

广西东投集团有限公司

2018 年第一期公司债券
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員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員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【2018】第 Z
【1556】号 01

分析师

姓名:
贾聪 张伟亚

电话:
021-51035670

邮箱:
jiac@pyrating.cn

评级日期:
2018 年 9 月 14 日

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

广西东投集团有限公司 2018 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行主体长期信用等级: AA

发行规模: 不超过 5 亿元

评级展望: 稳定

债券期限: 7 年

债券偿还方式: 每年付息一次,在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 个计息年度末,分
别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20%比例偿还本金。

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对广西东投集团有限公司(以下简称“广西东投”或“公司”)本次拟发行 2018 年第一期不超过 5 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA,该级别反映了本期债券安全性很高,违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年公司外部运营环境较好,为其发展提供了良好基础;公司在手项目量充足,主营业务的持续性较强;近年公司持续获得较大力度的外部支持。同时我们关注到公司资产流动性较弱,在建、拟建项目尚需投入资金规模较大,未来面临较大的资金压力,募投项目未来实际收入可能存在一定不确定性等风险因素。

正面:

- 公司外部运营环境较好,为其发展提供了良好基础。2015-2017 年,防城港市分别实现地区生产总值 620.72 亿元、676.12 亿元和 741.62 亿元,按可比价格计算,增长率分别为 10.2%、9.1%和 6.7%。区域经济持续向好,为公司未来发展奠定了良好基础。
- 公司主营业务持续性较强。工程业务方面,公司作为防城港市重要的城市资源开发和运营主体之一,在手项目量充足。截至 2017 年末,存货中尚未结算的工程项目开发成本 15.07 亿元,未来工程收入有一定保障。油品销售业务方面,公司 2017 年新增东湾大道加油站,供应能力得到提升,且成品油作为主要消耗能源之一,未来下游需求较为稳定。
- 近年公司持续获得较多外部支持。2012 年防城港市人民政府将防城港市东湾交通有限公司(以下简称“东湾交通”)整体划入公司,增加资本公积 28.47 亿元,有

效提升了公司的资本实力。2015-2017 年，防城港市财政局分别给予公司财政补助 1.95 亿元、1.50 亿元和 1.50 亿元，一定程度上提高了公司的盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司资产主要为应收款项、土地资产及工程项目开发成本，应收款项回收时间不确定且部分用于质押借款，土地资产及工程开发成本即时变现能力较弱，因此公司资产整体流动性较弱。
- **公司未来面临较大的资金支出压力。**截至 2017 年末公司主要在建、拟建工程项目尚需投入资金 65.90 亿元，规模较大，相关项目的推进将给公司带来较大的资金支出压力。
- **本期债券募投项目未来实际收入存在一定不确定性。**本期债券募集资金拟用于防城港市国际水产品交易中心项目，根据该项目可行性研究报告，募投项目营业收入将主要为物业销售及租金收入、市场管理费。考虑到该募投项目建设规模较大、周期较长，受建设资金实际到位情况、工程施工推进程度以及建成后销售价格的波动等多方面因素影响，未来募投项目实际收入存在一定不确定性。

主要财务指标：

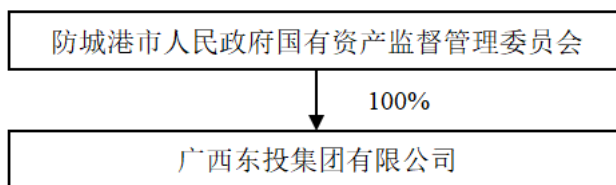
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	634,417.58	521,321.71	550,621.17
所有者权益合计（万元）	347,283.09	331,828.88	318,002.30
有息债务（万元）	112,103.07	157,280.36	217,849.53
资产负债率	45.26%	36.35%	42.25%
流动比率	3.04	5.96	17.77
营业收入（万元）	61,588.19	56,104.93	49,338.23
营业外收入（万元）	15,099.43	15,022.15	19,543.03
利润总额（万元）	15,502.34	13,826.59	11,148.33
综合毛利率	13.50%	13.91%	2.68%
EBITDA（万元）	19,944.97	19,940.62	24,864.58
EBITDA 利息保障倍数	2.11	1.68	1.57
经营活动现金流量净额（万元）	43,305.28	48,769.69	-16,482.00

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2012年3月15日，原名广西东投有限公司，系根据《防城港市人民政府关于同意成立广西东投集团有限公司的批复》（防政函[2012]28号）及防城港市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“防城港国资委”）《关于成立广西东投有限公司的通知》，由防城港国资委出资设立，注册资本为5,000.00万元。截至2018年6月末，公司实收资本为1,000.00万元，控股股东和实际控制人均为防城港国资委。

图1 截至2018年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司作为防城港市重要的基础设施建设和投融资主体，主要负责防城港市重大交通、旅游项目的建设管理，此外还从事油品及非油品销售、景区及公路收费等经营性业务。截至2017年末，公司纳入合并报表范围子公司共5家，如下表所示：

表1 截至2017年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
防城港市东湾交通有限公司	45,740.76	91.77%	交通基础设施建设等
防城港市里火边贸服务有限责任公司	100.00	100.00%	货物进出口、仓储服务等
防城港市路桥广告有限责任公司	100.00	51.00%	公路、桥梁及其他广告（含户外广告）设计、制作、代理、经营和投资管理
防城港市江山旅游投资有限责任公司	300.00	100.00%	旅游基础设施建设等
防城港市东湾石化有限公司	3,000.00	51.00%	石油化工产品、化纤及其他化工产品的销售，日用百货的销售等

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月末，公司资产总额为63.44亿元，所有者权益合计为34.73亿元，资产负债率为45.26%；2017年，公司实现营业收入6.16亿元，利润总额1.55亿元，经营活动现金净流入4.33亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期广西东投集团有限公司公司债券；

发行总额：不超过5亿元；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7个计息年度末，分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过 5.00 亿元，拟用于防城港市国际水产品交易中心项目，公司子公司东湾交通为募投项目建设主体，本期债券募集资金具体使用安排如下：

表2 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用本期债券募集资金规模	募集资金占项目总投资的比例
防城港市国际水产品交易中心项目	125,400.00	50,000.00	39.87%

