

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 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪  
第【843】号 02

债券简称:

14 防城港债/PR 防城港

债券剩余规模:

6.4 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 王一峰

电话:

0755-82873121

邮箱:

zhangt@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年防城港市港工基础设施建设开发投资有限 责任公司<sup>1</sup>公司债券 2019 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	2019 年 6 月 27 日	2018 年 6 月 26 日

### 评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对防城港市港发控股集团有限公司(以下简称“防城港港发”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 2019 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, 公司代建业务持续性较好; 同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱, 经营活动现金流持续净流出, 面临较大资金压力、偿债压力, 存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 外部环境仍较好, 为公司发展提供了较好基础。2018 年, 防城港市实现地区生产总值较上年增长 7.4%, 经济持续增长为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司代建业务持续性较好。截至 2018 年末, 公司已签订代建协议的工程建设项目在建及拟建项目计划总投资额共 149.87 亿元, 代建业务收入有一定保障。

### 关注:

<sup>1</sup> 原防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司, 于 2019 年 5 月 6 日更名为防城港市港发控股集团有限公司。

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要由土地和在建项目投入构成，截至 2018 年末存货账面价值为 137.09 亿元，占总资产比重为 88.01%，其中价值 13.21 亿元的土地已用于抵押，应收款项回收时间不确定对公司资金形成一定占用，资产流动性偏弱。
- **公司工程建设所需资金规模较大，经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建和拟建项目后续至少还需投入资金 159.11 亿元，资金需求量大，公司经营活动现金流持续净流出 4.52 亿元，经营活动现金流整体表现较差，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模大，存在较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务达到 59.23 亿元，同比增长 10.70%，占总负债的 66.92%，刚性债务偿债压力较大，且其中应于 2019 年偿付的本息合计 12.52 亿元；公司速动比率表现较差，流动资产以其他应收款和存货为主，实际变现能力较差，有息债务与 EBITDA 之比持续上升，仍面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计为 6.00 亿元，占同期末净资产的 8.92%，仍存在一定的代偿风险。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,557,611.75	1,457,647.94	1,445,455.38
所有者权益	672,551.44	670,130.03	718,288.40
有息债务	592,287.15	535,025.39	436,186.98
资产负债率	56.82%	54.03%	50.31%
流动比率	5.17	5.48	4.72
营业收入	155,687.32	61,362.28	40,068.88
营业外收入	84.32	7,880.56	15,298.63
利润总额	3,307.95	3,821.55	11,361.05
综合毛利率	9.85%	5.94%	9.16%
EBITDA	10,530.81	13,361.22	19,458.57
EBITDA 利息保障倍数	1.14	0.38	0.72
经营活动现金流净额	-45,226.33	-28,015.85	2,720.42

注：2016 年数据来源于 2017 年审计报告年初数（上期数），2017 年数据来源于 2018 年审计报告年初数（上期数）。

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 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，截至2019年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2,534.67元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称于2019年5月6日由防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司更名为防城港市港发控股集团有限公司。公司的注册资本、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城港市国有资产监督管理委员会，持有公司100%股权。为满足公司业务未来发展方向，公司经营范围由原来的“房地产开发投资、基础设施项目建设投资、经营管理”变更为“控股公司服务、基础设施建设、港工码头、航道和园区铁路专用线的建设和运营及对建筑业、房地产业、制造业、金融业、交通运输业、公共设施管理业的投资”。

2019年5月30日，根据《防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司股东决定》，徐钦帮、赵华文、陆世斌、梁耀添为公司董事。其中徐钦帮任董事长、赵华文任法定代表人；梁炳强、韦兰芝、叶玲为公司监事会监事，其中梁炳强任监事会监事主席。经过公司职工大会选举韩春丽为公司董事会职工董事，陈炜德、郭婷任职工监事。原董事陆世斌、唐光权、张恒瑜；原监事曾绍春、钟德就、蒋林朝、王鹏职务予以免除。

