

信用等级公告

联合[2015]268 号

防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年度小微企业增信集合债券进行了主动评级，确定：

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_{pi}，评级展望为“稳定”

防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司拟发行的 2015 年度小微企业增信集合债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张开阳

高鸣

二〇一五年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司 2015 年度小微企业增信集合债券主动评级报告

本期公司债券信用等级：AA₊

公司主体信用等级：AA₊

评级展望：稳定

本期发行规模：8 亿元

债券期限：3+1 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 6 月 12 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	68.33	85.66	116.26
所有者权益(亿元)	51.14	53.91	70.23
长期债务(亿元)	12.16	18.11	35.09
全部债务(亿元)	12.16	18.61	35.09
营业收入(亿元)	5.54	5.89	4.46
净利润(亿元)	2.33	2.27	2.18
EBITDA(亿元)	2.40	2.38	2.25
经营性净现金流(亿元)	-1.44	1.18	-14.17
营业利润率(%)	5.89	5.73	17.39
净资产收益率(%)	4.56	4.22	3.11
资产负债率(%)	25.16	37.07	39.59
全部债务资本化比率(%)	19.21	25.66	33.32
流动比率(倍)	13.56	6.27	10.62
EBITDA/全部债务(倍)	0.20	0.13	0.06
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.30	0.30	0.28

注：公司长期应付款为有息负债，已调入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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”）的评级反映了公司作为防城港市城市建设投融资主体之一，在项目储备及政府支持等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司业务结构单一、存货占比高且流动性偏弱、应收款项规模大、盈利能力较弱、未来资本支出压力较大等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

近年防城港市经济快速发展，一般预算收入不断增长，但由于政府控制土地出让规模，导致 2014 年地方综合财力有所波动。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。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本期债券期限为 3+1 年，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。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为防城港市重要城市基础设施建设主体之一，在项目储备方面具有明显竞争优势。近年公司在资本金注入、资产划拨和政府补贴等方面获得了政府的大力支持。

2. 本期债券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. 政府控制土地出让规模导致地方财力有所波动，同时地方政府债务负担重。

2. 公司主营业务结构单一，受政府政策影响较大，盈利能力偏弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

3. 公司应收款项及存货规模大，流动性较弱，公司整体资产质量一般，财务处理规范性有待提高。

4. 公司未来投资规模大，对外融资压力预计将不断加大，债务规模将持续上升。

5. 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，且本期债券发行额度较大，导致公司存在集中偿付压力。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

高鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息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提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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”）是2007年4月12日成立的国有独资有限公司，注册资本为人民币1,500万元，实收资本300万元，为国有独资有限公司。2007年9月，增资人民币2,700万元，2013年5月，增资人民币5,000万元，增资后公司注册资本为8,000万元，防城港市人民政府国有资产监督管理委员会，为公司实际控制人。截至2014年底，公司实缴注册资本为8,000万元。

公司经营范围：房地产开发投资、基础设施项目投资的投资和经营管理。

公司下设发展合约部、工程管理部、财务部、办公室和技术顾问组等5个职能部门。截至2014年底，公司拥有全资子公司5家。

截至2014年底，公司资产总额116.26亿元，负债总额46.03亿元，所有者权益70.23元。2014年公司实现营业收入4.46亿元，利润总额2.19亿元，经营活动现金流量净额-14.17亿元，现金及现金等价物净增加额-2.23亿元。

公司住所：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。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行的2015年度小微企业增信集合债券（以下简称“本期债券”），发行总额8亿元。

本期债券为3+1年期固定利率债券，票面年利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定，在债券存续期内前三年固定不变。在本期债券存续期的第三个计息年度末，公司可选择在原票面利率基础上上调或下调0-300个基点，同时投资者拥有回售选择权。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

本期债券无担保。

2. 本期债券投向

本期债券募集资金8亿元人民币，公司将委托中国建设银行股份有限公司防城港分行（以下简称“建行防城港分行”），将募集资金以委托贷款的形式投放于委贷银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。

3. 募集资金使用操作流程

① 确定小微企业名单。由防城港市政府主管部门、公司等相关各方推荐，建行防城港分行主要负责遴选推荐募集资金投放小微企业名单，公司进行最终确认。

② 募集资金的归集和投放与监管。募集资金归集至公司在建行防城港分行开立的募集资金专用账户，通过建行防城港分行以委托贷款形式投放给小微企业。建行防城港分行负责监管债券募集资金按发行文件与合同约定使用。

③ 债券存续期内资金的监控与回收。建行防城港分行负责监管募集资金使用情况，并协助公司督促小微企业在委托贷款到期时还本付息，并在债券到期时协助公司归集偿债资金，办理本息偿付。

4. 委托贷款利率的确定

建行防城港分行协助公司严格按照自营贷款的标准和程序,认真审慎选择符合条件的小微企业贷款发行对象,并制定小微企业名单,提交公司最终确定。对于公司确定使用债券募集资金的合格小微企业作为委托贷款借款人,由建行防城港分行提出向其发放委托贷款的利率建议,提交公司确认。

5. 偿债资金来源

本期债券募集资金偿还来源将按照下列资金来源顺序偿还:

1 小微企业归还或清收的贷款本息(含罚息)是本期债券偿债资金的基本来源。

2 本期债券设置了风险储备基金和政府风险缓释基金。风险储备基金由公司在本期债券募集资金投放过程中获得的利差收入(即公司已收到的委托贷款利息与已支付的债券兑付利息之间的差额)构成;风险缓释基金为防城港市人民政府按照本次债券实际发行规模5%的比例直接划拨的资金。上述第一项资金不足以清偿时,从上述风险缓释基金中支付。

3 上述第一、第二项资金仍不足清偿时,公司以自有资金归还债券本金及利息(含罚息)。

联合评级认为,小微企业贷款回收风险较大,且公司负责建行防城港分行遴选的小微企业的最终确认,并参与确定发放贷款利率,对公司的风险管控能力提出一定的挑战。

三、行业分析

1. 基础设施建设行业

20世纪90年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月,银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底,国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初,国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43号文》”)。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平

