

2014 年广西来宾工业投资集团有限公司

**公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員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員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。

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>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【549】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：
每年付息一次，第 3-7
年每年偿还本金的 20%

分析师

姓名：
张涛 刘志强

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2014 年广西来宾工业投资集团有限公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2017 年 6 月 22 日	2016 年 8 月 24 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 2017 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来宾市地方综合财力有所增长，公司代建业务和租赁业务持续性较好，继续得到当地政府在财政补贴方面的支持；同时我们也关注到来宾市经济增速较低，地方综合财力对上级补助依赖性强、财政自给率偏低，公司资产流动性较弱、应收款项占用公司较多资金、建设项目投入资金压力较大、债务压力持续增加等风险因素。

正面：

- 来宾市地方综合财力有所提升。2016 年来宾市全市和市本级地方综合财力分别为 155.85 亿元和 31.12 亿元，分别较上年增长 8.64% 和 9.00%，财政实力有所增强。
- 公司代建政府工程项目较多，未来该业务收入持续性较有保障。截至 2016 年末，公司在建及拟建市政项目计划总投资规模为 147.61 亿元，且主要在建项目已与政府签订了代建协议，未来收入较有保障。
- 租赁业务收入稳定，是公司较为持续的利润来源。公司主要可出租资产与来宾市财政局和来宾市工业区管理委员会签订十年期委托管理协议，期限至 2023 年 12 月 31 日，租赁业务能为公司带来稳定的利润。2016 年，公司实现租金收入合计 9,463.88 万元，较上年增长 12.04%，毛利率为 98.70%。
- 地方政府持续给予公司资金支持。2016 年，地方政府给予公司财政补助 25,111.59

万元，提高了公司的利润水平。

关注：

- **区域经济增速较低，固定资产投资大幅下降。**2016 年来宾市全年完成地区生产总值 589.11 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.9%。受房地产开发投资大幅减少和基础设施投资下降影响，2016 年来宾市固定资产投资出现大幅下降，固定资产投资金额为 370.91 亿元，降幅达 17.4%。
- **来宾市财政对上级补助依赖性强，财政自给率低。**2016 年来宾市全市和市本级地方综合财力分别为 155.85 亿元和 31.12 亿元，上级补助收入分别占比 75.99%和 51.96%；全市和市本级财政自给率分别为 19.01%和 37.02%。
- **公司项目建设所需资金规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2016 年末，公司主要在建和拟建项目后续至少还需投入资金共计 108.32 亿元，资金支出压力较大。
- **公司资产流动性较弱。**2016 年末公司资产以土地资产、代建项目投入、投资性房地产和应收款项为主，其中已抵押资产达到 574,075.30 万元，占总资产比例为 27.75%。
- **公司有息债务规模持续增长，偿债压力增大。**截至 2016 年末，公司有息债务达到 63.52 亿元，占总负债的 64.09%，公司偿债压力增加。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,068,694.53	1,778,703.01	1,721,355.11
所有者权益（万元）	1,077,570.20	931,868.08	887,703.82
有息债务（万元）	635,229.27	492,668.89	490,335.44
资产负债率	47.91%	47.61%	48.43%
流动比率	3.51	3.54	1.83
营业收入（万元）	62,294.13	80,294.86	26,884.96
政府补助（万元）	25,111.59	34,977.14	9,043.52
利润总额（万元）	23,968.99	32,196.47	28,608.55
综合毛利率	21.51%	12.28%	96.26%
EBITDA（万元）	34,960.65	38,528.36	29,800.47
EBITDA 利息保障倍数	0.58	1.09	1.41
经营活动现金流净额（万元）	-139,981.69	1,034.31	1,480.11

资料来源：公司 2014 年和 2016 年审计报告，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

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%。本期债券募集资金拟用于来宾市棚户区改造项目，截至2017年4月27日，募集资金使用情况如下：

表 1 截至 2016 年 4 月 27 日公司募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	拟使用募集资金额	已使用募集资金
来宾市棚户区改造项目	10.00	9.94

资料来源：公司提供

截至2017年4月27日，本期债券募集资金已使用9.94亿元。

关于募投项目的回购情况，公司于本期债券发行前已与来宾市政府签署了《来宾市棚户区改造项目委托代建协议》。根据协议约定，该项目由公司融资建设，由来宾市政府回购，回购款合计92.78亿元，其中包括代建投资额88.36亿元及代建综合服务管理费、投资收益回报4.42亿元。协议约定募投项目回购期限为20年，从2015年到2034年以现金方式按年分期支付，2016年应支付金额2亿元，实际支付金额为2亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、主营业务、控股股东、实际控制人均未发生变动，控股股东和实际控制人均为来宾市国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，公司报表合并范围新增1家子公司。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广西西滨房地产开发有限公司	50%	10,000	房地产开发	划拨

