信用等级公告

联合〔2020〕2463 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”“19粤航运MTN001”“20粤航运MTN001”和“20粤航运MTN002”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

二〇二〇年七月二十四日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA^+	稳定	AA^+	稳定
17 粤航运 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 粤航运 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
20 粤航运 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定
20 粤航运 MTN002	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 粤航运 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/10/27
19 粤航运 MTN001	6 亿元	6 亿元	2024/09/02
20 粤航运 MTN001	5 亿元	5 亿元	2025/03/25
20 粤航运 MTN002	5 亿元	5 亿元	2023/04/20

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. “20 粤航运 MTN002”为可续期中期票据，表中所列到期兑付日为首个行权日

跟踪评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

广东省航运集团有限公司（以下简称“公司”）主要从事港口物流及水上运输、船舶修理及制造、航道港口开发投资及建设运营管理等业务，是珠三角航运物流行业的龙头企业。跟踪期内，公司港口物流业务持续发展，资产及利润规模保持增长，整体盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到广深港高铁及港珠澳大桥开通、香港区域局势对公司客流产生影响、新冠肺炎疫情对公司业务产生冲击等因素对其经营发展带来的不利影响。

跟踪期内，受益于较为完善的码头网络布局和专业化经营，公司港口物流业务平稳发展；同时，公司完成对琼州海峡北岸航运资源的整合，未来经营业务将得到进一步支撑。

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”“19 粤航运 MTN001”“20 粤航运 MTN001”和“20 粤航运 MTN002”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司发展的外部环境良好。**跟踪期内，广东省经济持续稳步发展，水路货物运输量进一步增加，2019 年，广东省实现地区生产总值 107671.07 亿元，同比增长 6.2%；水路货物运输总量 10.84 亿吨，增长 5.9%。
2. **区域地位突出。**公司在珠三角地区的航运物流市场中地位突出，物流网络具有明显的竞争优势。
3. **公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。**2019 年底，公司全部债务资本化比率为 32.45%。
4. **公司完成外部收购，细分市场地位得以巩固。**跟踪期内，公司收购广东双泰运输集

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：谢 晨 唐 嵩

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

团有限责任公司，初步完成琼州海峡北岸港航一体化资源整合，公司海峡北岸航运龙头地位进一步巩固。

关注

1. **跟踪期内，受香港局势以及广深港高铁和港珠澳大桥分流影响，客运及旅游业务收入有所下降。**2019 年，公司粤港澳航线客运量同比下降 34.51%至 968.39 万人次，客运及旅游收入下降至 10.52 亿元。
2. **新冠病毒肺炎疫情短期内对公司经营业务冲击较大。**2020 年一季度，公司客运及旅游、近远洋运输业务收入同比大幅下降，且经营转为亏损。自 2020 年初爆发新冠肺炎疫情以来，区域宏观经济增长显著放缓，水路客运总量大幅下降，公司经营业绩将受到较大负面影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	65.38	57.26	44.02	46.69
资产总额（亿元）	198.49	206.37	232.05	241.86
所有者权益（亿元）	105.82	110.11	118.84	123.14
短期债务（亿元）	25.06	19.70	24.36	29.04
长期债务（亿元）	16.15	21.90	32.72	36.50
全部债务（亿元）	41.21	41.60	57.08	65.54
营业收入（亿元）	43.76	45.30	46.03	8.80
利润总额（亿元）	5.63	5.63	5.85	-0.23
EBITDA（亿元）	10.39	10.80	11.67	--
经营性净现金流（亿元）	5.17	8.15	9.32	0.22
现金收入比（%）	99.55	107.59	98.05	94.65
营业利润率（%）	25.61	24.67	21.89	20.64
净资产收益率（%）	3.93	3.57	3.77	--
资产负债率（%）	46.69	46.65	48.79	49.09
全部债务资本化比率（%）	28.03	27.42	32.45	34.74
流动比率（%）	186.40	179.96	117.89	119.20
速动比率（%）	167.41	168.15	109.91	110.70
经营现金流动负债比（%）	10.18	19.17	18.74	--
现金短期债务比（倍）	2.61	2.91	1.81	1.61
EBITDA 利息倍数（倍）	7.30	5.84	5.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.96	3.85	4.89	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	145.16	129.67	114.89	122.86
所有者权益（亿元）	63.52	63.35	62.77	61.95
全部债务（亿元）	19.74	20.00	24.64	34.68

营业收入（亿元）	0.27	0.21	0.23	0.03
利润总额（亿元）	0.22	0.46	0.29	-0.08
资产负债率（%）	56.24	51.15	45.36	49.57
全部债务资本化比率（%）	23.71	23.99	28.19	35.89
流动比率（%）	135.77	108.29	111.88	119.63
经营现金流动负债比（%）	35.53	13.68	-47.74	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债调整至短期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 粤航运 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020.03.12	谢晨、唐嵩	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 粤航运 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019.11.26	谢晨、唐嵩	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 粤航运 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.08.06	孙宏辰、任黛云、唐嵩	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
17 粤航运 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.07.24	孙宏辰、任黛云	工商企业信用评级方法总论（2018）	阅读全文
17 粤航运 MTN001	AA+	AA+	稳定	2016.12.01	刘博、孙宏辰	联合资信工商企业主体评级方法（2013）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于广东省航运集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券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，公司股权结构和经营范围未发生变动。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 44.62 亿元，广东省人民政府是公司唯一股东和实际控制人。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设经营管理部、财务管理部、战略发展部等 9 个职能部门；拥有合并范围内二级子公司 10 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 232.05 亿元，所有者权益合计 118.84 亿元（含少数股东权益 25.37 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 46.03 亿元，利润总额 5.85 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 241.86 亿元，所有者权益合计 123.14 亿元（含少数股东权益 30.45 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.80 亿元，利润总额-0.23 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、跟踪评级债券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存续债券包括“17 粤航运 MTN001”“19 粤航运 MTN001”“20 粤航运 MTN001”和“20 粤航运 MTN002”，债券余额合计 21.00 亿元，详见表 1。跟踪期内，公司已按时支付“17 粤航运 MTN001”当期利息，其余债券尚未至付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
17 粤航运 MTN001	5.00	2017/10/27	5	5.12
19 粤航运 MTN001	6.00	2019/09/02	5	4.15
20 粤航运 MTN001	5.00	2020/03/25	3+2	3.19
20 粤航运 MTN002	5.00	2020/04/20	3+N	3.98
合计	**21.00**	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至跟踪评级日，存续债券“17 粤航运 MTN001”和“19 粤航运 MTN001”的募集资金已按既定用途使用完毕。

“20 粤航运 MTN001”发行规模 5.00 亿元，募集资金中部分用于置换银行借款，部分用于补充营运资金，截至跟踪评级日募集资金已使用完毕；“20 粤航运 MTN001”期限为 3+2 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

“20 粤航运 MTN002”发行规模 5.00 亿元，募集资金拟用于偿还债务融资工具，截至跟踪评级日募集资金尚未使用。“20 粤航运 MTN002”为可续期中期票据，期限为 3+N 年，在公司赎回前长期存续，附设发行人可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等条款；在第 3 个计息年度末及其后的每个票面利率重置日（首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日），公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见

下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%

和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，

给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 港口行业

（1）行业概况

港口是重要的交通基础设施，是由一定范

围的水域和陆域组成的区域，具有船舶进出、停泊、靠泊，旅客上下，货物装卸、驳运、储存等功能，可由一个或者多个港区组成。

中国港口主要为腹地型港口，包括内河港口和沿海港口，腹地经济运行情况及产业结构对腹地港口经营货种及吞吐量影响很大。港口作为货运运输和贸易流通的枢纽口岸，主要经营货种包括集装箱、散杂货以及油品等能源产品，其中散杂货以及油品等能源产品形成的货物吞吐量与钢铁、电力、煤炭、石油炼化等行业紧密相关，是国民经济发展的晴雨表；集装箱以外贸箱为主，其吞吐量受全球经济影响较大。同时，港口具有一定的公共产品属性，国家政策对港口的布局规划、功能定位、收费体制等方面影响较大。

（2）行业政策

近年来，与港口行业相关的政策频发，在环境保护、运营管理和资源整合等方面尤为凸显。

2016 年 5 月和 2017 年 5 月，交通运输部分别印发《水运“十三五”发展规划》及《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020 年）》，在港口运营和建设方面均提出了以下三项任务：①区域港口一体化发展。要求促进区域港口资源整合，进行错位发展，化解局部地区产能过剩矛盾。②完善集疏运体系。以主要港口和航运中心为重点，加强铁路、公路集疏运系统建设，强化集疏运服务功能。③完善和发展江海联运、铁水联运。此外，《水运“十三五”发展规划》还包含了打造内河黄金水道、实施大宗散货码头专业化改造工程、推进内陆“无水港”网络化布局、积极拓展贸易和金融等服务功能等方面的任务。