台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

防城港市概况

公司位于广西省防城港市，防城港市是一座滨海城市、边关城市、港口城市，位于中国大陆海岸线的最西南端，广西南部边陲，背靠大西南，面向东南亚，南临北部湾，北连南宁市，东接钦州，西南与越南接壤，海岸线580公里，陆地边界100.895公里，海岛多，海湾多，海滩多，是北部湾畔唯一的全海景生态海湾城市，被誉为“西南门户、边陲明珠”，是中国氧都、中国金花茶之乡、中国白鹭之乡、中国长寿之乡、广西第二大侨乡。作为广西北部湾经济区的核心城市之一、国家重点布局的钢铁能源基地和东兴国家重点开发开放试验区、云南广西沿边金融综合改革试验区的组成部分，防城港市在中国—东盟自由贸易区、泛北部湾区域合作中具有特殊重要的战略地位。

综合来看，防城港市区域优势显著，为公司的发展提供良好的外部环境。

企沙工业区

根据市人民政府部署，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。2009年12月国务院颁发实施的《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》提出“支持和推动防城港企沙工业区等重点园区发展，促进产业结构升级”，企沙工

业区建设及发展已上升为国家战略，同时享有西部地区、沿海地区、边境地区、北部湾经济区、国家重点开发开放试验区以及中国-东盟自由贸易区等多重优惠政策。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 1,700 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群将加快形成，同时工业区也将成为产值超过 3,000 亿元的现代临港产业基地。目前工业区内在建及计划新开工建设的钢铁项目上下游配套区连接道路、榕木江大街、企沙工业区工业南路、云约江南路等一批基础设施项目总投资达 30 亿元。

区域经济及财政实力

依据防城港市统计局公布的《2014 年防城港市经济运行情况分析》，2014 年，防城港市全年生产总值为 588.94 亿元，第一产业增加值 70.84 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 340.36 亿元，增长 15.2%，其中工业增加值 298.41 亿元，增长 17.1%；第三产业增加值 177.74 亿元，增长 4.2%。全市三次产业比由上年同期的 12.7:55.7:31.6 调整为 12.0:57.8:30.2，三次产业对经济增长的贡献率分别为 4.1%、83.1%、12.8%。固定资产投资持续走稳，全市全社会固定资产投资 501.46 亿元，增长 5.5%，其中基本建设投资完成 235.25 亿元，增长 3.1%；更新改造投资完成 143.82 亿元，增长 16.8%；房地产开发投资完成 89.26 亿元，下降 10.9%。

财政收入方面，由于防城港市政府控制土地出让规模，导致 2014 年防城港市地方综合财力有所波动。防城港市地方综合财力主要由一般预算收入、转移支付和税收返还收入以及国有土地使用权出让收入构成，2014 年地方综合财力 112.49 亿元，其中上述三项收入占比分别为 40.40%、42.56% 和 16.70%。2012~2014 年，防城港市一般预算收入不断增长，年均复合增长率达 13.07%，2014 年为 45.45 亿元，同比增长 11.64%；转移支付和税收返还收入规模较大，2014 年 47.88 亿元；2014 年防城港市土地有偿使用收入为 18.79 亿元，较上年大幅下降 21.16 亿元，主要系防城港市政府大幅控制土地出让所致。

防城港市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2014 年底，防城港市政府全部债务余额 111.04 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），地方债务率 98.71%。防城港市地方政府债务总体负担重。

表 1 截至 2014 年底防城港市地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 12 月底）	金额	地方财力（2014 年）	金额
（一）直接债务余额	1,110,440.85	（一）地方一般预算收入	454,522.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	281,216.00
2、国际金融组织贷款	165.79	2、非税收入	173,306.00
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	478,816.00
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	229,565.00
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	215,187.00
（4）其他国际金融组织贷款	165.79	3、税收返还收入	34,064.00
3、国债转贷基金		（三）国有土地使用权出让收入	187,859.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	179,211.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	6,820.00
6、国内金融机构借款	767,473.64	3、农业土地开发资金	1,828.00
（1）政府直接借款	543,103.67	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	224,369.97	（四）预算外财政专户收入	3,735.00
7、债务融资	167,586.00		
（1）中央代发地方政府债券	31,300.00		

(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债务融资	136,286.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	135,151.89		
11、其他	40,063.53		
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	1,110,440.85	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	1,124,932.00
债务率= (地方政府债务余额+地方综合财力) × 100%			98.71%

资料来源：防城港市财政局

总体看，虽然因政府控制土地出让规模导致 2014 年地方综合财力有所波动，但由于防城港市一般预算收入持续增长，未来防城港市综合财力总体保持波动中增长的趋势；地方政府债务方面，防城港市地方政府债务负担重。

四、基础素质分析

规模与竞争力

公司系国有独资企业，防城港市国资委为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

截至2014年底，防城港市本级层面，由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、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。

截至2014年底，公司资产总额为116.26亿元，所有者权益合计70.23亿元；拥有5家全资子公司。

人员素质

目前公司高管人员5名，包括董事长（兼总经理）1人、副总经理3人，总经理助理兼财务负责人1人。

公司董事长兼总经理徐钦帮，1972年7月生，本科学历，中共党员；1993年参加工作，曾任防城港务局业务员，防城港务集团业务中心副经理、经理，防城港市企沙工业区管理委员会副主任；现任公司董事长兼总经理。

截至2014年底，公司本部共有在职员工42人，按学历划分，具有本科及以上学历人员占57.14%、大专学历人员占38.10%、高中及中专学历人员占4.76%；按从年龄结构划分，30岁及以下人员占

42.86%、30岁~50岁员工占47.62%、50岁及以上人员占9.52%。

总体看，公司员工整体素质较高，年龄结构合理，高管人员和员工素质能满足日常经营管理需要。

政府支持

公司作为防城港市城市基础设施建设及运营主体之一，近年在资本金注入、资产划拨及财政补贴方面得到政府的支持。

2013年，防城港市国资委以货币出资方式对公司增加注册资本5,000万元（经广西和润会计师事务所有限公司出具的桂和润验字[2013]第025号《验资报告》审验确认），于现金流量表中反映在“收到其他与经营活动有关的现金”。

为支持公司发展，2009和2010年，经防城港市国资委批准，陆续将防城港市防城区城市建设投资有限公司（以下简称“防城区城投”）、防城港市港口区城市建设投资有限责任公司（以下简称“港口区城投”）、上思县城市建设投资有限责任公司（以下简称“上思县城投”）、广西防城港市惠众建设开发投资有限公司（以下简称“惠众建投”）等四家公司的100%股权无偿划转至公司持有，根据批准文件，将这部分资产作为政府资本性投入，计入公司资本公积。其中惠众建投于2010年12月划入公司，其拥有大量出让性质土地合计301.92万平方米，入账价值43.03亿元，并入后计入公司资本公积。

