

广西北部湾国际港务集团有限公司

公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100312】

评级对象: 广西北部湾国际港务集团有限公司公开发行 2016 年公司债券

16 北部湾

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2019 年 06 月 24 日
 前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2019 年 01 月 30 日
 首次评级: AA+/稳定/AA+/2015 年 10 月 21 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.43	6.20	10.32	12.51
刚性债务	161.12	174.98	198.70	208.26
所有者权益	49.54	48.21	178.89	177.96
经营性现金净流入量	-11.15	7.91	-19.98	-10.77
合并口径数据及指标:				
总资产	759.99	767.12	1302.24	1307.52
总负债	542.22	549.46	920.15	927.94
刚性债务	425.77	424.02	740.35	749.76
所有者权益	217.77	217.66	382.09	379.58
营业收入	364.63	464.34	691.85	154.59
净利润	5.87	8.58	6.66	0.19
经营性现金净流入量	28.26	40.75	46.89	6.41
EBITDA	40.96	51.38	73.21	—
资产负债率[%]	71.35	71.63	70.66	70.97
权益资本与刚性债务比率[%]	51.15	51.33	51.61	50.63
流动比率[%]	74.04	66.14	69.60	71.55
现金比率[%]	19.12	21.22	30.83	30.62
利息保障倍数[倍]	1.41	1.59	1.26	—
净资产收益率[%]	2.76	3.94	2.22	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.45	12.86	10.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.58	1.85	7.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.29	2.52	2.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.13	—

注: 根据广西北部湾国际港务集团有限公司经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

林贊婧 lyj@shxsj.com
 喻俐萍 ylp@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对广西北部湾国际港务集团有限公司(简称“北部湾港务”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 北部湾的跟踪评级反映了 2018 年以来北部湾港务在地理区位、区域性垄断地位、综合实力及融资能力等方面所具有的优势, 同时也反映了公司在产品价格波动、刚性债务负担及内部管理等方面所面临的压力与风险。

优势:

● **区位优势。**广西北部湾港是我国西南沿海港口群的重要组成, 北部湾港务旗下的防城港被列入全国沿海 24 个主要港口之一, 钦州港和北海港被列入全国 25 个地区性重要港口, 随着我国“一带一路”、面向东盟和沟通西南等国家发展战略相关工作的不断深入, 公司面临的政策环境较好。

● **区域性垄断优势。**北部湾港务是广西壮族自治区政府整合广西北部湾港口资源、为区域经济发展提供高效出海通道与物流平台的实施主体, 公司在广西北部湾港占据主导地位, 近年来港口业务发展较好, 且在合并西江集团后将打通江海联运, 未来港口业务有望得到进一步发展。

● **综合实力增强。**北部湾港务于 2018 年 12 月完成了合并西江集团事项, 资产和业务规模显著扩大, 公司区域地位进一步提升, 综合实力有望增强, 且有望在政策、资源等方面获得政府进一步支持。

● **融资能力较强。**北部湾港务融资渠道畅通, 目前可通过银行借款和发行债券等多种途径进行融资, 且其拥有两家控股上市公司, 可通过发行股票进行融资, 公司融资渠道多样, 融资能力较强。

风险：

- 工贸业务涉及产品面临一定价格波动风险。北部湾港务工贸业务板块中的工业生产业务和贸易业务的主要原材料及产品价格易受宏观经济波动和行业市场环境影响，公司综合盈利能力的稳定性面临一定挑战。
- 刚性债务压力较大。北部湾港务负债规模继续扩大，且以刚性债务为主，新合并的西江集团刚性债务压力亦不小，公司面临的刚性债务偿付压力较大，公司债务偿付对增量债务融资能力依赖度较高。
- 面临管理难度较大。跟踪期内，北部湾港务完成了与西江集团合并，并将原有的五大产业板块与西江集团各业务板块进行融合，形成了目前的7+1板块，业务涉及面较广，内部管理压力较大；且其下属华锡集团目前债务压力大，南化集团正处于搬迁阶段，ST南化仍需积极推进摘帽工作，公司面临的管理难度及压力较大。

关注：

- 关注西江集团并入对公司影响。目前西江集团已完成并入工作，西江集团资产规模较大，其业务与原北部湾港务既有重叠部分也有新增部分，关注公司对未来整体业务统筹管理以及带来的效益情况。
- 关注后续政府补偿金的支付情况。北部湾港务下属子公司南化集团目前主要在进行土壤修复和异地搬迁等工作，南宁市政府针对上述工作会给予公司一定的补偿金，需关注南化集团后续搬迁工作进展和政府补偿金的支付情况。
- 关注海外投资业务发展情况。北部湾港务正在不断对海外港口进行投资，海外投资业务存在固有的政治、政策和汇率风险，需关注公司海外投资业务拓展进度、后续经营和分红情况。

➤ 未来展望

通过对广西北部湾国际港务集团有限公司及其发行的16北部湾主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为16北部湾还本付息安全性极强，并维持本期债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广西北部湾国际港务集团有限公司公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广西北部湾国际港务集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（简称“16 北部湾”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据北部湾港务提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对北部湾港务的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司经中国证券监督管理委员会许可[2015]2863 号）获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币 15 亿元公司债券，公司于 2016 年 3 月发行了规模为 15.00 亿元的“16 北部湾”，票面利率为 3.60%，到期日期为 2021 年 3 月 1 日，本期债券募集资金用于偿还银行借款及补充流动资金，按募集说明说指定用途，依照公司《募集资金管理办法》履行内部审批程序。公司最新于 2019 年 4 月 26 日在中国银行间债券市场交易商协会成功注册 10.00 亿元中期票据发行额度，有效期至 2021 年 4 月 26 日，已经全额发行。目前公司尚处于有效期限的发行额度包括中期票据 20.00 亿元、短期融资券 7.50 亿元以及超短期融资券 35.00 亿元，有效期分别为 2019 年 10 月 24 日、2019 年 12 月 20 日及 2020 年 4 月 26 日。

截至 2019 年 6 月 20 日，该公司合并口径已发行尚未到期债券本金余额为 218.50 亿元，考虑到进入行权期的债券，2019~2020 年，当年到期债券本金合计分别为 64.00 亿元和 77.50 亿元，其中 2019 年进入行权期的债券为 9.00 亿元，公司面临一定的债券集中到期偿付压力。

图表 1. 截至 2019 年 6 月 20 日公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	债券余额	起息日期	债券期限（年）	到期日期	票面利率	本息偿付情况
14 北部湾 PPN002	10.00	2014-09-30	5	2019-09-30	6.80	未到期，正常付息
19 北部湾 SCP001	5.00	2019-03-06	270 天	2019-12-01	3.50	未到期
19 北部湾 SCP002	5.00	2019-03-28	270 天	2019-12-23	3.38	未到期
19 北部湾 SCP003	5.00	2019-04-22	270 天	2020-01-17	3.35	未到期
15 北部湾 MTN001	10.00	2015-03-30	5	2020-03-30	5.60	未到期，正常付息
19 北部湾 CP001	7.50	2019-04-25	366 天	2020-04-25	3.76	未到期
15 北部湾 MTN002	5.00	2015-11-26	5	2020-11-26	4.36	未到期，正常付息
15 北部湾 MTN003	20.00	2015-12-29	5+N	2020-12-29	4.70	未到期，正常付息
16 北部湾	15.00	2016-03-01	5	2021-03-01	3.60	未到期，正常付息

债项名称	债券余额	起息日期	债券期限 (年)	到期日期	票面利率	本息偿付情况
14 北部湾港债	9.00	2014-07-30	7 (5+2)	2021-07-30	6.29	未到期, 正常付息
18 北部湾 MTN002	10.00	2018-11-19	3	2021-11-19	5.37	未到期
19 北部湾 MTN002	10.00	2019-05-08	3	2022-05-08	4.60	未到期
18 北部湾 MTN001	5.00	2018-05-08	5 (3+2)	2023-05-08	5.90	未到期, 正常付息
本部小计	116.50	-	-	-	-	-
18 西江 SCP004	5.00	2018-11-12	270 天	2019-08-09	4.45	
16 西江投	10.00	2016-08-22	3	2019-08-22	4.50	
19 西江 SCP001	10.00	2019-01-21	270 天	2019-10-18	4.18	
19 西江 SCP002	5.00	2019-02-22	270 天	2019-11-19	3.69	
19 西江 SCP003	5.00	2019-04-03	270 天	2019-12-29	3.90	
19 西江 SCP004	5.00	2019-04-24	270 天	2020-01-19	4.14	
15 西江 PPN001	1.50	2015-02-05	5 (3+2)	2020-02-05	6.50	
17 西江 MTN001	10.00	2017-03-29	3+N	2020-03-29	6.16	
17 西江 MTN003	10.00	2017-09-15	3+N	2020-09-15	6.20	
18 西江 MTN002	5.00	2018-03-08	3	2021-03-08	6.68	
16 西江 MTN001	10.00	2016-03-15	5+N	2021-03-15	5.50	
12 西江债	10.50	2012-03-13	10 (5+5)	2022-03-13	7.82	
17 西江 MTN002	10.00	2017-08-10	5	2022-08-10	5.75	
18 西江 MTN001	5.00	2018-02-09	5 (3+2)	2023-02-09	6.90	
西江集团小计	102.00	-	-	-	-	-
合计	218.50	-	-	-	-	-

资料来源：北部湾港务

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、

产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的欧盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，

金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步推进，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

该公司为广西北部湾地区最大的公共码头运营商，目前公司以港口业务为基础，拓展了工贸、物流等业务，目前营业收入中不锈钢业务占比较高，公司业务发展易受港口及不锈钢行业形势变化影响。

A. 港口行业

2019年以来，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，贸易摩擦加剧，我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大。在此背景下，我国主要港口货物吞吐总量继续以增速放缓态势保持增长。未来随着我国港口行业政策进一步深入实施，有助于推动港口良好发展，但随着我国政府在环保、港口收费调控和反垄断等方面工作的开展，也使得港口企业的盈利能力面临一定挑战。

a. 行业概况

2019年以来，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，2019年第一季度，我国实现国内生产总值21.34万亿元，按可比价格计算，同比增长6.40%，比上年同期和全年分别回落0.4和0.2个百分点；在此背景下，我国港口货物吞吐量增速放缓，同期，我国主要港口完成货物吞吐量31.53亿吨，

同比增长 1.96%，增速较上年同期放缓 1.53 个百分点；其中，外贸货物吞吐量完成 10.38 亿吨，同比增长 2.58%，增速较上年同期放缓 2.46 个百分点；内贸货物吞吐量完成 21.15 亿吨，同比增长 1.65%，增速较上年同期放缓 1.11 个百分点。

图表 2. 我国港口行业与宏观经济波动



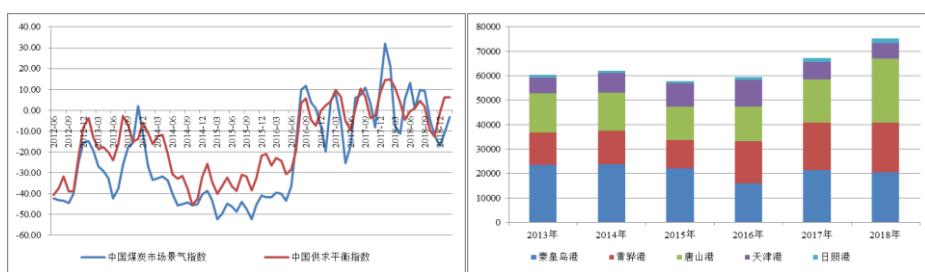
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：2015 年和 2016 年我国主要港口的货物吞吐量和集装箱同比增速用当年 1~11 月份的同比增速代替；2018 年我国主要港口的货物吞吐量同比增速用当年 1~11 月份的同比增速代替。

从货种情况来看，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁一直为我国散杂货的前五大货种，2017 年，我国煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁的进出港量占比分别为 17.52%、16.79%、9.94%、7.26% 和 3.67%；与此同时，我国各个港口亦在不断加大多元化货种的拓展，我国前十大吞吐货种合计占比呈逐年下滑的态势，从 2000 年的 73.73 % 下降至 2017 年的 61.46%。

我国港口的煤炭吞吐量情况与国内煤炭开采行业形势密切相关。2018 年以来，煤炭开采行业下游需求继续回暖，随着供给侧改革成效显现，煤炭市场供需基本平衡，煤价维持高位震荡，相对好转的行业形势为我国港口的煤炭吞吐量提供了较好支撑，从我国五大主要煤炭发运港（秦皇岛港、黄骅港、唐山港、天津港和日照港）情况来看，2018 年合计完成煤炭吞吐量 7.53 亿吨¹，同比增长 11.96%。但长期看，煤炭开采行业下游需求将逐步弱化，行业改善仍将取决于市场化出清机制的建立以及环境补偿机制的完善，未来行业发展对煤炭吞吐量的支撑度呈较大的不确定性。

图表 3. 近年来我国煤炭市场概况（单位：万吨）



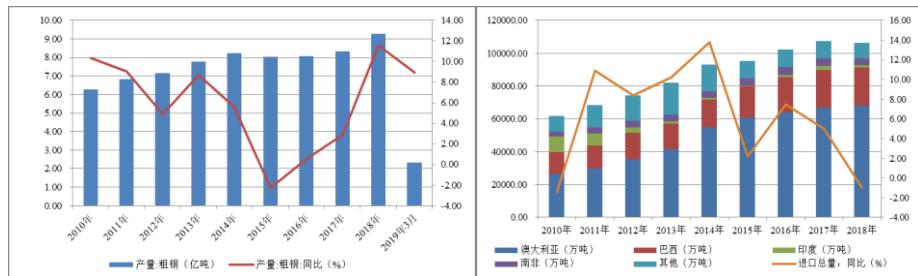
资料来源：Wind 资讯、公开资料、新世纪评级整理

我国港口吞吐的金属矿石以进口铁矿石为主，其吞吐情况一方面易受我国钢铁行业景气度影响，另一方面易受铁矿石进口情况影响。我国钢铁行业下游

¹ 天津港和日照港未获取全年度煤炭吞吐数据，以 2018 年 1~11 月数据为计算基数。

需求于 2017 年以来有所恢复，粗钢产量明显增加，能对我国港口铁矿石吞吐量形成较好支撑；但考虑到废钢在钢铁原料结构中的占比提高预计将对我国进口铁矿石的需求量形成负面影响，再加上铁矿石港口库存量持续处于高位，我国港口铁矿石装卸量增长承压，金属矿石吞吐量的增长将主要靠其他类矿石量的带动。

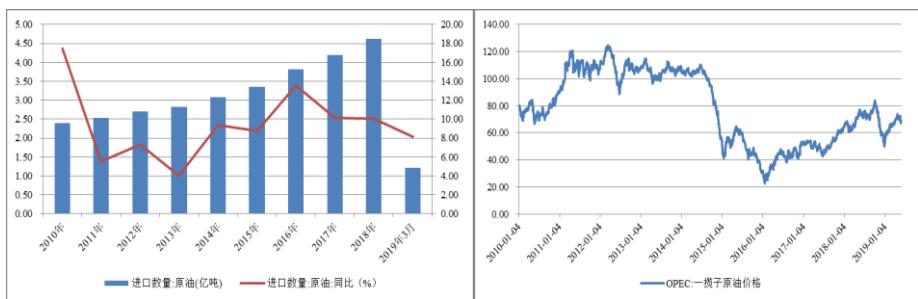
图表 4. 近年来我国钢铁及铁矿石市场概况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国港口吞吐的石油以进口原油为主，我国自 2017 年起成为了全球最大的原油进口国，2017~2018 年进口量分别为 4.20 亿吨和 4.62 亿吨，同比增速分别为 10.12% 和 10.09%，以较快增速保持增长；不过，随着 OPEC 延长减产协议至 2018 年底，原油价格震荡呈上扬态势，预计将影响我国原油的港口作业量情况。

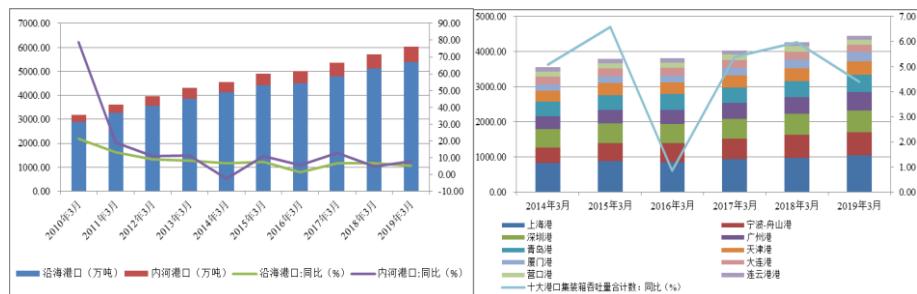
图表 5. 近年来我国原油市场概况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从集装箱吞吐情况来看，集装箱吞吐对外贸形势敏感度相对偏高，受国际宏观经济及全球航运业形势不明朗等因素影响，2019 年第一季度，我国主要港口完成集装箱吞吐量 0.60 亿吨，同比增长 5.56%，增速较上年同期放缓 0.84 个百分点。分港口看，2019 年第一季度，我国前十大港口的集装箱吞吐量大部分保持了增长态势，仅大连港和营口港出现负增长，同比分别下滑 4.80% 和 10.20%，预计与区域内正在推进的港口资源整合工作存在一定关系。同期，上海港、青岛港、广州港和厦门港均以 8% 左右的较高增速继续增长。总体来看，我国内贸集装箱在国内经济形势相对稳定的背景下，预计能保持稳健增长；外贸集装箱中的美国业务受中美贸易关系不明朗影响，存在较大的不确定性，我国目前主要美国航线集中在深圳港、上海港、宁波-舟山港、青岛港和厦门港等港口，关注中美贸易关系变化对上述港口带来的影响；同时，“一带一路”沿线国家航线预计将保持较好的增速，能为我国港口集装箱业务提供一定增量。

