

2018 年第一期、第二期广西东投集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人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员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【730】号 01

债券简称：
第一期：18 桂东 01/18
桂东投债 01
第二期：18 桂东 02/18
桂东投债 02

债券剩余规模：
第一期：5 亿元
第二期：3 亿元

债券到期日期：
第一期：2025 年 10 月
11 日
第二期：2025 年 12 月
25 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期内的第 3 至
第 7 个计息年度末按照
债券发行总额的 20%偿
还本金，到期利息随本
金一起支付

分析师

姓名：
邹火雄 何佳欢

电话：
0755-82870071

邮箱：
zouhx@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA 第二期：AA	第一期：AA 第二期：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 7 月 15 日	2019 年 6 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”）对防城港市文旅集团有限公司¹（以下简称“防城港文旅”或“公司”）及其 2018 年 10 月 11 日发行的第一期公司债券（以下简称“18 桂东 01/18 桂东投债 01”）、2018 年 12 月 25 日发行的第二期公司债券（以下简称“18 桂东 02/18 桂东投债 02”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“18 桂东 01/18 桂东投债 01”信用等级维持为 AA，“18 桂东 02/18 桂东投债 02”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公司外部环境较好，继续为其发展提供了良好的基础，主营业务可持续性仍然较好，且继续得到了较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司应收款项同比快速增长，占用较多资金，土地使用权集中变现难度较大，主要在建项目尚需投资规模较大，有息债务规模较大，经营活动产生的现金流持续大额净流出，面临较大的资金支出及一定的债务压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础。防城港市逐步形成了以钢铁、有色金属、食品、能源、化工、装备制造六大支柱产业为主体的临港工业体系。

¹公司名称由广西东投集团有限公司变更为防城港市文旅集团有限公司，已于 2019 年 3 月完成工商变更手续。

伴随上述产业的发展，2019 年防城港市地区生产总值为 701.23 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.4%，继续为公司发展提供了良好基础。

- **公司主营业务可持续性仍较好。**公司是防城港市城市基础设施建设和运营的重要主体，主要从事工程建设和油品及非油品销售业务，2019 年上述业务收入分别为 2.38 亿元和 1.86 亿元，占同期营业收入的比重分别为 51.17%和 40.03%。公司项目储备丰富，2019 年末存货中工程项目账面价值合计 22.50 亿元，未来能给公司贡献一定收入。成品油系现代最主要的消费能源之一，加之防城港市临港工业体系不断发展，汽车保有量较多，下游需求较稳定，且已投入运营及在建的加油站均具有一定的区位优势，未来业务收入来源较有保障。
- **公司继续获得了较大的外部支持。**2019 年公司资本公积净增加 10.46 亿元，主要来源于政府无偿划入的土地使用权，提升了资本实力。此外，2019 年公司获得项目补贴资金及奖励资金等合计 0.40 亿元，同比增长 164.22%，占同期利润总额的 117.76%。

关注：

- **公司应收款项同比快速增长，占用较多资金；土地使用权集中变现难度较大，且部分已被抵押，流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收款项同比增长 39.09%至 10.38 亿元，应收对象主要为政府单位及国有企业，回款时间不确定，占用公司较多资金。截至 2019 年末，公司土地使用权账面价值合计 50.01 亿元，占总资产账面价值的 52.80%，已抵押的土地使用权账面价值占土地使用权账面价值的 38.78%，且土地使用权集中变现难度较大，流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目（不含针鱼岭服务区加油站）预计总投资 125.85 亿元，可计算部分尚需投资 101.23 亿元，项目建设资金需求较大，而公司经营活动现金流持续大额净流出，后续公司面临较大的资金支出压力。
- **公司存在一定的债务压力。**随着项目建设资金需求不断增加，公司有息债务规模持续增长，EBITDA 对有息债务本金和利息的保障能力逐渐下降。截至 2019 年末，公司有息债务规模为 21.73 亿元，同比增长 9.15%，EBITDA 利息保障倍数由 2018 年的 1.27 降至 0.70。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	947,195.46	754,534.93	634,417.58
所有者权益	539,784.49	431,887.61	347,283.09
有息债务	217,302.69	199,078.68	112,103.07
资产负债率	43.01%	42.76%	45.26%
现金短期债务比	3.19	40.23	-
营业收入	46,547.98	53,418.77	61,588.19
其他收益	3,692.00	1,518.51	15,000.00
营业外收入	2,190.03	16.49	99.43
利润总额	3,407.00	1,212.27	15,502.34
综合毛利率	12.63%	17.38%	13.50%
EBITDA	8,389.47	6,957.82	20,199.12
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.27	2.14
经营活动现金流净额	-46,717.35	-19,828.11	43,305.28
收现比	0.60	0.68	0.41