根据防城港市国资委文件《关于防城港市港工港务有限责任公司股权无偿划转的决定》（防国资发[2014]80号），防城港市国资委将防城港市港工港务有限责任公司（以下简称“港工港务”）100%股权划转给公司。港工港务拥有出让性质土地合计155.23万平方米，评估价值14.06亿元，并入后计入公司资本公积。

近年，公司在城市基础设施建设方面投资力度大，为此政府在财政补贴方面给予了公司大力支持。2012~2014年，公司获得财政专项补助分别为2.16亿元、2.24亿元和1.60亿元，计入公司营业外收入。

总体看，近年公司在资本金注入、资产划拨以及财政补贴等方面获得了政府的大力支持。

五、公司治理与内控

1. 法人治理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》的规定设立的国有独资公司。公司不设股东会，只设立了董事会、监事会、经理层。

公司董事会是公司的权力机构和经营决策机构，由5人组成，其中由防城港市国资委委派4人，公司职工代表大会选举产生1人。公司董事会每届任期三年，任期届满时，可以连选连任。公司董事会对防城港市国资委负责，设董事长1名，由防城港市国资委从董事会中国选任，报防城港市人民政府批准。

监事会设监事5人，其中由防城港市国资委委派3人，公司职工代表大会选举产生2人。设监事会主席1人，由市国资委从监事会成员中指定。公司监事每届任期三年，任期届满时，可以连选连任。

公司设总经理1人，对董事会负责，主要负责管理公司日常事务。公司总经理由董事会聘任或解聘，报防城港市人民政府批准。若由董事会成员兼任总经理，则应先经防城港市国资委同意，再报防城港市人民政府批准。

2. 管理水平

目前公司管理机构按“三部一室一组”设置，即发展合约部、工程管理部、财务部、办公室、技术顾问组。为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了多项内部管理制度。

为加强对公司内资金使用的监督和管理加快资金的循环和周转、提高资金利润率、合理安排资金流向、保证资金安全，公司制定了完善的《资金管理制度》，该制度坚持公司所有资金收支必须纳入预算、坚持以收定支量入为出、严格贯彻收支两条线原则（收入必须上交公司财务部、支出必须经过公司财务部支出）、严格禁止其它部门受理现金收支业务等原则。制度中具体包括现金管理、银行结算管理、支票及其他票据管理、供应商、分包商付款管理、借款管理、出纳人员工作规范、报销管理等。

为有效实行公司集团化管理，规范母公司和所属子公司（含直接控股与间接控股，下称各子公司）的投融资行为，根据国家法律、法规，结合公司实际情况，公司制定了《投融资管理办法》，且由发展合约部实行融资、投资一体化管理。总公司和各子公司的投融资管理实行融资、投资、资金运用和监管相结合的原则。公司所有投融资活动实行董事会审批（投融资活动应与子公司内部资金使用区别开来，总公司在实行经济目标管理的基础上不应过多干预子公司内部运作）。对投融资活动指定投融资活动责任人，做到责、权、利对等，确保投融资方案按计划实施。各子公司的投融资情况和资金运用状况应按月送达总公司发展合约部备案。各子公司财务负责人对融资资金运用状况存在问题故意隐瞒不报的，一经发现，总公司将追究该责任人的责任，造成重大损失的，要追究法律责任。对融资资金管理不善、用人不当等违反本办法，致使资产流失、投资严重亏损或造成其它严重后果的，要追究相关责任人的责任。

为防止并发现和纠正工程项目业务实施和管理中的各种差错与舞弊，提高资金使用效益，根据国家有关法律法规和《企业内部控制基本规范》，公司制定了《工程项目管理制度》。该制度规范了以下内容：包括职责分工与授权批准、项目决策、概预算编制、价款支付与工程实施、竣工结算等。在项目决策方面，公司根据职责分工和审批权限对工程项目进行决策，决策过程应有完整的书面记录，工程项目需经公司办公会议审议后报董事长批准，单项投资额2,000万元以上的项目需报董事会审议批准。严禁任何个人单独决策工程项目或者擅自改变集体决策意见。工程实施方面，工程项目业务按照岗位职责分工，确保办理工程项目业务的不相容岗位相互分离、制约和监督；对于重大项目，公司聘请具备规定资质和胜任能力的中介机构（如招标代理、工程监理、财务监理等）和专业人士（如工程造价专家、质量控制专家等），协助公司进行工程项目业务的实施和管理；对于必要的项目变更应经过相关经办部门或中介机构（如工程监理、财务监理等）的审核。

总体看，公司建立了较为规范的法人治理结构，制定并实施了较为严谨的管理制度，有助于公司的稳健运营。

六、经营分析

1. 公司经营概况

公司是防城港市城市建设投融资主体之一，主要从事市政工程及企沙工业园区配套设施建设等业务。

2012~2014年，公司分别实现营业收入5.54亿元、5.89亿元和4.46亿元，年均复合下降10.28%。2012及2013年，公司收入构成较为单一，只有工程建设收入。2014年新增土地出让收益返还。

目前,公司所承建的市政工程运作模式主要以与防城港市财政局签订的《投资建设与转让收购协议书》为主,协议中约定政府回购价款为工程总造价金额的110%,故近年公司工程建设业务毛利率一直维持在9%左右。

表2 2012~2014年公司主营业务收入构成情况(单位:万元、%)

项目	2012年		2013年		2014年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
工程建设收入	55,416.52	9.12	58,872.84	9.09	39,089.72	9.09
土地出让收益返还	-	-	-	-	5,500.00	100.00
合计	55,416.52	9.12	58,872.84	9.09	44,589.72	25.52

资料来源:根据审计报告整理

2. 市政工程建设

受防城港市政府委托,公司主要负责对企沙工业园区、大西南临港工业区、港口区、防城区以及上思县等地的基础设施及配套设施进行开发、建设。

针对公司代建的大部分市政工程项目,防城港市政府授权防城港市财政局与公司签订了《投资建设与转让收购协议书》,协议中规定公司自主进行项目建设及投资,待工程竣工验收合格后,由政府负责收购。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,且回购款中不包括政府为项目拨付的财政性补贴资金;另外,政府承诺代建项目回款将在项目实际交付日后1年内支付完毕。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3 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
2012年	15	50,363.83
2013年	14	53,520.76
2014年	12	35,536.11
合计	41	139,420.70

