



广西中马钦州产业园区投资控股集团 有限公司 2024 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[2024]跟踪 2011 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 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
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。	
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”或“中马园区”）重要的城市开发和运营主体，中马园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，区域定位较高，公司仍为自治区人民政府直属企业，由中马园区管委会代行出资人职责。同时，中诚信国际预计公司职能定位将维持稳定、业务市场化程度或将逐步加深，并将持续获得政府支持；需关注的是：贸易业务收入占比高且毛利率偏低、土地整理业务可持续性较弱、资产流动性偏弱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，或资产质量及效益显著提升等。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；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，由园区管委会代行出资人职责。
- **公司维持重要职能定位且持续获得政府大力支持。**公司是园区唯一的建设及运营主体，职能定位重要，且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；2023年，公司收到股权资产注入0.64亿元，增加资本公积，收到计入其他收益的政府补助0.52亿元。

关 注

- **贸易业务占总收入比重高且持续扩张，需关注贸易风险。**跟踪期内，公司贸易业务规模持续扩张，收入规模占2023年公司营业总收入的比重达到97.86%，毛利率仍偏低，对利润的贡献较为有限；近年公司贸易业务不断扩张，需持续关注市场化业务风险。
- **土地整理业务可持续性仍较弱。**跟踪期内公司土地整理业务收入持续下降且规模小，截至2023年末公司暂无在建及拟建项目，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2023年末，公司受限资产账面价值120.92亿元，占当期末总资产的28.98%，受限规模较大，公司整体资产流动性较弱。

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

中马投控（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	235.94	399.75	417.22
经调整的所有者权益合计（亿元）	72.93	132.17	135.91
负债合计（亿元）	162.60	266.96	281.30
总债务（亿元）	124.48	175.25	186.95
营业总收入（亿元）	130.78	228.83	315.65
经营性业务利润（亿元）	0.19	-1.63	-1.28
净利润（亿元）	0.54	1.20	1.46
EBITDA（亿元）	2.83	5.17	6.41
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.14	-2.33	7.96
总资本化比率(%)	63.06	57.01	57.90
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.69	0.95	0.94

注：1、中诚信国际根据公司提供的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 年度和 2023 年度审计报告整理，其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为期末数；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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	中马投控	南宁高新	万盛开投
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	重庆市万盛经济技术开 发区
GDP（亿元）	27,202.39	342.90	261.62
一般公共预算收入（亿元）	1,783.80	21.76	11.92
所有者权益合计（亿元）	135.91	84.61	262.93
总资本化比率（%）	57.90	62.49	49.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.94	0.98	0.44

中诚信国际认为，中马投控与南宁高新和万盛开投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，中马投控权益规模、财务杠杆率及利息覆盖能力均在比较组居中，整体财务风险处于中游，最终主体信用等级处于同一水平。

注：南宁高新系“南宁高新产业建设开发集团有限公司”的简称；万盛开投系“重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司”的简称。
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

