

2018 年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司

城市地下综合管廊建设 专项债券信用评级报告



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。

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【2018】第 Z
【1313】号 02

分析师

姓名：
黎佳卉 王一峰

电话：
010-66216006
邮箱：
lijh@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 11 月 13 日

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

2018 年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司 城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：5.00 亿元

评级展望：稳定

债券期限：10 年

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3-10 年末逐年分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对梧州市城市建设投资开发有限公司（以下简称“梧州城投”或“公司”）本次拟发行 5.00 亿元城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，获得外部支持力度很大，以及重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的全额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。但鹏元也关注到本期债券募投项目未来收入实现存在不确定性，公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现不佳，未来面临较大的资金支出压力，偿债压力加重等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年梧州市分别实现地区生产总值 1,078.60 亿元、1,175.60 亿元和 1,338.1 亿元，同比增速分别为 8.30%、7.60% 和 6.70%；全市公共财政收入分别为 92.37 亿元、95.61 亿元和 84.55 亿元，为公司发展提供了良好的外部条件。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事梧州市地区基础设施建设业务，截至 2017 年末，公司主要的在建、拟建项目规模较大，计划总投资合计 133.50 亿元，绝大多数项目已签订代建协议。
- 公司获得外部支持力度很大。2015-2017 年，当地政府和公司股东向公司注入货币

资金和子公司股权，合计增加公司资本公积 15,145.11 万元，有效增强了公司资本实力；梧州市财政局累计向公司拨付政府补贴 15,801.09 万元，一定程度上缓解了公司的资金压力。

- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**兴农担保资本实力强，经营基础好，经鹏元综合评定其主体长期信用等级为 AAA，由其为本期债券提供的全额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：

- **募投项目未来收入实现存在不确定性。**入廊使用费和管廊维护费是本期债券募投项目的重要收入来源，梧州市人民政府将在募投项目投入运营前授予公司收费特许经营权，经营期为 23 年，并对募投项目建设路段实行强制性统一入廊，但未来管廊使用单位数量及实际收费价格尚待市场检验，该收入能否按时、足额的实现存在不确定性。
- **公司营运资金受到占用，资产流动性较弱。**公司资产主要由应收账款、其他应收款、工程施工和投资性房地产构成，2017 年末占总资产的比重分别为 16.08%、14.77%、21.81%和 16.64%。其中，51.22%的应收账款账龄在 3 年以上，54.33%的其他应收款账龄在 1 年以上，对公司营运资金造成一定占用；工程施工和投资性房地产的即时变现能力较弱，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现不佳，资金支出压力较大。**2015-2017 年公司经营活动产生的现金流均表现为净流出，近三年累计净流出共 158,358.27 万元，经营活动现金流表现不佳。截至 2017 年末，公司主要的在建项目尚需投入资金 382,307.70 万元，主要拟建项目计划总投资 822,952.63 万元，公司未来面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司负债总额为 23.91 亿元，较 2015 年末大幅增长 474.84%，资产负债率为 47.69%，存在一定的偿债压力。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	501,400.93	461,364.06	287,493.79
所有者权益（万元）	262,265.32	253,478.50	245,893.12
有息债务（万元）	77,000.00	49,000.00	29,825.00
资产负债率	47.69%	45.06%	14.47%
流动比率	38.23	47.71	8.19
营业总收入（万元）	18,095.39	14,138.88	13,499.82
其他收益	5,300.00	0.00	0.00
营业外收入	1.69-	5,514.33	5,052.62
利润总额（万元）	8,393.59	8,176.98	7,731.51
综合毛利率	18.67%	20.49%	23.97%
EBITDA（万元）	8,448.32	8,214.57	7,776.99
EBITDA 利息保障倍数	3.59	9.04	5.66
经营活动现金流净额（万元）	-63,308.10	-73,706.28	-21,343.89

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

兴农担保主要财务指标：

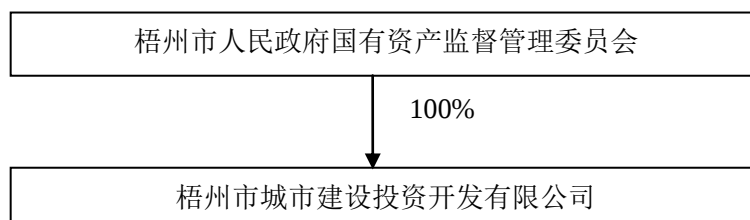
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
风险准备金覆盖率	4.15%	5.42%	5.67%
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：兴农担保2015-2017年审计报告，兴农担保提供，鹏元整理

一、发行主体概况

公司系根据梧州市人民政府“梧政函〔2009〕23号文件”，由梧州市人民政府授权梧州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“梧州市国资委”）出资，于2009年2月成立的国有独资公司。截至2018年3月31日，公司注册资本和实收资本均为2亿元，由梧州市国资委于2009年、2012年分两次缴足，公司实际控制人为梧州市人民政府。

图1 截至2018年3月31日公司股权结构



资料来源：公司提供

公司是梧州市城市基础设施投融资和建设的重要主体之一，主要承担梧州市范围内城市基础设施建设与城市改造建设项目投资、建设、经营和管理、房地产开发与经营等业务。截至2017年12月31日，纳入公司合并报表范围的子公司共八家，具体情况如表1所示。

表1 截至2017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
梧州市桂建建材经营有限公司	480.00	100%	河砂开采、销售；建筑材料、建筑安装装饰材料批发零售
广西梧州基础设施投资管理有限公司	1,000.00	100%	城市基础设施建设的投资与管理、前期工作，城市基础设施的有偿使用与转让，建筑材料批发零售
广西梧州金鼎实业有限公司	5,288.80	100%	房地产开发（三级）、国有直管公房的租赁经营、物业管理，房屋装饰工程，建材批发零售，房地产中介
梧州市锦华物业管理有限公司	50.00	100%	物业管理、房地产中介服务
梧州市金日房地产开发有限公司	2,100.00	55%	房地产开发经营
梧州市金鼎物业管理有限公司	50.00	86%	物业管理、物业租赁
梧州市锦源实业发展有限公司	800.00	100%	房地产开发经营（四级）、物业管理
梧州市长盛综合开发投资有限公司	10,000.00	50%	投资与资产管理、城市基础设施建设与城市改造建设项目的投资等

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司资产总额为501,400.93万元，所有者权益为262,265.32万元，资产负债率为47.69%；2017年，公司实现营业收入18,095.39万元，利润总额8,393.59万元，经营活动现

金流净额-63,308.10万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券；

发行总额：5.00亿元；

债券期限和利率：10年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7、8、9、10年末逐年分别按照债券发行总额10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付；

增信方式：兴农担保为本期债券提供全额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5亿元，其中3.00亿元用于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目（以下简称“募投项目”），2.00亿元用于补充公司营运资金，资金投向明细如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目	120,100	30,000	24.98%
补充营运资金	-	20,000	-
合计	120,100	50,000	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