资料来源:公司提供

近年来,公司先后建设完成了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、钢铁基地配套路网主干路工程项目、螺屋住宅区、大龙住宅区等市政基础设施和保障房建设项目等34个项目。2012~2014年,公司实现工程建设收入分别为5.54亿元、5.89亿元和3.91亿元。

表4 截至2014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	总投资	截至2014年12月底完成投资额
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。	76,526.20	29,870.95
钢铁基地配套路网主干路	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。	31,978.68	25,863.75
小龙门街中段道路工程项目	防城港市公车大道第二合同段工程(小龙门街中段工程)路段桩号K2+700~K3+610.136,道路全长910.136米,路宽60米。	4,000.00	3,461.59
南北大道延长线项目	南北大道延长线项目建设道路及绿化、照明工程。	5,000.00	3,360.98
城南开发区	城南新区项目包括城市道路、桥梁、春江嘉园、城投公司综合写字楼、文化广场以及配套设施项目,开发土地面积约800公顷。	48,570.55	15,883.90
环城片区	项目建设全长10.92公里,总投资1.44亿元。道路设计标准为二级公路,路基宽12米,路面宽9米,设计时速60公里/小时。	14,400.00	10,000.00
城西工业大道	城西工业大道全长1.5km,周边土地开发1000亩。包括排水、绿化、路	6,000.00	5,494.13

	灯等工程。		
金沙安置住宅区项目	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 。	10,000.00	5,000.00
工业集中区项目	港口区工业园区现共分为二个片区: 即渔洲城片区、公车片区, 总体规划面积 17000 亩, 其中渔洲城片区 2000 亩, 公车片区 15000 亩。	13,000.00	4,364.72
防城港市海岸保护与整治工程	生态海堤及配套等工程。其中生态海堤共长 8.974km, 配套工程沿堤线需扩建 7 座涵闸、扩建已建涵管 9 座、新建(预留)市政雨水出口 9 座及道路。	13,800.00	3,107.58
明江南岸行政区	明江新城位于该县明江南岸新区, 占地面积 186 亩, 规划总建筑面积 31.6 万平方米。该项目主要以 3-6 层商住楼和 6+1 层多层住宅为主。新区内建有步行街、大型商业广场, 内设地下超市、酒店、会所。	25,000.00	5,905.86
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。	107,858.00	8,372.05
金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。	32,760.00	22,914.95
防城港市港口区公车工业集中区一期路网工程	公车工业园区路网工程包括道路工程、排水工程、照明工程等, 其中道路工程是园区连接沙企一级公路的交通主干道, 目前建设的道路长 978 米, 宽 50 米, 为双向四车道。	4,000.00	3,860.27
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。	21,000.00	4,809.45
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。	5,000.00	3,909.18
公车工业园区路网工程(纬三路)	纬三路北段道路全长 3000.853 米、路宽 40 米。	11,000.00	3,480.66
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。	134,356.91	46,524.60
金沙工业区工业南路	对现有 E 线(长 3.6 公里, 宽 7.5 米)道路进行拓宽延伸改造, 道路长 5.67 公里, 红线宽度 50 米。	25,499.00	1,102.29
金沙工业区云约江南路	道路长约 7.14 公里, 宽 50 米, 城市主干路标准建设, 该道路为 T 字形, 其中东西走向约 5.94 公里, 南北走向约 1.2 公里。	49,026.00	1,385.78
合计		638,775.34	208,672.70

资料来源: 公司提供

目前公司总投资规模较大的在建市政工程主要包括金川循环经济产业园区、北港安置小区、钢铁基地配套区次干路以及企沙工业园区公车片区路网工程等。截至 2014 年底, 公司规模以上的在建市政工程总投资额 63.88 亿元, 累计完成投资 20.87 亿元。公司所有工程投资支出集中反映在资产负债表“存货—开发产品”以及现金流量表“购买商品、接受劳务支付的现金”科目下, 由于有少量工程按标段部分完工已转结, 截至 2014 年底, 公司“存货—开发产品”为 19.66 亿元。

3. 土地整理

公司实际未开展土地整理业务, 但依据《关于拨付防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司基础设施建设项目财政专项资金的通知》(防财字[2014]25 号), 防城港市财政局拨付公司承担政府项目建设获得的土地使用权出让收入返还资金 5,500 万元, 作为公司补贴收入。公司将这部分收入归为营业收入。

4. 未来发展

未来, 从土地开发利用方面看, 公司现有存货中土地主要位于防城港市行政中心区及企沙片区, 结合《防城港市城市总体规划》(2008-2020) 以及《防城港市企沙工业区总体规划》, 公司对存货中土地采取分期形式进行开发。对于行政中心区土地, 公司将以高档商住区的开发为主; 对于企沙片区土地, 公司将为入驻园区的钢铁、核电、金川及海森特修造船等重大项目修建商业及职工住宅等配套设施; 对沿海地段土地, 将相应实施旅游产业开发等项目。

从拟建项目方面看, 未来公司工程项目依然集中于市政工程建设, 2015~2016 年公司将分别计划投资 8.26 亿元和 27.46 亿元。同时考虑到公司在建项目未来投资规模同样较大, 公司对外融

资压力预计将不断增大，债务规模将持续上升。

七、财务分析

公司提供的2012~2014年度三年连审财务报表已经北京兴华会计师事务所有限公司进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。近三年公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2014年底，公司资产总额116.26亿元，负债总额46.03亿元，所有者权益70.23元。2014年公司实现营业收入4.46亿元，利润总额2.19亿元，经营活动现金流量净额-14.17亿元，现金及现金等价物净增加额-2.23亿元。

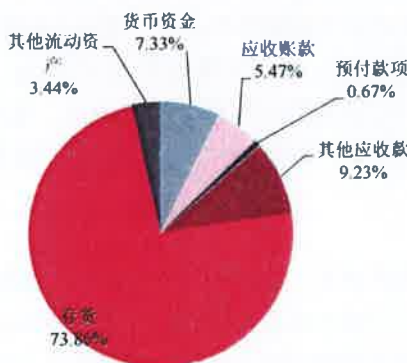
1. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年复合增长30.44%，截至2014年底，公司资产总额116.26亿元，同比增长35.71%，主要是其他应收款、存货以及其他流动资产增加所致。截至2014年底，公司资产构成中流动资产和非流动资产分别为116.13亿元和0.13亿元，分别占资产总额的比重为99.89%和0.11%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产呈稳步上升态势，年复合增长率为30.44%。截至2014年底，公司流动资产为116.13亿元，较2013年底增长35.76%，主要来自其他应收款、存货以及其他流动资产的增加。公司流动资产构成主要以货币资金（占7.33%）、应收账款（占5.47%）、其他应收款（占9.23%）和存货（占73.86%）为主。

