

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 515 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广东省航运集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13粤航运MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年四月二十九日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广东省航运集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 粤航运 MTN1	7 亿元	2013/04/15~ 2018/04/15	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.32	18.68	19.11	19.74
资产总额(亿元)	71.17	78.74	100.72	104.27
所有者权益(亿元)	40.93	42.41	48.05	48.72
长期债务(亿元)	10.70	12.80	17.57	22.26
全部债务(亿元)	12.55	20.13	31.39	34.73
营业收入(亿元)	34.90	37.26	37.63	8.50
利润总额(亿元)	2.80	3.26	3.39	0.59
EBITDA(亿元)	4.98	5.59	6.05	--
经营性净现金流(亿元)	3.48	3.52	2.71	0.11
营业利润率(%)	20.55	20.73	21.49	25.70
净资产收益率(%)	5.35	6.08	5.50	--
资产负债率(%)	42.49	46.14	52.29	53.27
全部债务资本化比率(%)	23.47	32.19	39.51	41.62
流动比率(%)	158.68	136.88	115.09	128.48
全部债务/EBITDA(倍)	2.52	3.60	5.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	5.26	5.27	--
经营现金流流动负债比(%)	21.96	17.66	8.75	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计; 其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务计算。

分析师

刘晓濛 周一鹤
 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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

广东省航运集团有限公司(以下简称“公司”)经营格局包括港口物流、客运及旅游、近远洋运输、船舶修造、房地产五大板块。公司作为粤港澳水运市场承运商,在外部环境、垄断资源、经营规模、物流网络、品牌知名度等方面具有显著优势。跟踪期内,公司凭借其在珠三角航运物流市场的龙头地位,港口物流和客运及旅游板块业务稳定发展;船舶工业板块通过收购及内部整合,进一步提高了船舶制造接单、设计和营销竞争优势。跟踪期内,公司主营业务收入保持稳定,整体盈利能力较强,资产质量良好,债务规模快速增长。同时,联合资信也关注到海运、造船行业周期性较强以及港珠澳大桥未来落成等因素对公司经营发展带来的不利影响。

2014 年公司完成对广东省湛江航运集团有限公司(以下简称“湛航集团”)的股权收购,港口物流板块业务区域网络及经营规模均进一步扩张,综合竞争力有所提升。

综合以上,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 粤航运 MTN1” AA 的信用等级。

优势

1. 公司目前拥有粤港最大的内河码头网络和粤港覆盖面最广泛的营销网络,在区域内具有一定的垄断性和排他性,物流网络竞争优势明显,抗周期性风险能力较强。
2. 公司 2014 年完成对湛航集团的股权收购,港口物流板块业务区域网络及经营规模进一步扩张。
3. 公司经营活动现金流入量规模较大,对“13 粤航运 MTN1”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,航运市场整体运力过剩状况仍

未改善，公司近远洋运输业务盈利能力持续下降。

2. 中国造船行业景气度低迷，公司船舶工业板块受行业影响毛利率呈现下滑态势。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长；投资收益对利润总额贡献程度较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东省航运集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东省航运集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广东省航运集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东省航运集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起12个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省航运集团有限公司主体长期信用及“13 粤航运 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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、广东省航运厅。1983年广东省航运厅机构与交通厅合并，建立广东省航运公司，同年又更名为广东省航运总公司。1987年根据《批转省交通厅关于省属交通企业下放方案的通知》（粤府[1987]119号）广东省航运总公司和总航政局合并，成立广东省航务管理局，1995年更名为广东省航运总公司，1997年更名为广东省航运集团有限公司。公司是广东省人民政府投资设立的国有独资有限责任公司，是省属大型企业集团，在地方航运企业排名第一位。截至2015年3月底，公司注册资本为32204.72万元。

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。目前公司主要经营业务板块包括港口物流、船舶工业和海运业务等。

目前公司设有综合部、人力资源部、财务管理部、经营管理部、战略发展部、党群工作部、监察审计部、离退休人员管理部、工会等职能部门。截至2015年3月底，公司合并范围内拥有二级子公司11家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为100.72亿元，所有者权益合计48.05亿元（其中少数股东权益10.80亿元）；2014年公司实现营业收入37.63亿元，利润总额3.39亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额104.27亿元，所有者权益合计48.72亿元（其中少数股东权益10.99亿元）；2015年1~3月，公

司实现营业收入8.50亿元，利润总额0.59亿元。

公司注册地址：广东省广州市八旗二马路48号广东航运大厦；法定代表人：刘伟清。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，

增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

港口物流行业

2014年，中国港口吞吐量温和增长，1~11月份，规模以上港口（以下简称港口）货物吞吐量完成102.3亿吨，同比增长4.8%，增速较去年同期回落了4.6个百分点。随着宏观经济放缓，以及经济结构转型，港口运输生产开始进入温和增长期。2014年上半年港口吞吐量增速为5.2%，已较去年同期大幅下降了4.9个百分点，但进入下半年，降幅开始扩大，7月份，吞吐量增速一度下降到1.8%，处于金融危机来最低增速，前三季度吞吐量增速为4.5%，较去年同期的10.3%增速相差甚远。进入第四季随着国家“稳增长”带动重大基建项目落地，需求开始放量，港口吞吐量快速反弹，10月份吞吐量增速回升到5.2%，11月份继续保持强劲，增速达到5.9%，初步摆脱了前期过度下滑态势，但全年增速仍较去年同期回落4.6个百分点。

从重点货类看，2014年1~10月份，煤炭及制品吞吐量增长2.0%，较去年同期减少7.3个百分点。石油天然气及制品吞吐量增长9.7%，其中原油外贸进港量大幅增长27.3%，均创今年以来新高。金属矿石吞吐量、铁矿石外贸进港量增速分别大幅回落至1.0%和3.1%，较去年同期减少11.8个和20.9个百分点。金属矿石吞吐量仍增长8.3%，其中铁矿石外贸进港量增长13.7%。

尽管2014年来国际大宗商品价格持续下滑，但受国内经济结构调整及需求疲软影响，外贸货物吞吐量增速从2013年的两位数高位回落。据交通运输部数据显示，2014年1~11月份，港口完成外贸货物吞吐量32.4亿吨，同比增长6.1%，增速同比放缓4.1个百分点。其中，煤炭货种在需求及内贸价格双面夹攻下，出现了09年来首次负增长；2014年1~11月份中国累计进口煤炭2.64亿吨，同比下降9.4%。

2014 年，集装箱是港口运输生产中增长较快、经营较稳健的货种。据交通运输部统计，2014 年 1~11 月份，港口完成集装箱吞吐量 18422 万 TEU，同比增长 6.1%，较去年同期仅放慢 1.3 个百分点，降速与去年基本持平。