2018年，公司报表合并范围新增2家子公司，分别为防城港市建筑设计院及防城港市港口区光坡镇盐场，合并方式为划入。根据防城港市人民政府国有资产监督管理委员会《关于同意防城港高新区投资发展有限公司股权无偿划转的批复》（防国资发【2018】68号），公司将持有的防城港高新区投资发展有限公司100%国有股权无偿划出，具体见表1。

**表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、2018年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
防城港市建筑设计院	100%	60.9	丙级建筑设计及市政工程设计	划入
防城港市港口区光坡镇盐场	100%	127.66	海水养殖、水产品、饲料购销	划入

### 2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并报表的原
-------	-------	------	------	------------

				因
防城港高新区投资发展有限公司	100%	10,000	房地产开发投资、基础设施项目建设的投资、经营管理；高新技术产业投资；企业自有房屋租赁服务，机械设备销售及租赁；科技中介服务；投资与资产管理；土地整治服务	被划转

资料来源：公司 2018 年审计报告及公司提供

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 2 2018 年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
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]194 号）	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

### 2018年防城港市经济保持增长，进出口规模较大是区域经济增长的重要带动因素

2018年，防城港市经济继续保持较快增长，2018年地区生产总值较上年增长7.4%。其中，第一产业增加值同比增长6.0%；第二产业增加值同比增长7.2%；第三产业增加值同比增长8.2%。三次产业结构优化，第三产业增加值占比提高5.6个百分点。

2018年防城港市规模以上工业增加值同比增长8.5%，工业企业效益实现提升。规模以上工业企业利润总额增长12.6%。防城港市五大重点行业合计对规模以上工业增加值贡

献率达151.2%，增加值增速除非金属矿物制品业外，其余行业均呈两位数增长。其中增长较快的有：电力、热力生产和供应业增长26.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长25.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增长19.8%。其中，贡献率和拉动力最高的行业为黑色金属冶炼和压延加工业贡献率达44.0%，拉动规模以上工业增加值增长3.8个百分点。2018年，全市社会消费品零售总额同比增长8.8%，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。2018年防城港市成功入选广西境外旅客购物离境退税政策首批试点城市，与泰国黎逸市结为国际友城，全年港口货物吞吐量增长0.9%，集装箱31万标箱，增长16%，2018年进出口总额完成721亿元。防城港市进出口规模较大，是区域经济增长的重要带动因素。

总体来看，2018年防城港市经济保持发展，进出口贸易是区域经济增长的重要带动因素。

**表 3 2017-2018 年防城港市主要经济指标及增长速度（单位:亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	7.4%	741.6	6.7%
第一产业增加值	-	6%	89.27	3.9%
第二产业增加值	-	7.2%	421.23	6.4%
第三产业增加值	-	8.2%	231.12	8.3%
工业增加值	-	8.5%	-	-
固定资产投资	-	-	672.77	12.1%
社会消费品零售总额	134.94	8.8%	124.02	10.8%
进出口总额（亿美元）	721 亿元人民币	-	113.6	29.4%
人均 GDP（元）	-	-	-	-
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	-	-

注：“-”标注表示未公开披露数据。

资料来源：2017 年及 2018 年数据均采集自防城港市政府网站公开数据，中证鹏元整理。

2018 年防城港市全市实现财政收入 153.54 亿元，同比提升 27.43%，全市公共财政收入 43.98 亿元，同比下降 30.77%，其中税收收入 32.65 亿元，占公共财政收入比重为 74.24%。2018 年防城港市全市实现政府性基金收入 40.19 亿元。同期防城港市全市公共财政支出为 127.2 亿元，财政自给率为 34.58%。

