



2018年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券2022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.

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人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 桂东投债 01/PR 桂东 01	AA	AA
18 桂东投债 02/PR 桂东 02	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持防城港市文旅集团有限公司（以下简称“防城港文旅”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“18 桂东投债 01/PR 桂东 01”、“18 桂东投债 02/ PR 桂东 02”的信用等级均为 AA。
- 该评级结果是考虑到：防城港市港口及沿边区位优势良好，2021 年经济继续保持增长，公司核心业务持续性仍然较好，且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，经营活动现金流仍大额净流出，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，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 29 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：游云星
youyx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	122.70	105.87	94.72
所有者权益	54.85	54.26	53.98
总债务	51.91	34.82	21.73
资产负债率	55.30%	48.74%	43.01%
现金短期债务比	0.38	0.64	3.19
营业收入	13.17	9.94	4.65
其他收益	0.09	0.18	0.37
利润总额	1.03	0.39	0.34
销售毛利率	11.31%	6.59%	12.63%
EBITDA	1.21	0.67	0.84
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.68	0.70
经营活动现金流净额	-4.84	-12.45	-4.67
收现比	59.50%	57.71%	59.64%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **防城港市港口及沿边区位优势良好，2021 年经济持续增长。**防城港为西部第一个亿吨大港，为国内内陆腹地进入东盟便捷的门户城市。随着“一带一路”战略、西部陆海新通道建设及中国（广西）自由贸易试验区深入推进，防城港市将迎来较好发展机遇。2021 年防城港市实现地区生产总值同比增长 9.4%。
- **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 2021 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，工程建设和油品、非油品销售业务可持续性较好。
- **公司获得一定的外部支持。**2021 年，公司获得财政局各项补贴和财政贴息等补助合计 0.11 亿元。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2021 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。
- **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 2021 年末，公司主要在建项目尚需投资金额较大。
- **公司总债务规模上升较快，短期债务压力加大。**2021 年末公司总债务规模大幅增长，随着一年内到期总债务增加，2021 年末公司现金短期债务比降至 0.38。
- **公司自营项目投资规模较大，未来项目收益存在不确定性。**公司在建的主要自营项目包括防城港国际公共卫生合作保障基地、防城金花茶特色小镇建设工程项目及保税物流园项目，上述项目计划总投资 45.33 亿元，截至 2021 年末已投资 8.18 亿元。上述项目未来收入受宏观经济、区域经济及各类政策监管等多因素影响，存在不确定性。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小



指示性信用评分	aa
调整因素	无 调整幅度 0
独立信用状况	aa
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-27	邹火雄、李世伶	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-09-14	贾聪、张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
18 桂东投债 01/PR 桂东 01	5.00	4.00	2021-6-27	2025-10-11
18 桂东投债 02/PR 桂东 02	3.00	2.40	2021-6-27	2025-12-25

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

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桂东投债01/PR桂东01）和7年期3亿元公司债券（18桂东投债02/PR桂东02），上述债券募集资金于19年改用于防城港市保税物流产业园项目。截至2022年5月末，“18桂东投债01/PR桂东01”募集资金专项账户余额为886.34元，“18桂东投债02/PR桂东02”募集资金专项账户余额为19,453.41元。

三、发行主体概况

2021年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍均为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。

跟踪期内，根据防城港市人民政府的相关文件，防城港市国资委任命黄吉安为公司法人代表、董事及总经理，免去赖子机公司法人代表一职，免去李朋公司董事一职，免去黄耘公司总经理一职；防城港市政府任命李回、田蓓蓓为公司副总经理，并分别任防城港经济技术开发区管理委员会副主任、防城港市江山半岛旅游度假区管理委员会副主任。

2021年公司新增纳入合并范围子公司共2家，具体如表1所示，当期无减少子公司。截至2021年末，纳入公司合并范围内子公司共17家，具体如附录四所示。

表1 2021年新增纳入公司合并报表范围子公司情况（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
防城港市防东公路建设有限公司	100%	3,444.80	各类工程建设活动；机械设备租赁；土地使用权租赁；非居住房地产租赁	无偿划拨
防城港市兴旅工程建设有限公司	100%	10,000.00	建设工程设计；建设工程监理；建设工程勘察；建设工程施工等	新设成立