图1 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长率14.51%。截至2014年底，公司货币资金8.51亿元，同比下降20.74%，公司货币资金由银行存款（占99.99%）和库存现金构成，其中无受限资金。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年复合增长率为83.76%。截至2014年底，公司应收账款余额6.35亿元，同比增长10.45%，主要系应收工程款增加所致。从账龄看，1年以内的占

52.96%，1~2年的占47.04%。从集中度看，公司应收账款由防城港市财政局、防城港市防城区财政局及防城港市港口区财政局构成，公司应收账款集中度极高，但欠款单位均为政府部门，坏账风险较小。2014年，公司计提坏账准备1153.56万元，计提比例为1.78%，计提较为充分。2014年5月前，公司涉及到应收防城港市财政局的款项处理不太规范，将部分已确认为收入的工程款回款处理为往来款，冲减其他应收款，导致现金流量表里销售商品、提供劳务收到的现金、利润表里的营业收入与资产负债表里的应收账款不匹配。

2012~2014年，公司其他应收款快速增长，年复合增长268.58%，截至2014年底公司其他应收款余额为10.71亿元，较2013年底增长510.43%。从账龄看，1年以内的占90.41%，1~2年的占8.15%，2~3年的占1.12%，3年以上的占0.32%。2014年，公司计提坏账准备117.22万元，计提比例为0.11%，计提比例较低。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的93.52%，集中度很高，其中大部分是应收防城港市财政局、防城港市城市建设投资有限责任公司及防城港市征地拆迁办公室的往来款，未来形成坏账的风险较小。

表5 2014年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占其他应收款总额的比例
防城港市财政局	76,059.02	70.91
防城港市城市建设投资有限责任公司	13,988.28	13.04
防城港市征地拆迁办公室	6,500.00	6.06
防城港市港口区民族经济发展资金管理所	1,958.23	1.83
光坡盐场并购重组工作办公室	1,806.03	1.68
合计	100,311.55	93.52

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司存货呈快速增长态势，年均复合增长率为20.62%，截至2014年底公司存货为85.77亿元，同比增长27.83%，主要是防城港市国资委将港工港务100%股权划转给公司，港工港务公司所属14块土地转入公司存货所致。公司存货主要由土地66.11亿元（占77.07%）和开发产品19.66亿元（占22.93%）构成，其中开发产品主要为公司在建的市政工程项目。

2014年，公司新增会计科目“其他流动资产”。截至2014年底，公司其他流动资产为4.00亿元，全部为结构性存款。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年复合增长30.92%。截至2014年底，公司非流动资产为1309.53万元，同比增长2.44%。公司非流动资产由长期股权投资、固定资产和递延所得税资产构成。

截至2014年底，公司长期股权投资为333.30万元，被投资单位为广西江山港港务有限公司；公司固定资产429.53万元，全部由电子设备和运输工具构成；公司递延所得税资产为546.70万元，由应收款项和可抵扣亏损构成。

总体来看，近三年公司资产规模保持持续增长，构成以流动资产为主；流动资产中存货及应收款项占比大，流动性较弱，且对公司资金造成一定占用，公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债呈快速增长态势，年复合增长63.62%。截至2014年底，公司负债

总额 46.03 亿元，同比增长 44.95%。公司负债构成中，流动负债占 23.76%，非流动负债占 76.24%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 10.93 亿元，同比下降 19.87%，主要系其他应付款的下降所致；公司应付账款 4477.63 万元，同比大幅增长 579.82%；公司其他应付款 8.95 亿元，主要是与政府部门和相关单位的往来款。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 69.89%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 35.09 亿元，同比增长 93.79%，主要系 2014 年公司发行 16 亿元债券所致。从非流动负债构成上来看，全部为长期借款、应付债券和长期应付款。

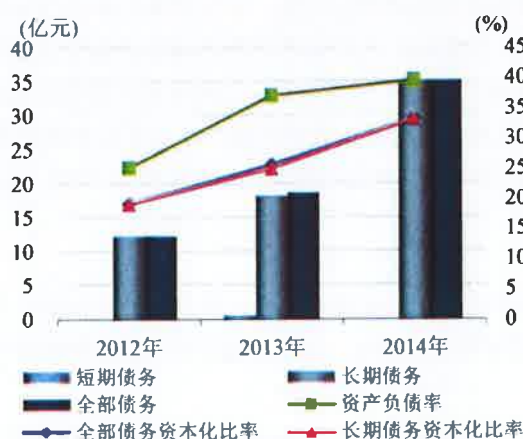
截至 2014 年底，公司长期借款 9.48 亿元，同比增长 174.82%，其中抵押借款为 8.66 亿元（占 91.31%），信用借款为 0.82 亿元（占 8.69%）。

截至 2014 年底，公司应付债券为 15.85 亿元，为公司 2014 年发行的 16 亿元债券并扣除相应发行费用的余额。

截至 2014 年底，公司长期应付款 9.76 亿元，同比下降 26.46%。公司长期应付款全部为有息借款，计入公司长期债务。

2012~2014 年，公司全部债务分别为 12.16 亿元、18.61 亿元和 35.09 亿元，年均复合增长 69.89%。债务结构以长期债务为主，短期债务仅在 2013 年有短期借款 5,000.00 万元。截至 2014 年底，公司有息债务为 35.09 亿元，同比增长 88.59%，全部由长期债务构成，主要来自长期借款及应付债券的增长。2012~2014 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈持续上升态势，三年加权平均值分别为 28.05%、28.20%和 35.95%。截至 2014 年底，上述指标分别为 33.32%、33.32%和 39.59%，分别比 2013 年底上升 8.17、7.66 和 2.52 个百分点。