资料来源：公司提供

1.项目概况

防城港市国际水产品交易中心项目总投资 125,400.00 万元，由公司子公司东湾交通负责建设，建成后由东湾交通负责运营。该项目建设地点位于防城港市东兴江平工业园区（万尾片区），规划总用地面积约 513,545.45 平方米（约 770.32 亩），总建筑面积 421,940 平方米，交易中心的冷库总库容量达 7.50 万吨。项目按拟定开发顺序划分为 3 个区，滚动开发：1 区从北到南依次布置展示中心、办公配套区、海鲜风情一条街、干货市场、海鲜和水产品市场、综合交易中心，冷库、冷藏库、冰厂、海产品初加工区等；2 区从北到南依次布置海鲜风情一条街、海鲜和水产品市场、干货市场、综合交易中心、海产品初加工区等，综合交易中心对面为冷库、冷藏库、冰厂等；3 区位于 1 区、2 区南部，紧接 1 区南部布置海产品初加工区，接 2 区布置综合交易中心、冷库、冷藏库、海鲜和水产品市场、海鲜风情一条街等。

2.项目批复

项目的核准申请经防城港市发展和改革委员会《关于防城港市国际水产品交易中心项目可行性研究报告的批复》（防发改[2017]192 号）批准；项目经东兴市环境保护局《关于防城港市国际水产品交易中心项目环境影响报告表的批复》（东环管[2017]16 号）批准；项目拟使用公司自有土地，土地证号分别为东国用（2013）第 A0470 号及东国用（2013）第 A0471 号，用途均为商服，使用权类型均为出让用地。

3.项目进度

本项目将用 36 个月的时间完成（含前期工作），期限为 2017 年 6 月-2020 年 5 月。截

至 2018 年 6 月末，本项目已完成可行性研究报告编制及审批、设计招标等前期工作。

4.项目收益

根据该项目可行性研究报告，营业收入主要为物业销售及租金收入、市场管理费。项目建成后，项目总建筑面积 421,940 平方米，冷库用于出租，相关机构办公和公共配套建筑用于交易中心管理，其余用于租赁和销售，可销售及租赁面积为 370,540 平方米，其中销售面积为 224,555 平方米，销售价格确定参考 2017 年防城港市、东兴市相似建筑形式的同类市场价格，假设本期债券 2018 年发行成功，预计在本期债券存续期内可实现营业收入约 181,448.20 万元。但需要注意的是，受建设资金实际到位情况、工程施工推进程度以及建成后销售价格的波动等多方面因素影响，募投项目实际收入存在不达预期的可能性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳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，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2017 年实现 2011 年以来首次 GDP 增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对

经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，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。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017 年，全国规模以上工业增加值同比分别增长 6.1%、6.0%和 6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。2018 年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。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3 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资
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	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

		银行、银监会、证监会	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[2017]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]194 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，严禁党政机关工作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

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

防城港市区位优势明显，近年经济总量持续增长，但整体增速逐步放缓，工业经济结构仍需进一步调整

防城港市是广西壮族自治区下辖的地级市，地处中国东部沿海南端和西南沿边起点的交汇处，位于中国大陆海岸线的最西南端，北连南宁，东接钦州，西临越南，是“海上丝绸之路”的重要始发港、中国唯一与东盟海陆相连的门户城市。防城港市总面积6,222平方公里，拥有580公里海岸线，下辖港口区、防城区、上思县和东兴市，截至2017年末全市常住人口94.02万人。防城港市交通便捷，目前市内广西沿海城际高铁停靠，与南宁市、北

海市和钦州市形成一小时经济圈；钦防高速公路贯穿全境；距离南宁、北海两大机场均一个多小时车程；拥有4个国家级港口，与170多个国家和地区开展贸易往来，其中东兴口岸是我国陆路边境第一大口岸。

近年来，防城港市以边海经济带建设为主线，积极推进产业升级转型，逐步布局钢铁、能源、化工、粮油及物流等产业，经济规模保持增长，但增速有所放缓。2015-2017年分别实现地区生产总值620.72亿元、676.12亿元和741.62亿元，按可比价格计算，增长率分别为10.2%、9.1%和6.7%。三次产业比由2015年的12.2:56.9:30.9调整为2017年的12.0:56.8:31.2，第二产业仍是主要支撑，三次产业对经济增长的贡献率分别为6.8%、55.7%和37.5%。就人均情况来看，按2017年末常住人口计算，当年防城港市人均GDP为7.89万元，为全国人均GDP的132.21%。

工业经济方面，近年防城港市依托港口、区位以及政策优势，推进东兴国家重点开发开放试验区建设，重点发展现代化钢铁基地、有色金属基地、能源化工基地、粮油食品基地、商贸物流基地和滨海旅游圣地，已成为全国最大的磷酸加工出口基地和重要的粮油加工基地。2015-2017年防城港市分别实现规模以上工业产值1,323.06亿元、1,501.24亿元和1,770.10亿元，分别增长16.4%、14.3%和20.1%。其中值得注意的是，2017年防城港市规模以上工业增加值同比增长6.5%，较上年回落5.9个百分点，与当年工业总产值增速差异较大，侧面表明当地工业经济整体附加值不高，对增值税等税种拉动作用不强，产业结构仍需要进一步调整。从大类产业来看，2017年有色金属冶炼和压延加工业以及电力、热力生产和供应业增加值保持高位增长，分别增长43.4%和37.1%，合计拉动规模以上工业增加值增长6.4%，贡献率达98.3%；黑色金属、非金属、化工等行业分别由上年同期增长8.1%、18.4%、13.3%转为下降21.3%、3.3%、5.3%；农副食品加工、酒饮料等行业增速分别由上年同期的11.5%、17.6%回落至7.2%、14.8%。

固定资产投资作为拉动防城港市经济发展的重要因素，其规模近年保持增长，2015-2017年分别为549.74亿元、600.14亿元和672.77亿元，同比增速分别为10.0%、14.1%和12.1%，呈现一定波动。分产业看，2017年第一产业完成投资28.13亿元，同比增长7.1%，同比回落5.6个百分点。第二产业完成投资268.37亿元，同比增长2.6%，同比回落9.2个百分点，其中，工业完成投资268.37亿元，增长2.7%，同比回落9.1个百分点，工业投资增速的放缓亦对工业经济发展带来了一定负面影响。第三产业完成投资376.27亿元，增长20.4%，同比提高4.3个百分点。

近年防城港市社会消费品零售总额保持较快增长，2015-2017年同比增速分别为10.2%、10.8%和10.8%。此外，作为西部地区主要港口，防城港市对外贸易活跃，近年进出口总额

