



2014年广西来宾市工业投资有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 



2014年广西来宾市工业投资有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-24	2020-07-29

债券概况

债券简称：14 来宾工投债/PR 来工投

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2021-11-26

偿还方式：每年付息一次，第 3-7 年每年偿还本金的 20%

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对广西来宾工业投资集团有限公司¹（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 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司代建工程业务持续性仍然较好，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，且继续得到较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	232.91	189.48	199.33
所有者权益	96.70	90.18	100.02
总债务	105.97	70.75	73.63
资产负债率	58.48%	52.40%	49.82%
现金短期债务比	1.19	0.17	0.48
营业收入	4.11	5.94	5.29
营业外收入	1.80	2.50	2.01
利润总额	1.73	2.30	1.87
销售毛利率	33.70%	24.99%	26.78%
EBITDA	3.40	3.05	3.23
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.82	0.68
经营活动现金流净额	12.80	12.16	2.91
收现比	0.79	0.36	0.35

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹公司原名为广西来宾市工业投资有限责任公司。



优势

- **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 2020 年末存货中代建项目待结转成本 71.53 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 57.44 万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。
- **持续获得较大力度的外部支持。**得益于政府无偿划入子公司，2020 年公司资本公积净增加 6.37 亿元，资本实力有所提升。此外，公司获得财政补助 1.80 亿元，有效提高了利润水平。

关注

- **资产流动性较弱。**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，2020 年末所有权受到限制的资产规模为 81.10 亿元，占总资产比重为 34.82%。
- **面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目后续还需投入一定规模的资金，未来资金压力较大。
- **偿债压力较大。**2020 年末公司总债务规模大幅增长，负债水平提升，将明股实债金额列入债务后公司资产负债率进一步提升至 66.80%。考虑到公司资产流动性较弱，受限资产占比高，EBITDA 利息保障倍数持续处于偏低水平，公司后续面临较大债务偿还压力。
- **存在一定或有负债风险。**2020 年末，公司对外担保金额 25.51 亿元，占期末净资产的 26.38%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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，募集资金计划用于来宾市棚户区改造项目。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3,435.19元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、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，截至2020年末，公司尚未进行股权变动。跟踪期内，公司新纳入合并范围的一级子公司共10家，具体见表1。

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
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	100.00%	200.00	园林绿化	无偿划入
广西来宾市交通投资有限公司	65.51%	24,645.37	基础设施建设	无偿划入
广西来宾恒达投资管理有限公司	100.00%	10,000.00	商业	无偿划入
广西来宾万兴建设工程有限公司	100.00%	1,000.00	工程建设	无偿划入
来宾盛华房地产开发有限责任公司	77.43%	800.00	基础设施建设	无偿划入
广西来宾中科矿业投资有限公司	100.00%	6,900.00	矿产资源开采	出资设立
广西来宾三江口生态科技有限公司	100.00%	20,000.00	批发零售	无偿划入
广西来宾市中科检测技术有限责任公司	100.00%	100.00	检测服务	出资设立
广西象州联资矿业投资有限公司	100.00%	5,000.00	矿产资源开采	出资设立
广西象州顺源建设投资有限公司	100.00%	5,000.00	矿产资源开采	出资设立

资料来源：公开资料、公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势



2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发〔2020〕23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年来宾市经济实力有所提升，固定资产投资保持较高增速，但消费受疫情冲击较大

2020年来宾市经济发展良好，整体实力有所提升。2020年来宾市生产总值为705.72亿元，比上年增长6.3%，增速高于全国平均水平。其中第一产业增加值为176.65亿元，增长5.5%；第二产业增加值为191.63亿元，增长7.1%；第三产业增加值为337.45亿元，增长6.3%。三次产业结构比由2019年的25.1:27.9:47.0调整为2020年的25.0:27.2:47.8，产业结构进一步优化。2020年来宾市人均GDP为31,445元，是全国人均GDP的43.40%，仍处于较低水平。

