



# 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  
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：



# 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
18 梧州 01 等级	AAA	AAA
19 梧州 01 等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-29	2020-8-27

## 债券概况

### 债券简称:

18 梧州 01/18 梧州城投债 01

19 梧州 01/19 梧州城投债 01

### 债券剩余规模:

18 梧州 01: 5 亿元

19 梧州 01: 4.5 亿元

### 债券到期日期:

18 梧州 01: 2028-11-28

19 梧州 01: 2029-3-26

**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

**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

## 联系方式

**项目负责人:** 罗力

luol@cspengyuan.com

**项目组成员:** 万蕾

wanl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 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 月发行的 2018 年第一期城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“18 梧州 01”）和 2019 年 3 月发行的 2019 年第一期城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“19 梧州 01”）的 2021 年跟踪评级结果为：“18 梧州 01”和“19 梧州 01”信用等级维持为 AAA，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：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，获得较大力度外部支持，且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，偿债压力加大，且存在较大的资金压力及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，且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	102.91	88.79	62.73
所有者权益	33.09	28.48	27.24
总债务	27.53	23.71	14.39
资产负债率	67.85%	67.92%	56.57%
现金短期债务比	1.27	3.53	-
营业收入	2.42	5.65	1.65
其他收益	1.53	1.56	0.70
利润总额	1.45	1.99	0.84
销售毛利率	17.56%	15.34%	16.47%
EBITDA	2.08	2.37	0.84
EBITDA 利息保障倍数	1.23	2.11	2.46
经营活动现金流净额	-1.58	-13.42	-2.09
收现比	1.01	0.91	1.45

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **梧州市固定资产投资增长较快，经济继续保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。**2020 年在高投资拉动下，梧州市全年实现地区生产总值 1,081.34 亿元，按可比口径增长 8.0%，区域经济保持较快增长。
- **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 2020 年末，公司主要在建、拟建项目规模较大，随着代建项目的完工结算，未来收入较有保障，业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年公司收到梧州市财政局拨款及财政补贴，提高了公司资本实力及利润水平。
- **保证担保有效提升了信用水平。**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。**截至 2020 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不确定，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，其中，应收款项规模较大，对资金形成一定占用，回收时间存在不确定性，存货及在建工程等资产短期集中变现难度较大。
- **公司主要在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，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。
- **公司总债务规模增长，偿债压力加大。**2020 年公司总债务规模增长，且占总负债比重较高，公司偿债能力指标弱化。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额较大，且均未设置反担保措施。

## 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2018年11月发行18梧州城投债01，于2019年3月发行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2020年12月31日，募集资金专项账户余额为0.03亿元。根据公司提供的《关于梧州城投公司两期债券2021年度本息兑付的风险自查报告》，跟踪期内，募集资金共有8.97亿元暂时用于补充流动资金。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，2020年末公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，公司控股股东仍为梧州市东泰国有资产经营有限公司，实际控制人仍为梧州市人民政府。跟踪期内，公司法定代表人和董事长由郑伟变更为莫间玲，董事变更为傅庆东、聂宇、黄秀琨、刘小靖，总经理变更为刘小靖，监事变更为莫础宁、邓森。

公司作为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，2020年公司注销广西梧州基础设施投资管理有限公司，减少子公司1家，截至2020年末，公司合并报表范围共有4家子公司。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 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	不再纳入的原因
广西梧州基础设施投资管理有限公司	100.00%	1,000.00	城市基础设施建设的投资与管理等	注销

资料来源：公司2020年审计报告，公开信息

## 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、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年梧州市固定资产投资增速较快，带动经济增速显著回升

2020年梧州市经济增速回升，全年实现GDP 1,081.34亿元，按可比价格计算，同比增长8.0%，增速较上年的4.2%显著回升。区域人均GDP为35,234元，人均GDP/全国人均GDP为48.63%，经济发展水平仍偏低。

梧州市经济以第二产业和第三产业为主，2020年梧州市第二产业增速大幅提高，第三产业增速放缓。2020年梧州市三次产业结构由上年的16.3：34.5：49.2调整为16.1：35.4：48.5。分产业来看，2020年梧州市第一产业实现增加值173.84亿元，同比增长5.5%；第二产业实现增加值383.29亿元，同比增长14.0%，较上年的-0.3%大幅增长；第三产业实现增加值524.21亿元，同比增长4.5%，持续下降；对经济增长贡献率分别为13.1%、46.4%和40.5%。