2018 年 12 月，交通运输部、国家发展改革委联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，指定了 30 个港口型国家物流枢纽，以“集约整合”“系统成网”“协调衔接”等为原则，提出建设国家物流枢纽干线网络体系和依托国家物流枢纽加快多式联运发展等的发展方案。具体包括：支持枢纽间开行“钟摆式”铁路货运专线、快运班列；加密港口型枢纽间的沿海沿江班轮航线网络，提升长江中上游港口码头基础配套水平和货物集散能力；推动港口型枢纽统筹对接船期、港口装卸作业、堆存仓储安排和干线铁路运输计划。

2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，计划分阶段将中国建成交通强国，其中港口作为重要的交通枢纽应优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移。推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则。

2019 年 11 月，交通运输部联合多部委联合印发的《关于建设世界一流港口的指导意见》提出，为贯彻落实《交通强国建设纲要》，要加快世界一流港口建设，港口应着力提升综合服务能力、加快绿色港口建设、加快智慧港口建设、加快推进开放融合发展、加快平安港口建设及推进治理体系现代化。

表 3　2017 年以来与港口行业相关的重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 2 月	“十三五”港口集疏运系统建设方案	加快打通铁路公路进港“最后一公里”，补齐港口集疏运基础设施短板。铁路方面将重点解决提供公共服务的港口铁路支线或专用线建设问题，实现铁路支线（专用线）与港口及干线铁路的顺畅衔接，2020 年重要港口铁路进港率将提升到 60%左右；公路方面将重点解决承担港口作业区与干线公路衔接功能的普通公路升级改造问题，力争到 2020 年实现重要港区 100%通二级及以上公路
2017 年 5 月	深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020 年）	到 2020 年，内河高等级航道达标率达 90%以上，重点港口集装箱铁水联运量平均每年同比增长 10%以上，长江经济带江水直达运输经济社会效益得到显现
2017 年 7 月	关于印发《加快推进津冀港口协同发	结合全国沿海港口布局规划修订工作，加强津冀港口顶层设计，优化港口群

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
	展工作方案（2017—2020 年）》的通知	功能分工；加快推进港口领域供给侧结构性改革，化解部分货种富余产能，补齐集疏运短板，降低物流成本，提升港口服务功能。到 2020 年，基本建成以天津港为核心，河北港口为两翼的世界级港口群，先行示范带动港口资源跨省级行政区域整合
2017 年 8 月	交通运输部关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知	浙江港口一体化改革优化了全省港口定位分工，通过设立省级港口资源整合平台，协同推进老港区功能调整和新港区开发，促进港口资源利用集约化；推动沿海港口、内河港口一体化运营和内陆无水港联动发展；区域港口从分散竞争转向协同发展，加快了港产城融合发展的进程
2018 年 7 月	推动大宗货物运输“公转铁”“公转水”	以铁路运能提升、水运系统升级、公路货运治理、多式联运提速、信息资源整合和城市绿色配送等六大行动作为主要措施，着力建设京津冀及周边地区运输结构调整示范区。在该地区率先实施铁路专用线建设、铁路货运服务提升、港口大宗物资“公转铁”、工矿企业大宗物资“公转铁”和集装箱铁水联运拓展等九大工程
2018 年 10 月	推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）	到 2020 年，与 2017 年相比，全国水路货运量增加 5 亿吨、增长 7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上
2019 年 9 月	交通强国建设纲要	优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专线等“公转铁”重点项目建设。完善客运枢纽、高速公路服务区等交通设施旅游服务功能
2019 年 11 月	关于建设世界一流港口的指导意见	以高质量发展为主题，以供给侧结构性改革为主线，以交通强国建设为统领，着力促进降本增效，着力促进绿色、智慧、安全发展，着力推进陆海联动、江河海互动、港产城融合，着力把港口建设好、管理好、发展好，打造一流设施、一流技术、一流管理、一流服务，强化港口的综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展水平

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业运行情况

近年来，中国港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显，但现有产能已经过剩，港口投资规模逐年下滑；随着港口建设及周边配套设施的不断完善，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量不断提升。

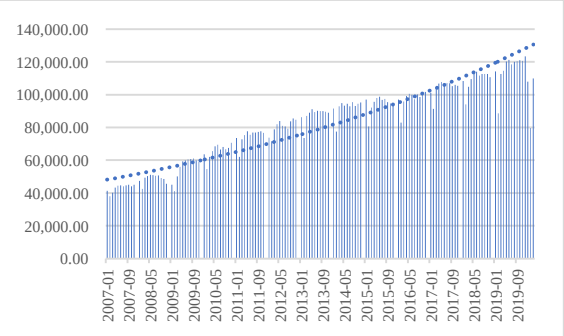
根据《交通运输业行业发展统计公报》，截至 2019 年底，中国港口拥有生产用码头泊位 22893 个，比上年减少 1026 个；其中万吨级及以上泊位 2520 个，比上年增加 76 个。现有万吨级及以上泊位中专业化泊位 1332 个，比上年增加 35 个；通用散货泊位 559 个，比上年增加 28 个；通用件杂货泊位 403 个，比上年增加 7 个。

港口投资方面，目前中国港口已处于结构性产能过剩阶段，近年来水运建设投资持续下降，以沿海建设投资下降为主。2019 年，中国完成水运建设投资 1137 亿元，比上年下降 4.4%。其中，内河建设完成投资 614 亿元，下降 2.3%；沿海建设完成投资 524 亿元，下降 6.8%。

货物吞吐量方面，近年来中国港口货物吞吐量持续增长，2019 年完成 139.51 亿吨，同比增长 5.7%，增幅较上年提升 3.2 个百分点。其中，沿海港口完成 91.88 亿吨，同比增长 4.3%；内河港口完成 47.63 亿吨，增长 9.0%。

图 1　2017 年以来中国主要港口货物吞吐量情况

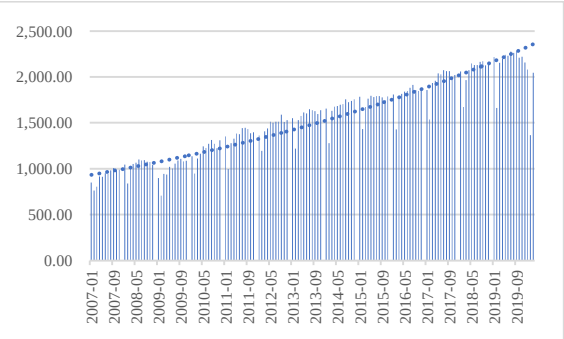
（单位：万吨）



资源来源：联合资信根据 Wind 资料整理

图 2　2017 年以来中国主要港口集装箱吞吐量情况

（单位：万标准箱）



资源来源：联合资信根据 Wind 资料整理

集装箱吞吐量方面，近年来多式联运的推广带动“散改集”需求旺盛。2019 年，中国港口完成集装箱吞吐量 2.61 亿标准箱，同比增长 4.4%，增幅较上年下降 0.9 个百分点。其中，沿海港口完成 2.31 亿标准箱，增长 3.9%；内河港口完成 0.30 亿标准箱，增长 8.5%。同年，中国港口完成集装箱铁水联运量 516 万标准箱，增长 14.2%，占中国港口集装箱吞吐量的比重为 1.97%，较上年提升 0.17 个百分点。

表 4　2019 年中国主要港口货物吞吐量及集装箱吞吐量情况（单位：万吨、万标准箱、%）

港口名称	货物吞吐量		集装箱吞吐量	
	金额	增速	金额	增速
宁波-舟山港	112009	7.9	2753	4.5
上海港	66351	-1.7	4330	3.1
唐山港	65674	3.1	294	-0.5
广州港	60616	12.6	2283	5.7
青岛港	57736	6.6	2101	8.8
苏州港	52275	-1.7	627	-1.4
天津港	49220	4.1	1730	8.1
日照港	46377	6.0	450	12.1
烟台港	38632	15.8	310	3.4
大连港	36641	4.3	876	-10.3
营口港	23818	-35.6	548	-15.6
深圳港	25785	2.6	2577	0.1
厦门港	21344	0.3	1112	3.9

资料来源：联合资信根据交通运输部公开数据整理

港口收费方面，港口相关费用按定价方式分为政府定价、政府指导价和自行定价。2017年7月，根据《交通运输部、国家发展改革委关于印发<港口收费计费办法>的通知》，港口收费项目包含17项，其中2项由政府定价、6项为政府指导价（文件规定的收费标准限定上限）、9项为市场调节价。2018年7月，根据《交通运输部、国家发展改革委关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》，决定放开驳船取送费和特殊平舱费，实行市场调节，同时规范船舶护航和监护使用拖轮收费。2019年3月，《交通运输部、国家发展改革委关于修订印发<港口收费计费办法>的通知》提出，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%。为应对新冠疫情影响，降低货物企业和船公司物流成本，2020年3月，交通运输部、国家发展改革委联合印发《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》，将2020年3—6月货物港务费和港口设施保安费降低20%。港口收费模式市场化水平不断提高，同时在物流降本增效的政策背景下，收费标准存在下调压力。