（一）项目基本情况

1、项目建设内容

城市地下综合管廊是指实施统一规划、设计、施工和管理，在城市地下建造的将电力、通信、供水等市政公用管线，根据规划要求集中敷设在一个构筑物内的市政公用隧道空间设施。综合管廊分为干线管廊和支线管廊。

梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目位于梧州市万秀区南岸片区，具体位于西江南岸，火山路以西。项目建设内容包括全长22,880米的综合管廊（其中干线管廊12,695米，支线管廊10,185米），以及综合管廊的土建、附属工程、管线安装工程和综合管廊监控中心工程（详见附录六）。

2、项目审批情况

截至2018年3月底，该项目获得的审批情况如表3所示。

表 3 梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目审批情况

审批部门	审批内容	文号
梧州市发展和改革委员会	《关于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告的批复》	梧发改投资〔2017〕13号
梧州市国土资源局	《关于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目的用地意见》	梧国土资函〔2016〕964号
梧州市环境保护局	《关于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目的环保初步意见函》	梧环管函〔2016〕66号
梧州市住房和城乡建设委员会	《关于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目规划预审的意见》	梧建函〔2016〕745号

资料来源：公司提供

3、项目投资估算及建设进度

梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目的建设总投资估算为120,100万元，其中建设投资98,163.48万元，其他费用5,387.91万元，预备费6,356.61万元，建设期利息10,192万元，投资估算的分布情况如表4所示。

表 4 梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目投资估算情况（单位：万元）

类别	金额	占预计总投资比例
工程费用	98,163.48	81.73%
其他费用	5,387.91	4.49%
预备费用	6,356.61	5.29%
建设期利息	10,192.00	8.49%
项目总投资	120,100.00	100.00%

资料来源：《梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，鹏元整理

该项目的建设期为24个月，截至2018年3月底，募投项目目前已进入初步设计和招投标阶段，预计于2018年8月正式开工。

（二）项目收益预测及风险分析

根据《梧州市人民政府关于2017年梧州市城市建设投资开发有限公司地下综合管廊建设专项债券募集资金投资项目投资收益情况说明的函》（梧政函〔2017〕34号），梧州市人民政府将在项目正式运营前授予公司该项目的收费特许经营权，经营期为23年。根据梧州市人民政府出具的《梧州市人民政府办公室关于市南岸城市地下综合管廊建设强制入廊的通知》，梧州市南岸片区实施地下管廊建设的道路实行强制性统一入廊。

募投项目建成投入运营后，通过收取入廊使用费和管廊维护费来实现收益。入廊使用费是指梧州市供电公司、梧州市自来水公司等入廊单位为取得入廊管线使用权而支付的费用；管廊维护费是指上述入廊单位支付的管廊运营维护费用。

根据具有工程咨询甲级资质的梧州市城乡建设规划设计院编制的《梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），入廊使用费的标准按照各管线传统的直埋投资成本（含管沟的开挖、支护，以及管材、线缆等费用）100%的标准进行计算，管廊维护费自建设期第2年以50%的比例收取，自运营期第1年起至运营期第23年按100%比例收取。

根据可研报告测算，在运营期内募投项目总共可实现运营收入合计232,071.13万元，在本期债券存续期内（2018年至2027年）的营业收入情况如表5所示。

表 5 本期债券存续期内募投项目运营收入及债务偿还明细表（单位：万元）

项目	建设期		经营期								合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年	
入廊使用费	-	-	15,489.55	15,489.55	15,489.55	15,489.55	15,489.55	15,489.55	15,489.55	15,489.55	123,916.40
维护管理费	-	653.34	1,306.68	1,306.68	1,306.68	1,306.68	1,306.68	1,306.68	1,306.68	1,306.68	11,106.78
营业收入	-	653.34	16,796.23	16,796.23	16,796.23	16,796.23	16,796.23	16,796.23	16,796.23	16,796.23	135,023.18
当期还本	0.00	0.00	9,500.00	9,500.00	9,500.00	9,500.00	14,250.00	14,250.00	14,250.00	14,250.00	95,000.00
当期付息	5,700.00	5,700.00	5,700.00	5,130.00	4,560.00	3,990.00	3,420.00	2,565.00	1,710.00	855.00	39,330.00
本息偿还额	5,700.00	5,700.00	15,200.00	14,630.00	14,060.00	13,490.00	17,670.00	16,815.00	15,960.00	15,105.00	134,330.00
当期结余	-5,700.00	-10,746.66	-9,150.43	-6,984.20	-4,247.97	-941.74	-1,815.51	-1,834.28	-998.05	693.18	-

注：（1）假设项目按计划竣工；（2）假设本期债券存续期为2018年至2027年，利率为6%；（3）当期结余=上期结余+本期运营收入-当期本息偿还额。

资料来源：《梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，鹏元整理

但鹏元注意到，根据梧州市物价局的文件，管廊的有偿使用费原则上由供需双方根据市场情况协商而定。因此管廊的正式收费标准尚需募投项目建成、投入运营后，根据实际市场情况由入廊单位与公司协商制定，且管廊实际使用率或不达预期，因此募投项目的收入实现存在一定不确定性。此外，管廊的投资规模较大、建设周期较长，可能存在建设进度不及预期的风险。

四、外部运营环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政

治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动

质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民

银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 6 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
------	------	------	------

2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例

	知》（发改投资[2017]1266号）		
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关工作人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

梧州市产业结构以传统工业为主，近年经济规模稳步增长，但受宏观环境和供给侧改革影响，近年工业经济增速放缓，固定资产投资为经济增长提供了一定动力

梧州市位于广西壮族自治区东部，现辖万秀区、长洲区、龙圩区、苍梧县、岑溪市、藤县和蒙山县。截至2017年末，梧州市全市常住人口303.70万人，人均GDP规模为44,193元，为同期全国人均GDP的74.07%，整体经济发展水平相对一般。

近年来梧州市经济规模稳步增长，2015-2017年分别实现地区生产总值1,078.60亿元、1,175.60亿元和1,338.1亿元，同比增速分别为8.30%、7.60%和6.70%。从产业结构来看，三次产业结构从2015年的11.3：57.8：30.8调整为2017年的10.2：58.7：31.1，第一产业比重逐年下

降，第二产业结构比重和第三产业比重上升，但以传统行业为主导的第二产业仍为梧州市支柱产业。

梧州市经济以传统工业为主，拥有纺织、化工、食品、机电、制药、造船、轻工、石材等10多个工业门类，工业产业以六大行业为主，分别为黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、废弃资源综合利用业、化学原料和化学制品制造业、木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业和医药制造业。工业产品主要包括瓷质砖、建筑板材、锂离子电池、高岭土等。2017年，梧州市规模以上工业增加值712.8亿元，增速为5.8%，受宏观经济增速放缓和“供给侧改革”的影响，梧州市规模以上工业增加值的增速自2007年的41.1%持续下降至2017年的5.8%。整体来看，梧州市的工业产业面临着传统产业动力减弱、新的增长动力尚未形成等挑战，正处在工业化中期向中后期过渡的阶段，未来需要通过提升工业发展的科技含量、对传统产业升级改造、提高产品附加值等一系列措施进行产业结构调整，目前仍存在一定的转型压力。

