

2014 年广西来宾市工业投资有限责任公司

**公司债券 2020 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【802】号 01

债券简称：14 来宾工投
债/PR 来工投

债券剩余规模：4 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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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 2020 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	2020 年 7 月 29 日	2019 年 6 月 19 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 2020 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：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 2019 年公司部分资产被无偿划出，资产整体流动性较弱、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：

- 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 2019 年末存货中代建项目待结转成本 58.87 亿元，未来收入较有保障。
- 公司拥有较多的出租物业，租赁业务收入稳定增长，为公司提供较为持续的利润。公司拥有总建筑面积为 574,378.52 平方米的来宾市河南工业园厂房，并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。2019 年，公司实现租金收入合计 12,594.75 万元，同比增长 6.77%，毛利率为 99.33%。
- 持续获得一定外部支持。2019 年，公司获得财政补助 25,008.49 万元，有效提高了

¹公司名称已变更为广西来宾工业投资集团有限公司。

利润水平。

关注：

- **2019 年部分资产被无偿划出，净资产规模下降。**2019 年公司无偿划出 4 家子公司和土地等资产，2019 年末合计减少资本公积 8.11 亿元。根据来宾市属国有企业整合相关文件，未来公司股东拟由来宾市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“来宾市国资委”）变更为来宾市国资委下属国有企业，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。**2019 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）36.13 亿元；所有权受到限制的资产规模为 51.08 亿元，占总资产比重为 26.96%。
- **面临较大的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目后续至少还需投入资金共计 13.47 亿元，未来资金压力较大。
- **偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务为 37.02 亿元，当年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.82，有息债务与 EBITDA 之比为 12.14，考虑到资产流动性较弱，受限资产占比高，公司面临较大债务压力。
- **存在一定或有负债风险。**2019 年末公司对外担保金额 17.20 亿元，占期末净资产的 19.07%，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,894,798.27	1,993,252.13	2,068,852.58
所有者权益	901,844.78	1,000,200.22	1,082,428.80
有息债务	370,212.74	582,495.61	650,572.23
资产负债率	52.40%	49.82%	47.68%
现金短期债务比	1.02	0.92	1.59
营业收入	59,390.53	52,917.44	58,348.77
营业外收入	25,008.49	20,079.57	23,841.51
利润总额	23,028.91	18,726.65	20,672.76
综合毛利率	24.99%	26.78%	25.78%

EBITDA	30,486.29	32,272.46	37,107.54
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.68	0.51
经营活动现金流净额	121,641.74	29,122.72	-88,615.64
收现比	0.36	0.35	0.33

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

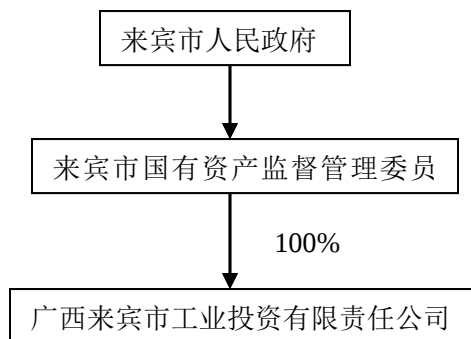
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年6月29日，本期债券募集资金专项账户余额为3,725.98元。截至2019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，控股股东仍为来宾市国有资产监督管理委员会，持股比例100%，实际控制人为来宾市人民政府。根据2018年8月来宾市国资委《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。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：工商信息查询网站，中证鹏元整理

公司主要负责来宾市市政项目、安置房等项目建设，2019年公司合并范围子公司7家，较上年减少4家，新增1家。

表1 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
来宾市鑫翔达经贸有限公司	100%	100.00	食品、生鲜肉类、果蔬、水产品、农副土特产品、初级农产品等销售	新设

2、跟踪期内不再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	不再纳入合并报表

				的原因
广西来宾恒达投资管理有限公司	100%	10,000.00	国有资产经营管理；股权投资及管理；债务重组及企业重组；对外投资；房屋租赁；建材销售等。	已划拨至国资委
广西来宾市交通投资有限公司	65.51%	24,645.37	工业园区及交通基础设施投资、建设和开发经营；对外投资；对能源市场、加油站、矿产资源的项目投资等	已划拨至国资委
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	100%	200.00	园林绿化工程；园林绿化养护管理工程；苗木、花卉、草坪的种植及销售等	已划拨至国资委
来宾市桂中水城物业管理有限公司	100%	500.00	物业管理；园林化管理；广告牌位管理；停车场服务及车辆出租等	已划拨至国资委

