

珠海港股份有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010976】

评级对象: 珠海港股份有限公司 2019 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2019 年 8 月 9 日

注册额度: 不超过 12 亿元

本期发行: 6 亿元

发行目的: 偿还到期债券

存续期限: 3+2 年, 附第 3 年末投资

者回售选择权和发行人上调票面利率选择权

偿还方式: 单利按年付息, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.87	1.90	6.37	3.88
刚性债务	13.25	12.57	20.02	13.55
所有者权益	19.69	19.54	19.34	19.16
经营性现金净流入量	-0.27	1.06	2.11	-1.95
合并口径数据及指标:				
总资产	57.21	59.15	68.39	80.08
总负债	28.04	28.25	35.76	34.50
刚性债务	22.50	22.88	28.70	27.58
所有者权益	29.18	30.90	32.63	45.58
营业收入	18.01	18.61	26.15	6.16
净利润	1.20	1.66	1.93	0.13
经营性现金净流入量	2.79	3.66	3.79	-1.18
EBITDA	4.10	4.83	5.58	—
资产负债率[%]	49.00	47.76	52.29	43.08
权益资本与刚性债务比率[%]	129.67	135.06	113.68	165.27
流动比率[%]	99.99	112.13	87.44	90.75
现金比率[%]	37.80	52.00	51.14	37.19
利息保障倍数[倍]	2.30	2.76	2.76	—
净资产收益率[%]	4.21	5.52	6.08	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	27.66	40.39	26.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.73	9.32	1.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.65	4.24	4.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.21	0.22	—

注: 根据珠海港股份经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王科柯 wkk@shxsj.com

朱侃 zk@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

评级观点

主要优势:

- **区位条件良好和政策支持优势。**珠海港股份所依托的珠海港具备西江流域主要出海口及广珠铁路直达等区位优势;同时国家“一带一路”战略和珠江-西江经济带发展战略的推进,粤港澳大湾区的建设发展等,为公司提供了良好的发展前景。
- **业务多元化和经营规模持续扩大。**珠海港股份目前涉及港口物流、综合能源、港城配套和饮料食品等多种业务,多元化程度较高,增强了公司的抗风险能力。近年来公司通过外延式并购和新建投资及贸易业务的推进等,经营规模持续扩大。
- **定增提升资本实力。**珠海港股份 2019 年 4 月完成定增,募集资金总额 10.20 亿元,权益资本实力得到显著提升。
- **经营创现良好和融资渠道畅通。**近年来,珠海港股份经营创现情况总体良好;同时,目前公司尚有一定规模的可用银行授信额度,融资渠道畅通,加之定增后公司拥有较多的现金类资产,可为公司的债务偿付提供较好保障。

主要风险:

- **宏观经济波动及区域内港口竞争激烈。**港口行业发展易受宏观经济及腹地经济、进出口贸易形势等因素影响,经济下行、贸易摩擦等会对港口运营造成压力。此外,广东地区港口数量较多,竞争激烈。
- **风电场运营和减值风险。**风电场受风力自然条件影响较大,同时珠海港股份下属部分风电场存在弃风现象和较高比例的市场化交易电量,其中 2019 年一季度黄岗梁老虎洞风电场弃风

率有显著上升，关注公司风电场的运营和减值风险。

- 盈利对投资收益存在一定依赖。近年来珠海港股份利润对参股公司的投资收益存在一定依赖，易受被投资企业经营业绩及分红政策等影响。此外，部分被投资企业评估增值较高，需关注资产减值损失风险。
- 资本性支出压力和盈利不确定性。港口行业是资金密集型行业，珠海港股份未来对港口物流体系和燃气业务管网建设等仍有较大的投资计划，面临着持续较大的资本性支出压力；同时在宏观经济下行、区域港口竞争激烈的背景下，公司的港口物流体系投资未来面临一定的盈利不确定性。

➤ 未来展望

通过对珠海港股份及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给予本期中期票据 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



珠海港股份有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

珠海港股份有限公司（简称“珠海港股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”，证券简称“珠海港”，000507.SZ）前身为成立于 1984 年的珠海经济特区富华涤纶长丝厂，于 1986 年转为全民所有制的珠海经济特区富华涤纶丝厂，于 1989 年改制成立为珠海经济特区富华化纤股份有限公司，并于 1993 年在深交所挂牌上市，于 2010 年 9 月更为现名。公司的发起人和控股股东为珠海市纺织工业集团公司，后经多次增资扩股和一系列股权转让，2006 年 12 月珠海市国资委无偿获得公司股权 23.35%，成为公司控股股东；后于 2010 年 5 月，珠海市国有资产监督管理委员会（简称“珠海市国资委”）将所持公司剩余全部股权 16.40% 无偿转让给其全资所有的珠海港控股集团有限公司（以下简称“珠海港集团”），划转完成后至今，公司控股股东一直为珠海港集团，实际控制人仍一直为珠海市国资委。成立至今，公司经历多次增资扩股等，截至 2019 年 3 月末公司的总股本为 7.90 亿股，控股股东珠海港集团持有公司股权 25.83%。2019 年 4 月，公司完成首次非公开发行股票 1.41 亿股，公司总股本增至 9.30 亿股，控股股东珠海港股份持有公司股权增至 29.64%，实际控制人仍为珠海市国资委。

该公司是珠海市委、市政府提出的“以港兴市”发展战略的重要上市企业，是珠海市港口发展和资本运作的重要平台，近年来公司依托珠海港集团的高栏母港，发展形成了港口物流、综合能源和港城配套等三大业务板块。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司董事会和股东大会审议通过，公司拟向银行间交易商协会申请注册发行不超过 12 亿元的中期票据；公司本期中票拟发行 6 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末投资者回售选择权和发行人上调票面利率选择权。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	珠海港股份有限公司 2019 年度第一期中期票据
总发行规模：	不超过 12 亿元人民币
本期发行规模：	6 亿元人民币

本次债券期限:	3+2年, 附第3年末投资者回售选择权和发行人上调票面利率选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	单利按年付息, 到期一次还本
增级安排:	无

资料来源: 珠海港股份

截至本评级报告日, 该公司存续的债券余额为 11 亿元, 其中 19 珠海港股 SCP002 将于 2019 年 8 月 22 日到期, 16 珠海债将于 2019 年 11 月 22 日行权。

图表 2. 截至本评级报告日公司已发行但尚未到期债券情况 (单位: 亿元、%)

债项名称	发行金额	发行利率	起息日期	到期日期	待偿还本金余额	行权日后票面利率
16 珠海债 (3+2)	6.00	3.73	2016.11.22	2021.11.22	6.00	3.73+上调基点
19 珠海港股 SCP002	5.00	3.45	2019.05.24	2019.08.22	5.00	3.45
合计	11.00	-	-	-	11.00	-

资料来源: 珠海港股份

(2) 募集资金用途

该公司本期中期票据募集资金拟用于偿还到期债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年上半年, 全球经济景气度持续下降, 主要央行货币政策正在转向宽松; 美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大, 中东等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; 我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看, 我国宏观经济增长压力加大的同时, 各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看, 随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化, 我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年, 全球经济景气度持续下降, 主要央行货币政策正在转向宽松; 美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大, 中东等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; 我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中, 美国经济增长动能下降, 就业及物价增速均在放缓, 美联储降息预期上升且将停止缩表, 美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张; 欧盟经济增长前景下行, 制造业疲软、消费者信心不佳, 欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作, 英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素; 日本经

济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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

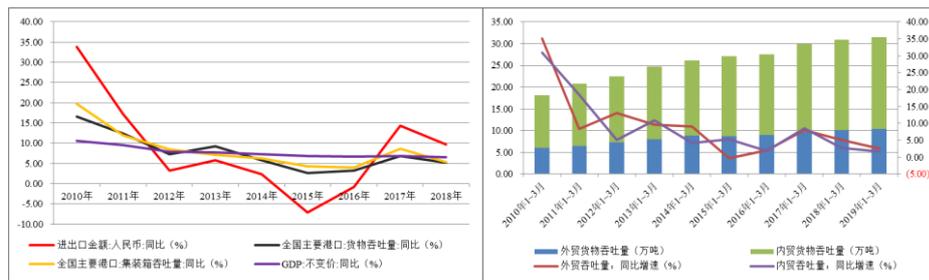
(2) 行业因素

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

A. 行业概况

2019年以来，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大。一季度，我国实现国内生产总值 21.34 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.40%，比上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点。在此背景下，我国港口货物吞吐量继续以增速放缓态势保持增长，2019 年第一季度，我国主要港口完成货物吞吐量 31.53 亿吨，同比增长 1.96%，增速较上年同期放缓 1.53 个百分点；其中，外贸货物吞吐量完成 10.38 亿吨，同比增长 2.58%，增速较上年同期放缓 2.46 个百分点；内贸货物吞吐量完成 21.15 亿吨，同比增长 1.65%，增速较上年同期放缓 1.11 个百分点。

图表 3. 我国港口行业与宏观经济波动



数据来源：Wind，新世纪评级整理

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

港口的发展潜力首先取决于其所处的区域位置及自然资源等先天条件，而腹地经济基础为其最重要的后天首要条件。从我国主要省份（直辖市）情况来看，江苏省、广东省、浙江省、山东省和河北省的全省吞吐量位居我国前五，2018 年前三季度均超过了 10 亿吨。

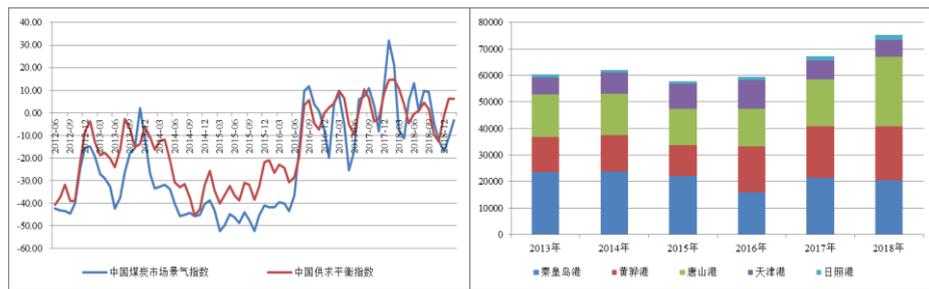
我国按港口所在的区域归属于内地还是沿海岸线区域，分为沿海港口和内河港口。内河港口在水域自然条件、集疏运系统和专业化程度等方面要逊色于沿海港口，规模上与沿海港口存在较大差距。2017 年，我国主要港口中共有 36 个吞吐量过亿吨港口，较 2016 年增加 5 个。其中，沿海港口共有 23 个，较 2016 年增加 2 个；2017 年上述 23 个港口的货物吞吐量合计占我国沿海港口总吞吐量的比重为 84.11%。同期，我国吞吐量过亿吨内河港口共有 13 个，较 2016 年增加 3 个；2017 年上述 13 个港口的货物吞吐量合计占我国内河港口总吞吐量的比重为 61.17%。

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

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

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

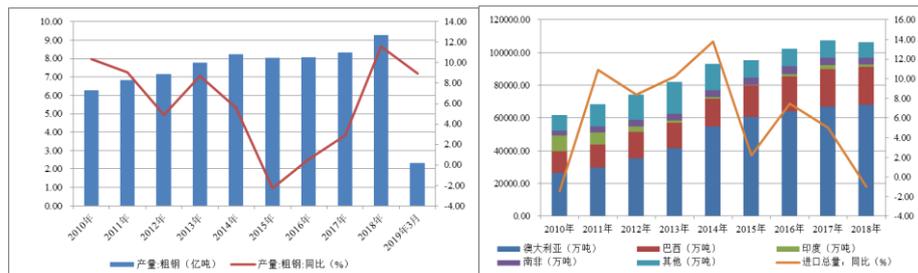
图表 4. 近年来我国煤炭市场概况（单位：万吨）



资料来源：Wind、公开资料、新世纪评级整理

我国港口吞吐的金属矿石以进口铁矿石为主，其吞吐情况一方面易受我国钢铁行业景气度影响，另一方面易受铁矿石进口情况影响。我国钢铁行业下游需求于 2017 年以来有所恢复，粗钢产量明显增加，能对我国港口铁矿石吞吐量形成较好支撑；但考虑到废钢在钢铁原料结构中的占比提高预计将对我国进口铁矿石的需求量形成负面影响，再加上铁矿石港口库存量持续处于高位，我国港口铁矿石装卸量增长承压，金属矿石吞吐量的增长将主要靠其他类矿石量的带动。

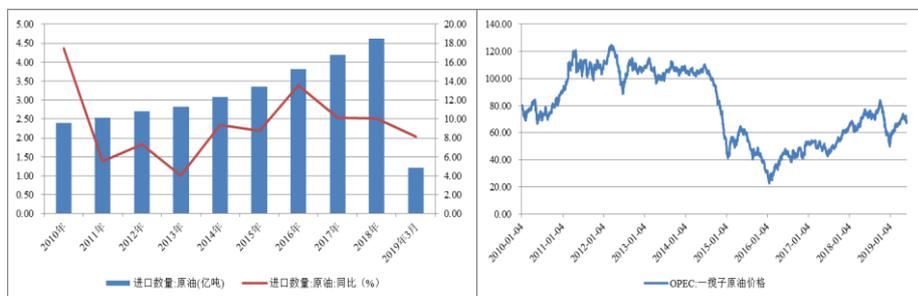
图表 5. 近年来我国钢铁及铁矿石市场概况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

