

2015 年桂林市经济建设投资总公司

**企业债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【523】号 01

债券简称：15 桂林债/
PR 桂经投

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：
2022 年 4 月 22 日

债券偿还方式：
每年付息一次，在债券
存续期的第 3-7 年末每
年偿还债券本金的 20%

分析师

姓名：
邵宇鸿 林心平

电话：
0755-8287 3966

邮箱：
gaoyh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2015 年桂林市经济建设投资总公司企业债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 15 日	2017 年 6 月 8 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对桂林市经济建设投资总公司（以下简称“桂林经投”或“公司”）及其 2015 年 4 月 22 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础；公司收入来源较为多元化，综合盈利能力较好，获得的外部支持力度较大。同时我们也关注到，2017 年漓江景区门票分成收入持续下滑，公司在建项目面临一定的资金压力，资产流动性较弱，存在一定的偿债压力和或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年桂林市实现地区生产总值 2,045.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.9%，全市实现公共财政收入 144.16 亿元，为公司发展提供了良好基础。
- 公司收入来源较为多元化，盈利能力较好。2017 年公司实现营业收入 87,907.23 万元，主要来源于公租房授权经营、自来水销售、工程施工、排水污水处理以及漓江景区门票分成等，收入来源较为多元化；2017 年公司综合毛利率为 49.71%，综合盈利能力较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。作为桂林市重要的市政基础设施投资运营主体和建设开发经营实体，政府对公司的支持力度较大，2017 年公司收到基建财政拨款 58.36 亿元，其中 53.67 亿元用于偿还借款本息，4.69 亿元用于工程项目建设。

关注：

- **漓江景区门票分成收入持续下滑。**2017 年公司所获得的漓江景区门票收入分成比重下降至 17.30%，该业务收入同比下降 27.01%至 7,216.21 万元；桂林市财政局对公司门票分成进行调整未出具文件，未来门票分成收入仍存在不确定性。
- **面临一定的资金支出压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目至少尚需投入资金 22.45 亿元，面临一定的资金支出压力。
- **资产流动性偏弱。**公司资产以投资性房地产、在建工程等非流动资产为主，且 2017 年末使用权受限的资产价值合计为 56.34 亿元，占总资产的 17.85%；2017 年末公司其他应收款账面价值为 53.87 亿元，主要债务人为桂林市棚户区业主，回收时间存在不确定性，对公司资金形成占用。
- **存在一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息负债规模为 90.28 亿元，同比减少 29.06%，占总负债的比重为 50.82%，面临一定的债务偿还压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额合计为 5.95 亿元，占期末净资产的比重为 4.31%，对外担保未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,156,141.40	3,277,357.80	3,065,479.91
所有者权益（万元）	1,379,671.59	1,356,907.07	1,334,262.09
有息债务（万元）	902,756.38	1,272,600.88	1,506,049.58
资产负债率	56.29%	58.60%	56.47%
流动比率	2.52	2.53	1.74
营业收入（万元）	87,907.23	93,092.31	87,762.37
其他收益（万元）	3,099.16	0.00	0.00
营业外收入（万元）	499.72	1,315.52	2,631.17
利润总额（万元）	27,730.87	28,723.07	27,646.16
综合毛利率	49.71%	52.59%	52.73%
EBITDA（万元）	55,888.23	59,328.81	57,341.52
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.87	2.31
经营活动现金流净额（万元）	45,142.48	36,479.62	58,134.05

注：公司 2016 年审计报告对期初数据进行调整，报告中 2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2015]417号文件批准，公司于2015年4月22日公开发行7年期10亿元企业债券，发行利率为5.60%。截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕，全部用于桂林市保障性住房（棚户区改造）建设项目（第一批）。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化，主营业务未发生重大变化。截至2018年3月末，公司实收资本为11.6275亿元，控股股东和实际控制人系桂林市人民政府国有资产监督管理委员会，持股比例为86%。根据桂林市人民政府市政函[2015]147号《关于中国农发重点建设基金有限公司入股桂林市经济建设投资总公司的批复》，中国农发重点建设基金有限公司向公司出资1.6275亿元，占股14%，投资期为15年，承诺固定年投资收益率为1.2%，投资本金由桂林市政府分三期等额回购，回购时间分别为2020年、2025年、2030年。公司注册资本增加至11.6275亿元，但截至本报告出具日尚未办理工商变更。

跟踪期内，公司合并财务报表范围未发生变化。截至2017年12月31日，纳入公司报表合并范围二级子公司情况共8家，具体明细见表1。

表 1 截至 2017 年末纳入公司合并范围的二级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	简称	实收资本	持股比例	业务性质
桂林中海基建投资有限公司	中海基建	10,685.66	100%	路桥收费
桂林中海交通发展有限公司	中海交通	8,380.60	100%	路桥收费
桂林市经投房地产有限公司	经投房地产	2,000.00	100%	房地产开发
桂林市普兰建设监理有限责任公司	普兰监理	50.00	100%	工程建设监理
桂林市自来水公司	自来水公司	9,762.05	100%	自来水生产及供应
桂林市排水有限公司	排水公司	12,830.00	100%	污水处理和市政管道施工
桂林市机场路管理有限公司	机场路公司	300.00	100%	机场路收费
桂林市奶牛场	奶牛场	93.80	100%	奶牛饲养

