



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2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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2022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 梧州城投债 01/PR 梧州 01	AAA	AAA
19 梧州城投债 01/PR19 梧州	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“18 梧州城投债 01/PR 梧州 01”、“19 梧州城投债 01/PR19 梧州”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：梧州市经济继续保持较快增长，为公司发展提供了良好基础，公司房产销售收入未来持续性较好，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。

评级日期

2022 年 06 月 29 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	104.83	102.91	88.79
所有者权益	33.33	33.09	28.48
总债务	30.35	27.53	23.71
资产负债率	68.21%	67.85%	67.92%
现金短期债务比	-	1.27	3.53
营业收入	3.92	2.42	5.65
其他收益	0.78	1.53	1.56
利润总额	0.49	1.45	1.99
销售毛利率	6.70%	17.56%	15.34%
EBITDA	0.88	2.08	2.37
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.23	2.11
经营活动现金流净额	-1.73	-1.58	-13.42
收现比	107.64%	100.56%	90.99%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
luol@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
wanl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



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。**得益于毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设，固定资产投资成为拉动经济增长的主要动力，工业生产实现较快发展。
- **公司房产销售收入未来持续性较好。**公司本部主要在建保障性住房项目较多，截至 2021 年末，主要保障房项目总建筑面积为 74.52 万平方米，总投资规模达 65.52 亿元。公司在建保障性住房项目具备一定的规模，未来保障房对外销售可形成一定的收入。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年公司收到梧州市财政局拨款及财政补贴 0.79 亿元，占同期利润总额的 162.65%。
- **保证担保有效提升了信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为 AAA，其为公司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。**截至 2021 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，该收入能否实现预期收入存在不确定性。
- **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。
- **公司资金压力较大。**截至 2021 年末，公司主要在建项目及保障房项目尚需投资 83.70 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司偿债压力加大。**截至 2021 年末，公司总债务 30.35 亿元，同比增长 10.25%，资产负债率上升至 68.21%，EBITDA 利息保障倍数降至 0.53，偿债能力指标趋弱。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额 13.40 亿元，占同期末所有者权益的 40.21%，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		中等			



业务竞争力	4	
业务持续性和稳定性	5	
业务多样性	4	
业务状况等级	中等	财务风险状况等级 较小
指示性信用评分		aa-
调整因素	无	调整幅度 0
独立信用状况		aa-
外部特殊支持调整		1
公司主体信用等级		AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-29	罗力、万蕾	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2018-11-13	黎佳卉、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
18 梧州城投债 01/PR 梧州 01	5.00	4.50	2021-6-29	2028-11-28
19 梧州城投债 01/PR19 梧州	4.50	4.05	2021-6-29	2029-3-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

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/PR梧州01”，于2019年3月发行“19梧州城投债 01 /PR19梧州”，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2021年12月31日，募集资金专项账户余额为2,278.75元。根据公司提供的说明，跟踪期内，募集资金共有8.77亿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，2021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。根据2022年2月28日梧州市东泰国有资产经营有限公司《关于黄远志同志任免职的通知》（梧东泰干【2022】3号），刘小婧不再担任公司董事会董事、董事长（法定代表人），任命黄远志担任公司董事会董事、董事长（法定代表人）。

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。2021年公司不再将梧州市锦源实业发展有限公司（以下简称“锦源实业”）、梧州市长盛综合开发投资有限公司纳入合并范围，减少子公司2家，截至2021年末，公司合并报表范围共有2家子公司，具体如附录四所示。

表1 2021 年公司合并报表范围变化情况

不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	丧失控制权时持股比例	主营业务	不再纳入的原因
梧州市锦源实业发展有限公司	100.00%	房地产开发经营、物业管理等	划出
梧州市长盛综合开发投资有限公司	62.50%	投资与资产管理等	划出

资料来源：公司 2021 年审计报告，公开信息

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升



2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印



发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

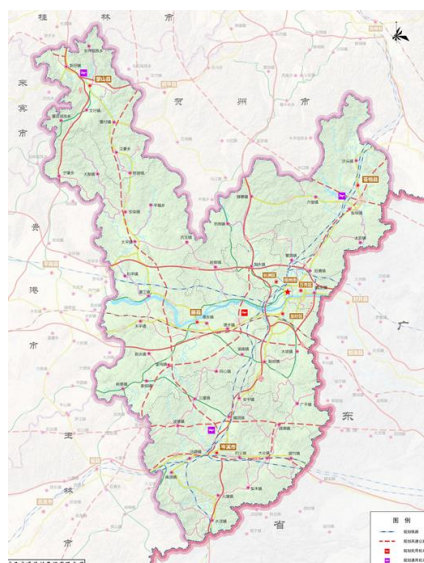
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

梧州市区域经济实力处于广西全自治区中下游水平，得益于毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设，固定资产投资成为拉动经济增长的主要动力，工业生产实现较快发展；财政实力处于广西自治区中游，地方政府债务余额增速较快