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年末，公司资产总额为206.87亿元，所有者权益为107.76亿元，资产负债率为47.91%；2016年度，公司实现营业收入6.23亿元，利润总额2.40亿元，经营活动现金流净额-14.00亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年来宾市经济总量保持低速增长；受二、三产业投资下降影响，固定资产投资大幅下降

2016年来宾市全年完成地区生产总值589.11亿元，按可比价格计算，同比增长3.9%，地区人均GDP26,885元，地区人均GDP与全国人均GDP之比为49.81%。第一产业增加值147.51亿元，同比增长3.0%；第二产业增加值219.95亿元，同比增长1.5%；第三产业增加值221.66亿元，同比增长7.1%。2016年来宾市国民经济三次产业结构为25.1：37.3：37.6，第三产业比重比上年提升1.2个百分点，来宾市产业结构以第二、第三产业为主。

2016年，来宾市工业增加值为160.92亿元，同比增长2.0%，规模以上工业增加值增长1.8%，其中轻工业增速相对较快，轻、重工业增速分别为2.9%和1.3%。2016年来宾市工业增加值增速较上年有所改善，主要行业中，农副食品加工业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业增长呈增长趋势，电力生产和供应业出现下降。受房地产开发投资大幅下降和基础设施投资下降拖累，2016年来宾市固定资产投资出现大幅下降，降幅达17.4%。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，来宾市社会消费品零售总额保持较高的增长率。此外，存款余额增速明显快于贷款余额。

表 3 2015-2016 年来宾市主要经济指标及增长速度（单位:亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	589.11	3.9%	557.70	3.4%
第一产业增加值	147.51	3.0%	136.60	2.0%
第二产业增加值	219.95	1.5%	218.05	2.1%
第三产业增加值	221.66	7.1%	203.05	6.7%
工业增加值	160.92	2.0%	158.59	-0.1%
全社会固定资产投资	370.91	-17.4%	498.15	3.2%
社会消费品零售总额	159.11	9.7%	145.11	8.2%
进出口总额（亿美元）	0.89	32.8%	0.67	-37.1%
存款余额	607.11	14.90%	528.38	6.68%
贷款余额	405.70	13.07%	358.79	11.11%
地区人均 GDP（元）	26,885		25,667	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	49.81%		52.01%	

注：增长率按可比价格计算。

资料来源：来宾市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报

2016年来宾市全市和市本级地方综合财力均有小幅上升，但公共财政支出增幅较大，财政自给率进一步降低，财政对上级补助依赖性强

2016年来宾市全市和市本级地方综合财力分别为155.85亿元和31.12亿元，分别较上年

增长8.64%和9.00%，财政实力有所增强。近年政府性基金收入持续下降，公共财政收入以及上级补助收入成为地方财力的主要来源。

2016年来宾市全市公共财政收入与上年基本持平，市本级公共财政收入较上年略有上升，全市和市本级税收收入占公共财政收入比重分别为68.27%和62.00%，公共财政收入质量一般。

2016年来宾市上级补助持续增加，全市及市本级的上级补助收入增长率分别为16.98%和55.48%，全市及市本级下，上级补助收入占地方综合财力比重均较高，分别达到75.99%和51.96%，全市对上级补助收入的依赖性强。

受房地产投资不足，土地市场景气度偏低等因素影响，以土地出让收入为主的政府性基金收入大幅下降。

财政支出方面，2016年来宾市全市和市本级财政自给率分别为19.01%和37.02%，财政自给程度低且较上年进一步下降。

表 4 2015-2016 年来宾市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	155.85	31.12	143.45	28.55
（一）公共财政收入	30.32	12.13	30.29	11.61
其中：税收收入	20.70	7.52	19.51	7.16
非税收入	9.63	4.61	10.78	4.44
（二）上级补助收入	118.43	16.17	101.24	10.40
其中：返还性收入	5.24	1.82	4.91	1.76
一般性转移支付收入	66.23	3.11	59.33	2.35
专项转移支付	46.97	11.24	37.00	6.29
（三）政府性基金收入	7.10	2.82	11.92	6.54
公共财政支出	159.52	32.77	139.32	24.53
财政自给率	19.01%	37.02%	21.74%	47.33%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：来宾市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2016年，公司仍主要从事棚户区改造项目和工业园区投融资建设，实现主营业务收入62,294.13万元，较上年下降26.26%，其中完工移交的代建政府工程项目较上年的价值较低是全年收入下降的主要原因，但从毛利率来看，2016年确认收入的项目加成比例提高，代建政府工程业务的毛利率同比上升5.37个百分点。