资料来源：公司2021年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商

协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

防城港市位于广西南部，为中国内陆腹地进入东盟的门户城市，港口及沿边区位优势良好，钢铁及有色金属等为当地支柱产业，带动区域经济持续增长，但经济总量偏小，2021年工业投资和房地产投资明显下降使得固定资产投资负增长

区位特征：防城港市为国内内陆腹地进入东盟便捷的门户城市，港口及沿边区位优势良好。防城港市是广西壮族自治区（以下简称“广西”）下辖的地级市，位于我国海岸线西南端，南临北部湾，西南与越南隔河相望，是中国内陆腹地进入东盟便捷的门户城市，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。防城港市下辖2区及1县，并代管1个县级市，面积0.62万平方公里。2020年末防城港市常住人口为104.61万人，较2010年小幅净流入。

防城港市港口及沿边开放区位优势良好。防城港为西部第一个亿吨大港，拥有万吨级以上泊位54个、20万吨级泊位4个，与世界100多个国家和地区、250多个港口通商通航。防城港市拥有5个国家一类口岸和5个边民互市贸易区（点），其中东兴口岸是我国陆路边境第一大口岸。

经济发展水平：防城港市经济持续增长，经济总量偏小，2021年固定资产投资同比下降较快。

2021年防城港市实现地区生产总值（GDP）851.88亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%，高于广西平均水平，但经济总量偏小，在广西14个地级市中排名靠后。2021年防城港市人均GDP与全国人均GDP之比为95.77%，区域经济发展水平尚可。防城港市2020年三次产业结构比为15.2:47.5:37.3，对经济增长的贡献率分别为11.4%、64.9%、23.6%，第二产业对经济贡献率较大，为推动地区生

产总值增长的主要动力。依托港口及沿边开放区位优势，防城港市 2021 年进出口总额增长较快。2021 年防城港市固定资产投资比上年下降 13.2%，其中工业投资下降 16.9%。2021 年防城港市全年房地产开发投资下降 23.5%，商品房销售面积完成 159.26 万平方米，同比下滑 21.3%。

表2 2021 年广西壮族自治区地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南宁市	5,120.94	6.1%	5.41	391.77	547.92
柳州市	3,057.24	2.0%	7.64	174.96	270.21
桂林市	2,311.06	6.6%	4.32	117.50	12.00
玉林市	2,070.61	9.9%	3.04	79.62	111.64
百色市	1,568.71	9.8%	3.73	102.98	76.39
防城港市	851.88	9.4%	7.01	50.94	40.05
来宾市	832.88	10.50%	3.40	46.76	68.73

注：人均GDP为2020年度数据

资料来源：各市的2021年经济运行情况、各市的全市与本级2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告，中证鹏元整理

表3 防城港市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	815.88	9.4%	732.81	5.1%	701.23	5.4%
固定资产投资	-	-13.2%	-	8.8%	-	8.0%
社会消费品零售总额	-	6.5%	-	-13.1%	-	3.8%
进出口总额	885.56	25.0%	709.61	-11.8%	804.95	12.0%
人均 GDP（元）		77,548		70,052		73,163
人均 GDP/全国人均 GDP		95.77%		96.69%		103.20%

资料来源：防城港市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、防城港市 2021 年 1-12 月主要经济指标，中证鹏元整理

产业情况：防城港市主要支柱产业有钢铁及有色金属、化工及粮油食品等。防城港市是北部湾经济区的新兴港口工业城市，基本已形成以盛隆冶金、大海粮油、中铝华昇等龙头企业为引领的钢铁、有色金属、化工、能源、粮油食品等百亿级支柱产业的临港工业体系。防城港市是广西冶金产业规划布局核心区，金川有色、广钢等一批大型央企、国企和民企相继落户，柳钢防城港基地（一期）顺利投产。2021 年防城港市钢铁行业产值突破 1,000 亿元，为广西第二个拥有单一行业产值突破千亿元的地级市。

发展规划及机遇：依托区位优势及政策支持，2010 年以来防城港市先后设立防城港国际医学开放试验区、东兴国家重点开发开放试验区、防城港边境旅游试验区等 5 个国家级开发开放平台。随着“一带一路”战略、西部陆海新通道建设及中国（广西）自由贸易试验区深入推进，防城港市作为广西沿边开放前沿阵地及面向东盟的门户城市，将迎来较好发展机遇。其次，防城港市主动对接粤港澳大湾区、海南自由贸易港建设和强首府战略，融入北钦防一体化建设，深化与东盟、成渝地区双城经济圈等合作，未来经济增长潜力良好。