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金

用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券

市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年来宾市三次产业增加值增幅均有不同程度下滑，经济增速明显放缓

2019 年来宾市全年完成地区生产总值 654.15 亿元，同比增长 4.3%，按可比价格计算，增幅较上年下降 2.9 个百分点。2019 年全市人均地区生产总值 29,215 元，为全国人均 GDP 的 41.21%，同比有所下降。2019 年三次产业增加值同比增幅分别为 4.5%、4.7%和 4.0%，增速均有所下滑。

2019 年来宾市全部工业总产值比上年下降 2.0%，其中规模以上工业总产值下降 2.3%，全部工业增加值增长 0.8%，其中规模以上工业增加值增长 0.8%。全市规模以上工业中，农副食品加工业增加值比上年增长 8.6%，其中，制糖业增长 17.7%；有色金属冶炼和压延加工业增长 2.9%；黑色金属冶炼和压延加工业增长 37.7%；电力生产和供应业增长 14.3%，其中，电力生产业增长 13.5%，电力供应业增长 15.6%。

2019 年来宾市固定资产投资（不含农户）比上年增长 9.9%。分产业看，第一产业投资下降 25.9%；第二产业投资增长 11.6%，其中工业投资增长 11.6%；第三产业投资增长 14.2%。基础设施投资下降 11.3%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 30.7%。全年全市房地产开发投资 90.54 亿元，比上年增长 65.1%，其中住宅投资、办公楼投资、商业营业用房投资分别增长 62.4%、120.1%和 28.1%。来宾市消费规模持续增长，2019 年社会消费品零售总额比上年增长 7.0%。

表2 来宾市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	654.15	4.3%	-	7.2%
第一产业增加值	164.50	4.5%	-	5.8%
第二产业增加值	182.20	4.7%	-	5.2%
第三产业增加值	307.45	4.0%	-	9.9%
工业增加值	-	0.8%	-	4.6%
固定资产投资	-	9.9%	-	18.2%
社会消费品零售总额	-	7.0%	-	9.6%
进出口总额	9.13	9.0%	8.40	8.6%

金融机构本外币各项存款余额	751.12	3.66%	724.57	3.1%
金融机构本外币各项贷款余额	609.30	13.99%	534.50	14.4%
人均 GDP（元）	29,215		31,959	
人均 GDP/全国人均 GDP	41.21%		49.44%	

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 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年来宾市实现一般公共预算收入 34.35 亿元，同比增长 23.6%，其中税收收入 20.08 亿元，占公共财政收入比重为 58.46%；同期来宾市一般公共预算支出为 189.40 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 18.14%

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，2019 年实现营业收入 59,390.53 万元，同比增长 12.23%，主要是由于代建政府工程项目确认工程量增加，以及新开展建材和商品销售业务。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。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	59,044.76	24.58%	52,619.49	26.39%
代建政府工程	44,840.01	4.13%	40,580.13	5.17%
租赁	12,594.75	99.33%	11,796.22	99.04%
绿化物业服务	-	-	243.14	44.50%
建材销售	1,319.37	7.44%	-	-
商品销售	290.63	18.44%	-	-
其他业务	345.77	93.70%	297.95	94.13%
合计	59,390.53	24.99%	52,917.44	26.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建政府工程收入规模较为稳定，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。2019年公司确认代建政府工程收入44,840.01万元，主要有凤凰工业园路网道路工程、来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程磨东渠系列项目等。协议约定凤凰工业园路网道路工程项目总价款分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，需持续关注资金回收。

表4 2019年确认收入的主要项目情况（单位：万元）

项目	确认收入	代建成本
凤凰工业园路网道路工程	11,372.28	10,338.44
来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程高速东渠（高速路出口~滨江北路段）、高速西渠（上暖村~来合铁路段）工程、来华渠工程、磨东渠（来合铁路~桂中铁路段）工程、（渠道整治部分）草鞋渠（城北渠段草鞋湖段）项目、（渠道整治部分）麒麟渠（城北渠段草鞋湖段）项目、（渠道整治部分）草鞋湖项目	32,623.81	29,658.01
安置房房款差价收入	843.93	2,990.62
合计	44,840.01	42,987.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司仍有较大规模的在建项目，主要在建项目计划总投资21.00亿元，已投资7.53亿元，未来至少尚需投资13.47亿元，在建项目明细表见附录三，建设资金需求量大，面临较大的资金压力。2019年末公司存货中代建项目待结转成本58.87亿元，未来代建收入有较好的持续性。

