



2018年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2018年第一期、第二期广西东投集团有限公司公司债券¹2024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

- 本次评级结果是考虑到：防城港市港口及沿边区位优势良好，2023 年经济及公共预算收入均快速增长，防城港市文旅集团有限公司（以下简称“公司”）作为防城港市主要的城市基础设施建设和国有资本运营主体之一，主要承担防城港市文化旅游及大型交通基础设施建设的投融资及建设管理工作，业务可持续性较好，且持续获得了政府及相关单位在资本金、项目建设等方面的支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产以项目投入成本及土地为主，项目投入沉淀资金加重，土地受限占比较高，资产流动性较弱，总债务规模增长较快，面临较大的偿债压力等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来较长一段时间公司仍系防城港市重要的基础设施建设主体，项目建设仍维持一定规模，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 24 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	164.88	149.19	122.70
所有者权益	67.88	66.17	54.85
总债务	70.38	62.21	52.44
资产负债率	58.83%	55.65%	55.30%
现金短期债务比	0.05	0.19	0.37
营业收入	12.20	13.67	13.17
其他收益	0.74	1.04	0.09
利润总额	0.81	1.36	1.03
销售毛利率	7.09%	8.77%	11.31%
EBITDA	1.00	1.57	1.21
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.49	0.62
经营活动现金流净额	2.44	0.18	-4.84

资料来源：2021-2023 年连审审计报告，中证鹏元整理

¹ 2019 年 3 月，公司名称由广西东投集团有限公司更名为防城港市文旅集团有限公司。

优势

- **防城港市区位优势良好，经济和财政持续增长。**防城港依托临海区位优势，形成的钢铁、有色、电力和粮油加工等主导产业发展态势良好，2023 年经济和财政增速表现较好，GDP 和一般公共预算收入分别同比增长 8.6%和 36.4%。
- **公司工程建设业务可持续性仍较好。**作为防城港市主要的城市基础设施建设和国有资本运营主体之一，公司主要承担防城港市文化旅游及大型交通基础设施建设的投融资及建设管理工作，目前主要在建项目储备充足，未来收入较有保障。
- **2023 年公司继续获得了外部支持，提升了资本实力及利润水平。**2023 年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”）向公司增加资本金 0.97 亿元，公司实收资本金增至 16.22 亿元，并收到了来自防城港市江山半岛旅游度假区管理委员会下拨的基础设施建设补助和防城港国资委下拨的乡村振兴（产业园区）项目建设资金合计 0.73 亿元（计入其他收益），占当期利润总额比重为 90.12%。

关注

- **公司资产仍大量沉淀于项目成本和土地资产，且土地资产受限规模较大，整体资产流动性仍较弱。**2023 年末，公司资产仍沉淀于项目投入成本和土地使用权，受制于项目结算进度及建设周期较长，项目资金沉淀较重，同时土地受限规模仍占比较高。
- **公司面临较大的资本开支压力，自营项目进度及收益率均存在不确定性。**2023 年末，公司在建代建及自营项目尚需投资规模较大，资金支出压力持续增加。此外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等在建自营项目，受项目规划等因素影响进度不及预期，未来收益率实现存在不确定性。
- **公司总债务规模继续增长，面临较大的债务压力。**项目投入增加推动公司总债务规模增长较快，偿债能力指标表现欠佳，2023 年末现金短期债务比进一步降至很低水平，叠加项目资金需求较大和债务滚续压力，预计未来外部融资将持续增长。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
防城港市港发控股集团有限公司	防城港国资委	83.49	62.81%	15.42	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
防城港市城市投资发展集团有限公司	防城港国资委	69.24	56.73%	9.88	市政道路、大型基础设施建设及保障房项目的投资建设
防城港市文旅集团有限公司	防城港国资委	67.88	58.83%	12.20	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：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是防城港市主要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，防城港市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司实际控制人为防城港国资委，其对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，近年来防城港市政府在资产注入、财政补贴等方面提供较大力度支持；另一方面，公司主要负责防城港市内的重大交通设施、市政路网、旅游资源开发等基础设施工程建设，对防城港市贡献很大，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为防城港市政府提供支持的能力很强，主要体现为：防城港市毗邻越南，是中国内陆腹地进入东盟便捷的门户城市，政治重要性高，防城港依托临海区位优势，钢铁、有色、电力和粮油加工等主导产业发展态势良好，2023 年经济和财政增速表现较好。

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	2.00	2023-6-27	2025-10-11
18 桂东投债 02/PR 桂东 02	3.00	1.20	2023-6-27	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2019年改用于防城港市保税物流产业园项目。截至2024年6月6日，“18桂东投债01/PR桂东01”募集资金专项账户余额为3,129.32元，“18桂东投债02/PR桂东02”募集资金专项账户余额为5,765.95元。

三、发行主体概况

2023年公司控股股东及实际控制人未发生变化，截至2023年末公司注册资本为25.00亿元，实收资本增至16.22亿元。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。公司仍是防城港市主要的城市基础设施建设和国有资本运营主体之一，承担防城港市文化旅游及大型交通基础设施建设项目的资金筹措、建设和管理任务。