图表 6. 我国沿海主要港口集装箱概况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

从我国前十大沿海港口情况来看, 2019 年第一季度, 环渤海地区依靠其腹地经济较强的大宗商品产业类支撑 (如西北地区的煤炭、华北地区的石油、东北地区的粮食等), 在我国前十大沿海港口中继续占据过半名额, 但预计受区域性整合影响, 辽宁省的大连港吞吐量大幅下滑, 而营口港则跌出了吞吐量前十名单; 东南和西南沿海由于相对缺乏产业类的有力支撑, 仍未有港口货物吞吐量进入前十。

图表 7. 我国前十大沿海主要港口货物吞吐量情况 (单位: 亿吨、%)

2017 年第一季度			2018 年第一季度			2019 年第一季度		
港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速	港口	吞吐量	增速
宁波-舟山港	2.43	8.31	宁波-舟山港	2.56	5.48	宁波-舟山港	2.55	-0.44
上海港	1.66	9.01	上海港	1.61	-2.64	上海港	1.64	1.30
唐山港	1.36	10.60	唐山港	1.40	2.77	唐山港	1.62	15.56
青岛港	1.27	1.74	广州港	1.40	10.96	广州港	1.42	1.81
广州港	1.26	6.99	青岛港	1.28	0.79	青岛港	1.38	8.04
天津港	1.24	-1.14	天津港	1.15	-7.43	日照港	1.14	4.30
大连港	1.14	0.04	大连港	1.15	0.84	天津港	1.05	-8.39
营口港	0.96	2.61	日照港	1.09	20.80	烟台港	0.94	-7.41
日照港	0.90	3.54	烟台港	1.02	40.43	大连港	0.81	-29.02
湛江港	0.88	24.69	营口港	0.97	0.47	黄骅港	0.68	-0.43

资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

在建设投资方面, 我国港口行业投资增速维持震荡下滑态势, 但内河和沿海区域在投资建设增速上出现一定分化, 其中, 沿海建设投资整体增速继续放缓, 港口建设的新增投资主要体现在对新建大型泊位、改造现有泊位等方面, 中小型泊位的建设投资有所收缩; 内河投资受益于我国扶持江海联运等发展, 水水联运、水铁联运等多式联运建设的推进, 建设需求有所回升, 2017 年以来恢复了正增长。此外, 随着我国各地港口资源整合工作的深入, 各港口的定位和发展方向进一步明确化, 将为我国部分区域的港口带来新的建设需求, 再加上我国航运业船舶大型化趋势有增无减, 我国港口基础设施建设投资情况将在区域分布上和泊位类型上出现明显分化。

b. 政策环境

港口是我国重要的交通基础设施, 其建设和运营状况对于地方经济发展发挥着至关重要的作用, 在我国国家战略性政策中均被赋予了重要的地位。近年来, 我国政府不断完善港口运营管理、作业收费、集疏运系统建设等相关方面的政策环境, 以提升港口的作业效率和服务水平, 改善竞争环境, 再加上“一带一路”和“长江经济带”等国家性战略的深入实施, 为我国港口行业提供了

广阔的发展前景。与此同时，随着我国经济的不断发展，环保要求亦愈发严苛，2018年以来，我国政府亦发布了一系列环保相关政策和/或通知，对港口环保实践提出了更高要求，从而对我国部分港口的短期运营状况造成了一定负面影响；此外，随着我国政府不断对港口行业的收费制度进行市场化改革，以及对行业内垄断现象重视度的提升，叠加行业内目前仍较为激烈的竞争环境，我国港口企业的盈利能力亦面临一定挑战。

图表 8. 近年来港口主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称（其他重要会议、讲话内容）	影响港口
2019年3月	交通运输部、国家发展改革委	修订印发《港口收费计费办法》	所有港口
2018年7月	国务院	《国务院办公厅关于成立京津冀及周边地区大气污染防治领导小组的通知》	环渤海地区港口，其中天津港受到最大负面影响
2018年7月	交通运输部	推动大宗货物运输“公转铁”、“公转水”	
2018年6月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	所有港口
2018年6月	交通运输部、国家发展改革委	《关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》	所有港口
2017年11月	发改委	上海港、天津港等调降外贸集装箱装卸作业费	上海港、天津港、宁波-舟山港、青岛港等以外贸集装箱业务为主的港口
2017年8月	交通运输部	关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知	天津、河北、辽宁、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川
2017年7月	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》	所有港口
2017年5月	交通运输部	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017-2020年）》	
2017年2月	交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司	《“十三五”港口集疏运系统建设方案》	
2017年2月	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

c. 竞争格局/态势

港口作为我国重要交通基础设施，具有较强的垄断性，但区域间仍存在较强竞争。2018年以来，随着浙江省内港口资源整合工作的基本完成，在我国政府的大力推动和鼓励下，大部分沿海省份均加快了港口资源的相关整合工作，江苏省、辽宁省、山东省和广东省等地的整合方案均已基本形成，整合方式亦呈现多元化，从以省政府成立港口集团为整合主体的以行政主导为核心的方式，增加了以省政府发起并引入专业港口运营商如招商局集团有限公司（简称“招商局集团”），以市场化为核心的方式。从整合效果看，目前广西北部湾港以及宁波-舟山港均取得了较好的整合效果，区域内主要港口资源均由整合主体统一运营，资源得到了充分有效的利用。其他省份整合方向基本明确，但受区域内港口运营主体较多、股权结构较复杂以及整合方式多样化等诸多因素综合影响，整合难度偏大，整体工作进程较为缓慢，相关效益短期内难以体现。总体来看，港口行业资源整合将在一定程度上优化我国港口区域内竞争环境，提高港口资源的利用效率，为港口企业发展提供较好的背景。

港口行业个体企业在经营上的差异主要体现在以下七个方面：业务规模、港口地位、区域竞争、腹地经济、基础设施条件、货种结构及收费水平等。在财务方面，港口企业属于资本密集型，资产以非流动资产为主；同时港口建设

前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱。从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50% 左右，但受腹地经济、吞吐货种及竞争地位等影响，行业内个体存在较大差异；负债结构方面，由于港口建设周期长，普遍长期债务占比较高，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转的压力。从现金流情况来看，港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，营业收入现金率的行业均值较高且呈上升趋势，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 9. 核心样本企业基本数据概览（2018 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业 ²	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）			
	吞吐量 (亿吨)	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性 净现金流
宁波舟山港股份	7.76	218.80	24.50	736.22	42.93	32.07	100.60
上港集团	5.61	380.43	31.74	1443.67	42.96	114.72	57.10
广州港股份	4.65	86.43	25.23	251.87	40.36	8.94	34.19
天津港股份	4.29	130.60	19.21	342.02	38.63	9.79	20.19
秦港股份	3.82	68.77	41.56	259.59	42.26	6.94	26.97
大连港股份	3.73	67.54	23.88	353.16	40.93	6.82	18.86
营口港股份	2.93	48.14	36.83	161.75	24.71	10.36	16.92
日照港股份	2.37	51.30	27.46	215.21	41.86	7.35	14.85
唐山港股份	2.12	101.38	20.72	232.95	26.85	15.38	17.01
北部湾港	1.83	42.11	36.95	171.17	38.99	7.11	18.31
锦州港股份	0.84	59.22	12.04	164.92	61.59	2.46	5.36
连云港股份	0.58	13.17	26.58	90.74	58.60	0.19	-5.94
重庆港九	0.37	63.67	7.27	81.13	41.70	1.77	4.95
厦门港务发展	0.33	133.91	3.75	85.53	57.84	1.07	2.25
珠海港股份	0.06	26.15	19.17	68.39	52.29	1.93	3.79
丹东港集团	1.01	64.10	50.89	601.79	77.20	7.63	33.09

资料来源：wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

总体来看，在港口资源整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境有望得以优化，无序竞争现象的缓解有助于提升行业内企业的盈利水平，但企业集团化发展亦使得政府开始关注行业内的垄断现象，反垄断工作的开展使得部分企业的作业费率面临较大下调压力，港口行业的整体盈利能力仍面临较大挑战；与此同时，我国港口的基础设施建设投资增速将在区域分布上和泊位类型上出现分化，虽然前几年的无序、过度投资形势有所好转，但部分定位为港口整合主体的企业未来固定资产建设支出将有所扩大，再加上部分企业为获得新的盈利点而开始或加快拓展多元化业务，使得港口行业未来仍面临一定的资本性支出压力。

d. 风险关注

宏观经济波动风险。宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素，港口货物吞吐量与其呈明显的正相关性。2018 年以来国际经济形势趋于复杂，但受益于我国以供给侧结构性改革为主的各类改革措

² 核心样本企业，主要是选取了 15 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 16 家企业；表格中为各个公司简称，其全称分别为宁波舟山港股份有限公司、上海国际港务（集团）股份有限公司、广州港股份有限公司、天津港股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、大连港股份有限公司、营口港务股份有限公司、日照港股份有限公司、唐山港集团股份有限公司、北部湾港股份有限公司、锦州港股份有限公司、江苏连云港港口股份有限公司、重庆港九股份有限公司、厦门港务发展股份有限公司、珠海港股份有限公司、丹东港集团有限公司。丹东港集团财务数据采用 2016Q4~2017Q3 年化数据。

施不断推进落实，我国港口货物吞吐量保持低速增长。总体来看，我国港口行业面临一定的宏观经济波动风险。

政策风险。2018年以来，随着环保、控费及反垄断等工作的深入开展，如京津冀及周边地区大气污染防治进一步加强；港口收费机制的市场化改革进一步推进以及对行业反垄断情况深入调查实施，使得港口行业在货种结构、业务规模和盈利水平均面临较大的经营压力，我国港口行业持续面临一定的政策性风险。

安全风险。港口作为重要的交通基础设施，安全事故的发生、有毒货物的泄露、易燃易爆物品的爆炸等事故会对港口的正常经营造成严重影响，如天津港爆炸事故。因此，应重点关注港口企业对国家有关安全生产的法律、法规、标准等的贯彻落实情况及企业过往安全责任事故等，以及企业在安全生产方面的改善措施及投资计划等。

多元化业务拓展风险。近年来，港口企业不断拓展多元化业务，目前主要涉及港口贸易和对外港口投资等。其中，港口贸易业务易受主要贸易货种相关行业波动影响，且存在账款回收风险；对外港口投资业务给企业的管理能力带来了一定挑战，而部分企业对境外港口的投资，使其还面临政治和汇率等风险。

B. 不锈钢行业

该公司工贸业务板块主要收入来源为不锈钢业务，2018年以来我国不锈钢价格中枢受国外不锈钢产品出口规模扩大以及下游需求放缓等因素影响有所下移，行业内产能过剩的问题短期内仍难以得到实质性的解决，且结构性产能过剩问题或将加剧，未来不锈钢企业仍面临一定经营压力。

a. 行业概况

2018年以来，我国不锈钢产能、产量均有所增长，但受国外不锈钢产品出口规模扩大以及下游需求放缓等因素影响，价格中枢有所下移，其主要原材料镍价格2018年仍处于相对高位，但受市场因素影响自2019年以来有所回落。总体来看，该公司经营的不锈钢业务易受市场波动影响。

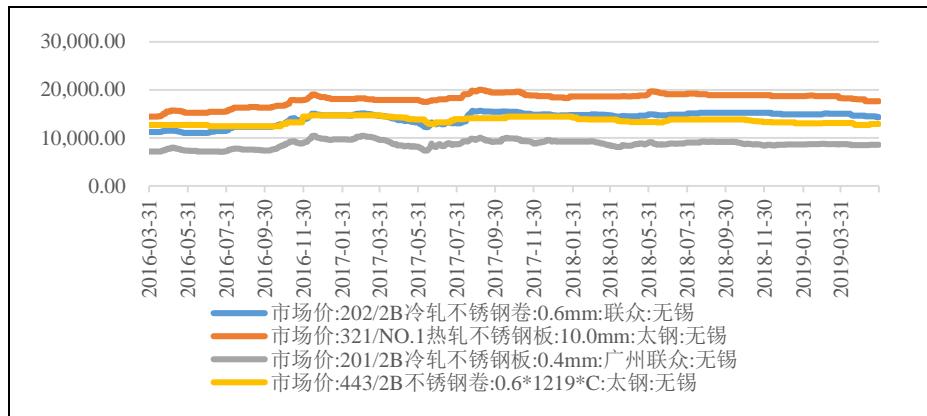
从供给端来看，我国为世界上不锈钢产量大国，2016~2018年及2019年第一季度，我国不锈钢粗钢产量分别为0.25亿吨、0.26亿吨、0.27亿吨和0.06亿吨，占全球不锈钢粗钢产量的比重超50%。从主要产品来看，我国规模以上不锈钢企业主要产品包括宽幅板卷、热轧窄带等。从产能利用率情况来看，目前我国不锈钢产能利用率不到70%。从新增产能情况来看，2018年我国不锈钢炼钢产能主要增加了福建青拓集团有限公司90万吨和青山控股集团（印尼）100万吨，但冷轧不锈钢产能增长幅度较大，2018年新增投产了245万吨冷轧不锈钢产能，预计2019年及以后将继续投产的冷轧不锈钢产能约为500万吨，产能结构的变化也在一定程度上影响相关产品价格，2018年以来我国不锈钢热轧资源紧俏和冷轧资源充裕成为常态，冷热轧价差也从之前的800~1200元/吨缩小到目前的400~800元/吨，甚至冷热轧同价和倒挂现象造访的

也越发频繁。总体来看，产能扩大以及产能结构不匹配将进一步加大不锈钢企业的竞争压力。

从需求端来看，我国不锈钢最终产品的消费主要涉及橱柜产品、日用器皿、洗衣机、热水器等日用制品，室外装修、结构材料等建筑产品，化工设备、运输设备、海工设备、环保设备等机械品，以及汽车等。2016~2018年及2019年第一季度，我国不锈钢表观消费量分别为0.19亿吨、0.20亿吨、0.23亿吨和0.05亿吨，年度间保持增长。从进出口来看，2018年以来，印度尼西亚和欧盟、日本及韩国对我国不锈钢产品出口规模加大，低成本不锈钢产品返回国内市场，加剧了对我国不锈钢企业的冲击，2018年我国不锈钢净出口为399.4万吨，同比下降22.7%。此外，中美贸易摩擦不断升级也导致了不锈钢下游行业出现需求不振的局面，未来将持续影响我国不锈钢行业。综合不锈钢行业供需情况来看，近年来我国不锈钢产量均高于不锈钢表观消费量，且随着目前我国不锈钢行业下游需求下降以及国外不锈钢产品出口回国规模加大，叠加国内在建投产的产能扩大，预计未来我国不锈钢行业产能过剩面或将扩大。

从不锈钢产品价格来看，受益于不锈钢下游建筑和制造业景气好转，需求回暖影响，再加上自2016年以来政府对钢铁行业实行有力的供给侧改革政策，2016年以来我国不锈钢价格整体呈上扬之势，2017年产品价格波动较大，2018年以来不锈钢产品价格处于相对平稳状态，但受国外不锈钢产品出口规模扩大以及下游需求放缓等因素影响，不锈钢价格中枢有所下移。总体来看，不锈钢产品价格目前处于相对较高水平，但产品价格易受宏观市场环境影响，不锈钢生产企业仍面临一定的经营风险。

图表10. 部分不锈钢产品市场价格情况（单位：元/吨）

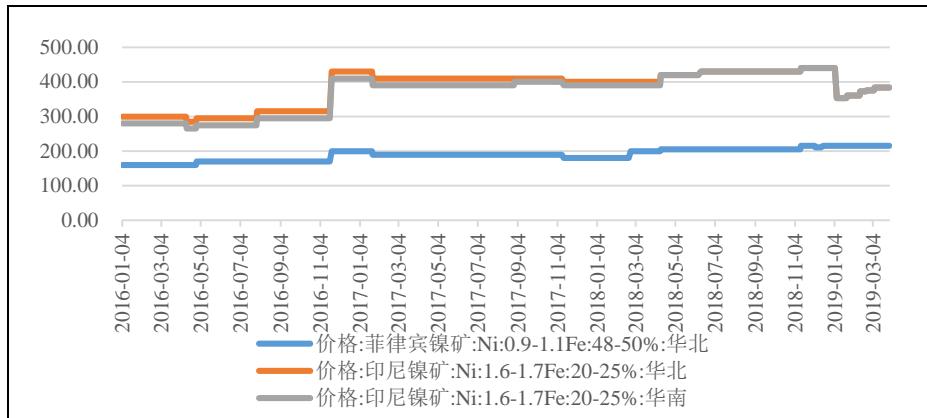


资料来源：Wind 资讯

镍作为不锈钢生产重要的原材料，其价格走势对不锈钢企业的发展起着非常重要的作用。我国作为镍矿石的消费大国，每年消费约100万吨镍，占全球消费量的近一半，其中镍矿进口几乎完全来源于印尼和菲律宾。2017年1月12日，由于印尼宣布部分取消镍矿和铝土矿的出口禁令，镍价格出现短暂下跌，但受禁令放宽附带条件限制因素影响，市场普遍认为不会无底线的打压镍价格，镍价格自2017年1月底持续上涨。随着镍价回升，镍企盈利扩大同时加大产能扩建，叠加我国环保限产能等因素影响，供需关系正在发生变化，2019