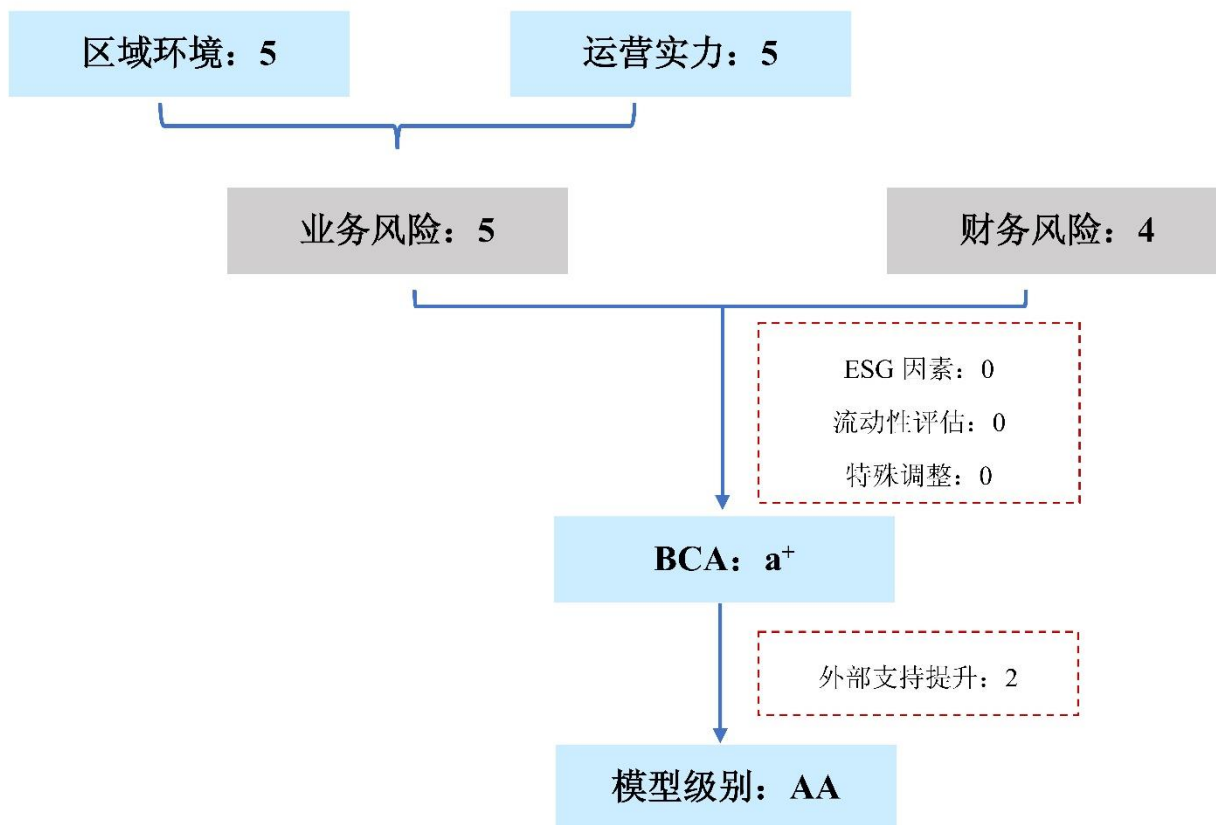
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 中马债 /20 中马债	AA	AA	2023/06/28 至本 报告出具日	5.60/4.48	2020/10/30~2027/10/30	在债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中马投控	AA/稳定	AA/稳定	2023/6/28 至本报告出具日

● 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

(C220000_2024_04_2024_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

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，以及对公司较强的支持意愿，主要体现广西经济财政实力稳步增长，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较强。公司作为中马园区唯一的基础设施建设主体，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。

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_2024_04

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政回顾及影分析》，报告链接

<https://www.ccxicom.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，广西作为沿海沿边区域，具有一定的区位优势，跟踪期内经济实力持续增长，财政实力同比提升，潜在的支持能力很强；但目前广西部分地市仍面临较大的偿债压力，整体再融资环境一般。

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《2022 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。2023 年，广西实现地区生产总值（GDP）27,202.39 亿元，同比增长 4.1%，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 16.43%、32.81%和 50.77%，增速分别为 4.7%、3.2%和 4.4%；同期，广西固定资产投资较 2022 年下降 15.5%。按常住人口计算，全年人均 GDP5.40 万元。

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。2023 年，广西实现一般公共预算收入 1,783.80 亿元，同比增长 5.7%；其中地方税收收入完成 1,081.99 亿元，税收收入占比为 60.66%。2023 年，广西公共财政平衡率为 29.23%，较上年上升 0.59 个百分点，但财政平衡率仍较低，财政自给能力较弱。同期，广西实现政府性基金预算收入 880.66 亿元，较上年下降 20.75%，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，但尚处债务限额以内。

表 1：2023 年全国 31 个省（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	1,260,582.00	--	8.73	--	216,784.00	--
广东省	135,673.16	1	10.70	7	13,851.30	1
江苏省	128,222.20	2	15.05	3	9,930.18	2
山东省	92,068.70	3	9.06	11	7,464.72	5