## 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，2018年公司新增销售管材及配件及土地出售业务。2018年公

司营业收入155,687.32万元，同比增长153.72%，收入主要来自于镍铁合金原料及其产品销售和工程建设收入，两项业务收入分别占营业收入比重为60.86%和26.54%，工程建设收入为41,312.00万元，同比提升22.36%。2018年镍铁合金市场行情较好，公司加大对其原材料的采购及扩大镍铁合金的销售规模，镍铁合金原料及其产品销售收入规模较大，为94,747.00万元，同比提升243.90%，是公司营业收入大幅增长的主因。公司新增土地销售业务，2018年土地收入为13,033.00万元，对收入形成一定补充。公司其他业务收入主要系委托贷款收入，2018年为4,680.32万元，毛利率为99.10%。由于镍铁合金原料及其产品销售业务毛利率提升较快及新增土地销售业务毛利率较高，一定程度上提升了公司综合毛利率。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
镍铁合金原料及其产品销售	94,747.00	6.27%	27,551.12	1.92%
工程建设	41,312.00	9.09%	33,763.08	9.09%
土地收入	13,033.00	33.81%	-	-
销售管材及配件	1,915.00	2.55%	-	-
其他	4,680.32	99.10%	48.08	100.00%
<b>合计</b>	<b>155,687.32</b>	<b>9.85%</b>	<b>61,362.28</b>	<b>5.94%</b>

资料来源：2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

**2018年工程建设收入规模有所提升；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。

2018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，2018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%作为项目的总回购价。2018年公司确认工程建设收入41,312.00万元，毛利率9.09%，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2018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）、公车物流园文昌大道东延长线、防城港市实验高级中学新校区项目（北部湾高级中学）、榕木江大街西段和葛坪路项目等，目前在建及拟建项目计划总投资额共202.73亿元，其中已签订代建协议的部分计划投资额149.87亿元，代建业务收入有一定保障。截至2018年末，在建及拟建项目已投资45.22亿元，未来仍需159.11亿元资金投入，资金需求量大，存在较大的资金压力。

**表5 截至2018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	计划总投资	累计已投资	状态
中电广西防城港电厂新灰场	8,077.00	8,110.00	在建
公车物流园文昌大道东延长线	54,963.00	60,420.00	在建
公车物流园玉石滩大道	44,886.00	49,360.00	在建
东湾园区3号箱涵	5,625.00	6,185.00	在建
云约江大道维修工程	2,858.00	0.00	在建
东湾物流加工园港区12号路及13号路延长线工程	1,500.00	0.00	在建
东湾物流园加工港区14号工程	4,393.00	4,830.00	在建
东湾物流园港区1号路北段工程	1,000.00	0.00	在建
榕木江大街西段和葛坪路	58,148.00	58,300.00	在建
防城港市实验高级中学新校区项目（北部湾高级中学）	52,458.00	57,350.00	在建
广西滨海公路企沙至茅岭段项目	223,000.00	160,230.00	在建
洲尾路西段	2,697.00	0.00	在建
市第七小学	4,392.00	0.00	在建
市第八小学	4,360.00	0.00	在建
市第九小学	4,731.00	0.00	在建
市第十小学	4,484.00	0.00	在建
市第八中学	9,033.00	7,190.00	在建
市第九中学	9,377.00	8,030.00	在建
市第十中学	9,231.00	7,990.00	在建
市第十一中学	11,860.00	10,650.00	在建
市第十二中学	11,606.00	10,320.00	在建
公车至华祖园公路工程	7,096.00	3,240.00	在建
防城港企沙港区潭油作业区进港航道一期工程	53,995.45	0.00	拟建
防城港大龙二级渔港	29,258.63	0.00	拟建
防城港东盟海鲜物流城	63,000.00	0.00	拟建
防城港企沙港区赤沙作业区21、22号泊位工程	166,400.00	0.00	拟建
防城港企沙港区赤沙作业区1、2号泊位工程	492,900.00	0.00	拟建

防城港市茅岭至皇城坳铁路支线	119,967.00	0.00	拟建
防城港潭油作业区铁路支线	119,000.00	0.00	拟建
防城港云约江作业区铁路支线	64,000.00	0.00	拟建
防城港企沙南作业区铁路	54,000.00	0.00	拟建
防城港企沙渔港港池疏浚工程	96,817.00	0.00	拟建
企沙渔港进港航道	100,122.00	0.00	拟建
防城港市企沙渔港经济区五个边贸码头改造工程	106,224.00	0.00	拟建
防城港市企沙渔港经济区东部 1 万吨级渔业码头工程	25,886.00	0.00	拟建
<b>合计</b>	<b>2,027,345.08</b>	<b>452,205.00</b>	

