

广西北部湾国际港务集团有限公司
及其发行的 14 北部湾港债、19 北部湾债 01
与 20 北港 Y1

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(2020)100913】

评级对象： 广西北部湾国际港务集团有限公司及其发行的 14 北部湾港债、19 北部湾债 01 与 20 北港 Y1

	14 北部湾港债 主体/展望/债项/评级时间	19 北部湾债 01 主体/展望/债项/评级时间	20 北港 Y1 主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2019 年 06 月 24 日	--/--/--	--/--/--
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2014 年 07 月 07 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 06 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 03 月 20 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	6.20	10.32	40.94	38.76
刚性债务	174.98	198.70	232.61	250.82
所有者权益	48.21	178.89	204.09	202.08
经营性现金净流入量	7.91	-19.98	-5.69	-4.31
合并口径数据及指标：				
总资产	767.12	1302.24	1316.87	1336.23
总负债	549.46	920.15	918.37	943.32
刚性债务	424.02	740.35	752.08	780.95
所有者权益	217.66	382.09	398.50	392.91
营业收入	464.34	691.85	706.88	136.87
净利润	8.58	6.66	8.75	-2.33
经营性现金净流入量	40.75	46.89	63.41	2.80
EBITDA	51.38	73.21	78.07	—
资产负债率[%]	71.63	70.66	69.74	70.60
权益资本与刚性债务 比率[%]	51.33	51.61	52.99	50.31
流动比率[%]	66.14	69.60	67.73	71.92
现金比率[%]	21.22	30.83	32.69	32.30
利息保障倍数[倍]	1.59	1.26	1.36	—
净资产收益率[%]	3.94	2.22	2.24	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.86	10.48	11.23	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.85	7.53	4.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.52	2.08	2.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.13	0.10	—

注：根据广西北部湾国际港务集团有限公司经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@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 14 北部湾港债、19 北部湾债 01 与 20 北港 Y1 跟踪评级反映了 2019 年以来北部湾港务在地理区位、区域性垄断地位、综合实力及融资能力等方面所具有的优势,同时也反映了公司在产品价格波动、刚性债务负担及内部管理等方面所面临的压力与风险。

优势：

- **区位优势。**广西北部湾港是我国西南沿海港口群的重要组成部分,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,随着我国“一带一路”、“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,公司面临的政策环境较好。
- **区域性垄断优势。**北部湾港务是广西壮族自治区政府整合广西北部湾港口资源、为区域经济发展提供高效出海通道与物流平台的实施主体,公司在广西北部湾港占据主导地位,近年来港口业务发展较好,且在合并西江集团后将打通江海联运,未来港口业务有望得到进一步发展。
- **综合实力较强。**北部湾港务于 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。**北部湾港务融资渠道畅通,目前可通过银行借款和发行债券等多种途径进行融资,且其拥有两家控股上市公司,可通过发行股票进行融资,公司融资渠道多样,融资能力较强。

风险：

- 工贸业务涉及产品面临一定价格波动风险。北部湾港务工贸业务板块中的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，综合盈利能力的稳定性面临一定挑战。
- 刚性债务压力较大。北部湾港务负债规模继续扩大，且以刚性债务为主，面临的刚性债务偿付压力较大，债务偿付对增量债务融资能力依赖度较高。
- 面临管理难度较大。跟踪期内，北部湾港务仍为7+1板块，业务涉及面较广，内部管理压力较大；且其下属华锡集团目前债务压力大，南化集团正处于搬迁阶段，ST南化仍需积极推进摘帽工作，公司面临的管理难度及压力较大。
- 递延付息风险。北部湾港务发行的“20北港Y1”允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险。

关注：

- 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。
- 关注新冠肺炎疫情对港口行业的影响。2020年初爆发的新冠肺炎疫情，将对我国部分港口的一季度业绩造成负面影响；尽管目前国内疫情形势已有所好转，但随着其在全球各地的蔓延，预计将对全球港口行业的经营环境形成一定负面影响，需持续关注该疫情的发展形势及对港口行业影响程度的变化。

➤ 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14北部湾港债、19北部湾债01与20北港Y1主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广西北部湾国际港务集团有限公司

及其发行的 14 北部湾港债、19 北部湾债 01 与 20 北港 Y1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券（简称“14 北部湾港债”）、2019 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券（简称“19 北部湾债 01”）与 2020 年第一期广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券（简称“20 北港 Y1”或“20 北部湾债 01”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据北部湾港务提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。

14 北部湾港债系于 2014 年 7 月 30 日起息，到期日期为 2021 年 7 月 30 日，附该公司于第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率权利，发行规模为 9.00 亿元，票面利率为 6.29%，于 2019 年 7 月 30 日行使回售选择权，回售银行间面额 1.80 亿元，截至 2020 年 6 月 19 日，债券余额为 7.19999 亿元。14 北部湾港债募集资金用途：用于玉林无水港项目(一期)使用 3 亿元；防城港东湾 10 万吨级航道一期工程项目使用 1.00 亿元；防城港西湾航道工程项目使用 1.00 亿元；钦州港金鼓江航道工程项目使用 1.00 亿元；南宁保税物流中心项目使用 3.00 亿元。

19 北部湾债 01 系于 2019 年 12 月 19 日起息，到期日期为 2024 年 12 月 19 日，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 4.29%，19 北部湾债 01 募集资金用途为补充流动资金。

20 北港 Y1 系于 2020 年 6 月 2 日起息，到期日期为 2023 年 6 月 2 日，发行规模为 10.00 亿元，票面利率为 5.80%，20 北港 Y1 募集资金其中 2.10 亿元用于北海邮轮码头项目，2.20 亿元用于北海铁山港固废循环利用环保综合体项目（一期），3.20 亿元用于新型干法水泥生产线技术升级改造项目，2.50 亿元用于补充营运资金。

截至 2020 年 6 月 21 日，该公司合并口径已发行尚未到期债券情况如下：

图表 1. 截至 2020 年 6 月 21 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
20 北部湾 MTN004	5	2020-06-17	3+N	2023-06-17	5.80	正常
20 北港 Y1/20 北部	10	2020-06-02	3+N	2023-06-02	5.80	正常

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
湾债 01						
20 北部湾 CP001	7.5	2020-05-21	365 天	2021-05-21	2.25	正常
20 北部湾 SCP002	10	2020-04-24	180 天	2020-10-21	2.08	正常
20 北部湾 MTN001	5	2020-04-13	3+N	2023-04-13	5.8	正常
20 北港 01	10	2020-03-23	5(3+2)	2025-03-23	3.7	正常
20 北部湾 MTN002	5	2020-03-10	3	2023-03-10	3.3	正常
20 北部湾 SCP001	5	2020-01-14	259 天	2020-09-29	3.27	正常
19 北部湾债 01	5	2019-12-19	5(3+2)	2024-12-19	4.29	正常
19 北部湾 MTN004	5	2019-11-15	5(3+2)	2024-11-15	4.4	正常
19 北港 01	7.6	2019-11-05	5(3+2)	2024-11-05	4.24	正常
19 北部湾 MTN003	10	2019-09-04	3	2022-09-04	4.19	正常
19 北部湾 CP002	7.5	2019-08-09	366 天	2020-08-09	3.6	正常
19 北部湾 MTN002	10	2019-05-08	3	2022-05-08	4.6	正常
18 北部湾 MTN002	10	2018-11-19	3	2021-11-19	5.37	正常
18 北部湾 MTN001	5	2018-05-08	5(3+2)	2023-05-08	5.9	正常
16 北部湾	15	2016-03-01	5	2021-03-01	3.6	正常
15 北部湾 MTN003	20	2015-12-29	5+N	2020-12-29	4.7	正常
15 北部湾 MTN002	5	2015-11-26	5	2020-11-26	4.36	正常
14 北部湾港债	7.19999	2014-07-30	7(5+2)	2021-07-30	6.29	正常
本部小计	164.79999	-		-	-	-
20 西江 SCP004	9	2020-06-16	78D	2020-09-02	3.10	正常
20 西江 SCP003	5	2020-03-25	230D	2020-11-10	2.98	正常
20 西江 SCP002	5	2020-03-12	270D	2020-12-07	3.01	正常
20 西江 SCP001	6.5	2020-01-10	270D	2020-10-06	3.70	正常
19 西江 PPN001	3	2019-11-21	3	2022-11-21	5.65	正常
19 西江 SCP006	5	2019-11-05	270D	2020-08-01	4.10	正常
S19 西江 1	3.6	2019-09-20	3+2	2024-09-20	5.50	正常
18 西江 MTN002	5	2018-03-08	3	2021-03-08	6.68	正常
18 西江 MTN001	5	2018-02-09	3+2	2023-02-09	6.90	正常
17 西江 MTN003	10	2017-09-15	3+N	2020-09-15	6.20	正常
17 西江 MTN002	10	2017-08-10	5	2022-08-10	5.75	正常
16 西江 MTN001	10	2016-03-15	5+N	2021-03-15	5.50	正常
12 西江债	10.5	2012-03-13	5+5	2022-03-13	7.82	正常
G 西江 E2	0.89	2019-02-27	2	2021-02-27	4.70	正常
G 西江 E3	1.33	2019-02-27	3	2022-02-27	5.00	正常
G 西江 E4	1.42	2019-02-27	4	2023-02-27	5.50	正常

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
G 西江 E5	1.52	2019-02-27	4.76	2023-11-30	5.80	正常
G 西江 E 次	0.37	2019-02-27	4.76	2023-11-30	0.00	正常
西江集团（合并）小计	93.13	-	-	-	-	-
合计	257.9299 9	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、

“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

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

A. 港口行业

2019 年，全球经济景气度持续下降，沿海港口业务经营承压，同时，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，加之长江港口一体化政策成效显著，我国内河港口货物吞吐量实现了双位数增长，为我国港口货物吞吐总量提供了较好的支撑。港口行业近年来政策环境较好，但亦在作业收费和安全环保上受到了较高的政策调控，港口盈利能力的提升面临

挑战。2020年初新冠肺炎疫情爆发，尽管至3月中，我国境内形势已得以较好控制，但随着该疫情在全球各地的蔓延，需持续关注其发展态势变化及对港口行业的影响。

a. 行业概况

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宏观因素。全球经济景气度持续下降背景下，短期内我国宏观经济增长压力加大，2019年我国实现GDP累计同比增长6.10%，增速较上年下滑0.60个百分点；我国进出口金额（人民币）累计同比增长3.40%，增速较上年大幅下滑6.30个百分点。在此背景下，根据交通运输部公布数据，2019年，我国港口完成货物吞吐量139.51亿吨，同比增长5.7%，其中，沿海港口货物吞吐总量同比增长4.30%；内河港口吞吐量实现了较高的增速，同比增长9.00%。2020年初，新冠肺炎疫情的爆发，国内大部分企业延迟复工，物流效率降低，船次航线调整，对我国港口第一季度的业务量造成了一定负面影响，2020年第一季度，我国主要港口货物吞吐量同比下滑4.62%，其中，外贸货物吞吐量同比微幅增长0.34%，尽管我国境内目前新冠肺炎疫情已得到了较好控制，但随着疫情在全球的全面爆发，需持续关注后续发展形势及对港口影响程度的变化。

港口吞吐的货种类型决定了其更易受到哪些行业的影响，亦决定了港口的盈利水平。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，港口行业的信用质量易受上述几大货种所属行业的发展态势影响。其中，我国港口的煤炭吞吐情况与国内煤炭开采行业形势密切相关。2019年以来，我国煤炭行业景气度不如上年，供给端新增产能的持续释放以及煤炭进口量增幅明显，行业供需趋于宽松，煤炭价格整体小幅下降，我国港口煤炭吞吐量预计能维持增长态势，但增幅较上年同比略有回落。2020年初我国新冠肺炎疫情爆发后，受制于下游企业复产复工的延后，电厂煤耗下降、焦化厂开工率不足，短期内疫情对煤炭需求造成一定冲击，进而对我国港口的煤炭吞吐量造成一定影响。

我国港口吞吐的金属矿石以进口铁矿石为主，2019年上半年，巴西矿难、澳洲飓风等事故使得铁矿石进口价格的上涨，对我国港口铁矿石吞吐量造成了一定负面影响。但进入下半年后，随着巴西矿山恢复生产，市场供应增加，铁矿石价格开始回落；同时，我国粗钢产量增长平稳，能继续对我国铁矿石需求形成较好支撑。2020年以来，受春节假期和新冠肺炎疫情影响，我国房地产和汽车等主要钢铁下游行业普遍开工不足，使得钢材库存大幅堆积，铁矿石需求出现下降，再加上我国港口铁矿石库存尚充沛，目前来看，2020年我国港口的铁矿石装卸业务面临一定拓展压力。

我国港口吞吐的石油以进口原油为主，我国自2017年起成为了全球最大的原油进口国，2019年，我国原油进口数量同比增长9.49%，保持了较快增速。2020年以来，新冠肺炎疫情爆发后各项防控措施（封城、封锁高速道口

等)的实施,使得客运活动大幅减少,货运效率亦大幅下降,原油消耗受此影响大幅减少,随着3月中我国境内形势明显好转,境内需求将逐步回稳;但目前新冠肺炎疫情在全球的持续扩散,全球原油需求预计将出现明显下滑,“OPEC+”会议在当年4月明确达成减产协议,可对国际原油价格形成一定支撑,但是否能弥补新冠肺炎疫情对全球需求造成的冲击仍存在较大的不确定性,总体而言,我国港口原油吞吐形势仍面临较大的下行压力。

集装箱亦是我国港口核心货种之一,其具有装载货物价值高、作业收费相对偏高的特性。2019年,我国港口完成集装箱吞吐量2.61亿标箱,同比增长4.40%。分港口看,当年我国前十大集装箱港口中,大连港、营口港和苏州港出现了负增长,同比分别下滑10.31%、15.53%和1.34%;同时,我国目前主要美国航线集中在深圳港、上海港、宁波-舟山港、青岛港和厦门港等港口,关注中美贸易关系变化对上述港口带来的影响;而“一带一路”沿线国家航线预计将保持较好的增速,能为我国所涉港口集装箱业务提供一定增量。2020年以来,随着新冠肺炎疫情管控措施的实施,以及集卡物流效率下降,我国港口集装箱装卸业务当年预计将会受到较为明显的短期冲击,尤其是冷藏箱集装箱、汽车集装箱等,2020年第一季度,我国主要港口完成集装箱吞吐量同比下滑8.54%。

