

2023 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2022)010510】

评级对象: 2023 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

本期发行: 7.20 亿元

发行目的: 补充营运资金

存续期限: 不超过 5 年(含)

增级安排: 无

评级时间: 2022 年 8 月 18 日

偿还方式: 按年付息,到期一次还本,
最后一期利息随本金一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	40.94	34.51	44.06	89.11
刚性债务	232.61	325.77	428.93	478.81
所有者权益	204.09	178.77	206.97	227.50
经营性现金净流入量	-5.69	38.19	3.73	-11.63
合并口径数据及指标:				
总资产	1316.87	1349.66	1458.83	1536.43
总负债	918.37	1017.14	1087.14	1142.56
刚性债务	752.08	843.26	892.31	943.29
所有者权益	398.50	332.52	371.69	393.87
营业收入	706.88	903.67	1004.58	233.22
净利润	8.75	6.43	8.35	1.47
经营性现金净流入量	63.41	50.89	68.60	0.50
EBITDA	78.07	75.35	88.57	—
资产负债率[%]	69.74	75.36	74.52	74.36
资产负债率*[%]	74.54	76.36	77.89	78.95
权益资本与刚性债务 比率[%]	52.99	39.43	41.65	41.75
流动比率[%]	67.73	67.14	77.32	89.68
现金比率[%]	33.50	28.78	32.89	45.26
利息保障倍数[倍]	1.36	1.32	1.41	—
净资产收益率[%]	2.24	1.76	2.37	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	11.23	9.11	12.05	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	4.67	0.31	1.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.23	2.21	2.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.10	—

注:根据广西北部湾国际港务集团有限公司经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

*:调整永续类债务由所有者权益至负债的资产负债率。

分析师

林贤婧 lyj@shxsj.com

喻佩洋 ylp@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华鑫大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **港口地位重要。**2021 年,《国家综合立体交通网规划纲要》中将广西北部湾港列为我国沿海 27 个主要港口之一,并正式确定为国际枢纽海港,明确了其在我国沿海港口中的重要地位。
- **政策优势。**随着我国“一带一路”倡议的推广,以及“西部陆海新通道”、“面向东盟和沟通西南”、“打造国家综合立体交通网”等国家发展战略相关工作的不断深入,北港集团作为广西北部湾港的核心运营主体,所处运营环境较好,政策红利逐步显现。
- **区域性垄断优势。**北港集团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。**北港集团于 2018 年 12 月完成了合并西江集团事项后,资产和业务规模显著扩大,区域地位进一步提升,综合实力得以提升,且在政策、资源等方面可获得政府更大的支持。
- **融资能力较强。**北港集团融资渠道畅通,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子公司,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。

主要风险:

- **工贸业务经营承压。**北港集团工贸业务板块中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的影响,中短期内新冠疫情反复

及地缘政治博弈等因素，对我国经济发展带来一定挑战，公司工贸业务经营承压，综合盈利能力的稳定性面临一定挑战。

- **刚性债务压力较大，且后续仍存在较大的增量融资需求。**随着业务规模的扩大，北港集团债务规模持续攀升，刚性债务负担持续加重，中短期内公司仍存在较大的建设投入规模，融资需求大，债务偿付对增量债务融资能力依赖度较高。
- **管理难度较大。**北港集团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 9 大业务板块，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，南化股份拟进行重大资产重组，公司面临的管理难度及压力较大。
- **对外担保风险。**北港集团为原合营企业大马联钢的存量贷款继续提供担保，截至 2022 年 3 月末对外担保余额为 33.84 亿元，担保比例 8.59%。

评级关注

- **关注南化股份重大资产重组事项进展。**2021 年 7 月 31 日，北港集团下属上市公司南化股份发布《南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金及关联交易报告（草案）》及其他相关公告，拟向以发行股份方式向华锡集团购买其下属子公司华锡矿业 100% 股权，同时拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额预计不超过本次拟发行股份购买资产价格的 100%。2022 年 7 月 25 日，因华锡矿业采矿权过户审批的时间问题，南化股份向中国证监会再次申请暂时中止本次重大资产重组事项，同月中国证监会决定中止本次重大资产重组事项的审查工作。本评级机构将持续关注上述资产重组事项进展及对公司的影响。

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本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2023 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

广西北部湾国际港务集团有限公司（简称“北港集团”、“该公司”或“公司”）成立于 2007 年 3 月 7 日，由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”）代表自治区政府履行出资人职责，首期注册资本为 20 亿元人民币。2009 年 10 月，根据自治区政府关于对广西北部湾港口整合重组的战略，北海港股份有限公司（证券代码：000582.SZ，于 2014 年 4 月更名为北部湾港股份有限公司，证券简称同时由原来的“北海港”变更为“北部湾港”）40.79% 的国有法人股股份被无偿划转至公司，由此公司初步整合了广西北部湾地区的防城港、钦州港与北海港等三港资源（统称为“广西北部湾港”），为实现对三港的统一规划、统一建设和统一管理提供了条件。2016 年 7 月，自治区政府将广西桂江有限责任公司（简称“桂江公司”）¹以净资产注入方式整体并入公司，公司注册资本增加 2.93 亿元至 22.93 亿元。

2018 年 9 月，该公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司合并广西西江开发投资集团有限公司的公告》，公司将实施和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，合并方式为西江集团整体并入公司，当年 12 月，西江集团完成工商变更，成为公司全资子公司。2019 年 4 月，自治区国资委以《自治区国资委关于广西北部湾国际港务集团有限公司增加注册资本有关问题的批复》（桂国资复[2019]53 号），同意对公司实施战略性重组的有关精神进行增资，公司注册资本由 22.93 亿元增至 66.97 亿元。2020 年 6 月，自治区财政厅以《广西壮族自治区财政厅关于拨付广西北部湾国际港务集团有限公司注册资本金的函》（桂财预函[2020]139 号）同意对公司拨付注册资本金人民币 2.00 亿元，拨付后公司的注册资本变更为 68.97 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 68.97 亿元。

2018 年底，该公司完成西江集团的合并工作，将自有的港口、物流、工贸、地产和投资五大产业板块与西江集团的各项业务板块进行融合，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、金融和公益性板块；2021 年，公司新增文旅板块，“十四五”期间，公司将围绕港口物流、临港产业、综合服务三大产业集群，布局港口、物流、工贸、能源、文旅、建设、船闸、金融服务、海外投资九大业务

¹ 桂江公司系于 2000 年 12 月经自治区政府批准成立，是自治区政府指定的驻港机构，目前主要开展商业地产租赁业务、投资业务、商务代理业务。

板块。公司主要子公司概况见附录三。

图表 1. 公司九大产业板块概况

板块名称	板块主营范围
港口板块	港口投资、建设和运营
物流板块	物流（含无水港的运营）
工贸板块	钢铁、有色金属、水泥、混凝土、油脂、贸易、电商
建设开发板块	工程建设、产业园区开发建设和运营、地产开发以及物业服务
能源板块	发电、供电、售电及新能源业务
金融板块	小额贷款、保理、融资租赁、融资担保、产业链金融、创业投资、跨境金融、产业投资基金、资本市场、海外金融、保险、银行等金融业务
海外投资板块	海外投资项目及其他参股公司业务
公益性板块	广西内河水运通道船闸等基础设施建设
文旅板块	建设国际邮轮母港

资料来源：北港集团

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司于 2022 年 12 月取得国家发展和改革委员会发改企业债券[2022]267 号文，同意发行不超过 14.4 亿元公司债券，注册有效期为 24 个月。本期债券拟发行规模为 7.20 亿元人民币，债券期限为不超过 5 年，在存续期的第 3 个计息年度末附设调整票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金拟用于补充营运资金。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2023 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券
本期发行规模	7.20 亿元人民币
本期债券期限：	不超过 5 年，在存续期的第 3 个计息年度末附设调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率：	固定利率
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年付息，到期一次还本付息，最后一期利息随本金一起支付
增级安排：	无

资料来源：北部湾港务

截至 2022 年 8 月 8 日，该公司合并口径已发行尚未到期债券余额为 293.53 亿元，目前已发行债券还本付息均正常。公司合并口径已发行尚未到期债券情况如下：

图表 3. 截至 2022 年 8 月 8 日公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债项名称	债券余额	起息日期	债券期限	到期日期	票面利率（当期）	本息偿付情况
22 北部湾 MTN003	20.00	2022/3/25	2(2+N)	2024/3/25	5.30	尚未还本付息
22 北港 01	9.00	2022/3/22	3	2025/3/22	4.00	尚未还本付息

债项名称	债券余额	起息日期	债券期限	到期日期	票面利率 (当期)	本息偿付情况
22 北部湾 MTN002	10.00	2022/2/25	3	2025/2/25	4.00	尚未还本付息
22 北部湾 SCP001	10.00	2022/1/21	1	2022/10/18	2.84	尚未还本付息
22 北部湾 MTN001	10.00	2022/1/7	3	2025/1/7	4.30	尚未还本付息
21 北部湾 MTN007	10.00	2021/11/12	3	2024/11/12	4.35	尚未还本付息
21 北部湾 MTN006	10.00	2021/10/29	3	2024/10/29	4.59	尚未还本付息
21 北部湾 MTN005	10.00	2021/9/10	3	2024/9/10	4.30	尚未还本付息
21 北部湾 MTN004	10.00	2021/8/6	3	2024/8/6	4.44	尚未还本付息
21 北部湾 PPN001	5.00	2021/7/29	3+N	2024/7/29	5.90	尚未还本付息
21 北部湾 MTN003	10.00	2021/4/30	3	2024/4/30	5.30	正常
21 北部湾 MTN002	10.00	2021/4/8	3	2024/4/8	4.95	正常
21 北港 01	11.20	2021/3/3	5(3+2)	2026/3/3	4.95	正常
21 北部湾 MTN001	5.00	2021/2/4	3	2024/2/4	5.00	正常
20 北部湾 MTN005	5.00	2020/10/19	3+N	2023/10/19	5.80	正常
20 北部湾 MTN003	10.00	2020/7/20	3	2023/7/20	4.50	正常
20 北部湾 MTN004	5.00	2020/6/17	3+N	2023/6/17	5.80	正常
20 北港 Y1/20 北部湾债 01	10.00	2020/6/2	3+N	2023/6/2	5.80	正常
20 北部湾 MTN001	5.00	2020/4/13	3+N	2023/4/13	5.80	正常
20 北港 01	10.00	2020/3/23	5(3+2)	2025/3/23	3.70	正常
20 北部湾 MTN002	5.00	2020/3/10	3	2023/3/10	3.30	正常
19 北部湾债 01	5.00	2019/12/19	5(3+2)	2024/12/19	4.29	正常
19 北部湾 MTN004	5.00	2019/11/15	5(3+2)	2024/11/15	4.40	正常
19 北港 01	7.60	2019/11/5	5(3+2)	2024/11/5	4.24	正常
19 北部湾 MTN003	10.00	2019/9/4	3	2022/9/4	4.19	正常
18 北部湾 MTN001	0.50	2018/5/8	5(3+2)	2023/5/8	4.30	正常
本部小计	218.30	-	-	-	-	-
22 西江 SCP003	5.00	2022/7/29	266D	2023/4/21	3.39	尚未还本付息
22 西江 SCP004	5.00	2022/7/26	87D	2022/10/21	3.10	尚未还本付息
22 西江 SCP002	3.00	2022/7/1	119D	2022/10/28	3.60	尚未还本付息
22 西江 SCP001	5.00	2022/6/21	110D	2022/10/9	3.70	尚未还本付息
22 西江 01	3.00	2022/6/15	5(3+2)	2027/6/15	5.30	尚未还本付息
22 西江 CP001	10.00	2022/2/28	1	2023/2/28	4.50	尚未还本付息
22 西江 MTN002	1.00	2022/2/25	3	2025/2/25	5.00	尚未还本付息
22 西江 MTN001(革命老区)	3.00	2022/1/29	3	2025/1/29	5.78	尚未还本付息
21 西江 MTN001(乡村振兴)	1.00	2021/11/25	3	2024/11/25	5.85	尚未还本付息
21 西江 01	5.00	2021/6/25	5(3+2)	2026/6/25	6.00	尚未还本付息
19 西江 PPN001	3.00	2019/11/21	3	2022/11/21	5.65	正常
S19 西江 1	3.60	2019/9/20	5(3+2)	2024/9/20	5.50	正常
17 西江 MTN002	10.00	2017/8/10	5	2022/8/10	5.75	正常
西江集团(合并)小计	57.60	-	-	-	-	-
北港转债	17.63	2021/6/29	6	2027/6/29	0.20	尚未还本付息
北部湾港小计	17.63	-	-	-	-	-
合计	293.53	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金用于补充营运资金。

（3）信用增进安排

本期债券未安排信用增进。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在 SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复

和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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，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

2021年，我国疫情防控和产业链优势持续、海外需求回升以及价格上涨等因素共同促使出口强劲增长，带动我国港口行业保持较好发展态势。2022年以来，深圳、上海等我国重要经济城市爆发疫情，并先后采取了严格的封控措施，在不同程度上限制了当地的生产作业活动，预计将对我国经济和航运市场产生重要影响；再加上全球地缘政治冲突不断，我国外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，港口行业运营承压。

a. 行业概况

2021年，我国统筹疫情防控和经济社会发展的成效继续显现，国民经济保持稳定恢复，外贸延续增长势头，港口行业亦保持较好发展态势，全年完成货物吞吐量155.45亿吨，同比增长6.80%；其中，完成外贸货物吞吐量46.97亿吨，同比增长4.50%。2022年第一季度，我国港口完成货物吞吐量36.31亿吨，同比增长1.60%，增速有所回落；其中完成外贸货物吞吐量11.06亿吨，同比下降4.70%。2022年以来，深圳、上海等我国重要经济城市爆发疫情，并先后

采取了严格的封控措施，在不同程度上限制了当地的生产作业活动，预计将对我国经济和航运市场产生重要影响。总体来看，中短期内，新冠疫情形势依然严峻，再加上全球地缘政治冲突不断，我国港口行业运营承压。

2002 年以来，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁一直为我国散杂货前五大货种，其中，煤炭进出港量稳占第一，仅 2016 年被金属矿石进出港量超越，下降至第二；但 2016 年下半年之后，随着煤炭行业的回暖，再次回升至第一。2020 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 22.07%、21.34%、15.08%、11.32%和 5.09%，前五大货种合计占我国沿海港口货物吞吐量的比重为 75.49%，我国港口行业的信用质量易受上述货种所属行业的发展情况影响。

我国港口的下水煤炭主要是电煤，煤炭吞吐量的大小与煤炭及火力发电行业等高度相关。2021 年，随着我国经济继续复苏向好，工业用电一直处于高位，煤炭需求回升明显；但去产能去产量的严格执行，煤炭新增产能不及预期，加上进口煤炭禁止通关、蒙古进口煤疫情因素无法通关等因素，煤炭供需呈紧平衡态势。2022 年以来，新冠疫情多点散发，我国坚持“动态清零”的防控措施，影响到下游需求释放，但经济稳增长仍是 2022 年经济的主基调，在国家及地方经济政策红利稳步释放下，仍将带动煤炭需求维持增长。

我国港口吞吐的金属矿石以进口铁矿石为主，影响铁矿石进口的因素包括国内固定资产投资状况、钢厂及贸易商对未来钢铁消费市场的预期。2021 年下半年以来，随着“能耗双控”和“限电”等政策的影响，厂方压产广度和强度增加，开工率出现较大幅度的下降，对铁矿石的需求有所下降，同时，港口铁矿石库存累积的压力较大，进口铁矿石价格开始出现明显下跌，进口量开始出现同比减少，2021 年全年，我国铁矿砂及其精矿进口数量同比减少 3.91%。2022 年以来，受国内多地散发疫情影响，钢厂开工率下降，我国铁矿砂及其精矿进口数量明显下降，2022 年 1~4 月，当月同比增幅分别为 9.65%、-10.17%、-14.52%和-12.70%，再加上 2022 年以来铁矿石价格波动加剧，影响到贸易商的囤货意愿，均使得我国港口的铁矿石业务中短期内将持续承压。

原油是影响其他大宗商品价格的重要因素之一。2021 年，随着疫情得以控制及疫苗的普及，原油价格在需求复苏刺激下开始回升，为保障原油供应，国内加大原油生产，投放国家原油储备，原油进口量出现下降，当年我国外贸原油进口量达 5.1 亿吨，同比下降 5.4%；我国沿海港口原油吞吐量 6.9 亿吨，同比减少 1.2%；我国原油对外依存度为 72%，为 2010 年以来首次出现下降，但仍处于高水平。2022 年 1~2 月，受国际部分地区局势动荡的影响，国际原油价格再度大涨，在 4 月出现短暂下跌后，5 月又恢复上涨趋势，叠加疫情持续影响原油需求，我国港口的原油吞吐量面临较大的增长压力。

我国港口集装箱吞吐量与进出口贸易形势更为密切相关。2021 年以来，内贸集装箱业务持续发力，“散改集”、“五定班轮”、“快航航线”、“精品航线”等多措并举，再加上海外需求复苏拉动我国出口增长动能仍然强劲，班轮公司加大空箱回调力度，主要枢纽港空箱周转效率提升，港口集装箱业务量

快速增长，2021 年同比增长 7%。2022 年第一季度，我国港口完成集装箱吞吐量 6738 万 TEU，同比增长 2.4%，前十大集装箱港口中大部分均保持了增长态势，其中，深圳港和广州港受年初疫情影响，吞吐量同比分别下降 10.11%和 1.26%。

从我国前十大港口来看，2021 年实现的货物吞吐量均呈增长态势，其中，宁波舟山港连续 13 年位居全球第一，且在疫情冲击与航运市场的波动背景下，多措并举，持续织密集装箱航线网络，在面对航运市场一箱难求、一舱难求的状况，率先推出“空五条”，落实空箱船拖轮引航费用减免、空箱免堆期延长、管空服务等一系列补贴和服务举措，吸引海外空箱回流，缓解出口企业集装箱紧缺困局，货物吞吐量在高基数的背景下仍实现了逐年稳健增长。北部湾港则持续保持着双位数的强劲增势，并跃居至我国沿海前十大港口之一，主要系其借助了西部陆海新通道等政策优势。此外，大连港继续维持负增长态势，跌出前十大港口榜单，主要系其受当地疫情反复影响，集港货源不足，口岸航线及环渤海内支线停减班增加等综合影响所致。2022 年第一季度，前十大港口中大部分港口仍保持着增长态势，其中，广州港货物吞吐量同比下降 2.30%，主要系年初华南地区爆发疫情，港口生产与集疏运受到影响所致。

2022 年 3 月底以来，随着上海疫情防控形势的升级，影响到上海及周边地区的运输效率，部分船公司宣布跳港，短期内将对上海港及周边港口如宁波舟山港等带来一定负面影响。

图表 4. 我国前十大港口吞吐量情况（单位：亿吨、%）

排序	2020 年			2021 年			2022 年第一季度		
	港口	吞吐量	同比	港口	吞吐量	同比	港口	吞吐量	同比
1	宁波舟山港	11.72	4.67	宁波舟山港	12.24	4.41	宁波舟山港	3.03	3.40
2	唐山港	7.03	6.98	唐山港	7.22	2.82	唐山港	1.79	2.70
3	上海港	6.51	-1.88	上海港	6.98	7.25	上海港	1.70	2.20
4	广州港	6.12	1.03	青岛港	6.30	4.25	青岛港	1.58	2.90
5	青岛港	6.05	4.72	广州港	6.24	1.84	广州港	1.45	-2.30
6	苏州港	5.54	5.99	苏州港	5.66	2.13	日照港	1.40	7.50
7	天津港	5.03	2.17	日照港	5.41	9.07	苏州港	1.37	3.30
8	日照港	4.96	6.98	天津港	5.30	5.30	天津港	1.28	-0.60
9	烟台港	3.99	3.37	烟台港	4.23	6.01	烟台港	1.13	10.70
10	大连港	3.34	-8.84	北部湾港	3.58	21.16	泰州港	0.90	14.15

