

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
城市地下综合管廊建设专项债券
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【968】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%、
15%的比例偿还本金，当
期利息随本金一起支付

分析师

姓名：
万蕾 罗力

电话：
010-6621 6006

邮箱：
wanl@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

2018 年第一期、2019 年第一期梧州市城市建设投资开发 有限公司城市地下综合管廊建设专项债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次信用评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 08 月 27 日	2019 年 06 月 27 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 2018 年第一期城市地下综合管廊建设专项债券和 2019 年 3 月 26 日发行的 2019 年第一期城市地下综合管廊建设专项债券（以下合称“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 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”）提供的保证担保仍能有效提升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建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性，公司资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，资金压力和偿债压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

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 2019 年末，公司主要在建、拟建项目规模较大，计划总投资合计 145.74 亿元，业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019 年梧州市财政局向公司拨付财政补贴 15,612.01 万元，有效提升了当期利润水平。

- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为 AAA，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：

- **募投项目建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性。**截止 2019 年末，公司募投项目尚未正式开工，建设进度不及预期。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。**公司资产主要以应收款项、存货及在建工程为主，2019 年末合计占总资产的 76.12%，应收款项对资金形成一定占用，存货及在建工程等资产短期集中变现难度较大，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续净流出，未来面临较大的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 13.42 亿元，截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 114.52 亿元，随着公司对工程建设项目的持续投入，未来面临较大的资金压力。
- **面临较大的偿债压力。**2019 年末公司资产负债率上升 11.35 个百分点至 67.92%，有息债务合计 23.71 亿元，同比增长 64.78%，系当年 EBITDA 的 10 倍，偿债指标表现较弱，面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 9.93 亿元，占当年末净资产的比重为 34.86%，均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	887,906.12	627,296.73	501,400.93
所有者权益	284,818.67	272,445.06	262,265.32
有息债务	237,120.00	143,900.00	77,000.00
资产负债率	67.92%	56.57%	47.69%
现金短期债务比	3.53	-	-
营业收入	56,451.60	16,517.01	18,095.39

其他收益	15,612.01	7,000.00	5,300.00
利润总额	19,937.39	8,362.65	8,393.59
综合毛利率	15.34%	16.47%	18.67%
EBITDA	23,716.36	8,407.38	8,448.32
EBITDA 利息保障倍数	2.11	2.46	3.59
经营活动现金流净额	-134,151.89	-20,939.01	-63,308.10
收现比	0.91	1.45	0.08

资料来源：公司 2017-2019 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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
累计代偿回收率	-	28.75%-	17.38%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；

2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保2018年、2019年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

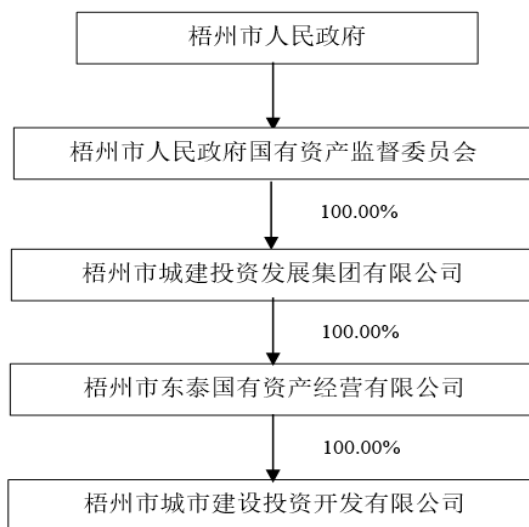
公司于2018年11月28日发行18梧州城投债01，于2019年3月26日发行19梧州城投债01，均为10年期固定利率债券，发行规模分别为5.00亿元和4.50亿元。募集资金计划用于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目（以下简称“募投项目”）以及补充流动资金。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2,196.08万元。根据公司2020年6月30日披露的《2018年第一期、2019年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券2019年度债权代理事务报告并企业履约情况及偿债能力分析报告》，截至2019年12月31日，跟踪期内，募集资金共有7.02亿元暂时用于补充流动资金。

