

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司
2019 年面向合格投资者公开发行公司
债券(第一期)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：




报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【47】号 01

债券简称：19 恒达 01

增信方式：保证担保

担保主体：广东省融资
再担保有限公司

债券剩余规模：1 亿元

债券到期日期：2022 年
6 月 6 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
最后一期利息随本金的
兑付一起支付，附第 2
年末公司调整票面利率
选择权及投资者回售选
择权

分析师

姓名：
张颜亭 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangyt@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，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

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
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 5 月 21 日	2019 年 5 月 22 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”）对珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司（以下简称“恒基达鑫”或“公司”，股票代码：002492.SZ）及其 2019 年 6 月 6 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 AAA，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：公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，并积累了部分优质客户，业务稳定性相对较好，公司资产负债率水平较低，经营性现金流表现较好，广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，行业景气度波动将对公司未来经营造成一定不利影响，公司供应链、保理及融资租赁业务对资金占用较多，风控能力面临一定挑战，公司对外投资的收益存在不确定性等风险因素。

正面：

- 公司库区具有较好的区位优势及仓储能力。公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区；截至 2019 年末，公司库区储罐容量合计 104.07 万立方米，其中珠海库区储罐容量达 61.30 万立方米，仓储能力在珠三角具有一定规模优势。
- 公司积累了部分优质客户，在手长期合同较为充足，稳定性相对较好。截至 2019 年末，公司在手长期合同较为充足；公司客户较为稳定，主要有江苏海德石化集

团有限公司、珠海碧辟化工有限公司及中石化（香港）石油有限公司等知名企业。

- **公司资产负债率水平较低，经营性现金流表现较好。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 20.95%，负债水平较低；公司收现情况及经营活动现金流均表现较好，2019 年公司收现比为 1.24，经营活动现金净流入同比增加 41.85% 至 1.53 亿元。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**广东再担保背景优势明显，整体实力强，经中证鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，行业景气度波动将对公司未来经营造成一定不利影响。**2019 年宏观经济增速进一步下探，安全生产事故频发下石化行业整治提升力度加码，行业发展面临一定不利影响；加之 COVID-19 疫情持续影响，石化行业短期内盈利情况存在较大不确定性；虽然目前公司客户主要以长期租罐为主，但若石油石化行业景气度持续低迷，将对公司经营造成一定不利影响。
- **公司供应链、保理及融资租赁业务占用较多资金，风控能力面临一定挑战。**2019 年公司供应链、保理及融资租赁业务合计实现收入 0.13 亿元，总体规模仍不大，但相关业务对公司资金占用较多，其中其他应收款前十大欠款均为供应链业务相关款项，合计欠款 0.30 亿元；应收账款第一大欠款方为保理业务客户款，公司对其应收 0.42 亿元，加之融资租赁业务计提 157.07 万元信用减值，中证鹏元将持续关注公司相关业务的风控能力及资金占用情况。
- **公司对外投资的收益存在不确定性。**2019 年末公司所持的两只医药健康类合伙企业账面价值为 0.78 亿元，但 2019 年对其按权益法核算亏损 188.75 万元；此外，2019 年末，公司存续的债权类投资为 1.02 亿元，未来需持续关注公司对外投资的收益实现情况。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	170,099.22	163,116.48	155,832.79	157,298.73
归属于母公司所有者权益合计	129,696.48	128,125.75	124,324.84	120,492.52
有息债务	29,460.87	23,048.03	19,297.63	23,684.26
资产负债率	23.36%	20.95%	19.48%	22.35%
流动比率	2.27	2.51	2.32	1.85

速动比率	2.25	2.49	2.31	1.84
营业收入	7,019.48	27,484.60	25,457.09	22,650.00
营业利润	1,947.73	6,547.90	6,734.69	6,552.70
净利润	1,432.02	4,908.45	5,253.27	6,003.50
综合毛利率	45.99%	45.22%	45.21%	43.40%
总资产回报率	-	4.85%	4.86%	5.04%
EBITDA	-	14,490.76	14,475.34	14,493.03
EBITDA 利息保障倍数	-	11.99	14.92	13.82
经营活动现金流净额	2,764.04	15,338.11	10,812.54	15,283.13

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
期末直接担保在保责任余额	1,600,618	1,717,848	1,330,723
期末再担保在保责任余额	-	209,062	620,590
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当期代偿率	6.84%	0.00%	0.00%

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保 2017-2018 年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月6日发行3年期1亿元公司债券，募集资金用于补充流动资金及偿还有息债务。截至2019年12月31日，已使用募集资金7,407.52万元，收到银行存款利息收入11.39万元，剩余2,603.87万元尚未使用。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年3月31日，公司注册资本仍为4.05亿元，珠海实友化工有限公司持有公司42.60%的股份，仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为自然人王青运。截至2020年3月末，公司前五大股东明细如表1所示。

跟踪期内，公司设立子公司武汉恒基达鑫企业孵化器有限公司。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共16家，详见附录二。

表 1 截至 2020 年 3 月 31 日公司前五大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例
珠海实友化工有限公司	172,530,000	42.60%
张辛聿	9,150,000	2.26%
乔通	7,500,000	1.85%
珠海横琴新区恒荣润业股权投资合伙企业(有限合伙)	5,997,750	1.48%
珠海天拓实业有限公司	3,755,426	0.93%
合计	198,933,176	49.12%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

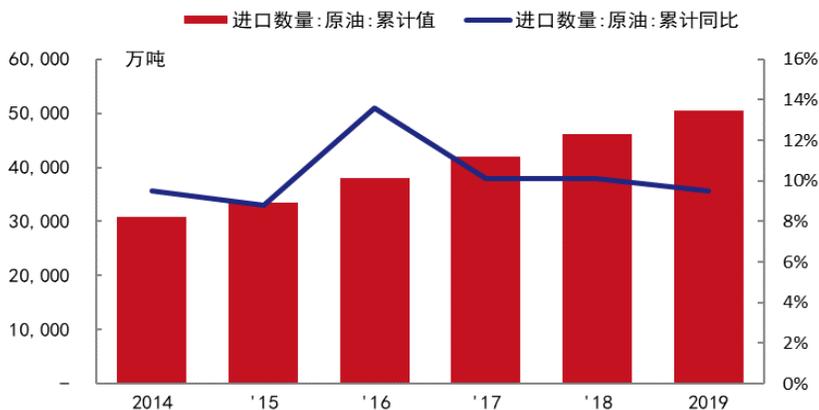
三、运营环境

2019年我国石油化工有限公司进一步发展，但经济增速放缓背景下原油进口量增速进一步下滑；2020年产油国联盟恶性竞争及COVID-19疫情持续影响下，石化行业盈利情况存在较大不确定性