公司租赁业务系公司稳定的收入和利润来源

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，租金收入逐年有所上涨。租金收入由来

宾市财政局拨付给公司，款项尚未收到。除上述物业外，公司有少量物业市场化出租。2019 年公司获得租金收入12,594.75万元，毛利率99.33%。

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，但需要关注该业务回款情况。

表5 截至 2019 年公司出租房产明细

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	21,782.68	是
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79,866.18	79,866.18	21,683.24	是
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98,216.38	98,216.38	26,672.47	是
凤翔路 48 号 D 区 1-13 栋	88,133.51	88,133.51	23,929.91	是
凤翔路 50 号 1-25 栋	227,888.37	227,888.37	61,937.76	是
投资发展大厦	5,967.92	5,967.92	2,648.72	是
合计	580,274.27	580,274.27	158,654.78	-

资料来源：公司提供

公司继续获得一定政府补助，但再次被无偿划出资产，净资产规模进一步下降

作为来宾市基础设施建设主体，近年公司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 2019 年财政拨款账务处理的通知》，将拨付给公司的 25,000.00 万元财政资金转为财政补贴，另有其他补贴 8.49 万元，2019 年公司共收到政府补贴 25,008.49 万元。

另外，广西来宾市西江投资有限公司将广西融水县瑞东水电开发有限公司 30%股权划转至公司，增加资本公积 869.71 万元。

但需要关注的是，公司近两年持续有资产转出，2019 年公司 4 家子公司和土地等资产无偿转出，具体见表 6，减少当期资本公积 8.11 亿元。

表6 2019 年公司资产划出情况（单位：万元）

文件	划出资产	账面价值
来国资复【2019】35 号	广西来宾恒达投资管理有限公司 100%股权	35,627.28
关于无偿划转来宾产投集团子公司股权的批复	广西来宾市交通投资有限公司 100%股权	12,125.18
来国资复【2019】70 号	土地资产	27,299.32
-	广西来宾万兴建设工程有限公司 100%股权	1,000.00
-	广西来宾经纬贸易有限公司 100%股权	5,000.00
合计	-	81,051.78

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2019年公司合并报表范围增加子公司1家，减少子公司4家。

资产结构与质量

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，且所有权受限资产占比较高，整体流动性较弱

由于子公司和土地等资产转出，2019年末公司总资产规模为189.48亿元，同比进一步下滑。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7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	66,677.43	3.52%	154,731.52	7.76%
其他应收款	236,848.56	12.50%	257,073.96	12.90%
存货	1,106,548.69	58.40%	1,020,500.86	51.20%
一年内到期的非流动资产	24,633.22	1.30%	26,168.84	1.31%
流动资产合计	1,449,667.85	76.51%	1,474,975.11	74.00%
长期应收款	99,340.50	5.24%	106,699.16	5.35%
投资性房地产	294,045.35	15.52%	343,221.10	17.22%
非流动资产合计	445,130.42	23.49%	518,277.02	26.00%
资产总计	1,894,798.27	100.00%	1,993,252.13	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末货币资金 66,677.43 万元，主要为银行存款，无使用受限资金。其他应收款账面价值 236,848.56 万元，主要系与来宾市财政局、广西铁合金有限责任公司及广西来宾恒达投资管理有限公司的往来款项，账龄多为 1 年以上，规模较大，占用大量流动资金。

2019 年末，公司存货总额为 1,106,548.69 万元，占总资产的 58.40%。存货主要由代建政府工程、开发土地和开发成本构成，分别占存货账面价值的 53.20%、44.30%和 2.49%。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 490,229.17 万元，主要为批发零售兼住宅用地，其中价值 42.88 亿元的开发土地已抵押，占存货比重 38.75%。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 2019 年末共有 123,973.72 万元，其中一年以内到期的有 24,633.22 万元，该款项回款周期长，占用公司较多资金。

投资性房地产系公司非流动资产的重要组成部分，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，因资产无偿划出，投资性房地产中房屋及建筑物账面价值减少 4.93 亿元，投资性房地产中已抵押部分账面价值 8.20 亿元。

总体来看，公司资产规模较大，但近两年持续有资产无偿转出，资产规模有所下降，目前仍以土地资产、代建项目投入、投资性房地产和应收款项为主。截至 2019 年末应收款项合计 36.13 亿元，占总资产的 19.07%，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 51.08 亿元，占总资产比重为 26.96%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司政府代建项目收入持续性较好，但主营业务盈利能力较弱，政府补助对利润贡献较大

