跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 846 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将广东省航运集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+、评级展望为稳定，并将“13粤航运MTN1”的信用等级由AA调整为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月十二日

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中期票据跟踪评级报告

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：正面

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：2016 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.68	19.11	20.26	12.15
资产总额(亿元)	78.74	100.72	152.50	150.51
所有者权益(亿元)	42.41	48.05	59.94	59.94
长期债务(亿元)	12.80	17.57	20.66	18.23
全部债务(亿元)	20.13	31.39	30.61	28.06
营业总收入(亿元)	37.26	37.63	42.14	8.60
利润总额 (亿元)	3.26	3.39	4.09	0.71
EBITDA(亿元)	5.59	6.05	8.20	--
经营性净现金流(亿元)	3.52	2.71	3.81	0.23
营业利润率(%)	20.73	21.49	22.60	23.14
净资产收益率(%)	6.08	5.50	4.99	--
资产负债率(%)	46.14	52.29	60.70	60.17
全部债务资本化比率(%)	32.19	39.51	33.81	31.88
流动比率(%)	136.88	115.09	270.19	272.41
全部债务/EBITDA(倍)	3.60	5.19	3.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.26	5.27	6.42	--
经营现金流动负债比(%)	17.66	8.75	12.65	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 2014 年其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务计算；3. 现金类资产的计算已剔除受限资金及北江航道升级改造项目财政资金。

分析师

刘晓濛　刘 博　韩家麒
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”）主业包括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。跟踪期内，公司营业总收入保持增长，综合盈利能力小幅提升。凭借在珠三角航运物流市场的龙头地位及日益完善、专业经营精细化的码头网络布局，公司港口物流、客运及旅游板块业务保持良好发展态势；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，为后期丰富产品线结构奠定基础。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到海运、造船行业周期性强以及船舶工业板块受行业环境及磨合期影响，盈利能力持续下降等因素对公司经营发展带来的不利影响。

2015年以来，公司参与政府基础性、公益性项目投资建设，主导北江航道扩能升级，提升现有港口码头竞争力与效益的同时，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。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合以上，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“13粤航运MTN1”的信用等级由AA调整为AA^+。

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，跟踪期内在区域内地位、物流网络竞争优势明显，抗周期性风险能力较强。
2. 跟踪期内，公司参与政府基础性、公益性项目投资建设，提升现有港口码头竞争力与效益的同时，促进港口航运上下游业务协同发展。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续下降，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未来盈利情况面临较大不确定性。
2. 中国造船行业景气度低迷，公司船舶工业板块受行业环境及磨合期影响，盈利能力呈现下滑态势。
3. 跟踪期内，公司期间费用水平持续增长，对利润侵蚀影响较大。

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2016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。

目前公司设有综合部（含法律部）、人力资源部、经营管理部（含风险管理部）、财务管理部（含财务结算中心）、战略发展部、党群工作部（含工会）、监察审计部、离退休人员管理部8个职能部门。截至2016年3月底，公司合并范围内拥有二级子公司13家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为152.50亿元，所有者权益合计59.94亿元（其中少数股东权益19.59亿元）；2015年公司实现营业总收入42.14亿元，利润总额4.09亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额150.51亿元，所有者权益合计59.94亿元（其中少数股东权益19.92亿元）；2016年1~3月，公司实现营业总收入8.60亿元，利润总额0.71亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；消费与人均收入情况大致相同，居民人均可支配收入全年同比

增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

港口物流行业

2015 年，全国港口完成货物吞吐量 127.50 亿吨，比上年增长 2.4%。其中，沿海港口完成 81.47 亿吨，内河港口完成 46.03 亿吨，分别增长 1.4%和 4.2%。全国港口完成旅客吞吐量 1.85 亿人，比上年增长 1.3%。其中，沿海港口完成 0.82 亿人，内河港口完成 1.04 亿人，各增长 1.3%。

2015 年，全国港口完成外贸货物吞吐量 36.64 亿吨，比上年增长 2.0%。其中，沿海港口完成 33.01 亿吨，内河港口完成 3.63 亿吨，分别增长 1.0%和 12.2%。全国港口完成集装箱吞吐量 2.12 亿 TEU，比上年增长 4.5%。其中，沿海港口完成 1.89 亿 TEU，内河港口完成 2249 万 TEU，比上年分别增长 4.0%和 8.9%。全国港口完成液体散货吞吐量 10.81 亿吨，比上年增长 8.5%；干散货吞吐量 73.61 亿吨，增长 1.6%；件杂货吞吐量 12.42 亿吨，减少 0.8%；集装箱吞吐量（按重量计算）24.55 亿吨，增长 4.5%；滚装汽车吞吐量（按重量计算）6.11 亿吨，增长 0.3%。

图 1　2011~2015 年全国港口外贸货物吞吐量

（单位：亿吨）

资料来源：2015年交通运输行业发展统计公报

2015 年，全国规模以上港口完成货物吞吐量 114.64 亿吨，比上年增长 1.9%。其中，完成煤炭及制品吞吐量 20.72 亿吨，石油、天然气及制品吞吐量 8.54 亿吨，金属矿石吞吐量 18.26 亿吨，分别下降 6.2%、增长 8.7%和 0.9%。

