

2018 年第一期、2019 年第一期梧州市  
城市建设投资开发有限公司

**地下综合管廊建设专项债券  
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  
【790】号 01

债券简称：第一期：18 梧  
州 01/18 梧州城投债  
01；第二期：19 梧州 01/19  
梧州城投债 01

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

债券剩余规模：第一期：  
5.00 亿元；第二期：4.50  
亿元

债券到期日期：第一期：  
2028 年 11 月 28 日；第二  
期：2029 年 3 月 26 日

债券偿还方式：均为每年  
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%的比例偿还本  
金，当期利息随本金一  
起支付

分析师

姓名：  
罗力 王贞姬

电话：010-6621 6006

邮箱：  
luol@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：

## 2018 年第一期、2019 年第一期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 2019 年跟踪信用评级报告

	本次信用评级结果	首次信用评级结果
债券信用等级：第一期	AAA	AAA
第二期	AAA	AAA
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 06 月 27 日	第一期：2018 年 11 月 13 日 第二期：2019 年 02 月 26 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”）及其 2018 年 11 月 28 日发行的 5.00 亿元 2018 年第一期地下综合管廊建设专项债券和 2019 年 3 月 26 日发行的 4.50 亿元 2019 年第一期地下综合管廊建设专项债券（以下合称“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 AAA，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公司业务持续性仍然较好，获得外部支持力度较大，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。同时中证鹏元也关注到了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，公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力和存在一定偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 公司业务持续性仍较好。公司主要从事梧州市地区基础设施建设业务，截至 2018 年末，公司主要在建、拟建项目规模较大，计划总投资合计 102.54 亿元，且大部分项目已签订代建协议。
- 公司获得的外部支持力度较大。2018 年梧州市财政局向公司拨付财政补贴 7,000.00 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，经中证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，目前该项目已开展前期准备工作，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。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项、工程施工、投资性房地产构成，2018 年末合计占总资产的 64.52%；其中应收账款账龄偏长，回收时间不确定，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，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续净流出，未来在建拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**2018 年，公司经营活动现金流净额为-2.09 亿元，现金流持续净流出。截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 42.89 亿元，主要拟建项目计划总投资 50.01 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模持续增长，存在一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 14.39 亿元，较上年大幅增长 86.88%，资产负债率达 56.57%，存在一定的偿债压力。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	627,296.73	501,400.93	461,364.06
所有者权益	272,445.06	262,265.32	253,478.50
有息债务	143,900.00	77,000.00	49,000.00
资产负债率	56.57%	47.69%	45.06%
流动比率	6.48	38.23	47.71
营业收入	16,517.01	18,095.39	14,138.88
其他收益	7,000.00	5,300.00	0.00
营业外收入	1.83	1.69	5,514.33
利润总额	8,362.65	8,393.59	8,176.98

综合毛利率	16.47%	18.67%	20.49%
EBITDA	8,407.38	8,448.32	8,214.57
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.59	9.04
经营活动现金流净额	-20,939.01	-63,308.10	-73,706.28

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### 兴农担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
期末在保责任余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
累计代偿回收率	-	17.38%	0.00%

注：1、2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：兴农担保 2016 年、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 2018 年 11 月 28 日发行 18 梧州城投债 01，于 2019 年 3 月 26 日发行 19 梧州城投债 01，均为 10 年期固定利率债券，面值分别为 5.00 亿元和 4.50 亿元。募集资金原计划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”）以及补充流动资金。截至 2019 年 06 月 24 日，两期债券募集资金专项账户余额为 37,516.92 万元。

## 二、发行主体概况

截至 2018 年 12 月 31 日，公司注册资本及实收资本均为 2 亿元，公司控股股东仍为梧州市人民政府国有资产监督管理委员会，实际控制人仍为梧州市人民政府，未发生变化。2018 年，公司治理结构无重大变化，公司法定代表人和董事长变更为郑伟。2018 年公司合并范围无变化，纳入合并范围的子公司共有 8 家，具体情况见附录二。

## 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年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出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年梧州市经济规模保持增长，但增速大幅下降

2018年梧州市经济规模保持增长，但增速大幅下降，GDP同比增速为1.8%，其中第一产业增加值增长5.9%，第二产业增加值下降7.6%，第三产业增加值增长9.2%，从产业结构来看，三次产业结构从2017年的10.2：58.7：31.1调整为2018年的13.9%：40.5%：45.6%，第二产业比重有所下降，第三产业比重上升。

