

2014 年广西来宾市工业投资有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【301】号 01

债券简称：
14 来宾工投债/ PR 来工
投

债券剩余规模：
6 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 王一峰

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2014 年广西来宾市工业投资有限责任公司公司债券 2019 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	2019 年 6 月 19 日	2018 年 6 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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外部环境较好，为公司发展提供了较好基础，公司代建业务和租赁业务持续性较好，继续获得一定外部支持；同时中证鹏元也关注到 2018 年公司无偿划出部分资产，净资产规模下降，公司资产流动性较弱、存在较大的资金压力和债务压力，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年来宾市全年完成地区生产总值同比增长 7.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建政府工程项目较多，业务持续性仍然较好。公司主要从事来宾市棚户区改造项目和工业园区投融资建设，截至 2018 年末，公司主要在建市政项目计划总投资规模 119.67 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。
- 租赁业务收入稳定增长，为公司提供较为持续的利润。公司主要可出租资产与来宾市财政局和来宾市工业企业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。2018 年，公司实现租金收入合

¹公司名称已变更为广西来宾工业投资集团有限公司。

计 11,796.22 万元，较上年增长 12.08%，毛利率为 99.04%。

- **持续获得一定外部支持。**2018 年，公司获得财政补助 20,015.00 万元，有效提高了利润水平。

关注：

- **2018 年公司无偿转出部分资产，净资产规模下降。**根据当地政府规划，公司无偿划出固定资产、公共租赁住房项目、土地使用权及子公司股权等，2018 年末合计减少资本公积 8.43 亿元。根据来宾市属国有企业整合相关文件，未来公司出资人计划由来宾市国资委变更为其下属国有企业，未来需持续关注公司股权变动及资产划出情况。
- **资产流动性较弱。**2018 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，其中应收款项（包括应收账款、一年内到期的非流动资产、其他应收款、长期应收款）38.98 亿元，占总资产的 19.55%，对资金形成较大占用；所有权受到限制的资产规模为 53.34 亿元，占总资产比重为 26.76%。
- **面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目后续至少还需投入资金共计 50.99 亿元，未来资金压力较大。
- **偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 58.25 亿元，且一年内需要偿还的有息债务本金为 16.81 亿元，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.68，有息债务与 EBITDA 之比为 18.05，面临较大债务压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 3 月 30 日，公司对外担保余额 96,450.00 万元，占 2018 年末净资产的比重为 9.64%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,993,252.13	2,068,852.58	2,068,694.53
所有者权益	1,000,200.22	1,082,428.80	1,077,570.20
有息债务	582,495.61	650,572.22	635,229.27
资产负债率	49.82%	47.68%	47.91%
流动比率	2.72	3.79	3.51
营业收入	52,917.44	58,348.77	62,294.13

营业外收入	20,079.57	23,841.51	25,383.83
利润总额	18,726.65	20,672.76	23,968.99
综合毛利率	26.78%	25.78%	21.51%
EBITDA	32,272.46	37,107.54	34,960.65
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.51	0.34
经营活动现金流净额	29,122.72	-88,615.64	-139,981.69

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年11月26日公开发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于来宾市棚户区改造项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为398.07万元。

截至2018年末募投项目尚未被回购。

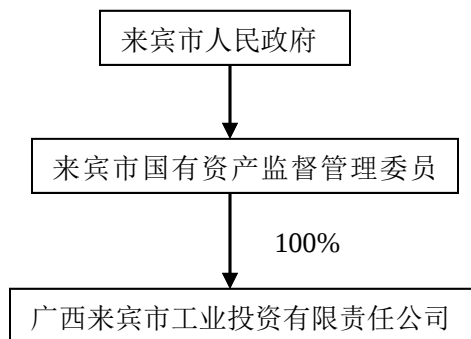
二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、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，持股比例100%。

2018年3月16日，来宾市国有资产监督管理委员会免去钟耀球同志的董事长、董事职务；指定黄金山同志为法定代表人；2018年6月14日，来宾市国有资产监督管理委员会免去黄金山同志的法定代表人职务；免去黄国旺的董事职务、提名免去其副总经理职务；任命陈前平同志任公司董事、董事长（法定代表人）；2018年10月12日，来宾市国有资产监督管理委员会免去黄金山同志的董事、总经理职务；免去李翔同志副总经理职务；免去赵日旺同志董事、副总经理职务；免去黄海胜同志副总经理职务；免去韦国邱同志董事职务。

