2014 年防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告

鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第【1006】号 02

债券简称：
14 防城港债/PR 防城港

债券剩余规模：
9.6 亿元

债券到期日期：
2021 年 4 月 16 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期还本，在债券存续期第 3-7 年逐年分别还本 20%。

分析师

姓名：
张涛　刘志强

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2014 年防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 26 日	2017 年 6 月 14 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司（以下简称“防城港工投”或“公司”）及其 2014 年 4 月 16 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了较好基础，公司代建业务有一定的持续性，获得的外部支持力度较大；同时我们也关注到公司资产流动性偏弱，2017 年划出 6 家二级子公司，面临较大的资金压力和偿债压力，存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了较好基础。**2017 年，防城港市实现地区生产总值 741.6 亿元，同比增长 6.7%，当地经济持续发展。
- **公司代建业务有一定的持续性。**截至 2017 年末，公司已签订代建协议的在建市政项目计划总投资规模为 114.82 亿元，随着建设项目逐步完工结算，未来收入有一定保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2017 年公司获得政府补助收入 7,785.51 万元，提升了公司利润水平。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产中建设项目和土地资产规模较大，2017 年末存货账面价值 119.77 亿元，占总资产比重为 82.17%，主要由土地使用权和工程项目等开发产品构成，其中价值 14.67 亿元的土地已用于抵押。
- **2017 年公司剥离了部分资产。**2017 年，公司无偿划出了防城港市防城区城市建设投资有限公司和上思县城市建设投资有限责任公司及其旗下共 6 家子公司，资本公积减少 2.50 亿元。
- **公司工程建设所需资金规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建和拟建项目后续至少还需投入资金共计 330.87 亿元，2017 年公司经营活动现金净流量为-2.80 亿元，公司资金压力较大。
- **公司有息债务规模大，存在较大的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务达到 53.50 亿元，同比增长 22.66%，占总负债的 67.94%，刚性债务偿债压力较大，且其中应于 2018 年偿付的本金有 13.99 亿元，存在一定的集中偿付压力。
- **存在一定或有负债风险。**2017 年末公司对外担保金额合计为 6.67 亿元，存在一定的代偿风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,457,647.94	1,445,455.38	1,292,634.28
所有者权益（万元）	670,130.03	718,288.40	706,959.33
有息债务（万元）	535,025.39	436,186.98	393,089.25
资产负债率	54.03%	50.31%	45.31%
流动比率	5.48	4.72	6.64
营业收入（万元）	61,362.28	40,068.88	19,471.18
营业外收入（万元）	7,880.56	15,298.63	8,052.92
利润总额（万元）	3,821.55	11,361.05	3,729.93
综合毛利率	5.94%	9.16%	9.13%
EBITDA（万元）	13,361.22	19,458.57	9,007.68
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.72	0.28
经营活动现金流净额（万元）	-28,015.85	2,720.42	-18,949.40

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月16日公开发行16亿元公司债券，募集资金拟用于防城港市北港安置住宅区二期、防城港市企沙安置住宅区等四个募投项目及补充营运资金，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变动，控股股东和实际控制人均为防港城市国有资产监督管理委员会，持有公司100%股权。

2017 年，公司报表合并范围新增 1 家子公司防城港市港宏工贸有限公司，该公司于 2017 年 3 月成立，公司持有其 40%股权，为其第一大股东，公司拥有董事会半数以上董事表决权（提名权）及实质控制权，因此自成立之日起纳入公司合并范围。

根据防城港市人民政府国有监督管理委员会《关于同意上思县城市建设投资有限责任公司股权无偿划转的批复》（防国资发【2017】44 号），公司将持有的上思县城市建设投资有限责任公司 100%国有股权无偿划转给上思县国有资产管理站。根据防城港市人民政府国有监督管理委员会《关于同意防城港市防城区城市建设投资有限公司股权无偿划转的批复》（防国资发【2017】66 号），公司将持有的防城港市防城区城市建设投资有限公司 100%国有股权无偿划转给防城区财政局。