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为315.61亿元，所有者权益合计为137.97亿元，资产负债率为56.29%；2017年度，公司实现营业收入8.79亿元，利润总额2.77亿元，经营活动现金流净额4.51亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年桂林市经济总量进一步增加，但经济增速和固定资产投资增速均明显放缓

2017年桂林市实现地区生产总值2,045.18亿元，按可比价格计算，比上年增长3.9%，增速同比下降3.1个百分点。其中，第一产业增加值381.83亿元，增长4.3%；第二产业增加值791.94亿元，下降0.5%；第三产业增加值871.41亿元，增长8.5%。桂林市三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为18.7%、38.7%和42.6%，第三产业对经济增长的贡献率为85.0%，同比大幅提升。2017年桂林市人均地区生产总值为40,632元，是全国人均地区生产总值的68.11%，区域经济发展水平较低。

跟踪期内，桂林市工业经济明显回落，2017年实现全部工业增加值609.71亿元，按可比价计算下降1.3%，工业增加值占GDP的比重为29.8%，同比下滑7.4个百分点。桂林市全年规模以上工业主营业务收入1,740.20亿元，比上年下降5.6%；规模以上工业销售产值1,882.87亿元，增长0.2%；规模工业产品销售率为95.08%，与上年基本持平；规模以上工业企业盈亏相抵后的利润总额为108.23亿元。

2017年桂林市固定资产投资规模为2,234.24亿元，比上年增长4.8%，增速同比放缓11.2个百分点。其中，第一产业投资110.57亿元，增长67.2%；第二产业投资699.57亿元，下降6.8%；第三产业投资1,424.09亿元，增长8.3%。固定资产投资仍是推动桂林市经济增长的重要动力，但2017年整体增速明显放缓，其中工业投资低迷，第三产业投资是主要驱动力。

综合来看，跟踪期内桂林市经济保持增长，经济总量进一步增加，但经济增速及固定资产投资增速均明显放缓。

表 3 2016-2017 年桂林市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	2,045.18	3.9%	2,075.89	7.0%
第一产业增加值	381.83	4.3%	356.18	4.5%
第二产业增加值	791.94	-0.5%	939.48	6.5%
第三产业增加值	871.41	8.5%	780.23	8.8%
工业增加值	609.71	-1.3%	772.81	6.2%
固定资产投资	2,234.24	4.8%	2,131.62	16.0%
社会消费品零售总额	928.12	11.0%	836.46	11.2%
进出口总额	70.01	18.6%	59.02	3.9%
存款余额（本外币）	3,284.51	10.2%	2,979.80	14.3%
贷款余额（本外币）	2,149.77	15.4%	1,862.14	17.8%
人均 GDP（元）	40,632		41,639	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.11%		77.14%	

资料来源：2016-2017 年桂林市国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2017年桂林市地方综合财力对上级补助的依赖程度较高，公共财政自给率较低

2017年桂林市全市实现公共财政收入144.16亿元，同比略减少0.81%；其中税收收入占公共财政收入的比重为50.15%，较2016年提升1.56个百分点，桂林市公共财政收入的质量较为一般。作为少数民族自治区，上级补助收入是桂林市财政收入的重要来源，2017年桂林市全市上级补助收入规模为235.96亿元，同比增长7.35%，占地方综合财力的54.55%，地方综合财力对上级补助收入的依赖程度较高。其中，专项转移支付占上级补助收入的比重为36.37%，桂林市财政支配自由度受到一定的限制。

2017年桂林市全市政府性基金收入为52.45亿元，较2016年增长32.85%，由于政府性基金收入绝大部分为土地出让收入，受房地产市场景气度提升的影响，桂林市政府性基金收入规模有明显的提升。

2017年桂林市全市财政自给率为33.21%，较2016年减少3.21个百分点，公共财政收支缺口较大，财政自给率处于较低水平。

2017年桂林市本级实现公共财政收入97.02亿元，同比增长12.59%；其中税收收入占公共财政收入的比重为54.63%，占比较上年提升了6.69个百分点。2017年桂林市本级上级补助收入规模为27.85亿元，其中专项转移支付占比43.20%。2017年桂林市本级政府性基金收入规模为29.96亿元，较2016年增长36.37%。

表 4 2016-2017 年桂林市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	432.57	97.02	404.61	86.17
（一）公共财政收入	144.16	39.21	145.33	40.72
其中：税收收入	72.29	21.42	70.61	19.52
非税收入	71.87	17.79	74.72	21.20
（二）上级补助收入	235.96	27.85	219.80	23.48
其中：返还性收入	20.53	6.54	19.66	6.44
一般性转移支付收入	129.61	9.28	120.79	6.59
专项转移支付	85.82	12.03	79.35	10.45
（三）政府基金收入	52.45	29.96	39.48	21.97
财政支出	488.65	117.75	440.74	110.06
（一）公共财政支出	434.07	89.26	399.03	86.50
（二）政府基金支出	54.58	28.49	41.71	23.56
财政自给率	33.21%	43.93%	36.42%	47.08%