数据来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理。

我国港口行业在早期管理体制改革的将经营权下放至地方后，基础设施建设进入了快速发展期，同时也带来了重复建设、布局失衡和无序竞争等问题。近年来，我国政府部门多次提出要防止出现过度超前和低水平重复建设，2012-2019 年，交通固定资产投资额中沿海建设投资额年度间持续呈负增长，内河建设投资额亦呈波动性下降。2020 年以来，我国基础设施建设投入力度加大，沿海和内河建设投资额均开始回升，2020 年及 2021 年 1-11 月，我国沿海建设投资额分别为 626.00 亿元和 672.21 亿元，同比分别增长 19.51%和 19.11%；内河建设投资额分别为 704.00 亿元和 659.71 亿元，同比分别增长 14.73%和 7.44%。

船舶大型化是近年来全球航运业发展的主要趋势，各大航运企业纷纷采用

大型船舶以降低营运成本,增强竞争力。如集装箱船,已从1996年的5000TEU发展到目前的2.40万TEU。大吨位船舶对港口的码头尺度、仓储容量、航道水深与集疏运能力等要求更高,我国港口码头泊位亦不断朝大型化发展。2021年末,我国港口万吨级及以上泊位较上年末增长2.58%至2659个,其中,1-3万吨级、3-5万吨级、5-10万吨级和10万吨级以上的泊位数量同比增幅分别为1.16%、2.29%、2.82%和5.23%,2018年以来,10万吨级以上的泊位数量一直以高于其他吨级泊位的增速增长。同时,近年来,为提高港口码头作业效率并提升竞争力,我国港口不断加强对专业化码头的投资建设,我国港口码头数量在泊位类型上亦出现分化,2021年末,我国万吨级及以上泊位中专业化泊位数量同比增长4.08%,增速同比上升1.15个百分点,而通用散货泊位数量较上年末增长0.68%,增速同比下降5.22个百分点。

b. 政策环境

港口的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被赋予了重要的地位。“十三五”期间,伴随着“一带一路”、“长江经济带”和“西部陆海新通道建设”等国家性战略政策的出台,我国亦陆续发布了多项港口相关制度规章,以不断完善港口运营管理、作业收费、集疏运系统建设等,提升港口的作业效率和服务水平,改善竞争环境。

2021年2月,中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》,提出到2035年,国家综合立体交通网实体线网总规模中,高等级航道2.5万公里左右,沿海主要港口27个,内河主要港口36个。建设国际枢纽港,发挥上海港、大连港、天津港、青岛港、连云港、宁波舟山港、厦门港、深圳港、广州港、广西北部湾港、洋浦港等国际枢纽港作用,巩固提升上海国际航运中心地位,加快建设辐射全球的航运枢纽,推进天津北方、厦门东南、大连东北亚等国际航运中心建设。

2022年1月,国务院印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》,为我国水运及港口“十四五”期间的建设给出指导方向及要求。提出建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群,支持山东打造世界一流的海洋港口,推进东北地区沿海港口一体化发展;适度超前建设粮食、能源、矿产资源的接卸、储存、中转设施,推进沿海沿江液化天然气码头规划建设;完善长江、珠江、京杭运河和淮河等水系内河高等级网络,全面加强长三角、珠江-西江高等级航道网未达标段建设。并明确了水运设施网络建设重点工程,涉及沿海和内河的港航设施;并指出要推进基础设施智能化升级等。

与此同时,近年来,为持续优化口岸营商环境,相关部门多次出台政策要求减并港口收费,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仍面临较大的下行压力,2020年8月,发改委联合七部下发了《清理规范海运口岸收费行动方案》,要求进一步规范降低海运口岸收费,完善港口收费政策;2022年3月,交通运输部联合国家发改委发布《关于减并港口收费等有关事项的通知》,决定减并港口收费项目,定向降低沿海港口引

航费，完善拖轮收费政策；2022年5月，工信部发布《关于印发加力帮扶中小企业纾困解难若干措施的通知》，再次提出“制定出台减并港口收费项目、定向降低沿海港口引航费等政策措施。此外，随着我国经济的不断发展，环保要求亦愈发严苛，我国政府亦颁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。

c. 竞争格局/态势

近年来，我国以省政府为主导的港口资源整合工作持续深入，绝大部分地区（如江苏省、辽宁省和山东省等）的整合方式及方向亦基本明确，主要分为省政府成立港口集团的行政型整合和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”）的市场型整合两种模式。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。其它省份受整合参与方较多、区域内港口运营主体较多以及被整合主体股权结构较为复杂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。

图表 5. 样本企业基本数据概览（2021 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业	总资产	资产负债率	带息债务	营业收入	净利润	总资产报酬率	经营性现金净流入量
招商局港口集团股份有限公司	1759.84	36.91	477.38	152.84	76.55	6.16	65.10
上海国际港务(集团)股份有限公司	1707.87	36.88	438.34	342.89	154.81	11.47	135.15
大连港集团有限公司	1605.67	50.70	596.62	169.51	1.31	2.29	47.73
广西北部湾国际港务集团有限公司	1458.83	74.52	763.69	1004.58	8.35	3.70	68.60
天津港(集团)有限公司	1435.11	68.16	698.60	200.39	3.68	1.74	23.58
宁波舟山港集团有限公司	1137.88	46.15	370.02	318.88	41.76	5.98	76.26
营口港务集团有限公司	1125.10	41.39	300.07	150.02	7.62	2.86	43.39
宁波舟山港股份有限公司	949.62	38.00	277.62	231.28	47.80	7.14	80.36
山东港口青岛港集团有限公司	884.42	39.27	128.93	195.64	43.60	6.83	0.85
河北港口集团有限公司	758.35	46.65	214.77	224.79	11.30	3.25	25.67
山东港口日照港集团有限公司	728.53	69.14	312.24	144.69	4.88	3.54	37.25
连云港港口集团有限公司	649.56	72.28	365.08	146.63	2.90	2.68	3.10
珠海港控股集团有限公司	645.55	69.79	272.39	322.47	6.34	3.46	4.59
青岛港国际股份有限公司	605.76	35.97	16.17	160.99	46.30	9.42	27.54
辽宁港口股份有限公司	578.13	28.99	48.24	123.48	20.78	6.89	38.23
广州港集团有限公司	508.89	50.68	150.59	134.84	20.65	6.17	17.24
江苏省港口集团有限公司	503.74	47.60	110.76	182.16	8.62	3.17	15.23
深圳市盐田港集团有限公司	499.98	42.23	139.41	35.61	17.46	5.14	8.40
山东港口烟台港集团有限公司	482.07	75.17	193.12	118.82	4.14	3.34	9.21
厦门港务控股集团有限公司	459.95	68.87	159.49	526.04	5.32	2.77	27.91
唐山港口实业集团有限公司	436.17	40.47	91.51	77.24	10.85	4.56	16.90
广州港股份有限公司	400.13	55.51	139.25	120.20	12.80	5.08	19.98
天津港股份有限公司	343.85	33.51	70.44	144.68	13.78	6.09	27.78
日照港股份有限公司	292.03	49.45	86.56	65.05	8.20	5.20	22.44
北部湾港股份有限公司	268.84	50.90	92.55	58.98	11.52	6.92	14.38
厦门国际港务股份有限公司	264.67	59.52	73.06	257.56	7.61	4.82	22.57
国投交通控股有限公司	252.54	45.74	85.02	33.23	16.15	8.68	19.69
唐山港集团股份有限公司	237.44	16.58	10.18	60.75	21.53	10.61	19.20

核心样本企业	总资产	资产负债率	带息债务	营业收入	净利润	总资产报酬率	经营性现金净流入量
重庆港务物流集团有限公司	230.23	57.62	72.02	65.91	1.88	1.76	9.65
锦州港股份有限公司	184.63	63.90	77.40	29.33	1.21	3.60	15.32
珠海港股份有限公司	177.36	58.30	82.82	63.81	5.26	5.17	6.94
深圳市盐田港股份有限公司	139.51	26.85	27.83	6.80	4.84	4.07	3.24
重庆港九股份有限公司	123.54	44.85	42.07	54.82	1.03	2.05	5.36
厦门港务发展股份有限公司	110.31	55.80	12.91	235.78	2.80	4.57	8.55
茂名港集团有限公司	106.57	61.63	42.56	4.28	0.83	1.63	7.08
江苏连云港港口股份有限公司	92.48	43.03	33.55	20.33	1.84	3.81	3.49
东莞港务集团有限公司	61.57	63.58	36.82	8.01	0.34	2.92	3.01
南京港股份有限公司	47.41	25.31	7.26	7.97	1.75	5.48	3.35
武汉港务集团有限公司	40.18	47.77	12.74	16.53	-0.70	-0.05	1.15

资料来源：Wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理。

d. 风险关注

多元化经营风险。近年来，我国部分港口企业在地方政府主导下，充分利用港口业务背景加大融资力度，不断拓展多元化业务。港口经营企业专业性强，运营管理相对封闭，而业务多元化主要涉及港口贸易、临港工业和对外港口投资等，其中贸易业务通常具有较显著的融资属性，较易形成风险敞口；临港工业投资同样面临着市场营销、技术研发等短板；而部分企业的境外港口投资，还面临政治和汇率等风险。

成本转移压力较大。在港口收费机制市场化、及物流业降本增效等政策因素综合影响下，我国港口行业盈利水平持续承压；疫情影响下，防疫支出进一步加大了港口企业的成本压力。

安全生产风险。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，港口行业部分货种的作业过程中存在较大安全风险。

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，过往 2 年我国不锈钢价格中枢受国内企业海外钢厂出口规模扩大以及下游需求放缓等因素影响有所下移，且行业内存在一定产能过剩；2021 年，受益于海外出口激增及国内需求复苏，不锈钢价格涨幅明显，但叠加原材料价格大幅上涨，行业盈利情况仍难以改善。总体来看，不锈钢行业持续面临一定的经营压力和财务状况弱化风险。

我国为世界上不锈钢产量大国，2019~2021 年，我国不锈钢粗钢产量分别为 0.29 亿吨、0.31 亿吨和 0.31 亿吨，占全球总产量的比重超 50%。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%，处于相对偏低水平，且产品仍以 200 系、300 系及 400 系等为主，高端产品占比较低，2021 年，我国不锈钢粗钢产量中 200 系、300 系和 400 系占比分别为 29.57%、49.19%和 20.46%。产业分布方面，我国不锈钢产能主要分布在福建、山西、山东、上海、浙江、广东、江苏和广西等地。

从产能增加情况来看，随着不锈钢消费市场的拓宽以及不锈钢冶炼工艺的

进步，国内越来越多钢铁企业通过淘汰普钢产能来建设不锈钢产能，叠加原不锈钢企业规模扩大，新增产能增长速度较快。此外，由于目前我国不锈钢原材料镍主要进口国印尼和菲律宾等国家矿产资产不断收紧，国内众多钢铁企业在当地建设不锈钢厂，但因当地不锈钢产品消化能力有限，不锈钢产品大部分回流至国内，考虑到原产地不锈钢工厂在镍矿石方面具有原料成本优势，国内企业海外钢厂回流至国内的不锈钢产品在价格上竞争力相对较强，将会加剧对我国不锈钢产品供应市场的冲击。

镍为不锈钢生产的重要原材料，其价格走势对不锈钢企业的发展起着非常重要的作用。我国为镍的消费大国，占全球消费量的近一半，但我国镍储量较为稀缺，仅占全球储量约 3%，对外依存度持续多年超过 80%。目前，全球镍生产国主要有印尼、菲律宾、俄罗斯、新喀里多尼亚和澳大利亚等，2021 年，上述各国的镍产量占全球镍总产量的比重分别为 37.04%、13.70%、9.26%、7.04% 和 5.93%。我国镍进口主要来自于印尼和菲律宾。近年来，随着新能源汽车的发展，镍资源的重要性也得到重视，印尼为支持国内电动汽车的电池产业发展，多次通过镍矿禁令来改善其产业结构，最新一次禁令自 2020 年 1 月起生效。菲律宾从而逐步成为我国镍矿进口的第一大来源国，2021 年以来，其受频繁降雨和进港船只减少的影响，镍年产量亦有所下滑；再加上镍矿产区受新冠疫情防控措施影响整体运作效率放缓，并且疫情对供应链持续造成冲击，在多国采取封国防疫措施的背景下，我国镍进口量持续下降，而随着钢厂陆续恢复生产，不锈钢需求增加，推动了镍价格持续走高，使得国内不锈钢生产企业成本有明显上升态势。2022 年初，俄乌战争引发市场对镍供应不足的担忧，进口镍价格进一步走高，从 2021 年底的 15 万元/吨左右最高上涨至 29.27 万元/吨。

图表 6. 进口镍价格（单位：元/吨）

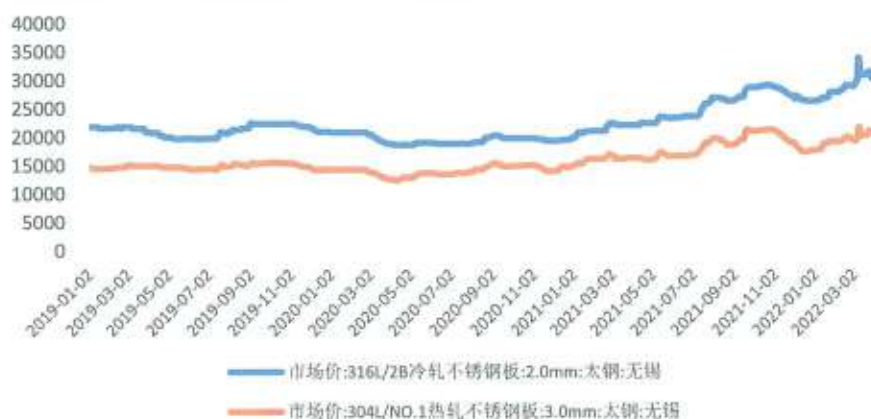


资料来源：Wind 资讯

不锈钢的下游消费产业较为分散，主要集中于餐具、家电、建筑装饰、制造业、化工能源和交通运输等。近年来随着来自于民生工程、环保等的需求不断扩大，我国不锈钢表观消费量呈逐年增长态势，2019~2021 年分别为 0.24 亿吨、0.26 亿吨和 0.26 亿吨。从不锈钢产品价格来看，2021 年，受上游原材料价格上涨及不锈钢出口激增及国内需求回升，我国不锈钢产品价格呈现明显反弹态势。2022 年初，受上游原材料持续涨价影响，不锈钢产品价格维持高位。

总体来看，不锈钢产品价格易受宏观市场环境的影响，波动较大，不锈钢生产企业仍面临一定的经营风险。

图表 7. 不锈钢产品价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

从竞争格局看，我国不锈钢行业企业众多，目前主要集中在青山控股集团有限公司（简称“青山控股”）和山西太钢不锈钢股份有限公司（简称“太钢不锈”）等，其中，青山控股是全球不锈钢龙头企业，太钢不锈亦位居行业前列且产品多为高端不锈钢产品，2020 年上述两者的不锈钢粗钢产量分别为 1090 万吨和 419 万吨²，合计占我国总产量比重约 50%，两者之间的竞争较为激烈。目前，该公司主要通过北港新材料系，包括广西北港新材料有限公司³（简称“北港新材料”）、广西北港金压钢材有限公司（简称“北港金压钢材”）及广西北港不锈钢有限公司（简称“北港不锈钢”）运营不锈钢业务，公司不锈钢业务在业内市场地位不高、市场份额较小，且公司的不锈钢产品相对低端，在业内市场竞争中主要借助于临港特性发挥成本优势；近年来，公司通过开展研发工作以提升产品品质，并于 2021 年 6 月，投入量产了超薄精密不锈钢冷轧生产线，将在一定程度上提升公司的市场竞争力。

图表 8. 2021 年（末）不锈钢企业基本经营、财务情况（单位：亿元、%）

企业名称	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
青山控股 (2018.06.30)	544.83	224.26	58.84	540.69	29.39	10.44	53.85
太钢不锈	676.15	355.38	47.44	1014.37	--	--	157.67
酒泉钢铁	1131.48	355.34	68.59	1169.37	48.86	13.56	105.24
宝钢股份	3803.98	2107.21	44.61	3653.42	264.55	13.26	598.69
北港新材料	147.95	35.59	75.94	301.17	8.41	7.34	17.87
北港金压钢材	65.94	15.55	76.42	295.12	0.17	0.13	3.53
北港不锈钢	17.03	2.85	83.29	15.56	0.43	4.85	0.65

资料来源：北港集团、Wind 资讯

² 2021 年太钢不锈产量为 447.24 万吨，暂未获取青山控股数据。

³ 2021 年 2 月，广西北部湾新材料有限公司更名为广西北港新材料有限公司；北海诚德金属压延有限公司更名为广西北港金压钢材有限公司；北海诚德不锈钢有限公司更名为广西北港不锈钢有限公司。

(3) 区域市场因素

A. 区域经济发展情况

广西北部湾港地处广西壮族自治区（简称“广西自治区”）北部湾经济区，广西自治区拥有丰富的港口岸线资源、海洋资源和矿产资源，区内主导产业包括黑色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、汽车制造业和非金属矿物制品业等四大产业，以资源型产业为主的工业格局易受市场价格变动和宏观政策调控影响。同时，广西自治区亦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；鉴于广西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。近年来，广西自治区经济实力不断提升，根据广西国民经济和社会发展统计公报，2019~2021年，全区累计实现地区生产总值分别为2.12万亿元、2.22万亿元和2.47万亿元，同比分别增长6.0%、3.7%和7.5%。2022年第一季度，广西全区主要经济指标保持增长态势，经济运行总体平稳，根据地区生产总值统一核算结果，当期全区生产总值5914.78亿元，按可比价格计算，同比增长4.9%。

北部湾经济区是广西自治区经济增长的重要引擎，近年来凭借其沿海、沿边的区域优势发展临海工业等，经济发展势头良好，其中，防城港市依托港口、区位及政策优势，推进东兴国家重点开发开放试验区建设，重点发展现代化钢铁基地、有色金属基地、能源化工基地、粮油食品基地、商贸物流基地和滨海旅游圣地，已成为我国最大的磷酸加工出口基地和重要的粮油加工基地；钦州市以钦州湾为依托，拥有较丰富的海岸线资源和后备土地，近年来临海工业发展较快，形成了石油加工、农副食品加工、化学原料和化学制品制造、黑色金属冶炼和压延加工、电力/热力生产和供应、木材加工、造纸和纸制品、非金属矿物制品、医药制造、黑色金属矿采选十大重点产业；北海市是我国14个沿海开放城市之一，古代“海上丝绸之路”的重要始发港，面临的北部湾有丰富的海洋资源，是我国西南地区同时拥有深水海港、全天候机场、高铁、高速公路的城市，致力于打造电子信息、石油化工、临港新材料等产业。

总体来看，随着中国—东盟自由贸易区升级版的建设、“一带一路”倡议的推进、“全面对接粤港澳大湾区”的深入实施以及“西部陆海新通道”建设，广西自治区及北部湾经济区地缘战略优势将逐步显现，具有较好的发展前景。

B. 区域政策环境

广西自治区背靠大西南，面向东南亚和港澳台，在我国“一带一路”倡议和“西部陆海新通道”建设等国家战略中具有重要的地位，在综合配套改革、重大项目布局、保税物流体系、金融改革和开放合作等各方面均可获得较高的政策支持；随着“一带一路”建设深入推进，“西部陆海新通道”建设获得国家高度重视与支持，广西自治区和各地方政府不断加大对港口物流发展的政策扶持，推出了一系列优惠政策，积极加大港口航道、后方集疏运通道建设力度。2021年以来，多份文件的印发，进一步明确了广西北部湾港的国际枢纽港地位，并