投资建设方面，全年内河及沿海建设完成投资 1457.17 亿元，比上年下降 0.2%。其中，内河建设完成投资 546.54 亿元，上升 7.6%。内河港口新建及改（扩）建码头泊位 161 个，新增吞吐能力 5079 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 2981 万吨。全年新增及改善内河航道里程 932 公里。沿海建设完成投资 910.63 亿元，下降 4.3%。沿海港口新建及改（扩）建码头泊位 130 个，新增吞吐能力 42026 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 30381 万吨。

截至 2015 年底，全国港口拥有生产用码头泊位 31259 个，比上年底减少 446 个。其中，沿海港口生产用码头泊位 5899 个，增加 65 个；内河港口生产用码头泊位 25360 个，减少 511 个。全国港口拥有万吨级及以上泊位 2221 个，比上年末增加 111 个。其中，沿海港口万吨级及以上泊位 1807 个，增加 103 个；内河港口万吨级及以上泊位 414 个，增加 8 个。

总体来看，港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。受欧债危机后全球经济复苏缓慢以及中国宏观经济增速趋缓影响，中国港口行业总体运行平稳，货物吞吐量保持相对稳定增长但增速有所回落。

船舶制造行业

2015年，中国船舶工业产业集中度有所提高、对外合作成绩显著。但受国际金融危机深层次影响，接单难、交船难、盈利难、融资难等问题依然存在，全行业经济效益出现下滑，船舶工业面临形势依然严峻。

据中国船舶工业协会统计，2015年全国造船完工量4184万载重吨，同比增长7.1%；承接新船订单量3126万载重吨，同比下降47.9%。截至2015年底，手持船舶订单量1.23亿载重吨，同比下降12.3%。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88.6%、88.6%、95.7%。

2015年1~11月，全国规模以上船舶工业企业1449家，实现主营业务收入6885.6亿元，同比增长2.2%。其中，船舶制造业3532.2亿元，同比增长2.8%；船舶配套业904亿元，同比增长8.2%；船舶修理业197亿元，同比下降3.4%；海洋工程专用设备制造634.5亿元，同比下降4.7%。规模以上船舶工业企业实现利润总额156.1亿元，同比下降37.3%。其中，船舶制造业122.5亿元，同比下降14.3%；海洋工程专用设备制造亏损4亿元，利润总额同比下降116.3%。2015年船舶行业经济效益同比大幅下降。

受国际金融危机深层次影响，全球经济增速放缓，新船市场延续低迷，海工装备市场大幅下滑。新接订单所占国际市场份额自国际金融危机爆发以来首次下降；船舶延期交付明显增多，在手订单交付风险增大；银行贷款条件越发严格，财务成本大幅增长。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，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《2015年广东省国民经济和社会发展统计公报》显示，2015年广东省实现地区生产总值72812.55亿元，比上年增长8.0%。从国内贸易来看，2015年广东省社会消费品零售总额达31333.44亿元，比上年增长10.1%；其中批发和零售业零售额28094.62亿元，增长10.0%；餐饮收入3238.83亿元，增长10.7%。2015年广东省全年进出口总额10229.52亿美元，下降5.0%。其中，出口6435.62亿美元，下降0.4%；进口3793.90亿美元，下降11.9%。进出口差额（出口减进口）2641.72亿美元，比上年增加486.61亿美元。

交通运输方面，全年全省港口货物吞吐量完成171109万吨，比上年增长3.4%。其中，外贸货物吞吐量51854万吨，下降0.03%；内贸货物吞吐量119255万吨，增长5.1%。港口集装箱吞吐量5512.12万标准箱，增长3.5%。

整体看，广州市经济持续保持快速增长，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、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）和澳门粤通码头，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。2015 年公司自营和代理的客运量为 1506.76 万人次，其中粤－港航线客运市场占有率 96.00%，区域竞争地位显著。

2015 年，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。该项目提升公司现有港口码头竞争力与效益的同时，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司经营业务进一步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。2015年，公司实现主营业务收入41.79亿元，同比增长12.40%。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，2015年分别占主营业务收入的44.75%和31.04%，收入构成变化不大。跟踪期内，公司各板块收入均呈现增长态势；其中，港口物流板块营业收入同比增长16.15%，主要受益于码头网络布局日益完善及专业经营精细化；近远洋运输板块收入同比增长9.46%，主要由于2015年度新增一艘液体化工品船及两艘散货船带动运量提升所致；船舶工业随着小虎岛船厂生产线进一步打通带动产值增长，营业收入同比增长11.51%；房地产板块随着华港花园及滨江明珠项目销售结转，收入同比增长58.33%。

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，2015年上述两板块毛利润分别占公司主营业务毛利润的47.24%和43.40%；房地产板块毛利润占比为6.74%，对主营业务毛利润的贡献仅次于上述两个板块。2015年，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，盈利水平持续较弱。总体看，公司主营业务综合毛利率相对稳定，2015年提升至22.73%。

