



2018年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 



2018年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 桂东 01 等级	AA	AA
18 桂东 02 等级	AA	AA
评级日期	2021-06-27	2020-07-15

债券概况

债券简称:

18 桂东 01/18 桂东投债 01

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:

18 桂东 01: 2025 年 10 月 11 日

18 桂东 02: 2025 年 12 月 25 日

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

联系方式

项目负责人: 邹火雄

zouhx@cspengyuan.com

项目组成员: 李世伶

lishl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的第一期公司债券（以下简称“18 桂东 01”）、2018 年 12 月发行的第二期公司债券（以下简称“18 桂东 02”）的 2021 年度跟踪评级结果为：“18 桂东 01”信用等级维持为 AA，“18 桂东 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，核心业务持续性仍然较好，继续得到当地政府的较大支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，存在较大资金压力，总债务规模上升较快，存在较大短期债务压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司核心业务持续性较好，且将持续获得较大的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	105.87	94.72	75.45
所有者权益	54.26	53.98	43.19
总债务	34.82	21.73	19.91
资产负债率	48.74%	43.01%	42.76%
现金短期债务比	0.64	3.19	40.23
营业收入	9.94	4.65	5.34
其他收益	0.18	0.37	0.15
利润总额	0.39	0.34	0.12
销售毛利率	6.59%	12.63%	17.38%
EBITDA	0.67	0.84	0.70
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70	1.27
经营活动现金流净额	-12.45	-4.67	-1.98
收现比	0.58	0.60	0.68

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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。



优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**近年来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。伴随上述产业的发展，2020 年防城港市地区生产总值（GDP）持续增长，经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司核心业务可持续性较好。**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、非油品销售业务。截至 2020 年末，公司签订委托代建协议的项目投资金额较大，同时随着防城港市临港工业体系不断发展，汽车保有量较多，工程建设和油品、非油品销售业务可持续性较好。
- **公司获得较大的外部支持。**2020 年公司获得股东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”）资本注入以及防城港市政府划拨的 4 家公司股权和一定的政府补助。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年末公司土地使用权、工程项目及应收款项占总资产比重较大，部分土地已被抵押，应收款项回款时间不确定，占用较多营运资金，公司整体资产流动性较弱。
- **经营活动现金流持续大额净流出，公司面临较大的资金支出压力。**近年公司经营活动现金流持续大额净流出，截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模上升较快，短期债务压力较大。**2020 年末公司总债务规模大幅增长，当期累计新增债务规模超过 2019 年末净资产的 20%，现金短期债务比降幅明显，短期债务压力较大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于公司相关债项（“18桂东01”和“18桂东02”）的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2018年10月和2018年12月发行了7年期5亿元公司债券（18桂东01）和7年期3亿元公司债券（18桂东02），上述债券募集资金改用于防城港市保税物流产业园项目。截至2021年4月末，“18桂东01”募集资金专项账户余额为8.27万元，“18桂东02”募集资金专项账户余额为27.51万元。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本、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%的股权，仍为公司唯一股东及实际控制人。

2020年公司新增纳入合并范围子公司共5家，不再纳入合并范围子公司1家，具体如表1所示。截至2020年末，纳入公司合并范围内子公司共15家，具体如附录四所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
防城港北部湾旅游投资开发有限公司	100%	633.71	旅游开发	划拨取得
广西元睿科技发展有限公司	60%	500.00	科技	投资设立
防城港市泽农工程设计活动有限公司	100%	52.00	设计	划拨取得
防城港江山景区管理有限公司	100%	50.00	旅游	划拨取得
防城港市泽林林业勘测设计有限公司	100%	3.00	设计	划拨取得

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
防城港市里火边贸服务有限责任公司	100%	100.00	贸易	公司注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境



2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债



券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发〔2020〕23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域环境

伴随金属冶炼和压延加工业等第二产业的发展，2020年防城港市地区生产总值有所增长，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。防城港市地处华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部，是中国内陆腹地进入东盟最便捷的主门户、大通道，是西部陆海新通道的重要节点城市，是中国国家港口型、陆上边境口岸型国家物流枢纽布局承载城市。截至2019年末，防城港市常住人口96.36万人，城镇化率为59.69%。按2019年末常住人口计算，2020年防城港市人均GDP为76,049元，为全国人均GDP的104.97%。

