广西来宾工业投资集团有限公司

2014年公司债券2015年跟踪信用评级报告

鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话: 0755-82872333
传真：0755-82872090　　邮编: 518040　　网址：http://www.pyrating.cn

鹏元评级
PENGYUAN CREDIT RATING

报告编号：

鹏信评【2015】跟踪第【696】号 01

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：
2021 年 11 月 26 日

债券偿还方式：

每年付息，到期还本，第 3-7 年每年偿还本金 20%

分析师

姓名：
刘逸龙　董斌

电话：
0755-82879719

邮箱：
liuyl@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

广西来宾工业投资集团有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 7 月 27 日	2014 年 10 月 29 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广西来宾工业投资集团有限公司（以下简称“来宾工投”或“公司”）及其 2014 年 11 月 26 日发行的公司债券 （以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内来宾市经济保持增长，公司继续得到地方政府支持以及主营业务表现较为稳定；同时我们也关注到了公司投资规模较大、资产抵押比例较高、有息债务规模较大等风险因素。

正面：

- **2014 年来宾市经济实力有所增长。**2014 年来宾市经济保持增长，全年实现地区生产总值 551.24 亿元，同比增长 6.1%，增速相比 2013 年上升 3.1 个百分点。
- **公司继续得到了当地政府在财政补贴及资产注入方面的支持。**2014 年公司获得财政补贴 7,000 万元，来宾市国有资产监督委员会将广西来宾市交通投资有限公司和来宾市桂中水城开发投资有限责任公司无偿划转给公司。
- **公司主营业务表现相对稳定。**公司实现主营业务收入 26,884.96 万元，较 2013 年增长 9.24%，公司代建收入与租赁收入表现稳定，可持续性较好。

关注：

- **2014 年来宾市政府性基金收入有所下降，市本级财政收入有所下滑，全口径财政收入增速大幅放缓。**受政府性基金收入下滑影响，2014 年来宾市本级财政收入相

较 2013 年下降 8.83%；全口径财政收入 37.95 亿元，比 2013 年增长 4.34%，增速下降 8.61 个百分点。

- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2014 年末公司主要在建市政基础设施项目尚需投入 83.49 亿元，后续公司投资活动资金需求量依然较大。
- **公司资产中抵押比例较高，流动性偏弱。**2014 年末公司投资性房地产余额为 352,374.17 万元，抵押部分占比为 96.60%；公司无形资产账面价值为 445,246.41 万元，抵押部分占比为 85.01%。
- **公司有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力。**截至 2014 年末，公司有息债务规模为 574,335.44 万元，较 2013 年增长 226.10%。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产(万元）	1,721,355.11	1,066,370.00	625,034.83
归属于母公司所有者权益（万元）	887,413.48	788,209.27	396,960.94
有息债务（万元）	574,335.44	176,123.47	142,431.00
资产负债率	48.43%	26.08%	36.48%
流动比率	1.83	1.26	3.70
速动比率	1.80	1.26	3.69
营业收入（万元）	26,884.96	24,616.60	16,862.72
营业利润（万元）	19,465.55	17,865.90	24,979.12
补贴收入（万元）	9,043.52	10,141.61	7,116.80
利润总额（万元）	28,608.55	27,847.26	32,094.56
综合毛利率	96.26%	94.93%	98.04%
总资产回报率	2.08%	3.32%	5.80%
EBITDA（万元）	29,800.47	28,719.87	32,259.42
EBITDA 利息保障倍数	1.04	2.77	3.32
经营活动现金流净额（万元）	1,480.11	54,519.59	48,908.71

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金〔2014〕2493 号文件批准，公司于 2014 年 11 月 26 日公开发行 7 年期 10 亿元公司债券，发行利率为 5.97%。

本期债券起息日为 2014 年 11 月 26 日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，即从本期债券存续期第三年末，按照每年 20%的比例逐年等额偿还本金，利息随本金的兑付一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息。截至 2015 年 6 月 30 日，本期债券尚未到兑付日。

截至 2014 年末，本期债券募集资金已使用 60,800 万元，募投项目进度及募集资金使用情况详见下表。

表 1　截至 2014 年底本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	使用计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额	已投资	已使用募集资金
来宾市棚户区改造项目	88.36	10.00	12.24	6.08

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期，公司股权结构均未发生变更，公司名称由广西来宾市工业投资有限责任公司更为现名。公司经营范围变更为：对来宾市工业园区基础设施及交通、水城基础设施投资、建设、开发经营；筹集政府工业项目建设资金；经授权国有资产经营；房地产开发经营；物业管理；工程施工；对外投资；旅游及文化开发。