（4）行业竞争

港口行业整体准入壁垒较高，港口竞争格局基本固化，集中度一般；在产能过剩、激烈竞争的背景下，港口企业整合加速。

港口建设需要自然条件良好的岸线资源，具有一定的地域垄断性和资产稀缺性，并且港口与腹地经济的发展相辅相成，其辐射区域相对稳定，从而呈现出较为明显的区域垄断性特征，整体准入壁垒较高。经多年投资发展，中国沿海已建立五大港口群，分别为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海港口群，港口竞争格局基本稳定。

从2014年开始，中国港口货物吞吐量增速明显放缓，行业从快速成长期步入成熟期；部

分港口企业经营开始恶化，债务压力凸显，区域港口之间竞争的矛盾愈加突出。为解决传统“一港一企”模式带来的地方保护主义、港口重复建设和经营效率低下等问题，宁波-舟山港进行重组，自此拉开中国港口资源整合的序幕。近年来中国港口资源整合趋势加快，江苏、山东、辽宁、福建等省份先后启动整合计划。目前港口整合方式呈现多样化，主要包括三种模式：①政府自主整合：该模式以山东省港口整合为代表，计划按三步走。首先，由山东高速集团有限公司组建山东渤海湾港口集团有限公司，整合东营港、潍坊港、滨州港；其次，由以青岛港集团为平台整合威海港，形成青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港四大集团的格局；最后，由山东高速集团有限公司等4家公司共同组建山东省港口集团有限公司，整合青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港口集团，统筹山东省港口发展。②合作模式整合：该模式以辽宁省港口整合为代表。辽宁省政府将大连港和营口港的股权从市级政府手中上收并组建辽宁港口集团有限公司，随后引入专业港口运营方招商局集团有限公司主导运营。③国家战略推动整合：该模式以津冀地区、长三角地区和粤港澳地区为代表。《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020年）》提出到2020年，基本建成以天津港为核心、以河北港口为两翼的世界级港口群；《关于协同推进长三角港航一体化发展六大行动方案》要求完善上海国际航运中心“一体两翼”格局，推动形成上海国际航运中心、舟山江海联运服务中心和南京长江区域性航运物流中心联动发展的格局。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中提到要提升珠三角港口群国际竞争力。巩固提升香港国际航运中心地位，增强广州、深圳国际航运综合服务功能，以沿海主要港口为重点，完善内河航道与疏港铁路、公路等集疏运网络。

除港口资源整合外，不同区域间的港口合作也在积极展开。2020年4月，山东省港口集团有限公司与天津港集团有限公司签署《世界一流港口全面战略合作框架协议》，将在业务合作、市场拓展及资本运作等多方面展开合作。

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，而区域一体化背景下的港口整合还将通过加强江海联运和铁水联运等方式强化交通物流体系整体的网络效应。由于港口企业股权债权结构复杂、运营主体数量较多，目前港口整合实际进度缓慢。但港口整合符合行业发展和区域一体化发展的政策方向，是行业发展的阶段性要求，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望持续推进。

（5）未来发展

2020年初，新型冠状病毒疫情在全球爆发，对港口行业造成一定负面影响；随着疫情得到控制，港口行业整体未来发展态势良好。

2020年初，新型冠状病毒疫情在国内爆发，疫情对我国及全球经济和相关行业的影响开始不断显现，外部需求骤减、上下游企业复工延迟、集疏运系统受阻。2020年一季度，中国港口完成货物吞吐量30.07亿吨，同比下降4.6%；集装箱吞吐量完成5518万标准箱，同比下降8.5%。2020年3月以来，国内疫情形势有所好转，港口企业平均开工率提升较快，但疫情在全球范围内迅速蔓延，预计将对全球经济和港口行业产生深刻影响，短期内新冠病毒疫情对港口行业的负面影响仍将持续，联合资信将对此进行持续关注。

考虑到港口行业与宏观经济运行情况以及对外贸易发展状况密切关系及中国宏观经济增速整体放缓，未来港口行业发展速度亦将逐步放缓；但随着港口资源整合的持续推进，整合的经济效益或将逐步显现，港口行业未来发展态势良好。

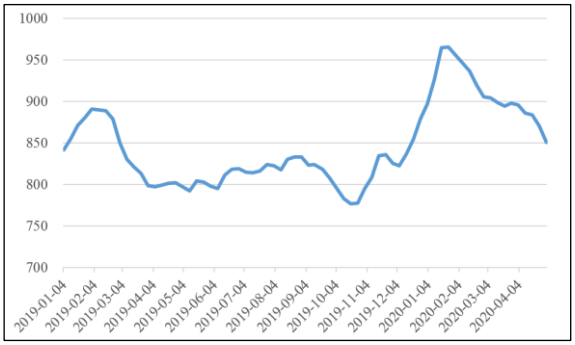
2. 航运行业分析

跟踪期内，全球经济总体增速持续放缓，航运行业供需关系无实质改变，市场总体处于供大于求的态势，但航油成本的下降在一定程

度上减轻了航运公司的经营压力；此外，2020年航油限硫新法案的实施及新冠肺炎疫情的全球爆发将对航运公司带来多方面挑战。

集装箱航运方面，跟踪期内全球经济整体下行压力较大，同时叠加英国脱欧和全球范围内的贸易冲突，政策不确定性抑制投资需求；经济增速创2008年金融危机后新低，全球集装箱运输需求增长有所放缓。截至2019年底，全球集装箱船舶运力规模约2360万标准箱，同比增长5.8%，增速较上年变化不大；2019年，全球交付新集装箱船舶运力规模约106万标准箱，预计报废运力规模21万标准箱；总体看，市场供需关系无实质性改善。2019年，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）均值824点，同比变化不大，全年运价在波动中保持总体平稳。

图3　中国出口集装箱运价指数（CCFI）趋势图



资料来源：Wind资讯

干散货航运方面，跟踪期内经济下行导致干散货运输需求增速持续放缓，但船舶运力增速持续提升，市场总体处于供大于求的态势。截至2019年12月，全球干散货船运力达11919艘、8.78亿载重吨，运力增速达3.9%。运价方面，2019年波罗的海干散货运价指数（BDI）均值为1352.87点，同比基本未发生变化；但受中美贸易摩擦、澳洲台风、巴西淡水河谷尾矿溃坝、IMO限硫令和国际煤炭价格下跌等因素综合影响，全年震荡剧烈，其中最低值触及595点，仅为当年均值的四成；最高达2518点，为2011年以来新高。

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，2019年上半年，在供应收缩的预期下油价小幅回升，布伦特原油期货价格一度逼近75美元/桶，但随着需求减弱，价格有所回落，全年平均值64.16美元/桶，同比下降10.5%；2020年3月，以沙特阿拉伯为首欧佩克与以俄罗斯为首的非欧佩克产油国未能就石油生产政策达成一致，沙特阿拉伯主动降低石油价格导致布伦特原油期货价格“闪崩”，一度跌破26美元/桶，超过2016年1月的近十年最低值。原油价格下跌带动船舶燃油价格下降，新加坡IFO380燃油全年均价395.84美元/吨，同比下降8.35%；跟踪期内，国际油价整体下降，减轻了航运公司的经营压力。此外，根据国际海事组织（IMO）相关规定，航运公司于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，随着新法案的全面实施对航运公司成本控制提出了更高要求。

2020年初，新冠肺炎疫情在中国爆发，随后在世界不断蔓延，中国及欧美等主要经济体纷纷“停摆”，预计此次疫情对世界经济影响深远，而航运物流业作为基础性行业，将直接面临疫情事件带来的多方面挑战。

3. 区域经济环境

公司业务集中于广东省及周边地区，跟踪期内，广东省经济持续发展，水路货物运输量进一步增加，公司发展的外部环境良好。

根据《2019年广东省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019年广东省实现地区生产总值107671.07亿元，同比增长6.2%；人均地区生产总值9.42万元，增长4.5%；三次产业结构调整为4.0：40.5：55.5，第三产业所占比重较上年提高0.7个百分点，产业结构持续优化。分区域看，2019年珠三角核心区实现地区生产总值8.69万亿元，占全省的比重为80.7%。

交通方面，2019年广东省旅客运输总量15.58亿人，比上年增长0.7%；旅客运输周转量4764.82亿人公里，增长5.8%。货物运输总量44.61亿吨，比上年增长5.0%；其中，水路货物

运输总量10.84亿吨，增长5.9%。货物运输周转量2.92万亿吨公里，增长2.1%；其中，水路货物运输周转量2.45万亿吨公里，增长1.4%。2019年，广东省港口货物吞吐量完成19.18亿吨，比上年增长11.4%。其中，外贸货物吞吐量6.08亿吨，增长3.1%；内贸货物吞吐量13.10亿吨，增长15.7%。2019年全省港口集装箱吞吐量6711万标准箱，增长5.2%。

