



广西中马钦州产业园区投资控股集团 有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1939 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 中马债/20 中马债”	AA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为，跟踪期内，广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）区域经济持续发展，潜在支持能力仍然很强；广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司（以下简称“中马投控”或“公司”）系中国-马来西亚钦州产业园区（以下简称“中马钦州产业园区”、“中马园区”或“园区”）重要的城市建设主体，中马园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，是建设“中国-东盟合作示范区”和深化“一带一路”战略的重要载体，园区区域定位较高，公司仍为自治区人民政府直属企业，由园区管委会进行监管。同时，中诚信国际预计公司职能定位及业务布局将维持稳定，仍将持续获得政府支持；同时，需关注贸易业务收入占比高且毛利率较低、土地整理业务可持续性较弱、资产流动性偏弱、仍面临一定的资本支出压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性或资产质量显著提升。

可能触发评级下调因素：政府支持意愿下降，工程建设项目量减少、业务放缓；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

正面

- **区域定位较高。**中马园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，是建设“中国-东盟合作示范区”和深化“一带一路”战略的重要载体，园区区域定位较高。公司仍为自治区人民政府直属企业，由园区管委会进行监管。
- **持续获得政府大力支持。**园区管委会在资本注入、政府补助等方面给予公司大力支持。2022年，公司收到管委会增资6.11亿元，增加实收资本；同期，公司收到计入其他收益的政府补助0.62亿元。
- **合并范围增加，资本实力增强，营业收入大幅增长。**受益于公司合并范围的增加，2022年末公司经调整的所有者权益规模增至132.17亿元，同期公司营业收入规模大幅增加，2022年实现营业收入228.83亿元。

关注

- **贸易业务收入占比高且毛利率较低，需关注贸易风险。**跟踪期内，公司贸易业务收入规模占2022年公司营业收入的比重达到96.83%，2022年贸易业务毛利率仅为0.30%，贸易业务毛利率较低，对利润的贡献较为有限，且对公司资金形成一定占用，同时需对贸易业务风险保持持续关注。
- **土地整理业务可持续性较弱。**跟踪期内公司土地整理业务收入大幅下降，截至2022年末公司在建土地整理业务规模较小且无拟建项目，公司土地整理业务可持续性较弱。
- **资产流动性偏弱。**公司资产以投资性房地产、在建工程及其他非流动资产为主，流动性偏弱；截至2022年末，公司受限资产账面价值合计达104.66亿元，占当期末总资产的26.18%，受限规模较大，公司整体资产流动性较弱。
- **未来仍面临一定的资本支出压力。**公司负责园区的开发建设任务，截至2022年末，主要在建和拟建项目尚需投资23.05亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。

项目负责人：黄伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：廖倾城 qchiao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

中马投控（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	134.73	235.94	399.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	48.65	72.93	132.17
负债合计（亿元）	85.59	162.60	266.96
总债务（亿元）	54.92	124.48	175.25
营业总收入（亿元）	8.32	130.78	228.83
经营性业务利润（亿元）	0.22	0.19	-1.63
净利润（亿元）	0.92	0.54	1.20
EBITDA（亿元）	0.47	2.83	5.17
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.42	-6.14	-2.33
总资本化比率(%)	53.02	63.06	57.01
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.41	0.69	0.95

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告和经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款、实收资本以及少数股东权益中的带息部分计入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 中马债/20 中马债(AA)	2022/06/29	黄伟、赵子贺	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	20 中马债/20 中马债(AA)	2020/10/13	侯一甲、黄伟、张赛一	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 250000_2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	中马投控	南宁高新	洋浦开发
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	广西	广西-南宁高新技术产业 开发区	海南-洋浦经开区（儋 洋一体化）
GDP（亿元）	26,300.87	325.70	878.91
一般公共预算收入（亿元）	1,687.72	16.02	60.16
经调整的所有者权益合计（亿元）	132.17	84.37	49.56
总资本化比率（%）	57.01	55.75	39.82*
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.95	1.11	2.61*

注：1、南宁高新系“南宁高新产业建设开发集团有限公司”的简称；洋浦开发系“海南省洋浦开发建设控股有限公司”的简称；洋浦经开区 GDP 数据系儋州市（含洋浦经开区）数据；2、带*数据为 2021 年数据。

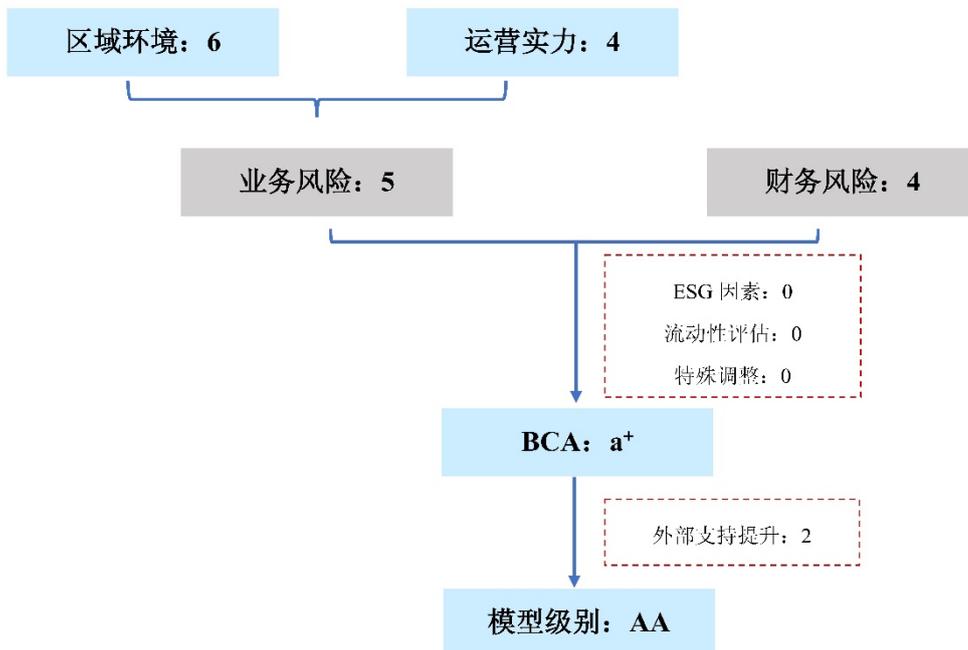
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 中马债/20 中马债	AA	AA	2022/06/29	5.60	5.60	2020/10/30~2027/10/30	在债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