全年固定资产投资同比增长9.8%，增速有所下降但仍保持较快增长，其中房地产开发投资增长14.9%，全年商品房销售面积246.5万平方米，增长40.1%，商品房销售额118.6亿元，增长65.3%。社会消费方面，社会消费品零售总额同比增长9.5%。全年外贸进出口总额508,292万元，上年下降15.6%。2018年全市金融机构人民币存款余额为1,218.2亿元，同比增长7.5%，贷款余额为869.3亿元，同比增长10.4%。

表 2 梧州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）	-	1.8%	1,338.1	6.70%
第一产业增加值	-	5.9%	136.4	4.40%
第二产业增加值	-	-7.6%	785.7	5.20%
第三产业增加值	-	9.2%	416.0	10.40%
工业增加值	-	-9.1%	729.6	5.60%
固定资产投资	-	9.8%	1,330.2	13.80%
社会消费品零售总额	-	9.5%	445.9	12.60%
进出口总额（万元）	508,292	-15.6%	602,406	48.9%
存款余额	1,218.2	7.5%	1,133.5	8.50%
贷款余额	869.3	10.4%	787.5	9.10%
人均 GDP（元）		33,774		44,193
人均 GDP/全国人均 GDP		52.25%		74.07%

注：“-”数据未公开披露

资料来源：2017-2018年梧州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年，梧州市实现公共财政收入79.96亿元，其中税收收入完成41.86亿元，下降7.5%，占公共财政收入比重为52.35%；实现政府性基金预算收入101.81亿元，增长158.8%，主要是土地基金收入增加；一般公共预算支出261.82亿元，增长8.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.54%。

## 四、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，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。2018年公司实现营业收入16,517.01万元，其中工程建设收入占比82.59%，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、物业费收入等对公司营业收入形成一定补充。

**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
工程建设	13,641.31	14.18%	16,591.66	14.17%
房地产开发	1,707.56	-14.12%	677.91	38.21%
房产租赁	914.19	88.04%	776.15	98.31%
物业费收入	218.47	85.28%	49.68	12.01%
其他收入	35.48	100.00%	-	-
<b>合计</b>	<b>16,517.01</b>	<b>16.47%</b>	<b>18,095.39</b>	<b>18.67%</b>

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

**公司工程建设收入受承建项目结算进度影响而有所波动，目前公司在建、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”），梧州市人民政府将南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程、新兴二路至红岭2号路连接线道路工程、桂江六桥工程、游泳馆工程、南岸片区路网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，工程完工后，及时将验收合格的工程移交梧州市城市建设管理部门，并提交支付申请报告，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%。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%，受“营改增”影响，2018年公司工程建设业务毛利率为14.18%。

2018年公司完工并结算了梧州市西江四桥工程、梧州市体育中心工程、毅德商贸物流城等项目，实现工程建设收入13,641.31万元。

截至2018年末，公司正在建设的项目主要包括梧州市城市基础设施整体改造提升工程（一期）、新兴二路至红岭2号路连接线道路工程、梧州市三江四桥工程等项目，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%，预期未来可实现一定收益，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 4 截至 2018 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资
梧州市四江四桥工程	105,154.00	50,319.00
毅德商贸物流城	30,000.00	26,510.00
梧州市城市基础设施整体改造提升工程（一期）	11,690.91	7,732.00
梧州市苍海大道改造工程	11,931.76	5,942.00
南岸片区地下综合管廊工程*	120,100.00	5,000.00
新兴二路至红岭 2 号路连接线道路工程	29,109.00	787.00
南岸片区路网工程	113,353.00	83.00
南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程	33,631.00	23.51
桂江六桥	70,305.00	20.00
<b>合计</b>	<b>525,274.67</b>	<b>96,416.51</b>

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

截至2018年末，公司主要的拟建项目包括梧州市两龙片区棚户区改造项目、梧州市长洲岛棚户区改造（一期）等项目，计划总投资500,129.27万元。同时，考虑到公司主要的在建项目尚需投资428,858.16万元，公司面临较大的资金压力，未来融资需求较大。