保持较大规模，2015-2017年分别同比增长22.2%、8.5%和29.4%。消费市场以及对外贸易的持续增长，为防城港市经济发展作出了重要贡献。

总体来看，防城港市区位优势明显，近年经济总量持续增长，但增速逐步放缓，工业经济结构仍需进一步调整。

表4 2015-2017年防城港市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	741.62	6.7%	676.12	9.1%	620.72	10.2%
第一产业增加值	89.27	3.9%	80.88	4.0%	75.75	3.6%
第二产业增加值	421.23	6.4%	386.26	11.6%	353.00	12.6%
第三产业增加值	231.12	8.3%	208.98	6.6%	191.98	7.8%
规模以上工业产值	1,770.10	20.1%	1,501.24	14.3%	1,323.06	16.4%
全社会固定资产投资	672.77	12.1%	600.14	14.1%	549.74	10.0%
社会消费品零售总额	124.02	10.8%	111.89	10.8%	101.03	10.2%
进出口总额	113.60(亿美元)	29.4%	578.91	8.5%	86.01(亿美元)	22.2%
存款余额	-	-	567.87	8.5%	523.35	8.6%
贷款余额	-	-	517.65	17.6%	425.34	11.9%
人均 GDP（元）	78,878.96		73,197		67,972	
人均 GDP/全国人均 GDP	132.21%		135.60%		137.73%	

注：防城港市 2017 年存款余额与贷款余额未公开披露

资料来源：2015-2016 年防城港市国民经济和社会发展统计公报、2017 年 1-12 月防城港市及各县(市、区)主要经济指标完成情况表，鹏元整理

近年防城港市公共财政收入存在波动，财政自给能力较弱，收支缺口主要依靠上级政府的补助收入弥补

2015-2017年防城港市地方综合财力分别为129.50亿元、128.44亿元和120.86亿元，呈现下滑趋势。从结构来看，2017年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方综合财力的比重分别为39.38%、44.52%和16.09%。

2015-2017年防城港市公共财政收入分别为52.05亿元、55.65亿元和47.60亿元，呈现一定的波动。从质量上看，2015-2017年防城港市公共财政收入中税收收入的占比分别为61.46%、62.34%和67.73%，公共财政收入质量一般。从税种结构来看，防城港市税收收入中耕地占用税和增值税占比较大，2017年所占比重分别为33.10%和25.30%。防城港市上级补助收入规模较大，是地方综合财力的主要来源，2015-2017年全市上级补助收入分别为60.53亿元、57.59亿元和53.81亿元，占同期全市地方综合财力的比重分别为46.74%、44.84%和44.52%，地方财力对上级补助的依赖较大。防城港市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让金收入，受当地政府土地出让计划及房地产市场行情影响，2015-2017年该项收入

分别为16.71亿元、15.01亿元和19.45亿元，呈现一定波动。

财政支出方面，近年防城港市公共财政支出规模持续小幅下降，2015-2017年全市公共财政支出分别为131.72亿元、127.6亿元和118.92亿元，主要包括城乡社区支出、教育支出和一般公共服务支出等。从财政收支平衡情况来看，2015-2017年防城港市全市财政自给率分别为39.52%、43.61%和40.03%，财政自给能力偏弱，财政收支缺口主要依靠上级政府的补助收入弥补。

总体来看，近年防城港市公共财政收入有所波动，财政自给能力偏弱，财政收支缺口主要依靠上级政府的补助收入弥补。

表5 2015-2017 年防城港市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年	2015年
地方综合财力	120.86	128.25	129.29
（一）公共财政收入	47.60	55.65	52.05
其中：税收收入	32.24	34.69	31.99
非税收入	15.36	20.96	20.06
（二）上级补助收入	53.81	57.59	60.53
其中：返还性收入	5.48	28.94	27.52
一般性转移支付收入	26.26	23.4	29.59
专项转移支付	22.06	5.25	3.42
（三）政府性基金收入	19.45	15.01	16.71
财政支出	131.01	142.91	137.42
（一）公共财政支出	118.92	127.6	131.72
（二）政府性基金支出	12.09	15.31	5.7
财政自给率	40.03%	43.61%	39.52%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2015-2016 年数据来自防城港市财政局，2017 年数据来自防城港市预决算公开统一平台，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司建立了法人治理结构，但财务管理以及内部控制有待进一步加强

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司实行权责明确、管理科学、激励与约束相配套的内部管理体制。公司设有董事会、监事会和经营管理机构。董事会行使经营决策权；监事会对董事会、公司高级管理人员、公司财务状况进行监督评价；经理层负责公司日常经营管理，是决策的执行人。董事会由7人组成，其中由股东防城港国资委委派6人，1名职工代表董事由职工大会选举产生，设董事长1人，董

事长由防城港国资委从董事会成员中指定，公司不设股东会，由防城港市人民政府国有资产监督管理委员会行使股东会职权。董事会对股东负责，其职权包括：决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案，制定公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案等。监事会由 5 人组成，职责包括：列席董事会会议，审核、查阅公司的财务会计报告和其他财务会议资料，对公司董事、高级管理人员执行职务时违反法律、法规、公司章程或超越职权范围的行为进行监督。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。目前，公司主要设有：党政工作部、人力资源部、财务部、项目管理部、资产管理部、工程建设办、纪检监察室、审计部和安全管理部等部门。

公司董事、监事及高级管理人员均具备任职资格，系由股东委派或系公司职工大会选举产生。公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职或任职的情况。

公司于 2018 年 5 月进行自查，发现公司出纳古某娟自 2008 年至 2018 年 5 月间存在挪用公款事项，防城港市监察委员会于 2018 年 5 月 29 日对公司原出纳古某娟涉嫌挪用公款罪、行贿罪进行立案调查。经查，古某娟自 2008 年开始挪用公司公款，截止案发尚有公款 5,135.95 万元未归还。同时古某娟为谋取不正当利益，送给时任公司财务管理部经理唐某喜财务共计 86.77 万元。目前，涉案人员古某娟和唐某喜已与公司解除劳动合同，唐某喜因违纪已被开除党籍，该案件已移送司法机关处理。尽管公司此前已经制定了相应的《财务会计稽核制度》、《财产清查管理制度》以及《财务管理制度》等规章制度，但上述案件的出现，仍说明公司在相应制度执行以及内部程序控制等方面有待进一步提高。

六、经营与竞争

公司是防城港市重要的交通基础设施建设投融资主体之一，主要负责防城港市重大交通、旅游项目的建设管理业务，此外公司还从事油品及非油品销售、景区及公路收费等经营性业务。2015-2017 年公司分别实现营业收入 4.93 亿元、5.61 亿元和 6.16 亿元，保持增长趋势。收入构成主要来源则为工程建设收入和油品及非油品销售收入，其中近三年工程建设收入占营业收入的比重分别为 84.60%、88.42% 和 74.19%。分业务来看，受防城港市交通基础设施建设进度影响，近年公司工程建设收入有所波动，由于每年建设的工程项目投资回报率不同，工程建设业务毛利率亦有所波动；由于 2017 年新增的东湾大道加油站正式运营，以及当年油品价格上涨，公司 2017 年油品类业务同比增长 175.78%；受国家《逐步有序取消政府还贷二级公司收费实施方案》政策等影响，公司公路收费业务收入逐年下滑。2016 年由于政府对运营公路进行分期回收，公路资产不再计提折旧，景区及公路交通费业务毛利率大幅提升。公司营业收入及毛利率情况如下表所示。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	45,689.36	17.05%	49,610.39	13.55%	41,739.13	12.93%
销售油品及非油品收入	14,466.04	6.41%	5,245.47	11.37%	5,501.47	8.92%
景区及公路交通费收入	282.63	-387.38%	354.12	6.69%	1,625.54	-300.22%
其他业务	1,150.16	60.11%	894.95	51.64%	472.09	67.05%
合计	61,588.19	13.50%	56,104.93	13.91%	49,338.23	2.68%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司工程建设业务投资规模较大，项目量充足，未来业务持续性有一定保障；但目前在建、拟建项目资金需求量较大，面临较大的资金压力