年以来镍价有所回落。

图表 11. 印尼及菲律宾部分镍矿价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

b. 政策环境

在经历了前期的高速增长阶段之后, 产能迅速扩充使得国内钢铁行业逐步出现产能过剩, 控产能成为近年来钢铁行业需解决的重要目标。2005~2015 年期间, 我国钢铁产能从 4.24 亿吨增加至 12.00 亿吨, 而产能利用率则由 84% 下降至 70% 左右的水平, 钢铁产能过剩严重。2016 年 2 月初, 国务院发布钢铁业化解过剩产能意见, 指出从 2016 年开始, 用 5 年时间再压减粗钢产能 1.00~1.50 亿吨 (目前修正为 1.40 亿吨), 同时严禁新增产能, 并鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径, 退出部分钢铁产能。2016 年全国去产能超过 0.65 亿吨, 超额完成当年 0.45 亿吨的目标。2017 年国家继续深化执行去产能政策, 并将“地条钢”作为产能退出重中之重, 到 10 月份已经全面取缔超过 600 家“地条钢”生产企业, 涉及产能 1.40 亿吨, 而 0.50 亿吨的去产能目标也于 7 月份提前完成。从去产能效果来看, 近两年关停超过 1.15 亿吨的统计内产能以及 1.40 亿吨的统计外“地条钢”产能, 供给端明显收缩, 产能利用率明显提升, 全年粗钢产能利用率提升至 78% 以上。但钢铁工业转型升级压力仍较大, 兼并重组进展缓慢, 产品结构不尽合理, 行业发展仍将持续面临诸多挑战, 仍需政策支撑。

c. 竞争环境

从竞争格局看, 我国不锈钢产业集中度较高, 目前我国的主要不锈钢生产主要集中在山西太钢不锈钢股份有限公司 (简称“太钢不锈”)、青山控股集团有限公司 (简称“青山控股”)、北海诚德系 [包括北海诚德镍业有限公司 (简称“诚德镍业”)、北海诚德金属压延有限公司 (简称“诚德压延”) 及北海诚德不锈钢有限公司 (简称“诚德不锈钢”)]、宝山钢铁股份有限公司 (简称“宝钢股份”)、张家港浦项不锈钢有限公司、鞍钢联众 (广州) 不锈钢有限公司、酒泉钢铁 (集团) 有限责任公司 (简称“酒泉钢铁”) 及四川西南不锈钢有限责任公司等, 根据公开信息统计, 2018 年国内规模以上不锈钢生产企业粗钢产量为 2809.1 万吨, 其中排名前三的企业分别为青山控股、太钢不锈及诚德不锈钢, 当年不锈钢粗钢产量排名前十的企业合计产量为 2051.4 万吨, 占当年不锈钢

粗钢产量总量的比重为 73%。

图表 12. 2018 年（末）不锈钢企业基本经营、财务情况（单位：亿元、%）

企业名称	不锈钢		总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	毛利率	经营性现金净流量
	产能	产量							
青山控股 (2018.06.30)	—	929	544.83	224.26	58.84	540.69	29.39	10.44	53.85
太钢不锈	450	381	718.23	308.25	57.08	729.46	49.10	16.05	92.10
酒泉钢铁	120	90	1132.97	295.94	73.88	960.72	1.33	8.63	62.84
宝钢股份	—	—	3351.41	1892.45	43.53	3052.05	232.78	14.99	456.06
诚德镍业	280	281	84.83	15.91	81.25	160.16	0.43	4.00	5.58
诚德压延	300	266	76.00	16.47	78.33	208.25	1.01	2.99	9.97
诚德不锈钢	120	99	23.97	4.50	81.25	56.72	-0.66	2.76	4.24

资料来源：北部湾港务、Wind 资讯

d. 风险关注

宏观经济波动风险。宏观经济周期性波动对不锈钢行业影响明显，而下游行业汽车、机械等均是用钢重要领域，易受宏观经济影响，其波动易对不锈钢行业产生直接影响。

产业政策风险。我国钢铁业在市场化过程中产能持续扩张，产能逐步严重过剩，近两年在严格的去产能政策调控及市场化推进下，产能过剩状况已有改观，但行业内部结构性过剩矛盾或将日趋突出，包括产品结构和区域产能布局等，目前钢铁工业转型升级压力仍较大。同时钢铁行业在产能建设与淘汰、环境保护、企业兼并重组等方面面临的政策管控压力仍很大。

原材料价格波动风险。我国不锈钢行业的主要原材料为镍矿石，而我国镍矿石资源较为贫乏且品质较低，对进口镍矿石的依赖度较高，议价能力弱，需承担国际镍矿石价格波动风险。

财务风险。不锈钢行业资本密集程度高，普遍具有较大的债务融资需求，易受信贷政策和企业融资渠道影响。目前不锈钢行业杠杆水平偏高，流动性压力短期内无法明显改善，对信贷政策及利率反应敏感，短期内仍将面临较大财务风险。

（3）区域市场因素

A. 区域经济发展情况

该公司主要经济腹地为广西壮族自治区，广西壮族自治区是连接粤港澳与西部地区的重要通道，也是华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部，同时作为我国唯一与东盟海陆相连的省区，是我国通往东盟最便捷的国际大通道，拥有丰富的港口岸线资源、海洋资源和矿产资源。凭借丰富的矿产资源，广西壮族自治区工业基础较好，近年来经济实力不断提升，但经济增速有所下降，经济总量在全国处于中等偏下水平。2018 年及 2019 年第一季度，广西壮族自治区累计实现 GDP 分别为 2.04 万亿元和 0.42 万亿元，同比分别增长 6.80% 和 6.40%，高于或保持全国同期 GDP 增速水平。

按照经济区域划分，广西壮族自治区可分为北部湾经济区、西江经济带和桂西资源富集区，其中北部湾经济区由位于桂南区的南宁市、北海市、防城港市和钦州市组成，近年来，北部湾经济区凭借其沿海、沿边的区域优势发展临海工业等，经济发展势头良好，是广西壮族自治区经济增长的重要引擎，2018年及2019年第一季度，北部湾经济区实现GDP分别同比增长6.1%和6.6%；实现进出口总额分别为0.20万亿元和0.04万亿元，增速分别为3.2%和3.0%，进出口总量增速在较高程度上影响了港口货物吞吐量情况，同期，广西北部湾港的货物吞吐量增速分别为10.82%和8.25%。

图表 13. 2018 年广西壮族自治区及北部湾经济区主要经济指标情况

指标	北部湾经济区		广西壮族自治区	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值（亿元）	7228.99	6.1	20352.51	6.8
其中：第二产业（亿元）	2685.94	3.5	—	4.3
第三产业（亿元）	3578.36	8.6	—	9.4
固定资产投资（亿元）	—	10.0	—	10.8
全部工业增加值（亿元）	—	—	—	4.7
社会消费品零售总额（亿元）	—	8.90	—	9.3
进出口总额（亿元）	2008.33	3.20	4106.71	5.0

资料来源：广西壮族自治区统计局

目前北部湾港正在建设西南最大的石化生产基地，围绕打造国家级石化产业基地的目标，着力解决产业发展空间不足、化工品码头缺乏、安全环保压力日益增加等发展瓶颈。2017年10月钦州市石化产业办公室委托石油和化学工业规划院对《广西钦州石化产业园总体发展规划》进行修编，钦州石化产业园规划炼油规模2000万吨/年、烯烃规模达400万吨/年、芳烃规模达200万吨/年，产品品种进一步丰富；规划用15年左右的时间，将钦州石化产业园建成华南和西南地区重要的石化产业集聚区，联通东盟地区的石化中心，并使之成为石化园区循环化改造的典范，远期力争成为国家级石化产业基地。防城港有目前全国唯一的硫磷专用码头，自动化程度最高，卸船效率最快，配套设施最好，是广西及大西南化肥对外出口的主要承运港口。随着钦州及防城港的不断发展，将对公司货物吞吐量提供较好的带动效应。

此外，鉴于广西壮族自治区特殊的地理位置，其与东盟的贸易规模位居我国中西部首位，2018年广西壮族自治区对东盟进出口总额同比增长6.3%至2061.49亿元，其中出口1259.80亿元，增长13.9%；进口801.69亿元，下降3.7%，占同期广西壮族自治区外贸总值的50.20%。未来随着东盟国家经济进一步发展，以及西部陆海新通道影响面的拓宽，广西壮族自治区进出口总额将持续保持高速增长，进一步带动广西北部湾港货物吞吐量的增长。

B. 区域政策环境

广西北部湾经济区作为边境开放地区，在我国“一带一路”框架下受益颇多。我国在广西北部湾经济区开放发展方面给予了明确的政策支持，如综合配套改革、重大项目布局、保税物流体系、金融改革和开放合作等。2017年2月，

国家发改委和住房城乡建设部联合印发了《北部湾城市群发展规划》，强调要进一步深化北部湾港与东盟等边境口岸的战略合作；7月，广西发改委制定了推动交通物流融合发展三年行动计划工作方案；8月，渝桂黔陇四省（区、市）签署《关于合作共建中新互联互通示范项目南向通道的框架协议》，南向通道以重庆为运营中心，向南经贵州等省份，通过广西北部湾等沿海沿边口岸，通达新加坡及东盟主要物流节点，进而辐射南亚、中东等区域，向北与中欧班列连接，利用兰渝铁路及甘肃的主要物流节点，连通中亚、南亚、欧洲等地区。2018年4月，国开金融有限责任公司、广西投资集团、新加坡大华创投与法国凯辉基金四方正式签署广西东盟“一带一路”产业投资基金（筹）相关法律文件，该基金主要投向广西壮族自治区和东盟“一带一路”区域，重点投资具有竞争优势和增长前景的行业。9月，华南西南8省区市共同签订了《华南西南8省（自治区、市）共同促进区域农业开放发展战略合作框架协议》，广西作为区域合作的重要节点，正在加快构建“南向、北联、东融、西合”全方位开放格局，努力建设成为面向东盟的国际大通道、打造西南中南地区开放发展新的战略支点、形成“一带一路”有机衔接的重要门户。

C. 区域竞争格局

广西北部湾港在西南沿海主要与湛江港存在较大竞争，2015年前，广西北部湾港的货物吞吐量一直略高于湛江港，但2015年以来，湛江港保持着高速增长的态势，其货物吞吐量超过了广西北部湾港。从主要运营实体来看，广西北部湾港的运营实体主要为该公司，公司在广西北部湾港的市场占有率为75%左右，且集装箱业务具有绝对垄断优势；湛江港内运营实体较多，公共码头运营主体为湛江港（集团）股份有限公司（简称“湛江港集团”），在湛江港市场份额相对偏低，约为49%。

图表 14. 西南沿海主要港口货物吞吐量情况（单位：亿吨）

港口	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
广西北部湾港	2.01	2.17	2.41	0.56
湛江港	2.55	2.80	3.02	0.56

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

图表 15. 2018年（末）西南沿海港口主要竞争主体财务数据情况（单位：亿元、%）

主要港口企业	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性现金净流量
北部湾港务	1302.24	382.09	70.66	691.85	6.66	46.89
湛江港集团	155.60	57.73	62.90	25.38	0.29	8.33

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

该公司合并西江集团后，未来将统筹运营北部湾港、西江黄金水道、西部陆海新通道和出海出省出边综合交通运输体系建设，能够较好的提升公司整体业务竞争水平。西江黄金水道主要为南宁至广州航道，主要由连接南宁、贵港、梧州、百色、来宾、柳州、崇左市的1480公里内河水运主通道组成，是我国西南水运出海通道重要组成部分，也是目前广西最繁忙的航道，广西内河运量的90%需经过此段。近年来，广西内河港保持较好发展，2016~2018年及2019年第一季度分别实现货物吞吐量1.16亿吨、1.26亿吨、1.39亿吨和0.19亿吨，

主要来自于贵港港和梧州港。目前广西内河港口运营主体十分分散，公司目前内河港市场份额为 16%，未来公司有望通过资源整合提高在内河港口市场份额。

图表 16. 广西主要内河港口货物吞吐量情况（单位：万吨）

广西内河港口	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
贵港港	5763	6322	7003	1123
梧州港	3385	3634	4002	517
来宾港	1061	1152	2093	105
南宁港	1312	1381	736	131
柳州港	129	98	45	2

资料来源：广西壮族自治区统计局

D. 区域风险关注

经济增长压力。近年来，广西壮族自治区经济实力不断提升，但经济增速持续下降，经济总量仍处于我国中等偏下水平。广西壮族自治区经济以制造业为主，工业经济的增长主要依赖于传统的高耗能产业，随着全区不断调整工业结构，高新技术产业占比有所上升，但仍未改变以传统高耗能产业为主的产业结构，受产能过剩等因素影响，全区工业增速有所放缓，经济增长持续承压。

区域内企业债务违约。近年来，广西壮族自治区内发生多起债务危机事件，相关企业主营业务与当地过剩产能行业高度相关，譬如，2016 年广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）公开发行债券发生实质性违约，重组失败后，广西有色最终宣告破产，成为银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业；2017 年以来，柳州化工股份有限公司也已出现多笔银行贷款违约、欠税。

2. 业务运营

2018 年以来，随着西江集团的并入，新增了建材、贸易和能源等业务收入使得公司整体营收规模大幅扩大；与此同时，公司在融合西江集团业务的同时，通过梳理工贸板块各个子公司的股权结构，不断完善业务运营架构，以提高运营效率。从盈利情况来看，合并西江集团新增的建材及能源业务盈利能力较强，但不锈钢及贸易业务受成本上升及竞争加剧等因素影响，导致盈利下降，叠加西江集团基础设施建设公益性强等因素影响，公司综合盈利能力有所下降。此外，西江集团开展的金融业务投资收益情况较好，加之公司境外投资业务效益亦将逐步显现，未来能为公司盈利提供较好的补充。

2018 年，该公司完成与广西西江开发投资集团有限公司（简称“西江集团”）战略性重组，西江集团成为了公司全资子公司。同时，公司将已有的港口、物流、工贸、地产和投资五大产业板块与西江集团的各业务板块进行融合，其中，公司原地产业务板块合并了西江集团的园区开发及工程监理等业务后更名为建设开发业务，并新增了能源、金融和公益（船闸）板块，形成了目前的“7+1”产业板块布局。

图表 17. 公司 7+1 产业板块概况

板块名称	板块主营范围
港口	港口投资、建设和运营
物流	物流（含无水港的建设运营及水路运输）
工贸	不锈钢、贸易、有色金属、建材、油脂
建设开发	工程建设、产业园区开发建设和运营、园区地产开发以及物业服务
能源	水电、光伏发电
金融	创投、小贷、基金等
投资	海外参股投资及其他与主业关联度较低的参股企业
公益（船闸）	广西内河水运通道船闸等基础设施建设

资料来源：北部湾港务

跟踪期内，受益于合并范围扩大带来工贸细分板块建材和贸易业务以及能源等业务的增量收入，叠加该公司原有港口、物流及工贸等核心业务稳健发展，公司营收规模大幅上升。2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入同比分别增长 48.99% 和 48.38% 至 691.85 亿元和 154.59 亿元。从营收结构来看，尽管跟踪期内公司新增业务类型，但因工贸业务体量庞大，仍占据公司营收最主要来源的地位，同期工贸业务收入占比分别为 85.32% 和 85.06%。从盈利情况来看，2018 年及 2019 年第一季度公司综合业务毛利率分别同比下降 1.35 个百分点和 3.45 个百分点至 10.01% 和 7.53%，一方面原因系不锈钢及贸易业务受成本上升及竞争加剧等因素影响盈利下降，另一方面原因系西江集团基础设施建设公益性较强，盈利性偏弱所致。

西江集团业务原主要分为四大板块，分别为水力发电、商品贸易、水运物流、服务及其他，其中水力发电主要包括桂平、贵港、那吉和鱼梁等四个水电站；商品贸易主要为大宗商品贸易；水运物流主要为西江沿岸各地市港口运营、水路运输及物流；服务及其他主要包括水泥建材、金融服务及工程监理等，2018 年及 2019 年第一季度，西江集团实现营业收入分别为 167.67 亿元和 33.63 亿元，毛利率分别为 9.74% 和 7.84%，由于西江集团基础设施建设公益性较强，叠加其贸易业务毛利率偏低，未能提升公司整体盈利水平。

分业务板块来看，2018 年，该公司港口业务主要包括海港、内河港口及相关作业区的投资、建设和运营业务，当年实现收入 42.01 亿元，同比增加 6.31 亿元，西江集团旗下码头主要于 2016 年开始投入运营，2018 年收入规模约为 0.78 亿元，对公司港口业务的收入和盈利水平影响有限。公司工贸业务在原有四大子业务板块基础上新增了建材业务，主要系由西江集团的水泥建材业务更名而来。当年公司工贸业务实现收入 590.30 亿元，同比增加 203.53 亿元，收入增量除了来自于不锈钢业务收入的持续增长之外，还主要来自于西江集团的贸易和建材业务。当年公司物流业务实现收入 39.75 亿元，同比增加 14.70 亿元，主要系公司原物流业务继续保持较好的发展态势，与此同时西江集团贡献了约 3.58 亿元的内河运输收入。公司建设开发业务主要系原地产业务板块合并西江集团的园区开发及工程监理等业务后更名而来，当期实现收入 4.50 亿

元，同比减少 1.12 亿元，主要系受工程进度影响结算减少所致。公司投资业务主要包括境内外与主业关联度较低的经营性投资企业，当期实现收入 2.19 亿元，目前收入较小，主要系租赁业务收入，该业务的运营效益主要通过投资收益体现。

此外，2018 年，该公司还新增能源、金融和公益（船闸）三大业务板块，分别实现收入 11.11 亿元、1.71 亿元和 0.27 亿元，收入规模均不大，其中，能源业务主要以西江集团的水力发电及光伏发电业务为主，同时将公司原纳入投资业务板块的小部分港区售电业务调整入该业务板块；金融业务主要以西江集团的创投、小额贷款等金融服务业务为主；公益（船闸）业务则以西江集团承担的自治区政府授权的西江黄金水道船闸及其他重大交通基础设施的投资建设和经营管理业务为主。

尽管该公司合并了西江集团，获得一定规模的收入增量，但核心业务的构成未发生重大变化，仍为港口、工贸及物流三大业务板块，2018 年及 2019 年第一季度，上述三大业务板块收入合计占营业收入的比重分别为 97.14% 和 96.64%。此外，投资、金融和公益（船闸）业务虽然收入贡献不大，但在公司业务体系中具有较重要的战略性地位，其中，投资业务板块系公司培育境内外经营性产业的重要载体；金融业务板块是公司未来利润增长的重要突破点；公益（船闸）业务是公司融入资金重要流出方向之一。

图表 18. 公司核心业务基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
港口业务	港口	西南地区	资源、规模、货种、费率
工贸业务	不锈钢	西南地区、广东、江苏	成本、技术
	贸易	西南地区、华东地区	资金、管理
	粮油	西南地区	成本、技术
	建材（水泥）	广西、广东、香港、澳门	成本、技术
	有色金属	西南地区、华南地区	资源、成本
物流业务	物流	西南地区	资源、管理