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数，下同。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2018年10月11日和2018年12月25日发行了7年期5亿元公司债券（18桂东01/18桂东投债01）和7年期3亿元公司债券（18桂东02/18桂东投债02），上述债券募集资金拟用于防城港市国际水产品交易中心项目（以下简称“水产品交易中心项目”）。根据公司于2019年8月21日披露的《关于变更2018年第一期广西东投集团有限公司公司债券募集资金用途的公告》和《关于变更2018年第二期广西东投集团有限公司公司债券募集资金用途的公告》，水产品交易中心项目已使用募集资金1.3亿元，公司拟将上述两期债券剩余募集资金6.7亿元用于防城港市保税物流产业园项目（以下简称“保税物流园项目”，项目具体情况详见“四、经营与竞争”）。截至2020年5月31日，“18桂东01/18桂东投债01”募集资金专项账户余额为7,303.51万元；截至2020年6月15日，“18桂东02/18桂东投债02”募集资金专项账户余额为494.16元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。根据防国资发〔2020〕26号和防国资发〔2020〕30号文，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”）以货币的形式向公司实缴注册资本合计4.90亿元，故公司实收资本由0.10亿元增至5.00亿元。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元；防城港国资委持有公司100.00%的股权，仍为公司唯一股东及实际控制人。

公司仍主要从事防城港市重大交通设施、市政路网、旅游资源开发等基础设施工程建设及油品、非油品销售等业务。2019年公司新增纳入合并范围子公司共3家，具体如表1所示。截至2019年末，纳入公司合并范围内子公司共11家，具体如附录二所示。

表1 2019年公司新增纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
防城港市金花茶小镇开发投资有限公司	55.00%	5,000.00	农业、水利水电工程、旅游业、文体娱乐业、渔、林、畜牧业项目的投资、开发等	投资设立
东兴市园区开发建设有限责任公司	100.00%	3,000.00	项目投资开发、房地产开发经营、园区物业管理、公路管理与养护等	无偿划拨
防城港市运安交通服务有限公司	100.00%	50.00	机动车检测、维修、美容等	无偿划拨

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

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

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

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

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按

照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发〔2019〕11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

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

（二）区域环境

伴随黑色金属冶炼和压延加工业等第二产业的发展，2019 年防城港市地区生产总值继续增长，经济实力进一步增强，但受工业去产能、调结构及环保压力等影响，全市经济发展或承压

防城港市是广西壮族自治区下辖的地级市，环北部湾城市群城市，是一座滨海城市、

边关城市、港口城市，位于中国大陆海岸线的最西南端，背靠大西南，面向东南亚，南临北部湾，西南与越南接壤，海岸线580公里，陆地边界100.90公里，是北部湾畔唯一的全海景生态海湾城市。2019年防城港市实现地区生产总值（GDP）701.23亿元，按可比价格计算，同比增长5.4%。其中，第一产业实现增加值109.42亿元，同比增长5.1%；第二产业实现增加值330.83亿元，同比增长5.9%；第三产业实现增加值260.98亿元，同比增长4.8%。三次产业对地方经济增长的贡献率分别为14.3%、52.6%和33.1%，第二产业对经济增长贡献率较大，为推动地区生产总值增长的重要动力。截至2018年末，防城港市常住人口为95.33万人，按常住人口计算，2019年全市人均GDP为73,558.17元，为全国人均GDP的103.76%。

经过多年的发展，防城港市逐步形成了以钢铁、有色金属、食品、能源、化工、装备制造六大支柱产业为主体的临港工业体系。受黑色金属冶炼和压延加工业、电力热力生产和供应业等的增长，2019年防城港市规模以上工业增加值同比增长5.4%，增速较上年有所下滑。中证鹏元注意到，防城港市工业经济发展在去产能、调结构的大背景下，新增动力不足，且全市重点行业多为基础原材料工业行业和高耗能行业，多处于产业链的上游，在产能过剩和环保督查的双重压力下，未来全市经济发展或承压。

投资方面，2019年防城港市固定资产投资增速由上年的下降0.9%转为增长8.0%，其中房地产开发投资增速由上年的下降0.4%转为增长50.9%。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，防城港市消费规模持续增长，2019年全市社会消费品零售总额为140.11亿元，同比增长3.8%。受益于资源及区位优势、中国（广西）自由贸易试验区正式揭牌运行等，2019年防城港市外贸进出口总额为804.95亿元，同比增长12.0%，增速较上年大幅提升18.1个百分点。此外，2019年末防城港市金融机构本外币各项存款余额和贷款余额均持续快速增长。

表 2 2018-2019 年防城港市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	701.23	5.4%	662.09	-
第一产业增加值	109.42	5.1%	-	6.0%
第二产业增加值	330.83	5.9%	-	7.2%
第三产业增加值	260.98	4.8%	-	8.2%
规模以上工业增加值	-	5.4%	-	8.5%
固定资产投资	-	8.0%	-	-0.9%
社会消费品零售总额	140.11	3.8%	134.94	8.8%
进出口总额	804.95	12.0%	721.49	-6.1%