近年来，国内综合型大型枢纽港发展势头良好，船舶大型化成为近几年全球航运业发展的主要趋势，各大航运企业纷纷采用大型船舶以降低营运成本，增强竞争力。为适应全球船舶运输大型化的发展趋势，近年来中国港口码头泊位大型化、专业化程度进一步提升，航道、码头、堆场、集疏港交通、港口机械等硬件设施的现代化水平不断提高。而随着市场化改革不断深入和港口的快速发展，港口之间的竞争也日趋激烈，港口资源整合趋势加快。港口资源整合有利于港口行业避免资源浪费和同质化竞争；有助于实现集约化发展，提升中国港口在世界上的地位和影响。同时中国港口行业仍存在几方面值得关注的问题：

第一，长期来看，集装箱海运市场与全球经济发展形势息息相关，中国港口集装箱业务将随全球经济增长而增长。但短期内由于欧洲经济放缓影响，中国对外贸易增速回落，将继续影响港口集装箱吞吐量增速放缓。

第二，考虑到目前中国宏观经济增速逐步趋缓，短期内以铁矿石、煤炭为代表的散杂货需求预计将会减少，部分专业化港口将受到一定影响。长期来看，随着中国逐步进入工业化后期以及产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港口吞吐量增长将进一步趋缓，而依托先进制造业和新能源产业的天然气、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。

第三，近年来，中国港口处于建设的高峰期，目前港口吞吐能力已超实际需求的 20%~30%。未来随着新增煤炭、铁矿石、原油专业化泊位产能集中释放，假设港口吞吐量增速持续回落，加上在建及待建的码头，未来中国港口供需结构将进一步失衡，港口企业竞争更加

激烈。

第四，天津，福建，广东三个区域自贸区的推出，将促进港口国际中转箱量的增长，尤其是对于枢纽港。自贸区带来的企业聚集效应还能进一步刺激港口物流业务和中转集拼等高附加值港口业务，增强港口的盈利能力。

船舶制造行业

2014年以来，世界经济复苏放缓，国内经济下行压力加大，航运造船产能双过剩等不利局面仍未改善。国务院下发《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》后，各地、各集团积极开展造船产能清理工作，淘汰产能近千万余吨；支持有条件的船企转型海洋工程装备，转移造船产能约500万载重吨；停建了一批规划内的大型造船项目，产能过剩现象得到一定程度遏制，但产能利用率仍处于低位。

据中国船舶工业协会统计，2014年全国造船完工3905万载重吨，同比下降13.9%，降幅比上年收窄10.8个百分点。分季度看，受应交船舶数量减少的影响，前三季度造船完工同比降幅较大，四季度逐步企稳回升。同期，全国承接新船订单5995万载重吨，同比下降14.2%。分季度看，新接订单受市场萎缩影响，呈现前高后低态势，主要由于一方面，世界经济复苏放缓，航运市场供求矛盾没有根本解决，订单逐步减少；另一方面，国际油价的暴跌降低船东订造节能型船舶的积极性、延缓老旧船舶的拆解、船东提高航速释放运力，降低了新船需求。2014年，全国手持订单量14890万载重吨，同比增长13.7%。分季度看，前三季度手持订单持续增长，四季度受新接订单下降的影响，逐月回落。

据国家统计局统计，2014年，规模以上船舶工业企业共1491家，实现主营业务收入6334亿元，同比增长11.8%。分行业看，船舶制造企业4011亿元，同比增长11.4%。同期，规模以上船舶工业企业实现利润总额261.1亿元，同比增长7%。分行业看，船舶制造企业153.2亿元，同比增长0.8%。2014年受需求影响，新船价格难

以维持上涨态势，另一方面，劳动力成本迅速上升导致船舶工业企业盈利水平受到侵蚀。2014年，全国完工出口船3311万载重吨，同比下降7.3%；承接出口船订单5551万载重吨，同比下降14.3%；截至12月底手持出口船订单14280万载重吨，同比增长23.7%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的84.8%、92.6%和95.9%。

2015年一季度，全球船舶和海工市场持续低迷，中国新承接船舶订单同比大幅下降。据中国船舶工业协会统计，2015年1~3月份，全国造船完工947万载重吨，同比增长27.5%；承接新船订单599万载重吨，同比下降76.8%。截至2015年3月底，手持船舶订单14493万载重吨，同比下降2.5%，比2014年底下降3%。2015年1~3月份，全国完工出口船854万载重吨，同比增长23.1%；承接出口船订单506万载重吨，同比下降79.6%；3月末手持出口船订单13869万载重吨，同比下降0.7%。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的90.2%、84.6%和95.7%。

总体看，2014年以来，在国内外经济下行压力加大，航运景气度复苏缓慢，航运企业持续亏损，船舶制造企业的新船订单主要来自于船价低、油耗低、首付低而带来的航运企业改善运力结构的需求。在航运景气度没有快速回升的情况下，造船行业总体产能过剩局面在短期内依旧存在。

2. 区域经济概况

公司位于广东省广州市，地理位置优越，区位优势明显。根据《2014年广东省国民经济和社会发展统计公报》显示，2014年广东省完成生产总值67792.24亿元，比上年增长7.8%。从国内贸易来看，2014年广东省社会消费品零售总额达28471.15亿元，比上年增长11.9%；其中批发和零售业零售额25617.91亿元，增长12.3%；住宿和餐饮业零售额2853.24亿元，增长8.3%。2014年广东省全年进出口总额

10767.34亿美元，比上年下降1.4%。其中，出口6462.22亿美元，增长1.5%；进口4305.12亿美元，下降5.5%。进出口差额（出口减进口）2157.10亿美元，比上年增加347.45亿美元。

交通运输方面，2014年广东省交通运输、仓储和邮政业实现增加值2663.11亿元，比上年增长9.7%。货物运输总量357448万吨，增长8.9%。货物运输周转量14994.06亿吨公里，增长22.7%。全年全省规模以上港口完成货物吞吐量156370万吨，比上年增长4.7%。其中，外贸货物吞吐量50896万吨，增长2.6%；内贸货物吞吐量105474万吨，增长5.7%。港口集装箱吞吐量5292.43万标准箱，增长7.3%。

整体看，广州市经济持续保持快速增长，地区生产总值与交通运输增速保持在较高水平，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司是广东省内最大的航运龙头企业，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。公司是广东省政府国有资产授权经营并重点发展的大型企业集团，经营航运业务已有四十多年的历史，在珠三角地区的航运物流市场中地位突出。

公司组建以来，经营业务由传统的航运企业向构建现代航运物流企业转变，产业结构从以粤港澳客货运输为主的经营格局向港口物流、客运及旅游、近远洋运输、船舶修造、房地产及物业管理五大板块经营格局转变。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、空相配套的立体物流、客流服务。

港口物流方面，公司拥有粤港澳最大的内河码头网络（目前控股、参股码头共22个）和粤港澳覆盖面最广泛的营销网络（35个货运代理网点）。公司全资拥有香港屯门仓码（香港最大的内河私家码头）、澳门粤通码头，独有