资料来源：北部湾港务

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 19. 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度	2018 年第一季度
营业收入合计	364.63	464.34	691.85	154.59	104.18
其中：港口	33.54	35.70	42.01	9.87	8.27
工贸	303.96	386.77	590.30	131.49	86.45
物流	12.78	25.05	39.75	8.04	5.24
建设开发	5.66	5.62	4.50	1.01	0.68
投资	4.90	4.76	2.19	0.34	2.63
能源	—	—	11.11	3.35	—
金融	—	—	1.71	0.43	—

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度	2018 年第一季度
营业收入合计	364.63	464.34	691.85	154.59	104.18
公益(船闸)	—	—	0.27	0.06	—
综合毛利率	11.96	11.36	10.01	7.53	10.98
其中: 港口	35.24	36.96	42.52	42.11	38.01
工贸	9.46	9.54	7.25	4.20	7.92
物流	8.56	3.38	-0.17	0.31	3.48
建设开发	6.27	11.08	36.38	17.38	11.91
投资	17.17	17.08	67.75	45.78	43.32
能源	—	—	44.42	50.92	—
金融	—	—	84.73	16.80	—
公益(船闸)	—	—	-307.28	-278.84	—

资料来源: 北部湾港务

A. 港口业务

跟踪期内, 该公司仍为广西北部湾港主要经营实体, 且公司通过合并西江集团新增其西江流域的内河港口资源, 未来公司港口业务垄断地位或将进一步增强。由于目前西江集团码头基本于 2016 年起陆续投入运营, 尚处于市场培育期, 港口吞吐量规模相对较小, 对公司整体港口吞吐量、吞吐货种及业务规模影响相对较小。2018 年以来, 公司港口业务继续保持较好发展态势, 营收规模及盈利水平同比均有所上升, 未来随着西江集团内河码头运营逐步成熟, 叠加江海联运带来良好的协同效益, 公司港口业务有望保持较好的发展。

a. 港口资源

跟踪期内, 该公司新增港口资源主要来源于合并西江集团拓展的西江流域的内河港口资源, 新增了 6 个内河港区, 分别为来宾港、梧州港、百色港、崇左港、河池港和柳州港。2018 年末, 公司共计拥有及管理境内生产性泊位 157 个, 其中沿海生产性泊位 79 个, 内河生产性码头 78 个, 当年末较上年末增加 57 个生产性泊位, 均为内河生产性泊位。年通过能力合计为 27742 万吨, 其中沿海泊位年通过能力为 23973 万吨; 内河泊位年通过能力为 3769 万吨, 当年末生产性泊位通过能力较上年末增加 2244 万吨, 亦为内河生产性泊位贡献。

b. 货种结构

跟踪期内, 该公司散杂货结构仍以金属矿石(主要是铁矿、锰矿、红土镍矿)、煤炭、粮食及非金属矿石(主要是重晶石、磷矿)等大宗物资为主, 其中, 金属矿石和煤炭仍为两大核心货种, 但随着公司集装箱业务规模扩大以及其他散杂货业务多元化拓展, 2018 年及 2019 年第一季度上述两大货种吞吐量合计占公司货物总吞吐量的比重分别同比下降 2.85 个百分点和 1.56 个百分点至 42.97% 和 43.57%。同期, 公司金属矿石分别同比增长 12.96% 和 16.86% 至 5250.03 万吨和 1169.47 万吨, 仍以铁矿石为主, 主要系受益于钢铁行业回暖促使防城港相关贸易市场拓展所致; 受益于煤炭价格持续处于高位震荡, 2018 年及 2019 年第一季度公司煤炭吞吐量分别同比增长 18.21% 和 10.28% 至 3257.73

万吨和 1007.18 万吨。

跟踪期内，该公司继续实施集装箱业务“一轴两翼”战略，即以钦州港为中轴，以防城港、北海港作为喂给港，培育区域集装箱枢纽，并且随着区域集装箱班列、专列相继开通及海上“穿梭巴士”的运营，大力推动“散改集”业务，使得公司集装箱业务规模持续增长。同时，西江集团的并入也在一定程度上贡献了集装箱业务量，2018 年及 2019 年第一季度，公司实现集装箱业务分别同比增长 33.95% 和 20.15% 至 323.22 万 TEU 和 77.79 万 TEU，其中西江集团实现集装箱吞吐量分别为 14.93 万 TEU 和 3.28 万 TEU。

图表 20. 公司总吞吐量及主要货物吞吐量情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度	2018 年第一季度
货物吞吐量（万吨）	13961.26	16155.03	19796.99	4996.06	4241.03
中：金属矿石（万吨）	4302.59	4647.55	5250.03	1169.47	1000.74
其中：铁矿（万吨）	3084.95	3144.59	3404.73	814.64	713.03
镍矿（万吨）	467.91	555.82	789.37	55.87	38.51
煤炭（万吨）	2433.03	2756.00	3257.73	1007.18	913.28
粮食（万吨）	834.94	1111.33	1220.32	244.54	251.26
非金属矿石（万吨）	538.53	558.00	454.90	91.97	176.90
集装箱（万 TEU）	179.51	241.30	323.22	77.79	64.74

资料来源：北部湾港务

c. 费率水平

跟踪期内，该公司港口业务仍执行交通部颁布的《中华人民共和国港口收费规则（内贸部分）》、《中华人民共和国交通部港口收费规则（外贸部分）》和《国内水路集装箱港口收费办法》等行业指导收费标准，公司对部分货种的收费在行业指导价基础上浮 20% 执行。2018 年公司港口作业收费类别及收费标准均未发生变化。2019 年第一季度，公司根据市场需求，微幅提高了堆存费的收费标准。

d. 业务规模

跟踪期内，受益于国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬、消费稳定增长及腹地经济的增长和临港工业的发展，该公司货物吞吐量持续增长，2018 年及 2019 年第一季度，公司货物吞吐量分别同比增长 22.54% 和 17.80% 至 1.98 亿吨和 0.50 亿吨，从而带动了港口业务收入规模的稳步扩大，同期分别为 42.01 亿元和 9.87 亿元。与此同时，货物吞吐量规模的扩大也在一定程度上摊薄了港口业务固定成本，叠加毛利率水平较高的集装箱业务规模扩大以及公司不断加强港口业务管理，港口作业率提升，2018 年及 2019 年第一季度，公司港口业务毛利率分别同比上升 5.56 个百分点和 4.10 个百分点至 42.52% 和 42.11%。

B. 工贸业务

跟踪期内，合并西江集团给该公司工贸细分板块业务新增了建材（水泥）

业务，目前公司工贸业务主要由不锈钢、贸易、油脂、有色金属及建材五个板块构成。公司仍坚持“港贸结合，以贸促港”方式开展工贸业务，目前工贸业务可为港口主业发展提供持续、稳定的货源支撑，且公司拥有的港口资源可以为工贸业务的开展带来运输成本优势，公司工贸业务和港口业务能够实现较好的港产联动发展。

由于合并的西江集团贡献了较大规模的贸易业务收入和建材（水泥）业务收入，叠加不锈钢业务规模持续扩大，跟踪期内该公司工贸业务收入规模大幅扩大，2018 年及 2019 年第一季度工贸业务收入分别同比增长 52.62% 和 52.11% 至 590.30 亿元和 131.49 亿元。从盈利方面来看，由于 2018 年以来不锈钢业务受原材料价格上涨、竞争加剧等因素影响盈利空间压缩，贸易业务受竞争加剧因素影响盈利水平下降，以及有色金属业务因原矿品味下降以及环保成本上升影响，盈利水平亦有所下降，2018 年及 2019 年第一季度工贸业务毛利率分别同比下降 2.29 个百分点 3.72 个百分点至 7.25% 和 4.20%。

图表 21. 公司工贸业务收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度		2018 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
不锈钢	157.79	8.52	229.61	9.40	264.58	5.37	53.61	3.89	49.53	7.16
贸易	91.37	7.81	82.24	5.39	200.04	3.21	53.97	2.14	21.42	3.05
油脂	36.18	3.84	41.47	-2.64	39.92	1.87	9.62	-5.54	7.94	1.79
有色金属	18.62	36.41	33.44	35.86	40.90	22.83	5.32	18.99	7.56	33.09
建材	-	-	-	-	44.87	26.90	8.97	20.13	-	-
合计	303.96	9.46	386.77	9.54	590.30	7.25	131.49	4.20	86.45	7.92

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

a) 不锈钢业务

跟踪期内，该公司不锈钢仍主要通过诚德镍业、诚德压延和诚德不锈钢三家控股子公司运营；2019 年 2 月 28 通过框架协议购买其他股东所持股权，以便将来实现全资经营³。在产销模式上，2018 年以前，诚德镍业、诚德压延和诚德不锈钢三家公司存在较大规模的购销关联交易，2018 年，为减少内部关联交易，提升管控效率，公司将不锈钢业务的产销模式进行了调整，即将原内部销售生产模式调整为委托代加工模式：诚德镍业生产不锈钢板坯后委托诚德压延和诚德不锈钢进行后续流程的加工，再由诚德镍业负责统一对外销售。近期公司对不锈钢业务进行的多重调整，亦在一定程度上影响了该业务当前的运营效率，关注上述工作完成后对该块业务带来的实质影响。

从采购端来看，该公司不锈钢业务全流程主要传统原材料包括电解镍、高碳铬铁、焦炭和电解镍（镍豆）等，因跟踪期内公司调整生产原料货种，不锈钢业务原材料中高镍铁用量明显上升，上述五大原材料成本合计约占原材料总成本的 80%。从原材料采购来源来看，公司主要从河南葛天再生资源有限公司、无锡市不锈钢电子交易中心有限公司等国内外公司采购，结算周期主要为按批

³ 目前，该公司直接及间接合计持有诚德镍业、诚德压延和诚德不锈钢股份分别为 52.00%、84.16% 和 52.00%。2019 年 2 月 28 日，公司通过协议约定收购佛山市诚德物业管理有限公司（简称“诚德物业”）及自然人劳玉燕分别持有诚德镍业的 29% 和 19% 股权，但目前股权收购款项、进度安排等具体事宜仍在商议中。

次进行结算或者月结，主要以银行承兑汇票、现汇及信用证等方式进行结算。跟踪期内，随着不锈钢业务规模的扩大，公司原材料采购量相应有所增加。同时，随着市场煤炭价格持续高位震荡以及镍价总体回升等因素影响，2018年原材料采购价格总体呈上升态势，较大程度的侵蚀了不锈钢业务盈利空间；2019年以来随着镍价回落，公司相关原材料采购价格有所回落。

图表 22. 公司主要原材料采购价格（单位：元/吨）

原材料名称	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度	2018年第一季度
电解镍	68771.03	73345.31	91175.57	80581.90	84988.82
高碳铬铁	5747.31	7619.37	6710.90	6431.72	6569.60
焦炭	1187.15	1944.46	2175.36	2073.56	2116.06
电解镍（镍豆）	71852.69	73959.9	89506.49	82067.55	82606.77
高镍铁	8326.58	8354.17	11822.91	10309.44	20379.62

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从产能情况来看，随着在建生产线的逐步完工投运，近年来该公司各主要产品的产能持续扩大。从产能利用率情况来看，公司不锈钢业务产能利用率近年来均保持在较好水平，且2018年达到90.29%，其中2017年同比下降4.45个百分点，主要系当年公司新增产能于下半年投入生产，当年全年实际产能低于940万吨。

图表 23. 不锈钢业务主要产品产能利用率情况（单位：万吨、%）

产品名称	2016年			2017年			2018年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
不锈钢板坯	250	227.21	90.88	260	237.28	91.26	280	281.34	100.48
热轧不锈钢黑皮卷	200	166.62	83.31	300	202.53	67.51	300	266.49	88.83
热轧不锈钢白皮卷	180	143.41	79.67	260	181.57	69.83	300	256.25	85.42
冷轧不锈钢卷	120	57.78	48.15	120	82.57	68.81	120	98.82	82.35
合计	750	595.02	79.34	940	703.95	74.89	1000	902.90	90.29

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从销售情况来看，近年来该公司不锈钢业务整体产销率处于较低水平，均低于50%，主要原因系公司生产的不锈钢板坯全部自用，不对外销售；热轧不锈钢黑皮卷亦以自用为主，因此产销率偏低，且随着热轧不锈钢白皮卷产量的上升，自用比例不断提高，其产销率下降至很低水平。2018年公司产销率同比下降8.40个百分点至41.49%，主要系上年诚德新材料委托集团外部单位加工该产品并出售，导致上年产销率处于较高水平。分具体产品来看，公司400系不锈钢⁴产品主要用于外销，其于2017年开始进行试生产，2018年起拓展该产品产销，因此产销率波幅较大，但该产品目前产量规模较小，对整体产销率影响有限；不考虑上年诚德新材料委托集团外部单位加工销售产品，热轧不锈钢白皮卷产销率稳中略降；公司不锈钢终端产品冷轧不锈钢持续保持较高的产销率。

⁴ 400系不锈钢产品耐腐性能优于200系不锈钢品种，且其不含镍、价格便宜、热膨胀系数小、耐氯化物应力腐蚀性优于300系不锈钢品种。

图表 24. 公司不锈钢业务主要产品产销情况 (单位: 万吨、%)

产品名称	2016 年			2017 年			2018 年			
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	
热轧不锈钢黑皮卷	200 系	73.84	22.73	30.78	69.63	8.19	11.76	123.48	0.04	0.03
	300 系	92.78	12.40	13.36	130.97	8.17	6.24	138.93	0.87	0.62
	400 系	—	—	—	1.93	0.36	18.65	4.08	5.03	123.20
热轧不锈钢白皮卷	200 系	65.53	44.69	68.20	60.06	57.52	95.77	119.85	65.08	54.30
	300 系	77.88	43.45	55.79	121.51	76.07	62.60	135.79	90.00	66.28
	400 系	—	—	—	—	—	—	0.61	0.61	100.60
冷轧不锈钢卷	200 系	27.64	27.31	98.81	35.06	35.03	99.91	50.70	50.82	100.23
	300 系	30.14	28.58	94.82	47.51	47.50	99.98	48.12	45.43	94.39
合计		367.81	179.16	48.71	466.67	232.84	49.89	621.56	257.87	41.49

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理 (四舍五入, 存在尾差)

从销售价格情况来看, 2018 年该公司不锈钢产品价格同比仍有所上升, 但受环保趋严及我国进口印尼不锈钢规模扩大等因素影响, 2019 年以来不锈钢产品销售价格呈微幅下调态势。

图表 25. 公司不锈钢业务主要产品产销情况 (单位: 元/吨 (含税))

产品名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
热轧不锈钢黑皮卷	200 系	5139.83	6499.97	7270.00
	300 系	8761.08	10928.66	13113.00
	400 系	-	5128.21	5918.00
热轧不锈钢白皮卷	200 系	5144.22	6742.70	7878.00
	300 系	10453.87	11714.45	14329.00
	400 系	—	—	6704.00
冷轧不锈钢卷	200 系	6622.75	7793.92	8705.00
	300 系	11080.14	12710.81	15043.00
				14529.61

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理

b) 贸易业务

跟踪期内, 该公司原贸易业务仍主要由全资子公司广西北港资源发展有限公司 (简称“北港资源”) ⁵负责, 合并西江集团新增贸易业务主要由广西航桂实业有限公司 (简称“航桂实业”) 负责。公司贸易业务经营模式为以销定购为主, 辅以小部分自营贸易。为控制相关业务风险, 公司主要采取以下措施: 一是要求下游客户以土地或资产进行抵押担保; 二是要求下游客户交存一定比例的保证金并作为尾款结算, 采购的货物均储存于指定的仓库 (一般为公司自有仓库), 按付款进度给客户发货提货, 以确保公司控制货权; 三是为避免价格波动损失, 对大宗货物交易, 公司要求下游客户在出现货物跌价时及时补交保证金。

从客户情况来看, 跟踪期内, 民营企业广西盛隆冶金有限公司 (简称“盛隆冶金”) 仍为该公司贸易业务第一大客户, 2018 年及 2019 年第一季度其贸易销售收入占总销售收入的比重分别为 19.45% 和 23.46%, 同期公司前五大贸易

⁵ 原名“广西泛海商贸有限公司”, 于 2017 年 10 月更名为现名。

客户销售额合计占比分别为 26.58% 和 36.99%，集中度偏高，关注相关风险。从结算模式来看，公司与上下游结算周期均在 90 天以内，主要采用现付、银行承兑汇票以及信用证等方式结算。

图表 26. 2018 年贸易业务前五大客户销售情况（单位：亿元）

客户名称	股东背景	销售金额
广西盛隆冶金有限公司	柯雪利、陈松官等	38.90
云南昆钢国际贸易有限公司	昆明钢铁控股有限公司	6.99
江苏中诺能源有限公司	自然人	2.63
苏州广捷富贸易有限公司	自然人	2.43
广西新思迪投资贸易有限公司	自然人	2.21
合计		53.16

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从贸易货种来看，跟踪期内该公司仍经营铁矿石、煤炭及有色金属（包括金属合金、钴矿）等大宗商品，且由于合并范围扩大，建筑材料（钢材、水泥）等产品贸易量也相应扩大带动公司贸易业务收入规模持续扩张。2018 年及 2019 年第一季度，公司贸易业务收入分别为 200.04 亿元 53.97 亿元，毛利率分别为 3.21% 和 2.14%，同比分别下降 2.18 个百分点和 0.92 个百分点，主要系竞争加剧以及新增西江集团建筑材料等货种贸易毛利率偏低等综合因素影响所致。

c) 油脂业务

跟踪期内，该公司对油脂业务管理架构进行进一步梳理，将原三家油脂业务经营实体广西港青油脂有限公司（简称“港青油脂”）、防城港枫叶粮油工业有限公司（简称“枫叶粮油”）及自贡北部湾油脂工业有限公司（简称“自贡油脂”）的全部股权划转至由北海铁山港务有限公司更名而来的广西北港油脂有限公司（简称“北港油脂”），整合了公司所有油脂生产、加工、销售和贸易等业务，确立了以北港油脂为业务运营主体的经营模式。

从油脂业务的采购端来看，该公司主要原材料为大豆和菜籽，主要自国外采购，关注中美贸易摩擦升级对公司油脂业务造成的影响；该业务结算周期为 90-180 天，结算方式为信用证，结算币种主要为美元，关注汇率风险。跟踪期内，公司油脂业务经营规模相对稳定，原材料采购数量波动不大，2018 年及 2019 年第一季度大豆和菜籽的合计采购数量分别为 123.59 万吨和 28.45 万吨，其中大豆采购单价保持相对平稳，但跟踪期内菜籽单价水平相对上升。