存款余额	779.23	10.4%	705.68	12.9%
贷款余额	716.13	11.5%	642.51	1.5%
人均 GDP（元）	73,558.17		69,452.43	
人均 GDP/全国人均 GDP	103.76%		107.44%	

注：1）上表中固定资产投资不含农户投资；2）2018 年防城港市地区生产总值（GDP）最终核算数为 662.09 亿元；3）人均 GDP=地区生产总值（GDP）/2018 年末防城港市常住人口；4）上表中标“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018 年防城港市国民经济和社会发展统计公报及防城港市人民政府门户网站，中证鹏元整理

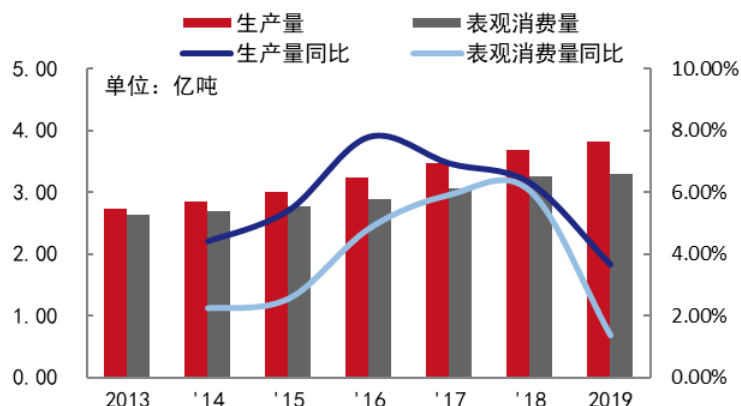
根据防城港市人民政府门户网站公开资料，2019 年防城港市全市实现公共财政预算收入 47.41 亿元，同比增长 7.8%；公共财政预算支出为 139.75 亿元，同比增长 9.7%，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 33.92%，财政自给能力较弱。

（三）行业环境

2019 年我国成品油市场继续维持供需宽松格局，且行业竞争加剧，政策助推行业发展

我国成品油供需矛盾突出，市场竞争加剧。供给方面，随着恒力石化、浙江石化等民营炼油厂的投产，民营企业入局大炼化时代已经到来，进一步丰富了国内成品油的供应。2019 年我国成品油生产量为 3.81 亿吨，同比增长 3.64%。需求方面，受中美贸易摩擦持续升温，汽车产业进入深度调整期及电动、氢能汽车等行业不断发展的影响，2019 年国内成品油需求量为 3.30 亿吨，增速较上年下降 4.67 个百分点至 1.37%。2019 年我国成品油供需差额为 0.52 亿吨，同比增长 20.84%，供需矛盾更加突出，成品油价格承压，2020 年以来呈下滑趋势。此外，随着我国逐步放宽成品油经营许可证的准入监管，取消炼化项目对外资企业的股比限制，成品油批发权取消、零售权下放，加油站向外资企业全面开放等，2020 年成品油市场或将延续资源供应过剩、竞争加剧的行业竞争格局。

图1 2019 年我国成品油供给大于需求



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国加油站行业呈现多层次竞争格局。我国石油行业企业分为国有企业、民营企业、外资企业三大类。其中，中石油、中石化、中海油等国企依托政策优惠、资金实力、上下游优势等在成品油批发、零售行业占据主导地位；外资企业凭借资本优势、管理水平、技术能力等在加油站行业也占据一席之地；民营企业则依托其灵活的营销策略等，在行业内迅速发展壮大。目前，成品油批发、零售行业初步形成以国有企业为主体，民营与外资企业同步发展的竞争格局。

成品油行业政策频发，助推行业发展。2019年8月27日，国务院办公厅颁布《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》（国办发〔2019〕42号），旨在扩大成品油市场准入，取消石油成品油批发仓储经营资格审批，下放成品油零售经营资格审批至地级市人民政府等。我国成品油流通行业大开放契机到来，成品油市场迎来战略发展机遇。此外，为贯彻落实《优化营商环境条例》和国务院有关石油成品油流通管理“放管服”改革工作的要求，2020年7月3日，商务部决定废止《成品油市场管理办法》和《原油市场管理办法》，此举降低了行业准入门槛，为能源行业改革目标去除了政策壁垒，有助于促进原油、成品油批发零售市场化，加快现代能源体系的构建。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事防城港市重大交通设施、市政路网、旅游资源开发等基础设施工程建设及油品、非油品销售等业务。伴随项目结算金额的减少，2019年公司工程建设收入同比下降18.88%，占同期营业收入的51.17%，毛利率同比减少7.69个百分点至18.45%，仍为公司收入和利润的重要来源。受油品价格波动及激烈的市场竞争等因素影响，2019年公司油品及非油品销售收入同比下降13.91%，占同期营业收入的40.03%，对收入贡献较大，但整体盈利能力较弱。此外，公司还获得机动车年检、景区及公路交通费等收入，但规模较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	23,820.10	18.45%	29,362.83	26.14%
油品及非油品销售收入	18,633.91	7.74%	21,644.75	6.47%
检测收入	206.14	73.50%	0.00	-
景区及公路交通费收入	124.00	17.78%	412.05	-174.81%
其他业务	3,763.82	-3.52%	1,999.15	46.67%
合计	46,547.98	12.63%	53,418.77	17.38%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要在建项目投资规模较大，未来收入较有保障，但工程建设业务回款很弱，且面临较大的资金压力

