

广西北部湾国际港务集团有限公司

16 北部湾

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(2018)100210】

评级对象: 广西北部湾国际港务集团有限公司 16 北部湾

16 北部湾

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 06 月 19 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 05 月 05 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	21.14	2.43	6.20	2.96
刚性债务	121.10	161.12	174.98	183.55
所有者权益	45.75	49.54	48.21	48.87
经营性现金净流入量	-8.54	-11.15	7.91	-9.96
合并口径数据及指标:				
总资产	676.39	759.99	767.12	775.73
总负债	469.71	542.22	549.46	557.88
刚性债务	359.97	425.77	424.02	428.89
所有者权益	206.68	217.77	217.66	217.85
营业收入	363.37	364.63	464.34	104.18
净利润	-2.76	5.87	8.58	1.94
经营性现金净流入量	26.23	28.26	40.75	2.32
EBITDA	24.96	40.96	51.38	—
资产负债率[%]	69.44	71.35	71.63	71.92
权益资本与刚性债务 比率[%]	57.42	51.15	51.33	50.80
流动比率[%]	97.56	74.04	66.14	68.46
现金比率[%]	35.17	19.12	21.22	18.80
利息保障倍数[倍]	0.80	1.41	1.59	—
净资产收益率[%]	-1.56	2.76	3.94	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	9.03	9.45	12.86	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-4.11	-1.58	1.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	2.29	2.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.10	0.12	—

注:根据广西北部湾国际港务集团有限公司经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

林贇婧 lyj@shxsj.com
 张佳 zhangjia@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 2017 年以来北部湾港务在地理区位、区域性垄断地位、政策环境、港口业务发展、盈利水平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、在建工程转固后产出效果以及利息费用化等对公司盈利造成的影响、刚性债务负担、海外投资业务拓展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部分,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。
- **区域性垄断优势。**北部湾港务是广西壮族自治区人民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,能够在政策、资源等方面获得政府较大支持。
- **政策环境较好。**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,北部湾港务面临的政策环境较好。
- **港口业务发展较好。**2017 年以来,受益于广西壮族自治区进出口额大幅好转,带动公司货物吞吐量增长,加之公司对港口业务加强管理,提高了港口作业效率,公司港口业务收入及盈利水平有所提升。
- **核心业务盈利水平稳中有升。**受益于不锈钢产品价格处于高位以及集装箱业务规模扩大,跟踪期内,公司工贸业务及港口业务盈利水平稳

16 北部湾 AA⁺ 信用等级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中有升。

- 融资能力较强。北部湾港务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。

风险：

- 工贸业务涉及产品价格波动风险较大。北部湾港务工贸业务板块中的不锈钢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的影响，公司综合盈利能力的稳定性面临一定挑战。
- 在建工程规模较大。北部湾港务目前在建工程规模持续扩大，未来面临一定的资本性支出压力；且需关注在建工程转固后产出效果以及利息费用化等对公司盈利造成的影响。
- 刚性债务压力较大。跟踪期内，北部湾港务负债规模较大，且以刚性债务为主，再加上华锡集团的并入，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。
- 面临管理难度加大。北部湾港务目前业务涉及面较广，主要包括港口、工贸、物流、地产和投资五大板块，统筹管理压力较大；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，南化股份仍需积极推进摘帽工作，公司面临的管理难度及压力较大。
- 或有债务风险。北部湾港务对华锡集团银团贷款提供了连带责任保证担保，存在一定的或有债务风险。

关注：

- 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 AA⁺ 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很强，并维持

广西北部湾国际港务集团有限公司

16 北部湾

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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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。

16 北部湾系于 2016 年 3 月 1 日起息，到期日期为 2021 年 3 月 1 日，发行规模为 15.00 亿元，票面利率为 3.60%，本期债券募集资金用于偿还银行借款及补充流动资金，按募集说明书指定用途，依照公司《募集资金管理办法》履行内部审批程序。

截至 2018 年 5 月末，该公司已发行尚未到期债券本金余额为 96.50 亿元，其中短期融资券余额 7.50 亿元；企业债券余额为 9.00 亿元；公司债券余额 15.00 亿元；定向债务融资工具余额为 25.00 亿元；中期票据余额为 40.00 亿元，其中永续中票余额 20.00 亿元。

图表 1. 截至 2018 年 5 月末公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	债券余额	起息日期	到期日期	票面利率	本息偿付情况
15 北部湾 PPN001	5.00	2015/07/09	2018/07/09	5.30	未到期，正常付息
16 北部湾港 PPN001	10.00	2016/01/26	2019/01/26	4.30	未到期，正常付息
18 北部湾 CP001	7.50	2018/04/26	2019/04/26	5.35	未到期，正常付息
14 北部湾 PPN002	10.00	2014/09/30	2019/09/30	6.80	未到期，正常付息
15 北部湾 MTN001	10.00	2015/03/30	2020/03/30	5.60	未到期，正常付息
15 北部湾 MTN002	5.00	2015/11/26	2020/11/26	4.36	未到期，正常付息
15 北部湾 MTN003	20.00	2015/12/29	2020/12/29	4.70	未到期，正常付息
16 北部湾	15.00	2016/03/01	2021/03/01	3.60	未到期，正常付息
14 北部湾港债	9.00	2014/07/30	2021/07/30	6.29	未到期，正常付息
18 北部湾 MTN001	5.00	2018/05/08	2023/05/08	5.90	未到期，正常付息
合计	96.50	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增

长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收的基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

(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，目前公司营业收入主要来源于工贸业务，且不锈钢业务为工贸业务核心板块；因此公司业务的发展情况与港口及不锈钢行业密切相关。

A. 港口行业

该公司主业之一为港口业务，业务发展受港口行业影响较大。2017年以来，受国际经济复苏、进出口贸易形势回暖、大宗商品价格震荡上扬以及消费稳定增长等因素影响，我国港口货物吞吐量持续上涨，且增速明显回升；港口行业建设投资增速出现分化，沿海港口建设趋于理性，投资增速继续放缓，但内河港口投资仍维持较高增速。2018年，国际经济环境预计复苏缓慢，同时我国将继续推进经济结构转型和去产能等供给侧改革工作，我国港口行业预计将保持

低速增长的发展态势。

a. 行业概况

2017年以来，全球经济持续回暖，我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势，随着我国经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来将有望长期保持中高速增长态势。初步核算，2017年我国实现GDP为78.58万亿元，按可比价格计算，同比增长6.90%；同期，我国对外贸易经济形势扭转了2015~2016年的负增长态势，实现进出口金额27.79万亿元，同比增长14.21%，较上年大幅上升15.23个百分点；我国港口货物吞吐量也随之继续上涨且增速明显回升，同期我国主要港口完成货物吞吐量126.44亿吨，同比增长6.88%。

分港口属性来看，我国主要按港口所在的区域归属于内地还是沿海岸线，划分为沿海港口和内河港口。2017年，我国主要沿海港口完成货物吞吐量86.25亿吨，同比增长6.73%，增速较上年同期上升3.59个百分点；受当地政府率先实施禁止汽运煤政策的影响，当年天津港成为了我国前十大沿海港口中唯一一个负增长的港口；同年，我国内河主要港口完成货物吞吐量40.19亿吨，同比增长7.20%。

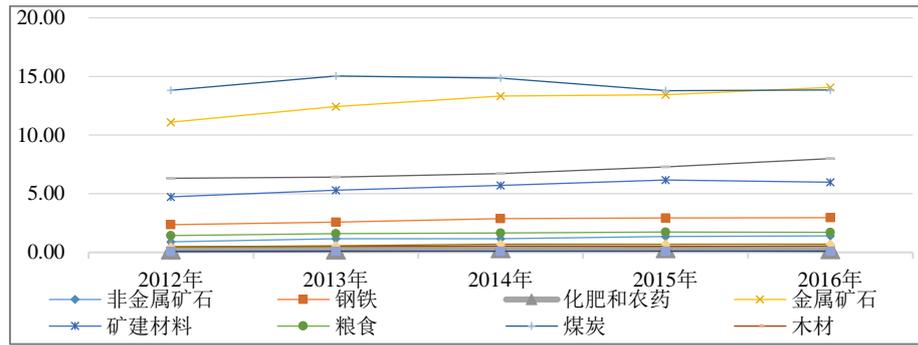
图表 2. 近三年我国前十大港口货物吞吐量情况（单位：亿吨、%）

2016年			2017年			2018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	9.18	3.24	宁波-舟山港	10.07	9.73	宁波-舟山港	2.56	5.48
上海港	6.43	10.38	上海港	7.06	9.75	上海港	1.61	-2.64
苏州港	5.74	34.06	苏州港	6.08	5.92	唐山港	1.40	2.77
天津港	5.50	6.71	广州港	5.66	8.51	广州港	1.40	10.96
广州港	5.22	4.25	唐山港	5.65	9.62	青岛港	1.28	5.48
唐山港	5.16	4.66	青岛港	5.08	1.43	苏州港	1.27	-12.58
青岛港	5.01	2.98	天津港	5.03	-8.57	天津港	1.15	0.79
大连港	4.29	3.35	大连港	4.51	5.21	大连港	1.15	-7.43
日照港	3.51	4.02	营口港	3.62	4.43	日照港	1.09	0.84
营口港	3.47	2.52	日照港	3.60	2.68	烟台港	1.02	20.80

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

在货种结构上，我国港口的吞吐货种主要分为散杂货和集装箱两大类。从散杂货结构来看，金属矿石、煤炭、石油、矿建材料和钢铁一直是我国散杂货业务前五大货种，2016年吞吐量占比分别为17.35%、17.09%、9.86%、7.39%和3.65%。2017年以来，我国大宗商品价格在年初时略有回落，但在年中开始回涨，预计能够为我国港口货物吞吐量的增长提供一定支撑。

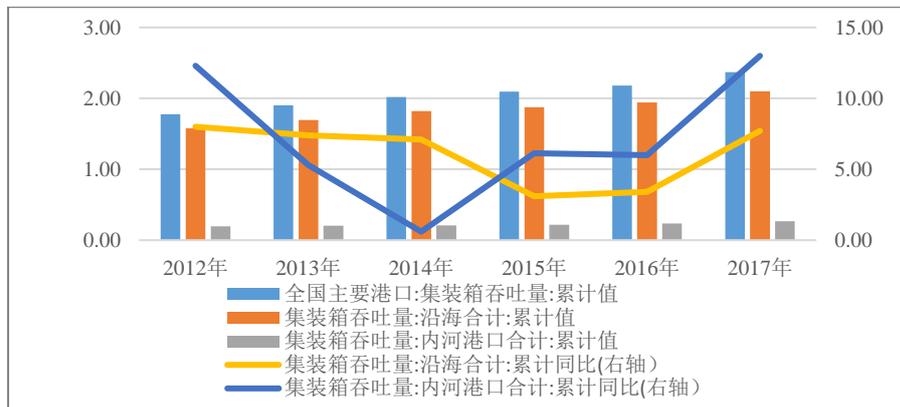
图表 3. 我国沿海主要港口分货类吞吐量（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

在集装箱方面，2017 年，我国主要港口集装箱吞吐量为 2.37 亿 TEU，同比增长 8.63%，增速较上年同期上升 4.62 个百分点。未来，全球经济形势预计将继续回暖，再加上我国各大港口“散改集”工作的推进对集装箱货源的补充，我国港口集装箱吞吐量预计将保持较好的发展态势。

图表 4. 我国港口集装箱吞吐量情况（单位：亿 TEU、%）



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

注：2015 年数据为根据 2015 年 1~11 月估算数

在港口建设投资方面，2017 年，我国沿海港口继续放缓建设步伐，建设投资仍为负增长，当期累计投资 661.09 亿元，同比下降 23.03%，较上年同期扩大 17.35 个百分点；同期，我国内河建设投资 554.47 亿元，同比增长 3.30%，增速较上年同期上升 5.09 个百分点，主要是长江经济带综合立体交通走廊、江海联运等建设的推动。总体来看，我国港口行业投资建设出现分化，大部分沿海港口投资已趋于理性，但随着我国各地港口资源整合工作的不断深入，以及船舶大型化趋势的有增无减，我国在新建大型泊位、改造现有泊位等方面的投资预计将会有所扩大。

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的发展均发挥着至关重要的作用，在我国近年来大力实施的“一带一路”和“长江经济带”国家发展战略中，被赋予了重要的战略性地位。2017 年以来，我国交通运输部等部门继续对港口各相关领域颁布了多项政策扶持和管控政策，在提高集疏运效率、缓解资源浪费并改善竞争环境等方面提供了许多助力；同时，我

国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

图表 5. 近年来国家层面主要政策文件

发布时间	发布方	文件全称
2017年7月20日	交通运输部、国家发展改革委	《港口收费计费办法》
2017年5月19日	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16日	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3日	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》
2016年12月10日	交通运输部	《交通运输部关于修改〈国内水路运输管理规定〉》
2016年5月31日	交通运输部	《水运“十三五”发展规划》
2016年3月25日	交通运输部	《交通运输统计发展纲要》
2016年1月7日	国务院	《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》
2015年12月18日	交通运输部、财政部	《关于完善港口建设费征收政策有关问题的通知》

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，但区域间存在较强竞争。2017年以来，我国港口资源整合的步伐加快，除了以省政府作为唯一的实施主体、对区域内港口资源实施整合之外，国际码头经营企业如招商局港口集团有限公司等，也开始涉入到各地的港口资源整合中。总体来看，港口行业资源整合优化了我国港口区域内竞争环境，提高了港口资源的利用效率，“一省一平台”的模式亦使得我国港口的竞争格局正在向大型化和集团化方向发展。