工程建设业务由公司本部及子公司东湾交通负责运营，主要负责防城港市一级公路、市内重大道路、桥梁等项目的投资建设。公司按项目与防城港市财政局、东兴市人民政府等项目委托方签署项目投资建设协议，项目委托方将相关项目的建设特许权授予公司，项目建设模式具体为：公司作为项目的投资建设方，按照项目委托方的要求进行项目建设，每年的工程业务收入则依据当年委托方的工程结算单，按照成本加成一定比例的收益进行确认（各项目加成比例不一致）。近年公司完成了防城港市西湾环海大道、防城港玉罗岭至李子潭一级公路、防城港市防城至江山一级公路、防城港市针鱼岭大桥、防城港市市委党校新校区、江山半岛白浪滩景区路网工程、东兴进城大道项目等项目，公司按照每年结算金额确认收入，2015-2017年分别确认工程建设收入41,739.13万元、49,610.39万元和45,689.36万元。毛利率方面，由于每年确认收入的项目构成不同，因此工程建设收入的毛利率也呈一定的波动，近三年分别为12.93%、13.55%和17.05%。

表7 近年公司工程建设业务营业收入明细情况（单位：万元）

年度	项目名称	当期确认收入
2017 年	防城港市沙潭江至企沙一级公路	7,406.75
	西湾环海景观大道工程	2,897.42
	防城港市防城至江山一级公路工程	11,636.28
	防城港市针鱼岭大桥项目	1,159.43
	防城港市环岛东路改扩建项目	9,807.80
	龙马-明珠景区	12,781.67
	合计	45,689.36
2016 年	防城港市沙潭江至企沙一级公路	7,406.75
	西湾环海景观大道工程	8,697.41
	防城港市玉罗岭至李子潭一级公路项目	8,276.50

	防城港市防城至江山一级公路工程	9,084.92
	防城港市针鱼岭大桥项目	2,219.82
	东兴进城大道项目	2,080.00
	上思万山大道	1,800.00
	防城港市环岛东路改扩建项目	10,044.99
	合计	49,610.39
2015 年	防城港市针鱼岭大桥项目	6,177.56
	防城港市西湾环海大道项目	8,608.38
	防城港市防城至江山一级公路项目	7,924.21
	防城港市环岛东路改扩建项目	5,908.99
	防城港市东兴进城大道项目	9,726.00
	上思万山大道	3,394.00
	合计	41,739.13

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月末，公司主要在建项目包括防城至江山公路一级公路扩建工程、江山半岛环岛东路扩建工程、防城港市蓝色海湾整治百里黄金海岸项目（针鱼岭大桥-怪石滩）和防城港市文昌大桥工程项目等，合计总投资20.76亿元，已累计投入11.15亿元。未来计划投资建设国门大道、智慧公交系统工程、光伏发电工程、华石·金花茶田园综合体和本期募投项目防城港市国际水产品交易中心等项目。其中国门大道计划采用PPP模式（尚未正式签署协议），智慧公交系统工程收益方式尚未确定，其他项目未来收入则均拟通过运营方式实现。截至2017年末，公司在建、拟建项目计划总投资为77.05亿元，累计已投资11.15亿元，项目量充足，未来工程业务持续性有一定保障。但同时我们也注意到，公司工程项目未来尚需投入资金规模超过65.90亿元，面临较大的资金压力，且拟建项目相关收益较多通过PPP模式及项目运营方式实现，将受施工进度以及运营环境等多因素影响，未来该类项目的收益能否达到预期亦存在一定不确定性。

表8 截至 2017 年末公司主要在建基础设施工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
防城至江山一级公路	5.31	3.27
江山半岛环岛东路扩建工程	7.96	7.62
防城港市文昌大桥工程项目	2.49	0.02
防城港市蓝色海湾整治百里黄金海岸项目	5.00	0.24
合计	20.76	11.15

资料来源：公司提供，鹏元整理

表9 截至 2017 年末公司主要拟建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	预计建设期间	计划收益实现方式
------	-------	--------	----------

智慧公交系统工程	5.00	2018.06-2019.06	尚未确定
光伏发电工程	3.70	2018.03-2018.12	项目经营收入
国门大道	25.05	2018.05-2020.06	PPP 项目
华石·金花茶田园综合体	10.00	2018.06-2023.12	项目经营收入
防城港市国际水产品交易中心	12.54	2018.06-2021.05	项目经营收入
合计	56.29	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，作为防城港市重要的城市建设主体，公司工程建设业务来源较有保障，截至2017年末公司在建、拟建项目较多，未来工程业务持续性较好。但我们也注意到，工程建设业务需要公司垫付较大规模的资金，在建、拟建项目的推进将给公司带来较大的资金压力。

公司油品及非油品业务持续性较好，新建加油站的投入运营，推动了2017年该业务收入的大幅增长；但未来该业务的收入及毛利率与油价变化密切相关，易产生一定的波动

销售油品及非油品业务由子公司防城港市东湾石化有限公司（以下简称“东湾石化”）负责，东湾石化主要是通过利用公司较多的土地资源等优势，并借助中国石化雄厚的资金及优质的品牌资源优势，在防城港市共同投资、建设、经营加油站。截至2017年末，东湾石化已建成投营加油站4座，分别为光坡加油站、东湾大道加油站、黄京角加油站、里火加油站，其中东湾大道加油站为2017年新增加加油站。加油站直接使用中国石化的品牌，经营管理完全参照了中国石化的标准和模式，所有油品均从中国石化购进。此外加油站内的便利店还形成了部分非油品销售收入。2015-2017年公司分别实现销售油品及非油品业务营业收入0.55亿元、0.52亿元和1.45亿元，毛利率分别为8.92%、11.37%和6.41%。其中2017年收入增长主要系新增的东湾大道加油站开始投入运营。毛利率下降则系2017年下属加油站进行降价促销，销售量大幅增加但销售单价较低造成。