租赁业务收入主要来自于公司自建的河南工业园区厂房等物业租金，由于签订了委托管理协议，租金收入较为稳定，业务毛利率高，能为公司提供较为持续的利润。建材销售等业务规模较小，对公司利润贡献不大。

表 5 2015-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建政府工程	52,569.99	9.09%	71,293.62	3.72%
租赁	9,463.88	98.70%	8,447.15	94.74%
建材销售	54.88	1.94%	415.67	1.79%
绿化物业服务	165.38	-441.95%	-	-
其他	40.00	16.88%	138.42	23.76%
合计	62,294.13	21.51%	80,294.86	12.28%

资料来源：公司 2016 年审计报告

2016 年代建政府工程收入规模下降，但毛利相对增长，目前在建拟建工程较多，未来业务持续性较好，但面临较大的资金压力

公司是来宾市重要的棚户区改造和工业园区投融资建设主体，受来宾市政府委托，对市主要的棚户区改造和工业园区进行投资建设。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，项目完工后由政府回购。2015 年 12 月公司与来宾市人民政府又签订上述协议的补充协议，调增了部分代建项目以及部分项目建设期限、总投资额等，政府代建项目总投资额由原协议的 222,027.83 万元调增为 400,284.41 万元（暂定，最终金额以结算价为准）。

项目建设完成后，政府与公司签订《委托代建合同》，约定当年向公司回购的工程项目及项目总价款，总价款由总成本及加成、投资回报组成，公司代建收入按代建合同总价款确认，同时结转成本。2016 年公司确认代建政府工程收入 52,569.99 万元，含凤凰工业园建筑及污水处理工程、迁江华侨工业园建筑工程等五个项目，项目加成比例均约定为 10%（含 3% 增值税），业务毛利率较上年提高。协议约定总价款自 2017-2024 年分期支付，同时参照人民银行规定的 5 年期以上贷款基准利率和投资回报给予公司约 5% 的补偿，公司代建资金回笼期较长。

表 6 2016 年确认收入的项目代建资金回款情况（单位：万元）

项目	凤凰工业园建筑及污水处理工程	河南工业园区道路工程	迁江华侨工业园建筑工程	SZ-7T 号桥（盘古桥）	SZ-8T 号桥（桂中桥）	合计

总成本		16,814.11	2,819.58	12,971.27	8,752.30	6,433.63	47,790.89
总价款		18,495.53	3,101.54	14,268.40	9,627.53	7,077.00	52,569.99
回款资金	2017年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2018年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2019年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2020年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2021年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2022年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2023年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	2024年	2,884.50	481.32	2,238.15	1,493.65	1,097.95	8,195.57
	合计	23,076.00	3,850.56	17,905.20	11,949.20	8,783.60	65,564.5

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前，公司仍有较大规模的在建、拟建项目，计划总投资144.34亿元，已投资37.79亿元，未来至少尚需投资108.32亿元。公司主要在建项目均已签订代建协议，未来代建收入有一定的持续性，但项目建设资金需求量大，面临较大的资金压力。

表 7 截至 2016 年 12 月 31 日公司在建拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目 计划总投资	项目已投资	是否签订 代建协议
在建项目			
凤凰工业园建筑及污水处理工程	23,790.72	12,668.57	是
河南工业园道路工程	84,479.20	50.53	是
河西园区主体建筑工程	37,036.36	43,965.44	是
来宾棚户区改造项目（一期）	367,000.00	69,983.20	是
迁江华侨园建筑工程	43,914.57	53,911.08	是
江北片区水环境整治工程项目	181,354.00	170,168.08	是
中南路延长线（新兴路至盘古大道）道路工程	17,913.54	40.73	是
SZ-4T、SZ-5T、SZ-6T 号桥涵工程	4,489.00	5,251.69	是
世行贷款项目	79,600.00	17,453.88	是
宾港作业区二期工程	33,327.00	2,099.94	是
来宾市旧城区基础设施改造项目新兴北路工程	1,581.63	886.30	是
来宾市旧城区基础设施改造项目北四路工程	1,420.55	794.19	是
来宾市汇元路修复工程	172.00	191.92	是
凤凰工业园化工物流中心铁路专用线	23,054.00	30.06	是
海关监管所	6,221.00	2.19	是
经五路纬十路	7,400.00	372.81	是