表1 2014~2016年一季度公司主营业务构成及毛利率情况

行业	主营业务收入（亿元）			主营业务收入占比（%）			主营业务毛利率（%）		
	2014年	2015年	2016年1~3月	2014年	2015年	2016年1~3月	2014年	2015年	2016年1~3月
港口物流	16.10	18.70	4.56	43.29	44.75	53.53	23.87	24.00	23.14
客运及旅游	12.33	12.97	2.78	33.17	31.04	32.65	27.24	31.79	33.64
近远洋运输	1.48	1.62	0.43	3.98	3.88	5.10	3.38	3.45	-16.18
船舶工业	6.43	7.17	0.51	17.30	17.16	5.98	5.12	2.68	-14.23
房地产	0.84	1.33	0.23	2.26	3.17	2.74	49.44	48.32	55.21
合 计	**37.18**	**41.79**	**8.52**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**21.51**	**22.73**	**23.21**

资料来源：公司提供

2016年1~3月，公司实现主营业务收入8.52亿元，同比基本持平；其中港口物流业务实现收入4.56亿元，占比上升至53.53%，客运及旅游业务收入占比上升至32.65%，船舶工业收入占比为5.98%，收入构成较为稳定。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33.64%，较2015年底增加1.85个百分点；受2016年年初以来，国际干散货市场持续低迷，运输价格持续大幅下降影响，近远洋运输板块毛利率明显下降至-16.18%；船舶工业板块毛利率较2015年底下降至-14.23%，主要由于盈利水平较高的外委厂船舶未实现交船且小虎岛船厂部分转固带动折旧增加所致。同期，公司综合毛利率为23.21%，同比减少2.60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发展态势良好，整体盈利能力稳定；近远洋运输及船舶工业板块受行业景气度持续低位运行影响，盈利水平有所下降。

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（集团）有限公司（以下简称“珠江船务”）经营。截至2016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。受益于码头网络布局日益完善及专业经营精细化，2015年公司港口物流板块实现收入18.70亿元，同比增长16.15%；毛利率小幅上升至24.00%。2016年1~3月，公司港口物流板块实现营业收入4.56亿元，毛利率23.14%，较去年同期变化不大。

港口物流业务指标方面，跟踪期内公司累计完成货运量1037万吨，同比增长19.3%；货运周转量147.1亿吨/公里，同比增长84.4%，主要受益于2014年底新增干散货船“广航2”实现全年运营带动所致；集装箱承运量138万TEU，同比增长5.58%，在广东省内市场占有率约为15%；港口货运吞吐量3046万吨，同比增长40.4%，主要受益于湛航集团的纳入；港口集装箱吞吐量161万TEU，同比增长6.63%。总体看，除2015年因霞海港异地搬迁停止运营导致散杂货吞吐量同比明显下降外[1]，各经营指标呈现稳定增长态势。

[1] 霞海港异地搬迁所造成的损失将由湛江市政府以货币及土地形式补偿。

表 2　公司港口物流货运业务经营指标

业务名目	指　标	2014 年	2015 年	同比（%）
支线运输	集装箱承运量（TEU）	1305442	1378337	5.58
	散杂货承运量（计费吨）	341337	340118	-0.36
陆路运输	集装箱托运量（TEU）	280339	300768	7.29
码头装卸	集装箱吞吐量（TEU）	1512253	1612532	6.63
	散杂货吞吐量（计费吨）	2748815	1697959	-38.23

资料来源：公司提供

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。跟踪期内，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态势。截至2016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。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。

2015年，公司客运及旅游板块实现收入12.97亿元，同比增长5.19%。从毛利率情况看，2015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进一步提升至31.79%，同比增加4.55个百分点，盈利能力较强。

公司经营着粤港、港澳、粤澳三大航线，2015年总客运量（自营+代理）为1506.76万人次，较2014年增长3.55%。粤港航线是公司的客运主打品牌，2015年客运量为678.25万人次，同比增长4.96%；市场占有率达96%，同比进一步增加2.00个百分点，区域竞争地位显著。2015年，粤澳航线客运量提升至36.36万人次，同比增长6.22%，市场占有率同比增加2.00个百分点。港澳航线客运量稳定增长，2015年客运量为792.15万人次，市场占有率为35%，同比小幅增长，客运量占比仍最高。

目前，港珠澳大桥处于建设期，起自粤港分界线，止于珠海/澳门口岸人工岛，预计2017年底建成通车。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。与此同时，为应对港珠澳大桥的通车运营对公司已有航线的分流影响，公司除计划新增代理码头口岸外，还在原有口岸中开通更多航线（如莲花山口岸至香港机场航线等）、增加中间停靠码头，输出管理服务等以延伸客运业务辐射范围。预计港珠澳大桥建成后短期内会对客运板块产生一定分流影响，但随着公司在珠三角高速客运网络布局的日益完善，分流影响有望得到缓解。