注：（1）地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；（2）地方财政支出=公共财政支出+政府基金支出+预算外财政专户支出；（3）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：桂林市财政局，鹏元整理

根据《关于桂林市全市与市本级2017年预算执行情况和2018年预算草案的报告》，2017年末桂林市全市地方债务余额376.92亿元，其中一般债务249.38亿元，专项债务127.54亿元，面临一定的债务压力。综合来看，2017年桂林市公共财政收入略有下滑，地方综合财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政支配自由度受到一定限制，且公共财政自给率处于较低水平。

四、经营与竞争

公司是桂林市重要的国有资产经营主体和城市基础设施建设运营主体，2017年实现主营业务收入87,302.56万元，同比下降5.01%。公司主营业务收入主要来源于公租房授权经营收入、自来水销售收入、自来水工程施工收入、排水污水处理收入以及漓江景区门票分成收入等，2017年上述业务收入占主营业务收入的比重分别为25.81%、25.44%、17.28%、15.48%和8.27%，收入来源较为多元化。毛利率方面，2017年公司主营业务毛利率为49.71%，同比下滑2.31个百分点，但整体盈利水平仍较好。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
公租房授权经营收入	22,536.80	62.14%	22,536.80	56.38%
自来水销售	22,211.87	42.07%	20,939.93	47.98%
自来水工程施工收入	15,085.66	58.78%	19,294.96	55.23%
排水污水处理收入	13,510.98	-0.51%	12,248.81	5.65%
漓江景区门票分成收入	7,216.21	91.17%	9,886.69	93.56%
机场路通行费收入	4,827.77	81.21%	4,891.05	76.90%
排水工程施工收入	568.86	7.18%	959.75	8.67%
其他	1,344.41	52.71%	1,147.68	53.19%
合计	87,302.56	49.71%	91,905.67	52.02%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公租房授权经营收入规模及盈利能力表现稳定，是公司最大的收入来源，但其业务成长性不强

根据桂林市财政局文件《关于同意桂林市经济建设投资总公司将市直管公房授权市房地局经营管理的批复》（市财资函[2013]177号）、《关于同意桂林市经济建设投资总公司将市属房产授权市房地局经营管理的批复》（市财资函[2013]178号）以及公司与桂林市房产管理局（以下简称“房产局”）签订的《市直管公房授权经营管理协议》、《市所属房屋授权经营管理协议》，公司将政府注入的43.24万平方米市直管公房和10.06万平方米市所属房屋授权房产局进行经营管理；从2013年起，房产局就市直管公房及市所属房屋分别按照370元/年/平方米、650元/年/平方米向公司支付资产经营收益费，超出部分金额归属于房产局所有。

2017年公司实现公租房授权经营收入22,536.80万元，与上年一致。公司公租房授权经营业务的房产以住宅和商铺为主，成本按照折旧费进行确认，毛利率水平较高。整体来看，近年该业务表现稳定，盈利能力较好，占当期主营业务收入的比重为25.81%，系公司的第

一收入来源；但该业务并非市场化的出租，约定了固定的营业收入规模，业务成长性不强。

2017年公司自来水销售、自来水工程施工及污水处理业务具有区域垄断性，能为公司贡献稳定的现金流及收入

公司全资子公司自来水公司、排水公司分别承担桂林市区内的供水、污水处理任务，上述业务在桂林市具有垄断性。其中，自来水销售收入来源于自来水公司，污水处理收入来源于排水公司，管网、户表工程改造收入来源于自来水公司和排水公司的管道工程业务。

自来水公司供水范围东至尧山、轮胎厂地区，西至临桂县城，南至雁山，北接八里街，覆盖面积约60平方公里。随着桂林市经济发展及城市扩容，公司自来水用户逐年增加，实际售水量保持增长；2017年度，公司实际供水量为14,706万立方米，同比增长4.86%；实际售水量为12,518万立方米，同比增长6.78%；2017年平均水价为1.78元/立方米，与上年保持一致，实现自来水销售收入22,211.87万元，同比增长6.07%。

自来水公司城北水厂工程项目（二期）预计总投资88,846.00万元，截至2017年末已投资24,626.41万元，该项目分为水源工程和管道工程，管道工程正在建设中，水源工程已于2017年开工，城北水厂工程项目（二期）计划将于2019年投入使用。该项目主要为了满足城市扩容过程中居民对自来水需求的增长，预计该项目完工并投入使用后，自来水公司设计供水能力将有较大幅度的提高，未来公司自来水销售收入有望进一步增加。

表 6 2016-2017 年自来水公司主要经营数据

项目	2017 年	2016 年
设计供水能力（万立方/日）	44	44
实际供水量（万立方米）	14,706	14,025
实际售水量（万立方米）	12,518	11,723
平均单位水价（元/立方米）	1.78	1.78
自来水用户（户）	518,023	472,769

资料来源：公司提供

污水处理业务方面，排水公司是桂林市最大排水企业，拥有桂林市七里店污水处理厂、桂林市北冲污水处理厂、桂林市上窑污水处理厂、桂林市雁山污水处理厂以及桂林市临桂污水处理厂等5座污水处理厂。2017年公司实现排水污水处理收入13,510.98万元，同比增长10.30%；污水处理能力为15,275.25万吨/年，与上年持平；实际污水处理量为10,399.97万吨，较上年增加908.97万吨；污水集中处理率达到100%，污水处理量和集中率均有所提升。公司将地下管网折旧确认为污水处理业务成本，因此该业务成本较高；同时2017年固定资产维护及修理费用较高，该业务毛利率较上年减少6.16个百分点至-0.51%，盈利能力弱。