图 2 2012~2014 年底公司债务情况



资料来源：公司审计报告

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）快速增长，年均复合增长 17.19%，主要源自资本公积及未分配利润的增长。2014 年公司资本公积的变动主要源于公司 2014 年取得土地以评估价值入账，形成资本溢价。截至 2014 年底，公司所有者权益（公司无少数股东权益）70.23 亿元，同比增长 30.27%，构成中资本公积占 85.33%，实收资本占 1.14%，未分配利润占 12.94%，盈余公积占 0.59%。

总体看，公司近年来所有者权益保持稳定增长态势，其构成主要以资本公积为主，稳定性较好。

总体看，公司有息债务以长期债务为主，近三年债务规模快速增长，整体债务负担明显提升。

4. 盈利能力

公司营业收入全部来自工程建设收入。2012~2014 年，公司营业收入波动中有所下降，年复合下降 10.28%，其中 2014 年公司实现营业收入 4.46 亿元，较 2013 年下降 24.22%。同期公司营业成本为 3.55 亿元，同比下降 33.59%，降幅大于营业收入的下降。公司利润总额有所下降但营业利润率大幅增长，2014 年营业利润率增长为 17.39%，较上年上升 11.66 个百分点。

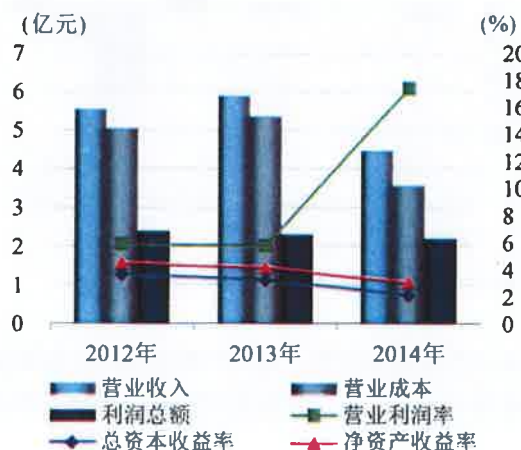
从期间费用看，2012~2014 年公司期间费用（营业费用、财务费用和管理费用）快速增长，年复合增长 103.59%，2014 年为 1,681.36 万元，较上年同期增长 34.45%，占主营业务收入的比重为 3.77%，较上年同期上升 1.65 个百分点，由于公司财务费用做了资本化处理，公司实际期间费用情况要高于上述值。

2012~2014 年，公司营业外收入波动中有所下降，年复合下降 13.86%，三年分别为 2.16 亿元、2.24 亿元和 1.60 亿元，全部为城市基础设施项目建设补贴，对利润总额贡献很大。

2012~2014 年，公司利润总额略有下降，年复合降低 4.44%，其中 2014 年为 2.19 亿元，同比下降 4.76%。

2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，三年均值分别为 2.77%和 3.73%，2014 年为 2.12%和 3.11%，分别较 2013 年数值下降了 1.12 和 1.11 个百分点，公司整体盈利能力较弱。

图 3 2012~2014 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入波动中有所下降，未来随着公司在建项目的逐渐完工，公司营业收入或有改善，但相对公司存货规模依然较小，公司总资本收益率和净资产收益率依然维持在较低水平。

5. 现金流

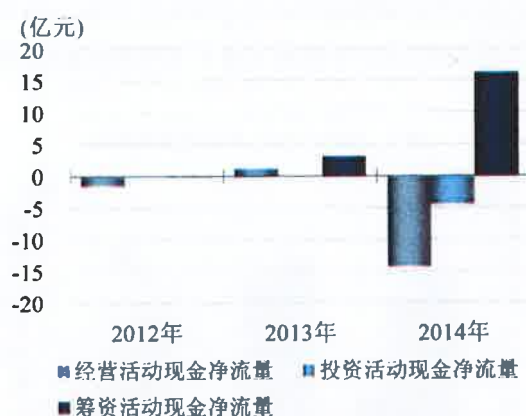
经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所下降，近三年年复合下降 3.60%，2014 年为 4.46 亿元，同比下降 24.22%；公司收到其他与经营活动有关的现金波动中有所

下降, 年复合下降 13.90%, 2014 年为 1.60 亿元, 全部为政府补贴收入。支付其他经营活动有关的现金年复合增长 70.64%, 2014 年为 5.24 亿元。收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴及与财政局及相关单位的往来款; 2012~2014 年公司经营活动现金流入年均复合下降 6.67%, 2014 年为 6.06 亿元, 同比下降 60.78%。近三年, 公司经营活动现金流出年复合增长 55.20%, 其中 2014 年为 20.23 亿元, 同比增长 41.70%, 主要系 2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增长。2012~2014 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.44 亿元、1.18 亿元和-14.17 亿元。公司在经营性现金流出的账务处理上不太规范, 仅将与财政局的往来款计入支付其他与经营活动有关的现金, 而将与其他单位的往来款计入购买商品、接受劳务支付的现金。造成购买商品、接受劳务支付的现金高于实际值、支付其他与经营活动有关的现金低于实际值, 同时也使得上述科目变动与资产负债表中其他应收款、其他应付款等科目的变动不匹配。

投资活动方面, 2012~2014 年, 公司投资活动产生的现金流入为 0.00 亿元; 投资活动现金流出量分别为 0.00 万元、130.44 万元和 4.35 亿元, 主要为投资支付的现金 4.00 亿元。投资活动现金产生的现金流量净额分别为 0.00 万元、-130.44 万元和-4.35 亿元。

筹资活动方面, 公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和发行债券收到的现金, 流出主要是偿还债务。2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.12 亿元、3.09 亿元和 16.30 亿元。

图 4 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源: 公司审计报告

总体看, 受往来款净流出大幅增加影响, 公司经营活动产生的现金流量净额由净流入逐渐转变为净流出, 经营活动获现能力有所下降; 伴随公司在建及拟建项目陆续推进, 公司未来对外部融资压力将不断上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2012~2014 年, 公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势, 三年加权平均值分别为 990.27%和 216.32%, 截至 2014 年底分别为 1062.02%和 277.62%, 较 2013 年底分别上升 435.17 和 142.48 个百分点。近三年, 公司经营现金流动负债比分别为-28.63%、8.62%和-129.61%, 经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。考虑到公司几乎没有短期债务, 短期支付压力较小。

长期偿债能力方面, 2012~2014 年公司 EBITDA 持续下降, 三年分别为 2.40 亿元、2.38 亿元和 2.25 亿元; 同期公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.13 倍和 0.06 倍。考虑到未来代