浙江省	82,553.00	4	12.50	5	8,600.02	3
四川省	60,132.90	5	7.18	20	5,529.10	7
河南省	59,132.39	6	6.01	25	4,512.05	8
湖北省	55,803.63	7	9.55	9	3,692.26	11
福建省	54,355.10	8	12.99	4	3,591.87	12
湖南省	50,012.85	9	7.59	14	3,360.50	15
上海市	47,218.66	10	18.99	2	8,312.50	4
安徽省	47,050.60	11	7.68	13	3,938.96	10
河北省	43,944.10	12	5.93	26	4,286.15	9
北京市	43,760.70	13	20.00	1	6,181.10	6
陕西省	33,786.07	14	8.54	12	3,437.36	13
江西省	32,200.10	15	7.12	21	3,059.60	17
辽宁省	30,209.40	16	7.21	19	2,754.00	18
重庆市	30,145.79	17	9.41	10	2,440.70	19
云南省	30,021.12	18	6.41	22	2,149.44	21
广西壮族自治区	27,202.39	19	5.40	29	1,783.80	24
山西省	25,698.18	20	7.40	15	3,479.15	14
内蒙古自治区	24,627.00	21	10.27	8	3,083.40	16
贵州省	20,913.25	22	5.41	28	2,078.25	22
新疆维吾尔自治区	19,125.91	23	7.38	16	2,179.69	20
天津市	16,737.30	24	12.28	6	2,027.34	23
黑龙江省	15,883.90	25	4.99	30	1,395.97	25
吉林省	13,531.19	26	5.76	27	1,074.80	26
甘肃省	11,863.80	27	4.79	31	1,003.50	27
海南省	7,551.18	28	7.30	18	900.69	28
宁夏回族自治区	5,314.95	29	7.30	17	502.26	29
青海省	3,799.06	30	6.39	23	381.31	30
西藏自治区	2,392.67	31	6.00	24	236.60	31

注：部分省份的人均 GDP 系根据常住人口测算所得。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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。2022 年以来，广西下属地市出现土地资产注销、票据逾期、非标涉诉、监管处罚等负面舆情，地市级债券发行数量及规模显著下降，部分区域债券市场融资成本较高，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。2023 年“35 号文”以来，随着金融机构支持力度的增大，广西融资环境整体边际改善，发行成本有所下降，特殊再融资债券和金融机构化债持续推进，但全国来看仍偏高，且部分地市的短期债务偿付压力仍然很大，仍需持续关注。

表 2：近年来广西地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	24,740.86	26,300.87	27,202.39
GDP 增速（%）	7.5	2.9	4.1
人均 GDP（万元）	4.92	5.22	5.40
固定资产投资增速（%）	7.6	0.1	-15.5
一般公共预算收入（亿元）	1,800.12	1,687.72	1,783.80
其中：税收收入（亿元）	1,191.09	930.37	1,081.99
政府性基金收入（亿元）	1,729.15	1,111.27	880.66
公共财政平衡率（%）	30.98	28.64	29.23
地方政府债务余额（亿元）	8,560.71	9,714.16	11,551.50
负债率（%）	34.60	36.93	42.47

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%；负债率=政府债

务余额/GDP*100%。

资料来源：广西统计公报、财政预决算报告、政府工作报告，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。2023 年，钦州港片区实现 GDP515.8 亿元，增长 8.8%；实现税收收入 131.40 亿元，增长 10.50%。2024 年 5 月，基于中国-东盟合作及中马合作的重要性，根据广西自治区部署，改由中马钦州产业园区统筹“三区”协同发展。

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，园区累计注册企业超 25,000 家，签约落户项目超 240 个，合同协议总投资超 2,659 亿元。累计实现地区生产总值超 255 亿元，累计完成工业总产值 733.65 亿元，累计完成固定资产投资 284.4 亿元，累计完成外贸进出口总额 296.1 亿元，实际使用外资累计 8.4 亿美元，形成以燕窝、棕榈油、生物医药、电子信息、新能源等为主的产业集聚。中伟新材料、格派新能源电池材料等一批产业龙头项目在园区注册落户，鑫德利光电、慧宝源医药、云波健康科技、天源电池级氢氧化锂、雅保锂业、量孚新能源科技、鼎隆新能源、港创智睿智能终端产业园、见炬热管理新材料及集成电路精准温控、睿显科技微型显示屏等一批高技术产业项目建成投产。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司仍为中马钦州产业园区开发建设及运营的唯一主体，业务类型相对多元；公司园区开发类项目缩减，土地整理业务可持续性仍较弱；目前公司逐步向园区运营及产业端投资转型，公司贸易业务规模及占比持续扩张，但业务毛利率偏低，对利润的贡献较为有限，需持续关注业务风险情况。

表 3：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售	122.21	93.45	0.60	221.57	96.83	0.30	308.90	97.86	0.55
勘察设计服务	0.36	0.28	47.97	0.46	0.20	40.69	0.33	0.10	31.64
土地整理	0.71	0.54	1.00	0.05	0.02	0.95	0.01	0.00	0.00
物业管理	0.33	0.25	46.66	0.39	0.17	40.66	0.31	0.10	34.33
市政维修服务	0.52	0.40	14.09	0.80	0.35	34.66	0.52	0.17	24.74