2023年公司新增纳入合并范围子公司共3家，减少子公司1家，截至2023年末纳入公司合并范围内子公司共22家，具体如附录四所示。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、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/减少方式
防城港市文旅能源投资有限公司	100%	3,000	成品油批发	投资设立
防城港市海边山旅游投资有限公司	88%	5,000	游览景区管理	投资设立
广西北部湾港航国际供应链有限公司	51%	500	货物运输代理	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
防城港市锦绣文旅人力资源有限公司	100%	200	人力资源服务	注销

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区

域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

防城港市经济财政总量较小，近年依托临海区位优势，钢铁、有色、电力和粮油加工等主导产业发展态势良好，2023年经济和财政增速表现较好，叠加招商引资持续取得进展，未来区域经济发展后劲尚可

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，是内陆腹地进入东盟便捷的门户城市，是国家港口型、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，2023年防城港市累计完成港口货物吞吐量约1.94亿吨，同比增长26.24%，吞吐量居全广西第一。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。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。2022年末防城港市常住人口为105.91万人，较2010年增长22.17%，人口呈净流入状态。

经济发展水平：防城港市经济总量偏小，但近年增速表现较好，经济实力不断增强。2023年防城港市经济总量突破千亿元，在广西壮族自治区内排名靠后，但当年GDP同比增长8.6%，增速居全自治区首位。防城港市具备港口及沿边开放区位优势，入选2022年中国城市外贸水平竞争力50强，外贸进出口为区域经济增长的主要驱动力，2023年进出口总额、增速分别排名全区第3、第2位。2023年防城港市

固定资产投资增速逐季改善，全年增速居广西第 2 位，海上风电、华昇氧化铝、上思那琴光储一体化等重大工业项目对固定投资的拉动力居前；全年商品房销售面积 67.14 万平方米，增长 50.5%。2023 年防城港市人均 GDP 略高于全国平均水平，继续位居全广西首位，区域经济发展水平不断提高。

表2 2023 年广西壮族自治区部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市	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	5,469.06	4.00%	6.13	400.88	207.51
柳州市	3,115.86	2.80%	7.47	156.57	130.64
桂林市	2,523.47	3.50%	5.09	115.67	60.42
钦州市	1,961.29	6.00%	5.92	84.60	35.54
百色市	1,849.81	6.10%	5.23	113.24	54.96
北海市	1,750.91	5.80%	9.35	73.60	30.23
梧州市	1,490.77	4.80%	5.27	73.18	82.28
防城港	1,035.60	8.6%	9.73	60.11	21.29

注：南宁、柳州、桂林、百色人均 GDP 采用 2023 年末常住人口数据计算；其余地区采用 2022 年末常住人口数据计算。
资料来源：各市的2023年经济运行情况、各市的全市与本级2023年预算执行情况和2023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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,035.6	8.6%	968.08	5.1%	815.88	9.4%
固定资产投资	-	0.9%	-	3.8%	-	-13.2%
社会消费品零售总额	-	5.10%	131.65	-4.4%	-	6.5%
进出口总额	996.92	27.90%	784.6	-11.7%	885.56	25.0%
人均 GDP（元）	97,327		91,505		77,548	
人均 GDP/全国人均 GDP	108.92%		106.78%		95.77%	

资料来源：防城港市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：防城港依托临海优势，大力发展钢铁、有色、电力和粮油加工等产业，近年主导产业发展态势良好，且招商引资持续取得成效，工业经济增长后劲尚可。近年防城港持续挖掘临海区位优势，通过推进钢铁基地、生态铝基地、“华龙一号”核电等龙头项目建设，形成了以钢铁、有色金属、粮油食品加工、电力等支柱产业为主体的临港工业体系。2023 年防城港市电力、有色金属、农副食品加工、黑色金属分别增长 33.5%、13.5%、12.1%和 11.4%，四大主导行业合计拉动全市规上工业增加值增长 13.6 个百分点，贡献率高达 95.9%，对区域经济增长形成了有力支撑。2023 年全市招商引资新签约项目 132 个，总投资 1,250 亿元、同比增长 70%，重点引进宏旺硅钢及冷轧镀层板制造、国强新能源及金属材料智造、国电交通设施标准件等钢铁下游深加工项目，一级港口生态铝产业链项目、东易特种氧化铝等有色金属产业延链补链项目，2023 年新签约项目已落地开工 49 个，开工率 37%。未来随着主导产业在建项目陆续建成投产，区域工业经济发展潜力尚可。