图 1 广西防城港市发展规划



资料来源：防城港市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要

财政及债务水平：近年防城港市公共财政收入有所波动，整体规模偏小。在钢铁及有色金属等支柱产业支撑带动下，防城港市主要税收来源相对稳定，2019年以来税收收入占比保持在70%左右，公共财政税收质量较好。2021年防城港市财政自给率为35.61%，财政自给能力较弱。2021年防城港市政府性基金收入下滑主要系房地产市场遇冷导致国有土地出让收入减少所致。

表4 防城港市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	50.94	53.69	47.41
税收收入占比	70.22%	68.82%	68.74%
财政自给率	35.61%	34.71%	33.92%
政府性基金收入	40.05	46.53	32.07
地方政府债务余额	221.28	198.82	167.84

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：防城港市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，防城港市主要发债平台有 3 家，具体见下表。

表5 截至 2021 年末防城港市主要市属投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
防城港市城市建设投资有限责任公司	防城港市城市投资发展集团有限公司	58.59	52.94%	7.89	69.70	市政道路、大型基础设施建设及保障房项目的投资建设
防城港市港发控股集团有限公司	防城港市人民政府国有资产监督管理委员会	87.98	57.93%	11.45	84.43	防城港市基础设施的投资、建设和运营，镍铁合金原料及产品销售等
防城港市文旅集团有限公司	防城港市人民政府国有资产监督管理委员会	54.85	55.30%	13.17	51.91	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

注：财务数据为 2021 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

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、油品及非油品销售等业务，收入主要来源于工程建设、油品及非油品销售业务及贸易业务。2021年公司工程建设收入同比增长20.29%，主要系新增项目的结算收入所致；受益于项目成本加成比例提升，工程建设毛利率较上年增加5.17个百分点。2021年公司油品及非油品销售收入同比增加22.30%，主要系公司加大促销返利活动及开发新客户力度取得成效；2021年，随着公司当年6月开始实行调拨价及市场价的平均值作为采购价，采购成本有所降低，该业务毛利率增长5.67个百分点至16.96%。公司2021年贸易业务实现营业收入1.80亿元，但毛利率水平较低，对盈利贡献有限。此外，公司还获得租赁、景区及公路交通费收入中的停车费等收入，但规模仍较小。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	94,195.93	10.39%	78,309.69	5.22%
油品及非油品销售收入	14,063.59	16.96%	11,499.22	11.29%
租赁收入	2,189.76	17.47%	1,215.90	65.06%
景区及公路交通费收入	0.00	-	681.96	37.86%
检测收入	0.00	-	317.22	84.33%
贸易业务	17,962.45	1.96%	0.00	-
其他业务	3,337.28	59.77%	7,347.78	-2.04%
合计	131,749.01	11.31%	99,371.77	6.59%

注：（1）公司自2020年开展贸易业务，因收入规模相对较小，2020年公司将贸易业务收入计入其他业务收入；2021年公司单独列示了贸易业务收入；（2）2021年公司将景区及公路交通费收入、检测收入一并划分计入其他收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程建设业务仍为公司收入的主要来源，且主要在建项目投资规模较大，业务可持续性较好，但仍面临较大的资金压力，且自营项目收入存在不确定性

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。

2021年公司工程建设收入同比有所增长，源自防城港市沙企大道项目工程（以下简称“沙企大道项目”）和防城港市江山半岛环岛东路扩建工程项目（以下简称“半岛项目”），业务毛利率亦有所增加，主要系半岛项目约定的加成比例有所提升所致。

表7 2020-2021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
2021年	防城港市沙企大道项目工程	4.71	4.96
	防城港市江山半岛环岛东路扩建工程项目	3.67	4.21
	合计	8.38	9.17
2020年	防城港市沙企大道项目工程	7.42	7.83
	合计	7.42	7.83

注：上表中结算成本与确认收入均为不含税金额；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021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、金花茶特色小镇、沙企大道工程、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127.96亿元，尚需投资超过86.62亿元，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61.77亿元，已投资36.13亿元，工程建设业务可持续性较好。截至2021年末，公司在建的主要自营项目包括防城港国际公共卫生合作保障基地、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”）及保税物流园项目，上述项目计划总投资45.33亿元，已投资8.18亿元，随着项目建成并投入运营，未来有望为公司拓宽收入来源。