2020年梧州市固定资产投资增速较高，社会消费品零售总额负增长。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，进出口规模总体不大。2020年梧州市固定资产投资增速为13.2%，较上年提高2.2个百分点且处于较高水平。分产业看，第一产业投资下降5.5%；第二产业投资增长12.6%，其中工业投资10.7%；第三产业投资增长14.5%。2020年梧州市社会消费品零售总额增速为-5.6%，较上年下降14.2个百分点，主要系疫情影响所致。

表 2 梧州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）	1,081.34	8.0%	991.4	4.20%
第一产业增加值	173.84	5.5%	162	5.40%
第二产业增加值	383.29	14.0%	341.6	-0.30%
第三产业增加值	524.21	4.5%	487.8	7.20%
规模以上工业增加值	-	13.9%	-	-3.30%
固定资产投资	-	13.2%	-	11%
社会消费品零售总额	284.01	-5.6%	526.3	8.60%
进出口总额	63.27	-3.9%	65.85	29.70%
存款余额	1,500.72	10.3%	1,361.20	11.70%
贷款余额	1,244.47	19.8%	1,038.50	19.50%
人均 GDP（元）		35,246		32,303
人均 GDP/全国人均 GDP		48.65%		45.57%

资料来源：梧州市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年梧州市实现一般公共预算收入76.00亿元，下降10.2%；实现政府性基金收入102.75亿元，下降9.6%；实现上级补助收入161.93亿元。

## 五、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，2020年公司新增建材收入，丰富了公司收入来源。受工程项目结算进度影响，2020年公司工程建设业务收入大幅减少，致使2020年公司营业收入明显减少。

毛利率方面，受营业收入结构变化及拆迁业务收入毛利率提升等因素影响，2020年公司毛利率小幅升至17.56%。

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
工程建设	5,651.43	14.17%	51,859.52	13.63%
房地产开发	1,235.21	7.84%	1,576.63	17.65%
建材收入	8,603.89	0.92%	0.00	-
拆迁收入	7,664.47	29.72%	1,600.73	13.74%
房产租赁	797.79	100.00%	1,016.07	97.23%
物业费收入	0.00	-	233.43	16.34%
其他收入	248.85	79.04%	165.22	37.89%
<b>合计</b>	<b>24,201.64</b>	<b>17.56%</b>	<b>56,451.60</b>	<b>15.34%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

受工程结算进度影响，2020年公司工程建设收入大幅减少，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。

2020年公司主要推进了梧州市西江四桥工程、梧州市城市基础设施整体改造提升工程（一期）等项目，实现工程建设收入0.57亿元。毛利率方面，由于本年度结算的项目毛利率相对去年较高，2020年公司工程建设业务毛利率小幅升至14.17%。

截至2020年末，公司主要在建项目包括两龙片区棚户区改造项目、政府地下停车场、长洲岛棚户区改造项目、南岸高旺片区棚户区改造项目等，其中已签订代建协议的项目总投资为88.87亿元，已投资43.97亿元，随着工程完工结算，未来收入较有保障。

截至2020年末，公司募投项目尚未正式开工，公司已使用募集资金9.47亿元，其中0.50亿元用于募投项目前期支出，3.80亿元用于补充运营资金，剩余5.07亿元，为避免项目建设资金沉淀，提高债券资金使用效率，公司按照发改办财金[2015]3127号文，将该部分闲置的债券资金用于暂时补充营运资金。

募投项目建设进度较原定计划滞后原因主要为梧州市南岸片区地理位置较好，梧州市政府对南岸片区的开发较为重视，2019-2020年，南岸高旺片区的控制性规划仍在修改中，梧州市政府于2020年下半年方对控规予以批复，梧州市自然资源局依法组织实施控规调整，因此项目无法按计划开工。该项目作为梧州市南岸片区的重要基础设施建设，已列入梧州市三年一工程重点项目，预计于2021年6月末开始主体施工。

**表 4 截至 2020 年 12 月 31 日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
南岸高旺片区棚户区改造项目	200,693.00	78,508.25	是
河东旧城棚改一期	176,576.00	122,401.20	是
长洲岛棚户区改造(一期)	150,917.24	45,778.62	是
南岸片区路网工程	113,353.00	12,574.70	是
梧州市西江四桥工程	105,154.00	86,600.00	是
梧州市体育中心工程	35,500.00	28,817.00	是