评级模型

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，公司作为自治区下属负责中马钦州产业园区开发建设的主体，业务类型相对多元。园区在建及拟建项目量仍较多，未来尚需投资规模仍较大，公司业务稳定性和可持续性较强；公司资产以投资性房地产及在建工程等非流动资产为主，流动性和收益性均较弱，整体资产价值较低。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内公司合并范围增加，所有者权益规模大幅增长，资本实力增强，同时公司总债务亦有所增长，财务杠杆率整体下降。公司债务以长期债务为主但短期债务占比持续上升且已处高位，债务结构有待优化；同期末公司货币资金对短期债务的覆盖能力很弱，面临较大的短期偿债压力；跟踪期内 EBITDA 对利息支出的保障能力有所增强但仍无法足额覆盖利息支出。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中马投控个体基础信用等级无影响，中马投控具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，广西壮族自治区政府具有很强的支持能力，以及对公司一般的支持意愿。主要体现在广西经济实力保持增长，为公司发展提供了一定的外部支持；公司定位系自治区人民政府直属企业，由园区管委会进行监管，与自治区政府的关联度一般。公司作为中马园区唯一的基础设施建设主体，具备一定的区域重要性，成立以来在资金支持和资产注入等方面持续获得股东支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 中马债/20 中马债”共募集资金 5.60 亿元，其中，3.36 亿元拟用于中国-东盟信息港跨境数据中心项目和中国-马来西亚钦州产业园区智慧产业园项目，2.24 亿元拟用于补充营运资金。截至 2022 年末，募集资金已使用 5.55 亿元，其中 3.31 用于中国-东盟信息港跨境数据中心项目和中国-马来西亚钦州产业园区智慧产业园项目，2.24 用于补充营运资金，募集资金未使用金额为 0.05 亿元。截至 2022 年末，中国-东盟信息港跨境数据中心项目尚未完工，该项目预计总投资金额为 2.95 亿元，同期末，已投资金额为 2.54 亿元；中国-马来西亚钦州产业园区智慧产业园项目已经完工并投入使用。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

广西壮族自治区南濒北部湾，北、东、西三面分别与贵州省、湖南省、广东省、云南省等省相邻，西南与越南毗邻，是西南地区最便捷的出海通道；在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位，是中国-东盟自由贸易区的门户，也是我国建设西部陆海新通道及“一带一路”政策中重要区域。广西矿产资源种类多、储量大，尤以铝、锡等有色金属为最，是全国 10 个重点有色金属产区之一。广西南临北部湾，港口资源丰富，根据上海国际航运研究中心发布的《2021 年全球港口发展报告》，北部湾港货物吞吐量位居全球港口第 14 位。目前，西部陆海新通道骨干工程平陆运河已开工建设，预期未来随着运河的完工通航，将为西南地区提供运距更短、更便捷的出海通道，为北部湾港及周边城市群带来新的发展机遇。

广西区域经济实力稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。2022 年，广西实现地区生产总值（GDP）26,300.87 亿元，同比增长 2.9%，经济总量持续增长。其中第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 16.23%、33.99%和 49.78%；同期，广西固定资产投资较 2021 年增长 0.1%。按常住人口计算，全年人均 GDP5.22 万元。

表 1：2022 年全国省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	-	8.57	-	203,703.00	-
广东省	129,118.58	1	10.18	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.30	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.60	8
四川省	56,749.80	6	6.50	21	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	9.22	8	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	7.35	14	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	17.80	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.00	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	7.10	15	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20

广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.00	16	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.20	9	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	20	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	7.00	17	483.00	29
青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

注：部分省（市、自治区）的人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财政实力方面，广西区域财政实力处于全国中下游，财政平衡较低，对转移支付的依赖高。2022 年，广西实现一般公共预算收入 1,687.72 亿元，同比下降 6.2%，扣除留抵退税因素还原后，同比增长 3.6%。其中地方税收收入完成 930.37 亿元，税收收入占比仅为 55.13%，较上年大幅下滑 11.04 个百分点。2022 年，广西的一般公共预算支出为 5,893.89 亿元，同比增长 1.5%。同期，广西实现政府性基金预算收入 1,111.27 亿元，同比下降 35.7%，主要系房地产市场遇冷导致国有土地出让收入锐减所致。债务方面，广西政府债务规模持续增长，但尚处限额以内。

再融资环境方面，广西广义债务率处于全国中上游水平，区内金融资源相对缺乏，城投企业融资渠道丰富程度不及经济发达省份，同时部分区域债券市场融资成本较高。2022 年以来，柳州市城投企业土地资产注销、票据逾期、非标涉诉、监管处罚等负面舆情频发，柳州区域城投债券发行数量及规模明显减少，发行利差上行且居高位，区域整体再融资环境恶化。柳州区域城投债规模占自治区总规模的比重较大，不利的市场舆情对广西城投整体融资环境造成了一定负面影响，区域发行利差在全国处于较高水平，整体再融资环境一般。

表 2：近年来广西地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	22,156.69	24,740.86	26,300.87
GDP 增速（%）	3.70	7.50	2.90
人均 GDP（万元）	4.42	4.92	5.22
固定资产投资增速（%）	3.70	7.60	0.10
一般公共预算收入（亿元）	1,716.94	1,800.12	1,687.72
其中：税收收入	1,113.22	1,191.09	930.37
政府性基金收入（亿元）	1,938.97	1,729.15	1,111.27
公共财政平衡率（%）	27.78	30.98	28.64
地方政府债务余额（亿元）	7,615.12	8,560.71	9,714.16

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：广西统计公报、财政预决算报告，中诚信国际整理

中国-马来西亚钦州产业园区是中马两国投资合作旗舰项目，是继中新苏州工业园区、中新天津生态城之后，中外政府间合作建设的第三个园区，与马来西亚-中国关丹产业园区共同开创了“两国双园”国际园区合作的新模式。2019 年 8 月，国务院批准设立中国（广西）自由贸易试验区，涵盖南宁片区、钦州港片区、崇左片区，总面积 119.99 平方公里，其中钦州港片区 58.19 平方公里