从我国前十大沿海港口情况来看,与上年相比,2019年,我国港口货物吞吐量进入前十的门槛有所下降,由上年的3.70亿吨下降至2.88亿吨;十大排名中1-6名仍保持不变,日照港超越大连港和烟台港上升至第七,黄骅港超越营口港和湛江港,位居全国第十;从波动情况来看,出现同比下降的港口主要分布于环渤海港口群,其中烟台港和大连港出现了同比双位数的大幅下滑,大连港吞吐量出现骤降的主要原因,根据网上公开信息,一方面系受统计口径变化影响,另一方面亦受到了其经济腹地东北地区的传统支柱行业景气度下滑的冲击;此外,上海港在宁波-舟山港的竞争压力下,同比出现了微幅下滑。2020年第一季度,受新冠肺炎疫情影响,我国前十大沿海港口中过半港口的货物吞吐量均出现了同比下滑,其中,以外贸集装箱为主的上海港及以进口铁矿石为主的唐山港下滑幅度均超过10%。

图表 2. 我国沿海前十大港口吞吐量情况(单位:亿吨、%)

排序	2018年			2019年			2020年1~3月		
	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	10.84	7.67	宁波-舟山港	11.20	3.29	宁波-舟山港	2.50	-1.86
2	上海港	6.84	-3.08	上海港	6.64	-2.98	青岛港	1.44	4.15
3	唐山港	6.37	12.68	唐山港	6.57	3.08	唐山港	1.42	-12.49
4	广州港	5.94	4.90	广州港	6.06	2.05	上海港	1.39	-15.07
5	青岛港	5.43	6.79	青岛港	5.77	6.43	广州港	1.35	-4.65
6	天津港	5.08	0.97	天津港	4.92	-3.06	日照港	1.19	4.58
7	大连港	4.68	3.72	日照港	4.64	5.97	天津港	1.11	5.40
8	烟台港	4.43	55.14	烟台港	3.86	-12.81	烟台港	0.92	-1.90
9	日照港	4.38	21.56	大连港	3.66	-21.68	大连港	0.83	1.45

排序	2018年			2019年			2020年1~3月		
	港口	吞吐量	同比	港口	吞吐量	同比	港口	吞吐量	同比
10	营口港	3.70	2.10	黄骅港	2.88	-0.03	黄骅港	0.67	-1.20

数据来源：wind，新世纪评级整理

建设投资方面，我国港口行业于“十二五”期间经历了过度投资期，近三年建设投资额整体有所下降，沿海建设投资额自2012年以来，年度同比一直呈负增长，内河建设投资亦表现为震荡下滑。2019年末，我国沿海建设投资额为523.81亿元，同比下滑7.03%，降幅较2018年末的14.78%明显缩小；内河建设投资额为613.64亿元，亦开始出现下滑，同比下滑2.27%。但是，随着我国各地港口资源整合工作的深入，各港口的定位和发展方向进一步明确，再加上我国各地以长江沿线为重心对非法和小散乱码头进行了整治清理，均将为我国部分区域的港口带来新的建设需求，但我国港口基础设施建设投资未来增速将在区域分布上和泊位类型上出现明显分化。此外，随着“十三五”末的到来，部分地区或为达规划要求，从而进入一段时期的建设投资小幅回升期，根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到2020年，我国沿海港口万吨级及以上泊位数达2527个，根据《2019年交通运输行业发展统计公报》披露，截至2019年末，我国沿海港口万吨级及以上泊位数为2076个，较上年末增长69个。

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；与此同时，我国政府不断对港口行业的收费制度进行市场化改革，而随着各地港口资源整合工作的稳步推进，对行业内垄断现象的重视度亦有所提升，叠加行业内目前仍较为激烈的竞争环境，我国港口企业的作业收费仍面临较大的下行压力。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。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，我国各地港口还出台了延长免箱期、减免滞箱费和码头堆存费等政策，预计将使得我国港口业务的收入和盈利空间面临一定压力。

c. 竞争格局/态势

2019年以来，我国以省政府为主导的港口资源整合工作继续深入，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。

从样本企业来看，2019年以来，大部分样本企业的各项经营指标保持较好增长，且随着规模优势的体现，综合成本得以控制，平均毛利率和资产回报率呈上升态势。受2020年初新冠肺炎疫情的影响，我国港口企业的经营将受到一定短期冲击，2020年第一季度港口企业的营业收入和经营性现金流存在一定下行压力；同时，随着新冠肺炎疫情在全球各地蔓延，需持续关注疫情对全球经济和港口行业形势的影响。

图表 3. 核心样本企业基本数据概览（2019年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	毛利率	经营性现金净流入量
上海国际港务(集团)股份有限公司	1421.77	36.14	361.02	99.26	30.71	61.73
天津港(集团)有限公司	1387.67	64.70	284.97	3.33	15.91	19.06
大连港集团有限公司	880.53	46.06	81.26	15.44	27.30	34.20
营口港务集团有限公司	770.60	49.79	82.06	(2.35)	23.02	38.48
宁波舟山港股份有限公司	717.79	38.10	243.22	38.00	23.60	2.84
河北港口集团有限公司	614.31	47.06	156.05	2.66	20.04	12.28
连云港港口集团有限公司	609.31	71.84	130.03	0.71	9.82	2.03
青岛港国际股份有限公司	527.85	36.35	121.64	41.33	32.76	29.66
烟台港集团有限公司	433.77	72.08	84.40	3.56	22.45	9.78
大连港股份有限公司	350.98	39.02	66.46	8.95	29.96	16.07
唐山港口实业集团有限公司	295.52	26.37	112.92	16.01	19.91	16.15
广州港股份有限公司	288.00	44.58	104.20	10.34	22.92	26.56
唐山港集团股份有限公司	246.59	25.49	112.09	17.65	21.64	15.90
日照港股份有限公司	232.48	41.03	52.46	7.15	24.99	11.52
北部湾港股份有限公司 ¹	181.49	51.84	47.92	10.70	38.86	15.52
湛江港(集团)股份有限公司	156.47	40.25	25.43	1.87	28.09	7.32
营口港务股份有限公司	152.20	15.24	47.68	10.48	34.79	19.66
厦门港务发展股份有限公司	97.70	54.53	141.55	1.87	4.12	6.38
珠海港股份有限公司	92.51	38.87	33.22	2.47	15.89	3.05

资料来源：wind、公开资料，新世纪评级整理

d. 风险关注

多元化业务经营风险。近年来，我国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。

政策性风险。在港口收费机制市场化、反垄断调查趋严以及物流业降本增效等政策因素影响的背景下，未来我国港口行业盈利水平将持续承压；同时，我国环保要求亦愈发严苛，近年来一系列环保相关政策和/或通知的发布，亦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。总体而言，我国港口面临一定的政策性风险。

安全风险。港口作为重要的交通基础设施，安全事故的发生、有毒货物的

¹ 为该公司的子公司。

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，2019年以来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，行业内产能过剩的问题短期内仍难以得到实质性的解决；同时，严格的环保政策亦会加大环保支出压力，成本端压力有所加大，此外，新冠肺炎疫情亦对下游需求形成一定冲击，总体来看，不锈钢行业未来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，2017~2019年，我国不锈钢粗钢产量分别为0.26亿吨、0.27亿吨和0.29亿吨，占全球不锈钢粗钢产量的比重超50%。从主要产品来看，我国规模以上的不锈钢企业主要产品包括宽幅板卷、热轧窄带等。从产能利用率情况来看，目前我国不锈钢产能利用率不到70%，一直处于偏低水平。但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，以及原不锈钢企业规模扩大，新增产能增长速度较快。据2018年亚洲不锈钢研讨会的报告显示，到2020年，我国新增不锈钢产能将达到750万吨，总产能可达4400-4500万吨。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源不断收紧，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。

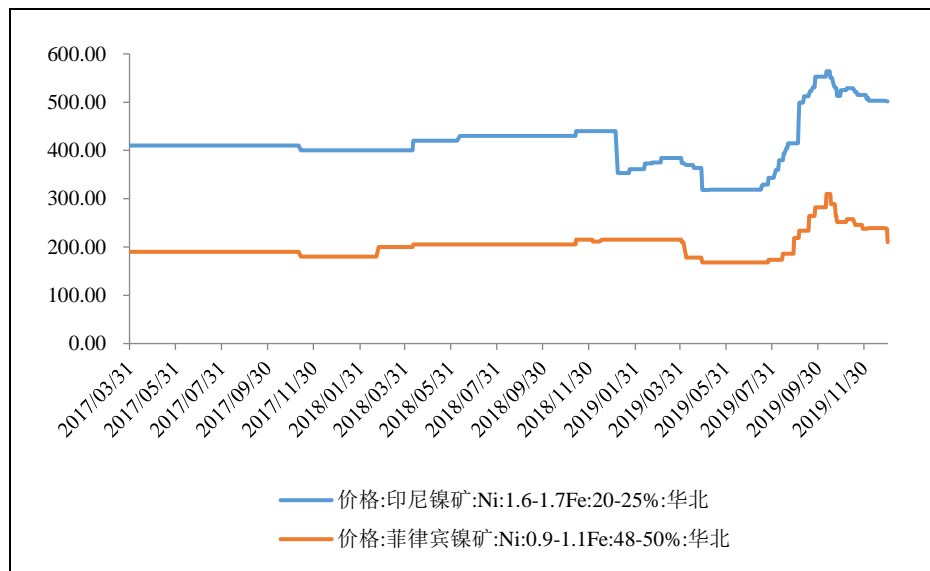
我国不锈钢最终产品的消费主要涉及橱柜产品、日用器皿、洗衣机、热水器等日用制品，室外装修、结构材料、耐腐蚀屋顶等建筑产品，化工设备、运输设备、海工设备、环保设备、能源设备等机械品，以及汽车等。2017~2019年，我国不锈钢表观消费量分别为0.20亿吨、0.23亿吨和0.24亿吨，近年来随着消费升级及应用市场不断拓展，不锈钢产品消费量呈增长态势。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响下游制造业开工，需求出现疲软态势。

综合不锈钢行业供需情况来看，近年来我国不锈钢产量均高于不锈钢表观消费量，产能存在过剩现象。未来，随着我国经济增速放缓以及中美贸易摩擦因素影响，不锈钢下游行业或将出现需求不振的局面，叠加国内产能不断扩大以及国内企业海外钢厂回流等因素影响，预计未来我国不锈钢行业产能过剩面或扩大。

镍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，但由于我国镍矿储量少，不锈钢产业所需的镍矿大量依赖进口，镍矿对外依存度持续多年超过80%，且镍矿进口几乎完全来源于菲律宾和印尼，

因此两国的相关产业政策变化对我国镍矿市场波动影响巨大。印尼方面，2014年初，印尼政府颁布了原矿出口禁令，镍价格迅速上涨；直到2017年1月12日，印尼政府宣布部分取消镍矿和铝土矿的出口禁令，镍价格出现短暂下跌，但受禁令放宽附带条件限制因素影响，市场普遍认为不会无底线的打压镍价格，镍价格自2017年1月底持续上涨。2019年9月，印尼政府再次宣布自2019年12月起禁止镍矿出口，镍价格再次明显上涨。菲律宾方面，受国内日趋严格的环保政策对其镍矿产量带来的不利影响，其出口或将持续小幅减少，将在一定程度上促使镍价格上涨；另一方面其价格波动亦在较大程度受到印尼镍价波动影响，与其价格走势基本相同。此外，2020年第一季度受新冠肺炎疫情冲击多国采取封国措施对镍矿进口亦产生一定冲击，据估计菲律宾封锁整体影响我国镍矿进口约160万吨。总体来看，我国镍矿对外依存度高，镍价格易受到外部环境变动影响，目前镍价格上涨将对不锈钢企业盈利空间造成一定的侵蚀。

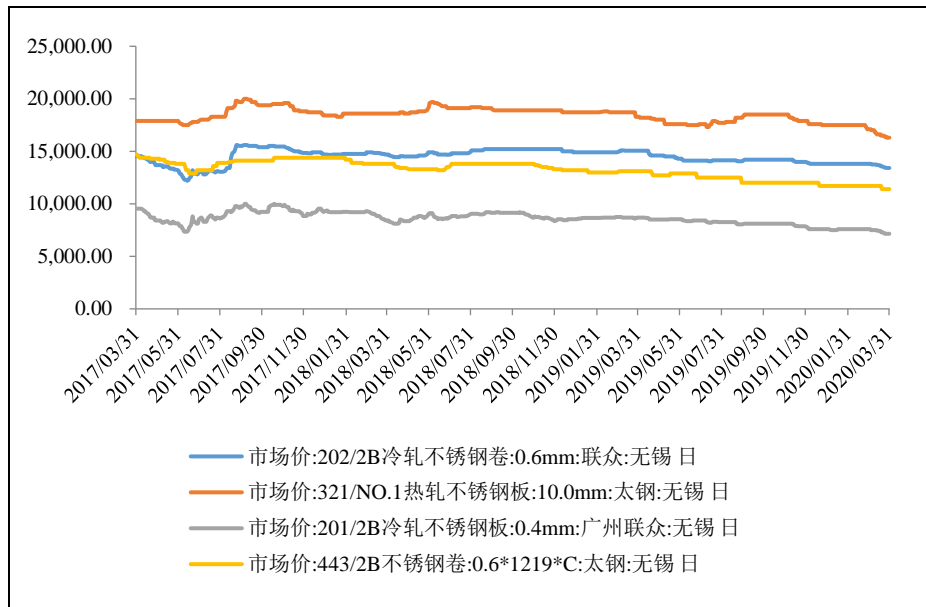
图表 4. 印尼及菲律宾部分镍矿价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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，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，我国不锈钢产品价格自当年起整体呈上扬之势，但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，进入2019年之后，我国不锈钢产品价格中枢有所下移。总体来看，不锈钢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 5. 部分不锈钢产品市场价格情况（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，但大型企业较少，目前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”）、北部湾新材料系[包括广西北部湾新材料有限公司²（简称“北部湾新材料”）、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。

