

信用等级公告

联合〔2019〕3328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拟发行的2020年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定广东省航运集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,广东省航运集团有限公司2020年度第二期中期票据的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年十一月二十六日



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 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5 亿元

本期中期票据期限: 3+N (3) 年

偿还方式: 按年付息, 公司依据发行条款约定时还本

募集资金用途: 用于偿还公司债务融资工具

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

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	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		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 六个等级, 各级因子评价划分为六档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 档, 各级因子评价划分为七档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵模型得到指示评级结果

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等业务, 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公司作为粤港澳水运市场承运商, 港口物流、客运及旅游板块业务持续发展; 资产及利润规模保持增长, 整体盈利能力较强。同时, 联合资信也关注到港珠澳大桥和广深港高铁开通分流公司客源、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。

近年来, 得益于公司码头网络布局日益完善及专业化经营, 公司港口物流和客运旅游业务平稳发展, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具。同时, 赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但递延利息条款约束力弱, 若公司选择行使相关权利, 将导致本期中期票据本息支付时间不确定, 可能对债券持有人的利益产生不利影响。

基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来, 广东省经济持续保持快速增长, 水路货物运输量增速较快, 公司发展外部环境良好。
2. 公司在珠三角地区的航运物流市场中地位突出, 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 对本期中期票据保障能力较强。

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

关注

1. 港珠澳大桥和广深港高铁开通对公司客运旅游业务客源造成分流；
2. 公司近远洋运输业务受BDI指数影响较大，毛利率波动较大。
3. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，递延利息条款约束力弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
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（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	--
现金收入比（%）	100.96	99.55	107.59	95.67
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
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	--
现金短期债务比（倍）	3.22	2.61	2.91	2.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.39	7.30	5.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.40	3.96	3.85	--
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	88.55	145.16	129.67	139.35
所有者权益（亿元）	21.94	63.52	63.35	62.68
全部债务（亿元）	11.99	19.74	20.00	29.90
营业收入（亿元）	0.50	0.27	0.21	0.06
利润总额（亿元）	0.25	0.22	0.46	0.02
资产负债率（%）	75.22	56.24	51.15	55.02
全部债务资本化比率（%）	35.34	23.71	23.99	32.30
流动比率（%）	186.98	135.77	108.29	105.18
经营现金流动负债比（%）	-10.06	35.53	13.68	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债调整计入短期债务

主体评级历史：

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
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
AA ⁺	稳定	2016/06/13	刘晓濛 刘博 韩家麒	联合资信工商企业主体评级方法（2013）	阅读全文
AA	稳定	2011/05/06	谢凌艳 程晨	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009）	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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广东省航运集团有限公司（以下简称“公司”或“航运集团”）前身是广东省航务管理局。1995年，广东省航务管理局更名为广东省航运总公司。1996年，根据广东省人民政府办公厅“粤办函〔1996〕688号”，广东省航运总公司由行政性公司改制为国有资产授权经营试点企业。1997年，广东省航运总公司更名为广东省航运集团有限公司，广东省人民政府是公司唯一股东。2004年，广东省国有资产监督管理委员会成立后，履行出资人职责，对公司进行监管。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。

公司经营范围：资产经营、投资开发、股权管理；销售工业生产资料（不含金、银、汽车及化学危险品），建筑材料。

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。

二、本期中期票据概况

公司拟于2020年注册规模为15亿元的中

期票据，本期计划发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模5.00亿元，募集资金用于偿还公司债务融资工具。本期中期票据为可续期中期票据，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据在公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的第3个计息年度末及其后的每个票面利率重置日，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）赎回本期中期票据。若公司决定在条款约定的赎回日行使赎回权，则于赎回日前20个工作日，按照有关规定在交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

票面利率及票面利率重置

在利率方面，前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档结果确定，在前3个计息年度内保持不变。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。第3个计息年度末，如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，并在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固

定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。以后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。票面利率计算方式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率。自首个票面利率重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

在利息递延支付方面，除非发生强制付息事件，在本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司应在付息日前5个工作日通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。强制付息事件指在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关协议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如在首个赎回日不赎回，从第4个计息年度开始每3年重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加跃升利率

确定。从票面利率角度分析，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在未发生向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍可按照当期票面利率累计计息，实际利息支付约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，可赎回权条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但本期中期票据递延利息条款约束力弱，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

三、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我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，我国国内生产总值（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（PPIM）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。