二、发行主体概况

截至2019年12月31日，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，未发生变化，公司控股股东由梧州市人民政府国有资产监督管理委员会变更为梧州市东泰国资产经营有限公司，实际控制人仍为梧州市人民政府。

2019年公司合并范围减少3家子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，详见附录二。

图 1 截至 2020 年 6 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
梧州市桂建建材经营有限公司	100.00%	3,000.00	土砂石开采、销售、建材生产等	划转
梧州市锦华物业管理有限公司	100.00%	50.00	物业管理、房地产中介服务	划转
梧州市金鼎物业管理有限公司	86.00%	50.00	物业管理、物业租赁、物业信息咨询等	划转

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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投资建设增长较快，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 万亿元，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

梧州市经济增速回升但仍较低，受环保政策、去产能政策的持续影响，梧州市工业仍负增长

2019年梧州市GDP为991.40亿元，按可比价格计算，同比增长4.2%，增速较上年的1.8%回升，但仍明显低于全国平均增速的6.1%。区域人均GDP为32,303元，人均GDP为全国人均GDP的45.57%，经济发展水平较低。

2019年梧州市第二产业仍负增长，第三产业增速下行。梧州市经济以第二产业和第三产业为主，第三产业最高。2019年梧州市三次产业结构由上年的13.9：40.5：45.6调整为16.3：34.5：49.2。分产业来看，2019年梧州市第一产业实现增加值162.0亿元，同比增长5.4%；第二产业实现增加值341.6亿元，同比增长-0.3%；第三产业实现增加值487.8亿元，同比增长7.2%；对经济增长贡献率分别为21.1%、-2.7%和81.6%，第二产业、第三产业拉动GDP增长3.8、3.4个百分点。

受环保政策、去产能政策的持续影响，2019年梧州市工业仍负增长。梧州市工业支柱产业主要为有色金属、机械、化工等，且存量企业规模较小。截至2019年末，全市在库规上工业企业435家，重点大型企业数量较少，产值超10亿元仅21家，其中超30亿元企业3家，其余大部分企业规模不大。梧州市工业企业重污染加上小规模的特点使其近年受到环保限产和去产能政策较大影响。2019年全市停减产企业170家，占规模以上工业企业数435家的39.1%，其中停产企业70家，减产企业100家。停产、减产企业数量多，产值增速同比下降56.7%，拉低全市产值增速35.1个百分点。此外，县域工业下滑幅度大。2019年1-12月，县域工业完成规上工业总产值同比下降14.5%，增速比全市工业总产值增速低了1.8个百分点。总量规模相对较小的蒙山县、苍梧县同比增长3.7%和17.2%；总量规模较大的岑溪市、藤县同比下降18.2%和19.2%。

2019年梧州市固定资产投资增速较高，社会消费品零售总额增速下降。从拉动地区经济增长的三大要素来看，梧州市经济主要依靠投资驱动，其次是消费，进出口影响总体不大。2019年梧州市固定资产投资增速为11.0%，较上年提高1.2个百分点且处于较高水平。分三次产业投资看，第一产业投资增长4.6%；第二产业投资增长12.5%；第三产业投资增长10.2%。分经济类型看，公有制投资增长21.3%；非公有制经济投资下降9.7%。2019年梧州市社会消费品零售总额增速为8.6%，较上年下降0.9个百分点。

表 2 梧州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）	991.4	4.2%	-	1.8%
第一产业增加值	162.0	5.4%	-	5.9%
第二产业增加值	341.6	-0.3%	-	-7.6%
第三产业增加值	487.8	7.2%	-	9.2%
规模以上工业增加值	-	-3.3%	-	-9.1%
固定资产投资	-	11%	-	9.8%
社会消费品零售总额	526.3	8.6%	-	9.5%
进出口总额	65.85	29.7%	50.83	-15.6%
存款余额	1,361.2	11.7%	1218.2	7.5%
贷款余额	1,038.5	19.5%	869.3	10.4%
人均 GDP（元）	32,303		33,774	
人均 GDP/全国人均 GDP	45.57%		51.17%	

