

2014 年广西钦州临海工业投资有限责任公司

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【44】号 01

债券简称：14 钦州临海
债/PR 钦临海

增信方式：土地使用权
抵押

债券剩余规模：3.60 亿
元

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 年末逐年
分别偿还债券发行总额
的 20%

分析师

姓名：
王强 刘伟强

电话：
0755-82872611

邮箱：
wangq@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

2014 年广西钦州临海工业投资有限责任公司公司债券 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 06 月 18 日	2018 年 06 月 28 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”）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，为公司发展提供了良好基础，公司继续得到外部较大力度的支持，同时土地使用权抵押担保为本期债券偿还仍能提供一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，未来面临较大的资金压力及偿债压力，存在一定的或有负债风险，跟踪期内抵押资产未按照相关监管协议要求进行评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年钦州市地区生产总值同比增长 6.0%。经济持续增长为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司继续获得外部较大力度的支持。公司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（以下简称“钦州港管委会”）的重点支持，2018 年公司收到市财政拨付项目专项资金合计增加资本公积 2.49 亿元。此外，公司 2018 年合计收到基础设施重大项目及投融资费用补贴合计 1.04 亿元。
- 土地使用权抵押担保仍可为本期债券偿还提供一定保障。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，经评估 4 宗土地总价值为 170,176.72 万元（评估基准日为 2013

年1月11日), 抵押倍数¹为4.39, 仍可为本期债券偿还提供一定保障。

关注:

- **公司资产以土地使用权和开发成本为主, 资产流动性较弱。**截至2018年末, 公司总资产规模达到182.89亿元, 其中存货占比91.77%, 主要是土地使用权和开发成本, 其中过半土地已用于抵押, 资产流动性较弱。
- **公在建及拟建项目较多, 未来面临较大的资金压力。**截至2018年末公司主要的在建土地开发整理项目、基础设施项目合计总投资180.24亿元, 剔除超额投资部分合计未来尚需投入87.05亿元。此外拟建基础设施项目尚需投入29.33亿元。未来面临较大的资金压力。
- **公司有息债务维持较大规模, 面临较大偿债压力。**截至2018年末公司有息债务规模66.25亿元, 占总负债的比重为67.88%, 有息债务维持较大规模, 从偿还期限来看, 2019-2021年合计需偿还48.54亿元, 偿还集中度较高。公司速动比率表现较差, 2018年底公司资产负债率为53.37%, EBITDA利息保障倍数均处于较低水平, 公司资产主要由土地和开发成本构成, 土地资产总价值的61.90%已抵押, 实际资产快速变现能力较差, 公司面临较大偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2018年底, 公司对外担保合计8.80亿元, 占2018年末净资产的比重为10.32%。担保对象均无反担保措施, 公司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后续跟踪评估。

公司主要财务指标 (万元)

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,828,856.17	1,761,405.04	1,605,528.81
所有者权益	852,840.47	816,827.69	581,952.73
有息债务	662,505.08	703,664.48	567,494.47

¹ 抵押倍数是指抵押资产的价值与本期债券未偿付本金及其一年利息总额的比率。

资产负债率	53.37%	53.63%	63.75%
流动比率	5.14	6.70	7.19
营业收入	70,883.82	42,042.32	72,863.25
营业外收入	10,367.71	14,256.35	10,066.13
利润总额	12,080.54	17,049.03	19,999.46
综合毛利率	7.44%	13.96%	16.71%
EBITDA	13,490.57	18,210.79	21,236.15
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.37	0.37
经营活动现金流净额	-93,461.85	-41,358.97	13,861.49

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2月20日公开发行7年期9亿元公司债券，设置本金提前偿还条款，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2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为17.85万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、股权结构、控股股东无变化。截至2018年末公司实收资本仍为16,168.82万元，截至2019年4月末公司注册资本仍为16,168.00万元²，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，实际控制人为钦州市人民政府。

2018年6月11日，因公司股东会修订公司章程中有关监事会成员产生方式，公司原监事会主席张硕，不再担任监事会主席一职。监事陆繁伟，不再担任公司监事。根据钦州市国有资产监督管理委员会国有企业监事会《关于向钦州临海工业投资有限责任公司委派监事会成员的通知》，委派黄兴越、李小鹏、余春先为监事会监事，黄兴越为监事会主席；职工代表大会选举黄裕娟、钟志娟两名同志为职工代表监事，其中，钟志娟此前已为监事会成员。2018年10月31日，根据《关于向钦州临海工业投资有限责任公司委派监事会成员的通知》（钦监事会[2018]3号），李小鹏、余春先不再担任公司监事。委派米秋香、李永儒为公司新的监事会监事。

截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，较上年无变化。

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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革

² 注册资本与实收资本不一致待公司变更工商登记。

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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

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。后续相关政策延续 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，政策上一定程度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 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），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），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。2018 年 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。

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 1 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、永续期债券等创新品种规模
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作, 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、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年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)	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