制定了中短期内的重点、发展目标以及相应的支持措施。总体来看，该公司所处的区域政策环境较好。

图表 9. 2021 年以来主要地方政策及其他相关文件

发布时间	区域性政策措施	涉及核心内容
2022 年 5 月	《广西高质量建设西部陆海新通道若干政策措施》	支持北部湾港海铁联运发展，支持跨境运输和航空物流发展、支持降低物流成本和提高通关效率、支持引进和培育物流企业、支持通道园区及重大项目建设，加大通道建设运营的财金联动支持。
2022 年 4 月	《广西物流业发展“十四五”规划》	打造广西成为国内国际双循环的重要节点枢纽，南宁将发挥“核心”牵引的作用，打造面向东盟的国际物流枢纽。
2022 年 3 月	《北部湾城市群建设“十四五”实施方案》	到 2025 年，广西北部湾国际门户港、海南洋浦区域国际集装箱枢纽港集装箱吞吐量分别达到 1000 万、500 万标箱，我国南方重要大宗商品储运基地加快建设。
2022 年 1 月	西部陆海新通道“十四五”综合交通运输体系建设方案	5 项重点任务：一、完善综合立体交通网，强化互联互通；二、促进物流降本增效提质，提高运输效率；三、提高创新发展能力，增强发展动能；四、强化融合联动发展，扩展发展空间；五、注重安全绿色发展，提升可持续发展能力。
2022 年 1 月	《国务院关于印发“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》（国发〔2021〕27 号）	推进天津北疆与东疆、青岛董家口、南通通州湾、上海洋山、厦门翔安、深圳盐田、广州南沙、汕头广澳、湛江宝满、洋浦小铲滩、钦州大榄坪等集装箱码头工程。推进锦州港、唐山京唐、曹妃甸、日照岚山、连云港港、宁波舟山条帚门、深圳港西部、广州港、洋浦港、北部湾防城港和钦州等 20 万吨级及以上航道建设。
2021 年 12 月	关于印发广西北部湾经济区高质量发展“十四五”规划的通知	基本建成经济、高效、便捷、绿色、安全的西部陆海新通道，北部湾国际门户港集装箱吞吐量达到 1000 万标箱，货物吞吐量达到 5 亿吨，铁海联运集装箱运量达到 60 万标箱，跨境铁路班列达到 2000 列，通道、港口和物流枢纽运营更加高效。与长江经济带、粤港澳大湾区、海南自由贸易港、成渝地区双城经济圈等区域的协作高效推进，新时代西部大开发新战略支点作用显著增强。强首府战略、北钦防一体化建设取得明显成效，区域协同发展效应凸显。
2021 年 11 月	《广西综合交通运输发展“十四五”规划》	建设“两通道、两枢纽、三网络、三体系”，其中，“两通道”包括西部陆海新通道（即平陆运河），“两枢纽”包括广西北部湾国际门户枢纽港。...等等。
2021 年 10 月	广西北部湾国际门户港建设三年行动计划（2021-2023 年）	打造国际枢纽海港，优化港区资源与功能布局，提升码头航道设施能力，完善集疏运体系，建设智慧绿色安全港口。构建高质量运输组织体系，优化航线组织，大力发展海铁联运和国际班列，推动海陆空联动发展，推动构建中国—东盟多式联运联盟。...等等。
2021 年 7 月	关于以中国（广西）自由贸易试验区为引领加快构建面向东盟的跨境产业链供应链价值链的实施意见	建成若干条以广西为基地、以面向东盟为主要特色，高效连接粤港澳大湾区、长江经济带、川渝黔黔及“一带一路”沿线国家和地区的跨境产业链供应链价值链。...等等。
2021 年 6 月	关于印发广西打造国内国际双循环重要节点枢纽行动方案的通知	到 2023 年，消费对地区经济增长的贡献率提升至 55%以上，工业增加值占地区生产总值（GDP）比重达 27%以上，全区货运量和周转量分别达 20 亿吨和 4500 亿吨公里，与东盟的经贸合作地位进一步巩固，经贸合作水平进一步提升，基本完成国内国际双循环重要节点枢纽布局，加快融入新发展格局。...等等。
2021 年 5 月	广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	实施北部湾国际门户港务三年行动计划，打造国际航运物流新枢纽和西部地区对外开放新门户，加快集装箱码头、大型散货码头等港航基础设施建设，改造升级既有码头设施，实现北部湾港具备接纳世界各类大型船舶靠泊能力，货物吞吐量 5 亿吨以上，集装箱吞吐量 1000 万标箱以上。...等等。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

C. 区域竞争格局

广西北部湾港是我国沿海 24 个主要港口之一和我国五大沿海港口群之西南沿海港口群的主力港口；是大西南在国内的出海主通道，是我国西南腹地进

入中南半岛东盟国家最便捷的出海通道，承载着我国构建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 21 世纪海上丝绸之路与丝绸之路经济带有机衔接的重要门户等战略任务。近年来，腹地经济稳健发展，各项利好政策措施的逐步深入落实，广西北部湾港表现出了较好的增长态势，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别累计实现货物吞吐量 2.56 亿吨、2.96 亿吨、3.58 亿吨和 0.86 亿吨，同比分别增长 6.66%、15.60%、21.26%和 4.17%。

广西北部湾港与湛江港、广州港、深圳港、香港港口和越南海防港等周边港口存在较大竞争，尤其是湛江港与广西北部湾港经济腹地重叠率高，腹地的工业、进出口产品等相似度也很高，吞吐货类相近，竞争尤为激烈。从广西北部湾港内竞争环境来看，集装箱业务区域垄断地位稳固。

图表 10. 主要竞争港口货物吞吐量（单位：亿吨、万 TEU）

港口	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量
广西北部湾港	2.56	382	2.96	505	3.58	601	0.86	141
湛江港	2.16	112	2.34	123	2.56	140	0.64	33
广州港	6.06	2283	6.12	2317	6.24	2418	1.45	548
深圳港	2.58	2577	2.65	2655	2.78	2877	0.60	649

资料来源：wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

该公司合并西江集团后，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，能较好地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，广西内河港货物吞吐量持续增长，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别累计实现货物吞吐量 1.23 亿吨、1.73 亿吨、1.98 亿吨和 0.36 亿吨。总体来看，广西内河港口运营主体目前较为分散，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 11. 广西主要内河港口货物吞吐量情况（单位：万吨）

港口名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
贵港港	8062	10552	10227	1532
梧州港	2856	4417	6004	1271
来宾港	504	853	1578	411
南宁港	796	845	980	195
柳州港	46	45	38	1
广西其它	84	634	1011	152

资料来源：中华人民共和国交通运输部

2. 业务运营

该公司是广西沿海唯一的公共码头投资运营商，以港口业务为核心，开展了物流业务，并培育了临港产业等，形成了目前的多元化运营格局。其中，港

口业务得益于所运营的北部湾港不断提升的行业地位以及行业相关政策红利，经营情况较好，收入增长稳健，盈利能力受成本增加影响有所下降，但整体仍处于较好水平。物流业务系围绕港口业务开展，2021 年以来，得益于陆海新通道海铁联运、班轮班列业务量增加，以及远洋航运业务持续扩大，收入实现了较好增长，但由于班列业务尚处于市场拓展期，盈利能力尚未释放，物流业务毛利率处于较低水平。工贸业务是公司的主要收入构成，其中，工业板块近三年运营稳健，收入逐年增长，不锈钢和有色业务的盈利能力亦有所提升；同时，贸易业务的盈利能力持续处于很弱水平，拉低了工贸业务板块的整体盈利能力。再加上工贸业务板块易受相关产品的市场竞争环境变化及大宗商品价格波动影响，周期性明显，经营稳定性偏弱。

2018 年底，该公司完成了西江集团的合并工作，并将原有的港口、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，形成了“7+1”产业板块布局，分别为港口、物流、工贸、建设开发、投资、能源、金融和公益（船闸）。2021 年，公司在上述业务基础上新增了文旅板块，形成了目前的九大产业板块布局。其中，港口业务主要从事港口投资、建设开发和运营；物流业务主要从事水陆铁多种运输为客户提供全程物流供应链服务以及参与西部陆海新通道建设运营管理；工贸业务主要从事不锈钢、贸易、有色金属、建材、油脂等业务的运营；建设开发业务主要为工程建设、产业园区开发建设和运营、园区地产开发以及物业服务；能源业务主要为广西等地水电、光伏发电；海外投资业务主要从事海外参股投资及产业培育，系对海外马来西亚、文莱等港口、产业的投资运营管理；金融业务主要从事创投、贷款、基金业务等；公益性业务主要从事广西内河水运通道船闸等基础设施建设与运营；文旅业务则是计划打造国际邮轮母港，依托港口项目打造多样化亲水文旅产品，目前已运营项目主要是北海沿岸及周边环岛游。

近年来，随着业务规模的扩大，该公司营业收入增势良好，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 706.88 亿元、903.67 亿元、1004.58 亿元和 233.22 亿元，其中，港口业务是公司发展的战略核心，对公司其他业务发展具有引领性作用，同期分别实现收入 44.56 亿元、50.14 亿元、59.08 亿元和 13.21 亿元，逐年增长；物流业务是港口业务的有机延伸，是扩大港口的辐射范围、提高港口的综合竞争力的基础和条件，目前收入主要来自于航运业务，易受航运市场形势影响，同期分别实现收入 42.70 亿元、41.33 亿元、63.69 亿元和 15.13 亿元；工贸业务是营业收入的第一大来源，同期实现收入占营业收入的比重分别为 87.05 %、89.55%、87.45%和 87.55%。

图表 12. 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
物流业务	物流	西南地区	资源、管理
工贸业务	不锈钢	西南地区、广东、江苏	成本、技术

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
	贸易	西南地区、华东地区	资金、管理
	油脂	西南地区	成本、技术
	建材	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

资料来源：北港集团

此外，该公司还从事建设开发、能源、金融、海外投资、文旅和公益等业务，2019~2021 年及 2022 年第一季度合计实现收入 24.39 亿元、28.83 亿元、26.63 亿元和 5.63 亿元，收入规模不大。其中，海外投资业务系公司培育境外经营性产业的重要载体，金融业务是公司未来利润增长的重要突破点，能源业务系公司近年来稳定利润来源之一。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	706.88	903.67	1004.58	233.22	222.34
其中：核心业务营业收入（亿元）	682.49	874.85	977.95	227.59	217.91
在营业收入中所占比重（%）	96.55	96.81	97.35	97.59	98.01
其中：（1）港口（亿元）	44.56	50.14	59.08	13.21	12.31
在核心业务收入中所占比重（%）	6.53	5.73	6.04	5.81	5.65
（2）物流（亿元）	42.70	41.33	63.69	15.13	10.51
在核心业务收入中所占比重（%）	6.26	4.72	6.51	6.65	4.82
（3）工贸（亿元）	594.08	783.38	855.18	199.25	195.08
在核心业务收入中所占比重（%）	87.05	89.55	87.45	87.55	89.52
毛利率（%）	10.61	8.89	9.15	7.71	8.50
其中：（1）港口（%）	41.52	42.08	39.61	36.36	40.40
（2）物流（%）	-0.38	0.05	-1.97	-0.07	-2.11
（3）工贸（%）	7.74	6.10	6.82	5.54	6.31

资料来源：北港集团

注：2021 年，该公司新增了文旅业务板块，并对 2020 年收入成本数据进行了追溯调整，本部分 2020 年数据采用了追溯调整数。

① 港口业务

目前，该公司主要负责运营沿海大港广西北部湾港以及西江流域的内河港口，其港口业务在广西壮族自治区具有区域垄断优势。其中，公司旗下上市子公司北部湾港主要负责广西北部湾港的运营；西江集团下属子公司广西北港西江港口有限公司等主要负责西江流域的内河港口运营。

a. 港口资源

沿海

广西北部湾港是我国西南沿海港口码头功能最齐全的港口之一，港口深水化、大型化、专业化步伐不断加快，港口功能日臻完善。近年来，该公司相继

完成了 10 万吨级、15 万吨级和 20 万吨级航道建设，港口等级由 5 万吨级提高到 30 万吨级。截至 2022 年 3 月末，公司拥有港区岸线 19047.00 米，已投产的生产性泊位 77 个，年通过能力 30860 万吨，集装箱通过能力 690 万 TEU；同期末广西北部湾港共开通内外贸航线 67 条，其中外贸航线 39 条，与 100 多个国家和地区的 200 多个港口建立了贸易往来；内贸航线 28 条，基本实现了我国沿海港口全覆盖。

图表 14. 2022 年 3 月末公司沿海港口资源概况

港区	业务定位	泊位、岸线、年通过能力情况
防城港区	大型散杂货、集装箱	防城港片区生产性泊位 44 个，岸线长度 11036 米；核定实际吞吐能力 13930 万吨，其中集装箱吞吐能力 110 万 TEU。
钦州港区	件杂货、集装箱	钦州港区生产性泊位 22 个，岸线长度 5516.43 米，核定实际吞吐能力 12730 万吨。其中集装箱吞吐能力 480 万 TEU；液体化工 500 万吨。
北海港区	件杂货	北海港区生产性泊位 11 个，岸线长度 2959 米，核定实际吞吐能力 4200 万吨，其中集装箱吞吐能力 100 万 TEU。

资料来源：北港集团

内河

该公司于 2017 年通过收购资产方式将业务范围拓展至西江流域的内河港贵港港，而 2018 年西江集团的并入，进一步丰富了公司在西江流域的港口资源，新增了 6 个内河港，分别为来宾港、梧州港、百色港、崇左港、河池港和柳州港。2019 年，自治区国资委将南宁港运营主体⁴无偿划转至公司，公司再次新增了 1 个内河港。截至 2022 年 3 月末，公司共运营 8 个西江流域的内河港口，拥有港区岸线 12209 米，航道条件最大通过能力为 3000 吨级；同期末，已投产的生产性泊位合计 92 个，年通过能力 13050 万吨，集装箱通过能力 145 万 TEU。

图表 15. 2022 年 3 月末公司内河港口资源概况

港口名称	业务定位	泊位、岸线、年通过能力情况
南宁港	件杂货、散杂货、集装箱	建成泊位 21 个，岸线长度 2220 米，年设计通过能力为 766 万吨
贵港港	件杂货、散杂货、集装箱	建成泊位 26 个，在建泊位 5 个，岸线总长度 4108 米，年设计通过能力 2762 万吨和 41.5 万 TEU
来宾港	件杂货、散杂货、集装箱	建成泊位 12 个，岸线长度 1175.4 米，年设计通过能力为 386 万吨和 4 万 TEU
梧州港	件杂货、散杂货、集装箱	建成泊位 9 个，岸线长度 936 米，年设计通过能力为 706 万吨和 39.1 万 TEU
百色港	散杂货、件杂货、集装箱	建成泊位 13 个，在建泊位 2 个，岸线总长度 2435 米，年设计通过能力共 596 万吨和 6.15 万 TEU
崇左港	散杂货、件杂货、集装箱	建成泊位 4 个，岸线长度 250 米，年设计通过能力为 138 万吨和 3.6 万 TEU
河池港	散杂货、件杂货	建成泊位 3 个，岸线长度 154 米，年设计通过能力为 160 万吨

⁴ 2019 年 10 月，根据自治区国资委相关文件要求，广西北部湾投资集团有限公司将下属南宁港开发投资有限公司（简称“南宁港集团”）（剥离部分公司股权后）100%股权及其下属持有的其他两家公司股权无偿划转至该公司。

港口名称	业务定位	泊位、岸线、年通过能力情况
柳州港	集装箱、件杂货	建成泊位 4 个，岸线长度 430 米，年设计通过能力为 240 万吨和 15.5 万 TEU

资料来源：北港集团

b. 货种结构

该公司港口的吞吐货种以金属矿石、煤炭及制品、粮食、钢铁、矿建材料、石油、天然气及制品、化肥及农药、非金属矿石、化工原料及制品、水泥等大宗物资为主，其中，金属矿石和煤炭为两大核心货种，2019-2021 年及 2022 年第一季度合计货物吞吐量占公司货物吞吐总量的比重分别为 40.28%、36.22%、36.76%和 38.01%，2020 年以来随着公司货种结构的多元化发展，占比有所下降。

分货种来看，金属矿石为该公司港口的第一大装卸货种，且以铁矿石为主，主要流向广西柳州钢铁（集团）公司、云南昆明钢铁控股有限公司、攀钢集团有限公司与贵州水城钢铁(集团)有限责任公司，2019 年以来呈逐年增长态势，主要系受益于铁矿配矿等营销策略的有效实施，再加上防城港为西南地区最大的铁矿集散地，已初步形成了贸易市场集聚效应，同时重点用矿企业进口量有所增加综合所致。煤炭为公司港口的第二大装卸货种，主要流向是从印尼、澳大利亚等国进口，供西南地区使用（主要是电煤、钢煤），2020 年因新冠疫情爆发导致下游行业煤炭需求较弱，煤炭吞吐量同比下降 8.05%；2021 年随着疫后经济恢复下游行业煤炭需求有所回升，煤炭吞吐量同比增长 24.58%。公司港口装卸的粮食主要流向是从东北运入玉米、从巴西等国进口大豆、向北方输送淀粉，2021 粮食吞吐量同比增长 34.93%。

该公司的集装箱业务实施“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；同时，公司以南宁保税物流中心、钦州保税港区的建设运营为契机，在广西玉林、桂林、柳州及贵州、云南、四川等地建设物流中心节点，形成港口、工业区和物流园区联动的物流网络，同时引入中远海运、新加坡 PSA 等集团共同投资建设港口码头等设施，开发航线航班，使得公司集装箱业务增长态势较好，2019-2021 年及 2022 年第一季度吞吐量分别为 415.71 万 TEU、547.91 万 TEU、644.14 万 TEU 和 147.89 万 TEU。

图表 16. 公司货物吞吐量情况（单位：万吨、万 TEU）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
货物吞吐量	23313.33	27357.29	30552.72	7173.86
金属矿石	5730.11	6544.69	7038.56	1804.71
其中：铁矿	3696.29	4489.53	4614.49	1335.35
铝矿	686.22	612.77	690.81	55.11
煤炭	3660.22	3365.44	4192.66	922.04
粮食	1035.60	1070.29	1444.10	340.87

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
集装箱	415.71	547.91	644.14	147.89

资料来源：北港集团

c. 费率水平

该公司港口业务执行交通部颁布的《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下浮动 20% 执行。近年来公司港口费率基本保持相对稳定。2020 年初，新冠疫情爆发后，公司积极响应国家新冠疫情防控号召，加大对内贸客户集装箱重箱库场使用费的优惠支持，在春节期间（30 天）免费堆存政策基础上，同意延续至 2 月 20 日，并免除外贸客户 1 月 20 日至 2 月 20 日产生的集装箱重箱库场使用费，以及对涉及疫情救助物资的采取减免相关作业费用。2020 年 5 月，广西壮族自治区人民政府办公厅印发《关于推动进一步降低广西北部湾港口中介服务收费专项行动方案（2020—2021 年）的通知》（桂政办发〔2020〕30 号），公司根据该专项行动方案要求下调包括理货服务费、码头操作费、集装箱交接单费等十三项中介服务收费标准。2021 年以来，公司收费标准未发生变化。

在结算方式上，广西北部湾港提供的港口劳务定价采取“一揽子包干”方法，包括从货物到港至离港整个过程之装卸、堆存、港务综合管理以及港内转场等。港口劳务收入的核算原则按“一船一结”的办法，在完成整船货物出库离港系列劳务当日确认收入；资产负债表日，没有完成整船货物出库离港的，按照实际完成出库离港的货物量确认收入。西江内河港口一般采取预付和月结两种结算方式，对小客户或者新客户一般采取预付方式，对大客户和长期合作的老客户可以选择月结方式。

d. 业务规模

受益于“一带一路”国家性倡议政策助力及西部陆海新通道的推动吸引区外货源，该公司货物吞吐量保持着较好的增长态势，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 2.33 亿吨、2.74 亿吨、3.06 亿吨和 0.72 亿吨，同比分别增长 17.76%、17.35%、11.68% 和 6.84%。公司货物吞吐量基本来自于沿海码头贡献，且内外贸业务分布相对均衡；公司内河码头吞吐量规模不大，主要原因系公司的内河码头基本于 2016 年起陆续投运，尚处于市场培育期所致，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，内河业务可为公司的港口货物吞吐量提供一定增量。

图表 17. 公司货物吞吐量情况（单位：万吨、万 TEU）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
货物吞吐量	23313.33	27357.29	30552.72	7173.86
其中：沿海	20498.36	23821.18	26940.06	6516.68
其中：外贸	11174.39	12272.89	12933.22	3320.47
内贸	9323.97	11548.28	14006.84	3196.21

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
内河	3291.70	3536.11	3612.68	657.19