公司是防城港市城市基础设施建设和运营的重要主体，主要负责防城港市重大交通设施、市政路网、旅游资源开发等基础设施工程建设。具体模式为：公司及子公司防城港市东湾交通有限公司（以下简称“东湾交通”）就其承建的项目分别与项目业主/委托人签订委托代建合同，接受项目业主/委托人的委托自筹资金进行项目建设，项目业主/委托人每年根据公司上报的工程量，按照成本加成一定比例的收益向公司支付相关款项，公司以此确认工程建设收入及成本。近年公司所建项目的业主/委托人主要为防城港市开发建设总公司、防城港慧融投资有限责任公司（以下简称“慧融投资”）、防城港市城投华奇实业有限责任公司（以下简称“华奇实业”）等，上述三家企业系地方国有企业，其中慧融投资、华奇实业与公司的实际控制人均为防城港国资委。

2019年公司获得工程建设收入2.38亿元，同比下降18.88%，占营业收入的51.17%，主要来源于防城港市文昌大桥工程、防城港市江山半岛环岛东路扩建工程（以下简称“江山半岛东路扩建工程”）等项目。2019年上述项目收入仅收到现金392.22万元，规模较小，业务回款情况很弱。毛利率方面，2019年公司工程建设业务毛利率同比减少7.69个百分点至18.45%，仍为公司利润的重要来源。

表4 2019年公司工程建设业务收入和成本情况（单位：万元）

项目	投资成本	业务收入
防城港市文昌大桥工程	9,578.12	11,900.81
防城港市江山半岛环岛东路扩建工程	4,556.00	5,693.14
2017年中国-东盟国际马拉松赛防城港市赛道（迎宾街、西湾跨海大桥、冲孔路、滨海东路、广场北路）道路提升修复工程	2,676.93	3,326.09
2018年中国-东盟国际马拉松赛道（江山大道、站前路）道路白改黑工程	2,018.39	2,507.84
其他	596.29	392.22
合计	19,425.73	23,820.10

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目有防城港市国门大道工程项目、防城港市沙企大道工程项目（以下简称“沙企大道工程”）、保税物流园项目等，计划总投资125.85亿元，可计算部分尚需投资101.23亿元，随着项目建设资金投入不断加大，未来面临较大资金支出压力。其中，签订委托代建协议的项目计划总投资15.76亿元，已投资14.08亿元，未来能给公司贡献一定工程建设收入。截至2019年末，公司主要在建项目中已确认为自营项目的有防城金花茶特色小镇建设工程项目（以下简称“金花茶特色小镇”）、保税物流园项

目、水产品交易中心项目和峒中公路口岸（含里火通道）综合区基础设施项目（以下简称“峒中公路口岸项目”），上述项目计划总投资56.68亿元，已投资6.31亿元，尚需投资50.37亿元，随着项目建成并投入运营，未来能给公司带来收入。

金花茶特色小镇由子公司防城港市金花茶小镇开发投资有限公司承办建设，上述项目位于防城港市防城区西南部华石镇镇区，总建筑面积为39.93万平方米，建设内容包括小镇核心区、高端金花茶康养区建设和配套基础设施。项目分三期进行，总工期为8年（2019-2027年），项目建设资金由财政资金和企业自筹解决。根据项目可行性研究报告测算，项目投入运营后预计可实现营业收入合计31.83亿元。

保税物流园项目位于防城港市港口区渔湾岛东湾，毗邻渔洲坪开发区，紧靠疏港大道、连接港口码头，由公司本部负责建设。项目规划用地面积合计1,401.47亩，建设内容包括公共基础设施、监管隔离设施、海关查验场地等，计划建设期为24个月（2019-2021年），计划总投资13.02亿元。根据项目可行性研究报告测算，项目投入运营的前四年预计可实现仓库使用及管理费、广告展览费等合计14.16亿元。

水产品交易中心项目为“18桂东01/18桂东投债01”和“18桂东02/18桂东投债02”原募投项目，拟分为三个区滚动开发，项目建设期为36个月（含前期工作）。根据项目可行性研究报告测算，建成投入运营后计划可产生物业销售及租金收入、市场管理费等合计18.14亿元。根据防城港市政府统一规划及项目周边实际情况，该项目建设计划暂缓实施，项目建设进度及收入实现存在不达预期的风险。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	模式
防城港市国门大道工程项目	25.56	0.95	24.61	-
防城金花茶特色小镇建设工程项目	20.71	0.01	20.70	自营
防城港市沙企大道工程项目	20.14	2.30	17.84	-
防城港市保税物流产业园项目	13.02	4.25	8.77	自营
防城港市国际水产品交易中心项目	12.54	1.3	11.24	自营
峒中公路口岸（含里火通道）综合区基础设施项目	10.41	0.75	9.66	自营
防城港市江山半岛环岛东路扩建工程	7.96	8.18	-	代建
防城港市蓝色海湾整治百里黄金海岸（针鱼岭大桥—怪石滩段）工程	7.71	1.20	6.51	-
防城港市防城至江山公路工程项目	5.31	4.94	0.37	代建
防城港市文昌大桥工程	2.49	0.96	1.53	代建
合计	125.85	24.84	101.23	-