区位特征：依靠毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设。梧州市地处广西东部，是广西东大门，位于珠三角经济圈、北部湾经济带、大西南经济圈和西江经济带的交汇点。得益于优越的区位优势，梧州市深耕“东融”战略，全面对接大湾区，深度融入珠三角，一方面，积极推动产业融合发展，加快开发粤桂合作特别试验区；另一方面，进一步完善交通运输体系，水运方面，建成西江航运干线贵港至梧州3,000吨级航道二期工程，港口集装箱吞吐量居广西内河港口第一位，辖区内的长洲水利枢纽船闸系西江航运干线最后一个梯级船闸，实现西江干流南宁—贵港—梧州—广州2,000吨级船舶直接通江达海；铁路方面，加快建设柳广铁路柳州至梧州段、南深铁路玉林至岑溪段，力争开工建设岑罗铁路；公路方面，“一环七射三连线”高速公路网络基本确立，其中有4条与广东高速公路网络相接；民航方面，推动西江机场改扩建工程前期工作。截至2020年末，全市辖万秀区、蝶山区、长洲区、苍梧县、岑溪市、藤县和蒙山县，总面积1.26万平方公里。根据梧州市第七次全国人口普查，全市常住人口282.10万人，较2010年的288.22万人下降2.12%，城镇化率56.55%。

图1 梧州市区位图



资料来源：梧州“十四五”综合交通规划示意图

经济发展水平：梧州市经济总量（GDP）在自治区14个地市中排名第9，经济发展水平一般，在工业投资高位推进下固定资产增速较快。近年梧州市经济保持较快增长，2021年全区实现地区生产总值1,369.37亿元，在广西壮族自治区14个地级市中排名第9；同比增长10.0%，增速高于全国和广西壮族自治区平均水平；三次产业结构比为14.3:43.1:42.6，第二产业占比较上年有所提升。2021年梧州市人均生产总值约为4.85万元，是全国平均水平的59.95%，经济发展水平一般。

从经济增长的驱动因素来看，2021年梧州市消费和投资稳步恢复，其中固定资产投资同比大增，其中工业投资增长46.0%，主要系当期加大招商引资力度，多个工业项目落地投产所致；此外，梧州市正全力推进城市更新和棚户区改造项目，2021年开工改造老旧小区151个，新开工棚户区改造7,136套，基础设施建设投资增长29.6%。2022年梧州市计划重点推进富民片区、新兴一路片区、工厂一路片区、河东旧城、南岸高旺片区、苍海片区、里湖片区等棚改项目，并推进粤桂合作特别试验区、梧州高新区、梧州临港经济区等三个园区新建安置房；根据广西壮族自治区重大项目建设推进领导小组办公室于2022年2月印发的《2022年第一批自治区层面统筹推进重大项目方案》，明确梧州市123个项目列入2022年第一批自治区层面统筹重大项目，总投资达2,162.6亿元，其中2022年计划投资141.8亿元，梧州市固定资产投资增速预计仍将维持在较高水平。同期，梧州市房地产开发投资增长0.1%。

表2 2021年广西壮族自治区地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	固定资产投资 增速	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
南宁市	5,120.94	6.1%	5.86	3.1%	391.77	547.92
柳州市	3,057.24	2.0%	7.33	-8.5%	174.96	270.21
桂林市	2,311.06	6.6%	4.69	-4.3%	117.5	116.25
玉林市	2,070.61	9.9%	3.57	25.4%	79.62	111.64
钦州市	1,647.83	10.0%	4.99	27.1%	72.32	86.34



百色市	1,568.71	9.8%	4.39	26.4%	102.98	78.07
北海市	1,504.43	8.8%	8.12	11.1%	72.13	49.86
贵港市	1,501.64	6.5%	3.48	4.5%	85.65	51.80
梧州市	1,369.37	10.0%	4.85	21.6%	78.87	80.74
河池市	1,041.97	7.5%	3.05	31.0%	56.41	43.21
崇左市	989.09	9.8%	4.74	11.5%	39.9	76.91
贺州市	909.21	13.9%	4.53	13.4%	48.37	60.31
来宾市	832.88	10.5%	4.01	20.4%	46.76	68.73

注：2021 年人均 GDP 均采用第七次全国人口普查结果计算。。

资料来源：各地市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 梧州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,369.37	10.0%	1,081.34	8.0%	991.4	4.2%
固定资产投资	-	21.6%	-	13.2%	-	11.0%
社会消费品零售总额	316.34	11.4%	284.01	-5.6%	300.74	-
进出口总额	-	-	63.27	-3.9%	65.85	29.7%
人均 GDP（万元）	4.85		3.82		3.23	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.95%		52.75%		45.57%	

注：“-”表示未获取相关数据；2019 年社会消费品零售总额数据采用同期广西省统计年鉴数据。

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

产业情况：在全面对接粤港澳大湾区的发展规划下，梧州市正推动特色资源产业转型升级，近年来工业生产实现较快发展。梧州市支柱产业以有色金属、机械和化工为主，由于环保限产和去产能政策影响，2019 年工业增长表现不佳，规模以上工业增加值增速为-3.3%。随着《全面对接粤港澳大湾区加快珠江—西江经济带建设实施方案（2019—2021 年）》实施，梧州市开始战略承接粤港澳大湾区产业，推动特色资源产业转型升级，积极培育再生资源、高端金属新材料、建筑材料、食品医药和电子信息产业，工业生产实现较快发展，2020-2021 年规模以上工业增加值增速分别为 13.9% 和 15.0%。2021 年永达高端轻工板材生产线、金海不锈钢全连轧绿色生产线等 121 个项目开工，鑫峰特钢 100 万吨高品质不锈钢连续固溶生产线、浔江实业智能制造精密机械加工等 25 个项目投产；梧州金升铜业股份有限公司、梧州市永达钢铁有限公司产值超百亿，修正药业集团区域总部、京东集团全资子公司、建华物流集团等落户梧州。