南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程	33,631.00	629.02	是
毅德商贸物流城	30,000.00	26,510.00	是
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	15,964.00	是
梧州市城市基础设施整体改造提升工程（一期）	11,690.91	11,148.00	是
梧州市综合训练馆	9,700.00	7,827.75	是
市网球中心工程	4,300.00	2,949.80	是
两龙片区棚户区改造项目	303,571.24	84,626.44	否
梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目*	120,100.00	5,000.00	否
政府地下停车场	22,146.22	19,776.72	否
梧州市苍海大道改造工程	11,931.76	7,601.00	否
白云山停车场项目	2,106.00	1,396.76	否
西江五桥	258,000.00	0.00	否
西江六桥	221,239.90	0.00	否
梧州市社会停车场及配套综合提升 PPP 项目	179,239.61	0.00	否
梧州市综合档案馆新馆项目	13,000.00	0.00	否
<b>合计</b>	<b>2,020,046.60</b>	<b>558,109.26</b>	<b>-</b>

注：“\*”为募投项目  
 资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要的拟建项目包括西江五桥、西江六桥等项目，计划总投资67.15亿元。同时，考虑到公司主要的在建项目合计尚需投资79.05亿元，公司面临较大的资金压力，未来融资需求较大。

#### 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，2020年公司实现房地产收入0.12亿元，其中富民小区实现收入984.06万元，金日地产楼盘实现收入251.15万元。毛利率方面，2020年公司房地产开发业务毛利率降至7.84%，主要系房产项目尾盘销售成本上升所致。截至2020年末，存货中尚有房地产开发成本及开发产品1.99亿元，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。

#### 公司租赁收入有所下降，拆迁收入大幅增长，新增的建材业务收入丰富了公司的收入来源

公司租赁收入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。截至2020年末，公司房产中合计14处已毁损坍塌无法使用，叠加受疫情影响，公司减免商户部分租金，致使当年租赁收入降至797.79万元。

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，受当年河东旧城

棚改项目不断推进影响，2020年公司本部及金鼎公司等涉及棚改拆迁的项目增多，推动公司当年拆迁收入大幅增长，当年确认营业收入7,664.47万元。由于拆迁收入大幅增长，拆迁成本相对固定，该业务2020年毛利率升至29.72%。

公司建材销售业务主要由子公司梧州市锦源实业发展有限公司（以下简称“锦源实业”）负责运营，锦源实业的建材业务主要为建筑材料贸易业务，具体业务模式为购入螺纹钢等建材，就近销售给当地建筑企业。2020年公司实现建材收入8,603.89万元，该业务毛利率较低，当年毛利率为0.92%。

### 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。2020年梧州市城建投资发展集团有限公司将应收公司往来款项中的3.09亿元作为资本性投资注入公司，增加公司资本公积3.09亿元。此外，2020年，梧州市财政局向公司拨付财政补贴1.53亿元，有效提升了当年利润水平。

## 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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围减少子公司1家，年末纳入合并范围的子公司共4家，详见附录四。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所增长，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**

得益于公司融资规模和政府资产注入，2020年末公司资产总额增至102.91亿元，主要为流动资产。

公司货币资金主要为银行存款及其他货币资金，其中其他货币资金系6,600.00万元的定期存单。受公司应收梧州市财政局的款项转为与梧州市城建投资发展集团有限公司往来款的影响，2020年末公司应收账款规模大幅下降，期末余额主要为应收广西赢桂砷业有限公司货款。随着工程项目推进，预付款项账面价值大幅下降，截至2020年末公司预付账款主要为预付长洲区拆迁指挥部办公室及长洲区域投公司的工程款。截至2020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等的往来款，从账龄来看，大部分款项账龄在2年以内。整体来看，公司应收款项的应收对象多为梧州市国有企业，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。

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。受土地资产增加及工程项目

持续推进的影响，2020年末公司存货账面价值增至46.37亿元，公司工程施工项目主要由已签代建或政府购买协议的梧州市西江四桥工程、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，开发成本主要为富民小区等。

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，2020年末公司投资性房地产规模有所增长。公司在建工程主要为签订代建协议的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，2020年末账面价值随着工程推进大幅增长。