注：上表中模式为“-”表示不确定。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在激烈的市场竞争压力下，2019年公司油品及非油品销售收入出现下降；伴随成品油价格的下降，未来油品销售业绩或承压

油品及非油品销售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，其中油品销售收入来自汽柴油的销售。东湾石化所经营的加油站直接使用中国石化的品牌，经营管理完全参照中国石化的标准和模式，所有油品均从中国石化销售股份有限公司广西防城港石油分公司²（以下简称“中石化防城港分公司”）购入。东湾石化每年年初与中石化防城港分公司签订《成品油销售框架合同》，合同约定油品采购的信用额度及结算方式，2019年东湾石化采购油品的信用额度为1,150万元，结算方式为信用结算，即东湾石化在每月30日前与中石化防城港分公司核对当期购销的数量及金额，并以对公转账形式结清赊销款，年内可跨月结算，年末结清往来货款。

截至2019年末，东湾石化已建成并投入运营的加油站共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，在建加油站为针鱼岭服务区加油站。针鱼岭服务区加油站占地面积0.50万平方米，计划总投资0.25亿元（其中土地费用0.18亿元），系一级公路加油站，其所在区域紧邻城市核心区，具有一定区位优势，待其建成并投入运营，对公司油品销售业绩具有一定助益。

受油品价格波动及市场竞争激烈等因素的影响，2019年公司油品及非油品销售收入同比下降13.91%至1.86亿元（其中油品销售收入为1.85亿元，非油品销售收入为87.71万元），占同期营业收入的40.03%，对收入贡献较大；毛利率为7.74%，整体盈利能力仍较弱。成品油系现代最主要的消费能源之一，加之防城港市临港工业体系不断发展，全市汽车保有量较多³，下游需求较稳定，且公司所运营及在建的加油站具有一定区位优势，油品销售收入来源较有保障。但值得注意的是，2020年以来成品油价格呈下降趋势，公司油品销售业绩或承压。

表6 2018-2019年公司油品销售情况（单位：升、万元）

项目	2019 年		2018 年	
	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入
柴油	23,590,784.59	12,673.39	30,562,992.70	16,071.36
汽油	9,655,114.84	5,872.82	8,959,754.04	5,520.12
合计	33,245,899.43	18,546.20	39,522,746.74	21,591.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

²中国石化销售股份有限公司广西防城港石油分公司原名为中国石化销售有限公司广西防城港石油分公司，于2019年5月17日变更为现名。

³2018年末防城港市民用汽车和轿车保有量分别为28.66万辆和6.78万辆，同比增速分别为6.3%和20.4%。

2019年公司继续获得了较大的外部支持，提升了资本实力

作为防城港市城市基础设施建设和运营的重要主体，公司在资产注入及财政补贴方面继续获得外部的较大支持，提升了资本实力。

资产注入方面，根据政府相关文件，2019年公司获得防城港国资委无偿注入的土地使用权账面价值合计15.75亿元，增加资本公积。此外，2019年公司新纳入合并范围的子公司东兴市园区开发建设有限责任公司和防城港市运安交通服务有限公司净资产为负，以及子公司东湾交通所拥有的白浪滩欢乐海小区商铺和龙马明珠景区被无偿划出，导致当年资本公积减少5.29亿元。综合来看，2019年公司资本公积净增加10.46亿元，提升了资本实力。

财政补贴方面，2019年公司获得政府单位拨付的项目补贴资金及奖励资金等合计0.40亿元，同比增长164.22%，占同期利润总额的117.76%，对利润贡献较大。

表7 2019年公司资本公积变化情况（单位：万元）

项目	文件号/文件名	账面价值
无偿划入 99.71 万平方米国有建设用地使用权	《市国资委关于同意东兴市园区开发建设有限责任公司 997,093.15 平方米国有建设用地使用权无偿划转的批复》	157,535.54
无偿划入子公司东兴市园区开发建设有限责任公司股权	防国资发（2019）15 号	
防城港市防东公路建设管理公司将防城港市运安交通服务有限公司股权无偿转让给公司子公司防城港市东湾交通有限公司	《防城港市运安交通服务有限公司股权转让协议》	-38,958.85
子公司防城港市东湾交通有限公司将白浪滩欢乐海小区商铺和龙马明珠景区无偿划转给防城港江山景区管理有限公司	《资产无偿划转协议书》（协议编号：WL-19-SW-045）	-13,964.78
合计	-	104,611.91