资料来源：梧州市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年梧州市实现成一般公共预算收入84.6亿元，同比增长5.8%，同期政府基金收入为113.69亿元，同比增长11.7%。

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工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务。得益于工程建设业务收入增长，2019 年公司实现营业收入 56,451.60 万元，同比增长 241.78%。

毛利率方面，受工程建设业务收入占比提升及毛利率下降影响，2019 年公司综合毛利率降至 15.34%。

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
工程建设	51,859.52	13.63%	13,641.31	14.18%
房地产开发	1,576.63	17.65%	1,707.56	-14.12%
拆迁收入	1,600.73	13.74%	0.00	0.00%
房产租赁	1,016.07	97.23%	914.19	88.04%
物业费收入	233.43	16.34%	218.47	85.28%

其他收入	165.22	37.89%	35.48	100.00%
合计	56,451.60	15.34%	16,517.01	16.47%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司工程建设收入大幅增长，目前公司在建、拟建项目仍较多，业务可持续性较好，但后续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、桂江六桥工程、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%。根据公司子公司广西梧州金鼎实业有限公司（以下简称“金鼎公司”）与梧州市市政园林管理局（以下简称“市政园林局”）签订的《政府购买公共服务合同》，合同约定金鼎公司负责河东棚户区旧城改造等项目的拆迁及安置房建设，梧州市市政和园林管理局负责组织项目竣工验收，并自开工建设起分25年向金鼎公司分期支付购买资金，项目服务期限自2015年至2039年，服务协议总价款为17.66亿元。

2019年公司主要完工并结算了梧州市河东棚改项目等，实现工程建设收入51,859.52万元。毛利率方面，受河东棚户区旧城改造项目毛利率较低的影响，2019年公司工程建设业务毛利率小幅下降至13.63%。

截至2019年末，公司主要在建项目包括两龙片区棚户区改造项目、梧州市城市基础设施整体改造提升工程（一期）、长洲岛棚户区改造项目、南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程等，截至当年末，公司募投项目尚未正式开工，已支出5,000.00万元系项目前期费用。

表 4 截至 2019 年 12 月 31 日公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
两龙片区棚户区改造项目	303,571.24	53,063.02	250,508.22
南岸高旺片区棚户区改造项目	200,693.00	30,000.00	170,693.00
长洲岛棚户区改造项目	150,917.24	7,500.00	143,417.24
南岸片区路网工程	113,353.00	7,886.10	105,466.90
梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目*	120,100.00	5,000.00	115,100.00
梧州市西江四桥工程	105,154.00	86,600.00	18,554.00
梧州市体育中心工程	35,500.00	28,817.00	6,683.00

南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程	33,631.00	629.02	33,001.98
毅德商贸物流城	30,000.00	26,510.00	3,490.00
政府地下停车场	22,146.22	8,492.41	13,653.81
江滨国际大酒店-文化中心影城地下停车场扩建工程	17,196.72	8,504.63	8,692.09
梧州市城市整体提升改造工程（一期）工程	11,690.91	11,148.00	542.91
城市基础设施整体改造提升工程（二期）	13,346.73	12,526.00	820.73
梧州市苍海大道改造工程	11,931.76	7,594.00	4,337.76
梧州市综合训练馆	9,700.00	7,304.00	2,396.00
妇女儿童中心	6,619.32	5,154.00	1,465.32
市网球中心工程	4,300.00	2,939.75	1,360.25
白云山停车场项目	2,106.00	1,260.00	846.00
长红小学	2,500.00	1,258.63	1,241.37
合计	1,194,457.14	312,186.56	882,270.58