钦州市经济规模保持增长, 固定资产投资对经济的拉动作用较大

钦州市经济总量保持增长, 综合实力稳步增强。2018年钦州市地区生产总值同比增长6.0%。其中, 第一产业增加值同比增长5.5%; 第二产业增加值同比增长1.4%; 第三产业增加值同比增长10.2%。

2018年钦州市全社会固定资产投资同比增长11.7%，固定资产投资对经济的拉动作用较大。其中，第一、二、三产业固定投资分别增长9.6%、28.3%和6.1%，其中计划总投资5,000万元以上项目投资增长17.7%，以企业投资为主的工业投资、房地产投资分别增长27.8%、32.4%，分别排名全区第3位和第2位，民间投资增长24.2%，持续高速增长。2018年全年全市规模以上工业企业增加值增长2.3%。

总体来看，钦州市经济规模保持增长，固定资产投资对经济的拉动作用较大。

表 2 2017-2018 年钦州主要经济指标及同比变化情况（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）	-	6.0%	1,309.82	8.8%
第一产业增加值	-	5.5%	234.95	3.9%
第二产业增加值	-	1.4%	625.01	11.2%
第三产业增加值	-	10.2%	449.86	8.9%
规模以上工业增加值	-	2.3%	340.77	12.8%
固定资产投资	-	11.7%	1,088.85	14.5%
社会消费品零售总额	443.34	9.5%	411.75	10.2%
进出口总额（亿美元）	-	-33.2%	51.04	16.6%
存款余额	1,072.70	9.5%	976.54	7.7%
贷款余额	741.3	11.5%	661.13	11.1%
人均 GDP（元）	-	-	-	39,933.54
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	-	66.94%

注：1、2017年规模以上工业增加值未公布，根据2015年数据计算得出；2、“-”数据暂未公布
 资料来源：2017-2018年钦州市国民经济和社会发展统计公报，2018年钦州市经济运行简析

2018年钦州市全市实现公共财政收入54.10亿元，同比增长2.45%。其中税收收入34.16亿元，占公共财政收入比重为63.15%。2018年钦州市实现政府性基金收入53.77亿元，同比增长86.84%。同期钦州市全市公共财政支出为222.08亿元，同比增长8.18%，财政自给率为24.36%。

四、经营与竞争

从收入构成来看，2018年公司土地转让收入大幅增加，占总收入比重大幅上升至45.74%，收入规模不稳定，项目转让和土地转让相关业务均位于钦州港经济技术开发区范围内。公司贸易收入包括水泥、钢筋销售、葡萄酒等，此外还有商品砼销售收入，对收入

形成一定补充，但整体规模不大。

2018年营业收入比2017年增长68.60%，主要系土地转让收入大幅增长。2018年毛利率有所下降主要系为支持钦州港区前期发展及吸引企业入驻，钦州市国土部门降低了土地的出让价格，土地转让收入毛利率较低所致。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
1、主营业务收入小计	70,858.41	7.45%	42,031.61	14.00%
土地转让收入	32,421.26	0.07%	807.26	1.09%
项目转让收入	29,912.62	9.74%	29,912.62	9.74%
商品砼	6,071.97	22.21%	5,899.30	32.31%
租赁收入	1,038.12	55.20%	618.16	24.59%
贸易收入-葡萄酒等商品销售	568.51	44.21%	782.73	34.57%
代理费收入	554.80	21.51%	263.21	25.00%
检测费收入	173.01	17.05%	99.53	17.53%
贸易收入-水泥销售	118.12	15.49%	3,648.80	15.05%
贸易收入-钢筋销售	-	-	-	-
2、其他业务收入小计	25.41	-7.03%	10.71	-108.14%
其他	25.41	-7.03%	10.71	-108.14%
合计	70,883.82	7.44%	42,042.32	13.96%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建土地整理项目较多，土地转让收入毛利率较低，易受房地产市场及土地市场景气度的影响存在一定不确定性；项目转让收入未来可持续性一般

经钦州市人民政府授权，公司承担钦州市土地一级整理开发业务，在钦州港经济技术开发区范围内通过吹沙填海方式形成陆地，在吹沙填海形成陆地并通过竣工决算之后，可将海域使用权换为土地使用权。

公司土地相关的业务模式有两种：一是将土地使用权交回钦州市国土资源局，由钦州市国土资源局出让该土地使用权并将土地出让收益返还至公司，或者通过土地二级市场招拍挂或协议转让给入驻企业，确认土地转让收入；二是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个土地整理项目与钦州港管委会签订了《项目回购协议》，确认项目转让收入。

2017-2018年度公司土地转让业务收入分别为807.26万元和32,421.26万元，占主营业务收入的比例分别为1.92%和45.74%，土地转让业务收入大幅增长。2017-2018年度土地转让业务毛利率分别为1.09%和0.07%，公司土地转让业务毛利率持续较低，主要系为支持钦州