工业方面，2020年来宾市规模以上工业增加值比上年增长7.8%，从全年增速看，一季度、上半年、前三季度分别为-11.0%、-1.8%、4.8%，工业增速呈持续提升态势。近年来宾市固定资产投资保持较高增速，2020年为16.5%，但房地产开发投资下降24.9%，表现欠佳。受疫情冲击影响，2020年来宾市社会消费品零售总额同比下降10.9%。2020年来宾市存贷款余额持续增长，为当地经济发展提供较好的资金支持。

表2 来宾市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	705.72	6.3%	654.15	4.3%
第一产业增加值	176.65	5.5%	164.50	4.5%
第二产业增加值	191.63	7.1%	182.20	4.7%
第三产业增加值	337.45	6.3%	307.45	4.0%
工业增加值	-	-	-	0.8%
固定资产投资	-	16.5%	-	9.9%



社会消费品零售总额	-	-10.9%	-	7.0%
进出口总额（亿元）	11.06	21.2%	9.13	9.0%
存款余额	827.86	10.3%	750.65	-
贷款余额	722.76	18.7%	609.11	-
人均 GDP（元）		31,445		29,215
人均 GDP/全国人均 GDP		43.40%		41.21%

注：（1）2020 年人均 GDP 采用 2019 年末常住人口（224.43 万人）计算；（2）表中“-”表示未获得数据。

资料来源：来宾市 2019 年国民经济和社会发展统计公报、来宾市 2020 年经济运行情况简析，中证鹏元整理

根据《来宾市2020年经济运行情况简析》，2020年来宾市全市实现一般公共预算收入39.41亿元，同比增长14.7%。同期来宾市全市一般公共预算支出为220.51亿元，同比增长16.4%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为17.87%，财政自给能力较弱。

五、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，2020年实现营业收入4.11亿元，同比减少30.80%，主要是由于代建政府工程项目确认工程量减少所致。租赁业务收入主要来自于公司自建的工业园区厂房等物业租金，租金收入保持稳定增长。由于2020年毛利率较低的安置房房款差价收入结转规模较小，公司代建政府工程业务毛利率较上年有所提升；租赁业务受疫情影响，毛利率有所下滑。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	40,759.74	33.33%	59,044.76	24.58%
代建政府工程	25,131.32	7.77%	44,840.01	4.13%
租赁	14,757.63	78.17%	12,594.75	99.33%
商品销售	697.88	3.65%	290.63	18.44%
建材销售	--	--	1,319.37	7.44%
工程施工	113.62	25.53%	--	--
绿化及其他服务	59.29	69.85%	--	--
其他业务收入	338.02	79.05%	345.77	93.70%
合计	41,097.75	33.70%	59,390.53	24.99%

资料来源：公司 2019-2020 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，对来宾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》，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就上述协议签订补充协议，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）。

棚户区改造项目方面，2014年与2018年公司与来宾市政府分别签订了《来宾市棚户区改造项目委托代建协议》与《来宾市棚户区改造项目委托代建协议补充协议》，协议约定棚改项目采用委托代建模式，公司负责来宾华侨农场棚户区改造项目、凤凰华侨农场棚户区改造项目及迁江华侨农场棚户区改造项目3个棚户区项目，预计总投资366,997.43万元，来宾市政府给予公司代建综合服务管理费、投资收益回报等合计18,349.87万元（回报率约5%），上述代建投资额及代建综合管理费、投资回报合计385,347.30万元，自2015年起由来宾市政府按年分期支付，其中2015-2033年每年支付15,000-50,000万元不等，2034年支付20,347.30万元。截至2020年末棚改项目主体已竣工但仍未移交，政府未进行回购，公司未确认相关收入。

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。2020年公司确认代建政府工程收入25,131.32万元，具体如表4所示。需要注意的是，代建移交协议中约定上述项目的代建资金总额均按照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情况。近年来公司实现一定规模的安置房房款差价收入，系公司按照实际收到房款（包括居民回迁安置支付的差价以及商铺租金）确认收入，同时按房款对应的面积分摊建设成本，该业务毛利率较低。2020年公司棚户区改造项目房款差价收入为131.87万元，分摊建设成本451.44万元。由于安置房属于代建项目，因此该业务收入在代建政府工程收入中核算。