2016年1~3月，公司客运及旅游板块实现收入2.78亿元，同比增长6.51%；同期，毛利率为33.64%，同比基本持平。2016年1~3月，公司三大航线实现客运总量368.93万人次，同比增长7.70%，客运量占比最高的仍为港澳航线，客运量为203.05万人次，同比增长18.61%；粤港及粤澳航线分别完成客运量156.23万人次和9.65万人次。

表 3　2013 ~2016 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）			15 年市场占有率
		2014 年	2015 年	16 年 1~3 月	
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）	646.20	678.25	156.23	96%
粤澳航线	4 条（珠海、江门、蛇口、深圳福永）	34.23	36.36	9.65	20%
港澳航线	金珠船务港澳航线	774.70	792.15	203.05	35%
合 计	--	**1455.13**	**1506.76**	**368.93**	--

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2016年3月底，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8066万美元，洽谈中订单约6640万美元，在行业需求低迷环境下为公司提供订单来源。

跟踪期内，公司结合分析小虎岛造船基地的设施情况、产品市场条件、附加值及盈利水平，将产品定位转向高速碳纤维船和液体化工品船。2015年12月，公司入股从事碳纤维复合材料船舶设计和生产的挪威BRØDRENE AA As船厂，持有其40.68%股权，投资折合人民币约1.09亿元，并计划引进技术在广州南沙生产。目前，公司客运及旅游板块部分高速客船面临淘汰，公司计划采用碳纤维船舶更新船队。本次股权投资有助于公司将碳纤维船舶引进国内生产、降低造价，凭借成本优势以及碳纤维船舶高速性能为公司采取客运及旅游板块降价、加密航班等措施提供支持，从而更好的应对陆路交通竞争。另一方面，公司计划通过技术引入，进一步丰富小虎岛基地的产品线，优化产品架构，提升产品技术含量，从而改善船舶工业板块盈利能力。

2015年，公司船舶工业板块实现营业收入7.17亿元，同比增长11.51%，主要受益于小虎岛生产线进一步打通，产值较上年有所增加；毛利率进一步下滑至2.68%，主要系船舶工业行业持续低迷，船舶订单价格持续下降，且小虎岛造船基地尚处于磨合阶段综合所致。

2015年，公司在建船舶数量最高峰达39艘；全年完工交船24艘，同比增加6艘，其中新船重工交船11艘，同比增加6艘；全年实现收入7.49亿元（未合并抵消数据），同比增长16.49%。受行业景气度低迷及下游需求疲软影响，公司新接订单量同比有所下滑，2015年新接订单量同比减少3艘至19艘。

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。2015年浩粤船舶全年完工交船13艘，与2014年持平。

2016年1~3月，公司完工交船2艘，实现营业收入0.51亿元，同比变化不大；毛利率下降至-14.23%，主要由于盈利水平较高的外委厂船舶未实现交船所致。

表4　公司船舶工业经营情况

（单位：艘、亿元）

项目	2014年	2015年	2016.Q1
造船完工量	18	24	2
新接订单量	22	19	0
手持订单量	27	22	20
主营业务收入	6.43	7.17	0.51

资料来源：公司提供

结算方面，受造船行业低迷影响，下游付款条件较为苛刻，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。受此影响，跟踪期内公司应收账款规模持续增长，对资金形成一定占用。目前，公司船舶工业板块资金来源主要为银行贷款，受行业景气度持续低迷影响，行业内资金紧张。公司下属子公司以集团为统一平台获取成本较低的资

金，为船舶工业板块持续运营及成本控制起到积极影响。

总体看，造船行业仍处于低谷期，公司新增订单及订单价格持续下滑。为应对行业景气度低迷影响，公司逐渐将小虎岛造船基地产品定位转移至化学品船、碳纤维高速客船等高附加值产品，以缓解不利影响。与此同时，公司高速客运市场中部分高速客船逐渐面临淘汰更新，为开发高速碳纤维客船奠定一定市场基础。

近远洋运输板块

公司近远洋运输业务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33.28万载重吨，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、1.28万吨级化工船舶1艘和1.1万吨级化工船舶2艘。

2015年，随着新增一艘液体化工品船及两艘散货船带动运量提升，公司近远洋运输业务实现收入1.62亿元，同比增长9.46%，占公司主营业务收入3.88%，对收入贡献小。公司部分船舶运价随行就市，2015年受益于海保、海康两艘船转做毛利率较高的期租业务以及增量业务盈利水平相对较高，近远洋运输板块毛利率小幅提升至3.45%。

散杂货运输业务方面，2015 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，全年完成货运量 152 万吨，同比下降35.32%，主要系其采取了期租模式，航次时间较长导致。

远洋干散货运输方面，广航 1、广航 2、广航 3 目前以期租方式运营，环球航行，主要运输粮食。2015 年公司完成远洋干散货货运量 93 万吨，同比大幅增长 214.50%，主要系广航 2 与广航 3 新投入运营所致。

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。2015 年，公司液体化工品运输运量为 39.5 万吨，同比增长 21.34%，主要来自新增运力带动所致。

总体看，受行业周期性影响，公司近远洋运输板块毛利率持续低位徘徊。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