石化仓储物流行业与石化行业发展密切相关，也与我国宏观经济形势具有高度的相关性。近年来我国宏观经济增速明显放缓，进入2012年后，我国GDP结束长期两位数的增长，增速逐年下滑，2019年我国全年GDP增速进一步下探为6.1%，为近30年以来最低。但我国经济驶入高质量发展车道，工业生产平稳增长，新产业增长较快，进出口总额创历史新高，

贸易结构不断优化，供给侧结构性改革深入推进，经济转型升级态势持续。随着我国经济发展带来的巨大需求，近年我国石油化工产品进口规模不断增长，但增速逐渐放缓，其中以原油进口规模最大、占比最高，2019年我国原油进口量突破5亿吨，但增速微降至9.50%。

图1 2019年全国原油进口量增速微降

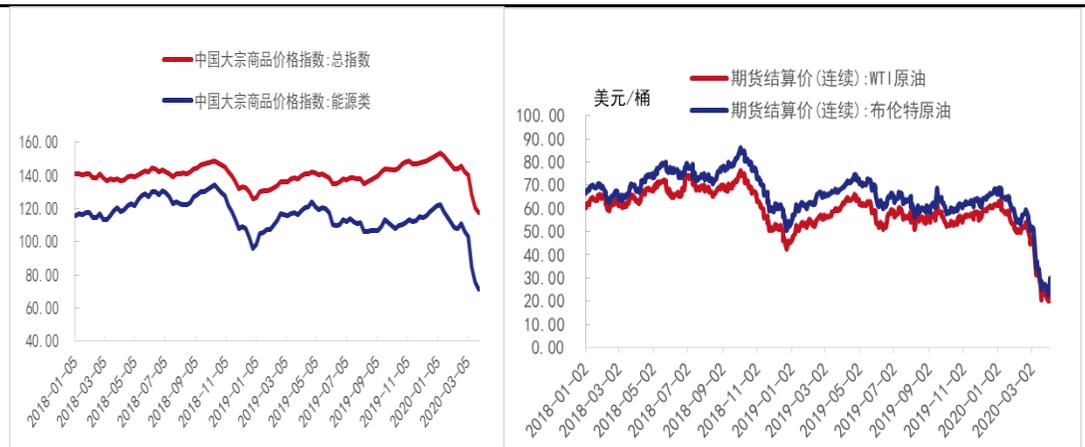


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年国际原油市场错综复杂，多空交织，OPEC国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价反弹，但宏观经济总体不景气及美国页岩油增产促使油价回落，综合影响下国际油价总体变化不大。但随着COVID-19疫情在全球蔓延，全球原油供给过剩忧虑再现，叠加产油国联盟恶性竞争，油价急剧下挫，2020年一季度WTI原油价格累计下跌20%。

COVID-19疫情影响下，预计2020年一季度我国成品油及化工产品的产销规模将出现明显下降，目前国内疫情防控成效显著，复工复产加快推进，预计今年第二季度后下游消费会出现明显反弹，有助于提振行业利润。但目前国外疫情防控形势仍不客观、产油国联盟恶性竞争下原油价格动荡不定，我国石化行业短期内盈利情况存在较大不确定性。

图2 2019年国际原油及我国能源类大宗商品价格总体稳定，新冠疫情影响下均出现下挫



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年我国石化生产安全事故频发，行业产业规范指导意见密集出台，叠加环保投入及清洁能源替代压力，石化行业发展面临一定不利影响

2019年以来，我国出现如“3·21”盐城响水事故、“7·19”河南三门峡重特大事故等多起石油化工生产安全事故，我国各级政府密集出台石化行业产业规范指导意见，加码提升化工行业整治力度，通过禁止新增化工园区及推动企业向工业园区集中等多举措进一步加大现有化工园区整治力度。此外，在“绿水青山就是金山银山”的正确发展理念指导下，我国政府对环境保护的要求不断提高，对石化行业的环保要求和标准也不断提高。面对日益趋严的环保政策，石化企业存在环保资金投入及清洁能源替代的双重压力，其中国家对清洁能源的开发利用程度的逐步加强，能源消费结构不断优化。2019年9月，国家能源局发展规划司司长李福龙表示：2018年我国非化石能源占一次能源消费总量的比重已达14.3%，预计2020年可达到15%的目标。未来我国清洁能源的应用将更加普遍，清洁能源将渐进取代化石能源，对石化行业带来负面影响。

表 2 2019 年我国各级政府出台石化产业规范指导意见，加码整治提升力度

文件名称	主要内容
应急管理部印发的《化工园区安全风险排查治理导则(试行)》	对化工园区安全风险排查提出了严格准入，规范管理、科学规划，合理布局、系统排查、重点整治等三项基本原则
《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	提出“依法依规推进整治提升”“压减沿江地区化工生产企业数量”“压减环境敏感区域化工生产企业数量”等严厉举措。
《广东省打赢蓝天保卫战行动方案(2018~2020年)》	提出珠三角地区禁止新增化工园区等
《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确提出浙江全省禁止新增化工园区，并加大现有化工园区整治力度
《河北省关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》	推动企业向工业园区集中，并原则上禁止新增化工园区
-	山东省在完成化工园区认定的同时，也明确指出，今后不再新增化工园区，并将按照“增一撤一”的原则，对全省化工园区数量进行管控

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

珠三角地区港口中以广州港规模最大，竞争优势最为明显；珠海港高栏港区内石化仓储企业竞争较为激烈

珠江三角洲地区港口群以广州港、深圳港、珠海港为主要港口，由于珠三角各港口地理位置毗邻，经济腹地互相重叠，吞吐货物类型相似，港口之间竞争较为激烈，2019年广州港总体吞吐规模仍最大，竞争优势仍较为明显。珠海港由主体港区高栏港区及万山等7大港区组成，其主体港区高栏港区的货物吞吐量约占珠海港的25%，港内石化仓储企业较多，其中罐容及泊位运营实力较强的主要大型石化仓储企业有珠海港中化珠海石