2019年4月2日，公司公告称根据来宾市国有资产监督管理委员会出具的《关于任绍献等同志任职的通知》，任命叶绍献为董事并提名任总经理，任命黄浩、雷志国、梁恒斌、李翔为公司董事并提名为副总经理。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司合并报表范围未发生变化，子公司具体情况参见附录二。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018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
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
2018年2月	《关于做好2018年地	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出

	方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)		合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理。

(二) 区域环境

2018年来宾市经济总量保持较快增长,固定资产投资快速上涨,系拉动经济增长的重要因素

2018年,按可比价格计算,来宾市全年完成地区生产总值同比增长7.2%,增幅较上年稍降0.2个百分点。2018年全市人均地区生产总值比上年增长6.4%,地区人均GDP31,959元,为全国人均GDP的49.44%。第一产业增加值同比增长5.8%;第二产业增加值同比增长5.2%;第三产业增加值同比增长9.9%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为23.8%、34.6%和41.6%,第三产业比重比上年提高3.4个百分点,第一、第二产业比重回落0.3和3.1个百分点。

2018年,来宾市工业增加值同比增长4.6%,增幅较上年下降0.8个百分点,规模以上工业增加值增长8.6%,其中轻工业增速放缓,轻、重工业增速分别为2.7%和5.7%,主要行业中,农副食品加工业增加值比上年增长6.1%,其中,制糖业增长12.6%;有色金属冶炼和压延加工业增长21.4%;黑色金属冶炼和压延加工业下降6.3%;电力生产和供应业

增长 25.3%，其中，电力生产业增长 24.0%，电力供应业增长 27.7%。

2018 年来宾市固定资产投资继续上涨势头，比上年增长 18.2%。工业技术改造投资增长 18.0%，民间投资 27.2%。分产业看，第一产业投资增长 128.0%；第二产业投资增长 24.0%；第三产业投资增长 9.3%，其中基础设施投资下降 0.5%。2018 年房地产开发投资回升，投资规模 54.84 亿元，比上年增长 9.8%，主要是办公楼投资和商业营业用房增长。来宾市消费规模持续增长，2018 年社会消费品零售总额比上年增长 9.6%。

表 2 来宾市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	7.2%	663.69	7.4%
第一产业增加值	-	5.8%	159.96	4.6%
第二产业增加值	-	5.2%	250.08	5.3%
第三产业增加值	-	9.9%	253.65	11.5%
工业增加值	-	4.6%	183.98	5.4%
固定资产投资	-	18.2%	432.16	16.5%
社会消费品零售总额	-	9.6%	180.29	13.3%
进出口总额	8.40	8.6%	7.73	31.3%
存款余额	724.57	3.1%	702.83	15.77%
贷款余额	534.50	14.4%	467.37	15.20%
人均 GDP（元）	31,959		30,037	
人均 GDP/全国人均 GDP	49.44%		50.35%	

注：“-”表示数据未公开披露；2018 年人均 GDP 系根据披露的增幅计算得出。

资料来源：来宾市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年来宾市实现一般公共预算收入 27.79 亿元，同比增长 0.6%，其中税收收入 17.13 亿元，占公共财政收入比重为 61.64%；同期来宾市一般公共预算支出为 183.76 亿元，同比增长 3.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 15.12%。

四、经营与竞争

公司主要从事棚户区改造项目和工业园区投融资建设，2018 年实现营业收入 52,917.44 万元，较上年下降 9.31%，下降主要原因是代建政府工程项目确认工程量减少。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。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	52,619.49	26.39%	57,991.49	25.32%
代建政府工程	40,580.13	5.17%	47,141.04	9.09%
租赁	11,796.22	99.04%	10,524.90	98.82%
绿化物业服务	243.14	44.50%	299.94	-4.97%
其他	0.00	0.00%	25.61	41.43%
其他业务	297.95	94.13%	357.28	100.00%
合计	52,917.44	26.78%	58,348.77	25.78%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建政府工程收入规模有所下降，目前在建工程尚较多，为未来业务持续性提供保障，但业务回款慢，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，项目完工后移交来宾市政府。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）。