表 7 2016-2017 年排水公司主要经营数据

项目	2017 年	2016 年
实际污水处理量（万吨）	10,399.97	9,491.00
污水处理厂（座）	5	5
污水处理能力（万吨/年）	15,275.25	15,275.25
污水集中处理率	100%	97.22%
污水处理价格（元/吨）	1.38	1.32

资料来源：公司提供

公司自来水工程施工业务主要包括管网、户表工程的改造，属于自来水供应及污水处理的配套业务，2017年公司实现自来水工程施工收入15,085.66万元，同比减少21.82%，主要系2016年结转较多往前年度的工程施工项目所致；由于部分工程施工成本已在之前年度结转，成本只包括人工费、设计费等，因此毛利率水平较高，当年毛利率为58.78%，较上年提升了3.55个百分点。

表 8 公司自来水工程施工业务部分施工合同（单位：万元）

项目名称	合同金额	开工日期	预计完工日期	业主名称
新装一户一表安装工程	233.22	2017/11/9	2018/01/8	桂林市华信房地产开发有限责任公司
新装一户一表安装工程	189.54	2017/6/30	2017/08/20	桂林市龙光铂骏房地产开发有限公司
新装一户一表安装工程	102.96	2017/12/13	2018/02/12	桂林兴盛房地产开发有限责任公司
新装一户一表安装工程	168.22	2017/7/19	2017/9/10	桂林利森投资有限公司

资料来源：公司提供

整体而言，公司自来水销售、自来水工程施工及污水处理业务具有区域垄断性，随着桂林城市扩容以及相关供水及污水处理工程项目建设完工后投产，自来水销售及污水处理业务收入将有望实现稳定增长，为公司贡献稳定的现金流。

受财政调整分成政策的影响，2017 年公司漓江景区门票分成收入持续下滑；该业务盈利水平较好，是公司利润的重要来源，但收入规模易受到财政规划的影响

根据桂林市财政局市财非税函[2010]68 号《关于桂林市漓江游船票经营权划拨事宜的函》，自 2011 年开始，桂林市财政局将原桂林市漓江游览调度结算中心拥有的漓江游船票经营权划入公司。漓江游业务由桂林市漓江游览调度结算中心负责日常经营，桂林市漓江游览调度结算中心收取的门票收入在上缴政府规费、扣除其相应的成本费用后每年与公司对接结算，公司收入用于归还银行贷款本息。漓江游船票收入按照线路的长短、游船的类型、淡旺季、团体和散客的不同收费标准存在差异，2017 均价大致在 292 元/人次。

根据桂林漓江风景名胜区管理委员会 2015 年 8 月《关于进一步推进漓江“精华游”线路游船提档改造工作的通知》（漓管[2015]52 号），桂林市各游船企业须于 2016 年 12 月

31 日前完成所有游船的升级改造,在限期内没完成改造的游船不具备营运资格。2011-2015 年,公司门票分成均在漓江景区门票总收入的 36%以上,近两年来受漓江景区游船升级改造及财政规划的影响,桂林市财政局调整了公司的门票分成,2016-2017 年公司所获得的门票收入分成比重分别为 28.33%和 17.30%,同比分别降低了 8.62 和 11.03 个百分点。桂林市财政局对公司门票分成进行调整并未出具相关文件,未来门票分成存在不确定性。受门票分成调整的影响,2017 年公司实现漓江景区门票分成收入 7,216.21 万元,同比下滑 27.01%;该业务当年实现毛利率 91.17%,盈利水平较好,是公司利润的重要来源。

表 9 近年来漓江游船票经营数据(单位:人次、万元)

年份	游客人数	门票总收入	归属公司收入
2013 年	1,244,596	27,967.00	11,182.35
2014 年	1,354,882	29,930.00	11,239.53
2015 年	1,586,400	35,711.00	13,194.09
2016 年	1,401,524	34,900.94	9,886.69
2017 年	1,430,156	41,704.47	7,216.21

资料来源:公司提供

近年来桂林市旅游业保持较快发展,2017 年桂林市共接待国内外游客 8,232.79 万人次,增长 52.9%,实现旅游总消费 971.76 亿元,增长 52.5%。漓江景区作为桂林市重要的旅游景点之一,未来门票总收入有望增长,该业务盈利水平较好,是公司利润的重要来源。但公司门票分成收入易受到政府调整分成等政策因素的影响,该业务收入规模持续下滑,未来仍具有不确定性。