防城港国际公共卫生合作保障基地由子公司防城港市东湾交通有限公司承办建设，上述项目位于防城港市港口区东湾大道与规划广西滨海公路交叉口以南，项目总投资为10.00亿元，总建筑面积为12.09万平方米，建设内容包括进口药品海外仓、可调节冷库、进口药品检验大楼、国际药品分拨中心、交割仓库、药品期货交易中心、健康大数据中心、国际公共卫生交流培训中心及相应的配套设施，同时完善整个基地相关的市政配套设施等，项目未来收入来源包括租金收入、车位收入、物业管理费收入等。项目建设期为2021-2023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1.75亿元/年。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，受进口药物、药品政策监管及市场需求变动等因素影响，项目收入存在不确定性。

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桂东投债01/PR桂东01”和“18桂东投债02/PR桂东02”募投项目，位于防城港市港口区渔漓岛东湾，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桂东投债01/PR桂东01”和“18桂东投债02/PR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。截至2021年末，保税物流园的一期项目防城港保税物流中心（B型）项目已建成并通过验收，并投入使用，预计可实现年收入1,700万元。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，项目收益或不及预期。

表8 截至2021年末公司重要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资额	已投资金额	尚需投资	是否签订代建协议
防城港市沙企大道项目工程	20.14	16.54	3.60	是
防城港市江山半岛环岛东路扩建工程项目	7.99	6.01	1.98	是
防城港市国门大道工程项目	25.56	4.41	21.15	是
防城港市文昌大桥工程项目	2.49	2.27	0.22	是
防城港市百里黄金海岸项目	4.92	2.25	2.67	-
西湾环海大道工程	5.12	1.98	3.14	-
防城港市保税物流产业园区*	13.02	6.02	7.00	自营
防城港国际公共卫生合作保障基地	10.00	1.20	8.80	自营
防城金花茶小镇项目	22.31	0.96	21.35	自营
防城港市委党校新校园项目	0.99	1.13	-	-
防城港市金花茶大道白改黑工程项目	0.71	0.58	0.12	是
防城港市针鱼岭大桥项目	4.71	0.87	3.84	是
防城港市“蓝色海湾”综合整治行动项目	2.12	0.44	1.68	-
防城港市沙潭江至企沙一级公路	-	5.28	-	是
防城港市里火边民互市点项目	0.49	0.27	0.22	-
海警新营区“三通一平”工程	-	0.21	-	-
东江路面改造	0.17	0.17	-	是
西岸公园项目	0.28	0.14	0.14	-
防城港国际医学实验室产业园项目	6.77	0.12	6.65	-
防城港市西湾长榄岛岛体岸线修复整治工程	0.17	0.11	0.06	-
合计	127.96	50.97	82.62	-

注：1）上表中“-”表示不确定；2）*为“18桂东投债01/PR桂东01”和“18桂东投债02/PR桂东02”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司油品及非油品销售收入有所增长，未来油品销售收入来源仍较有保障

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，每半年末结清，若超出信用额度的购销需求应当预付货款。

截至2021年末，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、里火加油站和针鱼岭服务区加油站，上述加油站具有一定区位优势。

2021年公司油品及非油品销售收入同比增长22.30%，主要系公司加大促销返利活动及开发新客户力度取得成效；随着公司2021年6月开始实行调拨价及市场价的平均值作为采购价，采购成本有所降低，2021年该业务毛利率有所增长。随着防城港市临港工业体系不断发展，全市柴油需求量将保持旺盛需求；当前防城港全市燃油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9 2020-2021 年公司油品销售情况（单位：万升、亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入
柴油	1,258.41	0.74	1,471.85	0.70
汽油	1,032.86	0.65	826.14	0.43
合计	2,291.27	1.39	2,297.99	1.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司通过开展钢材销售业务实现贸易业务收入1.80亿元，但该业务毛利率较低。2021年公司剩余其他业务收入包括景区租金收入、景区及公路相关的停车费收入、检测业务收入等，尽管相关业务收入规模较低，但对公司收益形成了一定补充。