图表 6. 2019 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	695.48	322.52	53.63	704.19	20.64	3.87	38.71
酒泉钢铁	1098.75	312.72	71.54	1035.80	1.23	8.23	57.29
宝钢股份	3396.33	1912.16	43.70	2920.57	134.69	10.88	295.04
北部湾新材料	95.37	20.72	78.28	254.01	4.81	5.48	12.60
诚德压延	74.29	14.72	80.18	132.22	-1.75	3.15	3.32
诚德不锈	26.24	3.78	85.59	35.51	-0.72	1.89	3.59

资料来源：北部湾港务、Wind 资讯

(3) 区域市场因素

A. 区域经济发展情况

该公司运营管理的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，广西自治区是连接粤港澳与西部地区的重要通道，也是

²北海诚德镍业有限公司已于 2019 年 11 月更名为“广西北部湾新材料有限公司”。

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；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。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，2017~2019年，全区累计实现地区生产总值分别为2.04万亿元、2.04万亿元和2.12万亿元，同比分别增长7.30%、6.80%和6.00%³。2020年第一季度，受新冠病毒疫情影响，全区累计实现地区生产总值0.47万亿元，同比下降3.3%。

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。

此外，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，2017~2019年，广西自治区与东盟双边贸易额分别为1893.85亿元、2061.49亿元和2334.65亿元；同比分别增长3.7%、6.30%和13.30%，占同期全区进出口总额的比重分别为48.98%、50.20%和49.73%。同时，广西自治区积极参与“一带一路”建设，与“一带一路”沿线国家地区的经贸往来日益密切，2019年对哈萨克斯坦和俄罗斯进出口分别增长1.4倍和1.1倍。未来，随着中国—东盟自由贸易区升级版的建设、“一带一路”战略的推进、“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，广西自治区地缘战略优势将逐步显现，具有较好的发展前景。

我国与东盟之间地理距离近，物流成本低，贸易互补性强，2020年第一季度，我国与东盟货物贸易总额达到9913.4亿元人民币，同比增长6.1%。其中，我国对东盟出口5394.3亿元，增长2.4%；自东盟进口4519.1亿元，增长10.9%。

³地区生产总值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算。其中，2018年地区生产总值数据按调整后的专业可比口径进行计算。

B. 区域政策环境

广西壮族自治区背靠大西南，面向东南亚和港澳台，在我国国家“一带一路”、“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，和“西部陆海新通道”建设获得国家高度重视与支持，广西壮族自治区和各地方政府不断加大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。总体来看，该公司所处的区域政策环境较好。

图表 7. 近年来主要地方政策

发布时间	区域性政策措施	涉及核心内容
2016年1月	广西北部湾经济区“十三五”规划	打造北部湾升级版，继续实施双核驱动、三区统筹战略
2017年2月	北部湾城市群发展规划	深化广西北部湾港与东盟等边境口岸的战略合作
2017年8月	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
2017年11月	珠江—西江经济带左右江革命老区建设推进工作方案	完善内河港口布局和功能，提升交通基础设施支撑保障能力，加快产业转型升级
2018年4月	广西东盟“一带一路”产业投资基金（筹）	主要投向广西和东盟“一带一路”区域，重点投资具有竞争优势和增长前景的行业
2019年5月	广西全面对接粤港澳大湾区建设总体规划（2018-2035年）	借力大湾区发展，加快构建“南向、北联、东融、西合”全方位开放发展新格局
2019年8月	西部陆海新通道总体规划	西部陆海新通道建设上升为国家战略
2020年2月	广西基础设施补短板“五网”建设三年大会战总体方案（2020—2022年）	加快水运港航基础设施建设，大力推进北部湾港口深水航道和专业化深水泊位建设，推动内河航道扩能建设，完善高等级过船设施，到2022年全区港口总吞吐量达到4.5亿吨、集装箱吞吐量700万标箱
2020年5月	关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见	强化开放大通道建设。积极实施中新（重庆）战略性互联互通示范项目。完善北部湾港口建设，打造具有国际竞争力的港口群。积极发展多式联运，加快铁路、公路与港口、园区连接线建设。强化沿江铁路通道运输能力和港口集疏运体系建设。

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，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月分别累计实现货物吞吐量 2.17 亿吨、2.41 亿吨、2.56 亿吨和 0.64 亿吨，同比分别增长 6.41%、10.39%、6.66% 和 14.5%。

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，散杂/件杂货仍面临业主码头的竞争分流，但集

装箱业务区域垄断地位稳固。

图表 8. 主要竞争港口货物吞吐量（单位：亿吨、万 TEU）

港口	2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 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
北部湾港	2.40	290	2.56	382	0.64	92	0.56	70
湛江港	2.77	91	2.16	112	0.55	27	0.56	26
广州港	5.49	1975	6.06	2283	1.35	474	1.42	528
深圳港	2.29	2363	2.58	2577	0.52	533	0.57	605

资料来源：wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

该公司合并广西西江开发投资集团有限公司（简称“西江集团”）后，未来将统筹运营北部湾港、西江黄金水道、西部陆海新通道和出海出省出边综合交通运输体系建设，能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有所波动，2017~2019 年及 2020 年第一季度分别实现货物吞吐量 1.26 亿吨、1.39 亿吨、1.23 亿吨和 0.22 亿吨，目前广西内河港口运营主体十分分散，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 9. 广西主要内河港口货物吞吐量情况（单位：万吨）

广西内河港口	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
贵港港	6322	7003	8062	1613
梧州港	3634	4002	2856	454
来宾港	1152	2093	504	—
南宁港	1381	736	796	138
柳州港	98	45	46	—

资料来源：广西壮族自治区统计局、中华人民共和国交通运输部

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要从事港口、物流、工贸、建设开发、能源、金融、投资和公益（船闸）等业务，盈利主要来自于港口及工贸业务，随着公司不断进行业务拓展，2019 年营业收入仍保持了稳定增长，但 2020 年初，受新冠肺炎疫情冲击，工贸等业务板块面临上下游不同程度停工停产，市场需求减少，当期营收出现下降，综合盈利能力亦有所下降。

跟踪期内，该公司实施大港口战略，仍以“三港整合”为主线，坚持“港-工-贸-融”互动，构筑综合物流体系，产业板块布局亦以“7+1”模式，分别为港口、物流、工贸、建设开发、能源、金融、投资和公益（船闸），其中，港口业务主要从事港口投资、建设和运营；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；投资业务主要从事海外参股投资及其他与主业关联度较低的企业参股投资；金融业务主要从事创投、贷款、基金业务等；公益（船闸）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。其中，港口、工贸及物流为公司三大核心业务，2019年及2020年第一季度占营业收入的比重分别为96.39%和96.81%。

2019年及2020年第一季度，该公司实现营业收入706.88亿元和136.87亿元，综合毛利率分别为10.61%和7.35%，2019年，除金融和投资业务外，公司各业务板块均实现了较好增长，营业收入同比增长2.17%，毛利率亦微幅增长0.60个百分点；2020年第一季度，除港口、物流和船闸业务外，公司其他业务板块均受到了新冠肺炎疫情的负面影响，收入出现不同程度的同比下降，当期营业收入同比减少11.46%；综合毛利率同比微幅下降0.18个百分点。

该公司经营范围较广，涉及行业较多，主要立足于西南地区，并向周边（广东、香港及澳门）以及相应产品活跃地带（如不锈钢业务拓展至江苏）拓展业务。公司各业务行业属性差异性大，因此业务核心驱动因素亦呈一定差异性，如港口业务核心驱动因素主要包括资源、规模、货种及费率等；工贸业务下制造业类产业核心驱动因素主要为成本及技术等，贸易业务核心驱动因素主要为资金及管理；物流业务核心驱动因素主要为资源及管理。

图表 10. 公司核心业务基本情况

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

资料来源：北部湾港务

除上述三大核心业务板块外，该公司还从事建设开发、能源、投资、金融和公益（船闸）业务，2019年及2020年第一季度上述业务合计实现收入25.54亿元和4.37亿元，规模不大，对公司整体营收影响有限。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计	464.34	691.85	706.88	136.87	154.59
其中：核心业务营业收入（亿元）	447.52	672.06	681.34	132.50	149.40
在营业收入中所占比重（%）	96.38	97.14	96.39	96.81	96.64
其中：（1）港口	35.70	42.01	44.56	11.18	9.87

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
在核心业务收入中所占比重 (%)	7.98	6.25	6.54	8.44	6.61
(2) 工贸	386.77	590.30	594.08	112.79	131.49
在核心业务收入中所占比重 (%)	86.43	87.83	87.19	85.13	88.01
(3) 物流	25.05	39.75	42.70	8.53	8.04
在核心业务收入中所占比重 (%)	5.60	5.91	6.27	6.44	5.38
毛利率 (%)	11.36	10.01	10.61	7.35	7.53
其中：港口 (%)	36.96	42.52	41.52	41.46	42.11
工贸 (%)	9.54	7.25	7.74	3.50	4.20
物流 (%)	3.38	-0.17	-0.38	-2.39	0.31

资料来源：北部湾港务

A. 港口业务

跟踪期内，该公司仍为广西北部湾港主要经营实体，且目前政府相关部门正在进行区域内资产整合工作，其他内河港口相关资产正在逐步划入，未来公司港口业务区域垄断地位将进一步增强。2019 年以来，公司港口业务继续保持较好发展态势，2020 年第一季度，受益于积极推动西部陆海新通道及集聚区内货源，公司港口业务同比仍增长 13.25%。未来随着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，港口业务有望保持较好的发展。

a. 港口资源

跟踪期内，根据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”）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公司，由此该公司港口资源新增内河港南宁港，目前运营港区主要包括三大沿海港口（防城港、钦州港及北海港）以及多个内河港口（南宁港、贵港港、来宾港、梧州港、百色港、崇左港、河池港和柳州港等）。2019 年末，公司共计拥有及管理境内生产性泊位 187 个，其中沿海生产性泊位 82 个，内河生产性码头 105 个（北部湾港 21 个，西江集团 84 个），当年末较上年末增加 27 个生产性泊位，均为内河生产性泊位；年通过能力合计为 30023 万吨，其中沿海泊位年通过能力为 24886 万吨，内河泊位年通过能力为 5137 万吨，当年末生产性泊位通过能力较上年末增加 1368 万吨，亦为内河生产性泊位贡献。

b. 货种结构

跟踪期内，该公司吞吐货种未发生重大变化，仍以金属矿石（主要是铁矿、锰矿、红土镍矿）、煤炭、粮食及非金属矿石（主要是重晶石、磷矿）等大宗物资的散杂货装卸业务为主，其中，金属矿石和煤炭仍为两大核心货种，2019 年及 2020 年第一季度合计实现吞吐量占公司货物总吞吐量的比重分别为 40.28% 和 42.92%，同期，公司金属矿石吞吐量实现了较好的增长，同比分别增长 9.14% 和 28.13%，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，公司金属矿石仍以铁矿石为主，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。煤炭为公司第二大货种，主要从印尼、澳大利亚等国进口煤炭，供西南地区用煤（主要是电煤、钢煤），2019 年同比增长 12.35%，主要系受益于煤炭行业回暖，煤炭价格处于较好水平。此外，公司装卸的粮食主要从国内及美洲地区进口，供广西区内及云贵川的企业使用，2019 年以来受中美贸易冲突加剧影响，呈下降态势。

跟踪期内，该公司继续实施集装箱业务“一轴两翼”战略，即以钦州港为中轴，以防城港、北海港作为喂给港，培育区域集装箱枢纽，并且随着区域集装箱班列、专列相继开通及海上“穿梭巴士”的运营，大力推动“散改集”业务；此外，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 年及 2020 年第一季度同比分别增长 28.62% 和 25.77%。

图表 12. 公司货物吞吐量情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
货物吞吐量（万吨）	16155.03	19796.99	23313.33	5720.49	4996.06
金属矿石（万吨）	4647.55	5250.03	5730.11	1498.49	1169.47
其中：铁矿（万吨）	3144.59	3404.73	3696.29	1055.90	814.64
镍矿（万吨）	555.82	789.37	686.22	73.18	55.87
煤炭（万吨）	2756.00	3257.73	3660.22	957.01	1007.18
粮食（万吨）	1111.33	1220.32	1035.60	213.71	244.54
非金属矿石（万吨）	558.00	454.90	634.49	139.55	91.97
集装箱（万 TEU）	241.30	323.22	415.71	97.84	77.79

资料来源：北部湾港务

c. 费率水平

跟踪期内，该公司港口业务仍执行交通部颁布的《中华人民共和国港口收费规则（内贸部分）》、《中华人民共和国交通部港口收费规则（外贸部分）》和《国内水路集装箱港口收费办法》等行业指导收费标准，公司对部分货种的收费以行业指导价的基础下浮 20% 执行。

在结算方式上，该公司以《港口作业合同》和《船舶作业合同》为协议形式，可“一船/一签”，也可按年度签订合同，结算方式是“单船结算”或“按发货进度/月度结算”。

d. 业务规模

跟踪期内，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，该公司货物吞吐量持续增长，2019 年及 2020 年第一季度分别增长 17.76% 和 14.50%，从而带动港口业务收入规模稳步扩大，同期分别实现收入 44.56 亿元和 11.18 亿元，同比分别增长 6.07% 和 13.25%；港口业务

毛利率分别为 41.52% 和 41.46%，盈利能力持续保持在较好水平。

B. 工贸业务

该公司坚持“港贸结合，以贸促港”方式开展工贸业务，主要涉及不锈钢、贸易、粮油、有色金属和建材等业务，公司依托集团物流和产业优势，通过引进、整合不锈钢、粮油等临港工业，并购有色金属工业企业，构筑“港口—综合物流—贸易—工业”全供应链体系。2019 年及 2020 年第一季度，公司工贸业务分别实现收入 594.08 亿元和 112.79 亿元，毛利率分别为 7.74% 和 3.50%，2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，工贸业务板块受上下游不同程度停工停产、交通运输限制、人员返岗延缓、市场需求减少等因素影响，收入同比下降 14.22%，毛利率亦受不锈钢业务盈利空间压缩等影响同比微幅下降 0.70 个百分点。

