

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】896号

广西扶绥县城市开发投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2020年广西扶绥县城市开发投资有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年九月三日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广西扶绥县城市开发投资有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年9月3日

2020年广西扶绥县城市开发投资有限公司 公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA-	稳定	AAA	2020/9/3	高路	齐建初、黄一戈

主体概况

公司是扶绥县重要的基础设施建设主体，主要从事扶绥县基础设施建设、保障性住房建设、园区开发等业务。广西扶绥同正投融资集团有限公司为其唯一股东，扶绥县国有资产投资经营管理中心为其实际控制人。

债券概况

债券发行额：不超过5亿元（含）
债券期限：7年
偿还方式：按年付息、分期还本
募集资金用途：棚户区改造、补充流动资金
增信措施：连带责任保证担保
保证人：广西中小企业融资担保有限公司
保证人主体信用等级及展望：AAA/稳定

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60
	GDP 总量	32.00%	14.72		净资产总额	36.00%	21.60
	GDP 增速	4.00%	3.76		资产负债率	9.00%	9.00
	人均 GDP	4.00%	2.40		全部债务资本化比率	9.00%	7.20
	一般公共预算收入	32.00%	10.24		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.00		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	2.00
	上级补助收入	4.00%	2.64				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档	
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AA-
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AA-
5.增信措施	
连带责任保证担保	
6.本期债券信用等级	AAA

评级观点

东方金诚认为，崇左市经济实力较强，其下辖的扶绥县经济保持较快增长；公司业务具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持；广西中小担保为本期债券提供的担保增信作用很强。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，资金来源对筹资活动依赖较大。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

同业对比

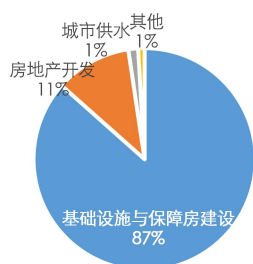
项目	广西扶绥县城市开发投资有限公司	宁明惠宁建设投资有限责任公司	大方县建设投资有限公司	兴宁市永业基础设施建设投资有限公司
地区	崇左市扶绥县	崇左市宁明县	毕节市大方县	梅州市兴宁市
GDP（亿元）	148.54	91.48	163.86	179.26
GDP 增速（%）	11.2	8.5	8.4	8.8
人均 GDP（元）	36639	25704*	25873	18051*
一般公共预算收入（亿元）	8.18	2.87	6.50	10.67
一般公共预算支出（亿元）	36.40	35.33	62.90	33.27
资产总额（亿元）	82.39	65.74	72.60	106.79
所有者权益（亿元）	40.31	45.81	35.04	45.45
营业收入（亿元）	13.83	5.32	6.15	3.29
利润总额（亿元）	1.67	1.40	0.44	0.97
资产负债率（%）	51.07	30.31	51.73	57.44
全部债务资本化比率（%）	45.65	23.11	17.87	24.80

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年；标“*”数据为估算所得。

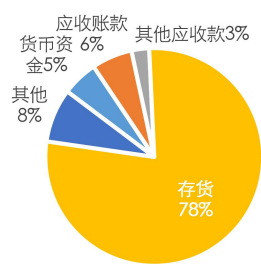
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年公司营业收入构成



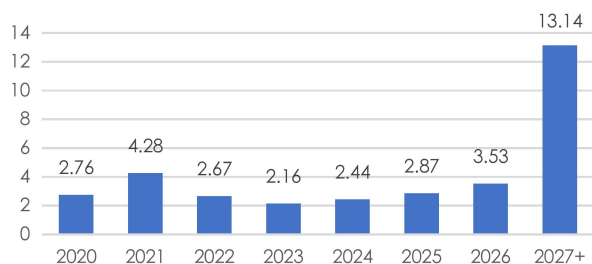
2019 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	73.93	72.99	82.39
所有者权益	38.37	39.17	40.31
营业收入	13.35	12.90	13.83
利润总额	1.33	1.07	1.67
全部债务	34.20	29.21	33.85
资产负债率	48.10	46.33	51.07
全部债务资本化比率	47.12	42.72	45.65

2019 年末公司全部债务到期结构 (单位: 年、亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
地区	扶绥县		
GDP 总量	183.69	212.55	148.54
GDP 增速	10.3	12.8	11.2
人均 GDP (元)	45906	52734	36639
一般公共预算收入	9.61	8.24	8.18
一般公共预算收入增速	-8.64	-14.23	-0.73
上级补助收入	21.19	21.41	22.97

优势

- 广西壮族自治区崇左市经济实力较强，其下辖的扶绥县区位优势条件较好，经济总量在崇左市下辖各区、县（市）中位居前列，近年来经济保持较快增长；
- 公司从事的基础设施与保障房建设业务具有较强的区域专营性；
- 公司是扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持；
- 广西中小担保综合财务实力极强，对本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱；
- 公司主营业务获现能力较弱，经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计崇左市和扶绥县地区经济将保持增长，公司基础设施建设等业务将保持较强的区域专营性，能够得到实际控制人及相关各方的持续有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

主体概况

广西扶绥县城市开发投资有限公司（以下简称“扶绥城投”或“公司”）系由崇左市扶绥县国土资源局收储交易所（以下简称“扶绥国土交易所”）和扶绥县国有资产投资经营管理中心（以下简称“扶绥国资中心”）于2005年8月1日出资设立的国有公司，初始注册资本为人民币10000.00万元¹，扶绥国土交易所持有公司88.90%股权。2017年5月10日，扶绥国土交易所与扶绥国资中心将其持有的公司股权全部无偿划转至广西扶绥同正投融资集团有限公司²（以下简称“扶绥同正”）。2017年12月28日，扶绥同正向公司注入40000.00万元资本金，增资后公司注册资本变更为50000.00万元。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为50000.00万元，扶绥同正持有公司100.00%股权，扶绥国资中心为公司实际控制人。

公司作为崇左市扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，业务主要涉及基础设施和保障性住房建设等领域。

截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，其中扶绥县德邻房地产开发有限责任公司为公司投资设立，其余均为扶绥国资中心无偿划拨。

图表1 截至2019年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	公司层级
广西空港投资开发有限责任公司	空港投资	35000.00	100.00	二级
扶绥县交通投资有限责任公司	扶绥交投	2000.00	100.00	二级
广西上龙旅游发展有限责任公司	上龙旅游	2000.00	100.00	二级
扶绥县德邻房地产开发有限责任公司	德邻开发	1000.00	100.00	二级
广西中盛建设投资有限公司	中盛建投	7000.00	92.86	二级

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟发行总额不超过5.00亿元（含5.00亿元）的“2020年广西扶绥县城市开发投资有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券为7年期固定利率债券，面值100元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，公司将在本期债券存续期内的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照发行总额20%的比例偿还本金。本期债券在存续期内每年付息一次，后五年利息随本金一起支付。

广西中小企业融资担保有限公司（以下简称“广西中小担保”）对本期债券本息到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券拟募集资金中4.00亿元拟用于扶绥县城市棚户区改造项目（五期）（以下简称“募投项目”），剩余1.00亿元用于补充公司流动资金。募投项目计划总投资10.94亿元，其中本期债券募集资金占募投项目计划总投资的比例为36.57%。