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。（1）港口吞吐量规模越大、获得资源、客户和外部支持的可能性越大，竞争能力和抵御风险能力越强，经营风险越低，并且吞吐量规模较大的企业也能够摊薄固定成本，通常具有更好的盈利能力。（2）港口为我国重要交通基础设施，其发展方向和功能定位主要取决于国家港口规划，主枢纽港将在货种发展、港口整合、基础设施配置方面获得更多支持，因此港口企业在港口群中的地位航线网络和枢纽地位越突出，竞争能力越强，经营稳定性越高。（3）区域竞争首先体现在相同腹地区域的同一个港口内部，如果同一港口内经营主体较多，市场竞争越激烈，货物分流压力越大。（4）腹地经济越发达，对外经济贸易越活跃，港口货物来源就越充足，运输需求也越大，港口货物吞吐量也就越多，因此腹地经济是决定港口企业发展的核心因素。（5）以岸线资源为基础的基础设施是开展港口装卸、堆存业务的基础，而公路、水路、铁路和航线与港口共同搭建集疏运和中转网络系统决定港口的承载能力。（6）一般来说，以散杂货经营为主的

港口受外贸出口变动影响较小，但受国内经济和内贸的影响较大；以集装箱经营为主的港口周期性较强，受国际经济环境的影响较大。港口货种相对丰富，会避免特定货种吞吐量下降对企业整体经营造成的冲击，有助于企业分散经营风险。(7) 目前港口企业收费机制日益市场化，具体费率水平受到港口所在区域、公司性质、竞争程度而有所差异，从而影响港口企业的收入规模和盈利能力。

在财务方面，港口企业隶属于资本密集型企业，资产以固定资产和在建工程为主；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 6. 核心样本企业基本数据概览 (2016Q4-2017Q3, 单位: 亿吨、亿元、%)

核心样本企业 ¹	核心经营指标 (合并口径)					核心财务数据 (合并口径)				
	吞吐量 ² (亿吨)	市场占有率 ³	营业收入	港口业务收入	毛利率	总资产	资产负债率	刚性债务占负债总额	净利润	经营性净现金流
宁波舟山港股份	7.71	73	167.94	59.89	26.68	617.38	36.20	60.26	29.46	40.02
上港集团	5.44	80	337.62	164.02	30.11	1193.27	41.49	75.36	90.75	76.99
广州港股份	4.16	78	81.46	53.31	25.62	222.22	39.13	74.69	8.70	15.43
大连港股份	3.68	83	91.93	36.70	14.41	328.66	41.13	85.60	6.61	13.07
天津港股份	3.61	68	146.80	90.71	23.02	375.28	45.06	57.16	15.21	16.05
秦港股份	3.40	99	67.46	46.86	37.82	271.69	45.60	77.66	10.53	32.41
营口港股份	2.65	70	39.39	34.37	31.49	160.74	30.40	87.91	5.77	17.00
唐山港股份	2.25	39	48.21	40.86	43.92	192.15	19.14	31.11	15.39	17.44
日照港股份	2.18	60	45.86	39.25	19.51	204.96	42.41	68.36	3.45	15.68
丹东港集团	1.57	100	64.10	48.11	50.89	601.79	77.20	61.32	7.63	33.09
北部湾港	1.56	68	31.24	29.45	35.23	131.26	41.20	73.24	5.40	11.74
锦州港股份	1.02	83	35.51	10.31	12.81	158.99	61.71	80.24	1.07	9.15
赤湾港航	0.71	32	23.50	19.70	43.06	80.62	16.31	35.21	7.47	11.71
连云港股份	0.56	28	12.28	11.63	24.73	71.58	54.23	74.96	0.03	0.97
重庆港九	0.40	23	61.81	8.00	7.79	88.05	49.32	59.70	1.84	-3.27
厦门港务发展	0.23	13	128.25	34.50	4.87	72.08	53.40	42.12	3.46	0.22
南京港股份	0.20	9	5.68	2.10	47.54	47.89	37.85	72.75	1.59	2.25
珠海港股份	—	3	17.40	0.53	25.15	60.75	49.79	73.77	1.55	2.46

资料来源：新世纪评级整理

¹ 核心样本企业，主要是选取了 17 家上市公司和 1 家已发生违约的公司，合计共 18 家企业；表格中为各个公司简称，其全称分别为大连港股份有限公司、营口港务股份有限公司、锦州港股份有限公司、天津港股份有限公司、唐山港集团股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、日照港股份有限公司、上海国际港务(集团)股份有限公司、宁波舟山港股份有限公司、江苏连云港港口股份有限公司、南京港股份有限公司、重庆港九股份有限公司、厦门港务发展股份有限公司、广州港股份有限公司、深圳赤湾港航股份有限公司、珠海港股份有限公司、北部湾港股份有限公司及丹东港集团有限公司。

² 各企业的货物吞吐量数据系根据可获取的最新期间数据估算得出的 2017 年年化数，仅供参考。

³ 表中市场份额数据均为估计值，非精确值。

总体来看，在港口行业资源大整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境得以优化，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投资支出将有所扩大，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，使得港口行业未来的资本性支出预计将保持一定增速。

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。近年来，世界经济景气度持续下滑，我国经济增速也开始放缓，使得我国港口货物吞吐量增速明显下滑，2016年还有多个港口出现了负增长；2017年以来，随着全球及我国经济均有所回暖，我国港口的货物吞吐量也出现明显回升。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。2017年以来，我国港口行业面临的政策性风险也愈发凸显，如供给侧改革推进对港口的货源供应带来了一定的负面影响；对港口收费机制的市场化改革以及对行业反垄断情况的调查，使得港口行业的盈利水平面临较大的下行压力；而持续收紧的环保政策对港口的影响面也在不断扩大，如禁止汽运煤政策的颁布，对我国所涉港口的货种结构和业务规模均造成较大影响。

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，2016年以来我国不锈钢价格整体呈上扬之势，再加上不锈钢主要原材料成本低位震荡运行，助推了我国不锈钢行业的发展。但行业内产能过剩的问题短期内仍难以得到实质性的解决，加之原材料价格有所回升，不锈钢企业仍面临一定经营压力。

a. 行业概况

该公司工贸业务主要涉及不锈钢产品，不锈钢系指耐大气、蒸汽和水等弱

腐蚀性介质的钢，因此受到钢铁行业整体发展情况影响较大。2015 年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调节等因素作用下，钢铁行业面临的政策压力和资金压力加大，当年粗钢产量有所下滑，降幅 2.29%，为 34 年以来首次负增长；2016 年开始，在下游需求回暖及钢铁行业供给侧改革的有力推进下，钢铁行业运行稳中趋好，2016 年粗钢产量 8.08 亿吨，同比增长 1.20%；2017 年下游继续回暖，钢铁行业继续深化执行去产能政策，全年粗钢产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.70%。盈利方面，2015 年钢铁行业景气度下滑至最低，钢企盈利明显恶化，出现大范围亏损，2016 年钢铁行业逐渐复苏并进入稳定增长阶段，2017 年以来宏观经济恢复及供给侧改革措施推进促使钢铁行业供需趋于平衡，钢价大幅上涨，加上降本增效措施效果的显现，整体盈利状况将进一步好转。

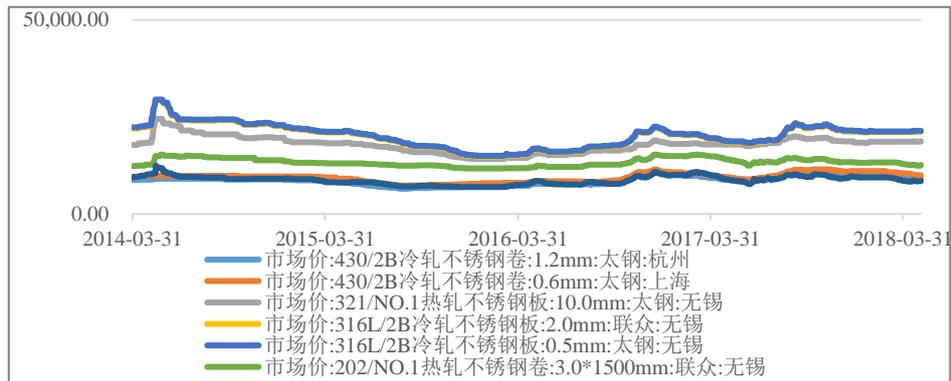
从供给端来看，我国为世界上不锈钢产量大国，2015~2017 年，我国不锈钢粗钢产量分别为 0.22 亿吨、0.25 亿吨和 0.26 亿吨，2017 年产量占全球不锈钢粗钢产量的比重为 53.61%。从主要产品来看，我国规模以上的不锈钢企业主要生产产品包括宽幅板卷、热轧窄带等。从不锈钢企业产能利用率情况来看，2017 年我国不锈钢粗钢冶炼能力约为 0.40 亿吨，当年产能利用率仅为 64.43%，目前我国不锈钢粗钢产能仍相对过剩。

从需求端来看，我国不锈钢最终产品的消费主要集中在金属制品、建筑和工程机械行业，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。2015~2017 年，我国不锈钢表观消费量分别为 0.18 亿吨、0.19 亿吨和 0.20 亿吨，呈逐年增长趋势。

综合不锈钢产业供需情况来看，2015~2017 年我国不锈钢产量均高于不锈钢表观消费量，2017 年产能利用率为 64.43%，目前我国不锈钢整体仍处于产能过剩状态。

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，但 2017 年以来产品价格波动较大。2017 年 1~3 月，不锈钢价格呈现波动下降态势；3~6 月，不锈钢价格持续下降，回归至 2016 年 9 月份水平；6~9 月，不锈钢价格又调头往上，自 9 月以来价格小幅回调，2018 年以来不锈钢产品价格总体处于相对平稳状态。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。

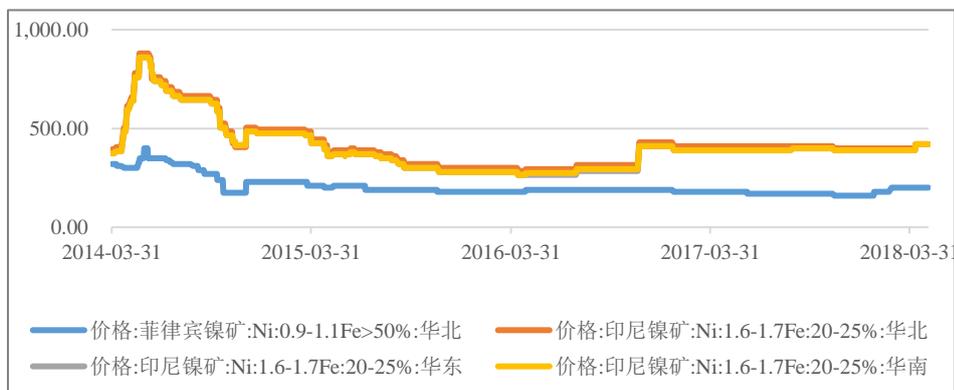
图表 7. 部分不锈钢产品市场价格情况（单位：元/吨）



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。2014 年以来，受印尼通过矿石出口禁令、禁止镍矿出口的影响，进口镍矿价格呈现持续暴涨行情，至 5 月份达到峰值。2014 年下半年，随着菲律宾增加了对我国的镍矿出口量，进口镍矿的价格才开始回落。由于我国海关自 2015 年 1 月 1 日起取消了镍铁进口关税，2015 年以来进口镍矿的价格进一步降低，2016 年，镍价格仍在低位震荡波动。2017 年 1 月，印尼宣布部分取消镍矿和铝土矿的出口禁令，但随着 2016 年镍价的震荡，镍价处于相对低位，2017 年镍矿价格同比有所上升，目前处于相对稳定状态但仍处于相对低位。

图表 8. 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，仍需政策支持。

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”）、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，2016 年我国不锈钢粗钢总产量为 2493.78 万吨，其中排名前三的企业分别为太钢不锈、青山控股及诚德不锈，3 家企业的产量合计达 1203 万吨，占当年不锈钢粗钢产量总量的比重为 48.24%，当年不锈钢粗钢产量排名前十的企业合计产量为 2020 万吨，占当年不锈钢粗钢产量总量的比重为 80.98%。

图表 9. 2017 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	-	748	516.31	191.91	61.83	786.92	42.90	10.23	47.51
太钢不锈	450	375	744.96	273.39	63.30	677.90	10.22	16.31	108.86
酒泉钢铁	120	98	1110.92	287.83	74.09	874.37	3.31	11.31	42.73
宝钢股份	-	-	3502.35	1744.72	50.18	2894.98	204.03	14.07	330.77
诚德压延	300	203	69.42	18.53	73.30	205.11	4.42	4.76	-0.31
诚德不锈	120	83	31.22	5.36	82.81	89.68	0.25	3.32	-3.00

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。钢铁行业是强周期行业，宏观经济周期性波动对钢铁行业影响明显，而下游行业房地产、汽车、机械、铁路、造船等均是用钢重要领域，且易受宏观经济影响，其波动易对钢铁行业产生直接影响。

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。

铁矿石价格波动风险。我国铁矿石资源较为贫乏且品质较低，钢铁行业对

进口铁矿石的依赖度较高。目前我国是世界上最大的铁矿石进口国，议价能力弱，需承担国际铁矿石价格波动风险。

财务风险。钢铁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。目前钢铁行业杠杆水平偏高，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，广西壮族自治区位于我国南疆，东连广东省，与海南省隔海相望，是我国人口最多的少数民族自治区，也是我国面向东盟自贸区的桥头堡和“一带一路”的重要门户，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，但经济增速有所下滑，由于现代工业起步较晚，目前经济总量在全国处于中等偏下水平。2015~2017年，广西壮族自治区累计实现GDP分别为1.68万亿元、1.82万亿元和2.04万亿元，同比分别增长8.10%、7.30%和7.30%，高于全国同期水平，当地经济发展环境较好。

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，是该公司最主要的发展区域。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，是广西自治区经济增长的重要引擎，2015~2017年，北部湾经济区实现GDP分别为0.59万亿元、0.65万亿元和0.74万亿元，同比分别增长9.10%、7.80%和8.30%；实现进出口总额分别为0.15亿元、0.15万亿元和0.19万亿元，增速分别为27.60%、-0.10%和31.00%，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分别为2.05亿吨、2.01亿吨和2.17亿吨，2016年吞吐量同比下降1.95%，2017年同比增长6.36%。

图表 10. 2017 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)	7400.11	8.30	20396.25	7.30
其中：第二产业 (亿元)	3314.39	9.00	9297.84	6.60
第三产业 (亿元)	3166.77	9.00	8191.54	9.20
固定资产投资 (亿元)	7169.25	12.20	19908.27	12.80
全部工业增加值 (亿元)	2658.52	9.70	7663.71	6.80
社会消费品零售总额 (亿元)	2990.05	11.10	7813.03	11.20
进出口总额 (亿元)	1946.94	31.00	3866.34	22.60