表4 2020年公司确认收入的主要项目情况（单位：万元）

项目名称	代建成本	确认收入
来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程高速西渠工程、高速路东西两侧绿化工程、引水渠-II、III、IV 标项目工程、草鞋湖项目、来华湖项目、磨东渠项目、市政渠项目、来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程麒麟渠项目、引水渠工程施工 IV 标段工程项目	18,129.38	19,942.31
凤凰高速路口至园区道路改建工程、河西工业园滨堤路一期、河南工业园环宇混凝土搅拌站土地平整工程、迁江华侨工业园生活区主干道、迁江华侨临时市场及临时安置房工程、来宾市华侨区金龟岛片区供水工程、来宾市高中给水管网改造工程项目	2,381.77	2,619.95
来宾市旧城区基础设施改造项目长岭路、冶金路、爱华路工程项目	2,215.62	2,437.18
棚户区改造项目房款差价	451.44	131.87
合计	23,178.21	25,131.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司仍有较大规模的在建项目，主要在建项目计划总投资14.56亿元，已投资8.16亿元，未来至少尚需投资6.40亿元，在建项目明细表见附录五，建设资金需求量较大，公司面临较大的资金压力。2020年末公司存货中代建项目待结转成本71.53亿元，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，但需关注回款情况

公司于2013年12月20日与来宾市财政局和来宾市工业园区管理委员会（以下简称“管委会”）签订了《来宾市河南工业区河南厂房集中区委托管理协议书》，协议约定管理期限为2014年1月1日至2023年12月31日，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。

2020年，公司将来宾市工业区河南工业区标准厂房经营权转让给子公司广西来宾市交通投资有限公司（以下简称“交投公司”）。2020年6月，管委会与交投公司签订了委托管理协议书及补充协议，根据约定，交投公司将厂房（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）的资产全权委托管委会经营管理，管委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，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；标准厂房租金补贴标准为：厂房13元/平方米/月，商铺16元/平方米/月、宿舍楼13元/平方米/月，租金按照每5年涨幅10%递增；委托管理期限为21年（2020年7月1日至2040年6月30日），21年补贴租金总计为21.09亿元；管委会需于每年12月25日之前将当年补贴及租金支付至交投公司。

除上述物业外，公司仍有部分物业市场化出租，其中投资发展大厦由于装修暂时未对外出租。2020年公司获得租金收入1.48亿元，同比有所增长。

综合来看，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 2020 年末公司出租房产明细情况（单位：平方米、万元）

房屋位置	可租面积	已租面积	是否抵押
凤翔路 48 号 A 区 1-13 栋	80,201.91	80,201.91	是
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79,866.18	79,866.18	是
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98,216.38	98,216.38	是
凤翔路 48 号 D 区 1-13 栋	88,133.51	88,133.51	是
凤翔路 50 号 1-25 栋	227,888.37	217,734.91	是
投资发展大厦	5,967.92	0	是
红水河大道 33 号翠屏水坊商业街	76,403.52	76,403.52	部分抵押
合计	656,677.79	640,556.41	--

资料来源：公司提供

公司持续获得外部支持，资本实力和利润水平得到提升

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，持续获得政府的支持。根据《来宾市人民政府国有资产监督管理委员会关于无偿划转5家公司股权



的批复》，来宾市国资委将广西来宾恒达投资管理有限公司、广西来宾市交通投资有限公司、广西来宾三江口生态科技有限公司、广西来宾万兴建设工程有限公司、来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司股权无偿划转至公司，增强了公司的资本实力。同时当期亦存在部分资产划出，综合影响下，2020年公司资本公积净增加6.37亿元，资本实力得到提升。

表6 2020 年公司资本公积变动情况（单位：万元）

文件	划入及划出资产明细	金额
来国资复[2020]38 号	广西来宾市交通投资有限公司股权划入	37,344.27
来国资复[2020]38 号	广西来宾恒达投资管理有限公司股权划入	82,832.90
来国资复[2020]38 号	来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司股权划入	12.04
来国资复[2020]38 号	广西来宾万兴建设工程有限公司股权划入	853.22
来国资复[2020]38 号	广西来宾三江口生态科技有限公司股权划入	-21.46
--	来宾盛华房地产开发有限责任公司股权划入	619.44
广铁债转股协议、 股权划转国资委协议	广西铁合金有限责任公司股权划出	-52,923.73
公司内部文件	划出车辆	-1.35
资源局会议纪要	新证件颁发核减面积	-5,053.69
合计	--	63,661.65

资料来源：公司提供

此外，根据《关于调整2020年财政拨款账务处理的通知》，来宾市财政局将拨付给公司的1.8亿元财政资金转为财政补贴，另有其他补贴资金14.49万元，2020年公司共收到政府补贴18,014.49万元。

六、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2019年审计报告及经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，仍以存货、投资性房地产和应收款项为主，整体流动性较弱

得益于政府资产注入，2020年末公司资产规模同比增长22.92%。从资产结构来看，公司资产仍以存货、投资房地产和应收款项为主。

由于无偿划入子公司，2020年末公司货币资金大幅增长至20.96亿元，但其中17.10亿元用于借款质押使用受限，受限比例较高。



2020年末公司其他应收款账面价值5.24亿元，同比大幅减少，主要系合并范围发生变更导致与关联企业间的往来款项减少所致。

2020年末，公司存货账面价值136.32亿元，占总资产的58.53%。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52.48%、45.26%和2.26%。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61.69亿元，主要为批发零售兼住宅用地，其中价值41.56亿元的开发土地已抵押，占存货比重30.49%。公司存货规模大，主要体现为代建市政工程和土地资产，土地资产集中变现难度较大且受限的土地资产较多，流动性较弱。

长期应收款系应收政府代建工程回购款，截至2020年末共有15.91亿元，其中一年以内到期的有3.72亿元，该款项回款周期长，占用公司较多资金。

公司投资性房地产采用公允价值计量，由于子公司无偿划入，2020年末投资性房地产增加至33.74亿元，其中房屋及建筑物资产20.52亿元，土地资产13.23亿元，2020年末投资性房地产中已抵押部分账面价值22.45亿元，抵押比率高达66.56%。

总体来看，公司资产规模保持增长，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。2020年末公司资产中所有权受到限制的资产规模为81.10亿元，占总资产比重为34.82%，整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.96	9.00%	6.67	3.52%
其他应收款	5.24	2.25%	23.68	12.50%
存货	136.32	58.53%	110.65	58.40%
流动资产合计	170.04	73.00%	144.97	76.51%
长期应收款	12.20	5.24%	9.93	5.24%
投资性房地产	33.74	14.49%	29.40	15.52%
无形资产	9.98	4.29%	0.00	0.00%
非流动资产合计	62.88	27.00%	44.51	23.49%
资产总计	232.91	100.00%	189.48	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入规模有所下降，业务持续性较有保障，政府补助对利润贡献较大

由于代建政府工程结算移交项目减少，公司全年实现营业收入同比有所下滑。从毛利率来看，2020年毛利率较低的安置房房款差价收入结转规模较小，公司代建政府工程业务毛利率较上年有所提升，带

动公司综合毛利率同比增加8.71个百分点。公司代建业务收入回收期较长，租赁业务回款质量一般，2020年公司收现比为0.79，有所提升但仍表现一般。

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。2020年获得政府补助1.8亿元，为利润总额的主要来源。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	4.11	5.94
收现比	0.79	0.36
营业利润	0.06	-0.17
营业外收入	1.80	2.50
利润总额	1.73	2.30
销售毛利率	33.70%	24.99%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临较大的偿债压力

由于合并范围内子公司增加，2020年公司负债总额同比增长37.18%；所有者权益规模因资产注入较上年末增长7.22%。2020年末公司产权比率为141%，权益对负债的覆盖程度持续下降。2020年末公司少数股东权益21.58亿元，占净资产的比重为22%，其中计入少数股东权益的明股实债规模为19.36亿元，公司所有者权益的稳定性较弱。

图 1 公司资本结构

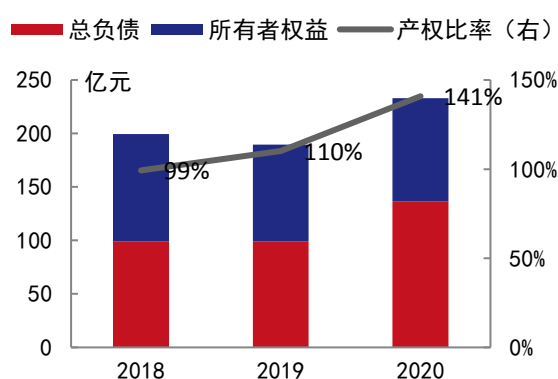
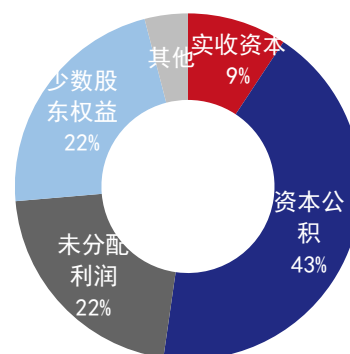


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款增加至4.56亿元，主要为质押和信用借款。2020年末其他应付款（合计）65.42亿元，主要系应付来宾市财政局及企业的业务往来款，其中与外部企业间拆借的有息债务规模42.63亿元。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和应付债券，2020年末余额13.10亿元。2020年末公司长期借款增加至38.88亿元，抵、质押物为公司持有的房产和土地。2020年末公司其他非流动负债6.8亿元，系发行的3期债权融资计划。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.56	3.35%	0.00	0.00%
其他应付款（合计）	65.42	48.02%	54.94	55.33%
一年内到期的非流动负债	13.10	9.62%	6.51	6.55%
流动负债合计	86.93	63.82%	65.12	65.58%
长期借款	38.88	28.54%	24.72	24.89%
其他非流动负债	6.80	4.99%	0.00	0.00%
非流动负债合计	49.28	36.18%	34.18	34.42%
负债合计	136.22	100.00%	99.30	100.00%

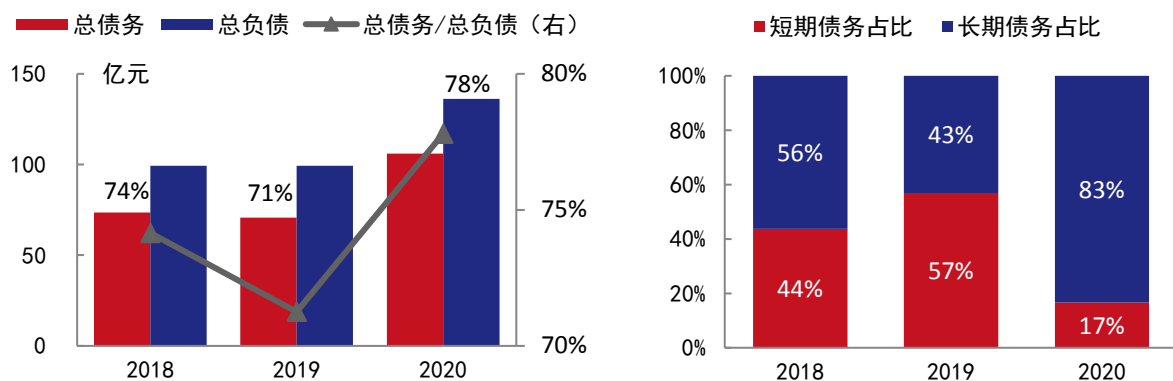
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模为105.97亿元，同比增加49.79%，总债务规模仍较大，占负债总额比重波动上升至78%，公司面临较大债务压力。此外，2020年末公司少数股东权益中存在有息债务19.36亿元，具体包括：国开发展基金有限公司以名股实债形式对公司子公司广西来宾市炬城置业有限公司的出资0.8亿元，2020年公司回购部分股权，期末余额为0.6亿元；中国农发重点建设基金有限公司以名股实债形式对公司子公司广西来宾市交通投资有限公司的出资0.85亿元，2020年公司回购部分股权，期末余额0.77亿元；以及来宾柳银工投投资基金管理中心（有限合伙）以名股实债形式对子公司来宾市环城水系开发投资有限公司的出资20.20亿元²，其中优先级部分属于有息债务，期末余额为17.99亿元，需要注意的是其中16.08亿元将于2021年6月起陆续到期，若合伙人不同意延期，公司将面临较大的即期偿付压力。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构

²项目为期限 5+3 年，于 2021 年首次到期 16.08 亿元，经三分之二有限合伙人书面同意后合伙企业期限可延期 3 年，年投资回报率 8.4%-8.5%不等。



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司资产负债率为58.48%，负债水平较高，将明股实债金额列入债务后公司资产负债率进一步提升至66.80%。由于货币资金大幅增加，公司现金短期债务比提升至1.19，但公司货币资金受限比例很高，偿付能力受到较大限制。2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.60，同比有所下降。考虑到公司资产流动性较弱，受限资产占比高，偿债压力较大。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	58.48%	52.40%
考虑明股实债后的资产负债率	66.80%	63.49%
现金短期债务比	1.19	0.17
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.82

注：考虑明股实债后的资产负债率=（总负债+少数股东权益中明股实债金额）/总资产。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月6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。

或有事项分析

截至2020年12月末，公司对外担保余额合计为25.51亿元，占期末净资产的26.38%，被担保人主要为国有单位或企业，但规模较大，且均未设置反担保措施，有一定的代偿风险。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
------	------	------	--------



广西来宾城建投资集团有限公司	4,400.00	2015-9-30 至 2025-9-29	否
广西来宾城建投资集团有限公司	1,300.00	2015-11-9 至 2024-11-8	否
广西来宾城建投资集团有限公司	50,000.00	2019-3-12 至 2022-3-9	否
广西来宾城建投资集团有限公司	5,000.00	2020-01-21 至 2022-01-21	否
来宾市第一建筑工程公司	29,000.00	2019-1-24 至 2022-1-23	否
广西融水县瑞东水电开发有限公司	1,080.00	2013-2-6 至 2023-2-5	否
广西融水县瑞东水电开发有限公司	2,100.00	2016-9-30 至 2028-9-29	否
广西来宾中科产业投资集团有限公司	20,000.00	2020-04-29 至 2025-04-28	否
广西来宾中科产业投资集团有限公司	7,558.00	2020-04-20 至 2025-04-18	否
广西来宾中科产业投资集团有限公司	6,400.00	2020-04-8 至 2025-04-7	否
广西来宾经纬贸易有限公司	300.00	2019-09-29 至 2021-4-28	否
广西来宾中科产业投资集团有限公司	53,599.00	2020-5-29 至 2025-5-28	否
来宾市红河国有资产运营有限公司	26,253.75	2020-6-4 至 2025-6-3	否
来宾市红河国有资产运营有限公司	20,090.00	2020-6-29 至 2025-6-28	否
来宾市富民商贸有限公司	17,000.00	2020-9-15 至 2021-9-14	否
广西来宾经纬贸易有限公司	11,000.00	2020-7-29 至 2021-7-28	否
合计	255,080.75	--	--

资料来源：公司提供

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

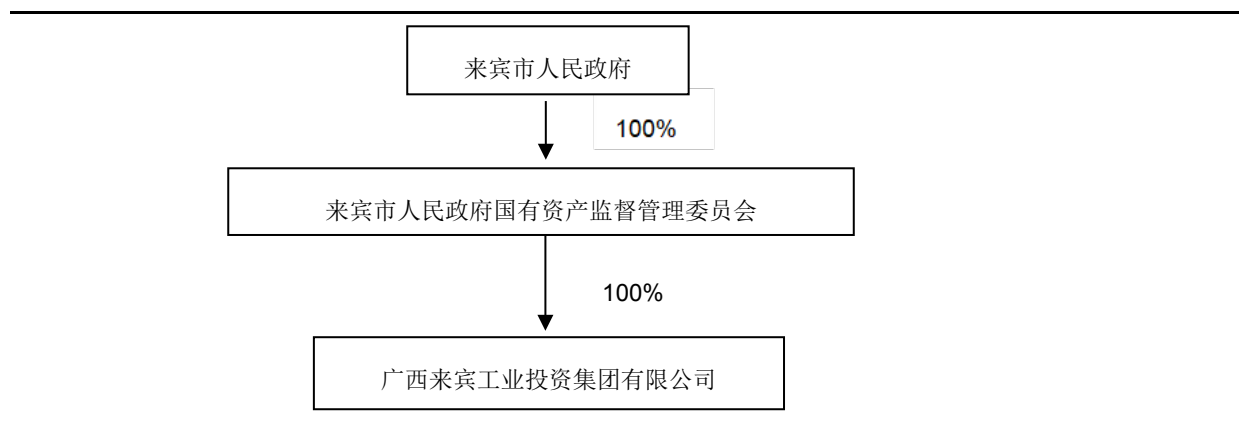


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	20.96	6.67	15.47
存货	136.32	110.65	102.05
流动资产合计	170.04	144.97	147.50
投资性房地产	33.74	29.40	34.32
非流动资产合计	62.88	44.51	51.83
资产总计	232.91	189.48	199.33
短期借款	4.56	0.00	0.99
其他应付款（合计）	65.42	54.94	33.84
其他应付款	64.65	54.00	32.82
一年内到期的非流动负债	13.10	6.51	15.82
流动负债合计	86.93	65.12	54.18
长期借款	38.88	24.72	33.31
应付债券	0.00	5.80	7.77
长期应付款	0.00	0.00	0.36
非流动负债合计	49.28	34.18	45.13
负债合计	136.22	99.30	99.31
总债务	105.97	70.75	73.63
所有者权益	96.70	90.18	100.02
营业收入	4.11	5.94	5.29
营业利润	0.06	-0.17	-0.13
营业外收入	1.80	2.50	2.01
利润总额	1.73	2.30	1.87
经营活动产生的现金流量净额	12.80	12.16	2.91
投资活动产生的现金流量净额	-9.95	-2.83	0.07
筹资活动产生的现金流量净额	-5.66	-12.34	-8.55
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	33.70%	24.99%	26.78%
收现比	0.79	0.36	0.35
资产负债率	58.48%	52.40%	49.82%
现金短期债务比	1.19	0.17	0.48
EBITDA（亿元）	3.40	3.05	3.23
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.82	0.68