小计	912,753.57	377,870.61	-
拟建项目			
翠屏东路	8,984.89	-	否
来华路	2,369.55	-	否
棚户区改造项目（二期）	380,800	-	否
棚户区改造项目（三期）	138,500	-	否
小计	530,654.44	-	-
合计	1,443,408.01	377,870.61	-

资料来源：公司提供

随着出租面积增加，公司租赁业务收入稳定增长，该业务毛利率高，是公司较为持续的利润来源

公司租赁收入主要来源于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、凤翔路50号的1-25栋标准厂房的出租业务以及红水河大道33号翠屏水坊商业街。厂房均由公司自建，房产面积可租面积56.42万平方米，入账价值15.58亿元。2016年由于租金上涨等原因，租金收入同比增长12.04%，全年获得租金收入9,463.88万元，毛利率98.70%。

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协议范围内厂房、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，标准厂房的租金收入为7,212.11万元，宿舍楼租金收入为1,792.59万元，商铺为105.23万元。租金收入由来宾市财政局拨付给公司，租金从逐年上涨10%。另外，公司自建的商铺翠屏水坊带来少量租赁收入，2016年租赁收入为171.49万元。

公司出租业务收入较稳定，且毛利率较高，是公司较为持续的利润来源。

表 8 截至 2016 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	21,781.59	是
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79,866.18	79,866.18	21,751.57	是
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98,216.38	98,216.38	26,695.53	是
凤翔路 48 号 D 区 1-13 栋	88,133.51	88,133.51	23,987.34	部分抵押
凤翔路 50 号 1-25 栋	217,734.91	172,166.01	61,566.81	部分抵押

红水河大道 33 号翠屏水坊商业街	38,666.50	38,666.50	11,833.54	部分抵押
合计	602,819.39	557,250.49	167,616.38	

资料来源：公司提供

当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持

作为来宾市基础设施建设主体，公司近年承担了一定规模的棚户区改造和工业园区投融资建设等任务，当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持，2016 年公司共收到政府补贴 25,111.59 万元。

表 9 2016 年公司获得政府补贴情况（单位：万元）

政府文件	补贴金额
来财建[2016]599 号	18,000.00
来财建[2016]600 号	1,241.59
来财建[2016]601 号	5,870.00
合计	25,111.59

资料来源：2016 年审计报告

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2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015年数据采用2016年审计报告期初数，涉及到调整的科目有：原计入在建工程的账面价值465,945.03万元的项目调整至存货科目；原计入无形资产的账面价值为447,447.83万元的土地资产调整至存货科目；原计入专项应付款的95,114.02万元调整至其他应付款科目。

跟踪期内，公司合并报表范围子公司增加1家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模较大，主要以存货和投资性房地产为主，且已抵押资产占比高，应收款项规模大，占用公司大量资金，资产整体流动性偏弱

2016 年末公司总资产规模为 206.87 亿元，同比上升 16.30%。从资产结构来看，主要以流动资产为主，2016 年末流动资产占总资产比重为 70.22%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	219,704.46	10.62%	143,043.80	8.04%
预付款项	11,627.91	0.56%	214,462.32	12.06%
其他应收款	223,701.52	10.81%	33,567.77	1.89%
存货	996,152.08	48.15%	926,039.23	52.06%
流动资产合计	1,452,555.94	70.22%	1,318,114.76	74.11%
可供出售金融资产	30,660.00	1.48%	10,150.00	0.57%
长期应收款	116,797.03	5.65%	71,293.62	4.01%
长期股权投资	36,214.68	1.75%	14,859.42	0.84%
投资性房地产	396,791.12	19.18%	352,452.41	19.82%
固定资产	34,634.95	1.67%	11,580.96	0.65%
非流动资产合计	616,138.59	29.78%	460,588.25	25.89%
资产总计	2,068,694.53	100.00%	1,778,703.01	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。2016 年末货币资金 219,704.46 万元，同比增长 53.59%，主要系发行债券和增加长期借款所致。公司货币主要为银行存款，其中有 30,000 万元定期存单用于质押。2016 年预付账款出现大幅下降，年末金额为 11,627.91 万元，主要是结转了来宾市来安房地产开发有限责任公司 15.90 亿元及来宾市国土资源局 4.45 亿元预付款。其他应收款账面价值 223,701.52 万元，较上年增长 566.42%，主要系与来宾市财政局和来宾市兴宾区征地搬迁安置工作办公室的往来款项，账龄多为 1 年以内，回收风险相对可控，但规模较大，占用大量流动资金。