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。未来随着钦州及防城港的不断发展，预计将对公司货物吞吐量产生一定的带动效应。

此外，鉴于广西壮族自治区特殊的地理位置，目前广西壮族自治区与东盟的贸易规模位居我国中西部首位，2017年广西壮族自治区对东盟进出口1893.90亿元，同比增长3.70%，占同期广西壮族自治区外贸总值的49.00%，其中对越南进出口1626.30亿元，同比增长2.10%。未来随着东盟国家经济进一步发展，广西壮族自治区进出口总额或将持续保持高速增长，进一步带动广西北部湾港区货物吞吐量的增长。

B. 区域政策环境

广西北部湾经济区作为边境地区开放地区，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。随着广西壮族自治区于2017年1月发布经修订的《广西壮族自治区人民政府关于促进广西北部湾经济区开放开发的若干政策规定》，从实施范围的扩大再到企业及个人优惠力度的加大，为进一步推进广西北部湾经济区建设21世纪“海上丝绸之路”和中国-东盟自由贸易区奠定了坚实的基础。

2017年以来，政府在对广西壮族自治区的发展方面工作持续推进，给广西北部湾港未来发展提供了较好的背景。譬如，2017年2月10日，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，指出到2018年，广西80%左右的主要港口、国家级和自治区级示范物流园区引入铁路；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26日，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，或将对广西壮族自治区经济及广西北部湾港货物吞吐量起到较好的带动作用。

C. 区域竞争格局

广西北部湾港所处西南沿海地区港口群，群内以广西北部湾港、湛江港和海口港为主。从货物吞吐量情况来看，西南沿海地区港口群内的竞争主要集中在广西北部湾港和湛江港之间，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年之后，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。而海口港与上述两个港口的竞争不大，海口港的竞争主要集中在海南省内，目前海南省计划整合省内港口资源，整合范围覆盖海口、洋浦、八所、三亚和清澜五港，各港功能明确划分。

图表 11. 西南沿海主要港口货物吞吐量情况（单位：亿吨）

港口	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
广西北部湾港	2.05	2.01	2.17	0.56
湛江港	2.20	2.55	2.80	-
海口港	0.92	1.00	1.01	-

资料来源：公开资料

从西南沿海地区港口群主要运营实体来看，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约为62%，其集装箱业务具有绝对垄断优势；湛江港及海口港的运营主体分别为湛江港（集团）股份有限公司（简称“湛江港集团”）和海南港航控股有限公司（简称“海南港航”），其中湛江港集团在区域内市场份额相对偏低，约为41%左右；海南港航目前在海口港市场份额仅为10%左右，但未来它将作为海南省港口资源整合的主体，市场份额有望提高。

图表 12. 2017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	767.12	217.66	71.63	464.34	8.58	40.75
湛江港集团	143.39	58.28	59.36	24.35	0.36	7.29
海南港航	97.75	35.01	64.19	26.98	-0.74	3.94

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，但经济增速持续下滑，经济总量处于全国中等偏下水平。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，随着全区不断调整产业结构，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。

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”）公开发行的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

跟踪期内，该公司营业收入仍主要来源于港口业务及工贸业务，受益于2017年以来两个行业整体发展较好，公司港口及工贸业务营收规模及盈利水平均有所提升，但工贸业务涉及的产品主要系大宗商品，市场价格波动较大，仍面临一定的经营风险。从盈利性来看，公司盈利目前仍主要来自于营业毛利，公司期间费用规模较大，加之资产减值损失的计提，均从整体上压缩了公司的盈利空间。

跟踪期内，该公司的港口、工贸和物流业务的核心地位稳定，2017年上述三大业务收入占营业收入的比重分别为7.69%、83.29%和5.39%。其中，受益于2017年以来港口及工贸行业整体发展较好，2017年公司港口及工贸业务营收规模及盈利水平均有所提升；但受原材料价格波动影响，2018年第一季度公司工贸业务盈利水平有所下降；在经历2016年公司对物流业务板块调整之后，跟踪期内，公司远洋运输业务经营步入正轨带动物流业务收入增长，但由于远洋运输盈利水平相对较低在一定程度上拉低了物流业务整体毛利率。

该公司开展的港口业务主要系以港口为依托的综合物流业务体系，包括为进出码头客户提供货物装卸搬运、代理、运输、理货及拖轮等服务。公司港口物流业务开展的核心影响因素包括港口资源、业务规模、货种结构及费率水平等，主要覆盖区域为西南地区。公司开展的工贸业务及物流业务均以服务港口为目的开展，公司工贸业务包括不锈钢、贸易、有色及粮油业务，核心影响因素包括资源、技术、成本及管理。物流业务包括远洋运输和陆路运输业务，核心影响要素包括资源和管理。上述三项业务为公司核心经营业务，2017年及2018年第一季度，港口、工贸及物流业务三项业务收入合计占营业收入的比重分别为96.38%和95.95%。

图表 13. 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	政策、成本、技术
	贸易	西南地区、华东地区	资金、管理
	粮油	西南地区	技术、成本
	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

跟踪期内，该公司除上述核心业务外，仍从事了地产及投资等非核心业务，但业务规模仍处于较小水平，对公司整体收入规模的影响不大。2017年及2018年第一季度，公司实现地产业务收入分别为5.62亿元和0.68亿元，2017年同比微幅下降0.72%，2018年第一季度同比下降45.17%，主要系受2017年第一季度公司集中结算以前年度地产工程业务影响所致。受益于地产业务板块效益逐步凸显，2017年及2018年第一季度，公司地产业务毛利率分别同比上升4.81

个百分点和 4.36 个百分点至 11.08% 和 11.91%。同期，公司实现投资业务收入分别为 4.76 亿元和 2.63 亿元，毛利率分别为 17.08% 和 43.32%⁴。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 14. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		363.37	364.63	464.34	104.18	100.43
其中：核心业务营业收入	金额	341.74	350.28	447.52	99.96	97.84
	占比	94.05	96.07	96.38	95.95	97.41
其中：（1）港口业务	金额	32.37	33.54	35.70	8.27	8.13
	占比	9.47	9.58	7.98	8.28	8.31
（2）工贸业务	金额	272.86	303.96	386.77	86.45	85.43
	占比	79.84	86.78	86.43	86.48	87.32
（3）物流业务	金额	36.52	12.78	25.05	5.24	4.27
	占比	10.69	3.65	5.60	5.24	4.37

资料来源：北部湾港务

A. 港口业务

跟踪期内，该公司港口经营业务仍主要包括港口装卸及相关服务业务。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、消费稳定增长以及腹地经济的增长和临港工业的发展，加之公司拓展了毛利率水平较高的集装箱业务，以及公司加强对港口业务板块管理，港口作业率有所提升等综合因素带动，2017 年以来，公司港口业务营收规模及盈利水平均有所上升。

a. 港口资源

跟踪期内，该公司着力拓展北部湾港的腹地范围，打造辐射桂东南、中南的主通道，在主要经营的港区防城港、钦州港和北海港三个港区之外，新增运营贵港港区，系公司控股上市子公司北部湾港股份有限公司（简称“北部湾港”，证券代码：000582.SZ）于 2017 年 9 月 22 日以 4.34 亿元交易对价收购获得。公司此次收购了广西贵港爱凯尔集装箱港务有限公司（简称“爱凯尔集装箱”）100% 股权、爱凯尔（贵港）港务有限公司（简称“爱凯尔港务”）100% 股权及爱凯尔（贵港）中转港有限公司（爱凯尔中转港）78% 股权，以上三家企业统称“爱凯尔公司”。爱凯尔公司目前共建成 18 个泊位，在建泊位 1 个，实际通过能力 1835 万吨，包括集装箱 20 万标箱。2017 年及 2018 年第一季度，爱凯尔公司分别实现货物吞吐量 505.03 万吨和 159.68 万吨，集装箱吞吐量 13.58TEU 和 3.77 万 TEU。

贵港港位于西南、华南两大经济区的结合部，是西南东向出海的主要中转港口，是西江上重要的煤炭中转港，腹地范围除了服务柳州、桂林、玉林等广西核心地市，甚至直达贵州、云南。在铁路方面，通过黎湛铁路、南昆铁路与

⁴ 2018 年第一季度同比上升 4.92 个百分点，一季度毛利率处于较高水平，主要系财务做账原因导致，当年确认了以前年度一笔收入，但该笔收入对应成本在发生当年已确认。

我国各地相连，2016年通车的玉林至铁山港铁路，使得将内河港口直接通过铁路连接广西北部湾港成为了可能，而爱凯尔公司拥有贵港港目前唯一有铁路专用线的公用码头，具备实施江-铁-海联运的天然优势。

爱凯尔公司是贵港港也是广西内河最大的港口企业，目前已形成年设计通过能力集装箱 20 万 TEU、件杂货 200 万吨、散杂货 500 万吨的综合码头，是广西及华南地区内河水路联运和水上中转的重要枢纽港口，该公司在收购爱凯尔公司后，致力于将其打造成为西江上重要的内河节点港口，能更便利和低成本地将腹地范围内适箱货源引导到北部湾港出海，在一定程度上破解“广西货不走广西港”局面，同时助力北部湾港“千万标箱”大港目标早日实现。

图表 15. 2017 年公司港口情况表

港口	下属港区	业务定位	运营港区基础情况
防城港	第一至第五港区	大型散杂货、集装箱	泊位 44 个，岸线长度 9659.50 米，在建泊位 7 个，岸线长度 1758.40 米，实际通过能力 11700 万吨
钦州港	大榄坪港区，勤沟港区	件杂货、集装箱	建成泊位 21 个，岸线长度 5556.43 米，在建泊位 1 个，岸线长度 541.65 米；实际通过能力 5635 万吨
北海港	石步岭港区，铁山港区	件杂货	建成泊位 14 个，岸线长度 2670 米；在建泊位 16 个，岸线长度 3190.50 米，实际通过能力 2770 万吨
贵港港	-	件杂货、集装箱	建成泊位 18 个，岸线总长 2670 米，在建泊位 1 个，岸线长度 130 米，实际通过能力 1835 万吨

资料来源：北部湾港务

跟踪期内，该公司除新增贵港港相关泊位外，原运营防城港、钦州港及北海港港口资源未发生重大变化。截至 2017 年末，公司已投产泊位共 97 个，年设计通过能力为 21940 万吨，在建泊位 25 个，年设计通过能力为 3312 万吨。

图表 16. 2017 年末公司港口泊位、岸线长度及年通过能力情况表

港域	防城港		钦州港		北海港		贵港港		合计	
	投产	建设	投产	建设	投产	建设	投产	建设	投产	建设
泊位个数（个）	44	7	21	1	14	16	18	1	97	25
其中：万吨级以上	33	7	19	1	9	6	0	0	61	14
岸线长度（米）	9659.5	1758.4	5553.4	541.6	2670	3190.5	2670.0	130.0	20552.9	5620.5
年通过能力（万吨）	11700	469	5635	930	2770	1809	1835	104	21940	3312

资料来源：北部湾港务

b. 货物吞吐量及货种结构

跟踪期内，该公司货种结构波动不大，公司散杂货仍以金属矿石（主要是铁矿、锰矿、红土镍矿）和煤炭作为公司的两大核心货种，2017 年及 2018 年第一季度合计占公司货物吞吐量的比重分别为 45.69% 和 47.02%。其中，公司金属矿石吞吐量分别为 4647.55 万吨和 997.38 万吨，同比分别增长 8.02% 和 14.79%，2018 年第一季度增幅相对较大，主要系受益于防城港贸易市场拓展带动铁矿吞吐量增长；受益于煤炭行业景气度回暖，2017 年及 2018 年第一季度公司煤炭吞吐量同比分别增长 13.27% 和 13.97% 至 2756.00 万吨和 896.78 万吨；此外，2017 年，公司粮食吞吐量增幅较大，同比增长 31.51%，主要原因系公司开通了锦州和大连的粮食班轮航线，北粮南运物流成本降低，内贸粮食到港量增加。

与此同时，跟踪期内，该公司还在大力发展集装箱业务，在加大散改集的业务规模的同时，公司还通过收购爱凯尔公司等方式加大内贸集装箱业务的拓展力度，使得公司集装箱吞吐量在跟踪期内实现了快速增长，2017年及2018年第一季度分别为241.30万TEU和62.50万TEU，同比分别增长34.42%和38.51%。

图表 17. 公司总吞吐量及主要货物吞吐量情况

项目	2016年	2017年	2018年第一季度	2017年第一季度
货物吞吐量（万吨）	13961.26	16155.03	4028.45	3492.13
其中：金属矿石（万吨）	4302.59	4647.55	997.38	868.86
其中：铁矿（万吨）	3084.95	3144.59	713.03	607.78
镍矿（万吨）	467.91	555.82	38.51	30.09
煤炭（万吨）	2433.03	2756.00	896.78	786.86
粮食（万吨）	834.94	1098.00	231.17	253.87
非金属矿石（万吨）	538.53	558.00	164.89	119.72
集装箱（万TEU）	179.51	241.30	62.50	45.12

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20%执行。2017年，随着公司集装箱业务规模扩大，竞争力加强，公司集装箱业务收费水平有所提升，其中外贸集装箱港口作业包干费由260-1850元/20尺集装箱上升至300-2775元/20尺集装箱；内贸集装箱港口作业包干费由120-1465元/20尺集装箱上涨至200-1965元/20尺集装箱；其他货种费率基本稳定，未发生明显波动。

图表 18. 2017年公司港口收费情况表

收费种类	收费标准
船舶停泊费	
其中：国际航线船舶	0.25元/计费吨·日；0.15元/计费吨·小时；0.05元/计费吨·日
国内航线船舶	0.08元/计费吨·日；0.12元/计费吨·日
散货作业费	
港口作业包干费	船-库场-汽车：43-48元/计费吨
	船-库场-火车：49-52元/计费吨
堆存费	0.15元/吨·天（每延期30天每计费吨增加0.05元/吨·天，最高封顶至基价的两倍）
集装箱	
港口作业包干费	外贸300-2775元/20尺集装箱
	内贸200-1965元/20尺集装箱
堆存费	空箱10元/20尺集装箱·天，重箱20元/20尺集装箱·天

