

2014 年广西钦州临海工业投资有限责任公司

公司债券 2017 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： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【291】号 01

增信方式：

土地使用权抵押

债券剩余规模：7.20 亿

债券到期日期：2021 年
02 月 20 日

债券偿还方式：

每年付息一次，第 3-7
年末分别偿还 20%的本
金

分析师

姓名：
刘诗华 董斌

电话：
0755-8287 2863

邮箱：
liushh@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 年广西钦州临海工业投资有限责任公司公司债券 2017 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	2017 年 06 月 08 日	2016 年 08 月 23 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广西钦州临海工业投资有限责任公司（以下简称“临海工投”或“公司”）及其 2014 年 2 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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，评级展望为稳定。该评级结果是考虑到 2016 年度钦州市地方经济继续增长，经济增速有所加快；公司作为钦州港经济技术开发区重要的投融资平台继续得到了当地政府在资产注入和财政补贴等方面的大力支持；公司积极拓展业务板块，营业收入增长较快，经营结构实现多元化。同时我们也关注到，2016 钦州市地方综合财力对上级政府补助依赖程度增加，钦州港经济技术开发区地方综合财力下滑明显；公司使用权受限资产占比较大，资产流动性较弱；公司在建项目较多，未来面临较大的资金压力等风险因素。

正面：

- 钦州市经济规模继续增长，经济增速有所加快。2016 年钦州市实现地区生产总值 1,102.05 亿元，同比增长 9.0%，增速较上年上升 0.6 个百分点，经济实力稳步上升。
- 地方政府支持力度较大。公司作为钦州市和钦州港经济技术开发区国有资产经营的主体，一直受到钦州市政府和钦州港经济技术开发区管理委员会的重点支持。2016 年公司获得政府拨付的基础设施项目建设资金及专项补助资金 3.69 亿元，计入公司资本公积；此外还获得财政补贴 1.00 亿元。
- 公司营业收入大幅增长，经营结构实现多元化。2016 年公司实现营业收入 7.29 亿

元，同比增长 120.60%，公司经营结构实现多元化，2016 年度主营业务新增贸易业务收入 1.25 亿元。

关注：

- **2016 年度钦州市地方综合财力对上级政府补助依赖程度增加，财政自给率偏低；钦州港经济技术开发区地方综合财力下滑明显。**2016 年钦州市上级补助收入占全市和本级综合财力比例分别为 63.37%和 53.12%，较 2015 年分别上升了 1.02 和 1.29 个百分点，地方综合财力对上级补助依赖较大。2016 年钦州市全市与本级财政自给率分别为 25.51%和 34.17%，财政自给率较低。2016 年受营改增及国有土地出让收入减少的影响，钦州港经济技术开发区地方综合财力为 15.24 亿元，同比下降 28.45%。
- **公司资产以土地使用权和开发成本为主，受限资产占比较大，资产流动性较弱。**截至 2016 年末，公司总资产规模为 160.55 亿元，其中存货占比 90.13%，主要是土地使用权和开发成本；存货中已经抵押的资产账面价值达到 35.25 亿元，占公司总资产的 21.95%，资产流动性较弱。
- **公司目前在建项目较多，未来面临较大的资金支出压力。**截至 2016 年末在建项目预计总投资 164.76 亿元，累计已投资金额为 85.63 亿元，尚需投入 79.13 亿元。
- **公司资产负债率持续上升，有息债务规模较大，短期偿债压力较大。**2016 年公司资产负债率为 63.76%，较 2015 年上升 3.45 个百分点。公司有息负债为 70.01 亿元，同比增加 7.06%，有息负债占负债总额的比例为 68.40%，公司面临较大偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，未来可能存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保规模为 8.80 亿元，占期末净资产的 15.12%，未来可能存在一定的或有负债风险。
- **跟踪期内抵押资产未按照约定进行评估。**根据监管协议，公司应聘请经债权人代理人认可的具备相应资质的资产评估机构在债券存续期内每年对抵押资产的价值进行跟踪评估，但在跟踪期内，公司未按约定对抵押资产进行跟踪评估。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,605,528.81	1,484,668.09	1,286,419.00
所有者权益（万元）	581,952.73	589,274.15	532,487.97

有息债务（万元）	700,098.43	653,904.32	689,542.98
资产负债率	63.76%	60.31%	58.61%
流动比率	7.19	5.74	19.85
营业收入（万元）	72,863.25	33,029.55	10,366.66
政府补助（万元）	10,046.25	19,337.56	8,033.29
利润总额（万元）	19,999.46	22,246.12	8,292.50
综合毛利率	16.71%	12.00%	14.76%
EBITDA（万元）	21,236.15	22,676.98	8,541.11
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.53	0.18
经营活动现金流净额（万元）	13,861.49	83,055.83	-78,104.07