香港机场货运码头专营权（目前水路分流货物的唯一通道）；在香港公共作业区租用了 14 个泊位，是香港公共作业区最大的码头经营者。公司拥有的港口码头资源在区域内具有一定的垄断和排他性。

公司粤港澳客运业务区域优势明显，目前拥有自营及代理的高速客船 55 艘（代理船舶 42 艘）共 18247 个载客位，拥有客运业务网点 17 个，是香港及亚洲地区规模最大的高速客船船队。2014 年公司自营和代理的客运量为 1455.13 万人次，其中粤—港航线客运市场占有率 94.00%。此外，公司自营湛江至海口客滚船 17 艘，载客位达 7069 个，自营珠江夜游船 4 条，载客位达 2060 个。

公司是全国 5A 级（最高级别）综合服务型物流企业，拥有 GNG 和 CKS 的粤港澳航运界知名品牌。公司控股子公司广东省珠江海运有限公司（以下简称“珠江海运”）是中国船东协会理事单位、油轮委员会常委单位，是交通部首批“国际船舶运输经营者”之一，享有“华南液体运输第一家”的称誉。

六、管理分析

跟踪期内，杨显昌先生接替吕永钟先生担任公司总经理，公司新设总会计师一名，由强威先生担任。

杨显昌先生，1963 年出生，大学学历，曾任广东省高速公路公司副总经理、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副总经理、党委委员，广东省盐业集团有限公司董事、总经理、党委副书记，2014 年 8 月至今担任公司党委副书记、董事、总经理。

强威先生，1971 年生，高级会计师，本科学历，曾任珠江船务企业（集团）有限公司财务部副经理、珠江船务发展有限公司财务总监、公司总经理助理、财务管理部部长、副总会计师、财务结算中心主任，广东新船重工有限公司董事，2014 年 6 月至今任总会计师、党委委员。

跟踪期内，公司管理制度及管理层等方面无其他变化。

七、经营分析

公司主营业务包括港口物流、客运及旅游、近远洋运输、船舶修造及房地产五大板块。2014 年，公司主营业务收入为 37.18 亿元，基本与 2013 年持平。从收入构成上来看，港口物流和客运及旅游业务是公司主要收入来源，2014 年分别占主营业务收入的 43.29% 和 33.17%。跟踪期内，公司客运及旅游板块收入同比下降 16.86%，主要由于国际油价持续下降导致高速客船供油收入下降；船舶工业板块收入稳定增长，收入占比小幅提升至 17.30%。

从盈利情况看，公司主要利润来源港口物流和客运及旅游板块，2014 年上述两板块毛利润分别占公司主营业务毛利润的 48.05% 和 42.01%；房地产板块毛利润占公司主营业务毛利润的 9.81%，对主营业务毛利润的贡献仅次于客运及旅游板块和港口物流板块。近年来，公司港口物流、客运及旅游板块毛利率稳中有升，而近远洋运输及船舶工业受行业景气度持续低迷影响，盈利水平呈现明显下滑趋势；总体看主营业务综合毛利率相对较稳定，2014 年为 21.51%，略高于 2013 年水平。

表 1 2013~2015 年一季度公司主营业务情况

行业	主营业务收入（万元）			主营业务收入占比（%）			主营业务毛利率（%）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
港口物流	132612.44	160977.12	47188.95	35.90	43.29	55.96	22.42	23.87	23.31
客运及旅游	148352.32	123334.87	26148.24	40.17	33.17	31.01	23.33	27.24	35.29

近远洋运输	15797.47	14789.26	3038.70	4.28	3.98	3.61	10.74	3.38	-16.24
船舶工业	60983.69	64325.39	6012.22	16.51	17.30	7.13	7.02	5.12	16.71
房地产	11602.75	8408.32	1931.65	3.14	2.26	2.29	50.76	49.44	52.97
合 计	369348.67	371834.96	84319.76	100.00	100.00	100.00	20.63	21.51	25.81

资料来源：公司提供

2015年1~3月，公司实现主营业务收入8.43亿元，同比增长15.16%；其中港口物流业务实现收入4.72亿元，占比上升至55.96%，客运及旅游业务收入占比下降至31.01%，船舶修造收入占比为7.13%。毛利率方面，客运及旅游板块受益于油价持续下降，毛利率提升至35.29%，较2014年底增加8.05个百分点；受运价持续下降及船舶周转效率下降影响，近远洋运输板块毛利率明显下降至-16.24%；船舶工业板块毛利率较2013年底水平增加11.59个百分点，主要由于新接订单毛利率较高带动所致。同期，公司综合毛利率为25.81%，较2014年全年水平提升4.30个百分点。

总体看，跟踪期内，公司港口物流、客运及旅游业务等主营业务较为平稳，整体盈利能力稳定；近远洋运输业务受行业景气度持续低位运行影响，盈利水平下降明显。

港口物流板块

公司港口物流主要由全资子公司珠江船务企业（股份）有限公司（以下简称“珠江船务”）经营。截至2015年3月底，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、18条散货航线）、粤港最大的内河码头网络（控股及参股22个内河码头）和粤港覆盖面最广泛的营销网络（35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14个泊位，控股香港机场海空客、货（联运）码头，建立起了在粤港澳地区水路运输市场相对优势地位。

跟踪期内，公司针对各港口附近货源特点及当地政策打造个性化专业码头，推动高要港成为专业石材码头、四会港成为工业园服务码

头、斗门港成为粮食定点口岸、西域港成为水果、冻品定点码头口岸等。与此同时，公司新纳入合并范围的广东省湛江航运集团有限公司（以下简称“湛航集团”）主要经营琼州海峡港口装卸业务，港口物流业务区域网络及经营规模进一步扩张。受益于公司码头网络布局日益完善及专业经营精细化，2014年公司港口物流板块实现收入16.10亿元，同比增长21.39%；毛利率上升至23.87%，同比增加1.45个百分点。2015年1~3月，公司港口物流板块实现营业收入4.72亿元，占2014年全年水平29.32%；毛利率23.31%，基本与2014年持平。

2014年以来，公司港口物流板块保持良好发展。跟踪期内，公司累计完成货运量869.4万吨，同比增长37.13%，其中湛航集团货运量214.8万吨；货运周转量79.80亿吨/公里，同比增长5.70%；集装箱承运量130.54万TEU，同比增长12.22%，在广东省内市场占有率约为15%；港口货运吞吐量2169.5万吨，同比增长61.66%，其中湛航集团货运吞吐量713.9万吨；港口集装箱吞吐量151.23万TEU，同比增长13.15%。

表 2 公司港口物流货运业务经营指标

业务名目	指 标	2013 年	2014 年	2015Q1
支线运输	集装箱承运量（TEU）	1163338	1305442	296137
	散杂货承运量（计费吨）	361648	341337	77294
陆路运输	集装箱托运量（TEU）	255053	280339	63416
码头装卸	集装箱吞吐量（TEU）	1336449	1512253	349950
	散杂货吞吐量（计费吨）	1674442	2748815	360862