资料来源：北部湾港务

d. 业务规模

跟踪期内，该公司货物吞吐量稳步增长，2017 年及 2018 年第一季度分别为 16155.03 万吨和 4028.45 万吨，同比分别增长 15.71% 和 15.36%，从而带动了公司港口业务收入规模的稳步扩大，同期分别为 35.70 亿元和 8.27 亿元，同比分别增长 6.42% 和 1.79%。且由于公司拓展了盈利空间较大的集装箱业务，公司港口业务的盈利水平亦稳步提升，同期分别实现毛利率 36.96% 和 38.01%，同比分别上升 1.71 个百分点和 1.50 个百分点。

图表 19. 公司近三年货物及集装箱吞吐量情况表

项目	货物吞吐量（万吨）			集装箱吞吐量（万 TEU）		
	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
防城港	7408.91	7759.00	1960.16	26.63	26.89	6.01
钦州港	4342.15	5449.00	1403.00	137.40	176.95	46.88
北海港	2210.20	2442.00	445.75	15.48	23.88	5.82
贵港港 ⁵	-	505.03	159.68	-	13.58	3.77
合计	13961.26	16155.03	3968.59	179.51	241.3	62.48

资料来源：北部湾港务

在港口资源拓展方面，继该公司完成了北部湾港的整合工作之后，在我国境内港口资源的布局动作不多，跟踪期内，公司仅收购了爱凯尔公司。随着我国一带一路、面向东盟及沟通西南等政策的深入实施，公司利用其具有的地域特殊性，在境外港口业务上的布局动作较多，公司继 2013 年参股马来西亚关丹港后，于 2017 年 2 月又正式运营文莱摩拉港。此外，2018 年 4 月 24 日，公司又与柬埔寨比利集团在金边签订了贡布港合作框架协议，共同开发建设柬埔寨贡布港，目前尚未签订正式协议，本评级机构将持续关注公司境外港口业务的拓展情况及相关风险。

该公司于 2013 年 10 月及 2014 年 10 月分别收购了 Kuantan Port Consortium Sdn Bhd（关丹港建设有限公司，简称“关丹港建设”）38.00% 和 2.00% 股权，合计支付 6.44 亿元收购价款。跟踪期内，关丹港建设股东未发生变化，截至 2018 年 3 月末，道路建设控股直接及间接持有关丹港建设 60.00% 股权，公司持有其 40.00% 股权。2017 年及 2018 年第一季度，公司分别确认对关丹港建设投资收益 1728.93 万元和 512.22 万元，并于 2017 年 2 月收到第一笔分红约合 1900 万元。

马来西亚关丹港于 1976 年建设，1980 年开始运营，现有 19 个泊位，港区有 7 个仓库，总面积为 3.25 万 m²，同时还有 4.10 万 m² 的露天堆场，其中集装箱位 1700 个。关丹港所有港口资产均由关丹港建设负责运营，因此关丹港建设在港区内市场份额为 100.00%。目前，该港新港区第一个 15 万吨级深水泊位已于 2017 年下半年投产，第二个深水码头工程已于 2016 年下半年开工，预计将于 2018 年末投入使用。

⁵ 根据公开信息，2015~2016 年贵港港全港货物吞吐量分别为 5334.26 万吨和 5763.39 万吨，集装箱吞吐量分别为 12.51 万 TEU、16.65 万 TEU。

该公司于 2016 年 9 月与 DARUSSALAM ASSETS SDN BHD（文莱达鲁萨兰资产管理公司，简称“达鲁萨兰资管”）就摩拉港的港口运营管理和升级改造签订了《股东合作协议》，并由公司全资子公司北部湾香港于 2017 年 2 月 15 日出资 51 文莱元（约合人民币 240 元）和达鲁萨兰资管合资成立的摩拉港务有限公司（简称“摩拉港务”）负责运营摩拉港（但相关资产目前不在摩拉港务报表内，正在划转过程中）。公司持有摩拉港务 51.00% 股权，但约定不对摩拉港务进行实质控制，因此摩拉港务不纳入公司合并范围。公司于 2017 年及 2018 年第一季度分别确认对摩拉港务的投资收益 0.16 亿元和 0.04 亿元，但尚未收到现金分红。

摩拉港是文莱最主要运营港口，现有 8 个泊位，包括集装箱泊位 2 个，多功能泊位 6 个，年设计吞吐能力为 20 万 TEU 和 150 万吨。港区有 10 个仓库，总面积为 3.14 万 m²，同时还有 7.25 万 m² 的集装箱堆场，堆场箱位 2000 个，其中冷藏箱位 144 个。短期内，公司对摩拉港暂无新建泊位计划，主要以提高效率和服务水平为主的升级改造工作为主。中长期来看，公司计划建设 10 万吨级集装箱码头，以增强摩拉港远洋航线实力。从吞吐量情况来看，跟踪期内，摩拉港货物吞吐量有所增长，2017 年摩拉港货物吞吐量同比微幅增长 0.65% 至 64.72 万吨，集装箱吞吐量同比增长 6.84% 至 10.47 万 TEU。但受文莱政府持续对港口费率进行改革，下调集装箱装卸费率因素影响，摩拉港务 2017 年营业收入同比下降 38.78%。

图表 20. 公司境外港口投资情况（单位：万元）

港口名称	隶属国家	投资方式	持股比例	投资合作对象	投资时间	运作主体	投资收益	
							2017 年	2018 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	Kuantan Port Consortium Sdn Bhd	1728.93	512.22
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	Muara Port Company SDN BHD（摩拉港务有限公司）	1559.71	386.94

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

B. 工贸业务

该公司为了给港口主业发展提供持续的、稳定的货源支撑，开展了工贸业务，跟踪期内仍为公司业务收入的主要来源，2017 年和 2018 年第一季度，占营业收入的比重分别为 83.29% 和 82.98%，仍主要由不锈钢、贸易、粮油和有色金属四大业务构成，其中有色金属业务板块系于 2016 年公司合并华锡集团之后新发展的业务。

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 年第一季度		2017 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不锈钢	157.79	51.91	229.61	59.37	49.53	57.29	43.82	51.29
贸易	91.37	30.06	82.24	21.26	21.42	24.77	28.54	33.41

业务类型	2016年		2017年		2018年第一季度		2017年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
粮油	36.18	11.90	41.47	10.72	7.94	9.19	8.14	9.53
有色金属	18.62	6.13	33.44	8.65	7.56	8.75	4.93	5.77
合计	303.96	100.00	386.77	100.00	86.45	100.00	85.43	100.00

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，该公司不锈钢业务仍主要通过佛山市诚德物业管理有限公司（简称“诚德物业”）⁶合资的三家控股子公司北海诚德镍业有限公司（简称“诚德镍业”）、诚德压延和诚德不锈钢负责运营。截至2018年3月末，公司、诚德物业和自然人劳玉燕分别持有诚德镍业52.00%、19.00%和29.00%股份；公司和诚德镍业分别持有诚德压延67.00%和33.00%股份；公司、诚德镍业和自然人劳玉燕分别持有诚德不锈钢35.36%、32.00%和32.64%股份。公司直接和间接合计持有诚德镍业、诚德压延和诚德不锈钢的股份分别为52.00%、84.16%和52.00%。

从产能情况来看，2017年，该公司对不锈钢产能进行填平补齐工作，公司整体产能进一步扩大，较上年新增不锈钢板坯50万吨，热轧不锈钢黑皮卷100万吨以及热轧不锈钢白皮卷80万吨。目前，公司已具备年产300万吨不锈钢板坯、300万吨热轧不锈钢黑皮卷、260万吨热轧不锈钢白皮卷和120万吨冷轧不锈钢卷的生产能力，此外，公司目前在佛山在建未投产的冷轧不锈钢卷的生产能力为150万吨。

图表 22. 不锈钢业务产能情况（单位：万吨）

品种	生产方	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
不锈钢板坯	诚德镍业	140.00	250.00	300.00	300.00
热轧不锈钢黑皮卷	诚德压延	100.00	200.00	300.00	300.00
热轧不锈钢白皮卷		110.00	180.00	260.00	260.00
冷轧不锈钢卷	诚德不锈钢	40.00	120.00	120.00	120.00

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从原材料情况来看，诚德镍业原材料仍主要为低镍矿、焦炭、高碳铬铁、电解镍和电解锰等。2017年以来，诚德镍业原材料供应商仍相对集中，2017年诚德镍业前五大供应商供应原材料成本合计占其当年营业成本总额的比重为46.45%，但其前五大供应商排名及构成发生一定的变化，其中2016年最大供应商为公司全资子公司广西泛海商贸有限公司（2017年10月更名为广西北港资源发展有限公司，简称“北港资源”），2017年以来该公司为减少内部关联交易，压缩对诚德镍业原材料贸易量，当年北港资源成为了诚德镍业第五大供应商，上年第三大供应商无锡市不锈钢电子交易中心有限公司成为当年诚德镍业第一大供应商，当年公司第二大供应商较上年未发生变化，仍为中国矿产有限责任公司；2017年诚德镍业第三、四名供应商分别为中钢德远矿产品有限公司

⁶ 原名佛山市诚德特钢有限公司，后于2016年更名为佛山市诚德置业有限公司，并于2017年9月再次更为现名，其股东分别为德诚国际工业有限公司和佛山市高明区诚德企业管理有限公司，实际控制人为自然人李泉。

和 Glencore International AG，为上年前五大供应商之外的企业。从原材料采购价格来看，2017 年以来诚德镍业主要原材料采购价格均有所上升，原材料价格上涨，在一定程度上压缩了业务盈利空间。

诚德镍业主要产品为不锈钢板坯及生产过程中产生的部分水渣，从产量情况来看，2017 年不锈钢板坯产量同比增长 7.33% 至 133.33 万吨。从销量情况来看，2017 年不锈钢板坯销量同比增长 6.25% 至 135.29 万吨。从主要销售客户来看，诚德镍业生产的不锈钢板坯仍主要系为诚德压延提供的原材料，因此跟踪期内诚德镍业主要客户仍主要为诚德压延。由于该公司关联交易执行市场价，因此跟踪期内诚德镍业主要产品销售价格受益于市场价格上涨而有所上涨。

图表 23. 诚德镍业 2017 年前五大客户销售量（单位：亿元、%）

客户名称	股东背景	金额	销售种类	占同类产品销售的比例
诚德压延	北部湾港务	132.16	不锈钢板坯	86.07
佛山市捷联诚金属材料有限公司	自然人 ⁷	23.80	不锈钢板坯	13.75
广西恒亮洪业贸易有限公司	自然人 ⁸	0.56	矿粉	0.03
广西瑞德环保科技有限公司	自然人 ⁹	0.03	水渣	0.02
佛山市至顺金属科技有限公司	自然人 ¹⁰	0.02	不锈钢板坯	0.02
合计	-	156.57	-	-

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）

跟踪期内，诚德压延的主要原材料仍主要为不锈钢板坯、高碳铬铁和电解镍等，由于诚德压延不锈钢板坯仍采购于诚德镍业，因此诚德压延第一大供应商仍为诚德镍业。2017 年诚德压延前五大供应商原材料采购成本合计占其当年营业成本的 92.88%，同比上升 45.31 个百分点。

诚德压延的主要销售产品为不锈钢热轧黑皮卷及白皮卷，其中，热轧不锈钢白皮卷系由热轧不锈钢黑皮卷经过酸洗钝化工艺生产而来，因此诚德压延热轧不锈钢黑皮卷主要用于白皮卷加工，少部分用于出售。不锈钢热轧黑皮卷及白皮卷按照产品性质主要分为 200 系、300 系及 400 系。2017 年，诚德压延前五大销售客户收入合计占比为 92.92%，同比上升 16.75 个百分点，客户集中度很高，其中最大的销售客户仍为诚德不锈钢，2017 年在诚德压延同类产品的销售收入中占比为 41.13%。从销售客户结构情况来看，2017 年以来德压延销售客户结构相对稳定，当年诚德压延前五大客户和上年未发生变化，仅排序发生一些变动，主要系 2016 年第二大销售客户江苏大明协好贸易有限公司（简称“大明协好”）下降至 2017 年第四大，2016 年第三、四名销售客户顺次上升至第二、三名次，第五大销售客户未发生变化。

⁷ 张晓敏。

⁸ 刘玉婷和李艳萍。

⁹ 朱秀英和李云德。

¹⁰ 民营企业广西诚钢钙业科技有限公司（大股东李子日）持有其 58% 股权。

图表 24. 诚德压延 2017 年前五大客户销售量（单位：亿元、%）

客户名称	股东背景	金额	销售种类	占同类产品销售的比重
诚德不锈钢	北部湾港务	82.09	热轧不锈钢卷	41.13
佛山市树诚钢业有限公司	自然人 ¹¹	36.90	热轧不锈钢卷	18.49
佛山市捷联诚金属材料有限公司	自然人 ¹²	30.93	热轧不锈钢卷	15.50
江苏大明协好贸易有限公司	外资 ¹³	24.10	热轧不锈钢卷	12.08
无锡诚栋不锈钢有限公司	自然人 ¹⁴	11.46	热轧不锈钢卷	5.74
合计	-	185.48	-	92.92