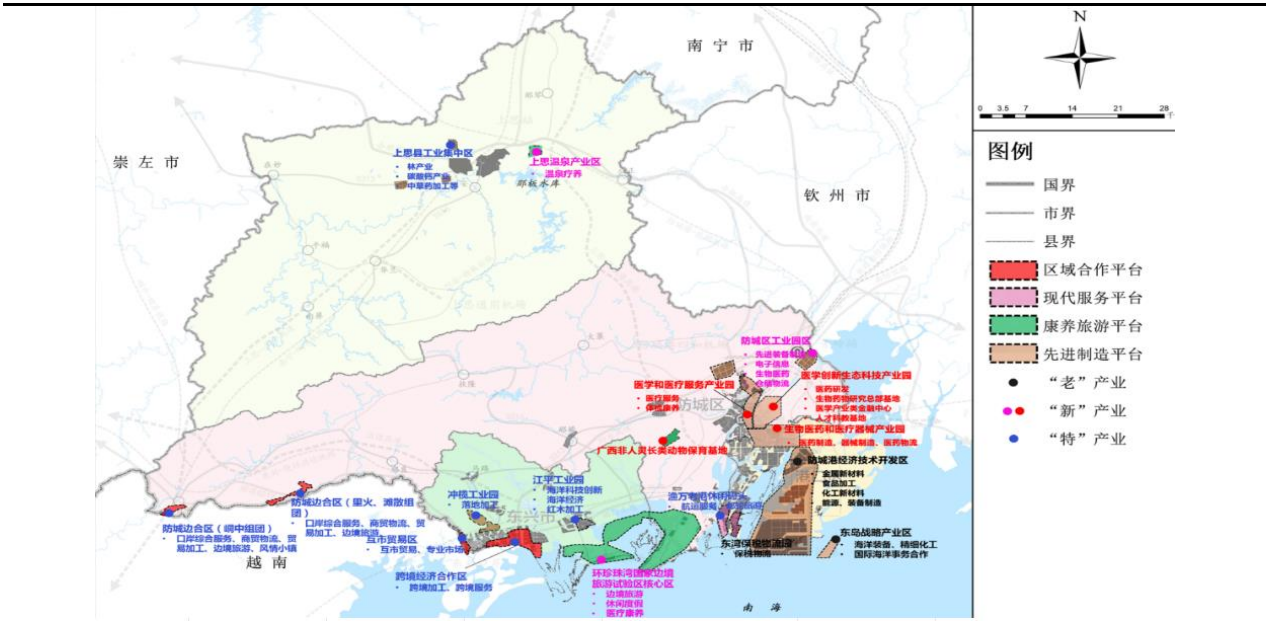
表4 2023 年防城港主导产业发展情况

产业名称	总产值	龙头企业	产业地位
钢铁	超千亿元	盛隆冶金、广西钢铁集团	2023 年钢铁产量占全广西的 46.43%，盛隆冶金多年位列广西民营企业百强首位、全球 50 大钢铁企业
铜	361 亿元	金川有色	2023 年电解铜产量广西第一，金川有色产值超百亿元，在建金川二期 30 万吨铜冶炼、五金铜材卫浴产业园等项目
粮油加工	286 亿元	大海粮油工业、惠禹粮油	拥有年产超千万吨的粮油加工能力，2023 年产业总产值广西第一，大海、惠禹、枫叶三家龙头企业产值超 50 亿元
电力	超 200 亿元	防城港核电	已建成发电装机容量广西第三，发电量广西第一，西部首台“华龙一号”核电机组商运投产，2023 年防城港核电年产值超百亿
化工新材料	95 亿元	恒港化工、长科新材料等	以煤焦油、改质沥青、葱油等产品为主导，拥有规上企业 24 家
铝	57 亿元	广西华昇	在建总投资合计 245 亿元的华昇二期 200 万吨氧化铝、广西防城港港口生态铝产业链 2 个重大项目

注：上表总产值均为 2023 年度数据。
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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，未来经济增长潜力尚可。

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：2023 年防城港市一般公共预算收入快速增长，但财政自给率仍较低。依托主导产业稳健增长，2023 年防城港市一般公共预算收入 60.11 亿元，增长 36.4%，增速居全广西第一。2023 年防城港市税收收入同比增长 75.7% 至 33.57 亿元，钢铁、有色金属等支柱产业是防城港市主要税收来源，

盛隆冶金、欣贸再生资源回收、华业投资集团（建筑业）等防城港民营企业30强对全市税收贡献超过40%。目前防城港市主导产业项目储备充足，未来税源持续性较好。但受区域公共预算支出规模较大，防城港市财政自给能力较弱。受房地产市场持续低迷导致国有土地出让收入减少影响，2023年防城港市政府性基金收入继续下滑。而随着区域战略项目不断推进建设，近年防城港市地方政府债务余额不断增长。

表5 防城港市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	60.11	44.06	50.94
税收收入占比	55.85%	59.96%	70.22%
财政自给率	37.42%	29.30%	35.61%
政府性基金收入	21.29	30.4	40.05
地方政府债务余额	292.92	253.72	221.28

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

五、经营与竞争

公司主要承担防城港市文化旅游及大型交通基础设施建设的投融资及建设管理工作，2023年工程建设收入有所下滑；目前基础设施工程投资建设规模较大，为业务可持续性提供了保障