根据公司与来宾市政府签订的《政府代建项目合作协议》，公司作为政府代建项目的投资主体，每年收取政府代建项目投资总额一定比例的投资收益。2018年公司确认代建政府工程收入40,580.13万元，系滨堤路二期第III标段工程项目、凤凰高速路口至工业园道路改扩建工程4标和高速西渠、城北渠 I 标项目、城北渠 II 标项目、麒麟渠等。协议约定滨堤路二期第III标段工程项目总价款分8年分期支付，同时参照人民银行规定的5年期以上贷款基准年利率和投资回报给予公司约5%的补偿，代建资金回笼期较长。

表 4 2018 年确认收入的主要项目情况（单位：万元）

项目	总成本	总价款
滨堤路二期第III标段工程项目	12,984.02	14,333.35
凤凰高速路口至工业园道路改扩建工程4标	2,110.03	2,327.37
高速西渠、城北渠 I 标项目、城北渠 II 标项目、麒麟渠等	21,275.82	23,467.23
合计	36,369.87	40,127.95

注：与代建政府工程收入有差异系子公司迁江棚户区房产移交前作为公租房收到的租赁款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司仍有较大规模的在建项目，主要在建项目计划总投资119.67亿元，已投资

68.84亿元，未来至少尚需投资50.99亿元。公司在建项目较多，未来代建收入有较好的持续性，部分项目未签订代建协议，需关注后续收入实现情况，另外项目回款慢，建设资金需求量大，面临较大的资金压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	是否签订代建协议
来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程等	501,796.96	295,300.54	是
来宾棚户区改造项目（一期）	297,575.00	161,204.84	是
河西工业园区主体建筑工程	94,454.82	95,410.13	是
河南工业园道路工程	77,414.90	25,894.48	是
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程	55,229.22	35,091.29	是
来宾市旧城区基础设施改造项目	53,073.00	3,842.51	是
凤凰工业园建筑及污水处理工程	34,459.77	32,620.00	是
磨东水厂至凤凰工业园供水工程	18,472.00	19,108.46	是
河西红星路工程	15,179.22	2,207.66	是
河西凌湖路工程	15,177.06	545.27	是
经五路纬十路	14,395.00	7,575.24	是
河西凤翔路工程	11,589.93	5,691.52	是
河西福凌路工程	4,934.14	1,427.06	是
来宾市迁江华侨工业园银海铝业二期原材料运输道路工程	2,942.00	2,464.60	否
合计	1,196,693.02	688,383.60	-

注：1、本期债券募投项目包含在来宾棚户区改造项目（一期）项目中；

2、部分项目 2018 年末已投资小于 2017 年末已投资主要原因是项目结算后调减原暂估入账金额。

资料来源：公司提供

公司租赁业务系公司稳定的收入和利润来源

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。2018年由于租金上涨等原因，租金收入同比增长12.08%，全年获得租金收入11,796.22万元，毛利率99.04%。

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%，款项尚未收到。另外，公司自建的商铺翠屏水坊带来少量租赁收入。

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 6 截至 2018 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	否
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79,866.18	79,866.18	21,751.57	否
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98,216.38	98,216.38	26,695.53	否
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	否
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

公司继续获得一定政府补助，但 2018 年无偿划出部分资产，净资产规模下降

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，持续获得政府补助。根据来宾市财政局《关于调整 2018 年财政拨款账务处理的通知》，将拨付给公司 20,000.00 万元财政资金转为财政补贴，另有其他补贴 15.00 万元，2018 年公司共收到政府补贴 20,015.00 万元。

但需要关注的是，来宾市政府规划重组整合市属国有企业，2018 年将公司部分资产无偿转出，主要含固定资产、公共租赁住房项目、土地使用权及子公司股权等，具体见表 7，致使 2018 年末公司资本公积下降 8.43 亿元。另外，根据来宾市国资委《来宾市国有资产监督管理委员会关于市属国有企业整合的通知》，拟将公司整体并入来宾市国资委下属一家国有企业，未来公司股权可能发生变更，需持续关注未来资产划转情况。