根据《2020年一季度广东宏观经济运行情况分析》，2020年1－3月，广东省实现地区生产总值22518.67亿元，同比下降6.7%。其中，第一产业增加值876.60亿元，同比下降0.3%；第二产业增加值7978.07亿元，同比下降14.1%；第三产业增加值13664.00亿元，同比下降1.5%。从供给看，第一、三产业相对稳定，第二产业受新冠肺炎疫情冲击较大。

2020年1－3月，广东省旅客运输总量1.79亿人，同比下降54.5%；其中，水路客运总量312万人，同比下降55.6%。同期，广东省旅客周转量565.93亿人公里，同比下降52.7%。2020年一季度，广东港口完成货物吞吐量41966万吨，同比下降3.0%；完成集装箱吞吐量1350万TEU，下降11.4%。

受新冠疫情影响，广东省货物进出口减缓。2020年一季度，广东省进出口总额13695.00亿元，同比下降11.8%。其中，出口7926.40亿元，下降14.4%；进口5768.60亿元，下降7.8%。分区域看，珠三角区域进出口总额下降11.7%，湛江、佛山、韶关等三市出口实现正增长。

六、基础素质分析

公司是广东省内航运业龙头企业，其粤港澳客运业务具有明显的区域优势。跟踪期内，公司完成对广东双泰的收购，初步完成琼州海峡北岸港航一体化资源整合，公司海峡北岸航运龙头地位进一步巩固。

公司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得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涵盖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。

根据广东省委省政府工作安排，公司部署执行琼州海峡北岸港航一体化资源整合工作。2019 年 10 月，公司以自有资金和融资借款合计 20.80 亿元收购 185 位自然人间接持有的广东双泰运输集团有限责任公司（以下简称“广东双泰”）90.64%股权[1]。收购事项完成后，公司于 2019 年 12 月成立广东徐闻海峡航运有限公司（以下简称“徐闻航运”），通过广东双泰和子公司广东徐闻港航控股有限公司间接持有徐闻航运 72.69%股权，并由徐闻航运负责琼州海峡北岸航运业务，公司初步完成海峡北岸港航一体化资源整合，海峡北岸航运龙头地位进一步巩固。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有合并范围内二级子公司 10 家。其中，珠江船务主要负责客运、旅游以及珠三角地区港口物流业务，广东省湛江航运集团有限公司（以下简称“湛航集团”）主要负责珠三角以外区域港口物流业务，广东新船重工有限公司负责船舶修造业务，广东省珠江海运有限公司负责近远洋运输业务。

公司作为广东省内航运龙头企业，2019 年获得政府拨付的经营补贴以及其他各类奖补资金合计 0.39 亿元，体现在“其他收益”。

公司子公司广东新中国船厂有限公司（以下简称“新中国船厂”）原厂区土地系政府划

[1] 截至目前尚未完成工商变更

拨用地，未在账面体现，其核定面积为 26.43 万平方米，减除广州电视台已征用土地以及部分商业开发用地后，剩余西侧 1.26 万平方米和东侧 2.40 万平方米土地待征用，公司将上述 2 宗待征地块以 1 元的价格计入“无形资产”。2019 年，根据《国有土地使用权收储补偿协议》（穗土合字〔2018〕0221 号），公司将西侧 1.26 万平方米土地移交广州市土地开发中心收储，同时将累计获得的 1.30 亿元土地补偿款计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10440104005462800），截至 2020 年 7 月 20 日，公司（本部）无已结清或未结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理和外部董事发生变更，法人治理结构和管理体制等无重大变化。

2019年10月29日，公司发布《关于总经理及董事会人员变动的公告》：根据中共广东省委组织部下达的粤组干〔2019〕885号和粤组干〔2019〕933号任免文件，免去刘卫东先生公司党委副书记、委员、董事和总经理职务，另有任用。2019年12月，根据粤组干〔2019〕1191号和粤组干〔2019〕1227号文件，张道武先生担任公司党委副书记、董事和总经理。

根据中共广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）《关于省属企业专职外部董事职务任免的通知》（粤国资党委企干〔2019〕2号），免去郑锦忠公司专职外部董事职务，聘任徐红枫为公司专职外部董事。根据广东省国资委《关于省属企业兼职外部董事职务任免的通知》（粤国资党委企干〔2019〕1号），聘任尤德卫为公司兼职外部董事。

张道武，男，1968年出生，本科学历，历任公司发展部部长，珠江船务董事、副总经理，珠江船务发展有限公司执行董事、副总经理，公司党委委员、副总经理，2019年12月起担任公司党委副书记、董事、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司主营业务收入小幅增长，毛利率同比略有下降；其中，客运及旅游业务受分流和香港局势影响，收入规模和毛利率水平有所下滑。2020年初爆发的新冠疫情对公司2020年一季度经营业绩造成较大影响。

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，同时涉及近远洋运输、船舶修造、房地产业务以及航道投资开发建设。

2019 年，公司实现主营业务收入 45.68 亿元，同比增长 2.07%，主要系港口物流和船舶修造业务收入增加所致。从收入构成看，2019 年，受益于码头网络布局的完善，公司所辖港口散杂货吞吐量大幅增加，港口物流业务收入增长至 21.94 亿元；同期，受区域局势以及高铁及港珠澳大桥分流影响，客运及旅游业务收入有所下滑，2019 年为 10.52 亿元；因当期运量增加，近远洋运输业务收入增长至 2.99 亿元；2019 年，船舶修造业务收入为 7.21 亿元，同比增长 23.91%，主要系新增委托建造模式下的贸易型船只销售所致；房地产业务收入仍主要来自存量在售项目，2019 年为 3.01 亿元，同比有所下降。

毛利率方面，跟踪期内，公司主营业务毛利率同比略有下降，2019 年为 24.77%。分业务来看，港口物流业务毛利率略有提升，2019 年为 31.01%；广深港高铁开通和港珠澳大桥分流客源，叠加区域局势影响，导致公司现有航线客运量大幅下降，空座率上升，2019 年客运及旅游业务毛利率下降至 15.47%；受全年平均运价下跌影响，近远洋运输业务毛利率同比下降 3.20 个百分点至 13.71%；因新增委托建造模式，且劳动力成本上涨，部分产品建造周期拉长导

致业务成本上升，船舶修造业务毛利率大幅下降至 7.95%；房地产业务毛利率同比进一步上升，主要系华港花园当期销售单价上涨所致。

受2020年初爆发的新冠肺炎疫情影响，2020年1－3月，公司实现主营业务收入8.73亿元，同比下降10.37%；主营业务毛利率为22.52%。同期，公司客运及旅游、近远洋运输业务收入均同比大幅下降，且业务转为亏损。

表 5　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年			2019 年			2020 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	20.59	46.01	29.20	21.94	48.02	31.01	6.19	70.94	32.88
客运及旅游	12.23	27.32	20.79	10.52	23.04	15.47	1.15	13.12	-1.77
近远洋运输	2.55	5.69	16.91	2.99	6.54	13.71	0.46	5.23	-24.23
船舶修造	5.82	13.01	14.37	7.21	15.80	7.95	0.82	9.41	1.62
房地产	3.56	7.96	42.17	3.01	6.60	63.14	0.11	1.31	41.48
合计	**44.75**	**100.00**	**25.31**	**45.68**	**100.00**	**24.77**	**8.73**	**100.00**	**22.52**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据审计报告和公司提供资料整理

2. 业务运营分析

（1）港口物流

公司水路物流网络较为完善，港口物流业务在粤港澳地区具有优势地位，跟踪期内，随着码头网络布局日益完善以及经营专业精细化，港口物流业务收入及毛利率稳步提升。

公司港口物流业务主要由子公司珠江船务及湛航集团经营。

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。

2019年10月，湛航集团完成对广东双泰的杠杆收购，并持有其90.64%股权。广东双泰成立于1994年6月，股东为多名自然人，其主要经营湛江市徐闻县海安港至海口航线客滚船运输，是琼州海峡重要的客滚航运业务承运商。收购事项完成后，公司于同年12月成立徐闻航运，由其主导管理29艘客滚船经营琼州海峡海上客滚运输业务，公司琼州海峡北岸航运龙头地位得以巩固。

表 6　公司控（参）股码头情况（单位：万 TEU）

序号	码头运营公司	经营期限	设计吞吐量	控（参）股比例	地理位置
港口物流					
1	佛山高明珠江货运码头有限公司	1992-2042	30	100.00%	佛山高明区
2	珠海斗门珠船集装箱码头有限公司	2003-2023	30	100.00%	珠海斗门区
3	肇庆高要珠江物流有限公司	2006-2036	12	100.00%	肇庆高要市
4	肇庆康州珠江货运码头有限公司	1997-2047	5	100.00%	肇庆德庆县
5	肇庆新港码头有限公司	2009-2059	40	100.00%	肇庆鼎湖区
6	肇庆四会珠江物流有限公司	2009-2029	15	100.00%	肇庆四会市
7	广东省三埠客货运输合营有限公司	2018-2048	15	90.00%	江门市开平