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）

从销量情况来看，主要由于 2017 年诚德压延对外销售 300 系热轧不锈钢黑皮卷同比下降 34.16% 至 8.17 万吨，导致当年热轧不锈钢黑皮卷总销量同比下降 26.86% 至 16.69 万吨，产销比率同比下降 5.46 个百分点至 8.24%。同期诚德压延热轧不锈钢白皮卷销量同比增长 24.19% 至 182.35 万吨，产销比率达 100.37%，增量主要来源于 300 系热轧不锈钢白皮卷。此外，由于 400 系不锈钢品种耐腐蚀性能优于 200 系不锈钢品种，加之其不含镍，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，2017 年诚德压延还进行了 400 系热轧不锈钢黑皮卷生产研发工作，因此当年该产品产量、销量均较小。从具体产品来看，由于市场上假冒伪劣的 200 系产品规模较大，其金属锰含量高对人体伤害大，且较之于 300 系产品，200 系不锈钢耐腐化机能较差，加之政策上并不鼓励 200 系不锈钢的发展，2017 年诚德压延 200 系不锈钢销量同比下降 17.53%，其不锈钢销量增量主要来源于 300 系，2017 年诚德压延 300 系不锈钢销量同比增长 50.03%。预计未来随着供给侧改革的深化和消费升级，200 系不锈钢的生存空间将逐步被挤压。从销售价格情况来看，受益于整体行业景气度回暖，2017 年诚德压延主要产品销售价格均有所上涨。

图表 25. 诚德压延主要产品产量、销量和售价状况（单位：万吨、吨/元（含税））

品种 ¹⁵	2015 年			2016 年			2017 年			
	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价	
200 系	热轧不锈钢黑皮卷	66.90	6.57	5698.34	73.84	10.42	5967.27	69.63	8.17	7604.24
	热轧不锈钢白皮卷	57.59	53.67	6686.44	65.53	72.23	6420.57	60.06	59.99	8196.23
300 系	热轧不锈钢黑皮卷	26.60	2.81	13053.85	92.78	12.40	10250.46	130.97	8.17	12782.18
	热轧不锈钢白皮卷	24.24	23.79	12105.11	77.88	74.60	11649.85	121.62	122.36	13689.40
400 系	热轧不锈钢黑皮卷	-	-	-	-	-	-	1.93	0.36	6000.00
合计	175.33	86.84	-	310.03	169.66	-	384.22	199.05	-	
其中：热轧不锈钢黑皮卷	93.50	9.38	-	166.62	22.83	-	202.53	16.69	-	
热轧不锈钢白皮卷	81.83	77.46	-	143.41	146.83	-	181.69	182.35	-	

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

诚德不锈钢原材料仍主要包括热轧不锈钢卷等，主要采购于诚德压延，

¹¹ 郑炳然和郑炳城。

¹² 张晓敏。

¹³ 由香港通顺实业有限公司全资子公司江苏大明金属制品有限公司全资持股。

¹⁴ 无锡华东重型机械股份有限公司（最终控制人翁耀根、翁杰、孟正华）及钱洪、邵毛忠。

¹⁵ 热轧不锈钢白皮卷为热轧不锈钢黑皮卷进行下一步化学加工获得，因此热轧不锈钢黑皮卷销售远远小于产量，主要系大部分热轧不锈钢黑皮卷系用于加工成热轧不锈钢白皮卷。

2017年自诚德压延处采购的原材料占其当年营业成本的94.69%，较上年未发生重大变化。诚德不锈钢主要产品为冷轧不锈钢卷，跟踪期内，诚德不锈钢客户集中度仍很高，2017年前五大销售客户合计占其当期收入的89.45%。从销售客户结构情况来看，2017年诚德不锈钢主要前五大客户中佛山市捷联诚金属材料有限公司、大明协好、无锡诚栋不锈钢有限公司和无锡浦新金属制品有限公司四名客户为2016年前五大客户中四个，2016年第一大客户佛山市诚德特钢有限公司（现“诚德物业”）为诚德不锈钢关联方，于2017年9月更名并变更经营范围为物业管理服务和企业管理服务，因此不再进行不锈钢贸易业务，当年新增第三大客户为广东柳钢物流贸易有限公司。从结算模式来看，诚德不锈钢以现金转账结算、银行承兑汇票等方式为主，因此不锈钢业务产生的应收款项较小，资金占用成本相对较低。

图表 26. 诚德不锈钢 2017 年前五大客户销售量（单位：亿元、%）

客户名称	股东背景	金额	销售产品	占同类产品销售的比重
佛山市捷联诚金属材料有限公司	自然人	32.23	冷轧不锈钢卷	35.94
江苏大明协好贸易有限公司	外资 ¹⁶	29.46	冷轧不锈钢卷	32.86
广东柳钢物流贸易有限公司	自治区政府	8.75	冷轧不锈钢卷	9.76
无锡诚栋不锈钢有限公司	自然人	6.46	冷轧不锈钢卷	7.20
无锡浦新金属制品有限公司	自然人 ¹⁷	3.31	冷轧不锈钢卷	3.69
合计	-	80.21	-	89.45

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

我国不锈钢最终产品的消费主要集中在金属制品、建筑和工程机械行业，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。受益于宏观经济呈现稳中向好发展态势，不锈钢下游建筑和工程机械等制造业景气好转，跟踪期内，诚德不锈钢冷轧不锈钢卷产销量持续增长。2017年诚德不锈钢产量同比增长42.90%，其中300系冷轧不锈钢卷同比增长57.63%，当年诚德不锈钢产销率仍保持在较高水平，为100.05%。从产能利用率情况来看，2017年诚德不锈钢产能利用率同比上升20.66个百分点至68.81%。从产品价格来看，2017年，冷轧不锈钢卷价格延续了上涨态势，为公司盈利提供了较好的支持。

图表 27. 诚德不锈钢主要产品产量、销量和售价状况（单位：万吨、吨/元（含税））

品种	2015年			2016年			2017年			
	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价	
200系	冷轧不锈钢卷	4.41	3.75	6834.41	27.64	27.31	7748.62	35.06	35.03	9118.21
300系		8.75	7.98	12485.72	30.14	28.58	12963.80	47.51	47.50	14872.32
合计		13.16	11.73	-	57.78	55.89	-	82.57	82.53	-

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

受益于不锈钢产品销量及价格均有所上升，2017年及2018年第一季度，该公司不锈钢业务收入分别同比增长45.52%和13.03%至229.61亿元和49.53

¹⁶ 由香港通顺实业有限公司全资的江苏大明金属制品有限公司全资持股。

¹⁷ 尹杏娣、王玫。

亿元。同期，公司不锈钢业务营业毛利分别为 21.57 亿元和 3.55 亿元，毛利率分别为 9.40% 和 7.16%，2018 年第一季度同比下降 11.63 个百分点，主要系受产品价格有所回调及原材料价格有所上涨双重因素导致。

b) 贸易业务

跟踪期内，该公司的贸易业务仍主要由全资子公司北港资源负责，目前主要贸易货种为铁矿、煤炭、有色金属（包括金属合金、钴矿）等大宗商品。由于 2017 年以来公司压缩内部关联交易量，减少对诚德镍业原材料贸易量，2017 年北港资源第三大贸易货种由上年的电解镍变更为锡锭，煤炭和铁矿仍为北港资源第一、二大贸易货种。从贸易量情况来看，2017 年铁矿贸易量同比下降 48.99% 至 504.07 万吨，主要系铁矿石价格波动幅度大，广西盛隆冶金有限公司压缩贸易量所致；受益于煤炭行业回暖，当年煤炭贸易量同比增长 17.13% 至 638.61 万吨。

跟踪期内，该公司贸易业务仍主要采取快进快出的销售策略，通过贸易价差获得盈利；在结算模式上，公司为有效控制业务风险，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。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司贸易业务收入分别为 82.24 亿元和 21.42 亿元，分别同比下降 9.99% 和 24.97%，一方面原因系铁矿石贸易量缩减，另一方面原因系公司为控制风险，适当压缩自营贸易规模；受毛利率较高的自营贸易业务规模缩小影响，公司贸易毛利率也有所下降，同期分别同比下降 2.41 个百分点和 1.19 个百分点至 5.39% 和 3.05%。

图表 28. 北港资源 2017 年主要销售客户销售情况（单位：亿元）

销售（客户）单位名称	股东背景	主要销售产品	销售金额
广西盛隆冶金有限公司	自然人 ¹⁸	煤炭、铁矿	46.02
柳州钢铁股份有限公司	自治区政府	煤炭、铁矿	9.05
盛屯矿业集团股份有限公司	自然人 ¹⁹	钴矿	2.67
宁波兴枫霖金属材料有限公司	自然人 ²⁰	铬矿	2.54
镇远县贵梅冶金炉料有限公司	自然人 ²¹	铬矿	2.34
合计			62.62

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

c) 粮油业务

跟踪期内，该公司粮油业务仍主要由全资子公司广西港青油脂有限公司（简称“港青油脂”）和防城港枫叶粮油工业有限公司（简称“枫叶粮油”）等

¹⁸ 柯雪利、陈松官等。

¹⁹ 姚雄杰。

²⁰ 李海峰、李晓。

²¹ 罗继华。

负责运营；其中 2018 年 1 月末，公司通过控股子公司广西北港油脂有限公司（简称“北港油脂”）向威特发跨国亚洲有限公司收购枫叶粮油 49.00%，枫叶粮油成为公司全资子公司。此外，主要从事大豆加工的自贡北部湾油脂工业有限公司（简称“自贡油脂”）计划于 2018 年下半年正式投产，自贡油脂年大豆加工量 100 万吨，年产食用豆油 20 万吨、豆粕 80 万吨。目前公司计划将三家粮油生产企业进行股权整合，将三家企业的股权都统一并入北港油脂中管理，该股权整合工作预计将于 2018 年末完成，完成后或将利于公司提高资源使用效率，统一品牌，增强粮油业务板块盈利能力。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司粮油业务收入分别为 41.47 亿元和 7.94 亿元，受益于粮油行业景气度有所回暖，2017 年粮油业务收入同比增长 14.63%，2018 年第一季度同比微幅下降 2.44%；毛利率分别为-2.64%和 1.79%，2017 年，公司粮油业务毛利率为负值，主要原因系市场价格下降和销售速度跟不上采购节奏，且库存成本较高导致。

d) 有色金属业务

2016 年 7 月起，该公司将华锡集团纳入合并报表范围，从而新增了有色金属业务板块。华锡集团拥有完善的产业链，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，主要涉及产品仍包括锡锭、锌锭、铅锭、铅锑精矿和锌精矿等。受原材料供应不足及环保因素影响，2017 年锡锭及锌锭销量均有所下降；受益于梧州华锡冶炼有限公司于 2016 年 4 月复产，2017 年铅锭销售量有所增长。

图表 29. 华锡集团主要产品销售情况（单位：万吨、亿元、%）

产品名称	2016 年			2017 年			2018 年第一季度		
	销售量	金额	收入占比	销售量	金额	收入占比	销售量	金额	收入占比
锡锭	1.08	11.25	39.77	1.00	12.29	34.25	0.21	2.58	34.09
锌锭	5.02	7.13	25.21	4.85	9.80	27.30	0.91	1.98	26.25
铅锭	1.90	2.38	8.41	2.38	3.70	10.30	0.26	0.42	5.52
铅锑精矿	1.68	2.15	7.59	1.03	1.87	5.22	0.31	0.54	7.14
锌精矿	1.28	1.14	4.02	0.89	1.38	3.84	0.33	0.56	7.39
合计	10.97	24.03	85.00	10.15	29.04	80.91	1.81	6.08	80.39

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

2016~2017 年及 2018 年第一季度，该公司有色金属业务收入分别为 18.62 亿元、33.44 亿元和 7.56 亿元，2017 年收入同比增长 79.58%，主要系 2016 年公司仅合并华锡集团 7-12 月营业收入所致。2016~2017 年及 2018 年第一季度，毛利率分别为 36.41%、35.86%和 33.09%，由于华锡集团矿山供矿量规模较大，外购矿产规模较小，毛利率处于相对较高水平。

从销售客户情况来看，2017 年以来华锡集团主要通过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”）对外销售业务，当年北港电商销售收入占华锡集团收入的 34.12%，成为了华锡集团第一大销售客户，排名由上年的第五名上升至第一。2017 年华锡集团前五大客户销售收入合计

占比为 58.84%，集中度较高。跟踪期内，华锡集团销售客户变化较大，2017 年前五大销售客户仅北港电商和深圳市中鑫弘泰投资发展有限公司为上年前五大客户中两个。

图表 30. 2017 年华锡集团前五大客户销售情况（单位：万吨、亿元）

产品种类	销售（客户）单位名称	股东背景	销售量	金额	占同类产品销售的比重
锡锭	广西北港电子商务有限公司	北部湾港务	1.00	12.25	34.12
锌锭	佛山市南海锌隆金属有限公司	自然人 ²²	2.25	4.54	12.64
锌锭	深圳市中鑫弘泰投资发展有限公司	自然人 ²³	1.05	2.12	5.91
锌锭	南宁盛池贸易有限责任公司	自然人 ²⁴	0.57	1.17	3.26
锌锭	佛山市南海区宝叶金属贸易有限公司	自然人 ²⁵	0.52	1.04	2.91
合计			5.38	21.12	58.84

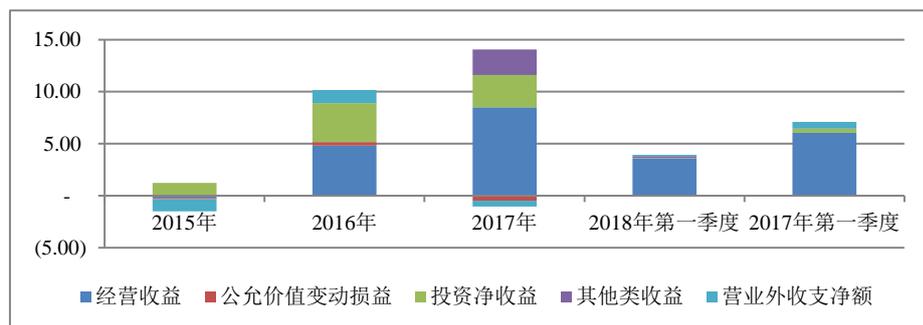
资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

C. 物流业务

跟踪期内，该公司物流业务收入同比呈明显增长态势，2017 年及 2018 年第一季度，公司物流业务收入分别同比增长 96.00% 和 33.45% 至 25.05 亿元和 5.24 亿元，主要原因系公司于 2016 年出售了其持有的远洋运输主体远洋集团 51% 全部股权，但当年在香港成立运营远洋运输业务的独资子公司 BG Shipping Co. Ltd. 尚未步入运作正轨，因此上年同期公司远洋运输业务收入营收规模相对较小，2017 年以来随着公司远洋运输步入正常经营，公司远洋运输业务收入规模扩大带动了公司整体物流业务收入增长，但同时由于远洋运输业务毛利率相对较低，也在一定程度上拉低了公司物流业务毛利率水平，2017 年及 2018 年第一季度，公司物流业务毛利率分别同比下降 5.18 个百分点和 0.97 个百分点至 3.38% 和 3.48%。