建收入逐步实现，地方政府的财政实力总体增长，对公司的支持力度较大等因素，公司整体实际偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司获得银行授信额度为 8.66 亿元，已全部使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司以土地资产为防城港市城投公司提供抵押担保，担保金额为 6.70 亿元。考虑到防城港市城投公司为市属国有城投企业，违约风险较低。公司整体或有负债风险较低。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

本期债券拟发行额度为 8 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 22.80%，全部债务的 22.80%，本期债券的发行对公司现有债务影响有较大影响。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.59%、33.32%和 33.32%，以公司 2014 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 43.48%、38.03%和 38.03%，公司债务负担将明显加重。

2. 本期公司偿债能力分析

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》，本期债券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。上述措施在一定程度上增强了本期债券的保障能力。

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。2012~2014 年，公司 EBITDA 值分别为 2.40 亿元、2.38 亿元和 2.25 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.30 倍、0.30 倍和 0.28 倍；2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 6.96 亿元、15.45 亿元和 6.06 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.87 倍、1.93 倍和 0.76 倍；2012~2014 年经营活动现金流量净额为-1.44 亿元、1.18 亿元和-14.17 亿元，2012 年和 2014 年公司经营活动现金流量净额为负值，对本期债券本息不具备保障能力。总体看，公司 EBITDA 对本期债券的保障程度较低、经营活动现金流入量对本期债券的保障程度一般。

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，且本期债券发行额度较大，导致公司存在集中偿付压力。

3. 偿债资金专户监管

公司聘请建行防城港分行担任本期债券的债权代理人，并签署《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之债权代理协议》，并制定了《债券持有人会议规则》，建立了债券持有人会议制度。

同时公司与建行防城港分行签订《偿债资金专户监管协议》，并在建行防城港分行开设偿债资金专户，在债券存续期间，公司将提前提取偿债资金用于本期债券的兑付工作，在每个付息/兑付日的十个工作日前，将当期应付利息和本金款项足额存入偿债资金专户，以确保本期债券本息按期兑付。

公司与防城港市人民政府、建行防城港分行签订《债券风险缓释基金监管协议》的三方协议，

约定防城港市人民政府在债券发行获得主管部门批准后一个月内并于本次债券发行前，从地方财政中划拨债券发行规模 5% 的专项资金到专项账户中作为本期债券的“风险缓释基金”；当小微企业归还的贷款本息及风险储备基金不足以清偿债券本金及利息时，该风险缓释基金作为本期债券的偿债资金用于清偿债券的本金及利息。

九、综合评价

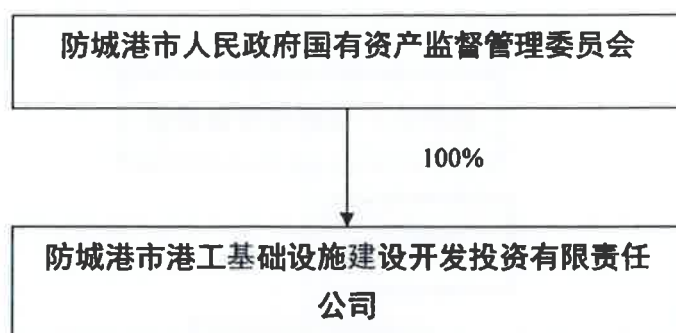
公司作为防城港市基础设施建设的重要平台，在资产划拨、财政补贴等方面获得政府支持力度较大。

公司资产快速增长，收入规模和毛利率维持较高水平，业务结构稳定，但资产流动性一般，其他应收款对公司资金形成占用；总体看，公司主体信用风险较低。

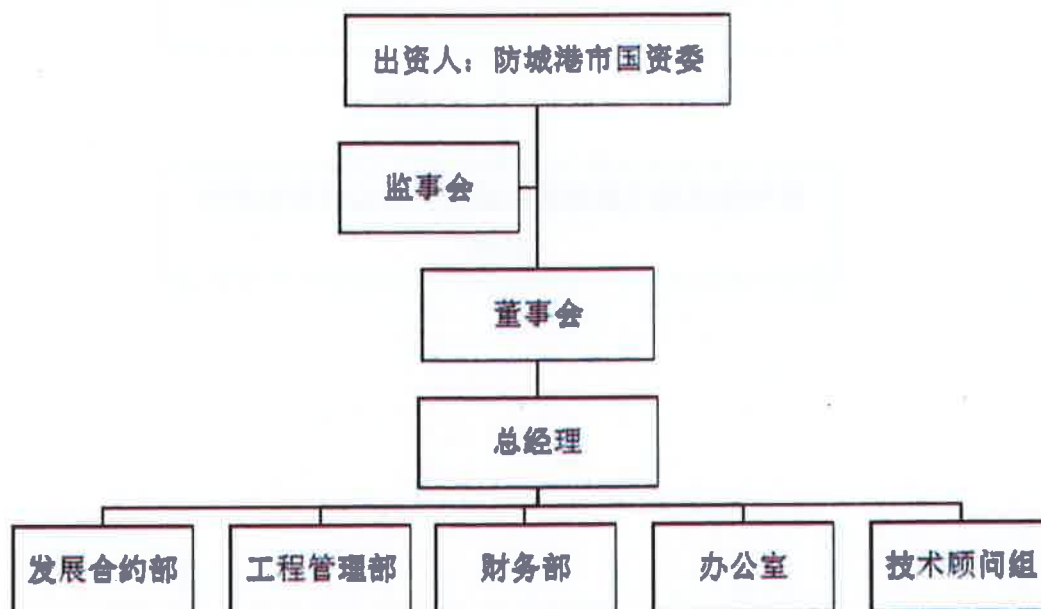
本期债券偿债资金来源为小微企业归还贷款本金及利息和罚息，公司针对本期债券资金来源设置了多重保障，在一定程度上增强了本期债券的保障能力。公司为有效归集本期债券的偿债资金，设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，降低了相关操作风险。

综合分析，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司股权结构



附件 1-2 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司组织结构图



附件 2-1 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	64,927.70	107,418.34	85,142.68	14.51
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	18,814.65	57,521.29	63,532.21	83.76
预付款项	1,426.90	1,904.51	7,748.73	133.03
应收利息				
应收股利				
其他应收款	7,886.56	17,551.54	107,140.71	268.58
存货	589,481.65	670,968.04	857,715.98	20.62
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			40,000.00	
流动资产合计	682,537.46	855,363.71	1,161,280.31	30.44
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	333.30	333.30	333.30	0.00
投资性房地产				
固定资产	430.66	464.95	429.53	-0.13
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产				
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				
递延所得税资产		480.06	546.70	
其他非流动资产				
非流动资产合计	763.96	1,278.30	1,309.53	30.92
资产总计	683,301.43	856,642.02	1,162,589.84	30.44