公司继续获得一定的外部支持

2021年，公司获得财政局各项经营补贴和财政贴息等补助0.11亿元。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增纳入合并范围子公司共2家，具体如下如表1所示。

资产结构与质量

2021年末公司总资产规模同比有所增长，其中土地使用权规模较大且被抵押规模仍较大，应收款项占用部分资金，整体资产流动性仍较弱

2021年末，公司总资产规模同比有所增长，主要系公司项目投入加大。因2021年期间公司分别发行了7亿元“21防旅01”、6亿元“21防旅债”，2021年末公司货币资金余额同比有所增长，其中因质押或保证金等原因而使用受限金额为2.08亿元，占比为39.54%。受益于项目回款增加，2021年末公司应收账款账面价值同比下降73.49%。2021年末公司其他应收款同比增加72.40%，主要为应收防城港市征地拆迁办公室、防城港市防城区财政局等政府及有关机构的往来款；2021年期间公司通过法律手段追缴子公司东湾交通原出纳古彦娟挪用公司部分公款712.68万元，期末应收古彦娟余额下降至0.44亿元，已全额计提坏账。

2021年末存货账面价值同比有所增长，且占公司期末总资产的比重仍较大。截至2021年末，公司存货中土地使用权共19宗，面积合计351.40万平方米，账面价值合计49.67亿元，主要为出让的零售商业或商服用地，其中2021年新增4宗土地，面积合计14.31万平方米，主要为仓储用地、商务金融用地；存货中已抵押土地面积合计263.16万平方米，账面价值合计37.80亿元，占存货中土地使用权账面价值的76.10%。存货中合同履行成本-工程项目主要包括国门大道工程项目、江山半岛东路扩建工程等，2021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。因公司2021年将原计入存货的沙企大道代建项目重分类至合同资产，公司2021年末合同资产账面余额新增8.54亿元。

2021年末公司在建工程主要由峒中公路口岸（含里火通道）与金花茶小镇开发项目构成，随着峒中公路口岸（含里火通道）等项目及金花茶小镇开发项目投入大额资金，公司2021年末在建工程账面余额同比增加82.35%。2021年末公司无形资产主要由7宗土地构成，面积合计10.09万平米，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1.28亿元。其他非流动资产主要包括受托贷款及预付工程款，因偿还部分委托贷款，2021年末公司其他非流动资产有所下降。其中，公司受托贷款为公司从桂林银行股份有限公司贷款5.5亿元中拆借3亿元给广西跨境经济开发投资有限公司¹使用。

总体来看，2021年末公司土地使用权、工程项目、合同资产及应收款项合计99.33亿元，占期末总资产的80.95%，其中受限土地使用权账面价值合计39.88亿元，占期末土地使用权账面价值的75.74%，应收政府单位及国有企业款项回款时间不确定，占用营运资金较明显，公司整体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

¹ 该公司为地方国企，主要承担东兴跨境经济合作区园区的开发建设，园区土地收购、整理与储备等功能。

	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.26	4.29%	3.96	3.74%
应收账款	1.01	0.82%	3.79	3.58%
其他应收款	6.22	5.07%	3.61	3.41%
存货	80.67	65.74%	77.71	73.40%
合同资产	8.54	6.96%	0.00	0.00%
流动资产合计	102.68	83.68%	89.14	84.19%
在建工程	8.25	6.72%	4.52	4.27%
其他非流动资产	4.19	3.41%	5.90	5.57%
非流动资产合计	20.02	16.32%	16.73	15.81%
资产总计	122.70	100.00%	105.87	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入继续增长，主营业务可持续性较好，利润较依赖于政府补贴，收现能力仍然偏弱

公司营业收入主要来源于工程建设、油品及非油品销售业务及贸易业务，2021年上述业务收入合计12.62亿元，占同期营业收入的比重为95.80%。2021年因公司工程建设业务、油品及非油品销售业务分别同比增长20.29%、22.30%，拉动营业收入同比有所增长。受益于项目成本加成比例提升，工程建设毛利率较上年增加5.17个百分点；公司油品、非油品销售收入因采购成本有所降低，该业务毛利率增长5.67个百分点至16.96%。截至2021年末，公司签订委托代建协议的项目计划总投资61.77亿元，已投资36.13亿元，公司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，全市柴油需求量将保持旺盛需求；当前防城港全市燃油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。