表 1 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放

缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。

2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，

我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

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“大一秦铁路”、“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，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. 区域经济环境

公司位于广东省广州市，业务范围主要在广东省内，地理位置优越，区位优势明显。根据《2016—2018年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年广东省地区生产总值逐年增长，2018年达到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%。

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，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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年9月底，公司注册资本44.62亿元，广东省政府授权广东省国资委对公司进行监管，履行出资人职责。广东省政府是公司的唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是广东省内航运业龙头企业，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大湾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等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。

3. 人员素质

截至2019年3月底，公司共有高级管理人员4名，包括总经理1名，副总经理2名和总会计师1名。

杨显昌先生，1963年出生，大学学历，曾任河源市建委质监站站长，广东省委组织部招待所所长，广东仁和实业公司副总经理，广东省高速公路公司董事、总经理、党委委员，广东省盐业总公司副总经理、党组成员，广东省

广盐集团有限公司董事、总经理、党委副书记，2014年8月至2017年7月任公司党委副书记、董事、总经理，2017年7月至今任公司党委书记、董事长。

刘卫东先生，1962年出生，研究生学历，政工师，曾任广东省广业资产经营有限公司董事、党委副书记，广东省水电集团有限公司总经理、董事、党委副书记，2017年12月至今任公司总经理、董事、党委副书记。

截至2018年底，公司本部在职职工6025人。公司员工中具有本科及以上学历1075人，大专学历1400人，中专、高中及以下学历3550人；公司员工中50岁以上1502人，30~50岁3191人，30岁以下1332人。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，在经营管理上有利于公司发展；员工素质能满足公司日常经营管理及发展需要。

4. 企业信用记录

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11月7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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》及其他有关法律、法规及规范性文件的规定，制定了公司章程，形成了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。

公司不设股东会、依法设立董事会、监事会和经营管理层。根据《广东省航运集团有限公司章程》，董事会由5名董事组成，由上级有关部门委派或更换。董事会设董事长一名，为公司的法定代表人，由上级有关部门从董事会成员中指定。董事会负责制定公司章程，决定公司的发展战略、规划和目标，决定公司的经营方针和投资方案，制订公司的年度预算方案、决算方案，决定公司内重大产权变动、重组、兼并、转让等事宜。

公司监事会由3~5名监事组成，每届任期3年。监事会成员由投资者委派和选举适当比例的公司职工代表组成。监事会设监事会主席一人，由上级有关部门在监事会成员中指定，职工代表由公司职工民主选举产生。董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。

公司设总经理1人，副总经理若干人。董事会成员可以兼任总经理，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。

整体看，公司法人治理结构较为完善。

2. 管理水平

公司根据自身业务特点和资产结构等情况，制定了相对健全的内部控制体系。

投资决策方面，公司制定了《广东省航运集团有限公司投资管理办法》等规章制度，明确了公司投资管理的机构及职责、投资管理的权限、重大投资项目决策及管理程序、投资管理的监督和投资项目决策的责任。

财务管理方面，公司制定了《广东省航运集团有限公司财务管理和监督办法》等规章制度，从财务管理职责、资金筹集管理、资产运营管理、成本费用的管理、收益分配的管理、企业重组清算管理、预算管理、财务风险控制、财务信息管理与财务分析、财会人员的管理、财务监督、境外公司管理等方面，全面规范公司财务行为，履行国有资产保值增值的责任。

子公司管理方面，公司建立了对下属公司负责人的考核与激励制度，制定了《广东省航运集团有限公司企业负责人年度经营业绩考核分配管理办法（暂行）》等规章制度，确定了公司下属企业负责人的年薪制度及构成，设计了下属公司的年度经营业绩考核分数确定原则与计分规则、考核确定方法，以及企业负责人的薪酬管理与监督办法。此外，公司制定相关制度，明确规定下属企业以资产进行抵押或担保的银行贷款行为，都需报母公司批准，下属企业不得为集团外的企业提供经济担保，如确有需要须严格审核并报母公司批准；明确

规定下属企业的资产转让、股权投资、资产和企业产权受让等行为，都需报母公司批准。

综合看，公司整体运作规范，具备比较完善的内控体系，管理水平较高。

七、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、船舶修造和房地产业务。

2016—2018年，公司分别实现主营业务收入39.63亿元、43.32亿元和44.75亿元。从收入构成来看，港口物流业务和客运及旅游业务是公司主要收入来源，占主营业务收入的比重较高。2018年港口物流收入和客运及旅游收入分别为20.59亿元和12.23亿元，占主营业务收入的46.01%和27.32%。船舶修造、近远洋运输与房地产业务收入规模较小，对主营业务收入贡献有限。