2016 年末，公司存货总额为 996,152.08 万元，占总资产的 48.15%。存货由代建政府工程、开发土地、开发成本和库存商品构成，分别占公司存货账面价值的 52.87%、44.92%、2.13%和 0.07%。代建政府工程主要为代建市政工程及棚户区改造项目，随着代建项目的完工结算，有望为公司带来一定的收入；开发土地账面总额 447,447.84 万元，土地资产面积共 3,382,739.87 平方米，主要为批发零售兼住宅用地，其中 86.87%的开发土地已被抵押。公司存货规模大，主要体现为代建市政工程和土地资产，且受限的土地资产较多，流动性较弱。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。2016 年公司增加对来宾柳银工投投资基金等的权益工具投资，使得可供出售金融资产期末金额为 30,660.00 万元，较上年增长 202.07%。长期应收款系应收政府代建工程回购款，随着工程项目持续完工回购，长期应付款规模不断增加，该款项回收风险较小但回款周期长，占用公司较多营运资金。长期股权投资方面，2016 年公司出资 10,251.88 万元购买来宾市鑫和小额贷款有限公司 32.88%股权、出资 7,994.80 万元购买

广西来宾三江口建设投资有限公司 40.00%股权、出资 2,998.22 万元购买广西来宾鑫隆创业基金投资管理有限公司 50.00%股权，并对广西来宾市西江投资有限公司和广西广投桂中清洁能源有限公司进行增资，因此 2016 年公司长期股权投资规模大幅增加，年末金额达到 36,214.68 万元，同比增长 143.72%。投资性房地产系公司非流动资产中重要的组成部分，2016 年末账面价值 396,791.12 万元，主要系用于出租的房屋建筑物和土地使用权，其中土地资产账面价值 19.28 亿元，含河南工业区标准厂房、投资发展大厦和翠屏水坊等在内的房产价值投资性房地产账面价值 20.40 亿元。投资性房地产采用公允价值计量，2016 年公允价值增加 19,555.81 万元，其中已抵押部分价值 145,373.67 万元，占比 36.64%。公司固定资产主要为自用房屋及建筑物，2016 年账面价值 34,634.95 万元，较上年增长 199.07%，主要是增加了通用设备和建筑物。

总体来看，公司资产规模较大，但以土地资产、代建项目投入、投资性房地产和应收款项为主，其中所有权受到限制的资产规模为 574,075.30 万元，占总资产比重为 27.75%，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

2016年公司政府代建项目收入减少导致全年营业收入下降，主营业务盈利能力仍较弱，利润主要来自财政补贴

2016年，公司实现营业收入62,294.13万元，同比下降22.42%，下降原因主要是代建政府工程结算移交项目总价款相对较低。从毛利率来看，由于当年与政府签订的协议总价款中加成比例提高，毛利率有所上升。2016年公司租赁收入保持增长，该业务毛利率较高，能为公司提供较为稳定的利润。公司主要业务代建政府工程毛利率虽有所提升，但主营业务所获毛利润仍不能覆盖经营相关费用支出，公司营业利润仍处于亏损状态。

2016年获得政府补助25,111.59万元，较上年有所下降，使得公司利润总额下降。2016年政府补助在利润总额中占比为104.77%，公司利润很大程度上依赖于政府补助。

表 11 公司主要盈利指标

项目	2016 年	2015 年
营业收入（万元）	62,294.13	80,294.86
营业利润（万元）	-995.60	-2,565.93
政府补助（万元）	25,111.59	34,977.14
利润总额（万元）	23,968.99	32,196.47
综合毛利率	21.51%	12.28%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016年，公司主营业务回款表现有所改善，但工程建设投入需求资金较多，经营活动现金流呈现大额流出，有较大的外部融资需求

