

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 2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【407】号 01

债券简称：
14 防城港债/PR 防城港

债券剩余规模：
3.20 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：
陈勇阳 张涛

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2014 年防城港市港工基础设施建设开发投资有限 责任公司债券 2020 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	2020 年 6 月 28 日	2019 年 6 月 27 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（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 2020 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防城港市经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，业务来源较有保障；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，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：

- 防城港市经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。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。近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。2019 年，防城港市实现地区生产总值 701.23 亿元，较上年增长 5.4%，经济持续增长为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司未来业务来源较有保障。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。截至 2019 年末，公司在建及拟建项目计划总投资 137.83 亿元，业务来源较有保障。

¹ 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。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由土地和在建项目投入构成，截至 2019 年末存货账面价值为 140.36 亿元，占总资产比重为 88.27%，其中价值 14.07 亿元的土地已抵押，2019 年公司其他应收款账面价值为 3.82 亿元，占总资产比重的 2.40%，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱。
- **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 2019 年末，公司主要在建和拟建项目后续投资资金需求量大，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 2019 年末，公司有息债务为 53.36 亿元，占总负债的 58.32%，有息债务规模较大，且其中应于 2020 年偿付的有息债务合计 7.87 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.30，存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 8.70 亿元，占同期末净资产的 12.88%，担保对象为国有企业，未采取反担保措施，仍存在一定的代偿风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,590,186.73	1,557,611.75	1,457,647.94
所有者权益总额	675,253.16	672,551.44	670,130.03
有息债务	533,602.75	592,287.15	535,025.39
资产负债率	57.54%	56.82%	54.03%
现金短期债务比	0.73	0.49	-
营业收入	157,482.36	155,687.32	61,362.28
利润总额	2,399.37	3,307.95	3,821.55
综合毛利率	7.50%	9.85%	5.94%
EBITDA	9,653.28	10,530.81	13,361.22
EBITDA 利息保障倍数	0.30	1.14	1.41
经营活动现金流净额	8,210.58	-45,226.33	-28,015.85
收现比	0.92	1.12	1.15

资料来源：公司 2017-2019 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日发行7年期16亿元公司债券，募集资金原计划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2020年5月13日，本期债券募集资金专项账户余额为1,615.26元。

二、发行主体概况

跟踪期内，根据防城港市人民政府下发的《关于同意对防城港市港发控股集团有限公司增资的批复》（防国资发[2020]7号），为加强集团公司实力，防港城市国有资产监督管理委员会将公司注册资本于2020年4月1日由0.8亿元增资至6亿元。实收资本由0.8亿元增资至3.6亿元。公司控股股东及实际控制人及经营范围均未发生变动，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。

根据公司发布的《防城港市港发控股集团有限公司关于董事长涉嫌重大违法违纪被调查的公告》公司原党委书记、董事长徐钦帮涉嫌重大违法违纪被调查。根据防城港市纪检监察网站信息，经防城港市纪委监委会议、监委委务会议审议并报防城港市委批准，决定给予徐钦帮开除党籍、开除公职处分。2020年1月14日，根据《防城港市港发控股集团有限公司股东决定》，免去徐钦帮公司董事、董事长职务；免去赵华文公司法定代表人职务；委任叶吉富为公司董事、董事长兼公司法定代表人。公司董事会成员变更为叶吉富、赵华文、陆世斌、梁耀添、韩春丽。

2019年公司合并报表范围无变化。2019年末公司纳入合并范围内的子公司为9家（明细见附录二）。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战

战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成

实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019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

2019年防城港市地区生产总值为701.23亿元，同比增长5.4%，经济保持平稳增长。分产业看，第一产业增加值109.42亿元，增长5.1%；第二产业增加值330.83亿元，增长5.9%；第三产业增加值260.98亿元，增长4.8%。第二产业和第三产业仍是防城港市经济的重要组成部分，且近年来防城港市第二产业增速较快，是防城港市经济增长的主要动力。2019年三次产业对经济增长的贡献率分别为14.3%、52.6%、33.1%。

工业方面，2019年防城港市规模以上工业增加值同比增长5.4%，分轻重工业看，重工业增加值增长11.7%，轻工业增加值下降11.7%。从重点行业看，黑色金属冶炼和压延加工业、电力热力生产和供应业增加值分别增长25.1%、19.7%，农副食品加工品业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业增加值分别下降50.1%、4.1%、25.0%。

2019年防城港市固定资产投资同比增长8.0%，其中制造业投资增长61.7%；分产业看，第一产业投资下降71.6%；第二产业投资增长19.5%；第三产业投资增长0.9%。防城港市房地产开发投资增速由2018年的下降0.9%转为2019年增长50.90%，未来房地产销售或将有

所回暖。

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。2019年全年港口货物吞吐量完成10,141万吨，增长13.4%，其中集装箱吞吐量完成42.1万标准箱，增长34.9%，2019年全年全市进出口总额完成804.95亿元，增速由上年下降6.4%转为增长12.0%。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。

2019年防城港市社会消费品零售总额有所增长，全年全市社会消费品零售总额140.11亿元，同比增长3.8%。2019年防城港市存贷款保持快速发展，为区域内产业的发展提供了较好的金融支持。防城港市2019年人均GDP保持增长，但当地人均GDP/全国人均GDP的比值仍偏低，当地经济发展状况低于全国平均水平。

表 1 2018-2019 年防城港市主要经济指标及增长速度（单位:亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	701.23	5.4%	-	7.4%
第一产业增加值	109.42	5.1%	-	6%
第二产业增加值	330.83	5.9%	-	7.2%
第三产业增加值	260.98	4.8%	-	8.2%
工业增加值	-	5.4%	-	8.5%
固定资产投资	-	8.0%	-	-
社会消费品零售总额	140.11	3.8%	134.94	8.8%
进出口总额	804.95	12.0%	721.00	6.4%
存款余额	779.23	10.4%	-	-
贷款余额	716.13	11.5%	-	-
当地人均 GDP（元）	36,385.00	6.0%	-	6.0%
当地人均 GDP/全国人均 GDP		51.32%		-

注：“-”标注表示未公开披露数据。

资料来源：2018 年防城港市国民经济和社会发展统计公报及 2019 年数据采集自防城港市统计局公开数据，中证鹏元整理。

2019 年防城港市实现公共财政预算收入 47.41 亿元，同比增长 7.8%，其中税收收入 32.59 亿元，占公共财政预算收入比重为 68.74%。2019 年防城港市全市实现政府性基金收入 46.6 亿元。同期防城港市公共财政预算支出为 139.75 亿元，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 33.92%。

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。2019年公司实现营业收入15.75亿元，主要来自于镍铁合金原料及其产品销售和土地收入，两项业务收入分别占营业收入比重为51.96%和42.74%。

受项目进展的影响，公司2019年未确认工程建设收入；2019年镍铁合金市场价格承压走跌，行情较差。公司减少对镍铁合金原材料的采购及压缩镍铁合金的销售规模，镍铁合金原料及其产品销售收入较上年有所下降。公司土地收入大幅增加，主要系销售地块的面积较上年大幅增加。公司其他业务收入主要系出租土地所产生的租金收入及委托贷款业务产生的利息收入。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
镍铁合金原料及其产品销售	81,828.57	1.39%	94,747.00	2.55%
工程建设	0.00	0.00%	41,312.00	9.09%
土地收入	67,302.96	9.17%	13,033.00	33.81%
销售管材及配件	4,341.86	11.1%	1,915.00	6.27%
其他	4,008.97	99.96%	4,680.32	99.10%
合计	157,482.36	7.50%	155,687.32	9.85%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

受项目进展的影响，2019年政府未对公司的工程项目进行回购，未确认工程建设收入；目前公司在建及拟建项目较多，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。

公司工程建设业务的运作模式分为三种，包括委托代建模式、PPP模式和财政拨款建设模式。委托代建模式主要为公司接受当地政府委托，负责防城港市企沙工业园区、西南临港工业区、港口区、防城区以及上思县等地的基础设施及配套设施的开发和建设。针对承建项目与防城港市政府授权当地财政局签订《投资建设与转让收购协议书》，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%，且收购款中不包括政府为项目拨付的财政性补贴资金。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%。政府承诺代建项目回款在实际交付日后1年内支付完毕。收入确认方面，公司一般在项目竣工结算后一次性确认收入。除市政工程外，公司还承接了部分安置房建设项目。受项目进展的影响，2019年政府未对公司的工程项目进行回购，无工程建设收入。

PPP模式主要系根据公司与防城港市交通局、广西路桥工程集团有限公司(以下简称

“广西路桥”)签定的《广西滨海公路企沙至茅岭段工程 PPP 项目合同》，防城港市交通局授权广西路桥(社会资本方)和公司(政府出资方)共同成立广西企茅公路建设有限公司(以下简称“项目公司”)进行项目建设，项目公司注册资本 1 亿元，其中公司出资0.2 亿元，享有项目公司 20%股权，广西路桥出资0.8亿元，享有项目公司80%股权，均以货币资金出资。项目公司作为该项目的实施主体，在合作期限(项目合作期限为13年，包括建设期3年和运营期10年)内按照相关要求投资、建设、运营、维护项目设施，在合作期满并获得相应运营补贴后将全部项目设施移交给防城港市交通局。

财政拨款建设主要系根据公司接受防城港市教育局委托，对防城港市9所中小学进行建设。公司根据具体承建项目与防城港市教育局签订委托代建协议书，按财政局每年的拨款情况进行项目建设。

目前公司在建和拟建项目规模大，未来收入较有保障。截至2019年末，公司在建的委托代建模式项目主要包括公车物流园文昌大道东延长线、榕木江大街西段和葛坪路、公车物流园玉石滩大道等；在建的PPP模式项目为广西滨海公路企沙至茅岭段，以财政拨款模式建设的在建项目主要包括防城港市第十一中学、防城港市第十二中学在内的9所中小学。目前公司在建及拟建项目计划总投资额共137.83亿元，工程建设业务收入较有保障，但资金需求量大，存在较大的资金压力。

表3 截至2019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	运作模式
在建项目	-	-	-
广西滨海公路企沙至茅岭段	223,000.00	210,530.00	PPP
公车物流园文昌大道东延长线	54,963.00	60,420.00	委托代建
榕木江大街西段和葛坪路	58,148.00	58,300.00	委托代建
公车物流园玉石滩大道	44,886.00	49,360.00	委托代建
防城港市第十一中学	13,591.00	13,560.00	财政拨款
防城港市第十二中学	11,606.00	11,710.00	财政拨款
中电广西防城港电厂新灰场	10,645.00	10,620.00	委托代建
防城港市第九中学	9,377.00	9,360.00	财政拨款
防城港市第十中学	9,231.00	9,230.00	财政拨款
东湾园区 3 号箱涵	5,625.00	6,185.00	委托代建
东湾物流园加工港区 14 号工程	4,393.00	4,830.00	委托代建
公车至华祖园公路工程	5,386.00	3,240.00	委托代建
防城港市第十小学	4,484.00	2,970.00	财政拨款
云约江大道维修工程	2,858.00	2,500.00	委托代建
防城港市第七小学	4,392.00	1,700.00	财政拨款

防城港市市第九小学	4,731.00	1,500.00	财政拨款
防城港企沙港区潭油作业区进港航道一期	53,995.00	1,000.00	委托代建
东湾物流园港区 1 号路北段工程	1,000.00	450	委托代建
东湾物流加工园港区 12 号路及 13 号路延长线工程	1,500.00	100	委托代建
防城港市市第八小学	4,360.00	0	财政拨款
洲尾路西段	2,697.00	0	委托代建
合计	530,868.00	457,565.00	-
拟建项目	-	-	-
防城港市企沙渔港经济区五个边贸码头改造工程	183,495.85	-	-
防城港市茅岭至皇城坳铁路支线	115,600.00	-	-
防城港经开区翠竹产业园标准厂房	100,000.00	-	-
防城港大龙二级渔港工程	71,000.00	-	-
上思县耕地提质改造（旱改水）项目	65,000.00	-	-
防城港企沙中心渔港锚泊区疏浚工程	57,000.00	-	-
防城港潭油作业区铁路支线	56,600.00	-	-
防城港企沙南作业区铁路	54,000.00	-	-
防城港市企沙中心渔港东部万吨级远洋渔业码头工程	46,000.00	-	-
防城港云约江作业区铁路	42,700.00	-	-
防城港企沙中心渔港配套进港航道工程	33,000.00	-	-
防城港市企沙中心渔港德诚渔业码头改造工程	23,000.00	-	-
合计	847,395.85	-	-
总计	1,378,263.85	457,565.00	-

注：广西滨海公路企沙至茅岭段项目，公司在项目公司成立之前对该项目已投资 1.77 亿元，项目公司成立后，由公司缴纳项目公司 20% 资本金，项目公司按 PPP 项目协议约定对项目进行融资。2、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

公司土地销售收入规模较大，但近年该业务毛利率波动较大，土地销售规模及价格受政府规划影响较大，未来收益存在不确定性。

土地销售收入主要系公司为向当地政府申请收回账面土地所产生的收入。公司根据当年销售给政府的土地亩数和每亩固定单价来确认土地销售收入，并结转之前年度土地购买成本。2019年公司土地销售收入为6.73亿元，主要系公司销售其坐落在金花茶大道东侧的地块、港口区大西南临港工业园的三个地块及企沙工业区地块，地块面积合计326.93万平方米，用途为城镇住宅及工业用地，使用权类型均为出让。公司账面土地资产规模较大，

土地销售收入可对公司营业收入形成一定支撑，但土地销售规模及价格受政府规划影响较大，未来收益存在不确定性。

表4 2019年公司土地销售业务明细（单位：亩、万元/亩、万元）

土地名称	面积	每亩固定单价	销售收入	土地成本	用途
金花茶大道东侧地块（防港国用（2013）第 0521 号）	35.1	250	8,775.00	4,602.16	城镇住宅
港口区大西南临港工业园地块（未办妥产权证）	126.98	16.31	2,070.88	1,442.19	三类工业用地
港口区大西南临港工业园地块（桂（2017）防城港市不动产权第 0010611 号）	16.16	16.31	263.55	181.01	三类工业用地
港口区大西南临港工业园地块（桂（2017）防城港市不动产权第 0010610 号）	20.48	16.31	334.00	229.39	三类工业用地
企沙工业区地块（未办妥产权证）	4,705.20	11.87	55,859.53	54,672.41	工业用地
合计	4,903.92	-	67,302.96	61,127.16	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司镍铁合金原料及其产品销售业务是营业收入的重要组成部分，2019年镍铁合金市场行情走跌，该业务毛利率有所下降

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（以下简称“港宏工贸”）负责。2019年公司实现镍铁合金原料及其产品销售业务收入8.18亿元，占营业收入比重的51.96%，毛利率为1.39%，较上年有所下降。

镍铁合金原料及其产品业务模式为港宏工贸进口红土镍矿、烟煤、兰炭等主要原材料，委托广西金源镍业有限公司进行加工生产镍铁合金及其制成品。港宏工贸通过销售镍铁合金获取收入和利润。

2019年镍铁合金市场价格承压走跌，行情较差。公司减少对镍铁合金原材料的采购及压缩镍铁合金的销售规模。2019年公司共计采购红土镍矿60.57万吨、烟煤及兰炭11.61万吨，共计镍铁合金产量9.23万吨，金属产量1万吨。

表5 2019年公司镍铁合金原料采购情况（单位：元/吨、万吨）

采购产品	单价	数量
红土镍矿	621.07	60.57
烟煤	976.16	7.89
兰炭	1,462.22	3.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司镍铁合金原料及其产品销售业务前三大供应商分别为德阳市国投国际经贸有限公司、师宗盈凯工贸有限公司及广东云资本实业投资有限公司，2019年采购额占当期总采购额的比重达44.80%；2019年镍铁销售量108,418.68吨，同比下降了14.03%，镍铁合金原料及其产品销售业务前三大客户分别为曲靖乐畅贸易有限公司、曲靖舟盟贸易有限公司及德阳市国投国际经贸有限公司，2019年销售额占当期总销售额的比重达99.97%，下游客户集中度很高，公司对下游的议价能力较弱。

表6 2019年公司镍铁合金原料及其产品销售业务主要供应商和客户情况（单位：万元）

供应商名称	2019年采购额	占当期总采购额的比重
德阳市国投国际经贸有限公司	27,881.22	34.55%
师宗盈凯工贸有限公司	4,599.36	5.70%
广东云资本实业投资有限公司	3,671.24	4.55%
合计	36,151.83	44.80%
客户名称	2019年销售额	占当期总销售额的比重
曲靖乐畅贸易有限公司	75,935.51	92.80%
曲靖舟盟贸易有限公司	4,091.70	5.00%
德阳市国投国际经贸有限公司	1,776.82	2.17%
合计	81,804.03	99.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。

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，存在一定程度的资金占用，部分土地已抵押，整体资产流动性较弱，委托贷款业务出现逾期情况，整体风险较大，需关注后续回收情况

受益于在建工程项目持续投入，2019年公司资产规模持续增长至159.02亿元，其中流动资产占比97.34%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,463.99	3.87%	86,381.86	5.55%
应收账款	30,358.78	1.91%	1,274.64	0.08%
其他应收款	38,214.68	2.40%	41,860.66	2.69%
存货	1,403,622.26	88.27%	1,370,860.52	88.01%
流动资产合计	1,547,929.11	97.34%	1,513,075.62	97.14%
可供出售金融资产	36,808.30	2.31%	34,416.58	2.21%
其他非流动资产	3,469.92	0.22%	8,776.00	0.56%
非流动资产合计	42,257.62	2.66%	44,536.13	2.86%
资产总计	1,590,186.73	100.00%	1,557,611.75	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末公司货币资金账面价值为6.15亿元，同比减少28.85%，主要系本年偿还债务支出资金较多所致，其中银行承兑汇票保证金为0.09亿元，使用受限。2019年末公司应收账款为3.04亿元，同比上年大幅增长2,281.75%，主要系新增应收防城港市土地储备中心土地销售款项2.76亿元。账龄方面，公司应收账款账龄均在1年以下。公司其他应收款账面价值为3.82亿元，同比减少8.71%，其中主要包括应收防城港市征地拆迁办公室1.26亿元征拆费用、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”）1.00亿元往来款等，公司其他应收款余额前五大单位合计占其他应收款总额的74.84%，欠款方多为政府部门和国企，回收时间不确定。从账龄角度看，2019年末公司其他应收款账龄占比3年以上占比59.18%。公司其他应收款账龄较长，存在一定程度的营运资金占用。

存货是公司资产中最主要的构成，截至2019年末公司存货账面价值为140.36亿元，同比增长2.39%，主要包括土地64.49亿元、开发产品73.62亿元。其中价值14.07亿元的土地已抵押，占土地资产总价值的比重为18.00%；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。

2019年末公司可供出售金融资产余额为3.68亿元，同比增长6.95%，主要包括对广西华昇新材料有限公司（1.74亿元）、广西北部湾银行股份有限公司（以下简称“北部湾银行”）（0.78亿元）等的投资。

2019年末其他非流动资产账面价值为0.34亿元，系公司发放的委托贷款。截至2019年末委托贷款余额为0.59亿元，为广西金滩管业科技有限公司的3笔委托贷款，均已逾期。公司对委托贷款计提坏账准备0.24亿元。公司委贷业务出现逾期情况，且借款企业为民营企业，整体风险较大，需关注后续回收情况。

整体来看，2019 年公司资产规模整体有所增长，资产主要由土地和在建项目投入构成，其中土地资产短期存在变现难度且部分已抵押，项目投入结转受政府结算安排影响不确定且回款较差；应收帐款帐龄较长，对公司营运资金存在一定程度的占用，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入小幅增长，营业外收入较大程度改善盈利水平

2019年公司营业收入15.75亿元，较去年小幅增长。主要系公司土地收入和销售管材及配件收入大幅增加及工程建设收入大幅减少所致。2019年公司收入主要来自于镍铁合金原料及其产品销售和土地收入，两项业务收入分别占营业收入比重为51.96%和42.74%。受代建项目进展的影响，2019年公司未确认回购收入；从毛利率来看，2019年综合毛利率有所下降，主要系本年土地收入的毛利率下降较多。截至2019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。

公司投资收益主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益。2019年公司实现投资收益0.18亿元，较上年大幅增长。公司可供出售金融资产在持有期间产生的投资收益主要系公司新增投资广西北部湾（防城港）产业投资基金0.16亿元。2019年公司计提资产减值损失0.12亿元，主要系对广西金滩管业科技有限公司发放的3笔合计0.59亿元的委托贷款计提的资产减值损失。

2019年公司子公司防城港市港口区城市建设投资有限责任公司获得政府支付的代建管理费967.22万元，计入当期营业外收入，占当期利润总额的40.31%，较大程度改善了公司的盈利水平。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	157,482.36	155,687.32
投资收益	1,778.18	414.43
资产减值损失	1,194.00	1,549.58
营业利润	1,478.74	3,464.52
营业外收入	972.85	84.32
利润总额	2,399.37	3,307.95
综合毛利率	7.50%	9.85%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流有所改善，目前在建拟建项目资金需求大，仍有较大融资需求

2019年公司收现比为0.92，较上年略有下降，主业回款仍表现较好。2019年镍铁合金市场价格承压走跌，行情较差。公司减少对镍铁合金原材料的采购，2019年公司接受劳务支付的现金较上年大幅下降，公司经营活动现金流由负转正。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金净流出0.72亿元，主要系投资支付的现金增加所致。公司2019年投资支付的现金1.45亿元主要包括投资北部湾银行股权0.39亿元及公司投资广西新思考智慧教育投资中心（有限合伙）基金0.25亿元等。

2019年公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款，偿还债务及偿付利息所支付的现金规模较大。2019年公司筹资活动现金大幅净流出2.68亿元。截至2019年末，公司主要在建项目及拟建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.92	1.12
销售商品、提供劳务收到的现金	144,627.95	174,949.29
收到的其他与经营活动有关的现金	967.22	50.00
经营活动现金流入小计	145,595.17	174,999.29
购买商品、接受劳务支付的现金	133,748.68	216,245.25
支付的其他与经营活动有关的现金	1,398.07	1,012.19
经营活动现金流出小计	137,384.58	220,225.62
经营活动产生的现金流量净额	8,210.58	-45,226.33
投资活动产生的现金流量净额	-7,207.19	-422.85
筹资活动产生的现金流量净额	-26,844.73	104.71
现金及现金等价物净增加额	-25,841.33	-45,544.46

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息债务规模较大，公司仍面临较大的偿债压力

2019年公司融资规模持续增长，年末负债总额为91.49亿元，同比增长3.38%，主要系新增银行借款6.64亿元。截至2019年末公司所有者权益为67.53亿元，同比变化不大。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	914,933.56	885,060.31
所有者权益	675,253.16	672,551.44

产权比率	135.49%	131.60%
------	---------	---------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末公司其他应付款账面价值为 28.21 亿元，较上年小幅增长，主要系工程保证金及单位借款等，其中单位借款均为无息借款。2019 年底一年内到期的非流动负债 7.79 亿元，主要系一年内到期的应付债券 6.20 亿元。本期债券于 2020 年 4 月 16 日已偿还发行总额 20% 的本金及利息。

截至 2019 年末公司长期借款账面价值为 10.80 亿元，同比减少 6.09%，主要系部分抵押和信用借款一年内到期。公司长期借款中抵押借款 6.5 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 年发行 6.8 亿元“18 港工 PPN002”，2019 年末债券余额分别为 6.40 亿元、5.97 亿元和 6.74 亿元，期限分别为 7 年、5 年及 5 年。截至 2019 年末公司长期应付款账面价值为 29.20 亿元，同比增长 14.63%，主要包括应付防城港市城市建设投资有限责任公司 28.18 亿元、应付广西投资集团有限公司 1.02 亿元的借款。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	282,048.72	30.83%	275,225.35	31.10%
一年内到期的非流动负债	77,900.00	8.51%	0.00	0.00%
流动负债合计	385,892.45	42.18%	292,773.16	33.08%
长期借款	108,000.00	11.80%	115,000.00	12.99%
应付债券	129,070.69	14.11%	222,582.63	25.15%
长期应付款	291,970.42	31.91%	254,704.52	28.78%
非流动负债合计	529,041.11	57.82%	592,287.15	66.92%
负债合计	914,933.56	100.00%	885,060.31	100.00%
其中：有息债务	533,602.75	58.32%	592,287.15	66.92%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务规模为 53.36 亿元，同比下降 9.91%，占期末负债总额比重为 58.32%，有息债务规模有所收缩，但仍较大。从偿还期限分布来看，2020 年、2021 及 2022 年，公司分别需要偿还 7.87 亿元、7.14 亿元及 5.86 亿元。

表 12 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	78,709.18	71,355.18	58,571.61	324,966.78

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2019 年末资产负债率略有上升，2019 年底现金短期债务比为 0.73，短

期债务压力较大；公司EBITDA利息保障倍数为0.30，EBITDA对利息支出的保障程度较低，公司近年有息债务规模有所收缩，但仍较大。考虑到在建项目资金需求量较大，有息债务规模可能继续增长，公司面临较大的偿债压力。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	57.54%	56.82%
现金短期债务比	0.73	0.49
EBITDA 利息保障倍数	0.30	1.14
有息债务/EBITDA	55.28	56.24

资料来源：公司 2018-2019 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（2020年5月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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2019年末，公司对外担保金额合计为8.70亿元，占同期末净资产的12.88%，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，对外担保均无反担保措施，仍存在一定的代偿风险。

表 14 截至 2019 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保到期日	担保类型	被担保方企业性质	是否有反担保措施
防城港市城市建设投资有限责任公司	30,000.00	2022.06.09	保证担保	国企	否
防城港市城市建设投资有限责任公司	10,000.00	2022.09.15	保证担保	国企	否
防城港市城市建设投资有限责任公司	20,000.00	2022.10.30	保证担保	国企	否
防城港市城市建设投资有限责任公司	7,000.00	2024.06.14	保证担保	国企	否
防城港市城市建设投资有限责任公司	20,000.00	2022.10.24	保证担保	国企	否

合计	87,000.00	-	-	-	-
----	-----------	---	---	---	---

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年防城港市经济保持增长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137.83亿元，业务来源较有保障；同时中证鹏元关注到，2019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，整体资产流动性较弱；公司主要在建和拟建项目后续至少还需投入资金93.19亿元，所需资金规模较大，且公司资产流动性较弱，面临较大资金压力。公司有息债务规模较大，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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	61,463.99	86,381.86	131,926.32
存货	1,403,622.26	1,370,860.52	1,197,740.83
资产总计	1,590,186.73	1,557,611.75	1,457,647.94
短期借款	5,000.00	0.00	0.00
其他应付款	282,048.72	275,225.35	236,808.13
一年内到期的非流动负债	77,900.00	0.00	0.00
长期借款	108,000.00	115,000.00	175,525.87
应付债券	129,070.69	222,582.63	207,377.22
长期应付款	291,970.42	254,704.52	152,122.30
负债合计	914,933.56	885,060.31	787,517.92
归属于母公司所有者权益合计	670,703.60	671,526.12	670,059.03
所有者权益合计	675,253.16	672,551.44	670,130.03
营业收入	157,482.36	155,687.32	61,362.28
营业利润	1,478.74	3,464.52	-4,030.75
净利润	2,037.81	2,479.98	2,608.35
经营活动产生的现金流量净额	8,210.58	-45,226.33	-28,015.85
投资活动产生的现金流量净额	-7,207.19	-422.85	-54,355.28
筹资活动产生的现金流量净额	-26,844.73	104.71	54,619.38
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	7.50%	9.85%	5.94%
收现比	0.92	1.12	1.15
产权比	135.49%	131.60%	117.52%
资产负债率	57.54%	56.82%	54.03%
现金短期债务比	0.73	0.49	-
EBITDA（万元）	9,653.28	10,530.81	13,361.22
EBITDA 利息保障倍数	0.30	1.14	1.41
有息债务/EBITDA	55.28	56.24	40.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

企业名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
防城港市港口区城市建设投资有限责任公司	1,051.07	93.75%	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	10,000.00	100.00%	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。
防城港港发建设投资有限公司	2,000.00	100.00%	对建筑业、房地产业的投资; 房地产开发经营; 各类工程建设活动; 建筑材料的销售。
防城港市港宏工贸有限公司	100.00	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
防城港晟港达投资有限责任公司	10,000.00	80.25%	对临港产业、高新技术产业、公共事业、交通运输业等产业的投资; 企业兼并、重组; 码头建设及经营; 塑料板、管、型材的制造、加工及销售; 货物进出口、技术进出口; 海洋渔业养殖网箱研发、生产、销售、安装。
防城港边海投资引导基金有限责任公司	50,000.00	100%	受托政府引导基金投资业务; 参与发起设立股权投资基金; 参与设立投资企业与投资管理顾问机构; 股权投资, 资产管理、咨询; 稳健型金融产品投资。
防城港市建筑设计院	60.90	100%	丙级建筑设计及市政工程设计
防城港市港口区光坡镇盐场	127.66	100%	海水养殖, 水产品、饲料购销
防城港湾盟码头运营有限公司	6,000.00	60.77%	对港口码头的投资及经营; 货物搬运、装卸; 仓储服务(除危险品); 货物运输代理。

注: 港宏工贸于 2017 年 3 月成立, 本公司持股比例为 40%, 为该公司第一大股东, 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, 本条款自港宏工贸公司成立至本反馈回复之日未发生变化, 因此公司实现对港宏工贸公司的控制, 将港宏工贸公司纳入合并报表范围。

资料来源: 公司 2019 年审计报告, 中证鹏元整理

附录三 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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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)
现金类资产	货币资金
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中付息部分

附录四 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。