（包含中马钦州产业园区 16.05 平方公里），为广西自贸区三个片区中面积最大的片区。2020 年 3 月，自治区和钦州市积极整合中马钦州产业园区、钦州保税港区和钦州港经济技术开发区，设立钦州港片区工委、管委，统筹“三区”实现协同发展，中马钦州产业园区纳入钦州港片区统一管理。2022 年西部陆海新通道国际门户港、向海经济集聚区、中国—东盟合作示范区建设取得新的重大进展，为公司带来了更大的发展机遇。2022 年，钦州港片区 GDP 完成 474.2 亿元，增长 13.5%；规上工业总产值完成 1,286 亿元，增长 38.5%；固定资产投资完成 298.3 亿元，增长 18.7%；财政收入完成 126.4 亿元，增长 1.3%；实际利用外资 2.9 亿美元、增长 11.6%；外贸进出口总值完成 597 亿元、增长 175%。

中马钦州产业园区规划面积 55 平方公里，规划人口 50 万人，首期开发建设 15 平方公里，其中启动区 7.87 平方公里。园区划分为工业区、科技研发区、配套服务区、生活居住区四大功能片区。在产业选择方面，重点发展装备制造、电子信息、食品加工、材料及新材料、生物技术和现代服务业六大产业。截至目前，首期 15 平方公里“七通一平一绿”等基础设施全面建成，具备产业和城市项目“即到即入园”的便利条件，启动区产业项目布局基本完成，园区主动服务中马合作大局，以推动国际产能合作为导向，重点推动生物医药、电子信息、装备制造、新能源、新材料和东盟传统优势产业项目落户园区，截至目前，注册企业超过 380 家，鑫德利光电（一期）、凯利数码（一期）、慧宝源生物医药、科艺新能源（一期）、中动科技、天昊生物、由你造 3D 打印等 10 多个具有规模和发展前景的高技术项目相继实现投产。重大项目布局实现突破，总投资 100 亿元的广西泰嘉 7.5 代超薄玻璃基板生产线、总投资 70 亿元的中农批国际冷链与清真产业基地、总投资超过 20 亿元的川桂产业园等一批战略性新兴产业项目相继落户并计划开工建设。传统优势产业方面，港青油脂实现正常生产，10 家燕窝加工企业完成工程装修，还有 12 家燕窝加工企业等待入园，并与马来西亚企业发展部商定共建清真产业园。园区功能配套项目建设全面启动，随着基础设施和配套设施投入力度不断加大，电子信息产业园、中马国际科技园、智慧物联产业园、燕窝加工贸易基地、国家级燕窝实验室、青年公寓等项目先后投入使用，互联网创教空间、红树林安置小区、“四个一”城市综合体、中小学校、专家公寓等配套服务项目基本建成。

运营实力

中诚信国际认为，中马投控的业务风险较低。公司作为自治区下属从事中马钦州产业园区开发建设的唯一主体，业务类型相对多元；跟踪期内公司未确认园区开发业务收入，目前在建及拟建基础设施建设项目量尚可，业务稳定性和可持续性较强，同时也面临一定的投资压力。

值得注意的是，公司土地整理业务在建项目规模较小且无拟建项目，可持续性弱；公司贸易业务规模及占比持续提升，但业务毛利率较低且对公司资金形成一定占用，对利润的贡献较为有限，且需持续关注市场化风险。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
园区开发	3.68	44.19	1.28	3.88	2.97	5.42	0.00	0.00	-
土地整理	1.94	23.32	0.37	0.71	0.54	1.00	0.05	0.02	0.95
产品销售	1.41	16.99	10.94	122.21	93.45	0.60	221.57	96.83	0.30
其他业务	1.29	15.50	36.48	3.98	3.04	26.52	7.21	3.15	25.38

营业收入/毛利率合计	8.32	100.00	8.17	130.78	100.00	1.53	228.83	100.00	1.09
------------	------	--------	------	--------	--------	------	--------	--------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区开发业务

公司作为中马钦州产业园区开发建设主体，负责园区基础设施建设业务，但跟踪期内未确认园区开发业务收入；在建和拟建项目投资规模较大，未来仍面临一定的投资压力。

跟踪期内，公司园区开发业务的业务模式无变化，运营主体除子公司广西中马钦州产业园区方圆实业公司（以下简称“方圆实业”）和子公司广西中马钦州产业园区开发有限公司外，新增 2022 年纳入合并范围的子公司广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限责任公司（以下简称“自贸开投”），上述 3 家子公司对园区基础设施和公共配套设施项目进行建设，完工后与园区管委会进行结算。园区管委会按照公司工程建设成本（园区管委会提前支付的补助款不计入成本）加成 8% 的投资回报计算项目结算款，结算款的支付按照 T+4 模式（项目竣工验收后 4 年内完成结算并支付完毕工程款）进行，结算款项按不低于 40%、20%、20%、10% 及 10% 的比例确定。此外，方圆实业部分项目建设采用融资+EPC 模式，由施工方负责前期融资建设，方圆实业公司按工程节点支付工程进度款。部分自营项目由公司自行融资建设，后期主要通过租售回笼资金。

收入确认方面，跟踪期内公司未确认园区开发收入。截至 2022 年末，公司主要已完工项目包括马莱大道、中国-马来西亚钦州产业园区燕窝加工贸易基地和安置公寓等，累计已完成投资 99.51 亿元，已回款 43.41 亿元。在建工程方面，截至 2022 年末，公司主要在建项目计划总投资 77.50 亿元，已完成投资 54.45 亿元，尚需投资 23.05 亿元，仍面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2022 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目模式	总投资	已投资	建设周期
中国—马来西亚钦州产业园区科技园（创业孵化基地）	自营	15.16	15.16	2016~2022
中国—马来西亚钦州产业园区安置公寓南小区（孔雀湾壹号）	自营	10.16	4.93	2018~2023
中马国际医疗服务集聚区项目	自营	9.79	3.31	2018~2023
中国—马来西亚钦州产业园区安置公寓北小区（孔雀湾北岸）	自营	6.30	3.68	2018~2023
中马钦州产业园区特色扶贫小镇项目(A 地块)	自营	5.33	3.93	2018~2023
中国—东盟医药创新与产业化基地（一期）	自营	5.87	4.47	2019~2023
中国—东盟信息港跨境数据中心项目	自营	4.04	3.21	2019~2023
中国—马来西亚钦州产业园区北斗及遥感卫星应用创新创业基地（二期）项目	自营	4.00	2.41	2019~2023
中国—东盟医药创新与产业化基地（二期）	自营	3.27	2.12	2021~2023
中马国际智慧公寓	自营	3.03	2.96	2019~2023
协鑫分布式能源项目协鑫一榄坪段 110KV 电力出线强电管沟工程项目	自营	0.32	0.25	2019~2022
孔雀湾大道中段（金鼓江东支流北岸-马莱大道）	代建	2.26	2.26	2019~2022
丹寮街	代建	0.49	0.29	2019~2022
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套基础设施建设项目（一期）	自营	2.68	2.68	2019~2022
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套基础设施建设项目（二期）	自营	1.37	1.23	2019~2023
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套基础设施建设项目（三期）	自营	1.50	1.11	2019~2023
太极祥云项目	自营	1.93	0.45	2017~2022
合计	--	77.50	54.45	--