资料来源：公司 2014-2016 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2月20日公开发行7年期9亿元公司债券，募集资金拟用于钦州市钦州港大榄坪三号路南段工程、钦州市钦州港大榄坪第八大街工程、钦州港鹿耳环大道工程、钦州市钦州港新区路网工程（二期）和补充营运资金。截至2016年12月31日，本期债券募集资金使用情况如表1所示：

表 1 截至 2016 年 12 月 31 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
钦州市钦州港大榄坪三号路南段工程	9,000.00	9,000.00
钦州市钦州港大榄坪第八大街工程	9,000.00	9,000.00
钦州港鹿耳环大道工程	2,000.00	2,000.00
钦州市钦州港新区路网工程（二期）	34,000.00	24,228.00
补充营运资金	36,000.00	36,000.00
合计	90,000.00	80,228.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2016年度，公司名称、注册资本、股权结构、控股股东均未发生变更。钦州港经济技术开发区国有资产经营管理中心和钦州市开发投资集团有限公司各持公司50%股权。公司业务仍以城市道路及基础设施建设、土地开发整理与运营为主，新增水泥、葡萄酒和钢筋销售等贸易业务板块及土地转让业务板块。2016年公司纳入合并范围内的主体共7家，其中新增2家，分别是广西钦州保税港区临海供应链有限公司及其子公司广西华川商贸有限公司，合并报表范围变化情况见表2。

表 2 2016 年度公司合并报表新增子公司情况（单位：万元）

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广西钦州保税港区临海供应链有限公司	100%	800.00	进出口贸易	设立
广西华川商贸有限公司	60%	500.00	货物贸易	设立

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额为160.55亿元，所有者权益为58.20亿元，资产负债率为63.76%；2016年度，公司实现营业收入7.29亿元，利润总额为2.00亿元，经营活动

现金流净额为1.39亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年钦州市经济规模继续保持增长，增速有所加快

2016年钦州市实现地区生产总值1,102.05亿元，同比增长9.0%，增速较上年上升0.6个百分点。从经济结构来看，三类产业增加值分别较上年增加4.0%、11.4%和9.4%，经济实力不断增强。2016年钦州市工业增加值为1,524.10亿元，同比增长11.7%，增速较快。2016年钦州市全社会固定资产投资达到950.89亿元，按可比价格计算，同比增长17.4%，钦州市经济发展对固定资产投资依赖较高。2016年钦州市消费品零售总额为373.60亿元，同比增长12.0%。对外贸易方面，受原油、成品油等大宗商品价格下跌影响，外贸企业进出口业务减少，2016年钦州市进出口总额为44.30亿美元，同比下降23.50%。2016年钦州市人均GDP为3.40万元，为全国人均GDP的62.89%。

表 3 钦州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,102.05	9.0%	944.42	8.4%
第一产业增加值	221.12	4.0%	205.18	4.1%
第二产业增加值	481.89	11.4%	381.75	8.5%
第三产业增加值	399.04	9.4%	357.49	11.2%
工业增加值	1,524.10	11.7%	1,373.90	5.9%
固定资产投资	950.89	17.4%	810.10	22.9%
社会消费品零售总额	373.60	12.0%	333.50	10.0%
进出口总额（亿美元）	44.30	-23.50%	58.27	9.2%
存款余额	912.54	10.9%	823.05	6.3%
贷款余额	600.57	8.1%	555.57	4.5%
人均GDP（元）	33,996.30		29,427.60	
人均GDP/全国人均GDP	62.98%		59.63%	

资料来源：2015 年钦州市国民经济和社会发展统计公报、2016 年钦州市经济运行基本情况和 2017 年钦州市政府工作报告，鹏元整理

2016年钦州市全市和市本级公共财政收入出现小幅下滑，地方综合财力对上级政府补助依赖增加，财政自给率偏低；钦州港经济技术开发区地方综合财力下滑明显

2016年钦州市全市和本级综合财力分别为190.06亿元和109.46亿元，分别出现小幅上涨及下滑。2016年钦州市全市和本级公共财政收入分别为49.15亿元和38.16亿元，较上年

分别小幅下降1.65%和1.19%，主要系受营改增等一系列结构性减税力度加大等因素所致。公共财政收入中，钦州市全市和本级税收收入占比分别为61.58%和61.66%，公共财政收入质量一般。上级政府补助收入仍然是钦州市综合财力的主要来源，2016年钦州市全市和本级上级补助收入占综合财力比例分别为63.37%和53.12%，占比较2015年有所上升，综合财力对上级补助依赖较大。2016年钦州市全市及本级政府性基金收入分别为20.10亿元和13.15亿元，较2015年小幅下降。