资料来源：北港集团

该公司港口吞吐量的增长带动了港口业务收入规模的扩大，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 44.56 亿元、50.14 亿元、59.08 亿元和 13.21 亿元；同期，港口业务毛利率分别为 41.52%、42.08%、39.61%和 36.36%，2021 年及 2022 年第一季度毛利率同比分别下降 2.48 个百分点和 4.40 个百分点，主要系 2021 年以来公司规范用工管理导致正式员工数量增长，叠加环保投入增加，同时 2020 年疫情期间社保减免优惠政策到期综合所致。

总体来看，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，且西江集团旗下黄金水道为区域内优质内河航道，为公司江海联运模式创造发展机遇，未来竞争优势有望增强；加之公司所处特殊的地理位置，与东盟等国家相邻，随着我国“一带一路”建设持续推进，“西部陆海新通道”、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，公司战略地位重要性不断提高。

② 物流业务

该公司的物流业务是港口主业的延伸，以物流园、保税中心与保税港区的建设为基础，提供海运、铁路、公路等多种运输方式，为客户提供全程物流供应链服务。公司物流业务的经营实体包括北部湾控股（香港）有限公司、广西北港物流有限公司和西江集团的控股子公司广西润桂船运有限公司等。2018 年之前，公司物流业务收入主要来自于远洋运输业务，合并西江集团后，内河航运业务规模快速扩大。船舶运力方面，2021 年末，公司自有船舶仍为 125 艘，较上年末无变化，船舶载重吨为 15.71 万吨，平均船龄为 8.00 年；租赁船舶较上年末减少 21 艘至 8 艘，船舶载重吨为 3.77 万吨，平均船龄为 7.95 年。

近年来，该公司以南宁保税物流中心⁵、钦州保税港区⁶的建设运营为契机，在广西南宁、玉林、桂林、柳州及重庆、四川、贵州、云南等地建设专业性的物流中心节点，形成港口、工业区和物流园区联动的物流网络，提高港口对于散货和集装箱的揽货能力，将装卸、仓储/堆存业务延伸至内陆，打造内陆“无水港”，实现陆、港、海无缝对接，并在保税物流中心解决一般贸易出口商品退税问题，一般贸易进口商品保税问题，加工贸易中深加工结转货物“境外游”问题，即不必再到境外检验等，享受海关的特殊优惠政策。

此外，该公司还积极与重庆、新加坡等各方沟通协调，参与西部陆海新通道建设。2017 年，广西开行了“渝桂新”常态化运营班列，并于同年陆续启动了新加坡、香港班轮航线，南向通道（现“西部陆海新通道”）主干班轮班列搭建完成。此外，成都、兰州、昆明、贵阳等地区往来广西的班列也陆续开行

⁵ 南宁保税物流中心则定位于联系西南地区和东南亚地区间的广西北部湾经济区保税物流体系的核心枢纽和连接海港、空港和边境口岸的大型物流商贸基地。

⁶ 钦州保税港区的发展定位是作为中国—东盟合作以及面向国际开放开发的区域性国际航运中心、物流中心和出口加工基地。

试运营班列，南向通道（现“西部陆海新通道”）海铁联运班列逐步向沿线各省铺开。与此同时，公司还是西部陆海新通道项目的主要参与者，近年来，围绕建设好西部陆海新通道，公司与重庆建立了广泛的合作关系。其中，与重庆相关平台企业合资成立的陆海新通道运营有限公司（“简称“陆海新通道公司”），并引入贵州、新疆、甘肃等省市平台股东，构建起了运营公司统筹、区域公司协同的模式，形成6省市8股东合资合作共建机制。与此同时，由重庆枢纽园区公司参股的北部湾国际集装箱码头于2020年实现一体化运营。重庆无水港项目于2020年4月开工建设。与重庆国际物流集团、重庆枢纽园区公司等形成的多项战略合作，亦在有序推进中。

目前，该公司物流业务的服务客户主要包括广西柳州钢铁（集团）公司、昆明钢铁控股有限公司、瓮福（集团）有限责任公司、广西盛隆冶金有限公司（简称“盛隆冶金”）、大海粮油工业（防城港）有限公司等。2019-2021年及2022年第一季度，公司分别实现物流业务收入为42.70亿元、41.33亿元、63.69亿元和15.13亿元，其中，2021年同比增长54.11%，主要系陆海新通道海铁联运、班轮班列业务量增加，以及远洋航运业务持续扩大所致。2019-2021年及2022年第一季度，物流业务毛利率分别为-0.38%、0.05%、-1.97%和-0.07%，由于物流业务尚处于拓展初期，盈利能力偏低，但业务开展能获得一定的政府补助支持，2019-2021年，北港物流收到补助分别为1.36亿元、6.55亿元和2.35亿元，主要系预拨付陆海新通道专项资金。

③ 工贸业务

工贸业务是该公司营业收入的第一来源，主要由不锈钢、油脂、有色金属、建材和贸易等业务构成。2019-2021年及2022年第一季度，工贸业务收入分别为594.08亿元、783.38亿元、855.18亿元和199.25亿元，毛利率分别为7.74%、6.10%、6.82%和5.54%。近年来公司工贸业务收入逐年增长，其中2020年以来增幅明显，主要系贸易业务规模大幅扩大所致；因贸易业务盈利能力偏低且不断下行，叠加其他工业板块受原材料价格波动、竞争环境变化等因素影响盈利能力持续承压，公司工贸业务板块的毛利率水平呈波动下降趋势，盈利能力有待改善。

图表 18. 公司工贸业务收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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
不锈钢	221.68	7.65	263.68	5.79	302.81	7.36	83.46	7.89
油脂	42.69	2.84	74.07	5.67	89.93	4.01	12.43	2.78
有色金属	35.05	20.29	39.97	20.28	62.49	25.39	13.54	20.33
水泥建材	51.62	26.44	52.81	25.65	48.85	22.97	9.53	11.12
贸易	243.03	2.91	352.75	1.80	350.74	1.51	80.23	0.36
合计	594.08	7.74	783.38	6.10	854.82	6.82	199.19	5.54

资料来源：根据北港集团提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

注：2020 年数据采纳 2021 年的追溯调整数。

a) 不锈钢业务

不锈钢业务系该公司最重要的收入来源，目前主要由旗下北港新材料、北港金压钢材和北港不锈钢三家全资子公司负责运营；公司已具备年产 340 万吨镍铬合金板坯、300 万吨热轧板卷、300 万吨固溶板卷、120 万吨冷轧板卷的生产能力，并拥有国内第一条从红土镍矿冶炼到镍铬合金冷轧宽板成品的全流程镍铬合金生产线。

目前，该公司不锈钢业务模式为内部销售生产，即北港新材料购买镍矿、铬铁等原材料，生产不锈钢板坯后，销售至北港金压钢材，用于其不锈钢热轧黑皮卷及白皮卷的生产；北港金压钢材再对外销售不锈钢白皮卷，同时部分产品销售至北港不锈钢，北港不锈钢加工成冷轧不锈钢卷再对外销售。此业务模式导致北港新材料、北港金压钢材和北港不锈钢三家公司之间存在较大规模的购销关联交易。在产品定价方面，主要按市场价格定价，同时综合考虑网上市场价格、代理商价格以及向驻外办事处了解到的市场价格；支付结算的方式主要是现汇、信用证、银行承兑汇票等，账期大部分在十五天左右。

从产能情况来看，截至 2022 年 3 月末，不锈钢板坯、热轧不锈钢黑皮卷、热轧不锈钢白皮卷和冷轧不锈钢卷产能分别为 340 万吨、300 万吨、300 万吨和 120 万吨。公司根据不锈钢市场购销行情把控生产节奏，总体来看，近年来公司不锈钢业务产能利用率有所波动，但整体保持在较好水平。

图表 19. 不锈钢业务主要产品产能利用率情况（单位：万吨、%）

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	产量	产能利用率	产量	产能利用率	产量	产能利用率	产量	产能利用率
不锈钢板坯	287.22	102.58	313.42	92.18	294.36	86.58	75.77	89.14
热轧不锈钢黑皮卷	281.62	93.87	300.81	100.27	273.57	91.19	74.45	99.27
热轧不锈钢白皮卷	275.42	91.81	293.93	97.98	267.64	89.21	71.62	95.50
冷轧不锈钢卷	86.31	71.92	100.48	83.74	105.55	87.96	26.36	87.85

资料来源：根据北港集团提供数据整理

从采购端来看，目前，该公司不锈钢业务主要原材料包括低镍矿、中镍矿、焦炭、高碳铬铁、高镍铁、高镍矿等，公司每年根据各原材料的市场价格调整相应的采购量；从原材料采购来源来看，公司主要从中色国际贸易有限公司、Glencore International AG 等国内外公司采购，结算周期主要为按批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。2021 年以来，受大部分大宗商品价格上涨影响，公司主要原材料采购价格出现明显上涨，公司面临原材料采购成本控制压力。

图表 20. 公司主要原材料采购价格（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
低镍矿	采购量	270.23	313.81	313.55	89.41
	采购价格	223.67	227.41	245.56	378.94
中镍矿	采购量	39.68	64.19	32.67	13.13
	采购价格	375.48	342.78	365.92	525.85
高镍矿	采购量	6.22	38.71	15.17	10.46
	采购价格	425.71	496.72	558.18	675.66

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
焦炭	采购量	99.70	79.29	73.79	19.82
	采购价格	1937.30	1899.03	2807.05	3328.03
高镍铁	采购量	29.47	46.54	53.52	9.50
	采购价格	15871.70	15519.36	15563.98	21150.46
高碳铬铁	采购量	78.01	70.82	65.63	16.84
	采购价格	6229.56	5821.31	7158.03	9328.74

资料来源：根据北港集团提供数据整理

从销售情况来看，该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，产销率持续处于低水平；热轧不锈钢白皮卷系部分自用部分外销，产销率根据自用比例的变化呈波动态势；冷轧不锈钢卷系公司不锈钢业务的终端产品，因采取以销定产的经营策略，产销率持续保持在较高水平。

图表 21. 公司不锈钢业务主要产品产销情况（单位：万吨、%）

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
热轧不锈钢黑皮卷	0.10	0.04	2.16	0.72	1.52	0.55	-	-
热轧不锈钢白皮卷	176.64	64.14	180.56	61.43	152.18	56.86	44.38	61.97
冷轧不锈钢卷	90.30	104.63	114.16	113.61	113.19	111.20	25.34	96.17

资料来源：根据北港集团提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

从销售价格情况来看，2019-2020 年，受我国进口印尼不锈钢规模扩大的因素影响，国内不锈钢生产企业面临较大的竞争压力，该公司下调了大部分不锈钢产品的销售价格，对盈利空间造成了一定的影响。但 2021 年以来，受上游原材料价格上涨及不锈钢需求增长，公司不锈钢产品销售价格出现明显反弹。

图表 22. 公司不锈钢业务主要外销产品售价情况（单位：元/吨（含税））

产品名称		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
热轧不锈钢白皮卷	200 系	6453.10	5740.78	7335.50	8614.51
	300 系	12393.12	11573.90	14676.08	16258.79
	400 系	—	6371.68	—	—
	索氏体	6311.17	6710.79	6537.06	—
	T4003	—	5941.42	6661.80	6371.68
冷轧不锈钢卷	200 系	7255.08	6412.47	7932.52	9298.01
	300 系	12959.00	12103.38	14990.99	16517.00
	索氏体	6993.32	6736.20	7781.17	9646.02

资料来源：根据北港集团提供数据整理

该公司不锈钢业务的销售模式包括代销和直销两种，目前以代销为主，直销占比较低，且以民营企业为主。2021 年北港不锈钢前五大客户销售收入为 2.92 亿元，均为代理商，占营业收入比重为 18.74%，客户集中度尚可。从销售区域来看，以无锡和佛山两地为主。

图表 23. 2021 年北港不锈钢前五大客户情况（单位：亿元、%）

销售（客户）单位名称	收入来源	股东背景	金额	占比
江苏大明协好贸易有限公司	不锈钢销售	江苏大明工业科技集团有限公司	1.12	7.17

天津津路钢铁实业有限公司	不锈钢销售	上海润路润贸易有限公司	0.84	5.42
佛山市新捷成钢业有限公司	不锈钢销售	自然人	0.40	2.59
佛山市锐鑫新材料科技有限公司	不锈钢销售	自然人	0.31	2.00
佛山市美凌不锈钢有限公司	不锈钢销售	美凌投资集团有限公司	0.24	1.56
合计	—	—	2.92	18.74

资料来源：根据北港集团提供数据整理

近年来，该公司不锈钢业务经营稳健，业务收入逐年增长，2019~2021 年及 2022 年第一季度，分别为 221.68 亿元、263.68 亿元、302.81 亿元和 83.46 亿元；同期，不锈钢业务毛利率分别为 7.65%、5.79%、7.36% 和 7.89%，2020 年毛利率下降 1.86 个百分点，主要原因系中美冲突及新冠疫情影响下产品价格整体有所下降所致；2021 年以来，得益于国家各种稳经济措施，产品价格整体反弹，不锈钢业务毛利率水平有所回升。

b) 油脂业务

该公司的油脂业务主要通过广西北港油脂有限公司（简称“北港油脂”）负责运营，主要生产豆油、豆粕、菜籽油及菜籽粕等产品，打造和培育“裕枫”、“兴港”等菜粕、豆粕品牌。2022 年 3 月末，公司豆油、豆粕、菜籽油及菜籽粕产能分别为 68.52 万吨、256.25 万吨、27.00 万吨和 32.40 万吨。

2021 年，该公司豆油、豆粕、菜籽油及菜籽粕的产能利用率分别为 42.50%、44.18%、77.35% 和 84.69%，因豆油和豆粕市场整体呈供过于求，公司豆油和豆粕产能利用率处于较低水平。公司以贸易商、直销客户、包装油厂和饲料厂销售为主，销售区域主要为西南地区。2020 年以来，公司通过增加对澳大利亚菜籽进口，使得菜籽粕产销量持续提升；2021 年菜籽油产量同比增长 6.75%，销量同比减少 13.86%，主要系下游客户库存较多所致。2020 年，国内豆粕及豆油需求回升，叠加自贡工厂正式投产，公司豆油、豆粕类产品产销量同比有所增长；2021 年豆油、豆粕类产品产销量同比有所下滑，主要系下游养殖业严重亏损，为降低成本使用低价原料代替豆粕，致使豆粕市场需求有所减少。

图表 24. 油脂业务主要产品销量情况（单位：万吨）

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
豆油	23.29	22.37	32.28	33.05	29.12	29.62	2.93	3.28
豆粕	92.44	90.58	126.34	126.52	113.22	117.84	11.04	11.42
菜籽油	7.15	11.81	19.56	19.26	20.88	16.59	1.96	3.75
菜籽粕	9.19	9.96	25.04	23.55	27.44	27.07	2.85	3.35

资料来源：根据北港集团提供数据整理

从原材料情况来看，该公司主要系向国外采购大豆和菜籽。从采购价格来看，公司原材料均为大宗商品，易受宏观经济波动影响，2020 年以来，受国内外贸易摩擦及全球疫情双重影响，公司大豆及菜籽采购价格持续上涨，公司面临的采购成本压力加大。公司与上游供应商的业务结算周期为 90-180 天，结算方式为信用证，结算币种主要为美元，面临汇率波动风险。

图表 25. 油脂业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
大豆	125.76	2749.04	166.86	2948.29	123.80	3799.34	13.44	3837.15
菜籽	12.30	3052.94	44.56	3772.96	48.51	5422.15	4.25	6247.24

资料来源：根据北港集团提供数据整理

从产品销售价格来看，该公司生产的油脂产品定价主要参照期货盘面价、综合市场竞品价格、工厂自身压力以及产品质量等进行定价。2019-2021 年，公司油脂产品销售价格逐年上涨，其中 2019-2020 年豆油和菜籽油价格上涨主要系猪油产量降低导致植物油替代消费需求增长，豆粕和菜籽粕价格上涨主要系国内生猪存栏量有所恢复推动饲料需求增长所致。2021 年以来，在美国大豆库存较低及国内需求旺盛的双重影响下，国内期货价格大幅走高，公司豆粕及豆油的销售价格明显上涨。公司与下游客户的结算方式采用先款后货和赊销相结合的方式。

图表 26. 油脂业务主要产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
豆油	5179.36	5956.02	8251.43	8914.95
豆粕	2564.61	2716.11	3268.90	3519.66
菜籽油	6032.72	7463.16	9465.71	11244.16
菜籽粕	1907.37	2052.26	2534.64	2778.41

资料来源：根据北港集团提供数据整理

2019 年以来，随着市场需求的回升，该公司油脂产品销售价格持续提升，油脂业务收入逐年增长，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为 42.69 亿元、74.07 亿元、89.93 亿元和 12.43 亿元；同期，油脂业务毛利率分别为 2.84%、6.03%、4.01%和 2.78%，2021 年以来，受原材料价格上涨影响，公司油脂业务盈利能力下降。总体来看，目前油脂行业仍存在较严重的产能过剩现象，且原材料主要为境外采购，易受国际宏观经济形势影响，并存在一定的汇率波动风险。

c) 有色金属业务

该公司有色金属业务主要由下属控股子公司广西华锡集团股份有限公司（简称“华锡集团”）负责运营。华锡集团主要围绕地质勘探、采矿、选矿、冶炼及深加工几大环节进行生产活动。华锡集团拥有较为丰富的矿产资源，2021 年末，已探明和控制的锡、锌、锑、铅、镉、银等矿石量达 2.5 亿吨，综合金属量超过 1200 万吨。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 6 万吨、锌锭 6 万吨、镉锭 80 吨和硫酸 18 万吨的生产能力。

从产销情况来看，华锡集团的销售产品主要包括锡类、锌类及铅锑类等，2019 年，上述三类产品的产销量较低，主要系广西来宾市来宾华锡冶炼有限公司（简称“来宾冶炼”）和梧州华锡冶炼有限公司（简称“梧州冶炼”）进行生产模式调整影响生产效率所致，2020 年随着来宾冶炼和梧州冶炼恢复正常生产，上述三类产品的产销量亦有所恢复。2021 年锡类和锌类产销量同比均有

所下降，主要系停产检修导致当年产量有所下降所致。

图表 27. 公司有色金属业务产销情况（单位：万吨）

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
锡类	0.80	0.80	1.01	0.98	0.92	0.89	0.18	0.24
锌类	4.48	4.53	5.21	5.21	3.19	3.18	0.16	0.16
铅锑类	0.29	0.35	1.13	0.99	1.68	1.27	0.22	0.21
合计	5.58	5.68	7.35	7.18	5.79	5.34	0.56	0.61

资料来源：根据北港集团提供数据整理

在定价和结算方式上，锡锭主要参考上海有色金属网锡锭周平均价进行交易结算，一般结算后五个工作日付清货款；锌锭主要是参考发货日广东南储商务网锌锭平均价进行交易结算，客户提货前已经收到合同履约保证金，结算价确定后三个工作日内结清全额货款。锡类、锌类及铅锑类产品销售价格随市场行情波动，2019 年以来，锡类产品销售均价一路走高；锌类产品和铅锑类产品 2020 年销售均价有所下降，2021 年以来持续上涨。

图表 28. 公司有色金属业务主要产品的销售均价（单位：万元/吨）

销售均价	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
锡类	12.31	12.55	20.06	28.29
锌类	1.74	1.60	1.92	2.33
铅锑类	1.52	1.30	2.51	3.21

资料来源：根据北港集团提供数据整理

目前，华锡集团主要通过该公司全资子公司广西北港资源发展有限公司（简称“北港资源”）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基准，2021 年前五大客户销售金额合计为 10.90 亿元，占当期业务收入的比重为 17.44%，集中度尚可。

图表 29. 2021 年有色金属业务前五大客户情况（单位：亿元）

销售（客户）单位名称	产品名称	股东背景	金额
广东金业贵金属有限公司	白银	自然人	2.62
南丹县南方有色金属有限责任公司	锡精矿、锌精矿	自然人	2.23
深圳市中鑫弘泰投资发展有限公司	锌锭	自然人	2.03
广西中马园区华物产协投资有限公司	电解铜	广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司	2.01
佛山市南海铨隆金属有限公司	锌锭	自然人	2.01
合计	-	-	10.90