发展规划及机遇：为加快推进梧州市全面对接粤港澳大湾区建设各项工作，梧州市人民政府办公室印发《梧州全面对接粤港澳大湾区加快珠江—西江经济带建设实施方案（2019—2021 年）》（以下简称“《方案》”），《方案》明确市委、市政府将进一步推动梧州与大湾区深度融合发展，把梧州建设成为广西东融的枢纽门户城市，并将分别从加大梧州市基础设施互联互通，推进交通、信息基础设施建设；建设融入大湾区产业集聚高地，加大招商引资力度；加大平台引领对接，打造融入粤港澳大湾区建设的重要载体，进一步发挥既有合作机制作用。

财政及债务水平：梧州市财政实力处于广西自治区中游，地方政府债务余额增速较快。2021年梧州市实现一般公共预算收入78.87亿元，增长3.8%，在工业高速发展和不锈钢产业带动下，税收收入呈增长态势，2021年梧州市实现税收收入43.3亿元，同比增长5.2%。目前梧州市工业发展态势良好，其税源持续性有较好支撑，但受经济环境和行业景气度变化等因素影响，区域主体税收规模可能出现波动。2021年梧州市实现一般公共预算支出258.81亿元，财政自给率为30.47%，在自治区内相对处于中游水平，财政对上级政府转移支付存在较大的依赖。同期实现政府性基金收入80.74亿元，同比下滑的主要原因系土地出让情况不佳所致。区域债务方面，近年来较高强度的基础设施建设力度推动梧州市专项债持续放量，地方政府债务余额增速较快，债务余额处于全自治区中游。

表4 梧州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	78.87	76	84.62
税收收入占比	54.90%	54.17%	47.03%
财政自给率	30.47%	26.34%	28.82%
政府性基金收入	80.74	102.75	113.69
地方政府债务余额	349.74	299.89	263.07

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：梧州市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：区域内城投平台数量较多，各平台定位清晰。截至 2020 年末，梧州市城投平台主要有 6 家，其中，梧州市城建投资发展集团有限公司是梧州市主城区内平台整合主体，业务板块较多，其他平台情况详见下表。

表5 截至 2021 年末梧州市主要投融资平台情况（单位：亿元，%）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
梧州市城建投资发展集团有限公司	梧州市国资委	223.85	51.42	14.43	135.26	梧州市主城区内平台整合主体，梧州东泰、梧州城投及广瀚文化均为公司子公司，业务板块涵盖市政建设、房地产开发、建筑工程、资产管理及运营
梧州市东泰国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	162.69	48.76	6.06	115.06	梧州市基础设施建设主体，主要负责棚户区建设项目
广西梧州粤桂合作特别试验区投资开发有限公司	梧州市国资委	48.75	60.67	5.43	67.14	粤桂合作特别试验区基础设施建设主体
梧州市苍海建设开发有限公司	广西梧州安澜防洪排涝工程投资有限公司	33.15	64.07	4.61	31.67	苍海新区基础设施建设主体
梧州市城市建设投资开发有限公司	梧州市东泰国国有资产经营有限公司	33.09	67.85	2.42	27.53	梧州东泰子公司，梧州市城区基础设施工程项目建设主体



广西梧州市广瀚文化旅游投资发展集团有限公司	梧州市城建城市投资运营集团有限公司	1.04	91.14	0.00	8.00	梧州市旅游设施开发
-----------------------	-------------------	------	-------	------	------	-----------

注：财务数据为 2020 年末/2020 年度；梧州市人民政府国有资产监督管理委员会简称“梧州市国资委”；广西梧州粤桂合作特别试验区投资开发有限公司存续债券均为私募债，未公开年度审计报告，总债务计算口径为：总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，2021年公司实现营业收入3.92亿元，同比增长61.82%，主要系新增土地转让收入所致。

分业务板块来看，2021年公司未确认工程建设收入，主要系原重点推进基础设施建设项目基本竣工所致，该业务未来收入规模存在一定不确定性；2021年房地产开发业务收入同比下滑27.70%，主要系可售项目销去化不佳所致；原负责建材贸易业务的子公司锦源实业被划出，公司未来不再产生建材收入；受疫情影响，公司房产出租率下滑并减免商户部分租金，致使当年租赁收入降至442.11万元；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，随着河东旧城棚改征拆完毕，未来拆迁收入存在一定不确定性。土地转让收入系2021年新增收入，但该业务收入可持续性存在较大不确定性。

毛利率方面，2021年公司毛利率下滑10.86个百分点至6.70%，主要系毛利率较高的工程建设业务未确认收入及毛利率较低的土地转让收入规模较大所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年			2020 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
主营业务						
工程建设	-	-	-	5,651.43	14.17%	23.35%
房地产开发	893.05	7.51%	2.28%	1,235.21	7.84%	5.10%
建材收入	325.84	8.61%	0.83%	8,603.89	0.92%	35.55%
小计	1,218.89	7.80%	3.11%	15,490.53	6.30%	64.01%
其他业务						
拆迁收入	-	-	-	7,664.47	29.72%	31.67%
房产租赁	442.11	100.00%	1.13%	797.79	100.00%	3.30%
土地转让收入	37,496.92	5.84%	95.74%	-	-	-
其他收入	6.02	-1754.82%	0.02%	248.85	79.04%	1.03%
小计	37,945.06	6.66%	96.89%	8,711.11	37.56%	35.99%
合计	39,163.95	6.70%	100.00%	24,201.64	17.56%	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司已签订代建协议的基础设施项目主要系道路、路网等公益性项目，受政策和区域财政资金安