港区前期发展及吸引企业入驻，钦州市国土部门降低了土地的出让价格，土地转让收入毛利率较低所致。公司账上土地使用权账面价值50.28亿元，47宗海域使用权账面金额4.95亿元（入账成本为办理海域证时缴纳的海域使用金），未来可形成土地转让收入；但需关注的是公司土地转让收入毛利率较低，且易受政府土地规划、房地产市场及土地市场景气度的影响，未来具有一定的不确定性，同时土地转让收入的回款情况受政府财力情况、财政预算及资金调配情况影响较大。

表4 2018年公司确认的土地转让收入明细（单位：平方米、万元）

地块	土地位置	土地用途	面积	确认成本	确认收入
桂（2017）钦州市不动产权第0002749号	大榄坪四号路东面、第七大街南面	仓储用地	196,422.00	10,639.32	11,171.29
钦国用（2012）第D536号	钦州港临海大道西面、海豚路西面、胜利科污水处理厂北面	工业用地	316,185.28	4,682.50	4,916.62
钦国用（2011）第D271号	钦州港鹰岭作业区	工业用地	177,711.04	11,939.24	12,536.20
钦国用（2014）第D0179号	钦州港经济技术开发区碧玉街北面、兴港路西面	商务金融用地	18,887.45	5,136.32	5,393.13
合计				32,397.38	34,017.25

注：表中确认收入为含税收入。

资料来源：公司提供

为加强公司的持续运营能力，钦州港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个土地整理项目与公司于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28.50亿元对项目进行回购（回购资金支付计划见表8）。

表5 截至2018年末《项目回购协议》实际确认收入及收到回购资金情况（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
实际确认项目转让收入	8.08	3.00	0.83	3.0	5.17	2.99	2.99	-	26.06
实际收到回购资金	7.39	3.00	0.00	3.00	5.17	1.80	4.20	-	24.56

注：2017年确认的回购收入2.99亿元，其中1.20亿元未收现计入应收账款；2014年0.83亿元未收到资金，计入应收账款。

资料来源：公司提供

2017-2018年公司确认的项目转让收入来自于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。2018年公司实现项目转让收入2.99亿元，与2017年持平；2017-2018年项目转让收入毛利率持平。截至2018年末以上两个项

目累计确认收入26.08亿元，未来待回购金额预计为2.42亿元，剩余待回购规模不大。

公司在建开发土地整理项目包括吹沙填海、航道、土地整理、航道维护等类型，截至2018年12月31日存货开发成本中土地整理项目尚未结转成本合计48.15亿元，未来可形成项目转让收入，但除上述2个项目外其余项目暂未签订回购协议，项目转让收入未来可持续性一般。

截至2018年12月31日，公司主要土地开发整理项目总投资79.60亿元，已投资63.64亿元，剔除超额投资部分未来尚需投入24.27亿元。

表6 截至2018年12月31日公司主要土地开发整理项目建设情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	是否签订回购协议
钦州港 30 万吨级航道	117,169	160,172.93	0	否
30 万吨级航道支航道	92,024	55,162.77	0	否
大榄坪加工区 2 平方公里平整工程	88,839	78,277.77	0	否
大榄坪物流加工区 2 平方公里综合				否
大榄坪加工区四号路东 3.9 平方公里综合	153,289	35,740.53	0	否
金鼓江西岸 2100 亩项目	37,208.53	32,101.82	0	否
石化物流项目	130,450	170,385	198,006	是
中船钦州海工修造保障基地	71,721.72	26,961.41	0	否
钦州港恒新镍铁项目	10,860	11,006.22	0	否
榄石化园 3 平方公里 8 项目(原名：钦州石化产业园区一期 3 平方公里吹填工程)	94,468	66,630.00	76,591	是
合计	796,029	636,438	274,597	-

注：1、四川产业园基础设施项目即大榄坪加工区四号路东3.9平方公里综合；2、金鼓江西岸2100亩项目即金鼓江西岸土地平整工程；3、钦州港30万吨级航道直接由区发改委对可研批复（桂发改交通〔2011〕578号），目前已完工待组织验收；4、大榄坪综合物流加工区用地平整工程2平方公里（吉利汽车）系大榄坪加工区2平方公里平整工程、大榄坪物流加工区2平方公里综合构成；5、石化物流项目系钦州港大榄坪石化物流项目4,400亩海域吹填工程；榄石化园3平方公里8项目(原名:金鼓西岸五项目)系钦州石化产业园区一期3平方公里吹填工程，以上项目均已完工。6、已确认收入为含税收入。

资料来源：公司提供

公司在建、拟建基础设施项目较多，随着项目建设的持续推进将面临较大的资金压力

公司是钦州港经济技术开发区基础设施、重大项目建设的主要实施主体，通过政府投入、对外融资等途径筹集基础设施和重大项目建设资金，投资建设钦州港经济技术开发区范围内包括石化产业园区、大榄坪综合物流加工区、钦州港新城区等的基础设施项目。随着钦州港经济技术开发区建设力度加大，公司承担的基础设施项目也较多。