注：“*”为募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要的拟建项目包括桂江六桥、西江六桥等项目，计划总投资26.30亿元。同时，考虑到公司主要的在建项目尚需投资88.05亿元，公司面临较大的资金压力，未来融资需求较大。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资
桂江六桥	70,305.00
梧州市社会停车场及配套综合提升 PPP 项目	179,239.61
梧州市综合档案馆新馆项目	11,420.84
三云转盘交叉改造项目	524.51
桂江二桥桥头两端转盘交叉口改造项目	720.56
旺城广场周边区域交通提升工程	766.95
合计	262,977.17

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有所下降，但未来仍有一定的持续性

公司的房地产开发业务主要由子公司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”）运营，先后开发了富民小区和凤凰台等商品房项目，2019年公司实现房地产收入1,576.63万元，其中富民小区实现收入1,053.62万元，金日地产楼盘实现收入523.01万元。毛利率方面，2019年公司房地产开发业务毛利率较上年上升31.77个百分点，主要系金日房地产项目为尾盘销售、当期房地产开发成本下降所致。截至2019

年末，存货中尚有房地产开发成本及开发产品1.28亿元，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。

公司的租赁收入较为稳定，对公司收入形成一定补充

2019年公司租赁业务收入为1,016.07万元，同比增长11.14%，主要来自公司本部所拥有的136处房产和金鼎公司拥有的223处房产的租金收入。

表 6 租赁收入情况（单位：万元）

项目名称	出租方	租金
公司本部的 136 处房产	梧州市市政园林局	160.00
金鼎公司的文化中心房产	梧州市文化旅游投资有限公司	180.00
金鼎公司的 222 处房产（大部分为商铺）	商户	676.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，目前骑楼城保护与综合整治项目已启动。

公司拆迁收入主要来自于公司本部及金鼎公司的房产棚改拆迁，房屋征收等业务，2019年为1,600.73万元。

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。2019年，梧州市财政局向公司拨付财政补贴15,612.01万元，有效提升当年利润水平。

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2019年公司合并范围减少子公司3家，年末纳入合并范围的子公司共5家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，应收款项对资金形成一定占用，存货及在建工程短期集中变现难度较大，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，2019年末公司资产总额为88.79亿元，同比增长41.54%，其中流动资产占比80.07%。

公司货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金系6,600.00万元的定期存单，不存在使用受限情况。

截至2019年末，公司应收账款主要为应收梧州市财政局的工程款，规模同比变动不大，从账龄来看，35.94%的应收账款账龄在3年以上；17.81%的应收账款账龄在1年以内。截至2019年末，公司的其他应收款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、梧州市城建资产管理集团有限公司的往来款，同比增长28.51%，主要系公司与梧州市城建投资发展集团有限公司往来款增加所致，从账龄来看，59.20%的款项账龄在1年以内，12.25%的款项账龄为1-2年。整体来看，公司应收款项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。

预付款项主要为预付梧州市安鹏建设有限公司、长洲区拆迁指挥部办公室及长洲区域投公司的工程款。

存货主要由工程施工成本、开发成本、拟开发土地以及开发产品构成。截至2019年末，同比增长70.67%，主要系工程施工及开发成本大幅增加所致，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。拟开发土地系南岸路地块、长洲岛片区等，截至2019年末账面价值为6.73亿元，开发成本主要为富民小区和棚户区改造一期项目等，截至2019年末账面价值为10.50亿元。

投资性房地产主要由文化中心剧院、红岭路居安里3-9号等房产构成，公司采用公允价值模式进行后续计量。截至2019年末，投资性房地产规模同比变动不大。公司在建工程主要为两龙片区棚户区改造项目、政府地下停车场、滨江大道、苍海大道等，2019年末账面价值为8.09亿元，同比大幅增长。

总体来看，公司资产规模大幅增长，以应收款项、存货及在建工程等为主。应收款项占用了较多营运资金；存货及在建工程等资产短期难以集中变现，整体来看，公司的资产流动性较弱。