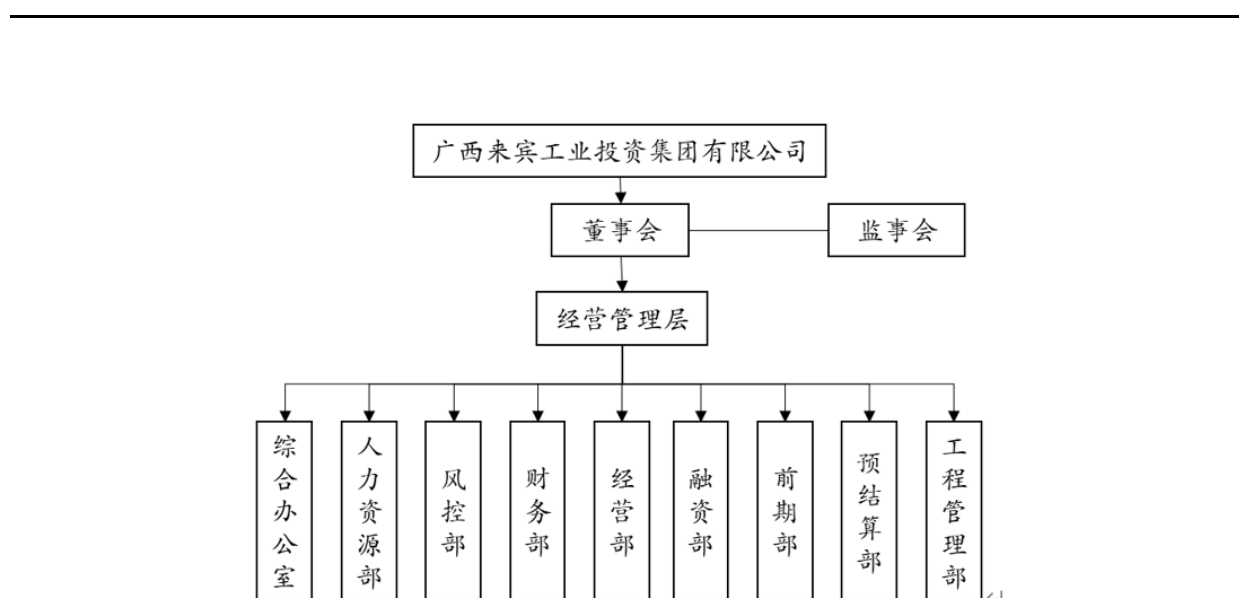
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	持股比例（%）	主营业务
广西来宾市交通投资有限公司	65.51	基础设施建设
广西来宾恒达投资管理有限公司	100.00	基础设施建设
来宾市天润房地产开发有限责任公司	100.00	基础设施建设
广西来宾市炬城置业有限公司	11.11 ⁵	基础设施建设
来宾市桂中水城旅游投资有限责任公司	100.00	旅游开发
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	100.00	园林绿化
来宾市桂中水城开发投资有限责任公司	100.00	基础设施建设
广西西滨房地产开发有限公司	100.00	基础设施建设
广西来宾市中科检测技术有限责任公司	100.00	检测服务
广西来宾万兴建设工程有限公司	100.00	工程建设
来宾市鑫翔达经贸有限公司	100.00	批发零售
广西来宾三江口生态科技有限公司	100.00	生态农业
广西鸿蒙矿业投资有限公司	100.00	矿产资源开采
广西来宾中科矿业投资有限公司	100.00	矿产资源开采
来宾盛华房地产开发有限责任公司	77.43	房地产开发
广西象州联资矿业投资有限公司	100.00	矿产资源开采
广西象州顺源建设投资有限公司	100.00	矿产资源开采

资料来源：公司 2020 年审计报告

⁵国开发展基金有限公司于 2015 年以名股实债形式对子公司广西来宾市炬城置业有限公司出资 8,000.00 万元，公司持股比例由 100% 下降至 11.11%，但通过与国开发展基金有限公司签订的投资合同约定，国开发展基金有限公司不参与广西来宾市炬城置业有限公司实际生产经营，公司仍具有控制权。

附录五 截至 2020 年末公司主要在建基础设施施工情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
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	0.00
来宾第四幼儿园	3,825.92	1,723.00
来宾市监察委员会办案中心	4,759.11	3,400.00
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	98.13
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	2,300.00
来宾市精制糖加工基地 27#综合楼室内装修工程	400.00	300.00
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
河南工业园新风路工程	13,086.36	4,190.00
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	750.00
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	4,009.85
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	9,434.62
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	70.94	65.67
象州县妙皇乡塘头村等 3 个村土地开垦项目	410.00	294.98
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	6,304.71
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	1,660.53
象州县运江镇新运村、芽村土地开垦项目	1280.06	1,241.66
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程	61,364.19	44,664.76
合计	145,625.21	81,630.03

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。