排影响，未来工程施工收入实现存在一定不确定性；目前公司在建项目仍较多，面临较大的资金压力；募投项目进度不达预期，能否按时、足额的实现预期收入存在不确定性

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”），梧州市人民政府将长洲岛房屋迁改疏工程、南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程、新兴二路至红岭2号路连接线道路工程、桂江六桥工程、道路交通提升工程-军分区、游泳馆工程及南岸片区路网工程七个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旧城棚户区改造（一期）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，其中，2021年市政园林局应支付购买资金8,835万元，实际通过城发集团拨付资金2,800.00万元，实际支付金额未达预期。

2021年公司未确认工程施工收入，主要系原重点推进的基础设施项目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）已基本竣工所致。

表7 河东旧城棚户区改造（一期）项目购买服务资金年度支付计划（单位：万元）

年度	购买服务资金金额	年度	购买服务资金金额
第1年	7,258	第14年	7,125
第2年	7,258	第15年	6,881
第3年	7,258	第16年	6,637
第4年	9,568	第17年	6,393
第5年	9,324	第18年	6,263
第6年	9,079	第19年	6,012
第7年	8,835	第20年	5,761
第8年	8,591	第21年	5,510
第9年	8,347	第22年	5,259
第10年	8,102	第23年	5,008
第11年	7,858	第24年	4,757
第12年	7,614	第25年	4,508
第13年	7,370	合计	176,576

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资75.29亿元，累计已投资28.93亿元，其中，已签订代建协议的主要在建项目计划总投资44.00亿元，已投资12.90亿元。但需要关注的是，公司目前已签订代建协议的基础设施项目主要系道路、路网等公益性项目，受政策和区域财政资金安排影响，目前公益性



基础设施建设项目多处于缓建状态，未来工程施工收入存在一定不确定性。

截至2021年末，公司募投项目仍尚未正式开工，公司已使用募集资金9.27亿元，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，公司按照发改办财金[2015]3127号文，将剩余4.97亿元用于暂时补充运营资金。募投项目建设进度较原定计划滞后原因主要为南岸高旺片区的控制性规划仍在修改中，正式开工时间尚不明确，建设进度不及预期；入廊使用费和管廊维护费作为该项目重要收入来源，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，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、足额的实现预期收入存在不确定性。

表8 截至 2021 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订 代建协议
代建项目	南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程	3.36	0.07	3.29	是
	新兴二路至红岭2号路连接线道路工程	2.91	0.08	2.83	是
	桂江六桥工程	7.00	0.00	7.00	是
	游泳馆工程	3.20	1.20	2.00	是
	南岸片区路网工程	9.87	2.22	7.65	是
	毅德商贸物流城	3.00	2.16	0.84	否
	梧州市西江四桥工程	10.52	8.93	1.59	否
	梧州市体育中心工程	3.55	2.89	0.66	否
	河东旧城棚改一期	17.66	9.33	8.33	是
	小计	61.07	26.88	34.19	
自营项目	梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目*	12.01	0.50	11.51	-
	政府地下停车场	2.21	2.05	0.16	-
	小计	14.22	2.05	11.67	
	合计	75.29	28.93	45.86	-

注：“*”为募投项目
资料来源：公司提供

公司在建保障性住房项目具备一定的规模，未来保障房对外销售可形成一定的收入，但部分项目投资规模较大且去化率偏低，未来需关注其资金压力和销售状况

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、翰林学府、凤凰台等商品房项目，2021年公司实现房地产收入893.05万元，主要系富民小区销售收入。整体来看，目前主要在售房地产项目翰林学府及富民小区去化进度一般，截至2021年末，翰林学府销售进度分别为18.27%，主要系该项目于去年年底开盘销售所致；富民小区销售进度57.91%，主要系该项目地理位置不佳，周边配套措施尚不健全所致。毛利率方面，2021年公司房地产开发业务毛利率变动不大，为7.51%。

表9 公司房地产开发项目情况（单位：万元、平方米）



项目名称	2021 年确认收入	总可售面积	已销售面积	销售进度
翰林学府	-	41,942.64	7,663.15	18.27%
富民小区	796.72	45,997.80	26,635.06	57.91%
合计	796.72	87,940.44	34,298.21	39.00%

注：公司提供房地产销售收入明细均为不含税收入，因此合计数和营业收入明细中存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司主要在建保障性住房项目较多，总建筑面积为74.52万平方米，主要由棚改专项债资金及国家开发银行广西分行授信棚户区改造专项债券配套融资作为建设资金，为确保棚改安置房建设顺利实施，锁定市场化贷款资金还款来源和国家开发银行专项债配套融资的还款来源，梧州市住房和城乡建设局于2021年9月出台《梧州市两龙片区、长洲岛（一期）、南岸高旺片区棚户区改造项目定向购买安置房实施方案（试行）》，明确由城区政府指定的征收实施单位与被征收人签署委托书，委托征收实施单位代表被征收人将应补偿给被征收人的房屋征收补偿资金转化为用于安置被征收人的房屋建筑面积，安置的房屋通过定向购买梧州市城建投资发展集团有限公司¹（以下简称“梧州城投集团”）的安置房取得，梧州城投集团将安置房定向销售给被征收人。目前，公司棚户区改造项目尚在建设中，需持续关注项目进度及安置情况。