¹ 扶绥国土交易所土地作价出资8890万元，持股88.90%；扶绥国资中心以货币资金出资1110万元，持股11.10%。

² 扶绥同正成立于2016年9月25日，注册资本50.00亿元，扶绥国资中心为扶绥同正唯一股东及实际控制人。扶绥同正经营范围为：对城市建设、土地开发、房地产开发、工业、农业、商业、交通运输、仓储、旅游、文体项目的投资。

募投项目位于崇左市扶绥县，建设内容包括住宅楼、配套公建用房及地下停车场、道路及场地硬化、地面停车场、供配电和给排水及绿化景观等设施，总规划用地面积为 65476.27 平方米，总建筑面积为 342927.22 平方米，其中地上总建筑面积 269111.79 平方米，地下建筑面积 73815.43 平方米，拟建设保障性住房 1921 套。募投项目已获得扶绥县人民政府相关部门批复，具体情况见下图表。

图表 2 扶绥县城市棚户区改造项目（五期）项目审批情况

审批单位	审批文件	审批文号
扶绥县发展和改革委员会	《关于扶绥县城市棚户区改造项目（五期）可行性研究报告的批复》	扶发改字【2018】38号
扶绥县自然资源局	《关于扶绥县城市棚户区改造项目（五期）用地预审的批复》	扶国土资函【2018】87号
扶绥县生态环境局	《扶绥县城市棚户区改造项目（五期）建设项目环境影响登记表》	201945142100000029
扶绥县住房和城乡建设局	《关于扶绥县城市棚户区改造项目（五期）项目规划意见的复函》	扶建函【2018】25号
扶绥县维护社会稳定工作领导小组办公室	《关于对“扶绥县城市棚户区改造项目（五期）”社会稳定风险评估审核意见》	扶稳办【2018】1号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

募投项目建设周期为 36 个月，已于 2018 年 5 月开工。截至 2020 年 6 月末，募投项目已完成投资约 2.67 亿元，占项目总投资额的比重为 24.41%。项目建成后，公司将通过安置房销售收入、配套商业设施销售收入和地下停车位销售收入等收回投资成本并实现收益。

宏观经济和政策环境

投资引领二季度经济修复，海外疫情持续蔓延将对下半年经济运行形成制约

二季度复工复产基本到位，宏观经济供需两端稳步修复，加之防疫物资出口带动外需保持稳定，季度 GDP 同比回升至 3.2%。上半年 GDP 同比也从一季度的-6.8%回升到-1.6%。其中，二季度固定资产投资同比增长 3.8%，增速比一季度大幅加快 20 个百分点，是当前经济复苏的主导力量；而以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升较缓，二季度延续负增长状态。时至年中，海外疫情仍在加速蔓延，下半年全球经济将继续深度衰退，外需下滑有可能对国内经济运行形成一定拖累。下半年投资还有一定加速空间，而防疫常态化将不可避免地消费回暖形成一定制约。预计下半年 GDP 增速有望逐步向 6.0%的常态水平回归，全年经济增速将在 2.5%左右。

二季度宽信用保持较快步伐，财政逆周期调节发力，近期资金面边际收紧不会改变货币政策宽松方向

二季度 M2 和社融存量增速均加快至多年以来的高位，地方政府专项债筹资大幅增加，特别国债开闸发行，成为支撑投资加速和经济复苏的关键因素。上半年各类资金支出进度较缓，下半年财政逆周期调节力度会有进一步显现。近期为遏制金融空转套利抬头，市场资金利率上行较快。不过，考虑到下半年经济修复可能遇到“瓶颈”，以及全球疫情及中美经贸关系还存在较大不确定性，央行在坚守不搞大水漫灌底线的同时，不会改变货币政策宽松的大方向。预计下半年资金面不会进一步收紧，MLF 降息有望重启，M2 和社融存量增速还有小幅上行空间。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1. 崇左市

崇左市位于广西壮族自治区（以下简称“广西自治区”）西南部，东接南宁市、钦州市，北邻百色市，西与越南接壤，是广西边境线陆路最长的地级市。截至2019年末，崇左市下辖1区、5县（分别为江州区、扶绥县、宁明县、大新县、天等县和龙州县），代管1个县级市（凭祥市）。崇左市境内设有国家级园区2个（凭祥边境经济合作区、广西凭祥综合保税区）、自治区A类园区4个（崇左市城市工业区、广西中国-东盟青年产业园、中国-东盟南宁空港扶绥经济园区、天等县工业集中区）、一类口岸4个（分别为友谊关、凭祥、水口和爱店）和二类口岸3个（分别为平而、科甲和硕龙），地区总面积17440平方公里。

近年来，崇左市经济总量保持较快增长，以制糖业和锰矿开采及冶炼为主导的工业经济发展较快，经济实力较强

崇左市作为北部湾经济区、珠江-西江经济带、左右江革命老区振兴三个国家战略实施的叠加区，充分利用自己的区位优势，大力发展口岸经济，近年来经济保持较快增长。2017年~2019年，崇左市地区生产总值增速保持在8.5%以上。2019年，崇左市经济总量在广西14个地级市中排名第11位，经济实力较强。

图表3 2017年~2019年崇左市主要经济指标情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	907.62	9.3	693.07 ³	11.3	760.46	8.5
人均地区生产总值(元)	43678	8.5	48564	10.5	36129	7.9
第三产业增加值	328.17	10.6	377.46	11.7	376.56	7.2
规模以上工业增加值	329.93	10.8	387.34	17.4	-	15.2
固定资产投资	970.50	16.7	1148.10	18.3	-	12.0
社会消费品零售总额	146.09	11.2	161.57	10.8	-	8.0
进出口总额	-	8.0	1475.69	6.5	1893.39	28.3
三次产业结构比	20.0: 43.9: 36.1		18.6: 44.2: 37.1		22.4: 28.1: 49.5	

资料来源:公开资料,东方金诚整理

工业方面,崇左市甘蔗产量和锰矿储量丰富,以制糖业和锰矿开采及冶炼为主导的工业经济保持较快增速。2017年~2019年,崇左市规模以上工业增加值保持较高增速。作为我国产蔗产糖第一大市,崇左市食糖产量占广西产量的1/3,占全国总产量的1/5。2018年,崇左市依托“中国糖业产业园”推进制糖企业兼并重组和糖业全产业链发展,大力扩大甘蔗种植面积并增加蔗糖产量。2019年,崇左市新增甘蔗“双高”基地面积10.25万亩,累计建成203.9万亩;同期,崇左市制糖业增加值同比增长32.6%,拉动规模以上工业增加值增长6.6个百分点,对规模以上工业增加值的贡献率达43.6%。近年来,崇左市锰矿开采及冶炼业加快发展,铜锰稀土新材料产业集群发展上升为自治区层面战略,铜锰稀土新材料产业集群加快构建,富丰矿业锰酸锂一期、中信大锰锰酸锂技改等项目竣工投产。

口岸优势及丰富的旅游资源带动崇左市外贸进出口、商贸旅游等第三产业较快发展

口岸优势及丰富的旅游资源带动崇左市外贸进出口、商贸旅游等第三产业较快发展。2017年~2019年,崇左市第三产业增加值保持较高增速。崇左市口岸优势明显,近年来,崇左市外贸进出口总额持续增长,规模连续位列广西壮族自治区下辖地级市首位。

此外,崇左市边关旅游资源丰富,境内有友谊关、德天瀑布、花山岩画、明仕田园等著名景点,其中花山岩画于2016年7月入选《世界文化遗产名录》。截至2019年末,崇左市拥有1个5A景区,15个4A景区。2019年,崇左市旅游总人数达到4772万人次,同比增长30.6%,实现旅游综合收入484亿元,同比增长36.4%。在旅游业的带动下,崇左市社会消费品零售总额保持快速增长。