2023年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、以钢材、油品及非油品为主的商品销售业务。2023年公司工程建设收入同比有所下降，主要系承担的交通路网等基础设施项目收入确认结算进度影响所致；因项目成本加成比例有所下降，工程建设业务毛利率同比下降。2023年公司商品销售收入同比增长，主要系加大油品业务促销下使得业务规模增长，同时商品销售业务毛利率略有下滑。公司服务业务收入主要来源于人力资源服务，随着业务规模的拓展服务业务收入同比大幅增长，毛利率略有下滑。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，为公司收入提供一定补充。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设业务	55,557.55	45.53%	4.78%	81,590.27	59.67%	7.98%
商品销售业务	52,640.14	43.14%	6.05%	44,469.02	32.52%	6.20%
服务业务	11,257.06	9.23%	7.47%	8,159.64	5.97%	8.04%
租赁业务	2,539.65	2.08%	76.67%	2,466.91	1.80%	85.28%
其他业务	29.01	0.02%	55.80%	40.95	0.03%	-72.46%
合计	122,023.41	100.00%	7.09%	136,726.79	100.00%	8.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

工程建设业务仍为公司收入的主要来源，主要在建项目投资规模较大，业务可持续性较好，但2023年工程建设项目收入下降，前期项目沉淀资金规模较大且回款受制于财政统筹安排而较慢，项目建设面临较大的资金压力，且自营项目收益率及进度存在不确定性

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的建设。公司工程项目建设业务经营模式为：公司及其子公司防城港市东湾交通有限公司作为项目的受托代建方与项目委托方防城港市人民政府或其他主体签署项目委托代建协议并获得项目立项，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。近年公司工程建设业务项目的委托人均均为防城港市人民政府、防城港市城投华奇实业有限责任公司及防城港市开发建设总公司等政府及相关单位。

2023年公司工程建设收入仍主要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“江山半岛项目”），收入规模下降，主要系结算进度较慢影响；业务毛利率亦有所下降，主要系沙企大道项目加成比例较低。截至2023年末，公司合同中计入沙企大道项目和江山半岛项目的待结算账面余额为20.29亿元，随着项目结算，未来收入较有保障。

表7 2023 年公司主要工程建设收入构成（单位：万元）

项目名称	结算成本	确认收入
防城港市沙企大道项目工程	51,741.22	54,589.36
防城港市江山半岛环岛东路扩建工程项目	251.35	288.24
合计	51,992.57	54,877.60

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在的重大项目有双墩渔港经济区航道疏浚及码头提升工程一期工程、防城港国际（东盟）传统医学合作中心项目等，计划总投资达138.88亿元，尚需投资达到122.92亿元，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，多个在建代建项目未签订代建协议。同时，公司前期代建业务沉淀资金规模较大，项目回款受制于财政统筹安排而较慢。

此外公司自营项目主要为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”），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，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，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。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，2023年项目建设进度缓慢，此外受进口药物、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，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，当前建设进度不及预期，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。

表8 截至 2023 年末公司重要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资	尚需投资	是否签订代建协议
双墩渔港经济区航道疏浚及码头提升工程一期工程	299,926.00	24,000.00	275,926.00	-
防城港市江山半岛安置区项目	246,035.00	1,600.00	244,435.00	是
防城金花茶小镇项目	223,107.00	11,892.46	211,214.54	自营
防城港市中医医院迁建项目（一期）	154,828.00	30,272.07	124,555.93	-
防城港国际（东盟）传统医学合作中心项目	124,500.00	115.00	124,385.00	-
防城港国际公共卫生合作保障基地	99,989.00	15,206.40	84,782.60	自营
防城港市第二水源（黄淡水库及江平江）茶山水厂工程	75,064.00	24,372.95	50,691.05	-
防城港市第二水源（黄淡水库及江平江）供水工程	65,719.00	13,396.29	52,322.71	-
2022 年广西防城港市海洋生态保护修复项目	45,938.00	20,312.90	25,625.10	-
“蓝色海湾”综合整治行动项目	25,353.00	11,688.17	13,664.83	是
广西非人灵长类动物繁育基地基础设施工程	15,000.00	5,633.98	9,366.02	-
防城港市江山半岛白浪滩景区旅游基础设施工程	13,364.13	1,138.76	12,225.37	-
合计	1,388,823.13	159,628.98	1,229,194.15	-

注：上表中“-”表示未明确。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）商品销售业务

公司商品销售业务收入来自于以钢材、电解铜等为主的贸易和加油站收入；受益于加油站收入大幅增长，2023年商品销售业务收入同比增长，但业务盈利能力仍偏弱

公司商品销售业务收入仍来源于以钢材为主的贸易业务和油品及非油品销售业务。公司贸易业务以钢材贸易为主，也有小部分菜粕等贸易业务。钢材贸易业务由控股子公司防城港市东湾交通有限公司负责，根据下游客户具体需求向广西华股投资有限公司等上游供应商处采购钢材。加油站的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。借助中石化防城港分公司雄厚的资金及优质的品牌资源优势，东湾石化与中石化签订长期供应合同及赊销协议，超过年度赊销额度的先款后货。