**表 5 截至 2018 年 12 月 31 日公司拟建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资
梧州市两龙片区棚户区改造项目	309,745.18
梧州高中	50,000.00
梧州市长洲岛棚户区改造（一期）	40,878.48
铁路北路改线工程项目	38,481.65
公共地下停车场建设项目	18,421.55
梧州书城项目	16,900.00
梧州市城市基础设施整体提升改造工程（二期）	14,088.06
苍海大道示范路建设项目	9,980.12
梧高东侧道路工程	1,634.23
<b>总计</b>	<b>500,129.27</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司房地产开发业务收入增长，未来有一定的持续性

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。2018年公司实现房地产收入1,707.56万元，其中富民小区贡献收入1,367.64万元，金日地产楼盘贡献收入339.91万元。公司房地产开发业务收入较上年增长151.89%，考虑到金鼎公司后续尚有下一步开发计划，公司未来房地产开发业务有一定的持续性。毛利率方面，2018年公司房地产开发业务毛利率较上年下降52.33个百分点，主要系市场波动导致销售价格下降及项目后续成本增加导致原单位成本增加所致。

#### **公司的租赁收入较为稳定，对公司收入形成一定补充**

2018年公司租赁业务收入为914.19万元，较上年增长17.79%，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，2018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，2018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。但中证鹏元也关注到，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，获得外部支持力度较大**

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。2018年，梧州市财政局向公司拨付了政府补助7,000.00万元，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。

## **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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，财务报表均采用新会计准则编制。2018年合并报表范围无变化。2017年数据采用的是2018年度审计报告期初数。

## 资产结构与质量

**2018年公司资产规模继续增长，但存货、应收款项占比较高，存货中工程施工成本、开发成本、拟开发土地等资产在短期内难以集中变现；应收款项回款时间无法确定，存在一定资金占用情况，整体资产流动性较弱**

由于外部融资规模扩大以及公司的经营积累，2018年公司资产规模保持较快增长，截至2018年末，公司资产总额为62.73亿元，较上年增长25.11%。公司资产仍以流动资产为主。

公司流动资产由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金为12.41亿元，不存在受限情况，较上年末增长60.96%，主要系公司发行债券所致。2018年末公司应收账款余额为7.74亿元，计提坏账准备387.04万元后，账面价值为7.70亿元，其中应收梧州市财政局的工程款占应收账款总额的99.68%，从账龄来看，44.16%的应收账款账龄在3年以上；18.61%的应收账款账龄在1年以内。截至2018年末，公司的其他应收款账面余额为13.89亿元，主要为公司与梧州市东泰国有资产经营有限公司、梧州市财政局、梧州市城建投资发展集团有限公司、梧州市富民投资开发有限公司的往来款，同比增长87.45%，主要系公司与梧州市东泰公司和富民投资公司往来款增加所致，从账龄来看，49.17%的款项账龄在1年以内，21.86%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和国有企业，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。

公司存货主要由工程施工成本、开发成本、拟开发土地构成。截至2018年末，存货成本为19.96亿元，工程施工主要由公司在建的梧州市西江四桥工程、道路交通提升工程、梧州市体育中心工程等项目构成。拟开发土地系梧州市南岸片区原第八地质队南侧地块，截至2018年末账面价值为3.53亿元，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，由房屋和建筑构成，公司对其采用公允价值进行后续计量。截至2018年末，投资性房地产账面价值7.68亿元，由文化中心剧院、红岭路居安里3-9号等房产构成，较上年减少0.66亿元，主要系部分投资性房地产转入持有待售资产所致。

公司近年资产规模大幅增长，主要由工程施工成本、开发成本、拟开发土地和应收款项构成。其中工程施工成本、开发成本、拟开发土地等资产难以在短期内集中变现，应收款项回款时间无法确定，存在一定的资金占用情况。整体来看，公司的资产流动性较弱。

**表 6 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	124,091.35	19.78%	77,110.58	15.38%
应收账款	77,021.24	12.28%	80,627.28	16.08%
其他应收款	138,868.68	22.14%	74,060.86	14.77%
存货	199,602.28	31.82%	184,505.85	36.80%
<b>流动资产合计</b>	<b>548,596.69</b>	<b>87.45%</b>	<b>416,564.13</b>	<b>83.08%</b>
投资性房地产	76,806.99	12.24%	83,425.69	16.64%
<b>非流动资产合计</b>	<b>78,700.05</b>	<b>12.55%</b>	<b>84,836.80</b>	<b>16.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>627,296.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>501,400.93</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入主要来源于工程建设业务，未来持续性较好；利润对政府补贴依赖性较强**