表 1　2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
防城港市港宏工贸有限公司	40%	100	金属制品加工，不锈钢原材料及其产品、矿产品、五金交电、纺织品、服装、橡胶制品的销售	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并报表的原因
防城港市防城区城市建设投资有限公司	100%	1,600	城市基础设施建设项目投资等。	被划转
上思县城市建设投资有限责任公司	100%	3,980	城市基础设施建设项目投资等。	被划转
防城港市防城区鸿邦投资有限公司	100%	1,000	城市基础建设的投资，成片土地开发投资、平整，市政工程，房屋建筑工程。	被划转

防城港市防城区华达资产管理有限公司	100%	1,000	资产管理，投资管理，投资咨询。	被划转
防城港市防城区金穗农业投资有限公司	100%	1,000	农业、林业、水产业、畜牧业、市场建设的投资，农业综合开发，旅游项目开发。	被划转
防城港市防城区盛林投资有限公司	100%	1,000	城市基础建设的投资，成片土地开发投资、平整，市政工程，房屋建筑工程，园林绿化工程，房地产开发等。	被划转

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年末，公司资产总额为145.76亿元，所有者权益为67.01亿元，资产负债率为54.03%；2017年度，公司实现营业收入6.14亿元，利润总额3,821.55万元，经营活动现金流净额-2.80亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公

司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2　2017 年以来城投行业主要政策梳理

时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制。
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预【2017】62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定。
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开。
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预【2017】97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押。
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资【2017】1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金【201】]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目。
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金【2018】94 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年防城港市经济保持增长，但增速放缓

2017年，防城港市经济继续保持较快增长，全年实现地区生产总值741.6亿元，比上年增长6.7%。三次产业中，第一产业增加值89.27亿元，增长3.9%；第二产业增加值421.23亿元，增长6.4%；第三产业增加值231.12亿元，增长8.3%，从结构来看，经济仍以二、三产业为主。

表 3　2016-2017 年防城港市主要经济指标及增长速度（单位:亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	741.6	6.7%	676.12	9.1%
第一产业增加值	89.27	3.9%	80.88	4.0%
第二产业增加值	421.23	6.4%	386.26	11.6%
第三产业增加值	231.12	8.3%	208.98	6.6%
固定资产投资	672.77	12.1%	600.14	14.1%
社会消费品零售总额	124.02	10.8%	111.89	10.8%
进出口总额	113.6 亿美元	29.4%	578.91 亿元	8.5%
存款余额	-	-	567.87	8.5%
贷款余额	-	-	517.65	17.6%
人均 GDP（元）		-		73,197
人均 GDP/全国人均 GDP		-		1.36

注：“-”标注表示未公开披露数据。
资料来源：2016 年数据来自防城港市国民经济和社会发展统计公报，2017 年数据采集自防城港市政府网站公开数据，鹏元整理。

2017年防城港市完成全社会固定资产投资672.77亿元，比上年增长12.1%，增速较上年所有减缓。2017年全市社会消费品零售总额124.02亿元，同比增长10.8%，消费规模持续提升。防城港市是我国唯一与东盟陆海相通的城市，有较好的进出口贸易地域优势。2017年进出口总额113.6亿美元，较上年增长为29.4%。防城港市进出口规模增长速度较快，是区域经济增长的重要带动因素。

总体来看，2017年防城港市经济保持发展，但增速放缓。

2017年防城港市全市公共财政收入出现下降，财政收入仍主要来自于上级补助

2017年防城港市全市财政收入为120.49亿元，同比下降6.05%，市本级财政收入63.53亿元，同比增长1.42%，全市财政收入下滑主要受公共财政收入和上级补助收入同时下降影响。

2017年防城港市全市、市本级公共财政收入分别为47.60亿元和18.47亿元，分别同比

下降14.46%和15.00%，主要体现为非税收入的下降。公共财政收入中税收收入占比分别为67.73%和65.20%，公共财政收入质量一般。

上级补助收入是防城港市财政收入的重要来源，2017年上级补助收入占全市和市本级地方财政收入的比重分别为44.35%和46.66%。

2017年房地产市场回暖，国有土地使用权出让金收入增长，2017年防城港市全市和市本级政府性基金收入分别同比增加29.58%和65.80%；考虑到国有土地使用权出让金受房地产市场波动和国家政策变化影响大，未来该部分收入仍存在一定的不确定性。