从各板块盈利情况看，2016—2018年，公司主营业务综合毛利率基本稳定，2018年为25.31%，同比有所下降，主要系客运旅游和船舶修造毛利率下降所致。得益于公司码头网络布局日益完善及专业经营精细化，公司港口物流业务毛利率逐年上升至29.20%。客运及旅游业务毛利率逐年下降至20.79%，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。房地产业务毛利率一直处于较高水平，2018年同比有所上升主要系公司销售的南沙珠江船务大厦价格增长所致。船舶修造毛利率波动下降，主要系小虎岛造船基地陆续转固计提折旧所致。此外，近年来随着BDI指数回暖，公司近远洋运输业务毛利率逐年上升，2016年因公司干散货船舶期租收入挂钩的BDI指数跌至十年来低点导致当期亏损。

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2019年初BDI指数大幅下跌所致。

表2 2016-2018年及2019年1-3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			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	收入	占比	毛利率
港口物流	20.11	50.76	26.18	21.74	50.18	27.19	20.59	46.01	29.20	5.22	53.56	27.59
客运及旅游	10.81	27.28	27.53	12.27	28.32	24.32	12.23	27.32	20.79	2.80	28.70	16.99
近远洋运输	1.71	4.31	-8.03	2.22	5.12	14.79	2.55	5.69	16.91	0.61	6.29	1.63
船舶修造	5.95	15.00	17.95	2.99	6.90	26.76	5.82	13.01	14.37	0.72	7.40	10.31
房地产	1.05	2.65	54.63	4.10	9.48	30.86	3.56	7.96	42.17	0.39	4.05	53.08
合计	39.63	100.00	24.59	43.32	100.00	26.25	44.75	100.00	25.31	9.74	100.00	22.67

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2. 业务经营分析

港口物流

公司港口物流业务主要由子公司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3 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	100.00%	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	广州市番禺莲花山香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
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	51.00%	湛江徐闻
--	合计	--	425	--	--

注：公司未披露长桥港经营年限和涉及吞吐量
资料来源：公司提供

2016—2018年，公司港口物流业务收入波动增长，2018年为20.59亿元，同比小幅下降，贸易战、限制“进口两废”及治超政策均对业务产生不利影响。2015年以来，公司针对各港口附近货源特点及当地政策打造石材码头、工业园服务码头、粮食定点口岸、水果及冻品定点口岸等专业化码头。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，2018年达到29.20%。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%。

近年来公司控（参）股码头及其设计吞吐量基本稳定。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。受益于公司积极调整竞争策略，开拓市场，近年来公司港口物流业务指标保持增长。2018年，公司累计完成集装箱承运量153.00万TEU，同比变动不大；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；受贸易战、“进口两废”及治超政策影响，港口集装箱吞吐量同比下降14.04%，2018年为145.72万TEU。

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

表 4 公司港口物流货运业务经营指标

业务分类	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
支线运输	集装箱承运量（TEU）	1452066	1523989	1529989	310394
	散杂货承运量（吨）	379192	454649	488626	83337
陆路运输	集装箱拖运量（TEU）	334784	308691	257557	56854
港口物流	集装箱吞吐量（TEU）	1711172	1695188	1457191	292327
	散杂货吞吐量（吨）	1854008	2148171	4855856	1302563

资料来源：公司提供

客运及旅游

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。近年来公司积极推进各项新业务及新产品开发及推介，促使公司客运业务保持良好发展。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。

2016—2018年，公司客运及旅游收入有所波动，2018年为12.23亿元。从毛利率情况看，受港珠澳大桥和广深港高铁开通分流客源，公司加开新航线和加密已有航线影响，空座率上升导致公司客运及旅游业务毛利率逐年下降，2018年为20.79%。

公司经营的航线主要包括粤港、港澳及粤

澳航线，2016—2018年，公司三大航线客运总量（自营+代理）逐年上升，2018年总客运量（自营+代理）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%。2018年，港澳航线客运量下降至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，公司客运及旅游板块实现收入2.80亿元；同期，毛利率进一步下降至16.99%。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港澳航线，客运量为129.48万人次，粤港和粤澳航线载客量分别为124.38万人次和21.62万人次。