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	57,382.72	6.46%	124,091.35	19.78%
应收账款	75,864.51	8.54%	77,021.24	12.28%
预付款项	52,621.60	5.93%	2,394.44	0.38%
其他应收款	178,458.99	20.10%	138,868.68	22.14%
存货	340,671.06	38.37%	199,602.28	31.82%
流动资产合计	710,947.57	80.07%	548,596.69	87.45%
长期应收款	11,832.49	1.33%	0.00	0.00%
投资性房地产	76,795.66	8.65%	76,806.99	12.24%
在建工程	80,883.32	9.11%	443.83	0.07%
非流动资产合计	176,958.56	19.93%	78,700.05	12.55%
资产总计	887,906.12	100.00%	627,296.73	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模大幅增长，利润仍较依赖外部支持

公司营业收入主要来源于工程建设、房地产开发和房屋租赁等业务。2019年，公司实现营业收入5.65亿元，同比增长241.78%，主要系本年度确认河东棚改项目30%工程收入3.88亿元所致，截至2019年末，公司主要在建基础设施工程项目计划总投资119.45亿元，已完成投资31.22亿元，业务持续性较好，未来收入较有保障。

毛利率方面，受工程建设业务毛利率下降影响，2019年公司毛利率降至15.34%。此外，公司计入其他收益的政府补助1.56亿元，有效提升利润总额至1.99亿元。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	56,451.60	16,517.01
其他收益	15,612.01	7,000.00
营业利润	19,799.29	8,373.66
利润总额	19,937.39	8,362.65
综合毛利率	15.34%	16.47%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流持续净流出，主要在建及拟建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力

公司经营活动现金流主要包括主营业务收支和往来款收付，2019年公司主业收现比由

上年的1.45下降至0.91。由于项目建设支出大幅增加，加之往来款项净流出规模较大，当年公司经营活动现金净流出13.42亿元。

投资活动现金流方面，2019年公司投资活动现金净流出17.60亿元，主要系在建工程项目支出8.10亿元、预付工程款支出5.32亿元、购入土地支出3.20亿元等。

公司2019年筹资规模较上年大幅增加，当年取得借款4.02亿元，发行债券收到现金5.50亿元，收到其他与筹资活动有关的现金15.25亿元，同时公司偿还债务及利息的现金流出为1.04亿元，使得2019年筹资活动现金净流入23.68亿元。但考虑到2019年末公司在建及拟建项目合计尚需投资114.52亿元，经营性现金流持续净流出，公司仍存在较大资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.91	1.45
销售商品、提供劳务收到的现金	51,367.76	23,884.58
收到的其他与经营活动有关的现金	18,438.97	47,482.94
经营活动现金流入小计	69,806.73	71,367.52
购买商品、接受劳务支付的现金	116,267.13	25,884.10
支付的其他与经营活动有关的现金	85,734.49	65,492.98
经营活动现金流出小计	203,958.62	92,306.53
经营活动产生的现金流量净额	-134,151.89	-20,939.01
投资活动产生的现金流量净额	-176,002.30	-526.68
筹资活动产生的现金流量净额	236,845.56	68,446.45
现金及现金等价物净增加额	-73,308.63	46,980.77

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

公司有息债务规模增长，面临较大的偿债压力

2019年末公司所有者权益为28.48亿元，较上年末增长4.54%，同时公司负债总额较上年末增长69.95%，受此影响，2019年末公司产权比率升至211.74%。所有者权益对负债的保障程度有所下降。

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	603,087.45	354,851.67
所有者权益	284,818.67	272,445.06
产权比率	211.74%	130.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从债务构成来看，2019年末公司非流动负债为49.96亿元，占负债比重为82.84%，公司负债依然以非流动负债为主。

2019年末公司短期借款主要为保证借款和质押借款。其他应付款主要为公司与梧州市国土资源储备中心、梧州市财政局、梧州市城建公共交通有限公司等国有企业和事业单位的往来款项，2019年末规模同比变化不大。

长期借款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，以及公司与中国工商银行股份有限公司梧州分行和中铁信托有限责任公司的抵押借款和保证借款。公司应付债券系本期债券及梧州市建成区公共地下停车场专项债券。