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

图表 6. 近年来我国原油市场概况

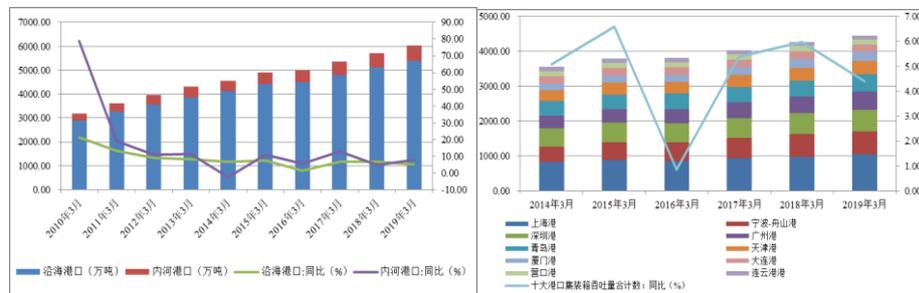


数据来源：Wind，新世纪评级整理

从集装箱吞吐情况来看，集装箱吞吐对外贸形势敏感度相对偏高，受国际宏观经济及全球航运业形势不明朗等因素影响，2019 年第一季度，我国主要

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

图表 7. 我国沿海主要港口集装箱概况（单位：万吨）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

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

图表 8. 我国前十大沿海主要港口货物吞吐量情况（单位：亿吨、%）

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

资料来源：Wind、新世纪评级整理

在建设投资方面，我国港口行业投资增速维持震荡下滑态势，但内河和沿海区域在投资建设增速上出现一定分化。其中，沿海建设投资整体增速继续放缓，港口建设的新增投资主要体现在对新建大型泊位、改造现有泊位等方面，中小型泊位的建设投资有所收缩；内河投资受益于我国扶持江海联运等发展，

水水联运、水铁联运等多式联运建设的推进，建设需求有所回升，2017年以来恢复了正增长。此外，随着我国各地港口资源整合工作的深入，各港口的定位和发展方向进一步明确化，将为我国部分区域的港口带来新的建设需求，再加上我国航运业船舶大型化趋势有增无减，我国港口基础设施建设投资情况将在区域分布上和泊位类型上出现明显分化。

B. 政策环境

港口是我国重要的交通基础设施，其建设和运营状况对于地方经济发展发挥着至关重要的作用，在我国国家战略性政策中均被赋予了重要的地位。近年来，我国政府不断完善港口运营管理、作业收费、集疏运系统建设等相关方面的政策环境，以提升港口的作业效率和服务水平，改善竞争环境，再加上“一带一路”和“长江经济带”等国家性战略的深入实施，为我国港口行业提供了广阔的发展前景。与此同时，随着我国经济的不断发展，环保要求亦愈发严苛，2018年以来，我国政府亦发布了一系列环保相关政策和/或通知，对港口环保实践提出了更高要求，从而对我国部分港口的短期运营状况造成了一定负面影响；此外，随着我国政府不断对港口行业的收费制度进行市场化改革，以及对行业内垄断现象重视度的提升，叠加行业内目前仍较为激烈的竞争环境，我国港口企业的盈利能力亦面临一定挑战。

图表 9. 近年来港口主要政策文件

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

资料来源：Wind，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

港口作为我国重要交通基础设施，具有较强的垄断性，但区域间仍存在较强竞争。2018年以来，随着浙江省内港口资源整合工作的基本完成，在我国政府的大力推动和鼓励下，大部分沿海省份均加快了港口资源的相关整合工作，江苏省、辽宁省、山东省和广东省等地的整合方案均已基本形成，整合方式亦呈现多元化，从以省政府成立港口集团为整合主体的以行政主导为核心的

方式，增加了以省政府发起并引入专业港口运营商如招商局集团有限公司（简称“招商局集团”），以市场化为核心的方式。从整合效果看，目前广西北部湾港以及宁波-舟山港均取得了较好的整合效果，区域内主要港口资源均由整合主体统一运营，资源得到了充分有效的利用。其他省份整合方向基本明确，但受区域内港口运营主体较多、股权结构较复杂以及整合方式多样化等诸多因素综合影响，整合难度偏大，整体工作进程较为缓慢，相关效益短期内难以体现。总体来看，港口行业资源整合将在一定程度上优化我国港口区域内竞争环境，提高港口资源的利用效率，为港口企业发展提供较好的背景。

港口行业个体企业在经营上的差异主要体现在以下七个方面：业务规模、港口地位、区域竞争、腹地经济、基础设施条件、货种结构及收费水平等。在财务方面，港口企业属于资本密集型，资产以非流动资产为主；同时港口建设前期投资大、建设周期长和回报获取慢的特性，使得港口行业的资产流动性整体偏弱。从债务负担情况来看，我国港口行业整体债务负担不大，行业资产负债率近三年基本维持在 50% 左右，但受腹地经济、吞吐货种及竞争地位等影响，行业内个体存在较大差异；负债结构方面，由于港口建设周期长，普遍长期债务占比较高，但是如果企业为节约财务费用采用短债长投的方式，将面临短期债务周转的压力。从现金流情况来看，港口业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，营业收入现金率的行业均值较高且呈上升趋势，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 10. 核心样本企业基本数据概览（2018 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业 ²	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）			
	吞吐量 (亿吨)	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性 净现金流
宁波舟山港股份	7.76	218.80	24.50	736.22	42.93	32.07	100.60
上港集团	5.61	380.43	31.74	1443.67	42.96	114.72	57.10
广州港股份	4.65	86.43	25.23	251.87	40.36	8.94	34.19
天津港股份	4.29	130.60	19.21	342.02	38.63	9.79	20.19
秦港股份	3.82	68.77	41.56	259.59	42.26	6.94	26.97
大连港股份	3.73	67.54	23.88	353.16	40.93	6.82	18.86
营口港股份	2.93	48.14	36.83	161.75	24.71	10.36	16.92
日照港股份	2.37	51.30	27.46	215.21	41.86	7.35	14.85
唐山港股份	2.12	101.38	20.72	232.95	26.85	15.38	17.01
北部湾港	1.83	42.11	36.95	171.17	38.99	7.11	18.31
锦州港股份	0.84	59.22	12.04	164.92	61.59	2.46	5.36
连云港股份	0.58	13.17	26.58	90.74	58.60	0.19	-5.94
重庆港九	0.37	63.67	7.27	81.13	41.70	1.77	4.95
厦门港务发展	0.33	133.91	3.75	85.53	57.84	1.07	2.25
珠海港股份	0.06	26.15	19.17	68.39	52.29	1.93	3.79
丹东港集团	1.51	64.10	50.89	601.79	77.20	7.63	33.09

资料来源：wind 资讯、公开资料，新世纪评级整理

总体来看，在港口资源整合的背景下，我国港口行业内企业竞争环境有望得以优化，无序竞争现象的缓解有助于提升行业内企业的盈利水平，但企业集团化发展亦使得政府开始关注行业内的垄断现象，反垄断工作的开展使得部分

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

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，使得港口行业未来仍面临一定的资本性支出压力。

D. 风险关注

宏观经济波动风险。宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素，港口货物吞吐量与其呈明显的正相关性。2018 年以来国际经济形势趋于复杂，但受益于我国以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实，我国港口货物吞吐量保持低速增长。总体来看，我国港口行业面临一定的宏观经济波动风险。

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

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

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

(3) 区域市场因素

珠三角地区系广东省的经济引擎，其发达的地区经济和良好的区位为当地港口和航运业提供了广阔的发展空间。珠海港是广东省五大枢纽港之一，珠海市已将港口建设提升至“以港立市”的战略高度，政策支持意愿明显。

广东省是我国岸线资源最丰富、沿海港口数量最多、水路运输最发达的省份之一，港口行业较为发达。为统筹港口建设，实现港口的可持续发展，广东省 2008 年制定了《广东省沿海港口布局规划（2008~2020 年）》，明确了沿海分层次和分系统的港口布局，形成以广州港、深圳港、湛江港、珠海港、汕头港等为主要港口的发展格局。其中，深圳港的直接腹地以深圳市、惠州市、东莞市为主的珠江三角洲东部地区。广州港是华南地区重要的综合性港口，目前已经形成以南沙港区为中心辐射珠江三角洲和珠江上游省份的集疏运网络，

其直接腹地为以广州市、东莞市、中山市、佛山市为主的珠江三角洲的北部地区。珠海港直接腹地为以珠海市、江门市为主的珠江三角洲的西部地区。

从腹地经济发展来看，珠三角地区依靠良好的地理区位优势和政策优势，是我国经济最活跃的地区之一，也是广东省内经济发展的领先区域，近年地区生产总值占全省的比重在 80% 左右。珠三角地区现已形成深莞惠（深圳、东莞、惠州）、广佛肇（广州、佛山、肇庆）及珠中江（珠海、中山、江门）三个经济圈，初步建立起了多层次协调发展的产业布局。不过珠三角地区具有较高的外贸依存度，国际经济波动会对其进出口产生较大影响。2018 年广东省实现地区生产总值 97,277.77 亿元，比上年增长 6.8%，增速下降 0.7 个百分点。其中，珠三角地区生产总值占全省比重为 80.2%。总体来看，发达的地区经济和良好的发展潜力为珠三角地区港口和航运企业提供了广阔的发展空间。

作为珠海港的直接经济腹地，珠海市港口行业发展得到了政府的大力支持。为统筹港口建设，实现港口的可持续发展，珠海市委、市政府 2008 年提升了港口发展的战略地位，制定了“以港立市”的发展战略，将港口资源定位为珠海市发展的战略性资源，规划依托海港大力发展临港重化工业、港口物流业，拉动地区经济发展。2010 年底，《珠海港总体规划（修订）》获得国家交通运输部和广东省人民政府的联合批复，在继续明确珠海港为全国沿海主枢纽港的基础上，首次将珠海港定位为国家综合运输体系的重要枢纽，并明确了珠海港是现代化、多功能的综合性港口；未来将重点发展油气化工品、煤炭、矿石等大宗散货和集装箱运输，同时要适时发展远洋集装箱干线运输，为实现向集装箱干线港的转型奠定基础。此外，2014 年《珠海智慧港口 2020 行动计划》获批，珠海市将通过巩固与整合高栏集装箱业务、设立商业部、组建高栏港驳船运输快线、在综合保税区建立货物集散园区等 13 个项目的建设，拟在 5 年内将珠海港打造成“国内最先进的智能型国际港口之一”。2016 年，珠海市政府常务会议审议通过了《继续提升高栏港区集装箱吞吐量暂行办法》，明确在 2015 年 8 月 16 日至 2018 年 8 月 15 日期间，每年补贴资金总额不超过 1 亿元，以继续大力推动高栏港区集装箱业务的发展。2019 年以来，根据珠海市发布的《2018 年-2021 年高栏港区集装箱业务发展扶持及奖励办法》（珠府函（2019）36 号），继续对港区集装箱业务发展进行扶持，安排每年扶持及奖励资金总额不超过 1.5 亿元。经济方面，2018 年珠海市实现生产总值 2,914.74 亿元，同比增长 8.0%；实现一般公共预算收入 331.47 亿元，比上年增长 5.4%。珠海市经济及财政实力的不断增强有助于推动港口行业的发展。

随着优化交通环境的规划持续推进，珠海港集疏运条件将得到逐步提升，同时西江战略的实施也拓宽了珠海港业务的辐射范围，珠海港近年来吞吐量保持增长。但同时，珠三角区域内港口竞争较为激烈，与周边大港相比珠海港仍有进一步提升空间。后续来看，随着粤港澳大湾区发展上升为国家战略、港珠澳大桥的贯通通车，将有助于提升珠海港的区位优势，为港口发展带来机遇。

近年来珠海市持续推进交通基础设施建设，交通环境的不断优化有助于集

疏运体系的进一步完善。港口方面，珠海市持续推进珠海港主港区高栏港区的建设，高栏港区主航道距国际航道-27米等深线仅11公里，从水路可直通“一带一路”沿线巴基斯坦的瓜达尔港，具备良好的国际海运条件。铁路方面，随着直通高栏港的货运专线—广珠铁路于2012年底建成通车，珠江口西岸城市告别了无轨道运输的历史，珠海市作为珠江口西岸物流中心，连接珠三角甚至内陆地区的物流运输体系得以完善，并使珠海港的腹地资源向内陆地区进一步延伸。路桥方面，2018年12月，珠海市政府批复《珠海市干线路网规划》，规划到2035年，构建“六横十纵”骨架路网，包含高速公路、快速路、交通性主干路三个层级。此外，随着港珠澳大桥于2018年10月正式通车，架起了珠三角东西两岸的直接沟通纽带，有助于促进珠海与周边地区的互动发展，可为区域内港口物流服务业提供一定的发展机遇。总体看，市内交通运输网络的持续优化及港口配套设施的不断完善，将有助于推动公司港口业务的长期发展。