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

2018年土地销售收入为1.30亿元，主要系公司销售其坐落在金花茶大道东侧及市政中心区北部湾大道西侧的两个地块，地块面积合计3.49万平方米，用途均为城镇住宅，使用权类型均为出让，该业务未来持续性不确定。

**公司镍铁合金原料及其产品销售业务，收入规模较大，是公司营业收入大幅增长的主因**

公司镍铁合金原料及其产品销售业务由子公司防城港市港宏工贸有限公司负责，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。2018年镍铁合金市场行情较好，公司加大对其原材料的采购及扩大镍铁合金的销售规模，2018年公司共计采购红土镍矿68.6万吨、烟煤及兰炭11.8万吨，共计镍铁合金产量109,779.18吨，金属产量11,933.56吨。2018年镍铁销售量108,418.68吨，同比提升了331.06%。2018年镍铁合金原料及其产品销售业务实现收入94,747.00万元，毛利率为6.27%，占公司总收入的60.86%，是营业收入大幅增长的主因。

## 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2018年审计报告，2017年数据采用2018年期初数，报告采用新会计准则编制。2018年，公司报表合并范围新增2家子公司，减少1家子公司，详见表1。

## 资产结构与质量

公司资产规模持续增长，主要由工程项目投入和土地资产构成，部分土地已抵押，整体资产流动性偏弱

受益于在建工程项目持续投入，公司资产规模持续增长。截至2018年末公司资产总计账面价值为155.76亿元，同比增长6.86%。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	86,381.86	5.55%	131,926.32	9.05%
其他应收款	41,860.66	2.69%	41,583.52	2.85%
存货	1,370,860.52	88.01%	1,197,740.83	82.17%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,513,075.62</b>	<b>97.14%</b>	<b>1,382,419.96</b>	<b>94.84%</b>
可供出售金融资产	34,416.58	2.21%	10,743.78	0.74%
其他非流动资产	8,776.00	0.56%	63,020.00	4.32%
<b>非流动资产合计</b>	<b>44,536.13</b>	<b>2.86%</b>	<b>75,227.98</b>	<b>5.16%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,557,611.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,457,647.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2018年末公司货币资金账面价值为8.64亿元，同比减少34.52%，主要系本年偿还债务支出资金较多所致，无使用受限情况。截至2018年末公司其他应收款账面价值为4.19亿元，主要包括应收防城港市城市建设投资有限责任公司（以下简称“防城港城建”）1.40亿元、防城港市征地拆迁办公室1.26亿元征拆费用，欠款方多为政府部门和国企，回收时间不确定。

存货是公司资产中最主要的构成，截至2018年末公司存货账面价值为137.09亿元，同比增长14.45%，主要包括62.90亿元土地、72.04亿元开发产品。其中价值13.21亿元的土地已抵押，占土地资产总价值的比重为21.01%；开发产品系公司承建的市政工程及安置房建设持续投入。公司土地资产规模较大，但部分已抵押，流动性偏弱；此外，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。

从非流动资产来看，截至2018年末公司可供出售金融资产账面价值为3.44亿元，同比增长220.34%，主要是增加对广西华昇新材料有限公司（7,422.80万元）、广西北部湾银行股份有限公司（3,900万元）等的投资。截至2018年末，公司其他非流动资产账面价值为0.88亿元，较上年大幅减少，主要系大部分委托贷款已到期收回。