化储运有限公司、公司及珠海市一德石化有限公司等，竞争环境较为激烈。

表 3 珠三角主要港口货物吞吐量情况

珠海库区	货物吞吐量（亿吨）		集装箱吞吐量（万 TEU）	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
广州港	6.25	5.87	2,322.30	2,187.00
深圳港	2.58	2.46	2,576.92	2,574.00
珠海港	1.38	1.39	256.00	231.00

资料来源：中港网、广州市港务局、深圳市交通运输局，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2019年公司主营业务仍然为向客户提供液体化工品码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务，其中仓储和装卸收入合计占当期公司营业收入的89.16%，仍为公司收入的主要来源。2019年公司仓储收入同比增加8.04%，带动公司营业收入较上年扩大7.96%。此外，公司开展以融资租赁、保理及供应链业务为主的其他业务，2019年实现其他业务收入0.24亿元，但对整体收入的贡献度仍有限。2019年公司毛利率与上年基本持平。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储	3,598.32	35.80%	13,121.23	27.21%	12,145.00	25.38%
装卸	2,769.04	53.17%	11,382.72	59.25%	11,136.88	60.09%
管理服务	198.67	36.12%	624.47	13.12%	206.85	-10.68%
其他业务	453.45	87.28%	2,356.18	86.20%	1,968.36	89.29%
合计	7,019.48	45.99%	27,484.60	45.22%	25,457.09	45.21%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司仓储能力在珠三角地区位居前列，库区具有较好的区位优势；受贸易商类客户储存意愿下降影响，2019年公司长期租罐收入占比明显提高

2019年公司的仓储及装卸业务仍主要由公司本部、扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“扬州恒基达鑫”）及武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“武汉恒基达鑫”）经营。2019年公司仓储及装卸业务的经营模式仍主要为：根据客户对液体化工品的存储需求，参考市场同类服务的定价后确定收费水平及结算周期并签订合同；公司对客户到港的液体化工品进行码头装卸和货物入库作业，客户按合同约定的付款周期及方式付款；公司对客户所需支付的仓储费用进行结算并在客户支付仓储费用后进行货物出库作业，公司按照实际发生的仓储及装卸收入分别入账。

依托珠海及扬州等地石化企业聚集效应，公司业务覆盖长三角及珠三角等沿海发达地区，公司库区均位于水道附近，仓储能力在珠三角地区位居前列，具有一定规模优势。截至2019年末，公司拥有165个储罐，罐容总量为104.07万立方米，储罐及罐容总量与上年持平。

公司三大库区中的珠海库区位于珠海高栏港防波堤内侧根部，由于防波堤的掩护作用，港内水域泊稳条件良好，操作天数长（年平均可操作天数350天），能保障大吨位级船舶的安全靠泊。扬州库区位于长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，上游距南京约45公里。珠海、扬州库区以储存液体化工品为主，储罐可存储醇类、苯类、烷烯烃类等液体化工品以及各类轻质油、燃油。武汉恒基达鑫的建设分为两期，一期占地11万平方米，主要为甲乙丙类化工库、液体罐区及分装系统，主要仓储品含常用液体化工品、固体包装货物及散水液体等，一期项目已于2016年10月建成并投入运营。

表 5 截至 2019 年末公司库区情况

库区	位置	规划吞吐量	储能
珠海	珠海高栏港防波堤内侧根部，拥有珠海码头岸线长 668 米，占地约 22 万平方米	1,000 万吨	储罐 60 个，储罐容量 1,500 立方米至 50,000 立方米，总罐容为 61.30 万立方米
扬州	长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距离南京约 45 公里，占地约 20.18 万平方米	345 万吨	储罐 71 个，总罐容 41.75 万立方米
武汉（一期）	武汉地区唯一的化学品物流中心化工港口物流区内	49 万吨	总货位数约 4 万个，货位年吞吐量可达 49 万吨，液体储罐 34 个，储罐库容约 1.02 万立方米

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年公司珠海库区 4 万 m³ 的储罐应政府地质灾害维护停用、加之珠海片区市场竞争加剧，2019 年公司珠海库区液体化工品仓储罐容利用率较上年下滑较多，带动公司整体仓储罐容利用率较上年下滑 20.13 个百分点至 74.91%。

表 6 公司仓储罐容利用率情况

项目	2019 年	2018 年
利用率	74.91%	95.04%

注：月储罐利用率=月初库存量/月初投用储罐总量（库容*密度），年储罐利用率即取 12 个月的平均值。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司库区运营情况方面，受扬州库区影响，2019年公司码头靠泊船舶数量同比减少45.75%至1,552艘次，货物吞吐量同比减少18.68%至506.03万吨。其中珠海库区方面，受客户生产能力提升进出货量增大及内贸船舶增多影响，2019年珠海码头靠泊船舶数同比增加15.09%至915艘次，货物吞吐量同比增加1.16%至380.33万吨。扬州库区方面，受贸易商类客户油品货物需求大幅下降影响，2019年扬州码头靠泊船舶数同比减少69.17%至637

艘次，货物吞吐量同比减少48.97%至125.70万吨。

表 7 公司船舶靠泊和货物吞吐量情况（单位：艘次、万吨）

项目	码头靠泊船舶数量		货物吞吐量	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
珠海泊位	915	795	380.33	375.96
扬州泊位	637	2,066	125.70	246.34
合计	1,552	2,861	506.03	622.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在珠海库区和扬州库区仓储产品区别较大，珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、航空煤油及乙二醇等，扬州库区主要仓储产品为油品（含汽油、石脑油）及乙醇等，其中油品的需求客户主要为贸易商类客户，国内成品油市场需求低迷、国际油价低位徘徊压低贸易商类客户的利润空间及储存意愿，2019 年扬州库区油品吞吐量大幅下降，导致扬州码头吞吐量明显萎缩。