截至2021年末，公司存货中尚有房地产开发成本及开发产品22.15亿元，主要在建保障房总投资规模达65.52亿元，尚需投资37.84亿元。公司在建保障性住房项目具备一定的规模，未来保障房对外销售可形成一定的收入，但部分项目投资规模较大，未来需关注其资金压力和销售状况。

表10 截至 2021 年末公司主要在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	尚需投资	实现盈利方式
梧州市两龙片区棚户区改造项目安置区	19.57	30.36	9.69	20.67	销售
梧州市长洲岛棚户区改造（一期）项目安置区	24.74	15.09	8.16	6.93	销售
梧州市南岸高旺片区棚户区改造项目安置区	30.21	20.07	9.83	10.24	销售
合计	74.52	65.52	27.68	37.84	-

注：梧州市两龙片区棚户区改造项目安置区在“在建工程”中列示；梧州市长洲岛棚户区改造（一期）项目安置区、梧州市南岸高旺片区棚户区改造项目安置区在“存货”中列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地转让收入有效补充了公司的营业收入规模，但收入可持续性存在较大不确定性

土地转让收入系2021年新增业务收入，主要系根据梧州市国土资源储备中心出具的《收回国有建设用地使用权经济补偿合同》（梧土储字【2018】28号），因梧州市城市规划建设需要，梧州市国土资源储备中心收回子公司广西梧州金鼎实业有限公司所持有的位于奥奇丽路1号及1号东共24,831.31平方米国有建设用地使用权，随着两宗土地挂牌出让，2021年公司实现土地转让收入3.75亿元，因该业务收

¹ 梧州市城建投资发展集团有限公司系公司控股公司，通过梧州东泰间接持有公司 100%股权。



入实现取决于收储土地出让情况，收入可持续性存在较大不确定性。

公司获得外部支持力度较大

2021年，梧州市财政局向公司拨付财政补贴0.79亿元，分别计入其他收益及营业外收入，有效提升了利润水平。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围减少子公司2家，年末纳入合并范围的子公司共2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

随着工程项目及房地产项目持续推进，2021年末公司资产总额增至104.83亿元，同比增长1.86%。从资产结构上看，公司资金以流动资产为主，2021年末占比为80.01%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.69	3.52%	5.09	4.95%
其他应收款	26.37	25.15%	27.57	26.79%
存货	52.00	49.60%	46.37	45.05%
流动资产合计	83.88	80.01%	80.29	78.02%
投资性房地产	5.37	5.12%	8.32	8.09%
在建工程	14.57	13.90%	13.05	12.68%
非流动资产合计	20.95	19.99%	22.62	21.98%
资产总计	104.83	100.00%	102.91	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受公司偿还到期债务较多影响，2021年公司货币资金规模同比下滑27.54%，均为银行存款，无受限款项。

公司其他应收款主要系与关联单位往来款，2021年末其他应收款同比下滑4.37%，前五名欠款方占比83.38%，具体明细如下表所示，均为关联公司。考虑到应收对象主要为区域内国有企业，回收风险可



控，但回款时间存在一定不确定性，一定程度上影响公司资金利用效率，提升资金使用成本。

表12 截至 2021 年末其他应收款余额（单位：亿元）

公司名称	公司性质	期末余额	占其他应收款总额的比例	款项性质
梧州城投集团	关联企业	13.30	50.44%	往来款
梧州市城建资产管理集团有限公司	关联企业	3.00	11.39%	往来款
梧州市安建投资发展有限公司	关联企业	2.56	9.71%	往来款
梧州市城安建设工程集团有限公司	关联企业	1.63	6.17%	往来款
梧州市第一建筑安装工程有限公司	关联企业	1.50	5.68%	往来款
合计	-	21.99	83.38%	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

存货主要由拟开发土地、开发成本、开发产品及工程施工构成，2021年末账面价值分别为5.13亿元、20.97亿元、1.18亿元和24.71亿元。拟开发土地主要系公司持有的拟用于房地产开发项目的土地，2021年末同比下滑40.34%，主要系根据梧州市国土资源储备中心《收储国有建设用地经济补偿合同》（梧土储字【2020】9号），南岸片区原第八地质队南侧地块被收储所致，截至2021年末，公司持有土地6宗，均为出让用地，其中，两宗账面价值合计1.85亿元的土地权证尚在办理中；开发产品及开发成本分别为竣工或尚在开发中的棚户区改造项目及房地产开发项目；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。随着棚户区改造项目及工程施工项目持续推进的影响，2021年末公司存货账面价值同比增长12.14%至52.00亿元。

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，2021年末公司投资性房地产规模同比下滑35.48%，主要系公司所持有的位于奥奇丽路1号及1号东共24,831.31平方米国有建设用地土地使用权被收储所致。

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，随着工程推进，2021年末账面价值同比增长11.66%。