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 5 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	5.09	4.95%	5.74	6.46%
应收账款	0.22	0.22%	7.59	8.54%
预付款项	0.92	0.89%	5.26	5.93%
其他应收款	27.57	26.79%	17.85	20.10%
存货	46.37	45.05%	34.07	38.37%
<b>流动资产合计</b>	<b>80.29</b>	<b>78.02%</b>	<b>71.09</b>	<b>80.07%</b>
投资性房地产	8.32	8.09%	7.68	8.65%
在建工程	13.05	12.68%	8.09	9.11%
<b>非流动资产合计</b>	<b>22.62</b>	<b>21.98%</b>	<b>17.70</b>	<b>19.93%</b>
<b>资产总计</b>	<b>102.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>88.79</b>	<b>100.00%</b>

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

**受工程结算进度影响，公司经营业绩下降，但在建项目规模较大，预计未来收入较有保障**

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。受工程建设业务收入大幅减少的影响，2020年营业收入明显下降。截至2020年末，公司主要已签订代建协议及购买协议的基础设施工程项目投资规模较大，业务持续性较好，当年公司拆迁收入大幅增长，新增建材销售收入，公司未来收入较有保障。2020年公司收现比为1.01，回款能力有所提升。

毛利率方面，受收入结构变化及拆迁业务收入毛利率提升等因素的影响，2020年公司毛利率小幅升至17.56%。此外，当年公司计入其他收益的政府补助1.53亿元，有效提升了利润水平。

受以上因素综合影响，2020年公司利润水平降至1.45亿元，盈利水平有所下降，但在建项目规模较大，预计未来收入较有保障。

**表 6 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

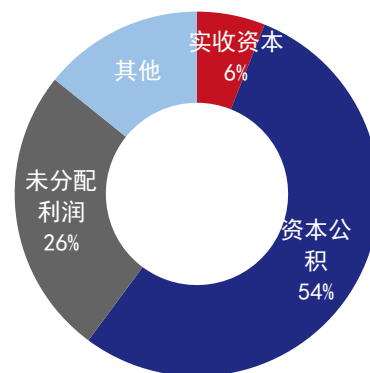
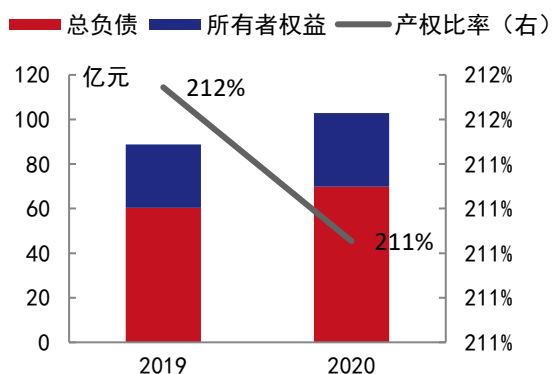
指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	2.42	5.65
收现比	1.01	0.91
营业利润	1.44	1.98
其他收益	1.53	1.56
利润总额	1.45	1.99
销售毛利率	17.56%	15.34%

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

### 公司总债务规模持续增加，偿债能力指标较弱，未来偿债压力加大

随着工程建设项目等不断推进，公司融资规模扩大，负债总额增至2020年末69.83亿元，以非流动负债为主；得益于财政拨款增加公司资本公积以及利润累积，2020年末公司所有者权益增至33.09亿元；综合来看，2020年末公司产权比率略有下降，但所有者权益对负债的覆盖程度仍较低。

**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 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款主要为保证借款。其他应付款主要为公司与梧州市国土资源储备中心和梧州市第一建筑安装工程有限公司等国有企业和事业单位的往来款项，2020年末规模同比有所降低。

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，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。公司应付债券包括“18梧州01”及“19梧州01”及梧州市建成区公共地下停车场专项债券。

2020年末公司长期应付款同比大幅增长，主要系新增了2020年广西壮族自治区政府棚户区改造专项债券（一期）等；此外，应付梧州粤桂合作特别试验区基金一号投资中心（有限合伙）的款项系该基金

向公司的投资款，目前投资协议仍未确定，暂放在长期应付款科目；0.90亿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，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“明股实债”仍计入长期应付款科目核算。