成品油系现代最主要的消费能源之一，稳定的下游需求将使公司油品及非油品业务具备较好的持续性，东湾大道加油站的投入运营，也为公司油品及非油品销售收入增长提供了新的动力。但我们也关注到，未来该业务的收入及毛利率与整体油价变化密切相关，易产生一定的波动。

公路和景区业务收费收入是公司营业收入的重要补充，但受国家公路收费政策影响，公司公路收费业务收入逐年下滑

根据《关于防城港市路桥车辆通行费收费标准方案和收费管理办法的批复》（桂政函[2009]7号），东湾交通为防城港市辖区范围内收费公路的收费主体，收费公路包括东兴至江山一级公路、防城至江山二级公路、西湾跨海大桥及配套公路、沙潭江至企沙一级公路，

均由公司建设。受国家《逐步有序取消政府还贷二级公司收费实施方案》政策等影响，目前公司仅有防城至江山二级公路及西湾跨海大桥及配套公路两条公路尚在收费。根据《防城港市人民政府关于将沙潭江至企沙一级公路等部分收费公路予以有偿回收的通知》（防政函[2016]3号文），为进一步理顺公路管理关系，防城港市财政局决定将上述四条收费公路进行分期有偿回收，按净值加成15%的比例分十年支付回收款。2016年公司不再将公路交通业务纳入主营业务进行核算。资产回收期间东湾交通仍作为上述收费公路的收费主体，所收缴通行费用冲抵相应年度的回收款金额，由财政年底统一核算。上述四条公路资产2017年产生0.74亿元回收收入，纳入工程建设业务核算。公司景区业务主要由子公司防城港市江山旅游投资有限责任公司（以下简称“江山旅投”）负责运营，景区收费业务收入主要来源于白浪滩欢乐海景区及龙马明珠景区的门票、商铺租赁及停车场收费收入，收入规模较小。

总体来看，2015-2017年公司景区及公路交通业务收入分别为1,625.54万元、354.12万元和282.63万元，2016年及以后主要为景区收入，毛利率则分别为-300.22%、6.69%和-387.38%。由于收费公路的养护费用成本仍在该业务项下核算，且2015与2017年养护费用较高，因此造成2015与2017年该业务科目下收入与成本大幅倒挂，毛利率为负。

公司其他业务收入主要为广告牌租赁收入、房租租赁等收入，2015-2017年分别为472.09万元、894.95万元和1,150.16万元，规模相对较小。

公司近年持续获得较大力度的外部支持

公司建设资金需求量大，近年当地政府一方面通过资产划拨提升公司的资本实力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。

根据防城港市人民政府防政函【2012年】155号文件，2012年防城港市人民政府将东湾交通整体划入公司，增加资本公积28.47亿元，有效地提升了公司的资本实力。

在财政补贴方面政府也对公司给予了较大支持。2015-2017年，防城港市财政局分别给予公司财政补助1.95亿元、1.50亿元和1.50亿元，提高了公司的盈利水平。

总体来看，近年公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。

表10 近年政府对公司的财政补贴情况（单位：万元）

期间	注入类型	划拨方	补贴收入
2015 年	项目贷款本息补贴	防财建函[2015]101 号	8,000.00
	项目贷款本息补贴	防财建函[2015]357 号	3,500.00
	项目贷款本息补贴	防财建函[2015]241 号	8,000.00
	合计	-	19,500.00

2016 年	项目贷款本息补贴	防财建函[2016]86 号	15,000.00
	合计	-	15,000.00
2017 年	项目贷款本息补贴	防财协办[2017]53 号	15,000.00
	合计	-	15,000.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。2015-2017年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

近年公司资产规模整体有所增长，但资产流动性较弱

2015-2017年公司资产规模分别为55.06亿元、52.13亿元和63.44亿元，整体呈波动上升趋势，其中2016年略有下降主要系当年通过自有资金偿还了较大规模的银行借款所致。从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为85.89%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。截至2017年末，货币资金余额为3.55亿元，不存在使用受限情况。应收账款主要为应收防城港市财政局的工程项目款，2017年末账面价值共3.70亿元，较2016年大幅增长，均已全部用于质押借款。考虑到欠款单位主要为当地财政局，款项回收风险相对可控，但回收时间不确定，仍对公司资金造成一定占用。

其他应收款方面，2017年末账面余额为1.91亿元，累计计提坏账准备0.74亿元，账面价值为1.17亿元。其中第一大欠款对象为公司财务人员古某娟，截至2017年末该员工共挪用公司公款0.51亿元，公司预计无法收回该款项，已全额计提坏账损失¹。剩余四名欠款单位分别为武汉钢铁建工集团有限责任公司（0.36亿元）、广西防城港超大运输有限责任公司（0.33亿元）、东兴市园区开发建设有限责任公司（0.21亿元）、江西中煤建设集团有限公司（0.06亿元）和防城港市理工职业学校项目（0.08亿元）。除古某娟外，其余欠款对象主

¹根据公司 2015-2017 年三年连审审计报告，由于古某娟挪用公款时间为 2008-2017 年，公司因此对前期进行了差错更正，并对 2015-2016 年合并报表相关项目进行了追溯调整。2015-2017 年公司针对古某娟挪用公款事项，分别计提了 190 万元、435.19 万元和 239.95 万元资产减值损失。

要为经营性国企及民企，部分款项账龄较长，存在一定回收风险，未来需要持续关注回收情况。

公司存货包括土地使用权和工程项目开发成本，截至2017年末，账面价值为45.96亿元，其中土地使用权30.85亿元，工程项目开发成本15.07亿元。公司存货中的土地使用权系根据防国资发【2010】52号“关于将部分国有资产划入防城港市东湾交通有限公司的批复”文件，由政府划拨至防城港市东湾交通有限公司持有并开发，共计6宗土地，面积合计195.24万平方米，土地性质均为出让，证载用途均为商服。2017年末，公司存货中有5宗面积合计132.17万平方米、账面价值合计20.73亿元的土地用于抵押借款，抵押比例为67.19%²。工程项目开发为公司代建基础设施建设项目尚未结算的工程成本，随着项目投入的增加，且根据防财办【2016】2号文，防城港市财政局将沙潭江至企沙一级公路等四条收费公路进行了分期有偿回收，收费公路资产由固定资产科目调整至存货科目（2017年末该四条公路账面价值合计5.17亿元），工程项目开发成本持续增长。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。2017年公司新增投资性房地产，系当年公司原2宗自用土地使用权改为出租，自无形资产转入所致，账面价值共计1.28亿元。固定资产主要为房屋建筑物，2017年末账面价值为0.52亿元。2016年末公司将收费公路由固定资产调整至存货科目中，因此2016年固定资产规模同比大幅减少。无形资产主要是土地使用权，2017年末账面价值为2.35亿元，较上年大幅减少，主要系原有2宗土地转入投资性房地产。此外，当年末无形资产中账面价值为0.31亿元的1宗土地用于了抵押借款，使用权受限。2017年末公司新增非流动资产，账面价值为4.61亿元，主要为预付人居环境项目工程款1.6亿元，预付广西跨境经济开发投资有限公司工程款3亿元。