同时，为拓展业务辐射范围，2009年12月，珠江水系西江港口企业联盟在珠海市成立。西江港口联盟是由珠海港集团倡议，沿江各城市的港口企业共同发起，自愿组成的企业合作组织。南宁市、贵港市、来宾市、柳州市、梧州市、云浮市、肇庆市、江门市、佛山市、中山市、珠海市等11个主要城市的13家港航企业签订了《珠江水系西江港口企业联盟章程》，共同推进西江流域港口合作和一体化进程，推进西江航道整治，提高西江通航能力和服务水平。目前西江港口联盟成员已达到41家，覆盖了广东、广西等西江沿线15个城市，现已成为区域内最具影响力的港航物流非营利性的联盟组织。联盟的建立有利于沿江各港口在港口设施建设、港口物流系统建立、信息平台共享、航线开辟、物流等方面的合作，提高西江水道的运营效率。同时，西江上游港口也能成为珠海港的喂给港，为业务货源拓展提供较好的基础。此外，2014年7月国务院正式批复《珠江-西江经济带发展规划》³，珠江—西江经济带发展正式上升为国家战略，有助于推动西江航运发展及上下游流通，促进西江流域区域和产业一体化。该公司目前已与沿江贵港、梧州、云浮、中山、桂平、石龙等主要物流节点共开通25条西江驳船快线，航线网络基本覆盖沿江主要港口。2019年上半年，经珠海港转运西江流域的货物吞吐量累计2254.13万吨，同比增长11.85%；集装箱吞吐量累计完成30.16万TEU，同比增长13.65%。自西江驳船快线开通以来，经珠海港转运西江流域的货物和集装箱吞吐量年均增速分别达27%和40%。

在集疏运条件优化，西江流域货源补充，港口服务能力提升，以及中远、中海等航运巨头引入等支持下，尽管近年来面临着国内经济增速放缓的压力，珠海港总体仍保持着相对稳定的发展态势。根据珠海市港口管理局数据显示，2017年珠海市规模以上港口完成货物吞吐量1.36亿吨，较上年增长15.34%；集装箱吞吐量227.04万TEU，较上年增长37.31%。而2018年以来，受到经济及外贸形势、国内环保高压政策等影响，当年规模以上港口完成货物吞吐量

³ 规划范围主要包括广东省的广州、佛山、肇庆、云浮，以及广西壮族自治区的南宁、柳州、梧州、贵港、百色、来宾、崇左。

1.38 亿吨,同比小幅增长 1.6%,其中外贸货物吞吐量 0.29 亿吨,同比下降 1.9%;内贸货物吞吐量 1.09 亿吨,同比增长 2.6%;港口集装箱吞吐量 231 万标准箱,同比增长 1.6%,总体来看增幅出现较明显放缓。

从市场竞争来看,珠海港近年来发展较快,但现阶段尚处于投建、培育阶段,在港口货物和集装箱吞吐量、配套设施建设等方面与广州港、深圳港等周边大港的差距仍较为明显。但作为珠江三角洲西部地区的深水良港,其未来发展潜力大。后续来看,2017 年政府工作报告已将粤港澳大湾区⁴建设上升为国家战略,并于 2019 年出台了《粤港澳大湾区发展规划纲要》;同时,随着港珠澳大桥的建成通车,将大幅缩短珠海与香港、澳门的运输距离,珠海将会成为连接粤港澳的最便利物流节点之一,区位优势将得到进一步强化,珠海港发展面临较好的机遇。

2. 业务运营

该公司主要依托珠海港集团的珠海港以及自身控股的西江内河码头发展港口物流业务,同时涉及管道燃气、电力能源、饮料食品和港城配套建设等多元化业务;近年来随着港口物流配套体系和管道燃气工程等的持续投资建设及贸易业务的推进,公司经营规模不断扩大,后续仍面临较大的项目资本性支出压力。公司的港口物流配套体系目前仍处于建设、培育阶段,总体规模仍较有限,因低毛利率的贸易业务占比较高,盈利能力相对较弱,也易受宏观经济与贸易走势影响;主业经营收益主要来自综合能源和港城配套业务板块。近年来公司的利润来源对投资收益等非经常性损益的依赖较大,整体盈利情况尚可且有所提升。

该公司作为落实珠海市委、市政府提出的“以港兴市”发展战略的重要上市企业,主要从事港口的投资及运营以及船舶运输等业务,利用控股股东珠海港集团所控股的珠海港处于西江流域主要出海门户及广珠铁路直达港区的优势,发挥江海联运、海铁联运、水水中转等多式联运优势,以西江流域控股内河码头及珠海高栏参股大型专业能源码头为依托,努力构建现代港口综合服务体系。公司目前业务主要涵盖港口物流板块、综合能源板块和港城配套业务板块;其中港口物流板块主要包括码头运营服务、物流贸易、物流服务和进出口贸易业务;综合能源板块包括电力能源和管道燃气;港城配套板块主要包括置业开发、物业管理和饮料生产业务。

近年来随着港口物流配套体系和管道燃气工程等的持续投资建设及贸易业务的推进,公司经营规模不断扩大,2016-2018 年及 2019 年一季度,该公司分别实现营业收入 18.01 亿元、18.61 亿元、26.15 亿元和 6.16 亿元,其中 2018 年以来收入增长较多系公司大幅增加了低毛利率的物流贸易规模所致,由此也

⁴ 粤港澳大湾区由“9+2”组成,即广东的广州、深圳、珠海、佛山、中山、东莞、惠州、江门、肇庆,以及香港特别行政区、澳门特别行政区。

使得公司整体毛利率水平有所下降，同期，公司的综合毛利率分别为 22.40%、24.16%、19.17%和 15.70%，2019 年一季度毛利率下滑还因为毛利率较高的风力发电业务收入减少所致；总体来看，公司主业整体盈利能力一般。

从分业务板块来看，2018 年该公司港口物流板块的收入和毛利分别为 15.76 亿元和 1.38 亿元，在公司整体收入和毛利中的占比为 60.27%和 27.54%，近年来一直为公司的第一大收入来源和第三大毛利来源，因该板块低毛利率的贸易业务占比较大，使得毛利率相对较低，2018 年为 8.78%；同期，公司的综合能源板块的收入和毛利分别为 3.98 亿元和 1.64 亿元，在公司整体收入和毛利中的占比为 15.22%和 32.73%，近年来一直为公司的第二大毛利来源，毛利率水平相对较高，2018 年为 41.27%；同期，公司的港城配套业务的收入和毛利分别为 6.41 亿元和 1.99 亿元，在公司整体收入和毛利中的占比为 24.51%和 39.72%，近年来一直为公司的第一大毛利来源，因物业管理及其他业务和饮料食品业务的毛利率相差较大，使得近年来该板块的毛利率呈现较大波动，2016-2018 年及 2019 年一季度毛利率分别为 37.02%、25.46%、30.97%和 24.21%，总体毛利率水平较好。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
码头运营与物流服务	国内/珠三角地区	规模/资产/货种/费率/政策等
贸易	国内/珠三角地区	规模/资本等
综合能源	国内/珠海市，部分风电场位于内蒙古和浙江	规模/成本/政策等
饮料食品	国内/珠三角地区	品牌/规模等

资料来源：珠海港股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司业务收入、毛利和毛利率及变化情况（亿元，%）

营业收入	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度	2018 年一季度
港口物流板块	10.24	9.69	15.76	3.83	1.90
其中：码头运营服务	0.53	0.77	0.72	0.15	0.17
物流贸易	3.58	3.49	8.16	2.11	1.02
进出口贸易	1.38	1.25	1.28	0.00	0.00
物流服务	4.74	4.16	5.60	1.57	0.71
综合能源板块	3.09	3.54	3.98	1.35	1.23
其中：管道燃气	0.91	1.04	1.49	0.74	0.52
电力能源	2.22	2.51	2.50	0.61	0.71
港城配套板块	4.69	5.39	6.41	0.98	0.94
其中：物业管理及其他业务	1.27	1.31	2.01	0.11	0.13
饮料食品	3.42	4.08	4.40	0.87	0.81
合计	18.01	18.61	26.15	6.16	4.06
营业毛利	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度	2018 年一季度
港口物流板块	1.08	1.30	1.38	0.26	0.28
其中：码头运营服务	0.18	0.27	0.20	0.02	0.05

物流贸易	0.10	0.15	0.17	0.03	0.05
进出口贸易	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00
物流服务	0.77	0.87	1.01	0.22	0.18
综合能源板块	1.42	1.56	1.64	0.47	0.57
港城配套板块	1.54	1.63	1.99	0.24	0.24
其中：物业管理及其他业务	0.57	0.58	0.78	0.02	0.05
饮料食品	0.97	1.05	1.20	0.22	0.19
合计	4.03	4.50	5.01	0.97	1.10
毛利率	2016年	2017年	2018年	2019年一季度	2018年一季度
港口物流板块	10.53	13.45	8.78	6.77	14.90
其中：码头运营服务	33.31	34.49	28.16	12.02	31.03
物流贸易	2.84	4.38	2.03	1.21	5.11
进出口贸易	2.18	1.17	0.00	0.00	0.00
物流服务	16.21	20.87	18.12	13.75	25.09
综合能源板块	45.90	44.22	41.27	34.82	46.89
港城配套板块	37.02	25.46	30.97	24.21	25.48
其中：物业管理及其他业务	44.53	43.91	39.08	14.00	35.39
饮料食品	28.53	25.85	27.27	25.50	23.89
合计	22.40	24.16	19.17	15.70	26.99

资料来源：珠海港股份

A. 港口物流板块

利用珠海港处于西江流域主要出海门户及广珠铁路直达港区的优势，近年来该公司不断推进港口物流板块的投资发展建设。

该公司的港口物流板块主要包括码头运营服务、物流贸易、进出口贸易、物流服务。码头运营服务主要为西江内河港口码头的投资及运营；围绕码头运营，以珠海港集团的珠海高栏母港为中心，公司还持续推进贸易及物流服务，提供一站式、一体化服务。2016-2018年及2019年一季度，公司的港口物流板块实现业务收入分别为10.24亿元、9.69亿元、15.76亿元和3.83亿元，随着港口物流配套体系的不断建设和不断推进西江战略、物流中心战略等，近年来公司的港口物流板块业务规模整体有显著增长，但主要来自低毛利率的贸易业务规模的增加，使得该板块的毛利率相对较低且有所下滑，同期分别为10.53%、13.45%、8.78%和6.77%。

码头运营服务

该公司的码头运营服务主体包括云浮新港港务有限公司（简称“云浮新港港务”）和珠海港（梧州）港务有限公司（简称“梧州港务”）。目前公司旗下码头主要位于云浮新港和梧州港，均为西江沿岸内河码头。

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司港口码头生产性泊位情况

所属港区	泊位数	主要用途及靠泊能力	设计通过能力	股权比例	运营主体	投入运营时间
梧州港大利口码头	2	集装箱及散货装卸；预留 2000 吨水工结构	105 万吨	72.00%	梧州港务	2017 年 1 月
新港外贸区	7	普通货物装卸、仓储，船舶港口服务，港口设施、设备及港口机械的租赁、维修服务；靠泊能力 3000 吨	230 万吨	86.24%	云浮新港港务	2011 年 12 月

六都港内贸区	5	普通货物装卸、仓储，船舶港口服务，港口设施、设备及港口机械的租赁、维修服务；靠泊能力2000吨	200万吨	86.24%	云浮新港港务	2011年12月
--------	---	---	-------	--------	--------	----------

资料来源：珠海港股份

2016-2018年及2019年一季度，该公司分别实现码头运营服务收入0.53亿元、0.77亿元、0.72亿元和0.15亿元，毛利率分别为33.31%、34.49%、28.16%和12.02%，其中2018年以来受宏观经济下行和中美贸易战等影响，装卸费率较高的外贸货种的吞吐量有所下降，但同时开拓其他货种的装卸业务，使得公司的码头运营服务业务收入略有下降，但毛利率有显著下滑。

该公司的云浮新港位于广东省云浮市，为广东内河第一大港，地处西江主航道中上游，两广（广东和广西）航运节点，为西江流域的内河喂给港，以集装箱及散杂货物装卸运输、港口物流配送和仓储为核心业务，是公司“西江战略”的重要布局，是西江流域最大、最有影响力的内河码头和西江流域中转枢纽港。云浮新港以集装箱装卸运输、大宗散杂货物装卸运输、港口物流配送和仓储为核心业务，目前已形成了多元化的运输服务体系。云浮新港下辖云浮新港外贸区（以下简称“新港外贸区”）和六都港内贸区两个港口作业区，内外贸业务分工合作，其中新港外贸区于2010年1月投入运营，港区占地面积约22万平方米，码头使用岸线长420米，拥有15万平米堆场；六都港内贸区位于云浮新港上游，距新港外贸区3公里，港区占地面积5.1万平方米，码头岸线长500米，现已开通六都至香港、深圳蛇口、珠海、广州南沙等港口的航线。

