

信用等级公告

联合[2018] 1263 号

联合资信评估有限公司通过对防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“15 港工小微债/15 港小微”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.thratings.com

防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15港工小微债/15港小微	8.00亿元	2019/09/22	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018年6月25日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	19.65	15.97	13.19
资产总额(亿元)	129.26	144.55	145.76
所有者权益(亿元)	70.70	71.83	67.01
长期债务(亿元)	39.31	43.61	53.50
全部债务(亿元)	39.31	43.61	53.50
营业收入(亿元)	1.95	4.01	6.14
利润总额(亿元)	0.37	1.14	0.38
EBITDA(亿元)	0.90	1.95	1.34
经营性净现金流(亿元)	-1.89	0.27	-2.80
营业利润率(%)	5.83	8.80	3.13
净资产收益率(%)	0.66	1.58	0.39
资产负债率(%)	45.31	50.31	54.03
全部债务资本化比率(%)	35.73	37.78	44.39
流动比率(%)	664.29	472.39	547.51
经营现金流动负债比(%)	-9.84	0.93	-11.10
全部债务/EBITDA(倍)	43.64	22.42	40.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.28	0.72	0.38

注：已将长期应付款调整至长期债务

分析师

赵传第 薛琳霞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了跟踪期内，公司作为防城港市重要的城市基础设施开发建设主体，在财政补贴方面获得防城港市政府支持。同时联合资信也关注到，公司存货占比高且流动性偏弱、未来资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，防城港市经济平稳发展。未来随着防城港市尤其是企沙工业园区城市基础设施建设陆续推进，公司工程代建业务量及收入规模有望稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15港工小微债/15港小微”为3+1年期固定利率债券，还款资金来源主要为小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）；同时本期债券设置了风险储备基金和政府风险缓释基金，为本期债券的本息偿付提供进一步保障；但小微企业贷款回收风险较大，对公司的风险管控能力提出一定的挑战。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“15港工小微债/15港小微”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在跟踪期内获得防城港市财政补贴方面的支持，外部支持具有一定持续性。
2. 跟踪期内，公司收入规模有所增长，收入实现质量好。
3. “15港工小微债/15港小微”设立了包括风险缓释基金在内的多重还款保障，并设立了募集资金监管账户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户。

关注

1. 跟踪期内，公司主营业务盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。
2. 跟踪期内，公司存货占比不断提高，且存货中土地抵押比例高，流动性偏弱；公司整体资产质量一般。
3. 公司未来投资规模大，对外融资压力大；债务规模将持续上升，2018 年面临集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司主体长期信用及“15港工小微债/15港小微”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司（以下简称“公司”）的股权结构以及经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册资本及实收资本均为0.80亿元，防城港市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）为公司实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额145.76亿元，所有者权益67.01亿元；2017年，公司实现营业收入6.14亿元，利润总额0.38亿元。

公司注册地址：港口区西湾广场东面防城港越秀实业有限公司内（越秀办公楼六楼）；法定代表人：徐钦帮。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评“15港工小微债/15港小微”尚需偿还债券余额8.00亿元。跟踪期内公司已按时付息。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
15港工小微债/15港小微	8.00亿元	2019/9/22	5.58%

资料来源：联合资信整理

“15港工小微债/15港小微”募集资金均委托中国建设银行股份有限公司防城港分行，

投放于中国建设银行股份有限公司防城港分行协助选择并经公司确认的、位于防城港市内或经防城港市人民政府同意的其它区域的小微企业。截至2017年底，募集资金已使用63020.00万元。目前，发放贷款的企业经营正常，未发生违约的情况。跟踪期内，公司已按时付息。

表2 2017年底募集资金使用情况（单位：万元）

贷款企业	金额	期限	利率
东兴市园区开发建设有限责任公司	10000.00	2015.11.27-2018.05.27	5.92%
广西金滩管业科技有限公司	4000.00	2016.07.22-2018.08.22	10%
广西科元新材料有限公司	5000.00	2016.08.02-2018.09.02	10%
广西金滩管业科技有限公司	500.00	2016.10.12-2017.10.11	10%
防城港市城投华奇实业有限责任公司	26000.00	2016.12.26-2018.08.26	8%
防城港市江山旅游投资有限责任公司	14000.00	2016.12.26-2018.08.26	8%
广西金滩管业科技有限公司	1470.00	2017.09.29~2018.08.29	10%
广西凯玺有色金属有限公司	2050.00	2017.03.08-2018.09.08	10%
合计	63020.00	--	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民