总体来看，近年公司资产规模波动增长，但资产主要为应收款项、土地资产及工程项目开发成本，应收款项回收时间不确定且部分用于质押借款，土地资产及工程开发成本即时变现能力较弱，因此公司资产流动性较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	35,482.59	5.59%	51,059.91	9.79%	60,686.22	11.02%
应收账款	36,993.91	5.80%	182.60	0.03%	292.12	0.05%
其他应收款	11,659.91	1.84%	9,890.13	1.90%	30,484.58	5.54%

²根据公司 2015-2017 年三年连审审计报告，截至 2018 年 4 月 2 日，2017 年末资产负债表日处于抵押状态的 4 宗价值 16.37 亿元的土地已经解除抵押。

存货	459,628.23	72.45%	415,632.02	79.73%	348,437.26	63.28%
流动资产合计	544,916.63	85.89%	478,457.68	91.78%	442,047.99	80.28%
投资性房地产	12,752.62	2.01%	-	-	-	-
固定资产	5,206.37	0.82%	4,847.13	0.93%	69,096.00	12.55%
无形资产	23,461.23	3.70%	37,255.68	7.15%	38,285.90	6.95%
其他非流动资产	47,165.64	7.43%	-	-	-	-
非流动资产合计	89,500.94	14.11%	42,864.03	8.22%	108,573.17	19.72%
资产总计	634,417.58	100.00%	521,321.71	100.00%	550,621.17	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司主营业务可持续较好，但盈利状况不佳，利润总额对外部补助的依赖较大

近年公司营业收入主要来源于工程建设业务和油品及非油品销售收入，近年公司营业收入保持增长，2015-2017年分别实现营业收入4.93亿元、5.61亿元和6.16亿元，其中工程建设收入占营业收入的比重分别为84.60%、88.42%和74.19%。分业务来看，受防城港市交通基础设施建设进度影响，近年公司工程建设收入有所波动；油品类业务方面，由于2017年新增的东湾大道加油站正式运营以及当年油品价格上涨，当年该业务有较为明显增长。作为防城港市重要的城市资源开发和运营主体，公司可持续经营能力较强。工程业务方面，截至2017年末公司在建、拟建项目较多，且存货中尚未结算的工程项目开发成本15.07亿元；油品销售业务方面，公司2017年新增东湾大道加油站，供应能力得到提升，且成品油作为消耗能源，需求较为稳定。综合而言，未来公司主营业务可持续较好。

毛利率方面，公司每年建设的工程项目实际投资回报率不同，再叠加油品销售业务毛利率受油价以及促销活动等因素影响，因此近年公司综合毛利率波动较大，2015-2017年分别为2.68%、13.91%和13.50%，整体盈利水平一般。此外，2015-2017年公司分别计提了0.04亿元、0.06亿元和0.16亿元的资产减值损失，进一步削弱了盈利水平。综合因素影响下，2015-2017年营业利润分别为-8,342.26万元、64.76万元和566.47万元。

为支持公司业务的发展，近年防城港市人民政府每年给予公司一定金额的外部补贴，2015-2017年公司分别获得外部补助1.95亿元、1.50亿元和1.50亿元，是公司利润的重要来源。此外，经防城港市地方税务局审批，近年公司从事的公共基础设施投资经营的所得免征企业所得税，税收负担较小，2015-2017年分别实现净利润1.11亿元、1.38亿元和1.55亿元。

总体来看，公司主营业务经营可持续性较好，但近年盈利状况不佳，利润总额对政府补助的依赖较大。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	61,588.19	56,104.93	49,338.23
资产减值损失	1,596.65	566.88	439.29
营业利润	566.47	64.76	-8,342.26
营业外收入	15,099.43	15,022.15	19,543.03
利润总额	15,502.34	13,826.59	11,148.33
净利润	15,454.21	13,826.59	11,148.33
综合毛利率	13.50%	13.91%	2.68%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流稳定性不佳，目前在建、拟建项目资金需求较大，仍将面临较大的资金压力

由于与委托方未就工程建设款项具体支付时间进行明确约定，因此公司资金回笼能力具有不稳定性，2015-2017年公司收现比分别为1.00、1.00和0.41，其中2017年收现比大幅下降即系当年政府未及时支付相关工程款。购买商品、接受劳务支付的现金主要为工程项目投入以及从中国石化购进油品，2015-2017年分别支付5.18亿元、3.85亿元和11.58亿元。此外，公司与政府部门以及业务单位之间的资金往来情况规模较大，对经营活动现金流带来较大影响。总体来看，2015-2017年公司经营活动现金流净额分别为-1.65亿元、4.88亿元和4.33亿元。截至2017年末，公司在建、拟建基础设施建设项目尚需投入资金规模较大，公司将面临较大的资金支出压力。

投资活动方面，近年公司投资活动主要为购买理财产品，2015-2017年投资活动现金流净额分别为4.64亿元、-240.03万元和-169.94万元，其中2015年投资活动现金净流入主要是公司赎回5亿元理财产品所致。筹资活动方面，近年通过政府债券置换³及自有资金偿还了较大规模的银行借款，2015-2017年筹资活动产生的现金流净额分别为-5.90亿元、-5.82亿元和-5.87亿元。

总体来看，近年公司经营性现金流存在明显的波动，稳定性不佳，目前在建、拟建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力。

表13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.41	1.00	1.00

³2015-2017 年的政府债务置换资金计入了对防城港市财政局的其他应付款

销售商品、提供劳务收到的现金	24,986.79	56,381.02	49,169.30
收到其他与经营活动有关的现金	167,484.69	117,338.29	148,336.84
经营活动现金流入小计	192,471.47	173,719.31	197,506.14
购买商品、接受劳务支付的现金	115,775.91	38,489.03	51,835.86
支付其他与经营活动有关的现金	31,047.38	82,511.08	160,217.03
经营活动现金流出小计	149,166.20	124,949.62	213,988.14
经营活动产生的现金流量净额	43,305.28	48,769.69	-16,482.00
投资活动产生的现金流量净额	-169.94	-240.03	46,418.73
筹资活动产生的现金流量净额	-58,712.65	-58,155.98	-58,979.91
现金及现金等价物净增加额	-15,577.32	-9,626.31	-29,043.18