该公司的梧州港中心港区大利口作业区码头（以下简称“梧州大利口码头”）2016年试运营，于2017年初正式运营。梧州大利口码头地处广西东部的梧州港，距西江主航道7公里，沿西江上溯可深入至贵港、柳州、河池、百色等货源腹地，下行可方便快捷至广州、深圳、珠海、港澳等中转地，拥有便利的交通条件和良好的疏港道路。

近年来随着该公司的下属港口不断完善内贸航线布局，积极拓展海铁联运，吞吐量逐年上升。从内外贸情况来看，2016-2018年云浮新港外贸货物的吞吐量分别为181.94万吨、275.01万吨和221.77万吨；内贸货物吞吐量分别为175.77万吨、188.63万吨和253.84万吨；2018年以来受宏观经济下行和中美贸易战等影响，石材等装卸费率较高的外贸货种的吞吐量有所下降，但同时公司积极拓展了石材以外的内贸货物的装卸业务，吞吐量整体仍呈现上升趋势。

图表 14. 近年来公司港口码头的吞吐量情况

货物品种		2016年	2017年	2018年	2019年一季度
货物吞吐量（万吨）	云浮新港	357.71	463.64	475.62	97.83
	梧州港	89.21	139.15	159.00	29.96
	合计	446.92	602.79	634.62	127.79
散货吞吐量（万吨）	云浮新港	20.36	15.32	32.65	7.55
	梧州港	58.00	46.19	30.31	4.01
	合计	78.36	61.51	62.96	11.56
集装箱吞吐量（万 TEU）	云浮新港	16.48	23.00	23.32	4.33

	梧州港	1.89	5.86	7.13	1.41
	合计	18.37	28.86	30.45	5.74

资料来源：珠海港股份

图表 15. 近年来公司港口码头的主要货物吞吐量情况（万吨）

货物品种	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
角石及石粉	29.72	51.66	83.22	14.33
煤炭及制品	58.06	48.56	5.02	10.46
非金属矿石	254.38	349.82	314.76	60.19
其他（不锈钢、陶瓷等）	103.33	149.73	231.74	54.29
合计	445.49	599.77	634.74	139.27

资料来源：珠海港股份

港口竞争方面，云浮新港和梧州大利口码头均为西江流域的内河港，该流域港口众多、港口间间距较短，港口辐射范围不广，该公司旗下码头面临着来自周边码头的激烈竞争。目前，云浮新港主要受到来自西江下游内河港口（肇庆高要港、三榕港、高明港、开平三益港等）的货源分流影响，云浮新港在码头设施、货源获取、运营等方面均不具备明显优势；同时，云浮新港受到主要来自厦门、深圳、广州、肇庆等陆路拖车带来的陆路运输竞争，货物到其他港口的运价比到云浮港低 50~200 美元/每柜，降低了云浮新港的竞争力。梧州大利口码头的竞争对手主要为梧州港已建成投产其他码头，包括梧州中外运李家庄码头、塘源紫金村码头、中储粮专用码头和位于长洲水利枢纽上游的赤水码头等大型专业化码头等，上述码头均已建成投产，有稳定的客源、航线和成熟的经营模式，梧州大利口码头面临着激烈的行业竞争。

港口在建项目方面，梧州港中心港区大利口码头计划建成 6 个 1000 吨级多用途泊位（水工结构 2000 吨），计划总投资为 3.91 亿元，预计建设期间为 2013 年 12 月-2021 年 6 月，已于 2016 年建成投运 2 个泊位，目前尚有 4 个泊位在建。截至 2018 年末，已投资 2.65 亿元，预计 2019 年和 2020 年分别还需投资 0.51 亿元和 0.62 亿元。建成后，梧州港区的设计年通过能力为 235 万吨，其中集装箱 19.6 万标箱，散杂货 78.2 万吨。

此外，为实施“西江战略”，促进集疏运体系建设，拓展西江上游货源腹地，该公司 2019 年 1 月收购了广西金源生物化工实业有限公司持有的广西广源物流有限公司（简称“广源物流”）55% 股权，交易对价为 3,700.95 万元，较债转股调整后 2018 年 9 月末的净资产（按持股比例计算的净资产份额）溢价 342 万元。广源物流主要建设和经营西江中上游的广西贵港港桂平港区蒙圩棉宠作业区一期码头工程（以下简称“桂平港新龙码头”），规划建设 3 个 3000 吨级多用途泊位，计划总投资 3.06 亿元，码头设计年通过能力为散货 181 万吨、件杂货 26.6 万吨、集装箱 8.6 万标准箱；目前已建成岸线长度为 132 米的一期码 1#泊位并已投入运营，完成投资 7,000 万元。2018 年 1-9 月广源物流实现营业收入和净利润分别为 428.05 万元和 84.95 万元，经营活动净现金流为 363.69 万元。桂平港新龙码头坐落于广西省桂平市龙门工业区，桂平市是珠江-西江经济带沿线的重要港口城市，处于黔江、郁江、浔江三江交汇口，具有便利的

水路、公路、铁路交通，与周围城市的经济交互性强，自身以及周围城市形成良好的货源腹地。

物流贸易、进出口贸易

近年来该公司确立了为客户提供全程物流服务的发展战略，充分利用港区物流园区等仓储设施，及自身的运输服务优势与多种物流代理服务资质，不断拓展自身的业务链条，由单纯的道路运输服务向为客户全面提供运输、仓储、报关、代理等一站式服务转变，并在此基础上逐步推广商贸物流等经营模式，以贸易带动物流需求，推动港口物流业务发展。

该公司物流贸易业务主要是按照客户的要求开展供应链贸易服务，由公司下属全资子公司珠海港物流发展有限公司（以下简称“珠海港物流”）及其子公司负责具体运营。业务模式方面，公司在客户提出采购或销售委托后，以自身名义购入商品，并根据客户需要提供市场信息、价格协调、交货协调、物流策划、通关、仓储、配送、简单加工、结算等服务，最终将商品销售给客户或客户指定的购买商。公司主要贸易品种包括煤炭、化工原油、钢材、食品和轻质油等港口聚集货物。

2016-2018年及2019年一季度该公司物流贸易收入分别为3.58亿元、3.49亿元、8.16亿元和2.11亿元，受全球经济下滑及制造企业产能下降影响，2015-2017年公司不断收缩煤炭、化工油品和粮食等贸易业务，以控制收款和货物价格风险，并计提较多坏账准备，2015-2016年分别计提0.39亿元和0.19亿元，主要系公司对往年因贸易业务形成的账龄较长的应收和预付款项（均已转入“其他应收款”）计提坏账所致，上述涉及坏账的主要其他应收款对象分别主要为江苏申诚塑业有限公司0.21亿元（已全额计提）、珠海格力石化有限公司0.16亿元（已全额计提）和山西煤炭运销集团苏州怀仁有限公司0.25亿元（已计提0.17亿元）；但自2017年以来，随着公司加强贸易风控⁵措施和门槛，坏账情况已显著好转，同时通过对坏账客户的追讨，公司2017-2018年收回或转回坏账准备0.16亿元和0.14亿元。2018年该公司与珠海市中驰物流有限公司（以下简称“中驰物流”）合资成立珠海港中驰供应链管理有限公司（以下简称“中驰供应链公司”），中驰物流主要从事煤炭贸易等相关业务，依托其煤炭业务资源，公司的煤炭销售量大幅增加，从而使得2018年以来公司的物流贸易业务有大幅增长，但为控制应收账款风险，公司减少了普通贸易模式的贸易规模，大幅增加了毛利率相对较低的代采控货模式的贸易规模，使得公司的物流贸易业务毛利率较低且有进一步下降，同期毛利率分别为2.84%、4.38%、2.03%和1.21%。

目前该公司的物流贸易基本模式为：下游支付20%保证金→公司以自有资金全款向上游采购→下游支付余款赎货；如下游违约，公司则没收保证金抛货回收资金。预付款和保证金的账期一般均不超过30天，下游客户的赎货期最

⁵截至2019年3月末，公司贸易业务相关的应收账款余额为12,593.65万元（其中账龄1年以上的应收账款为715.11万元），已计提坏账损失准备713.91万元；贸易业务相关的预付账款余额为3812.10万元（其中账龄1年以上的应收账款为0万元），已计提坏账损失准备0万元。

长不超过 3 个月。

图表 16. 近年来公司的物流贸易业务情况（万吨）

贸易品种	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
煤炭	2.58	6.65	57.04	27.71
钢材	6.12	6.47	5.99	1.24

资料来源：珠海港股份

该公司物流服务主要是为客户提供仓储、运输、理货、拖带、代理、报关、以及供应链管理等全方位服务，具体由下属公司珠海港物流、珠海外轮代理有限公司、珠海港拖轮有限公司、珠海港达供应链管理有限公司等负责运营。2016-2018 年及 2019 年一季度，公司物流服务业务收入分别为 4.74 亿元和 4.16 亿元、5.60 亿元和 1.57 亿元，受外部市场环境影响，部分客户销售情况呈波动变化，加之公司为控制不利市场环境下的回款风险及价格风险，2016-2017 年对物流贸易业务不断收缩，相应的物流服务业务收入有所下降；2018 年以来随着物流贸易业务规模的增长，物流服务业务收入有显著增长；同期，公司的物流服务业务毛利率分别为 16.21%、20.87%、18.12% 和 13.75%，呈现一定波动，其中 2018 年以来物流服务业务毛利率下滑系市场竞争、收费标准下降和燃油费成本上升所致。

进出口贸易业务由该公司子公司珠海港香港有限公司（以下简称“香港公司”）运营，主要业务范围在中国香港市场。业务模式上，香港公司与供应商签订《采购合同》，香港公司向供应商采购电解铜，同时，香港公司与客户签订《销售合同》，香港公司向客户销售电解铜；全额收取下游客户款项再对外支付，全程不垫支。目前进出口贸易的市场区域、贸易品种、上下游客户较为单一，近年来业务收入较为平稳，2016-2018 年分别为 1.38 亿元、1.25 亿元和 1.28 亿元，但受市场竞争、外部经济增速放缓以及商品贸易需求变化等影响，同期毛利率分别为 2.18%、1.17%、0%，进出口贸易业务毛利率很低且 2018 年以来基本不盈利，目的是以贸易促进码头运营和物流服务业务。

航运业务

为充分发挥珠江航运上联云贵桂，下接粤港澳的区位优势和经济互补优势，形成与区域经济社会和综合运输发展需要相协调珠江水系航运体系，该公司自 2018 年以来积极推动港口航运业务的发展。2018 年 9 月，公司以 0.61 亿元收购了珠海港集团所持有珠海港远洋运输有限公司（以下简称“远洋公司”）100% 股权，较 2018 年 6 月末未经审计的净资产 0.12 亿元。远洋公司成立于 1992 年，作为珠海市唯一的国有水上货运企业，拥有千吨级以上集装箱 11 艘，拖驳船 3 艘，长期租赁多用途货船 5 艘，控制总运力近 16 万吨，自有集装箱 500TEU，已开通高栏至贵港、桂平、梧州、德庆、云浮、肇庆等二十一条西江驳船航线及四十多个卸货码头网点，开通珠海港至香港、澳门定期班轮航线，兼营珠三角各港至香港的集装箱和散货运输，2017 年及 2018 年上半年实现营业收入分别为 1.20 亿元和 0.61 亿元，实现净利润分别为 0.005 亿元和 -0.02 亿元。

该公司的航运业务目前主要由远洋公司和珠海港航运有限公司（以下简称“港航运公司”）、以及下属的珠海港中驰航运有限公司、珠海港成功航运有限公司负责运营。远洋公司的业务模式为提供集装箱和散货运输服务，主要为珠三角内河驳船。港航运及其下属的合资公司为提供沿海散货运输，货种主要为钢材及煤炭，航线为南北航线。截至 2018 年末，公司船队取得方式为自有、租赁 2 种方式。公司现有船舶 79 艘，其中自有船舶 13 艘，期租船舶 66 艘；总运力 69.82 万吨，其中自由运力 8.80 万吨，期租运力 61.02 万吨。

为了积极发展航运业务，该公司尚有多多个在建航运项目，包括新建 1 艘 2.05 万吨海船以及 10 艘 3500 吨单燃料内河多用途船，计划总投资 2.63 亿元，已投资 0.71 亿元，建设期间为 2018 年 5 月-2020 年 2 月。此外，2019 年 4 月，公司完成非公开发行股份 1.41 亿股，发行价 7.24 元/股，募集资金总额 10.20 亿元，募集资金净额 10.02 亿元，主要用于云浮新港设备购置项目及港航江海联动配套项目；募投资项目计划总投资 13.80 亿元，已投资 0.27 亿元。