图表 13. 公司工贸业务收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
不锈钢	229.61	9.40	264.58	5.37	221.68	7.65	41.06	1.09	53.61	3.89
贸易	82.24	5.39	200.04	3.21	243.03	2.91	50.23	1.73	53.97	2.14
油脂	41.47	-2.64	39.92	1.87	42.69	2.84	6.49	3.53	9.62	-5.54
有色金属	33.44	35.86	40.90	22.83	35.05	20.29	5.94	7.21	5.32	18.99
建材	-	-	44.87	26.90	51.62	26.44	9.06	21.76	8.97	20.13
合计	386.77	9.54	590.30	7.25	594.08	7.74	112.79	3.50	131.49	4.20

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

2019 年以来，该公司对不锈钢业务的调整主要体现在对原北海诚德系三家经营主体[北部湾新材料、诚德压延和诚德不锈钢]中非全资企业的股权收购事项上，以便将来实现整体全资经营。公司董事会审议方案主要包括以下三项内容，一是同意收购佛山市诚德物业管理有限公司（简称“诚德物业”）及自然人劳玉燕分别持有诚德镍业 29.00% 和 19.00% 股权；二是同意收购自然人劳玉燕持有诚德不锈钢 32.64% 股权；三是同意北部湾新材料公开挂牌转让所持佛山市诚德新材料有限公司（简称“诚德新材料”）。上述股权转让事项约定交割日为 2019 年 2 月 28 日，即转让方将不再享受相应股权对应股东权利且不再参与相关生产经营管理。截至 2019 年末，公司已全资持有北部湾新材料并不再持有诚德新材料任何股权，但仍尚未完成诚德不锈钢股权收购事项，直接及间接持有其 67.36% 股权。其中，收购北部湾新材料共 48.00% 股权对价为 17.53 亿元；收购诚德不锈钢 32.64% 股权对价为 2.31 亿元，尚未支付；转让诚德新材料挂牌底价为 5.38 亿元，受让方为诚德物业。

目前，北部湾新材料的主要销售产品为不锈钢板坯，还有很小部分炼钢过程中产生的水渣等；北部湾新材料生产的不锈钢板坯主要供给诚德压延，用于其不锈钢热轧黑皮卷及白皮卷的生产。诚德压延生产的产品除对外销售外，还主要供给诚德不锈钢生产冷轧不锈钢卷。

从产能情况来看，跟踪期内，该公司不锈钢板块产能较上年末未发生变化，

截至 2020 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仍分别为 280 万吨、300 万吨、300 万吨和 120 万吨。从生产情况来看，公司根据不锈钢市场购销行情把控生产节奏，跟踪期内，各类产品产量均有所增长，仅冷轧不锈钢卷因当年市场需求减少 2019 年产量同比减少 12.66%。

图表 14. 不锈钢业务主要产品产能利用率情况（单位：万吨、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 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	281.34	100.48	287.22	102.58	62.94	89.91	59.23	84.61
热轧不锈钢黑皮卷	266.49	88.83	281.62	93.87	61.02	81.37	57.76	77.01
热轧不锈钢白皮卷	256.25	85.42	275.42	91.81	57.53	76.71	55.81	74.41
冷轧不锈钢卷	98.82	82.35	86.31	71.92	24.33	81.10	19.78	65.92

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从销售情况来看，跟踪期内，该公司生产的热轧不锈钢黑皮卷仍以自用为主，销量继续降低；热轧不锈钢白皮卷和终端不锈钢产品冷轧不锈钢卷的销量随着市场需求的变化而呈现波动，2019 年以来，热轧不锈钢白皮卷销量呈波动态势，2019 年及 2020 年第一季度同比分别增长 13.45% 和下降 28.21%；冷轧不锈钢卷销量则因市场需求不振持续下降，同期分别同比减少 6.17% 和 1.30%。

图表 15. 公司不锈钢业务主要产品产销情况（单位：万吨、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 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	5.93	2.22	0.10	0.04	1.26	2.06	—	—
热轧不锈钢白皮卷	155.70	60.76	176.64	64.14	25.15	43.72	35.04	62.78
冷轧不锈钢卷	96.24	97.39	90.30	104.63	21.74	89.35	22.02	111.34

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

从销售价格情况来看，2019 年以来，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负面影响。

图表 16. 公司不锈钢业务主要产品售价情况（单位：元/吨（含税））

产品名称		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
热轧不锈钢黑皮卷	200 系	6499.97	7270.00	6158.77	5419.76
	300 系	10928.66	13113.00	11439.01	11325.81
	400 系	5128.21	5918.00	—	—
	索氏体	—	—	5929.20	—
热轧不锈钢白皮卷	200 系	6742.70	7878.00	6453.10	5846.67
	300 系	11714.45	14329.00	12393.12	11381.91
	400 系	—	6704.00	—	—
	索氏体	—	—	6311.17	6944.74
	T4003	—	—	—	5752.21
冷轧不锈钢卷	200 系	7793.92	8705.00	7255.08	6575.96
	300 系	12710.81	15043.00	12959.00	11895.84

产品名称	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
索氏体	—	—	6993.32	6775.39

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从采购端来看，跟踪期内该公司因电解镍价格上涨至高位，改用高镍铁代替，当期对电解镍和电解镍（镍豆）采购数量大幅下降，2019年同比分别下降95.14%和70.30%。从采购价格来看，2019年及2020年第一季度，高碳铬铁和焦炭因上下游客户市场低迷，采购价格持续下降；高镍铁则自2019年9月印尼政府宣布禁止镍矿出口起，随镍价持续上涨而价格上升。从原材料采购来源来看，公司仍主要从河南葛天再生资源有限公司、无锡市不锈钢电子交易中心有限公司等国内外公司采购，结算周期主要为按批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。

图表 17. 公司主要原材料采购价格（单位：元/吨）

原材料名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月末	2019年3月末
电解镍	73345.31	91175.57	89895.62	89895.62	80581.90
高碳铬铁	7619.37	6710.90	6229.56	5937.47	6431.72
焦炭	1944.46	2175.36	1937.30	1947.55	2073.56
电解镍（镍豆）	73959.9	89506.49	未提供	未提供	82067.55
高镍铁	8354.17	11822.91	15871.70	14118.80	10309.44

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

b) 贸易业务

跟踪期内，该公司贸易业务仍主要由二级全资子公司广西北港资源发展有限公司及三级全资子公司广西航桂实业有限公司负责。公司贸易业务经营模式仍以按销定购为主，辅以小部分自营贸易。为控制相关业务风险，公司主要采取以下措施：一是要求下游客户以土地或资产进行抵押担保；二是要求下游客户交存一定比例的保证金并作为尾款结算，采购的货物均储存于指定的仓库（一般为公司自有仓库），按付款进度给客户发货提货，以确保公司控制货权；三是为避免价格波动损失，对大宗货物交易，要求下游客户在出现货物跌价时及时补交保证金。

从客户情况来看，跟踪期内，民营企业广西盛隆冶金有限公司（简称“盛隆冶金”）仍为该公司贸易业务第一大客户，2019年其贸易销售收入占总销售收入的比重为23.76%，同期公司前五大贸易客户销售额合计占比为41.97%，集中度偏高，关注相关业务风险和账款回收风险。从结算模式来看，公司与上下游结算周期均在91天以内，主要采用现付、银行承兑汇票以及信用证等方式结算。

图表 18. 2019 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	57.76
广西盛灿贸易有限公司	自然人	21.57
云南昆钢国际贸易有限公司	昆明钢铁控股有限公司	13.65
广西南国铜业有限责任公司	广西河池市南方有色集团	8.39
柳州钢铁股份有限公司	广西柳州钢铁集团有限公司	0.63
合计		101.99

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从贸易货种来看，该公司工贸板块为亦港口贡献大量货源，跟踪期内仍以铁矿石、煤炭及有色金属（包括金属合金、钴矿）等大宗商品为主。2019 年及 2020 年第一季度，公司贸易业务收入分别为 243.03 亿元和 50.23 亿元，2019 年随着不断加大市场拓展收入同比增长 21.49%；2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，贸易市场客户需求量减少，贸易业务收入同比下降 6.93%。2019 年及 2020 年第一季度，贸易业务毛利率分别为 2.91% 和 1.73%，仍处于较低水平且同比有所下降。

c) 油脂业务

跟踪期内，该公司油脂业务经营主体仍主要为广西北港油脂有限公司（简称“北港油脂”），北港油脂统一经营管理广西港青油脂有限公司、防城港枫叶粮油工业有限公司、自贡北部湾油脂工业有限公司三家粮油企业。从产能规模来看，跟踪期内，公司油脂板块产能未有变化，2019 年末，豆油、豆粕、菜籽油及菜籽粕产能仍分别为 66.00 万吨、264.00 万吨、33.00 万吨和 27.00 万吨，产能利用率仍处于较低水平，2019 年约为 35% 左右，存在一定的产能闲置，主要系受市场饱和度较高因素影响所致。

从产销情况来看，2019 年，该公司豆油、豆粕类产品产销量明显增长，主要系北港油脂下属全资子公司防城港枫叶粮油工业有限公司自当年起加工豆制品所致；同期，受中加关系紧张影响，公司减少自加拿大进口菜籽，且 6 月以来无菜籽加工、生产，因此菜籽油、菜籽粕产量持续减少，销售量除当期生产量外还包括以前年度库存。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，公司油脂板块延迟复工复产，当期上述四大产品的产量销量同比均出现明显下降。

图表 19. 油脂业务主要产品产能利用率情况（单位：万吨、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
豆油	15.99	17.77	23.29	22.37	0.87	2.26	3.45	2.61
豆粕	63.49	62.81	92.44	90.58	3.58	7.67	13.95	13.54
菜籽油	18.06	13.54	7.15	11.81	3.57	3.33	4.50	6.49
菜籽粕	22.45	23.48	9.19	9.96	4.79	3.95	5.75	5.82

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从销售价格来看，2019 年，该公司豆油和菜籽油销售价格均有所上涨，主要系猪油产量降低导致植物油替代消费需求增长；豆粕和菜籽粕销售价格均有所下降，主要系受非洲猪瘟影响，生猪存栏下降导致饲料消费的下降，从而影

响豆粕和菜籽粕原料的消耗。

图表 20. 油脂业务主要产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品名称	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
豆油	4992.03	5179.36	6265.25	4979.74
豆粕	2791.64	2564.61	2568.51	2482.81
菜籽油	5822.05	6032.72	6915.12	5822.54
菜籽粕	2139.98	1907.37	1993.91	1878.58

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

从采购情况来看，跟踪期内，受中加关系紧张影响，该公司调整了经营策略，加大了大豆采购需求，同时降低了菜籽采购需求，2019 年大豆采购量同比增长 52.40%，菜籽采购量同比大幅减少 70.05%。从采购价格来看，大豆和菜籽的采购均价跟踪期内呈一定波动。公司原材料主要自国外采购，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，面临汇率风险。

图表 21. 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
大豆	93.92	2990.67	82.52	2930.50	125.76	2749.04	2.92	3159.48	17.87	2919.95
菜籽	37.23	2940.67	41.07	3515.05	12.30	3052.94	9.57	3250.21	10.58	3513.78

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

2019 年及 2020 年第一季度，该公司油脂业务分别实现收入 42.69 亿元和 6.49 亿元，2019 年同比增加 6.95%，主要原因系销量增长所致；2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击油脂行业需求降低影响，收入同比下降 32.50%。2019 年及 2020 年第一季度油脂业务毛利率分别为 2.84% 和 3.53%，盈利能力略有提升，主要原因系 2019 年大豆和菜籽原材料价格降低及 2020 年第一季度主要销售库存商品所致。

总体来看，跟踪期内，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，并存在一定的汇率风险，该公司该块业务经营稳定性偏弱。

d) 有色金属业务

跟踪期内，该公司有色金属业务仍主要通过华锡集团运营，华锡集团拥有完善的产业链和丰富的矿产资源，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，2019 年末，已探明和控制的锡、锌、铋、铅、镉、银等矿石量达 2.5 亿吨，综合金属量超过 1200 万吨，其中镉储量居世界前茅，锡、锌、铋名列我国前茅，同时富含镓、银、镉、铋等多种可综合回收利用的金属元素。目前，华锡集团已形成年产矿石采选 300 万吨、冶炼精锡 2.5 万吨、铅锭 6 万吨、锌锭 6 万吨、镉锭 60 吨和硫酸 18 万吨的生产能力。

从产销情况来看，跟踪期内，华锡集团仍主要销售锡锭、锌锭、铅锭、铅铋精矿和锌精矿等，受广西来宾市来宾冶炼厂（简称“来宾冶炼”）、梧州华锡冶炼有限公司改变经营模式影响，2019 年，上述五大主要产品的合计产量和销

量分别同比减少 15.42% 和 16.09%；2020 年第一季度，因春节放假检修，生产时间不足，销量同比减少，上述五大主要产品的合计产量同比增加 30.83%；销量受需求量降低影响，同比减少 7.64%。

图表 22. 公司有色金属业务主要产品产销情况（单位：万吨、亿元、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
锡锭	0.92	1.08	0.80	0.80	0.20	0.11	0.00	0.00
锌锭	5.08	5.01	4.48	4.53	1.15	1.16	0.67	0.71
铅锭	1.58	1.58	0.29	0.35	0.01	0.00	0.24	0.28
铅锑精矿	1.15	1.28	1.38	1.27	0.26	0.16	0.19	0.16
锌精矿	2.94	1.10	2.92	1.48	0.56	0.19	0.56	0.59
合计	11.67	10.05	9.87	8.43	2.18	1.61	1.67	1.75

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

目前，华锡集团主要通过该公司全资子公司北港资源下属全资子公司广西北港电子商务有限公司（简称“北港电商”）以及自身销售部门负责对外销售业务，产品价格以市场价为基准，2019 年公司有色金属业务前五大非关联方客户销售金额合计为 8.84 亿元，占当期业务收入的比重为 25.21%，集中度尚可。