表5 珠江船务客运航线情况

项目	线路	客运量（万人次）			
		2016年	2017年	2018年	2019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）	621.69	630.25	657.15	124.38
粤澳航线	4条（珠海、江门、蛇口、深圳福永）	41.58	54.79	75.97	21.62
港澳航线	金珠船务港澳航线	776.71	771.63	745.57	129.48
合计	--	1439.98	1456.67	1478.69	275.48

资料来源：公司提供

船舶修造

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。

2016—2018年，公司船舶修造业务收入和毛利率有所波动，2017年业务收入较小而毛利率偏高主要系公司主动减少毛利率较低的拖船订单，高附加值的客滚船、液化船订单占比

上升所致。2018年公司实现船舶修造收入5.82亿元，毛利率为14.37%，同比下降12.39个百分点，主要系小虎岛造船基地陆续转固计提折旧所致。2016—2018年，随着造船行业逐渐回暖，公司造船完工量持续增长，新接订单量波动增长。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。公司逐渐将小虎岛造船基地产品定位转移至新型特色海洋工程船舶、化学品船、碳纤维高速客船等高附加值产品。

表6 公司船舶修造经营情况

（单位：艘）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
造船完工量	3	6	11	3
新接订单量	7	4	12	0
手持订单量	26	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。

近远洋运输

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。

近年来公司运力持续增长，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，目前无在建船舶。

2016—2018年，公司近远洋运输业务收入和毛利率逐年增长。2018年，公司实现业务收入2.55亿元，同比有所增长。2016年公司近远洋运输业务亏损主要系公司干散货船舶以期租方式运营，期租收入直接与BDI指数挂钩，2016年BDI指数跌至近十年来最低点所致。受

益于BDI指数有所回升且期租业务成本刚性，2018年公司近远洋运输业务毛利率逐步回升至16.91%。2019年1—3月，受BDI指数大幅下跌影响，公司近远洋运输毛利率下滑至1.63%。

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。2016—2018年，公司液体化工品运输运量逐年增长，2018年为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，2016—2018年公司分别完成货运量111万吨、160万吨和166万吨，2016年货运量较低主要系当年海保轮和海康轮以期租的方式运营，公司未统计期租期间承租方货物运输量所致。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。2016—2018年，公司远洋干散货货运量逐年上升，2018年承租方完成145万吨。2019年1—3月，承租方完成货运量52万吨，同比增长30%。

房地产业务

2016—2018年，公司房地产业务收入波动增长，2018年公司房地产业务收入为3.56亿元，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7 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	1.40

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等项目，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8 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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年度财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对2016年财务报表进行了审计，中准会计师事务所（特殊普通合伙）对2017—2018年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的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，近年来公司合并范围变化涉及的资产、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

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长10.58%。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37.09%，非流动资产占62.91%，流动资产占比有所下降。

表9 公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

科目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.28	30.98	65.33	32.91	57.20	27.72	63.78	29.77
预付账款	11.60	6.87	9.59	4.83	5.53	2.68	3.77	1.76
存货	6.68	3.96	9.64	4.86	5.02	2.43	4.95	2.31
流动资产	83.61	49.54	94.62	47.67	76.53	37.09	82.16	38.35
长期股权投资	10.27	6.09	11.77	5.93	13.12	6.36	12.5	5.84
固定资产	49.73	29.47	42.29	21.31	48.51	23.51	49.22	22.98
在建工程	14.29	8.47	36.29	18.28	54.38	26.35	56.65	26.45
非流动资产	85.15	50.46	103.87	52.33	129.83	62.91	132.05	61.65
资产总额	168.76	100.00	198.49	100.00	206.37	100.00	214.21	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动下降，年均复合下降4.32%。2018年底，公司流动资产合计76.53亿元，较2017年底下降19.12%，主要系货币资金下降所致。

2016—2018年，公司货币资金有所波动，2018年底，公司货币资金57.20亿元，较2017年底下降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。

2016—2018年，公司应收账款持续下降，2018年底，公司应收账款4.34亿元，较2017年底下降11.72%，主要系公司与客户签订一定短周期结算合同所致。公司应收账款主要为应收船东的船舶修造款，2016年应收账款较高主要系当年部分船东推迟收船所致。