2020年防城港市经济平稳运行，实现地区生产总值（GDP）732.81亿元，按可比价格计算，同比增长5.1%。其中，第一、二、三产业增加值同比增速分别为3.9%、6.8%和3.2%。产业结构方面，防城港市三次产业结构由2019年的15.6：47.1：37.3调整为2020年的15.2：47.5：37.3，第二产业对经济贡献率较大，为推动地区生产总值增长的重要动力。

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，且柳钢防城港基地、中铝一期等一批重大临港项目取得突破性进展。此外，广西防城港核电站（西部首座核电站）正式商业运营，防城港市建成中国第一大植物油籽加工基地和磷酸出口加工基地等。2020年防城港市规模以上工业增加值同比增长6.5%，其中黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业增加值同比分别增长49.9%、31.5%。2020年防城港市规上工业用电量

同比增长14%，位居广西壮族自治区前列。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，全市经济发展或承压。

投资方面，2020年防城港市固定资产投资稳步增长，其中基础设施投资增长34.8%，占固定资产投资的比重为17.9%。受疫情等因素影响，2020年社会消费品零售总额同比下降13.1%，进出口总额同比下降11.8%。此外，防城港市年末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，为地方发展提供良好的金融环境。

表2 防城港市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	732.81	5.1%	701.23	5.4%
第一产业增加值	111.08	3.9%	109.42	5.1%
第二产业增加值	348.07	6.8%	330.83	5.9%
第三产业增加值	273.66	3.2%	260.98	4.8%
工业增加值	--	6.5%	--	5.2%
固定资产投资	--	8.8%	--	8.0%
社会消费品零售总额	--	-13.1%	140.11	3.8%
进出口总额	709.61	-11.8%	804.95	12.0%
存款余额	884.21	13.5%	779.23	10.4%
贷款余额	831.37	16.1%	716.13	11.5%
人均 GDP（元）	76,049		73,163	
人均 GDP/全国人均 GDP	104.97%		103.20%	

注：1）上表中固定资产投资不含农户投资；2）2020 年人均 GDP=地区生产总值（GDP）/2019 年末常住人口（96.36 万人）；3）上表中标“--”表示数据未公开披露。

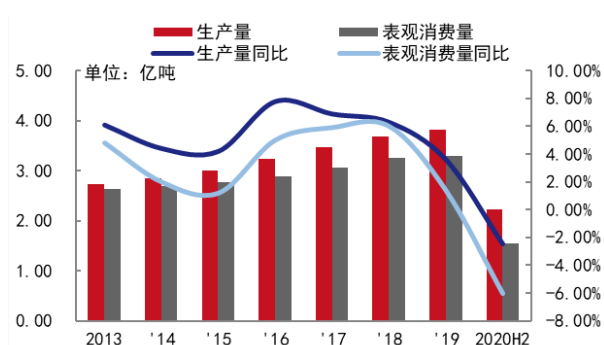
资料来源：2019-2020 年防城港市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年防城港市全市财政收入完成82.54亿元，同比下降6.1%，其中公共财政预算收入完成53.69亿元，同比增长13.3%，全口径税收收入完成65.80亿元，同比下降9.9%；公共财政预算支出完成155.16亿元，同比增长11.2%，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为34.60%，财政自给能力较弱。

2021年以来我国成品油价格有所回升，但市场维持宽松的供需格局，且行业竞争激烈，政策助推行业发展

我国成品油供需矛盾突出，市场竞争激烈。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。受新冠疫情等的影响，2020年1-6月我国成品油生产量为1.84亿吨，同比下降2.5%。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，2020年1-6月为1.54亿吨，同比下降6%。

2020年1-6月我国成品油供需差额为0.30亿吨，持续处于供需宽松状态。随着全球经济及石油需求复苏，2021年以来成品油价格持续上涨，2021年3月11日汽油及柴油批发价格指数分别为7,315元/吨、6,327元/吨，实现2021年以来的第3次涨价。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，2021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 我国成品油供需持续宽松


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2021 年以来我国油价有所回升


资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国加油站地理位置重要性突显且行业呈现多层次竞争格局。加油站作为汽柴油零售业务经营场所，其地理位置对汽柴油零售销量影响重大。在经济较为发达的省市、同一地区核心地段、交通要道、车流人流集中区域，汽油、柴油市场需求较为旺盛。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。

