

信用等级公告

联合〔2020〕532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年度第一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年度第一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
二〇二〇年三月十二日



广东省航运集团有限公司

2020 年度第一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

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。

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。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：2.38 亿元用于置换银行借款，2.62 亿元用于补充营运资金

评级时间：2020 年 3 月 12 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

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	3	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
		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 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

优势

- 近年来，广东省经济持续快速增长，水路货物运输量增速较快，公司发展的外部发展环境良好。
- 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。
- 公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。

关注

- 港珠澳大桥和广深港高铁开通对公司客运旅游业务客源形成分流。
- 公司近远洋运输业务受BDI指数影响较大，毛利率波动较大。

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

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：1. 公司 2019 年一季度财务报表未经审计；2. 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 年度第一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。广东省人民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

公司于2019年注册了总规模为20亿元的中期票据，并于2019年8月29日发行了“19粤航运

MTN001”6.00亿元。本期计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为5.00亿元，期限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。本期中期票据采用固定利率，按年付息，到期一次还本，募集资金中2.38亿元用于置换银行借款，2.62亿元用于补充营运资金。

三、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，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

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%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
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	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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。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，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；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%，比上年回落 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%。进出口相抵，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 38.8%、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%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。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 0.6 个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，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同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，

服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

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，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。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。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。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。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。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。2019 年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。

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，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费

目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；

另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司

债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 港口行业

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有限公司，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

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。

近年来全球经济增长趋弱，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。

2. 区域经济环境

近年来，广东省经济持续较快增长，产业结构持续优化，经济发展水平高；客货运输总量持续增长，其中水路货物运输量占比最高。作为珠三角航运物流行业的龙头企业，公司面临良好的外部发展环境。

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2017—2019年《广东省国民经济和社会发展统计公报》，广东省地区生产总值逐年增长，2019年达到107671.07亿元，比上年增长6.2%；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（63.8%），三次产业结构比重为4.0:40.5:55.5，第三产业比重同比提高0.7个百分点，产业结构进一步优化。全省居民人均可支配收入39014元，比上年增长8.9%。2019年，广东省全年固定资产投资比上年增长11.1%，其中，珠三角核心区增长12.3%；第一产业投资比上年下降18.0%；第二产业投资增长6.3%；第三产业投资增长13.0%。基础设施投资增长22.3%，占固定资产投资的比重为27.4%。

交通方面，2019年全年广东省旅客运输总量155770万人，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446050万吨，增长5.0%；货物运输周转量29232.14亿吨公里，增长2.1%。其中水路货物运输总量108371万吨，比上年增长5.9%，水路货物运输周转量2.45亿吨公里，比上年增长1.4%。在各种交通方式中，水路运输货物总量占比最高。2019年，广东省港口货物吞吐量完成191819万吨，比上年增长11.4%。其中，外贸货物吞吐量60809万吨，增长3.1%；内贸货物吞吐量131010万吨，增长15.7%。港口集装箱吞吐量6711万标准箱，增长5.2%。

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。

五、基础素质分析

广东省人民政府是公司唯一股东和实际控制人，并授权广东省国资委对公司履行出资人职责。公司是广东省内航运龙头企业，在粤港澳港口物流和客运等领域具有优势地位。

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本44.62亿元，广东省人民政府是公司的唯一股东，并授权广东省国资委对公司履行出资人职责。

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

截至目前，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。

张道武先生，1968年出生，本科学历，曾任广东省航运集团有限公司发展部部长，珠江船务企业（集团）有限公司董事、副总经理，珠江船务发展有限公司执行董事、副总经理，航运集团党委委员、副总经理，2019年12月至今任公司党委副书记、董事、总经理。

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：G10440104005462800），截至2020年3月10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

公司建立了较为规范的法人治理体系和比较完善的内部管理制度，整体管理水平较高。

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。

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、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、资产营运管理、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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是珠三角地区航运物流行业的龙头企业，近年来，得益于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收入规模呈增长趋势，综合毛利率水平较高且保持相对稳定。