截至2018年末，公司就大榄坪路网建设项目、钦州保税港区综合工程、钦州港行政商

务区综合工程、钦州港航道综合配套及联检设施建设项目、钦州港区石化产业园路网及联检设施建设项目、钦州港区污水管网工程建设等项目签订了委托代建合同，合同约定的投资收益率均为10%，约定的投资成本明细如表10。

表 7 截至 2018 年底公司签订代建协议的项目明细（单位：万元）

项目名称	项目建设成本费用	收益率	项目代建款	项目委托方
大榄坪路网建设项目	360,394.61	10%	396,434.07	钦州市人民政府
钦州保税港区综合工程	26,536.88	10%	29,190.57	钦州市人民政府
钦州港行政商务区综合工程	113,342.06	10%	124,676.27	钦州市人民政府
钦州港航道综合配套及联检设施建设项目	104,791.59	10%	115,270.75	钦州市人民政府
钦州港区石化产业园路网及联检设施建设项目	170,285.91	10%	187,314.50	钦州市人民政府
钦州港区污水管网工程建设项目	20,590.26	10%	22,649.29	钦州市人民政府
合计	795,941.31	-	875,535.44	-

注：以上项目实际建设中拆分为多个子项目。

资料来源：公司提供

公司在建基础设施项目主要包括道路、大楼、房屋、公租房、管廊、污水管网等类型，截至2018年12月31日存货开发成本中基础设施项目尚未结转成本合计64.28亿元，未来可形成相关收入。但中证鹏元关注到截至2018年底公司已完工项目与在建项目均尚未确认收入，且除表10中项目外其余项目未与政府签订委托代建合同或项目回购合同，未来收入存在一定的不确定性。

公司本期募投项目之一“钦州市钦州港大榄坪第八大街工程”已完工待回购，其余募投项目均在建（见表8标“*”项目）。公司在建项目中钦州港金谷港区金鼓江作业区12号、13号泊位工程、金鼓江作业区16#-17#泊位、金鼓江作业区14#-15#泊位为自营，未来港口的收入情况受港口实际吞吐量及港口运营情况影响存在一定不确定性。截至2018年末，公司主要的在建基础设施项目预计总投资100.64亿元，累计已完成投资38.04亿元，剔除超额投资部分，尚需投入62.78亿元。此外，公司拟建基础设施项目尚需投入29.33亿元。随着项目建设的持续推进，公司将面临较大的资金压力。

表 8 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	立项批文	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	累计已投资
钦州港新城区路网二期工程*	钦市发改重点（2010）207号	2010.5	2019.12	118,073.08	50,175.49
钦州港金谷港区金鼓江作业区12号、13号	桂发改交通（2013）1645号	2013.1	2020.12	95,454.00	3,590.75

泊位工程					
金鼓江作业区 16#-17# 泊位	桂发改交通 (2014) 1556 号	2016.12	2020.12	88,000.00	2,600.88
钦州港新城区城中村改造一期项目工程	钦市发改投 (2014) 325 号	2010.1	2019.12	84,510.49	67,210.35
钦州港新城区商务中心启动区路网工程 (一期)	钦市发改投 (2010) 207 号	2010.5	2010.12	84,456.00	12,759.68
钦州港大榄坪至三墩公路	钦市发改重点 (2007) 36 号、钦市发改重点 (2006) 63 号	2009.8	2019.12	83,436.00	62,874.59
金鼓江作业区 14#-15# 泊位	桂发改交通 (2014) 1309 号	2015.1	2020.12	65,800.00	2,587.30
钦州市钦州港大榄坪物流区配套路网工程 (第七大街)	钦市发改投 (2008) 128 号	2011.3	2019.12	49,911.28	12,099.08
钦州港新城区城中村改造二期项目 I 期工程 (农民回建房二期 I 期工程)	钦市发改投 (2014) 113 号	2013.11	2019.12	44,795.00	37,460.70
钦州港新城区路网工程 (三期)	钦港审批立项字 [2017]1 号	2018.7	-	36,935.00	2,616.47
钦州港石化大道一期工程 (进港公路东移工程)	钦市发改投 (2010) 137 号	2011.5	2019.12	36,203.51	166.59
钦州市钦州港大榄坪物流区配套路网工程 (第六大街)	钦市发改投 (2008) 129 号	2011.3	2019.12	34,173.05	20,773.84
钦州港丹寮大街工程 (大榄坪一号路北段)	钦市发改投 (2011) 135 号	2011.9	2019.12	27,420.00	17,442.13
中石油上下游产业区配套道路工程	钦市发改投 (2009) 117 号、钦市发改投 (2009) 118 号、	2009.4	2019.12	25,389.00	9,040.00
钦州石化产业园工业管廊 (一期) 工程	钦市发改投 (2010) 18 号	2011.1	2019.12	21,226.00	10,117.06
钦州港龙径大道	钦市发改投 (2009) 121 号	2010.6	2018.12	20,608.00	15,301.54
钦州港鹿耳环大道工程 (滨海公路—规划路一)*	钦市发改投 (2011) 70 号	2013.6	2019.12	16,798.01	2,943.90
钦州港聚园东段工程 (疏港大道—一号路)	钦市发改投 (2009) 116 号	2010.6	2019.12	16,011.39	12,151.37
钦州港大榄坪三号路南段工程*	钦市发改投 (2008) 97 号	2010.4	2018.12	15,686.00	16,733.58
钦州石化产业园配套污水管网	钦市发改投 (2010) 200 号	2010.1	2019.12	15,200.00	7,192.22
钦州港二号路北段工程	钦市计投 (2002) 752 号	2009.1	2018.12	13,270.80	14,056.69
华谊工业气体岛项目	-	2018.1	-	13,046.00	498.43