8	佛山北村珠江货运码头有限公司	2005-2025	8	50.00%	佛山南海区
9	清远珠江货运码头有限公司	2003-2053	10	90.00%	清远市
10	鹤山市鹤港货运合营有限公司	2010-2038	10	50.00%	鹤山市
11	中山港货运联营有限公司	1992-2022	40	25.00%	中山市
12	佛山三水三港集装箱码头有限公司	1992-2032	10	30.00%	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	40.00%	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	80.00%	中山市黄圃镇
18	粤通船务有限公司	永久	5	100.00%	澳门特区
19	珠江仓码运输有限公司	1988-2038	20	100.00%	香港屯门
20	西域（珠海保税区）物流有限公司	2004-2034	20	55.00%	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	90.00%	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	--	51.00%	湛江市
小计			**425**	--	--
客滚运输（琼州海峡）					
23	广东徐闻港航控股有限公司（海安港）	长期	60 万辆次 41 万人次	51.00%	湛江市徐闻县
24	湛江徐闻港有限公司（徐闻南山港）	长期	320 万辆次 1728 万人次	60.00%	湛江市徐闻县
小计			**380 万辆次 1769 万人次**	--	--

注：公司未披露长桥港经营年限和设计吞吐量
资料来源：公司提供

2019年，公司实现港口物流业务收入21.94亿元，同比增长6.56%。跟踪期内，受益于公司码头网络布局日益完善及精细化经营，公司港口物流业务毛利率持续上升，2019年达到31.01%。2020年1－3月，公司港口物流业务实现营业收入6.19亿元，毛利率小幅上升至32.88%。

跟踪期内，公司收购广东双泰导致控（参）股码头数量增加至24个，设计吞吐量超过425万TEU，其中控股码头设计吞吐量280万TEU；客滚运输能力达到380万辆次和1769万人次。受益于积极调整竞争策略、开拓市场，跟踪期内公司港口物流业务指标总体保持增长。2019年，公司累计完成集装箱承运量142.22万TEU，同比下降7.05%；港口散杂货物吞吐量875.44万吨，同比增长80.29%，主要系国内港口大力开展内贸业务所致；受宏观环境等影响，港口集装箱吞吐量同比下降2.51%，2019年为142.06万TEU。

2020年1－3月，公司支线运输累计完成集装箱承运量27.95万TEU，为2019年全年的19.66%；港口物流散杂货吞吐量同比增长62.08%至211.12万吨，主要系大力拓展大宗建筑材料和钢材等内外贸散货业务所致；集装箱吞吐量29.94万TEU，为2019年全年的21.08%。

表7　公司港口物流货运业务经营指标

业务分类	指标	2018年	2019年	2020年1－3月
支线运输	集装箱承运量（TEU）	1529989	1422161	279547
	散杂货承运量（吨）	488626	585948	91964
陆路运输	集装箱拖运量（TEU）	257557	259067	57674
港口物流	集装箱吞吐量（TEU）	1457191	1420576	299406
	散杂货吞吐量（吨）	4855856	8754401	2111210

资料来源：公司提供

（2）客运及旅游

跟踪期内，受区域局势以及广深港高铁与港珠澳大桥分流影响，客运及旅游收入有所下降。2020 年初爆发的新冠肺炎疫情给公司客运及旅游业务带来冲击。

公司客运及旅游业务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2020年3月底，公司拥有自营及代理的高速客船64艘（其中代理船舶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。

2019年，公司实现客运及旅游收入10.52亿元。广深港高铁和港珠澳大桥开通分流客源，叠加区域局势影响，公司现有航线客运量大幅下滑，空座率上升，导致公司客运及旅游业务毛利率同比下降，2019年为15.47%。

公司经营的航线主要包括粤港、港澳及粤澳航线，2019年，受区域局势、港珠澳大桥和广深港高铁分流影响，公司三大航线客运总量（自营+代理）同比下降34.51%至968.39万人次。粤港航线是公司的客运主打品牌，市场占有率高，2019年客运量为409.47万人次，同比下降37.69%。珠三角赴港需求的溢出导致粤澳航线客运量大幅增长，2019年提升至466.57万人次，同比增长514.15%。2019年，受香港局势波动以及港珠澳大桥分流影响，港澳航运往返人数大幅下滑，港澳航线客运量下降至92.35万人次。

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。

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情对公司客运及旅游业务冲击较大。2020 年 1－3 月，公司客运及旅游板块实现收入 1.15 亿元；业务转为亏损状态，毛利率下降至-1.77%。2020 年 1－3 月，公司三大航线实现客运总量 76.16 万人次，仅相当于 2019 年全年的 7.86%；客运量占比最高的为粤港航线，客运量为 39.92 万人次，港澳和粤澳航线载客量分别为 9.96 万人次和 26.28 万人次。

当前新冠肺炎疫情防控进入常态化阶段，短期内仍将对公司客运及旅游业务带来较大影响，2020 年全年客运量及收入规模或同比下降，联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对公司客运及旅游业务可能产生的影响。

表 8　珠江船务客运航线情况

航线	线路	客运量（万人次）		
		2018 年	2019 年	2020 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）	657.15	409.47	39.92
粤澳航线	4 条（珠海、江门、蛇口、深圳福永）	75.97	466.57	26.28
港澳航线	金珠船务港澳航线	745.57	92.35	9.96
合计	--	**1478.69**	**968.39**	**76.16**

资料来源：公司提供

（3）船舶修造

跟踪期内，公司造船完工量有所下降，新接和手持订单量均大幅减少，考虑到新冠肺炎疫情影响下，宏观经济增长显著放缓，新建船舶需求减弱，未来船舶修造业务或受一定影响。

公司船舶修造业务主要由子公司广东新船重工有限公司（以下简称“新船重工”）和

广东浩粤船舶工业有限公司（以下简称“浩粤船舶”）负责。其中，新船重工负责小虎岛造船基地项目的船舶接单、设计、制造和销售；浩粤船舶主要生产5000吨以下具有科技含量的全回转拖轮，并按照一厂一策的思路，委托佛山市顺德兴华船厂、广州市南方造船有限公司等船企进行拖轮的建造。目前公司主要在建及在售船型有：拖轮、车渡船等特种船型，以及碳纤维高速客船等高附加值船型。截至2020年3月底，公司手持订单金额为4542万美元。

2019年，公司新增委托建造模式，即公司根据手持订单情况，将其中部分订单（主要为全回转拖轮）委托其他船厂建造。收入确认方面，对于自建船只，公司每年按照完工百分比法确认收入；对于委托生产的贸易型船只，公司在出口报关之后即确认收入，成本为委托建造支付金额，公司赚取差额收益，因此毛利率相对较低。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。

2019年，公司船舶修造业务收入和毛利率分别为7.21亿元和7.95%，收入规模同比增长但毛利率下滑主要系当期增加贸易型船只销售收入，但劳务成本上升且部分产品建造周期拉长导致业务成本增加。2019年，公司造船完工量有所下降，新接订单量和手持订单量均大幅减少。2019年，公司在建船舶数量最高峰为11艘；全年完工交船10艘，同比减少1艘。2019年公司新接订单量1艘，同比大幅减少11艘。2020年1－3月，公司造船完工量为1艘，手持订单量15艘。

表 9　公司船舶修造经营情况（单位：艘）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
造船完工量	11	10	1
新接订单量	12	1	0
手持订单量	24	16	15

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 2020 年 3 月底，车间基本改造完毕，已初步具备整船建造能力。2019 年，中威公司持有订单量 2 艘，但当期尚未开展碳纤维高速客船的整船建造业务。预计 2020 年中威公司将逐步开始承接碳纤维船全船制造业务，公司船舶修造业务盈利能力有望增强。

2020 年 1－3 月，公司实现船舶修造业务收入 0.82 亿元，毛利率下降至 1.62%。自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，全国经济增长显著放缓，客滚航运、大宗商品运输等行业遭受较大冲击，特种船型以及碳纤维高速客船等高附加值船型需求显著下滑，未来公司船舶修造业务或受一定影响。

（4）近远洋运输

跟踪期内，因运量增长，公司近远洋运输业务收入规模有所上升，但全年平均运价下行，导致业务毛利率下降。新冠肺炎疫情冲击下，国际船运需求大幅减弱，短期内近远洋运输业务将受到一定影响。

公司近远洋运输业务由子公司广东省珠江海运有限公司负责。近年来公司运力持续增长，截至2019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，目前无在建船舶。

2019年，受益于化工品船运量增加，公司实现近远洋运输业务收入2.99亿元，同比增长17.25%。毛利率方面，公司国际干散货船均以期租方式运营，期租收入直接与BDI指数挂钩，2019年初，BDI指数跌至近年来的低点，但年中攀升至近十年高位，随后快速回落，国际干

散货船全年平均日租金小幅下滑；跟踪期内，国内干散货船和化工品船运价均同比下跌，导致整体业务毛利率下行。受上述因素影响，公司近远洋运输业务毛利率下滑3.20个百分点至13.71%。2020年1－3月，受新冠肺炎疫情影响，BDI指数大幅下挫，叠加运量大幅减少，公司近远洋运输业务收入为0.46亿元，经营大幅转亏，毛利率为-24.23%。