受新型冠状病毒肺炎疫情影响,崇左市工业经济和进出口贸易受冲击明显,经济总量略有下滑。据初步统计,2020年1~3月,崇左市实现地区生产总值168.64亿元,同比下降0.5%;第二产业增加值为54.11亿元,同比下降4.9%;外贸进出口总额完成363亿元,同比下降15.5%。

2.扶绥县

扶绥县东临南宁市,西邻崇左市江州区,是崇左市两个副中心之一。截至2019年末,扶绥县下辖8个镇、3个乡,境内设有自治区A类工业园区2个(中国-东盟南宁空港扶绥经济区、

³ 根据全国地区生产总值(GDP)核算制度和第四次全国经济普查结果,广西壮族自治区统计局对2018年崇左市地区生产总值初步核算数进行了修订,主要结果为:2018年崇左市地区生产总值最终核算数为693.07亿元。

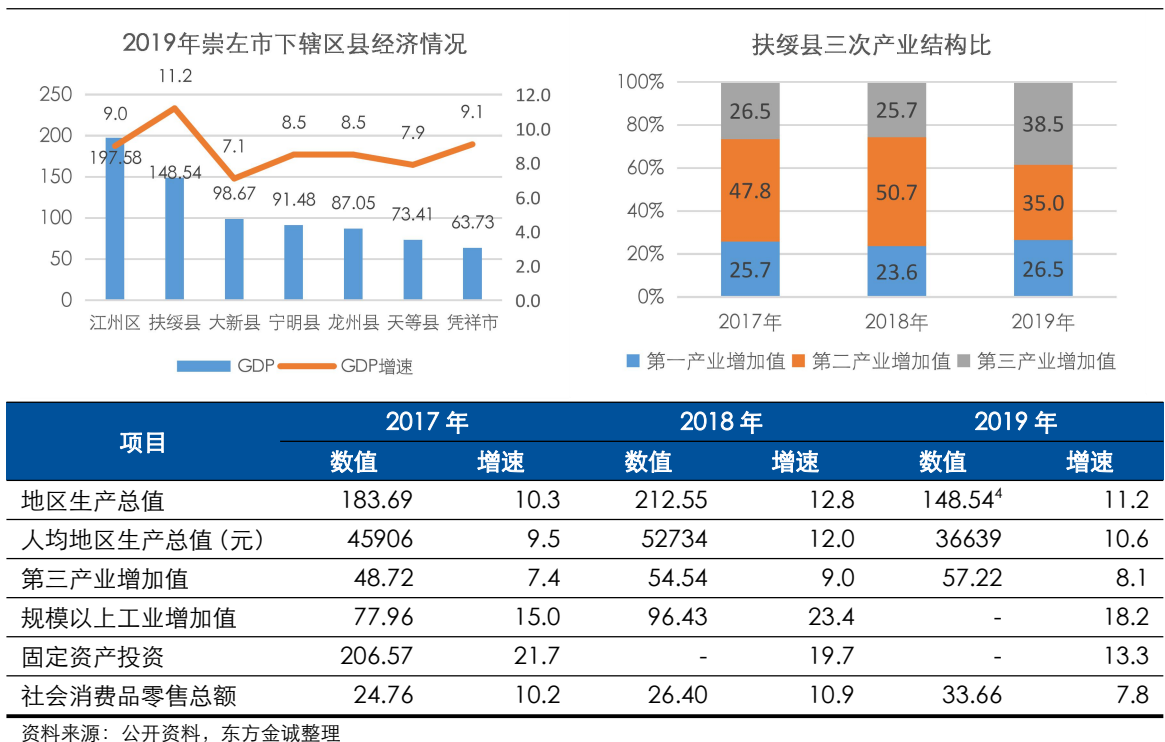
崇左市广西中国-东盟青年产业园），县级工业园 1 个（广西山圩产业园），全县总面积 2836 平方公里。

扶绥县交通条件较为便利，近年来经济保持较快增长，经济总量在崇左市下辖各区、县（市）中位居前列，经济实力较强

扶绥县交通便利，距南宁市 42 公里，距南宁吴圩国际机场 28 公里，南宁至友谊关高速公路、南凭 322 国道等穿境而过，南凭铁路已开工建设。

近年来，扶绥县经济保持较快增长。2017 年～2019 年，扶绥县地区生产总值增速保持在 10% 以上。2019 年，扶绥县地区生产总值在崇左市下辖 7 个区、县（市）中居第 2 位，经济增速居第 1 位。

图表 4 扶绥县主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



近年来，扶绥县形成了制糖、水泥建材、木材加工等工业主导产业，工业经济快速发展；同时，扶绥县第三产业保持增长，以物流业、教育产业等为主导

从产业结构来看，扶绥县农业、工业、服务业发展较为均衡，三次产业均是经济发展的主要动力。

扶绥县是崇左市重要的糖料蔗生产基地之一，近年来农业经济不断发展。2017 年～2019 年，扶绥县第一产业增加值分别为 47.14 亿元、50.21 亿元和 39.28 亿元，同比分别增长 6.9%、5.4% 和 6.6%。同期，扶绥县积极推进“双高”糖料蔗基地建设，2017 年～2019 年，扶绥县分别建成“双高”糖料蔗基地 17.00 万亩、23.54 万亩和 6.49 万亩。

近年来，依托工业园区的开发建设，扶绥县工业经济快速发展，逐步形成了制糖、水泥建材、木材加工等主导产业。2015 年以来，扶绥县先后吸引南宁糖业股份有限公司、海螺水泥股

⁴ 2019 年地区生产总值数值下降较多系根据全国地区生产总值（GDP）核算制度和第四次全国经济普查结果，统计口径有所变化所致。

份有限公司和德华兔宝宝装饰新材股份有限公司等上市公司，以及广西金冠食品有限公司、广西冠龙食品有限公司、广西桂和堂中药集团、广西弘信供应链管理有限公司和广东美狐科技有限公司等知名企业入驻。

近年来，扶绥县第三产业保持增长，增速有所波动。2017年~2019年，扶绥县第三产业增加值分别为48.72亿元、54.54亿元和57.22亿元，同比分别增长7.4%、9.0%和8.1%。为促进第三产业健康发展，扶绥县加强物流、教育等产业的招商引资力度。物流产业方面，2015年以来，扶绥县先后吸引广西荣桂物流集团有限公司、复星集团等企业入驻；教育方面，扶绥县与广西中医药大学、广西外国语学院、桂林理工大学等高校合作扶绥校区建设。伴随物流企业与教育机构的入驻，扶绥县未来第三产业将继续保持增长。随着扶绥县经济的快速发展，南宁至崇左铁路工程（扶绥段）的开工建设，近年来扶绥县房地产业发展迅速，房地产投资及购买需求提升。2018年~2019年，扶绥县房地产开发投资分别同比增长64.2%和66.6%。商品房销售面积分别同比上升66.0%和23.5%。

据初步统计，2020年1~3月，扶绥县实现地区生产总值35.38亿元，同比增长3.9%；规模以上工业增加值同比增长8.3%；实现社会消费品零售总额9.66亿元，同比增长17.7%；实现房地产销售面积7.57万平方米，同比增长30%。