2021年公司获得项目补贴资金和财政贴息等合计0.11亿元。2021年公司收现比同比变动不大，业务收现能力仍较弱，经营活动现金流仍持续净流出。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	59.50%	57.71%
营业收入	13.17	9.94
营业利润	1.01	0.16
其他收益	0.09	0.18
利润总额	1.03	0.39
销售毛利率	11.31%	6.59%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，短期债务偿还压力加大

伴随外部筹资大幅增加，2021年末公司总负债同比大幅增长。2021年末公司产权比率同比增长29个百分点，所有者权益对总负债的保障能力大幅减弱。

图2 公司资本结构

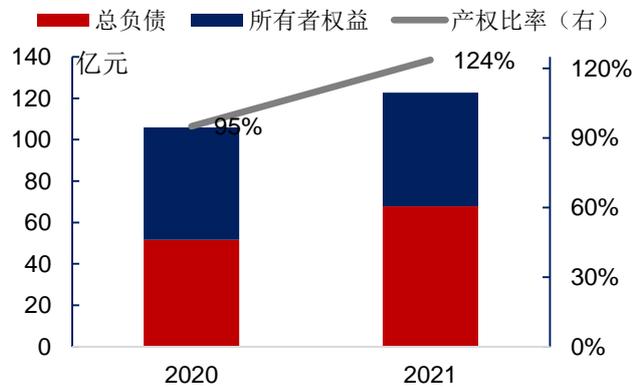
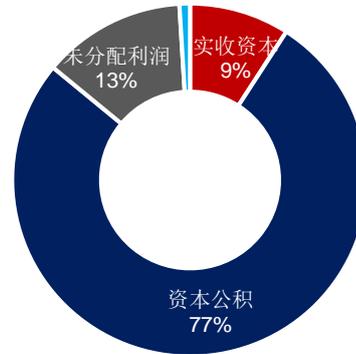


图3 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

注：蓝色指盈余公积等，为1%。

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司短期借款余额为2.70亿元，利率区间主要为4.0%-5.22%，主要用于日常经营周转。2021年末公司新增应付票据-银行承兑汇票2.50亿元。公司应付账款主要由应付工程款构成，随着公司工程项目推进，2021年末公司应付账款账面余额大幅增长。公司其他应付款由应付政府单位及国有企业的往来款构成；因2021年公司偿还部分往来款，2021年末公司其他应付款同比下降62.53%。2021年末公司一年内到期的非流动负债同比大幅增加，主要系1年内到期的长期借款及融资租赁借款增加，公司短期债务偿还压力加大。

公司长期借款主要为项目贷款，因部分贷款将于2022年内到期，2021年末长期借款同比下降21.26%，借款利率区间主要为4.0%-7.0%。2021年因公司新发行“21防旅01”和“21防旅债”，2021年末公司应付债券规模同比大幅增加，公司存续债券详见表12。公司长期应付款主要包括融资租赁借款、银行借款及专项应付款；随着2021年公司新增平安国际融资租赁有限公司1.53亿元借款及广西北部湾银行股份有限公司3亿元信用借款，2021年末公司长期应付款同比增加较快，公司长期应付款中债务融资成本主要在7%左右。

表12 截至2021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 桂东投债01/PR 桂东 01	3.97	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 桂东投债02/PR 桂东 02	2.38	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
21 防旅 01	6.93	2026/1/20	6.90%	每年付息一次，到期一次还本，债券期限为五年期
20 防旅 01	2.98	2025/12/2	7.00%	每年付息一次，到期一次还本，债券期限为五年期
21 防旅债	5.96	2025/7/30	7.00%	每年付息一次，到期一次还本，债券期限为四年期

桂财债2020年61号专项债	2.00	2035/8/6	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
合计	24.22	-	-	-