图表 17. 该公司定增募投资项目情况（亿元、年）

募投资项目	项目名称	投资总额	拟使用募集资金	建设期	预计税后内部收益率	预计投资回收期
港口设备升级项目	云浮新港设备购置项目	1.77	10.02	2018-2020 年	10.47%	9.11
港航江海联动配套项目	6 艘拖轮项目	2.00		2018-2020 年	9.63%	12.5
	25 艘 3500 吨级内河多用途船	2.13		2019-2020 年	8.03%	8.96
	2 艘沿海 12500 吨级海船项目	1.40		2019-2020 年	8.84%	9.69
	2 艘沿海 25800 吨级海船项目	1.60		2019-2020 年	15.63%	6.06
	2 艘沿海 45000 吨级海船项目	3.40		2019-2020 年	9.20%	9.24
	2 艘沿海 22500 吨级海船项目	1.50		2019-2020 年	8.00%	8.72
	合计			13.80	10.02	-

资料来源：珠海港股份

总体来看，目前该公司的航运业务尚处于发展初期，未来随着公司船队规模的不断扩大，公司的港口产业链将进一步延伸，航运业务有望成为公司另一大产业板块；但考虑到公司航运业务主要集中在西江流域，经济腹地体量较小，且周边港口竞争较为激烈，未来该业务板块的盈利能力存在一定不确定性。

B. 综合能源业务

该公司综合能源业务包括电力能源和管道燃气。近年来随着并网发电量增长和燃气管网铺设面的增加，综合能源业务收入水平逐年增长，2016-2018 年及 2019 年一季度分别为 3.09 亿元、3.54 亿元、3.98 亿元和 1.35 亿元，毛利率分别为 45.90%、44.22%、41.27%和 34.82%，其中 2019 年一季度毛利率下滑，系当期公司的风电厂发电业务受风力条件影响整体发电量同比减少 11%和部分风电场弃风率和市场化交易电量占比上升，加之低毛利率的管道燃气业务收入增长以及收费标准下降所致。同期电力能源业务实现收入分别为 2.22 亿元、2.51 亿元、2.50 亿元和 0.61 亿元，其中 2019 年一季度同比减少，毛利率在 50%左右；管道燃气业务收入分别为 0.91 亿元、1.04 亿元、1.49 亿元和 0.74

亿元，毛利率在 20% 左右。

电力能源

该公司电力能源业务以风电开发建设为主，目前形成了南北共 5 个风电场的发展格局，具体包括高栏风电场、赤峰达里风电场、黄岗梁老虎洞风电场、大麦屿风电场和安达风电场。其中，高栏风电场和大麦屿风电场分别处于珠三角和浙江，地区电力能耗较高，目前不存在“弃风限电”情况；赤峰达里风电场和黄岗梁老虎洞风电场位于内蒙古赤峰市克什克腾旗，安达风电场⁶地处内蒙古西部，因内蒙古地区电力消纳能力有限，内蒙古的风电场均存在“弃风现象”，同时 2018 年以来出现了较多的市场化交易电量，市场化交易电价相对较低，其中 2019 年一季度因部分客户生产经营短期出现问题，电力需求出现减少，黄岗梁老虎洞风电场弃风率大幅上升至 28%。总体来看，风电场发电受风力自然条件影响较大，同时需关注上述内蒙古的风电场的运营和减值风险。

图表 18. 公司所持风电场情况 (MW、元/度)

控股公司	运营风电场	股权比例	总装机容量	批复电价	投运时间
港昇公司	高栏风电场	83.38%	49.50	0.689	2011 年
东电茂霖	赤峰达里风电场	100%	50.16	0.76-0.81	2000-2004 年
	黄岗梁老虎洞风电场	100%	49.00	0.54	2013 年
科啸公司	大麦屿风电场	51%	49.50	0.5164	2016 年 1 月
辉腾公司	安达风电场	100%	48.00	0.51	2012 年
合计	-	-	246.16	-	-

资料来源：珠海港股份

图表 19. 公司所持风电场发电情况 (亿度)

风电场	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年一季度		
	弃风率	上网电量	市场化交易电量	弃风率	上网电量	市场化交易电量	弃风率	上网电量	市场化交易电量	弃风率	上网电量	市场化交易电量
高栏风电场	0%	0.80	-	0%	0.74	-	0%	0.72	-	0%	0.19	-
赤峰达里风电场	12%	0.80	-	6%	0.97	-	5%	0.99	-	2%	0.24	-
黄岗梁老虎洞风电场	16%	1.10	-	16%	1.20	-	12%	1.28	0.34	28%	0.38	0.12
安达风电场	3%	0.45	-	18%	1.04	-	19%	1.06	0.73	20%	0.26	0.14
大麦屿风电场	0%	0.79	-	0%	0.78	-	0%	0.79	-	0%	0.18	-

资料来源：珠海港股份；其中安达风电场 2016 年 8 月开始并表。

管道燃气

该公司依托珠海市政府授予的珠海西部地区管道燃气业务特许经营权，从事珠海横琴新区、珠海市西部城区城市管道燃气的建设、运营及维护业务，具体由公司持股 65% 的珠海港兴管道天然气有限公司（以下简称“珠海港兴”）负责运营。珠海港兴管道燃气气源渠道较为单一，主要供应商为中海石油气电集团有限责任公司和中海油珠海天然气有限责任公司，2016-2018 年的平均进气价格分别为 2.71 元/标方、2.63 元/标方和 2.70 元/标方，呈现一定波动。近

⁶ 2016 年 8 月，该公司收购了安达风电场 100% 股权，作价 1.64 亿元，形成商誉 0.24 亿元；2016 年 8-12 月的收入和净利润分别为 2266.40 万元和 891.10 万元。

年来随着珠海港兴管网铺设的逐步完善，同时受益于老旧小区加建燃气设施、企业煤改气等项目的推进，其经营规模逐年扩大，燃气销量不断增加，2016-2018 年实现天然气销量 2276 万方、2696 万方和 4098.94 万方。与此同时，管道燃气工程业务也不断推进，同期实现相关业务收入分别为 0.54 亿元、0.53 亿元和 1.10 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司已签合同已确定的未完成管道燃气工程订单余额为 1.29 亿元。

2016-2018 年该公司投入管网建设的资金分别为 0.52 亿元、0.61 亿元和 1.06 亿元，预计后续还需要投入管网建设资金 5.75 亿元。截至 2018 年末，公司已累计完成燃气管道约 250 公里的市政燃气管道铺设，供气管网能有效覆盖横琴、西区的长隆、三灶工业园、联港工业园、富山工业园、龙山工业园、新青工业园等主要园区，服务工商业客户和居民客气，能满足近 10 万户城市居民以及 125 家工商业用户的用气需求。截至 2018 年末，公司燃气业务的工业用户、商业用户和居民用户分别为 76 户、53 户和 9.67 万户，分别同比增长 61.70%、51.43%、59.83%。

燃气价格方面，2018 年该公司燃气业务的收费标准有所下降。

图表 20. 公司燃气收费标准变化情况

用户类型	2018 年	变动情况
工业用户	2.8-4.5 元/标方	最低收费由 4.0 元/标方降至 2.8 元/标方
西区、横琴商业用户	4.5-4.8 元/标方	最低收费由 4.8 元/标方降至 4.5 元/标方
居民用户	执行阶梯气价（最低 3.45 元/标方）	最低收费由 3.9 元/标方降至 3.45 元/标方
公福用户	3.8 元/标方	价格由 4.29 元/标方降至 3.8 元/标方

资料来源：珠海港股份

C. 港城配套业务

物业管理及其他业务

该公司物业管理业务作为港城配套板块的组成部分，具体由珠海港富物业管理有限公司负责运营。公司物业管理项目共有 20 个，均为公司早期自己开发的房地产项目。2016-2018 年及 2019 年一季度实现收入分别为 0.26 亿元、0.29 亿元、0.28 亿元和 0.07 亿元，近年来总体保持相对稳定，毛利率分别为 17.17%、17.78%、12.01%和 6.55%，2018 年以来随着人工、服务等成本的上升，毛利率有所下降。

该公司的代建业务主要开展与港口物流相关的配套建设项目，致力于推动港城一体化，为港口主业拓展规模并提供支撑，具体由下属子公司珠海港置业开发有限公司（以下简称“珠海港置业”）负责运营。

业务模式方面，珠海港置业与珠海港集团下属公司签订《委托代建合同》，该公司作为代建房产项目的责任单位，具体负责项目的建设实施和销售等工作，项目竣工验收后按照项目成本（包括但不限于办理土地相关手续费用支出、前期设计和报建费用、工程监理、工程全过程造价咨询、建安造价、销售管理等各项费用支出）加计一定比例（2%~10%）的代建管理费移交回委托方。代建管理费率具体根据项目而定，项目建设资金由委托方提供，公司每年年末根

据《委托建设管理合同》的约定开具发票并确认工程代建收入。公司按照项目成本一定比例（2%-10%）收取代建管理费，同时提取该项目净利润的一定比例作为公司的销售酬金。

截至 2018 年末，该公司的已完工项目包括贵州昌明国际陆港项目一期一阶段、华电大厦改造工程项目和神华粤电珠海港生活配套区，项目总投资金额为分别为 0.85 亿元（2018 年 1 月完工）、0.19 亿元（2017 年 9 月）和 3.08 亿元（2016 年 11 月完工），相应确认的代建收入规模不大，2016-2018 年分别为 0.10 亿元、0.16 亿元和 0.21 亿元。

在建的代建项目方面，截至 2018 年末该公司代建模式下的在建项目包括珠海唐家湾生活配套项目、平沙新城雅苑项目（1.9 万平方米）、平沙新城雅阁项目（1.5 万平方米）和珠海市燃气抢险调度指挥中心，计划总投资 22.40 亿元，累计投资 12.55 亿元，合计已确认收入为 0.37 亿元。

图表 21. 截至 2018 年末公司存在代建项目情况

项目名称	建设内容	计划总投资额	累计投资额	建设期限	累计已确认收入
珠海唐家湾生活配套项目	生活配套小区	9.42	7.31	2017.05-2019.12	0.37
平沙新城雅苑项目	住宅	5.14	2.50	2018-2020	-
平沙新城雅阁项目	住宅	5.41	2.45	2018-2020	-
珠海市燃气抢险调度指挥中心	综合办公楼	2.43	0.29	2019.12-2023	-

资料来源：珠海港股份

此外，自主开发方面，珠海港置业所开发的高栏港大厦已于 2012 年竣工并对外销售和出租，该项目总投资 2.94 亿元，资金来源为公司自有资金和银行贷款。高栏港大厦占地面积 21,331.90 平方米，建筑面积为 45,506.26 平方米，其中用于出售、出租和自用的面积分别为 4,828.76 平方米、36,095.14 平方米和 4,582.36 平方米，目前高栏港大厦出售部分已全部售出；自营部分主要用于公司办公；出租部分由珠海港富物业管理有限公司（以下简称“珠海港富公司”）负责运营，2016-2018 年实现租金收入分别为 0.24 亿元、0.22 亿元和 0.27 亿元。

饮料食品业务

该公司饮料食品业务由公司与澳门饮料有限公司合营的珠海可口可乐饮料有限公司（以下简称“珠海可口可乐”）运营，公司持有珠海可口可乐 50% 股权⁷；但珠海可口可乐的饮料配方和销售渠道、区域以及定价权均由可口可乐总部管控，公司对珠海可口可乐及其业务的实际管控力相对较为有限，存在一定的控制力不足风险。珠海可口可乐主要生产、销售“可口可乐”及其系列产品“雪碧”、“芬达”、“美汁源”等饮料产品。销售区域为珠海，中山，江门，肇庆，云浮及阳江六个地区，其中珠海的运营模式为生产和销售，其他区域采用的则是营业所（分公司）的运营模式。在珠海可口可乐指定销售区域的所有城市和乡镇，可口可乐及其子品牌在各渠道的碳酸类饮料中约占据 70% 的市场份额，在品牌、质量和规模上的综合竞争力已经具有较大优势。2016 年以来，珠海可口可乐的销量和收入整体保持平稳增长，2016-2018 年实现销量分

⁷其中一半并入公司合并报表，即珠海可口可乐左右报表科目并表一半。

别为 5484.17 万箱、5572.29 万箱和 5954.25 万箱；2016-2018 年及 2019 年 1-3 月公司并表的饮料食品业务收入分别为 3.42 亿元、4.08 亿元、4.40 亿元及 0.87 亿元。

D. 股权投资

除了主业投资外，该公司还参与了较多主业相关的股权投资，涉及港口码头物流、能源发电等项目，截至 2018 年末公司参股企业主要计入“可供出售金融资产”和“长期股权投资”，账面价值分别为 13.72 亿元和 4.21 亿元，投资规模较大；2019 年一季度，应国家会计政策调整，公司将原来按成本法核算的“可供出售金融资产”计入公允价值计量的“其他权益工具投资”，使得该部分投资增值 12.49 亿元至 26.21 亿元，主要来自广珠发电按持股比例计算的持股份额调整的增值。公司参股企业近年来整体经营情况尚好，每年为公司贡献较多投资收益，2016-2018 年分别为 0.85 亿元、0.91 亿元和 1.17 亿元，逐年上升，是公司重要且较稳定的利润来源，但其受被投资企业分红政策及经营业绩等影响较大。其中，碧辟化工 2018 年以前因所处 PTA 行业持续低迷影响，持续出现较大亏损，公司 2017 年相应计提减值 0.18 亿元；但 2018 年以来受益于国家供给侧改革，化工产品价格上涨，公司扭亏为盈并实现较多净利润。