固定资产投资方面，梧州市全社会固定资产投资总额从2015年的1,061.30亿元增长至2017年的1,330.2亿元，近年增速均在11%以上，保持较快增长。从产业投向来看，第一产业投资额从2015年的32.70亿元增长至2017年的73.5亿元；第二产业投资额从2015年的496.6亿元增长至2017年的615.0亿元；第三产业投资额从2015年的516.2亿元增长至2017年的641.6亿元，以第三产业投资为主。房地产开发方面，2017年房地产开发投资66.40亿元，商品房销售面积175.90万平方米，同比增长39.40%，2017年三四线城市房地产市场景气度较好，带动商品房销售面积大幅增长。

表 7 梧州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,338.1	6.70%	1,175.60	7.60%	1,078.60	8.30%
第一产业增加值	136.4	4.40%	131.30	3.30%	122.4	3.90%
第二产业增加值	785.7	5.20%	681.50	8.70%	623.9	8.10%
第三产业增加值	416.0	10.40%	362.80	7.20%	332.3	10.60%
工业增加值	729.6	5.60%	629.2	9.30%	572.6	8.50%
固定资产投资	1,330.2	13.80%	1,168.50	11.80%	1,061.30	14.60%
社会消费品零售总额	445.9	12.60%	395.90	8.50%	364.9	11.20%
进出口总额（亿人民币）	60.24	48.9%	40.56	-28.50%	56.70	-26.00%
存款余额	1,133.5	8.50%	1,044.90	13.80%	918.2	7.60%
贷款余额	787.5	9.10%	721.90	8.50%	665.6	7.30%
人均 GDP（元）	44,193		39,072		36,104	
人均 GDP/全国人均 GDP	74.07%		72.38%		73.16%	

资料来源：2015-2017 年梧州市国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

整体来看，梧州市产业结构以传统工业为主，近年经济规模稳步增长，但受宏观经济增速放缓和供给侧改革政策的影响，工业经济增速有所放缓，固定资产投资为经济增长提供了一定动力。

梧州市全市公共财政收入有所波动，收入质量较差，财政自给程度较低；且近年政府性基金收入易受房地产市场影响，未来存在一定不确定性

2015-2017年梧州市全市地方综合财力分别为210.10亿元、220.61亿元和236.24亿元，主要由公共财政收入和上级补助收入构成，2017年梧州市公共财政收入和上级补助收入占地方综合财力的比重分别为35.79%和47.55%。

2015-2017年，梧州市全市分别实现公共财政收入92.37亿元、95.61亿元和84.55亿元，同比增速分别为2.12%、3.50%和-11.56%，2017年有明显下滑，主要系营业税和土地增值税大幅下降所致。2015-2017年梧州市全市税收收入占公共财政收入的比重分别为48.69%、51.50%和53.53%，公共财政收入质量较差。考虑到梧州市经济仍以工业为主，在供给侧改革去产能政策的影响下，经济下行压力仍较大，未来需关注其公共财政收入的实现情况。

作为少数民族自治区，上级补助收入是梧州市地方综合财力的重要来源，2015-2017年梧州市全市上级补助收入规模分别为105.98亿元、108.82亿元和112.34亿元，占当年地方综合财力比重分别为50.44%、49.33%和47.55%，地方综合财力对上级补助依赖较大；同时，2015-2017年上级补助收入中专项转移支付占比分别为41.90%、41.77%和38.16%，梧州市财政支配灵活性受到一定限制。

2015-2017年，梧州市全市政府性基金收入分别为11.75亿元、16.19亿元和39.34亿元，由于政府性基金收入绝大部分为土地出让收入，易受房地产市场影响，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性，对梧州市地方综合财力的稳定性产生较大影响。

2015-2017年梧州市全市公共财政支出分别为214.73亿元、228.26亿元和242.30亿元，主要为教育、城乡社区事务支出、医疗卫生等民生相关的支出。全市财政自给率分别为43.02%、41.89%和34.90%，财政自给程度较低，且呈逐年下降趋势。

表 8 2015-2017 年梧州市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	2,362,385	855,553	2,206,139	737,674	2,101,023	783,263
（一）公共财政收入	845,516	402,108	956,071	470,474	923,727	443,402
其中：税收收入	452,572	154,770	492,353	177,710	449,804	138,151
非税收入	392,944	247,338	463,718	292,764	473,923	305,251
（二）上级补助收入	1,123,428	189,180	1,088,197	183,477	1,059,786	290,524

其中：返还性收入	72,283	30,997	68,061	30,184	69,409	42,952
一般性转移支付收入	622,469	58,969	565,555	52,297	546,335	77,214
专项转移支付	428,676	99,214	454,581	100,996	444,042	170,358
(三) 政府性基金收入	393,441	264,265	161,871	83,723	117,510	49,337
财政总支出	2,626,965	943,658	2,436,403	815,993	2,270,808	1,008,178
(一) 公共财政支出	2,422,995	864,348	2,282,556	754,949	2,147,277	967,395
(二) 政府性基金支出	203,970	79,310	153,847	61,044	123,531	40,783
财政自给率	34.90%	46.52%	41.89%	62.32%	43.02%	45.83%

注：(1) 财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2015 年全市数据来源于梧州市财政局，2015 年市本级财政数据来源于《梧州市 2015 年预算执行情况和 2016 年预算草案》，2016 年数据来源于《梧州市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案》，2017 年数据来源于《梧州市 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案》，鹏元整理

市本级方面，2015-2017年，梧州市本级地方综合财力分别为78.33亿元、73.77亿元和85.56亿元，2016年有所下滑，主要是公共财政收入和上级补助收入波动下滑所致。受营业税和土地增值税规模减少影响，2017年梧州市本级公共财政收入规模大幅减少。受房地产市场波动及土地出让计划的影响，近年梧州市政府性基金收入逐年增长，未来存在一定不确定性。

整体来看，梧州市全市公共财政收入有所波动，税收收入占比不高，收入质量较差，财政自给程度较低，政府性基金易受房地产市场影响，未来仍存在一定不确定性。

五、公司治理与管理

公司制定了《梧州市城市建设投资开发有限公司章程》，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。

梧州市国资委根据梧州市人民政府授权，依照《公司法》《企业国有资产法》等法律、法规及公司章程规定，履行出资人职责。公司不设股东会，由出资人履行股东会的职权，决定公司的经营方针、中长期发展战略规划、任免非由职工代表担任的董事、监事、董事长、副董事长等重大事项。