资料来源：公司提供

2014年6月，公司完成对湛航集团的收购，投资总额3.42亿元，公司持股比例51%，自2014年7月纳入合并范围。湛航集团成立于1993年，

是一家港、航、厂合一的国有航运企业，是琼州海峡客滚运输龙头企业之一，主要经营琼州海峡车、客渡运输，港口装卸、仓储，船舶修理及建造等业务。收购完成后，公司拟将湛航集团打造为继香港、南沙、肇庆之后第四个业务核心区，做大做强客滚运输及修船业务板块。同时，以湛江为基地，积极开拓游艇、邮轮以及湛江“五岛一湾”游船等项目。截至2014年底，湛航集团合并资产总额10.24亿元，净资产4.84亿元；2014年实现营业收入3.63亿元，利润总额718.57万元。

客运及旅游板块

公司客运及旅游业务主要由珠江船务运营，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，促使公司客运业务发展较快。与此同时，湛航集团作为琼州海峡客滚运输龙头企业之一，经营范围包括海口至海安线客渡运输，进一步扩大公司客运及旅游板块船队结构。截至2015年3月底，公司拥有自营及代理的高速客船55艘（代理船舶42艘）共18,247个载客位，拥有客运业务网点17个，是香港及亚洲地区规模最大的高速客船船队。2014年公司自营和代理的客运量为1455.13万人次，其中粤一港航线客运市场占有率94.00%。此外，公司自营湛江至海口客滚船17艘，载客位达7069个，自营珠江夜游游船4条，载客位达2060个。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。

2014年，公司客运及旅游板块实现收入

12.33亿元，同比下降16.86%，主要系国际油价持续下降导致高速客船供油收入下降（2014年为5.12亿元，同比下降33.25%）。从毛利率情况看，2014年受益于油价下行带动运营成本下降，客运及旅游板块毛利率提升至27.24%，同比增加3.91个百分点。

公司经营着粤港、港澳、粤澳三大航线，2014年总客运量（自营+代理）为1455.13万人次，较2013年增长6.12%。粤港航线是公司的客运主打品牌，2014年客运量为646.20万人次，市场占有率达94%，同比增加2.00个百分点；粤澳航线客运量提升至34.23万人次，同比增长24.93%，市场占有率与2013年基本持平；港澳航线客运量稳定增长，2014年客运量为774.70万人次，市场占有率为34%，同比小幅增长，客运量占比仍最高。同时，联合资信也关注到未来港珠澳大桥落成将对公司高速客运板块主要航线客运量产生分流作用，并对公司该板块收入形成一定程度的冲击。

2015年1~3月，公司客运及旅游板块实现收入2.61亿元，同比下降16.61%，主要系高速客船供油收入下降所致；同期，毛利率为35.29%，同比增加10.07个百分点，主要由于国际油价持续下降、新增毛利率水平较高的澳门游船码头服务和威尼斯人高速客船加油业务综合带动所致。2015年1~3月，公司三大航线实现客运总量342.54万人次，占2014年全年的23.54%，客运量占比最高的仍为港澳航线，客运量为171.19万人次，占2014年全年的22.10%；粤港及粤澳航线分别完成客运量162.60万人次和8.75万人次。

表 3 2013 年~2015 年一季度珠江船务客运航线情况

航线名称	线路	载客量（万人次）			2014 年市场占有率
		2013 年	2014 年	2015.Q1	
粤港航线	来往香港市区 8 条航线（珠海、中山、顺德、莲花山、江门、高明、鹤山、斗门）；来往香港机场 5 条航线（东莞、珠海、中山、蛇口、福永）	617.70	646.20	162.60	94%

粤澳航线	4 条（珠海、江门、蛇口、深圳福永）	27.40	34.23	8.75	18%
港澳航线	金珠船务港澳航线	726.10	774.70	171.19	34%
合计	—	1371.20	1455.13	342.54	--

资料来源：公司提供

船舶工业板块

2013 年，公司通过整合内部资源成立了广东新船重工有限公司（以下简称“新船重工”），形成以新船重工及广东浩粤船舶工业有限公司（以下简称“浩粤船舶”）为双主体进行接单造船的模式。同期，新船重工子公司大协发展有限公司（以下简称“大协发展”）收购澳洲 STS、STL、ASD 等三家公司 16.22% 股权，上述公司在收购前已成功创新开发了中高速双体船，混合小水线面双体船、双体船和船尾登陆舰，取得多项船舶设计的专利技术。公司收购完成后实现对澳洲先进船舶技术的引进、消化与吸收，并取得三家公司设计船舶在大中华区的独家特许经营权，为船舶工业板块订单获取提供有力支持。截至 2014 年底，通过合作方直接与公司签订，或推介公司作为制造商与第三方签订的船舶订单合同总价累计约 7000 万美金，洽谈中订单约 9000 万美金。

跟踪期内，新船重工全面负责小虎岛造船基地的船舶接单、设计、制造、营销等经营管理活动，所接订单均自建完成后出口。小虎岛造船基地产品定位原是小型船舶建造，该厂利用整体搬迁、易地建厂契机，以新型海洋工程特种船舶及中型支线运输船舶作为市场定位，在广州南沙小虎岛建立 1~6 万吨级中型造船基地。目前小虎岛造船厂一期主体工程及二期配套工程已完工，其中一期工程生产线全面打通进入生产阶段。2014 年，公司在建船舶数量最高峰达 39 艘；全年完工交船 18 艘，同比增加 6 艘，其中新船重工交船 5 艘；全年实现收入 6.43 亿元，同比增长 5.48%；毛利率 5.12%，同比减少 1.90 个百分点，主要由于小虎岛造船基地尚处于磨合阶段，且造船行业景气度低位运

行导致船舶单价下降综合影响所致。

公司船舶工业另一经营主体浩粤船舶在船舶研发、设计、制造、维修及贸易业务等方面积累了 30 多年丰富经验。浩粤船舶接单后由合作船厂建造，从而加快和调整船舶施工进度，更好地掌握后续船舶订单的建造安排。截至目前，浩粤船舶与外判的南方船厂、7817 厂、岭南船厂等船厂均建立长期合作关系。2014 年浩粤船舶全年完工交船 13 艘，较 2013 年增加 8 艘。

2015 年 1~3 月，公司完工交船 1 艘，实现营业收入 0.60 亿元，同比增长 51.50%，主要来自完工百分比法确认的船舶建造收入；毛利率提升至 16.71%，同比增加 11.90 个百分点，主要由于新接订单毛利率较高带动所致。

表 4 公司船舶工业经营情况
(单位：艘、亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015.Q1
造船完工量	6	12	18	1
新接订单量	6	19	22	11
手持订单量	16	23	27	37
主营业务收入	1.90	7.40	6.43	0.60