2018年，公司实现营业收入16,517.01万元，较上年有所下降，主要系工程建设项目受完工进度影响，本年确认收入减少所致；房地产开发业务、房产租赁业务和物业费收入为公司营业收入形成一定补充，其中房地产业务收入较去年同期上涨较多系富民小区房产销售增长所致。截至2018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。

毛利率方面，《建设管理协议》约定了工程建设业务的投资回报率为20%，受“营改增”影响，2018年，工程建设业务毛利率为14.18%，与上年基本一致。公司的房地产开发业务的毛利率为-14.12%，较上年下降52.33个百分点，主要由于市场波动导致销售价格下降以及项目后续成本增加导致原单位成本增加所致；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。

2018年，公司获得企业发展资金补贴7,000.00万元，占当期利润总额比重为83.71%，公司的利润对政府补贴依赖性较强。

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 7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

营业收入	16,517.01	18,095.39
其他收益	7,000.00	5,300.00
营业利润	8,373.66	8,392.09
营业外收入	1.83	1.69
利润总额	8,362.65	8,393.59
综合毛利率	16.47%	18.67%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

2018年公司获现情况有所好转，由于大量往来款等款项到期偿还，公司经营活动现金流表现不佳；此外，考虑到主营业务后续仍有一定规模的资金需求，公司未来面临一定的资金压力

2018年，公司经营活动资金回笼情况较好，收现比上升至1.45，公司销售商品、提供劳务收到的现金为2.39亿元，较上年大幅增长1,466.45%；但同时公司与其他单位和企业的往来款流出规模较上年大幅增长57.77%，因此2018年公司经营活动产生的现金流量净额为-2.09亿元，依然为净流出。

2018年，公司投资活动现金支出规模不大，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。筹资活动方面，随着公司各项业务的持续推进，外部融资需求较大，2018年公司筹资活动现金流入的现金为7.35亿元，较上年增长150.85%，主要系发行本期债券第一期收到现金5.00亿元所致，公司筹资活动表现为净流入6.84亿元。考虑到截至2018年末公司主要的在建、拟建项目尚需投入合计92.90亿元，公司未来面临较大的资金压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.45	0.08
销售商品、提供劳务收到的现金	23,884.58	1,524.76
收到的其他与经营活动有关的现金	47,482.94	11,187.63
经营活动现金流入小计	71,367.52	12,712.39
购买商品、接受劳务支付的现金	25,884.10	33,665.17
支付的其他与经营活动有关的现金	65,492.98	41,512.84
经营活动现金流出小计	92,306.53	76,020.49
经营活动产生的现金流量净额	-20,939.01	-63,308.10
投资活动产生的现金流量净额	-526.68	-342.11
筹资活动产生的现金流量净额	68,446.45	25,944.48
现金及现金等价物净增加额	46,980.77	-37,705.72

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**2018年公司有息负债规模大幅增长，整体负债水平明显提升，公司面临一定的偿债压力**

2018 年末公司所有者权益合计为 27.24 亿元，较上年小幅增长。由于外部融资规模扩大，2018 年末公司负债总额增至 35.49 亿元，较上年增长 48.39%。2018 年末公司产权比率为 130.25%，公司所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

**表 9 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	354,851.67	239,135.60
所有者权益	272,445.06	262,265.32
产权比率	130.25%	91.18%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018 年公司短期融资规模较去年大幅增加，主要是其他应付款规模增加所致，负债结构仍以非流动负债为主，截至 2018 年末，非流动负债占公司负债总额的比重为 76.13%。

公司流动负债主要由应付账款、其他应付款构成。公司应付账款系应付的工程款。其他应付款主要由往来款构成，2018 年末其他应付款期末余额为 7.49 亿元，主要包括公司与梧州市国土资源储备中心、梧州市城建投资发展集团有限公司、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有限公司的往来款，较上年大幅增长 1,022.44%，主要系新增与梧州市国土资源储备中心和梧州市城建投资发展集团有限公司的往来款所致。

非流动负债是公司负债的主要构成，截至 2018 年末，公司的非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018 年末，公司的长期借款余额为 8.39 亿元，主要系子公司广西梧州金鼎实业有限公司与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、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。应付债券为本公司于 2018 年发行的第一期债券。公司的长期应付款余额为 13.50 亿元，其中 12.5 亿元系粤桂基金向公司及梧州基投公司的投资款，目前投资协议仍未确定，暂放在长期应付款科目。1 亿元为梧州市人民政府国有资产监督管理委员会委托国发基金对子公司金鼎实业增资款，国开基金不影响金鼎公司的实际运营，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%。由于该增资实质为“名股实债”而计入长期应付款科目核算。