钦州市财政支出主要为公共财政预算支出，2016年钦州市全市和本级公共财政预算收入与公共财政预算支出的比例分别为25.51%和34.17%，财政自给率偏低。

表 4 2015-2016 年钦州市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	190.06	109.46	188.70	111.83
（一）公共财政收入	49.51	38.16	50.34	38.62
其中：税收收入	30.49	23.53	31.52	24.39
非税收收入	19.02	14.63	18.83	14.23
（二）上级补助收入	120.45	58.15	117.58	57.96
其中：返还性收入	5.56	3.46	5.64	3.74
一般性转移支付收入	69.24	28.26	64.18	23.59
专项转移支付	45.66	26.43	47.76	30.63
（三）政府性基金收入	20.10	13.15	20.78	15.25
财政支出	218.39	128.6	213.79	132.49
（一）公共财政支出	194.07	111.69	190.86	115.93
（二）政府性基金支出	24.32	16.91	22.93	16.56

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：钦州市财政局

2016年钦州港经济技术开发区(以下简称“钦州港经开区”)地方综合财力为152,445.00万元，相比2015年下降28.45%。2016年钦州港经开区实现公共财政收入127,771.00万元，税收收入占公共财政收入的比例为85.47%，占比有所上升，非税收收入较去年下降59.31%，主要系教育附加费入库到市本级财政所致。受营改增影响，2016年返还性收入基数减少，上级补助收入同比下降43.09%，对地方综合财力的贡献有所降低。政府性基金收入波动较大，2016年钦州港经开区实现政府性基金收入2,130.00万元，相比2015年下降91.45%，主要系本期土地出让收入减少所致。财政支出方面，2016年钦州港经开区公共财政支出有所增长，一般预算支出主要包括教育支出、社会保障和就业支出、住房保障支出和其他支出。总体来看，公共财政收入能够较好的覆盖公共财政支出，钦州港经开区财政自给率较好。

表 5 2015-2016 年钦州港经济开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	152,445.00	213,064.00
（一）公共财政收入	127,771.00	148,534.00
其中：税收收入	109,208.00	102,917.00
非税收收入	18,563.00	45,617.00
（二）上级补助收入	22,544.00	39,611.00
其中：返还性收入	-9,345.00	3,115.00
一般性转移支付收入	11,913.00	11,306.00
专项转移支付	19,985.00	25,190.00
（三）政府性基金收入	2,130.00	24,919.00
财政支出	116,427.00	87,238.00
（一）公共财政支出	107,061.00	71,468.00
（二）政府性基金支出	9,366.00	15,770.00
财政自给率	119.34%	207.83%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：钦州港经济技术开发区财政局

四、经营与竞争

2016年公司实现营业收入7.29亿元，较2015年上升120.60%，主要来源于项目转让收入，2016年公司实现项目转让收入5.17亿元，同比增长72.22%。2016年公司将广西钦州保税港区临海供应链有限公司（以下简称“供应链公司”）纳入合并范围，同时通过供应链公司持有广西华川商贸有限公司（以下简称“华川商贸公司”）60%的股权，2016年新增贸易收入1.25亿元，主要为华川商贸公司的水泥销售收入。公司商品砼销售收入为0.45亿元，同比增长61.27%，但整体规模不大。2016年公司将填海形成的277.47亩土地通过协议转让的方式转给江阴澄星实业集团有限公司（以下简称“澄星公司”），实现土地转让收入0.36亿元。此外，公司开展船舶代理、租赁及检测等业务，对收入形成一定补充。

2016年公司综合毛利率为16.71%，较2015年上升4.71个百分点。其中，公司项目转让业务当期结转工程成本下降，导致毛利率水平大幅提升。同时，本期增加贸易业务，主要为水泥生产与销售，毛利率水平一般。公司其他主营业务毛利率波动较大，但收入规模不大，对综合毛利率的影响较小。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目转让收入	51,700.15	19.33%	30,000.00	10.00%

贸易收入	12,467.20	7.31%	-	-
商品砼	4,361.90	30.76%	2,704.78	27.29%
土地转让收入	3,612.01	-5.92%	-	-
代理费收入	320.82	18.32%	41.94	65.59%
租赁收入	259.29	19.43%	169.99	50.76%
检测费收入	141.89	23.06%	111.23	98.72%
合计	72,863.25	16.71%	33,029.55	12.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016年度公司项目转让收入大幅增长，未来该收入规模受当地政府政策影响较大

为加强公司的持续运营能力，钦州港经济技术开发区管理委员会（以下简称“管委会”）就钦州港大榄坪石化物流项目4,400亩海域吹填工程、钦州石化产业园区一期3平方公里吹填工程共2个项目与公司于2012年签订了《项目回购协议》，上述项目预计总建设资金为19.72 亿元，管委会同意以28.55亿元对项目进行回购（回购资金支付计划见表7）。

2016年公司实现项目转让收入5.17亿元，增长幅度较大，系上述项目的政府回购收入，同时，由于本期结转钦州石化产业园区一期3平方公里吹填工程建安成本减少，项目转让业务的毛利率有所上升。2014年开始，公司项目转让收入由按照回购计划确认改为按照实际工程量确认，项目实际回购具有一定的不确定性，未来该项业务的收入规模受政府政策影响较大。