公司设党支部委员会，其中党支部书记1名，必要时增加副书记1名，党支部委员若干名（含纪检委员1名）。董事长、党支部书记原则上由一人担任。党支部主要职责包括：（1）保障监督党和国家方针政策在公司的贯彻执行，落实上级党组织的重要工作部署等；（2）领导公司党建工作，切实加强公司及下属单位党建工作；（3）研究讨论公司改革发展、重大经营管理事项和涉及职工切身利益的重大问题；（4）审议董事、总经理提议的有关事项以及其他需党支部委员会讨论决定的重大问题。

公司依法设立董事会，成员5人，其中职工代表1名，设董事长1名，董事由出资人委派，职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期三年。公司设监事会，成员5人，其中

职工代表2人，由出资人委派3名（包括监事会主席1名）。总经理、副总经理为公司高级管理人员，可由董事兼任，聘任期每届三年。根据公司提供的说明，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职（任职）的情况。

公司根据自身业务特点及管理需要，设置了综合办公室、党务办公室、财务审计部、工程部、资产部、总工室等6个直属部门。其中资产部下设房管站、体育中心管理站；工程部下设预结算科、施工管理科；总工室下设技术科、招投标管理科；综合办公室下设档案室。

六、经营与竞争

公司是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，2015-2017年公司分别实现营业总收入13,499.82万元、14,138.88万元和18,095.39万元，其中工程建设收入占比均在83%以上，是公司收入的主要来源。此外，房地产开发收入、房产租赁收入、物业费收入对公司营业收入形成一定补充。毛利率方面，公司工程建设业务在协议中约定了投资回报率为20%，2015年该业务毛利率为16.67%，2016年以来受“营改增”影响，工程建设业务毛利率下降至14.17%；使得近年公司综合毛利率有所下降。

表 9 2015-2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	16,591.66	14.17%	12,207.42	14.17%	11,327.08	16.67%
房地产开发	677.91	38.21%	1,067.17	34.65%	1,062.73	26.31%
房产租赁	776.15	98.31%	791.24	100.00%	839.11	100.00%
物业费收入	49.68	12.01%	73.05	9.57%	270.89	84.70%
合计	18,095.39	18.67%	14,138.88	20.49%	13,499.82	23.97%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司工程建设收入受承建项目结算进度影响，公司在建、拟建项目较多，工程建设业务可持续性较好，但后续资金投入使公司面临较大的资金压力

根据公司与梧州市人民政府签订的《梧州市基础设施建设管理协议》（以下简称“建设管理协议”），梧州市人民政府将红岭18号路东北侧与地震台工程、梧州市网球中心工程、梧州市综合训练馆工程、毅德商贸物流城工程、长红小学工程、舜帝大道工程等项目委托公司投资建设。根据协议，公司负责工程项目的质量、进度控制以及投融资工作。工程项目建设完工并经验收合格后，公司将其移交至梧州市城市建设管理部门，并确认收入；移交工程项目的同时，由公司向梧州市人民政府提交工程价款的支付申请。梧州市人民政府收到支付申请经审核后，将工程价款拨付给公司。协议约定，梧州市人民政府支付的工程价款包括工程实际造价和投资

回报，其中投资回报率为工程实际造价的20%。2015年该业务毛利率为16.67%，2016年以来“营改增”全面实施，计提增值税后，工程建设业务的毛利率下降至14.17%。

2015-2017，公司完工并结算了玫瑰湖周边景观综合整治二期工程、长红小学等项目，分别实现工程建设收入11,327.08万元、12,207.42万元和16,591.66万元。

按照梧州市的发展规划，截至2017年末，公司正在建设的项目主要包括梧州市西江四桥工程、舜帝大道工程、梧州市体育中心工程等项目，均已和梧州市人民政府签订了《建设管理协议》，投资回报率均为20%，预期未来可实现较大收益，公司工程建设收入来源较有保障，但结算时间易受工程建设进度影响。

表 10 截至 2017 年末公司主要的在建的基础设施工程情况（单位：万元）

在建项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	已确认收入	是否签订协议
梧州市西江四桥工程	105,154.00	35,584.37	69,569.63	-	是
南岸片区路网工程	98,658.00	30.59	98,627.41	-	是
舜帝大道工程	77,613.00	76.78	77,536.22	-	是
桂江六桥	70,000.00	14.93	69,985.07	-	是
梧州市体育中心工程	32,000.00	31,616.40	383.60	10,800.00	是
游泳馆项目	32,000.00	30,000.00	2,000.00	-	是
毅德商贸物流城	30,000.00	24,696.37	5,303.63	10,660.19	是
新兴二路至红岭 2 号路连接线道路工程	29,109.00	629.02	28,479.98	-	是
南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改造工程	22,660.00	23.51	22,636.49	-	是
梧州市综合训练馆	9,700.00	6,726.51	2,973.49	7,489.85	是
职工文化活动中心	2,966.00	155.45	2,810.55	140.05	是
长洲岛房屋迁改疏工程	1,000.00	51.30	948.70	-	是
道路交通提升工程一军分区	1,000.00	8.28	991.72	-	是
武警支队临时便道工程	154.21	93.00	61.21	-	是
合计	512,014.21	129,706.51	382,307.70	29,090.09	-

注：部分项目在 2015 年已阶段性完工（皆未达到总投资），并确认了收入，该等项目于 2017 年进行了后续建设。

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司主要的拟建项目包括西江六桥、河东骑楼城整修保护工程项目等项目，计划总投资822,952.63万元，同时，考虑到公司主要的在建项目尚需投资382,307.70万元，公司面临较大的资金压力，未来融资需求较大。

表 11 截至 2017 年末公司主要的拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	是否签订协议
西江六桥项目	230,000.00	是

河东骑楼城整修保护工程项目	200,000.00	是
长洲岛棚户区改造（一期）项目	193,895.58	是
南岸片区地下综合管廊工程*	120,100	否
铁路北路改线工程	39,995.00	是
公共地下停车场建设项目	17,000.00	是
苍海大道示范路建设项目	10,164.00	是
梧州市吹风岭转盘至长洲区检察院门前交叉口段道路改造提升工程 II 标段项目	3,200.00	是
梧州市夜景光环境策划项目	1,961.00	是
梧州市山体夜景亮化项目	1,863.00	是
梧高东侧道路项目	1,804.20	是
公共停车智能诱导系统工程	1,000.00	是
旺城广场周边区域交通提升工程	819.85	是
桂江二桥桥头两端转盘交叉口改造项目	600.00	是
三云转盘交叉口改造项目	350.00	是
白云山脚停车场项目（中石油加油站旁）	200.00	是
合计	822,952.63	-

注：*为本期债券募投项目，完工后由公司运营。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司大部分楼盘已经销售完毕，未来房地产开发业务持续性较弱