资料来源：公司提供

跟踪期内，造船行业仍处于低谷期，公司订单量未受影响，但船舶工业板块盈利能力有所波动。为应对行业景气度下滑影响，公司逐渐将小虎岛造船基地产品定位转移至化学品船、铝合金高速客船、深海海事工程辅助船等高附加值产品，以缓解不利影响。与此同时，高速客运市场中部分高速客船逐渐面临淘汰更新，为公司开发高速铝合金客船奠定一定市场基础。

总体看，船舶工业板块的整合有利于公司内部优势互补、资源共享，进一步提升设计接单能力及造船接单量。立足于国内、国际市场，公司坚持走产品差异化路线并不断提高产品研发创新能力，进一步增强船舶工业的市场竞争力。

近远洋运输板块

公司近远洋运输业务主要由子公司珠江海运经营，主要经营国内沿海地区的电煤等干散货运输，以及东南亚至国内沿海的液体化工品运输。公司目前拥有近远洋运力32万载重吨，包括7.6万吨级巴拿马型散货船3艘、3.5万吨级干散货船2艘、1.1万吨级化工船舶2艘。

2014年，受航运行业市场景气度持续低迷影响，公司近远洋运输业务实现收入1.48亿元，同比下降6.38%，占公司主营业务收入3.98%。公司部分船舶运价随行就市，跟踪期内受BDI指数下跌影响，公司近远洋运输板块毛利率进一步下降至3.38%，同比减少7.36个百分点。

散杂货运输业务方面，2014年公司两艘干散货轮海保轮和海康轮投入中国沿海航线运输电煤，全年干散货船共完成65个航次，同比增加8个航次；其中海保轮完成30个航次，海康轮完成35个航次；货运量234.9万吨，货运周转量28.01亿吨/公里。2015年一季度公司干散货船共完成5个航次，同比减少10个航次，主要由于从2015年第一季度开始，公司散杂货运输经营模式改为期租形式，公司按天收取租金，不再按航次计算收入；其中海保轮完成4个航次，海康轮完成1个航次；受航次下降影响，公司完成货运量16.72万吨，货运周转量6.61亿吨/公里，同比均有所下降。

远洋干散货运输方面，2014年广航1号完成5个航次，完成货运量29.57万吨，货运周转量33.04亿吨/公里。2015年一季度完成1个航次，货运量5.66万吨，同比下降1.20%；货运周转量10.68亿吨/公里，同比下降10.10%。

液体化工品运输业务方面，公司2014年全年完成32个航次；货运量32.56万吨；货运周

转量11.42亿吨/公里，相较2013年保持稳定。2015年一季度公司两艘化工品船完成6个航次，同比下降4个航次，主要由于一季度市场货源减少所致；受航次下降影响，货运量及货运周转量分别下降至5.88万吨及2.66亿吨/公里。

2015年1~3月，受货源下降、散杂货运输经营模式转变以及运价持续下跌影响，公司近远洋运输板块实现收入0.30亿元，同比31.82%；同期，近远洋运输板块毛利率下降至-16.24%。

公司国内沿海航线运输品种为电煤，受国内电煤运输市场环境持续走低影响，公司船舶周转放缓，盈利水平有所下降。为应对行业环境的不利影响，公司逐步开辟新航线及新品种运输业务，尽早签订船舶后续租约，锁定运价，以降低经营风险。目前，公司近远洋运输业务规模占比较小，航运市场波动对公司整体经营影响较小。

房地产板块

公司作为省属国企，拥有部分历史划拨用地，且地理位置较好，在房地产市场发展迅速的环境下，公司开拓了房地产及物业管理业务。2014年2月10日，公司与徐东风、王文亮、陈剑如等十三名联合体签订股权交易合同，将其下属子公司广东航丰物业管理有限公司40%的股权转让给徐东风、王文亮、陈剑如等十三名联合体，产权转让价格421万元，已于2014年2月24日收到，目前股权变更手续已完成。

公司房地产业板块制定销租结合的市场化策略，主要包括房地产开发和物业管理两方面，2014年公司房地产业务收入为0.84亿元，同比下降27.53%，主要由于公司房地产板块无新增房源所致；2015年1~3月公司房地产业务收入0.19亿元。截至2015年3月底，公司可供开发土地储备有两块：1.为新中国船厂广州电视塔西地块12628平方米的土地。该地块为新中国船厂配合广州亚运工程实施整体搬迁，政府征用后剩余的部分地块，此地块政府已同意公司作为三旧改造开发非住宅地产项目，可建面积不低

于47611平方米。2.为广州盈港房地产公司位于南沙区进港大道北侧的2号商务办公与商业金融用地，用地面积28649平方米，规划总建筑

面积85947平方米，目前裙楼建设已完成，正在进行塔楼建设，预计2016年底完成。

表5 公司2015年主要投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源		截至 2014 年底已投资	2015 年计划投资
		贷款	自筹		
南沙珠江物流总部基地项目	79984	49984	30000	28952	14000
南沙小虎岛造船基地项目	137000	85000	52000	112859	13543
黄圃港一期建设	21000	5000	16000	19558	1442
收购湛江集团	52725	--	52725	34235	18490
收购珠海西域集装箱有限公司部分资产	18440	--	18440	15940	1875
合 计	309149	139984	169165	211544	49350

资料来源：公司提供

未来发展

目前公司在建项目和重大经营项目主要包括南沙珠江物流总部基地、南沙小虎岛造船基地、黄圃港一期建设等，计划总投资 30.91 亿元。

截至 2014 年底，公司对上述项目已完成投资 21.15 亿元，2015 年计划投资 4.94 亿元。其中南沙物流总部项目开发预计总投资 8.00 亿元，截至 2014 年底已投资 2.90 亿元，目前裙楼建设已完成，正在进行塔楼建设，预计 2016 年底完成；黄圃港一期建设预计总投资 2.10 亿元，截至 2014 年底已投资 1.96 亿元，目前验收工作已完成并取得外贸口岸资质，内贸港口业务已开始运营；南沙小虎岛造船基地项目预计总投资 13.70 亿元，截至 2014 年底已完成投资 11.29 亿元，目前一期工程已完工并投入生产运营；收购湛江集团预计总投资 5.27 亿元，截至 2014 年底已投资 3.42 亿元，后续投资主要为收购湛江霞海港资产。

总体看，公司存在一定规模的投资需求，对外融资有一定需求。

八、募集资金使用情况

2013年4月，公司发行7亿元“13粤航运

MTN1”，期限5年，其中5亿元用于小虎岛易地建设项目，其余2亿元用于补充营运资金。截至2015年3月底，募集资金已按照用途使用5.30亿元，债券利息均按时支付完毕。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年度财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，均出具了标准无保留意见审计报告。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