**表 10 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
应付账款	4,400.12	1.24%	2,906.93	1.22%
其他应付款	74,861.33	21.10%	6,669.53	2.79%
<b>流动负债合计</b>	<b>84,713.45</b>	<b>23.87%</b>	<b>10,897.38</b>	<b>4.56%</b>
长期借款	83,900.00	23.64%	67,000.00	28.02%
应付债券	50,000.00	14.09%	-	-
长期应付款	135,000.00	38.04%	160,000.00	66.91%
<b>非流动负债合计</b>	<b>270,138.22</b>	<b>76.13%</b>	<b>228,238.22</b>	<b>95.44%</b>
<b>负债合计</b>	<b>354,851.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>239,135.60</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	143,900.00	40.55%	77,000.00	32.20%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由长期借款、应付债券及部分长期应付款构成，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 2018 年末，公司有息债务为 14.39 亿元，较上年增加 86.88%，公司偿债压力加重。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 11 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息负债本金	2,000.00	7,400.00	10,600.00	123,900.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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有所提升，2018 年资产负债率达到 56.57%，较上年提升 8.88 个百分点。2018 年公司流动比率和速动比率大幅下降，主要是由于公司其他应付款大幅增加所致。同时，受 2018 年有息债务大幅增加的影响，公司 EBITDA 对有息债务的保障能力有所减弱。

**表 12 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	56.57%	47.69%
流动比率	6.48	38.23
速动比率	4.12	21.29

EBITDA (万元)	8,407.38	8,448.32
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.59
有息债务/EBITDA	17.12	9.11

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

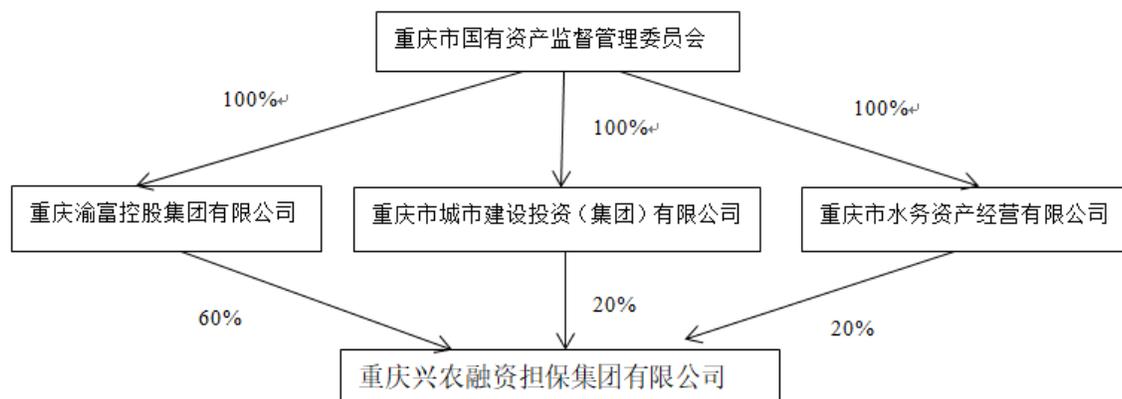
## 六、债券偿还保障分析

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。

兴农担保成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源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%。2014年4月，兴农担保名称变更为现名。2017年10月，兴农担保增资82,000.00万元，同时通过留存收益转增实收资本18,000万元。2018年6月，渝富资产将持有公司60%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。历经数次增资，截至2018年末，注册资本为300,000.00万元，实收资本上升至295,000.00万元，股东持股比例不变。兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年末，兴农担保股权关系如图1所示。

图 1 截至 2018 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2016-2018年，兴农担保分别实现营业总收入6.36亿元、6.12亿元和7.43亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的66.05%、74.35%和70.01%。2016-2018年兴农担保期末在保余额分别为251.23亿元、384.29亿元和555.80亿元，近三年复合增长率为48.74%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2018年12月31日，兴农担保资产总额为229.63亿元，所有者权益为98.42亿元，资产负债率为57.14%；2018年度，兴农担保实现营业总收入7.43亿元，利润总额2.21亿元，经营活动现金流净额-8.41亿元。截至2018年末，兴农担保期末担保在保责任余额555.80亿元，根据《融资担保责任余额计量办法》换算的期末融资担保责任余额为480.93亿元，融资担保放大倍数为4.89，融资担保业务仍有较大发展空间。但我们也关注到，受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现影响。2016-2017年，兴农担保担保业务分别发生代偿4.86亿元和2.95亿元，当期担保代偿率分别为3.20%和1.88%；截至2017年末，兴农担保累计担保代偿金额为13.46亿元。