表 4　2016-2017 年防城港市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
财政收入	**120.49**	**63.53**	**128.25**	**62.64**
（一）公共财政收入	47.60	18.47	55.65	21.73
其中：税收收入	32.24	12.04	34.69	11.08
非税收入	15.36	6.43	20.96	10.65
（二）上级补助收入	53.44	29.64	57.59	31.61
其中：返还性收入	5.80	4.37	5.25	3.95
一般性转移支付收入	28.86	15.07	28.94	14.21
专项转移支付	18.78	10.21	23.4	13.45
（三）政府性基金收入	19.45	15.42	15.01	9.3
其中：土地出让收入	17.23	13.68	12.92	7.67
公共财政支出	-	-	127.60	41.62
政府性基金支出		-	15.31	7.01
财政自给率	-	-	43.61%	52.21%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出
资料来源：防城港市财政局

四、经营与竞争

公司系防城港市基础设施的投资、建设和运营主体，负责全市大型市政建设项目的资金筹措、建设和管理等职能，2017年公司新增镍铁合金原料及其产品销售业务。2017年公司营业收入61,362.28万元，同比增长53.14%，公司收入主要来自于工程建设收入和镍铁合金原料及其产品销售，两项业务收入分别占营业收入比重为55.0%和44.9%，工程建设收入为33,763.08万元，同比下降15.68%，镍铁合金原料及其产品销售系新增业务，收入规模较大，是公司营业收入大幅增长的主因。由于镍铁合金原料及其产品销售业务毛利率较低，拉低了公司综合毛利率。

表5　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	33,763.08	9.09%	40,042.50	9.10%
镍铁合金原料及其产品销售	27,551.12	1.92%	-	-
其他	48.08	100.00%	26.39	100%
合计	**61,362.28**	**5.94%**	**40,068.88**	**9.16%**

资料来源：2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年工程建设收入规模有所下降；目前公司在建及拟建项目较多，未来收入有一定保障，但同时存在较大资金压力

公司主要负责防城港市的城市基础设施建设、工业园区开发及国有资产经营管理，近年来公司主要在防城港市企沙工业区、大西南临港工业区、港口区、防城区、上思县等地开展城市基础设施建设及工业园区开发等业务。

2017年公司工程建设业务的运作模式无变化，主要为接受当地政府委托，针对承建项目与当地财政局签订《投资建设与转让收购协议书》（以下简称“BT协议”），项目建设完工并经验收合格后，由当地政府财政局负责工程项目结算。结算价款为审计机构审计的工程总结算造价金额的110%。公司基础设施建设项目均采取成本加成模式，加成比例为公司项目投资决算额的10%。除市政工程项目外，公司还承接了部分安置房建设项目，2017年末政府回购云朗科技园一期工程，以工程最终结算造价金额的110%作为项目回购的总回购价。公司工程建设业务毛利率稳定，但盈利能力一般。

目前公司在建和拟建市政项目规模大，未来收入较有保障。截至2017年末公司在建及拟建市政项目主要有广西滨海公路企沙至茅岭段（防城分段）、金川循环经济产业园区、铝加工材工业园项目、液化天然气储运项目等，目前在建及拟建项目计划总投资额共381.64亿元，其中已签订代建协议的部分计划投资额114.82亿元，代建业务收入有一定保障。截至2017年末，在建及拟建项目已投资54.61亿元，未来仍需330.87亿元资金投入，资金需求量大，存在较大的资金压力。

表6　截至2017年末公司在建及拟建基础设施工程情况（单位：万元）

	项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
在建	钢铁基地产业园配套路	76,526.20	107,255.50	-
	钢铁基地配套区路网主干路	31,978.68	37,128.61	-
	钢铁基地上下游配套区连接路	25,837.00	11,526.60	14,310.40
	企沙工业园区公车片区路网工程	32,760.00	29,884.39	2,875.61