截至2023年末，东湾石化已建成并投入运营的加油站仍为4座，分别为光坡加油站、东湾大道加油站、黄京角加油站和针鱼岭服务区加油站。2023年公司油品及非油品销售收入同比有所增长，带动公司商品销售业务收入有所增长。毛利率方面，公司商品销售业务毛利率水平仍较低，盈利能力仍偏弱。

表9 2022-2023 年公司油品销售情况（吨，亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入
柴油	17,213	1.33	14,314	1.20
汽油	8,614	0.84	6,055	0.62
合计	25,827	2.17	20,369	1.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2022-2023 年公司主要贸易业务品类收入明细（单位：万元）

品类	2023年	2022年
钢材	11,090.75	18,803.80
电解铜	16,544.59	-
菜粕	859.50	2,056.53
合计	28,494.84	20,860.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整

2023年公司其他业务收入包括人力资源服务收入、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，其中人力资源服务随着业务拓展，收入规模有所增长，其他相关业务收入规模仍较低，但对公司收入形成了一定补充。

作为防城港市重要的城市基础设施建设主体之一，2023年公司继续获得来自政府相关单位在资本金和财政补贴等方面的支持，增强了公司资本实力，增厚了公司的利润水平

公司作为防城港市城市基础设施建设和运营的重要主体，近年大力开展基础设施项目建设，建设资金需求较大，当地政府通过提供政府补助等方式向公司提供了支持。2023年防城港国资委向公司转入资本金0.97亿元，实收资本金增至16.22亿元，并收到了来自防城港市江山半岛旅游度假区管理委员会下拨的基础设施建设补助和防城港财政局拨付的乡村振兴（产业园区）项目建设资金合计0.73亿元，占当期利润总额比重为90.12%，有效增厚了公司的利润水平。

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2022-2023年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023年末新增纳入合并范围子公司3家，减少1家，

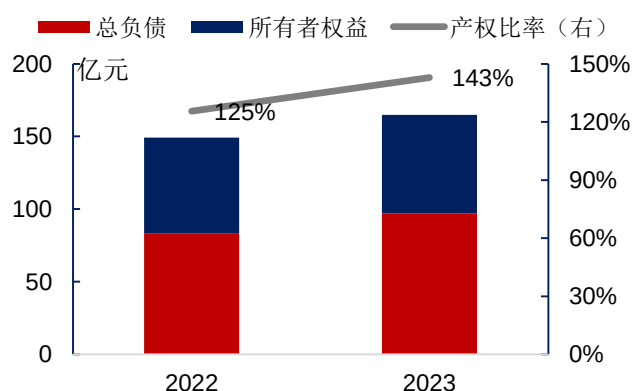
具体如表1所示。

资本实力与资产质量

随着实收资本金陆续到位，2023年公司资本实力继续提升，项目建设投入使得同期负债规模亦有所提升，公司资产仍主要由项目投入、土地构成，其中土地被抵押规模仍较大，整体资产流动性仍较弱

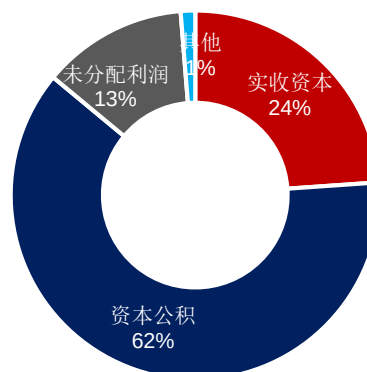
受益于股东防城港市国资委的资本金持续注入，2023年末公司资本实力有所提升。2023年公司进一步加大资金筹措推动项目建设，公司负债规模亦有所提升。综合影响下，2023年末公司产权比率较上年同期提高，所有者权益对负债保障水平下降。从权益结构来看，公司所有者权益主要由政府注入的资产形成的资本公积和注资、增资形成的实收资本构成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

存货仍是公司最主要资产，2023年末占比为51.65%，主要由土地使用权（49.48亿元）和工程项目的投入成本（35.41亿元）构成。公司存货中土地使用权由主要由政府注入的合计34.94万平米的18宗土地构成，土地用途主要为零售商业用地、其他商服用地、仓储用地、商务金融用地等，均已缴纳土地出让金，其中2023年末有17宗账面价值合计49.47亿元的土地因融资抵押受限，受限比例高。公司存货中的合同履约成本-工程项目为项目建设的投入成本，包括沙企一级公路、防城港市国门大道工程项目、防城港市百里黄金海岸项目、本期债券募投项目防城港市保税物流产业园项目等。随着项目结算，2023年末公司存货同比有所下降。此外，根据公司提供的资料，本期债券募投项目防城港市保税物流产业园项目已建成运营，2023年实现收入954万元。2023年末公司合同资产由沙企大道代建项目和防城港市江山半岛环岛东路扩建工程项目的未结算款项构成，随着上述代建项目建设推进，规模增长较快。公司在建工程仍由峒中公路口岸含里火通道项目、防城港市国门大道工程项目（一期）、防城港市国门大道工程项目（二期）等自营项目构成，2023年上述项目投入增加较多使得公司期末在建工程账面同比增加较快。公司项目投入规模较大，项目资金沉淀较严重。