公司房地产业板块制定销租结合的市场化策略，2015 年公司房地产业务收入为 1.33 亿元，同比增长 58.33%，主要来自华港花园和盛港滨江明珠项目（已售罄）新增铺面物业销售带动；2016 年 1~3 月公司房地产业务收入 0.23 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司在售房地产项目包括华港花园和南沙珠江物流总部基地项目，总可售面积 34.46 万平方米，截至 2016 年 3 月底已售面积 25.18 万平方米。其中南沙珠江物流总部基地项目于 2015 年 12 月封顶，2016 年 1 月开始预售，2016 年 1~3 月收到预收售楼款 0.74 亿元。

表 5　截至 2016 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	24.20	0.72
南沙珠江物流总部基地	商务金融	2.86	7.02	0.98	1.27
合计	--	**9.36**	**34.46**	**25.18**	--

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司可供开发土地储备为新中国船厂广州电视塔C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。

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及北江航道升级改造项目等，计划总投资115.08亿元（其中公司出资38.03亿元），截至2015年底已完成投资20.90亿元，公司出资部分尚余缺口17.13亿元。

北江航道扩能升级

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”）已被列为广东省2015~2017年重点水运建设项目，主要工程内容有：新建二、三线船闸共7座，沿线航道工程以及新建桥梁、航标等配套工程。项目总投资约73.25亿元，设计建设工期4年（局部6年），计划于2017年底主体项目完工。2015年5月28日，公司与广东省建筑工程集团有限公司和广东水电二局股份有限公司三家省属国有企业联合中标北江项目，并于2015年8月6日共同出资成立广东省北江航道开发投资有限公司（以下简称“北江公司”），注册资本1.8亿元，上述三家公司持股比例分别为50%、25%和25%，负责项目的建设管理、运营管理以及沿线相关产业的开发。北江项目由中央、地方、企业共同出资建设，其中北江公司出资8.7亿元（三家股东根据持股比例出资），三级财政出资64.64亿元（中央、省级财政出资60.70亿元，地市财政出资3.94亿元）；截至2016年3月底，财政已到位资金37.32亿元（计入“专项应付款”和“收到其他与投资有关的现金”）。截至2015年底，北江项目已完成投资1.20亿元，计划于2016年和2017年分别投资20.64亿元和20.00亿元。北江航道扩能升级项目不仅提升公司现有港口码头竞争力与效益，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。

总体看，公司存在一定投资需求。

表6　截至2015年底主要投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	公司出资	资金来源		截至2015年底已投资	2016年计划投资	2017年计划投资
			贷款	自筹			
北江航道升级改造项目	732500	43500	--	43500	11987	206389	200000
南沙小虎岛造船基地项目	137000	137000	85000	52000	115167	11750	--
南山客货滚船码头工程	119889	38364	26855	11509	10000	8755	--
南沙珠江物流总部基地项目	79984	79984	49984	30000	45087	25000	--
湛航船厂搬迁改造项目	39653	39653	23792	15861	24395	15000	258
客运高速船运力更新	30800	30800	15400	15400	2334	13440	15026
挪威Brodrene AA船厂合作项目	11009	11009	--	11009	0	8108	2901
合计	**1150835**	**380310**	**201031**	**179279**	**208970**	**288442**	**218185**

资料来源：公司提供

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2016年3月底，募集资金已按照用途使用完毕，债券利息均按时支付。

九、财务分析

公司提供的2013~2015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结论。公司提供

的2016年一季度财务报表未经审计。

2015年，公司通过投资新设，合并范围新增1家二级子公司广东省北江航道开发投资有限公司（以下简称“北江航道开发公司”）。截至2016年3月底，公司合并范围内拥有二级子公司13家，较2015年底无变化。公司财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为152.50亿元，所有者权益合计59.94亿元（其中少数股东权益19.59亿元）；2015年公司实现营业总收入42.14亿元，利润总额4.09亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额150.51亿元，所有者权益合计59.94亿元（其中少数股东权益19.92亿元）；2016年1~3月，公司实现营业总收入8.60亿元，利润总额0.71亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业总收入42.14亿元，同比增长11.97%；实现利润总额为4.09亿元，同比增长20.75%，主要受益于主业综合盈利水平提升及营业外收入增长；同期，公司营业成本为32.49亿元，增速略低于同期营业总收入增速；受益于此，公司营业利润率小幅上升至22.60%。

2015年，公司期间费用合计7.42亿元，同比增长25.42%，主要来自管理费用和财务费用（在建工程转固带动费用化利息增长）的增长；构成主要为管理费用（其中职工薪酬占59.18%）。2015年，公司期间费用率为17.60%，控制能力有待增强。

2015年，公司实现投资收益1.37亿元，同比增长23.17%，主要为权益法核算的长期股权投资收益（0.77亿元）和持有至到期投资取得的投资收益（0.29亿元）；营业外收入为0.93亿元，其中政府补助0.29亿元（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0.49亿元，主要为新中国船厂收到的土地补偿款。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）及营业外收入合计占当期利润总额56.30%，对利润贡献程度高。总体看，公司期间费用占比较高，对利润侵蚀影响较大。