	云朗科技园一期工程	94,568.00	36,097.52	58,470.48
	防城港企沙片区征地拆迁补偿项目	96,000.00	41,668.14	54,331.86
	广西滨海公路企沙至茅岭段（防城分段）	223,000.00	15,737.79	207,262.21
	防城港市实验高中新校区	52,458.00	21,555.63	30,902.37
	公车物流园路网	99,849.00	41,608.92	58,240.08
	金川循环经济产业园区	107,850.00	13,327.90	94,522.10
	北港安置小区	134,356.91	72,537.82	61,819.09
	企沙安置住宅区项目	45,638.72	26,525.31	19,113.41
	大龙安置小区	21,000.00	21,000.00	-
	防城港市和平住宅区	25,000.00	27,565.76	-
	其他	81,327.64	42,719.08	38,608.56
	小计	**1,148,150.15**	**546,138.97**	**640,456.17**
拟建	铝加工材工业园项目	500,000.00		500,000.00
	液化天然气储运项目	350,000.00		350,000.00
	防城港企沙港区潭油作业区进港航道工程（原潭油航道工程）	349,579.00		349,579.00
	防城港企沙港区赤沙作业区 216、217 号泊位工程	261,335.00		261,335.00
	潭油废旧钢材处理中心	150,000.00		150,000.00
	防城港企沙港区潭油作业区 5～7 泊位工程	136,306.00		136,306.00
	防城港市茅岭至皇城坳铁路支线	119,000.00		119,000.00
	潭油智慧小镇	100,000.00		100,000.00
	桂海港城	95,200.00		95,200.00
	防城港东盟海鲜物流城	92,000.00		92,000.00
	防城港潭油作业区铁路支线	64,000.00		64,000.00
	防城港企沙南作业区铁路	55,000.00		55,000.00
	防城港云约江作业区铁路支线	54,000.00		54,000.00
	防城港市赤沙疏港物流中心项目	41,380.00		41,380.00
	防城港大龙二级渔港（原防城港市企沙中心渔港扩建工程）	40,600.00		40,600.00
	防城港市奇华仓储项目	38,000.00		38,000.00
	防城港市赤沙通用仓储堆场项目	35,470.00		35,470.00
	企沙渔港进港航道	30,000.00		30,000.00
	云约江大道中段	25,000.00		25,000.00
	板辽街（赤沙南路）	20,822.00		20,822.00
	防城港钢铁基地东侧道路工程	20,000.00		20,000.00
	余坡岭大街东段	16,574.00		16,574.00
	潭油大街	14,860.00		14,860.00
	防城港企沙港区云约江作业区 17 号泊位码头	14,000.00		14,000.00
	其他	45,099.00	-	45,099.00

	小计	2,668,225.00		2,668,225.00
合计		3,816,375.15	546,138.97	3,308,681.17

注：公司部分在建项目已投资金额已超过其计划投资额。
资料来源：公司提供

2017年公司新增镍铁合金原料及其产品销售业务，收入规模较大，但毛利率较低，该业务盈利性不强

2017年公司新增业务板块为子公司防城港市港宏工贸有限公司的业务，主要进口红土镍矿、氢氧化镍、煤等主要原材料，委托广西金源镍业有限公司进行加工生产镍铁合金。公司通过销售镍铁合金获取收入和利润，该业务与原主营业务的关联性较小。2017年镍铁合金原料及其产品销售业务实现收入27,551.12万元，占公司总收入的44.9%，成为公司重要业务。

2017年共计采购红土镍矿38万吨、烟煤及兰炭7万吨，共计镍铁合金产量37,610吨，金属产量4,104吨。2017年镍铁销售量25,151.53吨，该业务毛利率较低，仅为1.92%。

公司在财政补贴方面继续获得当地政府的较大支持

2017年，根据防城港市财政局《防城港市财政局关于拨付防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司基础设施建设项目财政专项资金的函》防财建函【2017】511号，公司获得基础设施建设项目财政专项补助7,000.00万元，另外，公司获得其他补助785.51万元，全年合计收到补助收入7,785.51万元，公司计入营业外收入核算，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。