财政状况

崇左市

崇左市一般预算收入有所波动，但获得了上级财政的大力支持，财政实力较强

近年来，崇左市财政收入⁵保持增长，财政实力较强。2017年~2019年，崇左市财政收入年均复合增长率为14.18%。

近年来，崇左市一般公共预算收入有所波动。作为北部湾经济区、珠江-西江经济带、左右江革命老区振兴三个国家战略实施的叠加区，崇左市获得了上级财政的大力支持。2017年~2019年，崇左市上级补助收入持续增长，占财政收入的比重分别为70.56%、61.02%和69.21%。同期，崇左市政府性基金收入有所波动，是财政收入的重要补充。政府性基金收入易受政府土地出让计划及房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。

图表5 崇左市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	34.00	31.05	33.74
其中：税收收入	20.05	19.29	20.86
非税收入	13.95	11.76	12.88
上级补助收入	154.75	169.73	197.92
政府性基金收入	30.57	77.39	54.29
财政收入	219.32	278.17	285.95
一般公共预算支出	221.62	258.12	289.26
政府性基金支出	24.94	43.56	49.87

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2017年~2019年，崇左市一般公共预算支出逐年增长，年均复合增长率为14.25%。同期，

⁵ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

崇左市地方财政自给率⁶分别为 15.34%、12.03%和 11.66%，地方财政自给程度较低。

截至 2019 年末，崇左市地方政府债务余额为 200.75 亿元，其中一般债务和专项债务余额分别为 134.62 亿元和 66.13 亿元。

据初步统计，2020 年 1~3 月，崇左市实现一般公共预算收入 9.0 亿元，同比下降 7.4%。

扶绥县

近年来扶绥县一般公共预算收入持续下降，得到上级政府的支持力度较大，财政实力较强

近年来，受耕地占用税下降影响，扶绥县一般公共预算收入持续下降。2017 年~2019 年，扶绥县一般公共预算收入分别同比下降 8.64%、14.31%和 0.73%。

扶绥县政府性基金收入规模有所波动。2017 年~2019 年，政府性基金收入占财政收入的比重分别为 12.08%、27.86%和 23.48%，是财政收入的重要补充。但政府性基金收入受土地出让收入影响较大，未来存在一定不确定性。同期，扶绥县持续获得较大规模的上级补助收入，上级补助收入占财政收入的比重分别为 60.49%、52.09%和 56.42%，是财政收入的主要来源。

图表 6 扶绥县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
一般公共预算收入	9.61	8.24	8.18
其中：税收收入	5.79	5.39	5.29
非税收入	3.83	2.85	2.89
上级补助收入	21.19	21.41	22.97
政府性基金收入	4.23	11.45	9.56
财政收入	35.03	41.10	40.71
一般公共预算支出	34.52	34.01	36.40
政府性基金支出	4.30	11.89	4.94

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2017 年~2019 年，扶绥县一般公共预算支出和政府性基金支出均有所波动。同期，扶绥县地方财政自给率分别为 27.84%、24.23%和 22.47%，地方财政自给程度较低。

截至 2019 年末，扶绥县政府债务余额 21.43 亿元，其中，一般债务和专项债务余额分别为 16.10 亿元和 5.33 亿元。

业务运营

经营概况

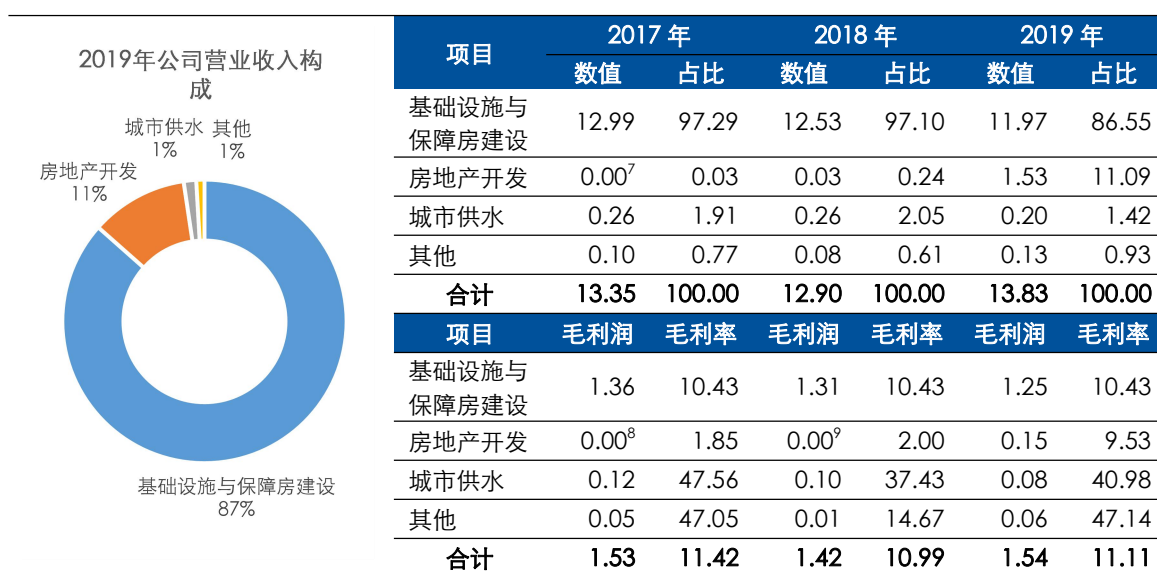
公司营业收入主要来自于基础设施与保障房建设业务，近年来营业收入、毛利润及毛利率均有所波动

公司作为扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，业务主要涉及基础设施与保障性住房建设等领域。

近年来，公司营业收入有所波动，主要来自于基础设施与保障房建设业务。此外，公司还从事房地产开发和城市供水业务。公司其他业务由房屋租赁、旅游产品开发及零星工程构成，收入规模相对较小。

⁶ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

图表7 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017年~2019年，公司毛利润和综合毛利率均小幅波动。毛利润主要来自基础设施与保障房建设业务。

基础设施与保障房建设

公司承担了扶绥县的基础设施和保障性住房建设，业务具有较强的区域专营性

受扶绥县政府委托，公司承担了扶绥县的基础设施和保障性住房建设，业务具有较强的区域专营性。该业务由公司本部、子公司空港投资和扶绥交投等负责。

公司主要以代建模式开展基础设施和保障性住房建设业务。根据公司与扶绥县财政局签订的有关协议，受扶绥县财政局委托，公司按协议相关要求推进项目建设，扶绥县财政局每年根据审定的项目投入成本加成15%出具验收单，公司按验收单确认收入并结转相关成本。项目建设资金来源于委托方、自有资金及外部融资，2018年以来，公司项目建设资金主要来自委托方。此外，本期债券募投项目、扶绥县城市棚户区改造项目（六期）和新型城镇化建设一期标准厂房项目采取自建模式，公司对完工的项目所形成的资产进行出租、出售等市场化运营，以此平衡投资成本并获取一定的收益。

2017年~2019年，受工程建设进度影响，公司基础设施建设收入小幅下降，毛利率保持为10.43%。

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

近年来，公司主要在建项目包括路网工程项目、扶绥县城市棚户区改造项目、青年产业园项目和新型城镇化建设一期标准厂房项目等。其中，扶绥县城市棚户区改造项目为扶绥县重点项目，在建的第五期为本期债券募投项目；新型城镇化建设一期标准厂房项目坐落于青年产业园区内，计划总投资6.63亿元，项目内容涉及回迁安置区、标准厂房区、工人新村及园区道路