整体来看，公司资产主要由土地和在建项目投入构成，其中土地资产部分已抵押，资

产流动性偏弱。

## 盈利能力

### 2018 年公司营业收入大幅增长，工程建设业务收入来源仍有一定保障

2018年公司营业收入155,687.32万元，同比增长153.72%，主要系本年工程建设、镍铁合金原料及其产品销售收入大幅增长及新增土地收入所致。公司收入主要来自于镍铁合金原料及其产品销售和工程建设收入，两项业务收入分别占营业收入比重为60.86%和26.54%。从毛利率来看，2018年综合毛利率有所上升主要系本年镍铁合金原料及其产品销售毛利有所上升及新增土地收入毛利率较高所致。工程建设业务毛利率稳定，截至2018年末，公司在建及拟建项目规模较大，未来工程建设业务收入来源仍有一定保障。2018年公司扭亏为盈，实现营业利润0.35亿元。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	155,687.32	61,362.28
营业利润	3,464.52	-4,030.75
营业外收入	84.32	7,880.56
利润总额	3,307.95	3,821.55
综合毛利率	9.85%	5.94%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 2018年公司经营活动现金继续净流出；目前在建拟建项目资金需求大，仍面临较大的资金压力

2018年公司收现比为1.12，较上年略有下降，主业回款仍表现较好。公司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，2018年购买商品、接受劳务支付的现金持续大幅增加，使得经营活动现金净流出4.52亿元，经营活动现金整体表现较差。

公司2018年筹资活动现金流入主要是发行中票收到现金12.80亿元，但同时本年偿还债务支出现金为12.30亿元，同比大幅增加47.13%。2018年公司筹资活动现金净流入104.71万元。截至2018年末公司主要在建和拟建项目至少尚需投入资金159.11亿元，公司未来对外部筹资依赖程度仍较高。

表 8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

收现比	1.12	1.15
销售商品、提供劳务收到的现金	174,949.29	70,591.93
收到的其他与经营活动有关的现金	50.00	7,785.51
经营活动现金流入小计	174,999.29	78,377.44
购买商品、接受劳务支付的现金	216,245.25	102,901.45
支付的其他与经营活动有关的现金	1,012.19	1,068.69
经营活动现金流出小计	220,225.62	106,393.29
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-45,226.33</b>	<b>-28,015.85</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-422.85</b>	<b>-54,355.28</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>104.71</b>	<b>54,619.38</b>
现金及现金等价物净增加额	-45,544.46	-27,751.76

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 有息债务规模持续增加，公司仍面临较大的偿债压力

2018年公司融资规模持续增长，年末负债总额为88.51亿元，同比增长12.39%，主要系新增发行债券。截至2018年末公司所有者权益为67.26亿元，同比变化不大。2018年末公司产权比率上升至131.60%，所有者权益对负债的覆盖程度进一步下滑。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	885,060.31	787,517.92
所有者权益	672,551.44	670,130.03
产权比率	131.60%	117.52%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。截至 2018 年末公司其他应付款账面价值为 26.56 亿元，同比增长 16.53%，主要系与政府部门和相关单位的往来款。

截至 2018 年末公司长期借款账面价值为 11.50 亿元，同比减少 34.48%，主要系本年偿还部分抵押和信用借款。公司长期借款中抵押借款 3.00 亿元，抵押物为公司自有土地资产。应付债券主要包括本期债券和 2018 年发行 6 亿元“18 港工 PPN001”，2018 年末债券余额分别为 6.40 亿元和 6.00 亿元，期限分别为 7 年和 5 年，票面利率分别为 8.09% 和 6.99%。截至 2018 年末公司长期应付款账面价值为 25.47 亿元，同比增长 67.43%，主要包括应付防城港市城市建设投资有限责任公司 21.83 亿元、应付广西投资集团有限公司 3.64 亿元，均为有息债务。