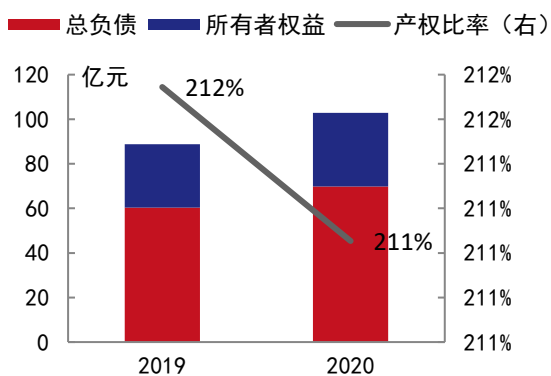
**表 7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.00	5.73%	1.63	2.70%
其他应付款	5.81	8.33%	7.05	11.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>10.52</b>	<b>15.07%</b>	<b>10.35</b>	<b>17.16%</b>
长期借款	12.13	17.37%	10.59	17.55%
应付债券	10.50	15.04%	10.50	17.41%
长期应付款	36.55	52.34%	28.75	47.67%
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.30</b>	<b>84.93%</b>	<b>49.96</b>	<b>82.84%</b>
<b>负债合计</b>	<b>69.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>60.31</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

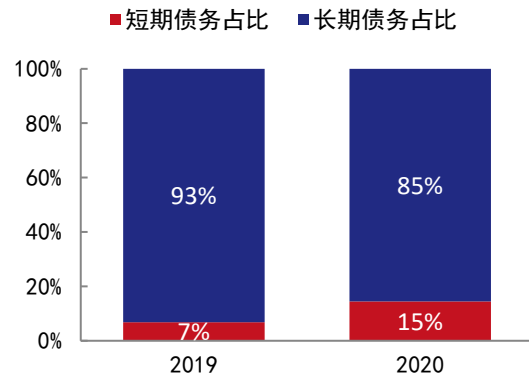
随着外部融资规模扩大，2020年末公司总债务余额增至27.53亿元，其中长期债务23.53亿元，占比

**图 3 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 4 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2002年末公司资产负债率为67.85%；受货币资金减少及短期债务增加影响，公司现金短期债务比降至1.27；受利息支出增加影响，公司当年EBITDA利息保障倍数降至1.23，偿债能力指标趋弱，未来偿债压力加大。

**表 8 公司偿债能力指标**

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	67.85%	67.92%

现金短期债务比	1.27	3.53
EBITDA 利息保障倍数	1.23	2.11

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27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；公司本部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年末，公司对外担保金额18.80亿元，占同期末所有者权益的56.82%，被担保单位企业主要为当地国有企业及事业单位，但担保规模较大且未设置反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

表 9 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	45,000.00	2029-08	否
梧州市东泰国资资产经营有限公司	4,000.00	2021-03	否
	5,000.00	2021-12	否
	20,000.00	2021-01	否
梧州市城建公共交通有限公司	10,000.00	2021-01	否
	5,000.00	2021-09	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	4,300.00	2027-10	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	20,000.00	2021-06	否
	15,000.00	2021-09	否
	3,800.00	2023-10	否
梧州珍宝巴士有限公司	3,300.00	2021-10	否
	20,000.00	2021-09	否
	11,000.00	2021-09	否
梧州市第十七中学	21,600.00	2040-10	否
<b>合计</b>	<b>188,000.00</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

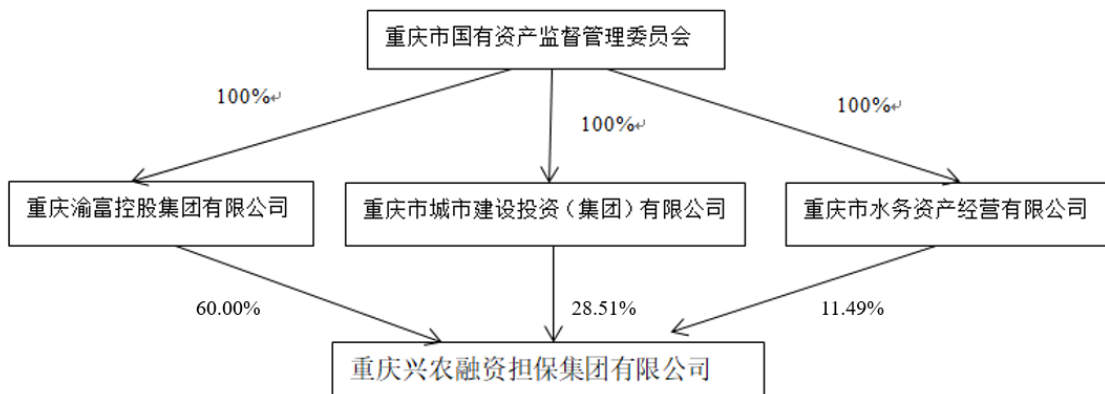
## 八、本期债券偿还保障分析

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。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，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2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