跟踪期内，来宾市国有资产监督管理委员会对来宾市桂中水城开发投资有限责任公司出资 9,850.00 万元和对来宾市交通投资有限公司出资 16,145.37 万元，作为对广西来宾工业投资集团有限公司的增资。本次增资完成后，公司注册资本及实收资本均为 89,865.37 万元。公司实际控制人仍为来宾市国有资产监督管理委员会。

2014 年公司报表合并范围增加 2 家子公司，分别为广西来宾市交通投资有限公司和来宾市桂中水城开发投资有限责任公司。

公司报表合并范围减少 4 家子公司，主要原因：根据来国资复[2014]5 号"关于无偿划转市城投公司和市工投公司下属供排水企业国有产权的通知"，公司无偿划出 3 家子公司，分别为来宾市工投水务有限公司、来宾市桂中市政建设工程有限公司、来宾市鑫源净水有限公司；

此外，来宾市通达水泥制品有限公司 2014 年对外出售，不再报表纳入合并范围。

截至 2014 年 12 月 31 日，纳入公司报表合并范围子公司见下表。

表 2　截至 2014 年底纳入公司报表合并范围二级子公司情况表（单位：万元）

子公司名称	子公司级次	注册资本	持股比例	经营范围
广西来宾市交通投资有限公司	一级	16,145.37	100%	工业园区及交通基础设施投资、建设和开发经营。
来宾市桂中水城开发投资有限责任公司	一级	9,850.00	100%	市政工程管理；市政公共设施管理；城市园林绿化管理；游览景区管理；农作物、花卉种植；投资与资产管理；房地产开发与经营；城市线路、管道和设备安装；国内贸易；信息咨询服务。
广西来宾市炬城置业有限公司	一级	1,000.00	100%	矿产品、建材、化工产品（危险化学品除外）销售。
来宾市源通实业有限责任公司	二级	5,000.00	100%	五金交电、化肥、石材、纺织品、建材、办公设备、铝合金制品、化工原料（危险化学品除外）、建筑防水材料、水泥及其制品的仓储、销售、搬运装卸；城市园林绿化管理；房地产开发与经营；水利工程投资与管理；市政工程管理；市政公共设施管理；酒店投资与管理（不直接从事餐饮、酒店经营）。
来宾市天润房地产开发有限责任公司	二级	800.00	100%	房地产开发；商品房预（销）售、建材销售；物业管理、房地产咨询服务、房地产商品交易居间、代理、行纪服务。
来宾市桂中水城旅游投资有限责任公司	二级	100.00	100%	旅游信息咨询；游览景区管理；广告设计、制作、代理、发布；赛事活动策划、文化艺术交流策划、庆典活动策划；礼仪服务；会议、会展服务；票务代理；物业管理；市政公共设施管理；城市园林绿化管理；农作物、花卉种植。
广西武宣县金磐工艺有限责任公司	二级	100.00	51%	城市园林异型石材、石材加工雕刻工艺品、陈设艺术、家庭、酒店、办公、公共装饰石材、城建工程内外石材、水泥砖购销。
来宾市桂中水城物业管理有限公司	二级	60.00	100%	物业管理；园林绿化管理；广告牌位管理；停车场服务及车辆出租；园林绿化工程；花木种植销售；物业租赁代理；自有场地租赁。

资料来源：公司 2014 年审计报告

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,721,355.11 万元，归属母公司所有者权益 887,413.48 万元，资产负债率为 48.43%。2014 年实现营业收入 26,884.96 万元，利润总额 28,608.55 万元，经营活动现金流净额 1,480.11 万元。

三、区域经济与财政实力

2014 年来宾市经济实力有所增强，经济增速有所提升，经济总量规模偏小

2014 年来宾市经济保持增长，全年实现地区生产总值 551.24 亿元，同比增长 6.1%，增速

相比 2013 年上升 3.1 个百分点。2014 年来宾市工业及建筑业同比 2013 年分别增长 6.3%及 4.2%，并且 2013 年来宾市第二产业增速为负值，2014 年来宾市第二产业增加值增速有所提升；2014 年来宾市第三产业的投资房地产增长 34.6%，租赁和商务服务业增长 54.9%，带动了第三产业的增长，2014 年来宾市第三产业增加值增速有所提升，三次产业结构由上年的 26.1：42.6：31.3 调整为 24.2：41.4：34.4。2014 年来宾市工业增加值占 GDP 的比重为 31.5%，由于第二产业规模较小，而且增速低于 GDP 增速，工业增加值占 GDP 的比重比上年回落 0.5 个百分点。