租赁业务	5.89	4.50	11.88	4.61	2.01	18.39	0.61	0.19	55.85
能源业务	--	--	--	--	--	--	1.46	0.46	8.87
园区开发	--	--	--	--	--	--	0.46	0.14	4.13
代理业务	--	--	--	--	--	--	0.91	0.29	51.14
其他业务	0.77	0.59	21.91	0.95	0.41	37.71	2.13	0.67	34.64
合计	130.78	100.00	1.53	228.83	100.00	1.09	315.65	100.00	1.18

注：1、2021 年和 2022 年的园区开发业务收入合并租赁业务收入中，分别为 3.88 亿元和 2.69 亿元；2、其他业务包括利息收入等。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区开发业务，跟踪期内，公司园区开发业务的运营主体及业务模式无变化，公司通过控股的子公司（中方与马方的合资公司）对园区道路等基础设施项目进行建设，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。收入确认方面，2023 年公司确认园区开发收入 0.46 亿元，主要系项目投资及结算缩减所致。目前，中马园区核心区已基本建设完成，基建类项目较少且投资规模不大。

此外，公司有一些自营项目在建，截至 2023 年末，公司主要在建经营性项目计划总投资 37.49 亿元，已完成投资 34.90 亿元，尚需投资 2.59 亿元。拟建项目方面，截至 2023 年末，公司主要拟建项目共 2 个，合计规划总投资 3.23 亿元，所需建设资金主要由公司自筹，整体投资压力不大。

表 4：截至 2023 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	13.00	12.21	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	3.40	3.30	2020~2023
中马国际医疗服务集聚区项目	自营	2.60	2.60	2020~2024
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	2.40	2.33	2020~2023
中马钦州产业园区特色扶贫小镇项目(A 地块)	自营	4.00	3.38	2020~2024
中国—东盟信息港跨境数据中心项目	自营	3.30	3.22	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	2.47	1.87	2019~2023
中国—东盟医药创新与产业化基地（二期）	自营	2.03	2.16	2021~2024
中马国际智慧公寓	自营	2.84	2.93	2019~2024
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套设施建设（三期）	自营	0.95	0.45	2022~2024
太极祥云项目	自营	0.50	0.45	2022~2024
合计	--	37.49	34.90	--

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

表 5：截至 2023 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资
中马钦州产业园区搬迁安置启动区项目	1.92
沿边临港产业园钦州港片区智慧园区基础配套工程项目	1.31
合计	3.23

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，公司土地整理业务运营主体和模式无变化，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，大量业务由该土地征拆中心承接，公司土地整理业务可持续性减弱。收入确认方面，2023 年公司确认土地整理业务收入 0.01 亿元，呈逐年下降趋势，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 2023 年末，公司无拟建土地整理项目。预计短期内公司土地整理仍将维持较低规模，业务可持续性较弱。

贸易业务，跟踪期内，公司贸易业务的运营主体无变化，主要由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”）、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”）和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“自贸区开投”）负责。公司作为联系东盟特别是马来西亚的重要纽带，依托自身优势开展供应链贸易业务。业务模式上，主要依托东盟、马来西亚的合作关系以及广西区内外国有企业的渠道优势，开展进出口、加工贸易等供应链业务，同时也开展部分门店自营销售。贸易品种方面，主要包括棕榈油、化工品、原油、白砂糖、有色金属、铝锭、豆油、豆粕等农产品，上下游客户以国有企业和行业大型企业为主，行业集中度不高。2022 年公司将自贸区开投公司纳入合并范围，公司贸易业务规模快速扩张。2023 年，公司实现贸易业务收入 308.90 亿元，同比增长 39.41%，占公司营业总收入的比重达到 97.86%，占比逐年上升；同期贸易业务毛利率为 0.55%，较上年有所提升，但仍处于相对较低水平。公司贸易业务规模较大，需持续关注市场化风险。

2023 年，中国（广西）自由贸易试验区钦州港片区管委会审定批准“商贸物流及供应链服务”是公司在产业转型阶段新的三大主业之一。业务未来发展方面，公司将继续深化拓展，不仅是经营单纯差价的贸易业务，而是面向东盟和加工贸易领域，大力发展集物流、配送、仓储为一体的现代物流业务，目前公司建设了堆场、冷链仓储、粮食加工仓库、棉纺仓库等，分别为石化贸易、农产品、棕榈油、进口果肉等产品、白糖、小麦、玉米、大豆等提供仓储服务。