2016—2018年，公司预付款项快速下降，2018年底，公司预付账款为5.53亿元，较2017

年底下降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。2016年公司预付北江航道升级改造项目工程款及船舶建造进度款规模较大，导致当期预付款项金额较高。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。

2016—2018年，公司存货波动下降，2018年底，公司存货5.02亿元，较2017年底下降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。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长23.48%。2018年底，公司

非流动资产为129.83亿元，较2017年底增长25.00%，主要来自在建工程的增长。

2016—2018年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长13.03%。2018年底，公司长期股权投资13.12亿元，较2017年底增长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。

2016—2018年，公司固定资产有所波动，2018年底，公司固定资产48.51亿元，较2017年底增长14.69%，主要系2018年公司新增运输工具（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%。

2016—2018年，公司在建工程快速增长，年均复合增长95.06%。2018年底，公司在建工程54.38亿元，较2017年底增长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，公司所有权受到限制的资产包括货币资金1.92亿元、用于抵押借款的固定资产10.73亿元和无形资产0.55亿元，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%；其中流动资产和非流动资产分别占38.35%和61.65%，流动资产占比略有下降。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长31.48%。2018年底，公司所有者权益合计110.11亿元，较2017年底增长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。

2016—2018年，公司实收资本大幅增长，主要由于2017年根据粤财综函（2017）163号和粤国资函（2017）1276号文件，公司将北江航道扩能升级改造项目已到位的省级财政资金41.40亿元全部转增实收资本。

2016—2018年，公司资本公积逐年增长，2018年底，公司资本公积9.10亿元，较2017年底略有增长，主要系公司增持珠江船务股权形成。

2016—2018年，公司其他综合收益有所波动，主要系外币报表折算差额波动所致，2018年底，公司其他综合收益为-3.21亿元。

2019年3月底，公司所有者权益109.19亿元，较2018年底基本变化不大，所有者权益构成仍以实收资本（占40.87%）、盈余公积（占16.59%）、未分配利润（占19.55%）和少数股东权益（占18.15%）为主。

总体看，受北江航道省级财政资金转为实收资本影响，近年来公司所有者权益大幅增长；公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

2016—2018年，公司负债规模波动下降，2018年底，公司负债总额96.26亿元，较2017年底增长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。

2016—2018年，公司流动负债波动增长，年均复合增长3.18%。2018年底，公司流动负债42.53亿元，较2017年底下降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。

2016—2018年，公司短期借款快速增长，年均复合增长32.43%。2018年底，公司短期借款19.70亿元，较2017年底增长9.06%，全部为信用借款。

2016—2018年，公司应付账款有所波动，年均复合下降1.02%。2018年底，公司应付账款7.92亿元，较2017年底下降17.97%，主要系应付北江航道改造项目工程款减少所致。公司应付账款主要为应付项目工程款或货款等。

2016—2018年，公司其他应付款有所波动，年均复合增长1.70%。2018年底，公司其他应付款10.04亿元，较2017年底增长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。

2016年底，公司其他流动负债4.99亿元，为公司发行的短期融资券。2017年底，公司一年内到期的非流动负债7.00亿元，为一年内到期的应付债券。

2016—2018年，公司非流动负债波动下降，2018年底，公司非流动负债53.73亿元，较2017年底增长28.23%，主要来自长期借款和递延收益的增加。公司非流动负债构成以长期借款（占31.45%）、应付债券（占9.31%）和递延收益（占51.21%）为主。

2016—2018年，公司长期借款快速增长，2018年底，公司长期借款16.90亿元，较2017年底增长51.54%，主要系公司置换到期债券及补充运营资金所致；公司应付债券有所波动，2018年底，公司应付债券5.00亿元，为“17粤航运MTN001”；公司递延收益快速增长，2018年底公司递延收益27.52亿元，较2017年底增长21.08%，主要系收到北江航道扩能升级工程专项资金所致。2017年，公司将收到的和从专项应付款转入的北江航道升级项目资本金（分别约为16亿元和29亿元）中省级财政资金（约41亿元）转入实收资本。2018年底，公司专项应付款3.02亿元，较2017年底增长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 10 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	16.23	25.06	19.70	29.70
长期债务	15.97	16.15	21.90	21.36
全部债务	32.20	41.21	41.60	51.05
资产负债率	62.26	46.69	46.65	49.03
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