配套工程					
合计				1,006,402.61	380,392.64

注：1、四川产业园基础设施项目系大榄坪加工区四号路东 3.9 平方公里综合；2、钦州港 30 万吨级航道直接由区发改委对可研批复（桂发改交通〔2011〕578 号），目前已完工待组织验收；3、钦州港新城区路网二期工程由行政商务区丹寮大街（大榄坪一号路北）工程（路网二期）、一号路南段二期专户、第一大街（二期）工程、三号路北段（二期）工程构成；4、钦州港新城区城中村改造一期项目工程即行政商务区农民房重建一期工程；5、中石油上下游产业区配套道路工程为中石油配套海豚路厚福街；6、大榄坪综合物流加工区用地平整工程 2 平方公里（吉利汽车）系大榄坪加工区 2 平方公里平整工程、大榄坪物流加工区 2 平方公里综合构成；7、标“*”为“14 钦州临海债”募投项目，“钦州市钦州港大榄坪第八大街工程”已完工待回购。8、钦州石化产业园工业管廊（一期）工程项目，根据 2018 年 1 月 1 日公司董事会通过了《关于管廊项目（一期）投资性房地产按成本法核算的方案》的决议，结转到投资性房地产，并按成本法进行后续计量；9、表中累计已投资为公司账上存货-开发成本的账面价值。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 9 截至 2018 年 12 月 31 日公司拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	立项批文	建设规模和内容	总投资规模
钦州港鹰岭作业区疏港道路工程	钦港审批立项字【2017】14 号	全长 8.37 公里，其中环北路段全长 1.77 公里，南港道路北段全长 3.1 公里，南港道路南段全长 3.5 公里。	50,000.00
钦州港东站集装箱办理站	钦港审批立项字【2017】47 号	建设面积约 5,645 亩	243,314.00
合计			293,314.00

资料来源：公司提供

商品砼销售收入、租赁收入、贸易收入对收入形成一定补充

商品砼收入主要来自于子公司钦州临海混凝土有限公司（以下简称“临海混凝土”），临海混凝土经营的混凝土搅拌站经钦州市发改委立项（文件号：钦市发改工业(2012)3号文），在钦州港大榄坪二号路东侧建成混凝土搅拌站一座，占地面积约40亩，建设有办公、试验用房及员工宿舍和砂石材料库等建筑物达到4,300多平方米；配备有HZS180生产线两条，泵车、车载泵、搅拌车、汽车衡等混凝土专用设备13台/辆，可年生产混凝土45万方以上。搅拌站配套有10Kv专用供电线路及500KVA配变电房、以及蓄水池、发电设备等，另配套建设了砂石分离及浆水回收循环利用系统、脉冲除尘系统，可实现废水废渣的零排放，节能环保。

2018年公司实现商品砼销售收入0.61亿元，同比增长2.93%。2018年商品砼销售单价约为332元/方，销售数量为18.83万方，销售单价较上年略有增长。2017-2018年公司商品砼销售毛利率分别为32.31%和22.21%，2018年毛利率略有降低主要系商品砼产品原材料价格持续上升导致生产成本增加所致。

水泥销售收入主要来自于子公司广西华川物资有限公司（以下简称“华川物资”）。华川物资与上游供应商保持良好关系，至今已与台泥（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共三家公司签订水泥购买合同，多方购入水泥。华川物资下游销售客户多为混凝土公司、搅拌站、建设工程单位等，华川物资与钦州市弘旭贸易有限公司、钦州临海混凝土有限公司、广西德睿祥贸易有限公司、佛山市高标好建筑材料贸易有限公司、佛山市南海区民太建筑材料有限公司、佛山市广陆混凝土制品有限公司、柳州钜优商贸有限公司以及岑溪市诚志贸易有限公司等签订《水泥购销合同》，与多个搅拌站建立合作伙伴关系，如灵山盛凯搅拌站、钦州港临海搅拌站、岑溪搅拌站、柳州站、来宾三个搅拌站等。