公司的房地产开发业务主要由子公司广西梧州金鼎实业有限公司（以下简称“金鼎公司”）及其控股的梧州市金日房地产开发有限公司（以下简称“金日地产”）进行，先后开发了富民小区和凤凰台项目。2015-2017年公司分别实现房地产收入1,062.73万元、1,067.17万元和677.91万元，其中富民小区分别贡献收入1,062.73万元、1,067.17万元和472.87万元。截至2017年末，公司在售的房地产项目为富民小区项目，项目总用地面积40,176.17平方米，实际用地面积37,145.73平方米，总建筑面积147,058.72平方米，主要包括2栋11层小高层住宅、6栋18层高层住宅以及1栋20层的高层住宅，配套建设有物业管理用房、文化活动中心、社区卫生服务站和公厕，可售面积为34,385.95平方米，截至2017年底，剩余可售面积为13,810.17平方米。考虑到公司目前已开发的项目剩余可售面积有限，且暂无下一步开发计划，房地产收入规模逐年减少，公司未来房地产开发业务持续性较弱。

公司的租赁收入较为稳定，对公司收入有一定补充

租赁收入主要系公司本部所拥有的136处房产和金鼎公司拥有的223处房产的租金收入。公司本部的136处房产（大部分为住宅）已整体出租给梧州市市政和园林管理局（以下简称“市政园林局”），由市政园林局负责对外租赁，每年由梧州市财政局代其向公司支付租金，2015-2017年每年租金为160万元。金鼎公司的文化中心房产（商铺）则租赁给梧州市文化旅游

投资有限公司（以下简称“文旅投”），每年由梧州市财政局代其向公司支付租金，2015-2017年每年租金为180万元。此外，金鼎公司拥有的另外222处房产（大部分为商铺）则由金鼎公司直接租给商户，租金以金鼎公司与商户签订的租赁合同为准。考虑到公司整体出租给市政园林局、文旅投的房产由梧州市财政局进行支付，且金额固定，该部分租金收入较为稳定；由金鼎公司直接租赁给商户的房产大部分位于梧州市河东老城区“骑楼城”商业区，地段较好，未来的租金收入具有一定的持续性，总体上租金收入较为稳定，对公司收入形成一定补充。但鹏元也关注到，公司的房产多为砖木结构建筑，且“骑楼城”商业区为“老旧城区”，公司的房产因年代久远而残值较低，且一定程度上存在火灾等安全隐患。

公司为梧州市城市开发的重要投融资主体，获得外部支持力度很大

近几年公司承担了较多的梧州市城市工程建设项目，资金需求量较大。为缓解公司的资金压力，梧州市人民政府和公司股东通过资产注入、政府补助的方式，给予公司很大支持。

自2012年起，梧州市财政局及股东多次向公司本部及金鼎公司注入资产以增加资本实力。2015年梧州市财政局分别向公司本部及子公司金鼎公司注入货币资金7,890.00万元和6,800.00万元。2017年5月，根据梧国资函〔2017〕62号《关于对锦源实业公司变更股东的批复》，公司股东将梧州市锦源实业发展有限公司的100%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积455.11万元。

表 12 近年来政府资产注入情况（单位：万元）

注入日期	注入资产内容	注入对象	增加资本公积
2015 年 5 月	货币资金 7,890.00 万元	公司本部	7,890.00
2015 年 5 月	货币资金 6,800.00 万元	金鼎公司	6,800.00
2017 年 5 月	梧州市锦源实业发展有限公司 100%股权	公司本部	455.11
合计	-	-	15,145.11

资料来源：公司提供，鹏元整理

财政补贴方面，2015-2017年，梧州市财政局分别向公司拨付了政府补助5,000万元、5,501.29万元和5,300.00万元，提高了公司的利润水平，并一定程度上缓解了公司的资金压力。

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2015-2017年三年连审审计报告，财务报表均采用新会计准则编制。截至2017年末，纳入公司合并报表范围的子公司情况见表1。2015-2016年公司合并报表范围未变化，2017年合并报

表范围新增2家子公司，详见表13。

表 13 2017 年公司合并报表范围新增公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
梧州市锦源实业发展有限公司	100%	800.00	房地产开发经营等	划拨
梧州市长盛综合开发投资有限公司	50%	10,000.00	投资与资产管理、城市基础设施建设等	新设

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司近年资产规模大幅增长，主要由应收账款、往来款、工程施工和投资性房地产构成，整体资产流动性较弱

得益于公司的日常经营积累以及吸收外部投资，近三年公司资产规模不断增长。截至2017年末，公司总资产达到50.14亿元，近三年复合增长率为32.06%。

公司资产以流动资产为主，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2017年末，公司货币资金7.71亿元，较2015年末大幅增长280.64%，主要是由于2016年梧州粤桂合作特别试验区基金一号投资中心（有限合伙）（以下简称“粤桂基金”）对公司及子公司广西梧州基础设施投资管理有限公司（以下简称“基投公司”）投入15亿元投资款所致。公司货币资金全部为银行存款，无使用受限情况。公司的应收账款规模逐年增加，2017年末应收账款余额为8.10亿元，计提坏账准备405.16万元后，账面价值为8.06亿元，其中99.69%为应收梧州市财政局的工程款。从账龄来看，51.22%的应收账款账龄在3年以上；25.74%的应收账款账龄在1年以内。截至2017年末，公司的其他应收款账面余额为7.41亿元，主要为公司与梧州市财政局、梧州市苍海建设开发有限公司、梧州市国资委、梧州市东泰国有资产经营有限公司（以下简称“东泰公司”）、梧州市建设局的往来款，从账龄来看，45.67%的款项账龄在1年以内，40.32%的款项账龄为1-2年。整体来看，公司的应收账款和其他应收款的应收对象多为梧州市政府部门，回收风险不大，但回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成一定占用。根据《梧州市人民政府关于梧州市城市建设投资开发有限公司应收账款的通知》（梧政发〔2017〕8号），梧州市人民政府对梧州市财政局、梧州市国资委、东泰公司等单位欠公司的应收账款和其他应收款中的6.83亿元进行了偿还安排（偿还计划详见附录七），对公司的应收款项回款提供了一定保障。截至2017年末，未按计划偿还第一笔款项2亿元。

公司存货主要由工程施工、拟开发土地和开发成本构成。截至2017年末存货规模为18.45亿元，工程施工由公司正在建的梧州市体育中心项目、梧州市西江四桥、毅德商贸物流城工程等项目构成，2017年末账面价值为10.93亿元，占总资产的比重为21.81%；拟开发土地系梧州市

南岸片区原第八地质队南侧地块¹，截至2017年末账面价值为3.53亿元，未抵押；开发成本主要为子公司金鼎实业开发的房地产项目，主要为富民小区和棚户区一期项目。

公司的非流动资产以投资性房地产为主，由房屋及建筑物构成，公司对其采用公允价值进行后续计量。截至2017年末，投资性房地产账面价值8.34亿元，由文化中心剧院、红岭路居安里3-9号、红岭路居安里17-21号等359处房产构成，房产面积合计127,589.93平方米，全部用于对外租赁，截至2017年末，均未抵押。