消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模持续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，中国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通

过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，中国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，中国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和

16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环

境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了中国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方

政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强

调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 3 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	中国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，中国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

（1）防城港市概况

公司是防城港市重要的城市开发建设主体，承担着区域内基础设施建设以及土地整理开发任务。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受防城港市经济实力及财政收支状况的影响，并与防城港市发展规划密切相关。

根据防城港市官网数据，2017 年防城港市实现地区生产总值 741.62 亿元，按可比价计算，比上年增长 6.7%。其中第一产业增加值 89.27 亿元，第二产业增加值 421.23 亿元，第三产业增加值 231.12 亿元。完成固定资产投资 672.77 亿元。

2017 年，防城港市地方一般公共预算收入 47.60 亿元，较上年下降 8.05 亿元，主要系非税收入的下降所致。其中，税收收入 32.24 亿元，

非税收入 15.36 亿元。2017 年，防城港市上级补助收入 53.44 亿元，国有土地使用权出让收入 17.23 亿元，较上年增加 3.30 亿元。

（2）企沙工业区

根据防城港市人民政府部署，公司近年主要承担了企沙工业区的基础设施建设任务，对推进企沙工业区快速发展起到了至关重要的作用。

防城港市企沙工业区是广西自治区级千亿元重点产业园区，也是东兴国家级重点开放开发试验区的重要临港产业园区。企沙工业区规划面积 162 平方公里，其功能定位为以工业港为主导的多功能的现代化国际工业港区，重点发展钢铁、有色金属、船舶修造、装备制造、能源化工及其他配套关联产业。随着工业区内总投资超过 1700 亿元的防城港钢铁基地、红沙核电以及金川有色金属加工等项目的加快推进，企沙工业区千百亿元特色支柱产业集群将加快形成，同时工业区也将成为产值超过 3000 亿元的现代临港产业基地。

总体看，跟踪期内，防城港市经济平稳发展，一般公共预算收入有所下降，公司外部环境一般。

六、基础素质分析

公司作为防城港市重要的基础设施建设主体，在政府补贴方面获得政府的支持力度大。2017 年，防城港市财政局拨付公司基础设施建设项目专项资金 7000.00 万元，作为公司的补贴收入。

除公司外，防城港市本级层面，由防城港市人民政府出资成立，并由市人民政府国有资产监督管理委员会监管的平台类国有企业三家，分别为防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司、防城港市城市建设投资有限责任公司和广西东投集团有限公司。公司作为防城港市主要的城市基础设施建设和运营主体之一，接受政府委托，在负责防城港市市政工程建设同时，又承担着企沙工业区及临港工业

区的基础设施建设任务，公司在防城港市大工业布局 and 经济发展进程中发挥着重要作用。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1045060200026810F），截至2018年5月17日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用记录良好。

七、管理分析

2017年9月，公司原董事长兼总经理徐钦帮不再兼任公司总经理，由赵华文任公司总经理；副总经理唐光权离职，唐奕挂职公司副总经理。

公司总经理赵华文，1967年生，研究生学历。历任防城港市经委副主任、防城港市工信委副主任、防城港市经济技术开发区副主任，

2017年9月至今担任公司总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现主营业务收入6.13亿元，同比增长53.25%，主要系公司增加镍铁合金原料及其产品销售收入所致。跟踪期内，公司主营业务收入包括工程建设收入和镍铁合金原料及其产品销售收入，占比分别为55.07%和44.93%。受镍铁合金原料及其产品销售收入毛利率较低的影响，公司主营业务毛利率有所下降，2017年为6.03%。跟踪期内，公司工程建设收入毛利率保持不变。

表4 2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	40042.50	100.00	9.09	33763.08	55.07	9.09
镍铁合金原料及其产品销售	--	--	--	27551.12	44.93	0.36
合计	40042.50	100.00	9.09	61314.20	100.00	6.03