资料来源：根据北港集团提供数据整理

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司有色金属业务收入分别为 35.05 亿元、39.97 亿元、62.49 亿元和 13.54 亿元，同期毛利率分别为 20.29%、20.28%、25.39%和 20.33%，2021 年受锡类、锌类及铅类市场价格走高影响，当年营业收入及毛利率均出现明显增长。

d) 水泥建材业务

水泥建材业务主要由西江集团旗下全资子公司鱼峰集团经营，涉及水泥业

务以及附加开展的混凝土业务。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，2021 年末，熟料和水泥产能分别为 1253.00 万吨和 1790.00 万吨。2021 年，受下半年拉闸限电措施以及部分项目技改影响，公司熟料和水泥生产受限，公司熟料和水泥的产能利用率均有所下降。

从销售情况来看，熟料作为水泥业务的生产原料，主要用于自身生产，产销率持续处于较低水平；水泥产销率则保持在较高水平，2019~2021 年分别为 92.25%、101.19%和 112.07%。鱼峰集团销售区域主要集中在贵州、柳州、来宾、湛江等地，并外销至广州、深圳、香港、澳门等。销售价格方面，受益于我国水泥市场行情景气度较高，近年来水泥销售价格整体维持在较高水平，其中 2020 年受贵州市场销售单价下滑影响而整体同比略有下降。鱼峰集团水泥业务实行现款销售、款到发货的模式，仅对大型工程类客户给予一定的信用结算政策，延期付款期限 1~3 个月不等，延期付款类销售占比低于 20%。结算方式包括电汇、银行承兑汇票等。

图表 30. 鱼峰集团水泥业务产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	产品	期末产能	产量	销量	售价	产能利用率 (年化)	产销率
2019 年	熟料	1418.40	1197.69	153.49	209.21	84.88	12.82
	水泥	1800.00	1330.73	1227.58	302.97	73.93	92.25
2020 年	熟料	1437.40	1254.62	115.26	207.37	87.28	9.19
	水泥	1887.25	1482.81	1500.40	272.64	78.57	101.19
2021 年	熟料	1253.00	988.77	174.38	230.00	78.91	17.64
	水泥	1790.00	1201.51	1346.48	305.83	67.12	112.07

资料来源：根据北港集团提供数据整理。

从原材料情况来看，鱼峰集团水泥业务的原材料主要包括煤炭和石灰石等，其中 2021 年煤炭成本占原材料成本的比重接近 40%。鱼峰集团位于广西的基地，煤炭主要来源于国内煤炭经销商，通过水路运输或者铁路运输到各生产基地；位于贵州的基地，煤炭主要来源于基地周围。鱼峰集团与上游供应商的结算周期主要为月结。总体来看，2021 年以来，煤炭价格持续处于相对高位运行将加大其成本控制压力。

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司水泥建材业务收入分别为 51.62 亿元、52.81 亿元、48.85 亿元和 9.53 亿元，其中 2020 年水泥业务产销量增长带动建材业务收入同比增长 2.24%，2021 年收入同比减少 7.50%，主要系附加开展的混凝土收入下降所致。2019~2021 年及 2022 年第一季度，水泥建材业务毛利率分别为 26.44%、25.65%、22.97%和 11.12%，其中 2021 年同比下降 2.68 个百分点，主要系受煤炭价格持续上涨影响。

e) 贸易业务

该公司贸易业务系顺应旗下工业企业发展需求，并依托港口、物流及产业链优势，开展的原材料采购、产品销售等业务。公司贸易业务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”）以及西江集团旗下的广西航桂实业有限公司（简称“航桂实业”）等负责。

北港资源是该公司旗下工贸板块的核心企业，经营模式以按销定购为主，辅以小部分自营贸易；结算方式主要是采用现汇、商业汇票、信用证等。为控制相关业务风险，北港资源主要采取以下措施：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，要求下游客户在出现货物跌价时及时补交保证金。

航桂实业的经营模式系先与下游客户签订购销合同并预收一部分保证金，在确定下游客户所需的采购量后，会依据一家或多家下游客户的采购量与上游厂商统一签订采购协议。与下游客户结算时，下游客户需要以现金或银行承兑汇票方式交付全款。为防范交易风险，航桂实业针对整个商品流转环节制定了完善的跟踪、监督制度。

从贸易货种来看，该公司工贸板块为港口贡献大量货源，主要贸易货种为大宗商品，包括铁矿、煤炭、建筑材料及有色金属（包括金属合金、钴矿）等。2019-2021 年及 2022 年第一季度，贸易业务收入分别为 243.03 亿元、352.02 亿元、350.74 亿元和 80.23 亿元，其中 2020 年贸易业务收入同比增长 44.85%，主要系公司大力发展电解铜业务所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度，贸易业务毛利率分别为 2.91%、1.70%、1.51%和 0.36%，受竞争加剧以及新增的西江集团建筑材料等货种毛利率偏低等综合因素影响，毛利率呈逐年下降态势。

从客户情况来看，近年来民营企业盛隆冶金一直为该公司贸易业务第一大客户，2019-2021 年及 2022 年第一季度盛隆冶金的贸易销售收入占总销售收入的比重分别为 23.76%、24.20%、23.44%和 13.17%；同期公司前五大贸易客户销售额合计占比分别为 41.97%、39.24%、43.59%和 42.46%，集中度偏高，关注相关风险。从结算模式来看，结算周期均在 90 天以内，主要采用现汇、商业汇票、信用证等方式结算。

图表 31. 2021 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	自然人	82.22
江苏上上电缆集团有限公司	自然人	22.85
金川集团股份有限公司	甘肃省国有资产投资集团有限公司	21.64
江苏宝胜精密导体有限公司	宝胜科技创新股份有限公司	17.98
柳州钢铁股份有限公司	广西柳州钢铁集团有限公司	8.18
合计		152.88

资料来源：根据北港集团提供数据整理

④ 公益性业务

该公司的公益性业务经营实体系西江集团船闸运营管理分公司，由其负责统一管理运营西江流域船闸，实现“一干线三通道”船闸联合调度，截至 2022 年 3 月末，公司主要已投入运营的船闸为桂平一、二线船闸、长洲水利枢纽三线四线船闸工程、右江鱼梁航运枢纽工程、贵港一线、二线船闸和那吉枢纽船闸；2021 年纳入联合调度船闸过货量 2.65 亿吨，其中长洲船闸过货量达到 1.52

亿吨。

2019~2021 及 2022 年第一季度，该公司公益业务实现收入 1.15 亿元、1.17 亿元、1.39 亿元和 0.26 亿元，全部来自船闸过闸费；同期毛利率分别为-39.47%、-48.92%、-29.47%和-14.04%，其中 2021 年亏损同比缩窄主要系当期长洲、桂平船闸完成核载，随吨位增长，营业收入同比增加而成本支出相对固定所致；2022 年第一季度亏损相对较少，主要系船闸的维护费、修理费、员工奖金等成本开支主要集中于下半年所致。

2019~2021 及 2022 年第一季度，该公司公益业务毛利分别为-0.46 亿元、-0.57 亿元、-0.41 亿元和-0.04 亿元。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。2019 年以来政府相关部门未对公益业务收费标准进行进一步指导。

从项目建设情况来看，船闸建设资金来源一般为交通局及当地政府合计出资约 50%左右，其余部分由该公司自筹。截至 2022 年 3 月末，在建船闸总投资额为 103.13 亿元，计划补助 49.24 亿元，实际到位 46.46 亿元。

图表 32. 主要船闸建设工程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
西津二线船闸工程	32.99	14.78	14.78
广西柳江红花水利枢纽二线船闸工程	29.63	15.85	13.07
右江鱼梁航运枢纽工程	23.98	6.19	6.19
贵港二线船闸工程	16.53	12.42	12.42
合计	103.13	49.24	46.46

资料来源：北港集团（截至 2022 年 3 月末，四舍五入，存在尾差）

⑤ 金融业务

该公司的金融业务管理平台为广西北港金控投资有限公司（简称“北港金控”），经营实体主要为南宁市北港小额贷款股份有限公司（简称“北港小贷”）和广西北港融资担保有限公司（简称“北港担保”）等，主要从事金融投资、私募基金、小额贷款和担保融资等业务。2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司金融业务收入分别为 1.22 亿元、0.87 亿元、1.29 亿元和 0.22 亿元；由于委托贷款业务中使用资金均为自有资金，且相关人工工资及资产折旧计入管理费用，公司金融业务毛利率为 100%。

北港金控主要从事债权投资、股权投资等业务，截至 2022 年 3 月末合并范围内金融投资业务共有在投项目 24 个，投资总额为 24.94 亿元，投资余额为 24.94 亿元；其中股权投资余额为 16.90 亿元，债权投资项目投资余额为 8.04 亿元。北港金控投资标的主要为优质产业类企业，并根据授权审慎决策、尽职调查，实行项目全流程跟踪管理，投资决策、投资操作、投后管理均形成完备的流程体系。2021 年及 2022 年第一季度，北港金控确认投资收益分别为 1.76

亿元和 0.20 亿元。

图表 33. 2022 年 3 月末北港金投前五大投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	所属行业	投资余额
某 IPO 项目	—	12.11
广西自贸区北港临海资源有限公司	采掘	6.00
广西西江集团投资股份有限公司	能源	2.78
广西钦州保税港区远港码头有限公司	港口	2.56
广西贺州晟江投资合伙企业（有限合伙）	金融投资	1.82
合计	—	24.84

资料来源：北港集团

北港小贷主要为辖区内各类企业和自然人提供贷款以及企业发展、管理、财务等咨询服务。2022 年 3 月末，北港小贷的贷款客户数为 15 家，贷款余额为 3.87 亿元，贷款不良率为 12.85%，主要是由于对玉林润嘉房地产开发有限公司及隆安东森市场投资有限公司所发放贷款发生逾期。

北港担保持有广西壮族自治区地方金融监督局颁发的广西融资性担保许可证。截至 2022 年 3 月末，尚处于项目储备与拓展阶段，未大规模开展业务。

此外，北港金控还投资成立了广西珠江西江产业投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“珠西基金”）开展私募股权投资基金管理业务，注册资本 1.00 亿元，北港金控持股比例为 49%（未并表）。珠西基金作为管理人，管理由该公司主导设立的广西水运港口发展基金合伙企业（有限合伙）（简称“水运母基金”）以及由西江集团主导设立的国家级产业投资基金广西珠江西江产业投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“珠西母基金”）等多支基金。其中，水运母基金募资总规模 200 亿元，主发起人及自治区本级财政出资 50 亿元，主要投资于港口码头相关产业。珠西母基金总规模 200 亿元，其中首期规模 50 亿元；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 2022 年 3 月末，珠西基金产业基金集群总规模为 222 亿元（认缴），公司累计已投入 17.92 亿元；2021 年珠西基金确认投资收益 0.04 亿元。

⑥ 海外投资业务

该公司海外投资业务板块主要系对海外马来西亚、文莱等港口、产业的投资运营管理以及广西桂江有限责任公司在香港开展的投资租赁业务等。其中，海外投资重点是对东盟国家的投资，探索打造“一带一路”沿线国家港口物流节点，主要由公司总部海外部作为主管部门。公司积极融入“一带一路”建设，积极探索“港-产-园”联动发展模式。

由于该公司投资业务盈利主要体现为投资收益，因此投资业务板块收入规模较小，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 1.50 亿元、0.50 亿元、0.50 亿元和 0.01 亿元，2019 年金额偏大主要系当年将来源于防城港务集团有限公司（简称“防城港务集团”）从事的租赁业务收入计入该业务板块所致。

近年来，该公司主要投资了关丹港、摩拉港及马来西亚关丹产业园 350 万

吨钢铁产能外移项目⁷等，2019~2021 年，公司海外投资项目实现的投资收益分别为 4297.92 万元、19994.85 万元和 6623.72 万元，其中，2020 年增幅明显，主要系在大马钢联生产线产能不断释放以及关丹港新深水码头正式启用的背景下，联合钢铁进口废钢和出口成品进出量上涨，形成良好的“港-产-园”联动效应，带动公司对关丹港和马来西亚 350 万吨钢铁产能外移项目确认的投资收益大幅增长。2021 年降幅明显，主要原因系：1、受马来西亚疫情反复影响，关丹港货物吞吐量同比减少，利润下滑致使公司对关丹港确认的投资收益大幅下降；2、2021 年 10 月 29 日，公司将持有的北部湾联钢全部股份转让给福建吴钢集团有限公司（简称“福建吴钢集团”）⁸，不再对 350 万吨钢铁产能外移项目确认投资收益综合所致。

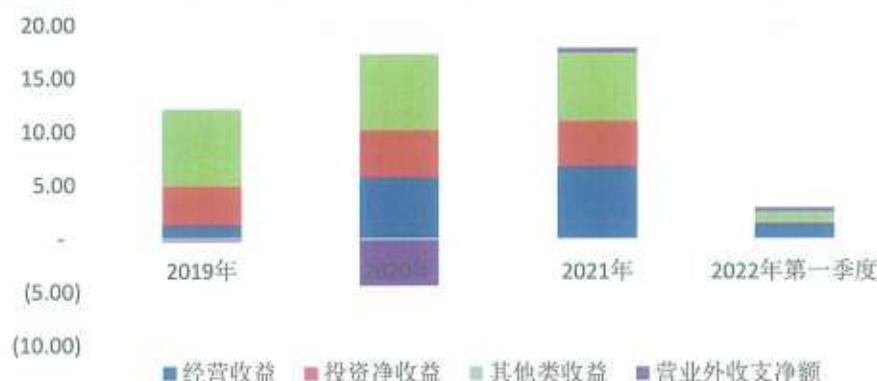
图表 34. 公司海外投资情况

标的	投资方式	持股比例/对价	合作对象	投资时间	运作主体	投资收益（万元）		
						2019 年	2020 年	2021 年
关丹港	股权收购	40% (6.44 亿人民币)	ROADBUILDER(M)HOLDINGSBHD 持股 30%； ESSMARINETERMINAL SDNBHD 持股 30%	2013	关丹港建设	1885.54	6500.00	3383.40
摩拉港	合资设立	51% (1.04 亿文莱元)	文莱达鲁萨兰资产管理有限公司持股 49%	2017	摩拉港务	2163.35	2089.42	3240.32
350 万吨钢铁产能外移项目	合资设立	50%	盛隆冶金	2014	大马联钢	249.03	11405.43	-

资料来源：根据北港集团提供数据整理

(2) 盈利能力

图表 35. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据北港集团所提供数据绘制

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

⁷ 为配套关丹产业园建设，该公司牵头盛隆冶金共同投资马来西亚关丹产业园 350 万吨钢铁产能外移项目，双方合资设立广西北部湾联合钢铁投资有限公司（简称“北部湾联钢”，各持 50%股份），主要由盛隆冶金管理。北部湾联钢在马来西亚全资成立联合钢铁（大马）集团公司（ALLIANCE STEEL (M) SDN BHD）（简称“大马联钢”）进行上述项目的开发建设，项目总投资额 14.10 亿美元，其中，北部湾联合以自有资金出资 4.23 亿美元，剩余 9.87 亿美元通过联合钢铁（大马）申请境内银行贷款解决，该项目于 2014 年底动工，2018 年已基本建成，销售市场主要面向马来西亚等东南亚国家。

⁸ 受聚焦主业的战略规划影响，该公司无法对北部湾联钢增资，为满足大马联钢做大做强需求，公司将持有的北部湾联钢全部股份转让给福建吴钢集团，公司对其投资成本为 12.50 亿元，评估价值 15.12 亿元，交易对价 15.43 亿元，并于 2021 年及 2022 年第一季度分别收到转让款 6.17 亿元和 9.26 亿元。

近年来，该公司主业盈利能力持续提升，经营收益逐年增长，2019~2021 年分别为 1.38 亿元、5.73 亿元和 6.79 亿元。同期，营业毛利分别为 75.02 亿元、80.34 亿元和 91.87 亿元，逐年增长，增幅主要来自于港口和工贸业务毛利；此外，公司能源板块的水力发电业务在西江流域具有一定的区域垄断地位，尽管业务规模不大但盈利能力较强，为营业毛利提供了较好补充。2022 年第一季度，公司经营收益为 1.39 亿元，同比下降 48.31%，主要系受人工成本及环保投入增长影响，港口业务盈利水平下降，叠加上游原材料涨价致使油脂和水泥建材盈利水平下降，工贸业务板块毛利同比有所减少。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 66.80 亿元、65.05 亿元、70.35 亿元和 15.32 亿元，期间费用率分别为 9.45%、7.20%、7.00% 和 6.57%，随着业务规模的扩大，2020 年以来期间费用率有所下降。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，同期财务费用分别为 34.58 亿元、30.58 亿元、35.39 亿元和 7.81 亿元，2020 年相对较小，主要系当年公司债务结构优化，利息支出相对较少所致；2019-2021 年及 2022 年第一季度，管理费用分别为 20.68 亿元、22.82 亿元、25.04 亿元和 5.72 亿元，随业务规模的扩大，人员工资等费用增加，呈逐年增长态势。总体来看，公司期间费用持续保持在较大规模，对主业盈利空间形成较大侵蚀。

此外，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司资产减值损失（含信用减值损失）分别为 1.59 亿元、4.63 亿元、8.74 亿元和 0.04 亿元，2020 年较上年同期增加 2.94 亿元，增幅主要来自于防城港务集团经营性坏账损失；2021 年较上年同期增加 4.10 亿元，增幅主要来自于工业板块存货跌价损失。

图表 36. 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	706.88	903.67	1,004.58	233.22	222.34
营业毛利（亿元）	75.02	80.34	91.87	17.97	18.89
其中：港口业务（亿元）	18.51	21.10	23.40	4.80	4.98
物流业务（亿元）	-0.16	0.02	-1.26	-0.01	-0.22
工贸业务（亿元）	46.00	47.76	58.34	11.04	12.30
建设开发（亿元）	2.47	4.44	3.76	0.57	0.53
能源业务（亿元）	6.72	6.58	6.62	1.34	0.85
公益（亿元）	-0.46	-0.57	-0.41	-0.04	0.03
金融业务（亿元）	1.22	0.87	1.29	0.22	0.36
投资业务（亿元）	0.72	0.17	0.10	0.06	0.07
期间费用率（%）	9.45	7.20	7.00	6.57	6.74
其中：财务费用率（%）	4.89	3.38	3.52	3.35	3.38
全年利息支出总额（亿元）	35.06	34.03	39.28	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.62	0.95	1.38	—	—

资料来源：根据北港集团提供数据整理

投资净收益及政府补助等对该公司的利润总额起到了重要的补充作用。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，投资净收益分别为 3.69 亿元、4.50 亿元、4.31 亿元和 0.12 亿元，主要来源于持有可供出售金融资产/其他权益工具投资以及处置长期股权投资收益。目前公司政府补贴主要来自于陆海新通道补贴、天天班补贴和节能改造项目补贴等，同期政府补贴分别为 10.48 亿元、6.30 亿元、6.60 亿元和 1.30 亿元，2019 年政府补贴金额较大主要系来自于南宁化工集团有限公司（简称“南化集团”）的土地搬迁和收储补贴 5.93 亿元。此外，2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司营业外收支净额分别为-0.25 亿元、-4.36 亿元、0.39 亿元和 0.30 亿元，2020 年营业外净支出额规模较大，主要系赔偿金、违约金及罚款支出 5.22 亿元⁹所致。

综上，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司净利润分别为 8.75 亿元、6.43 亿元、8.35 亿元和 1.47 亿元，整体盈利能力偏弱。2019-2021 年，公司总资产报酬率分别为 3.63%、3.37%和 3.94%，净资产收益率分别为 2.24%、1.76%和 2.37%，资产获利能力偏弱。

图表 37. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益	3.69	4.50	4.31	0.12	-0.27
营业外收入	4.70	3.26	1.32	0.34	0.09
其中：政府补助	4.10	0.17	0.09	0.24	0.01
其他类收益	7.17	7.10	6.40	1.08	0.91
其中：政府补助	6.38	6.13	6.51	1.07	0.85
公允价值变动损益	1.26	-1.12	-0.54	0.11	0.30