从盈利能力指标看，2015年，公司总资本收益率提升至4.67%，同比增加0.53个百分点；净资产收益率小幅下降至4.99%，整体盈利能力一般。

2016年1~3月，公司实现营业总收入8.60亿元，同比增长1.18%；实现利润总额和净利润分别为0.71亿元和0.47亿元，分别为2015年全年的17.25%和15.60%。同期，公司营业利润率为23.14%，同比变化不大。

总体看，跟踪期内公司主营业务保持良好发展态势，营业总收入稳定增长，营业利润率有所提升；投资收益及营业外收入对当期利润总额贡献程度高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入 50.78 亿元，较上年增长 8.07%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 42.18 亿元，同比增长 17.85%；收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为 8.02 亿元和 9.43 亿元，主要为港口物流、客运及旅游板块业务往来款项以及各子公司收到的政府补贴等；公司现金收入比小幅提升至 100.11%，收入实现质量有所改善；同期，公司经营活动产生的现金流出为 46.97 亿元，较上年增长 6.07%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.81 亿元，同比增长 40.83%，主要受益于船舶工业板块船款收回增加。

从投资活动看，跟踪期内公司投资活动现金流入量规模大幅增长，2015年为40.97亿元，主要来自收到其他与投资有关的现金（公司收到的北江航道改造项目财政资金）。2015年，随着小虎岛造船基地易地建厂、珠江船务收购珠海西域箱厂、船舶运力更新和南沙珠江船务大厦项目等项目持续投入，公司购建固定资产、

无形资产和其他长期资产支付的现金9.84亿元，同比增长40.85%。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为30.69亿元。

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动现金流入18.81亿元，同比基本持平，主要来自取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金（珠江股份配股募集资金4.6亿港元以及北江航道开发公司收到广东省建筑工程集团及水电二局股东投资款4.35亿元）；筹资活动现金流出增长至14.92亿元，主要为偿还债务支付的现金；2015年筹资活动产生的现金流量净流入为3.89亿元。

2016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0.23亿元、-5.17亿元和-3.26亿元。2016年一季度投资活动现金流净额有所下降，主要系在建项目持续投入及一季度未收到财政资金拨入所致。

总体看，跟踪期内受益于船舶工业板块回款增加，公司经营活动产生的现金流量较快增长，收入实现质量有所改善；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有所波动，考虑到规模较大的北江升级改造项目资金主要来自于财政，公司实际融资需求不大。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 152.50 亿元，同比增长 51.41%，主要系北江航道升级改造项目收到财政资金带动所致；其中，流动资产占 53.43%，非流动资产占 46.57%，资产构成转变以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 81.49 亿元，同比增长 128.73%，主要来自货币资金、其他应收款及存货的增长。截至 2015 年底，流动资产构成以货币资金（占 70.66%）、其他应收款（占 9.54%）及存货（占 8.86%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 57.57 亿元，同比大幅增长主要系北江项目财政资金到位带动；构成以银行存款（占 83.55%）及其他货币资金（占 16.41%，主要为集团结算中心结构性存款和智能存款资金）为主。

截至 2015 年底，公司应收账款增长至 3.53 亿元，同比增长 5.50%，主要为应收船舶款；从账龄看，1 年以内的占比为 86.40%，1~2 年的占比为 6.71%，3 年以上的占比为 6.89%，账龄较短。前五名欠款单位合计占应收账款 44.76%，集中度较高。同期，公司计提坏账准备 0.91 亿元，综合计提比例为 20.50%，计提较充分。

截至 2015 年底，公司预付账款为 5.34 亿元，同比增长 87.87%，主要系北江航道升级改造项目预付工程款 3.21 亿元带动所致。

公司其他应收款构成主要为应收出口退税、与联营公司间业务往来款等。截至 2015 年底，公司其他应收款进一步增长至 7.77 亿元，同比增长 50.29%，主要由于应收合营、联营公司款项增加所致；其中账龄 1 年以内的占 98.24%，账龄短；前五名应收客户占比为 14.80%，集中度较低。同期，公司对其他应收款计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 4.54%。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 7.25 亿元，同比增长 40.93%，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加所致。其中，库存商品占 30.62%、原材料占 6.89%、自制半成品及在产品占 0.04%、其他占 62.21%（公司珠江物流总部基地项目用于出售的部分）。当期，公司对库存商品计提跌价准备 301.26 万元。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产为 71.02 亿元，同比增长 9.10%，主要来自固定资产的增长；非流动资产构成以固定资产（占 58.05%）和在建工程（占 14.72%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 8.54 亿元，同比小幅增长，主要包括对广州南沙国际物流园（2.50 亿元）、中港客运联营有限公司（1.74 亿元）、佛山新港码头有限公司（0.77 亿元）等与公司主业相关的投资。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 60.18 亿元，较 2014 年底增长 16.00%，主要来自运输工具（近远洋船舶“广航 3”及“粤油 903”）和房屋建筑物（小虎岛造船基地部分转固）增长。从固定资产账面原值看，运输工具占 43.67%、房屋建筑物占 28.90%、土地资产占 12.86%、机器设备占 9.36%；累计计提折旧 18.34 亿元，当期固定资产净值为 41.23 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 2015 年底，公司在建工程 10.45 亿元，同比下降 15.51%，主要系小虎岛易地建厂项目转固所致。截至 2015 年底，公司在建工程主要包括小虎岛异地建厂项目（期末余额 5.64 元）湛航集团船厂搬迁项目（包括 1 个万吨级船坞及 1 个 5000 吨级舾装泊位等，期末余额 2.45 亿元）和北江航道扩能升级工程（期末余额 1.16 亿元）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 150.51 亿元，较 2015 年底略有下降；其中流动资产占 51.50%，非流动资产占 50.50%。与 2015 年底相比，公司流动资产下降 4.88%，主要系北江航道升级改造项目持续投入导致货币资金下降。公司非流动资产较 2015 年底变化不大。