注：表中仅列示主要在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2022 年末，公司主要拟建项目共 3 个，合计规划总投资 4.20 亿元，所需建设资金主要由公司自筹。

表 5：截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资
自贸区钦州港区进口冷链食品集中监管仓项目	1.20
清大智兴甘油+糖发酵生产 PDO 与深加工生产 PTT 项目	1.50
恒保乳胶新材料项目	1.50
合 计	4.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理业务

跟踪期内公司土地整理业务收入大幅下降，在建项目规模较小且无拟建项目，公司土地整理业务可持续性较弱。

跟踪期内，公司土地整理业务运营主体和模式无变化，仍由公司子公司广西中马钦州产业园区土地开发有限责任公司（以下简称“土地公司”）负责前期项目资金筹措，完成园区管委会规划范围内地块的征地拆迁及前期开发工作，园区管委会按工作进度支付土地公司相关费用，土地公司以土地整理成本加成一定比例的方式确认收入。但随着中马钦州产业园区、钦州保税港区和钦州港经济技术开发区三区整合，钦州港片区管委会成立了土地征拆中心，除金鼓江综合整治一期、二期土地整理继续由公司承接外，其余区域皆由该土地征拆中心承接，公司土地整理业务可持续性减弱。

此外，为了避免收储土地出让前的二次清理费用支出，管委会委托土地公司对已完成整理的土地进行统一管理及对外租赁，形成的收益用于弥补土地公司的土地管理人力支出等费用。2022 年，该对外租赁业务未实现收入。

跟踪期内，公司未进行土地征收，也未实现场地平整及资金投入。收入确认方面，2022 年公司仅确认土地整理业务收入 0.05 亿元，同比大幅下降，主要系随着园区首期建设的逐步完成，园区土地整理进度有所停滞所致。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司在整理土地项目仍为 2 个，为金鼓江综合整治一期、二期土地整理项目，总面积约 7,942 亩，项目总投资 8.05 亿元。截至 2022 年末已完成投资 4.67 亿元，尚需投资 3.38 亿元，相较 2021 年末保持不变。截至 2022 年末，公司无拟建土地整理项目，公司土地整理业务可持续性较弱。

贸易业务

跟踪期内，公司大力拓展大宗商品贸易，且受益于公司贸易品种的扩展以及广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限公司纳入公司合并范围，公司贸易业务收入大幅增长；但大宗商品贸易毛利率较低，盈利能力较弱，对利润的贡献较为有限，且对公司资金形成一定占用，需持续关注贸易业务风险。

跟踪期内，公司贸易业务的运营主体除子公司广西中马园区华物产协投资有限公司（以下简称“华物公司”）外，新增广西自贸区中马供应链管理有限公司（以下简称“中马供应链公司”），两家子公司协同开展进出口业务、国内大宗贸易业务以及为自贸片区企业提供供应链服务，具体贸易品类包括原油、成品油、有色金属、化工品、棕榈油、铝锭、原木、农产品等。2022 年以来，华物

公司在原有的白砂糖、电解铜等大宗商品贸易和园区建材供应的基础上，积极开拓成品油、木材、铝锭、豆粕、芯片和食用油脂等国内产品贸易以及冷冻牛肉、碎米、芯片组件和再生铝等进出口产品。业务模式上，主要仍采用以卖定买模式，在确定销售客户后寻找采购渠道，赚取买卖价差，上游供应商与下游客户均主要为国有企业，销售账期集中在两个月内，周转速度较快且风险较低。

2022 年，中国（广西）自由贸易试验区钦州港片区招商服务中心将其持有的自贸开投 50% 股权划入公司，公司贸易业务收入大幅增加。2022 年自贸开投实现营业收入 140.45 亿元，实现净利润 1,588.05 万元。自贸开投的贸易业务主要由一级子公司广西钦保国际贸易有限公司、广西蚂蚁洋货供应链管理有限公司、广西钦宝供应链管理有限公司负责运营，主要开展进口汽车、豆粕、棕榈油、木材、出口工程车、工业风扇、装饰装修材料、进口马来西亚/印度尼西亚燕窝、泰国/马来西亚榴莲等国际大宗商品贸易以及开展白糖、玉米和小麦等国内大宗商品贸易。

表 6：近年来公司主要贸易产品收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建材类	1.20	84.93	6.98	0.99	5.55	6.35	1.12	0.51	6.70
白糖	-	-	-	7.59	42.31	0.08	5.79	2.61	0.07
汽柴油	-	-	-	-	-	-	5.63	2.54	0.00
农产品	-	-	-	0.19	1.07	0.13	4.53	2.05	0.54
电子配件	-	-	-	-	-	-	0.13	0.06	1.91
棕榈油	-	-	-	-	-	-	3.50	1.58	0.13
木材	-	-	-	-	-	-	3.32	1.50	0.10
芯片	-	-	-	-	-	-	0.05	0.02	4.54
铝产品	-	-	-	-	-	-	2.34	1.05	0.05
电解铜	-	-	-	5.35	29.82	0.05	-	-	-
大宗贸易（进出口车、小麦玉米等）	-	-	-	-	-	-	138.97	62.72	0.16
进口果肉等	-	-	-	-	-	-	0.34	0.15	16.59
合计	1.20	84.93	-	14.13	78.76	-	165.71	74.79	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司主要供应商包括广西自贸区矢志供应链管理有限公司、广西广投石化有限公司、广西永盛石油化工有限公司销售分公司等，前五大供应商采购金额占公司总采购额的 32.67%；主要销售对象包括广西泛糖科技有限公司、江苏盐城港供应链科技集团有限公司和广西永盛石油化工有限公司销售分公司等，前五大客户销售额占公司总销售额的 31.01%。行业集中度相对分散。