表 6：2022 年及 2023 年公司主要贸易产品收入及毛利率情况（亿元）

项目	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
豆油、豆粕等农产品	--	--	--	20.11	6.51	0.19
化工品	--	--	--	84.92	27.49	0.38
原油	--	--	--	21.48	6.95	0.25
白砂糖	37.00	16.70	0.07	40.40	13.08	0.52
铝锭	--	--	--	22.25	7.2	0.52
大豆	--	--	--	15.38	4.98	0.32
原煤	--	--	--	14.15	4.58	0.61
液化气	--	--	--	11.21	3.63	0.99
大宗贸易（原油、液化气、褐煤、乙二醇、聚烯烃产品、小麦玉米等）	138.97	62.72	0.25	--	--	--
合计	175.97	79.42	--	229.89	74.42	--

注：加总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

表 7：2023 年公司前五大供应商和前五大客户情况（亿元、%）

	公司名称	品种	采购金额	占比
前五大供应商	广西永盛石油化工有限公司销售分公司	原油	21.42	6.97
	广西自贸区怡美贸易有限公司	豆粕豆油棕榈油等农产品	15.69	5.11
	广西祥融供应链管理有限公司	白砂糖	15.22	4.95
	广西自贸区矢志供应链管理有限公司	白砂糖	14.29	4.65
	广西华迈供应链管理有限公司	铝锭	13.18	4.29
	合计	--	79.81	25.98
前五大客户	广西泛糖科技有限公司	白砂糖	24.75	8.01
	山东天弘化学有限公司	原油	21.48	6.95

广州化工交易中心有限公司	PTA、乙二醇	21.15	6.85
广西林业集团桂谷实业有限公司	白砂糖、大豆、铝锭	16.99	5.50
淮北矿业集团大榭能源化工有限公司	PTA、乙二醇	16.35	5.29
合计	--	100.72	32.61

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

物业管理业务，跟踪期内，公司物业管理业务的运营主体及业务模式无变化，公司主要为幸福小镇、青年公寓、标准厂房提供物业管理服务。2023 年，公司实现物业管理业务收入为 0.31 亿元，同比下降 20.07%，主要系部分企业享受减免政策所致。

租赁业务，跟踪期内，公司房屋租赁业务运营主体及业务模式无变化，租赁资产主要为幸福小镇住宅、智慧园研发楼、标准厂房和青年公寓等。截至 2023 年末，公司资产可租售面积共 220.34 万平方米，累计已出售 10.71 万平方米，剩余可租售 209.63 万平方米，已出租 81.47 万平方米，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。2023 年公司租赁业务收入为 0.86 亿元，同比下降 3.81%，主要系出租率略有下降所致。

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，公司总资产及净资产规模均保持增长，具备较强的资本实力；但随着业务持续推进，公司债务规模不断扩大，财务杠杆有所上升且处于高位，债务构成中短期债务占比大幅上升，面临较大的短期偿债压力，公司资本结构及债务结构有待优化；公司获现能力尚可，但跟踪期内收现比较上年下降，EBITDA 对利息的保障能力相对稳定。

资本实力与结构

公司作为中马园区开发建设及运营主体，承担了大量园区配套设施和产业运营项目建设，大量在建项目采取自营模式，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”科目核算，项目建设完工后转入“投资性房地产”科目。目前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，2023 年末非流动资产占总资产的比重为 60.65%，占比逐年升高。同期末，公司投资性房地产为 141.43 亿元，占总资产的 33.90%，公司投资性房地产采用公允价值计量，其中公寓、宿舍、厂房等账面价值 60.30 亿元，土地使用权 81.14 亿元。公司在建工程规模随项目结转情况影响有所波动，2023 年末为 40.48 亿元，较上年末小幅下降，占总资产的 9.70%，主要为科技园（创业孵化基地）二期工程、中国-东盟医药创新与产业化基地、燕窝加工贸易基地二期工程等项目投入。此外，截至 2023 年末公司其他非流动资产为 25.75 亿元，主要系公司进行园区开发建设形成的合同资产和部分代建项目。公司流动资产以货币资金、存货、应收账款以及预付账款为主，跟踪期内公司贸易业务规模进一步拓展，截至 2023 年末，公司货币资金为 43.22 亿元，其中受限规模仍很大，占比达 83.09%，主要系银行承兑汇票、信用证等保证金；公司存货主要为库存商品和孔雀湾（一号、东郡、北岸）安置房等项目的开发成本，为 50.97 亿元，较上年末略有增长。随着贸易业务的拓展，2023 年末公司应收账款规模上升至 28.08 亿元，预付款项为 22.74 亿元，较上年末有所下降，需持续关注公司货款的回收及预付款项的占用情况。此外，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，公司资产以投资性房地产、在建工程、存货等资产为主，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。