截至2016年末，该项目累计完成回购19.36亿元，未来仍待回购金额为9.19亿元，该项目可持续性较好。但是，我们关注到，除上述两个项目外，公司目前已完工未结算项目与在建项目均未与政府签订委托代建合同及项目回购合同，项目转让收入的稳定性存在一定的不确定性。截至2016年末公司已完工未结算项目和在建项目预计总投资1,647,586.37万元，累计已投资金额为856,325.00万元，尚需投入791,261.37万元，随着项目建设的推进，公司将面临较大的资金压力。

表7 《项目回购协议》收入确认情况（单位：亿元）

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	合计
计划回购资金	7.55	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.95	28.50
实际回购资金	7.39	3.00	0.80	3.00	5.17	-	-	-	

资料来源：公司提供

2016年公司新增贸易等收入，有助于经营结构的多元化

2016年公司不断拓展经营性业务，新增贸易等业务，实现贸易收入1.25亿元，主要为新增子公司华川商贸公司的水泥销售收入。截至2016年末，华川商贸公司已经与台泥（贵

港）水泥有限公司、台泥（英德）水泥有限公司、华润水泥投资有限责任公司和广东清远广英水泥有限公司4公司签订了代理合同，下游销售合作客户20家，合作搅拌站6家，水泥平均月销售量达到7万吨。贸易业务在丰富公司业务结构的同时也增加了公司的收入。2016年公司子公司钦州临海混凝土有限公司超额完成年初计划目标，公司实现商品砼销售收入4,361.90万元，同比增长71.90%。

根据2012年钦州市人民政府与澄星公司签订的《澄星钦州港磷化工业产业园区投资合同书》，规划澄星公司钦州磷化工业产业园区项目用地共计约1,050.00亩，其中一期无机磷化工区用地面积300亩，由公司负责海域吹填。2016年一期化工用地海域吹填竣工，公司将填海形成的277.47亩土地通过协议转让的方式转给澄星公司，约定土地价格为13.50万元/亩（含各种办证税费），由钦州市人民政府承担所有税费并通过财政或其他方式对公司转让中的亏损部分进行补偿。

2016年公司租赁收入与检测费收入实现小幅增长，但规模不大，对营业收入形成一定补充。

当地政府在资产注入和财政补贴方面给予公司支持力度较大

公司作为钦州市和钦州港经济技术开发区国有资产经营的主体，一直受到钦州市政府和钦州港管委会的重点支持。公司2016年共获得项目建设资金36,923.79万元，较好地支持了项目的开展，同时提升了公司资本实力。此外，公司目前负责的城市基础设施建设项目具有较强的公益性特点，上级政府给予一定的财政补贴，2016年公司得到基础设施重大项目及投融资费用补贴共10,046.25万元，占利润总额的50.23%。

表 8 2016 年度公司受政府支持情况（单位:万元）

1、资产注入			
款项名称	划拨金额	拨款单位	增加资本公积
项目资金	9,087.27	广西壮族自治区财政厅	9,087.27
项目资金	17,863.77	钦州市财政局	17,863.77
基建拨款	7,890.05	钦州港经济技术开发区财政局	7,890.05
专项补助资金	500.00	钦州市财政局	500.00
口岸办公室拨款	1,582.70	钦州市人民政府口岸办公室	1,582.70
合计	36,923.79	-	36,923.79
2、财政补贴			
补贴内容	金额	依据文件	
基础设施重大项目及投融资费用补贴等	10,046.25	钦临投报【2016】142号、钦人设发【2015】295号、钦临投报【2016】153号、桂钦保港管发【2016】27号等	

资料来源：公司提供

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015年的数据采用2016年年初数。2016年度，公司报表合并范围子公司共7家，其中新增2家，明细详见表2。

资产结构与质量

公司资产以土地使用权和开发成本为主，使用权受限资产占总资产的比例较高，资产流动性较弱

截至2016年底，公司总资产规模达到160.55亿元，较2015年增长8.13%。公司资产主要是流动资产，截至2016年末，流动资产占总资产的比例为98.99%。

流动资产主要由货币资金和存货构成。2016年末，货币资金余额为10.35亿元，其中有0.28亿元的货币资金使用受限主要为银行承兑汇票保证金。截至2016年末，公司存货账面价值为144.70亿元，主要是土地使用权和开发成本，其中土地使用权账面价值为50.86亿元，其中，已抵押土地账面价值为34.38亿元（明细见附录六），抵押部分占土地总价的67.60%，土地抵押比例较高；开发成本主要是公司工程施工，截至2016年末，公司开发成本账面价值为93.78亿元，较上年增加13.27%。公司目前开工建设的项目较多，开发成本中最大的项目为钦州港30万吨级航道项目，账面价值为14.29亿元，前五大项目账面价值合计占开发成本账面价值33.94%，具体明细见表10。公司受限资产主要为抵押的土地使用权及海域使用权，截至2016年末，公司抵押资产账面价值合计35.25亿元，占公司总资产的21.95%。