截至 2019 年 3 月末，该公司参股的中化储运和碧辟化工的股权按公允价值计算合计 7.43 亿元，而按持股比例计算的净资产份额合计为 3.66 亿元，评估增值 3.77 亿元，增值率达 103.01%，评估增值较高，若未来中化储运和碧辟化工等被投资企业经营业绩出现重大变化，需关注相应的资产减值风险。

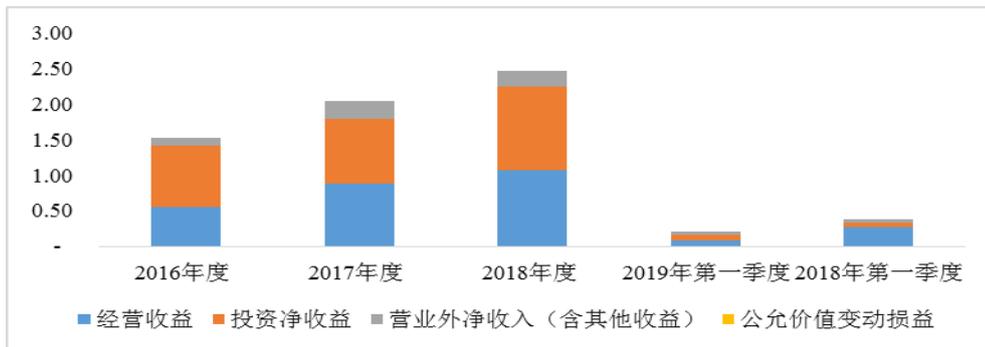
图表 22. 截至 2019 年 3 月末公司主要参股企业情况（亿元）

参股项目	参股比例	投资成本	账面价值	按持股比例计算的净资产份额	净利润		
					2016 年	2017 年	2018 年
神华码头	30%	3.08	3.09	2.68	0.14	0.14	0.20
中化储运	25%	1.87	2.19	1.15	0.52	0.27	0.30
新源热力	20%	0.12	0.30	0.23	0.23	0.53	0.32
广珠发电	18.18%	0.80	13.46	13.46	2.97	7.15	4.55
中海油发电	25%	1.82	2.00	2.00	1.68	0.29	0.35
金湾液化天然气	3%	0.42	0.44	0.44	0.13	1.09	1.72
重庆复合材料	3.16%	1.90	1.53	1.53	3.16	3.62	1.54
碧辟化工	8.11%	5.41	5.24	2.51	-7.13	-7.20	9.79

资料来源：根据珠海港股份所提供数据绘制。

(2) 盈利性

图表 23. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据珠海港股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司盈利主要来自主业经营收益和参股企业的投资收益，主要由政府补助构成营业外收入对公司利润形成了一定补充。

2016-2018年及2019年一季度该公司实现营业毛利分别为4.03亿元、4.50亿元、5.01亿元和0.97亿元，近年来随着公司经营规模的不断扩大，整体呈现不断增长趋势；同期，公司期间费用（含研发费用）分别为3.13亿元、3.31亿元、3.87亿元和0.86亿元，随着经营规模的扩大亦呈现不断上升趋势，但期间费用率总体有所下降，同期分别为17.38%、17.77%、14.81%和13.87%。同期，公司的资产减值损失分别为0.18亿元、0.14亿元、-0.12亿元和0亿元，其中2016年的资产减值主要为继续对贸易业务计提坏账准备所致；2017年计提资产减值主要为公司参股15%的珠海碧辟持续出现亏损，公司相应计提减值0.18亿元；而2018年随着公司逐步追回坏账，冲减了部分坏账准备。

图表 24. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业毛利（亿元）	4.03	4.50	5.01	0.97	1.10
期间费用（亿元）	3.13	3.31	3.87	0.86	0.81
其中：销售费用（亿元）	0.79	0.83	0.93	0.18	0.19
管理费用（亿元）	1.32	1.36	1.72	0.39	0.31
财务费用（亿元）	1.02	1.11	1.22	0.29	0.30
期间费用率（%）	17.38	17.77	14.81	13.87	20.86
其中：财务费用率（%）	5.69	5.97	4.68	4.63	7.69
资产减值损失（亿元）	0.18	0.14	-0.12	0.00	0.00
经营收益（亿元）	0.56	0.88	1.07	0.09	0.27
全年利息支出总额（亿元）	1.12	1.14	1.37		
其中：资本化利息数额（亿元）	0.06	0.03	0.05		

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理

2016-2018年及2019年一季度，该公司实现经营收益分别为0.56亿元、0.88

亿元、1.07 亿元和 0.09 亿元，总体呈现逐年上升趋势，其中 2019 年一季度因风电业务收入减少，使得当期经营收益同比减少 0.18 亿元。

此外，2016-2018 年及 2019 年一季度该公司实现投资净收益分别为 0.85 亿元、0.91 亿元、1.17 亿元和 0.07 亿元，投资收益逐年上升，主要来自参股的企业，是公司重要且稳定的收益来源。同期，公司的营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）分别为 0.11 亿元、0.25 亿元、0.22 亿元和 0.05 亿元，主要来自政府补助，2016-2018 年分别为 0.18 亿元、0.27 亿元和 0.32 亿元。

图表 25. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.85	0.91	1.17	0.07	0.06
营业外净收入（含其他收益和资产处置收益） （亿元）	0.11	0.25	0.22	0.05	0.06
公允价值变动损益（亿元）	0.00	0.01	0.04	0.01	0.00

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

2016-2018 年及 2019 年一季度该公司实现净利润分别为 1.20 亿元、1.66 亿元、1.93 亿元和 0.13 亿元，近年来总体呈现逐年上升趋势，其中 2019 年一季度因风电业务收入减少使得当期净利润同比减少 0.14 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来中短期内将主要围绕港口物流建设，包括港口码头和航运船舶等的投资建设，同时继续增加管道燃气工程的建设投入，计划总投资 28.15 亿元，截至 2018 年末已投资 4.06 亿元，未来仍需投入 24.09 亿元，其中 10.02 亿元来自定增资金，其余仍需自筹 14 亿元左右，未来仍面临较大的资本性支出压力。

该公司目前制定了未来发展的四大战略。**国际化战略：**发挥珠海港的区位优势，打造核心物流通道，加强与重点船公司和货主合作，拓展外贸箱量、外贸航线，扩大珠海港在“一带一路”沿线影响力和竞争力，将珠海港建成珠江西岸、大西南地区联接粤港澳和东南亚、南亚地区的桥头堡。充分利用国内和国外“两个市场、两种资源”，延展货源腹地，拓展发展空间。**西江战略：**在提升云浮新港盈利水平、缩短梧州大利口码头市场培育期的基础上，增加西江沿线战略性港口的投资布局，选择枢纽区域投资建设物流园区或无水港，建立以珠海高栏港为核心、西江流域港口、物流园为载体的综合港口物流网络。**物流中心战略：**向上下游延伸服务链条，依托港口的资源优势和临港产业集聚优势，融入大物流体系，积极提供全方位物流服务。**智慧绿色战略：**利用新一代信息技术和绿色环保手段，以整合、系统的方式进行企业管理和经营，为客户提供更高质量的服务。推动现代管理方法，信息技术、码头自动化技术、OCR 技术等在生产服务中的充分应用。同时积极挖掘风力发电、天然气分布式发电、港口岸电、垃圾发电、污水处理以及风电运维等方面的项目机会。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为地方国有上市公司，控股股东和实际控制人分别为珠海港集团和珠海市国资委；凭借其重要地位，公司在资金、业务资源等方面可获得控股股东较多支持。公司部门职能分工较明确，内部管理制度较健全，可有效控制经营管理环节的主要风险。

(1) 产权关系

该公司为地方国有上市公司，控股股东为珠海港集团，截至 2019 年 3 月末持有公司股权 29.64%，实际控制人为珠海市国资委。

截至 2019 年 3 月末，该公司控股股东珠海港集团未对所持公司股权进行抵质押。

珠海港集团为国有独资企业，珠海市国资委为唯一出资人。珠海港集团作为珠海市整合全市港口资源、大力推进珠海市港口行业发展所组建的企业集团，承担着珠海市“以港立市”的战略任务。截至 2018 年末，珠海港集团经审计的总资产和净资产分别为 259.67 亿元和 95.03 亿元；2018 年实现收入和净利润分别为 56.68 亿元和 0.35 亿元。珠海港集团主业涵盖码头运营、物流服务、物流贸易、燃气等业务，具备较为完备的港口运营服务体系，其所拥有的珠海港作为广东省五大枢纽港之一，具备西江流域主要出海口及广珠铁路直达等区位优势；其中港口物流业务主要由该公司负责运营。公司旗下的云浮新港和梧州大利口码头均为珠海港集团逐步构建和完善以海港为龙头、以内河港为支撑的码头运营体系的重要环节。公司作为珠海港集团的主要收入和利润来源，凭借其重要地位，在资金、业务资源等方面可获得珠海港集团的较多支持。公司主要依托珠海港各港区开展港口物流业务；同时 2019 年 4 月，公司的 10.20 亿元定增中，珠海港集团参与定增 5.20 亿元；此外，截至 2019 年 3 月末珠海港集团合计为公司提供贷款担保 5.21 亿元。

(2) 主要关联方及关联交易

《关联交易管理制度》中对该公司关联交易的决策权力与程序作出了相应的规定，并制订了关联方及关联董事在关联交易表决中的回避制度。关联交易活动应遵循公正、公平、公开的原则。公司与关联人之间的关联交易应签订书面协议，协议的签订应当遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，协议内容应明确、具体。并对关联交易的不同金额的审批权限等做了明确的规定。

近年来该公司与同一控制下的关联方以及参股公司等发生了一定的关联交易，2018 年向关联方采购商品和接受劳务的交易金额为 1.96 亿元，向关联方出售商品和提供劳务发生的金额为 1.08 亿元；截至 2018 年末，公司应收关

关联方款项为 0.37 亿元，应付关联方款项为 0.76 亿元。

(3) 公司治理

该公司作为上市公司，已建立以股东大会、董事局、监事会和经营管理层为主体结构的决策与经营管理体系。公司设立董事局，对股东大会负责。董事局由 9 名董事组成，设董事局主席 1 人，董事局主席由全体董事的过半数选举产生。公司设立监事会，监事会由 3 名监事组成（包括 1 名公司职工代表），设监事会主席 1 名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。同时公司设总裁 1 名，由董事局聘任和解聘。

人事变动方面，近年来该公司高管发生一定变动：2017 年 10 月，公司董事局董事梁学敏先生因到法定退休年龄，辞去董事职务；2017 年 6 月，因个人工作调整原因，刘勇先生辞去公司职工监事职务；2017 年 4 月，因个人原因，张庆红先生辞去公司副总裁职务；2016 年 5 月，因个人工作调整原因，刘勇先生辞去公司职工监事职务，但仍在公司任职；2016 年 4 月，因个人原因，杨光辉先生辞去公司财务总监职务；2016 年 2 月，因个人原因，郑国坚先生辞去公司独立董事职务。总体来看，公司的高管人事变动发生于 2018 年以前，2018 年以来未发生高管人事变动，公司管理层保持相对稳定。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司组织机构完善，设立了战略发展部、企业管理部、办公室、人力资源部、财务部和商务部 6 个部门。公司对各个部门制定了详细的职能和工作流程，以保障其规范运营。

对于子公司的管理方面，该公司本部作为投融资中心和资金结算中心，下属子公司无承诺担保、对外投资等权限，均由公司统一管理。具体来看，投融资方面，下属子公司无独立的对外投融资权限，只有在公司的整体授信下子公司才能进行银行融资；担保方面，公司规定提供担保的范围仅限于全资和控股企业，除非经过特别批准，公司原则上不对非控股企业和公司外企业担保，且所有对外担保事项必须经董事局审议，超过条件的必须经股东大会审议通过。

(2) 经营决策机制与风险控制

财务管理制度方面，该公司财务管理工作实行统一管理，分级负责原则，涵盖财务会计管理、投资管理、资产管理、负债与担保、收入，成本，费用管利润分配等全部重要方面。

该公司按照适度控制负债规模，严格控制财务风险的原则进行，制定了相应的对外担保管理制度，明确了担保业务申请、审批、执行等环节的控制要求，对担保业务进行严格控制。公司严格按照规定的权限将公司担保事宜提交公司

董事局、股东大会审批，审批通过后方可予以实施。

(3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，该公司制定《投资管理制度》，对投资类别、投资审批权限、投资原则、投资项目管理和监督、投资风险管理等方面给予了明确规定。对于重大投资项目，公司均按规定指定相关部门负责对项目可行性、投资回报、风险等事项进行专门研究和报告，持续跟进监控并向经营管理层、董事局汇报项目的执行进展及异常情况。