⁷ 实际金额为37.25万元。

⁸ 实际金额为6905.10元。

⁹ 实际金额为61306.35元。

和相关配套建设。

截至 2019 年末，公司在建项目计划总投资 105.84 亿元，累计已完成投资 55.38 亿元，尚需投资 50.46 亿元，公司面临较大的资本支出压力。

图表 8 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	模式	计划总投资	累计投资	尚需投资
空港大道项目	代建	1.90	0.87	1.03
易地扶贫搬迁项目	代建	5.03	4.79	0.24
路网工程项目	代建	16.48	14.54	1.94
扶绥县道路建设项目	代建	17.73	11.53	6.20
扶绥县城市棚户区改造项目（一至四期）	代建	13.74	10.82	2.92
扶绥县城市棚户区改造项目（五期）*	自建	10.94	2.31	8.63
扶绥县城市棚户区改造项目（六期）	自建	22.95	1.77	21.18
青年产业园项目	代建	10.44	7.40	3.04
新型城镇化建设一期标准厂房项目	自建	6.63	1.35	5.28
合计	-	105.84	55.38	50.46

注：标“*”项为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司主要拟建项目包括扶绥县国际慢城旅游项目（一期）、扶绥县城市棚户区改造项目（七期）和南崇城际铁路扶绥南站站前广场等项目，计划总投资合计 17.94 亿元。上述项目建设将有力地改善城区的硬件环境，对扶绥县城区经济和社会发展产生积极影响。综合来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表 9 截至 2019 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元、年）

项目	模式	计划总投资	建设周期
扶绥县国际慢城旅游项目（一期）	代建	5.26	2021-2026
扶绥县城市棚户区改造项目（七期）	自建	3.44	-
福晓佳园	代建	3.14	-
南崇城际铁路扶绥南站站前广场项目	代建	2.00	2021-2024
扶绥县龙华路道路工程	代建	1.30	2021-2023
其他市政工程	代建	2.80	2021-2023
合计	-	17.94	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产开发

受益于新增楼盘销售，公司房地产开发业务收入、毛利润及毛利率水平均增长较快，但无拟建的房地产项目，业务可持续性较弱

公司房地产开发业务采取自主开发方式，项目资金由公司自筹，公司本部与下属各子公司均有参与。

自成立以来，公司主要开发完成了上龙花园、福苑小区和新南佳洲一期等房地产项目。其中，上龙花园和福苑小区安置房¹⁰按政府指导价销售，新南佳洲一期按照市场价销售。上述项目均位于中国-东盟南宁空港扶绥经济中心区域，具有较好的区位优势。

¹⁰ 福苑小区建设内容包括安置房和商品房，其中安置房按政府指导价销售，商品房按市场价销售。

2017年~2019年，公司房地产开发业务收入分别为37.25万元、306.53万元和15341.69万元，全部来自福苑小区和新南佳洲一期等项目。2019年，公司营业收入大幅增长，主要系公司新增福苑小区商品房销售收入所致。2017年~2019年，公司房地产开发业务毛利率分别为1.85%、2.00%和9.53%，前两年毛利率较低主要系新南佳洲一期销售进入尾声，销售难度加大，销售价格相对较低所致。

截至2019年末，公司在建房地产项目主要为福苑小区¹¹项目和德邻公馆项目。其中福苑小区部分房屋为限价商品房，其余按市场价格出售。德邻公馆全部按市场价格出售。

图表 10 截至 2019 年末公司在建房地产项目情况（单位：亿元、平方米、元/平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	状态	合同销售面积	合同销售金额	平均销售单价
福苑小区	9.00	8.07	0.93	销售中	205440.6	6.17	3003
德邻公馆	1.30	0.00 ¹²	1.30	建设中未达 预售条件	-	-	-
合计	10.30	8.07	2.23	-	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司无拟建的房地产开发项目，该业务收入可持续性较弱。

城市供水

随着城市供水业务运营子公司的划出，公司未来不再从事城市供水业务

公司城市供水业务由原子公司广西扶绥县自来水厂（以下简称“扶绥自来水厂”）负责。2019年10月，公司无偿划出扶绥自来水厂，未来不再从事城市供水业务。截至2019年9月末，扶绥自来水设计日供水能力5万吨/日，负责扶绥县城区10万人的日常供水。2017年~2018年及2019年1~9月，公司城市供水业务收入分别为2552.65万元、2649.67万元和1967.88万元，毛利率分别为47.56%、37.43%和40.98%。随着扶绥自来水厂的划出，公司2019年城市供水业务收入有所下降且未来不再产生该板块业务收入。

外部支持

作为扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持

扶绥县从事城市基础设施建设业务的国有企业均为扶绥同正下属子公司。其中公司负责扶绥县内的主要基础设施建设项目，其他从事城市建设投资类业务的国有企业业务规模均相对较小。作为扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持。

增资方面，2017年，扶绥同正以货币资金向公司注入资本金4.00亿元，公司实收资本由1.00亿元增加至5.00亿元。

资产注入方面，2010年~2014年，扶绥国资中心将空港开发等5家公司股权无偿划转至公司；2015年~2017年，扶绥国资中心分别将2.51亿元、5.77亿元和3.44亿元货币资金注

¹¹ 福苑小区所有主体工程均已建设完工并达到交房条件，已产生商品房销售收入。因项目仍有周边绿化等零星工程未建设，预计后期仍会增加少量成本，故仍将其计入在建项目。

¹² 实际数值为143731.89元。

入公司，计入资本公积；2017年，扶绥国资中心将入账价值1.62亿元土地资产注入公司，计入资本公积。

财政补贴方面，2017年~2019年，公司分别获得财政补贴0.21亿元、0.09亿元和0.67亿元。

考虑到公司将继续在扶绥县基础设施和保障房建设中发挥重要作用，预计实际控制人及相关各方未来将继续对公司提供有力支持。

企业管理

产权结构

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为人民币5.00亿元；扶绥同正持有公司100.00%股权，扶绥国资中心为公司实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由扶绥同正行使股东职权。公司设立了董事会、监事和总经理。

董事会是公司的权力机构和决策机构，由5名董事组成，由股东选举或任命产生。董事每届任期3年，可连选连任。董事会设董事长1名，由股东选举产生。

公司不设监事会，设监事1名。监事由股东选举或任命产生，监事每届任期3年，可连选连任。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，统一负责公司的日常经营和管理，并接受监事监督。

管理水平

公司设立了办公室、工程部、财务部、资产部和融资部5个职能部门。

内部风险管控方面，公司制定并施行风险识别、评估、预警和控制的系列防范措施，建立了内部经营管理风险控制制度。

财务管理方面，公司建立了系统的财务管理制度，负责记账及财务报表编制工作，如实反映公司财务状况和经营成果。

融资管理方面，公司建立融资工作管理办法，对负责融资工作的各部门职能分工、融资项目的确定、报批程序、融资成本控制、资金使用及还款管理等方面作出规定。

项目管理方面，公司建立项目管理相关办法，对有关部门的职责、项目预算评审、招投标、施工管理、竣工决算工程款拨付等作出规定，并制定相关的问责制度。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构。

财务分析

财务质量

公司提供了2017年~2019年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2017年~2019年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2019年末，公司拥有5家纳入合并报表范围的子公司。2017年~2018年，公司合并