收入质量与盈利能力

政府补助有效提升了公司利润水平

2021年公司实现营业收入3.92亿元，同比增长61.82%，主要系新增土地转让收入所致。截至2021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，但基础设施建设项目以道路工程等公益性项目为主，受政策和区域财政资金安排影响大，未来收入规模存在一定不确定性；公司棚户区改造项目及房地产开发项目规模较大，随着项目陆续完工，未来房地产开发收入具有一定可持续性；土地出让收入取决于收储土地的出让情况，未来不确定性较大。毛利率方面，受收入结构变化影响，2021年公司毛利率下滑10.86个百分点至6.70%。

利润方面，2021年公司实现利润总额0.49亿元，同比大幅下滑，主要系收入结构变化及政府补助下滑所致；2021年公司取得政府补助0.79亿元，分别计入其他收益及营业外收入，占同期利润总额的162.65%，有效提升了利润水平。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	107.64%	100.56%
营业收入	3.92	2.42
营业利润	0.49	1.44
其他收益	0.78	1.53
利润总额	0.49	1.45
销售毛利率	6.70%	17.56%

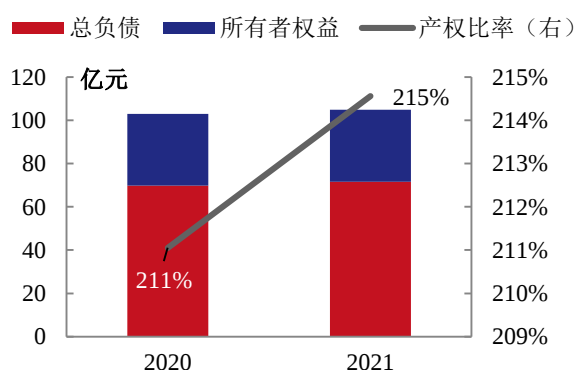
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增加，偿债压力较大

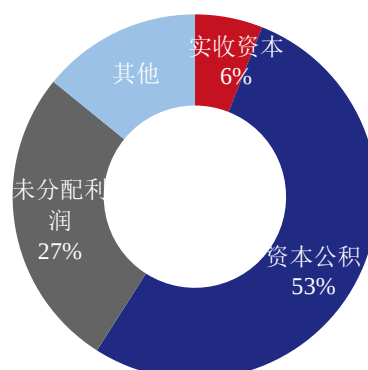
随着工程建设项目不断推进及到期需债务较多，公司融资规模扩大，截至2021年末，负债总额达71.50亿元，同比增长2.40%；得益于公司利润累积，2021年末公司所有者权益略增长0.73%。综合影响下，2021年末公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的覆盖程度较低。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

其他应付款主要为公司与股东梧州东泰等国有企业的往来款项，2021年末规模同比有所降低。

2021年末公司长期借款同比增长39.81%至16.96亿元，以质押借款和保证借款为主，分别为7.74亿元和9.10亿元；主要系公司及子公司广西梧州金鼎实业有限公司从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取得的借款。

公司应付债券包括“18梧州01”、“19梧州01”及梧州市建成区公共地下停车场专项债券，2021年

账面余额分别为4.50亿元、4.50亿元和1.00亿元，债券明细如下表所示，其中，“18梧州城投债01”将于2022年11月提前偿还部分本金，涉及行权金额0.86亿元。

表14 公司主要债券明细（单位：亿元）

指标名称	发行金额	票面利率	发行日期	债券期限	特殊条款	最近行权日	行权金额
18 梧州城投债 01	5.00	7.95%	2018.11	10 年	债券提前偿还	2022-11-28	0.86
19 梧州城投债 01	4.50	7.90%	2019.03	10 年	债券提前偿还	2023-03-26	0.77
合计	9.50	-	-	-	-	-	-

注：行权金额包括本期提前偿还本金部分及应付利息。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

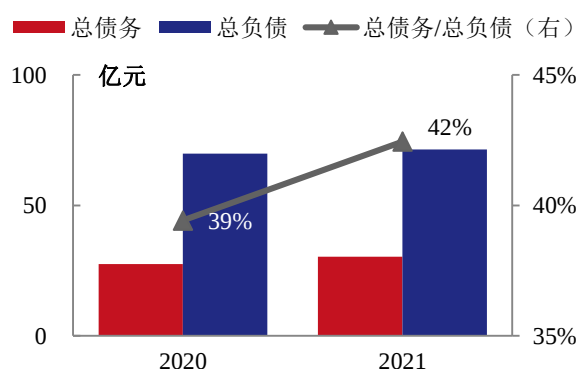
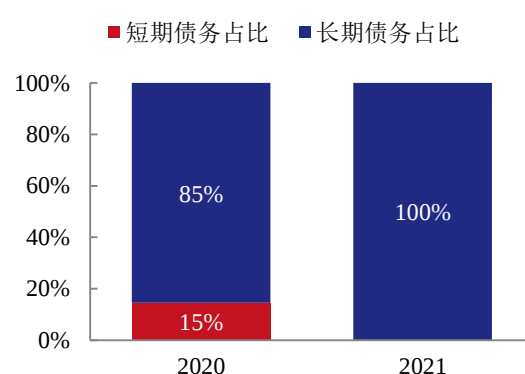
2021年末公司长期应付款同比增长8.89%，主要系新增了融资租赁款所致。截至2021年末，公司长期应付款为39.80亿元，其中，专项应付款16.56亿元，长期应付款23.24亿元；公司主要长期应付款包括：梧州粤桂合作特别试验区基金一号投资中心（有限合伙）向公司的投资款，目前投资协议仍未确定，暂放在长期应付款科目，账面余额15.50亿元；梧州市人民政府国有资产监督管理委员会委托国发基金对子公司金鼎实业增资款，2021年末账面余额0.90亿元，金鼎公司在合同约定的时间向国开基金偿还上述增资款，国开基金在投资期间有权向金鼎公司收取投资收益，收益率最高不超过年化1.20%，由于该增资实质为“明股实债”仍计入长期应付款科目核算；融资租赁款账面余额2.50亿元，分别系公司从中交融资租赁有限公司及江苏融资租赁股份有限公司取得的借款，分别为1.35亿元和1.15亿元；专项债资金4.35亿元，主要系公司获得的棚户区改造项目专项债资金。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	4.00	5.73%
其他应付款	3.07	4.29%	5.81	8.33%
流动负债合计	10.52	15.07%	10.52	15.07%
长期借款	16.96	23.72%	12.13	17.37%
应付债券	10.00	13.99%	10.50	15.04%
长期应付款	39.80	55.66%	36.55	52.34%
非流动负债合计	66.88	93.54%	59.30	84.93%
负债合计	71.50	100.00%	69.83	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