图表 27. 公司主要原材料采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度		2018 年第一季度	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
大豆	85.40	3180.09	93.92	2990.67	82.52	2930.50	17.87	2919.95	19.21	2829.18
菜籽	23.39	2171.08	37.23	2940.67	41.07	3515.05	10.58	3513.78	5.20	3444.11
合计	108.79	—	131.15	—	123.59	—	28.45	—	24.41	—

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从产能情况来看，跟踪期内该公司油脂板块产能未发生变化，截至 2019 年 3 月末，豆油、豆粕、菜籽油及菜籽粕产能分别为 66.00 万吨、264.00 万吨、

33.00 万吨和 27.00 万吨。从公司油脂产品产量来看，近年来公司油脂产能利用率均处于较低水平，约为 30% 左右，存在一定的产能闲置。

从产量规模来看，跟踪期内该公司油脂业务规模总体相对稳定，2018 年及 2019 年第一季度分别为 119.93 万吨和 27.65 万吨。从销售价格来看，公司生产的油脂产品易受行业市场波动影响，2018 年除豆油外其他产品价格同比均有所上涨，但自 2018 年 11 月以来，豆粕和菜籽粕价格持续下降，因此 2019 年第一季度公司相关产品价格同比有所下降，造成了当期油脂业务亏损的局面。2018 年及 2019 年第一季度，公司油脂业务收入分别为 39.92 亿元和 9.62 亿元，毛利率分别 1.87% 和 -5.54%。总体来看，目前公司油脂业务经营波动性较大，易发生亏损，但考虑到该业务规模总体稳定，对公司整体盈利影响可控。

图表 28. 公司油脂业务主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2017 年				2018 年				2019 年第一季度			
	产量	销量	销价	产销率	产量	销量	销价	产销率	产量	销量	销价	产销率
豆油	17.76	17.30	5476.66	97.39	15.99	17.77	4992.03	111.13	3.45	2.61	4979.74	75.65
豆粕	71.38	71.62	2627.11	100.33	63.49	62.81	2791.64	98.93	13.95	13.54	2482.81	97.06
菜籽油	16.44	15.55	5780.46	94.59	18.06	13.54	5822.05	74.97	4.50	6.49	5822.54	144.26
菜籽粕	20.22	19.25	2035.76	95.20	22.45	23.48	2139.98	104.59	5.75	5.82	1878.58	101.15
合计	125.80	123.71	—	98.34	119.99	117.60	—	98.01	27.65	28.46	—	102.92

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

d) 有色金属业务

跟踪期内，该公司有色金属业务仍主要通过华锡集团运营，华锡集团拥有完善的产业链和丰富的矿产资源，目前围绕地质勘探、采矿、选矿、冶炼及深加工几大环节进行生产活动，已探明和控制的锡、锌、锑、铅、铟、银等矿石量达 2.5 亿吨，综合金属量超过 1200 万吨，其中铟储量居世界前茅，锡、锌、锑名列我国前茅，同时富含镓、银、镉、铋等多种可综合回收利用的金属元素。目前，华锡集团已形成年产矿石采选 300 万吨、冶炼精锡 2.5 万吨、铅锭、锌锭各 6 万吨、铟锭 60 吨和硫酸 18 万吨的生产能力。

跟踪期内，华锡集团的销售产品仍主要包括锡锭、锌锭、铅锭、铅锑精矿和锌精矿等，2018 年及 2019 年第一季度上述五类产品销售收入合计占营业收入的比重分别为 80.18% 和 61.17%，2019 年第一季度下降至相对较低水平，主要系受环保因素影响，锡锭、锌锭产量下降所致。2018 年及 2019 年第一季度，有色金属业务营业收入分别为 40.90 亿元和 5.32 亿元，毛利率分别为 22.83% 和 18.99%，分别同比下降 13.02 个百分点和 14.10 个百分点，主要系 2018 年以来随着矿山开采进度的推进，原矿品位下降，有效金属减少，以及环保成本上升导致冶炼成本同比增长所致。

图表 29. 公司有色金属业务产销情况（单位：万吨、亿元、%）

产品名称	2017 年				2018 年				2019 年第一季度			
	产量	销量	金额	收入占比	产量	销量	金额	收入占比	产量	销量	金额	收入占比
锡锭	1.15	1.00	12.29	34.25	0.92	1.08	13.46	36.17	0.00	0.00	0.03	0.66
锌锭	4.78	4.85	9.80	27.30	5.08	5.01	9.96	26.75	0.67	0.71	1.33	29.36

产品名称	2017年				2018年				2019年第一季度			
	产量	销量	金额	收入占比	产量	销量	金额	收入占比	产量	销量	金额	收入占比
铅锭	2.45	2.38	3.70	10.30	1.58	1.58	2.58	6.94	0.24	0.28	0.44	9.65
铅锑精矿	1.07	1.03	1.87	5.22	1.15	1.28	2.20	5.92	0.19	0.16	0.28	6.18
锌精矿	2.70	0.89	1.38	3.84	2.94	1.10	1.63	4.38	0.56	0.59	0.69	15.31
合计	12.15	10.15	29.04	80.91	11.67	10.05	29.84	80.18	1.67	1.75	2.77	61.17

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

目前，华锡集团主要通过该公司全资子公司北港资源下属全资子公司广西北港电子商务有限公司（简称“北港电商”）以及自身销售部门负责对外销售业务，产品价格以市场价为准，2018年公司有色金属业务前五大客户销售金额合计为10.77亿元，占当期业务收入的比重为26.33%。

图表30. 2018年有色金属业务前五大客户情况（单位：万吨、亿元）

销售（客户）单位名称	产品名称	股东背景	销售量	金额
佛山市南海锌隆金属有限公司	锌锭	阮健、刘镇华	1.91	3.80
深圳市中鑫弘泰投资发展有限公司	锌锭	王煊、曾德川	1.38	2.74
佛山市南海区宝叶金属贸易有限公司	锌锭	叶卓英、叶颂强	0.82	1.59
上海九石金属材料有限公司	铅锭	李茂龙、卢怡州	0.63	1.05
南丹县南方有色金属有限责任公司	锡精矿	朱智力、梁铁	0.36	1.59
合计			5.10	10.77

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

e) 建材业务

建材业务为该公司合并西江集团的新增业务板块，主要包括水泥业务以及附加开展混凝土业务，其中水泥业务为该板块业务收入的主要构成，占比在85%以上。公司水泥业务主要由西江集团旗下全资子公司鱼峰集团经营，鱼峰集团系由自治区国资委于2016年8月整体划入西江集团。

鱼峰集团的主要产品为熟料和水泥，且熟料基本用于水泥的生产。随着在建生产线的逐步完工，产能逐步释放，截至2019年3月末，鱼峰集团拥有水泥和熟料产能分别为1457.13万吨和1002.85万吨，在建产能分别为144万吨和150万吨。随着产能提升，产量也相应增加，2018年及2019年第一季度，水泥产量分别为1217.59万吨和218.14万吨，熟料产量分别为1032.78万吨和219.70万吨。从产能利用率情况来看，受当地雨水天气因素影响，2019年第一季度公司水泥年化产能利用率同比下降13.24个百分点至59.09%。

从销售情况来看，受益于西江水运优势，鱼峰集团水泥外销情况良好，目前在广西本地销售占比约为20%，外销地主要包括广州、深圳、香港、澳门等。鱼峰集团水泥产销率保持在较高水平，2018年及2019年第一季度分别为98.03%和100.82%，而熟料作为水泥业务的生产原料，主要用于自身生产，产销率仍处于很低水平，同期分别为4.77%和14.51%。售价方面，受益于水泥市场行情景气度不断上升，公司水泥销售价格呈上涨态势。

受益于水泥业务量价齐升，2018年及2019年第一季度该公司建材业务营业收入分别为44.87亿元和8.97亿元，分别同比增长152.02%和4.22%。鱼峰

集团水泥业务成本主要包括原材料及固定资产折旧，其中原材料主要为煤炭，煤炭成本占原材料成本的比重超 60%，结算周期主要为月结，煤炭价格持续高位运行将加大其成本控制压力。受益于水泥价格上涨，较好地覆盖了煤炭价格上升的部分，建材业务盈利仍保持在较好水平，2018 年及 2019 年第一季度，该业务毛利率分别为 26.90% 和 20.13%，为公司盈利提供了较好的增量。

图表 31. 鱼峰集团水泥业务产销情况 (单位: 万吨、%)

项目	产品	期末产能	折算产能	产量	销量	售价	产能利用率(年化)	产销率
2017 年	水泥	810.00	379.17	378.78	386.94	225.66	99.90	102.15
	熟料	675.00	317.25	270.24	31.73	192.25	85.18	11.74
2018 年	水泥	1510.00	1476.66	1217.59	1193.60	286.07	82.46	98.03
	熟料	1159.20	1136.70	1032.78	49.31	247.49	90.86	4.77
2019 年第一季度	水泥	1510.00	1476.66	218.14	219.93	287.93	59.09	100.82
	熟料	1159.20	1136.70	219.70	31.88	229.15	77.31	14.51
2018 年第一季度	水泥	1470.00	1470.00	265.81	259.57	263.09	72.33	97.65
	熟料	1132.20	1132.20	235.88	16.45	232.82	83.34	6.97

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

C. 物流业务

该公司的物流业务主要系依托港口资源拓展，通过水陆铁多种运输方式为客户提供全程物流供应链服务，2018 年之前，公司的物流业务收入主要来自于远洋运输业务，合并西江集团后，公司的内河航运规模得以快速扩大。目前，公司物流业务的经营实体主要为全资子公司 BG Shipping Co. Ltd.、广西北港物流有限公司和西江集团等。截至 2019 年 3 月末，公司合计拥有自有船舶 128 艘，船舶载重吨为 40.60 万吨，平均船龄为 7.97 年，其中 125 艘自有船舶系并入西江集团新增所得，但由于西江集团主要从事沿江运输业务，船舶运力较小，其自有船舶载重吨仅增加 16.10 万吨。

该公司陆铁路运输主要系为水路运输提供配套服务业务。陆路运输方面，公司主要以南宁保税物流中心、钦州保税港区的建设运营为契机建设内陆“无水港”来运营，目前已投入运营的主要包括南宁国际综合物流园、玉林无水港一期、桂林无水港、自贡无水港和钦州保税港区一期等项目，未来将通过加快无水港布局，延展服务链条，完善服务功能，解决客户和船东还箱和箱管的后顾之忧；铁路运输方面，公司通过北部湾港-云南、贵州、重庆的集装箱班列，构筑了西南内陆腹地便捷的集装箱海铁联运服务平台。公司陆铁运输的经营模式主要系为客户提供货物运输代理、报关报检、集装箱装拆箱及租船订舱、仓储配送等业务。此外，公司作为国际陆海贸易新通道战略的实施主体，积极响应自治区政府战略部署，开展了“穿梭巴士业务”和“天天班”业务，其中穿梭巴士业务分为内线及外线，分别负责北部湾港钦州、北海、防城三港间以及其他港口间的集装箱运输业务，分别于 2010 年 9 月及 2016 年 7 月开通；天天班主要包括于 2017 年 11 月开通的北部湾港—重庆班列、北部湾港—香港航线、北部湾港—新加坡航线三大线路运输，2018 年成都、昆明班列成功开行并实现了双向常态化运行，新增宜宾、自贡、泸州等方向的班列，构筑了西南内

陆腹地便捷的集装箱海铁联运服务网络。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司分别实现物流业务收入为 39.75 亿元和 8.04 亿元，分别同比增长 58.71% 和 53.48%，同期物流业务毛利率分别为-0.17% 和 0.31%，其中 2018 年发生亏损主要系公司开展的“天天班”业务尚处于培育期，未能实现有效盈利，而当年末尚未收到政府补助所致。

D. 投资业务

跟踪期内，该公司以投资区域及投资对象对投资业务板块运营主体进行了明确界定，将公司总部战略发展部作为海外投资项目的主管部门；将广西北港投资控股有限公司作为国内与主业关联度较低的参股企业的统一持股平台，并将逐步发展南化集团和桂江公司等成为公司投资业务板块的主要经营实体。

跟踪期内，该公司海外投资项目未发生变化，仍主要包括关丹港、摩拉港及马来西亚关丹产业园 350 万吨钢铁产能外移项目等。目前公司海外投资项目主要采用参股方式进行，盈利也主要通过投资收益体现。2018 年以来，关丹港及摩拉港运营稳健，叠加 350 万吨钢铁产能外移项目于 2018 年 9 月试产，新增该部分投资收益，2018 年及 2019 年第一季度公司海外投资项目实现的投资收益同比分别增长 70.77% 和 102.62% 至 0.56 亿元和 0.18 亿元，但未收到现金分红。

图表 32. 公司海外投资目前情况

标的	国家	投资方式	持股比例	合作对象	投资时间	运作主体	投资收益（万元）			
							2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
关丹港	马来西亚	股权收购	40%	ROAD BUILDER (M) HOLDINGS BHD 持股 30% ESSMARINE TERMINAL SDN BHD 持股 30%	2013.10	关丹港建设	1666.64	1728.93	1578.32	1247.62
摩拉港	文莱	合资设立	51%	文莱达鲁萨兰资产管理有限公司持股 49%	2017.02	摩拉港务	0.00	1559.71	1736.19	574.24
350 万吨钢铁产能外移项目	马来西亚	合资设立	50%	盛隆冶金	2014.02	联合钢铁（大马）	0.00	0.00	2301.60	0.00

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司境外投资企业运营情况均呈稳健向好态势，其中 2018 年对关丹港确认的投资收益同比下降 8.71%，主要系当年 9 月首个 15 万吨级深水码头投产，固定资产折旧以及费用化利息对盈利产生一定的侵蚀。关丹港第二个深水码头计划于 2019 年上半年投产，目前由于尚未配套设备，暂用浮吊与船吊进行装卸作业，投产后总吞吐能力将由 2600 万吨提升至 5200 万吨。公司目前已经完成对摩拉港运营主体 Muara Port Company SDN BHD（摩拉港务有限公司，简称“摩拉港务”）相应股权的出资义务（约为 1.04 亿文莱元⁶），摩拉港务也已办理土地权属（价值 1.00 亿文莱元）手续，预计将于近期完成工商变更登记手续，但约定公司仍不对摩拉港务实施控制。此外，马来西亚 350 万吨钢铁产能外移项目已于 2018 年 9 月试产，2018 年 9~12 月及 2019 年第

⁶ 1 文莱元约 4.9795 人民币。

一季度钢铁产量分别为 90.85 万吨和 82.48 万吨，销售市场主要面向马来西亚等东南亚国家。

E. 金融业务

金融业务亦为该公司合并西江集团后新增业务板块，目前主要由西江集团的创投和委托贷款等业务构成，经营实体主要为广西西江创业投资有限公司（简称“西江创投”）、南宁市西江小额贷款股份有限公司（简称“西江小贷”）和广西西江金控投资有限公司（简称“西江金控”）。

该公司金融业务收入主要来源于委托贷款业务，2018 年及 2019 年第一季度，公司金融业务收入分别为 1.71 亿元和 0.43 亿元。公司委贷对象涉及行业面相对较广，主要包括房地产、林业和学校等，截至 2019 年 3 月末，公司贷款余额为 9.70 亿元，其中贷款企业户数为 49 家，其中委贷余额为 4.61 亿元，委贷企业户数为 27 家，前十大占贷款规模超 50%，关注公司面临的委贷回收风险。

此外，西江创投还主导设立国家级产业投资基金—珠江西江产业投资基金（原名“北部湾产业投资基金”），基金总规模 200 亿元，其中首期规模 50 亿元，并投资成立北部湾产业投资基金管理有限公司（简称“珠西基金”），注册资本 1 亿元，西江创投为第一大股东，持股比例 49%，西江创投不对珠西基金进行并表，主要通过投资收益形式实现效益。珠西基金主要为珠江-西江经济带产业发展提供资金支持，投资方向为城镇化建设投资、现代农业、资源型产业、西江黄金水道及金融相关产业等。截至 2019 年 3 月末，珠西基金产业基金集群总规模已达 154.49 亿元。

F. 公益（船闸）业务

该公司的公益（船闸）亦为西江集团并入后的新增业务板块，经营实体为西江集团本部，西江集团系西江流域投资建设的重要投融资主体，主要承担西江航运枢纽、船闸扩能改造等项目的建设。由于船闸、枢纽建设项目公益性很强，为较好的平衡资金，2014 年 1 月 1 日开始实行的《广西壮族自治区船闸管理办法》明确提出，通航河流上修建的船闸经广西人民政府批准后可收取船舶过闸费。西江集团所属桂平航运枢纽电站二线船闸已于 2015 年 3 月 16 日起恢复过闸费，新扩建船闸于交工验收后开始收费。2018 年及 2019 年第一季度，公司实现公益（船闸）业务收入 0.27 亿元和 0.06 亿元，亏损 0.83 亿元和 0.17 亿元，主要系船闸业务具有很强的公益性，是否收费以及收费水平均由政府相关部门决定，公司自主决定权较低，叠加船闸项目的建成转固增加较大规模的折旧成本及利息费用，该块业务的盈利能力很低。

从在建船闸项目情况来看，截至 2019 年 3 月末，该公司在建的船闸等公益性项目总投资额为 151.35 亿元，已投资 111.87 亿元，尚需投资 39.48 亿元。船闸建设资金来源一般为交通局及当地政府合计出资 60~80%，其余部分由公司自筹。

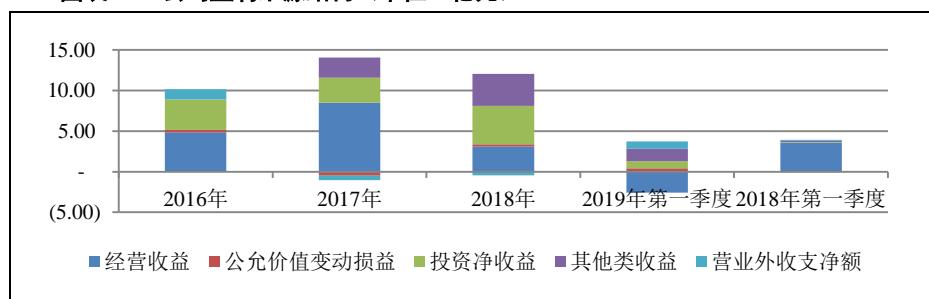
图表 33. 主要在建公益类项目政府补助资金到位情况 (单位: 亿元)