(2) 盈利能力

图表 31. 公司盈利来源结构



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

得益于近年来港口及不锈钢行业整体发展较好，2017 年该公司实现经营收

²² 阮健、刘镇华。

²³ 王焯、曾德川。

²⁴ 朱智力、梁铁。

²⁵ 叶卓英、叶颂强。

益同比增长 76.07%至 8.49 亿元,但由于 2018 年第一季度公司不锈钢业务毛利率有所下降,拉低了公司整体经营收益水平,当期实现经营收益同比下降 40.66%至 3.59 亿元。

跟踪期内,该公司盈利仍主要来源于营业毛利及投资净收益。2017 年及 2018 年第一季度,公司营业毛利分别为 52.74 亿元和 11.44 亿元,受不锈钢业务盈利贡献度变化呈现一定的波动,2017 年同比增长 20.91%,2018 年第一季度同比下降 25.22%。公司营业毛利主要来源于工贸业务和港口业务,2017 年及 2018 年第一季度,公司工贸业务实现营业毛利分别为 36.91 亿元和 6.84 亿元,港口业务营业毛利分别为 13.19 亿元和 3.14 亿元。

2017 年及 2018 年第一季度,该公司期间费用分别为 38.20 亿元和 7.12 亿元,期间费用率分别为 8.23%和 6.83%。公司期间费用仍主要由财务费用和管理费用构成。2017 年,公司财务费用同比增长 14.29%至 18.72 亿元,主要系融资规模扩大加上华锡集团纳入合并范围带来了新的债务所致。同年,公司管理费用同比增长 19.51%至 13.06 亿元,主要系随着公司规模扩大,加之人工成本上升,职工薪酬、内退人员费用、折旧费、无形资产摊销以及聘请中介机构费用增加等因素影响所致。2018 年第一季度,公司期间费用同比下降 14.08%,其中,得益于刚性债务规模同比有所缩减,当期财务费用同比下降 8.44%至 3.85 亿元;受益于公司加强期间费用管控,当期管理费用同比下降 2.46%至 2.74 亿元。

跟踪期内,该公司持续计提资产减值损失,2017 年及 2018 年第一季度,公司发生资产减值损失分别为 3.08 亿元和 0.15 亿元,公司计提资产减值损失,一方面系公司依据账龄等计提坏账准备,另一方面系公司基于对市场行情的判断,对存货计提了一定的资产减值损失。2017 年公司持续计提资产减值损失,主要系对亚洲铝业(中国)有限公司等预计债务人无偿还能力的应收账款计提坏账准备。

图表 32. 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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计(亿元)	363.37	364.63	464.34	104.18	100.43
毛利率(%)	7.51	11.96	11.36	10.98	15.23
其中:港口业务(%)	33.15	35.24	36.96	38.01	33.92
工贸业务(%)	4.68	9.46	9.54	7.92	13.29
物流业务(%)	2.89	8.56	3.38	3.48	4.85
营业毛利(亿元)	27.28	43.62	52.74	11.44	15.30
其中:港口业务(亿元)	10.73	11.82	13.19	3.14	2.88
工贸业务(亿元)	12.76	28.75	36.91	6.84	11.35
物流业务(亿元)	1.06	1.09	0.85	0.18	0.19
期间费用率(%)	7.24	8.76	8.23	6.83	8.25
其中:财务费用率(%)	3.68	4.49	4.03	3.70	4.19
全年利息支出总额(亿元)	14.91	17.85	20.41	-	-

影响公司盈利的核心因素分析	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	2.75	2.92	1.03	-	-

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

2017 年及 2018 年第一季度，该公司实现投资净收益分别为 3.10 亿元和 0.04 亿元，2017 年公司投资净收益主要来源于南宁化工集团有限公司（简称“南化集团”）下属梧州市联溢化工有限公司、兴义市立根电冶有限公司破产清算超额亏损转回等获得投资收益 1.34 亿元及处置商品期货等权益工具类投资获得投资收益 1.32 亿元。此外，2017 年公司确认对关丹港建设的投资收益 0.17 亿元。此外，马来西亚关丹产业园 350 万吨钢铁产能外移项目目前已经处于烘炉阶段，预计将于 2018 年 6 月末全线投产，未来随着关丹港的稳步运营及 350 万吨钢铁产能项目投产，均可为公司提供一定规模较为稳定的投资收益来源。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业外收入分别为 0.59 亿元和 0.12 亿元，2017 年同比下降 74.65%，主要系公司根据财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》及《企业会计准则第 16 号——政府补助》相关规定新增“资产处置收益”及“其他收益”科目，其中资产处置收益 0.40 亿元，主要为固定资产及无形资产处置利得；其他收益 2.07 亿元，主要系包括南化集团土地收储款在内的政府补助等。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司实现净利润分别为 8.58 亿元和 1.94 亿元，2017 年总资产报酬率和净资产收益率分别同比上升 0.75 个百分点和 1.18 个百分点至 4.24% 和 3.94%，2017 年公司资产回报水平有所改善。

图表 33. 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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.22	3.74	3.10	0.04	0.39
营业外收入（亿元）	14.30	2.32	0.59	0.12	1.06
其中：政府补助（亿元）	13.66	1.93	0.36	0.00	-
其他类收益 ²⁶ （亿元）	0.00	0.00	2.47	0.19	0.00
其中：政府补助（亿元）	0.00	0.00	2.07	0.19	0.00
公允价值变动损益（亿元）	-0.10	0.34	-0.49	-0.07	-0.09

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

截至 2018 年 3 月末，该公司在建项目主要有 10 个，总投资额合计 145.89 亿元，已累计投资 91.46 亿元，尚需投资 54.43 亿元，但建设周期较长，短期内投融资压力较小。

²⁶ 其他类收益=其他收益+资产处置收益

图表 34. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建港口设备工程情况（单位：亿元）

工程名称	总投资额	已投资额	计划投资额	
			2018 年	2019 年
北海铁山港区 1~4#泊位工程	31.35	27.13	0.41	-
广西北部湾港钦州 30 万吨级石油码头工程	25.66	10.87	1.50	0.40
钦州港大榄坪港区大榄坪作业区 12~13 号泊位工程	9.85	7.16	-	-
金鼓江航道工程（航道部分）	7.37	7.29	-	-
钦州港大榄坪作业区北 1~3 号泊位工程	15.84	10.04	-	0.30
北海港铁山港西港区北暮作业区 5~6#泊位工程	17.28	3.55	0.80	1.00
钦州港大榄坪 1~2#泊位工程	17.81	13.47	-	-
北海邮轮码头	7.23	3.14	0.89	-
植物油加工项目-厂房建设工程	4.50	2.72	1.14	0.30
年产 150 万吨不锈钢冷轧项目(一期)	9.00	6.08	2.50	0.42
合计	145.89	91.46	7.24	2.42

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

此外，跟踪期内该公司持续对马中关丹产业园首个入园项目 350 万吨联合钢铁项目主要运营方广西北部湾联合钢铁投资有限公司（简称“北部湾联合”）进行投资，当年公司新增对北部湾联合出资 7.50 亿元，截至 2017 年末北部湾联合实收资本为 25.00 亿元。

管理

跟踪期内，该公司股权结构及管理架构未发生重大变化，新增工会办公室及公司律师办公室，自治区国资委仍为公司唯一股东和实际控制人。公司副董事长及总经理职务担任者由韦韬变更为戴翔。

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（以下简称“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，该公司管理架构未发生重大变化，新增了工会办公室及公司律师办公室，目前公司设置了“八部四室一中心一会一团委”，分别为办公室、工会办公室、战略发展部、财务部、科工部、资产管理部、招标采购管理中心、风险管理部、安全环保部、人力资源部、公司律师办公室、纪检监察室、党群工作部、集团公司第一监事会和团委。各部门之间权责明确，能较好地满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

2017 年 3 月，该公司发布相关公告，根据自治区政府《广西壮族自治区人民政府关于戴翔同志任职的通知》（桂政干[2018]45 号）及《广西壮族自治区人民政府关于提名韦韬同志免职的通知》（桂政函〔2018〕8 号），任命戴翔同志任公司副董事长及总经理一职，免去韦韬同志公司副董事长及总经理职务。戴翔同志于 1993 年 7 月参加工作，历任广西柳工集团有限公司规划部副

部长，广西柳工机械股份有限公司综合管理部部长，广西柳工集团有限公司办公室主任，广西柳工机械股份有限公司办公室主任、发展规划部部长，广西柳工机械股份有限公司小型工程机械事业部总经理，江苏柳工机械有限公司执行董事、法定代表人、总经理、党支部书记，广西柳州市工业和信息化委员会党委副书记，广西柳州市工业和信息化委员会主任、党委副书记，广西自治区工业和信息化委员会副主任、党组成员，广西百色市委常委、组织部部长，现任公司副董事长及总经理职务。

跟踪期内，北部湾港置出其所持有的北海北港码头经营有限公司（简称“北海北港”）100%股权及防城港北港码头经营有限公司（简称“防城北港”）100%股权，置入公司持有的广西钦州保税港区盛港码头有限公司（简称“钦州盛港”）100%股权、北海港兴码头经营有限公司（简称“北海港兴”）100%股权及防城港务集团持有的防城港胜港码头有限公司（简称“防城胜港”）100%股权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持股比例由资产置换前的 78.78% 上升至 81.02%。经中国证监会核准，北部湾港可就本次资产置换事项非公开发行股份募集配套资金不超过 16.80 亿元，新世纪评级将关注该事项进展情况。

跟踪期内，南化集团搬迁工作仍在进行中，截至 2018 年 3 月末，南化集团已收到补偿款 24.19 亿元，补偿款已全部用于土地解押、解决历史遗留问题和绿洲化工建设等；尚未收到补偿款合计 17.00 亿元，其中包括南化集团承接下属上市子公司南宁化工股份有限公司（简称“ST 南化”，600301.SH）合同权利义务补偿款 3.13 亿元，将根据政府有关部门共同制定的资金使用计划（完成土壤修复工作进行土地交付）及拨付程序分期支付。目前南化集团污染土壤治理修复工作整体已完成 60.55%，将分三期交付，目前第一期（共 407.52 亩）已确认达到验收状态，近期正在办理实地验收，南化集团已于当年 3 月 20 日向相关部门申请 8.30 亿元补偿款。本评级机构将持续关注南化集团搬迁工作进展以及政府补偿款实际到位情况。

目前，南化集团主要经营业务为贸易业务及对外租赁厂房，还包括注销不再生产的子公司、土壤修复工作和异地搬迁等工作，未来计划与桂江公司等一并发展为公司投资业务板块的主要经营主体。ST 南化自停产以来仅从事化工产品贸易业务。2017 年末，南化集团总资产为 14.67 亿元，净资产为 1.26 亿元；2017 年，南化集团营业收入为 2.23 亿元，亏损 0.002 亿元，经营性现金净流量 -0.49 亿元。2017 年末，ST 南化资产总额 7.55 亿元，负债总额 5.72 亿元；2017 年，ST 南化实现营业收入 2.14 亿元，亏损 0.68 亿元，经营性现金净流量 0.55 亿元，当期亏损主要系其控股子公司南宁绿洲化工有限责任公司（简称“绿洲化工”）处于在建停工状态，其 30 万吨离子膜碱及 32 万吨聚氯乙烯项目一期项目因拆迁工作未能按时开工建设，对固定资产及在建工程计提了减值准备，加之存在大额的借款利息费用所致。

根据 ST 南化于 2018 年 5 月发布的《南宁化工股份有限公司关于控股子

公司资产转让完成的公告》，ST 南化已通过公开挂牌转让绿洲化工 30 万吨离子膜碱的 2 套离心式干氯气压缩机，本次转让资产成交价为 1216.30 万元，除税后为 1039.57 万元，损失 35.21 万元，归属于 ST 南化的损失为 17.96 万元。

2017 年 5 月，该公司再次通过拍卖方式²⁷从广西有色获取了华锡集团 18.11% 股权，支付对价为 5.29 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司持有华锡集团 76.979% 股份。2017 年 6 月 16 日，该公司发布了《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 年未能清偿到期债务的公告》（简称“公告”），公告中披露，公司于 2016 年新增合并的子公司华锡集团及其控股子公司河池五吉有限责任公司（简称“五吉公司”，持股 69.96%），2016 年存在未能清偿到期债务的情况，截至 2016 年末，华锡集团未能清偿的到期银行借款余额合计 10.19 亿元，起息日分布于 2013~2015 年。随着银团贷款逐步审批发放，华锡集团相关债务逐步续贷，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。

为推进支持华锡集团解困、化解债务危机，2017 年，由国家开发银行股份有限公司广西壮族自治区分行牵头，合计共 12 家债权金融机构组建了华锡集团债权金融机构委员会（简称“债委会”），并就存量贷款组建银团，纳入银团贷款的债权金额合计 68.32 亿元，期限 3 年（2017/2/20-2020/2/20），各银团成员行每笔贷款期限可以为 3 年，也可以为 1 年（选择贷款期限为 1 年的，应连续转贷 3 次），各银团成员行也可以采取展期续贷等方式，确保总贷款期限 3 年；贷款利率执行不高于中国人民银行同期同档次基准利率；贷款担保方式采用抵（质）押担保加保证担保方式，即借款人²⁸以全部资产为银团贷款提供抵（质）押担保；保证人（即该公司）对银团贷款提供连带责任保证担保，担保额度为抵（质）押担保未能覆盖的部分。截至 2018 年 3 月末，已有 11 家债权金融机构完成了《广西华锡集团股份有限公司银团贷款协议》（简称“《银团协议》”）签署，仅中国民生银行股份有限公司成都分行尚未签署²⁹。