2019年公司代建政府工程结算移交项目同比增加，全年实现营业收入59,390.53万元，同比增长12.23%。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，2019年营业利润为-1,696.87万元。

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。2019年获得政府补助25,008.49万元，为利润总额的主要来源。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	59,390.53	52,917.44
营业利润	-1,696.87	-1,322.57
营业外收入	25,008.49	20,079.57
利润总额	23,028.91	18,726.65

综合毛利率	24.99%	26.78%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务回款慢，目前工程建设投入需求资金较多，存在较大资金压力

2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模为21,515.83万元，收现比为0.36，代建业务收入回收期较长，租赁业务无回款，主营业务回款较差。当年公司往来款支出较上年进一步减少，经营活动现金流入净额为121,641.74万元。

2019年公司筹资活动现金净流出123,357.85万元，主要是银行借款规模下降，以及2019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规模较大，未来仍面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.36	0.35
销售商品、提供劳务收到的现金	21,515.83	18,715.40
收到的其他与经营活动有关的现金	247,059.70	238,341.36
经营活动现金流入小计	268,575.53	257,056.76
购买商品、接受劳务支付的现金	40,688.84	65,542.20
支付的其他与经营活动有关的现金	103,999.02	160,280.34
经营活动现金流出小计	146,933.79	227,934.04
经营活动产生的现金流量净额	121,641.74	29,122.72
投资活动产生的现金流量净额	-28,337.98	684.83
筹资活动产生的现金流量净额	-123,357.85	-85,508.78
现金及现金等价物净增加额	-30,054.09	-55,701.22

资料来源：公司 2018-2019 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，考虑到公司资产流动性较弱，受限资产占比高，存在较大的偿债压力

2019年公司负债总额与上年持平，所有者权益规模因资产无偿转出有所下降，2019年末产权比率为110.10%，权益对负债的覆盖程度下降。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	992,953.50	993,051.90
所有者权益	901,844.78	1,000,200.22
产权比率	110.10%	99.29%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司无短期借款，应付账款主要为应付工程款。2019年末其他应付款549,363.77万元，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39,803.80万元、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11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	9,900.00	1.00%
应付账款	26,744.22	2.69%	27,447.02	2.76%
其他应付款	549,363.77	55.33%	338,428.64	34.08%
一年内到期的非流动负债	65,083.80	6.55%	158,188.23	15.93%
流动负债合计	651,158.50	65.58%	541,756.83	54.55%
长期借款	247,178.14	24.89%	333,089.69	33.54%
应付债券	57,950.81	5.84%	77,719.53	7.83%
非流动负债合计	341,795.00	34.42%	451,295.08	45.45%
负债合计	992,953.50	100.00%	993,051.90	100.00%
其中：有息债务	370,212.74	37.28%	582,495.61	58.66%

资料来源：公司 2018-2019 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。长期借款含抵、质押借款、信用借款和融资租赁借款，抵、质押物为公司持有的房产和土地。2019年末应付债券57,950.81万元，较上年减少25.44%，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，2019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2019年末，公司有息债务规模为37.02亿元，同比减少36.44%，目前有息债务规模仍较大。2019年末公司资产负债率为52.40%，负债水平一般，负债中有息债务占比为37.28%，因短期借款已清偿还，现金短期债务比上升为1.02。2019年公司EBITDA利息保障倍数为0.82，同比有所上升，有息债务与EBITDA之比为12.14，处于较高水平。考虑到资产流动性较弱，受限资产占比高，整体来看公司偿债压力较大。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	52.40%	49.82%
现金短期债务比	1.02	0.92
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.68
有息债务/EBITDA	12.14	18.05

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月30日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计为17.20亿元，占期末净资产的19.07%，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13 截至 2019 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保金额	反担保措施
广西来宾城建投资集团有限公司	50,000.00	无
广西来宾恒达投资管理有限公司	39,734.61	无
来宾市第一建筑工程公司	30,000.00	无
广西来宾恒达投资管理有限公司	16,693.33	无
广西来宾市西江投资有限公司	10,000.00	无
广西来宾恒达投资管理有限公司	8,000.00	无
广西来宾城建投资集团有限公司	5,000.00	无
广西来宾恒达投资管理有限公司	2,900.00	无
广西来宾市炬城置业有限公司	2,800.00	无
广西融水县瑞东水电开发有限公司	2,100.00	无
广西来宾城建投资集团有限公司	1,450.00	无
广西融水县瑞东水电开发有限公司	1,080.00	无
广西来宾经纬贸易有限公司	300.00	无
广西来宾恒达投资管理有限公司	950.00	无
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	950.00	无
合计	171,957.94	-