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司有息债务规模持续下降，短期债务偿还压力不大

近年公司通过自身经营积累，资本实力稳步增长，2017年末所有者权益合计为34.73亿元，2015-2017年复合增长率为4.50%。同期，公司负债规模波动增长，2017年末为28.71亿元，较2015年增长23.44%。截至2017年末，公司产权比率增长至82.68%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	287,134.48	189,492.83	232,618.87
所有者权益	347,283.09	331,828.88	318,002.30
产权比率	82.68%	57.11%	73.15%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司流动负债主要为其他应付款。其他应付款主要是与业务单位之间的往来款及质保金，2017年末账面余额为17.46亿元，较2016年末增长5.02倍，主要是增加对防城港市财政局的政府债务置换资金以及对其他当地国企单位的往来款、质保金等。此外，中国农发重点建设基金有限公司于2016年参股东湾交通，股权投资款0.41亿元计入了其他应付款。截至2017年末，公司其他应付款应付单位主要为防城港市财政局（13.81亿元⁴）、东兴市园区开发建设有限责任公司（1.00亿元）、广西城投置业有限公司（1.00亿元）、中国农发重点建设基金有限公司（0.41亿元）和武钢建工集团有限公司（0.17亿元）。公司非流动负债主要为长期借款，近年通过政府债务置换及自有资金偿还较大规模的银行借款，长期借款规模持续下降，截至2017年末账面余额为10.80亿元，其中抵押借款5.55亿元、质

⁴ 其中 8.4 亿元为 2017 年获得的政府债务置换资金，暂计入了对防城港市财政局的其他应付款。根据公司提供资料，2018 年 7 月防城港市政府已同意将该笔资金转为对公司的资本金投入。

押借款2.43亿元、信用借款2.87亿元。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	174,552.84	60.79%	28,980.21	15.29%	11,373.53	4.89%
一年内到期的非流动负债	-	-	48,000.00	25.33%	10,100.00	4.34%
流动负债合计	179,131.42	62.39%	80,212.47	42.33%	24,869.34	10.69%
长期借款	108,003.07	37.61%	109,280.36	57.67%	207,749.53	89.31%
非流动负债合计	108,003.07	37.61%	109,280.36	57.67%	207,749.53	89.31%
负债合计	287,134.48	100.00%	189,492.83	100.00%	232,618.87	100.00%
其中：有息债务	112,103.07	39.04%	157,280.36	83.00%	217,849.53	93.65%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

有息债务方面，近年公司偿还较大规模银行借款，有息债务规模持续减少，截至2017年末公司账面有息债务规模为11.21亿元，主要为长期有息债务，短期债务偿还压力不大。

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率上升至45.26%，整体财务杠杆率仍处于适当水平。由于其他应付款大幅增加，2017年末公司流动比率与速动比率均有较为明显下降，分别为3.04和0.48。2015-2017年公司EBITDA分别为2.49亿元、1.99亿元和1.99亿元，有所波动，但受益于有息负债规模的下降，EBITDA利息保障倍数则持续上升，分别为1.57、1.68和2.11。但我们注意到，随着公司在建、拟建项目的推进，预计公司仍需利用外部融资渠道筹集资金，未来其财务安全性或将下降。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	45.26%	36.35%	42.25%
流动比率	3.04	5.96	17.77
速动比率	0.48	0.78	3.76
EBITDA（万元）	19,944.97	19,940.62	24,864.58
EBITDA 利息保障倍数	2.11	1.68	1.57
有息债务/EBITDA	5.62	7.89	8.76

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

募投项目未来的收益是本期债券还本付息资金的主要来源。项目的收入来源包括建筑销售及租金收入、市场交易佣金。项目建成后，在本期债券存续期内预计可实现营业收入约181,448.20万元。但需要注意的是，受建设资金实际到位情况、工程施工推进程度以及建

成后销售价格的波动等多方面因素影响，募投项目实际收入存在不达预期的可能性。

公司稳定的经营状况是本期债券按期偿付的基础。2015-2017年公司分别实现营业收入4.93亿元、5.61亿元和6.16亿元，分别实现净利润1.11亿元、1.38亿元和1.55亿元，经营活动现金流净额为-1.65亿元、4.88亿元和4.33亿元，公司自身经营状况尚可。作为防城港市重要的城市资源开发和运营主体，公司可持续经营能力较强。工程业务方面，截至2017年末公司在建、拟建项目较多，且存货中尚未结算的工程项目开发成本15.07亿元；油品销售业务方面，成品油作为主要消耗能源之一，下游需求亦较为稳定。但我们也注意到，公司在建、拟建项目资金需求较大，未来经营环节将存在较大的资金压力。

截至2017年末，公司共拥有土地17宗，面积合计217.66万平方米、账面价值合计34.47亿元。若出现现金流不足情况时，公司可通过变现获得必要的偿债资金，但其中账面价值合计21.04亿元的土地已用于抵押，且极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外提供的担保总额为0.15亿元，占2017年末所有者权益的0.43%，被担保企业为防城港国资委控股的当地国有企业，或有债务风险不大，处于可控范围。

表17 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保类型	担保期限
东兴市园区开发建设有限责任公司	1,500.00	抵押担保	2016/06/02-2019/06/01
合计	1,500.00	-	-

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告，鹏元整理

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	35,482.59	51,059.91	60,686.22
应收账款	36,993.91	182.60	292.12
预付款项	1,151.99	1,693.02	2,147.82
其他应收款	11,659.91	9,890.13	30,484.58
存货	459,628.23	415,632.02	348,437.26
流动资产合计	544,916.63	478,457.68	442,047.99
长期股权投资	701.04	572.11	888.08
投资性房地产	12,752.62	-	-
固定资产	5,206.37	4,847.13	69,096.00
在建工程	7.10	78.84	186.61
无形资产	23,461.23	37,255.68	38,285.90
商誉	110.26	110.26	110.26
长期待摊费用	96.67	-	6.31
其他非流动资产	47,165.64	-	-
非流动资产合计	89,500.94	42,864.03	108,573.17
资产总计	634,417.58	521,321.71	550,621.17
应付账款	2,894.38	2,434.75	2,077.39
预收款项	112.54	122.88	37.72
应付职工薪酬	78.63	5.19	64.99
应交税费	1,319.05	650.77	1,215.71
应付利息	173.96	18.67	-
其他应付款	174,552.84	28,980.21	11,373.53
一年内到期的非流动负债	0.00	48,000.00	10,100.00
流动负债合计	179,131.42	80,212.47	24,869.34
长期借款	108,003.07	109,280.36	207,749.53
非流动负债合计	108,003.07	109,280.36	207,749.53
负债合计	287,134.48	189,492.83	232,618.87
实收资本	1,000.00	1,000.00	1,000.00
资本公积	284,712.75	284,712.75	284,712.75
盈余公积	1,894.69	1,894.69	1,894.69