表 8 公司码头接卸主要化工品吞吐量情况（单位：万吨）

珠海库区	2019 年		2018 年	
	数量	占比	数量	占比
对二甲苯	154.03	40.49%	151.32	40.25%
航空煤油	86.12	22.64%	33.08	8.80%
乙二醇	29.98	7.88%	31.81	8.46%
苯乙烯	14.03	3.69%	9.91	2.64%
冰醋酸	10.23	2.69%	10.22	2.72%
合计	294.39	77.39%	236.34	62.87%
扬州库区	2019 年		2018 年	
	数量	占比	数量	占比
石脑油	21.70	17.26%	122.98	49.92%
汽油	36.14	28.75%	27.93	11.34%
乙醇	27.96	22.24%	-	-
液化气	15.86	12.62%	-	-
混合芳烃	-	-	15.35	6.23%
MTBE	-	-	14.07	5.71%
丙烯	4.63	3.68%	3.64	1.48%
合计	106.29	84.55%	183.97	74.68%

注：“-”表示该货品当年吞吐量较低，未统计进本表。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司租罐租期在一年以上为长期，一年以下为短期，公司的化工企业类客户一般有较为稳定的仓储需求，大多选择长期租罐，而贸易商类客户则多选择短期租罐，其中长期租罐有利于提升公司罐容利用率，获得稳定收入。随着公司市场开拓力度加强，2019 年公

司仓储业务实现收入 1.31 亿元, 同比增加 8.04%; 受贸易商类客户储存意愿下降影响, 2019 年公司短期租罐收入占比较上年明显下降, 长期租罐收入占比则较上年提高 20.95 个百分点至 85.47%。

表 9 公司长、短期租罐收入情况 (单位: 万元)

项目		短期租罐	长期租罐	合计
2019 年	收入	1,906.88	11,214.35	13,121.23
	占比	14.53%	85.47%	100.00%
2018 年	收入	4,308.45	7,836.55	12,145.00
	占比	35.48%	64.52%	100.00%

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

总体来看, 公司库区拥有良好的区位优势, 库容规模较大, 2019 年公司长期租罐占比提升, 收入稳定性增强, 但仍易受石化产业景气度影响而存在一定波动。

公司仓储装卸业务客户较为稳定, 整体集中度不高; 在手长期合同较为充足, 未来业务持续性较好

公司仓储装卸业务客户较为稳定, 主要系国内大型石化企业, 如江苏海德石化集团有限公司、珠海碧辟化工有限公司、中石化(香港)石油有限公司等。公司仓储装卸业务客户集中度一般, 2019 年前五大客户收入占主营业务总收入之比为 32.92%, 较上年提高 4.34 个百分点。公司对下游客户销售主要采取现金、汇款、银行承兑汇票方式结算。结算方式较为灵活, 主要以每月结算、季度结算为主, 结算周期一般在 30-90 天, 其中, 30 天以内结算业务占比约 50% 左右, 账期较短, 资金回笼速度较快。

截至 2019 年末, 公司在手长期合同较为充足, 与国内外知名石化企业维持长期稳定的合作关系, 公司未来收入持续性较好。

表 10 截至 2019 年末公司主要在手长期合同

客户名称	合同期限	客户名称	合同期限
客户一	2019.7.31-2020.6.30	客户二十	2019.10.8-2020.10.7
客户二	2019.7.25-2020.7.25	客户二十一	2019.11.18-2021.11.17
客户三	2019.3.11-2020.12.31	客户二十二	2019.9.10-2021.9.9
客户四	2018.5.16-2021.6.14	客户二十三	2019.6.17-2021.6.16
客户五	2017.12.11-2020.12.31	客户二十四	2018.8.10-2020.8.25
客户六	2019.1.1-2020.12.31	客户二十五	2010.9.30-2020.4.30
客户七	2017.3.29-2020.6.30	客户二十六	2018.11.1-2021.12.31
客户八	2018.5.16-2020.8.9	客户二十七	2016.4.15-2022.12.31
客户九	2017.4.1-2020.3.31	客户二十八	2018.3.17-2021.3.18
客户十	2019.3.11-2021.3.9	客户二十九	2019.10.6-2020.12.31

客户十一	2018.2.11-2021.2.10	客户三十	2019.10.27-2020.10.26
客户十二	2019.3.23-2021.3.22	客户三十一	2017.10.16-2020.5.31
客户十三	2019.7.1-2022.6.30	客户三十二	2018.3.1-2021.2.28
客户十四	2018.12.1-2021.4.11	客户三十三	2019.4.21-2020.4.20
客户十五	2018.12.1-2020.12.31	客户三十四	2019.6.1-2020.5.31
客户十六	2011.10.1-2020.12.31	客户三十五	2019.7.1-2021.6.30
客户十七	2019.8.28-2021.8.27	客户三十六	2019.9.15-2021.9.14
客户十八	2018.6.30-2020.12.31	客户三十七	2018.6.1-2021.5.31
客户十九	2018.7.31-2021.1.30	客户三十八	2019.4.20-2020.12.31

注：长期合同均为一年以上。

资料来源：公司提供

公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内，2019年公司前五大采购商采购额合计为0.15亿元，占年度采购总额的比例为51.47%。

2019年公司继续通过股权、债权及银行理财等产品进行对外投资，但投资收益规模较小，未来需关注公司所投医药健康类合伙企业盈利情况及债权类投资的本息安全情况

公司投资收益主要来自股权投资收益、银行理财产品及债券投资收益。截至2019年末，公司权益投资账面净值为1.15亿元，银行理财产品余额为0.63亿元，债权类投资余额为1.02亿元¹。2019年公司获得623.26万元投资收益，总体规模较小，其中通过持有债权投资及其他债权投资获得投资收益480.12万元，通过银行理财产品及结构性存款获得投资收益264.80万元，但公司持有的恒达创富一期合伙企业及华药恒达创富恒达创富合伙企业份额按权益法核算亏损188.75万元，未来需关注公司所投合伙企业的盈利情况。

值得注意的是，公司所持的（Rolta2019）第二期于到期日（2019年7月24日）违约未支付本息，2019年公司对该债券全额计提减值准备。从存续的债权类投资情况来看，2019年末公司债权类投资余额为1.02亿元，未来需持续关注公司债权类投资的本息安全情况。