截至2015年3月底，公司合并范围内拥有二级子公司11家，较2014年底无变化。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司实现营业收入37.63亿元，基本与上年持平；公司实现利润总额为3.39亿元，同比增长4.00%；公司营业成本为29.45亿元，增速略低于同期营业收入增速；受此影响，公司营业利润率小幅上升至21.49%。

2014年，公司期间费用合计5.91亿元，构成主要为管理费用（职工薪酬占60.62%）；期间费用占营业收入比重为15.72%，基本保持稳定。2014年公司实现投资收益1.12亿元，同比增长20.52%，主要为权益法核算的长期股权投资收

益(0.88亿元);营业外收入为0.34亿元,其中政府补助0.20亿元(经营补助、专项资金及航线专项补助等),非流动资产处置利得0.12亿元。跟踪期内,公司投资收益(主要为与主业相关的长期股权投资)占当期利润总额32.89%,利润总额一定程度受其波动影响。总体看,公司内部运营、控制能力较为稳定,期间费用占比较高,控制能力有待加强。

从盈利能力指标看,2014年公司营业利润率为21.49%,较2013年增加0.76个百分点;随着公司债务水平快速增长,公司总资本收益率下降至4.77%,同比减少0.41个百分点;净资产收益率小幅下降至5.50%。

2015年1~3月,公司实现营业收入8.50亿元,同比增长14.99%,主要来自港口物流及船舶工业板块收入增长;实现利润总额和净利润分别为0.59亿元和0.42亿元,分别为2014年全年的17.49%和15.78%。同期,公司营业利润率为25.70%,较2014年水平增加4.21个百分点,主要由港口物流及客运及旅游板块带动。

总体看,跟踪期内,公司营业收入保持稳定,营业利润率有所提升,整体盈利能力较强;投资收益对当期利润总额贡献程度较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面,2014年公司经营活动现金流入46.99亿元,较上年增长13.52%,其中销售商品、提供劳务收到的现金为35.80亿元,同比增长6.62%;收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为11.02亿元和10.60亿元,同比均明显增加,主要系合并范围新纳入湛江集团导致联营公司的现金往来款(码头代船舶运营公司收取和支付船票款)增长所致;随着预收款项的增长,公司现金收入比小幅提升至95.12%,收入实现质量一般;同期,公司经营活动产生的现金流出为44.28亿元,较上年增长16.18%,主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2014年公司经营活动产生的现金流量净额为2.71亿元,同比下降29.96%。

从投资活动看,公司投资活动现金流入规模较小,2014年为1.33亿元,主要来自取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金。2014年,公司小虎岛造船基地项目(新增1.80亿元)投入持续增加,同时支付广航2船舶建造尾款(新增1.20亿元)及珠江物流总部基地(新增1.00亿元)等项目投入使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金6.99亿元。同期,投资支付的现金为2.74亿元,同比增长45.36%,主要为湛江集团股权收购支付的现金(小于3.42亿元部分为公司对湛江集团增资投入);公司投资活动产生的现金流量净额为-8.85亿元。2014年公司筹资活动前现金流量净额为-6.14亿元,公司经营活动产生的现金流量净额未能覆盖当期投资支出,需要依靠外部筹资以满足投资支出。

从筹资活动来看,2014年公司筹资活动现金流入规模进一步增长至18.50亿元,同比增长49.45%,主要来自取得借款收到的现金;筹资活动现金流出大幅增长至11.95亿元,主要为偿还债务支付的现金;2014年筹资活动产生的现金流量净流入为6.55亿元。

2015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0.11亿元、-2.30亿元和2.81亿元。2015年一季度投资活动现金流净额有所下降,主要系支付广航3船舶建造尾款(1.20亿元)带动购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。

总体看,公司经营活动产生的现金流量基本稳定,经营活动现金流入规模较大;近年来,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,公司具有一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

截至2014年底,公司资产总额100.72亿元,同比增长27.91%,主要系跟踪期内湛江航运纳入合并范围所致;其中,流动资产占

35.37%，非流动资产占 64.63%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 35.62 亿元，同比增长 30.61%，主要来自存货、应收账款及预付款项的增长。截至 2014 年底，流动资产构成以货币资金（占 53.61%）、其他应收款（占 14.52%）及存货（占 14.37%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金为 19.10 亿元，构成以银行存款（占 80.89%）及其他货币资金（占 18.95%，主要为结构性存款）为主。

截至 2014 年底，公司应收账款快速增长至 3.35 亿元，同比增长 85.26%，主要系新船重工新开工船舶增长带动应收船舶款的增长；其中账龄在一年以内的应收账款占比为 94.27%，账龄短。前五名欠款单位合计占应收账款 52.24%，集中度较高。同期，公司计提坏账准备 0.83 亿元，综合计提比例为 19.86%，计提较充分。

截至 2014 年底，公司预付账款为 2.84 亿元，同比增长 71.48%，主要系新开工船舶增多带动预付船舶设备款及船舶建造进度款增长，其中账龄在一年以内的占 98.32%。

截至 2014 年底，公司其他应收款进一步增长至 5.17 亿元，同比增长 20.45%，构成主要为应收出口退税、与联营公司间业务往来款等；账龄 1 年以内的占 97.15%，账龄短。同期，公司对其他应收款计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例 8.09%。

截至 2014 年底，公司存货账面余额 5.12 亿元，同比大幅增长，主要由于公司将珠江物流总部基地项目用于出售的部分纳入存货核算以及新开工船舶增多。当期，公司对库存商品计提跌价准备 286.50 万元。

非流动资产方面，截至 2014 年底，公司非流动资产为 65.09 亿元，较 2013 年底增长 26.48%，主要系湛江航运纳入合并范围带动固定资产及在建工程增长；非流动资产构成以固定资产（占 53.39%）和在建工程（占 19.00%）为主。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 7.24 亿元，较 2013 年底小幅下降，主要系公司根据《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》将部分长期股权投资重分类至可供出售金融资产核算所致。公司长期股权投资主要包括对广州南沙国际物流园（2.23 亿元）、中港客运联营有限公司（1.24 亿元）、佛山新港码头有限公司（0.74 亿元）等与公司主业相关的投资。

截至 2014 年底，公司固定资产原值 51.88 亿元，较 2013 年底增长 36.60%，主要来自运输工具（新增广航 2 及湛航集团船舶）和房屋建筑物（小虎岛造船基地新增 1.10 亿元、西域集装箱有限公司部分资产新增 1.60 亿元及黄圃港新增 0.68 亿元）增长。从固定资产账面原值看，运输工具占 43.97%、房屋建筑物占 27.54%、土地资产占 14.88%、机器设备占 8.13%；累计计提折旧 16.61 亿元，当期固定资产净值为 34.69 亿元。公司持有的航运大厦、广东交通大厦、香港珠江船务大厦等大宗物业以历史成本入账，未来升值空间较大。