工程名称	总投资额	计划补助	实际到位
金鼓江航道工程（航道部分）	7.37	3.74	2.14
长洲水利枢纽三线四线船闸工程	43.34	24.52	25.70
西津二线船闸工程	32.99	15.21	11.65
右江鱼梁航运枢纽工程	25.56	5.44	6.19
红花二线船闸工程	25.56	7.79	9.57
贵港二线船闸工程	16.53	11.93	11.51
合计	151.35	68.63	66.77

资料来源: 北部湾港务 (截至 2019 年 3 月末, 四舍五入, 存在尾差)

(2) 盈利能力

图表 34. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据北部湾港务所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益, 其他类收益=其他收益+资产处置收益

跟踪期内, 该公司营业毛利规模同比均有所扩大, 但主要受合并西江集团导致期间费用规模大幅扩大, 对盈利造成了较大的侵蚀因素影响, 公司经营收益表现弱化, 2018 年及 2019 年第一季度, 公司实现经营收益分别为 3.09 亿元和 -2.57 亿元, 2018 年度同比下降 63.66%, 并于 2019 年第一季度出现经营亏损。

2018 年及 2019 年第一季度, 该公司实现营业毛利分别同比增长 31.31% 和 1.77% 至 69.25 亿元和 11.64 亿元, 仍主要来源于港口业务及工贸业务, 两大板块营业毛利合计占比分别为 87.58% 和 83.14%。具体来看, 跟踪期内, 公司港口业务发展稳健向好, 叠加西江集团内河港口业务并入, 2018 年及 2019 年第一季度港口业务营业毛利分别同比增长 35.41% 和 32.16% 至 17.87 亿元和 4.16 亿元。同期, 工贸业务营业毛利分别为 42.78 亿元和 5.52 亿元, 受益于合并西江集团新增盈利能力较强的工贸细分板块建材 (水泥) 业务以及贸易业务规模的扩大带动了 2018 年工贸业务营业毛利同比增长 15.92%, 但受不锈钢业务盈利空间压缩影响, 当年工贸业务营业毛利增幅同比下降 12.46 个百分点, 且随着该业务盈利水平持续下降, 2019 年第一季度工贸业务营业毛利同比下降 19.32%。此外, 合并西江集团新增的能源业务盈利能力亦相对较强, 2018 年及 2019 年第一季度, 能源业务实现营业毛利分别为 4.94 亿元和 1.70 亿元, 占同期营业毛利的比重分别为 7.13% 和 14.64%, 能为公司盈利提供较好的补充。

由于西江集团从事的金融业务占用了部分资金, 同时其承担的船闸等公益

性项目建设也增加相应了固定资产折旧成本及利息费用，叠加人工费用等成本不断上升因素影响，2018年及2019年第一季度，该公司期间费用分别同比增长69.48%和89.57%至64.74亿元和13.49亿元，仍主要由管理费用和财务费用构成，同期公司期间费用率分别同比上升1.13个百分点和1.90个百分点至9.36%和8.73%。此外，2018年及2019年第一季度，公司资产减值损失分别为-2.57亿元和-0.30亿元，主要系公司预期广西有色以其持有多家公司股权拍卖后可收回一定的款项，从而转回部分前期公司因华锡集团承担其债务而计提的坏账准备。

图表 35. 影响公司盈利的核心因素分析

影响公司盈利的核心因素分析	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度	2018 年第一季度
营业收入合计（亿元）	364.63	464.34	691.85	154.59	104.18
营业毛利（亿元）	43.62	52.74	69.25	11.64	11.44
其中：港口业务（亿元）	11.82	13.19	17.87	4.16	3.14
工贸业务（亿元）	28.75	36.91	42.78	5.52	6.84
物流业务（亿元）	1.09	0.85	-0.07	0.03	0.18
建设开发（亿元）	0.35	0.62	1.64	0.17	0.08
投资业务（亿元）	0.84	0.81	1.48	0.16	1.14
能源业务（亿元）	—	—	4.94	1.70	—
金融业务（亿元）	—	—	1.45	0.07	—
公益（船闸）（亿元）	—	—	-0.83	-0.17	—
期间费用率（%）	8.76	8.23	9.36	8.73	6.83
其中：财务费用率（%）	4.49	4.03	4.96	4.80	3.70
全年利息支出总额（亿元）	17.85	20.41	35.22	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	2.92	1.03	2.29	—	—

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司整体盈利水平有所下降，2018年及2019年第一季度公司综合毛利率分别同比下降1.35个百分点和3.45个百分点至10.01%和7.53%，投资收益及政府补助等对公司盈利起到了重要的补充作用。同期，公司投资收益分别为4.76亿元和0.86亿元，主要系持有可供出售金融资产以及处置长期股权投资获得投资收益，2018年分别为2.18亿元和1.76亿元，其中持有可供出售金融资产投资收益主要来源于桂林银行股份有限公司、广西银时泰胜投资管理中心（有限合伙）及华澳国际信托有限公司等金融机构，收益具有一定的持续性；处置长期股权投资主要系退出对新余珠西三号短期投资管理中心（有限合伙）的投资。未来，随着公司海外港口投资业务逐渐成熟以及350万吨钢铁产能项目产能释放，预计也能为公司提供较为稳定的投资收益。公司政府补贴主要来自于航线补贴以及南化集团的土地搬迁和收储补贴，持续性较好，2018年及2019年第一季度公司获得政府补贴分别为4.10亿元和1.59亿元，其中2018年获得南化集团的土地搬迁和收储补贴为1.16亿元。

2018年及2019年第一季度，该公司净利润分别为6.66亿元和0.19亿元，2018年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为4.30%和2.22%，分别同比上

升 0.06 个百分点和下降 1.72 个百分点，公司资产回报水平仍较弱。

图表 36. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度	2018 年第一季度
投资净收益（亿元）	3.74	3.10	4.76	0.86	0.04
营业外收入（亿元）	2.32	0.59	1.12	0.99	0.12
其中：政府补助（亿元）	1.93	0.36	0.24	0.09	0.00
其他类收益（亿元）	0.00	2.47	3.93	1.53	0.19
其中：政府补助（亿元）	0.00	2.07	3.86	1.50	0.19
公允价值变动损益（亿元）	0.34	-0.49	0.27	0.43	-0.07

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

合并西江集团后，该公司形成了港口、物流、工贸、建设开发、能源、金融、投资及公益（船闸）等“7+1”业务板块。其中，港口业务仍为公司的根本与核心，未来公司将积极推动港口主业发展，以北部湾港和西江黄金水道为依托，“纵向”突出“南向、北联”，发挥北部湾港的优势，加强与新加坡、香港两个国际航运中心的连接，扎实推进西部陆海新通道建设，为中国西部地区发展构建便捷高效的出海通道；“横向”突出“东融、西合”，发挥西江黄金水道的优势，带动上下游沿江产业，主动对接粤港澳大湾区。在推进港口发展的基础上，围绕“港口—工业—贸易—金融”链条拓展其他业务发展。在物流方面，主要系以北部湾港为中心，借助港口、铁路、内陆无水港，建立起稳定、高效的港航物流网络平台，形成相对完善的港航物流体系。工贸业务方面，将以港口为依托，以物流为纽带，重点做强不锈钢、水泥、有色金属及整合能源资源。在金融方面，将整合西江集团的小贷、基金、创投业务和公司的香港融资平台业务，稳步开展金融业务；并按照“一板块一上市平台公司”的思路，继续推进北部湾港股份资本运作力度，促进 ST 南化股份转型升级，推动西江集团旗下优质企业在主板或海外上市。在投资方面，继续以东南亚国家为重点，扎实开展“一带一路”沿线国家的投资合作并进一步探索“港—产—园”联动发展模式，带动国内外优势产业在东南亚国家的投资布局。在公益（船闸）业务方面，将继续推动西江黄金水道现有船闸建设，以便发挥好船闸提升航道等级与水力发电的综合效用，进一步提高船闸的总体效益。

该公司目前在建工程主要涉及港口码头、工贸等业务涉及的非公益类项目建设和航道船闸等公益类项目建设，截至 2019 年 3 月末，主要在建项目计划投资总额为 296.78 亿元，已累计投资 198.80 亿元；待投资金额 97.98 亿元，其中 39.48 亿元为船闸航道类公益性项目。公司在建公益类项目建设投资规模包含政府资金支持，当期末，公司主要在建公益类项目政府补助已累计到位 66.77 亿元。

图表 37. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	总投资额	已投资额	计划投资额	
			2019 年	2020 年
北海铁山港区 1~4#泊位工程	31.35	27.74	0.41	0.00
广西北部湾港钦州 30 万吨级石油码头工程	25.66	11.13	2.13	0.00
钦州港大榄坪 1~2#泊位工程	17.81	13.47	0.00	0.00
钦州港大榄坪作业区北 1~3 号泊位工程	15.84	6.30	0.00	0.30
官塘港区一期工程	13.64	5.96	0.10	0.15
铜坑锌多金属矿 3000 吨日采选工程（华锡）	12.00	7.81	1.00	1.00
6000t/d 水泥生产线技改扩建项目	10.28	0.04	0.03	0.03
钦州港大榄坪港区大榄坪作业区 12~13 号泊位工程	9.85	7.10	0.00	0.00
年产 150 万吨不锈钢冷轧项目(一期)	9.00	7.38	2.50	0.42
主要非公益类项目小计	145.43	86.93	6.17	1.90
金鼓江航道工程（航道部分）	7.37	7.31	0.00	0.00
长洲水利枢纽三线四线船闸工程	43.34	40.36	2.88	0.10
西津二线船闸工程	32.99	18.26	5.00	5.00
右江鱼梁航运枢纽工程	25.56	21.89	2.46	0.72
红花二线船闸工程	25.56	15.14	2.50	4.00
贵港二线船闸工程	16.53	8.91	2.00	3.00
主要公益类项目小计	151.35	111.87	14.84	12.82
合计	296.78	198.80	21.01	14.72

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，仍为自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，董事会、监事会各尽其责，经营运作规范。合并西江集团后，公司对内部组织架构及治理结构进行了完善和调整，但公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力仍面临较大挑战。

跟踪期内，该公司股权结构未发生重大变化，广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“自治区国资委”）仍是公司唯一股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司完成了合并西江集团的工商变更工作，并对内部组织架构进行了完善和调整，各部门之间权责进一步明确细分，能更好地服务公司日常经营管理需求。目前，公司已将原先的“八部四室一中心一会”调整为“十部二室三中心”。其中，将原财务部的职能进行了划分，将核算管理、税务管理、财务管理及经营管理等职能归入财务经营部（下设财务共享中心），并将资金管理和融资担保等管理职能归入新设的资金管理中心；同时，新设了金融事业部和建设开发部；并将原律师办公室调整成为法律事务部，原科

工部更名为科技与大数据中心，原工会办公室并入党群工作部。公司最新组织架构详见附录二。

随着西江集团的并入，该公司也对内部治理结构进行一定调整，目前已经聘任西江集团相关人员（如黄伟、林聪、宁武、韦德鉴）作为公司副总经理，未来将逐步对董监事成员作进一步的调整。

在对西江集团管控方面，该公司主要通过向其委派董事进行决策管理。目前西江集团现任董事会成员五名，其中四名为公司委派，一名为职工代表选举产生。在对其业务管理方面，公司主要采取“多元化发展、专业化管理、板块化联动”方针将其业务与公司进行融合发展。同时，目前西江集团也根据政府相关部门对其与公司战略重组中“坚持主业”的指导原则，梳理并划转出与其主业无关的资产，并已于 2018 年将广西西江开发投资集团南宁投资有限公司（简称“西江集团南宁投资”）⁷无偿划转，未来政府或将以内河码头资产进行增资，逐步整合其他相关资源并增加注册资本，关注该事项进展。2018 年末及 2019 年 3 月末，西江集团资产总额分别为 470.35 亿元和 468.60 亿元，所有者权益分别为 139.74 亿元和 138.43 亿元；2018 年及 2019 年第一季度营业收入分别为 167.67 亿元和 33.63 亿元，净利润分别为-1.38 亿元和-0.16 亿元，经营性净现金流分别为 20.62 亿元和 1.88 亿元。

该公司近几年接收了多家广西壮族自治区内经营出现困境的国企，如南化集团及其控股上市子公司的南宁化工股份有限公司（简称“ST 南化”，600301.SH）、华锡集团等，加大了公司在内部管治上面临的难度。跟踪期内，上述企业经营总体表现较为稳健，未来有望逐步减轻对公司的压力。

跟踪期内，南化集团主要开展不再生产子公司的注销、土壤修复工作和异地搬迁等工作，并从事了小部分贸易及对外租赁不动产业务的经营。2018 年末及 2019 年 3 月末，南化集团总资产分别为 14.13 亿元和 15.06 亿元，所有者权益分别为 1.94 亿元和 1.97 亿元；2018 年及 2019 年第一季度，南化集团分别实现营业收入为 2.81 亿元和 0.73 亿元，净利润分别为 0.08 亿元和 0.03 亿元，经营性现金净流量分别为-1.54 亿元和-0.08 亿元。

跟踪期内，ST 南化仍仅从事化工品贸易业务，且其于 2018 年 6 月向法院申请对下属控股子公司南宁绿洲化工有限责任公司（简称“绿洲化工”）破产重整事宜已于当年 10 月经法院裁定受理，绿洲化工由重整管理人接收管理，当年末不再纳入 ST 南化合并报表，因此跟踪期内 ST 南化资产规模大幅下降，且净利润转为正数。2018 年末及 2019 年 3 月末，ST 南化总资产分别为 3.95 亿元（较上年末下降 47.68%）和 4.66 亿元，所有者权益分别为 3.03 亿元和 3.04 亿元；2018 年及 2019 年第一季度，ST 南化分别实现营业收入为 2.75 亿元和 0.71 亿元，净利润分别为 0.45 亿元和 0.01 亿元，经营性现金流量净额分别为-1.18 亿元和 0.03 亿元。本评级机构将持续关注 ST 南化摘帽工作的进展以及公司对其未来定位和规划。

⁷ 南宁投资公司 100% 股权无偿划转对西江集团的影响为：与 2017 年 12 月 31 日相比，总资产减少 33.72 亿元，占划转前总资产 7.83%；负债减少 2.17 亿元，占划转前总负债 0.78%；净资产减少 31.55 亿元，占划转前净资产 20.58%。

跟踪期内，南化集团及 ST 南化搬迁工作正处于治理修复污染土壤阶段，共分为三期进行，截至 2019 年 3 月末，第一期及第二期共约 613.58 亩已完成治理修复，土壤治理与修复效果分别于 2018 年 3 月、12 月通过第三方验收单位验收；第三期约 667.24 亩，土壤修复完成率 64.8%。同期末，搬迁工作整体完成 81.66%，南化集团搬迁工作合计应收补偿款 41.18 亿元，累计收到 26.05 亿元，已全部用于土地解押、解决历史遗留问题等，并垫付 2.24 亿元；剩余 15.13 亿元补偿款将根据政府有关部门共同制定的资金使用计划（完成土壤修复工作后进行土地交付）及拨付程序分期支付。

华锡集团系该公司通过股权收购的方式获取，主要从事有色金属从采矿至销售的业务。2018 年末及 2019 年 3 月末，华锡集团总资产分别为 96.05 亿元和 98.75 亿元，所有者权益分别为 13.20 亿元和 10.85 亿元；2018 年及 2019 年第一季度，华锡集团分别实现营业收入为 37.21 亿元和 4.53 亿元，净利润分别为 0.23 亿元和 -0.86 亿元，经营性现金净流量分别为 6.22 亿元和 -0.51 亿元。随着华锡集团银团贷款逐步审批发放，华锡集团相关债务逐步续贷（合计 68.32 亿元），截至 2018 年 4 月 10 日，华锡集团未能清偿的到期银行借款已全部办理完成转贷手续，不存在未能清偿债务情况；但华锡集团债务负担沉重的问题仍未实质性解决。2018 年末及 2019 年 3 月末，华锡集团负债总额分别为 82.85 亿元和 87.90 亿元，资产负债率分别为 86.26% 和 89.01%，刚性债务占负债总额的比重分别为 76.96% 和 75.56%，其中，短期刚性债务余额分别为 35.73 亿元和 38.46 亿元，仍面临较大的即期偿付压力。考虑到银团贷款到期日为 2020 年 2 月 20 日，距离还款期限间隔较短，本评级机构将持续关注公司后续对华锡集团存量债务的处置方案及落实情况。

跟踪期内，该公司下属 A 股上市港口主要经营实体北部湾港完成了向公司及防城港务集团进行资产置换并发行股份购买资产并募集配套资金的相关事项，截至 2018 年 1 月 15 日，资产置换的工商变更手续已全部办理完成，北部湾港就上述资产置换差额，分别向公司及防城港务集团发行 0.42 亿股和 1.04 亿股，公司对北部湾港直接及间接合计持股比例由资产置换前的 78.78% 上升至 81.02%。2018 年 11 月 28 日，北部湾港完成了募集配套资金工作，向广西交通发展投资基金合伙企业（有限合伙）、广西广投资产管理有限公司、广西宏桂资本运营集团有限公司和上海中海码头发展有限公司共四名投资者非公开发行 248051887 股人民币普通股，募集资金总额 16.47 亿元，公司对北部湾港直接及间接合计持股比例下降至 68.72%。截至 2019 年 3 月末，公司对北部湾港合计持股比例未发生变化，无股权质押事项，控股地位稳固。

根据该公司提供的 2019 年 4 月 29 日《企业信用报告》，公司有 5 笔已结清欠息记录；公司存在关注类担保 5.91 亿元，根据公司出具的情况说明，该关注类担保主要涉及 7 笔贷款业务，系华锡集团及其子公司五吉公司向浦发等 4 家银行的借款；上述借款已还清并再次办理借款手续，但因银团相关资产抵押事宜已在办理但尚未完成，根据各家银行行内要求暂将此 7 笔贷款设为关注类贷款。公司主要子公司涉及不良行为记录如下表所示：