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、%）

	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

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

公司水路物流网络较为完善，港口物流业

务在粤港澳地区水路运输市场具有优势地位，近年来随着码头网络布局日益完善以及专业经营精细化，港口物流业务毛利率稳步提升。

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主要覆盖粤港澳大湾区，粤港航线客运市场占有率高；但受港珠澳大桥开通和广深港高铁分流影响，近年来客运及旅游收入有所波动，毛利率逐年下降。

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，客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、港澳及粤港澳航线，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，粤港和粤港澳航线载客量分别为124.38万人次和21.62万人次。

受2019年底爆发的新冠肺炎疫情影响，公司客运及旅游业务未来客运量及收入规模或将下降，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 5 珠江船务客运航线情况

	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

近年来，由于造船行业逐渐回暖，公司造船完工量持续增长，新接订单量波动增长。未来随着碳纤维高速客船制造技术的引进，公司船舶修造业务盈利能力有望增强。

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。

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。受 BDI

指数影响，公司近远洋运输业务毛利率波动较大。

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

公司房地产业务在售项目数量较少，剩余可售面积较小，拟开发项目仍存在一定建设周期，未来业务可持续性较差。

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，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，受新冠肺炎疫情影响，项目实际尚未摘牌。

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 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。

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。

截至 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。

截至 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。

截至 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。

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

2. 资产质量

近年来，公司资产规模逐年增长，资产构成以非流动资产为主，货币资金、固定资产和在建工程占比高，公司资产质量较好。

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

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

资料来源:联合资信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,同比下降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,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。

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,同比下降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,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。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,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。

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,同比增长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,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。

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,同比增长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，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%；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. 所有者权益及负债

所有者权益

受益于北江航道省级财政资金转为实收资本，公司所有者权益大幅增长，资本实力进一步增强。

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，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。

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，同比略有增长，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。

负债

近年来公司债务规模快速增长，但整体债务负担较轻，财务弹性良好。

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，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。

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，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。

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，同比增长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，同比下降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，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。

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，同比增长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,同比增长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,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。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,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 10 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,上述三项指标分别为49.03%、31.86%和16.36%。到期债务方面,2019年4—12月、2020年和2021年,公司有息债务到期规模分别为30.40亿元、28.11亿元和8.66亿元,存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

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较大,公司整体盈利能力较强。

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 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和财务报表整理

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资本收益率波动下降，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，公司总资本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。

5. 现金流

近年来公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，收入实现质量较好；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。

从经营活动看，2016—2018年，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，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，公司经营活动现金流出有所波动，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。近三年公司经营活动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 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%。

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，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。

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；全部债务/EBITDA波动上升，2018年为3.85倍。EBITDA对全部债务的保障能力较强，公司长期偿债能力较强。

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。

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。

2018年底，母公司资产总额129.67亿元，主要为货币资金、其他应收款和长期股权投资；所有者权益63.35亿元，主要为实收资本和盈余公积；负债总额66.32亿元，主要为短期借款、其他应付款、长期借款和应付债券；2018年，母公司实现营业收入0.21亿元，利润总额0.46亿元。

2018年底，母公司资产负债率为51.15%，全部债务资本化比率为23.99%，母公司债务负担较轻。

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

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA对本期中期票据的保障能力较强，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

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月底公司长期债务和全部债务的23.41%和9.79%。

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%，公司债务负担将有所加重。若将公司自2019年4月以来发行的债券（总规模16.00亿元）考虑在内，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53.58%、39.76%和22.86%。考虑到本期中期票据募集资金部分用于置换银行借款，本期中期票据发行后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，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据的保障能力强；2016—2018年，公司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，经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据的保障能力较弱；同期，公司EBITDA分别为9.47亿元、10.39亿元和10.80亿元，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，EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

十、结论

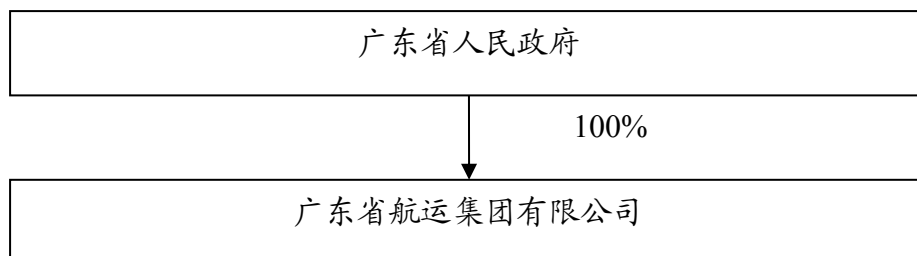
近年来，广东省经济持续快速增长，水路货物运输量增速较快，公司发展的外部环境良好。公司是粤港澳水运市场最大的承运商，拥有GNG和CKS等粤港澳航运界知名品牌，区域