表11 截至2019年末公司主要股权投资情况（单位：万元）

被投资单位	账面余额
深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）	1,552.76
广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司	1,000.00
珠海多士科技有限公司	300.00
珠海阿凡提文化产业有限公司	200.00
磐石保险经纪人股份有限公司	622.85
SPD SILICON VALLEY BANK CO LTD	0.09

¹ 2019年末公司债权类投资主要包含一年内到期的资产支持专项计划0.21亿元、信托计划0.70亿元和所持债券0.11亿元。

小计	3,675.71
广州恒达创富一期健康产业并购投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“恒达创富一期合伙企业”）	5,312.08
广州华药恒达创富创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“华药恒达创富恒达创富合伙企业”）	2,489.81
小计	7,801.89
合计	11,477.60

注：深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）及广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司均为公司参股的投资基金，收益分配原则是按项目核算投资退出收益。

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司供应链、融资租赁业务及保理业务规模仍不大，但融资租赁业务产生一定坏账、供应链及保理业务占用较多资金，中证鹏元将持续关注该等业务的风控水平

2019年公司供应链业务仍主要由下属子公司恒基达鑫（香港）国际有限公司及珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司负责开展，主营进出口贸易供应链管理及融资等综合服务。公司利用自身资源优势促成国内外客户与国内外供应商达成交易，并根据交易双方的资信情况，为交易的一方提供进出口贸易货值范围内的融资服务，并收取一定的供应链管理及融资服务费。为实现业务风险控制，公司通过要求融资方向中国出口信用保险公司投保或监控其货物的物权等方式来规避回款风险。2019年公司供应链业务实现收入802.56万元，同比有所增加，但该业务总体规模不大。值得注意的是，2019年末其他应收款中前十大欠款方均为供应链业务相关款项，合计0.30亿元，占用公司较多资金。

2019年公司融资租赁业务仍主要由子公司珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司（以下简称“恒基润业”）运营。恒基润业于依托公司的仓储物流客户资源，通过动产租赁、售后回租及转租赁等方式，着重在化工仓储及节能设备等领域进行租赁事业。2019年，恒基润业取得营业收入182.53万元，较上年略有下降，亏损11.41万元，主要系恒基润业对客户拖欠支付融资租赁费提起诉讼而计提157.07万元信用减值损失所致。

2019年公司保理业务主要由子公司珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司（以下简称“恒旭达”）运营，恒旭达保理业务的客户主要来自公司仓储业务的贸易类客户。2019年，恒旭达取得营业收入512.56万元，较上年略有下降，实现净利润259.61万元。值得注意的是，2019年末公司应收账款第一大欠款方为恒旭达保理业务客户，恒旭达对其应收0.42亿元，占期末公司应收账款的40.74%，集中度较高，占用公司较多资金。

总体来看，2019年公司供应链业务、保理业务及融资租赁业务得到进一步发展，但收入规模仍较小，且融资租赁业务计提信用减值损失对公司利润有所挤压，保理业务主要客户对营运资金形成一定占用。此外，公司该等业务具有一定风险，对人才专业性及风险控制水平有较高要求，中证鹏元将持续关注公司该等业务的经营状况和风控水平。

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2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，2018年数据采用2019年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。

公司自2019年1月1日起执行财政部2017年修订的《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》等新金融工具准则，并对2019年审计报告相关列报项目及金额进行调整，主要调整情况详见表12。

表 12 公司 2019 年财务报表列报项目主要调整情况（单位：万元）

项目	2018年12月31日	影响金额	2019年1月1日
交易性金融资产	0.00	7,900.00	7,900.00
其他流动资产	8,994.72	-7,900.00	1,094.72
可供出售金融资产	5,145.54	-5,145.54	0.00
其他债权投资	0.00	1,063.86	1,063.86
其他权益工具投资	0.00	4,081.68	4,081.68

资料来源：公司2019年审计报告

资产结构与质量

跟踪期公司资产规模有所增加，但仍以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，且部分资产受限，资产整体流动性不高，且需关注公司对医药健康产业的投资成效

2019年末公司总资产规模扩大至16.31亿元，较上年末增加4.67%，2020年3月末进一步增至17.01亿元。从公司资产构成来看，非流动资产占比较大，2019年末非流动资产占比69.12%，与上年末基本持平。

公司货币资金主要为银行存款，2019年末公司货币资金余额为2.55亿元，同比增加22.58%，主要系经营收现及本期债券“19恒达01”发行收现所致，2019年末公司货币资金受限规模为0.42亿元，含用于担保的定期存款或通知存款0.30亿元、诉讼冻结银行存款595²万元和保函保证金560万元。公司交易性金融资产为银行理财产品，2019年末为0.63亿元，同比下降20.58%，主要系理财产品到期所致。公司应收票据主要系子公司恒旭达保理业务产生，截至2019年末为0.16亿元，较上年有所下降主要系保理业务应收票据到期所致。公

² 诉讼冻结银行存款用于公司起诉仓储业务某客户及融资租赁业务某客户拖欠公司款项所用

司应收账款主要为应收仓储业务款及应收保理业务款，2019年末应收账款为0.99亿元，较上年末增加1.04倍，主要系期末保理业务应收款增加所致，2019年末公司应收账款账龄均在1年以内，其中第一大应收账款方为保理业务客户，占比为40.74%，集中度较高。公司其他应收款主要为应收供应链融资本金及代收政府规费等，截至2019年末为0.35亿元，主要含0.30亿元应收供应链融资本金。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32,550.59	19.14%	25,523.01	15.65%	20,820.71	13.36%
交易性金融资产	8,355.35	4.91%	6,274.00	3.85%	7,900.00	5.07%
应收票据	857.09	0.50%	1,573.33	0.96%	5,392.03	3.46%
应收账款	8,745.12	5.14%	9,903.53	6.07%	4,856.93	3.12%
其他应收款	5,179.02	3.04%	3,502.18	2.15%	7,342.58	4.71%
流动资产合计	58,842.50	34.59%	50,364.60	30.88%	48,134.95	30.89%
债权投资	7,000.00	4.12%	7,000.00	4.29%	0.00	0.00%
其他权益工具投资	3,677.68	2.16%	3,675.71	2.25%	4,081.68	2.62%
固定资产	72,901.67	42.86%	73,993.82	45.36%	78,268.13	50.23%
无形资产	15,195.85	8.93%	15,288.22	9.37%	15,657.81	10.05%
其他非流动资产	7,776.41	4.57%	7,837.90	4.81%	5,017.96	3.22%
非流动资产合计	111,256.72	65.41%	112,751.88	69.12%	107,697.84	69.11%
资产总计	170,099.22	100.00%	163,116.48	100.00%	155,832.79	100.00%