2017年，公司合并报表范围新增1家子公司，减少6家子公司，合并范围变化见表1。

资产结构与质量

2017年公司资产规模变动不大，主要由建设项目和土地资产构成，其中已抵押资产占比较高，整体资产流动性偏弱

2017年末，公司资产总额为145.76亿元，与上年相比变动不大，其中存货占比82.17%，主要为土地资产和在建项目的开发成本。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	131,926.32	9.05%	159,678.08	11.05%
其他应收款	41,583.52	2.85%	59,927.64	4.15%
存货	1,197,740.83	82.17%	1,140,250.10	78.89%
流动资产合计	**1,382,419.96**	**94.84%**	**1,374,552.99**	**95.09%**
其他非流动资产	63,020.00	4.32%	59,500.00	4.12%
非流动资产合计	**75,227.98**	**5.16%**	**70,902.38**	**4.91%**
资产总计	**1,457,647.94**	**100.00%**	**1,445,455.38**	**100.00%**

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金131,926.328万元，同比减少17.38%，主要系建设工程项目持续投入资金，货币资金中无使用受限情况。其他应收款主要是应收防城港市城市建设投资有限责任公司、防城港市企沙盐场等的往来款、应收防城港市征地拆迁办公室的征拆费用以及应收广西恒宇建筑工程有限公司、防城港市港口区光坡镇盐场等的保证金，欠款方多为政府部门和国企，回收风险不大，但回收时间不确定且占用公司较多流动资金。

存货是公司资产中最主要的构成，2017年末账面价值1,197,740.83万元，较上年末增长5.04%。存货包含土地、开发产品、海域权和库存商品。2017年末，土地资产账面价值662,379.92万元，其中价值146,692.37万元的土地已用于抵押，已抵押部分占总资产比重为10.06%；开发产品账面价值518,345.33万元，规模较上年增加11.87%，系公司承建的市政工程及安置房建设持续投入；海域权账面价值9,843.68万元；另有7,171.91万元的库存商品，是镍铁合金原料及其产品销售业务的产品及原材料等。公司土地资产规模较大，且已抵押部分占比较高，流动性偏弱。开发成本中的项目后续是否能及时收回投资资金存在一定的不确定性。

2017年末公司非流动资产主要为其他非流动资产，金额为63,020.00万元，全部为委托贷款，收到的利息冲减财务费用。委托贷款中50,000.00万元贷款对象为国有企业，另外13,020.00万元贷款对象（广西金滩管业科技有限公司、广西科元新材料有限公司和广西凯玺有色金属有限公司）为民营企业，需关注其到期还款情况。

表 8　2017 年末公司委托贷款明细（单位：万元）

贷款对象	金额	用途	期限	利率
东兴市园区开发建设有限责任公司	10,000	项目建设	2015.11.27-2018.5.27	5.92%
广西金滩管业科技有限公司	4,000	流动资金周转	2016.07.22-2018.08.22	10%
广西科元新材料有限公司	5,000	项目建设	2016.08.02-2018.09.02	9.54%
广西金滩管业科技有限公司	500	流动资金周转	2016.10.12-2018.08.10	10%
防城港市城投华奇实业有限责任公司	26,000	项目建设	2016.12.26-2018.08.26	8%
防城港市江山旅游投资有限责任公司	14,000	项目建设	2016.12.26-2018.08.26	8%
广西凯玺有色金属有限公司	2,050	项目建设	2017.03.08-2018.09.08	10%
广西金滩管业科技有限公司	1,470	流动资金周转	2017.09.29-2018.08.29	10%
合计	**63,020**			

资料来源：公司提供

整体来看，公司资产主要由土地和开发产品构成，其中占总资产 10.06%的土地资产已抵押，资产流动性偏弱。

盈利能力

2017 年公司新增镍铁合金原料及其产品销售业务，营业收入大幅增长，但受限于该业务毛利率较低，盈利能力仍较弱，利润仍主要来自政府补助

2017年公司实现营业收入共61,362.28万元，同比增长53.14%，增长原因是公司设立子公司新增镍铁合金原料及其产品销售业务，该业务带来大量收入，但由于该业务毛利率仅为1.92%，拉低了公司综合毛利率水平，综合毛利率由9.16%降为5.94%。公司原有工程建设业务收入规模有所下降，主要是受工程建设和验收进度影响，该业务毛利率稳定，截至2017年末，公司在建及拟建项目规模较大，未来代建工程业务收入来源具有一定保障。

2017年公司营业利润仍亏损，全年营业利润为-4,030.75万元，自身盈利能力仍较弱。2017年公司收到政府补助款共7,785.51万元，公司利润主要来自政府补助。