资料来源：Wind，公司提供，中证鹏元整理

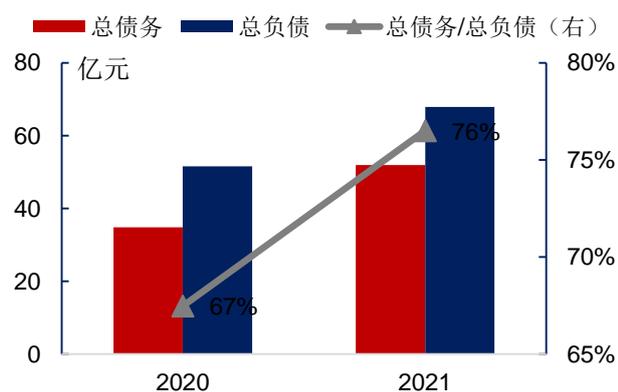
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.70	3.98%	2.49	4.82%
应付票据	2.50	3.68%	0.00	0.00%
应付账款	6.64	9.78%	0.16	0.31%
其他应付款	5.54	8.16%	14.77	28.63%
一年内到期的非流动负债	8.67	12.77%	3.74	7.24%
流动负债合计	28.28	41.67%	22.47	43.55%
长期借款	10.99	16.20%	13.96	27.05%
应付债券	22.62	33.34%	11.32	21.93%
长期应付款	4.43	6.52%	2.91	5.64%
非流动负债合计	39.58	58.33%	29.13	56.45%
负债合计	67.86	100.00%	51.61	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

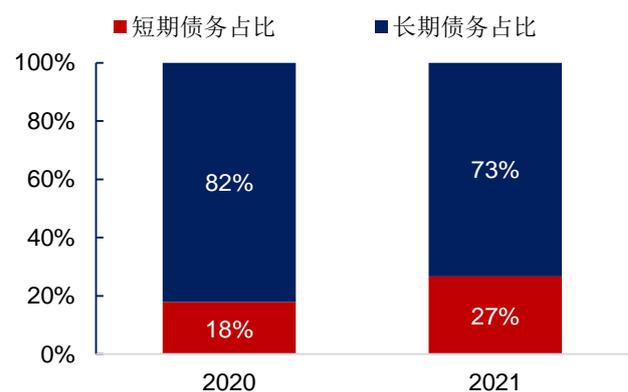
随着2021年公司新发行两只债券融资约13亿元，公司总债务及总负债规模均上升较快，总债务占总负债水平亦提升9个百分点至76%。公司债务仍以长期债务为主。

图4 2021年末公司债务占负债比重



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

在总负债的较快增长下，2021年末公司资产负债率同比上升6.56个百分点至55.30%。随着一年内到期的银行借款及应付债券规模增加，2021年末公司现金短期债务比有所下降且短期债务偿还压力明显增大，公司EBITDA利息保障倍数亦有所下降。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	55.30%	48.74%
现金短期债务比	0.38	0.64
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.68

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月12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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

防城港市为中国内陆腹地进入东盟的门户城市，港口及沿边区位优势良好，钢铁及有色金属等为当地支柱产业。2021年防城港市经济持续增长，随着“一带一路”战略、西部陆海新通道建设及中国（广西）自由贸易试验区深入推进，防城港市作为广西沿边开放前沿阵地及面向东盟的门户城市，将迎来较好发展机遇。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。虽然公司主要在建项目投资规模较大，面临较大资金压力，公司债务规模仍达扩张，面临较大的债务压力，但公司工程建设业务及油品、非油品销售业务持续性较好，收入较有保证。作为防城港市重要的发展平台，公司在业务、资本金方面持续获得了防城港市较大力度的支持，具备抗风险能力尚可。

九、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桂东投债01/PR桂东01”、“18桂东投债02 /PR桂东02”的信用等级均为AA。