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务持续增长，2018年底为41.60亿元。公司短期债务和长期债务分别占47.36%和52.64%，公司债务以长期债务为主。受益于公司所有者权益大幅增长，2018年公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，2018年底，上述两项指标分别为46.65%和27.42%；因长期债务占比上升，2018年底，公司长期债务资本化比率为16.59%，同比上升3.35个百分点。2019年3月底，公司全部债务为51.05亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.03%、31.86%和16.36%。

总体看，近年来公司债务规模快速增长，整体债务负担较轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入持续增长，2018年，公司实现营业收入45.30亿元。2018年公司营业成本为33.61亿元，同比增长4.67%；同期公司营业利润率小幅下降至24.67%。

从期间费用看，2016—2018年，公司期间费用基本稳定，以管理费用为主。2018年，公司期间费用7.35亿元，占营业收入的16.23%

非经常性损益方面，2016—2018年，公司

分别实现投资收益1.65亿元、1.58亿元和1.55亿元，主要为按照持股比例分享的参股企业利润。公司投资收益主要来自主业相关业务投资，对利润总额有一定贡献。

2016—2018年，公司营业外收入分别为1.27亿元、0.06亿元和0.06亿元，主要为收到的经营补助、专项资金及航线专项补助等。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。

2016—2018年，公司分别实现利润总额5.22亿元、5.63亿元和5.63亿元，总体保持稳定，投资收益及非经常性损益对利润总额贡献较大。

表 11 近年公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	39.96	43.76	45.30
营业利润	4.13	5.63	5.71
营业外收入	1.27	0.06	0.06
投资收益	1.65	1.58	1.55
利润总额	5.22	5.63	5.63
营业利润率	24.27	25.61	24.67
总资产收益率	5.22	3.79	3.81
净资产收益率	6.18	3.93	3.57

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资产收益率波动下降，2018年为3.81%；同期净资产收益率持续下降，2018年为3.57%。剔除北江航道升级项目省级财政资金转增实收资本影响，公司总资产收益率及净资产收益率分别为5.24%和5.72%，公司整体盈利能力较强。

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，近年来公司收入规模持续增长，投资收益及非经常性损益对利润总额贡献程度较高。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018年，公司经营现金流入以销售商品提供劳务收到的现金为主，三年分别为40.35亿元、43.57亿元和48.73亿元，收到其他与经营活动有关的现金主要为公司港口物流、客运及旅游板块业务收到往来款项以及各子公司收到的政府补贴等。同期，公司经营现金流出有所波动，2018年为53.37亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金18.08亿元，主要为公司港口物流、客运及旅游板块业务往来款项等。近三年公司经营现金流量净额分别为3.74亿元、5.17亿元和8.15亿元。公司近三年现金收入比分别为100.96%、99.55%和107.59%，经营获现质量较好。

表 12 近年公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	57.03	50.79	61.53
经营活动现金流出量	53.29	45.62	53.37
经营活动现金流量净额	3.74	5.17	8.15
投资活动现金流量净额	-12.42	-16.27	-19.58
筹资活动现金流量净额	3.13	24.35	3.09
现金收入比	100.96	99.55	107.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动流入逐年下降，2018年为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）。2016—2018年，投资活动现金流出波动增长，主要系随着北江航道升级、小虎岛造船基地持续投入、船舶运力更新和南沙珠江船务大厦项目等持续投入，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金快速增长所致。近三年公司投资活动现金流量净额分别为-12.42亿元、-16.27亿元和-19.58亿元。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入波动增长，2018年为37.56

亿元，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）。同期，受偿还债务力度加大影响，公司筹资活动现金流出波动增长，2018年为34.47亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为3.13亿元、24.35亿元和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，近年来公司经营活动产生的现金净流量持续增长，收入实现质量较好；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

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率逐年下降，速动比率有所波动，2018年底分别为179.96%和168.15%，2019年3月底公司流动比率和速动比率下降至158.40%和148.86%。同期，公司经营现金流动负债比分别为9.36%、10.18%和19.17%，经营活动现金流量净额对公司短期负债的保障能力弱。2016—2018年，公司现金类资产/短期债务比率有所波动，2018年为2.91倍，2019年3月底为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，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，2018年为10.80亿元。公司全部债务/EBITDA波动上升，2018年为3.85倍。公司EBITDA对全部债务的保障能力较强。