范围无变化。2019年，公司投资设立德邻开发；同年，公司无偿划出扶绥自来水厂。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产总额有所波动，结构以流动资产为主，但其中变现能力较弱的存货和应收账款占比较大，资产流动性较弱

近年来，公司资产规模有所波动，结构以流动资产为主。2017年~2019年末，公司资产总额中流动资产占比分别为97.54%、96.32%和95.12%。

近年来，公司流动资产有所波动，主要由存货、应收账款和货币资金组成。2019年末，上述三项资产分别占流动资产的82.04%、6.35%和5.59%。公司存货规模较大，主要由开发成本和建造合同形成的已完工未结算资产构成。2019年末，公司存货中开发成本为21.73亿元，主要包括公司本部及下属子公司空港投资拥有的土地使用权11.83亿元、公司房地产开发项目福苑小区的建设成本3.88亿元和扶绥县城市棚户区改造项目五期及六期的建设成本合计4.07亿元。其中土地使用权共计85宗，皆已取得土地使用权证，全部为出让地，公司均已缴纳土地出让金，大部分为城镇住宅用地，未来拟用于商业开发。建造合同形成的已完工未结算资产为42.26亿元，主要包括路网工程项目、青年产业园项目、扶绥县棚户区改造项目、易地扶贫搬迁项目和扶绥县道理建设项目未结算的建设成本及毛利润¹³。

公司应收账款主要为应收扶绥县财政局的工程结算款，近年来随着扶绥县财政局的逐步回款，公司应收账款持续下降。2019年末，公司应收账款全部为应收扶绥县财政局的工程结算款，平均账龄在1~2年内，账龄较短，回收风险较小。

受公司在建项目持续投入影响，公司货币资金持续减少。2019年末，公司货币资金包含库存现金22.85万元和银行存款43784.09万元，无受限货币资金。

图表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额	73.93	72.99	82.39
流动资产	72.12	70.31	78.37
其中：应收账款	15.19	9.98	4.98
存货	29.19	48.24	64.29
货币资金	20.07	6.33	4.38
非流动资产	1.82	2.68	4.02
其中：可供出售金融资产	0.00	0.52	1.04
固定资产	1.25	1.25	1.05
在建工程	0.04	0.36	1.35

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成，2019年末，上述三项占非流动资产的比例分别为25.87%、26.23%和33.55%。公司可供出售金融资产主要为对广西北部湾银行有限公司的投资款；固定资产主要为公司拥有的房屋建筑物等；在建工程主要为公司建设的新型城镇化建设一期标准厂房项目。

2019年末，公司受限资产为10.56亿元，占当期资产总额的比例为12.82%，其中借款抵

¹³ 公司每年就项目完工进度与扶绥县财政局确认收入，其中扶绥县财政局未结算的部分计入建造合同形成的已完工未结算资产，故包含项目未结算的建设成本及其对应的毛利润。

押应收账款 4.98 亿元，为与扶绥县财政局的工程结算款；抵押存货中的土地使用权 5.58 亿元。

资本结构

1.所有者权益

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，得益于经营利润累积，近年来公司所有者权益持续增长

2017 年~2019 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 2.50%。2017 年，公司得到股东扶绥同正注资，实收资本增加至 5.00 亿元，随后公司实收资本未发生变化。公司资本公积主要系实际控制人对公司注入货币资金、子公司股权及土地资产形成，2019 年末减少 0.10 亿元系公司无偿划出扶绥自来水厂所致。未分配利润逐年增长，为公司历年经营产生的净利润累积。

图表 12 公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	38.37	39.17	40.31
实收资本	5.00	5.00	5.00
资本公积	30.49	30.49	30.39
未分配利润	2.78	3.57	4.78

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2.负债

近年来公司负债规模有所波动，结构以非流动负债为主

近年来公司负债规模有所波动，结构以非流动负债为主。2017 年~2019 年末，公司非流动负债占负债总额比重分别为 60.19%、55.30%和 59.61%。

图表 13 公司负债及有息债务情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	35.56	33.82	42.07
流动负债	14.16	15.12	16.99
其中：其他应付款 ¹⁴	9.74	8.89	11.45
一年内到期的非流动负债	2.08	3.00	2.35
非流动负债	21.40	18.70	25.08
其中：长期应付款 ¹⁵	4.94	3.43	4.17
长期借款	16.19	15.24	20.91
资产负债率	48.10	46.33	51.07
全部债务	34.20	29.21	33.85
其中：长期有息债务	28.67	25.09	31.09
短期有息债务	5.52	4.12	2.76

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中其他应付款主要为

¹⁴ 不包括应付股利和应付利息。

¹⁵ 不包括专项应付款。

公司与其他单位的借款；2019年末，公司其他应付款前五名为广西城建投资集团有限公司（2.98亿元）、广西农村投资集团有限公司（2.06亿元）、崇左市壶城棚户区建设投资有限公司（1.05亿元）、广西大业建设集团有限公司（0.52亿元）和扶绥泓浩建设工程有限公司（0.50亿元），合计占比为62.13%，账龄主要集中在2年以内。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的银行借款1.47亿元和融资租赁款0.88亿元。

公司非流动负债主要由长期应付款和长期借款构成。2019年末，公司长期应付款（含一年内到期部分）主要为公司获得的融资租赁款3.57亿元（补充流动资金，利率6.5%左右）、国开发展基金有限公司的借款0.46亿元（扶绥乐养公寓项目¹⁶资金，利率1.5%）、中国农发重点建设基金有限公司的借款0.90亿元（路网工程项目资金，利率1.2%）。公司长期借款有所波动，总体呈上升趋势，主要系银行借款。2019年末，公司长期借款（含一年内到期部分）主要为质押借款18.83亿元，质押物为公司的应收账款；抵押借款3.06亿元，抵押物为公司存货中的土地使用权；保证借款0.50亿元，保证人为扶绥同正。

近年来，公司全部债务规模有所波动，债务结构以长期有息债务为主。2019年末，短期有息债务占全部债务的比重为8.16%，公司短期偿债压力较小。

2017年~2019年末，公司全部债务资本化比率分别为47.12%、42.72%和45.65%，债务率有所波动。随着公司在建和拟建项目建设投入的增加，公司债务规模或将进一步上升。

3.对外担保

截至2019年末，公司对外担保余额为5.47亿元，担保比率为13.57%，主要为对扶绥县润农投资发展有限责任公司（以下简称“润农投资”）、广西扶绥鸿泰资产投资者管理有限公司（以下简称“鸿泰资管”）和扶绥县第二中学的担保。润农投资和鸿泰资管均为扶绥国资中心控股企业，扶绥县第二中学为扶绥县事业单位，公司为上述单位代偿的风险较小。

图表 14 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	企业性质	担保形式	担保金额	到期时间
广西扶绥鸿泰资产投资者管理有限公司	国有企业	保证担保	4.42	2028/02/11
扶绥县润农投资发展有限责任公司	国有企业	保证担保	0.76	2026/02/28
扶绥县第二中学	事业单位	保证担保	0.29	2023/01/01
合计	-	-	5.47	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

近年来，公司营业收入有所波动，利润总额对财政补贴有一定依赖，盈利能力较弱

近年来，公司营业收入有所波动，主要来自于基础设施与保障房建设业务。2017年~2019年，公司营业利润率小幅波动；期间费用持续增长，以管理费用为主。期间费用占营业收入的比重分别为1.54%、1.82%和2.40%，占比较低。