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

市政工程建设业务

公司市政工程建设业务范围主要为企沙工业园区、大西南临港工业区、港口区、防城区等，工程建设模式为公司与防城港市财政局签订代建协议，公司自主进行项目建设及投资，待工程竣工验收合格后，由防城港市政府负责回购。回购价款方面，将依据受托的审计机构审计的工程最终结算造价金额的110%作为项目回购总价。收入确认方面，公司一般在项目竣工结算后一次性确认收入。

表5 近三年公司工程完工情况（单位：个、万元）

年份	项目数量	项目完成投资额
2015年	4	17336.00

2016年	3	36398.51
2017年	2	30693.71
合计	9	84428.22

资料来源：公司提供

近年来，公司先后建设完工的项目防城港市钢铁基地物料配送道路工程项目、防城港市南北大道北端工程项目、防城港市垃圾填埋工程项目、繆屋住宅区、大龙住宅区等市政基础设施和保障房建设项目等。2017年，公司代建项目确认收入3.38亿元，已全部回款。

截至2017年底，公司主要在建规模以上市政工程项目预计总投资114.82亿元，已投资54.61亿元，未来尚需投资60.21亿元，公司未来存在一定的资本支出压力。

表 6 截至 2017 年底公司规模以上在建市政工程项目情况 (单位: 万元)

项目名称	项目概况	预计总投资	截至2017年底完成投资额
钢铁基地产业园配套路	榕木江大街东段3.77km, 榕木江大街西段3.71km, 葛坪路1.55km, 洲尾路0.6km, 新风路0.36km, 小龙门街 A 线1.18km, 小龙门街 B 线0.45km, 共7条道路。	76526.20	107255.50
钢铁基地配套区路网主干路	主干路总长约5.44公里, 包括赤沙东路和赤沙南路, 其中赤沙东路长2.6公里, 宽55米, 赤沙南路长2.84公里, 宽25.5-42米, 设计行车速度50公里/小时	31978.68	37128.61
钢铁基地上下游配套区连接路	钢铁基地上下游配套区连接路长1.29公里, 控制红线宽50米	25837.00	11526.60
企沙工业园区公车片区路网工程	主要建设道路工程总长为8541.47m。其中扩建道路2条, 新建道路3条, 设置平面交叉3处, 设计分别按城市主、次干道 II 级, 扩建道路总长3.524km, 新建道路总长为5.017km, 并同步建设截污排水系统等。	32760.00	29884.39
云朗科技园一期工程	项目总建筑面积240705平方米(其中地下室26159平方米), 其中9栋工业厂房建筑面积93066平方米, 4栋综合业务楼 A 建筑面积83370平方米, 1栋综合业务楼 B 建筑面积7460平方米, 3栋综合业务楼 C 建筑面积30050平方米。主要建设内容包括上述主体建筑、外接水电工程、场地土方工程及地下室。	94568.00	36097.52
防城港企沙片区征地拆迁补偿项目	内容包括防城港市企沙片区9699亩土地的征地拆迁补偿。	96000.00	41668.14
广西滨海公路企沙至茅岭段(防城分段)	线路起点于企沙镇牛路村, 终点位于防城至东兴高速公路茅岭互通点, 全长34.73千米, 路基宽33.5米。设计行车时速100公里/小时, 双向6车道。	223000	15737.79
防城港市实验高中新校区	计划招收学生5000人, 总建筑面积118181平方米, 其中教学楼19365平方米, 实验楼10920平方米, 学生中心15715平方米, 学生宿舍40355平方米, 食堂10789平方米, 教师周转房7957平方米, 艺术楼5481平方米, 风雨操场5289平方米。	52458	21555.63
公车物流园路网	项目包括文昌大道东延长线和玉石滩大道, 文昌大道东延长线道路总长5666米, 红线宽55米, 按城市主干道标准建设。玉石滩大道道路总长3180米, 红线宽70米, 按城市主干道标准建设。	99849.00	41608.92
金川循环经济产业园区	内容包括金川项目环境敏感区域的土地平整和敏感区域内路网道路工程。	107850.00	13327.90
北港安置小区	此工程位于港口区企沙镇。建筑面积为17.11万平方米, 主要建设内容为: 新建多层住宅楼(含商住楼)、配套附属用房及室外配套道路、停车位、绿化景观、场地平整、水电工程等	134356.91	72537.82
企沙安置住宅区项目	防城港市北港安置住宅区一期(A-1#至 A-22#)为砖混和框架结构22栋六层新建, 建设地点位于防城港市港口区企沙镇北港村, 建筑总面积为88000m ² 。	45638.72	26525.31
大龙安置小区	一期规划用地265亩, 建设宅基地户数358户; 二期规划用地417亩, 建设宅基地户数520户; 三期规划用地454亩, 建设宅基地户数1006户。	21000.00	21000.00
防城港市和平住宅区	建设内容包括土方工程、道路工程、给排水工程、绿化工程。	25000.00	27565.76
其他	--	81327.64	42719.08
合计	--	1148150.15	546138.97