**表 13 截至 2018 年 12 月末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,296,342.94	2,237,309.94	1,563,081.01
所有者权益	984,177.85	976,891.10	874,526.19
资产负债率	57.14%	56.34%	44.05%
流动比率	2.07	3.02	2.57
营业总收入	74,286.43	61,172.91	63,625.09
利润总额	22,054.00	18,277.22	22,369.84
净资产收益率	2.23%	1.60%	2.78%
经营净现金流	-84,126.91	-47,365.59	-34,144.75
当期担保发生额	-	2,897,177.80	2,011,408.35
期末在保责任余额	5,557,969.92	3,842,860.09	2,512,302.47
担保风险准备金	177,893.51	159,466.35	136,121.65
净资产放大倍数	5.65	3.93	2.87
当期担保代偿率	-	1.88%	3.20%
累计代偿回收率	-	17.38%	0.00%

注：1、2017 年财务数据来源于公司 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

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

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月13日），公司本部不存在其他未结清不良类信贷记录，从2016年1月1日到报告查询日（2019年6月24日），广西梧州金鼎实业有限公司不存在其他未结清不良类信贷记录，公司及广西梧州金鼎实业有限公司其他各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

2018年，梧州市基础设施建设持续推进，未来仍有较多的基础设施建设项目，公司主营业务持续性较好；公司继续在财政补贴方面获得较大力度的支持。兴农担保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。

同时，公司的募投项目尚未开工，未来收入实现存在不确定性；公司经营活动现金流持续净流出，主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；公司资产以应收款项、工程施工、投资性房地产为主，应收款项规模较大并存在一定的资金占用情况，整体资产流动性较弱；公司有息负债规模持续增长，存在一定的偿债压力。

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

## 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	124,091.35	77,110.58	114,816.31
应收账款	77,021.24	80,627.28	60,271.26
其他应收款	138,868.68	74,060.86	40,345.19
存货	199,602.28	184,505.85	162,409.07
投资性房地产	76,806.99	83,425.69	82,328.55
总资产	627,296.73	501,400.93	461,364.06
其他应付款	74,861.33	6,669.53	6,373.44
长期借款	83,900.00	67,000.00	39,000.00
应付债券	50,000.00	0.00	0.00
长期应付款	135,000.00	160,000.00	160,000.00
总负债	354,851.67	239,135.60	207,885.57
有息债务	143,900.00	77,000.00	49,000.00
所有者权益	272,445.06	262,265.32	253,478.50
营业收入	16,517.01	18,095.39	14,138.88
营业利润	8,373.66	8,392.09	2,662.65
其他收益	7,000.00	5,300.00	0.00
净利润	7,953.41	8,031.72	7,810.37
经营活动产生的现金流量净额	-20,939.01	-63,308.10	-73,706.28
投资活动产生的现金流量净额	-526.68	-342.11	-1.62
筹资活动产生的现金流量净额	68,446.45	25,944.48	168,265.81
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	16.47%	18.67%	20.49%
收现比	1.45	0.08	1.10
产权比率	130.25%	91.18%	82.01%
资产负债率	56.57%	47.69%	45.06%
流动比率	6.48	38.23	47.71
速动比率	4.12	21.29	27.21
EBITDA（万元）	8,407.38	8,448.32	8,214.57
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.59	9.04
有息债务/EBITDA	17.12	9.11	5.97

资料来源：公司 2016-2018 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	子公司类型	持股比例
梧州市桂建建材经营有限公司	全资	100.00%
广西梧州基础设施投资管理有限公司	全资	100.00%
广西梧州金鼎实业有限公司	控股	100.00%
梧州市锦华物业管理有限公司	全资	100.00%
梧州市锦源实业发展有限公司	全资	100.00%
梧州市长盛综合开发投资有限公司	控股	50.00%
梧州市金日房地产开发有限公司	控股	55.00%
梧州市金鼎物业管理有限公司	控股	86.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，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	长期借款+应付债券+部分长期应付款

## 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。