表 7：2022 年公司前五大供应商和前五大客户情况（亿元、%）

	公司名称	采购金额	占比
前五大供应商	广西自贸区矢志供应链管理有限公司	18.98	8.59
	广西广投石化有限公司	18.63	8.43
	广西永盛石油化工有限公司销售分公司	15.55	7.04
	珠海中石油昆仑燃气有限公司	10.85	4.91
	广西桂盛能源有限公司	8.16	3.69
	合计	72.17	32.67
前五大客户	广西泛糖科技有限公司	18.79	8.48
	江苏盐城港供应链科技集团有限公司	14.69	6.63
	广西永盛石油化工有限公司销售分公司	13.89	6.27
	山东天弘化学有限公司	12.35	5.57
	广西超智铁路有限公司	8.98	4.05
	合计	68.70	31.01

注：加总数不等于合计数系小数尾差所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收入方面，2022 年公司实现销售业务收入 221.57 亿元，同比大幅增长，主要系并入销售收入规模较大的自贸开投，以及华物公司扩展国内贸易品类、开拓进出口产品所致。2022 年，公司贸易业务收入占营业总收入的比重已高达 96.83%，贸易业务已成为公司收入的主要来源，同期，贸易业务毛利率仅为 0.30%，公司贸易板块盈利能力较弱，对利润的贡献较为有限，另外，贸易业务形成的应收账款及预付账款等对公司资金形成一定占用，后续亦需持续关注贸易业务风险。

其他业务

跟踪期内，公司投资业务运营稳定，物业管理和房屋租赁业务随着园区入驻企业增多，收入规模大幅增长。

2022 年，公司投资业务运营主体无变化，仍由广西中马园区产业平台投资有限公司（以下简称“平台投资公司”）负责，管理基金方面为中马一号基金、教育装备基金、清控基金及招商基金 4 只产业引导基金。基金投资方向主要以园区产业政策导向为原则，符合园区经济布局和结构调整方向，优先考虑园区确定的战略性、先导性产业。公司投资业务的资金来源为园区财政资金，主要系代园区管委会投资，公司不参与投资基金的实际运营和管理。截至 2022 年末公司基金总投资规模 4.20 亿元，总投资规模较上年末保持不变，2022 年公司未实现基金收益。中马一号基金目前已进入退出期，2022 年已成功退出 570 万元，随着未来基金逐步进入退出期，投资收益或将有所提高。

公司物业管理业务的运营主体仍为子公司广西中马彩生活物业管理服务有限公司（以下简称“中马彩生活”）和子公司广西孔雀湾物业服务有限公司。中马彩生活系公司与深圳市彩生活物业服务集团有限公司共同出资成立，公司持股 51.00%，纳入合并范围。截至 2022 年末，公司主要为青年公寓、标准厂房提供物业管理服务，2022 年，公司物业管理收入为 0.39 亿元，同比大幅增长 60.08%，主要系园区入驻企业增多，出租率提高所致。

公司房屋租赁业务委托广西中马园区华互世镇投资有限公司以及广西孔雀湾物业服务有限公司等对建成的幸福小镇住宅、智慧园研发楼、标准厂房和青年公寓等进行对外招租，截至 2022 年末，可供租赁面积共 163.87 万平方米，出租率为 41.22%，客户主要为入园企业，入园企业前期租金由管委会补贴，公司以管委会补贴款确认租金收入。2022 年公司租赁业务收入为 4.60 亿元，同比增长 22.53%，主要系随着园区的进一步建设，入园企业增多所致。

财务风险

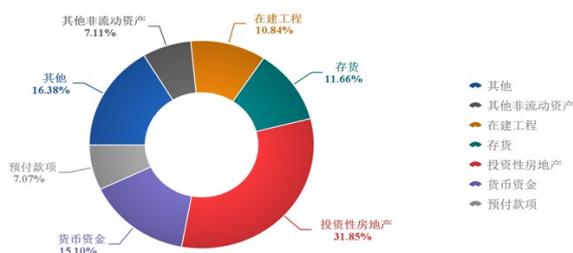
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。跟踪期内公司所有者权益规模大幅增长，资本实力增强，同期末财务杠杆率下降；公司债务仍以长期债务为主但短期债务占比持续上升且处高位，公司债务结构有待优化，同期末公司货币资金对短期债务的覆盖能力很弱，公司面临较大的短期偿债压力；跟踪期内公司 EBITDA 对利息支出的保障能力有所增强但仍无法足额覆盖利息支出，经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出。

资本实力与结构

跟踪期内随着公司业务开展以及并表自贸开投，公司资产规模大幅增长，所有者权益大幅增加，外部融资增加带动总债务规模上升，但获益于权益规模大幅增长，公司财务杠杆率有所下降；公司资产以投资性房地产、在建工程以及其他非流动资产为主，变现能力较弱，资产流动性和收益性均较弱，整体资产价值较低。

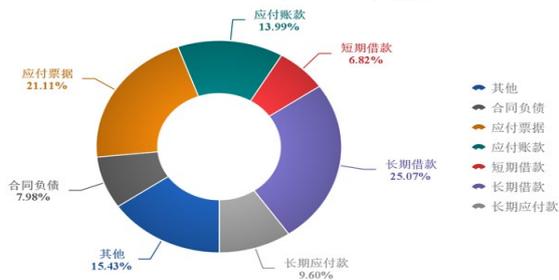
公司作为中马钦州产业园区开发建设主体，负责园区基础设施和公共配套设施项目进行建设，目前公司在建项目主要采取自营模式，后期主要通过租售回笼资金，项目建设期投入计入“在建工程”科目进行核算，项目建设完工后则转入“投资性房地产”科目。公司资产主要由投资性房地产和在建工程等非流动资产构成，截至 2022 年末，公司投资性房地产为 127.32 亿元，相较上年末大幅增加 86.55 亿元，主要系由自贸开投及方圆实业等子公司将公寓、宿舍、厂房等自用房地产转换为以公允价值模式计量的投资性房地产所致；跟踪期内随着项目的持续投入，公司在建工程规模持续上升，截至 2022 年末，公司在建工程为 43.33 亿元，相较上年末同比增加 12.54 亿元。投资性房地产及在建工程的增加带动非流动资产占总资产比重持续上升，形成了以非流动资产为主的资产结构。截至 2022 年末，公司非流动资产占比为 58.52%。公司流动资产以货币资金、存货以及预付账款为主，跟踪期内随着公司贸易业务的开展，货币资金及预付账款均大幅增加，但货币资金中受限规模较大，主要系银行承兑汇票保证金；公司存货主要由库存商品、项目开发成本和拟开发土地构成，跟踪期内存货规模保持稳定。截至 2022 年末，公司受限资产合计为 104.66 亿元，占当期末总资产的比重为 26.18%，主要为受限的货币资金、在建工程和投资性房地产等，公司受限资产规模较高，对资产流动性造成一定影响。整体来看，公司资产以以投资性房地产、在建工程以及其他非流动资产为主，变现能力较弱，且受限资产占比较高，资产流动性和收益性均较弱，整体资产价值较低。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积以及其他综合收益等构成。2022 年末，公司实收资本较上年末增加 5.69 亿元，主要系中马园区管委会向公司现金注资 6.11 亿元，同时国家发展基金有限公司减少注资 0.41 亿元；公司资本公积较上年末增加 4.94 亿元，主要系将自贸开投等子公司纳入合并范围后资本公积-资本溢价有所增加所致；公司其他综合收益较上年末增加 20.45 亿元，主要系自用房地产转换为以公允价值模式计量的投资性房地产获得的增值；另外，2022 年公司并表自贸开投等公司，少数股东权益较上年末增加 27.51 亿元，综上，截至 2022 年末公司所有者权益规模大幅上升。