表 9　公司主要盈利指标

项目	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	61,362.28	40,068.88
营业利润（万元）	-4,030.75	-3,732.07
营业外收入（万元）	7,880.56	15,298.63
利润总额（万元）	3,821.55	11,361.05
综合毛利率	5.94%	9.16%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司主营业务回款良好，但由于业务支出大幅增加，经营活动产生的现金流表

现为净流出；目前在建拟建项目资金需求大，仍面临较大的资金压力

2017年公司销售商品提供劳务收到的现金规模为70,591.93万元，收现比为1.15，主营业务回款良好。2017年公司新增的镍铁合金原料及其产品销售业务需要先行垫付资金采购原材料，使得购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，公司经营活动产生的净现金流为-28,015.85万元。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金净流出54,355.28万元，主要系处置子公司减少的现金流净额。目前公司资金需求仍主要依赖筹资活动，2017年公司增加长期借款融资规模，筹资活动产生的现金净流入增加，为54,619.38万元。

由于公司在建的工程建设项目较多，需要持续投入的资金规模较大，2017年末公司主要在建和拟建项目至少尚需投入资金达到330.87亿元，公司对外部筹资依赖程度仍较高。

表 10　公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.15	1.12
销售商品、提供劳务收到的现金	70,591.93	44,938.17
收到的其他与经营活动有关的现金	7,785.51	15,236.72
经营活动现金流入小计	78,377.44	60,174.89
购买商品、接受劳务支付的现金	102,901.45	53,576.42
支付的其他与经营活动有关的现金	1,068.69	559.16
经营活动现金流出小计	106,393.29	57,454.47
经营活动产生的现金流量净额	**-28,015.85**	**2,720.42**
投资活动产生的现金流量净额	**-54,355.28**	**-57,817.58**
筹资活动产生的现金流量净额	**54,619.38**	**18,314.80**
现金及现金等价物净增加额	-27,751.76	-36,782.36

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年末公司负债规模进一步大幅增长，偿债压力持续增加

2017年公司融资规模进一步增长，年末负债总额为78.75亿元，同比增长8.30%，所有者权益为67.01亿元，同比下降6.70%，原因是子公司防城港市防城区城市建设投资有限公司和上思县城市建设投资有限责任公司等划出。2017年末公司产权比率上升至117.52%，所有者权益对负债总额的覆盖程度进一步下滑。

表 11　公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	787,517.92	727,166.98

所有者权益	670,130.03	718,288.40
负债与所有者权益比率	117.52%	101.24%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司负债主要由其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017 年末其他应付款金额 227,927.91 万元，较上年减少 12.84%，主要系与政府部门和相关单位的往来款。2017 年末长期借款规模较上年大幅增长，金额为 175,525.87 万元，其中抵押借款 67,350.00 万元，抵押物为公司自有土地资产。应付债券系分别于 2014 年发行的本期债券和 2015 年发行 “15 港工小微债”，2017 年末债券余额分别为 12.8 亿元和 8 亿元，期限分别为 7 年和 4 年，票面利率分别为 8.09%和 5.58%。2017 年末公司长期应付款金额 152,122.30 万元，其中 23.91%为应付广西投资集团有限公司款项，76.09%为应付防城港市城市建设投资有限责任公司款项。

表 12　公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	227,927.91	28.94%	261,504.30	35.96%
流动负债合计	**252,492.53**	**32.06%**	**290,979.99**	**40.02%**
长期借款	175,525.87	22.29%	59,689.03	8.21%
应付债券	207,377.22	26.33%	238,778.88	32.84%
长期应付款	152,122.30	19.32%	137,719.07	18.94%
非流动负债合计	**535,025.39**	**67.94%**	**436,186.99**	**59.98%**
负债合计	**787,517.92**	**100.00%**	**727,166.98**	**100.00%**
有息负债	**535,025.39**	**67.94%**	**436,186.98**	**59.98%**

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司有息债务规模为 53.50 亿元，同比增长 22.66%，占期末负债总额比重为 67.94%，有息债务规模进一步扩大。从公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，2018 年公司需要偿还 13.99 亿元本金，存在一定的集中偿付压力。

表 13　截至 2017 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年以后
本金	13.99	6.04	8.54	24.93