机场路通行费收入是公司收入的有益补充,短期内具有一定的可持续性

公司机场路通行费收入来源于子公司机场路公司。根据桂政函[2016]119 号《广西壮族自治区人民政府关于同意桂林机场路改扩建工程项目收取车辆通行费有关事项的批复》,同意公司承建的桂林机场路改扩建项目设置僚田收费站和机场口收费站 2 个匝道收费站,自 2016 年 8 月 1 日起收取车辆通行费,该项目收费期限暂定 4 年,自 2016 年 8 月 1 日至 2020 年 7 月 31 日止,桂林机场路改建项目车辆分类收费标准见表 11。随着车流量的增长,2017 年公司实现机场路通行费收入 4,827.77 万元,同比略有下滑,主要是收费较高的大车型流量有所减少所致。公司通行费收入短期内尚具有一定的可持续性,是公司收入来源的有益补充。

表 10 2015-2016 年公司机场高速公路经营情况

项目	2017 年	2016 年
车流量(辆次)	8,954,455	8,072,738
通行费收入(万元)	4,827.77	4,891.05

资料来源：公司提供

表 11 桂林机场路改扩建项目车辆分类收费标准

车型	车型分类及规格	次票标准（元/车·次）	月票标准（元/车·月）
一类	≤7 客车，≤2T 货车	10	600
二类	8 座-19 座客车，2T-5T（含 5T）货车	15	900
三类	20 座-39 座客车，5T-10T（含 10T）货车	20	1,200
四类	≥40 座客车，10T-15T（含 15T）货车,20 英寸集装箱车	25	1,500
五类	>15T 货车，40 英寸集装箱车	30	1,800

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司承担项目建设规模较大，面临一定的资金支出压力，但获得的外部支持力度较大

作为桂林市市政基础设施投资运营主体和建设开发经营实体，公司为桂林市的市政建设项目筹集了大量的建设资金，组织实施了思安江水库枢纽工程、西环三期改造工程、中隐路改造工程、中山路改造工程、万福路建设改造工程等，是桂林市政工程建设的主要力量。目前公司主要在建项目包括西二环工程、临苏路工程、南溪河工程、万福东路工程、西站东路工程等市政工程项目。截至 2017 年末，公司主要在建市政项目预计总投资规模为 91.79 亿元，已投入资金 68.72 亿元，剔除已投资超过预计总投资的项目，至少尚需投入资金 22.45 亿元，未来项目建设面临一定的资金支出压力。

公司市政项目主要运营模式为公司作为项目业主，承担项目融资任务，建设项目资金投入后形成公司账面资产；市财政局按照进度对公司进行拨款，相应承担还本付息的任务。2017 年公司收到基建财政拨款 58.36 亿元，其中 53.67 亿元用于偿还借款本息，4.69 亿元用于工程项目建设。

表 12 截至 2017 年末公司主要在建市政项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
西二环工程	226,193.00	288,626.18	-
临苏路工程	115,325.00	92,595.56	-
南溪河工程	70,935.17	71,295.91	-
万福东路工程	71,520.00	75,146.28	-
西站东路工程	53,077.46	39,290.22	13,787.24
西二环延长线工程	58,530.12	25,421.21	-
调整西二环延长线工程	57,190.47	32,315.67	8,000.00
会议中心	22,855.00	18.50	22,836.50
城北水厂工程项目（二期）	88,846.00	24,626.41	64,219.59
城北污水收集工程	12,075.97	5,657.71	6,418.26
漓江排污综合治理	46,626.43	20,775.21	25,851.22

桂林市环境综合治理工程	74,041.00	4,786.00	69,255.00
排水其他工程支出	20,710.16	6,622.09	14,088.07
合计	917,925.78	687,176.95	224,455.88

注：由于部分工程项目实际投资中资金缩减或暂停建设，尚需投资金额为公司根据实际情况进行测算；部分项目由于上年利息收入冲减已投资额，因此 2017 年末已投资额较 2016 年末略有减少。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2017 年度审计报告，报告采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并财务报表范围无变化。

资产结构与质量

2017年公司总资产规模有所下降，资产以市政基础设施项目为主，资产流动性偏弱

截至2017年末，公司总资产规模为315.61亿元，同比减少3.70%，资产规模有所下降。公司资产以投资性房地产、在建工程等非流动资产为主，2017年末非流动资产占总资产的比重为68.23%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	447,077.65	14.17%	489,682.61	14.94%
其他应收款	538,741.31	17.07%	514,182.89	15.69%
流动资产合计	1,002,773.01	31.77%	1,016,563.36	31.02%
可供出售金融资产	54,020.78	1.71%	54,020.78	1.65%
长期应收款	270,779.50	8.58%	168,478.18	5.14%
投资性房地产	436,848.81	13.84%	445,440.92	13.59%
固定资产	194,389.53	6.16%	443,558.63	13.53%
在建工程	740,141.47	23.45%	685,734.49	20.92%
无形资产	273,332.79	8.66%	279,477.82	8.53%
其他非流动资产	182,234.47	5.77%	182,234.47	5.56%
非流动资产合计	2,153,368.39	68.23%	2,260,794.44	68.98%
资产总计	3,156,141.40	100.00%	3,277,357.80	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2017年末，公司货币资

金余额为44.71亿元，其中其他货币资金10.00亿元系银行存款定期存单，其使用权受到限制，货币资金受限比例为22.37%。公司其他应收款账面价值为53.87亿元，同比增长4.78%，主要为应收棚户区建设工程款及其他往来款项，期末前五名债务人欠款合计为37.17亿元，占应收账款账面余额的68.99%，欠款较为集中；公司其他应收款规模较大且账龄偏长，回收时间存在不确定性，对公司资金形成占用。