2022 年公司总债务规模持续上升, 获益于所有者权益规模的大幅增长, 公司财务杠杆率下降, 2022 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 66.78% 和 57.01%。

表 8: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022
资产总额	134.73	235.94	399.75
非流动资产占比	56.70	56.03	58.52
经调整的所有者权益	48.65	72.93	132.17
资产负债率	63.52	68.91	66.78
总资本化比率	53.02	63.06	57.01

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内, 公司经营获现能力有所增强; 经营活动现金流仍呈净流入状态但缺口有所缩窄; 随着项目建设持续投入, 投资活动现金流持续净流出; 筹资活动净现金流仍为净流入, 公司债务偿还及项目投入较大程度依赖于筹资活动。

公司营业收入以贸易业务为主, 跟踪期内, 公司贸易业务收入占比进一步加大, 因公司贸易业务销售账期较短, 周转速度较快, 公司收现比有所上升, 经营获现能力有所增强。

经营活动方面, 2022 年, 公司经营活动净现金流仍为净流出但缺口有所缩窄, 主要系当期收到往来拆借款增加所致。投资活动方面, 跟踪期内, 随着园区基础设施项目建设投入加大, 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金有所增加, 公司投资活动现金流仍为净流出且缺口有所扩大。筹资活动方面, 跟踪期内公司筹资活动净现金流仍为净流入且规模有所扩大, 主要系当年吸收投资收到的现金有所增加所致。公司债务偿还及项目投入较大程度依赖于筹资活动。

表 9: 近年来公司现金流情况 (亿元、X)

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-7.42	-6.14	-2.33
投资活动产生的现金流量净额	-13.68	-34.28	-43.86
筹资活动产生的现金流量净额	21.48	39.46	47.43
现金及现金等价物净增加额	0.37	-0.97	1.24
收现比	1.20	1.13	1.22

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内, 公司债务规模持续上升, 2022 年短期债务规模及占比大幅上升, 短期偿债压力显著增加, 债务结构有待优化; 跟踪期内公司 EBITDA 对利息的保障能力有所增强但仍无法覆盖利息支出, 经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出。

跟踪期内, 公司债务规模持续上升, 债务构成上仍以长期债务为主, 但短期债务占比大幅提升。截至 2022 年末, 公司短期债务占总债务的比重为 44.82%, 短期偿债压力显著增加, 债务结构有待优化。从债务类型构成来看, 公司债务以银行借款和债券融资为主, 其中银行借款主要为保证借款及抵质押借款。从债务到期分布来看, 公司债务主要集中在未来 1 年以内、1~2 年、3 年及以

上到期，其中 1 年以内到期的债务规模较大，需关注偿债资金安排情况。

表 10：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型		金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年及以上
银行借款	抵押/保证/信用借款等	108.59	22.20	25.16	7.09	53.64
债券融资	中期票据、债券融资计划等	9.60	1.12	1.12	1.12	6.24
非标融资	融资租赁	0.50	0.50	0.50	0.00	0.00
合计	-	118.69	23.82	26.78	8.21	59.88

注：数据差异系统计口径差异所致，公司提供债务到期分布表中不包含应付票据
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 EBITDA 有所增加，但债务规模持续上升，EBITDA 对利息支出的保障能力有所增强但仍无法有效覆盖利息支出，经营活动净现金流仍为净流出，仍无法有效覆盖利息支出。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	54.92	124.48	175.25
短期债务占比（%）	10.25	34.38	44.82
EBITDA	0.47	2.83	5.17
EBITDA 利息保障倍数	0.41	0.69	0.95
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-6.39	-1.50	-0.43

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2022 年末公司受限资产合计为 104.66 亿元，占当期末总资产的比重为 26.18%，主要为受限的货币资金、在建工程和投资性房地产等，公司受限资产规模较高，对资产流动性造成一定影响。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 2.23 亿元，占同期末净资产的比例为 1.69%，担保规模较小且担保对象均为钦州市国有企业。此外，截至 2022 年末，公司及其子公司未涉及重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹

假设

- 2023 年，公司作为中马园区重要的城市建设主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，预计公司贸易业务规模持续增加，园区开发及土地整理业务收入规模仍较小。
- 2023 年，公司项目投资规模预计在 15~25 亿元，股权类投资规模大约 1~2 亿元。

¹中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，公司预计新增债务融资 30~40 亿元。

预测

表 12：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	63.06	57.01	47.62 ~ 58.21
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.69	0.95	0.87 ~ 1.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，短期内存在一定的流动性缺口，有发生流动性问题的可能。

2022 年公司经营活动净现金流仍为净流出状态，2022 年末公司非受限货币资金为 11.43 亿元，可为公司日常运营及债务偿还提供直接资金来源。同时，2022 年末，公司银行授信总额为 253.42 亿元，尚未使用授信额度为 75.53 亿元，备用流动性尚可。此外，公司作为中马园区重要的城市建设主体，公司可持续获得园区管委会在项目建设及债务还本付息方面的资金支持。近年来，公司在债券市场表现活跃度一般，截至目前存续债券规模较小，目前公司无在手批文。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。公司在建项目尚需投资规模较大，未来仍面临较大的投资压力；债务到期方面，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务²为 78.55 亿元，面临较大的短期偿债压力。综上所述，公司流动性较弱，短期内存在一定的流动性缺口，有发生流动性问题的可能。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司较为注重环境管理，未因环境问题受到行政处罚；员工管理体系健全，未发生安全生产事故和员工劳动纠纷；公司法人治理结构及内部控制制度较为完善。