2016年公司销售商品提供劳务收到的现金规模为70,823.37万元，同比增长209.35%，收现比为1.14，主营业务回款情况有较大改善。但因为2016年公司在建项目建设支出的资金规模较大，加之往来款增加，导致经营活动现金流出金额较大，经营活动产生的现金流量净额为-139,981.69万元，经营活动现金流表现较差。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金净流出48,554.41万元，主要系可供出售金融资产投资、长期股权投资和构建固定资产等的现金支出。目前公司资金需求主要依赖筹资活动，2016年筹资活动现金净流入264,907.01万元，较上年大幅增长。考虑到目前公司在建拟建项目尚需投入资金108.32亿元，未来公司仍面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.14	0.29
销售商品、提供劳务收到的现金	70,823.37	22,894.48
收到的其他与经营活动有关的现金	196,977.40	56,785.22
经营活动现金流入小计	267,800.77	79,679.70
购买商品、接受劳务支付的现金	115,655.33	963.86
支付的其他与经营活动有关的现金	287,245.29	71,733.67
经营活动现金流出小计	407,782.46	78,645.39
经营活动产生的现金流量净额	-139,981.69	1,034.31
投资活动产生的现金流量净额	-48,554.41	-96,569.42
筹资活动产生的现金流量净额	264,907.01	21,155.35
现金及现金等价物净增加额	76,370.91	-74,379.77

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年末公司有息债务规模持续增长，偿债压力加大

2016年公司继续得益于未分配利润的累积和联营公司资本公积的增长，公司年末所有者权益达到107.76亿元，同比增长15.64%。公司负债亦呈现大幅增长，主要系发行债券并增大了银行借款规模，2016年末负债总额达99.11亿元，同比增长17.04%。2016年产权比率为91.98%，自有资本对负债的保障程度一般。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	991,124.33	846,834.93
所有者权益	1,077,570.20	931,868.08
负债与所有者权益比率	91.98%	90.87%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，以非流动负债为主，2016 年末占总负债的为 58.23%。

2016 年末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。2016 年末公司短期借款规模 14,498.69 万元，其中 76.56% 为保证借款、23.44% 为抵押借款，抵押借款的抵押物为公司所持房产和土地使用权。应付账款主要是应付工程款，截至 2016 年末共 25,877.85 万元，较上年减少 36.65%，其中账期一年以内的占比 43.41%。2016 年末，公司其他应付款账面金额为 281,554.65 万元，主要系与当地政府部门和国资企业的往来款，规模较大，其中账龄在 1 年以上的占比 82.88%。一年内到期的非流动负债系即将到期的长期借款和融资租赁款，2016 年末账面金额为 88,211.42 万元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016 年末长期借款账面金额为 382,872.98 万元，主要为抵押、质押借款，抵、质押物为公司持有的房产和土地；2016 年 3 月 15 日公司发行 5 年期中期票据“16 来宾工投 MTN001”，发行金额为 4 亿元，使年末应付债券金额同比增加。公司长期应付款系融资租赁款，2016 年末金额为 10,808.14 万元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14,498.69	1.46%	10,901.32	1.29%
应付账款	25,877.85	2.61%	40,852.22	4.82%
其他应付款	281,554.65	28.41%	266,855.07	31.51%
一年内到期的非流动负债	88,211.42	8.90%	51,973.64	6.14%
流动负债合计	413,971.36	41.77%	372,486.84	43.99%
长期借款	382,872.98	38.63%	328,116.88	38.75%
应付债券	138,838.04	14.01%	99,268.48	11.72%
长期应付款	10,808.14	1.09%	2,408.57	0.28%
非流动负债合计	577,152.97	58.23%	569,462.11	67.25%
负债合计	991,124.33	100.00%	846,834.93	100.00%
有息债务	635,229.27	64.09%	492,668.89	58.18%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司有息债务规模为 63.52 亿元，同比增长 28.94%，占期末负债总额比重为 64.09%，有息债务规模持续增长。公司有息负债中，短期有息负债主要有短期

借款和一年内到期的非流动负债，另外本期债券 2017 年 11 月第一次分期还本日，需要偿还金额为 2 亿元，短期有息负债合计 12.27 亿元，公司长短期压力均较大。

2016年末公司资产负债率为47.91%，负债水平一般。负债中有息负债占比达到64.09%，有息债务比重较大。2016年公司EBITDA规模较上年有所下降，有息负债与EBITDA之比提高，表明公司偿债压力有所增加。整体来看，公司偿债压力增加。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	47.91%	47.61%
流动比率	3.51	3.54
速动比率	1.10	1.41
EBITDA（万元）	34,960.65	38,528.36
EBITDA 利息保障倍数	0.58	1.09
有息债务/EBITDA	18.17	12.79

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年3月31日，公司对外担保余额合计为30.57亿元，多数为对广西来宾城建投资集团有限公司的担保，另有0.72亿元系对来宾市教育局的担保，广西来宾城建投资集团有限公司系来宾市国有资产监督管理委员会全资控股企业，来宾市教育局属于政府相关单位，因此对外担保的损失风险相对可控。