注：同一主体的担保金额因不同担保项目未作合并处理。

资料来源：公司 2019 年审计报告

七、评级结论

综合来看，公司待结转代建工程项目仍较多，代建业务持续性较好，租赁业务为公司带来稳定的利润。公司继续获得一定外部支持。

同时中证鹏元关注到，2019年公司再次被无偿转出部分资产，净资产规模进一步下降；公司资产流动性较弱，应收款项对公司资金占用大，受限资产占比高；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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	66,677.43	154,731.52	152,432.74
其他应收款	236,848.56	257,073.96	272,339.44
存货	1,106,548.69	1,020,500.86	1,019,328.24
投资性房地产	294,045.35	343,221.10	360,629.17
资产总计	1,894,798.27	1,993,252.13	2,068,852.58
短期借款	0.00	9,900.00	3,000.00
其他应付款	549,363.77	338,428.64	269,322.97
一年内到期的非流动负债	65,083.80	158,188.23	92,601.19
长期借款	247,178.14	333,089.69	450,313.39
应付债券	57,950.81	77,719.53	97,459.49
负债合计	992,953.50	993,051.90	986,423.79
所有者权益合计	901,844.78	1,000,200.22	1,082,428.80
营业收入	59,390.53	52,917.44	58,348.77
营业利润	-1,696.87	-1,322.57	-3,082.49
净利润	22,217.00	18,425.46	20,392.09
经营活动产生的现金流量净额	121,641.74	29,122.72	-88,615.64
投资活动产生的现金流量净额	-28,337.98	684.83	-289.89
筹资活动产生的现金流量净额	-123,357.85	-85,508.78	51,633.81
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	24.99%	26.78%	25.78%
收现比	0.36	0.35	0.33
产权比率	110.10%	99.29%	91.13%
资产负债率	52.40%	49.82%	47.68%
现金短期债务比	1.02	0.92	1.59
EBITDA（万元）	30,486.29	32,272.46	37,107.54
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.68	0.51
有息债务/EBITDA	12.14	18.05	17.53

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
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
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
来宾市鑫翔达经贸有限公司	100.00	100.00%	食品销售

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 截至 2020 年 3 月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
来宾市滨河北片区棚户区改造（一期）	64,285.83	6,373.18
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程	61,364.19	44,664.76
武宣县 2019 年第二批次 15 个耕地提质改造旱改水和 4 个土地开垦项目总承包	15,871.02	1,483.80
河南工业园新风路工程	13,086.36	3,590.00
象州县 2019 年第一批土地开垦和旱改水项目（EPC）总承包	12,206.24	7,268.00
来宾市凤凰污水处理厂工程污水收集系统八一路、二级路支干管工程	10,435.38	450.00
武宣县桐岭镇湾龙村等 5 个乡镇耕地提质改造（旱改水）项目建设工程总承包	8,934.64	3,810.00
来宾市桂中水城水环境整治工程（环境整治部分）麒麟渠（市政渠-草鞋湖段）	5,467.62	750.00
来宾市监察委员会办案中心	4,759.11	738.00
来宾第四幼儿园	3,825.92	797.00
来宾市迁江华侨农场棚户区改造项目-配套基础设施（公共管理用房）	3,230.00	-
象州县中平镇中平社区和寺村镇林塘村等 5 个土地开垦项目	2,460.00	2,186.00
广西主要支流黔浔江治理工程来宾市江北片区磨东大桥至向阳路段工程	1,703.73	1,192.12
象州县运江镇新运村、芽村土地开垦项目	1,339.73	1,280.06
象州县妙皇乡塘头村等 3 个村土地开垦项目	410.00	307.00
来宾市精制糖加工基地 27#综合楼室内装修工程	400.00	200.00
来宾市桂中水城水环境整治工程（环境整治）市政渠（盘古文化公园~红水河段）一期	120.00	120.00
武宣县三里镇五星村等 3 个村耕地提质改造（旱改水）工程项目	85.00	65.67
合计	209,984.77	75,275.59

资料来源：公司提供

附录四 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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金
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

附录五 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。