资料来源: 公司提供

注: 部分项目已投资金额超过概算, 项目仍处于在建中, 后续仍需投资。

从拟建项目来看, 未来公司工程项目依然集中于市政工程建设领域, 公司将加大各大产业园区基础设施项目建设以及渔港和港口码头的产业基础设施项目建设; 公司拟建规模较大的工程包括: 防城港企沙港区潭油作业区进港

航道工程(原潭油航道工程)(预计总投资 34.96 亿元); 防城港企沙港区赤沙作业区 216、217 号泊位工程(预计总投资 26.13 亿元); 液化天然气储运项目(预计总投资 35.00 亿元); 铝加工材工业园项目(预计总投资 50.00 亿元)。公

司拟建项目总投资 266.82 亿元，全部采用代建模式。同时考虑到公司在建项目未来投资规模较大，公司对外融资压力预计将不断增大，债务规模或将持续上升。

截至 2017 年底，公司拥有土地 58 宗，土地面积合计 7758.96 亩，土地账面价值 66.24 亿元（其中，账面价值合计 14.67 亿元的土地用于抵押），全部为出让土地，目前无出让计划。

镍铁合金原料及其产品销售业务

2017 年，公司新增镍铁合金原料及其销售业务，由子公司防城港市港宏工贸有限公司（以下简称“港宏工贸”）负责，港宏工贸成立于 2017 年 3 月，主要经营金属制品加工，不锈钢原材料及其产品销售业务，公司持股 40%，为港宏工贸第一大股东，并纳入公司合并范围。从产品供销来看，公司镍铁合金原料及产品销售业务客户主要有上海嘉鑫国际贸易有限公司、钦州市吴德贸易有限公司等，账期一般是预收 90% 发货款，2 个月内结算后收尾款；主要的供应商有德阳市国投国际经贸有限公司等，账期一般是货到结算后付款。2017 年，公司镍铁合金原料及其产品销售业务收入 2.76 亿元，毛利率为 0.36%，毛利率较低。

3. 未来发展

近年来在防城港市城市化进程中，公司承担了众多城市基础设施建设以及企沙工业园区开发项目。未来，公司将继续承担城市基础设施建设、港口、码头、铁路，企沙工业园区开发以及保障安置房建设等项目，同时逐步向产业投资、资产管理和金融控股等业务板块拓展延伸，拓宽企业的经营范围，实现企业向国有资本投资公司转型。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的

审计结论。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，其中，跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司有 6 家，新纳入公司合并范围的子公司有一家。新纳入或划出的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 145.76 亿元，所有者权益合计 67.01 亿元；2017 年公司实现营业收入 6.14 亿元，利润总额 0.38 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 145.76 亿元，同比变化不大，其中流动资产占 94.84%，非流动资产占 5.16%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	137.46	95.09	138.24	94.84
货币资金	15.97	11.05	13.19	9.05
其他应收款	5.99	4.14	4.16	2.85
存货	114.03	78.89	119.77	82.17
非流动资产	7.09	4.91	7.52	5.16
其他非流动资产	5.95	4.11	6.30	4.32
资产合计	144.55	100.00	145.76	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年底，公司流动资产 138.24 亿元，同比变化不大。流动资产中，货币资金 13.19 亿元，同比下降 17.38%，主要为银行存款。其他应收款 4.16 亿元，同比下降 30.61%，前 5 名欠款单位合计占 86.30%，集中度高，其他应收款多为与防城港市内政府单位或平台公司的往来款或保证金，对资金形成较大占用；存货 119.77 亿元，同比增长 5.04%，主要包括土地 66.24 亿元和开发产品 51.83 亿元；土地主要为商业用地，开发产品主要为在建项目。存货中受限资产（全部为土地抵押）14.67 亿元，占存货的 12.25%。