2017 年末，华锡集团负债总额较上年末下降 4.83% 至 89.79 亿元，资产负债率较上年末下降 0.50 个百分点至 85.96%，负债经营程度有所下降但仍处于很高水平。华锡集团负债仍以刚性债务为主，同期末占负债总额的比重为 75.66%，基本为银行借款及其产生的应付利息，且以短期间性为主。受益于有色类产品价格持续回暖，2017 年华锡集团合并口径实现营业收入同比增长 20.83% 至 35.90 亿元，当年华锡集团实现扭亏为赢，净利润为 0.84 亿元。

根据公开信息，截至 2018 年 5 月 6 日，该公司涉及未决涉诉 9 起；根据公司提供的 2018 年 4 月 12 日《企业信用报告》，公司有 5 笔已结清欠息记

²⁷ 2016 年 9 月，广西有色正式宣告破产；2017 年 1 月，广西有色开始进行破产财产挂牌拍卖。

²⁸ 华锡集团本部及其控股子公司广西高峰矿业有限责任公司（持股 58.75%）、五吉公司及全资子公司来宾华锡冶炼有限公司。

²⁹ 根据《债权金融机构关于华锡集团债务风险化解事务共同行为准则》第六条相关规定，凡提交债委会审议事项，获债权银行委员会半数通过，且代表的债权份额占三分之二以上通过的，则视为全体债权金融机构共同意见，需共同遵守执行，该《银团协议》于 2017 年 2 月 20 日起开始正式生效。

录；公司存在关注类担保 6.12 亿元，根据公司出具的情况说明，该关注类担保主要涉及 8 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 8 笔贷款设为关注类。

图表 35. 公司主要不良行为记录列表（最近三年，截至 2018 年 6 月 5 日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	核心子公司			存在担保等风险敞口的非核心子公司
				北部湾港	防城港务集团	诚德不锈钢	
欠息	企业信用报告	2018.04.12	5 ³⁰	未提供	未提供	未提供	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.06.05	无	无	无	无	不涉及
诉讼	公开信息披露	2018.06.05	9	18	26	无	不涉及

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，公司负债规模持续增长，财务杠杆仍处于偏高水平，公司债务仍主要为刚性债务，公司面临较大的刚性债务偿付压力。公司经营环节可形成一定规模的现金流入，且货币资金较为充裕，均能对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 2015~2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定等。

根据财政部于 2017 年度发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》、《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，该公司按照财政部的要求时间开始执行新会计准则，并对相关数据进行调整，具体如下表：

图表 36. 新会计准则对公司报表主要调整影响（单位：亿元）

序号	项目名称	2017 年	2016 年追溯后	2016 年追溯前
1	资产处置收益	0.40	-0.03	0.00
2	其他收益	2.07	0.00	0.00

资料来源：北部湾港务

该公司于 2015 年 12 月发行了金额为 20.00 亿元的“15 北部湾 MTN003”，由于该债券具有“延期”特殊条款，即公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，公司将其计入“其他权益工具”会计科目中。截至 2018 年 3 月末，公司存续期内权益工具为 20.00

³⁰ 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。

亿元，若将权益类工具作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

图表 37. 权益类债务调整对比表

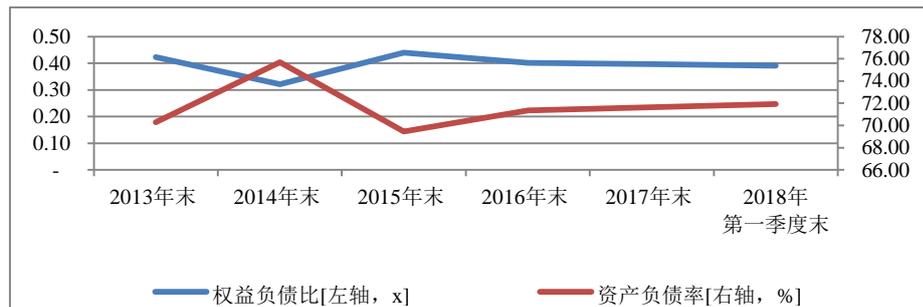
重要指标	调整前				调整后			
	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
总负债（亿元）	469.71	542.22	549.46	557.88	489.71	562.22	569.46	577.88
刚性债务（亿元）	359.97	421.22	425.10	429.95	379.97	441.22	445.10	449.95
所有者权益（亿元）	206.68	217.77	217.66	217.85	186.68	197.77	197.66	197.85
资产负债率（%）	69.44	71.35	71.63	71.92	72.40	73.98	74.23	74.49
权益资本与刚性债务比率[%]	57.42	51.70	51.20	50.67	49.13	44.82	44.41	43.97
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.10	0.12	-	0.07	0.09	0.12	-

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 38. 公司财务杠杆水平变动趋势



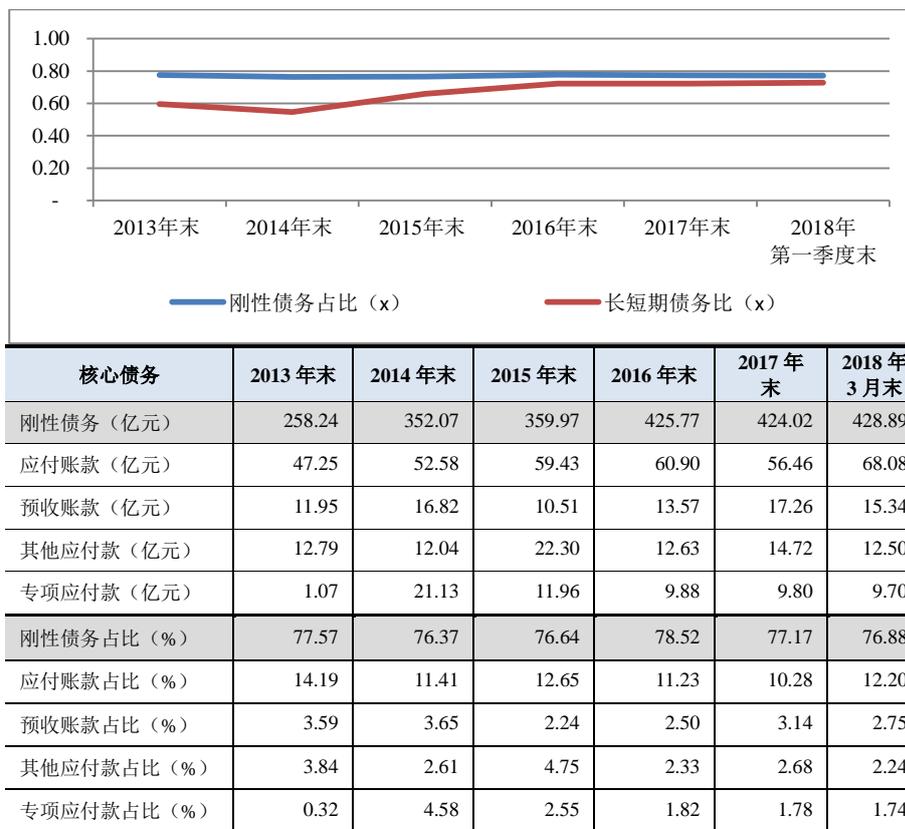
资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，随着公司业务规模持续扩大，公司负债总额持续增长，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别同比增长 1.34% 和 1.53% 至 549.46 亿元和 557.88 亿元，资产负债率分别为 71.63% 和 71.92%，分别较上年末上升 0.28 个百分点和 0.29 个百分点，财务杠杆处于偏高水平；同期末权益负债比分别为 0.40 倍和 0.39 倍，权益对负债的保障处于相对较弱水平。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 217.66 亿元和 217.85 亿元，所有者权益结构较上年末未发生重大变化，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 36.36% 和 36.33%，公司所有者权益结构稳定性仍有待改善。

(2) 债务结构

图表 39. 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，2017年末及2018年3月末，公司流动负债占比分别为58.06%和57.84%。从债务性质情况来看，公司负债仍主要为刚性债务，同期末占债务总额的比重分别为77.17%和76.88%。

除刚性债务外，该公司负债仍主要由应付账款、预收款项、其他应付款及专项应付款构成，2017年末及2018年3月末，应付账款余额分别为56.46亿元和68.08亿元，主要由工贸业务板块旗下子公司诚德镍业、诚德压延、诚德不锈钢和北港资源等进行原材料采购业务尚未进行结算的款项构成，以一年内期限为主。同期末，预收款项余额分别为17.26亿元和15.34亿元，主要系预收贸易商采购款，2017年末较上年末增长27.18%，主要系工贸业务规模扩大带动，但受结算时点因素影响，2018年3月末较上年末下降11.10%。2017年末及2018年3月末，其他应付款余额分别为14.72亿元和12.50亿元，主要为应付保证金（质保金）以及设备、工程款项等。同期末，专项应付款余额分别为9.80亿元和9.70亿元，主要为南化股份搬迁补偿款、南化集团土地收储款等相关款项。

(3) 刚性债务

图表 40. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	138.36	216.80	193.86	223.99	222.11	221.13
其中：短期借款	109.26	163.34	121.95	186.84	188.92	189.35
交易性金融负债	0.00	0.00	. ³¹	0.02	0.26	0.39
应付票据	6.65	16.57	22.49	11.00	5.30	4.12
应付利息	2.82	3.48	4.39	4.31	3.77	3.62
应付短期债券	15.00	22.50	25.00	7.48	11.99	12.00
一年内到期长期借款	4.17	10.43	18.16	12.81	11.85	11.66
其他短期刚性债务	0.45	0.48	1.87	1.54	. ³²	0.00
中长期刚性债务合计	119.88	135.27	166.10	201.77	201.91	207.75
其中：长期借款	94.92	90.52	88.68	93.33	116.32	121.42
应付债券	14.92	33.90	58.94	83.72	63.80	63.82
其他中长期刚性债务	10.05	10.85	18.49	24.72	21.79	22.50

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从刚性债务构成来看，该公司刚性债务仍主要来源于银行借款，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司银行借款余额分别为 317.09 亿元和 322.43 亿元，占刚性债务的比重分别为 74.78%和 75.18%，以信用借款和保证借款为主。此外，近年来公司还通过发行债券进行融资，同期末，公司存续债券余额分别为 75.80 亿元和 75.82 亿元。从刚性债务期限来看，以短期偏多，同期末公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 52.38%和 51.56%，公司面临一定的短期刚性债务偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 41. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期（天）	74.36	78.15	127.44	135.45	92.12	-
营业收入现金率（%）	100.92	106.26	103.98	111.98	123.72	86.28
业务现金收支净额（亿元）	5.68	26.13	10.40	29.42	51.05	2.81
其他因素现金收支净额（亿元）	14.00	-6.04	15.83	-1.16	-10.30	-0.49
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	19.69	20.09	26.23	28.26	40.75	2.32
EBITDA（亿元）	35.75	36.21	24.96	40.96	51.38	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.12	0.07	0.10	0.12	-

³¹ 17.76 万元。

³² 20.82 万元。

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.00	2.07	1.67	2.29	2.61	-

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，该公司业务规模持续扩张，2017年及2018年第一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为574.50亿元和89.89亿元，营业收入现金率分别为123.72%和86.28%，2018年第一季度营业收入现金率出现下降，主要系受结算时点影响导致。公司业务现金收支表现较好，同期分别为51.05亿元和2.81亿元；其他因素现金收支分别为-10.30亿元和-0.49亿元，2017年净流出规模较大。受益于公司主业现金收支表现较好，同期公司经营环节产生的现金流量净额分别为40.75亿元和2.32亿元。

2017年，该公司EBITDA同比增长25.45%至51.38亿元，主要系由利润总额、列入财务费用的利息支出及固定资产折旧构成。当年公司EBITDA对利息支出的保障倍数同比上升13.97%至2.61倍，对刚性债务的保障倍数同比上升20.00%至0.12倍，公司EBITDA对利息支出能起到一定的保障作用。

（2）投资环节

图表 42. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-3.34	-5.08	-15.50	-9.67	-5.76	-0.12
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	-34.13	-47.64	-31.35	-30.00	-24.20	-4.71
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.94	1.62	1.46	3.34	-0.67	-0.13
投资环节产生的现金流量净额	-36.53	-51.10	-45.34	-36.26	-30.62	-4.88

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

随着在建项目建设的持续推进，跟踪期内，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呈持续净流出状态，2017年及2018年第一季度净流出规模分别为24.20亿元和4.71亿元；同期公司收回投资与投资支付形成的现金流也呈持续净流出，但流出规模有所缩小，因此2017年公司投资性现金净流出规模也有所缩小，2017年及2018年第一季度净流出分别为30.62亿元和4.88亿元。

（3）筹资环节

图表 43. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
权益类净融资额	8.71	0.30	53.26	2.92	-3.95	-
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	-14.72	66.83	-13.00	-8.21	-8.54	-

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
其中：现金利息支出	11.90	17.51	14.91	17.85	20.41	-
筹资环节产生的现金流量净额	-7.65	46.18	28.39	-14.07	-11.24	0.11

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，随着该公司经营性现金流表现持续好转，加之公司在建工程等项目投资增速放缓，公司筹资需求也有所下降，2017年及2018年第一季度公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-11.24亿元和0.11亿元，受公司偿还到期债务等因素影响，2017年呈净流出状态。

4. 资产质量

图表 44. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	211.19	281.95	276.26	233.02	211.00	220.89
	44.59%	46.29%	40.84%	30.66%	27.51%	28.47%
其中：现金类资产（亿元）	57.81	89.47	99.58	60.18	67.70	60.67
应收款项（亿元）	8.56	20.81	26.92	29.26	18.02	27.78
预付款项（亿元）	38.86	41.97	23.71	16.70	9.93	11.93
其他应收款（亿元）	30.16	38.31	22.09	27.86	24.41	26.62
存货（亿元）	74.98	88.89	101.66	87.14	78.72	82.51
其他流动资产（亿元）	0.16	0.97	2.13	11.30	10.93	9.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	262.39	327.08	400.13	526.97	556.12	554.84
	55.41%	53.71%	59.16%	69.34%	72.49%	71.53%
其中：固定资产（亿元）	128.35	167.74	228.41	262.89	264.86	265.16
在建工程（亿元）	103.69	99.43	91.28	107.20	117.49	118.35
无形资产（亿元）	22.69	37.32	38.11	83.04	89.63	88.92
期末全部受限资产账面金额（亿元）	23.68	24.20	50.22	23.22	25.24	34.27
受限资产账面余额/总资产（%）	5.00	3.97	7.42	3.05	3.29	4.42