五、经营与竞争

公司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、油品及非油品销



售等业务，收入仍主要来源于工程建设、油品及非油品销售业务。2020年公司工程建设收入同比增长228.75%，拉动当期营业收入增长113.48%；受成本加成比例大幅下降的影响，工程建设毛利率同比减少13.23个百分点，导致公司销售毛利率下降6.04个百分点至6.59%。受疫情及油品价格整体呈下行趋势等因素影响，2020年公司油品及非油品销售收入同比下降38.29%，2020年随着公司调整以往降价促销的经营策略，该业务毛利率有所增长，对盈利具有一定贡献。此外，公司还获得租赁、景区及公路交通费、机动车年检等收入，但规模较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	7.83	5.22%	2.38	18.45%
油品及非油品销售收入	1.15	11.29%	1.86	7.74%
租赁收入	0.12	65.06%	0.00	-
景区及公路交通费收入	0.07	37.86%	0.01	17.78%
检测收入	0.03	84.33%	0.02	73.50%
其他业务	0.73	-2.04%	0.38	-3.52%
合计	9.94	6.59%	4.65	12.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程建设业务为公司收入的主要来源，且主要在建项目投资规模较大，未来收入较有保障，同时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兴新开发建设有限公司（以下简称“兴新开发”）、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等，上述三家企业均系地方国有企业，且实际控制人均为防城港国资委。

伴随防城港市沙企大道工程项目（以下简称“沙企大道工程”）项目推进结算较大，2020年公司工程建设业务收入同比大幅增长228.75%。业务毛利率大幅下降主要系不同项目约定的加成比例差异所致。

表4 2019-2020 年公司工程建设业务收入成本明细（单位：亿元）

时间	项目名称	结算成本	确认收入
2020 年	沙企大道工程项目	7.42	7.83
	合计	7.42	7.83
2019 年	防城港市文昌大桥工程	0.96	1.19



防城港市江山半岛环岛东路扩建工程	0.45	0.57
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	0.27	0.33
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	0.20	0.25
其他	0.06	0.04
合计	1.94	2.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建和拟建项目有防城港市国门大道工程项目、沙企大道工程、江山半岛安置区一期、防城港市保税物流产业园项目（以下简称“保税物流园项目”）等，计划总投资123.75亿元，尚需投资超过90.87亿元，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35.90亿元，已投资21.76亿元，工程建设业务可持续性较好。截至2020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”）、江山半岛安置区一期、保税物流园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57.37亿元，已投资9.13亿元，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，同时中证鹏元也关注到该项目建设周期较长，投资规模较大，受宏观经济及人民生活水平等因素影响，项目收入存在不确定性。

保税物流园项目为“18桂东01”和“18桂东02”募投项目，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，其中6.7亿元源自“18桂东01”和“18桂东02”募集资金。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，同时中证鹏元也关注到项目投资规模较大，受地区经济发展及港口货运量波动的影响，项目收入存在不确定性。

表5 截至2020年末公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	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	0.29	20.42	自营
沙企大道工程项目	20.14	7.42	12.72	代建
防城港市江山半岛安置区项目（一期）	13.23	0.00	13.23	自营



防城港市保税物流产业园项目*	13.02	4.94	8.08	自营
峒中公路口岸（含里火通道）综合区基础设施项目	10.41	3.90	6.51	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	4.92	1.26	3.66	--
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	1.22	1.27	代建
合计	123.75	33.10	90.87	--

注：1）上表中模式为“--”表示不确定；2）*为“18桂东 01”和“18桂东 02”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司油品及非油品销售收入出现下降，未来油品销售收入来源较有保障

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（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，2021年东湾石化采购油品的信用额度由2020年的1,150万元调整为800万元，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，并于每月末尽量结清，每半年末必须结清，若超出信用额度的购销需求应当预付货款。

截至2021年5月末，东湾石化已建成并投入运营的加油站共5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、针鱼岭服务区加油站，上述加油站具有一定区位优势。

受疫情及油品价格整体呈下行趋势等因素影响，2020年公司油品及非油品销售收入同比下降38.29%，2020年随着公司经营策略的调整，该业务毛利率有所增长，对盈利具有一定贡献。随着防城港市临港工业体系不断发展，全市汽车保有量较多且持续增长，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。

表6 2019-2020 年公司油品销售情况（单位：万升、亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入
柴油	1,471.85	0.70	2,359.08	1.27
汽油	820.06	0.43	965.51	0.59
合计	2,291.91	1.13	3,324.59	1.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大的外部支持