图表 23. 2019 年有色金属业务前五大非关联方客户情况（单位：万吨、亿元）

销售（客户）单位名称	产品名称	股东背景	销售量	金额
佛山市南海铨隆金属有限公司	锌锭	阮健、刘镇华	1.78	3.12
深圳市中鑫弘泰投资发展有限公司	锌锭	王煊、曾德川	1.19	2.06
广西南丹南方有色金属集团有限公司	锡精矿	朱智力、梁铁	0.55	1.49
佛山市南海区宝叶金属贸易有限公司	锌锭	叶卓英、叶颂强	0.79	1.39
湖北彝星新材料股份有限公司	锡锭	戴百雄	0.06	0.77
合计			4.38	8.84

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

在有色金属业务定价和结算的方式上，锡锭主要是在交货周参考上海有色金属网金属锡锭周均价，每周五结算，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金属锌锭均价，发货前支付履约金，结算价确定后，三个工作日结清货款。

2019 年和 2020 年第一季度，该公司有色金属业务收入分别为 35.05 亿元和 5.94 亿元，其中，2019 年同比下降 14.29%，主要系因春节放假检修，生产时间不足，销量同比减少；2019 年和 2020 年第一季度，毛利率分别为 20.29% 和 7.21%，近年来，公司有色金属业务毛利率呈持续下降态势，主要系随着矿山开采进度的推进，原矿品位下降，有效金属减少，冶炼成本有所上升，2020 年第一季度同比大幅下降 11.78 个百分点，主要系受新冠肺炎疫情冲击，交通管制导致运输成本等固定成本增幅较大，加上毛利率相对较高的精矿类产品销量减少综合所致。

e) 建材业务

建材业务为该公司旗下子公司西江集团的业务板块，主要包括水泥业务以

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

跟踪期内，鱼峰集团的主要产品仍为熟料和水泥，且熟料基本用于水泥的生产。随着在建生产线的逐步完工，产能逐步释放，2019年末熟料和水泥产能分别为1418.40万吨和1800.00万吨，分别同比增长19.21%和22.36%，生产能力不断扩大。同期，熟料和水泥产能利用率分别为93.63%和80.77%，处于较好水平。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，企业延迟复工复产，公司熟料和水泥产能利用率分别同比下降8.85个百分点和5.35个百分点。

从销售情况来看，受益于西江水运优势，鱼峰集团水泥外销情况良好，目前在广西本地销售占比约为65%，外销地主要包括广州、深圳、香港、澳门等。鱼峰集团水泥产销率保持在较高水平，2019年及2020年第一季度分别为92.25%和92.60%，而熟料作为水泥业务的生产原料，主要用于自身生产，产销率处于较低水平，但2019年以来受熟料产能扩大影响，公司加大其的对外销售量，同期熟料产销率分别同比上升8.05个百分点和11.60个百分点。售价方面，受益于水泥市场行情景气度不断上升，公司水泥销售价格呈上涨态势。

受益于水泥业务量价齐升，2019年及2020年第一季度该公司建材业务营业收入同比增长15.05%和1.04%至51.62亿元和9.06亿元。鱼峰集团水泥业务成本仍主要包括原材料及固定资产折旧，其中原材料主要为煤炭，煤炭成本占原材料成本的约50%，结算周期主要为月结，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年受水泥产能利用率下降因素影响，单位产量水泥固定资产折旧成本上升，导致当期该业务毛利率同比微幅下降0.46个百分点至26.44%；2020年第一季度受益于水泥与熟料销价的上升，建材业务毛利率同比上升1.63个百分点。

图表 24. 鱼峰集团水泥业务产销情况（单位：万吨、%）

项目	产品	期末产能	折算产能	产量	销量	售价	产能利用率(年化)	产销率
2018年	熟料	1159.20	1136.70	1032.78	49.31	247.49	90.86	4.77
	水泥	1510.00	1476.66	1217.59	1193.60	286.07	82.46	98.03
2019年	熟料	1418.40	1279.20	1197.69	153.49	209.21	93.63	12.82
	水泥	1800.00	1647.50	1330.73	1227.58	302.97	80.77	92.25
2020年第一季度	熟料	1418.40	354.60	242.75	46.19	218.11	68.46	19.03
	水泥	1800.00	450.00	241.85	223.95	279.22	53.74	92.60
2019年第一季度	熟料	1159.20	1136.70	219.70	31.88	229.15	77.31	14.51
	水泥	1510.00	1476.66	218.14	219.93	287.93	59.09	100.82

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

C. 物流业务

该公司的物流业务主要系依托港口资源拓展，通过水陆铁多种运输方式为客户提供全程物流供应链服务，公司以物流园、增加内陆无水港、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。跟踪期内公

司物流业务的经营实体仍主要为全资子公司 BG Shipping Co. Ltd.、广西北港物流有限公司和西江集团等。截至 2019 年末，公司合计拥有自有船舶 156 艘，较上年末增长 28 艘，船舶载重吨为 45 万吨，平均船龄为 6.84 年，较上年末未发生重大变化。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司实现物流业务收入同比增长 7.41% 和 6.12% 至 42.70 亿元和 8.53 亿元，毛利率同比下降 0.20 个百分点和 2.70 个百分点至 -0.38% 和 -2.39%，主要系航运业务毛利率水平整体下降，其中 2020 年第一季度大幅下降，主要系受新冠肺炎疫情冲击，交通运输管控导致运输成本增加所致。公司开展的物流业务能获得较好的“西部陆海新通道”类政府补助，稳定性相对较好，为其盈利提供一定的补充，2019 年公司收到物流业务相关补助 1.91 亿元。

D. 其他

该公司的投资、金融和公益（船闸）业务虽然收入贡献不大，但在业务体系中具有较重要的战略性地位，投资业务系公司培育境内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；公益（船闸）业务是公司融入资金重要流出方向之一。

a) 投资业务

目前，该公司投资业务板块主要包括对海外港口及产业园区类项目的股权投资以及国内与主业关联度较低的参股企业的租赁业务等。公司以投资区域及投资对象对投资业务板块运营主体进行了明确界定，目前，公司的海外项目投资重点区域为东南亚国家，由公司本部战略发展部作为主管部门；国内与主业关联度较低的参股企业由广西北港投资控股有限公司作为统一的持股平台，未来，公司将逐步发展南化集团和桂江公司等成为国内投资业务板块的主要经营实体。

该公司股权类投资业务的效益主要通过确认投资收益体现，目前收益来源主要为海外投资项目，2019 年以来，公司海外投资无新增项目，仍主要包括关丹港、摩拉港及马来西亚关丹产业园 350 万吨钢铁产能外移项目等。在投资收益方面，2019 年，公司对关丹港和摩拉港的投资收益保持增长，但 2020 年第一季度，马来西亚和文莱均出现不同程度的新冠肺炎疫情，受政府疫情管控影响，当地散货与集装箱进出口业务量双双下降，导致关丹港和摩拉港的经营效益有所下降，公司对关丹港和摩拉港的投资收益分别同比下降 48.20% 和 44.80%；2019 年，公司对马来西亚 350 万吨钢铁产能外移项目的投资收益大幅减少 89.18%，主要系大马联钢生产线刚投产使用，设备工艺处于磨合期，产品质量、成材率有待进一步提升，致使加工成本较高。随着国外政局形势的变化，关注后续海外投资项目的运营情况。

图表 25. 公司海外投资目前情况

标的	国家	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）			
							2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
关丹港	马来西	股权	40% (6.44 亿)	ROAD BUILDER (M) HOLDINGS BHD 持股	2013.10	关丹港建	1728.93	1578.32	1885.54	646.28

标的	国家	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)			
							2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
	亚	收购	人民币)	30% ESSMARINE TERMINAL SDN BHD 持股 30%		设				
摩拉港	文莱	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%	2017.02	摩拉港务	1559.71	1736.19	2163.35	317.01
350 万吨钢铁产能外移项目	马来西亚	合资设立	50% (14.10 亿美元, 含银团贷款)	盛隆冶金	2014.02	联合钢铁 (大马)	0.00	2301.60	249.03	0.00

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

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很小，主要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，2019 年及 2020 年第一季度分别为 1.50 亿元和 0.18 亿元，同比分别下降 31.42% 和 47.21%，主要原因系公司租赁业务收入同比减少所致。

b) 金融业务

该公司的金融业务仍主要由广西北港创业投资有限公司（简称“北港创投”）、南宁市北港小额贷款股份有限公司（简称“北港小贷”）和广西北港金控投资有限公司（简称“北港金控”）负责运营，主要从事创投、贷款和基金等业务。上述三家公司系于 2019 年第三季度分别由广西西江创业投资有限公司、南宁市西江小额贷款股份有限公司和广西西江金控投资有限公司更名而来。目前该块业务收入仍主要来源于债权投资业务（即原“贷款业务”），2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现金融业务收入 1.22 亿元和 0.17 亿元，同比分别下降 28.82% 和 59.98%，主要系受债权投资业务到期回收因素影响，金融业务规模有所下降。

该公司债权投资业务的客户涉及行业面较广，主要包括采矿业、房地产、服务业、化工业和学校等，受持续回收到期债权投资本息因素影响，公司债权投资余额持续减少，截至 2020 年 3 月末，公司债权投资业务余额 5.60 亿元，较上年末减少 5.18%；其中，贷款企业户数为 23 家，需关注债权投资业务的款项回收风险。

此外，北港创投还主导设立国家级产业投资基金—珠江西江产业投资基金（原名“北部湾产业投资基金”），基金总规模 200 亿元，其中首期规模 50 亿元，并投资成立北部湾产业投资基金管理有限公司（简称“珠西基金”），注册资本 1 亿元，北港创投为第一大股东，持股比例 49%，北港创投不对珠西基金进行并表，主要通过投资收益形式实现效益，2020 年第一季度实现投资收益 13.23 亿元。珠西基金主要为珠江-西江经济带产业发展提供资金支持，投资方向为城镇化建设投资、现代农业、资源型产业、西江黄金水道及金融相关产业等。截至 2019 年末，珠西基金产业基金集群总规模已达 165 亿元。

c) 公益（船闸）业务

该公司的公益（船闸）业务经营实体由西江集团船闸运营管理分公司负责

运营，收入全部来自船闸过闸费。2019 及 2020 年第一季度，公益（船闸）业务实现收入 1.15 亿元和 0.18 亿元，分别同比大幅上升 324.32% 和 197.97%，但毛利率仍为负，分别为-39.47%和-31.44%，主要系船闸属公益性项目，目前桂平航运枢纽和桂平二线船闸的收费不足以覆盖运营成本，但近年来长洲三线四线船闸过货量快速增长。

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（船闸）业务收费标准进行进一步指导。

该公司船闸板块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，2019 年纳入联合调度船闸过货量 3.09 亿吨，其中长洲船闸过货量达到 1.32 亿吨，仅次于长江三峡船闸（1.42 亿吨）。

从在建船闸项目情况来看，截至 2020 年 3 月末，该公司主要已投入运营的船闸为桂平二、三、四线船闸、长洲水利枢纽三线四线船闸工程。在建船闸等公益性项目总投资额为 149.90 亿元，计划补助 75.69 亿元。船闸建设资金来源一般为交通局及当地政府合计出资 60~80%，其余部分由公司自筹。

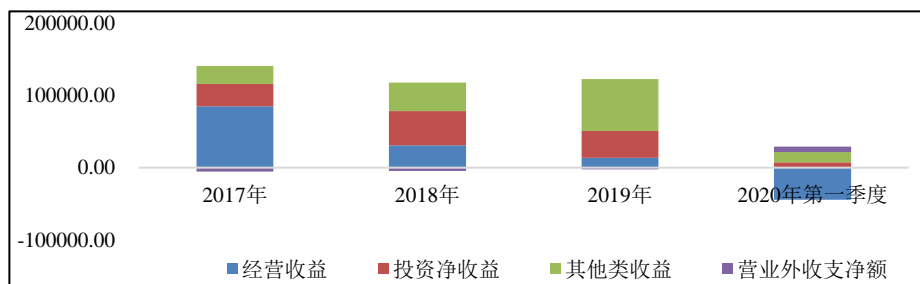
图表 26. 主要在建公益类项目政府补助资金到位情况（单位：亿元）

工程名称	总投资额	计划补助	实际到位
金鼓江航道工程（航道部分）	7.37	3.74	2.14
长洲水利枢纽三线四线船闸工程	44.87	25.70	25.70
西津二线船闸工程	32.99	16.50	14.78
右江鱼梁航运枢纽工程	20.52	6.19	6.19
红花二线船闸工程	29.63	15.00	9.57
贵港二线船闸工程	14.52	8.56	8.56
合计	149.90	75.69	66.94

资料来源：北部湾港务（截至 2020 年 3 月末，四舍五入，存在尾差）

（2）盈利能力

图表 27. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据北部湾港务所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益，其他类收益=其他收益+资产处置收益

跟踪期内，该公司经营收益大幅减少，盈利主要来自于投资净收益和其他类收益（政府补助）。2019 年公司经营收益同比下降 55.16% 至 1.38 亿元，主要系资产减值损失规模较大所致；同期公司营业毛利同比增长 8.34% 至 75.02 亿元，其中，工贸业务毛利同比增长 7.52% 至 46.00 亿元，港口业务毛利同比增长 3.58% 至 18.51 亿元，能源业务毛利同比增长 36.15% 至 6.72 亿元。同期公司综合毛利率为 10.61%，同比上升 0.60 个百分点，公司盈利能力小幅提升。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，工贸等业务板块面临上下游不同程度停工停产、交通运输限制、市场需求减少等因素，叠加相对刚性的人工、折旧等成本支出，公司当期主业经营呈亏损状态，经营收益为-4.44 亿元。

跟踪期内，该公司期间费用规模持续扩大，2019 年及 2020 年第一季度分别为 66.80 亿元和 14.54 亿元，同比分别增长 3.19% 和 1.05%；期间费用率有所上升，同期分别为 9.45% 和 10.62%，同比分别上升 0.09 个百分点和 1.89 个百分点。公司期间费用仍主要由管理费用和财务费用构成，同期，管理费用分别为 20.68 亿元和 4.25 亿元，同比分别上升 4.78% 和下降 6.50%，仍主要为职工薪酬；财务费用分别为 34.58 亿元和 8.05 亿元，同比分别增长 0.83% 和 8.47%。此外，2019 年公司资产减值损失为 1.59 亿元，主要系经营坏账损失及存货跌价损失产生的坏账损失。