注：上表中各数据之和与合计数存在的细微差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增纳入合并范围子公司共3家，具体如表1所示。截至2019年末，纳入公司合并范围内子公司共11家，具体如附录二所示。

资产结构与质量

公司应收款项同比快速增长，占用较多资金，土地使用权集中变现难度较大，且部分土地已被抵押，流动性较弱

伴随土地使用权的无偿注入及应付政府单位及国有企业往来款增加等，2019年末公司资产总额同比增长25.53%至94.72亿元。从资产结构来看，公司仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	44,713.22	4.72%	96,556.39	12.80%
应收账款	78,132.06	8.25%	62,939.58	8.34%
其他应收款	25,672.19	2.71%	11,691.28	1.55%
存货	691,508.78	73.01%	481,215.13	63.78%
流动资产合计	841,153.65	88.80%	652,936.21	86.53%
投资性房地产	12,062.48	1.27%	12,407.46	1.64%
无形资产	22,158.09	2.34%	22,767.05	3.02%
其他非流动资产	54,362.53	5.74%	60,588.84	8.03%
非流动资产合计	106,041.81	11.20%	101,598.72	13.47%
资产总计	947,195.46	100.00%	754,534.93	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

受项目建设资金投入较大等因素的影响，2019年末公司货币资金同比下降53.69%，年末无使用受限货币资金。截至2019年末，公司应收账款同比增长24.14%，主要为应收项目委托方的工程建设款，其中前五名应收账款金额合计7.80亿元，占应收账款期末余额的99.46%，应收对象主要为政府单位及国有企业，回款时间不确定，占用公司较多资金。其他应收款主要为应收政府单位及国有企业往来款，2019年公司增加应收防城港市防东公路建设管理公司往来款1.27亿元，导致年末其他应收款同比增长119.58%。其中，应收民营企业广西防城港超大运输有限责任公司款项0.33亿元，或存在回款风险。根据防城港市中级人民法院公开资料，公司及子公司东湾交通原出纳古彦娟利用职务之便挪用公司公款合计0.55亿元，2019年底未归还金额合计0.51亿元，公司已全额计提坏账。根据公司提供资料，经防城港市中级人民法院刑事一审终结，判决查封涉案房产共23处。上述事项表明公司内部控制制度尚不完善，公司治理存在较大提升空间。

存货为公司最重要的资产，得益于土地使用权的无偿注入及工程项目的持续投入，2019年末存货账面价值同比增长43.70%至69.15亿元，占期末总资产账面价值的73.01%，其中土地使用权和工程项目账面价值分别为46.60亿元和22.50亿元，占存货账面价值的比重分别为67.39%和32.54%。截至2019年末，公司存货中土地使用权共11宗，系出让的零售

商业和商服用地，面积合计294.95万平方米，账面价值合计46.60亿元，其中已抵押土地面积合计107.35万平方米，账面价值合计16.83亿元⁴，占存货中土地使用权账面价值的36.11%。存货中工程项目主要包括江山半岛东路扩建工程、沙企大道工程等，2019年末工程项目同比增长30.62%，未来能给公司贡献一定收入。

投资性房地产均为土地使用权，面积合计4.50万平方米，系出让的批发零售用地（加油加气站）和零售商业用地，2019年末账面价值为1.21亿元，均已被抵押，且均已缴纳土地出让金。2019年末公司无形资产同比小幅下降，其中土地使用权账面价值合计2.21亿元，占无形资产账面价值的99.53%，主要系出让的批发零售用地，已抵押土地账面价值合计1.36亿元，占无形资产中土地账面价值的61.67%。截至2019年末，公司其他非流动资产同比下降10.28%，主要为受托贷款。2019年末其他非流动资产中受托贷款包括对广西跨境经济开发投资有限公司借款3.00亿元和防城港市改善农村人居环境基础设施建设项目（以下简称“人居环境项目”）借款1.83亿元。其中，人居环境项目贷款系公司向中国农业发展银行防城港市分行借款给防城港市下属各区县的政府机构使用，借款期限为20年，借款利率为4.9%。

盈利能力

公司经营业绩继续下降，但主营业务可持续性仍较好；公司整体盈利能力有所减弱，利润较依赖于政府补贴

公司营业收入主要来源于工程建设及油品、非油品销售业务，2019年上述业务收入合计4.25亿元，同比下降16.77%，占同期营业收入的91.20%，导致营业收入整体下降12.86%。2019年工程建设业务毛利率同比减少7.69个百分点至18.45%，导致公司综合毛利率有所下降，整体盈利能力有所减弱。截至2019年末，公司存货中工程项目账面价值合计22.50亿元，未来能给公司贡献一定收入。2020年以来成品油价格呈下降趋势，公司油品销售业绩或承压。