2017 年底，公司非流动资产 7.52 亿元，同比增长 6.10%。非流动资产中，其他非流动资产

6.30亿元，同比增长5.92%，全部由发行小微债形成的委托贷款构成。

跟踪期内，公司资产规模变化不大，资产中存货占比高，存货中部分土地资产进行了抵押，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益67.01亿元，同比下降6.70%。所有者权益主要由资本公积（占85.70%）和未分配利润（占12.15%）构成。

2017年底，公司资本公积57.43亿元，较2016年底减少2.50亿元，主要系2017年公司划出两个子公司所致。

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，以资本公积和未分配利润为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额78.75亿元，同比增长8.30%，其中流动负债占32.06%，非流动负债占67.94%。

2017年底，公司流动负债25.25亿元，同比下降13.23%，以其他应付款（占90.27%）为主。2017年，公司其他应付款22.79亿元，同比下降12.84%，主要为与政府部门和相关单位的往来款。

2017年底，公司非流动负债53.50亿元，同比增长22.66%，其中长期借款占32.81%、应付债券占38.76%、长期应付款占28.43%。非流动负债中，长期借款17.55亿元，同比增长194.07%，包括信用借款、保证借款和抵押借款；应付债券20.74亿元，同比下降13.15%；长期应付款15.21亿元，同比增长10.46%；公司长期应付款包括对广西投资集团有限公司（3.64亿元）和防城港市城市建设投资有限责任公司（11.58亿元）的借款，全部为有息债务。

2017年底，公司全部债务53.50亿元，全部为长期债务，同比增长22.66%，主要系长期借款的增长所致。从债务指标看，公司资产负债

率、全部债务资本化比率分别为54.03%、44.39%，其中分别较上年底增加3.72个、6.61个百分点。

表8 公司债务负担情况

(单位: 万元)

项目	2016年	2017年
长期债务	436186.99	535025.39
全部债务	436186.99	535025.39
资产负债率(%)	50.31	54.03
全部债务资本化比率(%)	37.78	44.39
长期债务资本化比率(%)	37.78	44.39

资料来源: 公司审计报告

从2017年底的存量债务来看，2018年公司需偿付的有息债务规模为13.99亿元，公司面临短期偿付压力。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担明显上升，但仍处于适中水平；2018年面临集中偿付压力。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入6.14亿元，同比增长53.14%，主要系跟踪期内公司新增镍铁合金及其产品销售收入所致；同期，营业成本5.77亿元，同比增长58.56%；受此影响，公司营业利润率为3.13%，同比下降5.67个百分点。

表9 2016~2017年公司盈利能力情况(单位: 亿元)

科目	2016年	2017年
营业收入	4.01	6.14
政府补助	1.52	0.78
利润总额	1.14	0.38
营业利润率	8.80	3.13
总资本收益率	3.34	3.14
净资产收益率	1.58	0.39

资料来源: 公司提供

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017年公司期间费用为0.63亿元，同比下降16.69%，主要系管理费用的下降所致，期间费用占营业收入的比重为10.32%，较上年下降8.66个百分点，公司期间费用控制能力一般。

2017年，公司获得政府补助0.78亿元，计入“营业外收入”。2017年，公司利润总额0.38

亿元。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.14%和0.39%，同比分别下降0.20个和1.19个百分点。

跟踪期内，公司收入规模有所增长，利润总额对政府补贴依赖度高，公司整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动看，2017年公司经营活动现金流入7.84亿元，同比增长30.25%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金7.06亿元，同比增长57.09%，主要系公司新增镍铁合金原材料及其产品销售收入所致；收到其他与经营活动有关的现金0.79亿元，主要是政府补助；2017年公司经营活动现金流出10.64亿元，公司经营性净现金流为-2.80亿元。2017年，公司现金收入比为115.04%，收入实现质量好。

表 10 公司现金流情况

(单位: 亿元、%)