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度，中证鹏元整理

2019年公司新增债权投资，2019年末债权投资账面价值为0.70亿元，为公司所购信托计划³0.70亿元（另含一年内到期的资产支持专项计划0.21亿元）。公司其他权益工具投资主要为对深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）及广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司等单位的投资，2019年末公司其他权益工具投资为0.37亿元。公司固定资产主要为屋及建筑物、机器设备、港务及库区设施等，主要受折旧影响，2019年末公司固定资产规模较上年末下降至7.40亿元，同期末公司未办妥产权证书的固定资产规模为0.84亿元，系政策原因暂未交清土地出让金所致。公司无形资产主要包括土地使用权和码头岸线使用权，2019年末公司无形资产规模为1.53亿元，其中珠海及扬州等地土地使用权合计6笔，面积42.02万平方米，以工业用地为主，账面价值为1.50亿元；珠海及扬州两地码头岸线使用权255.88万元。此外，2019年末公司未办妥产权证书的无形资产为0.81亿元，系政府原

³ 该信托计划系“启【2019】62号深圳沙井城市更新集合资金信托计划”信托理财产品，底层资产为恒大地产集团（深圳）有限公司的某项目公司股权。

因武汉恒基达鑫化工区仓储项目暂未交清土地出让金所致。公司其他非流动资产主要为对医药健康产业的合伙企业投资，2019年末为0.78亿元，较上年末增加56.20%，主要系广州华药恒达创富创业投资合伙企业（有限合伙）新增投资0.25亿元、以及对广州恒达创富一期健康产业并购投资基金合伙企业（有限合伙）新增投资所致。但值得注意的是，2019年度公司按权益法分别对上述两只合伙企业确认投资收益-178.56万元和-10.19万元，未来需持续关注公司对医药健康产业投资的实际成效。

截至2019年末，公司受限资产主要为保证金及冻结的银行存款0.42亿元、用于借款抵押及售后回租的固定资产1.08亿元、用于借款抵押的无形资产0.71亿元和投资性房地产210.92万元，资产受限规模合计为2.08亿元，占当期总资产比重为13.69%。

综上，跟踪期公司资产规模有所增加，但仍以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，且部分资产使用受限，公司资产整体流动性不高。

资产运营效率

公司营运资产周转效率较高，但整体资产周转效率相对较低

公司主营业务为液体化工产品的装卸和仓储，下游客户以石化企业和贸易商为主，数量众多且主要合作对象经营实力较强，销售以现金、汇款及票据结算为主，结算周期主要在30-90天。但恒旭达保理业务规模进一步扩大，2019年末应收账款余额增加带动公司应收账款周转天数同比有所攀升。公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金及银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内。但2016年起公司持续对武汉恒基达鑫进行工程建设、且工程项目付款周期较长，加之2017年武汉恒基达鑫增加部分应付土地款且至今尚未结算，综合影响下公司应付账款周转天数总体处于较高水平，2019年应付账款周转天数较上年有所下降，主要系工程款陆续支付所致。主要受应收账款及应付账款周转情况影响，2019年公司净营业周期较上年有所缩短，但仍为负，公司营运资产周转效率较高。

整体资产运营效率方面，由于石化仓储行业属于重资产行业，固定资产规模占比较高，2019年公司固定资产周转天数及总资产周转天数较上年均有所下降，但仍处较高水平，公司整体资产周转效率相对较低。

表 14 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	96.67	85.64
存货周转天数	6.59	6.42

应付账款周转天数	131.56	153.50
净营业周期	-28.30	-61.44
流动资产周转天数	645.09	658.35
固定资产周转天数	997.18	1,110.36
总资产周转天数	2,088.84	2,214.07

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入规模有所增加，但信用减值损失挤压下利润规模有所下滑

2019年公司营业收入同比增加7.96%至2.75亿元，综合毛利率与上年持平，受研发及利息支出增加影响，2019年公司期间费用率较上年有所攀升。公司收到港务费返还等港口经营相关的政府补助并计入其他收益，此外，公司通过债权投资及理财产品等获取投资收益，2019年公司获得的其他收益和投资收益均对营业利润形成一定补充，但总体规模仍较小。

2019年公司对所持Rolta Americas LLC发行的债券（Rolta2019）第二期计提减值损失657.69万元，并对融资租赁及仓储装卸业务应收款项计提坏账损失367.48万元，合计发生信用减值损失0.10亿元，占同期营业利润的15.66%，对公司利润形成一定挤压。受本期发生较多信用减值损失影响，2019年公司营业利润同比下滑2.77%至0.65亿元，利润总额及净利润规模亦出现不同程度下降。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	7,019.48	27,484.60	25,457.09
其他收益	84.49	824.67	721.61
投资净收益	273.04	623.26	179.88
信用减值损失	-46.48	-1,025.17	0.00
营业利润	1,947.73	6,547.90	6,734.69
利润总额	1,947.69	6,521.81	6,641.08
净利润	1,432.02	4,908.45	5,253.27
综合毛利率	45.99%	45.22%	45.21%
期间费用率	19.44%	21.69%	20.92%
营业利润率	27.75%	23.82%	26.46%
总资产回报率	-	4.85%	4.86%
净资产收益率	-	3.86%	4.24%
营业收入增长率	-	7.96%	12.39%

净利润增长率	-	-6.56%	-12.50%
--------	---	--------	---------

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

2019年公司收现情况及经营活动现金流表现均较好，投资活动现金转为净流出

公司客户主要为石化加工企业和贸易商，石化加工企业和贸易企业，结算方式以现金、汇款及票据为主，结算周期较短。2019年公司收现比为1.24，较上年有所下降，但整体收现情况仍较好，2019年公司经营活动现金净流入量较上年增加41.85%至1.53亿元，公司经营活动现金流表现较好，同期公司FFO为1.41亿元，与上年基本持平，现金生成能力较强。此外，主要受经营性应收项目减少的影响，2019年公司营运资本扭负为正。