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司资产规模持续扩大，2017年末及2018年3月末，公司资产总额分别较上年末增长0.94%和1.12%至767.12亿元和775.73亿元，公司资产仍以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为72.49%和71.53%。公司非流动资产仍主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，合计占同期末非流动资产总额的比重分别为84.87%和85.15%。其中，固定资产分别为264.86亿元和265.16亿元，主要为房屋建筑物、港口机器设备以及运输工具等³³；在建工程分别为117.49亿元和118.35亿元，主要为港口的码头、泊位及航道等建设项目，随着在建项目建设推进，分别较上年末增长9.59%和0.74%。同期末，无形资产分别为89.63亿元和88.92亿元，主要为相关土地使用权、采矿及探矿权。此外，2017年末公司长期股权投资较上年末增长

³³ 截至2017年末，该公司固定资产中尚未办妥产权证书房屋及建筑物账面价值为9.00亿元。

31.04%至 26.96 亿元，主要系公司当年增加了对北部湾联合投资 9.18 亿元。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动资产分别为 211.00 亿元和 220.89 亿元，主要由现金类资产³⁴、应收账款、预付款项、其他应收款、存货及其他流动资产构成。同期末，现金类资产分别为 67.70 亿元和 60.67 亿元，其中受限货币资金分别为 7.70 亿元和 8.88 亿元，主要系保证金，总体来看，公司现金类资产相对充裕，能为公司即期债务的偿付提供一定的保障。同期末，公司应收账款分别为 18.02 亿元和 27.78 亿元，主要来自港口建设运营和工贸业务，账龄大部分为一年以内，受经济下行等因素影响，北港资源等公司贸易结算业务周期延长，2017 年末较上年末下降 38.14%，主要系公司扩大票据结算规模所致，当期末应收票据较上年末增长 159.64%至 14.23 亿元。2017 年末及 2018 年 3 月末，预付款项分别为 9.93 亿元和 11.93 亿元，主要为预付工程设备款项以及商品采购款项，2017 年末较上年末下降 40.56%，主要系工程款结算所致；2018 年 3 月末较上年末增长 20.17%，主要系受预付款项结算时点因素影响所致。2017 年末及 2018 年 3 月末，其他应收款分别为 24.41 亿元和 26.62 亿元，主要系应收广西有色及广西南宁新亿宏房产开发有限公司等款项。同期末，存货分别为 78.72 亿元和 82.51 亿元，主要系工贸业务板块下的原材料及产成品等；其他流动资产分别为 10.93 亿元和 9.92 亿元，主要系未抵扣增值税。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司受限资产总额分别为 25.24 亿元和 34.27 亿元，占资产总额的比重分别为 3.29%和 4.42%。2017 年末公司受限资产主要包括货币资金 7.70 亿元，系保证金；应收票据 3.50 亿元，应收账款 5.00 亿元，固定资产 1.53 亿元以及无形资产 7.51 亿元，均用于银行借款抵质押。

5. 流动性/短期因素

图表 45. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	101.18	94.58	97.56	74.04	66.14	68.46
速动比率 (%)	46.64	50.68	53.28	41.05	38.35	39.19
现金比率 (%)	27.69	30.01	35.17	19.12	21.22	18.80

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

随着该公司业务规模扩大，运营资金需求增长使得公司短期负债规模逐年扩大，跟踪期内，公司资产流动性有所弱化，2017 年末及 2018 年 3 月末公司流动比率分别为 66.14%和 68.46%，速动比率分别为 38.35%和 39.19%；2017 年末流动比率和速动比率分别较上年末下降 7.90 个百分点和 2.70 个百分点；2017 年末及 2018 年 3 月末，公司现金比率分别为 21.22%和 18.80%，公司整体资产流动性处于偏弱水平。

³⁴ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

6. 表外事项

根据该公司 2017 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 2.18 亿元，其中北海新力进出口贸易有限公司（简称“新力公司”）和北海泛北商贸有限公司（简称“泛北公司”）作为被告与瓮福国际贸易股份有限公司（简称“瓮福公司”）的买卖合同纠纷案涉及金额为 1.54 亿元。2017 年 1 月 5 日，贵州省高级人民法院作出一审判决，新力公司及泛北公司不服一审判决，于 2017 年 1 月 18 日收到判决书后向最高人民法院提起上诉，请求撤销一审判决、驳回瓮福公司的诉讼请求；原审原告瓮福公司亦已在上诉期间内提起上诉。截至 2018 年 5 月末，二审已开庭未判决。

此外，该公司还对华锡集团银团贷款提供了连带责任保证担保，担保额度为借款人全部资产抵（质）押担保未能覆盖部分，存在一定的或有债务风险。

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，因此公司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。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司本部其他应收款分别为 58.91 亿元和 62.09 亿元，主要系关联方之间往来款；长期股权投资分别为 125.43 亿元和 127.59 亿元，主要系对下属子公司防城港务集团、华锡集团等及对合营企业北部湾联合等投资，本部未对下属子公司股权进行抵质押；在建工程分别为 35.96 亿元和 36.66 亿元，主要系码头泊位建设工程。

该公司本部营业收入很小，2017 年及 2018 年第一季度，分别为 0.26 亿元和 0.08 亿元，本部净利润主要来源于投资收益，同期分别为 0.66 亿元和 -1.75 亿元，2018 年第一季度为负值，主要系当期确认投资收益为负值所致。

该公司本部主要负责银行借款及发行债券融资工作，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司本部负债总额分别为 196.19 亿元和 198.56 亿元，资产负债率分别为 80.27% 和 80.25%，本部负债经营程度高。本部负债主要为刚性债务，同期末分别为 174.98 亿元和 183.55 亿元，占负债总额的比重分别为 89.19% 和 92.44%；短期刚性债务占比分别为 50.02% 和 49.27%，本部面临一定的短期刚性债务偿付压力。

2017 年及 2018 年 3 月末，该公司本部货币资金分别为 6.20 亿元和 2.96 亿元。2017 年及 2018 年第一季度，本部经营性现金净流量分别为 7.91 亿元和 -9.96 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，本部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。2017年，公司持续获得政府补助金额 6.63 亿元。

图表 46. 公司近年获政府补助情况表³⁵（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	合计
北部湾重大产业专项补助	2.04	2.13	1.38	5.55
港口码头建设项目补助	2.00	0.75	0.50	3.25
航道建设项目补助	-	1.33	-	1.33
其他零星项目补助	0.09	1.26	0.31	1.66
其他非日常经营性政府补助	13.66	1.93	4.44	20.03
合计	17.79	7.40	6.63	31.82

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 2018 年 3 月末，公司共获各商业银行授信总额 804.24 亿元，尚有 448.57 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。

附带特定条款的债项跟踪分析

16 北部湾特定条款

无。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构及管理架构未发生重大变化，新增了工会办

³⁵ 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；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。注：2017 年“其他非日常经营性政府补助”包含 1.34 亿元南化集团搬迁补助、2.01 亿元“三供一业”分离补助。

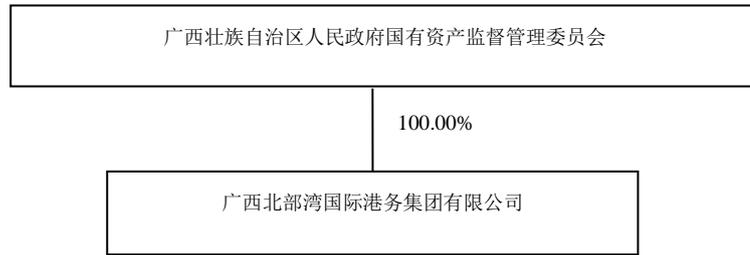
公室及公司律师办公室；自治区国资委仍是公司唯一股东和实际控制人。公司副董事长及总经理职务担任者由韦韬变更为戴翔。

跟踪期内，该公司营业收入仍主要来源于港口业务及工贸业务，受益于2017年以来两个行业整体发展较好，公司港口及工贸业务营收规模及盈利水平均有所提升，但工贸业务涉及的产品主要系大宗商品，市场价格波动较大，仍面临一定的经营风险。从盈利性来看，公司盈利目前仍主要来自于营业毛利，公司期间费用规模较大，加之资产减值损失的计提，均从整体上压缩了公司的盈利空间。

跟踪期内，该公司业务规模持续扩大，公司负债规模持续增长，财务杠杆仍处于偏高水平，公司债务仍主要为刚性债务，公司面临较大的刚性债务偿付压力。公司经营环节可形成一定规模的现金流入，且货币资金较为充裕，均可对债务偿付提供一定的支持。

附录一：

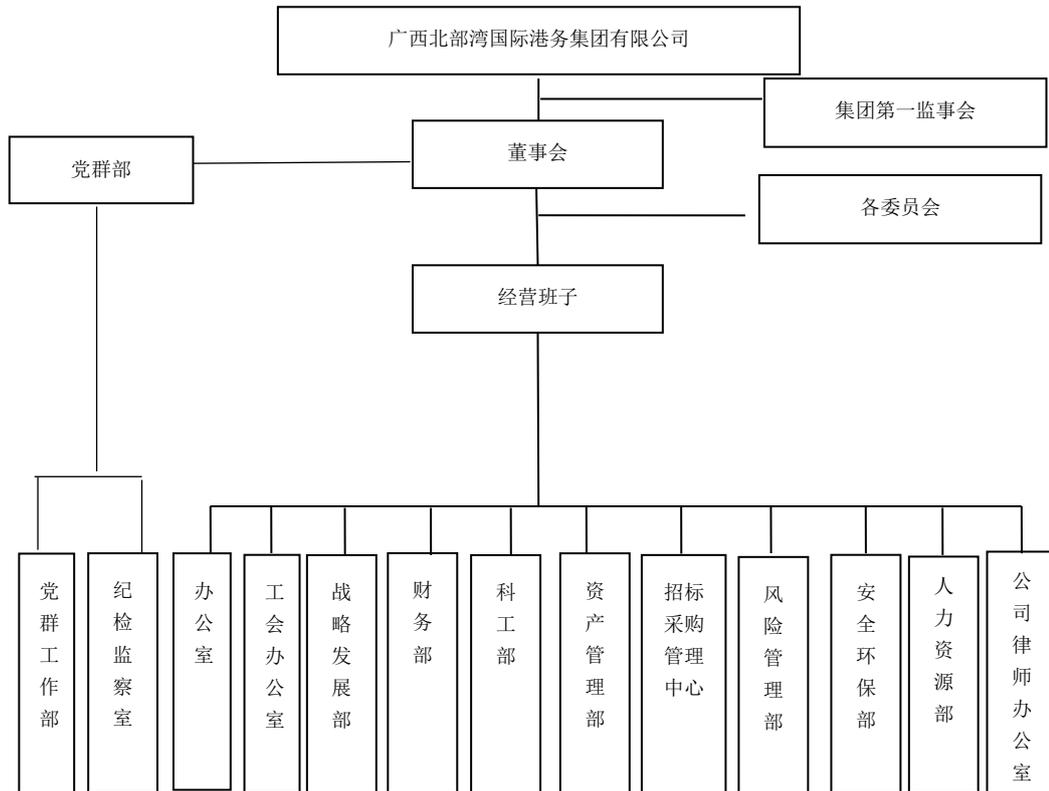
公司与实际控制人关系图



注：根据北部湾港务提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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	2017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	—	-	174.98	48.21	0.26	0.66	7.91	
北部湾港股份有限公司	北部湾港	上市子公司	81.02	港口运营	34.00	78.88	32.75	5.89	13.05	
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	57.47	123.67	39.95	6.56	23.02	
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	20.60	8.16	125.81	0.21	20.00	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	25.46	22.29	112.78	7.48	2.99	
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	39.48	18.53	205.11	4.42	-0.31	
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	11.76	5.36	89.68	0.25	-3.00	
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	67.94	14.67	35.90	0.84	6.00	
南宁化工集团有限公司	南化集团	核心子公司	100.00	化工	3.30	1.26	22.30	-	-0.49	净利润-17.44万元
南宁化工股份有限公司	ST南化	三级子公司	32.00	-	4.68	1.83	2.14	-0.68	0.55	
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	44.49	25.35	0.10	0.72	-12.64	
广西中马钦州产业园区金谷投资有限公司	金谷投资	参股公司	49.00	土地整理	4.43	11.32	12.27	0.25	-4.46	钦州金谷投资有限公司更名而来

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]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	676.39	759.99	767.12	775.73
货币资金 [亿元]	91.39	53.55	52.38	49.90
刚性债务[亿元]	359.97	425.77	424.02	428.89
所有者权益 [亿元]	206.68	217.77	217.66	217.85
营业收入[亿元]	363.37	364.63	464.34	104.18
净利润 [亿元]	-2.76	5.87	8.58	1.94
EBITDA[亿元]	24.96	40.96	51.38	—
经营性现金净流入量[亿元]	26.23	28.26	40.75	2.32
投资性现金净流入量[亿元]	-45.34	-36.26	-30.62	-4.88
资产负债率[%]	69.44	71.35	71.63	71.92
权益资本与刚性债务比率[%]	57.42	51.15	51.33	50.80
流动比率[%]	97.56	74.04	66.14	68.46
现金比率[%]	35.17	19.12	21.22	18.80
利息保障倍数[倍]	0.80	1.41	1.59	—
担保比率[%]	—	0.37	—	—
营业周期[天]	127.44	135.45	92.12	—
毛利率[%]	7.51	11.96	11.36	10.98
营业利润率[%]	0.25	2.44	2.92	3.60
总资产报酬率[%]	1.85	3.50	4.24	—
净资产收益率[%]	-1.56	2.76	3.94	—
净资产收益率*[%]	-2.08	2.90	1.98	—
营业收入现金率[%]	103.98	111.98	123.72	86.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.03	9.45	12.86	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.11	-1.58	1.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	2.29	2.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.10	0.12	—

注：表中数据依据北部湾港务经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 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。