公司近年资产规模大幅增长，主要由应收账款、往来款、工程施工和投资性房地产构成。应收账款和往来款对公司营运资金造成一定占用，工程施工和投资性房地产的即时变现能力较弱，整体看来，公司资产的流动性较弱。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	77,110.58	15.38%	114,816.31	24.89%	20,258.40	7.05%
应收账款	80,627.28	16.08%	60,271.26	13.06%	61,616.98	21.43%
其他应收款	74,060.86	14.77%	40,345.19	8.74%	21,818.68	7.59%
存货	184,505.85	36.80%	162,409.07	35.20%	101,160.43	35.19%
流动资产合计	416,564.13	83.08%	377,962.28	81.92%	204,963.76	71.29%
投资性房地产	83,425.69	16.64%	82,328.55	17.84%	81,420.84	28.32%
非流动资产合计	84,836.80	16.92%	83,401.78	18.08%	82,530.04	28.71%
资产总计	501,400.93	100.00%	461,364.06	100.00%	287,493.79	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入主要来源于工程建设业务，未来业务持续性较好；财政补贴提高了公司的利润水平

2015-2017年公司分别实现营业总收入13,499.82万元、14,138.88万元和18,095.39万元，主要来源于工程建设业务。房地产开发业务、房产租赁业务和物业费收入规模较小，为公司营业收入形成一定补充。考虑到截至2017年末，公司主要的在建、拟建项目规模较大，有望在未来为公司带来一定收入，未来工程建设业务的持续性有较好保障。

从盈利能力来看，《建设管理协议》约定了工程建设业务的投资回报率为20%，因而2015年公司工程建设业务的毛利率为16.67%，2016年以来受“营改增”影响，工程建设业务毛利率

¹土地使用权证号：梧国用（2013）第 011847 号。

下降至14.17%。公司的房地产开发业务的毛利率较高，但收入可持续性不强，公司房产租赁和物业费收入的毛利率较高，盈利能力较强，但收入规模较小，对利润贡献有限。

2015-2017年梧州市财政局向公司分别拨付了财政补贴5,000万元、5,501.29万元和5,300.00万元，占当期利润总额比重分别为64.67%、67.28%和63.14%，有效地提高了公司的利润水平。

整体来看，公司营业总收入主要来源于工程建设业务，目前在建、拟建项目数量较多，业务的持续性有较好保障，财政补贴提高了公司的利润水平。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	18,095.39	14,138.88	13,499.82
其他收益	5,300.00	0.00	0.00
营业利润	8,392.09	2,662.65	2,679.11
营业外收入	1.69	5,514.33	5,052.62
利润总额	8,393.59	8,176.98	7,731.51
综合毛利率	18.67%	20.49%	23.97%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，对外部融资依赖性较强，公司在建、拟建项目投资规模较大，后续面临较大的资金压力

2015-2017年公司的收现比分别为0.44、1.10和0.08，2015年的经营活动资金回笼情况一般，2016年公司加大了应收款项的催收力度，现金回笼情况有所好转，2017年受政府安排影响，现金回笼情况较差。由于公司工程建设项目和往来款支出规模较大，2015-2017年公司经营活动产生的现金流均表现为净流出，近三年累计净流出共158,358.27万元。

公司近年投资活动现金支出规模不大。由于公司经营现金流表现不佳，公司主要依靠对外融资满足资金需求。2015-2017年，公司筹资活动均表现为净流入，分别为20,797.98万元、168,265.81万元和25,944.48万元。2016年公司的筹资活动净现金流规模较大，主要是粤桂基金对公司及基投公司的15亿元投资款和新增的3.90亿元质押借款所致。考虑到截至2017年末公司主要的在建、拟建项目尚需投入合计1,205,260.33万元，公司未来面临较大的资金压力。

表 16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.08	1.10	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	1,524.76	15,528.01	5,888.87
收到其他与经营活动有关的现金	11,187.63	13,901.01	39,336.92

经营活动现金流入小计	12,712.39	29,429.02	45,225.79
购买商品、接受劳务支付的现金	33,665.17	71,877.40	23,048.14
支付其他与经营活动有关的现金	41,512.84	30,330.50	42,258.09
经营活动现金流出小计	76,020.49	103,135.30	66,569.67
经营活动产生的现金流量净额	-63,308.10	-73,706.28	-21,343.89
投资活动产生的现金流量净额	-342.11	-1.62	-4.33
筹资活动产生的现金流量净额	25,944.48	168,265.81	20,797.98
现金净增加额	-37,705.72	94,557.90	-550.24

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司的负债水平大幅上升，随着有息债务规模增加，公司存在一定的偿债压力

截至2017年末，公司负债总额为23.91亿元，较2015年末大幅增长474.84%，主要系公司于2016年收到粤桂基金15亿元的投资款，但由于投资协议尚未确定，暂放在长期应付款科目所致。公司产权比率也由2015年末的16.92%大幅提升至2017年末的91.18%，公司权益对负债的保障程度大幅降低。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	239,135.60	207,885.57	41,600.67
所有者权益	262,265.32	253,478.50	245,893.12
产权比率	91.18%	82.01%	16.92%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司的流动负债主要由应付账款和其他应付款构成。应付账款系应付的工程款。其他应付款主要由往来款构成，2017年末其他应付款期末余额为6,669.53万元，主要为公司与梧州市万秀嘉达城市建设开发有限公司、梧州市东泰国有资产经营管理公司（以下简称“东泰公司”）、广西粤凯建筑安装工程有限责任公司、梧州广雅房地产开发有限公司的往来款，以及公司向施工方收取的履约保证金构成。

非流动负债是公司负债的主要构成，截至2017年末，公司的非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。2017年末，长期借款期末余额为6.70亿元，系子公司金鼎公司向中国工商银行股份有限公司梧州分行、国家开发银行股份有限公司和中国农业银行股份有限公司梧州分行的质押借款，质押物为所建设项目的政府购买服务应收账款。长期应付款期末余额为16亿元，其中，15亿元系粤桂基金向公司及基投公司的投资款²，截至2018年6月底，投资方式暂未确定；

²公司及基投公司已收到粤桂基金的 15 亿元投资款，但截至 2018 年 6 月底，投资协议尚未确定，故将该

1亿元系国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）向金鼎公司认缴的增资款，2015年10月梧州市国资委与国开基金签订《投资合同》，约定增资后金鼎公司实收资本增加为13,011.80万元，国开基金和公司持股比例分别为76.86%和23.14%。根据《投资合同》³，国开基金不影响金鼎公司的实际运营，公司仍为金鼎公司实际控制人。截至2017年末，国开基金已实际出资1亿元，由于该增资实质为“名股实债”而计入长期应付款科目核算，金鼎公司注册资本增至5,288.80万元，实收资本仍为3,011.80万元，公司对其实质控制，仍持有其100%股权。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	2,906.93	1.22%	850.14	0.41%	630.42	1.52%
其他应付款	6,669.53	2.79%	6,373.44	3.07%	8,945.10	21.50%
流动负债合计	10,897.38	4.56%	7,921.63	3.81%	25,038.66	60.19%
长期借款	67,000.00	28.02%	39,000.00	18.76%	5,825.00	14.00%
长期应付款	160,000.00	66.91%	160,000.00	76.97%	10,000.00	24.04%
非流动负债合计	228,238.22	95.44%	199,963.94	96.19%	16,562.01	39.81%
负债总额	239,135.60	100.00%	207,885.57	100.00%	41,600.67	100.00%
其中：有息债务	77,000.00	32.20%	49,000.00	23.57%	29,825.00	71.69%