由于新增融资较多，截至2021年末，公司总债务30.35亿元，同比增长10.25%，占公司负债的比重增加至42.45%，主要系公司当期新增较多银行借款及两笔融资租赁款所致。债务结构方面，随着公司短期借款偿还完毕及新增借款均为长期借款，2021年末长期债务占比为100.00%。融资渠道方面，公司融资仍以银行借款及债券为主，占比分别为54.09%及31.89%，非标借款融资占比为7.95%。

图4 公司债务占负债比重

图5 公司长短期债务结构


注：因公司获得的专项债资金期限较长且融资成本较低，该部分资金未纳入总债务核算。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率略上升至68.21%；随着公司短期借款偿还完毕且新增融资以长期借款为主，公司暂无短期债务，但“18梧州城投债01”将于2022年11月提前偿还部分本金，涉及行权金额0.86亿元；受利息支出增加影响，公司当年EBITDA利息保障倍数降至0.53，偿债能力指标趋弱，未来偿债压力加大。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	68.21%	67.85%
现金短期债务比	-	1.27
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.23

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月1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。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额13.40亿元，占同期末所有者权益的40.21%，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17 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保余额	企业性质	起止日期	是否设置反担保
-------	------	------	------	------	---------



梧州市第十七中学	19,000.00	19,000.00	事业单位	2020.10-2040.10	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	10,000.00	3,408.32	国有企业	2021.1-2022.1	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	80,000.00	2,726.65	国有企业	2021.2-2022.2	否
梧州市东泰国有资产经营有限公司	45,000.00	40,000.00	国有企业	2019.8-2029.8	否
梧州江滨国际大酒店有限公司	12,500.00	8,587.12	国有企业	2021.2-2024.2	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	4,800.00	3,859.94	国有企业	2021.7-2024.7	否
梧州市城建公共交通有限公司	10,000.00	6,954.47	国有企业	2021.4.-2024.4	否
梧州市城建公共交通有限公司	6,666.00	5,344.40	国有企业	2021.1-2024.1	否
梧州市城建公共交通有限公司	9,900.00	7,999.12	国有企业	2021.6-2024.6	否
梧州市城建公共交通有限公司	10,000.00	10,000.00	国有企业	2021.3-2022.4	否
梧州珍宝巴士有限公司	3,800.00	2,111.11	国有企业	2020.10-2023.10	否
梧州珍宝巴士有限公司	10,000.00	6,666.66	国有企业	2021.1-2024.1	否
梧州市第一建筑安装工程有限公司	3,000.00	3,000.00	国有企业	2021.7-2022.7	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	7,700.00	6,954.47	国有企业	2021.9-2024.9	否
梧州市城建公共交通有限公司	7,400.00	7,400.00	国有企业	2021.12-2024.12	否
合计	239,766.00	134,012.26	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

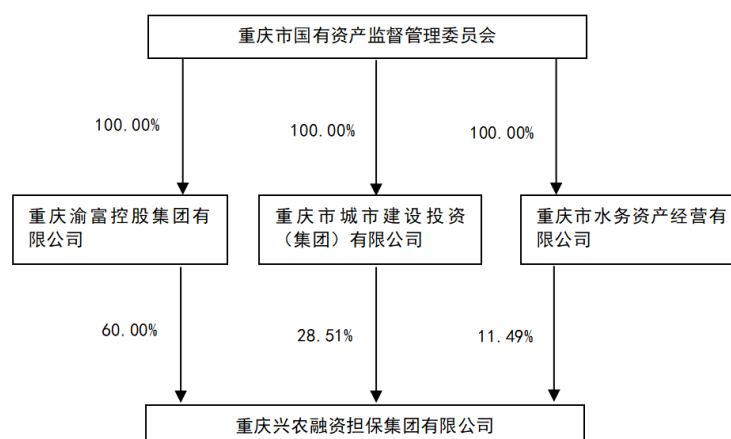
得益于毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设，固定资产投资成为拉动经济增长的主要动力，工业生产实现较快发展，近年梧州市经济保持较快增长。公司系梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要承担梧州市范围内工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务。虽然部分项目建设进度不及逾期，且持续的项目建设对资金需求较大，公司偿债能力指标趋弱，但公司本部主要在建保障性住房项目较多，收入较有保障，作为梧州市主要的发债平台之一，公司在业务、资金方面持有获得梧州市较大力度支持，具备较强的抗风险能力。