截至2019年9月底，公司无对外担保。

截至2019年9月底，公司共获得银行授信人民币1091671万元、港币398584万元，其中可使用人民币901450万元、港币324515万元。

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. 母公司分析

2018年底，母公司资产总额129.67亿元，较2017年底下降10.67%；其中，流动资产为58.73亿元，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。

2018年底，母公司所有者权益63.35亿元，较2017年底变化不大。其中，实收资本和资本公积合计占83.42%。母公司所有者权益稳定性较好。

2018年底，母公司负债总额66.32亿元，较2017年底下降18.76%；主要由其他应付款构成。母公司2018年底资产负债率为51.15%，较2017年底下降5个百分点。

2018年，母公司实现营业收入0.21亿元，营业成本为0.06亿元。母公司2018年净利润为0.43亿元，同比增长95.45%，主要来自财务费用的大幅下降。

2019年3月底，母公司资产总额139.35亿元，所有者权益62.68亿元；2019年1—3月，母公司实现营业收入0.06亿元，利润总额0.02亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模5.00亿元，相当于公司2019年3月底长期债务和全部债务的23.41%和9.79%，对公司现有债务规模和结构有较大影响。

2019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分别为49.03%、31.86%和16.36%。以2019年3月底财务数据为基础，不考虑其他变化因素，预计本期中期票据发行后，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将

分别上升至50.19%、33.92%和19.44%。若考虑公司发行的“19粤航运MTN001”和“19粤航运SCP003”，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至52.57%和38.05%，公司债务负担将有所加重。本期中期票据募集资金将全部用于偿还债务融资工具，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为57.03亿元、50.79亿元和61.53亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的11.41倍、10.16倍和12.31倍；经营性净现金流分别为3.74亿元、5.17亿元和8.15亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的0.75倍、1.03倍和1.63倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模的1.89倍、2.08倍和2.16倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力较好，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，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

十、结论

近年来，广东省经济持续保持快速增长，水路货物运输量增速较快，公司外部发展环境良好。公司是粤港澳水运市场最大的承运商，拥有GNG和CKS等粤港澳航运界知名品牌，区域竞争优势明显。

近年来，公司产业结构从以粤港澳客货运输为主的经营格局向水上运输及港口物流、船舶修理及制造业、航道港口开发投资及建设运营管理转变。公司码头网络布局日益完善，主业港口物流和客运旅游业务稳定。但港珠澳大桥和广深港高铁开通对公司客源造成一定分流。公司资产构成合理，资产质量较好；整体债务负担较轻，主营业务盈利能力较强。