截至 2014 年底，公司在建工程 12.37 亿元，同比增长 25.35%，主要来自小虎岛易地建厂项目（年末余额 8.10 亿元）和湛航集团船厂改造工程项目（年末余额 2.34 亿元）的增长。湛航集团船厂改造项目总规模 4.00 亿元，包括 1 个万吨级船坞及 1 个 5000 吨级舢板泊位等。目前改造项目已完成 70%，预计 2015 年实现简易投产。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 1.50 亿元，为湛航集团通过对外招商引资方式与保利房地产（集团）股份有限公司、中铁十六局集团有限公司联合体合作建设“广东省第十四届运动会水上运动中心项目”公允价值。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 104.27 亿元，较 2014 年底增长 3.52%；其中流动资产占 35.78%，非流动资产占 64.22%。与 2014 年底相比，公司流动资产增长 4.73%，主要系公司南沙珠江物流总部基地项目持续投入带动存货增长所致。公司非流动资产较 2014 年底变化

不大。

总体看，跟踪期内，公司资产总额较快增长，资产构成稳定。流动资产中，货币资金占比高，资产流动性较好；非流动资产中，固定资产及在建工程规模大，其中公司持有大宗物业以历史成本入账，未来升值空间较大。整体看，公司资产质量较好。

截至2014年底，公司所有者权益合计48.05亿元（其中少数股东权益10.80亿元），较2013年底增长13.29%，主要合并范围新纳入湛江集团带动少数股东权益增长。归属于母公司权益中，实收资本占8.64%，资本公积占19.03%，盈余公积占47.18%，未分配利润占38.18%，外币报表折算差额-13.09%。总体看，公司所有者权益稳定性偏弱。

截至2015年3月底，公司所有者权益48.72亿元，较2014年底增长1.40%；其中少数股东权益10.99亿元，所有者权益构成与2014年底相比变化不大。

跟踪期内，随经营规模扩张及资本支出需求增长，公司负债规模快速增长至52.67亿元，同比增长44.97%；其中流动负债占58.77%，非流动负债占41.23%。

流动负债方面，截至2014年底，公司流动负债30.96亿元，同比增长55.35%，主要来自短期借款、其他应付款及其他流动负债的增长。流动负债构成中，短期借款占25.99%、应付账款占16.09%、其他应付款占29.14%，一年内到期的非流动负债占30.09%。

截至2014年底，公司短期借款8.05亿元，同比大幅增长，其中信用借款占97.52%；公司应付账款4.98亿元，同比增长50.63%，主要来自应付船舶设备款增长；公司预收款项增长至1.69亿元，同比增长100.45%，主要为预收船舶建造款；公司其他应付款快速增长至9.02亿元，同比增长41.96%，主要系合并湛江集团导致其他应付款增加1.40亿元；公司一年内到期的非流动负债下降至0.78亿元，主要系6亿元中期票据“11粤航运MTN1”到期兑付；其他流动负

债增长至4.99亿元，为公司2014年新发行5亿元短期融资券“14粤航运CP001”。

截至2014年底，公司非流动负债21.71亿元，同比增长32.38%，主要来自长期借款的增长；非流动负债构成主要包括长期借款（占48.71%）和应付债券（“13粤航运MTN1”，占32.21%）等。

截至2014年底，公司递延收益2.65亿元，全部为广州市土地开发中心依法收回广东新中国船厂有限公司位于海珠区艺苑路229号的国有土地使用权，作为广州市电视台新址项目用地的政策性拆迁补偿金，2014年由其他非流动负债转入递延收益，逐月冲抵所形成资产的对应折旧额。

截至2014年底，公司全部债务快速增长至31.39亿元，同比增长55.89%；其中短期债务占44.02%，长期债务占55.98%。债务指标方面，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52.29%、39.51%和26.78%，同比分别增加6.16、7.32和3.59个百分点，公司债务规模快速增长，整体债务负担处于适宜水平。

截至2015年3月底，公司负债合计55.54亿元，较2014年底增长5.46%，主要来自长期借款的增长；其中流动负债占比52.28%，其中非流动负债占比47.72%。

截至2015年3月底，公司全部债务为34.73亿元，较2014年底增长10.66%；债务结构较2014年底变化不大。同期，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提升至53.27%、41.62%和31.36%，较2014年底分别增加0.98个、2.11个和4.58个百分点。

总体看，公司所有者权益稳定性偏弱；随经营规模扩张及资本支出需求增长，公司债务规模快速增长，但整体债务负担仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2014 年公司流动比率和速动比率分别下降至 115.09% 和 98.54%, 主要由于公司短期借款及新发行 5 亿元短期融资券带动流动负债快速增长所致。截至 2015 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 128.48% 和 108.06%。2014 年公司经营现金流流动负债比下降至 8.75%, 较 2013 年减少 8.91 个百分点。总体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2014 年受益于利润总额小幅增长, 公司 EBITDA 上升至 6.05 亿元; EBITDA 利息倍数为 5.27 倍, 基本与上年持平; 受全部债务规模快速增长影响, 全部债务/EBITDA 由 3.60 倍上升至 5.19 倍。总体看, 公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底, 公司无对外担保。

未决诉讼方面, 公司目前尚有 2 起未决诉讼。公司下属子公司新中国船厂与广东宏信达房地产开发有限公司(原名为广东中南房地产开发有限公司, 2003 年改制为现名) 签订《合作开发房屋协议书》, 约定双方合作开发该厂区东南侧约四万平方米用地, 兴建多(高)层住宅楼和必需的生活配套设施。该合作项目第三期开始新中国船厂与广东宏信达房地产开发有限公司就合作项目收益分配以及合作过程中出现的其他非正常事项产生了法律纠纷。2013 年 4 月 7 日, 广州市中级人民法院作出(2011)穗中法民五重字第 6 号民事判决书, 要求广东宏信达房地产开发有限公司自本判决发生法律效力之日起三十日内向新中国船厂有限公司支付 2600.00 万元。本诉受理费 115.83 万元、鉴定费 9.00 万元由新中国船厂负担。反诉受理费 74.25 万元, 由宏信达公司负担。新中国船厂不服本判决, 上诉于广东省高级人民法院。截至 2014 年底, 该案件仍在审理当中, 未有新进展。

公司参股公司珠江货柜运输中心(以下简称“珠江货柜”; 公司持股比例 50%) 1996 年由于与启文贸易有限公司(以下简称“启文贸易”) 就海商货物运输交付发生纠纷, 被启文贸