总体来看，公司资产以土地使用权和开发成本为主，抵押资产占总资产的比例较高，资产流动性较弱。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	103,499.52	6.45%	96,897.60	6.53%
存货	1,446,988.88	90.13%	1,350,536.10	90.97%
流动资产合计	1,589,191.81	98.98%	1,478,446.08	99.58%
资产总计	1,605,528.81	100.00%	1,484,668.09	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

表 10 2015-2016 年末公司开发成本前五大项目情况（单位：万元）

项目	账面价值	开发成本账面价值占比
钦州港 30 万吨级航道	142,944.81	15.24%
大榄坪至三墩公路	56,110.07	5.98%
30 万吨航道支航道	42,071.86	4.49%
行政商务区综合工程	39,047.11	4.16%
大榄坪加工区 2 平方公里平整工程	38,059.29	4.06%
合计	318,233.15	33.94%

资料来源：公司提供，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入显著增长，同时收到的政府补贴较多，盈利表现较好

2016年公司实现营业收入72,863.25万元，较2015年增长120.60%，主要是项目转让收入大幅增加以及新增贸易收入所致。项目转让收入主要是2016年公司完成部分钦州港大榄坪石化物流项目4,400亩海域吹填工程、钦州石化产业园区一期3平方公里吹填工程项目的政府回购收入。新增贸易收入主要来源于公司2016年新增二级子公司华川商贸公司的水泥销售收入。2016年公司综合毛利率为16.71%，较2015年有所上升。主要系公司主营业务项目转让板块当期结转工程成本下降，毛利率大幅上升。公司其他主营业务毛利率波动较大，但收入规模不大，对综合毛利率的影响较小。

政府补贴收入是公司利润总额的重要来源，2016年受新开工项目较少及在建项目建设进展缓慢影响，公司收到政府补贴10,046.25万元，同比减少48.05%，利润总额为19,999.46万元，较2015年减少10.10%。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入和营业利润增长较快，整体盈利表现较好，政府补助力度较大，但易受到公司项目建设进度的影响而具有一定的波动性。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	72,863.25	33,029.55
营业利润	9,939.12	2,902.88
补贴收入	10,046.25	19,337.56
利润总额	19,999.46	22,246.12
综合毛利率	16.71%	12.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流减少，目前在建项目较多，项目建设资金缺口较大

2016年，当期收现比为0.96，收入变现能力尚可，但有所下降。公司经营活动产生的现金流量净流入13,861.49万元，当期销售商品、提供劳务收到的现金为70,222.39万元，较2015年增加30,012.13万元。主要是已完工项目的政府回购款和贸易销售收入资金回笼。2016年公司支付其他与经营活动有关的现金为252,247.50万元，主要系公司支付往来款项增加所致，由于往来款项当期增幅较大，公司经营活动现金流量净额较2015年减少69,194.34万元。2016年公司收回前期购买的定期存单，导致当期收到其他与筹资活动有关的现金较2015年增加36,500.00万元；同时，政府通过债券置换代公司偿还银行贷款资金，公司计入长期应付款，筹资活动现金流表现为净流入。

公司在建项目较多，工程量较大，截至2016年末在建项目预计总投资1,647,586.37万元，累计已投资金额为856,325.00万元，尚需投入791,261.37万元，随着项目建设的推进，公司将面临较大的资金压力。

整体来看，随着公司到期债务的增加以及在建项目尚需投入大量资金，公司后续对筹资活动仍具有较大需求。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.96	1.22
销售商品、提供劳务收到的现金	70,222.39	40,210.26
收到的其他与经营活动有关的现金	333,546.77	291,309.72
经营活动现金流入小计	403,769.16	331,519.97
购买商品、接受劳务支付的现金	135,785.98	165,086.90
支付的其他与经营活动有关的现金	252,247.50	79,768.76
经营活动现金流出小计	389,907.66	248,464.14
经营活动产生的现金流量净额	13,861.49	83,055.83
投资活动产生的现金流量净额	-443.18	-71.49
筹资活动产生的现金流量净额	29,273.61	-68,632.35
现金及现金等价物净增加额	42,691.92	14,351.99

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年度公司分配利润规模较大，公司资产负债率持续上升，偿债压力仍然较大

2016年公司资本公积增加36,846.57万元，主要系广西壮族自治区财政厅、钦州市财政

局、钦州港经济开发区财政局及钦州市人民政府办公室拨款，但当期公司对股东分配股利62,000.00万元，导致所有者权益表现为小幅下降。截至2016年末，公司所有者权益为581,952.73万元，同比下降1.24%。截至2016年末，公司负债总额为1,023,576.09万元，同比增加14.32%，主要为长期应付款中钦州市财政局政府置换债券的增加，公司所有者权益对负债的覆盖水平偏低。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	1,023,576.09	895,393.93
所有者权益	581,952.73	589,274.15
产权比率	175.89%	151.95%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2016年末，公司长期借款余额为288,838.37万元，其中，抵押借款112,512.58万元，信用借款127,725.79万元；应付债券系本期债券；2016年末公司长期应付款余额为442,331.34万元，较2015年增加了143,645.66万元，主要是应付政府置换债券的增加。剩余长期应付款主要系钦州市开发投资集团有限公司、广西广翔能源投资有限责任公司及钦州滨海新城资产管理有限公司向银行借款，公司为实际用款人，承担银行借款利息支付。