固定资产投资仍旧是推动来宾市经济增长的重要因素，2014 年固定资产投资额达到 431.18 亿元，同比增长 5.1%，由于 2014 年来宾市基本建设投资规模较 2013 年下滑 18.2%，2014 年固定资产增速较 2013 年下滑 5.8 个百分点。2014 年来宾市社会消费品零售总额 134.17 亿元，相比 2013 年增速提升 0.6 个百分点。

表 3　2013-2014 年来宾市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	551.24	6.1%	515.57	3.00%
第一产业增加值	133.43	2.3%	134.45	5.10%
第二产业增加值	228.21	5.9%	219.51	-0.50%
第三产业增加值	189.59	9.3%	161.61	7.80%
固定资产投资	431.18	5.1%	410.42	10.9%
社会消费品零售总额	134.17	11.0%	120.87	10.40%
进出口总额（亿美元）	1.07	-10.7%	1.20	16.50%
存款余额	494.84	10.4%	448.10	10.10%
贷款余额	330.15	10.1%	299.84	16.10%

注：地区生产总值增长率按可比价格计算，下同。
资料来源：来宾市 2013-2014 国民经济与社会发展统计公报

2014 年来宾市公共财政收入略有增长，政府性基金收入有所下降，市本级财政收入有所下滑

2014 年来宾市分别实现全口径及市本级财政收入 153.85 亿元和 45.87 亿元，全口径财政收入较 2013 年相比变化不大，受政府性基金收入下滑影响，市本级财政收入相较 2013 年下降 8.83%。2014 年来宾市全口径和本级公共财政收入分别为 37.95 亿元和 17.52 亿元，相比 2013 年分别均有所增长。

作为少数民族自治区，上级补助收入是来宾市财政收入最主要来源，2014 年来宾市全口径和本级上级补助收入分别为 88.46 亿元和 10.63 亿元，占财政收入 的比重分别为 57.50%和 23.17%，财政收入较为依赖上级补助。

2014 年，来宾市全口径和本级政府性基金收入分别为 27.44 亿元和 17.72 亿元亿元，相比 2013 年下滑 17.45%和 22.82%。

2014 年来宾市全口径和市本级公共财政支出 129.27 亿元和 31.19 亿元，全口径和市本级公共财政收入和公共财政支出的比例分别为 29.36%和 56.17%，公共财政收入对财政支出的覆盖比例较低，财政自给率偏低。

整体来看，2014 年来宾市公共财政收入有所增长，政府性基金收入有所下滑，财政总收入规模变化不大，财政收入较为依赖上级补助收入，公共财政收入对财政支出的覆盖比例较低，财政自给率偏低。

表 4　2013-2014 年来宾市全口径及本级财政收入情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	全口径	本级	全口径	本级
（一）公共财政收入	**37.95**	**17.52**	**36.37**	**17.37**
其中：税收收入	21.56	10.11	20.34	9.53
非税收入	16.39	7.41	16.03	7.84
（二）上级补助收入	**88.46**	**10.63**	**84.00**	**9.98**
其中：返还性收入	4.89	1.77	4.85	1.74
一般性转移支付收入	48.50	2.37	45.75	2.03
专项转移支付收入	35.07	6.49	33.41	6.21
（三）政府性基金收入	**27.44**	**17.72**	**33.24**	**22.96**
财政收入（一+二+三）	**153.85**	**45.87**	**153.61**	**50.31**
公共财政支出	**129.27**	**31.19**	**123.64**	**30.52**
公共财政收入/公共财政支出	29.36%	56.17%	29.42%	56.90%

资料来源：来宾市财政局

四、经营与竞争

2014 年，公司实现主营业务收入 26,884.96 万元，较 2013 年增长 9.24%。公司主营业务模式未发生重大变化，公司主营业务收入主要来源于租赁收入和代建收入，销售水泥、旅游收入和销售石板收入规模较小，对公司利润贡献不大。

表 5　2013-2014 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项　目	2014 年度		2013 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率
租赁收入	7,264.56	98.10%	3,753.65	99.23%
物业服务费	-	-	35.30	100.00%
销售自来水、电表等	-	-	384.55	-57.00%
旅游收入	145.83	87.05%	-	-
销售水泥	566.15	1.61%	558.22	1.74%
销售水泥制品	-	-	68.16	37.92%
销售石板	387.84	33.56%	-	-
工程安装收入	-	-	26.59	10.84%
代建收入	18,519.98	99.82%	19,783.31	100.00%