公司投资活动现金流出主要是公司进行债权投资、购买理财产品以及武汉和扬州两地在建项目的投入，2019年公司投资活动现金净流出较多，主要系当期债权投资增加及对广州华药恒达创富创业投资合伙企业（有限合伙）追加投资所致。

公司主业发展较为稳定，其他业务规模仍不大，公司融资需求相应下降，银行借款也逐步到期，筹资活动现金持续净流出。2019年公司筹资活动现金净流出规模同比大幅收窄，主要系公司发行“19恒达01”债券收到现金所致。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.24	1.44
净利润	4,908.45	5,253.27
非付现费用	7,785.90	6,869.10
非经营性损益	1,422.64	2,089.86
FFO	14,116.98	14,212.23
营运资本变化	1,221.13	-3,399.69
其中：存货减少（减：增加）	-13.96	-39.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	2,037.72	-3,933.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	-802.64	573.42
经营活动产生的现金流量净额	15,338.11	10,812.54
投资活动产生的现金流量净额	-11,941.86	1,073.93
筹资活动产生的现金流量净额	-946.66	-9,060.57
现金及现金等价物净增加额	2,602.30	3,180.80

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平较低，整体偿债压力不大

受本期债券“19恒达01”发行影响，2019年末公司负债总额较上年末增加12.56%至3.42亿元；随着利润留存的积累，2019年末公司所有者权益规模有所增加。2019年末公司产权比率较上年末提高2.31个百分点至26.50%，所有者权益对负债的保障水平仍较高。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	39,738.08	34,168.57	30,355.80
所有者权益	130,361.15	128,947.91	125,476.99
产权比率	30.48%	26.50%	24.19%

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债主要为流动负债，主要受本期债券“19恒达01”发行影响，2019年末公司流动负债占比较上年末下滑9.58个百分点至58.82%。

截至2019年末，公司短期借款为0.68亿元，主要为0.64亿元的质押、抵押及保证借款。2019年末公司应付账款为0.55亿元，主要为应付土地款和工程款。2019年末公司一年内到期的非流动负债为0.51亿元，主要为0.43亿元的一年内到期的长期借款。2019年末公司长期借款和长期应付款均为0.06亿元，同比均有所下滑系部分长期债务即将到期转入流动负债核算所致。2019年6月公司发行本期债券“19恒达01”，2019年末公司应付债券余额为0.99亿元。公司递延收益系各类政府补助形成，2019年末公司递延收益余额为0.28亿元。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,459.12	33.87%	6,761.48	19.79%	9,331.53	30.74%
应付账款	5,055.40	12.72%	5,488.89	16.06%	5,516.01	18.17%
一年内到期的非流动负债	5,123.36	12.89%	5,108.95	14.95%	3,353.77	11.05%
流动负债合计	25,973.36	65.36%	20,097.35	58.82%	20,761.36	68.39%
长期借款	643.90	1.62%	665.37	1.95%	4,951.22	16.31%
应付债券	9,945.49	25.03%	9,939.20	29.09%	0.00	0.00%
长期应付款	289.00	0.73%	573.02	1.68%	1,661.11	5.47%
递延收益	2,786.17	7.01%	2,793.48	8.18%	2,966.49	9.77%
非流动负债合计	13,764.71	34.64%	14,071.22	41.18%	9,594.44	31.61%
负债合计	39,738.08	100.00%	34,168.57	100.00%	30,355.80	100.00%
其中：有息债务	29,460.87	74.14%	23,048.03	67.45%	19,297.63	63.57%

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年一季度，中证鹏元整理

受本期债券“19恒达01”发行影响，2019年末公司有息债务规模较上年末增加19.43%

至2.30亿元，占总负债的67.45%。公司有息债务偿还压力主要集中在短期，其中2020年需偿还的有息债务为1.19亿元，占有息债务的51.50%。

表 19 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
偿还额	1.19	0.07	1.00	0.05

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率为20.95%，较上年末提高1.47个百分点。从短期偿债指标来看，2019年公司短期借款规模下降，带动流动比率及速动比率提高，公司短期偿债能力有所提升。从长期偿债指标来看，2019年公司EBITDA较上年略有增加，利息支出规模扩大影响下，公司EBITDA利息保障倍数较上年有所下滑，但仍处于较高水平，公司息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较好。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	23.36%	20.95%	19.48%
流动比率	2.27	2.51	2.32
速动比率	2.25	2.49	2.31
EBITDA（万元）	-	14,490.76	14,475.34
EBITDA 利息保障倍数	-	11.99	14.92
有息债务/EBITDA	-	1.59	1.33
债务总额/EBITDA	-	2.36	2.10
经营性净现金流/流动负债	-	76.32%	52.08%
经营性净现金流/负债总额	-	44.89%	35.62%

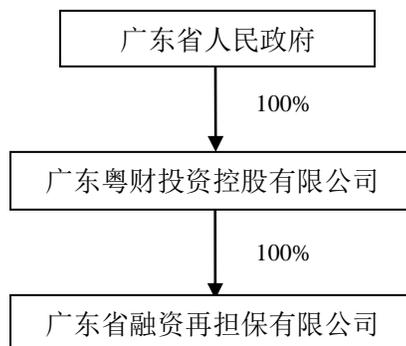
资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2020年4月末，广东再担保注册资本为60.60亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

图 3 截至 2020 年 4 月末广东再担保股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2016-2018 年广东再担保分别实现营业收入 49,438.22 万元、46,883.85 万元和 40,369.05 万元，其中担保费收入分别为 18,710.79 万元、22,203.44 万元和 15,632.08 万元，占营业收入比重分别为 37.85%、47.36%和 38.72%。由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得较高的利息收入。2016-2018 年广东再担保利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的 61.53%、51.02%和 59.53%，系广东再担保收入的重要构成。