表 14 截至 2017 年 12 月 31 日公司其他应收款前五名情况（单位：万元）

债务人名称	款项性质	账面余额
桂林市第一期棚户区业主	代拨棚户区款	210,470.65
桂林市叠彩基础建设开发有限公司	代拨棚户区款	131,997.46
桂林市秀峰区经济建设投资有限公司	代拨棚户区款	17,014.68
桂林市雁山城市建设投资有限公司	代拨棚户区款	7,244.32
桂林市临桂新区城市建设投资有限公司	代拨路网建设款	4,976.36
合计	-	371,703.47

资料来源：公司 2017 年审计报告

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。截至2017年末，公司可供出售金融资产54,020.78万元，均采用成本法计量，主要包括桂林银行股份有限公司25,570.78万元（公司持股比例为9.00%）和桂林航空旅游集团有限公司23,350.00万元（公司持股比例为9.34%）。截至2017年末，公司长期应收款账面价值27.08亿元，同比大幅增长60.72%，应收对象主要为桂林市各城区融资平台公司以及其他棚户区改造建设项目的实施业主，公司作为“统借统还”主体，各城区承担棚户区改造任务的实施主体作为实际用款人和还款人。公司投资性房地产主要为政府注入的房产，2017年末账面价值为43.68亿元，其中已用于抵押借款规模为43.53亿元，抵押比率高达99.65%。固定资产主要是公司作为业主投资形成的市政基础设施项目，期末固定资产净值为19.44亿元，同比大幅减少56.18%，主要系机场路改扩建工程项目根据桂林市财政局竣工财务决算批复已将资产交付给政府机构，相应冲减专项应付款-基建拨款；固定资产中2.81亿元已用于融资租赁借款抵押。2017年末，公司在建工程规模为74.01亿元，主要包括西二环工程、临苏路工程、万福东路工程等在建的市政基础设施项目。公司无形资产主要包括土地使用权和桂林大厦经营权，期末账面价值为27.33亿元。根据市财建函[2015]403号《关于将路桥资产转为公益性资产不计提折旧的批复》，子公司中海交通和中海基建账面路桥资产从2015年1月1日起全部转为公益性资产，转入其他非流动资产科目，2017年末其他非流动资产规模为18.22亿元，与上年持平。

表 15 截至 2017 年 12 月 31 日公司使用权受限资产情况

项目名称	期末账面价值（万元）	受限原因
------	------------	------

货币资金	100,000.00	用于质押借款
投资性房地产	435,309.20	用于抵押借款
固定资产	28,122.20	融资租赁借款
污水处理收费权	-	用于质押借款
合计	563,431.40	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

整体来看，2017年公司总资产规模有所下滑，且资产以投资性房地产、固定资产、在建工程等非流动资产为主，且使用权受限的资产价值合计为56.34亿元，占总资产的17.85%，应收款项对公司资金存在较大规模的占用，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

公司营业收入规模有所下滑，但毛利率较高，主业盈利能力好

公司营业收入主要来源于公租房授权经营收入、自来水销售收入、自来水工程施工收入、排水污水处理收入以及漓江景区门票分成收入等，收入来源较为多元化。2017年公司实现营业收入87,907.23万元，同比下降5.57%，主要系自来水工程施工收入和漓江景区门票分成收入下滑所致。

2017年公司实现投资收益2,038.05万元，系营业利润的有益补充。投资收益主要来源于持有桂林银行股份有限公司9.00%股权收到的现金分红。2017年公司实现其他收益3,099.16万元，主要为子公司自来水公司、排水公司财政补助资金和机场路递延收益摊销。毛利率方面，公司盈利水平较为稳定，2017年综合毛利率为49.71%，同比减少了2.88个百分点，但仍处于较高水平。

整体来看，公司营业收入规模有所下滑，但主要业务整体表现较为稳定，毛利率略有下降但仍处于较高水平。

表 16 公司主要盈利指标

项目	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	87,907.23	93,092.31
投资收益（万元）	2,038.05	1,673.30
其他收益（万元）	3,099.16	0.00
营业利润（万元）	27,846.40	27,922.10
营业外收入（万元）	499.72	1,315.52
利润总额（万元）	27,730.87	28,723.07
综合毛利率	49.71%	52.59%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业回款能力有所减弱，未来项目建设面临一定的资金支出压力

2017年公司收现比为0.83，同比有所下滑，主业回款情况有所减弱，但当年支付的往来款规模有所降低，实现经营活动现金净流入45,142.48万元，较上年增长23.75%。

公司投资活动现金流出主要系对市政基础设施、棚户区改造工程等项目的资金投入，投资活动现金流入主要为财政拨入的专款。2017年财政拨入专款规模较大，公司投资活动现金净流入为33.83亿元。截至2017年末，剔除项目已投资超过预计总投资的项目，公司主要在建市政基础设施项目至少尚需投入22.45亿元，后续公司投资活动资金需求量依然较大。

公司筹资活动主要为银行借贷、债券发行以及财政资金往来，2017年借款规模同比大幅下降，并偿还了较大规模的借款，筹资活动产生的现金流量净额为-40.06亿元。预计未来公司资金需求量仍较大，面临一定的资金支出压力。