租金收入	1.60	100%	6.81	100.00%
合计	**26,884.96**	**96.26%**	**24,609.79**	**94.93%**

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司在建基础项目规模较大，存在较大资金压力

2007 年，公司与来宾市人民政府签订了《政府代建项目合作协议书》。根据协议约定，相关项目采取代建模式，由政府授权公司作为投资主体，公司负责项目建设，项目完工后移交给政府，政府以回购方式分期支付公司的代建投资额，回购价款包括代建投资额、融资的利息成本及公司的投资收益，投资收益确认为代建收入，以财政局当年批复的具体金额为准；根据目前的执行情况看，不同项目投资收益的标准存在较大差异，且款项回购存在较大滞后性。

2014 年公司实现代建收入 18,519.98 万元，较 2013 年下滑 6.39%，2014 年代建收入主要来自于河西工业园区建筑工程、河西工业园建筑工程零星工程、来宾市（河南工业园区）公共租赁住房项目（一期）工程等项目（具体见下表）。

表 6　2014 年公司代建收入明细（单位：万元）

项目名称	确认代建收入
磨东水厂至凤凰工业园供水工程	30.25
凤凰工业园建筑及污水处理工程	472.02
河西凤翔路工程	569.33
河西福凌路工程	651.11
河西工业园区主体建筑工程	8,239.73
河西红星路工程	197.93
河西凌湖路工程	134.75
磨东水厂续建工程	18.24
迁江华侨工业园建筑工程	2,833.03
引水入城工程	0.18
长梅村和方村过渡房安置小区	45.75
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程	360.38
滨堤路二期第 III 标段工程	75.73
河西城区路网工程凤翔路沥青路面	129.60
河南工业园道路工程	1,029.66
来宾市（河南工业园区）公共租赁住房项目（一期）工程	3,177.47
来宾棚户区改造项目（一期）	549.76
汇元锰业、华美纸业雨水沟改造工程	5.05
合计	**18,519.98**

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司主要在建项目计划总投资约 125.80 亿元，累计已投入金额为 43.09 亿元，未来仍需较大投入。公司主要在建项目均已签订代建协议，未来公司代建收入有一定持

续性。总体而言，公司项目建设任务较重，政府回购价款的支付存在一定的滞后性，公司需自筹资金先行建设，面临较大的资金压力。

表 7　截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	是否签订代建协议
迁江华侨工业园建筑工程（11 项）	54,680.10	61,732.10	是
河西工业园区主体建筑工程（11 项）	52,801.79	52,986.65	是
凤凰工业园建筑及污水处理工程（9 项）	30,845.73	31,345.24	是
市政引水渠工程	181,354.31	137,145.32	是
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程（11 项）	54,714.32	25,264.69	是
来宾市棚户区改造项目	883,600.00	122,400.01	是
合计	**1,257,996.25**	**430,874.01**	

注：除来宾市棚户区改造项目、市政引水渠工程与来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程外，项目已投资均已超出计划投资额。
资料来源：公司提供

公司租赁业务发展稳定，未来可持续性较好

公司于 2013 年 12 月 20 日与来宾市财政局和来宾市工业区管理委员会签订了河南工业区河南厂房集中区委托管理协议，管理期限为 2014 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，协议约定公司将厂房（包括来宾市河南工业园标准厂房一期、二期、综合楼、宿舍楼及相关配套设施）的资产全权委托来宾市财政局与来宾市工业区管理委员会经营管理，来宾市工业区管理委员会全权负责厂房内厂房、宿舍楼、门面的管理、租赁、经营及维护。其中，委托资产的总建筑面积为 574,378.52 平方米，其中厂房面积 448,044.44 平方米，宿舍楼面积 115,696.63 平方米，商铺面积 10,637.45 平方米，标准厂房的租金标准为 10 元/平方米/月，宿舍楼为 12 元/平方米/月，商铺为 15 元/平方米/月。租金收入由来宾市财政局拨付给公司，公司 2014 年获得租金收入 7,246.54 万元，租金从 2015 年起，以后逐年按上年租金上涨 10%。

公司上述出租物业主要为来宾市工业区河南工业园区凤翔路 48 号 A-D 区的 55 栋标准厂房，以及凤翔路 50 号的 1-25 栋标准厂房。厂房均由公司自建，房产可租面积合计 56.42 万平方米，入账价值 15.30 亿元，目前主要出租给来宾市工业区河南工业园区的企业和相关职工。截至 2014 年底，公司标准厂房中已有 50.19 万平方米、价值 13.64 亿元的房产用于抵押。