注：（1）有息债务=一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款中有息部分；（2）由于长期应付款中粤桂基金的 15 亿元投资款项未签订投资协议，尚不确定投资方式，暂不计入有息债务。

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要由长期借款和长期应付款构成，近年随着融资规模的不断增加，公司有息债务规模同步扩大，截至2017年末，公司有息债务为7.70亿元，较2015年末增长158.17%，公司偿债压力大幅加重。从公司的有息债务偿还计划表来看，2021年以后的偿债压力较大。考虑到公司在建、拟建项目较多，后续尚需投入的资金规模较大，公司后续仍面临一定的偿债压力。

表 19 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
债务本金	1,600.00	1,600.00	5,400.00	68,400.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于公司的负债规模大幅增加，近年公司资产负债率也大幅提升，2017年资产负债率达到47.69%，较2015年提升33.22个百分点。2016年和2017年公司流动比率

款项放在“长期应付款”科目。

³ 根据《投资合同》，增资完成后，国开基金不向金鼎公司委派董事、监事和高级管理人员，金鼎公司在合同约定的时间向国开基金偿还上述增资款。国开基金在投资期间有权向金鼎公司收取投资收益，收益率最高不超过年化 1.20%。

和速度比率指标大幅好转，主要是由于收到粤桂基金的15亿元投资款项导致公司货币资金大幅增加所致。受2017年债务大幅增加的影响，公司的偿债保障能力有所弱化。考虑到公司承担的工程建设项目尚需投入较大规模的资金，后续融资规模可能会继续增加，公司的偿债保障能力可能会进一步弱化。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	47.69%	45.06%	14.47%
流动比率	38.23	47.71	8.19
速动比率	21.29	27.21	4.15
EBITDA（万元）	8,448.32	8,214.57	7,776.99
EBITDA 利息保障倍数	3.59	9.04	5.66
有息债务/EBITDA	9.11	5.97	3.84

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

八、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募投项目的营业收入、公司日常营运以及资产变现产生的现金流。

本期债券募投项目综合管廊全长共22,880米，其中干线管廊12,695米，支线管廊10,185米，根据梧州市的梧政函〔2017〕34号文，梧州市人民政府将在募投项目建成投入运营前授予公司该项目的收费特许经营权，经营期为23年，并在募投项目建设路段实行强制性统一入廊。根据可研报告的测算，募投项目在本期债券的存续期将实现运营收入135,023.18万元，将为本期债券的偿付提供有力保障。但是鹏元也注意到，管廊的正式收费标准尚需募投项目建成、投入运营后，根据实际市场情况由入廊单位与公司协商制定，募投项目的营业收入有可能不及预期。此外，管廊的投资规模较大、建设周期较长，可能存在建设进度不及预期的风险。

公司日常经营所产生的现金将为本期债券本息的偿付提供一定的保障。截至2017年12月末，公司在建、拟建项目规模较大，公司未来收入来源较有保障。但我们也关注到，公司工程建设收入易受项目进度的影响，且公司的现金回笼能力较差，应收账款账龄较长，资金的回收存在一定的不确定性。

与此同时，在紧急情况下，公司可通过资产变现来补充偿债资金。截至2017年末，公司资产总额为50.14亿元，主要由存货和投资性房地产构成。存货主要由在建项目和土地资产构成，

均未抵押；投资性房地产主要由359处房产构成，均未抵押，公司在现金流量不足的情况下，公司可以通过变现存货中的土地资产和投资性房地产来获得必要的偿债资金支持，但同时鹏元也关注到土地资产和房产的集中变现存在一定的困难。

（二）本期债券保障措施分析

第三方担保

由兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的安全性

本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。兴农担保初始注册资本300,000.00万元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资60,000.00万元，20,000.00万元及20,000.00万元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。

2017年8月，兴农担保已与农发行重庆市分行和渝富集团签订投资意向书⁴，由农发行重庆分行以农发基金名义通过股权投资形式注入兴农担保，投资金额25亿元，投资期限20年；前三年按照4.6%的固定收益，三年期满后转为股东分红方式另行约定分红比例或继续执行4.6%的固定收益，到期前三年由渝富集团按5亿、10亿、10亿进行分期回购。上述资金若顺利到位，兴农担保资本实力将得到大幅提升。2017年10月，兴农担保增资8.20亿元，同时通过留存收益转增实收资本1.80亿元。截至2017年末，注册资本为30.00亿元，实收资本上升至29.50亿元，兴农担保控股股东为渝富资产，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

目前兴农担保主要经营贷款担保业务。2015-2017年，兴农担保分别实现营业总收入69,599.68万元、63,625.09万元和61,172.91万元，主要来源于担保业务，担保业务收入分别占当期营业总收入的69.74%、66.05%和74.35%。此外，兴农担保经营委托贷款业务，该业务形成的利息收入成为兴农担保营业总收入的重要补充，2015-2017年利息收入分别为15,160.59万元、14,675.21万元和11,229.93万元。

⁴ 投资意向书约定农发基金用途包括：优先用于为重点建设基金投资的民营企业项目和政策性金融扶贫示范区内的扶贫贷款项目提供担保；用于为农发基金投资的重大项目提供担保；用于为民营企业融资提供担保。

表 21 兴农担保 2015-2017 年营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
1.主营业务小计	47,317.29	44,879.48	49,070.72
其中：担保费	45,484.02	42,022.99	48,535.72
服务费	1,403.96	646.08	535.00
其他	429.31	2,210.41	0.00
2.其他业务小计	2,614.58	4,045.32	5,242.31
其中：咨询顾问费	1,536.12	4,045.32	5,029.37
保后监管费	-	0.00	170.88
其他	1,078.47	0.00	42.07
营业收入合计	49,931.88	48,924.81	54,313.03
利息收入	11,229.93	14,675.21	15,160.59
手续费及佣金收入	11.11	25.08	126.05
营业总收入	61,172.91	63,625.09	69,599.68

资料来源：兴农担保 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，兴农担保资产总额为223.73亿元，所有者权益为97.69亿元，资产负债率为56.34%；2017年度，兴农担保实现营业总收入6.12亿元，利润总额1.83亿元，经营活动现金流量净额-4.74亿元。

表 22 兴农担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入（万元）	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额（万元）	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60%	2.78%	5.23%
经营净现金流（万元）	-47,365.59	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	2,897,177.80	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.25%
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：兴农担保 2015 年-2017 年审计报告，鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用