2020年公司获得股东防城港国资委实缴资本4.9亿元，计入实收资本，此外，防城港市政府将防城



港市泽林林业勘测设计有限公司、防城港市泽农工程设计活动有限公司、防城港江山景区管理有限公司和防城港北部湾旅游投资开发有限公司4家公司股权注入公司，账面价值合计1.48亿元，计入资本公积。由于缴纳以前年度注入土地的税金，2020年公司减少资本公积6.44亿元。

财政补贴方面，2020年公司获得财政局项目补贴和财政贴息等补助0.43亿元。此外，公司还获得旅游发展专项扶贫项目和金花茶小镇建设项目资金合计0.16亿元，计入递延收益。

六、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2019年审计报告和经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增纳入合并范围子公司共5家，不再纳入合并范围子公司1家，具体如表1所示。

资产结构与质量

公司土地使用权规模较大，部分土地已被抵押，且应收款项占用部分资金，整体资产流动性仍较弱

2020年末公司货币资金余额同比下降11.41%，其中银行借款质押定期存单1.38亿元。受益于项目回款增加等，2020年末公司应收账款账面价值同比下降51.47%。2020年末公司其他应收款主要为应收防城港市财政局等政府单位往来款及广西鹭港生物医药科技有限公司（以下简称“鹭港生物”）拟投资款²。此外，2020年末其他应收款中应收公司及子公司东湾交通原出纳古彦娟挪用公司公款合计0.51亿元以及应收武钢绿色城市建设发展有限公司³往来款0.36亿元预计将无法收回，已全额计提坏账。

存货为公司最主要的资产，由于公司购入土地及工程项目的持续投入，2020年末存货账面价值同比增长12.38%。截至2020年末，公司存货中土地使用权共15宗，面积合计331.69万平方米，账面价值合计48.92亿元，主要为出让的零售商业或商服用地，均已缴纳土地出让金，其中已抵押土地面积合计164.03万平方米，账面价值合计22.43亿元，占存货中土地使用权账面价值的45.85%。存货中工程项目主要包

² 鹭港生物原为民营企业，主要从事创新药品种研发及产业化等业务，公司拟投资3亿元认缴鹭港生物20%的股权，截至2020年末已出资1亿元，鹭港生物于2021年4月完成工商变更登记，公司持有鹭港生物20%的股权。

³ 武钢绿色城市建设发展有限公司原名武汉钢铁建工集团有限责任公司，于2017年6月变更为现名，后于2020年10月注销。



括沙企大道工程、江山半岛东路扩建工程等，2020年末工程项目账面价值同比有所增长，未来能给公司贡献一定收入。

截至2020年末，公司投资性房地产包括两宗土地使用权及一处房产，均已被抵押。其中，两宗土地面积合计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，均已缴纳土地出让金，账面价值为1.17亿元。2020年末公司在建工程账面价值增幅较大主要为峒中公路口岸含里火通道等项目投入大额资金。2020年末公司无形资产主要为出让的土地使用权，大部分为批发零售用地和综合用地，其中已抵押土地账面价值合计1.13亿元。

其他非流动资产包括受托贷款及预付工程款，2020年末受托贷款包括对广西跨境经济开发投资有限公司（实际控制人为东兴市财政局）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%。

总体来看，2020年末公司土地使用权、工程项目及应收款项合计92.84亿元，占期末总资产的87.69%，其中受限土地使用权账面价值合计24.74亿元，占期末土地使用权账面价值的47.47%，应收政府单位及国有企业款项回款时间不确定，占用营运资金，公司整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.96	3.74%	4.47	4.72%
应收账款	3.79	3.58%	7.81	8.25%
其他应收款	3.61	3.41%	2.57	2.71%
存货	77.71	73.40%	69.15	73.01%
流动资产合计	89.14	84.19%	84.12	88.80%
投资性房地产	1.18	1.11%	1.21	1.27%
在建工程	4.52	4.27%	0.85	0.90%
无形资产	2.04	1.92%	2.22	2.34%
其他非流动资产	5.90	5.57%	5.44	5.74%
非流动资产合计	16.73	15.81%	10.60	11.20%
资产总计	105.87	100.00%	94.72	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司经营业绩有所增长，主营业务可持续性较好，利润较依赖于政府补贴，整体收现能力仍然偏弱