公司利润总额有所波动，其中财政补贴占利润总额的比重分别为15.80%、8.40%和40.19%，公司利润总额对财政补贴有一定依赖。

¹⁶ 此项目非公司建设项目，系公司参股公司扶绥乐养资产经营管理有限公司在建的养老公寓项目。

图表 15 公司盈利及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	13.35	12.90	13.83
营业利润率	10.60	10.42	10.55
期间费用	0.21	0.24	0.33
利润总额	1.33	1.07	1.67
其中：财政补贴	0.21	0.09	0.67
总资本收益率	1.39	1.20	1.75
净资产收益率	2.59	2.04	3.10

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2017 年~2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均维持在较低水平，公司盈利能力较弱。

现金流

公司主营业务获现能力处于较低水平，经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

经营活动现金流方面，近年来公司经营活动现金流持续净流出。2017 年~2019 年，公司经营活动现金流入持续增长，主要为代建工程结算、公司房地产开发和城市供水等业务收到的现金、往来款和财政补贴。现金收入比维持在较低水平，公司主营业务回款能力较弱。同期，公司经营活动现金流出主要为代建工程成本投入、土地使用权购买、往来款等；经营性活动产生的现金流如下图表所示，持续净流出。

图表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	2.24	6.67	9.05
现金收入比率（%）	14.92	50.69	47.95
经营活动现金流出	16.96	17.49	14.91
投资活动现金流入	5.07	1.48	0.20
投资活动现金流出	6.30	1.74	2.07
筹资活动现金流入	35.53	10.36	16.12
筹资活动现金流出	8.08	13.02	10.34

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

近年来，公司投资活动现金流入主要为公司收回理财产品投资形成的资金流入。2018 年以来，受公司理财活动减少影响，投资活动现金流入和流出规模均较 2017 年大幅减少。公司投资活动现金流出主要为公司购买理财产品、对关联企业股权投资的支出和在建工程的投入，近年来公司在建工程投入持续增长，理财产品的购买持续减少。公司投资活动现金流持续呈净流出状态。

筹资活动现金流方面，2017 年~2019 年，公司筹资活动现金流入主要系银行借款、融资租赁及股东注资等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要系偿还债务及利息形成的现金流出；公司筹资性净现金流波动较大，是公司资金的主要来源。

2017 年~2019 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 11.50 亿元、-13.74 亿元和-1.95

亿元，总体现金流波动较大。

偿债能力

公司作为扶绥县重要的城市基础设施和保障房建设主体，业务具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持，偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，2017年~2019年末，公司流动比率、速动比率和现金比率均持续下降，且公司流动资产中变现能力较弱的存货、应收账款占比较大，资产流动性较弱，对流动负债的保障程度一般。从长期偿债能力来看，公司长期债务资本化比率有所波动，EBITDA对债务的保障程度较弱，且公司经营活动和投资活动现金流整体呈净流出状态，筹资活动前现金流对债务的保障程度较低。

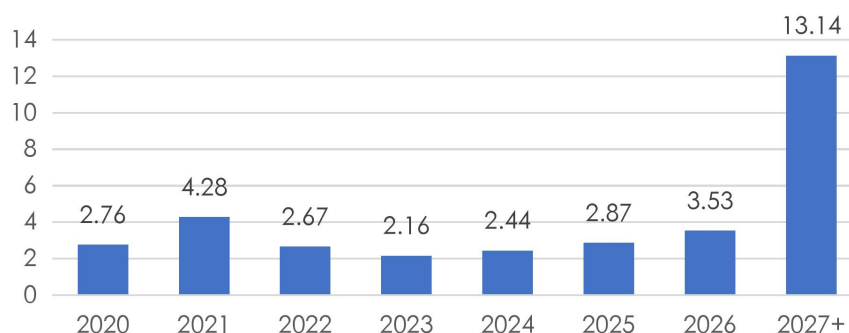
图表 17 公司偿债能力指标（单位：%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	509.38	465.11	461.20
速动比率	303.18	145.96	82.83
现金比率	141.74	41.85	25.77
长期债务资本化比率	42.77	39.05	43.54
全部债务/EBITDA（倍）	24.66	25.93	19.29
EBITDA 利息倍数（倍）	3.23	1.15	1.40

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年末，公司各年到期债务情况详见下图表，到期债务集中偿还压力相对较轻。同期末，公司货币资金对短期有息债务的覆盖倍数为 1.59 倍，短期偿债压力较小。

图表 18 截至 2019 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券拟发行额为 5.00 亿元，是公司 2019 年末全部债务和负债总额的 0.15 倍和 0.12 倍，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化率将分别上升至 53.87%和 49.08%，分别增长 2.80 和 3.43 个百分点，对公司资本结构有一定影响。

综合分析，公司作为扶绥县重要的城市基础设施和保障房建设主体，得到了实际控制人及相关各方的有力支持，综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA- 的区县级城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业主要财务数据进行对比，详见下图表。

图表 19 同业对比情况（单位：亿元、%）

指 标	扶绥城投	宁明惠宁建设投资 有限责任公司	大方县建设投资有 限公司	宜宾市南溪区财源国有 资产经营有限责任公司
地区	崇左市扶绥县	崇左市宁明县	毕节市大方县	宜宾市南溪区
GDP	148.54	91.48	163.86	179.26
GDP 增速	11.2	8.5	8.4	8.8
人均 GDP	36639	25704	25873	18051
一般公共预算收入	8.18	2.87	6.50	10.67
一般公共预算支出	36.40	35.33	62.90	33.27
资产总额	82.39	65.74	72.60	106.79
所有者权益	40.31	45.81	35.04	45.45
营业收入	13.83	5.32	6.15	3.29
利润总额	1.67	1.40	0.44	0.97
资产负债率	51.07	30.31	51.73	57.44
全部债务资本化比率	45.65	23.11	17.87	24.80

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA-/稳定，数据来自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

地区经济方面，扶绥县经济总量居对比组第 3 位、增速居对比组第 1 位，地区经济增速较快。地区财政方面，扶绥县一般公共预算收入和一般公共预算支出均居对比组第 2 位，财政实力较强。

资产规模方面，公司总资产规模居对比组第 2 位，所有者权益规模居对比组第 3 位，对比组各公司总资产规模较为接近；盈利能力方面，公司营业收入和利润总额均居对比组第 1 位，盈利能力在对比组各公司中处于较高水平；同时，公司负债水平相对较高，资产负债率和全部债务资本化比率均处于对比组相对较高水平。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（银行版），截至 2019 年 5 月 8 日，公司本部已结清及未结清贷款中均无不良或关注类贷款。截至本报告出具日，公司暂未在资本市场发行过债券。

抗风险能力

基于崇左市及扶绥县地区经济和财政实力、公司实际控制人及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

根据广西中小担保出具的《担保函》，广西中小担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保范围

广西中小担保保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费

用和其他应支付的费用。

担保效力

广西中小担保的综合财务实力极强，对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

广西中小企业融资担保有限公司前身系成立于 2002 年 11 月的广西投融资担保有限责任公司，2018 年 8 月更名为现名。截至 2019 年 3 月末，广西中小担保注册资本和实收资本均为 43.00 亿元，广西金融投资集团有限公司持有其 100.00% 股权，为实际控制人。