融资方面，该公司制定了统一的融资管理办法，公司及成员企业的筹资行为应当考虑投资回报和资金成本之间比率，严格控制贷款规模的过度膨胀；必须考虑企业的实际情况，在加大现金流量分析的基础上，制定和掌握好筹资的策略和方式，以提高资金使用效率；利用各种新型金融工具，趋利避害，降低筹资成本。资金的筹集应按照实际资金需求进行，尽量避免资金闲置，并严格控制资金成本和财务风险。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2019 年 7 月 26 日的《企业信用报告》以及 2016-2018 年的审计报告和公开信息披露等，近三年来公司未发生需要披露的欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故等事项，无公司及子公司作为被告的未决诉讼或仲裁事项。

图表 26. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.7.26	4 笔已结清欠息记录 ⁸	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.8.1	正常	正常	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/审计报告/珠海港集团、珠海港股份	2019.8.1	无作为被告的未决诉讼或仲裁事项			
工商	国家企业信用信息公示系统	2019.8.1	无	无	无	无
质量	珠海港股份	2019.8.1	无	无	无	无
安全	珠海港股份	2019.8.1	无	无	无	无

资料来源：根据珠海港股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

⁸ 根据珠海港集团 2019 年 7 月 2 日的《企业信用报告》，珠海港集团存在 4 笔已结清欠息记录。其中 2010-2013 年共 3 笔，金额共计 18.31 万元；2018 年 1 笔，金额为 18.07 万元。根据相关银行出具的说明，主要为系统操作原因造成。

财务

近年来随着该公司经营规模的持续扩大，资产和负债规模均有显著增加，未来随着公司对港口物流体系建设和管道燃气工程等的持续投入预计将进一步增加；受益于净利润的积累和完成定增等，公司权益资本实力有大幅提升，资产负债率一直处于较合理水平且有进一步显著下降，同时公司总体经营创现情况良好，融资渠道畅通，整体偿债能力强。

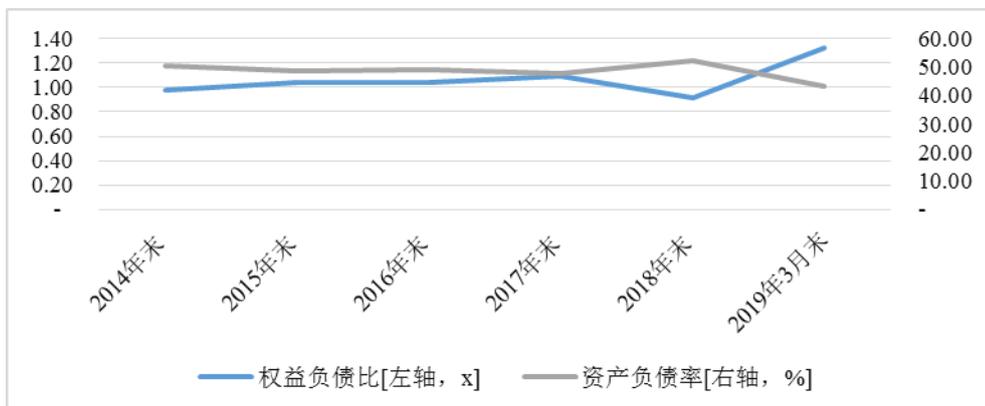
1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新的企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。公司 2019 年第一季度报表未经审计。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据珠海港股份所提供数据绘制。

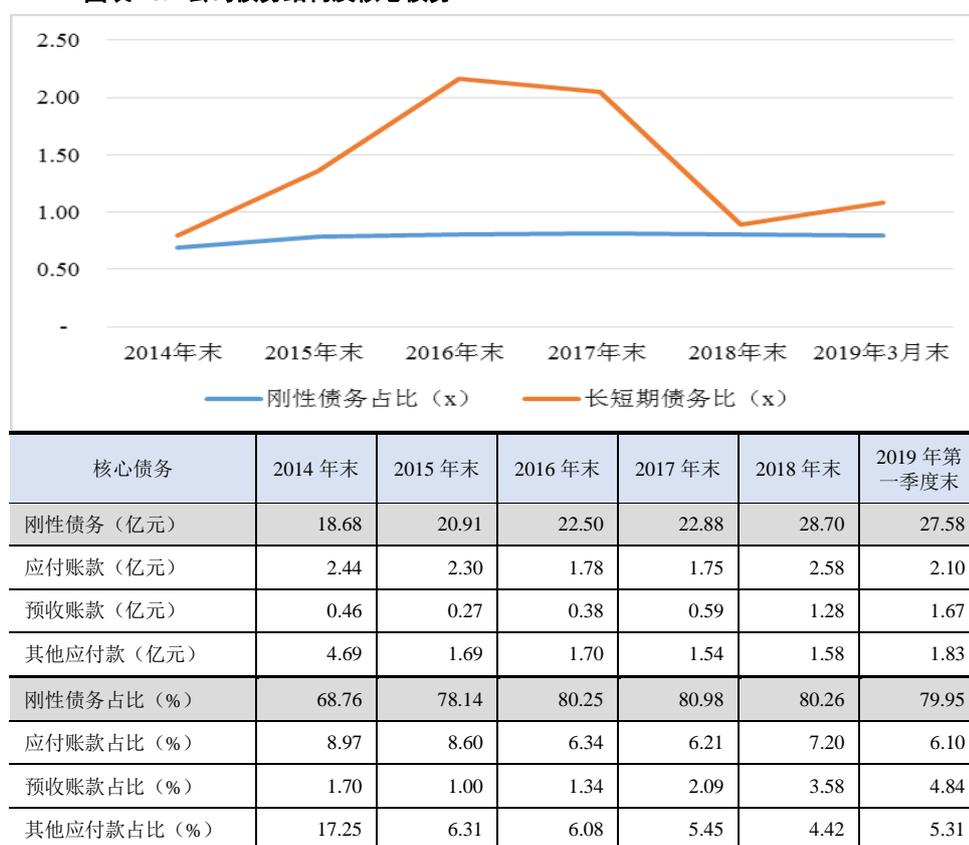
近年来随着经营规模的逐步扩大，该公司的债务规模也有所上升，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 28.04 亿元、28.25 亿元、35.76 亿元和 34.50 亿元，未来随着公司经营规模的进一步扩大，债务规模预计还将进一步上升；同期末，公司的所有者权益分别为 29.18 亿元、30.90 亿元、32.63 亿元和 45.58 亿元，随着公司经营利润的不断积累，所有者权益不断增长，其中 2019 年一季度公司的所有者权益大幅增加系因国家会计政策调整，公司将原来成本法核算的“可供出售金融资产”调整至“其他权益工具”，同时对相应的投资按照持股比例计算的净资产进行调整，并新增“其他综合收益”12.49 亿元，绝大部分来自参股的广珠电厂。由此使得公司的资产负债率出现一定波动，但总体有所下降，同期末分别为 49.00%、47.76%、52.29% 和 43.08%，近年来公司负债经营程度总体一直处于较合理水平。2019 年 5 月，

公司完成定增，募集资金总额 10.20 亿元，使得公司的权益资本实力进一步显著增强，负债经营程度进一步下降。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司权益资本对刚性债务覆盖倍数分别为 1.30 倍、1.35 倍、1.14 倍和 1.65 倍，覆盖倍数随着所有者权益的增加而有所上升，目前公司所有者权益对刚性债务的覆盖程度相对较好。截至 2019 年 3 月末，公司的所有者权益主要由实收资本(含资本公积和盈余公积)、未分配利润和其他综合收益构成，金额分别为 17.33 亿元、11.46 亿元和 12.49 亿元，占所有者权益的比重分别为 38.02%、25.15%和 27.41%，资本结构整体稳定性一般，但公司完成定增后，公司的资本结构稳定性已有显著增强。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据珠海港股份所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，随着该公司的债券逐步到期，同时增加了短期债券规模，近年来公司的流动负债占比有显著上升，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末流动负债占比分别为 31.60%、32.84%、53.02%和 48.09%，目前公司的流动负债和非流动负债占比相当。从债务构成来看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款构成，2018 年末的占比分别为 80.26%、7.20%、3.58%和 4.42%。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司的刚性债务规模分别为 22.50 亿元、22.88 亿元、28.70 亿元和 27.58 亿元，近年来随着公司经营规模的扩大而有所增加；同期末，公司的应付账款规模分别为

1.78 亿元、1.75 亿元、2.58 亿元和 2.10 亿元，主要为应付上游供应商的货款；同期末，公司的预收账款分别为 0.38 亿元、0.58 亿元、1.28 亿元和 1.67 亿元，主要为港城代建业务预收的工程款项，随着代建项目的增加而有大幅增加；同期末，公司的其他应付款分别为 1.70 亿元、1.54 亿元、1.58 亿元和 1.83 亿元，主要为工程设备款和安全保证金、承接的玻纤债务、押金和保证金、预提的市场费和公司债担保费等。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	7.05	6.23	3.98	4.47	12.38	10.13
其中：短期借款	4.01	3.98	2.68	2.34	4.62	3.67
应付票据	2.54	0.68	0.23	0.44	0.45	0.55
一年内到期长期借款	0.20	1.27	0.76	1.36	1.97	1.80
其他短期刚性债务	0.31	0.30	0.32	0.32	5.34	4.11
中长期刚性债务合计	11.62	14.68	18.52	18.41	16.32	17.45
其中：长期借款	6.64	7.43	5.58	5.81	9.24	10.92
应付债券	4.98	5.00	10.94	10.96	5.98	5.99
其他中长期刚性债务	-	2.25	2.00	1.64	1.09	0.55
综合融资成本 (年化, %)	5.04	6.34	5.18	5.03	5.30	4.79

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

截至 2019 年 3 月末，该公司的刚性债务规模为 27.58 亿元，其中短期刚性债务占比为 36.72%，金额为 10.13 亿元；期末公司的刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，金额分别为 16.39 亿元和 9.99 亿元，占比分别为 59.43% 和 36.21%。

从融资成本来看，该公司近年来的有息债务综合融资成本总体有所下降，目前在 5% 左右，整体融资成本尚可。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
营业周期 (天)	59.96	65.59	78.79	84.21	68.73	
营业收入现金率 (%)	112.58	112.88	108.35	108.71	110.42	114.68
业务现金收支净额 (亿元)	2.77	3.62	3.69	4.37	5.34	-0.37
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.72	-1.56	-0.89	-0.70	-1.55	-0.81
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	2.05	2.07	2.79	3.66	3.79	-1.18

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019Q1
EBITDA (亿元)	2.15	3.38	4.10	4.83	5.58	
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.12	0.17	0.19	0.21	0.22	
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.41	2.66	3.65	4.24	4.08	

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“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指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业现金回笼能力较强，2016-2018年及2019年1-3月，公司营业收入现金率分别为108.35%、108.71%、110.42%和114.68%，一直维持在较高水平；同期，随着公司经营规模和收入的持续增长，公司实现经营性净现金流入分别为2.79亿元、3.66亿元、3.79亿元和-1.18亿元，总体逐年增加，其中2019年一季度因港口贸易业务继续大幅增加，公司采购较多贸易商品，当期经营性净现金呈现较多净流出，系短期因素所致。公司2016-2018年的营业周期分别为78.79天、84.21天和68.73天，营业周期天数下降，资金周转和经营效率总体情况较好。

2016-2018年，该公司的EBITDA分别为4.10亿元、4.83亿元和5.58亿元，总体保持相对稳定，主要来自公司自身的经营利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧，2018年占比分别为44.12%、23.57%和29.75%。同期，公司EBITDA对利息支出的保障倍数分别为3.65倍、4.24倍和4.08倍，总体对利息支出的保障程度较好；同期，对刚性债务的保障倍数分别为0.19倍、0.21倍和0.22倍，对刚性债务保障程度相对较低。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019Q1
回收投资与投资支付净流入额	-3.04	1.28	-0.78	0.10	0.07	-0.33
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.08	-3.75	-2.75	-1.70	-3.32	-0.59
投资环节产生的现金流量净额	0.01	-0.19	0.53	0.56	0.01	

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

2016-2018年及2019年一季度，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额分别为-2.75亿元、-1.70亿元、-3.32亿元和-0.59亿元，主要为公司近年来持续进行业务扩张，包括收购内蒙古风电场、购买航运船只以及收购西江桂平港口和远洋公司股权等。未来，公司仍将继续投资发展航运业务和港口码头业务，仍将会有较多的投资性现金净流出。

(3) 筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
权益类净融资额	0.43	0.86	0.18	0.10	0.24	0.02
债务类净融资额	3.23	0.04	-0.87	-1.28	3.93	-1.56
筹资环节产生的现金流量净额	3.66	0.90	-0.69	-1.18	4.17	-1.53