易诉至广州海事法院。珠江货柜不服上诉, 2001 年 12 月, 广东省高级人民法院维持原判。珠江货柜自各股东于 1999 年成立清算委员会, 但至今尚未清算完毕, 亦未偿还债务。2012 年 2 月, 启文贸易将珠江货柜股东为被告以股东损害公司债权人利益为由向广州市中级人民法院提起诉讼; 2014 年 5 月 13 日, 广州市中级人民法院作出一审判决: ①被告广东省珠江航运有限公司、珠江船务企业(集团)有限公司、广州港集团有限公司、中国广州外轮代理有限公司于判决发生法律效力之日起 1571.73 万元及其从 1998 年 4 月 17 日计算至实际支付之日、按中国人民银行港币同期流动资金贷款利率计算的利息) 承担连带清偿责任; ②被告广东省珠江航运有限公司(以下简称“珠江航运”)、珠江船务企业(集团)有限公司、广州港集团有限公司、中国广州外轮代理有限公司于判决发生法律效力之日起 10 日内连带向启文贸易有限公司偿还应由珠江货柜运输中心承担的案件受理费 115999 元人民币和调查取证费 3000 元人民币; ③驳回原告启文贸易有限公司的其他诉讼请求。珠江航运和珠江船务不服上述判决, 已向广东省高级人民法院提起上诉。截至目前, 该案件仍在审理当中, 未有新进展。与此同时, 原、被告双方也着手商讨和解, 启文贸易提出和解金额本息合计人民币 2500 万元, 按珠江货柜的股权比例, 珠江船务企业(集团)有限公司及广东省珠江航运有限公司需承担的赔偿金额约人民币 625 万元。

截至 2015 年 3 月底, 公司共获得银行授信人民币 53.14 亿元, 未使用人民币额度 39.73 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

2014 年公司 EBITDA 对 7 亿元“13 粤航运 MTN1”的倍数为 0.86 倍; 公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为“13 粤航运 MTN1”的 6.71 倍和 0.39 倍。总体看, 公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 4 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

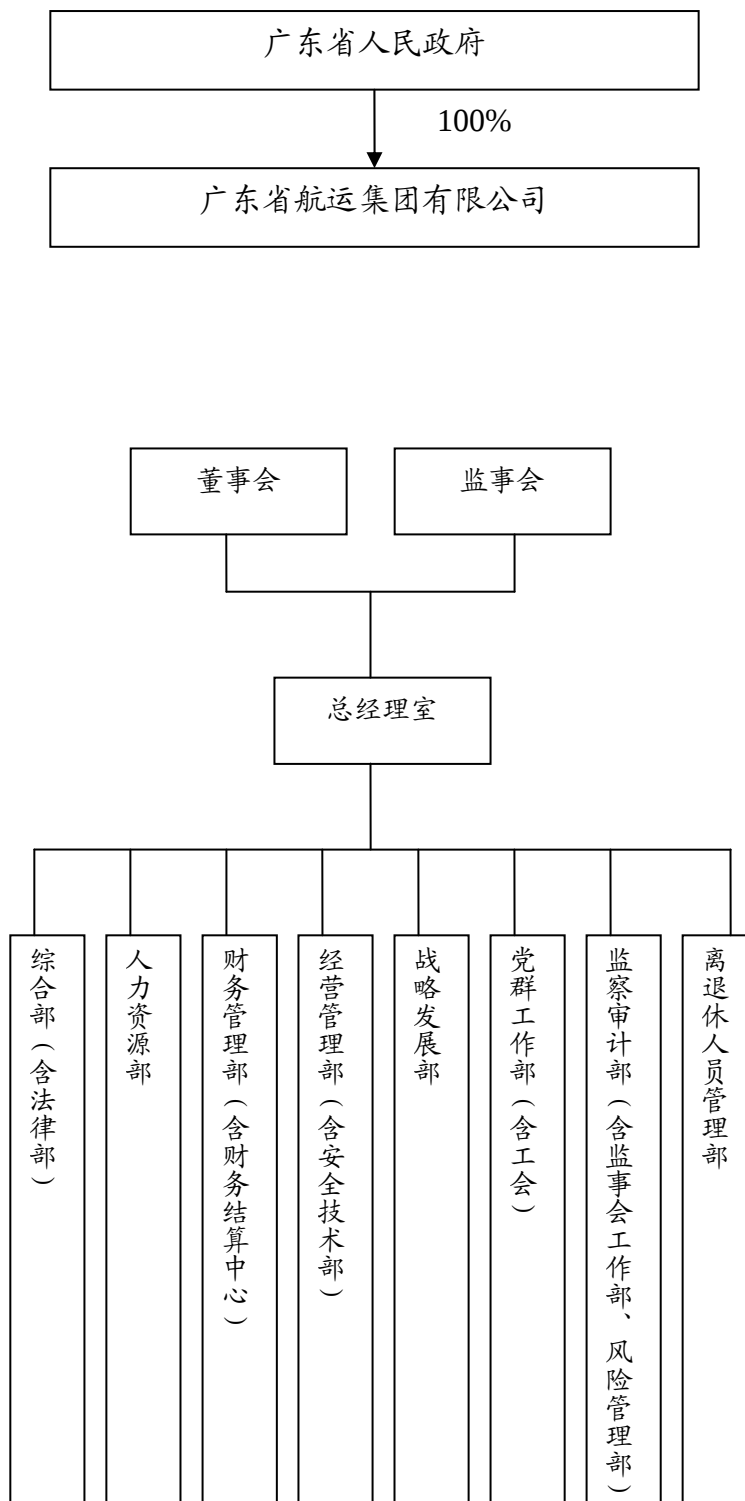
6. 抗风险能力

公司是粤港澳水运市场最大的承运商，拥有 GNG 和 CKS 的粤港澳航运界知名品牌，在珠三角地区的航运物流市场中地位突出。公司整体运作规范，综合管理水平高。综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 粤航运 MTN1”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.32	18.68	19.11	19.74
资产总额(亿元)	71.17	78.74	100.72	104.27
所有者权益(亿元)	40.93	42.41	48.05	48.72
短期债务(亿元)	1.85	7.33	13.82	12.47
长期债务(亿元)	10.70	12.80	17.57	22.26
全部债务(亿元)	12.55	20.13	31.39	34.73
营业收入(亿元)	34.90	37.26	37.63	8.50
利润总额(亿元)	2.80	3.26	3.39	0.59
EBITDA(亿元)	4.98	5.59	6.05	--
经营性净现金流(亿元)	3.48	3.52	2.71	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.80	21.19	14.56	--
存货周转次数(次)	19.49	25.69	9.92	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.50	0.42	--
现金收入比(%)	91.83	89.71	95.12	125.46
营业利润率(%)	20.55	20.73	21.49	25.70
总资本收益率(%)	5.20	5.18	4.77	--
净资产收益率(%)	5.35	6.08	5.50	--
长期债务资本化比率(%)	20.73	23.18	26.78	31.36
全部债务资本化比率(%)	23.47	32.19	39.51	41.62
资产负债率(%)	42.49	46.14	52.29	53.27
流动比率(%)	158.68	136.88	115.09	128.48
速动比率(%)	149.33	132.80	98.54	108.06
经营现金流流动负债比(%)	21.96	17.66	8.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.47	5.26	5.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.52	3.60	5.19	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务计算。

附件 3 有关指标计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	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+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用。