附件 3 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款		5,000.00		
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	3,507.31	658.65	4477.63	12.99
预收款项	1.00	0.00	65.73	710.76
应付职工薪酬	1.52	1.95	2.58	30.36
应交税费	6,313.29	9,075.11	6,062.98	-2.00
应付利息			9,220.38	
应付股利				
其他应付款	40,510.75	121,717.87	89,516.89	48.65
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	50,333.87	136,453.59	109,346.19	47.39
非流动负债：				
长期借款	17,655.00	48,520.00	94,814.68	131.74
应付债券			158,525.00	
长期应付款	103,936.71	132,568.08	97,596.09	-3.10
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	121,591.71	181,088.08	350,935.77	69.89
负债合计	171,925.58	317,541.67	460,281.96	63.62
所有者权益：				
实收资本(或股本)	3,000.00	8,000.00	8,000.00	63.30

资本公积	457,909.79	457,909.79	599,297.41	14.40
减：库存股				
盈余公积	644.02	1,964.17	4,136.32	153.43
未分配利润	49,822.04	71,226.39	90,874.15	35.05
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	511,375.85	539,100.35	702,307.88	17.19
少数股东权益				
所有者权益合计	511,375.85	539,100.35	702,307.88	17.19
负债和所有者权益总计	683,301.43	856,642.02	1,162,589.84	30.44

附件 4 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	55,416.52	58,872.84	44,612.53	-10.28
减: 营业成本	50,363.83	53,520.76	35,541.51	-15.99
营业税金及附加	1,789.02	1,978.13	1,311.21	-14.39
销售费用				
管理费用	438.44	532.95	1,189.78	64.73
财务费用	-32.78	717.58	491.58	#NUM!
资产减值损失	300.71	-195.02	159.90	-27.08
加: 公允价值变动收益				
投资收益				
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	2,557.30	2,318.44	5,918.55	52.13
加: 营业外收入	21,581.04	22,406.70	16,013.86	-13.86
减: 营业外支出	121.98	1,696.97	0.00	-100.00
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	24,016.35	23,028.17	21,932.41	-4.44
减: 所得税费用	695.43	303.67	112.50	-59.78
四、净利润	23,320.93	22,724.50	21,819.91	-3.27
其中: 归属于母公司的净利润	23,320.93	22,724.50	21,819.91	-3.27
少数股东损益				

附件 5-1 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	48,009.98	58,872.84	44,612.53	-3.60
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	21,581.04	95,670.99	16,000.00	-13.90
经营活动现金流入小计	69,591.02	154,543.83	60,612.53	-6.67
购买商品、接受劳务支付的现金	63,063.66	138,333.42	144,946.93	51.61
支付给职工以及为职工支付的现金	474.58	441.99	453.78	-2.22
支付的各项税费	2,482.91	2,761.82	4,585.59	35.90
支付其他与经营活动有关的现金	17,978.30	1,250.52	52,350.01	70.64
经营活动现金流出小计	83,999.45	142,787.74	202,336.30	55.20
经营活动产生的现金流量净额	-14,408.42	11,756.08	-141,723.77	213.63
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计				
购建固定资产、无形资产等支付的现金		130.44	3,520.45	
投资支付的现金			40,000.00	
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计		130.44	43,520.45	
投资活动产生的现金流量净额		-130.44	-43,520.45	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	1,165.00	36,200.00	56,255.69	594.90
发行债券收到的现金			158,525.00	
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	1,165.00	36,200.00	214,780.69	1257.80
偿还债务支付的现金		5,335.00	51,812.13	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金				
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计		5,335.00	51,812.13	
筹资活动产生的现金流量净额	1,165.00	30,865.00	162,968.56	1082.74
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				

五、现金及现金等价物净增加额	-13,243.42	42,490.64	-22,275.66	29.69
加：期初现金及现金等价物余额	78,171.12	64,927.70	107,418.34	17.22
六、期末现金及现金等价物余额	64,927.70	107,418.34	85,142.68	14.51

附件 5-2 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司

合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	23,320.93	22,724.50	21,819.91	-3.27
加: 资产减值准备	300.71	-195.02	159.90	-27.08
固定资产折旧及其他	81.07	87.36	93.82	7.58
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	-32.78	717.58	491.58	
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-16,368.92	-81,486.39	-186,747.93	237.77
经营性应收项目的减少	-6,156.53	-48,849.22	-101,444.32	305.93
经营性应付项目的增加	-15,552.90	118,757.27	123,903.28	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-14,408.42	11,756.08	-141,723.77	213.63
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	64,927.70	107,418.34	85,142.68	14.51
减: 现金的期初余额				
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额	78,171.12	64,927.70	107,418.34	17.22
现金及现金等价物净增加额	-13,243.42	42,490.64	-22,275.66	29.69

附件 6 防城港市港工基础设施建设开发投资有限责任公司
主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	2.95	1.54	0.74
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.05
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.04
现金收入比率(%)	86.63	100.00	100.00
盈利能力			
总资本收益率(%)	86.63	100.00	100.00
总资产报酬率(%)	3.51	3.09	2.22
净资产收益率(%)	4.56	4.22	3.11
主营业务毛利率(%)	9.12	9.09	20.33
营业利润率(%)	5.89	5.73	17.39
费用收入比(%)	0.73	2.12	3.77
财务构成			
资产负债率(%)	25.16	37.07	39.59
全部债务资本化比率(%)	19.21	25.66	33.32
长期债务资本化比率(%)	19.21	25.14	33.32
偿债能力			
EBITDA 全部债务比(倍)	0.20	0.13	0.06
经营现金债务保护倍数(倍)	0.58	1.29	0.51
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	0.10	-1.54
流动比率(倍)	13.56	6.27	10.62
速动比率(倍)	1.85	1.35	2.78
现金短期债务比(倍)	--	21.48	--
经营现金流动负债比率(%)	-28.63	8.62	-129.61
经营现金利息偿还能力(倍)	--	15.88	-19.78
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	15.70	-25.85
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.30	0.30	0.28

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。