表 7 2018 年公司资产划出情况（单位：万元）

文件	划出资产	账面价值
《来宾市国有资产监督管理委员会关于同意划转来宾市部分保障性住房给国资公司的批复》	公共租赁住房项目	34,722.18
来国资复【2018】88 号	土地资产	22,826.81
来国资复【2018】173 号	来宾市鑫和小额贷款有限公司 32.88%股权	10,318.76

来国资复【2018】173 号	办公大楼资产	8,428.63
《来宾市国有资产监督管理委员会关于市属国有企业整合的通知》	广西来宾三江口建设投资有限公司 40%股权	8,007.98
-	办公车辆	3.68
合计	-	84,308.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2018年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

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，且所有权受限资产占比较高，整体流动性较弱

2018年末公司总资产规模为199.33亿元，同比有所下滑。从资产结构来看，货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产和长期应收款占比较大。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	154,731.52	7.76%	152,432.74	7.37%
其他应收款	256,056.47	12.85%	272,339.44	13.16%
存货	1,020,500.86	51.20%	1,019,328.24	49.27%
一年内到期的非流动资产	26,168.84	1.31%	26,542.77	1.28%
流动资产合计	1,474,975.11	74.00%	1,484,208.76	71.74%
长期应收款	106,699.16	5.35%	124,154.00	6.00%
投资性房地产	343,221.10	17.22%	360,629.17	17.43%
非流动资产合计	518,277.02	26.00%	584,643.82	28.26%
资产总计	1,993,252.13	100.00%	2,068,852.58	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成。2018 年末货币资金 154,731.52 万元，主要为银行存款，其中有 78,000.00 万元用于借款质

押。其他应收款账面价值 256,056.47 万元，较上年下降 5.98%，主要系与来宾市财政局、广西铁合金有限责任公司及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 年以上，回收风险相对可控，但规模较大，占用大量流动资金。一年内到期的非流动资产系即将到期的长期应收款。

2018 年末，公司存货总额为 1,020,500.86 万元，占总资产的 51.20%。存货由代建政府工程、开发土地和开发成本构成，分别占公司存货账面价值的 55.33%、42.55%和 2.11%。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 434,262.18 万元，主要为批发零售兼住宅用地，其中价值 34.76 亿元的开发土地已抵押，占存货比重 34.06%。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长期应收款和投资性房地产构成。长期应收款系应收政府代建工程回购款，截至 2018 年末账面金额为 106,699.16 万元，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。投资性房地产系公司非流动资产中重要的组成部分，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 13.79 亿元，同比减少 1.81 亿元，原因是资产无偿划出，另有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屋及建筑物账面价值 20.54 亿元。投资性房地产采用公允价值计量，2018 年公允价值上升 658.95 万元，其中已抵押部分价值 10.77 亿元，占比 31.39%，需关注房产后续价值波动。

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。截至 2018 年末应收款项合计 38.98 亿元，占总资产的 19.55%，对公司资金形成较大占用。公司资产中所有权受到限制的资产规模为 53.34 亿元，同比增长 38.69%，占总资产比重为 26.76%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司政府代建项目收入有所下降，主营业务盈利能力较弱，政府补助对利润贡献较大

2018 年公司代建政府工程结算移交项目减少，营业收入进一步下降，全年实现营业收入 52,917.44 万元，同比下降 9.31%。从毛利率来看，代建政府工程收益率下降，租赁业务毛利率变动不大。目前公司主营业务所获毛利润仍不能覆盖经营相关费用支出，2018 年财务费用下降及投资收益状况好转，营业利润亏损有所缓解。

公司主要收入来源为代建政府工程业务和租赁业务，从业务持续性来看，目前公司在建工程尚较多，租赁业务因与来宾市财政局和来宾市工业区管理委员会签订了长期委托管

理协议，协议到期日期为2023年12月31日，公司两类业务未来持续性均较有保障。

2018年获得营业外收入20,079.57万元，同比有所下降，公司利润总额下降。2018年获得政府补助20,015.00万元，在利润总额中占比为106.88%，为公司利润形成较大补充。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	52,917.44	58,348.77
营业利润	-1,322.57	-3,082.49
营业外收入	20,079.57	23,841.51
利润总额	18,726.65	20,672.76
综合毛利率	26.78%	25.78%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司代建业务回款慢，目前工程建设投入需求资金较多，存在较大资金压力