伴随人工成本的增加及债务增加导致利息支出较大，2019年公司管理费用和利息费用合计0.86亿元，同比小幅增长，占同期利润总额的252.40%，对利润侵蚀较大。2019年公司获得项目补贴资金及奖励资金等合计0.40亿元，同比增长164.22%，占同期利润总额的

⁴2019年末存货中已抵押土地使用权分别为东国用（2013）第A0470号、东国用（2015）第A0230、东国用（2015）第A0231、东国用（2015）第A0233和东国用（2015）第A0234，公司2019年审计报告中的受限资产将后四宗土地列为无形资产，系根据抵押时该等土地所在科目列式的，且账面价值系抵押时的账面价值。

117.76%，利润较依赖政府补贴。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	46,547.98	53,418.77
管理费用	5,131.76	3,965.85
利息费用	3,467.37	4,415.82
其他收益	3,692.00	1,518.51
营业利润	1,281.05	1,232.52
营业外收入	2,190.03	16.49
利润总额	3,407.00	1,212.27
综合毛利率	12.63%	17.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量表现不佳，主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要源自工程项目预收款、油品及非油品销售收入及其他业务收入，2019年收现比为0.60，同比略有下滑，整体收现能力仍偏弱。受经营活动现金支出及支付的政府单位、国有企业等的往来款规模较大的影响，2019年公司经营活动产生的现金持续大额净流出4.67亿元。

投资活动方面，2019年公司岢中公路口岸项目等支付现金0.92亿元，导致当年投资活动产生的现金净流出0.84亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款。2019年公司通过银行借款获得2.13亿元现金，当年筹资活动产生的现金净流入0.33亿元，但规模较小。截至2019年末，公司主要在建项目（不含针鱼岭服务区加油站）可计算部分尚需投资101.23亿元，经营及投资活动均较依赖外部融资，且部分资金被占用，外部融资需求较大，面临较大的资金支出压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.60	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	27,761.15	36,263.93
收到的其他与经营活动有关的现金	34,539.31	73,975.26
经营活动现金流入小计	62,300.46	110,239.19
购买商品、接受劳务支付的现金	54,245.31	52,724.88

支付的其他与经营活动有关的现金	50,506.06	74,781.15
经营活动现金流出小计	109,017.82	130,067.30
经营活动产生的现金流量净额	-46,717.35	-19,828.11
投资活动产生的现金流量净额	-8,399.15	131.41
筹资活动产生的现金流量净额	3,273.34	80,770.49
现金及现金等价物净增加额	-51,843.17	61,073.79

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在一定债务压力

伴随应付政府单位及国有企业往来款的增加及银行借款增加，2019年末公司负债总额同比增长26.27%至40.74亿元。所有者权益方面，得益于土地使用权的无偿注入及经营业绩的积累，2019年末公司所有者权益同比增长24.98%至53.98亿元。截至2019年末，公司产权比率为75.48%，同比略有提升，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	407,410.97	322,647.32
所有者权益	539,784.49	431,887.61
产权比率	75.48%	74.71%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司短期借款规模为 1.00 亿元，利率为基准利率上浮 20%，用途为道路养护、购买油品等日常经营周转。2019 年末应付账款同比下降 68.12%，规模较小，主要系工程项目款。2019 年末预收款项同比增长 88.02 倍，主要包括预收工程款。其他应付款主要为应付政府单位及国有企业往来款等，2019 年末其他应付款同比增长 48.98%，其中有息部分金额为 0.41 亿元。

公司长期借款主要为项目贷款，因资金需求较大，公司借款增加，2019年末长期借款同比小幅增至11.64亿元，占期末负债总额的28.56%，借款利率区间为4.9%-7.03%。截至2020年6月末，公司存续债券包括“18桂东01/18桂东投债01”和“18桂东02/18桂东投债02”，债券余额分别为5.00亿元和3.00亿元，票面利率分别为7.95%和7.93%，分别将于2021年10月和12月偿还债券发行总额的20%。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	10,000.00	2.45%	0.00	0.00%
应付账款	1,292.26	0.32%	4,053.24	1.26%
预收款项	9,817.13	2.41%	110.28	0.03%
其他应付款	180,093.93	44.20%	120,881.90	37.47%
一年内到期的非流动负债	4,000.00	0.98%	2,400.00	0.74%
流动负债合计	207,925.38	51.04%	130,068.64	40.31%
长期借款	116,358.26	28.56%	112,272.82	34.80%
应付债券	82,844.43	20.33%	80,305.86	24.89%
非流动负债合计	199,485.59	48.96%	192,578.68	59.69%
负债合计	407,410.97	100.00%	322,647.32	100.00%
其中：有息债务	217,302.69	53.34%	199,078.68	61.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着项目建设资金需求不断增加，2019年末公司有息债务规模同比增长9.15%至21.73亿元，占负债总额的比重为53.34%，其中短期有息债务为1.40亿元，同比增长483.33%，占有息债务总额的比重增至6.44%。