环境方面，公司在业务开展中较为重视环境管理和可持续发展，且暂未发生环境争议事件，也暂无其他行政处罚事件。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，公司按照《中华人民共和国公司法》及相关法规，设立股东会、董事会、监事会等，建立了相对完善的法人治理结构。管控水平方面，公司结合自身特点和管理需要，在财务管理、资金管理等方面制定了相应的内部管理制度，为提高公司管控水平提供了有力的保障。公司战略规划清晰，公开市场中信息披露较为及时。近年来公司未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重

² 包含应付票据

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

大违纪违法事项被调查的情况。

外部支持

中诚信国际认为，广西自治区政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

广西地处我国西南沿海，是中国与东盟合作的重要枢纽，区位优势突出，近年经济持续稳步发展。在北部湾经济区、广西自贸区、北部湾城市群等一系列政策的支持下，广西区域经济财政发展前景向好。同时，广西拥有一定的金融资源，桂林银行股份有限公司、广西北部湾银行股份有限公司、柳州银行股份有限公司、广西中小企业融资担保有限公司和广西融资担保集团有限公司等金融机构可协调一定的金融资源，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。但近年来固定资产投资等继续推升了自治区政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年末广西地方政府债务率高于 100.00% 的国际警戒线标准，加之部分地市出现较多负面舆情，面临很大的短期偿债压力，需关注政府债务叠加部分区域集中到期的债务压力可能带来的系统性风险。

同时，广西自治区政府对公司的支持意愿一般，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 具有一定的区域重要性：中马钦州产业园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，是建设“中国-东盟合作示范区”和深化“一带一路”战略的重要载体，具有重要的战略地位。公司是广西壮族自治区政府直属企业，由中国-马来西亚钦州产业园区管理委员会监管，公司领导层由自治区政府任命，作为中马钦州产业园区开发和国有资产经营的唯一主体，公司具有重要的地位。
- 2) 与政府的关联性一般：公司为自治区人民政府直属企业，但由园区管委会进行监管，股权结构和业务开展均与自治区政府的关联性一般。
- 3) 过往支持力度大但直接来自于自治区政府较少：公司在资金支持和资产注入等方面获得政府及股东的持续支持：1) 资产注入方面，2020 年随着股东债务转资本及注资，公司实收资本较上年末增加 0.95 亿元，资本公积较上年末增加 6.70 亿元，同期公司收到政府补助 1.38 亿元；2021 年及 2022 年园区管委会分别向公司增资 1.56 亿元和 6.11 亿元，计入“实收资本”科目，2021 年公司收到中马园区管委会财政局拨付公司的项目资本金 3.20 亿元，计入“资本公积”科目，持续的资产注入使得公司资本实力不断增强。2) 财政补贴方面，2020 年，中央财政下达园区 5.00 亿元建设补助资金，用于园区基础设施建设。同期收到自治区税收返还 0.60 亿元，收到广西北部湾经济区规划建设管理办公室补助资金 1.00 亿元，2021 年和 2022 年，公司分别收到计入其他收益的政府补助 1.11 亿元和 0.62 亿元。

综上，中诚信国际认为，广西自治区政府很强的支持能力和对公司一般的支持意愿可为公司带来一定的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，中马投控与南宁高新和洋浦开发等可比公司的外部经营环境风险、业务风险、财务风险并无显著差异，股东均能对上述企业提供一定的外部支持，最终主体信用等级处于同一档次。

中马投控和上述平台均为当地重要的开发区或园区开发建设主体，中马投控的政府支持能力很强

但对公司的支持意愿一般，南宁高新具有较强的政府支持能力和强的支持意愿，洋浦开发具有强的政府支持能力和较强的支持意愿，当地政府均能对上述企业提供一定的外部支持。

其次，中马投控的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。公司与可比对象均具备一定的业务竞争优势。目前，公司业务多样性一般，储备项目规模量尚可，但资产流动性及收益性整体偏弱。

再次，中马投控的财务风险在对比企业中处于中等水平。公司资产和权益规模在比较组处于较高水平，总体资本实力较好；财务杠杆在可比公司中处于较高水平，短期偿债压力较大；公司可用银行授信余额尚可，再融资能力尚可。

表 13：2022 年同行业对比表

	中马投控	南宁高新	洋浦开发
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	广西壮族自治区	广西壮族自治区-南宁市-广西南宁高新技术产业开发区	海南-洋浦经开区（儋洋一体化）
GDP（亿元）	26,300.87	325.7	878.91
GDP 增速（%）	2.9	3.7	0.10
人均 GDP（万元）	5.22	--	9.0
一般公共预算收入（亿元）	1,687.72	16.02	60.16
公共财政平衡率（%）	28.64	62.61	36.88
政府债务余额（亿元）	9,714.16	40.87	263.23
控股股东及持股比例	中国—马来西亚钦州产业园区管理委员会 100%	南宁高新技术产业开发区管理委员会 100%	洋浦经济开发区管理委员会 100.00%
职能及地位	中马钦州产业园区开发建设主体	区内主要的园区开发和国有资产经营主体	洋浦经开区唯一的开发建设主体、投融资平台及重大项目“孵化器”和“推进器”
核心业务及收入占比	产品销售 96.83%	贸易 28.70%、配套住房销售 23.58%、房屋租赁 21.28%	土地开发 39.47%、水务业务 13.32%、商品销售 17.05%
总资产（亿元）	399.75	239.91	111.47
所有者权益合计（亿元）	132.17	84.37	49.56
负债合计（亿元）	266.96	155.54	61.92
资产负债率（%）	66.78	64.83	55.54
营业总收入（亿元）	228.83	21.64	8.32
净利润（亿元）	1.20	1.65	0.41
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.33	1.76	4.42
可用银行授信余额（亿元）	75.53	97.29	23.31
最新债券融资余额（亿元）	9.60	54.00	10.00