跟踪期内，公司总债务规模小幅增长，其中长期债务有所下降，短期债务占比快速上升，截至 2023 年末短期债务占总债务的比重达到 55.58%，主要系公司持续推进贸易业务，产生较大规模的应付票据及短期借款所致。跟踪期内受益于政府的持续支持，公司资本公积小幅增长，带动经调整的所有者权益¹增长。因负债规模增长更快，跟踪期内公司财务杠杆较水平有所上升，截至 2023 年末资产负债率为 67.42%，已处于较高水平，公司债务结构及资本结构均有待优化。

表 8：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年及以上
短期借款	27.07	27.07	--	--	--
一年内到期的长期借款	22.27	22.27	--	--	--
一年内到期的长期应付款	0.25	0.25	--	--	--
长期借款	52.78	--	5.11	5.46	42.21
长期应付款	27.13	--	0.80	0.31	26.02
应付债券	8.47	1.12	1.12	1.12	5.11
其他应付款	1.51	0.51	0.54	0.46	--
合计	139.47	51.22	7.56	7.35	73.34

注：债务到期分布数据由企业提供，数据差异系统口径差异所致，公司提供债务到期分布表中不包含应付票据，截至 2023 年末公司应付票据为 54.46 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司营业收入以贸易业务为主，跟踪期内，公司贸易业务持续拓展，收入占比进一步增大，经营活动现金流入和流出均同比增长，整体净现金流呈小幅净流入状态，对利息的保障能力有所增强。公司获现能力尚可，但跟踪期内较上年有所下降，2023 年收现比为 0.99。公司投资活动主要为园区配套设施和产业运营设施建设等投资支出，仍保持较大规模的净流出，但跟踪期内规模有所收窄。公司经营及投资活动现金缺口仍然主要依靠筹资活动解决，筹资活动现金流仍保持净流入状态，随着债务偿还规模的增长，净流入规模有所下降。预期未来公司债务偿还及项目投入的主要来源为已建成产业运营设施的经营以及筹资活动，2023 年末，公司经营性现金流净额由负转正，但仍需持续关注融资监管政策变化、区域融资环境变化及公司的再融资情况。

跟踪期内，公司总债务规模持续增长，截至 2023 年末，公司总债务达到 186.95 亿元，总资本化比率为 57.90%。从偿债指标情况看，受益于净利润增长，跟踪期内公司 EBITDA 有所增长，在债务规模持续推升的背景下，跟踪期内公司 EBITDA 对利息的保障能力保持稳定，但覆盖水平依然偏低。从公司到期债务压力来看，截至 2023 年末，公司短期债务规模达 103.91 亿元，逐年快速增长，主要系贸易业务拓展产生较大规模的应付票据所致，同期末非受限货币资金对短期债务的覆盖倍数仅为 0.07，公司短期偿债压力大。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 175.00 亿元，尚未使用授信额度为 40.79 亿元，备用流动性尚可；此外，近年公司在债券市场表现活跃度一般，目前暂无在手可用批文，公司正在进行两只公司债券的申报。

表 9：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元）

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

项目	2021	2022	2023
货币资金	26.48	60.36	43.22
应收账款	8.86	18.42	28.08
预付款项	8.36	28.26	22.74
存货	48.18	46.60	50.97
投资性房地产	40.77	127.32	141.43
在建工程	30.79	43.33	40.48
其他非流动资产	27.59	28.41	25.75
资产总计	235.94	399.75	417.22
经调整的所有者权益合计	72.93	132.17	135.91
总债务	124.48	175.25	186.95
短期债务占比	34.38	44.82	55.58
资产负债率	68.91	66.78	67.42
总资本化比率	63.06	57.01	57.90
经营活动产生的现金流量净额	-6.14	-2.33	7.96
投资活动产生的现金流量净额	-34.28	-43.86	-27.12
筹资活动产生的现金流量净额	39.46	47.43	15.04
收现比	1.13	1.22	0.99
EBITDA	2.83	5.17	6.41
EBITDA 利息覆盖倍数	0.69	0.95	0.94
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.50	-0.43	1.16