表 21 2016-2018 年广东再担保收入构成情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%
其中：直保业务收入	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%	18,262.54	36.94%
再担保业务收入	83.17	0.21%	265.50	0.57%	448.25	0.91%
利息净收入	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%
投资收益	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%
其他业务收入	504.49	1.25%	761.90	1.63%	309.26	0.63%
其他收益	198.66	0.49%	-	-	-	-
资产处置收益	2.88	0.01%	-	-	-	-
合计	40,369.05	100.00%	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，广东再担保资产总额为 84.25 亿元，所有者权益为 71.65 亿元；2018 年度，广东再担保实现营业收入 4.04 亿元，利润总额 2.16 亿元。

表 22 2016-2018 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
现金类资产	428,700.91	260,780.71	212,453.18
营业收入	40,369.05	46,883.85	49,438.22
担保费收入	15,632.08	22,203.44	18,710.79
利息收入	7,563.04	7,117.87	6,412.18
投资收益	16,467.90	16,800.63	24,005.99
利润总额	21,618.42	51,583.12	33,178.80
净资产收益率	2.19%	5.42%	4.39%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
其中：直接担保在保责任余额	1,600,618.00	1,717,848.00	1,330,723.00
当期担保发生额	4,277,802.00	4,149,813.00	3,468,117.00
拨备覆盖率	120.64%	777.43%	883.90%
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当年代偿率	6.84%	0.00%	0.00%
再担保业务当年代偿率	0.03%	0.12%	0.00%
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数

资料来源：广东再担保 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

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3月31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；公司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。

此外，根据公司提供的子公司恒基润业及武汉恒基达鑫的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（查询日分别为2020年3月31日及2020年5月8日），上述子公司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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司主要库区位于水道附近，具有较好的区位优势，珠海库区仓储能力在珠三角具有一定规模优势；公司积累部分优质客户，加之在手长期合同较为充足，未来收入稳定性相对较好；公司资本结构稳健，资产负债率水平较低，经营获现能力较好；广东再担保背景优势明显，整体实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到，公司主要客户所处的石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，未来若石油石化行业景气度走低，将对公司经营造成一定不利影响。公司开展的供应链、保理及融资租赁业务对营运资金占用较多，对部分客户的款项产生坏账挤压利润，公司该等业务的风控能力面临一定挑战。目前公司对外债权投资和股权投资规模较大，未来投资收益存在一定不确定性。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	32,550.59	25,523.01	20,820.71	16,750.12
固定资产	72,901.67	73,993.82	78,268.13	78,768.21
总资产	170,099.22	163,116.48	155,832.79	157,298.73
短期借款	13,459.12	6,761.48	9,331.53	15,984.26
应付账款	5,055.40	5,488.89	5,516.01	6,378.80
一年内到期的非流动负债	5,123.36	5,108.95	3,353.77	0.00
长期借款	643.90	665.37	4,951.22	7,700.00
应付债券	9,945.49	9,939.20	0.00	0.00
长期应付款	289.00	573.02	1,661.11	0.00
总负债	39,738.08	34,168.57	30,355.80	35,149.99
有息债务	29,460.87	23,048.03	19,297.63	23,684.26
所有者权益合计	130,361.15	128,947.91	125,476.99	122,148.74
营业收入	7,019.48	27,484.60	25,457.09	22,650.00
营业利润	1,947.73	6,547.90	6,734.69	6,552.70
净利润	1,432.02	4,908.45	5,253.27	6,003.50
经营活动产生的现金流量净额	2,764.04	15,338.11	10,812.54	15,283.13
投资活动产生的现金流量净额	-1,888.61	-11,941.86	1,073.93	-2,927.19
筹资活动产生的现金流量净额	5,545.12	-946.66	-9,060.57	-7,149.06
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	96.67	85.64	83.08
存货周转天数（天）	-	6.59	6.42	5.66
应付账款周转天数（天）	-	131.56	153.50	121.72
净营业周期（天）	-	-28.30	-61.44	-32.98
流动资产周转天数（天）	-	645.09	658.35	708.41
固定资产周转天数（天）	-	997.18	1,110.36	1,261.21
总资产周转天数（天）	-	2,088.84	2,214.07	2,471.82
综合毛利率	45.99%	45.22%	45.21%	43.40%
期间费用率	19.44%	21.69%	20.92%	19.17%
营业利润率	27.75%	23.82%	26.46%	28.93%
总资产回报率	-	4.85%	4.86%	5.04%
净资产收益率	-	3.86%	4.24%	5.01%
营业收入增长率	-	7.96%	12.39%	8.28%
净利润增长率	-	-6.56%	-12.50%	40.86%
资产负债率	23.36%	20.95%	19.48%	22.35%

流动比率	2.27	2.51	2.32	1.85
速动比率	2.25	2.49	2.31	1.84
EBITDA（万元）	-	14,490.76	14,475.34	14,493.03
EBITDA 利息保障倍数	-	11.99	14.92	13.82
有息债务/EBITDA	-	1.59	1.33	1.63
债务总额/EBITDA	-	2.36	2.10	2.43
经营性净现金流/流动负债	-	76.32%	52.08%	62.82%
经营性净现金流/负债总额	-	44.89%	35.62%	43.48%

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
恒基达鑫(香港)国际有限公司	USD3,000.00	100.00%	码头、仓储设施建设与经营, 供应链金融服务
珠海横琴新区恒投创业投资有限公司	16,000.00	100.00%	创业投资、创业咨询
珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司	US5,267.00	100.00%	仓储经营, 码头和其他港口设施经营、在港区内从事货物装卸
信威国际有限公司	US1,100.35	100.00%	投资
武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司	8,000.00	70.00%	普通仓储服务、货物运输代理
珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司	US4,000.00	100.00%	融资租赁业务
珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司	5,000.00	100.00%	以受让应收账款的方式提供贸易融资
珠海恒基达鑫石化仓储有限公司	100.00	100.00%	液体化工产品的码头、仓储的建设与经营
鑫创国际有限公司	2.5 万澳门币	100.00%	投资
扬州华鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
珠海横琴新区恒基星瑞股权投资管理有限公司	700.00	70.00%	投资、资产管理
珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650.00	100.00%	企业管理咨询
珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650.00	100.00%	企业管理咨询
武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	51.00%	供应链服务
武汉恒基达鑫企业孵化器有限公司	200.00	70.00%	科技企业孵化管理服务

资料来源: 公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
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
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 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 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 有息的长期应付款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

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。