**表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	265,602.60	30.01%	227,927.91	28.94%
<b>流动负债合计</b>	<b>292,773.16</b>	<b>33.08%</b>	<b>252,492.53</b>	<b>32.06%</b>
长期借款	115,000.00	12.99%	175,525.87	22.29%
应付债券	222,582.63	25.15%	207,377.22	26.33%
长期应付款	254,704.52	28.78%	152,122.30	19.32%
<b>非流动负债合计</b>	<b>592,287.15</b>	<b>66.92%</b>	<b>535,025.39</b>	<b>67.94%</b>
<b>负债合计</b>	<b>885,060.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>787,517.92</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	592,287.15	66.92%	535,025.39	67.94%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 59.23 亿元，同比增长 10.70%，占期末负债总额比重为 66.92%，有息债务规模持续增加。从偿还期限分布来看，2019 年、2020 年及 2021 年，公司分别需要偿还 12.52 亿元、11.49 亿元及 17.11 亿元。

**表 11 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	86,246.70	92,446.70	156,717.70	256,875.9
利息	38,969.33	22,405.83	14,364.65	20,550.07
本息和	125,216.03	114,852.53	171,082.35	277,425.97

资料来源：公司提供

2018 年末公司资产负债率 56.82%，较上年增长 2.79 个百分点，流动比率表现尚可，速动比率表现较差，考虑到流动资产以存货为主，实际变现能力较差，短期偿债能力实际偏弱。2018 年公司 EBITDA 较上年有所下降，利息支出有所下降，EBITDA 利息保障倍数上升至 1.14，但有息债务与 EBITDA 之比持续上升，仍面临较大的偿债压力。

**表 12 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	56.82%	54.03%
流动比率	5.17	5.48
速动比率	0.49	0.73
EBITDA（万元）	10,530.81	13,361.22
EBITDA 利息保障倍数	1.14	0.38
有息债务/EBITDA	56.24	40.04

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

## （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计为6.00亿元，占同期末净资产的8.92%，全部为对防城港市城市建设投资有限责任公司的担保，其股东为防城港市人民政府国有资产监督管理委员会，仍存在一定的代偿风险。

**表 13 截至 2018 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	2017.10.30-2022.10.30	保证担保
<b>合计</b>	<b>60,000.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

2018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，工程建设项目在建及拟建项目计划总投资额共202.73亿元，其中已签订代建协议的部分计划投资额149.87亿元，代建业务持续性较好；同时中证鹏元关注到，2018年公司资产主要由土地和在建项目投入构成，部分土地已抵押，应收款项回收时间不确定对公司资金形成一定占用，整体资产流动性偏弱；公司主要在建和拟建项目后续至少还需投入资金159.11亿元，所需资金规模较大，且公司经营活动现金持续净流出4.52亿元，经营活动现金整体表现较差，面临较大的资金压力；公司有息债务持续增加，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，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	86,381.86	131,926.32	159,678.08
存货	1,370,860.52	1,197,740.83	1,140,250.10
资产总计	1,557,611.75	1,457,647.94	1,445,455.38
其他应付款	265,602.60	227,927.91	261,504.30
长期借款	115,000.00	175,525.87	59,689.03
应付债券	222,582.63	207,377.22	238,778.88
长期应付款	254,704.52	152,122.30	137,719.07
负债合计	885,060.31	787,517.92	727,166.98
有息债务	592,287.15	535,025.39	436,186.98
所有者权益	672,551.44	670,130.03	718,288.40
营业收入	155,687.32	61,362.28	40,068.88
营业利润	3,464.52	-4,030.75	-3,732.07
营业外收入	84.32	7,880.56	15,298.63
利润总额	3,307.95	3,821.55	11,361.05
经营活动产生的现金流量净额	-45,226.33	-28,015.85	2,720.42
投资活动产生的现金流量净额	-422.85	-54,355.28	-57,817.58
筹资活动产生的现金流量净额	104.71	54,619.38	18,314.80
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	9.85%	5.94%	9.16%
收现比	1.12	1.15	1.12
产权比率	131.60%	117.52%	101.24%
资产负债率	56.82%	54.03%	50.31%
流动比率	5.17	5.48	4.72
速动比率	0.49	0.73	0.81
EBITDA（万元）	10,530.81	13,361.22	19,458.57
EBITDA利息保障倍数	1.14	0.38	0.72
有息债务/EBITDA	56.24	40.04	22.42

资料来源：公司 2017 及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款

## 附录三 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。