其他资产方面，2023年末公司预付款项主要是对防城港市公共资源交易中心的土地出让金7.26亿元。2023年末公司货币资金同比进一步减少，主要系偿付债务及项目建设支出增加，期末共0.01亿元货币资金因诉讼冻结资金及ETC质押而使用受限。公司其他应收款主要由押金及备用金、政府及有关机构往来款构成，2023年末因应收往来款增加导致其他应收款同比有所增长。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.52	0.31%	1.93	1.29%
预付款项	7.54	4.57%	7.85	5.26%
其他应收款	5.83	3.54%	4.05	2.72%
存货	85.16	51.65%	87.49	58.64%
合同资产	20.29	12.31%	16.81	11.27%
流动资产合计	120.89	73.32%	119.13	79.85%
在建工程	29.35	17.80%	16.58	11.11%
非流动资产合计	43.99	26.68%	30.06	20.15%
资产总计	164.88	100.00%	149.19	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入同比略有下滑，主营业务可持续性较好，持续的政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入仍主要来源于工程建设、商品销售业务等，2023年因项目结算放缓，工程建设业务收入规模大幅下降，使得公司全年收入规模下滑。主要受项目加成比例下降影响，公司销售毛利率有所下降，盈利能力偏弱。截至2023年末，公司在建的代建项目和自营项目总投资规模及尚需投资规模均较大，业务可持续性较好，未来业务收入较有保障。

2023年公司收到了来自防城港市江山半岛旅游度假区管理委员会下拨的计入其他收益的基础设施建设补助0.53亿元，收到了来自防城港市财政局拨付的计入其他收益的乡村振兴（产业园区）项目建设资金0.20亿元，上述政府补助合计占当期利润总额比重为90.12%，有效增厚了公司的利润水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	12.20	13.67
营业利润	0.80	1.37
其他收益	0.74	1.04
利润总额	0.81	1.36
销售毛利率	7.09%	8.77%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年项目投入增加推动公司总债务规模持续增长，偿债能力指标表现欠佳，且资产受限规模较高，叠加项目资金需求较大，预计未来外部融资将持续增长，面临较大的偿债压力

公司负债以刚性债务为主，2023年项目投入增加推动公司期末总债务规模持续增长。截至2023年末公司总债务规模为70.38亿元，占总负债比重达72.56%，仍以长期债务为主。公司债务类型主要由银行借款、债券融资和非标融资构成，还包括少量往来有息借款。2023年末公司银行借款增加较快，包括向银行质押、抵押、保证借款等，授信银行主要包括中国农业发展银行、北部湾银行、桂林银行、防城港市农村信用合作联社等政策性银行及区域性金融机构。截至2023年末，公司存续债券共6只，债券种类主要包括公司债券、企业债券，多数将于2025年内到期，票面利率在6.90%-7.95%之间。公司非标融资主要为长期应付款中的融资租赁款和北部湾银行的债权融资计划等，2023年长期应付款余额为4.81亿元，融资成本利率偏高；随着债权融资计划等到期偿还，公司非标融资余额有所下降。此外，公司其他应付款中有少量应付区域内其他国企和中国农发重点建设基金有限公司的往来有息借款，规模合计0.26亿元。

其他负债方面，公司其他应付款主要由往来款构成，2023年末应付往来款规模同比有所下降。公司应付账款仍由应付工程款构成，2023年末规模同比增长。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.64	1.69%	1.55	1.87%
应付账款	10.03	10.35%	7.44	8.96%
其他应付款	8.98	9.26%	10.14	12.22%
一年内到期的非流动负债	8.93	9.20%	6.41	7.73%
流动负债合计	33.55	34.59%	28.72	34.60%
长期借款	29.86	30.79%	22.71	27.36%
应付债券	28.53	29.41%	23.06	27.78%
长期应付款	4.81	4.96%	8.31	10.01%
非流动负债合计	63.44	65.41%	54.30	65.40%
负债合计	97.00	100.00%	83.02	100.00%
总债务	70.38	72.56%	62.21	74.93%
其中：短期债务	10.83	11.17%	9.50	11.44%
长期债务	38.04	39.22%	52.71	63.49%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

表14 截至 2023 年末公司存续债券一览

序号	债券简称	发行日期	到期日期	期限 (年)	发行规模 (亿元)	利率 (%)	期末余额 (亿元)
1	23 防旅 01	2023-01-11	2028-01-12	5	3.00	7.30	3.00
2	21 防旅债	2021-07-29	2025-07-30	4	6.00	7.00	6.00
3	21 防旅 01	2021-01-19	2026-01-20	5	7.00	6.90	7.00
4	20 防旅 01	2020-11-30	2025-12-02	5	3.00	7.00	3.00
5	18 桂东投债 02	2018-12-24	2025-12-25	7	3.00	7.93	1.20
6	18 桂东投债 01	2018-10-10	2025-10-11	7	5.00	7.95	2.00
合计					27.00	-	22.20