2018年公司销售商品提供劳务收到的现金规模为18,715.40万元，收现比为0.33，代建业务收入回收期较长，主营业务回款较差。当年公司往来款支出较上年大幅减少，使得经营活动现金流入净额表现由负转正。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金净流入684.83万元，规模较小。2018年筹资活动现金净流出85,508.78万元，主要是公司银行借款规模大幅下降，且2018年偿还债券本金2亿元。考虑到目前公司在建项目尚需投入资金50.99亿元，未来公司面临较大的资金压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.35	0.33
销售商品、提供劳务收到的现金	18,715.40	19,172.28
收到的其他与经营活动有关的现金	238,341.36	486,596.86
经营活动现金流入小计	257,056.76	505,769.14
购买商品、接受劳务支付的现金	65,542.20	66,314.68
支付的其他与经营活动有关的现金	160,280.34	522,349.71
经营活动现金流出小计	227,934.04	594,384.78
经营活动产生的现金流量净额	29,122.72	-88,615.64
投资活动产生的现金流量净额	684.83	-289.89
筹资活动产生的现金流量净额	-85,508.78	51,633.81
现金及现金等价物净增加额	-55,701.22	-37,271.72

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力

2018年公司融资规模有所下降，负债总额为99.31亿元，较上年末稍有所下滑。所有者权益规模亦有所下降，主要系无偿划出资产所致。2018年末公司产权比率为99.29%，公司权益对负债的覆盖程度下降。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	993,051.90	986,423.79
所有者权益	1,000,200.22	1,082,428.80
产权比率	99.29%	91.13%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018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。2018年末公司短期借款账面余额9,900.00万元，其中7,000.00万元为质押+保证借款、2,900.00万元为抵押+保证借款。应付账款主要为应付工程款。2018年末其他应付款328,210.91万元，主要系应付来宾市财政局及企业的业务往来款。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款132,908.23万元、一年内到期的应付债券21,680.00万元和1年内到期的长期应付款3,600.00万元。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,900.00	1.00%	3,000.00	0.30%
应付账款	27,447.02	2.76%	22,502.05	2.28%
其他应付款	328,210.91	33.05%	269,322.97	27.30%
一年内到期的非流动负债	158,188.23	15.93%	92,601.19	9.39%
流动负债合计	541,756.83	54.55%	391,781.66	39.72%
长期借款	333,089.69	33.54%	450,313.39	45.65%
应付债券	77,719.53	7.83%	97,459.49	9.88%
非流动负债合计	451,295.08	45.45%	594,642.13	60.28%
负债合计	993,051.90	100.00%	986,423.79	100.00%
其中：有息债务	582,495.61	58.66%	650,572.22	65.95%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券。长期借款以抵、质押借款和保证借款为

主，抵、质押物为公司持有的房产和土地。2018年末应付债券77,719.53万元，较上年减少20.25%，主要系偿还到期本金以及部分即将到期的本金计入一年内到期的非流动负债科目，2018年末应付债券系本期债券和16来宾工投MTN001，其中16来宾工投MTN001余额4亿元，期限5年，到期日2021年03月15日（一次还本），本期债券于2017年11月26日开始分期偿还本金，每年偿还2亿元。

截至2018年末，公司有息债务规模为58.25亿元，同比减少10.46%，目前有息债务规模仍较大，其中2019年需要偿还本金为16.81亿元，短期偿债压力较大。

2018年末公司资产负债率为49.82%，负债水平一般。负债中有息债务占比达到58.66%，有息债务占比较高。2018年公司EBITDA规模32,272.46万元，EBITDA利息保障倍数为0.68，同比有所下降，有息债务与EBITDA之比为18.05，处于较高水平。整体来看，公司偿债压力较大。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	49.82%	47.68%
流动比率	2.72	3.79
EBITDA（万元）	32,272.46	37,107.54
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.75
有息债务/EBITDA	18.05	17.53