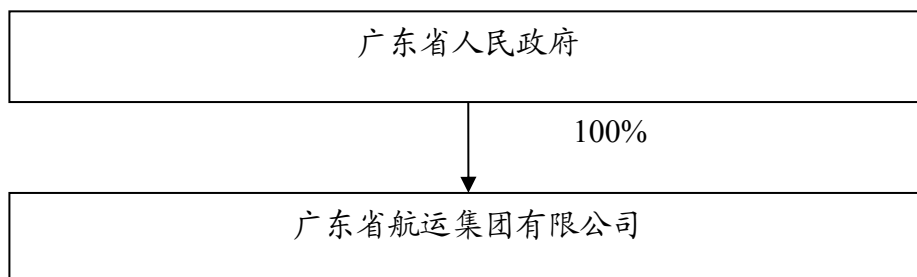
公司经营活动现金流入量和EBITDA对

本期中期票据保障能力较好。

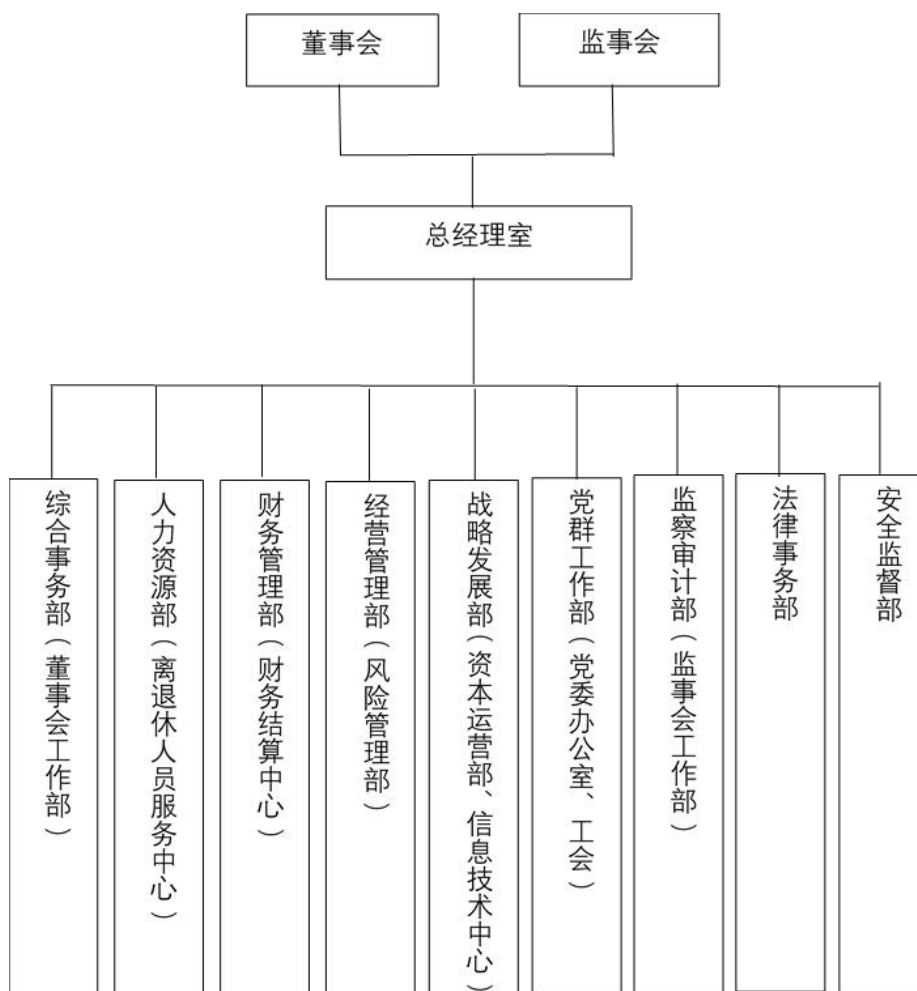
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但递延利息未设置罚则，约束力弱，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司主要子公司情况

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	100.00	--	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
广州航城房地产开发经营有限公司	人民币 2000.00	房地产	77.50	22.50	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
广东浩粤船舶工业有限公司	人民币 1046.24	造船	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
广东省湛江航运集团有限公司	人民币 15446.85	代理业务	--	51.00	并购
广东省北江航道开发投资有限公司	人民币 18000.00	航道开发	90.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及计算指标（合并口径）

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（%）	5.22	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	--
现金短期债务比（倍）	3.22	2.61	2.91	2.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.39	7.30	5.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.40	3.96	3.85	--

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 3-2 主要财务数据及计算指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.05	49.59	38.06	44.48
资产总额（亿元）	88.55	145.16	129.67	139.35
所有者权益（亿元）	21.94	63.52	63.35	62.68
短期债务（亿元）	4.99	7.75	9.00	19.00
长期债务（亿元）	7.00	11.99	11.00	10.90
全部债务（亿元）	11.99	19.74	20.00	29.90
营业收入（亿元）	0.50	0.27	0.21	0.06
利润总额（亿元）	0.25	0.22	0.46	0.02
EBITDA（亿元）	0.46	0.76	1.42	--
经营性净现金流（亿元）	-3.24	19.66	7.42	-2.25
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）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	105.72	224.50	126.44	84.74
营业利润率（%）	51.55	-13.64	0.46	43.53
总资本收益率（%）	1.09	0.78	1.54	--
净资产收益率（%）	1.12	0.34	0.69	--
长期债务资本化比率（%）	24.18	15.88	14.79	14.81
全部债务资本化比率（%）	35.34	23.71	23.99	32.30
资产负债率（%）	75.22	56.24	51.15	55.02
流动比率（%）	186.98	135.77	108.29	105.18
速动比率（%）	186.98	135.77	108.29	105.18
经营现金流动负债比（%）	-10.06	35.53	13.68	--
现金短期债务比（倍）	7.22	6.40	4.23	2.34
EBITDA 利息倍数（倍）	3.64	1.74	1.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	26.05	26.08	14.11	--

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；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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+费用化利息)
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务×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

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

联合资信评估有限公司关于 广东省航运集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广东省航运集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

广东省航运集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广东省航运集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广东省航运集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东省航运集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现广东省航运集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广东省航运集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广东省航运集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广东省航运集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广东省航运集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。