表 8　截至 2014 年底公司可出租房产明细

房屋位置	可租面积（平方米）	已租面积（平方米）	入账价值（万元）	是否抵押
凤翔路 48 号 A 区 1-13 栋	80,201.91	80,201.91	21,525.34	是
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79,866.18	71,885.73	21,347.59	是
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98,216.38	78,814.1	26,254.21	是
凤翔路 48 号 D 区 1-13 栋	88,133.51	81,919.2	23,659.79	部分抵押

凤翔路 50 号 1-25 栋	217,734.91	87,017.92	60,185.97	部分抵押
合计	**564,152.89**	**399,838.86**	**152,972.9**	**-**

资料来源：公司提供

公司继续得到了当地政府在财政补贴及资产注入方面的支持

2014 年，根据来宾市财政局文件来财建[2014]634 号《关于批复广西来宾工业投资集团有限公司 2014 年度财政补贴资金的通知，来宾市财政局向公司拨付 7,000 万元财政补贴。

根据来宾市国有资产监督委员会于 2014 年 11 月 6 日出具的"关于对广西来宾工业投资集团有限公司《关于请求无偿划转来宾市水投公司和来宾市交投公司国有产权的请示》的批复（来国资复〔2014〕67 号），将广西来宾市交通投资有限公司和来宾市桂中水城开发投资有限责任公司无偿划转给公司，划转基准日为 2014 年 9 月 30 日，账面净资产超出实收资本的部分增加资本公积 55,925.94 万元。

五、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兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告，2013 年财务数据采用 2014 年期初数。公司财务报表按照新会计准则的规定编制。公司报表合并范围见表 2，跟踪期内，公司合并范围新增两家子公司，分别为广西来宾市交通投资有限公司和来宾市桂中水城开发投资有限责任公司。

资产结构与质量

跟踪期，公司总资产增长较快，但资产中抵押比例较高，流动性偏弱

主要由于银行借款、资产注入及项目投入的持续增加，2014 年公司总资产规模增长较快，截至 2014 年末总资产达到 1,721,355.11 万元，同比增长 61.42%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项和其他应收款构成。2014 年末货币资金余额为 230,423.57 万元，以银行存款为主，货币资金中 30,000 万元为定期存单；2014 年公司货币资金大幅增长主要原因为银行借款大幅增长及 2014 年公司发行公司债募得资金所致。2014 年末预付款项余额 241,809.00 万元，较 2013 年增长 429.72%，主要为预付来宾市棚户区改造项目等项目的工程款，预付新增对象主要为来宾市来安房地产开发有限责任公司（84,000 万元）、广西裕达工程有限公司（51,459.83 万元）、广西西滨房地产开发有限公司（20,942.00 万元）和广西矿建集团有限公司（20,000 万元）等。2014 年公司其他应收款规模 42,134.15 万元，较

2013 年有所减少，主要为来宾市财政局的标准厂房补贴款。

2014 年末公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程和无形资产构成。2014 年末公司投资性房地产余额为 352,374.17 万元，主要为房屋建筑物 155,760.72 万元及土地使用权 192,432.32 万元，其中抵押部分账面价值为 340,391.80 万元，抵押部分占比为 96.60%。2014 年末公司在建工程规模为 366,794.24，较 2013 年增长 99.49%，主要是来宾市政引水渠工程投入新增 127,145.32 万元。2014 年末公司无形资产规模为 445,246.41 万元，相较 2013 年增长 17.63%，新增部分主要是 2014 年公司新纳入合并范围子公司土地资产；截至 2014 年末，公司无形资产中抵押部分账面价值为 378,500.82 万元，抵押部分占比为 85.01%。

整体看，公司资产增长较快，但资产中投资性房地产和无形资产抵押比例较高，公司资产实际流动能力偏弱。

表 9　2013-2014 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**523,333.45**	**30.40%**	**135,544.40**	**12.71%**
货币资金	230,423.57	13.39%	35,356.85	3.32%
预付款项	241,809.00	14.05%	38,399.69	3.60%
其他应收款	42,134.15	2.45%	61,278.22	5.75%
非流动资产合计	**1,198,021.65**	**69.60%**	**930,825.60**	**87.29%**
投资性房地产	352,374.17	20.47%	347,896.29	32.62%
在建工程	366,794.24	21.31%	183,869.99	17.24%
无形资产	445,246.41	25.87%	378,503.16	35.49%
资产总计	**1,721,355.11**	**100.00%**	**1,066,370.00**	**100.00%**