图表 38. 公司主要不良行为记录列表（最近三年，截至 2019 年 5 月 11 日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	核心子公司			
				北部 湾港	防城港 务集团	诚德 镍业	西江 集团
欠息	企业信用报告	2019.04.29	5 ⁸	6 ⁹	未提供	4 ¹⁰	2 ¹¹
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05.11	无	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2019.05.11	17 ¹²	3	29	9	40

资料来源：根据北部湾港务所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

跟踪期内，该公司业务规模持续扩大，叠加新并入的西江集团业务涉及能源、水泥类重资产业务以及贸易、金融类资金需求高的业务，再加上其还承担了船闸等公益类项目的部分建设资金，债务负担亦不轻，公司负债规模持续扩大，且新增负债主要为刚性债务，债券面临集中偿付，公司存在一定的刚性债务偿付压力。考虑到公司货币资金较为充裕，经营环节现金流表现较好，外部融资渠道通畅，均可为公司债务偿付提供一定的支持。

1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016~2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定，并基于相关重要会计政策、会计估计进行编制。此外，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，公司对资产负债表及利润表相关科目进行了调整。

截至 2019 年 3 月末，该公司及西江集团合计发行的附有“延期”条款的债券分别为“15 北部湾 MTN003”、“16 西江 MTN001”、“17 西江 MTN001”和“17 西江 MTN003”，发行规模共为 50.00 亿元，此外公司还向交银国际信托有限公司取得永续信托借款 5.00 亿元，公司将上述永续类债务（本息余额 54.71 亿元）其计入“其他权益工具”，若将其作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

⁸ 根据该公司出具的情况说明，上述 5 笔已结清欠息记录均非公司恶意欠息，产生原因主要为公司网银系统故障或银行系统升级，造成不能按时扣息。

⁹ 根据沟通，北部湾港存在 6 笔已结清欠息记录，系三港合并前的历史遗留问题所致，首次欠息时间在 2006 年 9 月至 2014 年 3 月期间，欠息总额为 837.26 万元。

¹⁰ 查询日期为 2019 年 3 月 26 日，诚德镍业存在 4 笔已结清欠息记录，欠息金额分别为 0.42 万元、2.06 万元、214.40 万元和 6.60 万元，根据该公司提供的说明，欠息原因为银行账务系统故障，公司人员遗忘扣息日期、公司机构代码证有效期过期未及时更换造成账户失效导致扣息失败及银行内部业务操作失误。

¹¹ 查询日期为 2019 年 4 月 14 日，西江集团存在 2 笔已结清关注类贷款，金额分别为 1000.00 万元和 700.00 万元，根据该公司提供的银行说明文件，2 笔关注类贷款均银行系统原因造成。

¹² 主要系侵害计算机软件著作权纠纷、建造合同纠纷及合同纠纷，未造成重大负面影响。

图表 39. 权益类债务调整对比表

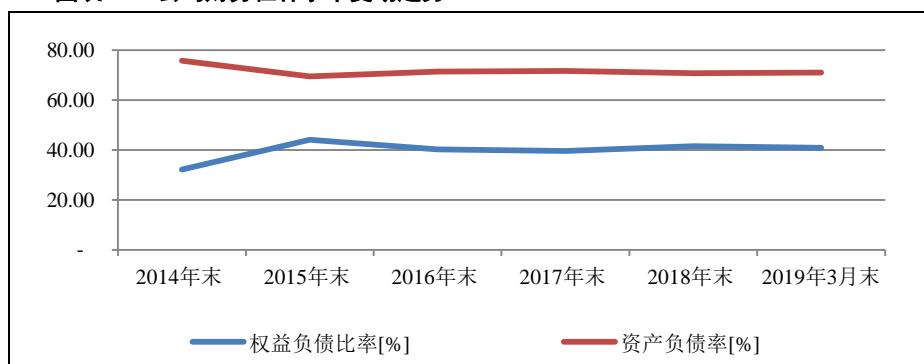
重要指标	调整前				调整后			
	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
总负债（亿元）	542.22	549.46	920.15	927.94	562.22	569.46	974.86	982.65
刚性债务（亿元）	425.77	424.02	740.35	749.76	445.77	444.02	795.06	804.48
所有者权益（亿元）	217.77	217.66	382.09	379.58	197.77	197.66	327.38	324.87
资产负债率（%）	71.35	71.63	70.66	70.97	73.98	74.23	74.86	75.15
权益资本与刚性债务比率[%]	51.15	51.33	51.61	50.63	44.37	44.52	41.18	40.38
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.12	0.13	—	0.09	0.12	0.09	—

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 40. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

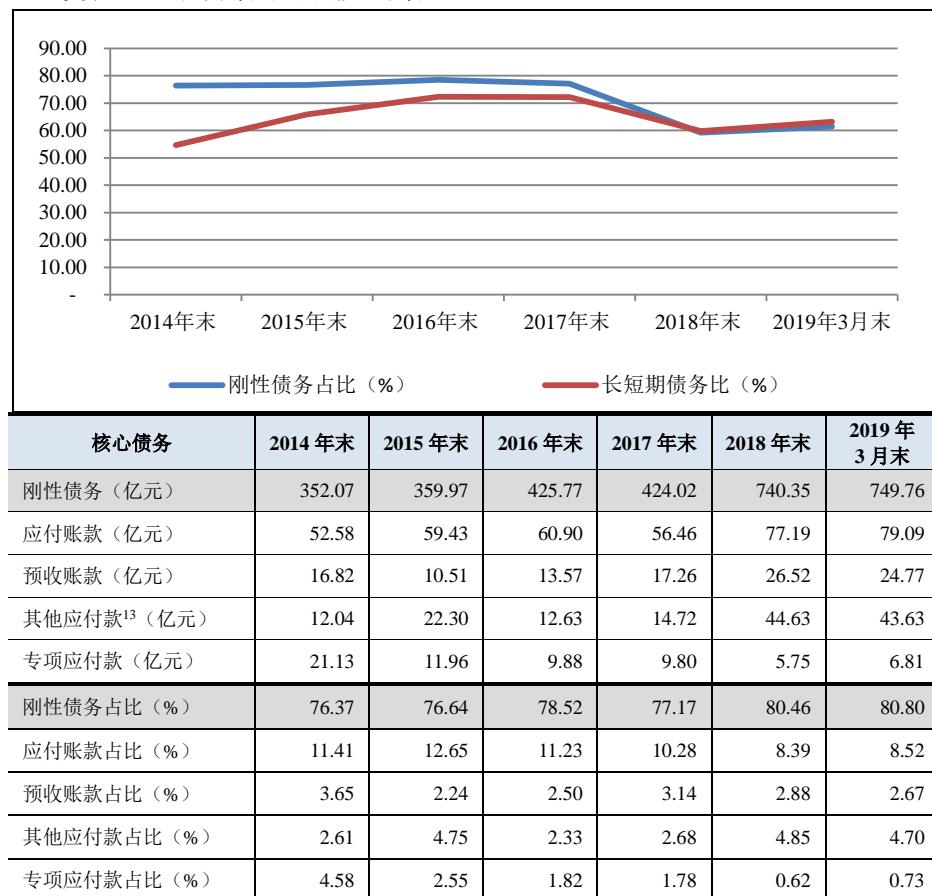
跟踪期内，该公司负债规模明显扩大，主要原因系除公司自身业务运营及项目建设资金的继续投入外，新并入的西江集团业务涉及能源、水泥类重资产业务以及贸易、金融类资金需求高的业务，再加上其还承担了船闸等公益类项目的部分建设资金，债务负担亦不轻。2018年末及2019年3月末，公司负债总额分别较上年末增长67.46%和0.85%至920.15亿元和927.94亿元，资产负债率分别为70.66%和70.97%，2018年末较上年末下降0.97个百分点，主要系西江集团无偿划转至公司带动实收资本、资本公积及其他权益工具增加以及少数股东权益增加等综合因素影响所致。

2018年末及2019年3月末，该公司所有者权益分别为382.09亿元和379.58亿元，2018年末较上年末增长78.73%，主要系受合并西江集团增加实收资本、资本公积及其他权益工具等所致。2018年末，受合并西江集团因素影响实收资本较上年末增长192.11%至66.97亿元；年末，公司资本公积较上年末增长81.94%至101.52亿元，主要系西江集团无偿划转增加资本公积91.33亿元，以及收到港口建设费10.43亿元，同时合并西江集团转回其他权益工具及专项储备减少资本公积29.92亿元，西江集团无偿划转下属全资西江集团南宁投资致资本公积减少31.53亿元。年末，其他权益工具较上年

末增长 196.86%，主要系合并西江集团增加其永续债券。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重分别同比上升 7.85 个百分点和 0.24 个百分点至 44.21% 和 44.45%，公司资本结构稳定性有所提升。

(2) 债务结构

图表 41. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从债务期限结构来看，跟踪期内，该公司负债仍以流动负债居多，且随着债务到期时间顺移，2018 年末流动负债占比较上年末上升 4.50 个百分点，2018 年末及 2019 年 3 月末，流动负债占负债总额的比重分别为 62.56% 和 61.26%。从债务性质来看，公司负债主要以刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款及专项应付款构成。由于公司原刚性债务压力较大，叠加西江集团并入主要带来刚性债务增量，2018 年末及 2019 年 3 月末，刚性债务占负债总额的比重分别较上年末上升 3.29 个百分点和 0.34 个百分点至 80.46% 和 80.80%。同期末，应付账款余额分别为 77.19 亿元和 79.09 亿元，2018 年末较上年末增长 36.72%，主要系合并西江集团新增其应付工程款项以及随着工贸业务规模扩大，原材料采购未结算款项也相应增加。2018 年末及 2019 年 3 月末，预收账款余额分别为 26.52 亿元和 24.77 亿元，2018 年末较上年末增

¹³ 含有计入刚性债务的借款性质的其他应付款。

长 53.63%，主要系工贸业务规模扩大带动。2018 年末及 2019 年 3 月末，其他应付款余额分别为 44.63 亿元和 43.63 亿元，2018 年末较上年末增长 203.21%，主要系合并西江集团导致应付工程款保证金（质保金）规模扩大，叠加当年末起应付利息及应付股利计入“其他应付款”科目等因素综合影响所致。

（3）刚性债务

图表 42. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	216.80	193.86	223.99	222.11	423.76	418.45
其中：短期借款	163.34	121.95	186.84	188.92	248.95	242.71
交易性金融负债	0.00	0.002	0.02	0.26	0.19	0.17
应付票据	16.57	22.49	11.00	5.30	21.31	34.58
应付利息	3.48	4.39	4.31	3.77	6.77	5.29
应付短期债券	22.50	25.00	7.48	11.99	53.46	55.44
一年内到期长期借款	10.43	18.16	12.81	11.85	44.56	42.99
其他短期刚性债务	0.48	1.87	1.54	0.002	48.52	37.26
中长期刚性债务合计	135.27	166.10	201.77	201.91	316.59	331.32
其中：长期借款	90.52	88.68	93.33	116.32	188.89	201.63
应付债券	33.90	58.94	83.72	63.80	85.76	91.28
其他中长期刚性债务	10.85	18.49	24.72	21.79	41.95	38.40

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，随着西江集团的并入，该公司刚性债务规模明显扩张，2018 年末及 2019 年 3 月末，分别较上年末增长 74.60% 和 1.27% 至 740.35 亿元和 749.76 亿元。公司刚性债务期限结构仍较为均衡，短期刚性债务占比略高，同期末分别为 57.24% 和 55.81%，且随着发行债券集中于一年内到期，2018 年末占比较上年末上升 4.86 个百分点。从刚性债务来源情况来看，仍主要为银行借款和发行债券，同期末银行借款余额分别为 482.39 亿元和 487.33 亿元，以信用及保证借款为主（2018 年末长短期银行借款中信用借款及保证借款分别为 195.09 亿元和 174.52 亿元），借款利率为 4~5%。同期末，发行债券余额分别为 182.38 亿元和 181.40 亿元（不包括永续债券）。此外，由于西江集团建材业务及贸易业务票据结算规模较大叠加公司原业务票据结算规模也有所扩大，2018 年末及 2019 年 3 月末应付票据分别较上年末增加 16.01 亿元和 13.27 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 43. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
营业周期(天)	88.46	127.44	135.45	92.12	63.13	—
营业收入现金率(%)	106.26	103.98	111.98	123.72	117.07	86.21
业务现金收支净额(亿元)	26.13	10.40	29.42	51.05	79.36	2.01
其他因素现金收支净额(亿元)	-6.04	15.83	-1.16	-10.30	-32.47	4.40
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	20.09	26.23	28.26	40.75	46.89	6.41
EBITDA(亿元)	36.21	24.96	40.96	51.38	73.21	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.12	0.07	0.10	0.12	0.13	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	2.07	1.67	2.29	2.52	2.08	—

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

注：业务收支现金净额系剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司合并西江集团，业务规模扩大，2018 年及 2019 年第一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金分别同比增长 40.98% 和 48.27% 至 809.94 亿元和 133.27 亿元，营业获现能力保持在较好水平，同期营业收入现金率分别为 117.07% 和 86.21%，2019 年第一季度处于较低水平，主要系结算周期因素影响所致。公司主业现金收支表现较好，2018 年及 2019 年第一季度分别净流入 79.36 亿元和 2.01 亿元，但 2018 年公司其他因素影响现金净流出 32.47 亿元，主要系工程建设及票据结算规模扩大导致保证金、质保金支付规模扩大。总体来看，跟踪期内公司经营环节现金流表现较好，2018 年及 2019 年第一季度分别净流入 46.89 亿元和 6.41 亿元。

2018 年，该公司 EBITDA 同比增长 42.48% 至 73.21 亿元，但主要系由固定资产折旧及列入财务费用的利息支出增长带动所致，其中利润总额占比同比下降 9.52 个百分点至 15.84%。当年公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障倍数分别为 0.13 倍和 2.08 倍，能对利息支出起到一定的保障作用，但对刚性债务的保障水平低。

(2) 投资环节

图表 44. 公司投资环节现金流量状况(单位：亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-5.08	-15.50	-9.67	-5.76	40.42	-2.16
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-47.64	-31.35	-30.00	-24.20	-35.38	-8.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.62	1.46	3.34	-0.67	0.49	0.46
投资环节产生的现金流量净额	-51.10	-45.34	-36.26	-30.62	8.46	-10.19

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

随着原在建项目建设的持续推进，以及新并入的西江集团在船闸等公益性项目上存在较大规模的投入需求，2018年及2019年第一季度该公司处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额有所扩大，分别净流出35.38亿元和8.49亿元。2018年及2019年第一季度，公司收回投资与投资支付净流入额分别为40.42亿元和-2.16亿元，2018年净流入规模较大，主要系公司因合并西江集团将其上年现金及现金等价物调整记入该科目的账务处理因素导致，受此因素影响，2018年公司投资环节产生的现金流量净流入8.46亿元，但公司目前在建项目投资需求较大，预计未来一段时间内投资活动现金仍呈净流出态势。

(3) 筹资环节

图表45. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	-2.40	53.23	-0.93	-3.99	26.22	-2.70
其中：永续债及优先股	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	69.52	-12.98	-4.36	-8.50	16.48	-6.77
其中：现金利息支出	14.81	14.89	14.00	20.36	36.50	9.92
筹资环节产生的现金流量净额	46.18	28.39	-14.07	-11.24	35.69	-1.31

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司债务类融资呈净流入，且受益于北部湾港成功募集资金16.47亿元以及根据桂财交函[2017]283号文件收到自治区财政厅下拨的港口建设费10.43亿元等财政补贴，2018年公司筹资环节现金净流入35.69亿元。预计随着公司在建项目不断投资建设以及债务集中到期偿付，未来公司筹资需求仍较高。

4. 资产质量

图表46. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	281.95	276.26	233.02	211.00	400.66	406.73
	46.29%	40.84%	30.66%	27.51%	30.77%	31.11%
其中：现金类资产 ¹⁴ （亿元）	89.47	99.58	60.18	67.70	177.48	174.04
应收账款（亿元）	20.81	26.92	29.26	18.02	28.09	46.00
预付款项（亿元）	41.97	23.71	16.70	9.93	27.57	28.47
其他应收款（亿元）	38.31	22.09	27.86	24.41	48.95	49.63
存货（亿元）	88.89	101.66	87.14	78.72	95.15	90.31
其他流动资产（亿元）	0.97	2.13	11.30	10.93	19.69	16.68
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	327.08	400.13	526.97	556.12	901.58	900.79
	53.71%	59.16%	69.34%	72.49%	69.23%	68.89%
其中：可供出售金融资产（亿元）	10.33	4.28	5.37	8.33	49.64	48.69

¹⁴ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
长期股权投资（亿元）	5.01	26.46	20.57	26.96	44.87	53.36
固定资产（亿元）	167.74	228.41	262.89	264.86	403.39	392.59
在建工程（亿元）	99.43	91.28	107.20	117.49	182.75	188.13
无形资产（亿元）	37.32	38.11	83.04	89.63	113.38	111.92
其他非流动资产（亿元）	5.52	7.84	8.75	7.68	32.49	30.38
期末全部受限资产账面金额（亿元）	24.20	50.22	23.22	25.24	76.65	100.32
受限资产账面余额/总资产（%）	3.97	7.42	3.05	3.29	5.89	7.67