资料来源：根据北港集团提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

根据该公司的“十四五”总体规划，公司将遵循“12349”整体规划，即以打造国际一流的以塑造港口生态为基础的综合发展商为一个目标，立足以港口为核心产业生态缔造者和国资/功能-国有资本投资运营平台的二元定位，驱动产融结合、港城融合和双链融合“三驾马车”，坚持主业、港口为基、上下延伸，多元拓展，构建并实施国际化、数字化、绿色化、协同化的四化发展路径，推动北部湾港集团九大业务板块高质量转型发展。

图表 38. “十四五”时期公司九大业务板块发展定位及发展策略

业务		发展定位	发展策略
港口板块	海港	重点发展	核心业务，未来仍有大量基建投资，关注投入产出平衡，持续稳定投入资源，避免盲目投资
	西江内河港口、海外港口	稳健发展	优化基础设施布局，围绕重要节点投入资源，协同打造北湾国际门户港及国际枢纽海港

⁹ 防城港务集团与中国长城资产管理股份有限公司广东省分公司发生债权债务纠纷。2021 年 3 月，防城港务集团收到最高人民法院送达的（2020）最高法民再 168 号民事判决书，判决撤销广西高院（2018）桂民终 533 号民事判决及北海海事法院（2017）桂 72 民初 141 号民事判决；解除三方签订的《动产质押监管协议》；防城港务集团在判决生效后 10 日内向长城资产支付 378498333.33 元及利息且支付本案一审、二审受理费 3858960.46 元。该公司已将赔偿金及利息和受理费共计 4.50 亿元计入 2020 年营业外支出。

业务		发展定位	发展策略
物流板块		积极发展	近期需要资源投入，允许一定的探索成本和并购投入，集中优势资源，中远期转为稳健发展
工贸板块	不锈钢、有色金属、水泥建材	稳健发展	原则上给予持续、稳定的资源投入；关注经营效益，固定资产投资（含技改）强调投入产出比；探索混改与战略合作
	贸易	协同发展	集群整体投入增加时，增加投入；反之亦然。资源配置向高价值业务环节倾斜。防控风险。
	油脂	转型发展	通过多种方式转型发展
能源板块		积极发展	近期需要资源投入，允许一定的探索成本和并购投入，集中优势资源，中远期转为稳健发展
文旅板块		协同发展	依托港口资源，发展文化旅游，给予重点项目资源投入，提高项目价值
建设板块	临港开发、规划咨询、物业管理	协同发展	围绕重点建设项目，丰富资质，拓宽市场，提高业务收益
船闸板块		转型发展	争取剥离重资产属性，转为提供建设运营服务，择机对外管理输出。注重投资价值，优化集团资产结构
金融服务板块		协同发展	集群整体投入增加时，增加投入；反之亦然。资源配置向高价值业务环节倾斜。防控风险。
海外投资板块		协同发展	深耕经营存量，适度拓展增量，聚焦能力提升

资料来源：北港集团

注 1：重点发展：生存和发展的根基，需长期持续性投入。

注 2：稳健发展：业务基础相对较好，需进行持续投入。

注 3：积极发展：有一定的业务基础，具有较好的发展潜力，近期需集中投入。

注 4：协同发展：根据整体发展需要，同步调整投入力度。

注 5：转型发展：优化资源投入，积极推动经营管理模式创新。

该公司目前在建工程主要为港口码头等业务项目建设和航道船闸等公益类项目建设，截至 2022 年 3 月末，主要在建项目计划投资总额为 217.02 元，已累计投资 158.64 亿元。

图表 39. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	计划总投资额	已投资额	计划投资额		
			2022 年	2023 年	2024 年
大横坪南作业区 9-10#泊位工程	41.86	24.31	18.00	4.00	—
防城港赤沙港区赤沙作业区 1 号泊位（一期）	22.38	9.00	5.00	6.00	5.00
大横坪 7-8#泊位集装箱自动化改造工程	20.55	19.41	4.14	—	—
北海港铁山港西港区北暮作业区南 7 号至南 10 号泊位工程	17.87	7.51	5.00	4.00	—
钦州港大横坪港区大横坪作业区 1 号至 3 号泊位工程曾用名：大横坪北 4#-6#泊位	16.31	10.99	6.50	—	—
防城港赤沙港区赤沙作业区 2 号泊位（一期）	15.47	6.38	5.00	4.00	—
钦州港大横坪南作业区 12#-13#泊位改造工程	3.44	4.48	1.00	—	—
主要非公益类项目小计	137.87	82.09	44.64	18.00	5.00
西津水利枢纽二线船闸工程	32.99	31.62	1.37	—	—

广西柳江红花水利枢纽二线船闸	29.63	28.40	1.50	0.03	—
贵港二线船闸工程	16.53	16.53	—	—	—
主要公益类项目小计	79.15	76.55	2.87	0.03	—
合计	217.02	158.64	47.51	18.03	5.00

资料来源：根据北港集团提供数据整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司目前监事会成员存在缺位，公司正在持续完善治理架构和内控制度，以提升管治能力；此外，由于公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力面临较大挑战。

（1） 产权关系

该公司为国有独资企业，截至 2022 年 3 月末，实收资本为 68.97 亿元，自治区国资委是其唯一股东和实际控制人，自公司成立以来，股权关系未发生变化。公司产权状况详见附录一。

（2） 主要关联方及关联交易

在关联交易方面，该公司各下属单位与关联方发生的关联交易，遵守国家有关规定，遵循诚实信用和公开、公平、公允及商业原则进行，按照独立企业之间的交易计价结算，不利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润。

该公司不锈钢板块的主要采取子公司经营模式，因各子公司属于上下游产业链条，故此板块内部各子公司之间存在较多关联交易，公司合并范围内的关联交易金额已于编制合并报表时全部抵销。公司对外关联交易规模较小，2021 年末，公司关联方其他应收款余额 2.75 亿元，主要为与钦州市港口建设投资有限公司的往来款余额 2.72 亿元；关联方应收账款余额 0.31 亿元，主要系与广西中燃船舶燃料有限公司往来款 0.29 亿元；此外，关联方其他应付款余额、应收股利余额和预收款项余额分别为 0.17 亿元、0.10 亿元和 0.03 亿元。

（3） 公司治理

该公司按照《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产法》和《公司章程》等法律法规不断完善法人治理结构。作为国有独资公司，公司不设股东会，由自治区国资委代表自治区政府对公司依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。根据公司章程的规定，公司设立董事会和监

事会，董事会成员为 7 人，监事会成员为 6 人（其中职工监事的比例不得低于三分之一）。截至评级报告日，公司的董事会成员为 9 人，监事会成员为 2 人，为职工监事，与公司章程规定不一致，公司将在自治区国资委的领导下，进一步规范董事会、监事会成员数量等事宜。根据公开信息，2022 年 6 月 15 日，公司领导干部会议宣布周少波出任公司党委副书记、副董事长及总经理。

该公司成立以来，持续参与广西当地国企的重组工作，2013 年合并了南宁化工集团有限公司（简称“南化集团”），2016 年并购了华锡集团，2018 年合并了西江集团，随着合并范围主体和业务范围持续扩大，业务涉及港口、物流、贸易、投资、金融等多个板块，公司面临的内部管理难度及压力加大。

南化集团系 2014 年根据桂政函[2013]96 号文件被无偿划转至该公司，成为公司的全资子公司。南化集团并入公司后，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、对外租赁不动产业务及不锈钢深加工业务的经营。目前，南化集团搬迁工作已基本完成，应收补偿款 40.06 亿元（含土地增值收益补偿费，完成土地出让结算后核算支付），截至 2022 年 3 月末，已累计到账 39.77 亿元（含土地增值收益补偿费 1.12 亿元，此土地增值收益补偿视同土地收购补偿费）；尚余 0.29 亿元未收到，尚待财政拨款。

南化集团旗下拥有一家控股上市子公司南宁化工股份有限公司（简称“南化股份”），2022 年 3 月末南化集团持股比例为 32.00%。南化股份自停产以来仅从事化工品贸易业务，2021 年 4 月因无主营业务，贸易业务单一，触及退市新规，受到退市风险警示，实施退市风险警示的起始日为 2021 年 4 月 28 日。为有效化解退市风险，2021 年 8 月，南化股份以现金方式收购广西八桂工程监理咨询有限公司（简称“八桂监理”）¹⁰100%股权，交易价格为 1.59 亿元。同月，八桂监理股权已经过户至南化股份名下，且相关工商变更登记已办理完成。2022 年 5 月 26 日，南化股份发布《关于撤销退市风险警示及其他风险警示暨停牌的公告》，其将于 2022 年 5 月 27 日撤销退市风险警示及其他风险警示，撤销退市风险警示后，股票简称由“*ST 南化”变更为“南化股份”、股票代码“600301”保持不变。

2021 年 7 月 31 日，南化股份公告，拟以发行股份的方式购买华锡集团下属全资子公司广西华锡矿业有限公司（简称“华锡矿业”）的全部股权，同时向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。2021 年 10 月 28 日，南化股份发布《关于申请中止公司本次重大资产重组事项审核的公告》，因本次重大资产重组申请文件中审计报告财务数据基准日为 2021 年 4 月 30 日，根据规定申请文件所引用的财务数据有效期为 6 个月，为确保财务数据有效性，南化股份正在进行加期审计并对相应资料进行更新，鉴于加期审计相应资料更新工作无法在 2021 年 10 月 31 日前完成，南化股份决定向中国证监会申请暂

¹⁰ 八桂监理原为西江集团持股 100%，主营业务包括监理类业务、检验检测类业务、工程设计和咨询类业务、测量测绘业务、工程造价咨询业务、工程招标代理业务及工程全过程咨询和工程代建业务。

时中止审查本次重大资产重组事项。2022 年 2 月 11 日，南化股份向中国证监会申请恢复本次重大资产重组的审查工作，并于同月收到《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》（212576 号），中国证监会根据有关规定，决定恢复对南化股份重大资产重组的审查。2022 年 7 月 25 日，因华锡矿业股东华锡集团计划将其一项采矿权过户至华锡矿业，过户申请已上报自然资源部审批，但预计无法在提交《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》回复的相关材料截止日前完成该项采矿权得过户审批，南化股份再次向中国证监会申请暂时中止审查本次重大资产重组事项，并于同月收到《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》（212576 号），中国证监会同意中止审查。本评级机构将持续关注上述事项的最新进展。

2022 年 8 月，南化股份收到中国证券监督管理委员会广西监管局下发的《关于对南宁化工股份有限公司采取责令整改措施的决定》（[2022]15 号），针对公司三会运作不规范、内幕信息知情人登记管理不规范、未及时审议并披露关联交易及子公司八桂监理会计处理不规范的问题，对南化股份采取责令整改的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

华锡集团主要从事有色金属从采矿至销售的业务，系该公司通过股权收购的方式获取，2022 年 3 月末，公司持股比例为 76.979%¹¹。2017 年 6 月，公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司下属子公司广西华锡集团股份有限公司 2016 年度未能清偿到期债务的公告》，公告披露华锡集团及其下属子公司河池五吉有限责任公司（简称“河池五吉”）未能清偿到期债务 101929.88 万元（并入报表之前形成），公司已与贷款银行协商转贷；担保方式采用借款人以全部资产为银团贷款提供抵质押担保，公司对抵质押担保未能覆盖的部分提供连带责任保证担保。截至评级报告日，华锡集团未清偿债务均已获正常转贷¹²，按时兑付各类债务本息，未发生逾期兑付本息的情况，不存在任何债务违约情形。

近年来，华锡集团的经营情况已出现好转，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别实现营业收入为 29.34 亿元、32.99 亿元、50.83 亿元和 12.20 亿元，净利润分别为-0.99 亿元、0.20 亿元、0.71 亿元和-0.23 亿元；但华锡集团债务负担仍较为沉重，2022 年 3 月末，华锡集团负债总额为 104.86 亿元，资产负债率为 94.13%；其中，刚性债务余额为 45.62 亿元，占负债总额的比重为 43.51%，以短期刚性债务为主，短期刚性债务占比为 60.79%。本评级机构将持续关注华锡集团未来自身经营获现及债务消化情况，华锡集团的并表在一定程度上增加了公司的经营和财务压力。

2018 年，西江集团整体并入该公司并已完成工商变更登记。为形成业务之间的互补性和协同性，公司对西江集团的资产、业务、管理团队进行了整

¹¹ 通过多次股权收购的方式合计支付 39.55 亿元获得了 75.979%股份；通过转让防城港市亿港自来水有限公司价值 0.46 亿元债权的方式获得了 1%的股权。

¹² 根据 2020 年 12 月华锡集团债权金融机构委员会会议纪要“华锡债委（2020）3 号”，各银团成员就华锡集团及其子公司存量贷款组建银团贷款二期，贷款期限为 2021 年 2 月至 2024 年 2 月 20 日。此外各银团成员根据华锡集团资产划转进程将华锡集团贷款相应额度划转至华锡矿业。

合。在对西江集团管控方面，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 7 名，其中董事长 1 名，副董事长 1 名，职工董事 1 名，外部董事 4 名。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”）¹³无偿划出；2021 年 1 月完成对无偿划入的南宁港投资开发有限公司工商变更手续。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司对全资子公司实行资产经营责任制。全资子公司内部经营管理机构设置、一般经营管理事项由子公司自主决策，但须报公司备案。公司根据出资比例向控股子公司派驻高管人员，行使对控股子公司的管理权；控股子公司根据发展规划，自主决定经营范围，制定生产经营计划，报公司备案；公司对控股子公司会计核算、人力资源管理等实行统一的业务指导、监督和检查。公司通过选派代表参与参股公司的决策及监督，行使出资人的权利；参股公司定期向公司报告其财务情况、经营情况和收益分配情况；对参股公司的资产负债、损益及分红情况，公司会同投资各方联合审计或委托中介机构审计，以确保公司投入资产的保值增值。

目前，该公司港口业务的运作主体主要为控股上市子公司北部湾港、以及防城港务集团和北港西江港口等。2019 年 12 月，防城港务集团与公司签署了《广西北部湾国际港务集团有限公司与防城港务集团有限公司关于北部湾港股份有限公司国有股权之无偿划转协议》（简称“划转协议”），防城港务集团持有的北部湾港 47.42% 股份被无偿划转至公司。截至 2022 年 3 月末公司直接持有北部湾港 63.11% 股份，公司对港口业务的运营实体控制权较强且较为稳固。

该公司工贸业务各板块业务经营实体均为公司全资或者控股子公司，其中三级经营实体均为全资子公司西江集团下属子公司。截至 2021 年末，公司对工贸业务各主要经营实体的持股比例较高，且未进行质押，控制权稳定。

图表 40. 截至 2021 年末公司工贸业务板块主要经营实体简况（单位：%）

业务	经营主体	子公司层级	持股比例	股权质押
不锈钢	北港新材料	二级	100.00	无
	北港金压钢材		100.00	无
	北港不锈钢		100.00	无
贸易	北港资源	二级	100.00	无
	航桂实业	三级	100.00	无

¹³ 南宁投资公司 100% 股权无偿划出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%。

业务	经营主体	子公司层级	持股比例	股权质押
油脂	北港油脂	二级	100.00	无
有色金属	华锡集团	二级	76.979	无
建材	鱼峰集团	三级	100.00	无

资料来源：北港集团

（2）经营决策机制与风险控制

目前，该公司内部组织架构为“一委三室十五部”，其中隶属党委下属部门包括党委办公室、纪检监察室、工会办公室、党群工作部、党委组织部、党委宣传部及团委；日常生产经营的职能部门则包括战略发展部、企业管理部、财务部、资产管理部、资本运作部等十二个职能部门，整体组织架构明细。公司最新组织架构详见附录二。

在预算管理方面，该公司制定了《广西北部湾国际港务集团有限公司全面预算管理暂行办法》，在全集团范围内展开施行，本办法从全面预算管理原则与内容、预算组织、预算的编制、预算的执行与监督、预算的调整及预算的考核七个方面进行了规定，各成员单位通过对本办法严格执行。

在筹融资管理和对外担保方面，该公司制订了《广西北部湾国际港务集团有限公司筹融资及担保管理办法》，适用于集团公司及境内外二级管控公司、下属各级全资、控股子公司（不含上市公司）的筹融资及担保管理。筹融资方面，由集团公司资金管理中心负责根据集团下一年度预算总额拟定集团年度筹融资预算，报送集团公司董事会审批，并对筹融资业务的融资品种、机构、额度、成本等进行管控与审批。担保方面，为非全资子公司提供担保，应坚持同股同权同责的原则按所持股份比例提供担保；因特殊情况需要超股比担保的，应取得反担保或其他措施，报集团公司董事会审批，对非实际控制企业提供超股比担保的事项还需报自治区国资委核准。

（3）投融资及日常资金管理

该公司制定了《广西北部湾国际港务集团有限公司投资管理办法》，对投资管理实行在董事会领导下的集中统一管理。董事会是集团公司的最高投资决策机构，全面负责投资事项的管理和审批。投资项目审批流程为请示立项、集团投资审查委员会审议、集团公司董事会审议三个环节。其中，限额以上固定资产投资、股权投资、金融投资、其他投资等投资项目必须严格按照前述三个环节履行审批程序；限额以下的固定资产投资可以适当简化审批程序。

该公司日常资金管理主要通过资金归集方式进行，合并西江集团之前公司各成员单位内外资金往来结算、资金调拨统一在公司结算中心进行，随着合并西江集团，该工作主要交由新设立的资金管理中心专项负责。各成员单位需严格编制年度、季度、月度、周度资金计划，并上报审批，资金管理中心可实时归集成员单位资金，调剂余缺，加速资金周转效率。目前公司资金按日归集，上收款项一般由系统自动发起，但对大型生产企业一般是通过实

时监控进行自留比例的调整；下拨款项由下属子公司根据当天的付款需求提出申请，由资金管理中心负责审核。

（4）不良行为记录

根据该公司提供《企业信用报告》，截至 2022 年 6 月 7 日，公司本部存在一笔行政处罚记录，系未按期披露 2012 年年报及 2013 年一季报受到行政处罚。此外，2021 年 5 月，生态环境部就公司下属多家港口环境问题突出、北海铁山港东港建设违规施工造成大片红树林死亡、北部湾沿海多家下属港口污染防治不到位等问题进行通报批评，根据 2022 年 8 月《关于生态环保问题整改进展情况的公告》，目前整改措施仍在推进中，北海铁山港东港建设码头项目已恢复部分开工，本评级机构将持续关注该事项对公司的影响。

图表 41. 公司主要不良行为记录列表（最近三年，截至 2022 年 5 月 24 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	北港新材料	西江集团
欠息	企业信用报告	2022.6.7	5	5 ¹⁴	无 ¹⁵	1 ¹⁶	2 ¹⁷
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.24	无	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2022.5.24	16 ¹⁸	14	34	9	38

资料来源：根据北港集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

近年来随着业务规模的扩大，该公司负债规模逐年增长，财务杠杆处于较高水平。公司债务以刚性债务为主，近年来随着债务结构的不断调整，目前期限结构以中长期为主，但由于短期刚性债务整体规模较大，仍面临较大的即期债务偿付压力。中短期内公司仍存在较大的项目建设投资需求，持续面临较大的资金支出压力。但是，公司经营环节现金流持续呈一定规模净流入，且货币资金亦较为充裕，再加上外部融资渠道通畅，均可为债务偿付提供一定的支持。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“致同”）对该公司 2019 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审华会计事

¹⁴ 2022 年 3 月 11 日《企业信用报告》中显示北部湾港有 5 个不良类账户和 30 个关注类账户，系 2005 年 10 月至 2007 年 7 月期间，公司原股东天津德利集团有限公司（简称“天津德利”）通过虚构贸易、合作经营、建筑工程合同的名义将公司及子公司的资金划往天津德利及其关联公司，涉及金额共 5.70 亿元，上述业务当时未在上市公司报告中公告披露，因此，证监会在 2011 年 1 月对公司以及天津德利得通报处罚公告并予以处罚，上述不良类账户和关注类账户均为受此事件影响。目前上述贷款已全部结清。