图表 28. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	464.34	691.85	706.88	136.87	154.59
营业毛利（亿元）	52.74	69.25	75.02	10.05	11.64
其中：港口业务（亿元）	13.19	17.87	18.51	4.63	4.16
工贸业务（亿元）	36.91	42.78	46.00	3.95	5.52
物流业务（亿元）	0.85	-0.07	-0.16	-0.20	0.03
建设开发（亿元）	0.62	1.64	2.47	0.15	0.17
投资业务（亿元）	0.81	1.48	0.72	0.04	0.16
能源业务（亿元）	—	4.94	6.72	1.46	1.70
金融业务（亿元）	—	1.45	1.22	0.09	0.07
公益（船闸）（亿元）	—	-0.83	-0.46	-0.06	-0.17
期间费用率（%）	8.23	9.36	9.45	10.62	8.73
其中：财务费用率（%）	4.03	4.96	4.89	5.88	4.80
全年利息支出总额（亿元）	20.41	35.22	35.06	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	1.03	2.29	0.62	—	—

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司投资净收益及政府补助均对盈利起到了重要的补充作用。2019 年及 2020 年第一季度，投资净收益分别为 3.69 亿元和 0.73 亿元，仍主要系持有可供出售金融资产以及处置长期股权投资获得投资收益。公司政府补助主要来自于航线补贴以及南化集团的土地搬迁和收储补贴，同期记入“营业外收入”及“其他收益”的政府补助合计分别为 10.48 亿元和 1.46 亿元，主要系南化集团搬迁项目（土地收储款）、南丹大厂锡多金属综合利用示范基地、

天天班和海铁联运陆海新通道项目，其中南化集团的土地搬迁和收储补贴合计为 5.93 亿元。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司净利润分别为 8.75 亿元和-2.33 亿元，2020 年第一季度因新冠肺炎疫情冲击工贸等业务板块面临上下游不同程度停工停产、市场需求减少、交通管控运输成本上升等因素而阶段性出现亏损，目前已全面复产，关注后续公司盈利能力的恢复情况；2019 年总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.63%和 2.24%，分别同比下降 0.67 个百分点和上升 0.02 个百分点，资产回报水平仍较弱。

图表 29. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	3.10	4.76	3.69	0.73	0.86
营业外收入	0.59	1.12	4.70	1.21	0.99
其中：政府补助	0.36	0.24	4.10	0.02	0.09
其他类收益	2.47	3.93	7.17	1.44	1.53
其中：政府补助	2.07	3.86	6.38	1.44	1.50
公允价值变动损益	-0.49	0.27	1.26	0.20	0.43

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

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

该公司目前在建工程主要为港口码头、工贸等业务涉及的非公益类项目建

设和航道船闸等公益类项目建设，截至 2020 年 3 月末，主要在建项目计划投资总额为 176.58 亿元，已累计投资 121.94 亿元，2020 年全年主要在建工程项目计划投资 14.33 亿元。

图表 30. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	总投资额	已投资额	计划投资额		
			2020 年	2021 年	2022 年
北海铁山港区 1~4#泊位工程	31.35	27.74	1.10	1.10	1.10
官塘港区一期工程	13.64	6.08	0.05	0.05	—
广西融安万德七星有限责任公司日产 4000 吨熟料新型干法旋窑水泥生产线	10.57	6.87	2.04	0.90	1.10
苏湾作业区一期工程	8.21	3.68	0.10	0.10	0.10
百色港田东祥周作业区项目	8.10	3.46	0.10	0.05	—!
主要非公益类项目小计	71.88	47.82	3.39	2.20	2.30
西津二线船闸工程	32.99	22.38	2.50	5.00	3.29
广西柳江红花水利枢纽二线船闸工程	29.63	18.38	4.00	5.00	5.00
右江鱼梁航运枢纽工程	25.56	22.16	1.44	0.20	0.18
贵港二线船闸工程	16.53	11.21	3.00	1.50	1.00
主要公益类项目小计	104.71	74.12	10.94	11.70	9.46
合计	176.58	121.94	14.33	13.90	11.76

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，仍为自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，董事会、监事会各尽其责，经营运作规范。公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力仍面临较大挑战。

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

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），同意按照自治区党委、政府对该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 亿元变更为 66.97 亿元，目前已完成工商变更。

2018 年末，该公司完成了合并西江集团的工商变更工作并同时对其内部管理架构进行了调整。2019 年末，西江集团资产总额为 475.22 亿元，所有者权益为 148.99 亿元；2019 年营业收入为 182.37 亿元，净利润为 2.37 亿元，经营性净现金流为 26.58 亿元。跟踪期内对西江集团的管理架构未发生重大变化。公司最新组织架构详见附录二。

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

跟踪期内，南化集团仍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，并从事小部分贸易及对外租赁不动产业务的经营。2019 年末，南化集团总资产为 15.20 亿元，所有者权益为 2.01 亿元；2019 年，南化集团实现营业收入为 6.72 亿元，净利润为 0.11 亿元，经营性现金净流量为-0.72 亿元。ST 南化仍仅从事化工品贸易业务，2019 年末，ST 南化总资产为 4.01 亿元，所有者权益为 3.23 亿元；2019 年，ST 南化实现营业收入为 4.95 亿元，净利润为 0.07 亿元，经营性现金流量净额为-0.37 亿元。本评级机构将持续关注 ST 南化摘帽工作的进展以及公司对其未来定位和规划。

跟踪期内，南化集团及 ST 南化搬迁工作正处于治理修复污染土壤阶段，共分为三期进行，截至 2019 年末，第一期及第二期共约 613.58 亩已完成治理修复，土壤治理与修复效果分别于 2018 年 3 月、12 月通过第三方验收单位验收；第三期约 667.24 亩，土壤修复完成率 100%。2019 年末，搬迁工作基本完成，南化集团搬迁工作应收补偿款 40.07 亿元及土地增值收益补偿费（完成土地出让结算后核算支付），目前累计已到账 39.77 亿元（含土地增值收益补偿 1.12 亿元，此土地增值收益补偿视同土地收购补偿费）；尚余 0.30 亿元未收到，基本已全部收到补贴款。

华锡集团系该公司通过股权收购的方式获取，跟踪期内仍主要从事有色金属从采矿至销售的业务。2019 年末，华锡集团总资产为 126.58 亿元，所有者权益为 32.50 亿元；2019 年，华锡集团实现营业收入为 29.34 亿元，净利润为-0.99 亿元，经营性现金净流量为 1.03 亿元。华锡集团债务负担仍较为沉重，2019 年末，华锡集团负债总额较上年末增长 4.36%至 94.08 亿元，资产负债率较上年末上升 2.36 个百分点至 74.33%，刚性债务占负债总额的比重较上年末下降 1.97 个百分点至 74.98%，其中，短期刚性债务余额较上年末增加 23.52 亿元至 59.26 亿元，主要系华锡集团银团贷款到期日临近所致。根据 2019 年 9 月华锡集团债权金融机构委员会会议纪要“华锡债委（2019 年）1 号”，华锡集团银团贷款已于 2020 年 2 月 20 日到期后自动顺延一年，即延长至 2021 年 2 月 20 日，关注华锡集团未来自身经营获现情况。

2019 年 12 月 23 日，该公司下属 A 股上市港口主要经营实体北部湾港原控股股东防城港务集团与公司签署了《国有股权无偿划转协议》，并正式签发《关于北部湾港股份有限公司国有股东所持股份无偿划转有关事项的批复》（桂港复[2019]24 号），涉及将其持有北部湾港 775137409 股及其孳生的股份（占北部湾港总股本的 47.42%）无偿划转至公司。2020 年 6 月 5 日，上述无偿划转事项程序已完成，公司对北部湾港持股比例由直接及间接合计持股 68.72%变更为直接持股 68.72%，对北部湾港管理路径进一步缩短，管理效率

进一步提升。

根据该公司提供 2020 年 6 月 16 日《企业信用报告》中显示有一笔行政处罚，主要系公司三级子公司广西港青油脂有限公司因 2016 年未办理海关手续擅自内销加工贸易货物豆粕受到行政处罚。公司主要子公司涉及不良行为记录如下表所示：

图表 31. 公司主要不良行为记录列表（最近三年，截至 2020 年 6 月 6 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	北部湾新材料	西江集团
欠息	企业信用报告	2020.06.16	1	5 ⁴	1 ⁵	4 ⁶	2 ⁷
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.06.06	无	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2020.06.06	9 ⁸	4	25	9	32

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，负债规模仍较大，且新增负债主要为刚性债务，债券面临集中偿付，公司存在一定的刚性债务偿付压力。受新冠肺炎疫情冲击，公司经营环节现金流受小幅影响，但考虑到货币资金较为充裕，外部融资渠道通畅，均可为公司债务偿付提供一定的支持。

1. 数据与调整

跟踪期内，因原年报审计机构大信会计师事务所（特殊普通合伙），自 2014~2018 年承担该公司年报审计业务年限已达自治区国资委规定 5 年的上限，2019 年公司聘任致同会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“致同”）进行财务报告审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定，并基于相关重要会计政策、会计估计进行编制。

截至 2020 年 3 月末，该公司及西江集团合计发行的附有“延期”条款的

⁴ 2020 年 4 月 23 日《企业信用报告》中显示北部湾港有 5 个不良类账户和 46 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。

⁵ 查询时间为 2020 年 1 月 7 日，防城港务集团存在 1 笔已结清欠息记录，根据公司提供的银行说明文件，系银行系统原因造成。

⁶ 查询日期为 2019 年 9 月 24 日，诚德镍业存在 4 笔已结清欠息记录，欠息金额分别为 0.42 万元、2.06 万元、214.40 万元和 6.60 万元，根据该公司此前提供的情况说明，欠息原因分别为银行账务系统故障，公司人员遗忘扣息日期、公司机构代码证有效期过期未及时更换造成账户失效导致扣息失败及银行内部业务操作失误。

⁷ 查询日期为 2020 年 6 月 8 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。

⁸ 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。

债券分别为“15 北部湾 MTN003”、“16 西江 MTN001”、“17 西江 MTN001”和“17 西江 MTN003”，发行规模合计为 50.00 亿元，此外公司还向交银国际信托有限公司（简称“交银信托”）和厦门国际信托有限公司（简称“厦门信托”）分别取得永续信托借款 5.00 亿元和 10.00 亿元，公司将上述永续类债务（本息余额 54.78 亿元）其计入“其他权益工具”，若将其作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

图表 32. 权益类债务调整对比表

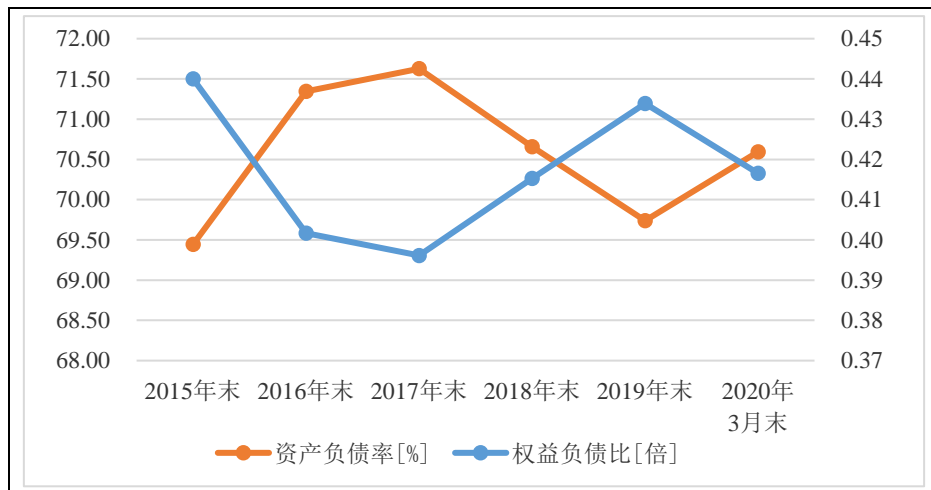
重要指标	调整前				调整后			
	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
总负债（亿元）	549.46	920.15	918.37	943.32	569.46	974.86	983.08	998.10
刚性债务（亿元）	424.02	740.35	752.08	780.95	444.02	795.06	816.79	835.73
所有者权益（亿元）	217.66	382.09	398.50	392.91	197.66	327.38	333.78	338.13
资产负债率（%）	71.63	70.66	69.74	70.60	74.23	74.86	74.54	74.70
权益资本与刚性债务比率[%]	51.33	51.61	52.99	50.31	44.52	41.18	40.86	40.46
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.13	0.10	—	0.12	0.09	0.10	—

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 33. 公司财务杠杆水平变动趋势



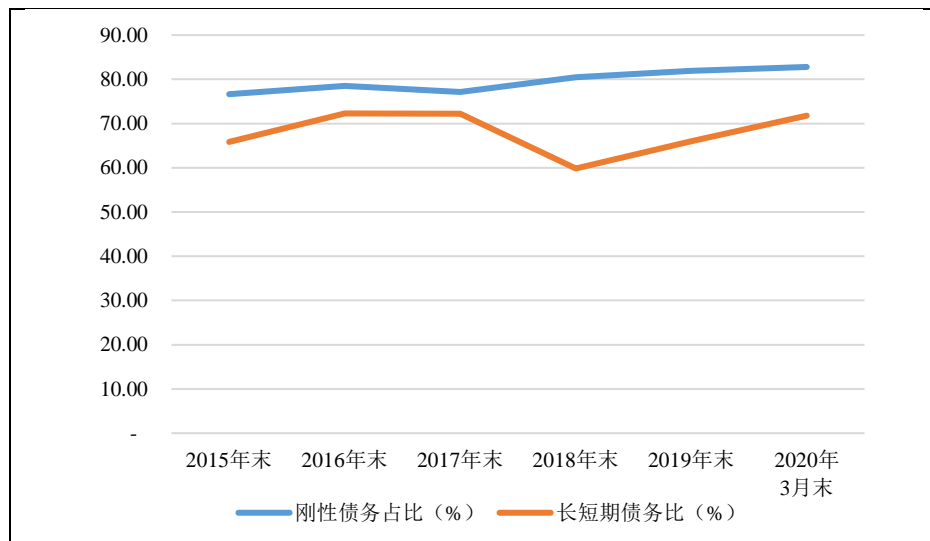
资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司负债规模仍较大，财务杠杆亦在港口行业内处于偏高水平，2019 年末及 2020 年 3 月末，负债总额分别为 918.37 亿元和 943.32 亿元，资产负债率分别为 69.74% 和 70.60%。近年来，公司发行了多支永续债，其他权益工具增长较快，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 64.71 亿元和 54.78 亿元，其中，2019 年末较上年末增加 18.28%，主要系公司向厦门信托取得 10 亿可续期信托贷款所致；2020 年 3 月末较上年末减少 15.35%，主要系发行金额为 10 亿元的 17 西江 MTN001 到期偿还所致。