科目	2016年	2017年
经营活动现金流入	6.02	7.84
经营活动现金流出	5.75	10.64
经营活动净现金流	0.27	-2.80
现金收入比	112.15	115.04
投资活动净现金流	-5.78	-5.44
筹资活动净现金流	1.83	5.46

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2017年公司投资活动现金流入规模较小。2017年，公司投资活动现金流出5.47亿元，主要是支付其他与投资活动有关的现金，投资性净现金流为-5.44亿元。

从筹资活动看，2017年公司通过银行借款共获得现金流入17.34亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息，共11.88亿元，筹资活动净现金流为5.46亿元。

跟踪期内，公司经营性净现金流为负，收入实现质量好，考虑到公司在建项目投资规模大，未来存在较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为547.51%和73.14%。2017年，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。2018年公司需偿还的债务较重，面临短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为1.34亿元，全部债务/EBITDA为40.04倍，同比增长17.62倍，但考虑防城港市政府给予公司的综合支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司对外担保余额0.67亿元，担保比率1.00%，被担保单位为防城港市城市建设投资有限责任公司，为防城港市内国有企业且经营情况正常。整体看，公司或有负债风险低。

截至2017年底，公司共获得各级银行授信合计18.30亿元，未使用额度为6.20亿元，公司对外融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿债能力分析

公司于2015年9月发行的“15港工小微债/15港小微”，目前余额8亿元。2017年，公司EBITDA和经营活动现金流入量和经营活动现金净额分别为1.34亿元、7.84亿元，对“15港工小微债/15港小微”余额的保障倍数分别为0.17倍和0.98倍，经营活动现金流量净额对“15港工小微债/15港小微”余额不具备保障能力。

公司与防城港市人民政府、建行防城港分行签订了2015年防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司小微企业增信集合债券资金使用专项协议（以下简称“《三方协议》”）。根据《三方协议》，“15港工小微债/15港小微”偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、风险缓释基金在内的多层风险缓释措施（风险储备基金和风险缓释基金总计4000万元）。上述措施在一定程度上增强了“15港工小微债/15港小微”的保障能力。

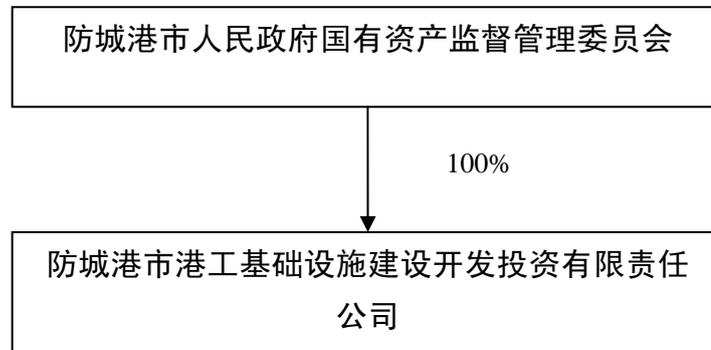
当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）、风险储备基金、风险缓释基金不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。

总体看，小微企业贷款回收风险相对较大，相关风险基金吸收损失作用有限，公司可能面临一定代偿风险，且“15 港工小微债/15 港小微”发行规模较大，导致公司存在集中偿付压力。