表 17 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.83	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	73,146.79	87,020.95
收到的其他与经营活动有关的现金	30,074.67	30,910.25
经营活动现金流入小计	103,221.46	117,931.20
购买商品、接受劳务支付的现金	12,952.81	21,185.00
支付的其他与经营活动有关的现金	24,304.29	41,039.68
经营活动现金流出小计	58,078.98	81,451.58
经营活动产生的现金流量净额	45,142.48	36,479.62
投资活动产生的现金流量净额	338,328.77	-275,815.48
筹资活动产生的现金流量净额	-400,576.21	334,385.04
现金及现金等价物净增加额	-17,104.96	95,049.18

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下降，但整体规模仍较大，存在一定的偿债压力

截至2017年末，公司负债总额为177.65亿元，同比减少7.50%，负债规模有所下降。公司所有者权益增长主要来源于经营利润的积累，期末同比增长1.68%至137.97亿元。2017年末公司产权比率为128.76%，较上年下降了12.77个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,776,469.82	1,920,450.73
所有者权益	1,379,671.59	1,356,907.07
产权比率	128.76%	141.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款余额为110,837.44万元，包括质押借款105,337.44万元和信用借款5,500.00万元，其中质押借款的质押物为排水公司污水处理收费权和定期存单，借款利率在3.9%至5.0%之间。公司应付账款主要为工程尾款及工程质保金，随着工程逐步结算2017年末余额下降至9,493.17万元。公司其他应付款期末余额为17,382.29万元，同比减少31.19%，主要系归还部分应付财政款项所致。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债余额为243,530.25万元，包括一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，其中一年内到期的应付债券“12桂林债”已于2018年5月9日完成本金兑付，公司仍面临一定的短期偿债压力。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	110,837.44	6.24%	149,525.00	7.79%
应付账款	9,493.17	0.53%	21,755.65	1.13%
其他应付款	17,382.29	0.98%	25,262.22	1.32%
一年内到期的非流动负债	243,530.25	13.71%	187,582.86	9.77%
流动负债合计	397,235.05	22.36%	402,392.22	20.95%
长期借款	427,042.24	24.04%	723,892.80	37.69%
应付债券	80,000.00	4.50%	125,000.00	6.51%
长期应付款	345,867.45	19.47%	386,120.22	20.11%
专项应付款	526,219.96	29.62%	282,924.43	14.73%
非流动负债合计	1,379,234.77	77.64%	1,518,058.51	79.05%
负债合计	1,776,469.82	100.00%	1,920,450.73	100.00%
其中：有息债务	902,756.38	50.82%	1,272,600.88	66.27%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债中有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司债务期限结构较好，非流动负债2017年末占总负债的比重为77.64%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。截至2017年末，公司长期借款余额42.70亿元，同比大幅减少。其中质押借款余额11.07亿元，质押物包括排水公司污水处理收费

权、公司与桂林市财政局签订的《还款差额补足协议》下享有的全部权益和收益、公司与桂林市政府签订的路网工程建设项目委托代建协议项下享有的全部权益和收益、以及市政补助资金等；抵押借款余额33.78亿元，抵押物主要为公司房产。截至2017年末，公司应付债券系本期债券，期末余额8亿元。截至2017年末，公司长期应付款余额36.28亿元（包含一年内到期长期应付款1.70亿元），其中包括应付广西城建投资集团公司29.89亿元（公司作为“统借统还”主体，各城区承担棚户区改造任务的实施主体作为实际用款人和还款人），应付招银金融租赁股份有限公司0.81亿元、应付信银旅游城市基金5.02亿元以及应付广西桂林铁程交通投资有限公司（西二环）5,585.00万元（BT工程款）。公司专项应付款主要为政府项目配套资金，随着公司基建户及融资户拨款以及自来水公司和排水公司的基建财政拨款增加，期末专项应付款余额为52.62亿元，同比增长85.99%。

截至2017年末，公司有息负债规模为90.28亿元，同比减少29.06%，占总负债的比重为50.82%。公司有息债务规模同比有所减少，但规模较大，仍面临一定的债务偿还压力。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，公司2018年和2019年分别需偿还本金利息合计25.11亿元、29.16亿元。

表 20 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
本金	193,579.48	245,541.85	146,493.32	317,141.73
利息	57,479.85	46,074.28	33,993.71	128,319.40
合计	251,059.33	291,616.13	180,487.03	445,461.13

资料来源：公司提供

偿债指标方面，2017 年末公司资产负债率为 56.29%，较上年末下降 2.31 个百分点，但整体负债水平仍较高。短期偿债指标方面，2017 年公司流动比率和速动比率分别为 2.52 和 2.49，与上年基本持平。2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.64，现金生成能力对利息支付的保障程度有所减弱。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	56.29%	58.60%
流动比率	2.52	2.53
速动比率	2.49	2.50
EBITDA（万元）	55,888.23	59,328.81
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.87
有息债务/EBITDA	16.15	21.45