表 16 截至 2017 年 3 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保余额	担保期间	反担保措施
来宾市教育局	7,227.04	2014.10.20-2018.10.19	无
广西来宾城建投资集团有限公司	32,000.00	2015.8.11-2017.8.11	无
广西来宾城建投资集团有限公司	20,000.00	2015.11.18-2017.11.18	无
广西来宾城建投资集团有限公司	40,000.00	2015.11.6-2017.11.6	无
广西来宾城建投资集团有限公司	5,000.00	2015.9.30-2025.9.29	无
广西来宾城建投资集团有限公司	1,450.00	2015.11.9-2024.11.8	无
广西来宾城建投资集团有限公司	100,000.00	2015.11.11-2018.11.11	无
广西来宾城建投资集团有限公司	100,000.00	2016.01.28-2019.01.28	无
合计	305,677.04	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

综合来看，2016年来宾市地方综合财力有所提升，公司在建拟建项目仍较多，代建业务有一定的持续性，租赁业务持续为公司带来稳定的利润，公司获得政府支持力度较大。同时我们关注到，来宾市经济增速较低且固定资产投资大幅下降，财政对上级补助的依赖性高，财政自给率偏低；公司资产流动性偏弱，应收款项对公司资金占用大，项目建设后续所需资金规模较大，存在较大的资金压力，有息债务规模持续增长，偿债压力持续增加。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级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	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	219,704.46	143,043.80	230,423.57
交易性金融资产	231.46	0.00	0.00
应收账款	788.51	801.64	320.95
预付款项	11,627.91	214,462.32	241,809.00
应收利息	0.00	0.00	0.69
其他应收款	223,701.52	33,567.77	42,134.15
存货	996,152.08	926,039.23	8,645.10
其他流动资产	350.00	200.00	0.00
流动资产合计	1,452,555.94	1,318,114.76	523,333.45
可供出售金融资产	30,660.00	10,150.00	10,150.00
长期应收款	116,797.03	71,293.62	0.00
长期股权投资	36,214.68	14,859.42	10,811.89
投资性房地产	396,791.12	352,452.41	352,374.17
固定资产净额	34,634.95	11,580.96	12,318.03
在建工程	0.00	0.00	366,794.24
无形资产	26.65	40.94	445,246.41
长期待摊费用（递延资产）	37.30	40.82	63.55
其他非流动资产（其他长期资产）	976.88	170.08	263.36
非流动资产合计	616,138.59	460,588.25	1,198,021.65
资产总计	2,068,694.53	1,778,703.01	1,721,355.11
短期借款	14,498.69	10,901.32	13,000.00
应付账款	25,877.85	40,852.22	48,910.28
预收款项	485.30	488.59	340.52
应付职工薪酬	223.20	651.56	626.07
应交税费	1,108.93	179.54	199.74
应付利息	2,011.32	584.91	585.06
其他应付款	281,554.65	266,855.07	160,553.18
一年内到期的非流动负债	88,211.42	51,973.64	61,970.00
流动负债合计	413,971.36	372,486.84	286,184.84
长期借款	382,872.98	328,116.88	309,553.00
应付债券	138,838.04	99,268.48	99,213.95
长期应付款	10,808.14	2,408.57	6,598.49
专项应付款	0.00	95,114.02	87,566.41
递延收益	0.55	0.00	0.00

递延所得税负债	44,633.25	44,554.16	44,534.60
非流动负债合计	577,152.97	474,348.09	547,466.44
负债合计	991,124.33	846,834.93	833,651.29
实收资本（股本）	89,865.37	89,865.37	89,865.37
资本公积	555,012.32	555,012.32	551,079.41
盈余公积	30,061.59	28,261.16	24,845.14
未分配利润	209,479.42	250,403.90	221,623.55
归属于母公司所有者权益合计	903,922.01	923,601.78	887,413.48
*少数股东权益	173,648.19	8,266.30	290.34
所有者权益合计	1,077,570.20	931,868.08	887,703.82
负债和所有者权益总计	2,068,694.53	1,778,703.01	1,721,355.11

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业收入	62,294.13	80,294.86	26,884.96
减：营业成本	48,897.49	70,432.32	1,005.04
营业税金及附加	3,644.29	641.99	1,115.48
销售费用	15.98	129.50	130.01
管理费用	4,834.98	6,665.91	4,478.15
财务费用	5,972.72	5,739.33	1,485.70
资产减值损失	95.25	33.10	0.00
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	316.35	78.24	296.75
投资收益（损失以“－”号填列）	-145.39	703.13	498.22
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	-995.60	-2,565.93	19,465.55
加：营业外收入	25,383.83	34,979.60	10,352.27
减：营业外支出	419.24	217.20	1,209.26
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	23,968.99	32,196.47	28,608.55
减：所得税费用	79.49	24.15	84.68
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	23,889.51	32,172.32	28,523.88