资料来源：公司提供

2017年公司资产负债率54.03%，较上年增长3.72个百分点，流动比率表现尚可，但由于流动资产以其他应收款和存货为主，公司短期偿债能力实际偏弱。2017年公司EBITDA较上年下降，有息负债与EBITDA之比上升，EBITDA利息保障倍数下降至0.38，公司债务还本付息压力较大。

表 14　公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	54.03%	50.31%
流动比率	5.48	4.72
速动比率	0.73	0.81
EBITDA（万元）	13,361.22	19,458.57
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.72
有息债务/EBITDA	40.04	22.42

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额合计为6.67亿元，全部为对防城港市城市建设投资有限责任公司的担保，存在一定的代偿风险。

表 15　截至 2017 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保期间	备注
防城港市港口区城市建设投资有限责任公司	6,700.00	2015.10.14-2020.10.14	保证担保
防城港市城市建设投资有限责任公司	30,000.00	2017.06.09-2022.06.09	保证担保
防城港市城市建设投资有限责任公司	10,000.00	2017.9.15-2022.9.15	保证担保
防城港市城市建设投资有限责任公司	20,000.00	2017.11.30-2020.11.30	保证担保
合计	**66,700.00**	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017年外部环境较好，为公司经营发展提供了较好条件，公司在建及拟建项目较多，代建业务有一定的持续性，公司获得外部支持力度较大。同时我们关注到，2017年公司无偿划出6家子公司，公司资产中存货比重大，主要以土地使用权和工程项目为主，整体资产流动性偏弱，公司项目建设所需资金规模较大，面临较大的资金压力；公司有息负债持续增加，存在较大的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一　合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	131,926.32	159,678.08	196,460.44
应收账款	0.00	0.00	3,744.18
预付款项	10,916.56	14,555.30	7,525.09
应收利息	252.72	141.86	0.00
其他应收款	41,583.52	59,927.64	41,184.53
存货	1,197,740.83	1,140,250.10	1,030,412.49
流动资产合计	**1,382,419.96**	**1,374,552.99**	**1,279,326.73**
可供出售金融资产	10,743.78	9,777.08	1,333.30
长期股权投资	90.00	0.00	0.00
固定资产净额	106.83	302.04	372.71
递延所得税资产	1,267.37	1,323.26	1,601.54
其他非流动资产	63,020.00	59,500.00	10,000.00
非流动资产合计	**75,227.98**	**70,902.38**	**13,307.55**
资产总计	**1,457,647.94**	**1,445,455.38**	**1,292,634.28**
应付账款	6,806.70	10,156.86	2,468.04
预收款项	3,753.55	228.11	304.15
应付职工薪酬	10.82	3.75	2.10
应交税费	5,113.32	7,959.19	6,858.69
应付利息	8,880.23	11,127.78	10,524.67
其他应付款	227,927.91	261,504.30	172,428.05
流动负债合计	**252,492.53**	**290,979.99**	**192,585.71**
长期借款	175,525.87	59,689.03	58,640.30
应付债券	207,377.22	238,778.88	238,220.63
长期应付款	152,122.30	137,719.07	96,228.32
非流动负债合计	**535,025.39**	**436,186.99**	**393,089.24**
负债合计	**787,517.92**	**727,166.98**	**585,674.95**
实收资本	8,000.00	8,000.00	8,000.00
资本公积	574,294.73	599,297.41	599,297.41
盈余公积	6,367.81	6,012.49	4,585.55
未分配利润	81,396.49	104,978.50	95,076.37
归属于母公司所有者权益合计	**670,059.03**	**718,288.40**	**706,959.33**
所有者权益合计	**670,130.03**	**718,288.40**	**706,959.33**
负债和所有者权益总计	**1,457,647.94**	**1,445,455.38**	**1,292,634.28**