公司2017年将贸易收入重分类为水泥销售收入与葡萄酒等商品销售，2018年实现水泥销售收入118.12万元，同比减少96.76%，主要系公司调整规划逐步减少水泥销售业务规模，并已于2018年减少该部分业务，同时系经济下行影响，各地方项目投资建设放缓，也对水泥销售业务有所影响。

截至2018年末，华川物资已经与台泥（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家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。

公司租赁收入、代理费与检测费收入对营业收入形成一定补充，但整体规模不大。

公司继续获得外部较大力度的支持

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。2018年公司收到市财政拨付项目专项资金合计增加资本公积2.49亿元。此外，公司2018年合计收到基础设施重大项目及投融资费用补贴合计1.04亿元。

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2017、2018年度审计报告，报告采用新会计准则编制，2017年的数据采用2018年年初数，2018年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产以土地使用权和开发成本为主，过半土地资产已抵押，资产流动性较弱。受益于政府的资产注入以及工程建设的持续推进，公司资产规模保持了稳定的增长。

截至2018年末公司资产规模为182.89亿元，同比增长3.83%。从资产构成来看，流动资产占比较大，2017-2018年其比重均大于99.00%。

表 10 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	24,045.84	1.31%	91,929.91	5.22%
存货	1,678,368.60	91.77%	1,602,586.45	90.98%
流动资产合计	1,811,752.00	99.06%	1,743,982.71	99.01%
非流动资产合计	17,104.17	0.94%	17,422.33	0.99%
资产总计	1,828,856.17	100.00%	1,761,405.04	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末货币资金余额为2.40亿元，同比减少73.84%，无受限资金。

存货是公司最主要的资产，2017-2018年存货占公司资产总额比重均大于90.00%，截至2018年末公司存货账面价值为167.84亿元，同比增长4.73%。存货主要包括土地使用权和开发成本，2018年末土地使用权账面价值为50.28亿元，土地性质均为出让，用途主要为城镇住宅用地，较上年略有减少主要系部分土地由钦州市国土部门回收并确认土地转让收入，截至2018年末已抵押土地账面价值为31.13亿元，抵押部分占土地总价值的61.90%，土地抵押比例较高，截至2018年12月31日公司尚有1宗土地（即边贸码头用地）未办妥土地权证，已缴纳该宗土地出让金636.51万元；开发成本主要是公司在建的工程项目以及已完工未结转的工程项目，截至2018年末公司开发成本账面价值为117.46亿元，其中包含47宗海域使用权，海域使用权全部以成本法入账，入账成本为办理海域证时缴纳的海域使用金，账面金额4.95亿元，海域使用权未在存货中单独计量，列入存货项目下开发成本的各个项目中。截至2018年末，公司抵押资产账面价值合计32.00亿元，均为抵押的土地使用权和海域使用权，占公司总资产的17.50%。

总体来看，公司资产以土地使用权和开发成本为主，土地资产总价值的61.90%已抵押，资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入以土地转让收入和项目转让收入为主，盈利能力一般，公司盈利较为依赖政府补助

2018年公司实现营业收入7.09亿元，同比增长68.60%，主要系土地转让收入大幅增长。

2017-2018年公司综合毛利率分别为13.96%、7.44%，2018年毛利率有所下降主要系为支持钦州港区前期发展及吸引企业入驻，钦州市国土部门降低了土地的出让价格，土地转让收入毛利率较低所致。2018年公司计提资产减值损失916.07万元，同比大幅增长343.62%，对营业利润有一定侵蚀。

截至2018 末公司账上40宗土地使用权账面价值50.28亿元，47宗海域使用权账面金额4.95亿元（入账成本为办理海域证时缴纳的海域使用金），未来均可形成土地转让收入；但需关注的是公司土地转让收入毛利率较低，且易受政府土地规划、房地产市场及土地市场景气度的影响；截至2018年末公司存货中尚有117.46亿元开发成本尚未结转，主要包括已完工未结转项目和在建项目，可成为未来收入来源，但部分项目未与政府签订项目回购合同或委托代建合同，未来收入可能存在一定的不确定性。

政府补贴收入是公司利润的重要来源，2017-2018年公司分别获得政府补贴收入14,253.61万元、10,365.45万元，分别占当年利润总额的83.60%、85.80%，公司盈利对政府补助依赖程度较高。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	70,883.82	42,042.32
政府补助	10,365.45	14,253.61
营业利润	1,744.68	3,397.02
营业外收入	10,367.71	14,256.35
利润总额	12,080.54	17,049.03
综合毛利率	7.44%	13.96%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司整体经营活动现金流表现较差，目前在建及拟建项目较多，公司资金压力较大

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为政府回购款，近年公司主业回款情况有恶化趋势，2017-2018年收现比分别为0.75和0.72。2018年往来款收支规模有所减少但受工程项目建设款支出大幅增加影响，2018年公司经营活动现金净流出9.35亿元，公司整体经营活动现金流表现较差。