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期，公司业务表现相对稳定，政府补贴对公司利润水平贡献较大

2014 年公司实现营业收入 26,884.96 万元，同比增长 9.21%，收入主要来源于租赁收入和代建收入，公司代建收入规模与 2013 年相比变化不大，增长部分主要是新增的厂房租金收入。2013 年末公司与来宾市财政局和来宾市工业区管理委员会签订了河南工业区河南厂房集中区委托管理协议，未来公司租赁收入可持续性较好。

2014 年公司实现利润总额 28,608.55 万元，其中补贴收入为 9,043.52 万元，占利润总额 31.91%，对利润水平贡献较大。2014 年综合毛利率为 96.26%，相比 2013 年变化不大。

整体看，跟踪期，公司主营业务表现稳定，盈利能力较好，但仍较依赖补贴收入。

表 10　2013-2014 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	26,884.96	24,616.60
营业利润	19,465.55	17,865.90
营业外收入	10,352.27	10,171.33
利润总额	28,608.55	27,847.26
净利润	28,523.88	27,743.38
综合毛利率	96.26%	94.23%
期间费用率	22.67%	18.15%
总资产回报率	2.08%	3.32%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司投资活动现金流缺口较大，较为依赖对外筹资

2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 26,727.83 万元，收现比为 0.99，公司主业回款能力较好。由于支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2014 年公司经营活动净现金流表现相比 2013 年大幅下降，2014 年经营活动产生的现金流量净额为 1,480.11 万元。

公司投资活动现金流出主要系对市政基础设施等项目的资金投入，截至 2014 年末公司主要在建、拟建的市政基础设施项目尚需投入 83.49 亿元，后续公司投资活动资金需求量依然较大。公司筹资活动主要为银行借贷、债券发行以及财政资金往来，2014 年公司新增较大规模长期借款，筹资活动产生的现金流量净额为 233,600.87 万元。未来公司资金需求量仍较大，预计对筹资活动依赖程度较高。

表 11　2013-2014 年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.99	1.68
销售商品、提供劳务收到的现金	26,727.83	41,357.55
收到其他与经营活动有关的现金	56,372.93	128,413.26
购买商品、接受劳务支付的现金	1,010.40	1,715.36
支付其他与经营活动有关的现金	73,110.30	-110,689.82
经营活动产生的现金流量净额	**1,480.11**	**54,519.59**
投资活动产生的现金流量净额	**-70,014.25**	**-85,805.04**
筹资活动产生的现金流量净额	**233,600.87**	**15,743.33**
现金及现金等价物净增加额	**165,066.72**	**-15,542.12**

资料来源：公司 2014 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，存在一定的偿债压力

截至 2014 年末，公司负债规模为 833,651.29 万元，较 2013 年增长 199.76%，主要是 2014 年公司银行借款大幅增长及发行公司债所致。公司 2014 年末有息债务规模 574,335.44 万元，

较 2013 年 226.10%，有息债务主要为银行借款。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款、应付账款和其他应付款均较 2013 年大幅增长。公司短期借款主要是子公司来宾市源通实业有限责任公司向柳州兴业银行借款 13,000 万元；公司应付账款大幅增长，主要是新增应付工程款；2014 年末公司其他应付款为 160,553.18 万元，较 2013 年增长 208.16%，主要是新增应付广西城建投资集团有限公司的棚户区改造资金 84,000 万元。公司一年内到期的非流动负债主要是渤海国际信托有限公司的抵押借款。

公司非流动负债主要为长期借款和、应付债券和专项应付款。2014 年末公司长期借款为 309,553 万元，其中抵押借款为 243,446 万元，大部分抵押借款利率为 6.55%；公司应付债券为 2014 年发行的 10 亿元公司债；2014 年公司专项应付款大幅增长，主要是公司市政基础建设项目获得的专项资金。

根据公司提供的截至 2014 年末有息债务偿还期限分布表，公司 2015 年及 2016 年需分别偿还 109,709.34 万元和 92,825.02 万元，面临一定的偿债压力。

表 12　公司 2013-2014 年主要负债构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比例	金额	比例
短期借款	13,000.00	1.56%	300.00	0.11%
应付账款	48,910.28	5.87%	184.69	0.07%
其他应付款	160,553.18	19.26%	52,100.20	18.73%
一年内到期的非流动负债	61,970.00	7.43%	49,980.00	17.97%
流动负债合计	**286,184.84**	**34.33%**	**107,312.52**	**38.59%**
长期借款	309,553.00	37.13%	117,687.00	42.32%
应付债券	99,213.95	11.90%	-	-
专项应付款	87,566.41	10.50%	492.95	0.18%
非流动负债合计	**547,466.44**	**65.67%**	**170,796.83**	**61.41%**
负债合计	**833,651.29**	**100.00%**	**278,109.36**	**100.00%**
有息债务	**574,335.44**	**68.89%**	**176,123.47**	**63.33%**