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二　合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	**61,362.28**	**40,068.88**	**19,471.18**
减：营业成本	57,715.03	36,398.51	17,692.53
营业税金及附加	1,725.68	145.77	642.86
销售费用	258.15	0.00	0.00
管理费用	1,803.62	3,774.83	1,261.41
财务费用	4,272.79	3,829.12	5,035.50
资产减值损失	-	-197.06	-713.47
加：　投资收益（损失以“－”号填列）	382.25	150.20	191.91
二、营业利润	**-4,030.75**	**-3,732.07**	**-4,255.75**
加：营业外收入	7,880.56	15,298.63	8,052.92
减：营业外支出	28.27	205.51	67.23
三、利润总额	**3,821.55**	**11,361.05**	**3,729.93**
减：所得税费用	1,213.20	34.72	-921.52
四、净利润	**2,608.35**	**11,326.33**	**4,651.45**
五、归属于母公司所有者的净利润	**2,537.36**	**11,326.33**	**4,651.45**

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1　合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	70,591.93	44,938.17	19,471.18
收到其他与经营活动有关的现金	7,785.51	15,236.72	51,000.00
经营活动现金流入小计	78,377.44	60,174.89	70,471.18
购买商品、接受劳务支付的现金	102,901.45	53,576.42	87,219.82
支付给职工以及为职工支付的现金	697.47	813.59	625.43
支付的各项税费	1,725.68	2,505.30	1,028.01
支付其他与经营活动有关的现金	1,068.69	559.16	547.32
经营活动现金流出小计	106,393.29	57,454.47	89,420.58
经营活动产生的现金流量净额	-28,015.85	2,720.42	-18,949.40
取得投资收益收到的现金	382.25	150.20	191.91
投资活动现金流入小计	382.25	150.20	191.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	154.48	24.01	22.99
投资支付的现金	190.00	57,943.78	10,000.00
投资活动现金流出小计	54,737.53	57,967.79	10,022.99
投资活动产生的现金流量净额	-54,355.28	-57,817.58	-9,831.08
取得借款收到的现金	173,440.06	126,283.90	135,292.89
发行债券收到的现金	0.00	0.00	79,282.00
筹资活动现金流入小计	173,440.06	126,283.90	214,574.89
偿还债务支付的现金	83,600.00	80,781.23	56,467.27
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	35,220.69	27,187.87	18,009.38
筹资活动现金流出小计	118,820.69	107,969.10	74,476.65
筹资活动产生的现金流量净额	54,619.38	18,314.80	140,098.24
现金及现金等价物净增加额	-27,751.76	-36,782.36	111,317.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2　合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	2,608.35	11,326.33	4,651.45
加：资产减值准备	-	-197.06	-713.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	37.46	94.68	88.66
财务费用	4,272.79	3,829.12	5,035.50
投资损失	-382.25	-150.20	-191.91
递延所得税资产减少	55.90	278.27	1,054.83
存货的减少	-57,490.73	-109,837.61	-172,696.52
经营性应收项目的减少	-3,525.44	3,820.23	59,549.61
经营性应付项目的增加	26,408.07	93,556.68	84,272.44
经营活动产生的现金流量净额	-28,015.85	2,720.42	-18,949.40

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	54.03%	50.31%	45.31%
流动比率	5.48	4.72	6.64
综合毛利率	5.94%	9.16%	9.13%
EBITDA（万元）	13,361.22	19,458.57	9,007.68
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.72	0.28
有息债务/EBITDA	40.04	22.42	43.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五　截至2017年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
防城港市港口区城市建设投资有限责任公司	1,000	100%	城乡土地开发、城乡道路及市政基础设施建设投资。
广西防城港市惠众建设开发投资有限公司	800	100%	基础设施项目建设的投资，经营管理，国内道路普通货物运输代理；房屋维修，五金交电，建筑材料的购销。
防城港市港工港务有限责任公司	800	100%	港口码头的基础设施建设及经营。
防城港市港工建材有限责任公司	1,000	100%	预拌商品混凝土、加气混凝土砌块、新型墙体材料、建筑防水材料、建筑涂料、复合材料的生产、加工及销售。
防城港市港宏工贸有限公司	100	40%	金属制品加工，不锈钢原材料及其产品、矿产品、五金交电、纺织品、服装、橡胶制品的销售
防城港市边海产业投资有限公司	10,000	100%	对临港产业、高新技术产业、公共事业、交通运输业、仓储业、建筑业、能源业、文化业、教育卫生行业、旅游业、房地产业的投资等。

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计－存货）/流动负债合计
有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款

附录七　信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。