2019年末公司长期应付款余额为28.75亿元，同比增长112.96%，主要系新增了两龙片区棚户区改造、长洲岛棚户区改造（一期）等项目专项应付款，此外12.5亿元系梧州粤桂合作特别试验区基金一号投资中心（有限合伙）向公司及梧州基础设施投资管理有限公司的投资款，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”仍计入长期应付款科目核算。

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	16,270.00	2.70%	0.00	0.00%
应付账款	5,429.64	0.90%	4,400.12	1.24%
预收账款	8,307.21	1.38%	3,257.06	0.92%
其他应付款	70,474.85	11.69%	74,861.33	21.10%
流动负债合计	103,499.23	17.16%	84,713.45	23.87%
长期借款	105,850.00	17.55%	83,900.00	23.64%
应付债券	105,000.00	17.41%	50,000.00	14.09%
长期应付款	287,500.00	47.67%	135,000.00	38.04%
非流动负债合计	499,588.22	82.84%	270,138.22	76.13%
负债合计	603,087.45	100.00%	354,851.67	100.00%
其中：有息债务	237,120.00	39.32%	143,900.00	40.55%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为23.71亿元，同比增长64.78%，占负债总额的39.32%，以中长期债务为主。

从偿债能力指标来看，由于公司的负债规模大幅上升，公司资产负债率提高11.35个百分点至67.92%，受有息债务增加影响，2019年公司EBITDA利息保障倍数由2.46降至2.11，年末有息债务为EBITDA的10倍，EBITDA对债务本息保障程度仍然较低，公司面临较大偿债压力。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	67.92%	56.57%
现金短期债务比	3.53	-
EBITDA 利息保障倍数	2.11	2.46
有息债务/EBITDA	10.00	17.12

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

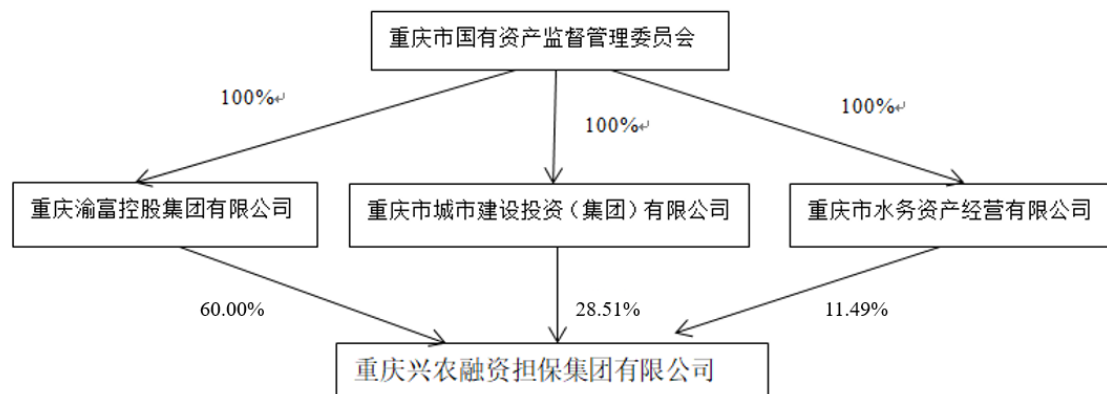
六、债券偿还保障分析

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。

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。历经数次增资及股权变更，截至2019年末，兴农担保注册资本和实收资本均为521,981.61万元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2019年末，兴农担保股权关系如图2所示。

图 2 截至 2019 年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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。2017-2019年，兴农担保分别实现营业总收入6.12亿元、7.43亿元和10.46亿元。担保业务收入分别占当期营业总收入的74.35%、70.01%和76.16%。2017-2019年兴农担保期末在保余额分别为384.29亿元、555.80亿元和616.43亿元，近三年复合增长率为26.65%，担保业务规模持续增长。