**图 5 截至 2020 年末兴农担保股权结构**



资料来源：兴农担保 2020 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。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

**表 10 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
<b>合计</b>	<b>116,759.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>104,574.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>74,286.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

**表 11 近年兴农担保主要财务数据（万元）**

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85



营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额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。

## 九、结论

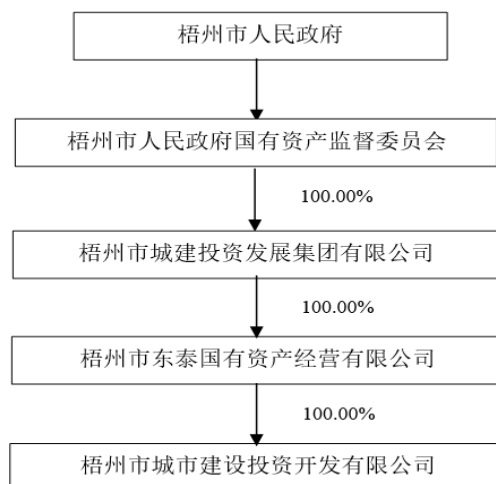
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18梧州01”和“19梧州01”信用等级为AAA。

## 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	5.09	5.74	12.41
其他应收款	27.57	17.85	13.89
存货	46.37	34.07	19.96
流动资产合计	80.29	71.09	54.86
在建工程	13.05	8.09	0.04
非流动资产合计	22.62	17.70	7.87
资产总计	102.91	88.79	62.73
短期借款	4.00	1.63	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	10.52	10.35	8.47
长期借款	12.13	10.59	8.39
应付债券	10.50	10.50	5.00
长期应付款	36.55	28.75	13.50
非流动负债合计	59.30	49.96	27.01
负债合计	69.83	60.31	35.49
总债务	27.53	23.71	14.39
所有者权益	33.09	28.48	27.24
营业收入	2.42	5.65	1.65
营业利润	1.44	1.98	0.84
其他收益	1.53	1.56	0.70
利润总额	1.45	1.99	0.84
经营活动产生的现金流量净额	-1.58	-13.42	-2.09
投资活动产生的现金流量净额	-8.91	-17.60	-0.05
筹资活动产生的现金流量净额	9.84	23.68	6.84
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.56%	15.34%	16.47%
收现比	1.01	0.91	1.45
资产负债率	67.85%	67.92%	56.57%
现金短期债务比	1.27	3.53	-
EBITDA（亿元）	2.08	2.37	0.84
EBITDA 利息保障倍数	1.23	2.11	2.46

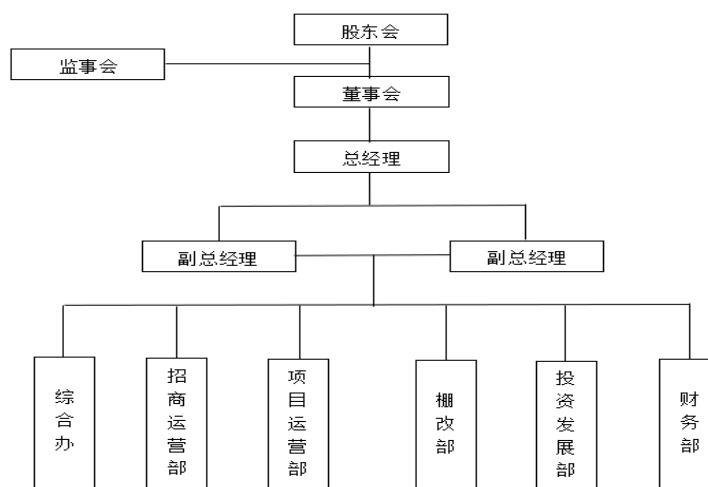
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



#### 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
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 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。