总体看，跟踪期内受北江航道升级改造项目逐步启动影响，公司资产构成发生一定变化。流动资产中，货币资金占比高，受船舶工业板块经营规模拓展、回款周期变长及房地产业务持续投入影响，应收账款及存货规模持续增长；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 2015 年底，公司所有者权益合计 59.94 亿元（其中少数股东权益 19.59 亿元，占比为 32.69%），较 2014 年底增长 24.74%，主要系合并范围新增非全资子公司北江航道开发公司带动少数股东权益增长所致。归属于母公司权益中，实收资本占 7.98%，资本公积占 17.93%，盈余公积占 43.59%，未分配利润占 39.52%，其他综合收益（控股子公司珠江船务外币报表折算差额）占-9.08%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 59.94 亿元，构成与 2015 年底相比变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性偏弱。

截至2015年底，公司负债规模同比增长75.75%至92.57亿元，主要来自专项应付款及递延收益的增长；其中流动负债占32.58%，非流动负债占67.42%。

流动负债方面，截至2015年底，公司流动负债30.16亿元，同比下降2.57%；构成主要包括短期借款（占32.99%）、应付账款（占18.07%）和其他应付款（占40.26%）。

截至2015年底，公司短期借款9.95亿元，同比增长23.66%，全部为信用借款；公司应付账款5.45亿元，同比增长9.41%，主要为应付船舶设备款等；公司其他应付款快速增长至12.14亿元，同比增长34.61%，主要系小虎岛造船基地项目的应付款增加。

截至2015年底，公司非流动负债同比增长187.41%至62.41亿元，主要系北江航道升级改造项目带动专项应付款及递延收益大幅增长。非流动负债构成主要包括长期借款（占21.89%）、专项应付款（占46.33%）和递延收益（占19.00%）等。

截至2015年底，公司专项应付款及递延收益分别为28.91亿元和11.86亿元，公司收到的北江航道升级改造项目的财政资金在划拨至北江航道开发公司前，计入专项应付款项目核算。待公司审议通过北江项目公司资金支付计划并经省航道局复函确定后，公司逐步划拨财政资金至项目公司，冲减专项应付款的同时，确认递延收益。

截至 2015 年底，公司全部债务小幅下降至 30.61 亿元；其中短期债务占 32.51%，长期债务占 67.49%。债务指标方面，公司资产负债率为 60.70%，同比增加 8.41 个百分点（剔除专项应付款后，资产负债率实际同比呈下降态势）；

全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.81%和 25.63%，同比分别减少 5.71 和 1.14 个百分点，整体债务负担处于较轻水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 90.57 亿元，较 2015 年底下降 2.16%；其中流动负债占比 31.42%，非流动负债占比 68.58%。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务进一步下降至 28.06 亿元，债务结构较 2015 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为 60.17%、31.88%和 23.32%，较 2015 年底分别减少 0.52 个、1.92 个和 2.32 个百分点。

总体看，公司所有者权益稳定性偏弱，跟踪期内债务规模持续下降，整体债务负担较轻，财务弹性良好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司流动比率和速动比率分别提升至 270.19%和 246.26%，主要由于公司收到财政资金带动流动资产快速增长所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 272.41%和 247.01%。2015 年公司经营现金流动负债比增至 12.65%，较 2014 年增加 3.90 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，2015 年受益于利润总额增长，公司 EBITDA 上升至 8.20 亿元；EBITDA 利息倍数提升至 6.42 倍，保障能力有所增强；受全部债务规模下降影响，全部债务/EBITDA 由 5.19 倍下降至 3.73 倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司合并范围内共获得银行授信人民币 69.99 亿元、美元 0.75 亿元、港币 17.94 亿元，未使用人民币额度 59.90 亿元、美元 0.15 亿元、港币 7.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。

2015年公司EBITDA对7亿元“13粤航运MTN1”的保障倍数为1.17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7.25倍和0.54倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力强。

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 2016 年 4 月 7 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。