公司投资活动产生的现金流量净额规模较小，2018年收到其他与投资活动有关的现金2.49亿元系收到的资本性政府补助。

2017-2018年筹资活动现金流净额整体呈下滑趋势，筹资活动现金流入以银行借款为

主，现金流出主要是偿还债务及偿付利息支付的现金。2018年公司取得借款获得现金流入13.81亿元，但同时偿还债务流出12.34亿元，2018年筹资活动净流入1,887.26万元。公司近年有息债务增加较快，相应的本息支付压力也逐渐增大。

总体来看，公司经营现金流表现较差。此外公司在建项目较多，工程量较大，截至2018年末公司主要的在建土地开发整理项目、基础设施项目合计总投资180.24亿元，剔除超额投资部分合计未来尚需投入87.05亿元。此外拟建基础设施项目尚需投入29.33亿元。随着项目建设的持续推进，公司将面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.72	0.75
销售商品、提供劳务收到的现金	51,203.12	31,492.07
收到其他与经营活动有关的现金	77,715.19	310,732.60
经营活动现金流入小计	128,918.31	342,224.67
购买商品、接受劳务支付的现金	141,038.12	81,834.97
支付其他与经营活动有关的现金	78,907.68	298,715.68
经营活动现金流出小计	222,380.16	383,583.64
经营活动产生的现金流量净额	-93,461.85	-41,358.97
投资活动产生的现金流量净额	23,740.53	5,975.26
筹资活动产生的现金流量净额	1,887.26	24,174.10
现金及现金等价物净增加额	-67,834.06	-11,209.61

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

公司有息债务规模较大且持续增长，债务压力进一步加重

受益于外部资产注入，公司资本实力有所增强。截至2018年末，公司所有者权益为85.28亿元，同比增长4.41%。随着公司建设工程项目资金投入的增加，2018年底负债规模为97.60亿元，同比增长3.33%，主要以非流动负债为主，负债结构变化不大。2017-2018年公司所有者权益对负债的覆盖程度略有上升。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	976,015.70	944,577.35
所有者权益	852,840.47	816,827.69
产权比率	114.44%	115.64%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从流动负债来看，公司流动负债主要包括其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2018年底公司短期借款账面余额为1.24亿元，包括0.94亿元抵押借款及0.30亿元抵押+保证借款。其他应付款主要为往来款，截至2018年末公司其他应付款余额为11.99亿元，同比增长18.51%，主要为应付钦州市开发投资集团有限公司4.60亿元往来款、应付钦州市滨海新城置业集团有限公司1.73亿元往来款。对钦州港经济技术开发区财政局项目资金借款1.03亿元不支付利息，其他应付款中无付息项。截至2018年末公司一年内到期的非流动负债余额为20.02亿元，同比增长83.20%，主要为一年内到期的应付债券14.75亿元和一年内到期的长期借款4.19亿元。公司2019年短期偿付压力较大。

从非流动负债来看，2017-2018年末长期借款余额呈减少趋势，截至2018年末公司长期借款余额为23.65亿元，同比减少14.16%，主要系偿还了部分抵押借款。近年来公司应付债券余额呈波动趋势，一年内需偿还的应付债券余额较大，截至2018年底应付债券余额为15.96亿元，同比2017年底减少24.83%主要系转入一年内到期的非流动负债。

表14 截至2018年12月31日公司应付债券明细

债券名称	面值（亿元）	发行日期	票面利率	债券期限
14 钦州临海债/PR 钦临海	9.00	2014/2/20	7.68%	7 年
17 钦临 01	5.00	2017/5/10	6.99%	5 年
17 钦临 02	8.00	2017/5/22	7.30%	5 年
17 钦州临海 PPN001	3.00	2017/12/14	7.40%	3 年
18 钦州临海 PPN001	5.50	2018/1/5	7.50%	5 年
18 钦州临海 PPN002	2.00	2018/9/7	8.30%	3 年
18 桂临海公司 ZR001	2.00	2018/12/4	-	3 年
合计	34.50	-	-	-

资料来源：公司2018年审计报告

截至2018年末公司长期应付款余额为22.71亿元，同比增长15.73%，主要系增加部分钦州市财政局（政府置换债券）款项。长期应付款中应付钦州市财政局（政府置换债券）及应付钦州市开发投资集团有限公司款项不需付息，其余款项需付息。

表 15 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
短期借款	12,400.00	1.27%	25,000.00	2.65%
其他应付款	119,850.09	12.28%	101,131.00	10.71%

一年内到期的非流动负债	200,230.31	20.52%	109,298.38	11.57%
流动负债合计	352,746.57	36.14%	260,429.74	27.57%
长期借款	236,497.62	24.23%	275,523.97	29.17%
应付债券	159,626.79	16.35%	212,349.20	22.48%
长期应付款	227,144.72	23.27%	196,274.44	20.78%
非流动负债合计	623,269.13	63.86%	684,147.61	72.43%
负债合计	976,015.70	100.00%	944,577.35	100.00%
其中：有息债务	662,505.08	67.88%	703,664.48	74.50%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务余额 66.25 亿元，占总负债的比重为 67.88%，有息债务维持较大规模，主要为长期有息债务。从公司目前在建及拟建工程总体来看，公司有息债务规模可能增加，进一步加大未来债务压力。从偿债期限分布来看，公司 2019-2021 年偿还集中度较高，面临的债务压力较大。