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，2020年上述业务收入合计8.98亿元，

占同期营业收入的比重为90.38%。2020年公司工程建设业务收入同比增长228.75%，拉动营业收入同比增长113.48%；受成本加成比例大幅下降的影响，工程建设毛利率同比减少13.23个百分点，拖累公司销售毛利率下降6.04个百分点。2020年公司油品、非油品销售收入受疫情及油品价格下行等因素影响同比下降38.29%。截至2020年末，公司签订委托代建协议的项目计划总投资35.90亿元，已投资21.76亿元，工程建设业务可持续性较好；随着防城港市临港工业体系不断发展，防城港市全市汽车保有量较多且持续增长，公司油品销售收入来源较有保障。

2020年公司获得项目补贴资金和财政贴息等合计0.43亿元，占同期利润总额的比重为110.26%，利润较依赖政府补贴。2020年公司收现比略有下降，业务收现能力仍较弱，经营活动现金流持续净流出。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	9.94	4.65
收现比	0.58	0.60
营业利润	0.16	0.13
其他收益	0.18	0.37
营业外收入	0.41	0.22
利润总额	0.39	0.34
销售毛利率	6.59%	12.63%

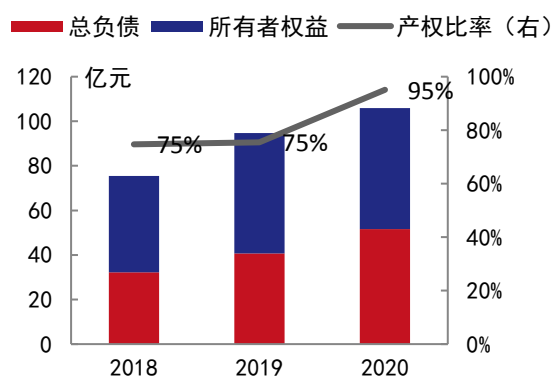
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所增长，随应付债券偿还期临近，短期债务压力加大

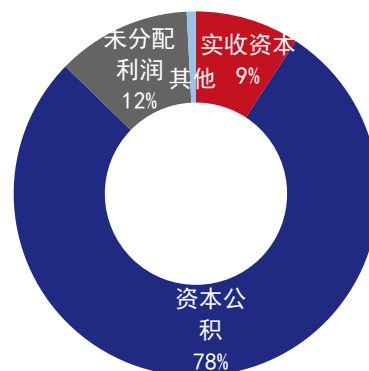
伴随外部筹资增加，2020年末公司总负债同比有所增长。2020年末公司产权比率同比增长20个百分点，所有者权益对总负债的保障程度有所下降。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理



截至2020年末，公司短期借款余额为2.49亿元，利率区间主要为4.30-5.22%，主要用于日常经营周转。2020年末其他应付款主要为应付政府单位及国有企业往来款等，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，2020年末长期借款同比增长19.93%，借款利率区间主要为3.3%-7.3%。2020年公司应付债券新增桂财债2020年61号专项债和“20防旅01”私募公司债，截至2020年末公司存续债券详见表9。此外，公司于2021年1月继续发行一支5年期7亿元私募公司债（21防旅01），预计未来应付债券规模将进一步增长。

表9 截至2020年末公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	期末余额	到期日	票面利率	偿还方式
18 桂东 01	5.00	2025-10-11	7.95%	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
18 桂东 02	3.00	2025-12-25	7.93%	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
桂财债 2020 年 61 号专项债	2.00	2035-08-06	3.67%	每半年付息，到期一次还本，起息日 2020 年 8 月 6 日，到期日 2035 年 8 月 6 日
20 防旅 01	3.00	2025-12-02	7.00%	每年付息一次，到期一次还本，债券期限为五年期
合计	13.00	-	-	-

资料来源：Wind、公司提供，中证鹏元整理

2020年公司长期应付款包括2.91亿元融资租赁借款和0.76亿元项目专项应付款，其中融资租赁借款均为有息债务，利率区间主要为6.03%-7.32%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