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

2016-2018 年及 2019 年一季度，该公司筹资性净现金流分别为-0.69 亿元、-1.18 亿元、4.17 亿元和-1.53 亿元，近年来公司外部融资主要为债务融资，除了 2018 年，公司近年来筹资性净现金流均为净流出主要系支付利息所致，2018 年因增加较多银行借款等而呈现较多净流入。根据公司的投融资计划，未来公司预计仍有较大的外部融资需求。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	11.15	10.23	8.86	10.40	16.58	15.06
	20.80	18.69	15.48	17.59	24.24	18.80
其中：现金类资产（亿元）	4.61	4.46	3.35	4.82	9.70	6.17
应收款项（亿元）	2.48	2.78	3.23	3.55	4.30	4.21
存货（亿元）	0.88	0.74	0.63	0.74	0.87	2.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	42.45	44.51	48.35	48.75	51.81	65.02
	79.20	81.31	84.52	82.41	75.76	81.20
其中：固定资产（亿元）	17.67	21.64	25.34	25.34	26.20	26.50
在建工程（亿元）	3.14	1.79	1.17	1.01	2.74	3.29
可供出售金融资产（含其他权益工具投资）（亿元）	10.38	13.61	13.88	13.70	13.72	26.21
投资性房地产（亿元）	1.52	1.48	1.63	1.64	1.61	1.59
长期股权投资（亿元）	5.93	2.75	3.08	3.71	4.21	4.26
无形资产（亿元）	2.44	2.64	2.14	2.25	2.17	2.15

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

近年来该公司持续进行业务规模扩张，资产规模逐年上升，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末的总资产规模分别为 57.21 亿元、59.15 亿元、68.39 亿元和 80.08 亿元，其中 2019 年一季度资产增加较多系原成本法核算的可供出售金融资产转为公允价值计量的其他权益工具投资所致。同期末，公司的非流动资产占比分别为 84.52%、82.41%、75.76%和 81.20%，公司的资产主要集中在非流动资产中。

从非流动资产构成来看，该公司 2018 年末非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产（含“其他权益工具投资”）、长期股权投资、投资性房地产和无形资产构成，占比分别为 50.58%、5.29%、26.49%、8.12%、3.10%和 4.19%。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司的固定资产账面价值

分别为 25.34 亿元、25.34 亿元、26.20 亿元和 26.50 亿元，近年来变化不大，主要为房屋及建筑物，2018 年末为 5.40 亿元，和港口码头运营及航运相关的机器设备、运输设备、专用设备、码头构筑物、船舶设备等，2018 年末分别为 0.63 亿元、0.71 亿元、11.87 亿元、3.34 亿元和 1.53 亿元。同期末，公司的在建工程分别为 1.17 亿元、1.01 亿元、2.74 亿元和 3.29 亿元，主要为新建的航运船舶、梧州港的大利口码头项目（1-4#泊位）和管道天然气工程项目，近年来随着持续建设投入，在建工程持续增加。同期末，公司的可供出售金融资产（含“其他权益工具投资”）分别为 13.88 亿元、13.70 亿元、13.72 亿元和 26.21 亿元，主要被投资主体为珠海碧辟化工有限公司、神华粤电珠海港煤炭码头有限责任公司、重庆国际复合材料股份有限公司、珠海经济特区广珠发电有限责任公司和中海油珠海天然气发电有限公司，2018 年末投资账面价值分别为 5.23 亿元、3.08 亿元、1.90 亿元、0.80 亿元和 1.82 亿元，持股比例分别为 8.11%、30.00%、3.16%、18.18%和 25.00%；2019 年一季度，公司可供出售金融资产（含“其他权益工具投资”）大幅增加系当期因国家会计政策调整，原成本法核算的可供出售金融资产转为公允价值计量的其他权益工具投资，主要按照持股比例计算的净资产份额进行相应调整，增加额绝大部分来自广珠发电。同期末，公司的长期股权投资分别为 3.08 亿元、3.71 亿元、4.21 亿元和 4.26 亿元，近年来因新增和追加投资等，长期股权投资逐年上升，2018 年末被投资主体主要为中化珠海石化储运有限公司 2.19 亿元。同期末，公司的投资性房地产分别为 1.63 亿元、1.64 亿元、1.61 亿元和 1.59 亿元，按成本法按计量，近年来基本保持稳定，均位于珠海，且均已出租，合计面积为 5.41 万平方米，其中主要为位于珠海市高栏港经济区高栏港大道的高栏港商业中心大厦 4.07 万平方米。同期末，公司的无形资产分别为 2.14 亿元、2.25 亿元、2.17 亿元和 2.15 亿元，近年来变化不大，主要为分布于珠海市的按成本法计量的土地使用权 8.03 万平方米。

该公司的流动资产主要由现金类资产和应收账款构成，2018 年末占比分别为 58.48%和 25.94%。截至 2019 年 3 月末，公司的现金类资产为 6.17 亿元（其中受限 0.13 亿元），主要为货币资金 5.72 亿元，2019 年 4 月公司完成 10.20 亿元定增后，公司目前总体货币资金较为充裕；2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司的应收账款账面价值分别为 3.23 亿元、3.55 亿元、4.30 亿元和 4.21 亿元，近年来随着公司经营规模扩大而有所增加，截至 2018 年末按账龄计提坏账准备的应收账款余额为 3.19 亿元（已计提坏账准备 0.11 亿元），其中 1 年以内的占比 97.92%，按其他方法计提坏账准备的应收账款为应收的风电供电款 1.22 亿元。2019 年 3 月末，公司的存货为 2.26 亿元，较 2018 年末大幅增加 1.39 亿元，主要系当期公司继续煤炭等贸易规模，短期内增加较多煤炭等贸易存货所致。

受限资产方面，截至 2018 年末该公司受限资产合计 5.44 亿元，占 2018 年末总资产和净资产的比重分别为 6.79%和 11.93%。

图表 34. 截至 2018 年末公司资产受限情况（亿元）

受限资产	账面价值
货币资金	0.11
固定资产	4.16
应收账款	0.37
可供出售金融资产	0.80
合计	5.44

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率（%）	73.70	90.23	99.99	112.13	87.44	90.75
速动比率（%）	55.77	77.10	89.59	100.31	80.72	72.66
现金比率（%）	30.45	39.33	37.80	52.00	51.14	37.19

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司的流动比率分别为 87.44% 和 90.75%，速动比率分别为 80.72% 和 72.66%，现金比率分别为 51.14% 和 37.19%，流动性水平相对较低；但公司于 2019 年 4 月完成 10.20 亿元定增后，流动性水平已得到大幅改善。。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额为 3.80 亿元，占当期末公司合并报表净资产的比例为 8.34%；主要系公司为参股的神华码头和碧辟化工提供的关联方担保，担保金额分别为 1.47 亿元和 2.33 亿元。目前，被担保主体总体经营正常，贷款还本付息情况正常，未发生过逾期；但仍需关注被担保主体后续经营财务状况变化及公司的或有负债风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部自身业务较少，主要承担融资功能，并对下属子公司进行经营管理，同时进行对外股权投资和管理。截至 2019 年 3 月末母公司总资产为 42.33 亿元，其中货币资金、其他应收款和股权投资（包括其他权益工具投资和长期股权投资等）分别为 3.88 亿元、7.12 亿元和 31.26 亿元；同期末，公司的总负债为 23.18 亿元，其中刚性债务为 13.55 亿元，资产负债率为 54.75%，负债经营程度处于较合理水平。

总体来看，该公司本部整体负债经营程度合理，且公司本部对下属子公司在财务和业务经营等方面管控力较强，尤其是在资金管控方面，总体偿债能力强。

外部支持因素

1. 政府和控股股东支持

近年来该公司持续获得一定的政府补助，2016-2018 年分别为 0.18 亿元、0.27 亿元和 0.32 亿元，对公司盈利形成一定补充。

该公司作为控股股东珠海港集团的主要收入和利润来源，在珠海港集团中地位较高，近年来在资金、业务资源等方面持续获得珠海港集团的较多支持。

2. 金融机构支持

该公司具有较好的偿债信誉，已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有较多的授信额度，后续仍有较大的财务弹性。截至 2019 年 3 月末公司已获得商业银行的授信合计 33.06 亿元，其中尚余 17.71 亿元可以使用。

图表 36. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用授 信	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	33.06	33.06	15.35	4.35-5.23%	信用/保证/ 质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	7.39	7.39	4.34	4.75-5.13%	信用/保证/ 质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	12.97	12.97	9.23	4.35-5.23%	信用/保证/ 质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	61.58	61.58	88.47	-	-

资料来源：根据珠海港股份所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

评级结论

该公司为地方国有上市公司，控股股东和实际控制人分别为珠海港集团和珠海市国资委；凭借其重要地位，公司在资金、业务资源等方面可获得控股股东较多支持。公司部门职能分工较明确，内部管理制度较健全，可有效控制经营管理环节的主要风险。

该公司主要依托珠海港集团的珠海港以及自身控股的西江内河码头发展港口物流业务，同时涉及管道燃气、电力能源、饮料食品和港城配套建设等多元化业务；近年来随着港口物流配套体系和管道燃气工程等的持续投资建设及贸易业务的推进，公司经营规模不断扩大，后续仍面临较大的项目资本性支出压力。公司的港口物流配套体系目前仍处于建设、培育阶段，总体规模仍较有限，因低毛利率的贸易业务占比较高，盈利能力相对较弱，也易受宏观经济与贸易走势影响；主业经营收益主要来自综合能源和港城配套业务板块。近年来公司的利润来源对投资收益等非经常性损益的依赖较大，整体盈利情况尚可且有所提升。

近年来随着该公司经营规模的持续扩大，资产和负债规模均有显著增加，未来随着公司对港口物流体系建设和管道燃气工程等的持续投入预计将进一步增加；受益于净利润的积累和完成定增等，公司权益资本实力有大幅提升，资产负债率一直处于较合理水平且有进一步显著下降，同时公司总体经营创现情况良好，融资渠道畅通，整体偿债能力强。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

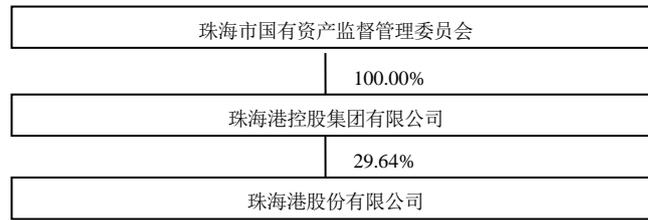
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：根据珠海港股份提供的资料绘制（截至本评级报告日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据珠海港股份提供的资料绘制（截至本评级报告日）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
珠海港控股集团有限公司	珠海港集团	公司之控股股东	—	港口、贸易、能源、投资等	142.56	95.03	56.68	0.35	1.74	9.01	
珠海港股份有限公司	珠海港股份	本级	—	港口物流、能源、饮料、物业管理和代建及投资等	20.02	19.34	0.11	0.17	2.11	4.08	
珠海港(梧州)港务有限公司	梧州港	核心子公司	72	港务	0.84	0.96	0.09	-0.12	-0.01	-0.05	
云浮新港港务有限公司	云浮新港	核心子公司	86.24	港务	0.97	2.64	0.65	0.09	0.38	0.33	
珠海经济特区电力开发集团有限公司	电力集团	核心子公司	55.88	电力	0.77	9.20	0.01	0.84	-0.19	0.89	
珠海功控集团有限公司	功控集团	核心子公司	100	投资	0.35	8.94	4.47	0.80	1.35	0.92	
珠海港物流发展有限公司	珠海港物流	核心子公司	100	物流贸易和服务	0.44	3.22	9.32	0.12	0.31	0.24	
珠海港昇新能源股份有限公司	港昇公司	核心子公司	83.38	风能电力	3.80	6.19	9.43	0.35	1.34	1.80	

注：根据珠海港股份 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	57.21	59.15	68.39	80.08
货币资金 [亿元]	3.20	4.57	9.35	5.72
刚性债务[亿元]	22.50	22.88	28.70	27.58
所有者权益 [亿元]	29.18	30.90	32.63	45.58
营业收入[亿元]	18.01	18.61	26.15	6.16
净利润 [亿元]	1.20	1.66	1.93	0.13
EBITDA[亿元]	4.10	4.83	5.58	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.79	3.66	3.79	-1.18
投资性现金净流入量[亿元]	-2.99	-1.04	-3.24	-0.93
资产负债率[%]	49.00	47.76	52.29	43.08
权益资本与刚性债务比率[%]	129.67	135.06	113.68	165.27
流动比率[%]	99.99	112.13	87.44	90.75
现金比率[%]	37.80	52.00	51.14	37.19
利息保障倍数[倍]	2.30	2.76	2.76	—
担保比率[%]	17.68	16.08	12.68	8.34
营业周期[天]	78.79	84.21	68.73	—
毛利率[%]	22.40	24.16	19.17	15.70
营业利润率[%]	7.82	10.81	9.95	3.26
总资产报酬率[%]	4.61	5.41	5.92	—
净资产收益率[%]	4.21	5.52	6.08	—
净资产收益率*[%]	4.05	5.25	6.01	—
营业收入现金率[%]	108.35	108.71	110.42	114.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	27.66	40.39	26.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.73	9.32	1.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.65	4.24	4.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.21	0.22	—

注：表中数据依据珠海海港股份经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型打分表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	7
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	5
		流动性	5
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA+

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	本次评级	2019年8月9日	AA ⁺ /稳定	王科柯、朱侃	新世纪评级方法总论(2012) 工商通用版行业评级模型(2019)	-
债项评级	本次评级	2019年8月9日	AA ⁺	王科柯、朱侃	新世纪评级方法总论(2012) 工商通用版行业评级模型(2019)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，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。