资料来源：Wind，中证鹏元整理

随着公司加大融资规模，2023年末公司资产负债率同比提高。公司账上现金规模小，2023年末现金短期债务比进一步下降至0.05，现金对短期债务覆盖程度很弱；债务规模增加同时盈利下滑，EBITDA对债务的保障程度持续下降。公司流动性需求主要来自于债务还本付息和项目开支，项目投入资金需求仍较大，且项目回收及建设周期均较长，公司债务规模预计将继续增长。截至2023年末，公司剩余可用银行授信额度25.51亿元，考虑到账上土地抵押受限比例较高，需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	58.83%	55.65%
现金短期债务比	0.05	0.19
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.49

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的相关说明，目前公司不存在因环保相关事件而受到监管部门处罚的情形。

社会方面，根据公司出具的相关说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。2023年11月，公司董事长、法人代表人由黄吉安变更为莫明柏。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月10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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

其他

本次公司个体信用状况评分为a-，较上年下降一个小级别，主要是由于区域状况评分下降。

八、外部特殊支持分析

公司是防城港市人民政府下属重要企业，控股股东和实际控制人均为防城港市国资委，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，防城港市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与防城港市人民政府的联系非常紧密。公司控股股东和实际控制人为防城港市国资委，持股比例为100%，防城港市人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，且近年公司获得防城港市人民政府较大力度的外部支持，此外，公司作为防城港市重要的基础设施建设主体之一，预计未来较长一段时期其定位仍将维持，未来公司与防城港市人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对防城港市人民政府非常重要。工程建设业务是公司营业收入的主要来源之一，公司在基础设施建设方面对防城港市人民政府贡献很大；此外，公司违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，防城港市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

九、结论

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。2023年防城港市经济和财政增速表现较好，GDP和一般公共预算收入分别同比增长8.6%和36.4%，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，面临较大的发展机遇。公司作为防城港市城市基础设施运营和国有资产运营的重要主体之一，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，公司债务规模持续扩张，面临较大的债务压力，但公司工程建设业务及油品销售业务持续性较好，收入来源较有保障。作为防城港市重要的国有资产运营主体之一，2023年公司在资本金、项目建设方面继续获得了防城港市政府较大力度的支持，具备一定的抗风险能力。

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。

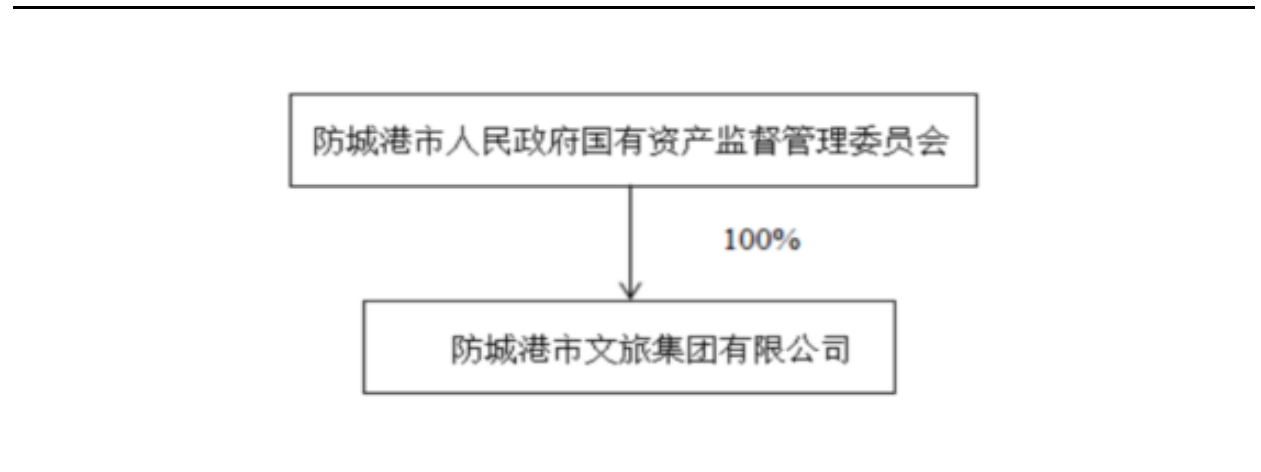
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	0.52	1.93	5.26
预付款项	7.54	7.85	0.49
其他应收款	5.83	4.05	6.22
存货	85.16	87.49	80.67
合同资产	20.29	16.81	8.54
流动资产合计	120.89	119.13	102.68
固定资产	1.00	1.00	2.02
在建工程	29.35	16.58	8.25
其他非流动资产	6.75	6.87	4.19
非流动资产合计	43.99	30.06	20.02
资产总计	164.88	149.19	122.70
短期借款	1.64	1.55	2.70
应付账款	10.03	7.44	6.64
应交税费	3.56	3.02	1.99
其他应付款	8.98	10.14	5.68
一年内到期的非流动负债	8.93	6.41	8.67
流动负债合计	33.55	28.72	28.28
长期借款	29.86	22.71	10.99
应付债券	28.53	23.06	22.62
长期应付款	4.81	8.31	5.77
非流动负债合计	63.44	54.30	39.58
负债合计	97.00	83.02	67.86
所有者权益	67.88	66.17	54.85
营业收入	12.20	13.67	13.17
营业利润	0.80	1.37	1.01
其他收益	0.74	1.04	0.09
利润总额	0.81	1.36	1.03
经营活动产生的现金流量净额	2.44	0.18	-4.84
投资活动产生的现金流量净额	-9.41	-18.52	-4.72
筹资活动产生的现金流量净额	6.66	15.99	8.78
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	7.09%	8.77%	11.31%
资产负债率	58.83%	55.65%	55.30%
短期债务/总债务	15.39%	15.27%	27.46%
现金短期债务比	0.05	0.19	0.37
EBITDA（亿元）	1.00	1.57	1.21

EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.49	0.62
---------------	------	------	------

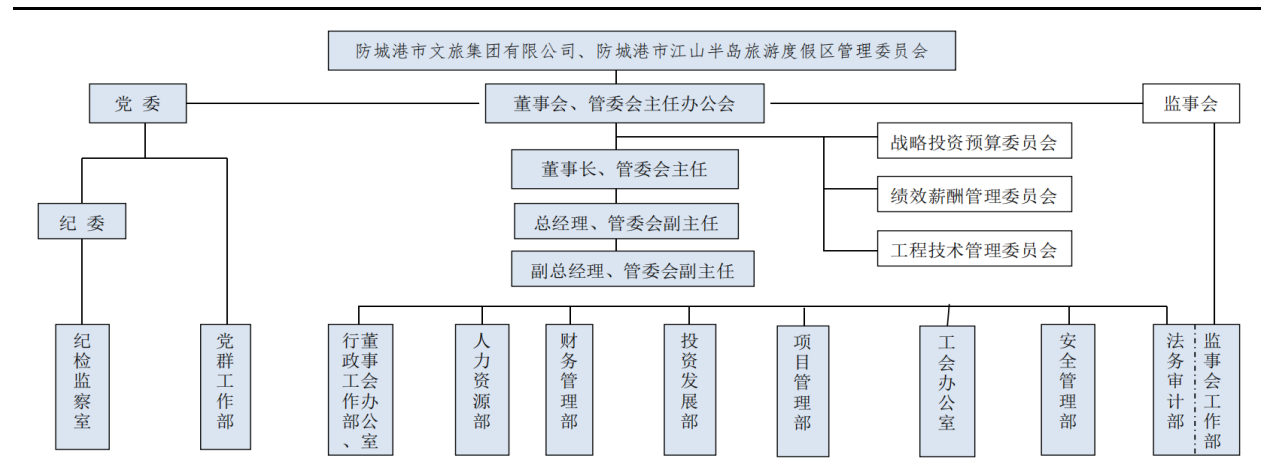
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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	持股比例	注册资本	业务性质
防城港市海科农业发展有限公司	100.00	30,000.00	农业投资
防城港市金花茶小镇开发投资有限公司	55.00	8,000.00	水利管理
防城港市东湾交通有限公司	91.77	49,840.76	交通基建开发
防城港市运安交通服务有限公司	100.00	50.00	交通服务
防城港市江山旅游投资有限责任公司	100.00	300.00	旅游投资
防城港市陆海国际物流投资发展有限公司	100.00	5,000.00	物流开发
东兴市园区开发建设有限责任公司	100.00	3,000.00	基建开发
防城港市峒中公路口岸开发投资有限公司	51.00	1,000.00	基建开发
防城港市路桥广告有限责任公司	51.00	100.00	广告
防城港北部湾旅游投资开发有限公司	100.00	633.71	旅游开发
防城港江山景区管理有限公司	100.00	50.00	旅游
广西元睿科技发展有限公司	60.00	500.00	科技
防城港市东湾石化有限公司	51.00	3,000.00	石油销售
防城港市兴旅工程建设有限公司	100.00	10,000.00	建设工程施工
防城港市防东公路建设有限公司	100.00	3,444.80	建设工程施工
防城港市泽林林业勘测设计有限公司	100.00	3,000.00	建设工程设计
防城港市泽农工程设计活动有限公司	100.00	3,000.00	建设工程设计
防城港市嘉士人力资源有限公司	100.00	200.00	劳务派遣服务
防城港市数智文旅有限公司	100.00	5,000.00	营业性演出、旅游业务
防城港市文旅能源投资有限公司	100.00	3,000.00	成品油批发
防城港市海边山旅游投资有限公司	88.00	5,000.00	游览景区管理
广西北部湾港航国际供应链有限公司	51.00	500.00	货物运输代理

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。