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化工品运输业务。经营模式主要采取程租方式运输，在到港卸货前预收运费。2019年，公司液体化工品运量同比大幅增长58.57%至97万吨，主要系粤油908轮投运导致运力增加所致。

散杂货运输业务方面，2019年公司2艘干散货船海保轮和海康轮开展国内沿海航线电煤运输业务，完成货运量180万吨，同比增长8.3%。2020年1－3月，公司国内散杂货运输总量45.97万吨，与上年同期相比减少0.11%。

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，环球航行，主要运输粮食和煤炭。2019 年，承租方完成 168.65 万吨，同比增长 15.93%，主要系短航程运输航次增加所致。2020 年 1－3 月，受新冠肺炎疫情影响，承租方完成货运量 20.07 万吨，同比下降 61.40%。

（5）房地产业务

公司在售房地产项目数量较少，拟开发项目存在一定建设周期，跟踪期内房地产业务收入仍主要来自在售项目。

公司房地产业务主要由子公司广东航城房地产开发经营有限公司（以下简称“航城地产”）负责，2019年公司房地产业务实现收入3.01亿元，同比有所下降，确认收入的项目主要来自华港花园和南沙珠江船务大厦项目，其中华港花园结转收入1.46亿元，南沙珠江船务大厦结转收入0.88亿元，其余为航城地产产生的房地产管理类收入。同期，公司房地产业务毛利率为63.14%，同比大幅上升，主要系华港花园项目销售单价大幅提升所致。

2020年1－3月，公司房地产业务收入为0.11亿元，毛利率为41.48%。截至2020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29.74万平方米。

表 10　截至 2020 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	24.57	0.76
南沙珠江船务大厦	商务金融	2.86	7.02	5.17	1.42
合计	--	**9.54**	**34.46**	**29.74**	--

资料来源：公司提供

截至2020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（以下简称“C地块”），土地面积12628平方米。2020年6月，公司通过公开招拍挂的方式取得该地块，并支付8.44亿元土地出让金。根据公司规划，C地块计划用于总部经济大楼项目开发，预计投资总额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 2020 年 3 月底，公司在建项目主要包括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 112.61 亿元，其中公司出资 39.03 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司已完成投资 28.70 亿元，公司出资部分尚余缺口 10.32 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“北江航道项目”）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2020年3月底，北江航道项目已完成投资60.60亿元。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 11　截至 2020 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	789482.00	53630.00	43500.00	605986.00	183496.00
南沙小虎岛造船基地项目	137000.00	137000.00	117023.00	117174.00	6166.00
南沙珠江物流总部基地项目	85949.00	85949.00	80633.00	80633.00	5316.00
客运高速船三阶段运力更新	22580.00	22580.00	--	12846.75	9733.25
屯门新仓码项目	82567.00	82567.00	43000.00	48476.00	34091.00
小虎岛碳纤维设施改造项目	8550.00	8550.00	2883.00	4366.33	659.00
合计	**1126128.00**	**390276.00**	**287039.00**	**869482.08**	**239461.25**

资料来源：公司提供

公司致力于成为管理一流且具有竞争力的水上公共运输综合服务集团，坚持创新驱动，做强主业，提升水上高速客运平台运营能力，加快打造省内水上公交平台，建设海外“一带一路”投资平台，提升水上旅游品牌价值。通过收购等系列资产资源整合，进一步巩固琼州海峡客滚运输业务龙头地位，同时港口物流业务加强内部管理和风控水平，做好转型升级工作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有合并范围内二级子公司 10 家。跟踪期内，公司因收购广东双泰导致合并范围增加 15 家子公司；同期注销广东省船舶工业物资公司以及转让广州蓝海豚出租汽车有限公司导致合并范围减少 2 家子公司。上述变动涉及的子公司资产规模相对较小，对财务数据可比性影响一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 232.05 亿元，所有者权益合计 118.84 亿元（含少数股东权益 25.37 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 46.03 亿元，利润总额 5.85 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 241.86 亿元，所有者权益合计 123.14 亿元（含少数股东权益 30.45 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.80 亿元，利润总额-0.23 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，其中非流动资产占比上升，固定资产和在建工程占比高，且新增较大规模的商誉，公司资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 232.05 亿元，较 2018 年底增长 12.45%；非流动资产占比增长至 74.73%，公司资产以非流动资产为主。

表12　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.20	27.72	43.94	18.94	46.62	19.28

应收账款	4.34	2.10	5.57	2.40	5.87	2.43
存货	5.02	2.43	3.97	1.71	4.41	1.82
流动资产	**76.53**	**37.08**	**58.65**	**25.27**	**61.86**	**25.58**
长期股权投资	13.12	6.36	18.45	7.95	19.41	8.03
投资性房地产	5.08	2.46	4.98	2.15	4.98	2.06
固定资产	48.51	23.50	55.46	23.90	60.14	24.87
在建工程	54.38	26.35	69.21	29.83	70.17	29.01
无形资产	4.97	2.41	6.53	2.81	6.51	2.69
商誉	1.16	0.56	15.58	6.71	15.59	6.44
非流动资产	**129.83**	**62.91**	**173.41**	**74.73**	**180.00**	**74.42**
资产总额	**206.37**	**100.00**	**232.05**	**100.00**	**241.86**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 58.65 亿元，较 2018 年底下降 23.37%，主要系货币资金下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占 74.93%）、应收账款（占 9.59%）和存货（占 6.77%）构成。

2019 年底，公司货币资金 43.94 亿元，较 2018 年底下降 23.17%，主要系北江航道项目持续投入和对外收购所致。公司货币资金主要为银行存款（占 64.48%）和其他货币资金（占 35.47%），其他货币资金包括银行结构性存款（15.40 亿元）和住房基金（0.19 亿元）。

2019 年底，公司应收账款 5.57 亿元，较 2018 年底增长 28.31%，主要系收购广东双泰导致合并范围内应收账款增加。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 6.01 亿元，累计计提坏账准备 0.69 亿元。从账龄看，公司应收账款的账龄主要集中在一年以内（占 91.26%）。集中度方面，期末前五名应收账款占比 48.34%，集中度较高。

表 13　2019 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比
NAVIMAG CARGO	1.13	18.00
Greenbay Marine（Pte）Ltd	0.66	10.48
Cpt Empresas Maritimas S.A.	0.64	10.20
Oceanus Marine Offshore Pte Ltd	0.39	6.15
海安新港港务有限公司	0.22	3.50
合计	**3.03**	**48.34**

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货 3.97 亿元，较 2018 年底下降 20.93%，主要系库存商品（产成品）减少所致（在建船舶完工交付和南沙珠江船务大厦销售等）。公司存货主要为已完工和在建船舶、房地产开发产品以及船舶材料等。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 173.41 亿元，较 2018 年底增长 33.56%，主要来自在建工程的持续投入和商誉的增加。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 10.64%）、固定资产（占 31.98%）、在建工程（占 39.91%）和商誉（占 8.98%）构成。

2019 年底，公司长期股权投资 18.45 亿元，较 2018 年底增长 40.61%，主要系公司对广州南沙红海联运码头有限公司、湛江徐闻港有限公司、海安新港港务有限公司等联营企业追加投资以及权益法核算的长期股权投资实现投资收益所致。公司长期股权投资主要为对广州南沙国际物流园有限公司、湛江徐闻港有限公司等联营企业的股权投资。

2019 年底，公司投资性房地产 4.98 亿元，较 2018 年底下降 2.09%。公司投资性房地产由房屋建筑物（4.53 亿元）和土地使用权（0.44 亿元）构成。

2019 年底，公司固定资产 55.46 亿元，较 2018 年底增长 14.34%，主要系公司收购广东双泰导致运输工具增加。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 34.03%和 54.36%。公司固定资产中的运输工具成新率为 62.45%。

2019 年底，公司在建工程 69.21 亿元，较 2018 年底增长 27.27%，主要系北江航道扩能升级工程项目投入增加所致。2019 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等其他零星项目。

2019 年底，公司无形资产 6.53 亿元，较 2018 年底增长 31.29%，主要系收购广东双泰增加土地使用权所致。公司无形资产中土地使用权账面价值 6.40 亿元，其中 1.20 亿元抵押受限。

2019 年底，公司商誉 15.58 亿元，较 2018 年底增加 14.41 亿元，主要系公司溢价收购广东双泰所致。公司商誉系对外收购产生，整体规模较大，存在一定减值风险。

2020 年 3 月底，公司资产总额 241.86 亿元，较 2019 年底增长 4.22%，主要系固定资产增加所致，资产构成仍以非流动资产为主。2020 年 3 月底，公司货币资金 46.62 元，较 2019 年底增长 6.08%，主要系公司于一季度发行中期票据和超短期融资券所致。2020 年 3 月底，公司固定资产 60.14 亿元，较 2019 年底增长 8.45%，主要系徐闻航运的少数股东徐闻县海运有限公司（以下简称“徐闻海运”）以船舶资产增资所致。