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

表 13　截至 2014 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
本金	74,618.00	63,248.00	116,474.00	31,016.00
利息	35,091.34	29,577.02	24,341.47	17,906.25
合计	**109,709.34**	**92,825.02**	**140,815.47**	**48,922.25**

资料来源：公司提供

随着银行借款的增长和债券的发行，2014 年末公司资产负债率大幅提升，2014 年末公司资产负债率为 48.43%，较 2013 年增长 22.35 个百分点；由于公司负债增长主要集中在非流动

负债，因此流动比率、速动比率表现均有所提升。但由于公司债务规模大，利息支出规模大，2014 年 EBITDA 利息保障倍数下降为 1.04。

表 14　2013-2014 年公司偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	48.43%	26.08%
流动比率	1.83	1.26
速动比率	1.80	1.26
EBITDA（万元）	29,800.47	28,719.87
EBITDA 利息保障倍数	1.04	2.77

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期，来宾市经济实力与公共财政收入有所提升，为公司发展提供了较好的外部环境；公司系来宾市政工程建设的投融资主体，继续得到了公司继续得到了当地政府在财政补贴及资产注入方面的支持；跟踪期，公司各项业务经营表现稳定，租赁收入可持续性较好。

同时我们也关注到，由于政府性基金收入下滑，来宾市本级财政收入较 2013 年有所减少，全口径财政收入增速大幅放缓；公司承担的项目建设规模较大，存在资金压力；公司资产抵押比例较高，流动性偏弱；公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA 和本期债券信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一　合并资产负债表 （单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	230,423.57	35,356.85	50,898.97
应收账款	320.95	347.36	16,931.79
预付款项	241,809.00	38,399.69	2,183.09
应收利息	0.69	0.00	0.00
其他应收款	42,134.15	61,278.22	44,277.45
存货	8,645.10	162.29	62.48
流动资产合计	**523,333.45**	**135,544.40**	**114,353.77**
非流动资产：			
可供出售金融资产	10,150.00	10,000.00	0.00
长期股权投资	10,811.89	0.00	10,000.00
投资性房地产	352,374.17	347,896.29	347,483.07
固定资产	12,318.03	10,199.52	10,761.78
在建工程	366,794.24	183,869.99	126,965.36
无形资产	445,246.41	378,503.16	15,020.94
长期待摊费用	63.55	0.00	0.00
其他非流动资产	263.36	356.64	449.92
非流动资产合计	**1,198,021.65**	**930,825.60**	**510,681.06**
资产总计	**1,721,355.11**	**1,066,370.00**	**625,034.83**
流动负债：			
短期借款	13,000.00	300.00	500.00
应付账款	48,910.28	184.69	117.13
预收款项	340.52	59.48	12.15
应付职工薪酬	626.07	262.06	232.39
应交税费	199.74	4,426.10	3,080.71
应付利息	585.06	0.00	0.00
其他应付款	160,553.18	52,100.20	26,990.64
一年内到期的非流动负债	61,970.00	49,980.00	0.00
流动负债合计	**286,184.84**	**107,312.52**	**30,933.02**
非流动负债：			
长期借款	309,553.00	117,687.00	141,931.00
应付债券	99,213.95	0.00	0.00
长期应付款	6,598.49	8,156.47	10,168.29

专项应付款	87,566.41	492.95	624.28
递延所得税负债	44,534.60	44,460.41	44,357.11
非流动负债合计	**547,466.44**	**170,796.83**	**197,080.68**
负债合计	**833,651.29**	**278,109.36**	**228,013.70**
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	89,865.37	63,870.00	63,870.00
资本公积金	551,079.41	506,346.25	142,850.12
盈余公积金	24,845.14	21,922.62	19,059.78
未分配利润	221,623.55	196,070.40	171,181.04
归属于母公司所有者权益合计	**887,413.48**	**788,209.27**	**396,960.94**
少数股东权益	290.34	51.37	60.19
所有者权益合计	**887,703.82**	**788,260.64**	**397,021.13**
负债和所有者权益总计	**1,721,355.11**	**1,066,370.00**	**625,034.83**