竞争优势明显。

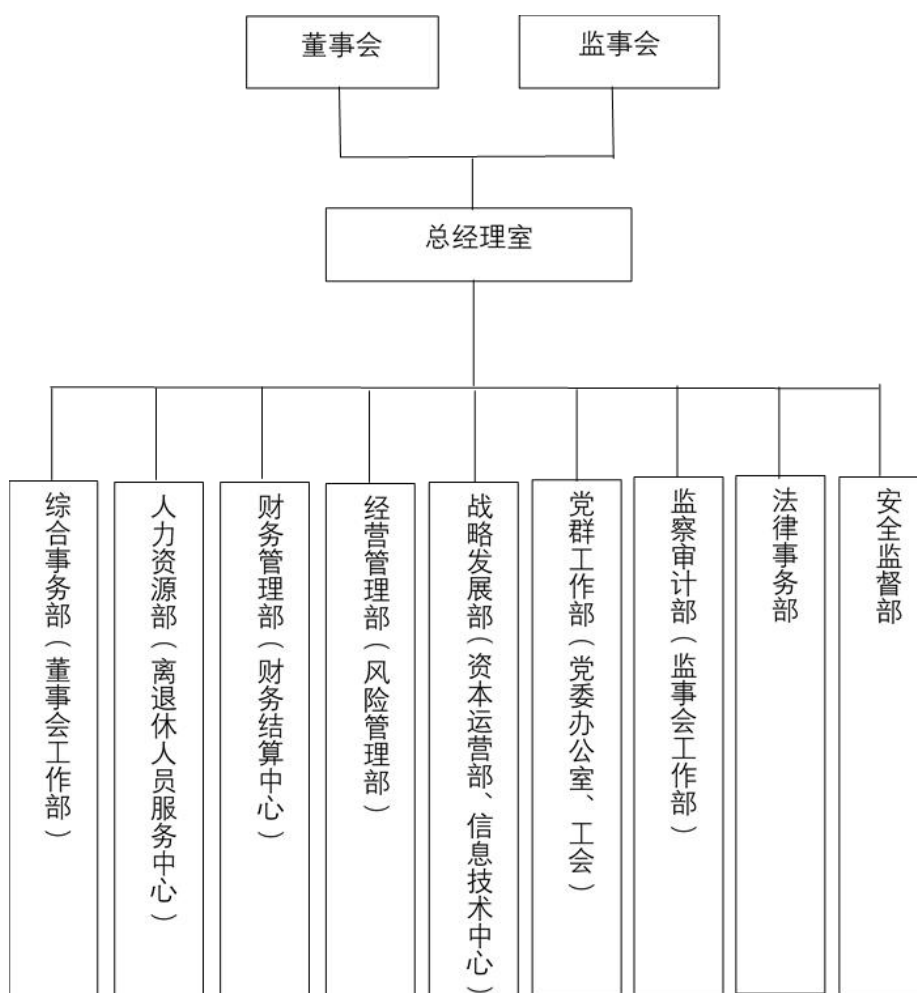
近年来，公司业务结构从粤港澳客货运输向港口物流、水上客运及旅游、船舶修理及制造、航道港口开发投资及建设运营管理转变。公司码头网络布局日益完善，主业港口物流和客运旅游业务稳定。但港珠澳大桥和广深港高铁开通对公司客源造成一定分流。公司资产构成合理，资产质量较好；整体债务负担较轻，但存在集中兑付压力；主营业务盈利能力较强。考虑到公司在珠三角航运市场的绝对优势且盈利能力较强，公司整体偿债能力很强。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。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 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



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	(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
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%
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/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
 长期债务=长期借款+应付债券
 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

联合资信评估有限公司关于 广东省航运集团有限公司 2020 年度第一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，联合资信将就该事项进行必要调查，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。