表 16 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
合计	9.36	21.37	17.81

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，2018 年底公司资产负债率为 53.37%，受流动负债规模增加影响，2018 年末公司流动比率和速动比率均有所下降，但速动比率表现较差，流动资产主要为开发成本和土地，且土地资产总价值的 61.90% 已抵押，实际资产快速变现能力较差，短期偿债压力较大。近年公司 EBITDA 利息保障倍数均处于较低水平，利息保障能力弱。公司有息债务仍维持较高水平，面临较大偿债压力。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	53.37%	53.63%	63.75%
流动比率	5.14	6.70	7.19
速动比率	0.38	0.54	0.64
EBITDA（万元）	13,490.57	18,210.79	21,236.14
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.37	0.37
有息债务/EBITDA	49.11	38.64	26.72

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍可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 18 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,抵押倍数为4.39,为本期债券偿还提供一定保障。

根据监管协议,公司应聘请经债权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,并出具资产评估报告,但在跟踪期内,公司未按相关监管协议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且存在一定的集中变现难度。

七、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(报告日期为2019年4月24日),公司本部于2016年6月21日发生欠息10,372,654.23元,结清日期为2016年9月18日,根据中国银行股份有限公司深圳龙岗支行2016年9月12日出具的说明,该笔业务出现欠息记录系因系统等因素所致,非公司未偿还利息所致。

除此以外,公司本部2015-2018年不存在未结清不良类信贷记录,公司各项债务融资工具均按时偿付利息,无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保合计8.8亿元，占2018年末净资产的比重为10.32%。担保对象无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	被担保方企业性质	与公司关系	是否有反担保措施	担保到期日
广西钦州高新技术产业开发区投资有限公司	8,000.00	国企	无	否	2021/3/16
钦州市开发投资集团有限公司	80,000.00	国企	股东	否	2024/3/4
合计	88,000.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供

公司2017年涉及的尚未了结的诉讼案件标的为2,090.90万元，被告为公司及广西建工集团第一建筑工程有限公司。截至2019年3月末，案件进展为一审判决驳回原告的全部诉讼请求，二审已开庭尚未判决。

八、评级结论

钦州市经济规模持续增长，2018年钦州市地区生产总值同比增长6.0%；公司继续获得外部较大力度的支持，2018年公司收到市财政拨付项目专项资金合计增加资本公积2.49亿元。此外，公司2018年合计收到基础设施重大项目及投融资费用补贴合计1.04亿元；土地使用权抵押倍数为4.39倍，抵押担保仍可为本期债券偿还提供一定保障。

但同时我们也关注到，公司资产主要为土地使用权和开发成本，超半数土地已用于抵押，资产流动性较弱，公司经营活动现金流入大幅减少，在建项目较多，未来面临较大资金压力；公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力；公司抵押土地未按照相关监管协议进行跟踪评估，土地价值存在一定的不确定性且存在一定的集中变现难度。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级为AA，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	24,045.84	91,929.91	103,499.52
存货	1,678,368.60	1,602,586.45	1,446,988.88
总资产	1,828,856.17	1,761,405.04	1,605,528.81
短期借款	12,400.00	25,000.00	-
其他应付款	119,850.09	101,131.00	84,658.94
一年内到期的非流动负债	200,230.31	109,298.38	112,595.38
长期借款	236,497.62	275,523.97	288,838.37
应付债券	159,626.79	212,349.20	71,414.72
长期应付款	227,144.72	196,274.44	442,331.34
总负债	976,015.70	944,577.35	1,023,576.09
有息债务	662,505.08	703,664.48	567,494.47
所有者权益	852,840.47	816,827.69	581,952.73
营业收入	70,883.82	42,042.32	72,863.25
营业利润	1,744.68	3,397.02	9,939.12
营业外收入	10,367.71	14,256.35	10,066.13
利润总额	12,080.54	17,049.03	19,999.46
经营活动产生的现金流量净额	-93,461.85	-41,358.97	13,861.49
投资活动产生的现金流量净额	23,740.53	5,975.26	-443.18
筹资活动产生的现金流量净额	1,887.26	24,174.10	29,273.61
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	7.44%	13.96%	16.71%
收现比	0.72	0.75	0.96
产权比率	114.44%	115.64%	175.89%
资产负债率	53.37%	53.63%	63.75%
流动比率	5.14	6.70	7.19
速动比率	0.38	0.54	0.64
EBITDA（万元）	13,490.57	18,210.79	21,236.14
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.37	0.37
有息债务/EBITDA	49.11	38.64	26.72

资料来源：公司 2017、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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
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	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+长期应付款中付息项

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。