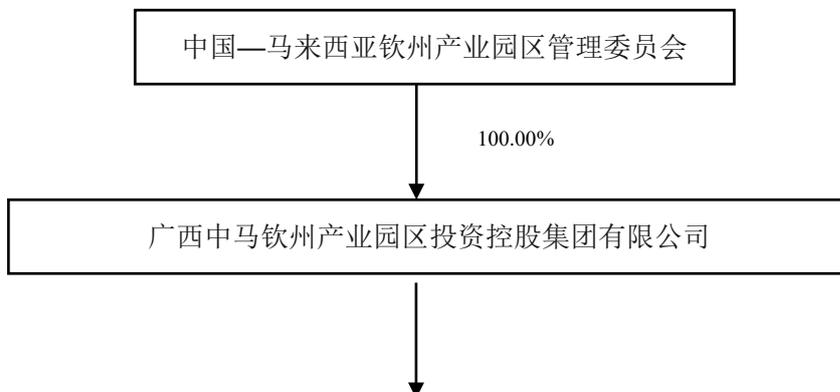
注：1、公司的可用银行授信余额为截至 2022 年末数据，南宁高新和洋浦开发的可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据；2、最新债券融资余额为截至 2023 年 5 月末。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

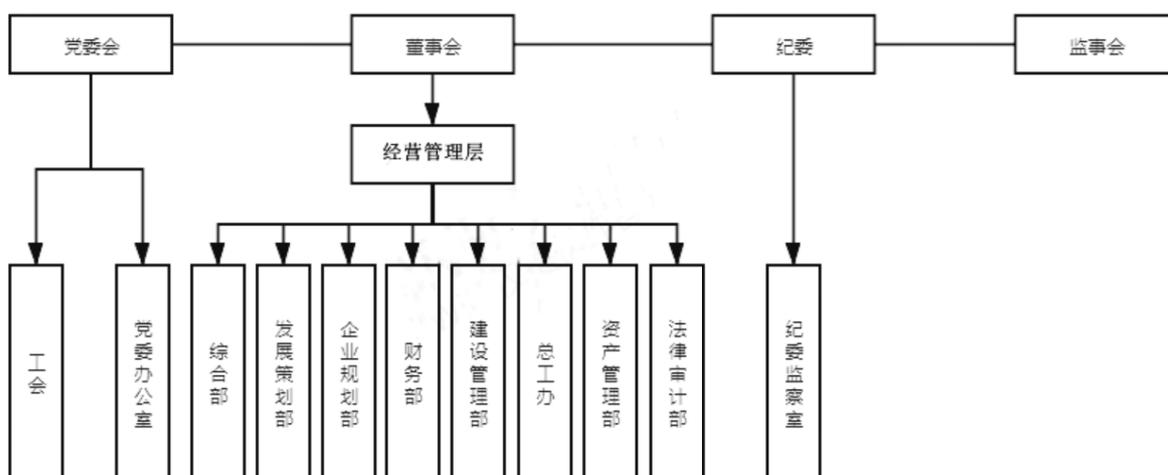
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 中马债/20 中马债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	主要子公司名称	持股比例 (%)
1	广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限责任公司	50.00
2	广西中马钦州产业园区万润物产管理有限公司	100.00
3	广西中马钦州产业园区金谷投资有限公司	51.00
4	广西中马钦州产业园区方圆实业有限公司	87.89
5	广西中马园区华互世镇投资有限公司	100.00
6	广西中马钦州产业园区土地开发有限责任公司	100.00
7	广西中马园区华物产协投资有限公司	100.00
8	广西中马钦州产业园区大环通信基础设施投资有限公司	100.00
9	广西中马彩生活物业管理服务有限公司	100.00
10	广西中马园区金融投资有限公司	100.00
11	广西自贸区中交中马置业有限公司	50.00
12	广西中马钦州产业园区华互立德教育投资有限公司	100.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	85,378.59	264,815.70	603,557.66
非受限货币资金	84,749.66	101,855.47	114,291.84
应收账款	64,978.84	88,565.22	184,230.09
其他应收款	26,992.59	83,377.68	71,355.96
存货	373,250.05	481,756.43	466,030.57
长期投资	111,370.77	274,342.42	304,137.30
在建工程	412,510.22	307,885.88	433,301.98
无形资产	5,116.75	25,705.72	21,055.50
资产总计	1,347,344.11	2,359,424.06	3,997,528.60
其他应付款	16,890.60	43,712.33	61,712.64
短期债务	56,286.50	427,921.50	785,495.69
长期债务	492,908.31	816,850.33	966,969.43
总债务	549,194.81	1,244,771.83	1,752,465.12
负债合计	855,863.54	1,625,980.24	2,669,583.35
利息支出	11,625.52	41,053.12	54,249.41
经调整的所有者权益合计	486,540.56	729,303.82	1,321,745.24
营业总收入	83,214.05	1,307,826.64	2,288,302.34
经营性业务利润	2,186.53	1,947.78	-16,330.93
其他收益	1,700.36	11,136.10	6,227.42
投资收益	544.68	145.54	7,107.40
营业外收入	9,303.48	325.13	657.77
净利润	9,229.25	5,376.69	11,993.43
EBIT	1,329.52	22,942.82	47,960.26
EBITDA	4,734.09	28,327.34	51,734.28
销售商品、提供劳务收到的现金	99,655.14	1,472,258.30	2,781,289.17
收到其他与经营活动有关的现金	57,761.15	74,664.14	119,293.70
购买商品、接受劳务支付的现金	127,177.95	1,519,958.72	2,836,561.99
支付其他与经营活动有关的现金	98,402.87	82,261.49	76,099.81
吸收投资收到的现金	11,323.00	128,956.00	339,744.33
资本支出	135,096.26	135,386.69	411,364.46
经营活动产生的现金流量净额	-74,247.93	-61,449.86	-23,256.09
投资活动产生的现金流量净额	-136,848.77	-342,827.21	-438,615.56
筹资活动产生的现金流量净额	214,782.65	394,567.11	474,300.29
现金及现金等价物净增加额	3,685.53	-9,710.85	12,436.38
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	8.17	1.53	1.09
期间费用率（%）	6.70	2.02	1.96
应收类款项占比（%）	7.65	7.87	6.44
收现比（X）	1.20	1.13	1.22
资产负债率（%）	63.52	68.91	66.78
总资本化比率（%）	53.02	63.06	57.01
短期债务/总债务（%）	10.25	34.38	44.82
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-6.39	-1.50	-0.43
总债务/EBITDA（X）	116.01	43.94	33.87
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.07	0.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.41	0.69	0.95

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告和经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款、实收资本以及少数股东权益中的带息部分计入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn