

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2022年面向专业投资者公开发行人公司债 券（第一期）信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级
 评级展望
 债券信用等级
 评级日期

AA-
 稳定
 AAA
 2022-2-25



- 中证鹏元评定珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司（以下简称“恒基达鑫”或“公司”，股票代码：002492.SZ）本次拟面向专业投资者公开发行总额不超过 1 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，资产负债率水平较低，营业收入逐年增加，深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。同时也关注到，公司经营易受石油化工行业景气度影响，对外投资收益存在不确定性且供应链、保理及融资租赁业务风控能力面临一定挑战。

债券概况

发行规模：不超过 1 亿元（含）

发行期限：3 年

偿还方式：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，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

发行目的：扣除发行费用后，将用于偿还公司债务（包括到期的公司债券等）和补充营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市深担增信融资担保有限公司

未来展望

- 公司具有较好的区位优势及仓储能力，业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	18.32	17.25	16.31	15.58
归母所有者权益	14.57	13.63	12.81	12.43
总债务	2.69	2.58	2.30	1.93
营业收入	3.19	3.69	2.75	2.55
EBITDA 利息保障倍数	-	20.49	13.04	15.18
净利润	1.04	1.02	0.49	0.53
经营活动现金流净额	1.17	1.18	1.53	1.08
销售毛利率	50.88%	48.22%	45.22%	45.21%
EBITDA 利润率	-	58.70%	57.30%	57.84%
总资产回报率	-	7.81%	4.85%	4.86%
资产负债率	19.79%	20.43%	20.95%	19.48%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.36	-0.83
总债务/总资本	15.49%	15.82%	15.16%	13.33%
FFO/净债务	-	-147.29%	-193.79%	-82.72%
速动比率	2.71	3.79	2.49	2.31
现金短期债务比	1.89	2.98	2.46	2.53

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：胡长森
 huchs@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
 anxm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司库区具有较好的区位优势及仓储能力。**公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区；截至 2021 年 9 月末，公司珠海库区储罐容量较大，仓储能力在珠三角具有一定规模优势。
- **公司资产负债率水平较低，近年营收及利润有所增长。**截至 2021 年 9 月末，公司资产负债水平较低；公司经营活动现金流表现较好，且现金生成能力较强，受益于石化仓储市场行情整体较好，近年公司营收及利润有所增加。
- **深担增信提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，公司经营易受行业景气度影响。**受 COVID-19 疫情影响，2021 年我国原油进口量下降，大宗商品价格快速上涨，且安全生产事故频发下石化行业整治提升力度加码，石油石化行业景气度波动较大，对公司经营造成一定影响。
- **公司供应链业务占用较多资金，风控能力面临一定挑战。**公司供应链业务占用较大资金，保理及融资租赁业务收入总体规模较小，且 2019 年融资租赁业务计提信用减值损失对公司利润有所挤压，中证鹏元将持续关注公司相关业务的风控能力及资金占用情况。
- **公司对外投资的收益存在不确定性。**2020 年末公司所持的两只医药健康类合伙企业账面价值为 0.78 亿元，2020 年对其按权益法核算亏损 128.60 万元；此外，2020 年末，公司存续的债权类投资为 0.80 亿元，未来需持续关注公司对外投资的收益实现情况。

同业比较（单位：亿元）

指标	恒基达鑫	宏川智慧	上海雅仕	中储股份	保税科技
总资产	17.25	63.58	13.47	211.43	34.09
营业收入	3.69	8.48	17.34	488.16	20.64
净利润	1.02	2.50	0.62	5.35	2.34
销售毛利率(%)	48.22	64.33	10.16	2.96	19.95
资产负债率(%)	20.43	62.41	41.40	42.38	27.14

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小

经营状况	弱	净债务/EBITDA	7
公司规模	1	EBITDA 利息保障倍数	7
产品、服务和技术	4	总债务/总资本	7
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	7
经营效率	4	杠杆状况调整分	0
业务多样性	2	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	弱	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-06-23	胡长森、安晓敏	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_fmX 2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2019-05-22	钟继鑫、邓艰	外部特殊支持评价方法 (cspy_ff 2019V1.0) 公司债券评级方法 (py_ff 2017V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

经珠海临港工业区管理委员会经济发展局出具的《关于同意设立合资企业珠海恒基达鑫国际化工有限公司的批复》（珠临港经发[2000]20号）批准，恒基达鑫的前身珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“恒基达鑫有限公司”）于2000年11月7日由珠海实友化工有限公司（以下简称“实友化工”）和Winmark International INC.共同出资成立。恒基达鑫有限公司成立时的注册资本为2,250.00万元，实友化工和Winmark International INC.出资比例分别为70.00%和30.00%。2007年12月，实友化工将其所持恒基达鑫有限公司2.85%、2.15%、3.00%的股权分别转让给珠海市新永鑫企业策划有限公司、珠海新恒鑫咨询服务有限公司、珠海天拓实业有限公司。Winmark International INC.将其所持恒基达鑫有限公司18.00%、5.00%、2.00%的股权分别转让给Legend Power Limited、Actmax Investments Limited、Jolmo Partners Asia Limited。2008年1月18日，恒基达鑫有限公司董事会审议同意整体变更设立股份有限公司。根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告，截至2007年12月31日，恒基达鑫有限公司净资产为15,041.07万元，公司以经审计的净资产折成股本9,000.00万股，其余6,041.07万元计入资本公积。

2008年3月27日，商务部出具《关于同意珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司变更为外商投资股份有限公司的批复》（商务部商资批[2008]421号），批准同意恒基达鑫有限公司整体变更设立外商投资股份有限公司。公司由实友化工、Legend Power Limited、Actmax Investments Limited、Jolmo Partners Asia Limited、珠海天拓实业有限公司、珠海市新永鑫企业策划有限公司、珠海新恒鑫咨询服务有限公司于2008年1月共同发起设立，注册资本为9,000.00万元。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2010]732号”文核准，公司公开发行3,000万股人民币普通股，募集资金净额44,699.04万元，发行后公司股本总额为人民币12,000万元。2010年11月2日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。2015年6月9日，公司非公开发行3,000万股人民币普通股上市，发行后公司股本总额为人民币27,000万元。2017年4月，公司以资本公积13,500万元转增股本，股本总额增至人民币40,500万元。

截至2021年9月30日，公司注册资本仍为40,500万元，珠海实友化工有限公司持有公司42.34%的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人王青运；公司前五大股东明细如表1所示。

表1 截至2021年9月30日公司前五大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例
珠海实友化工有限公司	171,490,000	42.34%
张辛聿	9,150,000	2.26%
乔通	7,500,000	1.85%
珠海横琴新区恒荣润业股权投资合伙企业(有限合伙)	5,957,750	1.47%
珠海天拓实业有限公司	3,385,426	0.84%
合计	197,483,176	48.76%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司主要从事化工品、油品等产品的装卸、仓储、驳运、中转及管道运输业务。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家，明细见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行规模：不超过1亿元（含）；

债券期限和利率：3年，固定利率，并附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利，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；

增信方式：本期债券由深圳市深担增信融资担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

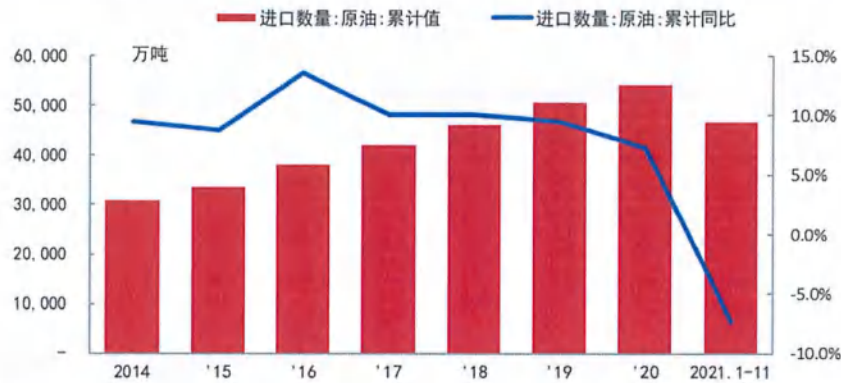
本期债券拟募集资金总额为不超过1亿元（含），扣除发行费用后，将用于偿还公司债务（包括到期的公司债券等）和补充营运资金。

四、运营环境

行业环境

近年我国石油化工行业持续发展，但经济增速放缓背景下原油进口量增速进一步下滑；近年大宗商品价格波动较大，对石化行业的盈利影响较大

石化仓储物流行业与石化行业发展密切相关，也与我国宏观经济形势具有高度的相关性。近年我国工业生产平稳增长，新产业增长较快，进出口总额创历史新高，贸易结构不断优化，随着我国经济发展带来的巨大需求，近年我国石油化工产品进口规模不断增长，但增速逐渐放缓。受“COVID-19”疫情影响，2020年我国全年GDP比上年增长2.3%，2020年我国原油进口量为5.4亿吨，同比增长7.30%。2021年以来，受全球疫情影响，我国原油进口量有所下降，2021年1-11月，原油进口量为4.67亿吨，同比下降7.3%。

图 1 2021 年我国原油进口量有所下降


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

全球大宗商品价格在2014-2015年经历了大幅下跌, 能源类大宗商品价格指数跌幅超过50%, 我国能源类大宗商品价格指数也跟随国际走势出现一轮大幅下跌。上游生产企业严重亏损甚至破产, 主动通过去产能、减产等方式调节供给。2016年以来, 受美元持续走弱、供需结构变动、金融投资加剧等因素推动, 国际能源类大宗商品价格指数出现强劲反弹, 并带动我国能源类大宗商品价格出现一波触底反弹走势。2018年第四季度, 受美制裁伊朗事件影响, 能源类大宗商品价格出现了一定下跌, 但很快企稳回升。2019年国际原油市场错综复杂, 多空交织, OPEC国家和俄罗斯等产油国的减产计划促使油价反弹, 但宏观经济总体不景气及美国页岩油增产促使油价回落, 综合影响下国际油价总体变化不大。但随着COVID-19疫情在全球蔓延, 2020年上半年“停工停产”导致原油需求不足, 原油供给过剩忧虑再现, 叠加产油国联盟恶性竞争, 油价急剧下挫, 中国大宗商品价格总指数及中国大宗商品价格能源类指数随之出现暴跌。2020年下半年, 随着全球疫情控制, 原油需求提升, 且供给端OPEC+执行减产政策, 需求和供给双重因素下推动油价上涨。同时, 为应对疫情对经济造成的冲击, 世界各主要经济体政府出台大规模刺激方案, 通胀预期导致2021年以来全球大宗商品价格快速上涨, 我国大宗商品价格指数也快速上涨, 带动石油、石化相关行业价格走高。

图 2 需求提升及通胀预期导致我国能源类大宗商品价格持续上涨


资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国持续出台环保法律法规，增强对石化行业的环保要求，生产安全事故频发下行业监管力度加码，叠加清洁能源替代压力，石化行业发展面临一定不利影响

近年来，国民环保意识逐步加强，我国政府对环境保护的要求进一步提高。2016年以来，《中华人民共和国大气污染防治法》、《“十三五”生态环境保护规划》、《中华人民共和国水污染防治法修正案(草案)》、《排污许可证申请与核发技术规范(石化工业)》、《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》及《环境污染强制责任保险管理办法(草案)》等法律法规密集出台，对石化行业的环保要求和标准不断提高。

2019年以来，我国出现如“3·21”盐城响水事故、“7·19”河南三门峡重特大事故等多起石油化工生产安全事故，我国各级各地政府密集出台石化行业产业规范指导意见，加码提升化工行业整治力度，通过禁止新增化工园区及推动企业向工业园区集中等多举措进一步加大现有化工园区整治力度。此外，为了响应“碳中和”和“碳达峰”等战略规划，我国政府对环境保护的要求不断提高，对石化行业的环保要求和标准也不断提高。2021年3月，中央发布《十四五规划和2035年远景目标纲要》，明确提出，改造提升传统产业，推动石化等原材料产业布局优化和结构调整，加快化工等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系；深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项，鼓励企业应用先进适用技术、加强设备更新和新产品规模化应用。

面对当前趋严的环保政策及监管环境，石化企业存在双重压力。一方面，石化企业需要不断加大各方面投入，持续改善生产工艺、技术，以使其排放的废弃物达标；另一方面，国家对清洁能源的开发利用程度的逐步加强，能源消费结构有所调整，原煤、原油消费比重整体处于下降趋势，而水电、核电、风电消费比重提升。2019年9月，国家能源局发展规划司司长李福龙表示：2018年我国非化石能源占一次能源消费总量的比重已达14.3%。未来我国清洁能源的应用将更加普遍，清洁能源将渐进取代化石能源，对石化行业带来负面影响。

表2 我国各级各地政府出台石化产业规范指导意见，加码整治提升力度

文件名称	主要内容
应急管理部印发的《化工园区安全风险排查治理导则(试行)》	对化工园区安全风险排查提出了严格准入，规范管理、科学规划，合理布局、系统排查、重点整治等三项基本原则
《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	提出“依法依规推进整治提升”“压减沿江地区化工生产企业数量”“压减环境敏感区域化工生产企业数量”等严厉举措。
《广东省打赢蓝天保卫战行动方案(2018-2020年)》	提出珠三角地区禁止新增化工园区等
《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确提出浙江全省禁止新增化工园区，并加大现有化工园区整治力度

《河北省关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》

推动企业向工业园区集中，并原则上禁止新增化工园区

山东省在完成化工园区认定的同时，也明确指出，今后不再新增化工园区，并将按照“增一撤一”的原则，对全省化工园区数量进行管控

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

珠三角地区港口中珠海港规模最小，且珠海港高栏港区内石化仓储企业较多，竞争较为激烈

珠江三角洲地区港口群以广州港、深圳港、珠海港为主要港口，由于珠三角各港口地理位置毗邻，经济腹地互相重叠，吞吐货物类型相似，港口之间竞争较为激烈，2020年广州港总体吞吐规模最大，而珠海港吞吐规模最小。珠海港由主体港区高栏港区及万山等7大港区组成，其主体港区高栏港区的货物吞吐量约占珠海港的25%，港内石化仓储企业较多，其中罐容及泊位运营实力较强的主要大型石化仓储企业有中化珠海石化储运有限公司、公司及珠海市一德石化有限公司等，竞争较为激烈。

表3 珠三角主要港口货物吞吐量情况

珠海库区	货物吞吐量（亿吨）		集装箱吞吐量（万 TEU）	
	2020年	2019年	2020年	2019年
广州港	6.12	6.06	2,317	2,283
深圳港	2.65	2.58	2,655	2,577
珠海港	1.34	1.38	184	256

资料来源：中华人民共和国交通运输部，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。《公司章程》明确了股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会选举产生，公司董事会由7名董事组成，设董事长1名。公司董事在《公司章程》规定的职权范围内行使权利，每届任期三年，任期届满，可以连选连任。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席一人，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事会主要对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查。

公司根据自身经营管理需要构建了董秘办、财务部、工程部、研发部、生产技术部、商务部、安全环保部、行政管理部、投资发展部、审计部等职能部门。截至2021年9月末，公司组织架构附录二所示。

为加强对子公司的管控，公司制定了《控股子公司管理制度》；成立控股公司时必须按《中华人民共和国公司法》的规定，由股东共同制定公司章程。公司对全资、控股公司每年进行内部、外部审计，内部审计由公司审计部进行，外部审计工作由公司指定会计师事务所进行。

公司董事会成员及高级管理人员均拥有丰富从业经验与资格。截至2021年9月末，公司拥有员工共577人，具体情况如表4所示。

表4 截至2021年9月末公司人员构成（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	329	57.02%
销售人员	63	10.92%
技术人员	86	14.90%
财务人员	19	3.29%
行政人员	80	13.86%
合计	577	100%

学历	人数	占员工总数的比例
硕士以上	11	1.91%
大学本科	103	17.85%
专科	180	31.20%
中专以下	283	49.05%
合计	577	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要为客户提供液体化工品码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务。近年公司业务规模持续扩大，2018-2020年及2021年1-9月仓储装卸业务收入占比分别为91.46%、89.16%、85.56%和86.82%，是公司最主要的收入来源。此外，近年公司以供应链业务为主的其他业务增长较快，2020年实现其他业务收入0.34亿元，对整体收入的贡献度仍有限。从毛利率看，近三年公司销售毛利率稳步提高，主要系各项业务收入规模增加，成本刚性较大所致，受益于石化仓储市场行情整体较好，2021年1-9月公司销售毛利率进一步提高。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储	16,654.50	44.22%	16,834.44	34.28%	13,121.23	27.21%	12,145.00	25.38%
装卸	11,062.30	59.21%	14,763.38	63.50%	11,382.72	59.25%	11,136.88	60.09%
管理服务	1,503.56	32.73%	1,908.93	38.63%	624.47	13.12%	206.85	-10.68%
其他业务	2,703.07	67.89%	3,425.11	56.24%	2,356.18	86.20%	1,968.36	89.29%
合计	31,923.43	50.88%	36,931.85	48.22%	27,484.60	45.22%	25,457.09	45.21%

注：部分合计数与单项加总数略有差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，近三年仓储装卸收入不断增加，但仓储装卸业务易受石化产业景气度影响而存在一定波动

公司为客户提供液体化工品码头装卸和仓储收入服务，包括提供码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务，主要由公司本部、子公司扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“扬州恒基达鑫”）及武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“武汉恒基达鑫”）经营。公司业务具体的经营模式为：公司根据客户需要储存的液体化工品品种、规模和储存时间等条件，参考市场上同类化工品仓储价格，确定收费水平及结算周期。公司与客户签订合同后，客户货物到港，公司进行码头装卸和货物入库工作。客户按照合同约定的付款周期及方式付款。当客户需要提取货物时，公司对客户所需支付的仓储费用进行结算，在客户完成仓储费用支付后公司进行货物出库工作，否则公司将不予进行货物出库。确认收入时，公司按照实际发生仓储、装卸收入分别入账。

公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖长三角、珠三角等沿海发达地区，武汉恒基达鑫投产后，公司业务扩展至中部内陆地区，且武汉恒基达鑫目前为武汉市唯一的固体危化品仓储企业，具备一定的竞争优势。

公司库区由码头装卸船系统、库区及泵站、装车站、控制系统和安防系统组成。截至2021年9月末，公司拥有165个储罐，罐容总量为104.07万立方米。所有的储罐配备有制氮装置，用以对每个罐进行氮封，针对某些物料储存的特殊要求，部门储罐配备有专门的冷却系统、加热系统。

公司三大库区中的珠海库区位于珠海高栏港防波堤内侧根部，由于防波堤的掩护作用，港内水域泊稳条件良好，操作天数长（年平均可操作天数350天），能保障大吨位级船舶的安全靠泊。扬州库区位于长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，上游距南京约45公里。珠海、扬州库区以储存液体化工品为主，储罐可存储醇类、苯类、烷烯烃类等液体化工品以及各类轻质油、燃油。武汉恒基达鑫的建设分为两期，一期占地11万平方米，主要为甲乙丙类化工库、液体罐区及分装系统，主要仓储品含常用液体化工品、固体包装货物及散水液体等，一期项目已于2016年10月建成并投入运营。

表6 截至 2021 年 9 月末公司库区情况

库区	位置	规划吞吐量	储能
珠海	珠海高栏港防波堤内侧根部，拥有珠海码头岸线长 668 米，占地约 22 万平方米	1,000 万吨	储罐 60 个，储罐容量 1,500 立方米至 50,000 立方米，总罐容为 61.30 万立方米
扬州	长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距离南京约 45 公里，占地约 20.18 万平方米	345 万吨	储罐 71 个，总罐容 41.75 万立方米
武汉（一期）	武汉地区唯一的化学品物流中心化工港口物流区内	49 万吨	总货位数约 4 万个，货位年吞吐量可达 49 万吨，液体储罐 34 个，储罐库容约 1.02 万立方米

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018-2020年公司液体化工品储罐利用率波动较大，其中2019年同比下滑较大，主要系公司珠海库区4万m³的储罐因政府地质灾害维护停用、加之珠海片区市场竞争加剧等综合影响所致。2020年石化仓储市场行情整体较好及珠海库区停用的储罐重新启用等因素，公司储罐利用率较上年度有所增加至

87.02%。2021年1-9月石化仓储市场行情继续向好，储罐利用率达到93.05%。

表7 公司仓储罐容利用率情况

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
利用率	93.05%	87.02%	74.91%	95.04%

注：月储罐利用率=月初库存量/月初投用储罐总量（库容*密度），年储罐利用率即取12个月的平均值。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要库区运营情况方面，2018-2020年公司码头靠泊船舶数量和货物吞吐量均有所波动，其中2019年显著下滑，主要系当年贸易商类客户油品货物储藏需求大幅下降导致扬州泊位靠泊船舶数量及吞吐量均下滑，2020年石化仓储市场行情较好，贸易商类客户油品货物储藏需求有所提升，扬州泊位的靠泊船舶数量大幅增加，珠海泊位的货物吞吐量大幅增加。

表8 公司船舶靠泊和货物吞吐量情况（单位：艘次、万吨）

项目	码头靠泊船舶数量				货物吞吐量			
	2021.1-9	2020	2019	2018	2021.1-9	2020	2019	2018
珠海泊位	616	991	915	795	569.43	735.26	380.33	375.96
扬州泊位	694	966	637	2,066	147.66	189.66	125.70	246.34
合计	1,310	1,957	1,552	2,861	717.09	924.92	506.03	622.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在珠海库区和扬州库区仓储产品区别较大，珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、航空煤油及乙二醇等，2020年石化仓储市场行情较好，珠海库区吞吐量大幅增加。扬州库区主要仓储产品为油品（含汽油、石脑油）及乙醇等，其中油品的需求客户主要为贸易商类客户，2019年国内成品油市场需求低迷，国际油价低位徘徊压低贸易商类客户的利润空间及储存意愿，同期扬州库区油品吞吐量大幅下降，导致扬州码头吞吐量明显萎缩。2020年下半年以来油价上涨，带动贸易商类客户储存意愿增强，扬州库区油品吞吐量也有所上升。

表9 公司码头接卸主要油品及化工品吞吐量情况（单位：万吨）

珠海库区	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
对二甲苯	111.78	40.6%	300.72	40.9%	154.03	40.49%	151.32	40.25%
航空煤油	20.83	7.6%	64.11	8.8%	86.12	22.64%	33.08	8.80%
混合芳烃	51.18	18.6%	87.31	11.8%	-	-	-	-
轻质循环油	5.89	2.1%	58.48	7.9%	-	-	-	-
乙二醇	28.75	10.4%	61.93	8.4%	29.98	7.88%	31.81	8.46%
苯乙烯	11.12	4%	41.22	5.6%	14.03	3.69%	9.91	2.64%
冰醋酸	7.92	2.9%	20.8	2.8%	10.23	2.69%	10.22	2.72%
合计	237.47	86.2%	634.57	86.2%	294.39	77.39%	236.34	62.87%

扬州库区	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比

石脑油	17.95	12.16%	10.41	5.49%	21.70	17.26%	122.98	49.92%
汽油	61.05	41.34%	89.44	47.16%	36.14	28.74%	27.93	11.34%
乙醇	15.14	10.25%	15.44	8.14%	27.96	22.24%	-	-
液化气	23.32	15.79%	24.26	12.79%	15.86	12.62%	-	-
MTBE	0.73	0.49%	5.35	2.82%	-	-	14.07	5.71%
丙烯	-	-	-	-	4.63	3.68%	3.64	1.48%
甘油	6.67	4.52%	8.69	4.58%	-	-	-	-
苯	4.2	2.84%	9.22	4.86%	-	-	-	-
合计	129.06	87.39%	162.81	85.84%	106.29	84.55%	168.62	68.45%

注：“-”表示该货品当年吞吐量较低，未统计进本表。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司租罐租期在一年以上为长期，一年以下为短期，公司的化工企业类客户一般有较为稳定的仓储需求，大多选择长期租罐，而贸易商类客户则多选择短期租罐，其中长期租罐有利于提升公司罐容利用率，获得稳定收入。按长、短期租罐收入来看，2018-2020年公司以长期租罐收入为主，其中2019年贸易商类客户储存意愿下降带动短期租罐收入占比较上年明显下降，长期租罐收入占比则较上年显著提高。2021年1-9月，油品及化工品价格上涨，贸易商类客户增多，带动短期租罐收入占比大幅增长，从而使收入中短期租罐占比提升。

表10 公司长、短期租罐收入情况（单位：万元）

项目	短期租罐	长期租罐	合计	
2021年1-9月	收入	8,766.02	7,888.48	16,654.50
	占比	52.63%	47.37%	100%
2020年	收入	5,160.97	11,673.47	16,834.44
	占比	30.66%	69.34%	100%
2019年	收入	1,906.88	11,214.35	13,121.23
	占比	14.53%	85.47%	100.00%
2018年	收入	4,308.45	7,836.55	12,145.00
	占比	35.48%	64.52%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司库区拥有良好的区位优势，库容规模较大，稳定的仓储需求带动长期租罐收入较为稳定，但石油石化行业景气度波动仍对公司经营造成一定影响。

公司仓储装卸业务客户较为稳定，整体集中度不高

公司客户较为稳定，主要系国内大型石化企业，如珠海碧辟化工有限公司、中石化（香港）航空燃油有限公司等。公司主营业务客户集中度一般，2018-2020年前五大客户收入占主营业务收入之比分别为28.58%、32.92%和25.93%。公司下游客户销售主要采取现金、汇款、银行承兑汇票方式结算。结算方式较为灵活，主要以每月结算、季度结算为主，结算周期一般在30-90天，其中，30天以内结算业务占比约50%左右，账期较短，资金回笼速度较快。

公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内。2018-2020年公司前五大采购商采购额占比分别为29.49%、51.47%和38.07%，占比存在一定波动性，其中主要原因是随着在建工程的逐渐完工，采购额中大额工程款减少，日常零星物资采购占比提高。

公司通过股权、债权及银行理财等产品进行对外投资，投资收益逐年增长，未来需关注公司所投医药健康类合伙企业盈利情况及债权类投资的本息安全情况

公司投资收益主要来自股权投资收益、银行理财产品及债券投资收益。截至2020年末，公司权益投资账面净值为1.07亿元，银行理财产品余额为1.69亿元，债权类投资余额为0.80亿元¹。2018-2020年公司分别获得179.88万元、623.26万元和1,073.21万元投资收益，规模逐年增加。但2019-2020年公司持有的恒达创富一期合伙企业及华药恒达创富合伙企业份额按权益法核算分别亏损188.75万元和128.60万元，未来需关注公司所投合伙企业的盈利情况。

公司供应链业务有所发展但占用较多资金，融资租赁业务及保理业务规模不大，且2019年融资租赁业务产生一定坏账，中证鹏元将持续关注该等业务的风控水平

公司供应链业务主要由下属子公司恒基达鑫（香港）国际有限公司（以下简称“恒基达鑫（香港）”）及珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司负责开展，主营进出口贸易供应链管理及相关融资等综合服务。公司利用自身资源优势促成国内外客户与国内外供应商达成交易，并根据交易双方的资信情况，为交易的一方提供进出口贸易货值范围内的融资服务，并收取一定的供应链管理及融资服务费。为实现业务风险控制，公司通过要求融资方向中国出口信用保险公司投保或监控其货物的物权等方式来规避回款风险。2018-2020年公司供应链业务分别实现收入588.95万元、802.56万元和1,175.53万元，持续增加但总体规模不大。值得注意的是，2020年末其他应收款中97.93%为供应链业务相关款项，合计1.67亿元，其中前两大客户占其他应收款的比重为71.85%，客户集中度高，占用公司较多资金。

公司融资租赁业务主要由子公司珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司（以下简称“恒基润业”）运营。恒基润业于2014年设立，依托公司的仓储物流客户资源，通过动产租赁、售后回租、转租赁等方式，着重在化工仓储、节能设备等领域进行租赁事业。恒基润业设立由内部专业人士组成的风控评审会、以及由外部专业人士参与的投资决策会，共同把控融资租赁业务风险。恒基润业当前融资租赁业务处于起步阶段，收入规模不大，主要为公司合并报表范围内的公司提供融资租赁业务，其中2019年出现亏损主要系恒基润业对客户拖欠支付融资租赁费提起诉讼而计提157.07万元信用减值损失所致。

公司保理业务主要由子公司珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司（以下简称“恒旭达”）运营，

¹ 2020年末公司债权类投资主要包含一年内到期信托计划0.70亿元和所持债券0.10亿元。

恒旭达于2015年设立，保理业务的客户主要来自公司贸易类客户。保理业务主要有两种业务模式，一类是针对卖方客户，该类客户将货品购入后存放至公司库区内，待找到合适买家后，将货品从库区出售至买方处，对于这种贸易模式，假若该类卖方客户的买方存在大型优质企业，且存在数月的账期，则恒旭达可以切入到该环节中，为卖方客户提供保理融资。另一类是针对买方客户，将其购买的货品存放在库区内，针对于该类客户，恒旭达可利用公司与买方客户多年合作的关系，切入其上游环节，针对其供应商开展核心客户反向保理业务。受疫情等因素影响，2020年公司未开展新的保理业务，实现保理业务收入216.44万元，收入规模较小。

总体来看，公司供应链业务有所发展，但占用公司较多资金，融资租赁业务及保理业务规模较小，且2019年融资租赁业务计提信用减值损失对公司利润有所挤压。此外，公司该等业务具有一定风险，对人才专业性及风险控制水平有较高要求，中证鹏元将持续关注公司该等业务的经营状况和风控水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第三季度报告，报告均采用新会计准则编制。

公司自2020年1月1日起执行新收入准则。根据新收入准则的衔接规定，首次执行该准则的累计影响数调整首次执行当期期初（2020年1月1日）留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。

表11 公司会计政策变更影响的报表项目情况（单位：元）

受影响的报表项目	2019年末余额	2020年初余额	调整数
预收款项	1,408,370.65	0.00	-1,408,370.65
合同负债	0.00	1,402,011.92	1,402,011.92
其他流动负债	0.00	6,358.73	6,358.73

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

2018-2020年，公司合并报表范围无减少子公司，新增子公司情况如下表所示。

表12 近年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	新增方式	纳入合并报表范围时间
珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650.00	100.00	企业管理咨询	新设	2018年
珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650.00	100.00	企业管理咨询	新设	2018年
武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	70.00	供应链管理	新设	2018年
武汉恒基达鑫企业孵化器有限公司	200.00	70.00	科技企业孵化管理服务	新设	2019年
常熟恒基达鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00	供应链管理	新设	2020年

注：常熟恒基达鑫供应链管理有限公司目前已注销。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模逐年增加，以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，部分资产受限，资产整体流动性不高，且需关注公司对医药健康产业的投资成效

公司资产规模逐年增加，2021年9月末资产总额为18.32亿元，非流动资产占比55.11%。

公司货币资金主要为银行存款，2020年末公司货币资金中受限货币资金为0.42亿元，含用于担保的定期存款或通知存款0.30亿元、保函保证金0.11亿元、诉讼冻结银行存款135.00万元。2020年末公司交易性金融资产主要为银行理财产品。公司应收账款主要为应收仓储业务款及应收保理业务款，2020年末应收账款较上年有所下降，主要系恒旭达保理业务应收账款收回所致。公司其他应收款主要为应收供应链融资本金及代收政府规费等，2020年同比大幅增加，其中应收供应链融资本金为1.67亿元。

2020年末公司固定资产账面价值较上年有所下降，系折旧增加及处置或报废机器设备、港务及库区设施所致。2020年末公司未办妥产权证书的固定资产规模为0.72亿元，系园区政策原因暂未能办理所致。公司无形资产主要包括土地使用权和码头岸线使用权，其中珠海及扬州等地土地使用权合计6宗，面积合计52.61万平方米，以仓储用地、工业用地为主，账面价值为1.50亿元；珠海及扬州两地码头岸线使用权255.88万元。公司其他非流动资产主要为对医药健康产业的合伙企业投资，2020年末为0.80亿元，较上年略有增加，主要系新增对创辰众鑫投资0.02亿元。但值得注意的是，2020年度恒达创富一期合伙企业及华药恒达创富合伙企业份额按权益法核算亏损128.60万元，未来需持续关注公司对医药健康产业投资的实际成效。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.72	14.84%	2.39	13.85%	2.55	15.65%	2.08	13.36%
交易性金融资产	2.35	12.83%	1.71	9.90%	0.63	3.85%	0.00	0.00%
应收账款	1.40	7.63%	0.37	2.17%	0.99	6.07%	0.49	3.12%
其他应收款	1.00	5.47%	1.69	9.79%	0.35	2.13%	0.73	4.69%
流动资产合计	8.22	44.89%	7.05	40.88%	5.04	30.88%	4.81	30.89%
固定资产	6.58	35.92%	6.91	40.04%	7.40	45.36%	7.83	50.23%
无形资产	1.50	8.18%	1.53	8.85%	1.53	9.37%	1.57	10.05%
其他非流动资产	0.96	5.21%	0.80	4.63%	0.78	4.81%	0.50	3.22%
非流动资产合计	10.09	55.11%	10.20	59.12%	11.28	69.12%	10.77	69.11%
资产总计	18.32	100.00%	17.25	100.00%	16.31	100.00%	15.58	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

截至2020年末，公司受限资产主要为保证金及冻结的银行存款0.42亿元、用于借款抵押及售后回租

的固定资产1.03亿元、用于借款抵押的无形资产0.69亿元和投资性房地产197.57万元，资产受限规模合计为2.17亿元，占当期总资产比重为12.56%。

综上，近年公司资产规模有所增加，但仍以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，且部分资产使用受限，公司资产整体流动性不高。

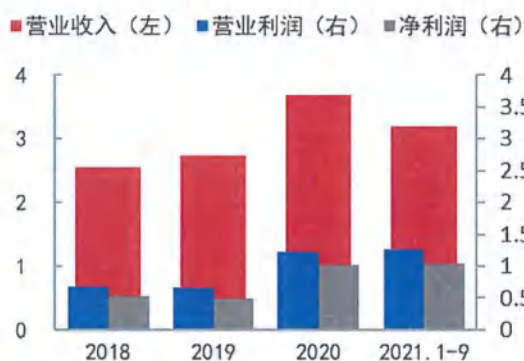
盈利能力

近三年公司营收规模稳步提升，盈利能力有所增强

受石化仓储市场需求较大，行情较好影响，2018-2020年公司营业收入持续增加，其中2020年公司营业收入同比增长34.37%。另外，公司主业仓储业务盈利能力不断增强，营业利润增加，2020年EBITDA利润率及总资产回报率等盈利能力指标也有所提升。

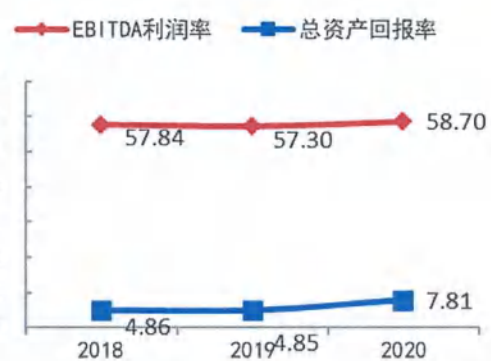
另外，根据《关于珠海市货物港务费征收使用管理的通知》（珠港字【2000】011号），近年公司将收到港务费返还等港口经营相关的政府补助并计入其他收益；同时，近年公司通过债权投资及理财产品等获取投资收益，均对公司利润形成一定补充，但总体规模不大。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年三季度报，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

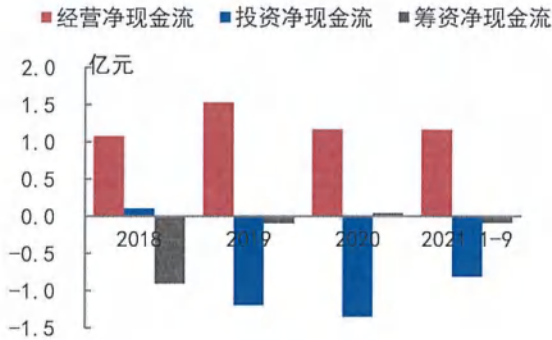
现金流

公司经营活动现金流表现较好，现金生成能力较强

公司客户主要为石化加工企业和贸易企业，结算方式以现金、汇款及票据为主，结算周期较短，公司收现情况较好。2018-2020年公司经营活动现金流均为净流入，表现较好。公司投资活动现金流出主要是公司进行债权投资、购买理财产品以及武汉和扬州两地在建项目的投入，随着项目建设的完工及对外投资的收回和再投资，近年公司投资活动现金流净额有所波动，其中2019年、2020年投资活动现金净流出较多，主要系当期债权投资增加及股权投资增加。筹资活动方面，公司筹资活动现金流有所波动，其中，2020年公司筹资活动现金流表现为净流入主要系偿还债务支付的资金减少。另外，随着公司利润

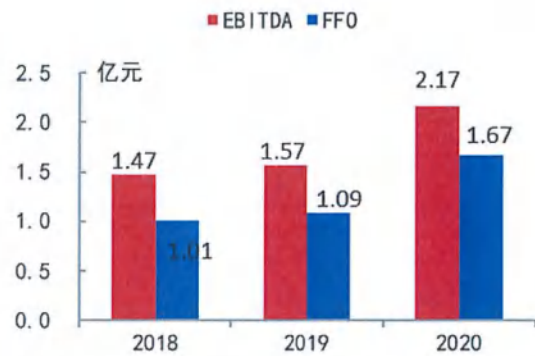
增加，EBITDA、FFO也有所增加，公司现金生成能力较强。

图 5 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司偿债指标表现较好，整体债务压力不大

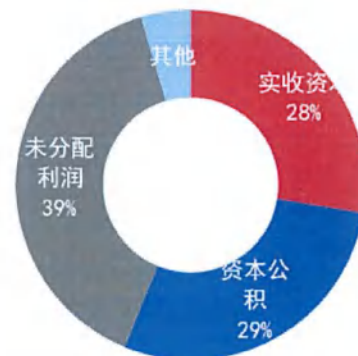
公司负债总额有所增加，2021 年 9 月末达到 3.62 亿元，产权比率为 25%，所有者权益对负债的保障水平仍较高。从公司所有者权益构成来看，未分配利润占比最大，其次为资本公积和实收资本。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

图 8 2021 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

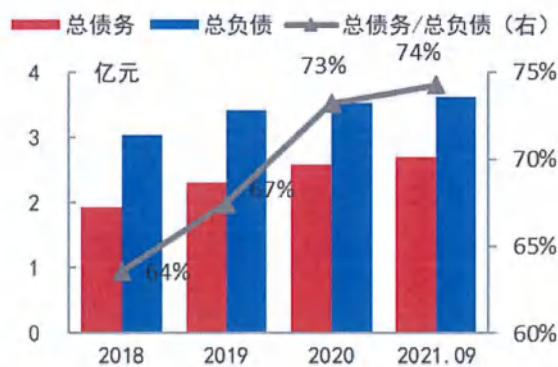
从公司总债务来看，近年公司通过银行借款、发行债券筹集资金，短期借款、长期借款及应付债券规模整体有所增加，2020 年末一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和融资租赁款，公司应付债券为“19 恒达 01”，2021 年 9 月末分类至一年内到期的非流动负债。从公司经营性负债来看，2020 年子公司武汉恒基达鑫支付了土地款，公司应付账款账面价值有所下降。公司递延收益系各类政府补助形成，2020 年有所增加。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

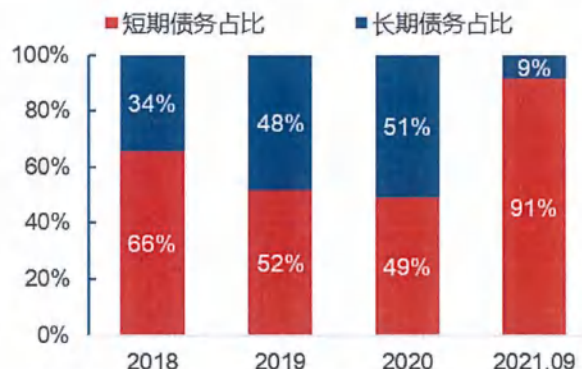
项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.72	47.53%	1.11	31.38%	0.68	19.79%	0.93	30.74%
应付账款	0.28	7.80%	0.31	8.79%	0.55	16.06%	0.55	18.09%
一年内到期的非流动负债	0.75	20.64%	0.16	4.54%	0.51	14.95%	0.34	11.05%
流动负债合计	3.02	83.40%	1.85	52.58%	2.01	58.82%	2.08	68.39%
长期借款	0.23	6.39%	0.32	9.02%	0.07	1.95%	0.50	16.31%
应付债券	0.00	0.00%	1.00	28.27%	0.99	29.09%	0.00	0.00%
递延收益	0.33	9.05%	0.34	9.78%	0.28	8.18%	0.30	9.77%
非流动负债合计	0.60	16.60%	1.67	47.42%	1.41	41.18%	0.96	31.61%
负债合计	3.62	100.00%	3.53	100.00%	3.42	100.00%	3.04	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

随着公司总债务规模增加，总债务占总负债的比重逐年增长，2021年9月末达到74%；从长短期债务结构来看，随着“19恒达01”将于2022年6月到期，2021年9月末短期债务占比达到91%。另外，2020年末公司外币金融资产1.56亿元，外币金融负债为0.88亿元，主要为美元项目，公司面临一定的汇率波动风险。

图 9 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

图 10 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度报，中证鹏元整理

从公司杠杆状况来看，近年公司资产负债率有所上升，但负债水平仍较低。近年公司净债务为负，EBITDA利息保障倍数较高，整体债务杠杆较低。

表15 公司杠杆状况指标

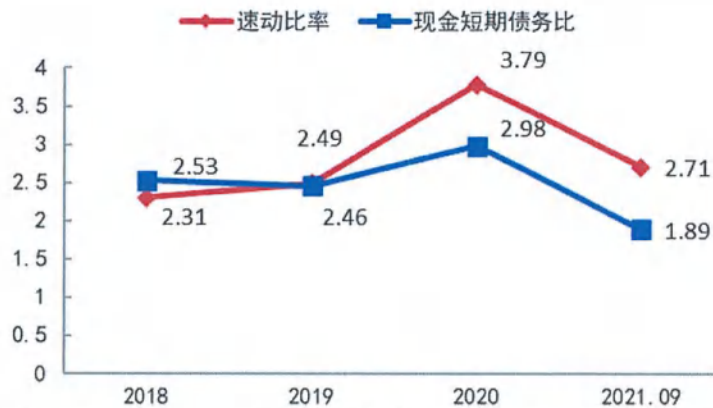
项目	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	19.79%	20.43%	20.95%	19.48%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.36	-0.83
EBITDA 利息保障倍数	-	20.49	13.04	15.18

总债务/总资本	15.49%	15.82%	15.16%	13.33%
FFO/净债务	-	-147.29%	-193.79%	-82.72%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季报，中证鹏元整理

从公司流动性比率来看，近年公司速动比率和现金短期债务比整体有所提高，公司短期偿债压力不大。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季报，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（2022 年 1 月 20 日）、子公司扬州恒基达鑫（2022 年 1 月 6 日）、子公司武汉恒基达鑫（2022 年 1 月 6 日）均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。

九、抗风险能力分析

近年经济增速放缓背景下，原油进口量增速进一步下滑，同时 2021 年受全球疫情影响，我国原油进口量有所下降，为近年来首次下降；同时，近年大宗商品价格波动较大，对石化行业的盈利影响较大。近年我国持续出台环保法律法规，增强对石化行业的环保要求，叠加清洁能源替代压力，对石化行业发展也造成一定影响。

业务方面，公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区；截至 2021 年 9 月末，公司珠海库区储罐容量较大，仓储能力在珠三角具有一定规模优势。但公司供应链业务占用较多资金，风控能力面临一定挑战，对外投资的收益存在不确定性。公司资产负债率水平较低，近年营收及利润有所增长。整体来看，公司具备一定的抗风险能力。

十、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。2018-2020年，公司分别实现营业收入2.55亿元、2.75亿元和3.69亿元，净利润分别为0.53亿元、0.49亿元和1.02亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为1.08亿元、1.53亿元和1.18亿元，公司过往的盈利能力和经营活动产生现金的能力较好。不过我们也注意到，公司融资租赁业务、保理业务及供应链业务整体规模不大，但供应链及保理业务占用较多运营资金，中证鹏元将持续关注该等业务的经营状况及风险控制水平。

此外，公司可通过在资本市场发行债券、信托借款或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注其固定资产及无形资产部分已用于借款抵押，变现存在限制，以及因公司经营状况变化等原因而未达到发行债券、银行授信条件的风险。

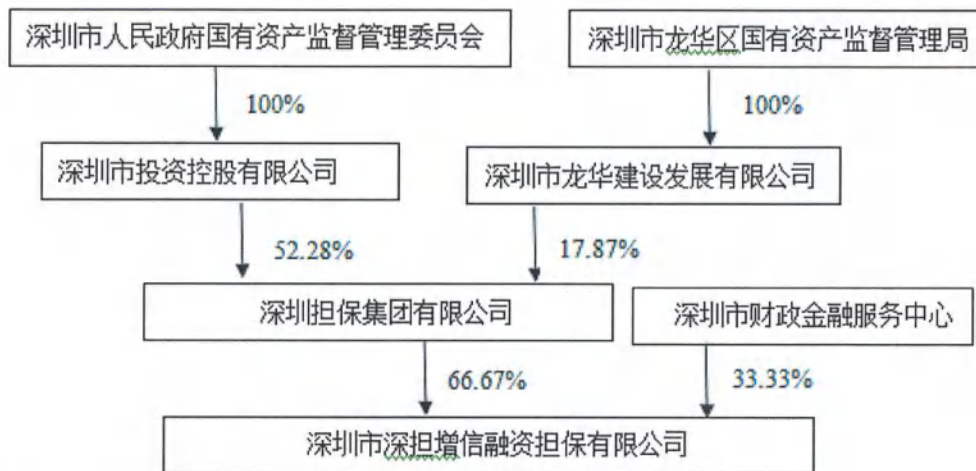
（二）本期债券保障措施分析

深担增信提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

根据深担增信出具的担保函，深担增信在本期债券发行首日至本期债券到期日后两年为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。在保证期间内，如公司在本期债券的兑付日未按约定偿付本期债券本金和/或利息，则深担增信在不超过担保范围的情况下根据担保函向债券持有人履行担保义务。

若本期债券持有人、债券受托管理人在保证期间内未要求深担增信承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前再行向深担增信追偿的，深担增信免除保证责任。同时经本期债券的债券持有人会议核准/批准本期债券利率上调、期限、还本付息方式等发生变更时，需经过深担增信书面同意后，深担增信按照担保函的规定继续承担保证责任。此外根据担保函第十一条，该担保函于本期债券发行申请取得相关监管机构注册并发行成功之日起生效，同时在保证期间内不得变更或撤销该担保函。

深担增信由深圳担保集团有限公司（以下简称为“深圳担保集团”）于2019年11月5日投资设立，初始注册资本为60.00亿元。截至2020年末，深担增信注册资本和实收资本均为60.00亿元，深圳担保集团为深担增信的控股股东，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会为深担增信的实际控制人，深担增信的股权结构如下图所示。

图 12 截至 2020 年末深担增信股权结构图


资料来源：深担增信及深圳担保集团 2020 年审计报告，中证鹏元整理

优化深圳担保集团的业务结构，规范各专业子公司的业务范围，深圳担保集团投资设立深担增信专业从事债券增信和其他大额融资担保业务，后续深圳担保集团新增的直接融资担保业务将由深担增信承接。深担增信于2019年11月18日取得融资担保业务经营许可证（粤（深圳）A0001），2019年深担增信收入为资本金存款取得的利息收入以及发放委贷利息收入，2020年深担增信开始开展担保业务，依托深圳担保集团客户资源优势，深担增信债券担保业务规模快速增长，截至2020年末，深担增信担保业务余额为19.04亿元，全部为直接融资担保业务。因深担增信处于成立初期，业务规模较小。