九、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

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。历经数次增资及股权变更，截至2021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（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图6 截至2021年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

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。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

表18 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	9.21	70.12%	8.89	76.14%	7.96	76.16%
利息收入	2.55	19.38%	2.33	19.93%	1.76	16.78%
其他收入	1.38	10.49%	0.46	3.92%	0.74	7.06%
合计	13.13	100.00%	11.68	100.00%	10.46	100.00%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

表19 兴农担保母公司业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
其中：直接融资担保余额	771.33	809.00	690.12
间接融资担保余额	84.98	92.07	87.88
非融资性担保余额	36.19	16.40	9.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当期代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09



累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%

注：以上担保业务数据均不含交通担保；
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金



和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

表20 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	13.13	11.68	10.45
其中：已赚担保费	9.87	7.52	-
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
营业支出	10.66	7.08	7.51
其中：提取担保赔偿准备金	4.12	3.72	4.68
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02
利润总额	2.49	3.66	3.06
净利润	2.07	3.11	2.57
净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定，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。

十、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 梧州城投债01/PR梧州01”、“19 梧州城投债 01/PR19梧州”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）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	3.69	5.09	5.74
其他应收款	26.37	27.57	17.85
存货	52.00	46.37	34.07
流动资产合计	83.88	80.29	71.09
在建工程	14.57	13.05	8.09
非流动资产合计	20.95	22.62	17.70
资产总计	104.83	102.91	88.79
短期借款	0.00	4.00	1.63
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4.62	10.52	10.35
长期借款	16.96	12.13	10.59
应付债券	10.00	10.50	10.50
长期应付款	39.80	36.55	28.75
非流动负债合计	66.88	59.30	49.96
负债合计	71.50	69.83	60.31
总债务	30.35	27.53	23.71
营业收入	3.92	2.42	5.65
所有者权益	33.33	33.09	28.48
营业利润	0.49	1.44	1.98
其他收益	0.78	1.53	1.56
利润总额	0.49	1.45	1.99
经营活动产生的现金流量净额	-1.73	-1.58	-13.42
投资活动产生的现金流量净额	-0.64	-8.91	-17.60
筹资活动产生的现金流量净额	1.63	9.84	23.68
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	6.70%	17.56%	15.34%
收现比	107.64%	100.56%	90.99%
资产负债率	68.21%	67.85%	67.92%
现金短期债务比	-	1.27	3.53
EBITDA（亿元）	0.88	2.08	2.37
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.23	2.11

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



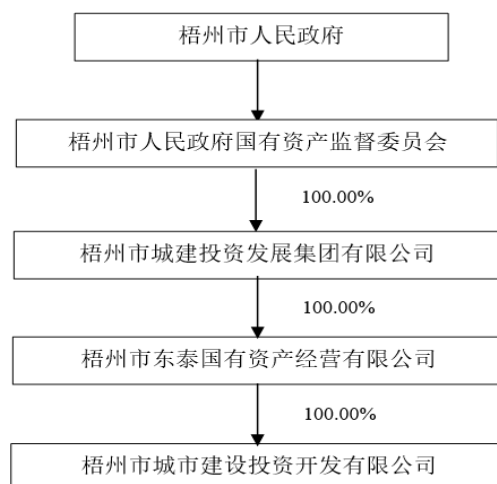
附录二 兴农担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	41.58	31.62	57.75
应收账款	0.00	11.84	10.70
应收代偿款	10.14	0.00	0.00
交易性金融资产	20.68	0.00	0.00
债权投资	7.29	0.00	0.00
委托贷款	5.65	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	3.15	7.37
持有至到期投资	0.00	9.23	5.88
总资产	183.04	207.43	211.42
担保赔偿准备	22.60	18.60	13.59
未到期责任准备	4.35	5.02	3.57
总负债	88.49	105.38	113.58
实收资本	58.00	58.00	52.20
一般风险准备	1.08	0.77	0.55
未分配利润	2.86	3.29	2.20
所有者权益合计	94.54	102.05	97.84
营业总收入	13.13	11.68	10.45
担保业务收入	9.21	8.89	7.96
利息收入	2.55	2.33	1.76
投资收益	0.36	0.44	0.26
业务及管理费	1.83	1.53	1.97
营业利润	2.47	3.72	3.02
利润总额	2.49	3.66	3.06
净利润	2.07	3.11	2.57
经营和财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
期末在保余额	892.51	917.46	787.92
当期发生担保金额	142.26	227.48	354.55
当期解除担保金额	167.22	147.16	41.26
融资担保责任余额	554.11	520.97	519.14
当期代偿金额	4.78	1.08	3.58
当期回收金额	3.21	0.95	-
累计担保代偿额	15.95	11.17	10.09
累计代偿回收额	11.79	8.78	7.35
当期担保代偿率	2.86%	0.73%	8.68%
累计担保代偿率	2.59%	2.49%	2.88%
累计代偿回收率	73.93%	78.63%	72.87%
净资产收益率	2.11%	3.11%	2.62%

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理



附录三 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
广西梧州金鼎实业有限公司	100.00%	房地产开发、国有直管公房的租赁经营等
梧州市金日房地产开发有限公司	55.00%	房地产开发经营

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开信息，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。