¹⁵ 查询日期为 2022 年 6 月 13 日。

¹⁶ 查询日期为 2022 年 4 月 25 日，北部湾新材料存在 1 笔已结清关注类信用证，根据公司提供的银行说明文件，该笔关注类信用证系银行系统原因造成。

¹⁷ 查询日期为 2022 年 4 月 27 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。

¹⁸ 主要系航道、港口疏浚合同纠纷、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。

务所（特殊普通合伙）（简称“中审华”）对公司 2020 年和 2021 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《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。

近年来，该公司权益类债务主要为计入其他权益工具的永续类债务。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司其他权益工具分别为 64.71 亿元、13.50 亿元、50.51 亿元¹⁹和 71.81 亿元²⁰，主要为永续期债权融资计划、永续中票和永续期信托贷款，其中，2020 年末较上年末大幅减少 77.39%，主要系行权赎回权益工具（39.85 亿元）以及会计科目调整将部分永续期信托贷款调至长期应付款（35.00 亿元）综合所致；2021 年末较上年末大幅增长 263.70%，增幅主要来自于民生银行、中原信托、中信银行、招商银行及中铁信托等金融机构的永续期信托贷款、永续期债权融资计划和永续期 PPN 等；2022 年 3 月末较上年末增长 43.39%，主要系新增永续期信托贷款及永续中票共计 26.30 亿元。若将上述永续类债务视作负债核算，公司相关财务指标调整如下：

图表 42. 权益类债务调整对比表

重要指标	调整前				调整后			
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
总负债（亿元）	918.37	1017.14	1087.14	1142.56	983.08	1030.64	1136.24	1212.96
刚性债务（亿元）	752.08	843.26	892.31	943.29	816.79	856.76	941.41	1013.69
所有者权益（亿元）	398.50	332.52	371.69	393.87	333.78	319.02	322.59	323.47
资产负债率（%）	69.74	75.36	74.52	74.36	74.54	76.36	77.89	78.95
权益资本与刚性债务比率[%]	52.99	39.43	41.65	41.75	40.86	37.24	34.27	31.91
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.09	0.10	-	0.10	0.09	0.10	-

资料来源：根据北港集团提供数据整理

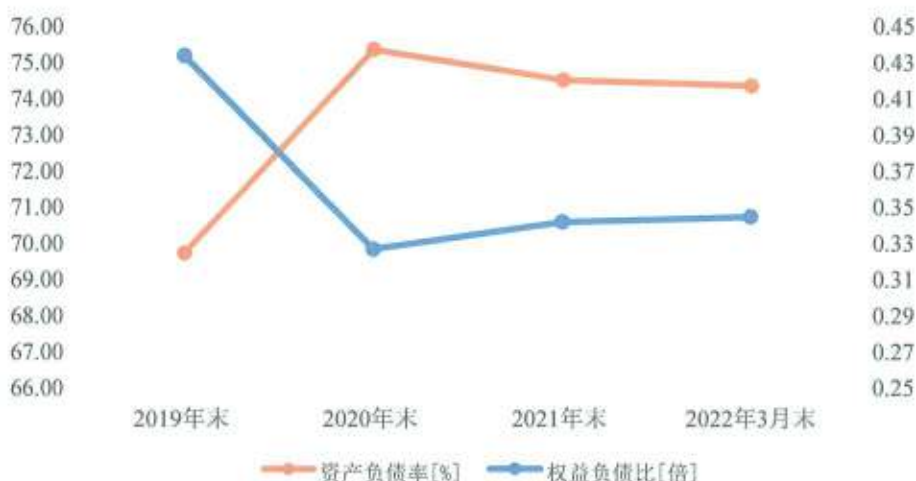
¹⁹ 包含永续类债务 49.10 亿元及可转换公司债券股权部分 1.41 亿元，仅将永续类债务 49.10 亿元纳入权益类债务计算。

²⁰ 包含永续类债务 70.40 亿元及可转换公司债券股权部分 1.41 亿元，仅将永续类债务 70.40 亿元纳入权益类债务计算。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 43. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据北港集团提供数据整理

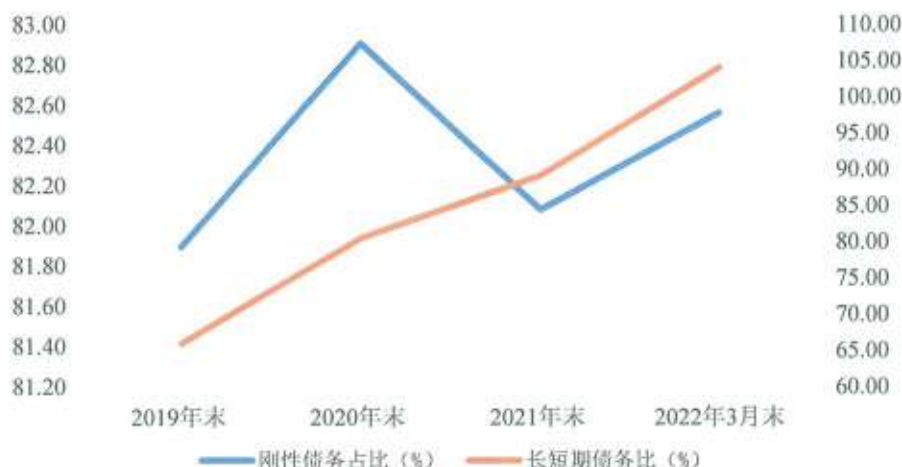
近年来，该公司对港口码头、航道船闸、不锈钢等工业板块的新扩建产能进行持续投入，再加上贸易业务的不断扩大使得对营运资金需求的不断提升，推动了债务规模的增长，公司负债总额维持在高位，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 918.37 亿元、1017.14 亿元、1087.14 亿元和 1142.56 亿元；财务杠杆亦攀升至较高水平，同期末资产负债率分别为 69.74%、75.36%、74.52% 和 74.36%；若将永续类债务全部视为负债计算，同期末资产负债率分别为 74.54%、76.36%、77.89% 和 78.95%。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 398.50 亿元、332.52 亿元、371.69 亿元和 393.87 亿元，主要由实收资本、资本公积和少数股东权益构成，其中，实收资本 2019 年以来变化不大，仅 2020 年末较上年末小幅增长 2.99%，主要系自治区国资委对公司增资 2.00 亿元所致。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，资本公积分别为 98.54 亿元、99.74 亿元、97.79 亿元和 98.13 亿元，2020 年末较上年末增长 1.23%，主要系南化集团政策性搬迁结转政府补助及新增合并绿洲化工形成增加 9.82 亿元、西江集团收购西江股份少数股东股权形成减少 6.84 亿元以及出售广西钦州北港石化码头有限公司股权不再并表形成减少 2.43 亿元等综合所致；2021 年较上年末减少 1.96%，主要系处置子公司形成减少 0.36 亿元、调整使用补助款投入船闸项目建设形成减少 1.88 亿元以及收到柳州市龙溪水利水电投资有限公司转征地拆迁专项投资款 0.42 亿元综合影响所致。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，少数股东权益分别为 100.57 亿元、89.37 亿元、96.97 亿元和 95.85 亿元，2020 年末较上年末减少 11.13%，主要系公司下属子公司西江集团收购了西江股份少数股东持有的股权所致。此外，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，其他权益工具分别为 64.71 亿元、13.50 亿元、50.51 亿元和 71.81 亿元，受可

续期债务发行兑付及账务处理影响，呈较大波动。同期末，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为 41.64%、50.86%、44.98% 和 42.53%，资本结构稳定性一般。

(2) 债务结构

图表 44. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	752.08	843.26	892.31	943.29
应付账款 (亿元)	64.98	61.47	63.11	61.49
其他应付款 (亿元)	22.94	26.51	23.25	29.41
刚性债务占比 (%)	81.89	82.90	82.08	82.56
应付账款占比 (%)	7.08	6.04	5.80	5.38
其他应付款占比 (%)	2.50	2.61	2.14	2.57

资料来源：根据北港集团提供数据整理

注：其他应付款中不包括应付利息及应付股利

近年来，该公司致力于调整债务期限结构，长短期债务比呈逐年上升趋势，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 66.01%、80.48%、89.17% 和 104.05%。从债务性质来看，公司负债主要由刚性债务构成，同期末占负债总额的比重分别为 81.89%、82.90%、82.08% 和 82.56%。此外，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 64.98 亿元、61.47 亿元、63.11 亿元和 61.49 亿元，主要由应付贸易业务货款和应付工程款构成，2021 年末期限一年以内的占比为 85.83%。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，其他应付款分别为 22.94 亿元、26.51 亿元、23.25 亿元和 29.41 亿元，主要为应付保证金和质保金等，随业务开展情况呈现一定波动性。此外，同期末，专项应付款分别为 17.44 亿元、9.01 亿元、15.17 亿元和 14.15 亿元，主要为项目补助款及土地补偿款等，2020 年末较上年末大幅减少 48.34%，主要系南化集团结转政策性搬迁补偿款 9.71 亿元所致；2021 年末较上年末增长 68.28%，主要系收到西部陆海贸易新通道项目补助款较多所致。

(3) 刚性债务

图表 45. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	431.53	431.88	452.75	434.64
其中：短期借款	253.40	196.12	240.92	251.45
应付票据	40.30	47.38	52.57	37.28
衍生金融负债	0.27	1.05	1.39	1.70
短期应付债券	43.97	79.97	15.30	19.99
一年内到期长期借款	63.76	43.78	63.79	55.55
其他短期刚性债务	24.38	57.72	78.78	68.67
中长期刚性债务合计	320.54	411.38	439.56	508.65
其中：长期借款	161.91	176.69	199.28	238.96
应付债券	117.72	107.13	189.28	220.58
其他中长期刚性债务	40.91	127.56	51.01	49.11

资料来源：根据北港集团提供数据整理

该公司资金需求保持在较高水平，刚性债务规模持续扩大，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，刚性债务余额分别为 752.08 亿元、843.26 亿元、892.31 亿元和 943.29 亿元，从期限结构来看，随着公司逐步调整债务结构，2019 年以来短期刚性债务占比持续下降，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 57.38%、51.22%、50.74%和 46.08%。

从刚性债务来源情况来看，该公司刚性债务主要来自于银行借款、债券融资（含政府专项债）和融资租赁。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，银行借款余额分别为 479.07 亿元、416.59 亿元、503.99 亿元和 545.96 亿元，以信用及保证借款为主，2021 年末短期借款中信用借款和保证借款比重分别为 63.52%和 25.47%，同期末长期借款中信用借款和保证借款比重分别为 63.02%和 23.56%；2022 年 3 月末，公司在银行机构融资²¹的加权平均利率（综合）区间为 1.83~4.82%。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，债券融资余额²²分别为 179.40 亿元、230.58 亿元、268.35 亿元和 293.57 亿元，2021 年于债券市场发行债券的利率区间为 3.05-5.09%。2019-2021 年末，公司获得的政府专项债余额分别为 1.15 亿元、15.63 亿元和 19.23 亿元，期限均为 30 年。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，融资租赁余额分别为 42.41 亿元、54.61 亿元、38.82 亿元和 36.97 亿元。此外，近年来，公司还通过信托渠道筹集部分资金，2020-2021 年末及 2022 年 3 月末，信托借款余额分别为 67.50 亿元、12.50 亿元和 12.50 亿元。

从存续债券到期分布情况来看（含永续中票），2022 年 5 月末，该公司合并口径存续债券 2022~2024 年到期（含行权）金额合计分别为 43.00 亿元、53.81 亿元和 112.20 亿元。总体来看，公司本部 2024 年债券偿付压力偏大，

²¹ 包含长短期流动资金贷款、固定资产贷款、并购贷款、信用证及项下押汇和商业汇票及贴现等。

²² 包含部分计入应付债券的政府专项债。

关注偿债安排。

图表 46. 截至 2022 年 5 月末公司存续债券到期（含行权）分布概况（单位：亿元）

年份	本部	西江集团	合计
2022 年	30.00	13.00	43.00
2023 年	40.50	13.31	53.81
2024 年	107.60	4.60	112.20
合计	178.10	30.91	209.01

资料来源：北港集团，新世纪评级整理

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 47. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	69.46	56.33	53.85	-
营业收入现金率（%）	119.26	103.05	108.97	107.39
业务现金收支净额（亿元）	83.29	61.46	56.73	6.29
其他因素现金收支净额（亿元）	-19.88	-10.58	11.87	-5.79
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	63.41	50.89	68.60	0.50
EBITDA（亿元）	78.07	75.35	88.57	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.09	0.10	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.23	2.21	2.25	-

资料来源：根据北港集团提供数据整理

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。

近年来，随着业务规模扩大，该公司销售商品、提供劳务收到的现金呈持续增长态势，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为 843.03 亿元、931.22 亿元、1094.64 亿元和 250.45 亿元，主业现金流入保持在较高水平。同期，业务收支净额分别为 83.29 亿元、61.46 亿元、56.73 亿元和 6.29 亿元，2020 年以来明显下降，主要系工贸业务规模扩张导致应收款项、存货及预付款项增加所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司其他因素现金收支净额分别为 -19.88 亿元、-10.58 亿元、11.87 亿元和 -5.79 亿元，主要受工程建设及票据结算的保证金和质保金规模影响呈较大波动，其中 2021 年呈净流入主要系当期收到政府补助增加且关联方借款支出减少所致。综上影响，2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 63.41 亿元、50.89 亿元、68.60 亿元和 0.50 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 78.07 亿元、75.35 亿元和 88.57 亿元，主要来自于财务费用的利息支出、固定资产折旧和利润总额。2019-2021 年，EBITDA/刚性债务分别为 0.10 倍、0.09 倍和 0.10 倍，EBITDA/利息支出分别为 2.23 倍、2.21 倍和 2.25 倍，EBITDA 对刚性债务的保障能力偏弱，但对利息支出能形成较好保障。

(2) 投资环节

图表 48. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	15.76	3.66	18.41	10.06
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	-39.61	-48.88	-66.33	-24.95
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.41	-2.72	-4.67	0.06
投资环节产生的现金流量净额	-20.45	-47.93	-52.59	-14.82

资料来源：根据北港集团提供数据整理

近年来，随着在建项目建设的持续推进，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现金净流出逐年增长，2019-2021 年及 2022 年第一季度净流出规模分别为 39.61 亿元、48.88 亿元、66.33 亿元和 24.95 亿元。同期，公司收回投资与投资支付净额分别为 15.76 亿元、3.66 亿元、18.41 亿元和 10.06 亿元，其中 2020 年净流入额较小，主要系当期处置金融投资项目、处置资产收回的资金较少且投资支付的现金较多所致。综上，2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司投资环节产生现金流净额分别为-20.45 亿元、-47.93 亿元、-52.59 亿元和-14.82 亿元，中短期内，公司在建及拟建项目投资需求仍较大，未来一段时间内投资活动现金预计仍将维持一定规模净流出态势。

(3) 筹资环节

图表 49. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	0.88	8.69	28.25	25.89
债务类净融资额	-70.37	-29.41	2.59	56.75
其中：现金利息支出	42.57	40.91	39.84	10.47
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	30.36	5.46	-16.30	-3.54
筹资环节产生的现金流量净额	-39.13	-15.26	14.54	79.10

资料来源：根据北港集团提供数据整理

近年来，该公司以高杠杆模式运营，债务融资规模大，债务类净融资额随着债务的到期和借入呈较大波动，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为-70.37 亿元、-29.71 亿元、2.59 亿元和 56.75 亿元。同期，权益类净融资额分别为 0.88 亿元、8.69 亿元、28.25 亿元和 25.89 亿元，2021 年以来净流入规模较大主要系发行可续期债务收到的现金从“收到其他与筹资活动有关的现金”调整至“吸收投资收到的现金”科目核算所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度，其他因素对筹资环节现金流量影响分别为 30.36 亿元、5.46 亿元、-16.30 亿元和-3.54 亿元，其中 2019 年净流入较多，系本部新增可续期信托贷款及票据贴现所致；受可续期债务现金流科目调整影响，2021 年转为净流

出。综上述，2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-39.13 亿元、-15.26 亿元、14.54 亿元和 79.10 亿元，呈现较大的波动。

4. 资产质量

图表 50. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产	金额（亿元）	374.68	378.37	444.35	502.17
	在总资产中占比	28.45%	28.03%	30.46%	32.68%
其中：现金类资产 ²³ （亿元）		185.35	162.13	189.04	253.43
存货（亿元）		95.98	104.73	106.77	109.45
其他应收款（亿元）		24.67	40.73	48.12	45.44
非流动资产	金额（亿元）	942.18	971.29	1014.48	1034.26
	在总资产中占比	71.55%	71.97%	69.54%	67.32%
其中：固定资产（亿元）		472.89	478.15	494.87	511.61
在建工程（亿元）		145.00	158.06	179.02	179.02
无形资产（亿元）		119.06	125.69	128.76	130.85
期末全部受限资产账面金额（亿元）		78.31	95.49	79.24	124.05
受限资产账面余额/总资产（%）		5.95	7.08	5.43	8.07

资料来源：根据北港集团提供数据整理

近年来，该公司资产总额随着业务规模的扩大逐年增长，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 1316.87 亿元、1349.66 亿元、1458.83 亿元和 1536.43 亿元，且以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为 71.55%、71.97%、69.54%和 67.32%，主要由固定资产、在建工程及无形资产构成。同期末，固定资产分别为 472.89 亿元、478.15 亿元、494.87 亿元和 511.61 亿元，主要由房屋及建筑物和机器设备等构成，随在建工程完工转固稳步增长；在建工程分别为 145.00 亿元、158.06 亿元、179.02 亿元和 179.02 亿元，主要为港口码头、航道船闸以及工贸业务板块的产能新扩建等项目；无形资产分别为 119.06 亿元、125.69 亿元、128.76 亿元和 130.85 亿元，主要为土地使用权和采矿及挖矿权等，2021 年末余额分别为 94.59 亿元和 29.95 亿元。此外，2021 年末，公司长期股权投资为 35.21 亿元，较上年末减少 24.87%，主要系公司当年出售持有的北部湾联钢 50%股权，长期股权投资减少 16.83 亿元所致；2021 年末，公司长期股权投资主要包括对合营企业 Muara Port Company（摩拉港）、以及联营企业 KuantanPortConsortiumSdnBhd（关丹港）、新余珠江西江并购首期投资管理企业（有限合伙）和广西中马钦州产业园区金谷投资有限公司的投资，投资余额分别为 5.42 亿元、7.76 亿元、4.77 亿元和 3.46 亿元。同期末，公司使用权资产较上年末大幅增长 444.24%至 39.36 亿元，主要系航运业务量增长，合并口径船舶租赁数量增加所致。2021 年，公司执行新金融工具

²³ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

准则，将原在可供出售金融资产科目核算的事项调整至其他权益工具投资、交易性金融资产及其他非流动金融资产核算，2021 年末余额分别为 25.43 亿元、2.79 亿元和 1.71 亿元，其中，其他权益工具投资主要为对广西西瑞添富投资管理中心（有限合伙）、桂林银行股份有限公司及广西惠禹粮油工业有限公司等公司的股权投资。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动资产分别为 374.68 亿元、378.37 亿元、444.35 亿元和 502.17 亿元，主要由现金类资产和存货构成，同期末合计占流动资产的比重分别为 75.09%、70.53%、66.57%和 72.26%。其中，现金类资产分别为 185.35 亿元、162.13 亿元、189.04 亿元和 253.43 亿元，主要为货币资金，其中 2022 年 3 月末较上年末大幅增长，主要系当期筹资融入资金较多尚未投入使用所致；公司现金类资产中，受限金额为 20.90 亿元、15.66 亿元、11.30 亿元和 13.29 亿元，现金类资产较为充裕，可为即期债务的偿付提供一定保障；同期末，存货分别为 95.98 亿元、104.73 亿元、106.77 亿元和 109.45 亿元，主要由库存商品和原材料等构成，2021 年末余额分别为 57.36 亿元和 31.74 亿元。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，其他应收款分别为 24.67 亿元、40.73 亿元、48.12 亿元和 45.44 亿元，主要为往来款等，2020 年末较上年末大幅增长 65.13%，主要系建设板块为开展采砂供砂业务，购买采砂权证及海域使用证，相关产权尚未办理完成所致；2021 年较上年末增长 19.66%，主要系当年公司及下属子公司全面执行新金融工具准则部分债权类可供出售金融资产重分类致其他应收款增加 7.51 亿元。此外，2021 年末，预付账款较上年末增长 75.22%至 42.02 亿元，主要系年末支付的款项尚未结算所致。