跟踪期内，该公司所有者权益分别为 398.50 亿元和 392.91 亿元，主要由实收资本、资本公积、少数股东权益、其他权益工具和未分配利润构成，其中，资本公积分别为 98.53 亿元和 107.20 亿元，2019 年末较上年末减少 2.94%，主要系溢价收购子公司北部湾新材料少数股东持有的股权；2020 年 3 月末较上年末增长 8.80%，主要系南化集团的政策搬迁财政资金计入资本公积所致。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 41.64% 和 44.43%，资本结构稳定性仍有所提升。

(2) 债务结构

图表 34. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	359.97	425.77	424.02	740.35	752.08	780.95
应付账款 (亿元)	59.43	60.90	56.46	77.19	64.98	69.02
预收账款 (亿元)	10.51	13.57	17.26	26.52	17.99	18.12
其他应付款 ⁹ (亿元)	22.30	12.63	14.72	44.63	29.87	29.91
专项应付款 (亿元)	11.96	9.88	9.80	5.75	17.44	7.87
刚性债务占比 (%)	76.64	78.52	77.17	80.46	81.89	82.79
应付账款占比 (%)	12.65	11.23	10.28	8.39	7.08	7.32
预收账款占比 (%)	2.24	2.50	3.14	2.88	1.96	1.92
其他应付款占比 (%)	4.75	2.33	2.68	4.85	3.25	3.17
专项应付款占比 (%)	2.55	1.82	1.78	0.62	1.90	0.83

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，该公司负债仍亦以流动负债居多，受益于公司对债务期限结构的调整，2019 年末及 2020 年 3 月末流动负债占比分别较上年末下降 2.33 个百分点和 2.03 个百分点。从债务性质来看，公司负债主要以刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款及专项应付款构成。其中，刚性债务仍占比较大，2019 年末及 2020 年 3 月末占负债总额的比重分

⁹ 含有计入刚性债务的借款性质的其他应付款。

别为 81.89%和 82.79%；同期末，应付账款余额分别为 64.98 亿元和 69.02 亿元，仍主要系应付工程款及工贸业务的应付原材料采购款，其中，2019 年末受益于资金流转速度加快，结算速度加快，较上年末下降 15.83%。2019 年末及 2020 年 3 月末预收账款分别为 17.99 亿元和 18.12 亿元，2019 年末较上年末下降 32.17%，主要系当年与客户的结算速度加快；同期末其他应付款分别为 29.87 亿元和 29.91 亿元，2019 年较上年末下降 33.07%，主要系与子公司偿还保证金等减少所致；此外，2019 年专项应付款大幅增长至 17.44 亿元，主要系当年收到土地收储款、财政专项资金（钦州港东航道扩建二期和北海铁山港区 1-4 泊位铁路专用线）等。

（3）刚性债务

图表 35. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	193.86	223.99	222.11	423.76	431.53	423.81
其中：短期借款	121.95	186.84	188.92	248.95	253.40	255.37
交易性金融负债	0.002	0.02	0.26	0.19	0.27	0.64
应付票据	22.49	11.00	5.30	21.31	40.30	45.17
应付利息	4.39	4.31	3.77	6.77	5.44	4.47
应付短期债券	25.00	7.48	11.99	53.46	43.97	62.06
一年内到期长期借款	18.16	12.81	11.85	44.56	63.76	44.37
其他短期刚性债务	1.87	1.54	0.002	48.52	24.38	11.74
中长期刚性债务合计	166.10	201.77	201.91	316.59	320.54	357.14
其中：长期借款	88.68	93.33	116.32	188.89	161.91	171.48
应付债券	58.94	83.72	63.80	85.76	117.72	137.01
其他中长期刚性债务	18.49	24.72	21.79	41.95	40.91	48.65

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，该公司资金需求保持在较高水平，刚性债务规模持续扩大，2019 年及 2020 年 3 月末分别较上年末增长 1.58%和 3.84%至 752.08 亿元和 780.95 亿元。公司刚性债务期限结构仍较为均衡，短期刚性债务占比略高，同期末分别为 57.38%和 54.27%，期限结构仍有待改善。从刚性债务构成来看，仍主要为银行借款和发行债券，同期末银行借款余额分别为 479.07 亿元和 471.22 亿元，仍以信用及保证借款为主，合计占银行借款的占比分别为 91.05%和 88.22%。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司各类存续债券的合计金额分别为 161.70 亿元和 199.07 亿元。此外，由于建材业务及贸易业务票据结算规模进一步扩大，2019 年末及 2020 年 3 月末应付票据分别较上年末增长 89.09%和 12.07%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 36. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	127.44	135.45	92.12	63.13	69.46	—
营业收入现金率（%）	103.98	111.98	123.72	117.07	119.26	100.00
业务现金收支净额（亿元）	10.40	29.42	51.05	79.36	83.29	1.67
其他因素现金收支净额（亿元）	15.83	-1.16	-10.30	-32.47	-19.88	1.13
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	26.23	28.26	40.75	46.89	63.41	2.80
EBITDA（亿元）	24.96	40.96	51.38	73.21	78.07	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.10	0.12	0.13	0.10	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.67	2.29	2.52	2.08	2.23	—

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大，2019 年及 2020 年第一季度，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 843.03 亿元和 136.86 亿元，同比分别增长 4.09% 和 2.69%，主业收现能力仍保持在较好水平，分别为 119.26% 和 100.00%。同期，公司业务收支净额分别为 83.29 亿元和 1.67 亿元，其中，2020 年第一季度同比减少 17.17%，主要系受新冠肺炎疫情冲击，公司业务规模收缩，再叠加人工成本相对固定，以及交通管治导致运费成本增长等多重因素综合影响所致。2019 年及 2020 年第一季度，公司其他因素现金收支净额分别为 -19.88 亿元和 1.13 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。同期，公司经营性净现金流分别为 63.41 亿元和 2.80 亿元，表现良好。

该公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和利润总额构成，2019 年 EBITDA 为 78.07 亿元，同比增长 6.64%，主要系随着公司项目建设持续投入，业务规模扩张，利润总额和固定资产折旧均有所增长所致。当年公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障倍数分别为 0.10 倍和 2.23 倍，能对利息支出起到一定的保障作用，但对刚性债务的保障水平较低。

(2) 投资环节

图表 37. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-15.46	-9.60	-5.76	43.34	15.76	2.39
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	-31.35	-30.00	-24.20	-35.38	-39.61	-10.15
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.46	3.34	-0.67	0.49	3.41	-1.36
投资环节产生的现金流量净额	-45.34	-36.26	-30.62	8.46	-20.45	-9.12

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内, 该公司进一步加大在建项目建设的投入, 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流仍呈大幅净流出态势, 2019 年及 2020 年第一季度分别净流出 39.61 亿元和 10.15 亿元; 同期收回投资与投资支付净流入额分别为 15.76 亿元和 2.39 亿元, 其中 2019 年同比大幅下降主要系 2018 年合并西江集团将其上年现金及现金等价物调整记入该科目, 导致当年增幅较大。此外, 2019 年其他因素对投资环节现金流量影响净额同比大幅增长 2.92 亿元, 主要系南化集团收到土地补偿款金额较大所致。综上, 2019 年及 2020 年第一季度公司投资环节产生现金流净流出 20.45 亿元和 9.12 亿元, 公司目前在建项目投资仍需求较大, 预计未来一段时间内投资活动现金仍将维持净流出态势。

(3) 筹资环节

图表 38. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	53.23	-0.93	-3.99	26.22	0.88	-2.51
其中: 永续债及优先股	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	-12.98	-4.36	-8.50	16.48	-70.37	12.44
其中: 现金利息支出	14.89	14.00	20.36	36.50	42.57	10.32
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-11.86	-8.78	1.24	-7.01	30.36	-10.98
筹资环节产生的现金流量净额	28.39	-14.07	-11.24	35.69	-39.13	-1.06

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内, 该公司开展到期债务的偿付工作, 2019 年及 2020 年第一季度筹资环节产生的现金净流出分别为 39.13 亿元和 1.06 亿元, 其中, 权益类融资净额分别为 0.88 亿元和 -2.51 亿元, 2019 年同比大幅下降 25.34 亿元, 主要系 2018 年受益于北部湾港非公开发行普通股成功募集资金 16.47 亿元以及根据桂财交函[2017]283 号文件收到自治区财政厅下拨的港口建设费 10.43 亿元等财政补贴, 使得当年净流入规模较大所致; 债务类净融资额为 -70.37 亿元和 12.44 亿元, 2019 年呈大幅净流出主要系当期偿还 14 北部湾 PPN002、16 西江投等多期债券所致, 2020 年第一季度, 由于 20 北港 01、20 北部湾

MTN002 等多期债券的发行转为净流入。预计随着公司在建项目不断投资建设以及债务到期偿付，未来公司筹资需求仍较高。此外，2019 年因南化集团收到政府土地补偿款 39.77 亿元，其他因素对筹资环节现金流量影响净额呈较大净流入。

4. 资产质量

图表 39. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	276.26	233.02	211.00	400.66	374.68	394.89
	40.84%	30.66%	27.51%	30.77%	28.45%	29.55%
其中：现金类资产 ¹⁰ （亿元）	99.58	60.18	67.70	177.48	180.82	177.35
其他应收款（亿元）	22.09	27.86	24.41	48.95	24.67	34.16
存货（亿元）	101.66	87.14	78.72	95.15	95.98	104.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	400.13	526.97	556.12	901.58	942.18	941.35
	59.16%	69.34%	72.49%	69.23%	71.55%	70.45%
其中：可供出售金融资产（亿元）	4.28	5.37	8.33	49.64	38.23	38.13
长期股权投资（亿元）	26.46	20.57	26.96	44.87	46.35	44.57
固定资产（亿元）	228.41	262.89	264.86	403.39	472.89	470.15
在建工程（亿元）	91.28	107.20	117.49	182.75	145.00	152.32
无形资产（亿元）	38.11	83.04	89.63	113.38	119.06	118.85
其他非流动资产（亿元）	7.84	8.75	7.68	32.49	19.89	17.99
期末全部受限资产账面金额（亿元）	50.22	23.22	25.24	76.65	78.31	92.09
受限资产账面余额/总资产（%）	7.42	3.05	3.29	5.89	5.95	6.89

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司资产总额保持增长态势，2019 年末及 2020 年 3 月末分别较上年末增长 1.12% 和 1.47% 至 1316.87 亿元和 1336.23 亿元，且仍以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为 71.55% 和 70.45%。公司非流动资产仍以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，同期末合计占非流动资产比重分别为 78.22% 和 78.75%，其中固定资产分别为 472.89 亿元和 470.15 亿元，2019 年末较上年末增长 17.23%，主要系长洲水利枢纽三线四线船闸工程、百色港田东祥周作业区项目和五象新区总部基地由在建工程转为固定资产；2019 年末及 2020 年 3 月末，在建工程分别为 145.00 亿元和 153.32 亿元，仍主要系泊位与码头建设项目；无形资产较上年末无明显变化，仍以土地使用权、采矿及探矿权和海域使用权为主。其他非流动资产分别为 19.89 亿元和 17.99 亿元，较上年末分别下降 38.78% 和 9.57%，主要系西江集团收回到期债权投资本息所致。此外，2019 年，公司根据新租赁准则增加使用权资产科目，用以体现公司作为承租人可在租赁期内使用的租赁资产，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 5.17 亿元和 5.26 亿元，以房屋及建筑物和机器运输办公设备为主。

¹⁰ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

2019年末及2020年3月末,该公司流动资产分别为374.68亿元和394.89亿元,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73.88%和71.50%。其中,现金类资产分别为180.82亿元和177.35亿元,以货币资金为主;存货分别为95.98亿元和104.99亿元,2020年3月末较上年末上升9.38%,主要系受新冠肺炎疫情冲击不锈钢业务库存商品增长所致。此外,2019年末及2020年3月末,公司其他应收款分别为24.67亿元和34.16亿元,主要为往来款等,2019年末较上年末减少49.62%,主要系往来清收及结算回笼资金;2020年3月末较上年末增长38.51%,主要系保证金等支出增加所致。同期末,预付款项分别为20.05亿元和23.94亿元,2019年末较上年末减少27.27%,主要系当年加强预付款项管理,积极催收发票,减少了供应商跨年再开具发票的情况。

图表 40. 2019 年末公司前五名其他应收款明细 (单位: 亿元、%)

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应收款比重	坏账准备
广西有色金属集团有限公司	借款形成	9.95 ¹¹	29.99	4.68
广西南宁新亿宏房产开发有限公司	本金及利息, 广西有色将其债权转让给华锡集团形成	5.64	17.00	—
广西电网有限责任公司	电费补助	2.75	8.27	0.15
西乡塘区人民政府	其他	1.36	4.10	—
贵州省安龙华虹化工有限责任公司	采购款及担保和往来款	1.35	4.07	1.35
合计	—	21.05	63.44	—

资料来源: 北部湾港务

跟踪期内, 该公司受限资产无明显变化, 2019年末及2020年3月末, 分别为78.31亿元和92.09亿元, 占资产总额的比重分别为5.95%和6.89%, 其中, 2020年3月末, 受限资产主要包括货币资金(24.05亿元)、应收账款(0.47亿元)、应收票据(4.27亿元)、其他应收款(8.26亿元)、投资性资产(3.30亿元)、固定资产(40.11亿元)和无形资产(11.62亿元)。

5. 流动性/短期因素

图表 41. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	97.56	74.04	66.14	69.60	67.73	71.92
速动比率 (%)	53.28	41.05	38.35	48.28	46.75	48.43
现金比率 (%)	35.17	19.12	21.22	30.83	32.69	32.30

资料来源: 根据北部湾港务所提供数据整理

跟踪期内, 该公司资产流动性无明显变化, 仍处于偏弱水平, 但符合公司经营业务的行业特性, 2019年末和2020年3月末, 公司流动比率分别为67.73%和71.92%, 速动比率分别为46.75%和48.43%, 现金比率分别为32.69%和32.30%。

¹¹ 截至2019年末, 已计提坏账准备4.68亿元。

6. 表外事项

根据该公司 2019 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 1.43 亿元。总体来看，公司涉诉规模不大，公司面临的或有负债风险相对较小。

7. 集团本部财务质量

该公司主要通过下属子公司进行各项业务运作，本部仍主要负责公司管理、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。2019 年末及 2020 年 3 月末，本部资产总额分别为 476.63 亿元和 491.55 亿元，较上年末分别增长 21.28% 和 3.13%，2019 年末增幅较大的主要原因系应收关联方款项增长所致。2019 年末及 2020 年 3 月末，本部其他应收款分别为 104.12 亿元和 120.02 亿元，主要系与控股子公司之间的关联方往来款；长期股权投资均为 283.07 亿元其中 2019 年本部质押长期股权投资 23 亿元，主要系对防城港务集团、华锡集团及西江集团等子公司的股权投资；本部在建工程分别为 34.32 亿元和 36.11 亿元，主要系码头泊位建设工程。

跟踪期内，该公司本部营业收入规模仍较小，2019 年及 2020 年第一季度分别为 0.16 亿元和 0.03 亿元；本部盈利仍主要来源于投资收益，同期本部净利润分别为 1.94 亿元和 -1.89 亿元，其中投资净收益分别为 8.33 亿元和 -0.01 亿元，2020 年第一季度出现投资亏损主要系下属子公司受新冠疫情冲击利润缩减所致。同时，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，对盈利产生了较大侵蚀，同期，本部期间费用分别为 8.02 亿元和 1.84 亿元。

该公司本部主要负责银行借款及发行债券融资工作，随着集团整体业务规模扩大，本部外部融资规模亦随之扩大，2019 年及 2020 年 3 月末，本部负债总额较上年末增长 27.29% 和 6.22% 至 272.54 亿元和 289.48 亿元，资产负债率较上年末分别上升 2.70 个百分点和 1.71 个百分点至 57.18% 和 58.89%。本部负债仍主要为刚性债务，同期末刚性债务余额分别为 232.61 亿元和 250.82 亿元，占负债总额的比重为 85.35% 和 86.65%，其中短期刚性债务占刚性债务的比重为 52.44% 和 47.08%。同期末，该公司本部货币资金分别为 40.94 亿元和 38.76 亿元；本部经营性现金净流量分别为 -5.69 亿元和 -4.31 亿元。总体来看，公司本部刚性债务规模较大，经营性现金净流量表现不佳，面临一定的即期债务偿付压力，但本部货币资金较为充裕，可为即期债务的按期偿付提供一定保障。

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》等多项政策。近年来,公司获得的政府补助主要系对北部湾重大产业专项补助、港口码头建设补助以及对南化集团搬迁补偿款等补助。跟踪期内,西江集团的并入新增了其收到的政府对航道、船闸等公益性项目的建设补助,2019年及2020年第一季度公司获得政府补助分别为29.32亿元和3.47亿元。

图表 42. 公司近年获政府补助情况表¹² (单位: 亿元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	累计
北部湾重大产业专项补助	1.38	1.82	5.55	2.50	11.25
港口码头建设项目补助	0.50	0.00	0.79	0.00	1.29
航道建设项目补助	-	0.34	1.60	0.80	2.74
其他零星项目补助	0.31	0.22	3.81	0.07	4.41
其他非日常经营性政府补助	4.44	0.30	16.57	0.10	21.41
港口建设费(船闸项目)	0.00	11.78	1.00	0.00	12.78
公路水运交通建设	0.00	0.46	0.00	0.00	0.46
合计	6.63	14.92	29.32	3.47	54.34

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2020年3月末,公司共获各商业银行授信总额1558.75亿元,尚有891.29亿元授信额度未使用。同时,公司下属北部湾港和ST南化均为A股上市公司,具有一定的资本市场融资能力。

图表 43. 截至2020年3月末银行授信明细表

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部(亿元)	1558.75	667.46	891.29
其中: 政策性银行(亿元)	211.31	107.13	104.18
工农中建交五大商业银行(亿元)	651.98	291.4	360.57

¹² 对于获得的政府补助资金,如果是非经常性经营政府补助,如政府奖励等,该公司将其计入营业外收入/其他收益;涉及在建工程项目方面政府补助,补助文件明确作为资本金补助的,公司将其计入资本公积,补助文件列明为项目建设投资补助的,计入递延收益。

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
政策性银行占比 (%)	13.56	16.05	11.69
工农中建交五大商业银行占比 (%)	41.83	43.66	40.45

资料来源：根据北部湾港务所提供数据整理

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 14 北部湾港债

14 北部湾港附第 5 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
 调整票面利率选择权：公司有权决定在 14 北部湾港存续期的第 5 年末（2019 年 7 月 30 日）上调后 2 年的票面利率，上调幅度为 0 至 100 个基点（含本数）。
 投资者回售选择权：公司作出关于是否上调 14 北部湾港票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的 14 北部湾港按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有 14 北部湾港。

2. 19 北部湾债 01

19 北部湾债 01 附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
 调整票面利率选择权：公司有权决定在 19 北部湾债 01 存续期的第 3 年末上调后 2 年的票面利率。
 投资者回售选择权：公司将于 19 北部湾债 01 的第 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发行人。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业务规则完成回售支付工作。

3. 20 北港 Y1

20 北港 Y1 附该公司续期选择权、递延支付利息权和调整票面利率权。
 续期选择权：20 北港 Y1 以每 3 个计息年度为 1 个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延长 1 个重定价周期，或选择在该周期末到期全额兑付。公司续期选择权的行使不受次数的限制。
 递延支付利息权：除非发生强制付息事件，20 北港 Y1 的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。
 调整票面利率权：20 北港 Y1 首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，仍为自治区国资委下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，董事会、监事会各尽其责，经营运作规范。公司经营业务行业覆盖面广，涉及的经营主体较多，管理能力仍面临较大挑战。

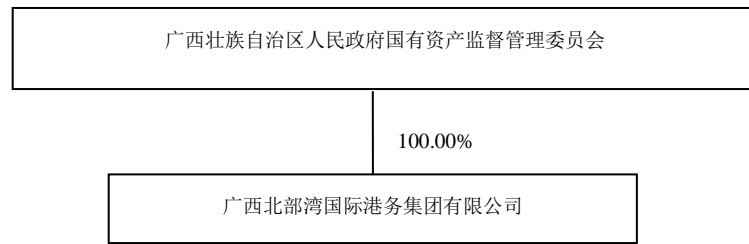
跟踪期内，该公司仍主要从事港口、物流、工贸、建设开发、能源、金融、投资和公益（船闸）等业务，盈利主要来自于港口及工贸业务，随着公司不断进行业务拓展，带动公司营业收入实现较好增长，但 2020 年初受新冠肺炎疫情冲击，工贸等业务板块面临上下游不同程度停工停产，市场需求减少，致使当期营收下降，影响公司综合盈利能力有所下降。

跟踪期内，公司业务规模持续扩大，负债规模仍较大，且新增负债主要为刚性债务，债券面临集中偿付，公司存在一定的刚性债务偿付压力。受新冠肺炎疫情冲击，公司经营环节现金流受小幅影响，但考虑到货币资金较为充裕，外部融资渠道通畅，均可为公司债务偿付提供一定的支持。

本评级机构将持续关注：（1）全球及国内宏观经济形势的变化；（2）新冠肺炎疫情对港口行业的影响；（3）该公司工贸业务价格波动风险；（4）公司海外投资业务发展情况。

附录一：

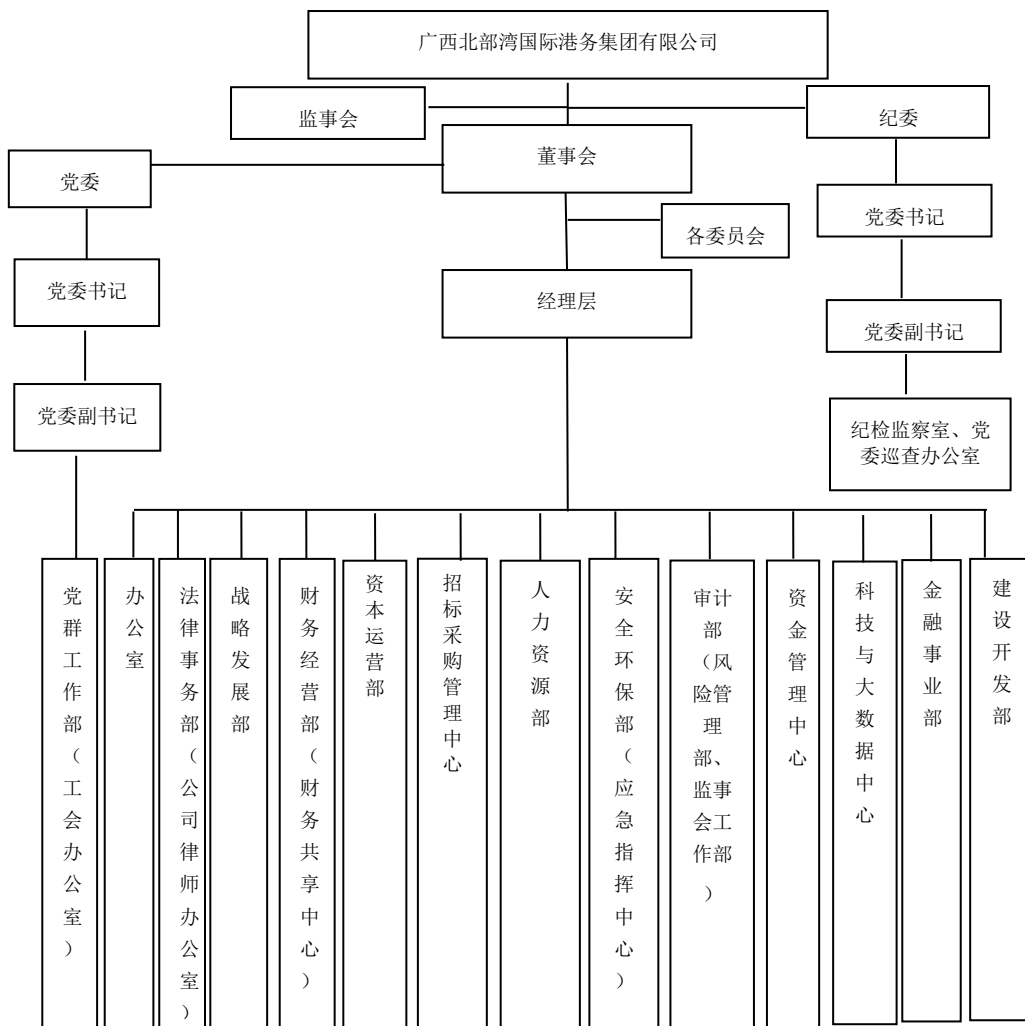
公司与实际控制人关系图



注：根据北部湾港务提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	经营环节现金净流量	
广西北部湾国际港务集团有限公司	北部湾港务	本级	—	-	232.61	204.09	0.16	1.94	-5.69	
北部湾港股份有限公司	北部湾港	上市子公司	68.72	港口运营	107.16	107.16	47.92	10.70	15.52	
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	9.37	47.60	5.14	2.12	1.37	
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	31.19	8.25	188.78	0.16	12.75	广西泛海商贸有限公司于2017年10月更名而来
广西北部湾新材料有限公司	北部湾新材料	核心子公司	52.00	矿产品加工销售	21.18	20.72	254.01	4.81	12.60	
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	14.66	14.72	2.39	-0.72	3.32	
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	1.62	3.78	35.51	-0.66	4.24	
广西华锡集团股份有限公司	华锡集团	核心子公司	76.979	有色金属	65.29	13.20	37.21	0.23	3.59	
南宁化工集团有限公司	南化集团	核心子公司	100.00	化工	0.00	2.01	6.72	0.11	-0.72	
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	230.35	148.99	182.37	2.37	26.58	
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	0.00	4.25	0.05	-0.02	-0.48	
南宁化工股份有限公司	ST南化	三级子公司	32.00	-	0.00	3.23	6.69	0.07	-0.37	

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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	767.12	1302.24	1316.87	1336.23
货币资金 [亿元]	52.38	158.52	160.46	156.25
刚性债务[亿元]	424.02	740.35	752.08	780.95
所有者权益 [亿元]	217.66	382.09	398.50	392.91
营业收入[亿元]	464.34	691.85	706.88	136.87
净利润 [亿元]	8.58	6.66	8.75	-2.33
EBITDA[亿元]	51.38	73.21	78.07	—
经营性现金净流入量[亿元]	40.75	46.89	63.41	2.80
投资性现金净流入量[亿元]	-30.62	8.46	-20.45	-9.12
资产负债率[%]	71.63	70.66	69.74	70.60
权益资本与刚性债务比率[%]	51.33	51.61	52.99	50.31
流动比率[%]	66.14	69.60	67.73	71.92
现金比率[%]	21.22	30.83	32.69	32.30
利息保障倍数[倍]	1.59	1.26	1.36	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	92.12	63.13	69.46	—
毛利率[%]	11.36	10.01	10.61	7.35
营业利润率[%]	2.92	1.74	1.90	-1.64
总资产报酬率[%]	4.24	4.30	3.63	—
净资产收益率[%]	3.94	2.22	2.24	—
净资产收益率*[%]	1.98	0.08	0.45	—
营业收入现金率[%]	123.72	117.07	119.26	100.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.86	10.48	11.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.85	7.53	4.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.52	2.08	2.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.13	0.10	—

注：表中数据依据北部湾港务经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。