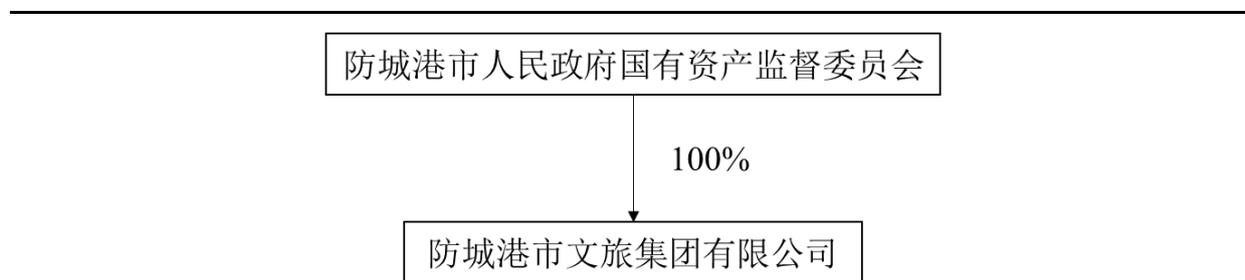
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.26	3.96	4.47
其他应收款	6.22	3.61	2.57
存货	80.67	77.71	69.15
合同资产	8.54	0.00	0.00
流动资产合计	102.68	89.14	84.12
固定资产	2.02	2.01	0.80
在建工程	8.25	4.52	0.85
其他非流动资产	4.19	5.90	5.44
非流动资产合计	20.02	16.73	10.60
资产总计	122.70	105.87	94.72
短期借款	2.70	2.49	1.00
应付票据	2.50	0.00	0.00
应付账款	6.64	0.16	0.13
其他应付款	5.54	14.77	17.86
一年内到期的非流动负债	8.67	3.74	0.40
流动负债合计	28.28	22.47	20.79
长期借款	10.99	13.96	11.64
应付债券	22.62	11.32	8.28
长期应付款	4.43	2.91	0.00
非流动负债合计	39.58	29.13	19.95
负债合计	67.86	51.61	40.74
总债务	51.91	34.82	21.73
营业收入	13.17	9.94	4.65
所有者权益	54.85	54.26	53.98
营业利润	1.01	0.16	0.13
其他收益	0.09	0.18	0.37
利润总额	1.03	0.39	0.34
经营活动产生的现金流量净额	-4.84	-12.45	-4.67
投资活动产生的现金流量净额	-4.72	-5.64	-0.84
筹资活动产生的现金流量净额	8.78	17.58	0.33
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.31%	6.59%	12.63%
收现比	59.50%	57.71%	59.64%
资产负债率	55.30%	48.74%	43.01%
现金短期债务比	0.38	0.64	3.19
EBITDA（亿元）	1.21	0.67	0.84

EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.68	0.70
---------------	------	------	------

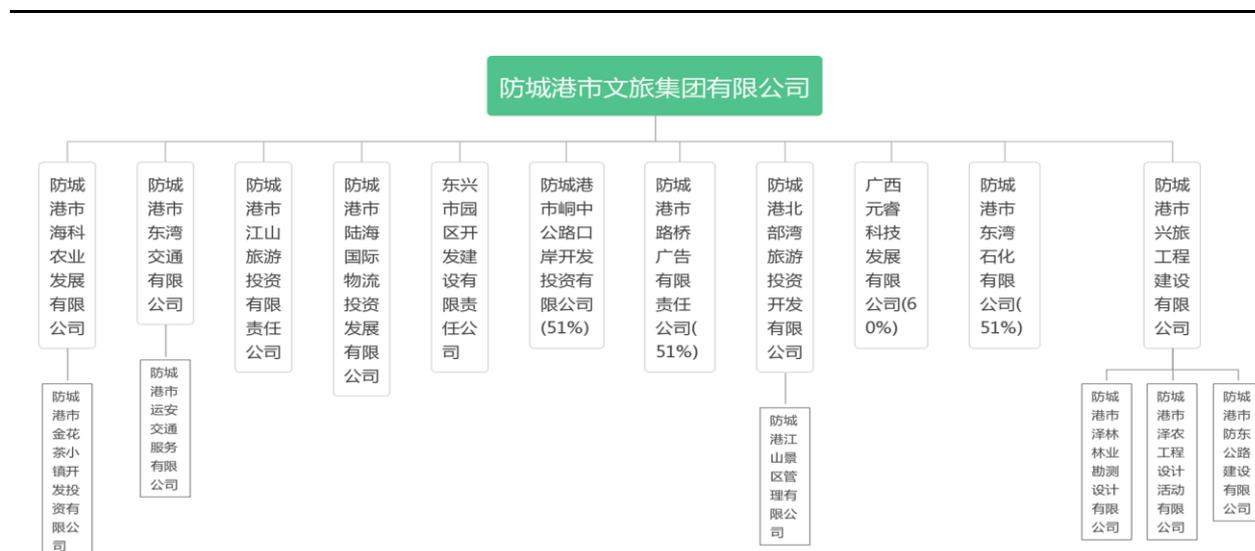
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 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
防城港防东公路建设有限公司	3,444.80	100.00%	各类工程建设活动；机械设备租赁；土地使用权租赁；非居住房地产租赁
防城港市兴旅工程建设有限公司	10,000.00	100.00%	建设工程设计；建设工程监理；建设工程勘察；建设工程施工等

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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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。