图表 51. 2021 年末公司前五大其他应收款明细（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比	坏账准备
广西有色金属集团有限公司	往来款	9.56	4-5 年	15.36	8.11
广西自贸区北港临海资源有限公司	往来款	6.22	1 年以内	9.99	—
广西南宁新亿宏房产开发有限公司 ²⁴	往来款	5.90	1-2 年	9.47	1.18
广西电网有限责任公司	电费补助	4.78	1-2 年	7.68	0.08
钦州市港口建设投资有限责任公司	往来款	2.72	1 年以内	4.37	—
合计	—	29.18	-	46.87	9.37

资料来源：北港集团

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司受限资产分别为 78.31 亿元、95.49 亿元、79.24 亿元和 124.05 亿元，占资产总额的比重分别为 5.95%、7.08%、5.43%和 8.07%，2022 年 3 月末，受限资产主要包括固定资产（40.38 亿元）、货币资金（13.29 亿元）、无形资产（19.77 亿元）、存货（12.41 亿元）、投资性房地产（10.04 亿元）和其他应收款（9.82 亿元）等。总体来看，受限资产规模对公司流动性影响可控。

²⁴ 此款项来源于 2015 年广西有色将其享有的债权转让给华锡集团。

5. 流动性/短期因素

图表 52. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	67.73	67.14	77.32	89.68
速动比率	46.75	44.30	51.43	64.99
现金比率	33.50	28.77	32.89	45.26
短期刚性债务覆盖率	42.95	37.55	41.75	58.31

资料来源：根据北港集团提供数据整理

由于该公司的港口、不锈钢等业务均归属于重资产行业，公司资产流动性欠佳，各项流动性指标表现偏弱。2019-2021 年及 2022 年 3 月末，流动比率分别为 67.73%、67.14%、77.32%和 89.68%，速动比率分别为 46.75%、44.30%、51.43%和 64.99%，现金比率分别为 33.50%、28.77%、32.89%和 45.26%。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额为 33.84 亿元，系对大马联钢提供的借款担保。大马联钢原为公司合营企业，公司持有 50%股权。2021 年 10 月 29 日，公司将持有的大马联钢 50%股权转让给福建吴钢集团。经股东单位广西壮族自治区国资委批复，同意在落实广西北部湾联合钢铁投资有限公司 100%股权质押反担保及盛隆冶金、福建吴钢集团及其法定代表人、实际控制人为该反担保承担连带担保责任等反担保措施的前提下，继续承担对大马联钢存量贷款的担保责任。公司于 2022 年 3 月 22 日全部落实上述反担保措施，于 2022 年 3 月 25 日完成股权过户工商变更登记。

根据该公司 2021 年审计报告披露信息，截至审计报告出具日，公司未决诉讼金额为 4.98 亿元。

2022 年 4 月 25 日，该公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司关于下属公司广西北港金控投资有限公司及南宁市北港小额贷款有限公司涉及诉讼的公告》(诉玉林润嘉)，公告披露，玉林润嘉房地产开发有限公司（简称“玉林润嘉”）拖欠公司下属子公司广西北港金控投资有限公司（简称“北港金投”）及南宁市北港小额贷款有限公司（简称“北港小贷”）借款本金、借款利息及逾期罚息/复利合计 2.28 亿元，占公司 2021 年末净资产的比重为 0.61%。北港金投及北港小贷已向南宁市中级人民法院提起民事诉讼，要求玉林润嘉立即偿还欠款，并要求担保人承担连带还款责任，案件将于 2022 年 5 月 20 日开庭审理。上述借款的抵押物为玉林润嘉商业广场一期项目房屋（评估价值 5.62 亿元），北港金投及北港小贷已向法院申请财产保全，查封不动产抵押物约 2.70 亿元。

2022 年 4 月 25 日，该公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司关于下属公司广西北港金控投资有限公司及南宁市北港小额贷款有限公司涉及诉讼的公告》(诉隆安东森)，公告披露，隆安东森市场投资有限公司（简称“隆

安东森”）拖欠北港金投及北港小贷借款本金、借款利息及逾期罚息/复利合计 0.71 亿元，占公司 2021 年末净资产的比重为 0.19%。北港金投及北港小贷已向南宁市江南区人民法院提起民事诉讼，要求隆安东森立即偿还欠款，并要求担保人承担连带还款责任，该案件已立案，暂未排期开庭。上述借款的抵押物为隆安东森悦府项目商铺（评估价值 1.42 亿元），北港金投及北港小贷已向法院申请财产保全。

2022 年 5 月 12 日，该公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司关于下属子公司涉及诉讼的公告》，公告披露 2 则破产债权确认纠纷案：1）子公司广西泛宇房地产开发有限公司（简称“广西泛宇”）诉泰兴市永信房地产开发有限公司（简称“泰兴永信”）破产债权确认纠纷案，泰兴市人民法院一审判决 16 个《房屋买卖合同》涉及的房产不属于泰兴永信破产财产，且广西泛宇对泰兴永信享有破产债权 0.10 亿元，泰兴永信破产管理人不服一审判决，已向江苏省泰州市中级人民法院提起诉讼，二审尚未判决；2）子公司南化集团诉广西桂元赖氨酸有限责任公司、广西赖氨酸厂、广西化工实验厂、广西南宁南江药业有限公司等的破产债权确认纠纷案，南宁市人民法院一审判决南化集团对被告桂元公司享有本金 0.57 亿元及对应利息的破产债权，其余被告对上述债权承担连带清偿责任，并作为南化集团对其的破产债权，被告破产代理人不服一审判决，已向广西壮族自治区高级人民法院提起诉讼，二审尚未判决。上述 2 则诉讼涉案金额共计 1.13 亿元，占公司 2021 年末净资产的比重为 0.30%。

2022 年 5 月 25 日，该公司发布《广西北部湾国际港务集团有限公司关于下属子公司广西鼎旭同辉农业投资有限公司涉及诉讼的公告》，公告披露，广西建工集团第五建筑工程有限责任公司（简称“建工五建公司”）就与子公司广西鼎旭同辉农业投资有限公司（简称“鼎旭同辉公司”）的建设工程施工合同纠纷向南宁市中级人民法院提起诉讼，要求鼎旭同辉公司支付工程款 0.67 亿元、工程酬金 0.14 亿元、延迟付款违约金 70.74 万元、逾期利息 0.04 亿元以及因诉讼产生的一切费用。南宁市中级法院一审判决鼎旭同辉公司支付工程款 0.67 亿元及相应利息 0.04 亿元，驳回建工五建公司其他诉讼请求。鼎旭同辉公司不服一审判决，已向广西壮族自治区高级人民法院提起上诉，二审尚未判决。一审判决涉及金额共计 0.71 亿元，占公司 2021 年末净资产的比重为 0.19%。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要通过下属子公司进行各项业务运作，本部主要负责统筹管理、资金调配、周转以及泊位等项目的建设，收入规模较小，盈利主要来源于投资收益。2019-2021 年及 2022 年第一季度，本部营业收入分别为 0.16 亿元、0.24 亿元、0.36 亿元和 0.16 亿元，投资净收益分别为 8.33 亿元、2.63 亿元、15.04 亿元和 1.73 亿元，2021 年投资收益增幅较大，增幅系当年子公司投资收益较多及出售北部湾联钢及广西钦州保税港区泰港石化码头有限公司

股权取得投资收益所致。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，同期期间费用分别为 8.02 亿元、8.36 亿元、14.95 亿元和 2.18 亿元，从而对盈利产生了较大侵蚀，同期净利润分别为 1.94 亿元、-5.41 亿元、-1.07 亿元和-0.34 亿元，盈利能力较弱。

该公司本部资产主要由长期股权投资和其他应收款构成。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，本部资产总额分别为 476.63 亿元、540.33 亿元、645.84 亿元和 706.89 亿元，随着与控股子公司之间关联往来款的增加逐年增长；同期末，本部其他应收款分别为 104.12 亿元、158.40 亿元、254.87 亿元和 270.10 亿元，2021 年末主要为应收西江集团 66.85 亿元、华锡集团 37.11 亿元和北港金压 20.67 亿元，占同期末本部其他应收款的比重分别为 26.23%、14.56% 和 8.11%，账龄均为一年以内。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，长期股权投资分别为 283.07 亿元、301.24 亿元、295.78 亿元和 293.80 亿元，主要为对防城港务集团、华锡集团及西江集团等子公司的股权投资。

该公司本部主要负责银行借款及发行债券等筹融资工作，随着业务规模扩大，本部外部融资总额亦随之增加。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，本部负债总额分别为 272.54 亿元、361.56 亿元、438.87 亿元和 479.39 亿元，资产负债率分别为 57.18%、66.92%、67.95%和 67.82%。本部负债主要为刚性债务，同期末刚性债务余额分别为 232.61 亿元、325.77 亿元、428.93 亿元和 478.81 亿元，占负债总额的比重分别为 85.35%、90.10%、97.74%和 99.88%，其中 2021 年刚性债务余额同比增长 31.67%，主要系发行债券及新增短期借款较多所致。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，短期刚性债务为 121.97 亿元、133.32 亿元、185.89 亿元和 200.26 亿元，占刚性债务的比重分别为 52.44%、36.87%、43.34%和 41.83%，近年来公司不断调整本部债务结构，短期刚性债务比重呈波动下降趋势，但整体规模仍较大，本部持续面临短期刚性债务偿付压力。从本部刚性债务来源情况来看，本部刚性债务主要来自于银行借款和债券融资。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，银行借款余额占刚性债务比重分别为 49.17%、44.48%、52.73%和 50.34%，债券融资余额占刚性债务比重分别为 49.78%、36.26%、42.34%和 45.03%。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司本部货币资金分别为 40.94 亿元、34.51 亿元、44.06 亿元和 89.11 亿元，同期本部经营性现金净流量分别为 -5.69 亿元、38.19 亿元、3.73 亿元和 -11.63 亿元。总体来看，公司本部无实际运营业务，主业创现能力弱，经营性净现金流表现不佳，而本部刚性债务负担重，债务偿付对增量债务融资能力依赖度高。

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》、《北部湾城市群发展规划》及《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》、广西北部湾国际门户港建设三年行动计划(2021-2023 年)、广西综合交通运输发展“十四五”规划等多项政策。近年来，公司获得的政府补助主要系对港口码头建设补助、航道建设补助以及对南化集团搬迁补偿款等补助。2019-2021 年，公司获得政府补助分别为 29.32 亿元、13.18 亿元和 23.04 亿元，存在一定波动，主要系南化集团搬迁补偿款波动较大所致；同期末公司政府专项债余额分别为 1.15 亿元、15.63 亿元和 19.23 亿元，逐年增长。

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 2022 年 3 月末，公司共获各商业银行授信总额 1980.72 亿元，未使用额度为 1090.53 亿元。同时，公司旗下拥有上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

图表 53. 截至 2022 年 3 月末银行授信明细

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	1,980.72	890.19	1,090.53
其中：政策性银行（亿元）	268.67	143.24	125.43
工农中建交五大商业银行（亿元）	712.85	342.49	370.36
政策性银行占比（%）	13.56	16.09	11.50
工农中建交五大商业银行占比（%）	35.99	38.47	33.96

资料来源：根据北港集团提供数据整理

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

该公司调整票面利率选择权：在本期债券存续期第 3 年末，公司有权选择将原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数）。公司将于票面利率调整日前和回售登记期起始日前（如有）在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使利率调整权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给该公司。本期债券第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照上交所和登记公司相关业务规则完成回售支付工作。投资者可于公司刊登关于是否调整票面利率公告日开始

进行回售申报，回售登记期为 3 个工作日（如遇法定节假日或休息日，则顺延安排回售登记期）。

2. 增信措施及效果

无。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 78.07 亿元、75.35 亿元和 88.57 亿元，EBITDA 对刚性债务保障倍数分别为 0.10 倍、0.09 倍和 0.10 倍，对利息支出的保障倍数分别为 2.23 倍、2.21 倍和 2.25 倍，EBITDA 对利息支出能起到一定的保障作用。

（2）现金类资产较为充裕

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司现金类资产分别为 185.35 亿元、162.13 亿元、189.04 亿元和 253.43 亿元，其中受限货币资金分别为 20.90 亿元、15.66 亿元、11.30 亿元和 13.29 亿元，受限规模不大，公司现金类资产相对充裕，能为即期债务的偿付提供一定的保障。

评级结论

该公司是自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司目前监事会成员存在缺位，公司正在持续完善治理架构和内控制度，以提升管治能力；此外，由于公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力面临较大挑战。

该公司是广西沿海唯一的公共码头投资运营商，以港口业务为核心，开展了物流业务，并培育了临港产业等，形成了目前的多元化运营格局。其中，港口业务得益于所运营的北部湾港不断提升的行业地位以及行业相关政策红利，经营情况较好，收入增长稳健，盈利能力受成本增加影响有所下降，但整体仍处于较好水平。物流业务系围绕港口业务开展，2021 年以来，得益于陆海新通道海铁联运、班轮班列业务量增加，以及远洋航运业务持续扩大，收入实现了较好增长，但由于班列业务尚处于市场拓展期，盈利能力尚未释放，物流业务毛利率处于较低水平。工贸业务是公司的主要收入构成，其中，工业板块近三年运营稳健，收入逐年增长，不锈钢和有色业务的盈利能力亦有所提升；同时，贸易业务的盈利能力持续处于很弱水平，拉低了工贸业务板块的整体盈利能力。再加上工贸业务板块易受相关产品的市场竞争环境变化及大宗商品价格波动影响，周期性明显，经营稳定性偏弱。

近年来随着业务规模的扩大，该公司负债规模逐年增长，财务杠杆处于较高水平。公司债务以刚性债务为主，近年来随着债务结构的不断调整，目前期限结构以中长期为主，但由于短期刚性债务整体规模较大，仍面临较大的即期债务偿付压力。中短期内公司仍存在较大的项目建设投资需求，持续面临较大的资金支出压力。但是，公司经营环节现金流持续呈一定规模净流入，且货币资金亦较为充裕，再加上外部融资渠道通畅，均可为债务偿付提供一定的支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

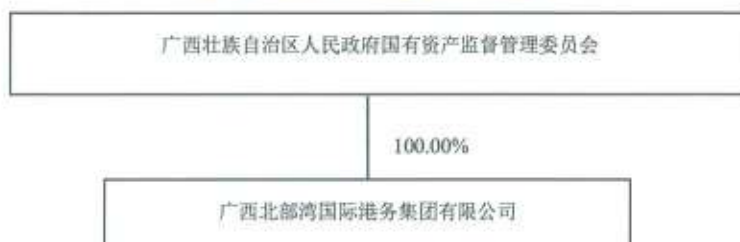
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

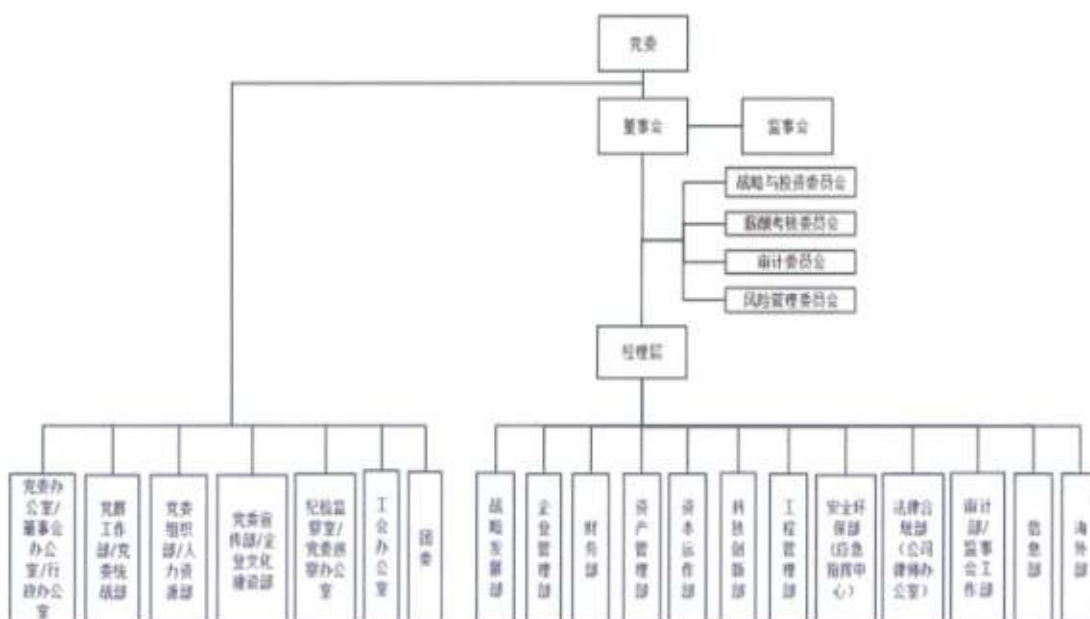
公司与实际控制人关系图



注：根据北港集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据北港集团提供的资料绘制（截至 2022 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	2021 年（末）主要财务数据（亿元）					
					货币资金	刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金净 流入量
广西北部湾国际港务集团有限公司	北港集团	本级	—	—	44.06	428.93	206.97	0.36	-1.07	3.73
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	39.85	199.81	121.19	176.08	0.51	52.37
北部湾港股份有限公司	北部湾港	上市子公司	63.08	港口运营	35.90	102.68	132.01	58.98	11.52	14.38
广西北港物流有限公司	北港物流	核心子公司	100.00	物流业务	0.91	2.78	7.93	19.30	0.48	-1.25
广西北港新材料有限公司	北港新材料	核心子公司	100.00	矿产品加工销售	11.22	28.21	35.59	301.17	8.41	17.87
广西北港金压钢材有限公司	北港金压钢材	核心子公司	100.00	金属加工销售	1.53	1.27	15.55	295.12	0.17	3.53
广西北港不锈钢有限公司	北港不锈钢	核心子公司	100.00	金属加工销售	0.16	—	2.85	15.56	0.43	0.65
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	13.15	41.39	9.13	50.83	0.71	6.08
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	5.38	19.81	8.77	327.30	0.08	2.74
广西北港金控投资有限公司	北港金控	三级子公司	100.00	金融业务	2.32	—	7.90	0.58	1.08	-2.15
南宁化工股份有限公司	南化股份	三级子公司	32.00	—	1.40	0.05	3.20	3.87	0.54	-1.04

资料来源：北港集团

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1316.87	1349.66	1458.83	1536.43
货币资金 [亿元]	160.46	143.10	169.40	236.31
刚性债务[亿元]	752.08	843.26	892.31	943.29
所有者权益[亿元]	398.50	332.52	371.69	393.87
营业收入[亿元]	706.88	903.67	1004.58	233.22
净利润[亿元]	8.75	6.43	8.35	1.47
EBITDA[亿元]	78.07	75.35	88.57	—
经营性现金净流入量[亿元]	63.41	50.89	68.60	0.50
投资性现金净流入量[亿元]	-20.45	-47.93	-52.59	-14.82
资产负债率[%]	69.74	75.36	74.52	74.36
权益资本与刚性债务比率[%]	52.99	39.43	41.65	41.75
流动比率[%]	67.73	67.14	77.32	89.68
现金比率[%]	33.50	28.77	32.89	45.26
利息保障倍数[倍]	1.36	1.32	1.41	—
担保比率[%]	10.66	11.88	10.05	8.59
营业周期[天]	69.46	56.33	53.85	—
毛利率[%]	10.61	8.89	9.15	7.71
营业利润率[%]	1.90	1.79	1.69	1.16
总资产报酬率[%]	3.63	3.37	3.94	—
净资产收益率[%]	2.24	1.76	2.37	—
净资产收益率*[%]	0.45	0.09	0.21	—
营业收入现金率[%]	119.26	103.05	108.97	107.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.23	9.11	12.05	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.67	0.31	1.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.23	2.21	2.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.10	—

注：表中数据依据北港集团经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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(%)=期末未清偿担保余额/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：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。

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。

本信用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、准确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

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。