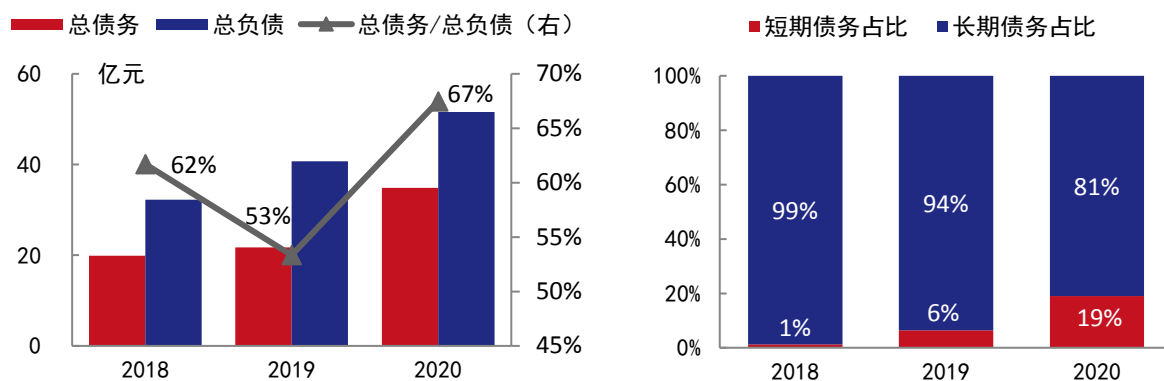
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.49	4.82%	1.00	2.45%
其他应付款	14.90	28.87%	18.01	44.20%
一年内到期的非流动负债	3.74	7.24%	0.40	0.98%
流动负债合计	22.47	43.55%	20.79	51.04%
长期借款	13.96	27.05%	11.64	28.56%
应付债券	11.32	21.93%	8.28	20.33%
长期应付款	3.68	7.12%	0.00	0.00%
非流动负债合计	29.13	56.45%	19.95	48.96%
负债合计	51.61	100.00%	40.74	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司新增债务规模占2019年净资产的比重达24.25%，2020年末总债务占总负债的比重有所上升，其中短期债务占比随应付债券偿还期临近有所增长。

图 5 公司债务占负债比重

图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率同比小幅增长，现金短期债务比降幅明显，短期偿债能力大幅减弱，EBITDA利息保障倍数仍然处于较低水平，公司利润对债务利息的偿还保障程度较弱。截至2020年末，公司剩余未使用的授信额度为2.8亿元，能提供一定的资金支持。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	48.74%	43.01%
现金短期债务比	0.64	3.19
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日⁴，公司本部、子公司东湾交通及东湾石化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。

或有事项分析

截至2020年末，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”，被告/反诉原告）存在1起未决诉讼，系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）房屋租赁纠纷，涉及金额402.96万元。

⁴ 公司本部、子公司东湾交通及东湾石化的查询日分别为 2021 年 4 月 8 日、2021 年 5 月 19 日、2021 年 5 月 7 日。



八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18桂东01”信用等级为AA，维持“18桂东02”信用等级为AA。



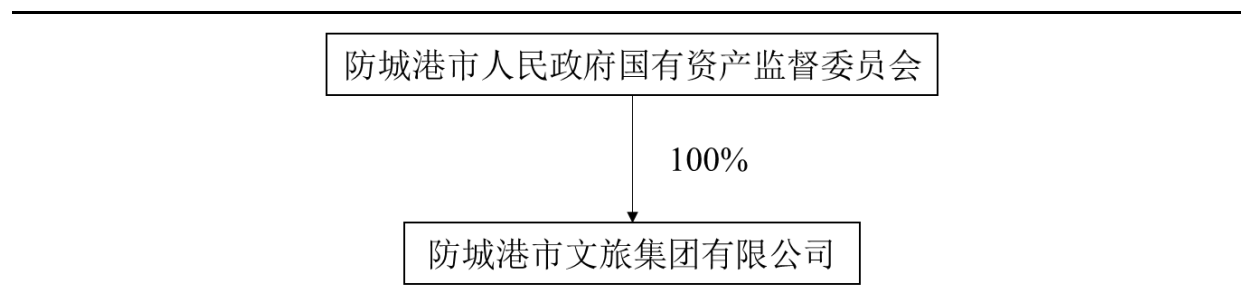
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	3.96	4.47	9.66
存货	77.71	69.15	48.12
流动资产合计	89.14	84.12	65.29
非流动资产合计	16.73	10.60	10.16
资产总计	105.87	94.72	75.45
短期借款	2.49	1.00	0.00
其他应付款	14.90	18.01	12.09
一年内到期的非流动负债	3.74	0.40	0.24
流动负债合计	22.47	20.79	13.01
长期借款	13.96	11.64	11.23
应付债券	11.32	8.28	8.03
长期应付款	2.91	0.00	0.00
非流动负债合计	29.13	19.95	19.26
负债合计	51.61	40.74	32.26
总债务	34.82	21.73	19.91
所有者权益	54.26	53.98	43.19
营业收入	9.94	4.65	5.34
营业利润	0.16	0.13	0.12
其他收益	0.18	0.37	0.15
利润总额	0.39	0.34	0.12
经营活动产生的现金流量净额	-12.45	-4.67	-1.98
投资活动产生的现金流量净额	-5.64	-0.84	0.01
筹资活动产生的现金流量净额	17.58	0.33	8.08
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	6.59%	12.63%	17.38%
收现比	0.58	0.60	0.68
资产负债率	48.74%	43.01%	42.76%
现金短期债务比	0.64	3.19	40.23
EBITDA（亿元）	0.67	0.84	0.70
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70	1.27