截至2019年12月31日，兴农担保资产总额为211.42亿元，所有者权益为97.84亿元；2019年度，兴农担保实现营业总收入10.46亿元，利润总额3.06亿元。截至2019年末，兴农担保融资担保责任余额为539.28亿元。

表 13 截至 2019 年末兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,114,170.57	2,296,342.94	2,237,309.94
所有者权益	978,414.02	984,177.85	976,891.10
资产负债率	53.72%	57.14%	56.34%
营业总收入	104,574.85	74,286.43	61,172.91
利润总额	30,557.29	22,054.00	18,277.22
净资产收益率	2.62%	2.23%	1.60%
当期担保发生额	-	3,061,505.41	2,897,177.80
期末在保余额	6,164,289.66	5,557,969.92	3,842,860.09
融资担保责任余额（亿元）	539.28	480.93	384.29
担保风险准备金	-	177,893.51	159,466.35
融资担保放大倍数	-	4.89	-
当期担保代偿率	-	7.77%	1.88%
累计代偿回收率	-	28.75%-	17.38%

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；

2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保 2018 年、2019 年审计报告及兴农担保提供，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

（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7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99,300.00万元，占期末净资产比重为34.86%，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 14 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
梧州市东泰国资产经营有限公司	45,000.00	2029.8	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	4,300.00	2027.10	否
梧州市城建公共交通有限公司	20,000.00	2021.1	否
梧州市城建公共交通有限公司	30,000.00	2021.1	否
合计	99,300.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019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正式开工，未来收入实现存在不确定性；公司资产以应收款项、存货、在建工程等为主，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，公司经营性现金流表现较差，主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力，公司有息负债规模持续增长，面临较大的偿债压力，且存在较大的或有负债风险。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	57,382.72	124,091.35	77,110.58
应收账款	75,864.51	77,021.24	80,627.28
其他应收款	178,458.99	138,868.68	74,060.86
存货	340,671.06	199,602.28	184,505.85
投资性房地产	76,795.66	76,806.99	83,425.69
总资产	887,906.12	627,296.73	501,400.93
其他应付款	70,474.85	74,861.33	6,669.53
长期借款	105,850.00	83,900.00	67,000.00
应付债券	105,000.00	50,000.00	0.00
长期应付款	287,500.00	135,000.00	160,000.00
总负债	603,087.45	354,851.67	239,135.60
有息债务	237,120.00	143,900.00	77,000.00
所有者权益	284,818.67	272,445.06	262,265.32
营业收入	56,451.60	16,517.01	18,095.39
营业利润	19,799.29	8,373.66	8,392.09
其他收益	15,612.01	7,000.00	5,300.00
净利润	18,449.05	7,953.41	8,031.72
经营活动产生的现金流量净额	-134,151.89	-20,939.01	-63,308.10
投资活动产生的现金流量净额	-176,002.30	-526.68	-342.11
筹资活动产生的现金流量净额	236,845.56	68,446.45	25,944.48
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	15.34%	16.47%	18.67%
收现比	0.91	1.45	0.08
产权比率	211.74%	130.25%	91.18%
资产负债率	67.92%	56.57%	47.69%
现金短期债务比	3.53		
EBITDA（万元）	23,716.36	8,407.38	8,448.32
EBITDA 利息保障倍数	2.11	2.46	3.59
有息债务/EBITDA	10.00	17.12	9.11

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
广西梧州基础设施投资管理有限公司	1,000.00	100.00%	城市基础设施建设的投资与管理等
广西梧州金鼎实业有限公司	5,288.80	100.00%	房地产开发、国有直管公房的租赁经营、物业管理等
梧州市锦源实业发展有限公司	3,800.00	100.00%	房地产开发经营、物业管理等
梧州市长盛综合开发投资有限公司	10,000.00	50.00%	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
梧州市金日房地产开发有限公司	2,100.00	55.00%	房地产开发经营

资料来源：公司 2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款 (部分)}$

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。