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二　合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	26,884.96	24,616.60	16,862.72
营业收入	26,884.96	24,616.60	16,862.72
二、营业总成本	8,214.38	7,163.92	4,198.34
营业成本	1,005.04	1,246.99	330.20
营业税金及附加	1,115.48	1,449.19	883.33
销售费用	130.01	41.25	21.19
管理费用	4,478.15	3,647.46	2,800.17
财务费用	1,485.70	779.04	163.46
三、其他经营收益	794.97	413.22	12,314.74
公允价值变动净收益	296.75	413.22	12,304.74
投资净收益	498.22	0.00	10.00
四、营业利润	19,465.55	17,865.90	24,979.12
加：营业外收入	10,352.27	10,171.33	7,118.32
减：营业外支出	1,209.26	189.97	2.88
其中：非流动资产处置净损失	2.76	1.05	0.00
五、利润总额	28,608.55	27,847.26	32,094.56
减：所得税	84.68	103.88	3,076.30
六、净利润	28,523.88	27,743.38	29,018.25
减：少数股东损益	48.21	-8.82	-13.31
归属于母公司所有者的净利润	28,475.67	27,752.20	29,031.56

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	26,727.83	41,357.55	15,892.74
收到其他与经营活动有关的现金	56,372.93	128,413.26	225,910.93
经营活动现金流入小计	**83,100.75**	**169,770.81**	**241,803.67**
购买商品、接受劳务支付的现金	1,010.40	1,715.36	2,859.68
支付给职工以及为职工支付的现金	1,089.73	1,059.08	703.77
支付的各项税费	6,410.22	1,786.96	4,116.22
支付其他与经营活动有关的现金	73,110.30	110,689.82	185,215.29
经营活动现金流出小计	**81,620.65**	**115,251.22**	**192,894.96**
经营活动产生的现金流量净额	**1,480.11**	**54,519.59**	**48,908.71**
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	256.00
取得投资收益收到的现金	465.58	0.00	10.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	3.25	9,990.00
收到其他与投资活动有关的现金	26,169.67	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	26,635.25	3.25	10,256.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	96,649.50	85,808.29	85,462.18
投资支付的现金	0.00	0.00	10,138.11
投资活动现金流出小计	**96,649.50**	**85,808.29**	**95,600.29**
投资活动产生的现金流量净额	**-70,014.25**	**-85,805.04**	**-85,344.29**
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	300.00	0.00	73.50
取得借款收到的现金	219,663.00	55,500.00	55,500.00
发行债券收到的现金	100,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	**319,963.00**	**55,500.00**	**55,573.50**
偿还债务支付的现金	68,111.50	29,964.00	13,382.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16,424.56	9,220.45	10,242.98
支付其他与筹资活动有关的现金	1,826.07	572.23	172.29
筹资活动现金流出小计	**86,362.13**	**39,756.67**	**23,797.27**
筹资活动产生的现金流量净额	**233,600.87**	**15,743.33**	**31,776.23**
现金及现金等价物净增加额	**165,066.72**	**-15,542.12**	**-4,659.35**
期初现金及现金等价物余额	35,356.85	50,898.97	55,558.31
期末现金及现金等价物余额	200,423.57	35,356.85	50,898.97

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2　合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	28,523.88	27,743.38	29,018.25
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	655.57	641.91	158.23
无形资产摊销	0.00	0.28	0.16
长期待摊费用摊销	14.08	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	2.76	1.05	
固定资产报废损失	0.00	1.17	0.00
公允价值变动损失	-296.75	-413.22	-12,304.74
财务费用	1,548.34	802.72	6.47
投资损失	-498.22	0.00	-10.00
递延所得税负债增加	74.19	103.31	3,076.18
存货的减少	162.29	-99.80	-58.91
经营性应收项目的减少	-78,543.73	-41,334.20	-25,696.86
经营性应付项目的增加	49,837.70	67,073.00	54,719.92
间接法-经营活动产生的现金流量净额	1,480.11	54,519.59	48,908.71

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	48.43%	26.08%	36.48%
流动比率	1.83	1.26	3.70
速动比率	1.80	1.26	3.69
综合毛利率	96.26%	94.93%	98.04%
总资产回报率	2.08%	3.32%	5.80%
EBITDA（万元）	29,800.47	28,719.87	32,259.42
EBITDA 利息保障倍数	1.04	2.77	3.32

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

附录五　主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额＋上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2）]
	存货周转率	营业成本/ [（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/ [（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数＋存货周转天数－应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额＋上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益＋上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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、债务人主体长期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。