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

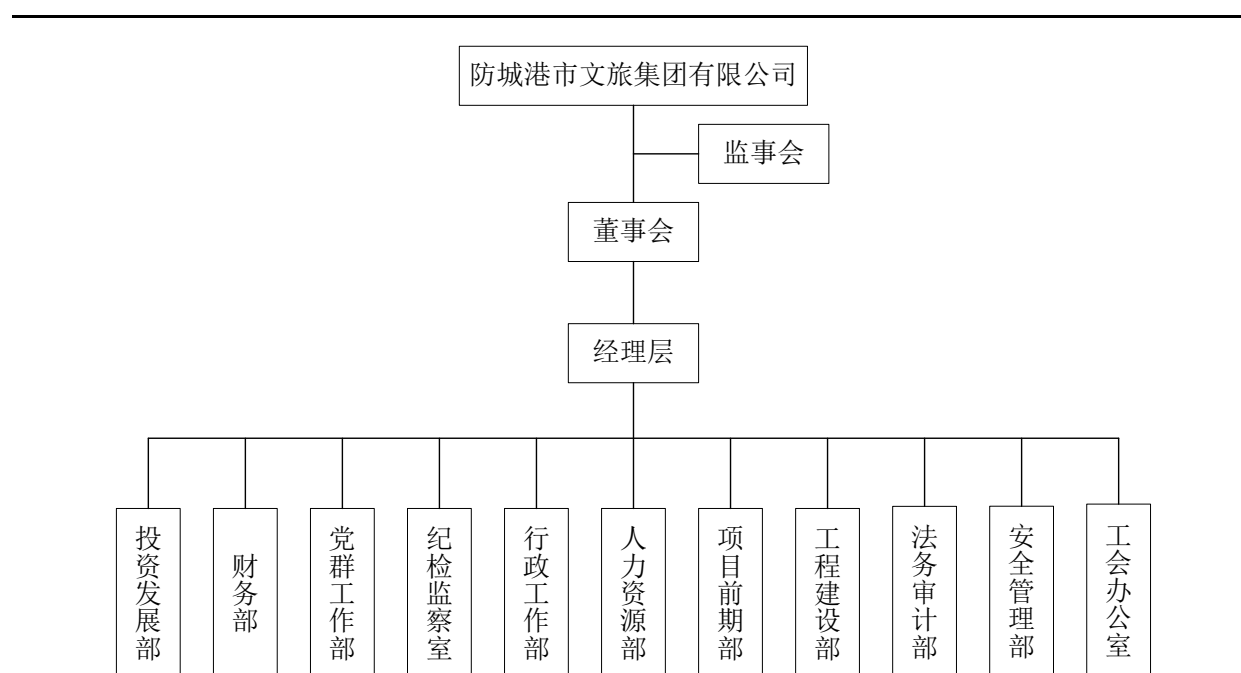


附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
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
防城港市海科农业发展有限公司*	30,000.00	100.00%	对农业项目、水利水电工程项目等的投资、开发
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
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
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
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
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
防城港北部湾旅游投资开发有限公司	633.71	100.00%	旅游景点开发，旅游产品开发及经营，旅游项目投资等
广西元睿科技发展有限公司	500.00	60.00%	货物进出口等
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
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
防城港市泽农工程设计活动有限公司	52.00	100.00%	水利行业（河道整治、城市防洪、围垦）
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
防城港江山景区管理有限公司	50.00	100.00%	景区清洁服务，园林美化，游乐设施设备出租等
防城港市泽林林业勘测设计有限公司	3.00	100.00%	森林资源清查等

注：防城港市海科农业发展有限公司原名为防城港市东投农业投资有限公司，已于 2021 年 1 月 15 日变更为现名。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。