资料来源：公司财务报表，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 2023 年末公司受限资产合计为 120.92 亿元，占当期末总资产的比重为 28.98%，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。

表 10：截至 2023 年末公司受限资产情况（万元）

受限资产类别	账面价值	受限原因
货币资金	359,178.68	保证金及其他
应收账款	15,849.30	抵押借款
存货	68,594.99	抵押借款
在建工程	183,232.68	抵押借款
投资性房地产	527,049.33	抵押借款
固定资产	51,508.26	抵押借款
无形资产	3,821.07	抵押借款
合计	1,209,234.32	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 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 1.64%，担保规模较小且担保对象均为国有企业。此外，截至 2023 年末，公司及其子公司未涉及重大未决诉讼。

表 11：截至 2023 年末公司对外担保情况（万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保类型	担保到期时间
广西自贸区临海供应链有限公司	国企	14,300.00	保证担保	2026.11.11
广西川桂国际投资发展有限公司	国企	80,00.00	保证担保	2034.08.12
合计	--	22,300.00	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2024 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。

外部支持

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。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”、西部陆海新通道和深化“一带一路”战略的重要载体，具有重要的战略地位。公司系自治区政府直属企业，由中马园区管理委员会监管，公司领导层由自治区政府任命，作为中马园区开发建设和国有资产经营的唯一主体，跟踪期内公司职能定位无变化，公司股权结构和业务开展与股东关联性较强。跟踪期内公司继续获得政府支持，2023 年公司获得政府补助金额 0.52 亿元，获得 0.64 亿元股权资产注入，增加资本公积。综上，跟踪期内，广西壮族自治区具备很强的支持能力，同时对公司具有较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

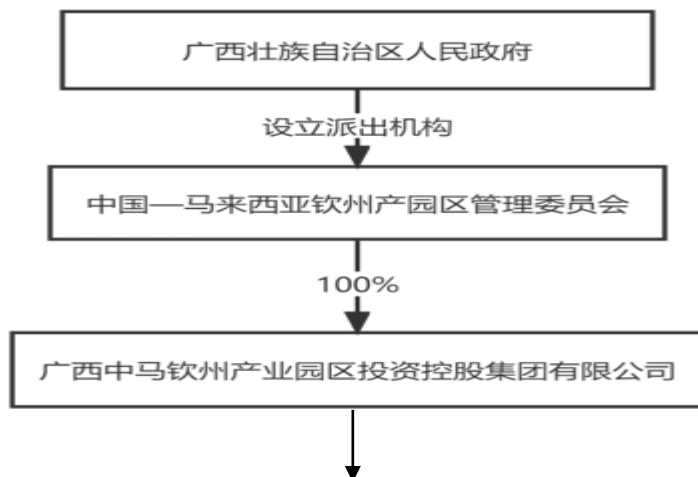
“20 中马债/20 中马债”募集资金 5.60 亿元，其中 3.36 亿元用于中国-东盟信息港跨境数据中心项目和中国-马来西亚钦州产业园区智慧产业园项目，2.24 亿元用于补充公司营运资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年末，“20 中马债/20 中马债”已使用完毕。

“20 中马债/20 中马债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营稳健，外部支持得以延续，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险很低。