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
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	70,823.37	22,894.48	26,727.83
收到其他与经营活动有关的现金	196,977.40	56,785.22	56,372.93
经营活动现金流入小计	267,800.77	79,679.70	83,100.75
购买商品、接受劳务支付的现金	115,655.33	963.86	1,010.40
支付给职工以及为职工支付的现金	1,261.49	1,901.82	1,089.73
支付的各项税费	3,620.36	4,046.05	6,410.22
支付其他与经营活动有关的现金	287,245.29	71,733.67	73,110.30
经营活动现金流出小计	407,782.46	78,645.39	81,620.65
经营活动产生的现金流量净额	-139,981.69	1,034.31	1,480.11
二、投资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00
收回投资收到的现金	1,194.66	600.00	0.00
取得投资收益收到的现金	6.69	647.54	465.58
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	6.56	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.12	50.00	26,169.67
投资活动现金流入小计	1,201.46	1,304.09	26,635.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,362.00	97,073.51	96,649.50
投资支付的现金	33,728.87	800.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	665.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	49,755.87	97,873.51	96,649.50
投资活动产生的现金流量净额	-48,554.41	-96,569.42	-70,014.25
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	183,240.00	8,000.00	300.00
取得借款收到的现金	195,249.04	139,351.92	219,663.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	13,000.00	0.00
筹资活动现金流入小计	378,489.04	160,351.92	319,963.00
偿还债务支付的现金	71,234.82	103,491.10	68,111.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	39,809.25	35,705.47	16,424.56
支付其他与筹资活动有关的现金	2,537.96	0.00	1,826.07
筹资活动现金流出小计	113,582.03	139,196.57	86,362.13
筹资活动产生的现金流量净额	264,907.01	21,155.35	233,600.87
四、现金及现金等价物净增加额	76,370.91	-74,379.77	165,066.72

资料来源：公司 2014、2016 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	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	23,889.51	32,172.32	28,523.88
加：资产减值准备	95.25	33.10	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,468.79	807.08	655.57
无形资产摊销	15.52	12.42	0.00
长期待摊费用摊销	0.00	22.73	14.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.06	6.56	2.76
公允价值变动损失	-316.35	-78.24	-296.75
财务费用	9,470.95	6,067.90	1,548.34
投资损失	145.39	-703.13	-498.22
递延所得税负债增加	0.00	19.56	74.19
存货的减少	-70,112.85	-4,001.25	162.29
经营性应收项目的减少	-202,404.63	-70,258.10	-78,543.73
经营性应付项目的增加	96,766.68	36,933.36	49,837.70
经营活动产生的现金流量净额	-139,981.69	1,034.31	1,480.11

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	47.91%	47.61%	48.43%
流动比率	3.51	3.54	1.83
速动比率	1.10	1.05	1.80
综合毛利率	21.51%	12.28%	96.26%
EBITDA（万元）	34,960.65	38,528.36	29,800.47
EBITDA 利息保障倍数	0.58	1.09	1.41

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例（%）	主营业务
广西来宾市交通投资有限公司	16,145.37	100.00	房地产
来宾市桂中水城开发投资有限责任公司	9,850.00	100.00	房地产
广西来宾市恒达投资管理有限公司	5,000.00	100.00	市场开发
来宾市天润房地产开发有限责任公司	800.00	100.00	建材贸易
来宾市桂中水城旅游投资有限责任公司	100.00	100.00	文旅贸易
广西来宾市炬城置业有限公司	9,000.00	11.11	物业
来宾市桂中水城物业管理有限公司	60.00	100.00	教育投资
广西武宣县金磐工艺有限公司	100.00	51.00	物流
来宾市环城水系开发投资有限公司	3,000.00	100.00	房地产
广西西滨房地产开发有限公司	1,000.00	50.00	房地产开发

注：广西来宾市炬城置业有限公司本年度由国开发展基金有限公司增资 8,000 万元，公司在广西来宾市炬城置业有限公司的持股比例由 100.00%下降为 11.11%，但通过与国开发展基金有限公司签订的投资合同约定，国开发展基金有限公司不参与广西来宾市炬城置业有限公司实际生产经营，公司仍具有控制权，仍将广西来宾市炬城置业有限公司纳入合并范围。

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 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。