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为43.01%，整体负债水平一般。2019年末公司现金短期债务比降至3.19，但仍处于较高水平，短期偿债能力仍较强；EBITDA利息保障倍数进一步降至0.70，有息债务/EBITDA为25.90，处于较高水平，公司利润对债务本息的偿还保障程度仍较弱。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	43.01%	42.76%
现金短期债务比	3.19	40.23
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.27
有息债务/EBITDA	25.90	28.61

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月16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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

目前，公司子公司防城港市江山旅游投资有限责任公司（以下简称“防城港旅投”）和东湾交通分别存在4起和1起诉讼，均系房屋租赁纠纷，其中广西防城港海岛城酒店投资有限公司（原告/反诉被告）与防城港旅投（被告/反诉原告）的案件还在审理中，涉及金额402.96万元，其余4起案件均已判决。根据广西壮族自治区防城港市防城区人民法院民事判决书，判决：1）解除原告/反诉被告分别与子公司防城港旅投和东湾交通签订的《房屋租赁合同》及其补充协议；2）子公司防城港旅投和东湾交通需支付的款项（含诉讼费等）合计分别为1,366.32万元和67.34万元。

七、评级结论

2019年公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好的基础，公司主营业务可持续性仍较好，且继续获得了较大的外部支持。

同时中证鹏元关注到，公司应收款项同比快速增长，占用较多资金，土地使用权集中变现难度较大，部分土地已被抵押，流动性较弱。公司主要在建项目尚需投资规模较大，且有息债务规模较大，经营活动产生的现金持续大额净流出，面临较大的资金支出及一定的债务压力。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，“18桂东01/18桂东投债01”信用等级维持为AA，“18桂东02/18桂东投债02”信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	44,713.22	96,556.39	35,482.59
应收账款	78,132.06	62,939.58	36,993.91
存货	691,508.78	481,215.13	459,628.23
流动资产合计	841,153.65	652,936.21	544,916.63
非流动资产合计	106,041.81	101,598.72	89,500.94
资产总计	947,195.46	754,534.93	634,417.58
短期借款	10,000.00	0.00	0.00
其他应付款	180,093.93	120,881.90	174,726.81
一年内到期的非流动负债	4,000.00	2,400.00	0.00
流动负债合计	207,925.38	130,068.64	179,131.42
长期借款	116,358.26	112,272.82	108,003.07
应付债券	82,844.43	80,305.86	0.00
非流动负债合计	199,485.59	192,578.68	108,003.07
负债合计	407,410.97	322,647.32	287,134.48
有息债务	217,302.69	199,078.68	112,103.07
所有者权益	539,784.49	431,887.61	347,283.09
营业收入	46,547.98	53,418.77	61,588.19
其他收益	3,692.00	1,518.51	15,000.00
营业利润	1,281.05	1,232.52	15,566.47
营业外收入	2,190.03	16.49	99.43
净利润	3,284.97	479.18	15,454.21
经营活动产生的现金流量净额	-46,717.35	-19,828.11	43,305.28
投资活动产生的现金流量净额	-8,399.15	131.41	-169.94
筹资活动产生的现金流量净额	3,273.34	80,770.49	-58,712.65
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	12.63%	17.38%	13.50%
收现比	0.60	0.68	0.41
产权比率	75.48%	74.71%	82.68%
资产负债率	43.01%	42.76%	45.26%
现金短期债务比	3.19	40.23	-
EBITDA（万元）	8,389.47	6,957.82	20,199.12
EBITDA 利息保障倍数	0.70	1.27	2.14
有息债务/EBITDA	25.90	28.61	5.55

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末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	取得方式
防城港市东湾交通有限公司	49,840.76	91.77%	交通建设与经营；交通设施养护、维修、收费等	无偿划拨
防城港市东投农业投资有限公司	30,000.00	100.00%	对农业项目、水利水电工程项目等的投资、开发	投资设立
防城港市陆海国际物流投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	对物流项目的投资，物流园区开发管理等	投资设立
防城港市金花茶小镇开发投资有限公司	5,000.00	55.00%	农业、水利水电工程、旅游业、文体娱乐业、渔、林、畜牧业项目的投资、开发等	投资设立
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等销售	投资设立
东兴市园区开发建设有限责任公司	3,000.00	100.00%	项目投资开发、房地产开发经营、园区物业管理、公路管理与养护等	无偿划拨
防城港市峒中公路口岸开发投资有限公司	1,000.00	51.00%	对公路口岸基础设施投资，房地产开发经营，贸易代理等	投资设立
防城港市江山旅游投资有限责任公司	300.00	100.00%	旅游景区基础设施建设项目投资等	同一控制下的企业合并
防城港市里火边贸服务有限责任公司	100.00	100.00%	货物进出口等	同一控制下的企业合并
防城港市路桥广告有限责任公司	100.00	51.00%	公路、桥梁及其他广告设计、制作、代理、经营和投资管理等	同一控制下的企业合并
防城港市运安交通服务有限公司	50.00	100.00%	机动车检测、维修、美容等	无偿划拨

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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+其他应付款中有息债务+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

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。