水平。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	77,110.58	114,816.31	20,258.40
应收账款	80,627.28	60,271.26	61,616.98
预付款项	259.56	120.45	76.25
其他应收款	74,060.86	40,345.19	21,818.68
存货	184,505.85	162,409.07	101,160.43
其他流动资产	0.00	0.00	33.02
流动资产合计	416,564.13	377,962.28	204,963.76
投资性房地产	83,425.69	82,328.55	81,420.84
固定资产	1,053.11	1,073.23	1,109.20
非流动资产合计	84,836.80	83,401.78	82,530.04
资产总计	501,400.93	461,364.06	287,493.79
应付账款	2,906.93	850.14	630.42
预收款项	66.69	42.57	1,057.58
应付职工薪酬	135.16	91.82	90.52
应交税费	1,119.07	563.66	315.03
其他应付款	6,669.53	6,373.44	8,945.10
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	14,000.00
流动负债合计	10,897.38	7,921.63	25,038.66
长期借款	67,000.00	39,000.00	5,825.00
长期应付款	160,000.00	160,000.00	10,000.00
递延所得税负债	1,238.22	963.94	737.01
非流动负债合计	228,238.22	199,963.94	16,562.01
负债合计	239,135.60	207,885.57	41,600.67
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	151,475.01	151,019.90	151,019.90
其他综合收益	38,936.04	38,936.04	38,936.04
盈余公积	4,360.82	3,629.52	2,921.20
未分配利润	45,486.81	38,139.20	31,111.41
归属于母公司所有者权益合计	260,258.68	251,724.67	243,988.55
少数股东权益	2,006.64	1,753.83	1,904.57
所有者权益合计	262,265.32	253,478.50	245,893.12
负债和所有者权益总计	501,400.93	461,364.06	287,493.79

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	18,095.39	14,138.88	13,499.82
减：营业成本	14,716.87	11,241.49	10,263.80
税金及附加	165.91	28.73	599.72
销售费用	84.91	52.17	87.71
管理费用	1,072.23	1,197.78	1,108.48
财务费用	-211.38	-222.37	-11.56
资产减值损失	271.90	86.15	21.37
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	1,097.14	907.71	1,248.80
其他收益	5,300.00	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	8,392.09	2,662.65	2,679.11
加：营业外收入	1.69	5,514.33	5,052.62
减：营业外支出	0.20	0.00	0.22
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	8,393.59	8,176.98	7,731.51
减：所得税费用	361.87	366.61	312.20
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,031.72	7,810.37	7,419.31
减：少数股东损益	-47.19	74.26	-45.66
归属于母公司所有者的净利润	8,078.91	7,736.11	7,464.98
五、综合收益总额	8,031.72	7,810.37	7,419.31

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 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	1,524.76	15,528.01	5,888.87
收到其他与经营活动有关的现金	11,187.63	13,901.01	39,336.92
经营活动现金流入小计	12,712.39	29,429.02	45,225.79
购买商品、接受劳务支付的现金	33,665.17	71,877.40	23,048.14
支付给职工以及为职工支付的现金	673.06	697.14	750.23
支付的各项税费	169.42	230.27	513.20
支付其他与经营活动有关的现金	41,512.84	30,330.50	42,258.09
经营活动现金流出小计	76,020.49	103,135.30	66,569.67
经营活动产生的现金流量净额	-63,308.10	-73,706.28	-21,343.89
二、投资活动产生的现金流量：			
收到其他与投资活动有关的现金	20.41	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	20.41	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4.52	1.62	4.33
投资支付的现金	358.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	362.52	1.62	4.33
投资活动产生的现金流量净额	-342.11	-1.62	-4.33
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	300.00	0.00	14,690.00
取得借款收到的现金	29,000.00	39,000.00	10,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	150,000.00	17,595.00
筹资活动现金流入小计	29,300.00	189,000.00	42,285.00
偿还债务支付的现金	1,000.00	19,825.00	19,435.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,355.52	909.19	2,052.02
筹资活动现金流出小计	3,355.52	20,734.19	21,487.02
筹资活动产生的现金流量净额	25,944.48	168,265.81	20,797.98
四、现金及现金等价物净增加额	-37,705.72	94,557.90	-550.24
加：期初现金及现金等价物余额	114,816.31	20,258.40	20,808.64
五、期末现金及现金等价物余额	77,110.58	114,816.31	20,258.40

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	8,031.72	7,810.37	7,419.31
加：资产减值准备	271.90	86.15	21.37
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	54.73	37.59	45.48
公允价值变动损失	-1,097.14	-907.71	-1,248.80
递延所得税负债增加	274.29	226.93	312.20
存货的减少	-19,741.26	-61,248.64	-11,856.99
经营性应收项目的减少	-53,511.17	-17,311.12	-4,292.24
经营性应付项目的增加	2,408.83	-2,399.82	-11,744.22
经营活动产生的现金流量净额	-63,308.10	-73,706.28	-21,343.89

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.08	1.10	0.44
有息债务（万元）	77,000.00	49,000.00	29,825.00
资产负债率	47.69%	45.06%	14.47%
流动比率	38.23	47.71	8.19
速动比率	21.29	27.21	4.15
综合毛利率	18.67%	20.49%	23.97%
EBITDA（万元）	8,448.32	8,214.57	7,776.99
EBITDA 利息保障倍数	3.59	9.04	5.66

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日公司存货中土地资产情况（单位：万元、平方米）

土地证编号	账面价值	土地面积	土地性质	土地用途	是否抵押
梧国用（2013）第 011847 号	35,305.65	128,734.18	出让	批发零售、商住	否
合 计	35,305.65	128,734.18	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目主要内容

项目	单位	数量
一、综合管廊土建工程		
其中：1-22 号路	千米	22.88
路面恢复、人行道铺装	千米	22.88
二、综合管廊附属工程		
其中：管廊电气系统	千米	22.88
管廊通风系统	千米	22.88
管廊给水系统	千米	22.88
管廊消防系统	千米	22.88
管廊排水系统	千米	22.88
管廊弱电及控制系统	千米	22.88
市政排水工程	千米	22.88
市政燃气工程	千米	22.88
雨污水泵站	座	3
三、综合管廊管线安装工程		
其中：电力电缆	千米	22.88
通信电缆	千米	22.88
给水管道	千米	22.88
四、综合管廊监控中心		
其中：地基处理	项	1
土建工程	平方米	900
空调	项	1
给排水	项	1
供电工程	项	1
低配电工程	项	1
电讯设施	项	1
照明	项	1
道路	米	150
绿化	平方米	300
围墙	米	160

资料来源：《梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目可行性研究报告》，鹏元整理

附录七 梧州市人民政府对公司应收账款、其他应收款的偿还安排

支付时间	金额（亿元）
2017年12月31日	2.00
2018年12月31日	2.00
2019年12月31日	2.00
2020年12月31日	0.83
合计	6.83

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录八 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	负债总额/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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
有息债务	1 年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款的有息部分

附录九 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。

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。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。

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公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。