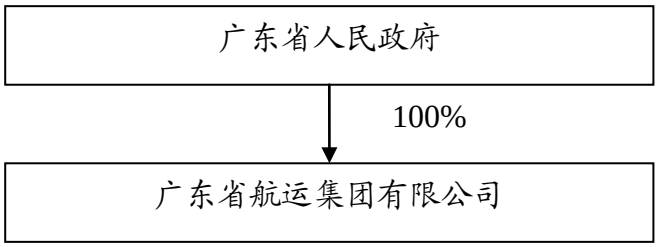
6. 抗风险能力

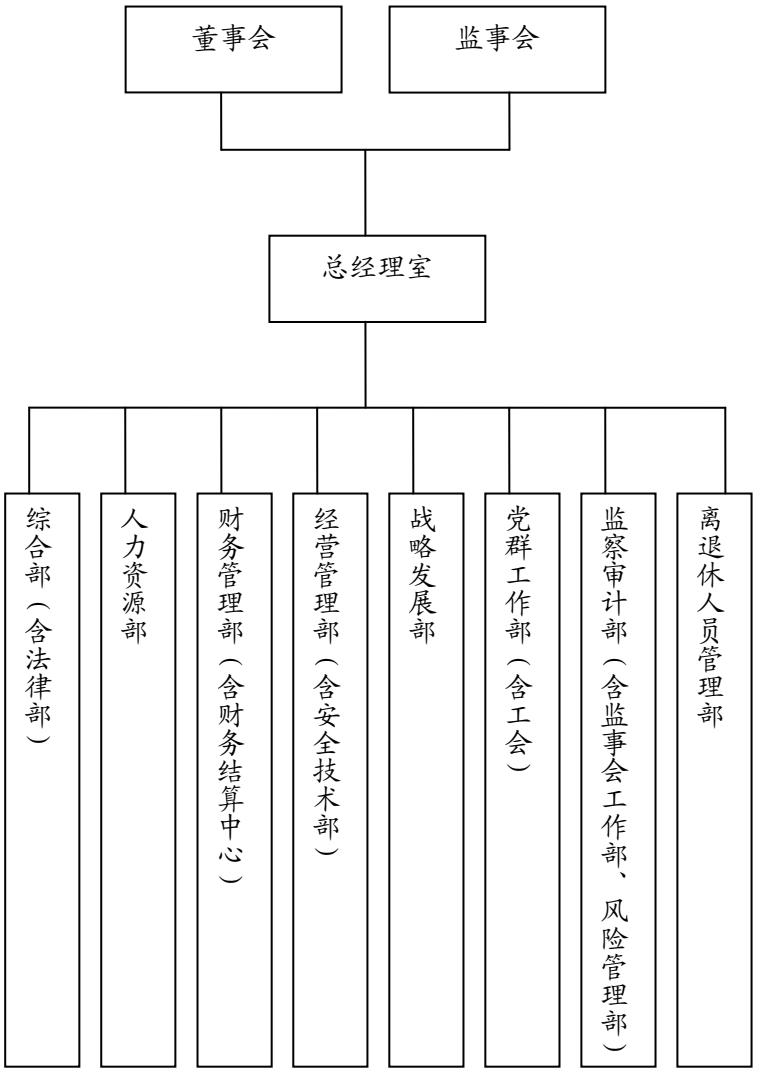
公司是粤港澳水运市场最大的承运商，拥有 GNG 和 CKS 的粤港澳航运界知名品牌，在珠三角地区的航运物流市场中地位突出。公司整体运作规范，综合管理水平高。综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定，并将“13 粤航运 MTN1”的信用等级由 AA 调整为 AA^+。

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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.68	19.11	20.26	12.15
资产总额(亿元)	78.74	100.72	152.50	150.51
所有者权益(亿元)	42.41	48.05	59.94	59.94
短期债务(亿元)	7.33	13.82	9.95	9.83
长期债务(亿元)	12.80	17.57	20.66	18.23
全部债务(亿元)	20.13	31.39	30.61	28.06
营业总收入(亿元)	37.26	37.63	42.14	8.60
利润总额(亿元)	3.26	3.39	4.09	0.71
EBITDA(亿元)	5.59	6.05	8.20	--
经营性净现金流(亿元)	3.52	2.71	3.81	0.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.19	14.56	12.21	--
存货周转次数(次)	25.69	9.92	5.27	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.42	0.33	--
现金收入比(%)	89.71	95.12	100.11	101.00
营业利润率(%)	20.73	21.49	22.60	23.14
总资本收益率(%)	5.18	4.14	4.67	--
净资产收益率(%)	6.08	5.50	4.99	--
长期债务资本化比率(%)	23.18	26.78	25.63	23.32
全部债务资本化比率(%)	32.19	39.51	33.81	31.88
资产负债率(%)	46.14	52.29	60.70	60.17
流动比率(%)	136.88	115.09	270.19	272.41
速动比率(%)	132.80	98.54	246.26	247.01
经营现金流动负债比(%)	17.66	8.75	12.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.26	5.27	6.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.60	5.19	3.73	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 2014 年其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务计算；3. 现金类资产的计算已剔除受限资金及北江航道升级改造项目财政资金。

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	（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	
营业总收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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*	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×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等级。