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，记录显示于2017年9月21日有一笔237,922.22元的欠息，根据银行提供的说明，非公司自身原因导致。

（二）或有事项分析

截至2019年3月30日，公司对外担保余额合计为9.65亿元，占2018年末公司净资产的9.64%，被担保人全部为国有单位或企业，但规模较大，且均未设置反担保措施，有一定的代偿风险。

表 14 截至 2019 年 3 月 30 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
广西来宾城建投资集团有限公司	50,000.00	2019.3.11-2022.3.10	无
来宾市第一建筑工程公司	30,000.00	2019.1.28-2022.1.27	无
广西来宾市西江投资有限公司	10,000.00	2017.11.30-2020.11.15	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
合计	96,450.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

综合来看，2018年外部环境较好，为公司经营发展提供了较好条件，公司在建项目仍较多，代建业务持续性较好，租赁业务持续为公司带来稳定的利润，公司持续获得一定外部支持。

同时中证鹏元关注到，2018年公司无偿转出部分资产，对净资产规模和公司经营有一定不利影响，公司资产流动性较弱，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，有息债务规模较大，有较大偿债压力，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	154,731.52	152,432.74	219,704.46
其他应收款	256,056.47	272,339.44	223,701.52
存货	1,020,500.86	1,019,328.24	996,152.08
一年内到期的非流动资产	26,168.84	26,542.77	0.00
流动资产	1,474,975.11	1,484,208.76	1,452,555.94
长期应收款	106,699.16	124,154.00	116,797.03
投资性房地产	343,221.10	360,629.17	396,791.12
非流动资产	518,277.02	584,643.82	616,138.59
总资产	1,993,252.13	2,068,852.58	2,068,694.53
短期借款	9,900.00	3,000.00	14,498.69
应付账款	27,447.02	22,502.05	25,877.85
其他应付款	328,210.91	269,322.97	281,554.65
一年内到期的非流动负债	158,188.23	92,601.19	88,211.42
流动负债	541,756.83	391,781.66	413,971.36
长期借款	333,089.69	450,313.39	382,872.98
应付债券	77,719.53	97,459.49	138,838.04
非流动负债	451,295.08	594,642.13	577,152.97
负债总额	993,051.90	986,423.79	991,124.33
有息债务	578,897.46	650,572.22	635,229.27
所有者权益	1,000,200.22	1,082,428.80	1,077,570.20
营业收入	52,917.44	58,348.77	62,294.13
营业利润	-1,322.57	-3,082.49	-995.60
营业外利润	20,049.22	23,755.25	24,964.59
净利润	18,425.46	20,392.09	23,889.51
经营活动产生的现金流量净额	29,122.72	-88,615.64	-139,981.69
投资活动产生的现金流量净额	684.83	-289.89	-48,554.41
筹资活动产生的现金流量净额	-85,508.78	51,633.81	264,907.01
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	26.78%	25.78%	21.51%
收现比	0.35	0.33	1.14
产权比率	99.29%	91.13%	91.98%
资产负债率	49.82%	47.68%	47.91%
流动比率	2.72	3.79	3.51
EBITDA（万元）	32,272.46	37,107.54	34,960.65

EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.75	0.88
有息债务/EBITDA	18.05	17.53	18.17

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
广西来宾市交通投资有限公司	24,645.37	100.00%	市政建设
来宾市桂中水城开发投资有限责任公司	9,850.00	100.00%	市政建设
广西来宾恒达投资管理有限公司	10,000.00	100.00%	市场开发
来宾市天润房地产开发有限责任公司	6,465.00	100.00%	建材贸易
来宾市桂中水城旅游投资有限责任公司	5,000.00	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	500.00	100.00%	教育投资
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	200.00	100.00%	园林绿化
来宾市环城水系开发投资有限公司	201,000.00	100.00%	房地产
广西西滨房地产开发有限公司	21,942.00	100.00%	房地产开发

注：来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司出资方于 2018 年 12 月变更至为宾市国有资产监督管理委员会，根据来宾市国资委批复文件，来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司日常经营运作等事项仍由原出资人广西来宾工业投资集团有限公司管理。

资料来源：公司 2018 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录三 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年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 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。