表16 深担增信主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
总资产	624,139.54	600,907.60
所有者权益合计	614,617.06	600,382.25
货币资金	360,864.32	395,024.87
营业总收入	29,678.68	1,443.14
净利润	14,234.80	382.25
净资产收益率	2.34%	0.00%
融资担保余额	190,413.00	0.00

注：净资产收益率=净利润/（（期初所有者权益+期末所有者权益）/2）

资料来源：深担增信 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

为提高资金使用效率，深担增信还开展一定规模委托贷款业务，截至2020年末，委托贷款业务规模为19.90亿元，贷款客户主要为上市公司股东，单笔金额相对较大，集中度较高，需关注相应的损失风险。

风险管理方面，根据深圳担保集团对下属企业业务管理、内控管理的要求，在深圳担保集团总体风险管理框架下，深担增信制定了涵盖项目审查和评价、项目评审、保后检查等环节的业务流程和风险管理制度。但深担增信成立时间较短，后续各项制度执行情况仍有待观察。

截至2020年末，深担增信总资产为62.41亿元，主要包括货币资金和委托贷款两部分，其中货币资金为36.09亿元，无使用权受限资金，整体代偿能力强。2020年，深担增信实现营业总收入2.97亿元，较上年出现较大增长，深担增信作为实施深圳市民营企业发债千亿计划的主要实施载体，在深圳担保集团的支持下，后续担保业务规模有望保持快速增长。

经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

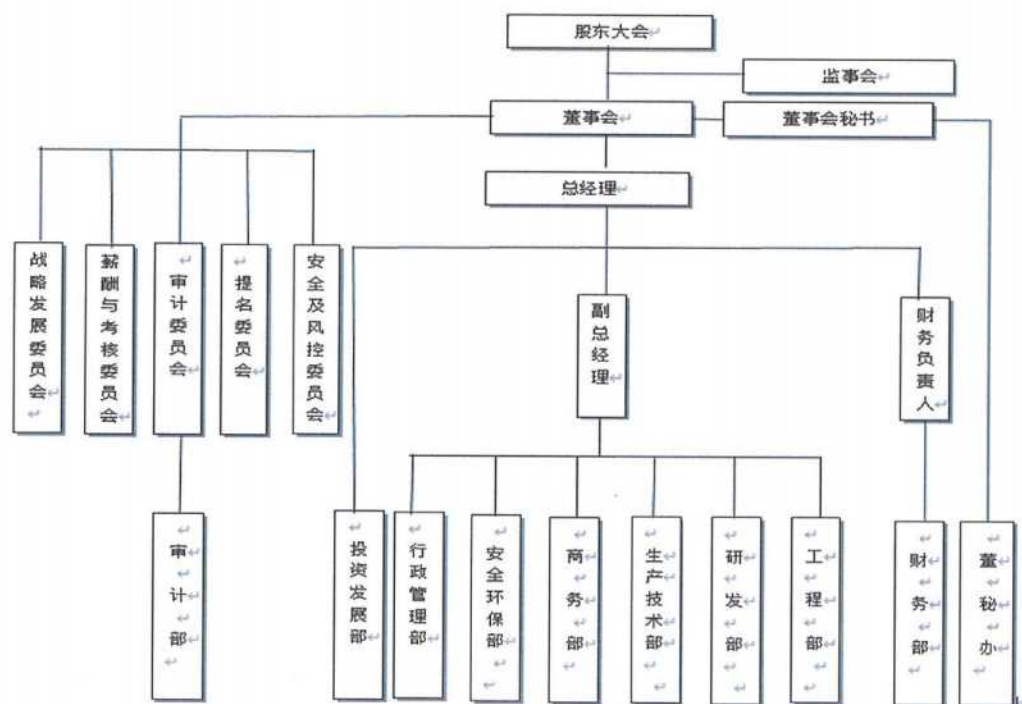
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.72	2.39	2.55	2.08
交易性金融资产	2.35	1.71	0.63	0.00
流动资产合计	8.22	7.05	5.04	4.81
固定资产	6.58	6.91	7.40	7.83
非流动资产合计	10.09	10.20	11.28	10.77
资产总计	18.32	17.25	16.31	15.58
短期借款	1.72	1.11	0.68	0.93
一年内到期的非流动负债	0.75	0.16	0.51	0.34
流动负债合计	3.02	1.85	2.01	2.08
长期借款	0.23	0.32	0.07	0.50
应付债券	0.00	1.00	0.99	0.00
非流动负债合计	0.60	1.67	1.41	0.96
负债合计	3.62	3.53	3.42	3.04
总债务	2.69	2.58	2.30	1.93
归属于母公司的所有者权益	14.57	13.63	12.81	12.43
营业收入	3.19	3.69	2.75	2.55
净利润	1.04	1.02	0.49	0.53
经营活动产生的现金流量净额	1.17	1.18	1.53	1.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.81	-1.35	-1.19	0.11
筹资活动产生的现金流量净额	-0.09	0.05	-0.09	-0.91
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	50.88%	48.22%	45.22%	45.21%
EBITDA 利润率	--	58.70%	57.30%	57.84%
总资产回报率	--	7.81%	4.85%	4.86%
产权比率	24.67%	25.68%	26.50%	24.19%
资产负债率	19.79%	20.43%	20.95%	19.48%
净债务/EBITDA	--	-0.52	-0.36	-0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	20.49	13.04	15.18
总债务/总资本	15.49%	15.82%	15.16%	13.33%
FFO/净债务	--	-147.29%	-193.79%	-82.72%
速动比率	2.71	3.79	2.49	2.31
现金短期债务比	1.89	2.98	2.46	2.53

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录三 2020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	注册资本	持股比例	主营业务
恒基达鑫(香港)国际有限公司	USD3,000.00	100.00%	码头、仓储设施建设与经营，供应链金融服务
珠海横琴新区恒投创业投资有限公司	16,000.00	100.00%	创业投资、创业咨询
珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司	USD5,267.00	100.00%	仓储经营，码头和其他港口设施经营、在港区内从事货物装卸
信威国际有限公司	USD1,100.35	100.00%	投资
武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司	8,000.00	70.00%	普通仓储服务、货物运输代理
珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司	USD4,000.00	100.00%	融资租赁业务
珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司	5,000.00	100.00%	以受让应收账款的方式提供贸易融资
珠海恒基达鑫石化仓储有限公司	100	100.00%	液体化工产品的码头、仓储的建设与经营
鑫创国际有限公司	2.5 万澳门币	100.00%	投资
扬州华鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
珠海横琴新区恒基星瑞股权投资管理有限公司	700	70.00%	投资、资产管理
珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650	100.00%	企业管理咨询
珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650	100.00%	企业管理咨询
武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	51.00%	供应链服务
武汉恒基达鑫企业孵化器有限公司	200	70.00%	科技企业孵化管理服务
常熟恒基达鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100%	供应链管理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 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、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。