广西中小担保目前主要开展以贷款担保为主的融资性担保业务。成立以来，广西中小担保先后在广西 14 个地市成立了分支机构，负责各地市担保业务的开展，业务覆盖广西全境。广西中小担保在区域市场具备垄断性的竞争优势。依托股东资金投入和自治区财政支持，广西中小担保资本实力位于广西融资性担保行业第一位，资本实力、在保余额等主要业务指标在广西稳居第一位，是广西综合实力最强、业务规模最大、服务范围最广的担保机构。

广西中小担保以优化业务结构作为主要业务发展方向，坚守主业，融资性担保业务构成其核心板块。2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现担保业务收入 5.20 亿元、7.07 亿元、7.63 亿元和 2.02 亿元，其占营业收入¹⁷的比重依次为 76.62%、88.91%、84.50% 和 91.32%，营业收入保持逐年增长。截至 2019 年末，广西中小担保合并口径资产总额 89.77 亿元，以其他应收款、应收代偿款、存出保证金和货币资金等流动资产为主。同期末，广西中小担保净资产为 62.03 亿元；期末融资性担保责任余额 299.77 亿元，融资性担保放大倍数为 4.83 倍，准备金覆盖率¹⁸为 8.04%。

东方金诚认为，依托股东资金投入和当地政府支持，公司在保余额占广西融资担保行业的 70% 左右，区域市场竞争力极强；公司国有企业客户占比增加，客户结构逐步优化，且代偿风险分担机制逐步落实，有利于降低其代偿风险；公司计提的担保准备金充足，对代偿风险的覆盖程度较好，代偿能力很强；公司资本金规模在同业中持续处于领先水平，为其业务开展提供很强支撑。

东方金诚也关注到，受累于互联网贷款担保风险的暴露，公司当期代偿率逐年增长；公司货币资金由股东零成本集中管理，一定程度上影响公司流动性和资金使用效率，盈利表现不佳；公司长期限担保项目增加较快，大额直接融资担保业务的开展，也使其面临一定的风险管理压力。

综上所述，东方金诚评定广西中小担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。广西中小担保综合财务实力极强，对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

东方金诚认为，广西壮族自治区崇左市经济实力较强，其下辖的扶绥县区位交通条件较好，经济总量在崇左市下辖各区、县（市）中位居前列，近年来经济保持较快增长；公司从事的基

¹⁷ 营业收入=担保业务收入+投资收益+利息净收入+资产处置收益+其他收益。

¹⁸ 准备金覆盖率=（未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金）/担保责任余额。

基础设施与保障房建设业务具有较强的区域专营性；公司是扶绥县重要的城市基础设施与保障房建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持。

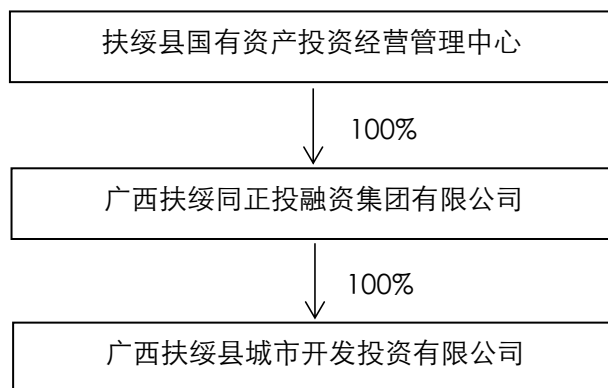
同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱；公司主营业务获现能力较弱，经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

广西中小担保综合财务实力极强，对本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

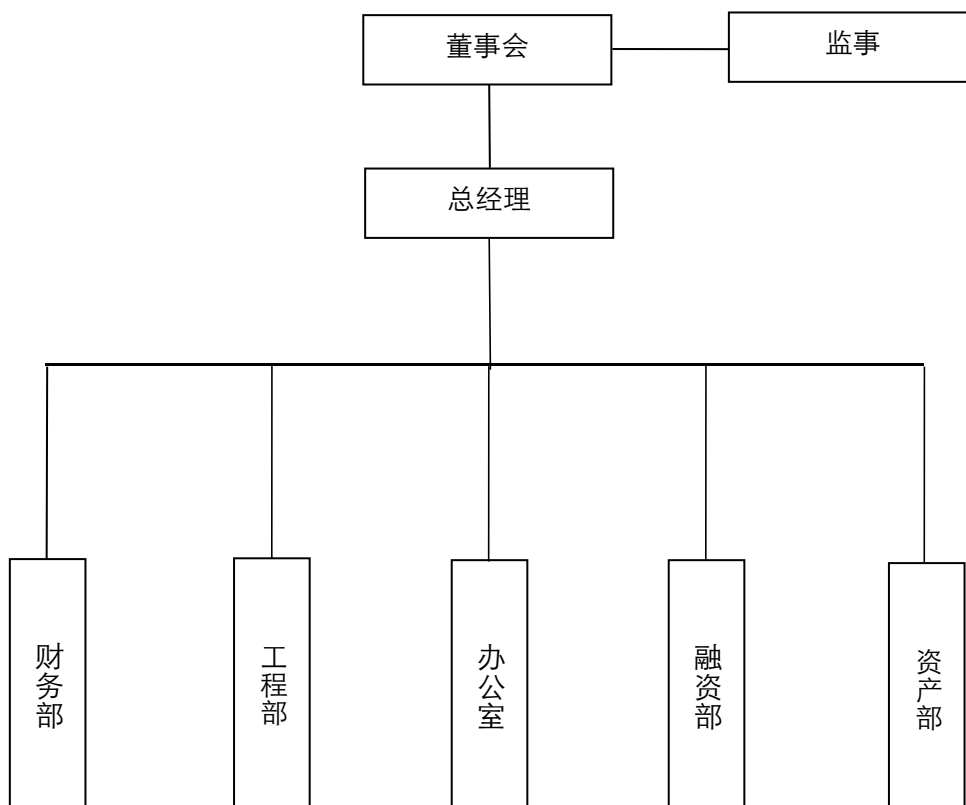
综合分析，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	73.93	72.99	82.39
其中：货币资金	20.07	6.33	4.38
应收账款	15.19	9.98	4.98
其他应收款	4.54	2.07	2.16
存货	29.19	48.24	64.29
负债总额	35.56	33.82	42.07
全部债务	34.20	29.21	33.85
其中：短期有息债务	5.52	4.12	2.76
所有者权益	38.37	39.17	40.31
营业收入	13.35	12.90	13.83
利润总额	1.33	1.07	1.67
经营活动产生的现金流量净额	-14.73	-10.82	-5.86
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-0.26	-1.86
筹资活动产生的现金流量净额	27.45	-2.65	5.77
主要财务指标			
营业利润率（%）	10.60	10.42	10.55
总资本收益率（%）	1.39	1.20	1.75
净资产收益率（%）	2.59	2.04	3.10
现金收入比（%）	14.92	50.69	47.95
资产负债率（%）	48.10	46.33	51.07
长期债务资本化比率（%）	42.77	39.05	43.54
全部债务资本化比率（%）	47.12	42.72	45.65
流动比率（%）	509.38	465.11	461.20
速动比率（%）	303.18	145.96	82.83
现金比率（%）	141.74	41.85	25.77
经营现金流负债比（%）	-104.01	-71.61	-34.47
EBITDA 利息倍数（倍）	3.23	1.15	1.40
全部债务/EBITDA（倍）	24.66	25.93	19.29

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2020年广西扶绥县城市开发投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注广西扶绥县城市开发投资有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向广西扶绥县城市开发投资有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，广西扶绥县城市开发投资有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如广西扶绥县城市开发投资有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年9月3日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。