未分配利润	58,298.51	42,873.03	29,005.26
归属于母公司所有者权益合计	345,905.96	330,480.48	316,612.71
少数股东权益	1,377.13	1,348.41	1,389.59
所有者权益合计	347,283.09	331,828.88	318,002.30
负债和所有者权益总计	634,417.58	521,321.71	550,621.17

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	61,588.19	56,104.93	49,338.23
其中：营业收入	61,588.19	56,104.93	49,338.23
二、营业总成本	61,150.64	56,476.88	57,728.06
其中：营业成本	53,276.80	48,300.88	48,014.32
税金及附加	256.91	1,181.63	316.65
销售费用	239.44	259.59	135.92
管理费用	2,863.24	2,815.87	2,736.27
财务费用	2,917.60	3,352.04	6,085.61
资产减值损失	1,596.65	566.88	439.29
投资收益（损失以“-”号填列）	128.93	436.71	47.57
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	128.93	436.71	47.57
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	566.47	64.76	-8,342.26
加：营业外收入	15,099.43	15,022.15	19,543.03
减：营业外支出	163.56	1,260.32	52.44
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	15,502.34	13,826.59	11,148.33
减：所得税费用	48.13	-	-
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	15,454.21	13,826.59	11,148.33

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 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	24,986.79	56,381.02	49,169.30
收到其他与经营活动有关的现金	167,484.69	117,338.29	148,336.84
经营活动现金流入小计	192,471.47	173,719.31	197,506.14
购买商品、接受劳务支付的现金	115,775.91	38,489.03	51,835.86
支付给职工以及为职工支付的现金	1,840.80	1,763.28	1,511.90
支付的各项税费	502.11	2,186.24	423.36
支付其他与经营活动有关的现金	31,047.38	82,511.08	160,217.03
经营活动现金流出小计	149,166.20	124,949.62	213,988.14
经营活动产生的现金流量净额	43,305.28	48,769.69	-16,482.00
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	872.16	-
取得投资收益收到的现金	-	127.84	88.22
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	50,000.00
投资活动现金流入小计	-	1,000.00	50,088.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	169.94	740.03	3,669.49
投资支付的现金	-	500.00	0.00
投资活动现金流出小计	169.94	1,240.03	3,669.49
投资活动产生的现金流量净额	-169.94	-240.03	46,418.73
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款所收到的现金	83,975.83	18,962.83	15,105.61
筹资活动现金流入小计	83,975.83	18,962.83	15,105.61
偿还债务所支付的现金	133,253.12	65,233.10	58,222.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	9,435.37	11,885.71	15,863.52
筹资活动现金流出小计	142,688.49	77,118.81	74,085.52
筹资活动产生的现金流量净额	-58,712.65	-58,155.98	-58,979.91
五、现金及现金等价物净增加额	-15,577.32	-9,626.31	-29,043.18
加：期初现金及现金等价物余额	51,059.91	60,686.22	89,729.40
六、期末现金及现金等价物余额	35,482.59	51,059.91	60,686.22

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，鹏元整理

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
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	15,454.21	13,826.59	11,148.33
加：资产减值准备	1,596.65	566.88	439.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	308.32	327.53	5,579.66
无形资产摊销	1,041.83	1,041.89	1,028.27
长期待摊费用摊销	3.33	6.31	0.69
财务费用（收益以“－”号填列）	3,089.15	4,738.30	7,107.64
投资损失（收益以“－”号填列）	-128.93	-436.71	-47.57
存货的减少（增加以“－”号填列）	-43,996.21	-67,194.76	-8,353.44
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-50,351.91	20,723.57	-30,702.71
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	116,288.84	75,170.10	-2,682.15
经营活动产生的现金流量净额	43,305.28	48,769.69	-16,482.00

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	112,103.07	157,280.36	217,849.53
资产负债率	45.26%	36.35%	42.25%
产权比率	82.68%	57.11%	73.15%
流动比率	3.04	5.96	17.77
综合毛利率	13.50%	13.91%	2.68%
EBITDA（万元）	19,944.97	19,940.62	24,864.58
EBITDA 利息保障倍数	2.11	1.68	1.57
有息负债/EBITDA	5.62	7.89	8.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 公司土地资产明细（单位：亩、万元）

序号	土地证号	坐落	土地性质	土地用途	土地面积	账面价值	是否抵押
1	东国用（2013）第 A0467 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	157.73	16,514.33	是
2	东国用（2013）第 A0468 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	728.90	76,753.17	是
3	东国用（2013）第 A0469 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	961.14	101,208.04	否
4	东国用（2013）第 A0470 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	413.74	43,566.82	是
5	东国用（2013）第 A0471 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	356.58	37,547.87	是
6	东国用（2013）第 A0472 号	东兴市江平盐场万尾工区	出让	商服	310.56	32,888.30	是
7	防港国用（2014）第 A-040 号	港口区光坡镇沙企一级路东侧	出让	批发零售	11.01	2,707.82	否
8	防港国用 2014 第 B2014-0171 号	防城区那良镇里火口岸（加油站用地）	出让	批发零售	10.33	1,864.05	否
9	防港国用 2012 第 B2012-0100 号	防城区那良镇里火口岸（仓储用地）	出让	仓储用地	20.11	232.88	否
10	防港国用 2011 第 B2011-0363 号	防城区那良镇里火口岸（商务金融用地）	出让	商务金融	47.25	640.10	否
11	防港国用 2012 第 0095 号	港口区沙企一级路西侧	出让	批发零售	50.03	2,848.08	否
12	防港国用 2012 第 0365 号	港口区沙企一级路西侧土地	出让	批发零售	10.90	501.83	否
13	防港国用（2012）第 0402 号	防城港市江山半岛白浪滩景区	出让	住宿餐饮	64.54	3,023.58	是
14	防港国用（2014）第 0212 号	防城港市跨海大桥中段	出让	批发零售	42.11	8,850.77	否
15	防港国用（2014）第 0211 号	防城港市跨海大桥中段明珠广场南面	出让	批发零售	12.53	2,755.32	否
16	防港国用（2014）第 0213 号	防城港市滨海公路白龙立交桥西北侧土地	出让	批发零售	51.80	8,947.02	否
17	防港国用（2015）第 0327 号	防城港市港口区渔洲坪东湾大道东侧	出让	批发零售	15.65	3,805.60	否
合计		-	-	-	3,264.91	344,655.58	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动负债+长期借款

附录六 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。