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，西江集团的并入使得该公司资产规模大幅扩大，2018年末及2019年3月末，公司资产总额分别较上年末增长69.76%和0.41%至1302.24亿元和1307.52亿元，仍以非流动资产为主，同期末非流动资产占比分别为69.23%和68.89%。由于西江集团以内河港口建设为主要任务，同时还肩负船闸航道等公益类项目的建设，因此新增资产仍以固定资产、在建工程和无形资产为主，但受西江集团金融业务开展的影响，跟踪期内上述三大资产合计占非流动资产的比重有所下降，2018年末及2019年3月末分别较上年末下降7.28个百分点和0.70个百分点至77.59%和76.89%。2018年末，固定资产、在建工程及无形资产分别较上年末增长52.30%、55.55%和26.50%至403.39亿元、182.75亿元和113.38亿元，新增部分主要系房屋、建筑物及机器设备等固定资产，水利枢纽、船闸、港口及码头等在建工程及土地使用权等无形资产。此外，西江集团开展的金融业务主要增加了公司可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产等非流动资产。2018年末，公司可供出售金融资产较上年末增加41.30亿元，主要系西江集团参与的广西当地及其他金融企业的投资，主要包括广西银时泰胜投资管理中心（有限合伙）、华澳国际信托有限公司、广西西瑞添富投资管理中心（有限合伙）和广西西江锦盛股权投资基金合作企业（有限合伙）等；同年末，长期股权投资较上年末增加17.92亿元，主要系其参与投资的商贸物流等西江沿江产业；其他非流动资产较上年末增加24.81亿元，主要系新增西江集团对外委托贷款12.42亿元，以及受结算进度因素影响，预付工程款扩大综合因素影响所致。此外，2018年末，公司商誉较上年末增长63.63%至28.93亿元，主要系合并西江集团新增其当年收购中广核红花水电有限公司、中广核桂柳水电有限公司确认的商誉。2019年3月末，公司非流动资产结构较上年末未发生重大变化，当期末长期股权投资较上年末增长18.90%至53.36亿元，主要系新增投资广西柳州鹿寨金利水泥有限公司所致。

2018年末，该公司流动资产较上年末增长89.88%至400.66亿元，主要系现金类资产、预付款项、其他应收款和存货等增加带动。当年末，现金类资产较上年末增加109.78亿元，一方面原因系西江集团流动性管理要求较高，账面自留货币资金较为充裕，另一方面原因系北部湾港成功募集资金。当年末预付款项较上年末增长177.75%至27.57亿元，主要系业务规模扩大所致；其他应收款较上年末增长100.51%至48.95亿元，主要系当期公司因广西有

色破产管理人拍卖其持有的质押给华锡集团的相关股权资产而转回部分华锡集团应收款项 2.50 亿元及因绿洲化工破产重整相应增加应收债权 4.40 亿元, 以及西江集团其他关联往来款项。2018 年末, 存货较上年末增长 20.88% 至 95.15 亿元, 主要系不锈钢产能扩大带动产量增加, 存货相应增长。同年末, 其他流动资产较上年末增长 80.13% 至 19.69 亿元, 主要为未抵扣增值税 13.95 亿元和新增发放贷款 3.43 亿元。除上述外, 西江集团的并入还增加了其经营相关收支类资产, 2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司应收账款分别较上年末增长 55.91% 和 63.77% 至 28.09 亿元和 46.00 亿元。

图表 47. 2018 年末公司前五名其他应收款明细 (单位: 亿元、%)

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应收款比重	坏账准备
广西有色金属集团有限公司	借款形成	9.95	16.43	7.18
广西南宁新亿宏房产开发有限公司	本金及利息, 广西有色将其债权转让给华锡集团形成	5.48	9.05	—
钦州市港口建设投资有限责任公司	借款及利息	5.02	8.30	—
南宁绿洲化工有限责任公司	借款	4.68	7.73	0.28
广西北部湾联合钢铁投资有限公司	借款	1.87	3.09	—
合计	—	27.00	—	7.46

资料来源: 北部湾港务

2018 年末及 2019 年 3 月末, 该公司受限资产分别为 76.65 亿元和 100.32 亿元, 占资产总额的比重分别为 5.89% 和 7.67%。2018 年末受限资产较上年末增长 203.64%, 主要系合并西江集团新增了因抵押银行借款受限的在建工程和固定资产分别为 16.97 亿元和 18.93 亿元; 由于票据保证金增加以及对抵质押借款追加抵押物, 2019 年 3 月末受限资产较上年末增长 30.87%。

5. 流动性/短期因素

图表 48. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	94.58	97.56	74.04	66.14	69.60	71.55
速动比率 (%)	50.68	53.28	41.05	38.35	48.28	50.65
现金比率 (%)	30.01	35.17	19.12	21.22	30.83	30.62

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理

受益于西江集团较好的流动性管理, 2018 年以来该公司账面资产流动性有所好转, 2018 年末流动比率、速动比率及现金比率分别较上年末上升 3.46 个百分点、9.93 个百分点和 9.61 个百分点, 但目前公司整体流动性仍处于偏弱水平, 符合公司经营业务的行业特性。

6. 表外事项

根据该公司 2018 年审计报告披露信息, 截至审计报告出具日, 公司涉及未决诉讼金额为 1.93 亿元, 其中作为被告涉及诉讼 1.49 亿元。总体来看, 公司涉诉规模不大, 公司面临的或有负债风险相对较小。

7. 集团本部财务质量

该公司本部主要通过下属子公司进行各项业务运作，本部主要负责公司管理、资金调配、周转以及泊位等项目的建设工作，因此本部资产主要由其他应收款、长期股权投资及在建工程构成。2018年末及2019年3月末，本部资产总额分别较上年末增长60.80%和1.70%至393.00亿元和399.68亿元，主要系受合并西江集团致长期股权投资规模增长所致，同期末长期股权投资分别为248.69亿元和248.74亿元，主要系对防城港务集团、华锡集团及西江集团等子公司的股权投资，本部未对下属子公司股权进行抵质押。同期末，其他应收款分别为82.42亿元和88.47亿元，主要系与控股子公司之间的往来款；在建工程分别为34.33亿元和35.99亿元，主要系码头泊位建设工程。

跟踪期内，该公司本部营业收入规模仍较小，2018年及2019年第一季度分别为0.33亿元和0.02亿元，同期本部净利润分别为4.34亿元和-0.92亿元，主要来源于投资收益，同期分别为11.96亿元和0.86亿元。由于本部承担了管理、资金调配及周转工作，期间费用规模较大，同期分别为7.99亿元和1.97亿元，对本部盈利产生了较大侵蚀。

该公司本部主要负责银行借款及发行债券融资工作，2018年末及2019年3月末，本部负债总额分别为214.11亿元和221.72亿元，资产负债率分别为54.48%和55.47%，2018年末较上年末下降25.79个百分点，主要系西江集团无偿划转至公司，当年末实收资本、资本公积及其他权益工具等规模扩大所致。本部负债主要为刚性债务，同期末刚性债务分别为198.70亿元和208.26亿元，占负债总额的比重分别为92.80%和93.93%，其中短期刚性债务占刚性债务的比重分别为59.67%和58.19%。

2018年末及2019年3月末，该公司本部货币资金分别为10.32亿元和12.51亿元，2018年及2019年第一季度，本部经营性现金净流量分别为-19.98亿元和-10.77亿元。总体来看，公司本部资产负债率高，刚性债务规模较大，且货币资金规模较小，经营性现金净流量表现不佳，面临一定的即期债务偿付压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司系广西壮族自治区政府整合北部湾港口资源、为区域经济发展提供高效的出海通道与物流平台的实施主体，得到了政府在港口规划、集疏运条件、保税中心与物流园区建设等多方面给予的政策扶持，如颁布的《广西北部湾经济区发展规划》、《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》、《关于促进广西北部湾经济区开放开发的若干政策规定》、《广西北部湾港总体规划》及《北部湾城市群发展规划》等多项政策。近年来，公司获得的政府补助主要

系对北部湾重大产业专项补助、港口码头建设补助以及对南化集团搬迁补偿款等补助。跟踪期内，西江集团的并入新增了其收到的政府对航道、船闸等公益性项目的建设补助，2018 年及 2019 年第一季度公司获得政府补助分别为 14.92 亿元和 1.06 亿元。

图表 49. 公司近年获政府补助情况表¹⁵ (单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度	累计
北部湾重大产业专项补助	2.13	1.38	1.82	0.90	6.23
港口码头建设项目补助	0.75	0.50	0.00	0.00	1.25
航道建设项目补助	1.33	-	0.34	0.00	1.67
其他零星项目补助	1.26	0.31	0.22	0.17	1.95
其他非日常经营性政府补助	1.93	4.44	0.30	0.00	6.67
港口建设费（船闸项目）	0.00	0.00	11.78	0.00	11.78
航道建设	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公路水运交通建设	0.00	0.00	0.46	0.00	0.46
合计	7.40	6.63	14.92	1.07	30.01

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

2. 金融机构支持

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通，截至 2019 年 3 月末，公司共获各商业银行授信总额 1471.88 亿元，尚有 795.29 亿元授信额度未使用。同时，公司下属北部湾港和 ST 南化均为 A 股上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

图表 50. 截至 2019 年 3 月末银行授信明细表

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部 (亿元)	1471.88	676.59	795.29
其中：政策性银行 (亿元)	181.49	99.60	81.89
工农中建交五大商业银行 (亿元)	696.58	307.88	388.70
政策性银行占比 (%)	12.33	14.72	10.30
工农中建交五大商业银行占比 (%)	47.33	45.50	48.88

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

附带特定条款的债项跟踪分析

16 北部湾

无

¹⁵ 对于获得的政府补助资金，如果是非经常性经营政府补助，如政府奖励等，该公司将其计入营业外收入/其他收益；涉及在建工程项目方面政府补助，补助文件明确作为资本金补助的，公司将其计入资本公积，补助文件列明为项目建设投资补助的，计入递延收益。

跟踪评级结论

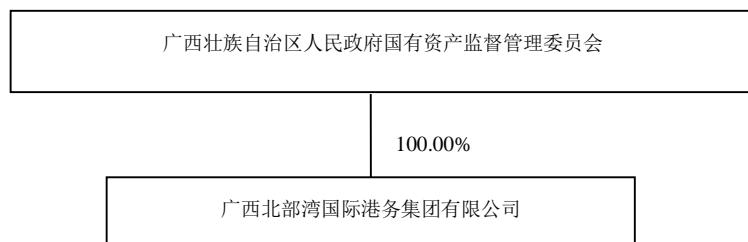
跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，仍为自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，董事会、监事会各尽其责，经营运作规范。合并西江集团后，公司对内部组织架构及治理结构进行了完善和调整，但公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力仍面临较大挑战。

2018年以来，随着西江集团的并入，新增了建材、贸易和能源等业务收入使得公司整体营收规模大幅扩大；与此同时，公司在融合西江集团业务的同时，通过梳理工贸板块各个子公司的股权结构，不断完善业务运营架构，以提高运营效率。从盈利情况来看，合并西江集团新增的建材及能源业务盈利能力较强，但不锈钢及贸易业务受成本上升及竞争加剧等导致盈利下降，叠加西江集团基础设施建设公益性强等因素影响，公司综合盈利能力有所下降。此外，西江集团开展的金融业务投资收益情况较好，加之公司境外投资业务效益亦将逐步显现，未来能为公司盈利提供较好的补充。

跟踪期内，该公司业务规模持续扩大，叠加新并入的西江集团业务涉及能源、水泥类重资产业务以及贸易、金融类资金需求高的业务，再加上其还承担了船闸等公益类项目的部分建设资金，债务负担亦不轻，公司负债规模持续扩大，且新增负债主要为刚性债务，债券面临集中偿付，公司存在一定的刚性债务偿付压力。考虑到公司货币资金较为充裕，经营环节现金流表现较好，外部融资渠道通畅，均可为公司债务偿付提供一定的支持。

附录一：

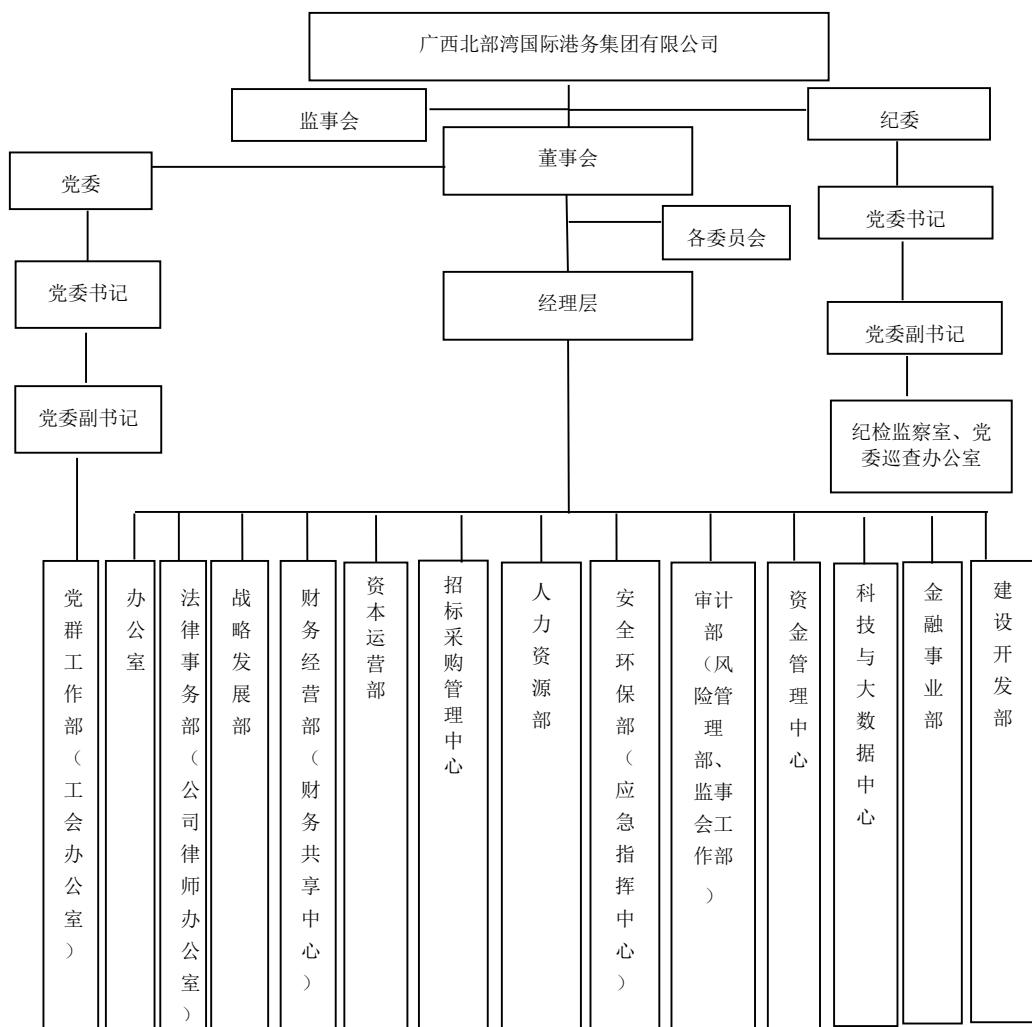
公司与实际控制人关系图



注：根据北部湾港务提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据北部湾港务提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广西北部湾国际港务集团有限公司	北部湾港务	本级	—	-	198.70	178.89	0.33	4.34	-19.98	
北部湾港股份有限公司	北部湾港	上市公司	68.72	港口运营	20.02	104.43	42.11	7.11	18.31	
防城港务集团有限公司	防城港务集团	核心子公司	100.00	港口运营	63.79	144.00	6.81	-4.35	12.91	
广西北港资源发展有限公司	北港资源	核心子公司	100.00	贸易	32.83	8.10	104.18	0.08	5.04	广西泛海商贸有限公司于2017年10月更名而来
北海诚德镍业有限公司	诚德镍业	核心子公司	52.00	矿产品加工销售	18.90	15.91	160.16	0.43	5.58	
北海诚德金属压延有限公司	诚德压延	核心子公司	84.16	金属加工销售	11.76	16.47	208.25	1.01	9.97	
北海诚德不锈钢有限公司	诚德不锈钢	核心子公司	52.00	金属加工销售	5.83	4.50	56.72	-0.66	4.24	
广西华锡集团股份有限公司	华锡集团	核心子公司	76.979	有色金属	63.76	13.20	37.21	0.23	6.22	
南宁化工集团有限公司	南化集团	核心子公司	100.00	化工	6.46	1.94	2.81	0.08	-1.54	
广西西江开发投资集团有限公司	西江集团	核心子公司	100.00	工贸、基础设施建设、金融、能源	283.36	139.74	167.67	-1.38	20.62	
广西西江金控投资有限公司	西江金控	三级子公司	100.00	金融业务	0.00	4.45	0.49	0.08	3.87	
南宁化工股份有限公司	ST南化	三级子公司	32.00	-	0.00	3.03	2.75	0.45	0.03	
广西北部湾联合钢铁投资有限公司	北部湾联合	参股公司	50.00	钢铁	3.77	24.19	0.23	0.05	1.01	本部报表

资料来源：北部湾港务

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	759.99	767.12	1302.24	1307.52
货币资金 [亿元]	53.55	52.38	158.52	153.86
刚性债务[亿元]	425.77	424.02	740.35	749.76
所有者权益 [亿元]	217.77	217.66	382.09	379.58
营业收入[亿元]	364.63	464.34	691.85	154.59
净利润 [亿元]	5.87	8.58	6.66	0.19
EBITDA[亿元]	40.96	51.38	73.21	—
经营性现金净流入量[亿元]	28.26	40.75	46.89	6.41
投资性现金净流入量[亿元]	-36.26	-30.62	8.46	-10.19
资产负债率[%]	71.35	71.63	70.66	70.97
权益资本与刚性债务比率[%]	51.15	51.33	51.61	50.63
流动比率[%]	74.04	66.14	69.60	71.55
现金比率[%]	19.12	21.22	30.83	30.62
利息保障倍数[倍]	1.41	1.59	1.26	—
担保比率[%]	0.37	—	—	—
营业周期[天]	135.45	92.12	63.13	—
毛利率[%]	11.96	11.36	10.01	7.53
营业利润率[%]	2.44	2.92	1.74	0.17
总资产报酬率[%]	3.50	4.24	4.30	—
净资产收益率[%]	2.76	3.94	2.22	—
净资产收益率*[%]	2.90	1.98	0.08	—
营业收入现金率[%]	111.98	123.72	117.07	86.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.45	12.86	10.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.58	1.85	7.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.29	2.52	2.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.13	—

注：表中数据依据北部湾港务经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》(发布于 2014 年 6 月)
- 《港口行业信用评级方法》(发布于 2018 年 4 月)

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。