受限资产方面，2020 年 3 月底，公司受限资产合计 21.63 亿元，占资产总额的 8.94%。其中，货币资金受限 2.10 亿元，主要为用于担保的定期存款以及北江航道项目共管资金账户等；固定资产受限 18.33 亿元，为抵押受限的船舶和房屋建筑物；无形资产受限 1.20 亿元，为抵押受限的土地使用权。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，未分配利润和少数股东权益规模较大；负债总额有所增长，整体债务负担较轻，2020 年到期债务规模大。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 118.84 亿元，较 2018 年底增长 7.93%，主要来自少数股东权益和未分配利润的增长。从构成上看，公司所有者权益主要由实收资本（占 37.55%）、资本公积（占 7.72%）、盈余公积（占 15.50）、未分配利润（占 19.93%）和少数股东权益（占 21.35%）构成。

2019 年底，公司实收资本仍为 44.62 亿元，较 2018 年底未发生变化。同期末，公司资本公积 9.17 亿元，较 2018 年底增加 671.39 万元，主要系子公司所辖港口政策性搬迁结余净额增加以及子公司按权益法确认被投资单位其他权益变动所致。

2019 年底，公司其他综合收益-2.56 亿元，较 2018 年底增加 0.64 亿元，系外币财务报表折算差额所致。

2019 年底，公司少数股东权益 25.37 亿元，较 2018 年底增长 28.26%，主要由于公司新设立徐闻航运，徐闻海运作为少数股东入股并持有徐闻航运 23.40%股权。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 123.14 亿元，较 2019 年底增长 3.62%，主要来自少数股东权益增加。2020 年 3 月底，公司少数股东权益 30.45 亿元，较 2019 年底增长 20.05%，主要系徐闻海运以船舶资产增资徐闻航运所致。同期末，公司所有者权益构成较 2019 年底变动不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 113.21 亿元，较 2018 年底增长 17.61%，主要来自其他流动负债和应付债券的增加。构成方面，公司负债仍以非流动负债为主，占比 56.06%。

2019 年底，公司流动负债 49.75 亿元，较 2018 年底增长 16.97%，主要系其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 34.41%）、应付账款（占 19.25%）、其他应付款（占 19.75%）和其他流动负债（占 10.05%）构成。

2019 年底，公司短期借款 17.12 亿元，较

2018 年底下降 13.11%，全部为信用借款。

2019 年底，公司应付账款 9.57 亿元，较 2018 年底增长 20.93%，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款主要为应付项目工程款或柴油款等，账龄主要集中在一年以内（占 89.86%），集中度方面，期末前五名应付账款占比 50.74%，集中度一般。

2019 年底，公司其他应付款 9.82 亿元，较 2018 年底增长 0.34%。公司其他应付款包括单位往来款、应付股权转让款（广东双泰收购款）、合作保证金等。

2019 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 2.24 亿元，全部为一年内到期的长期借款。同期末，公司其他流动负债增加至 5.00 亿元，系当期发行“19 粤航运 SCP003”所致。

2019年底，公司非流动负债63.47亿元，较2018年底增长18.12%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占34.22%）、应付债券（占17.33%）和递延收益（占43.34%）构成。

2019年底，公司长期借款21.72亿元，较2018年底增长28.52%，主要系新增保证借款。公司长期借款由保证借款、抵押借款和信用借款构成。

2019年底，公司应付债券11.00亿元，较2018年底增加6.00亿元，系公司发行“19粤航运MTN001”所致。

2019年底，公司递延收益27.50亿元，较2018年底变化不大。公司递延收益主要包括北江航道扩能升级工程财政拨付资金和新中国船厂政府征地补偿款（即广州电视台征用地补偿，于2019年转入“其他收益”）。

2020年3月底，公司负债总额118.72亿元，较2019年底增长4.86%，主要来自其他流动负债和应付债券的增加。2020年3月底，公司其他流动负债10.00亿元，较2019年增加5.00亿元，系公司发行“20粤航运SCP001”所致；应付债券16.00亿元，较2019年底增加5.00亿元，系公司发行“20粤航运MTN001”所致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 57.08 亿元，较上年底增长 37.21%，构成仍以长期债务为主，长期债务占比 57.32%。2020 年 3 月底，公司全部债务上升至 65.54 亿元，长期债务占比较 2019 年底下降 1.63 个百分点至 55.69%。

表 14　公司债务构成及债务负担情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	19.70	24.36	29.04
长期债务	21.90	32.72	36.50
全部债务	41.60	57.08	65.54
长期债务资本化比率	16.59	21.59	22.86
全部债务资本化比率	27.42	32.45	34.74
资产负债率	46.65	48.79	49.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

债务指标方面，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所上升，分别为 48.79%、32.45%和 21.59%。2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续上升，分别为 49.09%、34.74%和 22.86%。公司整体债务负担较轻。

从有息债务期限分布来看，2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年，公司到期的债务规模分别为 26.72 亿元、5.90 亿元和 5.36 亿元，2020 年到期债务集中偿付规模大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，非经常性损益对利润贡献大，公司整体盈利能力较强。

2019 年，公司营业收入 46.03 亿元，同比增长 1.62%。同期公司营业成本增幅大于营业收入，公司营业利润率下滑至 21.89%。

表 15　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	45.30	46.03
其他收益	0.50	1.69
营业利润	5.71	5.90

利润总额	5.63	5.85
净利润	3.93	4.49
营业利润率	24.67	21.89
总资本收益率	3.81	3.74
净资产收益率	3.57	3.77

资料来源：审计报告

2019 年，公司期间费用 8.28 亿元，占营业收入的比重为 18.00%。公司期间费用主要为管理费用，2019 年为 7.15 亿元，其中职工薪酬占比大。

非经常性损益方面，2019 年，公司实现投资收益 2.58 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益。同期，公司实现其他收益 1.69 亿元，为收到的各类政府奖补资金以及土地补偿款。公司非经常性损益对利润总额贡献较大。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.74%和3.77%，同比分别变动-0.07个和0.20个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.80 亿元；营业利润率为 20.64%，较 2019 年有所下降；2020 年 1－3 月，公司利润总额为-0.23 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，收入实现质量有所下降；资本性投入和对外收购导致投资活动现金流大规模净流出，公司对外筹资需求加大；考虑到投资规模较大的北江航道项目资金主要来自于财政拨款，公司实际筹资压力尚可。

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品提供劳务收到的现金为主，2019 年为 45.13 亿元，同比下降 7.39%。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 14.22 亿元，主要为港口物流业务代收费用和收到的政府补贴。2019 年，公司经营活动现金流出 50.50 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金 21.82 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 15.69 亿元，主要为港口物流业务代支费用和支出的往来款。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.32 亿元。

从收入实现质量看，2019 年，公司现金收入比为 98.05%，同比有所下降，收入实现质量较好。

表 16　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	61.53	59.82
经营活动现金流出量	53.37	50.50
经营活动现金流量净额	8.15	9.32
投资活动现金流量净额	-19.58	-33.85
筹资活动现金流量净额	3.09	11.20
现金收入比	107.59	98.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，公司投资活动表现为现金净流出。2019 年，公司投资活动现金流入 2.71 亿元，主要为取得投资收益收到的现金。同期，公司投资活动现金流出 36.55 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 14.86 亿元，主要为北江航道扩能升级工程、船舶运力更新等项目投入；取得子公司支付的现金净额 18.71 亿元，系收购广东双泰产生的现金支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-33.85 亿元。

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流入 52.65 亿元，其中取得借款收到的现金 50.04 亿元。同期，公司偿还债务本息规模较大，其中，偿还债务支付的现金 37.93 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 3.52 亿元。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 11.20 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动净现金流、投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为 0.22 亿元、-5.37 亿元和 7.72 亿元。

6. 偿债能力

公司货币资金充足，整体债务负担较轻，短期偿债能力强，长期偿债能力指标较好，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率均较 2018 年底大幅下降，

分别为 117.89%和 109.91%；2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 119.20%和 110.70%，均较 2019 年底小幅上升。2019 年，公司经营现金流动负债比为 18.74%，经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力弱。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 1.81 倍和 1.61 倍。整体看，公司货币资金充足，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 11.67 亿元，全部债务/EBITDA 为 4.89 倍，EBITDA 利息倍数为 5.55 倍。公司长期偿债能力指标较强。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行人民币授信额度 129.52 亿元、港币授信额度 39.15 亿元，剩余未使用人民币额度 110.75 亿元、港币额度 27.95 亿元。公司子公司珠江船务企业（股份）有限公司为港股上市公司（股票代码：00560.HK），具备直接融资渠道。总体看，公司融资方式多元，整体融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

公司资产和负债集中于母公司，但营业收入主要来自子公司，母公司整体债务负担较轻。

2019 年底，母公司资产总额 114.89 亿元，较 2018 年底下降 11.40%，主要系货币资金减少。其中，流动资产 43.71 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 71.18 亿元，主要为长期股权投资。

