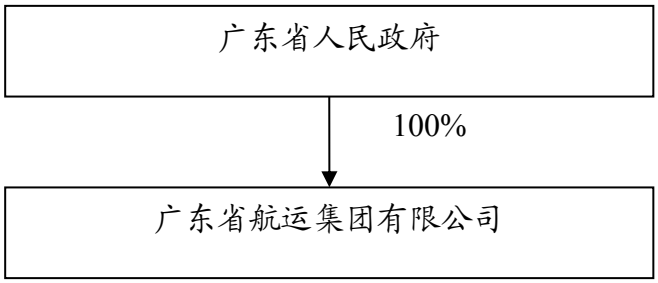
十、存续期内债券偿债能力

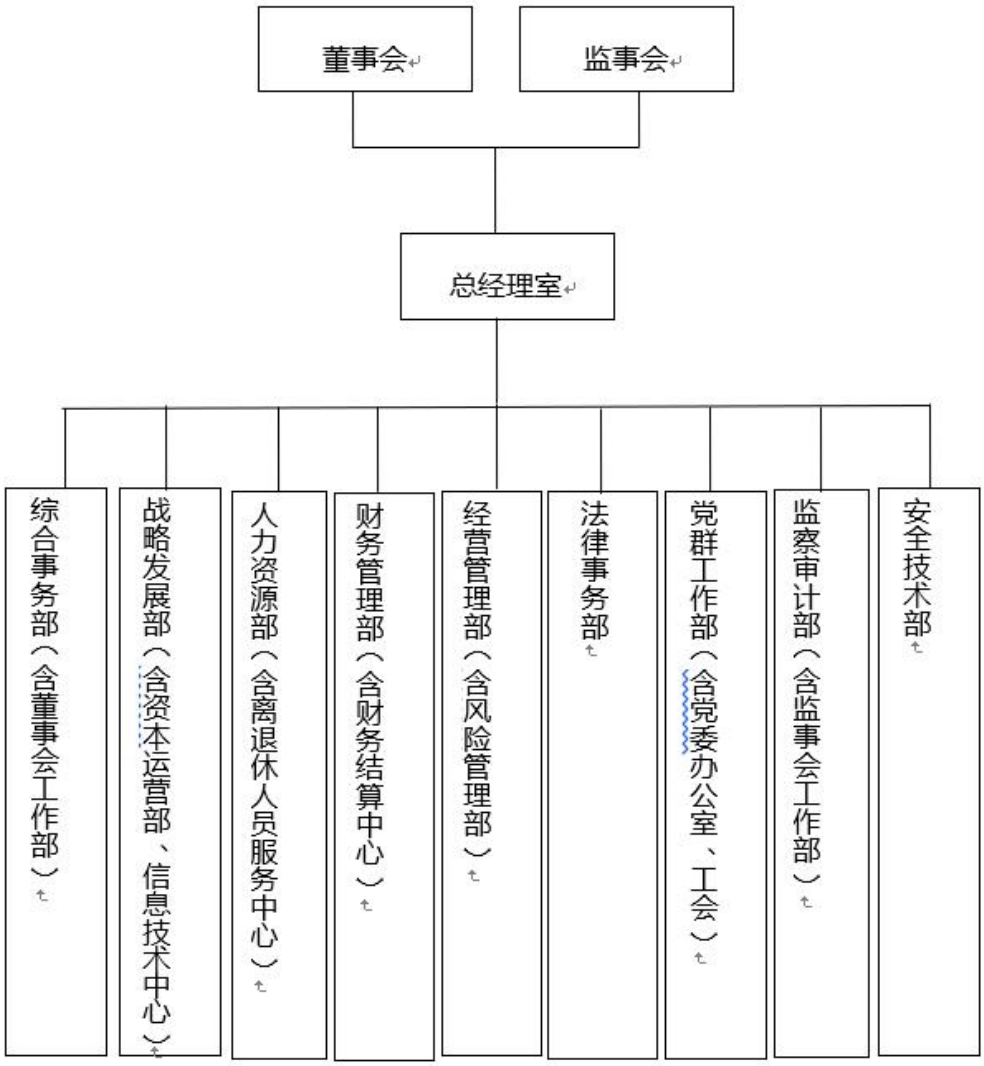
2018 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为“17 粤航运 MTN001”余额的 12.31 倍、1.63 倍和 2.16 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“17 粤航运 MTN001”的保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 粤航运 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图





附件 2　截至 2019 年 3 月公司子公司情况表

企业名称	注册资本（万元）	经营范围	持股比例（%）
珠江船务企业（集团）有限公司	港币 1070.00	水上运输	100
广东省珠江航运有限公司	人民币 5735.00	水上客运	100
广东驳运公司	人民币 7442.50	水上运输	42.26
广东省珠江海运有限公司	人民币 22600.00	近远洋运输	100
广东珠江船务有限公司	人民币 5070.00	水上运输	100
广州航城房地产开发经营有限公司	人民币 2000.00	房地产	100
广东省航运物资供应公司	人民币 1682.20	租赁	100
广东浩粤船舶工业有限公司	人民币 1046.24	造船	100
广东新中国船厂有限公司	人民币 2549.94	造船	100
广东珠江港航投资有限公司	人民币 20000.00	投资管理	100
广东省湛江航运集团有限公司	人民币 15446.85	代理业务	51
广东省北江航道开发投资有限公司	人民币 18000	航道开发	50

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.29	65.38	57.26	63.78
资产总额(亿元)	168.76	198.49	206.37	214.21
所有者权益(亿元)	63.69	105.82	110.11	109.19
短期债务(亿元)	16.23	25.06	19.70	29.70
长期债务(亿元)	15.97	16.15	21.90	21.36
全部债务(亿元)	32.20	41.21	41.60	51.05
营业收入(亿元)	39.96	43.76	45.30	9.85
利润总额(亿元)	5.22	5.63	5.63	1.02
EBITDA(亿元)	9.47	10.39	10.80	--
经营性净现金流(亿元)	3.74	5.17	8.15	0.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.67	7.38	9.67	--
存货周转次数(次)	4.33	3.94	4.59	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.24	0.22	--
现金收入比(%)	100.96	99.55	107.59	95.67
营业利润率(%)	24.27	25.61	24.67	22.38
总资本收益率(%)	5.50	3.79	3.81	--
净资产收益率(%)	6.18	3.93	3.57	--
长期债务资本化比率(%)	20.05	13.24	16.59	16.36
全部债务资本化比率(%)	33.58	28.03	27.42	31.86
资产负债率(%)	62.26	46.69	46.65	49.03
流动比率(%)	209.28	186.40	179.96	158.40
速动比率(%)	192.56	167.41	168.15	148.86
经营现金流动负债比(%)	9.36	10.18	19.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	3.96	3.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.39	7.30	5.84	

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债调整计入短期债务。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变