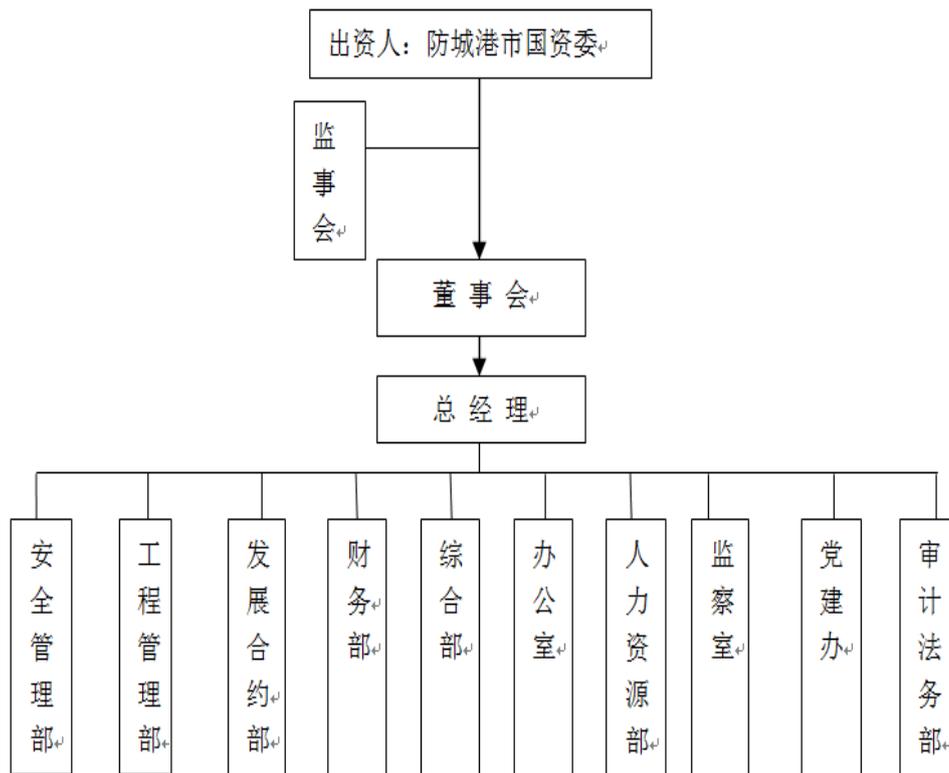
十一、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，“15港工小微债/15港小微”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 2017 年底公司组织架构图



附件 1-3 2017 年底公司下属子公司情况

序号	企业名称	注册资 本	主营业务	持股比 例 (%)
1	防城港市港口区城市建设投资有限责任公司	1000.00	城乡土地开发、城乡道路及市政基础设施建设投资	100.00
2	广西防城港市惠众建设开发投资有限公司	800.00	基础设施项目建设的投资, 经营管理, 国内道路普通货物运输代理; 房屋维修, 五金交电, 建筑材料的购销。	100.00
3	防城港市港工港务有限责任公司	800.00	港口码头的基础设施建设及经营	100.00
4	防城港市港工建材有限责任公司	1000.00	预拌商品混凝土、加气混凝土砌块、新型墙体材料、建筑防水材料、建筑涂料、复合材料的生产、加工及销售	100.00
5	防城港市港宏工贸有限公司	100.00	金属制品加工, 不锈钢原材料及其产品、矿产品、五金交电、纺织品、服装、橡胶制品的销售	40.00
6	防城港市边海产业投资有限公司	10000.00	对临港产业、高新技术产业、公共事业、交通运输业、仓储业、建筑业、能源业、文化业、教育卫生行业、旅游业、房地产业的投资等	100.00

资料来源: 公司审计报告

附件2 主要财务数据及指标

项目	2015年	2016年	2017年
财务数据			
现金类资产(亿元)	19.65	15.97	13.19
资产总额(亿元)	129.26	144.55	145.76
所有者权益(亿元)	70.70	71.83	67.01
短期债务(亿元)	--	--	--
长期债务(亿元)	39.31	43.62	53.50
全部债务(亿元)	39.31	43.62	53.50
营业收入(亿元)	1.95	4.01	6.14
利润总额(亿元)	0.37	1.14	0.38
EBITDA(亿元)	0.90	1.95	1.34
经营性净现金流(亿元)	-1.89	0.27	-2.80
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.20	21.40	--
存货周转次数(次)	0.02	0.03	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.04
现金收入比(%)	100.00	112.15	115.04
营业利润率(%)	5.83	8.80	3.13
总资本收益率(%)	3.33	3.34	3.14
净资产收益率(%)	0.66	1.58	0.39
长期债务资本化比率(%)	35.73	37.78	44.39
全部债务资本化比率(%)	35.73	37.78	44.39
资产负债率(%)	45.31	50.31	54.03
流动比率(%)	664.29	472.39	547.51
速动比率(%)	129.25	80.52	73.14
经营现金流动负债比(%)	-9.84	0.93	-11.10
全部债务/EBITDA(倍)	43.64	22.42	40.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.28	0.72	0.38

注：已将长期应付款调整至长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。