2019 年底，母公司所有者权益 62.77 亿元，较 2018 年底下降 0.92%。其中，实收资本占 71.09%、资本公积占 12.83%、盈余公积占 20.46%。

2019 年底，母公司负债总额 52.12 亿元，较 2018 年底下降 21.42%，主要系其他应付款减少所致。母公司负债主要由短期借款、其他应付款和应付债券构成。2019 年底，母公司资产负债率为 45.36%，较 2018 年底下降 5.79 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 0.23 亿元，利润总额 0.29 亿元。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 122.86 亿元，较 2019 年底增长 6.94%；所有者权益 61.95 亿元，较 2019 年底有所下降，系经营亏损导致未分配利润减少所致；负债总额 60.91 亿元，较 2019 年底增长 16.87%，主要系其他流动负债和应付债券增加所致。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.03 亿元，利润总额-0.08 亿元。

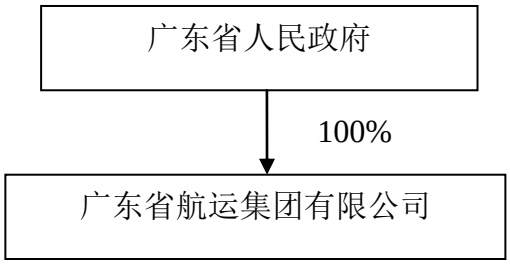
十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“17粤航运MTN001”“19粤航运MTN001”“20粤航运MTN001”和“20粤航运MTN002”，债券余额合计21.00亿元。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为59.82亿元、9.32亿元和11.67亿元，分别为存续债券余额的2.85倍、0.44倍和0.56倍。公司经营活动现金流入量对上述存续债券的保障能力强。

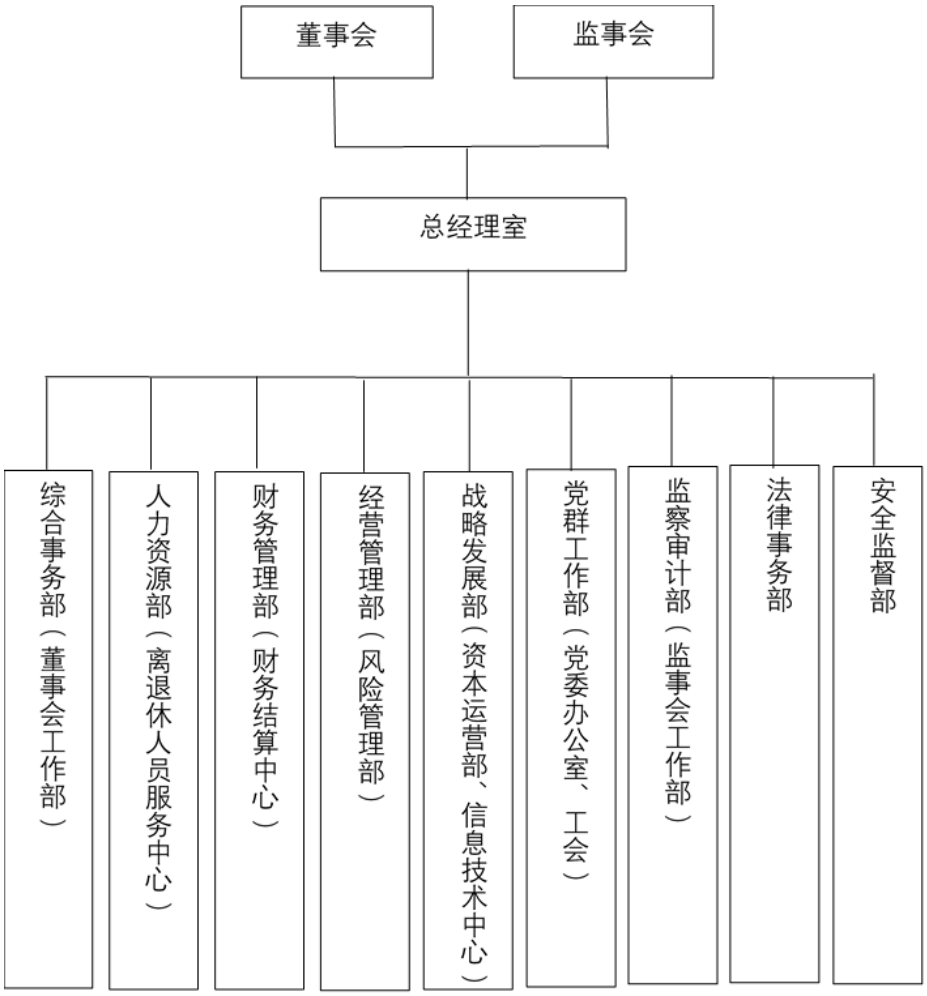
十一、 结论

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”“19粤航运MTN001”“20粤航运MTN001”和“20粤航运MTN002”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
珠江船务企业（集团）有限公司	港币 1070.00	水上运输	80.00	20.00	投资设立
广东省珠江航运有限公司	人民币 5735.00	水上客运	100.00	--	投资设立
广东驳运公司	人民币 7442.50	水上运输	42.26	--	投资设立
广东省珠江海运有限公司	人民币 22600.00	近远洋运输	100.00	--	投资设立
广东珠江船务有限公司	人民币 5070.00	水上运输	100.00	--	投资设立
广东航城房地产开发经营有限公司	人民币 2000.00	房地产	77.50	22.5	投资设立
广东省航运物资供应公司	人民币 1682.20	租赁	100.00	--	投资设立
广东新中国船厂有限公司	人民币 2549.94	造船	100.00	--	投资设立
广东珠江港航投资有限公司	人民币 20000.00	投资管理	100.00	--	投资设立
广东省北江航道开发投资有限公司	人民币 18000	航道开发	90.00	--	投资设立

注：公司持有广东驳运公司 42.26%股权，为最大股东，拥有实质控制权

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	65.38	57.26	44.02	46.69
资产总额（亿元）	198.49	206.37	232.05	241.86
所有者权益（亿元）	105.82	110.11	118.84	123.14
短期债务（亿元）	25.06	19.70	24.36	29.04
长期债务（亿元）	16.15	21.90	32.72	36.50
全部债务（亿元）	41.21	41.60	57.08	65.54
营业收入（亿元）	43.76	45.30	46.03	8.80
利润总额（亿元）	5.63	5.63	5.85	-0.23
EBITDA（亿元）	10.39	10.80	11.67	--
经营性净现金流（亿元）	5.17	8.15	9.32	0.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.38	9.67	9.16	--
存货周转次数（次）	3.94	4.59	7.68	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.22	0.21	--
现金收入比（%）	99.55	107.59	98.05	94.65
营业利润率（%）	25.61	24.67	21.89	20.64
总资本收益率（%）	3.79	3.81	3.74	--
净资产收益率（%）	3.93	3.57	3.77	--
长期债务资本化比率（%）	13.24	16.59	21.59	22.86
全部债务资本化比率（%）	28.03	27.42	32.45	34.74
资产负债率（%）	46.69	46.65	48.79	49.09
流动比率（%）	186.40	179.96	117.89	119.20
速动比率（%）	167.41	168.15	109.91	110.70
经营现金流动负债比（%）	10.18	19.17	18.74	--
现金短期债务比（倍）	2.61	2.91	1.81	1.61
全部债务/EBITDA（倍）	3.96	3.85	4.89	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.30	5.84	5.55	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债调整至短期债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	49.59	38.06	21.22	26.16
资产总额（亿元）	145.16	129.67	114.89	122.86
所有者权益（亿元）	63.52	63.35	62.77	61.95
短期债务（亿元）	7.75	9.00	12.69	17.73
长期债务（亿元）	11.99	11.00	11.95	16.95
全部债务（亿元）	19.74	20.00	24.64	34.68
营业收入（亿元）	0.27	0.21	0.23	0.03
利润总额（亿元）	0.22	0.46	0.29	-0.08
EBITDA（亿元）	0.76	1.42	1.36	--
经营性净现金流（亿元）	19.66	7.42	-18.65	-3.72
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	224.50	126.44	98.37	21.83
营业利润率（%）	-13.64	0.46	29.98	31.68
总资本收益率（%）	0.78	1.54	1.44	--
净资产收益率（%）	0.34	0.69	0.47	--
长期债务资本化比率（%）	15.88	14.79	15.99	21.48
全部债务资本化比率（%）	23.71	23.99	28.19	35.89
资产负债率（%）	56.24	51.15	45.36	49.57
流动比率（%）	135.77	108.29	111.88	119.63
速动比率（%）	135.77	108.29	111.88	119.63
经营现金流动负债比（%）	35.53	13.68	-47.74	--
现金短期债务比（倍）	6.40	4.23	1.67	1.48
全部债务/EBITDA（倍）	26.08	14.11	18.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.66	1.41	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债调整至短期债务核算；3. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

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