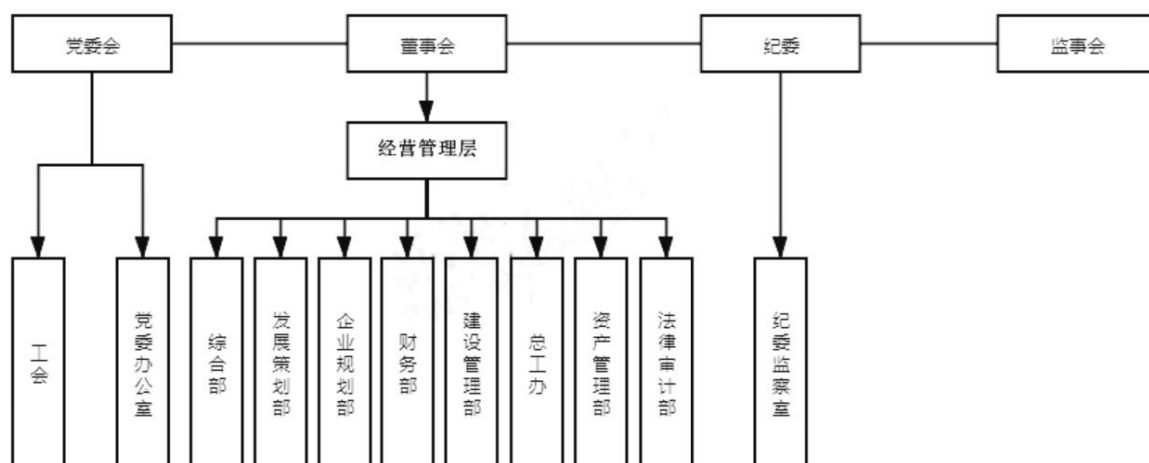
评级结论

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 2023 年末）



序号	主要子公司名称	持股比例（%）
1	广西中马投控产业服务集团有限公司	100.00
2	广西中马投控国际经贸集团有限公司	100.00
3	广西中马投控建设集团有限公司	100.00
4	广西中马投控资本管理集团有限公司	100.00
5	广西中马投控产业投资集团有限公司	100.00
6	广西中马投控科创投资有限公司	100.00
7	广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限责任公司	50.00



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）	2021	2022	2023
货币资金	264,815.70	603,557.66	432,162.76
非受限货币资金	101,855.47	114,291.84	72,984.08
应收账款	88,565.22	184,230.09	280,795.23
其他应收款	83,377.68	71,355.96	155,951.76
存货	481,756.43	466,030.57	509,691.42
长期投资	274,342.42	304,137.30	329,629.05
在建工程	307,885.88	433,301.98	404,827.62
无形资产	25,705.72	21,055.50	22,160.78
资产总计	2,359,424.06	3,997,528.60	4,172,183.41
其他应付款	43,712.33	61,712.64	114,071.11
短期债务	427,921.50	785,495.69	1,039,085.53
长期债务	816,850.33	966,969.43	830,406.29
总债务	1,244,771.83	1,752,465.12	1,869,491.82
负债合计	1,625,980.24	2,669,583.35	2,813,035.82
利息支出	41,053.12	54,249.41	68,402.92
经调整的所有者权益合计	729,303.82	1,321,745.24	1,359,147.59
营业总收入	1,307,826.64	2,288,302.34	3,156,539.18
经营性业务利润	1,947.78	-16,330.93	-12,757.62
其他收益	11,136.10	6,227.42	5,244.88
投资收益	145.54	7,107.40	10,545.37
营业外收入	325.13	657.77	695.05
净利润	5,376.69	11,993.43	14,579.51
EBIT	22,942.82	47,960.26	56,786.01
EBITDA	28,327.34	51,734.28	64,107.20
销售商品、提供劳务收到的现金	1,472,258.30	2,781,289.17	3,114,165.85
收到其他与经营活动有关的现金	74,664.14	119,293.70	22,173.33
购买商品、接受劳务支付的现金	1,519,958.72	2,836,561.99	3,010,816.81
支付其他与经营活动有关的现金	82,261.49	76,099.81	10,489.46
吸收投资收到的现金	128,956.00	339,744.33	25,730.00
资本支出	135,386.69	411,364.46	239,204.77
经营活动产生的现金流量净额	-61,449.86	-23,256.09	79,642.52
投资活动产生的现金流量净额	-342,827.21	-438,615.56	-271,210.22
筹资活动产生的现金流量净额	394,567.11	474,300.29	150,419.36
现金及现金等价物净增加额	-9,710.85	12,436.38	-41,148.34
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	1.53	1.09	1.18
期间费用率（%）	2.02	1.96	1.64
应收类款项占比（%）	7.87	6.44	10.57
收现比（X）	1.13	1.22	0.99
资产负债率（%）	68.91	66.78	67.42
总资本化比率（%）	63.06	57.01	57.90
短期债务/总债务（%）	34.38	44.82	55.58
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.50	-0.43	1.16
总债务/EBITDA（X）	43.94	33.87	29.16
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.07	0.06
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.69	0.95	0.94

注：1、中诚信国际根据提供的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 年度和 2023 年度审计报告整理，其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为期末数；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
	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，影响报表使用人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