公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。截至2016年末，公司其他应付款为78,706.94万元，其他应付款主要是与关联方广西钦州宏海投资有限公司、钦州市财政局和钦州港经济技术开发区财政局之间的往来款。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债为112,595.38万元，其中，一年内到期的长期借款85,655.38万元，一年内到期的应付本期债券18,000.00万元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	2,830.00	0.28%	0.00	0.00%
其他应付款	78,706.94	7.69%	89,139.57	9.96%
一年内到期的非流动负债	112,595.38	11.00%	128,780.00	14.38%
流动负债合计	220,991.65	21.59%	257,416.53	28.75%
长期借款	288,838.37	28.22%	250,119.60	27.93%
应付债券	71,414.72	6.98%	89,162.12	9.96%
长期应付款	442,331.34	43.21%	298,695.68	33.36%
非流动负债合计	802,584.44	78.41%	637,977.40	71.25%

负债合计	1,023,576.09	100.00%	895,393.93	100.00%
其中：有息债务	700,098.43	68.40%	653,904.32	73.03%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（剔除政府置换债券）。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从公司有息债务期限分布来看，2017年公司需偿还本金及利息128,374.19万元，存在一定的即期偿债压力。

表 15 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2021 年及以后
本金	94,595.38	98,935.73	67,040.00	177,336.00
利息	33,778.81	19,270.54	10,900.21	25,291.14
合计	128,374.19	118,206.27	77,940.21	202,627.14

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，2016年公司资产负债率为63.76%，较2015年上升3.45个百分点，负债水平较高。受益于2016年公司存货规模增加及流动负债减少，公司流动比率和速动比率均较去年有所上升，流动资产中存货占比较高，导致速动比率较差。2016年利润总额较2015年有所较少，导致EBITDA小幅下滑，EBITDA对利息保障程度很弱。公司有息债务仍维持较高水平，公司面临较大偿债压力。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	63.76%	60.31%
流动比率	7.19	5.74
速动比率	0.64	0.50
EBITDA（万元）	21,236.15	22,676.98
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.53
有息债务/EBITDA	32.97	28.84

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

抵押资产为本期债券偿还提供一定保障，但跟踪期内抵押资产未按照约定进行评估

本期债券采用国有土地使用权抵押担保方式增信，公司以其合法拥有的4宗国有土地使用权作为本期债券发行的抵押资产，土地面积合计319,362.11平方米，抵押土地已于2014年5月办妥土地使用权抵押登记，抵押资产基本情况如下：

表 17 本期债券抵质押资产情况（单位：平方米、万元）

国有土地使用权证	用途	性质	面积	评估报告	评估价值
钦国用（2012）第 D588 号	城市住宅	出让	81,112.14	桂祥土评 字 （2013）（估） 第 3 号	44,481.90
钦国用（2012）第 D591 号	城市住宅	出让	97,722.27		50,561.50
小计	-	-	178,834.41	-	95,043.40
钦国用（2012）第 D589 号	城市住宅	出让	18,008.18	桂祥土评 字 （2013）（估） 第 4 号	63,440.61
钦国用（2012）第 D590 号	城市住宅	出让	122,519.52		11,692.71
小计	-	-	140,527.70	-	75,133.32
合计	-	-	319,362.11	-	170,176.72

资料来源：公司提供

根据广西祥浩资产土地房地产评估有限公司评估（评估基准日为2013年1月11日）并出具的桂祥土评字（2013）（估）第3号和桂祥土评字（2013）（估）第4号土地评估报告，认定4宗土地总价值为170,176.72万元，抵押土地总价值为本期债券本金的1.89倍。

根据监管协议，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构在债券存续期内每年对抵押资产的价值进行跟踪评估，并出具资产评估报告，但在跟踪期内，公司未按约定对抵押资产进行跟踪评估，抵押资产的价值存在一定的不确定性。

七、或有事项分析

截至2016年12月31日，公司对外担保规模为88,000.0万元，占期末净资产的15.12%，担保对象为广西钦州高新技术产业开发区投资有限公司和钦州市开发投资集团有限公司，上述担保公司均未设置反担保措施，公司未来可能存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
广西钦州高新技术产业开发区投资有限公司	8,000.00	2021 年 3 月 16 日	否
钦州市开发投资集团有限公司	80,000.00	2024 年 3 月 4 日	否
合计	88,000.00	-	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

八、评级结论

2016年度，钦州市经济规模继续增长；公司继续得到当地政府在资产注入和财政补贴上的支持；公司实现业务拓展，经营结构实现多元化。但同时我们也关注到，钦州市地方综合财力对上级补助依赖增加，财政自给率偏低，钦州港经济技术开发区地方综合财力有所下降；公司在建项目较多，未来面临较大资金支出压力；公司负债水平较高，面临较大

的偿债压力；公司抵押土地未按照监管协议进行跟踪评估，土地价值存在一定的不确定性。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：			
货币资金	103,499.52	96,897.60	76,045.61
应收账款	12,913.98	4,019.21	11,378.67
预付款项	14,796.85	15,303.96	12,736.00
其他应收款	10,928.48	11,689.22	11,827.30
存货	1,446,988.88	1,350,536.10	1,167,746.00
流动资产合计	1,589,191.81	1,478,446.08	1,279,747.70
非流动资产：			
可供出售金融资产	3,469.97	3,469.97	3,769.97
固定资产	12,239.04	2,525.44	2,704.74
递延所得税资产	21.77	16.90	33.35
非流动资产合计	16,337.01	6,222.01	6,671.31
资产总计	1,605,528.81	1,484,668.09	1,286,419.00
流动负债：			
短期借款	0.00	6,175.00	70.00
应付账款	5,715.96	19,283.97	4,149.05
预收款项	8,931.22	4,991.19	4,941.47
应交税费	6,044.31	3,025.17	2,570.13
其他应付款	78,706.94	89,139.57	46,765.81
一年内到期的非流动负债	112,595.38	128,780.00	0.00
流动负债合计	220,991.65	257,416.53	64,458.06
非流动负债：			
长期借款	288,838.37	250,119.60	466,662.10
应付债券	71,414.72	89,162.12	88,928.31
长期应付款	442,331.34	298,695.68	133,882.57
非流动负债合计	802,584.44	637,977.40	689,472.97
负债合计	1,023,576.09	895,393.93	753,931.04
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	16,168.82	16,168.82	16,168.82
资本公积	535,215.34	498,368.77	463,233.90
盈余公积	9,706.70	9,702.57	7,567.98
未分配利润	18,186.40	62,865.47	43,460.65
归属于母公司所有者权益合计	579,277.26	587,105.63	530,431.35
少数股东权益	2,675.47	2,168.52	2,056.61

所有者权益合计	581,952.73	589,274.15	532,487.97
负债和所有者权益总计	1,605,528.81	1,484,668.09	1,286,419.00

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业收入	72,863.25	33,029.55	10,366.66
减：营业成本	60,687.29	29,067.28	8,836.73
营业税金及附加	284.39	233.88	83.44
销售费用	824.74	293.78	135.84
管理费用	715.94	605.08	985.55
财务费用	399.04	-8.44	-1.98
资产减值损失	15.62	-63.77	33.48
投资收益（损失以“-”号填列）	2.90	1.15	3.30
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	9,939.12	2,902.88	296.90
加：营业外收入	10,066.13	19,345.30	8,039.41
减：营业外支出	5.79	2.05	43.81
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	19,999.46	22,246.12	8,292.50
减：所得税费用	2,667.45	714.8	233.71
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	17,332.00	21,531.32	8,058.79
减：少数股东损益	6.94	-8.09	-154.44
五、归属于母公司所有者的净利润	17,325.07	21,539.41	8,213.23

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	70,222.39	40,210.26	845.91
收到其他与经营活动有关的现金	333,546.77	291,309.72	253,154.56
经营活动现金流入小计	403,769.16	331,519.97	254,000.47
购买商品、接受劳务支付的现金	135,785.98	165,086.90	76,532.47
支付给职工以及为职工支付的现金	1,192.56	1,399.61	776.23
支付的各项税费	681.62	2,208.87	394.72
支付其他与经营活动有关的现金	252,247.50	79,768.76	254,401.12
经营活动现金流出小计	389,907.66	248,464.14	332,104.54
经营活动产生的现金流量净额	13,861.49	83,055.83	-78,104.07
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	1.11	1.15	3.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.34
投资活动现金流入小计	702.90	1.15	3.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	436.08	72.64	1,385.21
投资支付的现金	710.00	0.00	1.25
投资活动现金流出小计	1,146.08	72.64	1,386.46
投资活动产生的现金流量净额	-443.18	-71.49	-1,382.82
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	128,710.15	60,414.09	83,465.70
发行债券收到的现金	0.00	0.00	90,000.00
筹资活动现金流入小计	165,410.15	60,414.09	173,465.70
偿还债务支付的现金	40,491.00	80,961.58	118,617.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	95,245.54	41,583.86	44,270.45
支付其他与筹资活动有关的现金	400.00	6,501.00	30,000.00
筹资活动现金流出小计	136,136.55	129,046.45	192,888.22
筹资活动产生的现金流量净额	29,273.61	-68,632.35	-19,422.52
四、现金及现金等价物净增加额	42,691.92	14,351.99	-98,909.40

资料来源：公司 2014-2016 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	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	17,332.01	21,531.32	8,129.83
加：资产减值准备	15.62	-63.77	33.48
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	504.65	292.71	239.22
无形资产摊销	138.86	138.15	0.00
长期待摊费用摊销	12.87	0.00	9.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.02	1.57	43.75
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-4.86	16.45	-7.58
存货的减少（增加以“-”号填列）	-61,232.67	-182,390.00	-86,197.48
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	22,164.57	-26,535.82	5,435.94
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	34,799.18	270,065.22	5,790.61
经营活动产生的现金流量净额	13,861.49	83,055.83	-78,104.07

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
有息债务（万元）	700,098.43	653,904.32	689,542.98
资产负债率	63.76%	60.31%	58.61%
流动比率	7.19	5.74	19.85
速动比率	0.64	0.50	1.74
综合毛利率	16.71%	12.00%	14.76%
EBITDA（万元）	21,236.15	22,676.98	8,541.11
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.53	0.18

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整

附录五 截至2016年12月31日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	主营业务
钦州临海建设工程质量检测有限公司	100.00	80.00%	检测
广西钦州临港石化产业园开发投资有限公司	3,000.00	70.00%	投资管理
钦州临海混凝土有限公司	2,600.00	100.00%	生产销售
广西钦州临海置业有限责任公司	3,000.00	100.00%	管理租赁
广西钦州临海船务代理有限公司	1,000.00	100.00%	船舶代理及相关业务
广西钦州保税港区临海供应链有限公司	800.00	100.00%	进出口贸易
广西华川商贸有限公司	500.00	60.00%	货物贸易

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录六 截至2016年12月31日公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证号	面积	账面价值	取得方式	用途	是否抵押
钦国用（2001）第 D088 号	44,766.66	226.80	出让	综合楼	否
钦国用（2004）第 D043 号	53,270.65	166.79	出让	会展中心	否
钦国用（2004）第 D047 号	145,971.36	691.42	出让	物流中心	否
钦国用（2012）第 D584 号	2,880.00	690.89	出让	商服用地	是
钦国用（2012）第 D585 号	153,627.27	36,181.25	出让	商服用地	是
钦国用（2012）第 D586 号	141,691.50	33,340.26	出让	商服用地	是
钦国用（2012）第 D587 号	5,876.62	1,409.77	出让	商服用地	是
钦国用（2011）第 D271 号	144.00	16,549.27	出让	城镇住宅用地	否
钦国用（2012）第 D536 号	316,185.28		出让	工业用地	否
钦国用（2015）第 D0004 号	77,763.86		出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2015）第 D0005 号	6,581.73		出让	城镇住宅用地	否
钦国用（2001）字第 D090 号	44,597.95	605.64	出让	住宅小区	否
钦国用（2013）第 001 号	74,724.82	11,899.96	出让	城镇住宅用地	否
钦国用（2012）第 D588 号	81,112.14	5,692.46	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D589 号	18,008.18	1,365.04	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D590 号	122,519.52	8,597.70	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D591 号	97,722.27	6,857.96	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2014）第 D0181 号	94657.68	19,358.31	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D547 号	111,352.61	7,056.89	出让	机关团体用地	否
钦国用（2014）第 D0179 号	18,887.45	5,136.32	出让	商服金融用地	否
钦国用（2014）第 D0180 号	7,640.27	1,719.14	出让	商服金融用地	否
钦国用（2014）第 D0182 号	10,879.82	2,289.37	出让	商服金融用地	否
钦国用（2014）第 D0183 号	15,839.81	4,359.69	出让	商服金融用地	否
钦国用（2015）第 D0463 号	90,610.61	18,519.13	出让	商服金融用地	否
钦国用（2015）第 D0464 号	118,069.23	31,318.73	出让	商服金融用地	是
钦国用（2012）第 D604 号	7,023.50	2,303.62	出让	城镇住宅用地	否
钦国用（2013）第 D0023 号	157,653.13	106,374.18	出让	城镇住宅用地	否

钦国用（2013）第 D0024 号	166,671.02		出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D594 号	66,724.69	26,362.04	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D596 号	17,872.56	7,061.16	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D598 号	56,274.42	22,233.22	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D600 号	13,732.62	5,013.60	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D601 号	17,889.72	6,889.07	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D602 号	7,234.51	2,858.23	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D592 号	19,175.30	7,766.04	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D593 号	14,496.23	5,872.17	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D595 号	78,691.45	31,876.89	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D597 号	117,353.08	46,364.67	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）第 D599 号	30,327.50	11,072.15	出让	城镇住宅用地	是
钦国用（2012）字第 D939 号	34,733.61	2,106.01	出让	工业用地	否
钦国用[2013]第 D0118 号	62,767.33	9,790.45	出让	商服用地和城镇住宅	否
勒沟大桥西国有划拨土地（即边贸码头用地）	20,186.46	636.51	-	商服用地	未办证
合计		508,612.81	-	-	-

资料来源：公司提供

附录七 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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	短期借款+应付票据+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录八 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。