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额合计为5.95亿元，全部为对桂林市其他政府平台的担保，借款用途均为市政基础设施建设，担保期限均在10年以上。2017年末公司对外担保余额占净资产的比重为4.31%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 22 截至 2017 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	担保到期日	是否有反担保	借款用途
桂林市国有资产投资经营有限公司	9,900	2035.9.29	无	桂林机场航站楼及站坪配套设施扩建工程项目
桂林市国有资产投资经营有限公司	9,600	2027.12.29	无	桂林市城北水厂二期供水工程
桂林市交通投资控股集团有限公司	40,000	2038.3.28	无	国道 321 阳朔至桂林段扩建工程项目
合计	59,500	-	-	

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017年外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础；公司营业收入主要来源于公租房授权经营收入、自来水销售、漓江景区门票分成收入、管网和户表改造工程、污水处理业务等，收入来源较为多元化，且综合毛利率水平较高，主业盈利能力较好；作为桂林市重要的市政基础设施建设和投融资主体，公司获得的外部支持力度较大。

同时我们也关注到，公司漓江景区门票分成收入持续下滑；公司资产以投资性房地产、在建工程等非流动资产为主，资产流动性偏弱；其他应收款规模较大，回收时间存在不确定性；工程项目建设面临一定的资金支出压力；有息债务规模较大，存在一定的偿债压力；对外担保使公司面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	447,077.65	489,682.61	369,133.43
应收账款	2,326.86	851.56	459.92
预付款项	1,521.05	512.82	1,424.24
其他应收款	538,741.31	514,182.89	331,332.94
存货	13,065.65	10,284.07	9,768.47
其他流动资产	40.49	1,049.42	49.66
流动资产合计	1,002,773.01	1,016,563.36	712,168.67
可供出售金融资产	54,020.78	54,020.78	54,020.78
长期应收款	270,779.50	168,478.18	199,900.00
投资性房地产	436,848.81	445,440.92	454,431.12
固定资产净值	194,389.53	443,558.63	434,564.59
工程物资	1,398.99	1,698.09	1,697.25
在建工程	740,141.47	685,734.49	742,147.86
固定资产清理	0.00	2.35	0.00
无形资产	273,332.79	279,477.82	286,497.94
长期待摊费用	180.46	108.37	451.59
递延所得税资产	41.59	40.35	52.64
其他非流动资产	182,234.47	182,234.47	179,547.47
非流动资产合计	2,153,368.39	2,260,794.44	2,353,311.24
资产总计	3,156,141.40	3,277,357.80	3,065,479.91
短期借款	110,837.44	149,525.00	60,650.00
应付票据	0.00	0.00	100,000.00
应付账款	9,493.17	21,755.65	25,242.65
预收款项	7,078.50	8,033.49	15,753.15
应付职工薪酬	151.86	99.74	217.77
应交税费	1,989.02	1,944.80	2,574.70
应付利息	6,772.51	8,188.45	9,179.66
其他应付款	17,382.29	25,262.22	48,062.32
一年内到期的非流动负债	243,530.25	187,582.86	146,881.00
流动负债合计	397,235.05	402,392.22	408,561.24
长期借款	427,042.24	723,892.80	665,793.71
应付债券	80,000.00	125,000.00	250,000.00
长期应付款	345,867.45	386,120.22	288,309.87
专项应付款	526,219.96	282,924.43	118,553.00

递延收益	105.12	121.06	0.00
非流动负债合计	1,379,234.77	1,518,058.51	1,322,656.58
负债合计	1,776,469.82	1,920,450.73	1,731,217.82
实收资本	116,275.00	116,275.00	116,275.00
资本公积	1,035,584.77	1,035,584.77	1,035,550.08
盈余公积	19,767.91	17,771.79	15,559.74
未分配利润	207,706.41	187,005.46	166,652.31
归属于母公司所有者权益合计	1,379,334.10	1,356,637.02	1,334,037.12
少数股东权益	337.48	270.05	224.97
所有者权益合计	1,379,671.59	1,356,907.07	1,334,262.09
负债和所有者权益总计	3,156,141.40	3,277,357.80	3,065,479.91

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	87,907.23	93,092.31	87,762.37
减：营业成本	44,211.21	44,134.60	41,481.93
营业税金及附加	767.64	938.74	1,119.58
销售费用	3,420.30	3,081.80	3,073.55
管理费用	15,434.79	13,770.22	15,057.58
财务费用	1,355.82	4,961.94	3,719.34
资产减值损失	8.28	-43.79	-4.88
加：投资收益	2,038.05	1,673.30	1,792.05
其他收益	3,099.16	0.00	0.00
二、营业利润	27,846.40	27,922.10	25,107.31
加：营业外收入	499.72	1,315.52	2,631.17
减：营业外支出	615.25	514.55	92.33
三、利润总额	27,730.87	28,723.07	27,646.16
减：所得税	2,245.87	2,357.47	1,515.54
四、净利润	25,485.00	26,365.60	26,130.62
减：少数股东损益	67.44	45.08	15.32
五、归属于母公司所有者的净利润	25,417.56	26,320.52	26,115.31

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	73,146.79	87,020.95	87,739.80
收到其他与经营活动有关的现金	30,074.67	30,910.25	43,217.59
经营活动现金流入小计	103,221.46	117,931.20	130,957.39
购买商品、接受劳务支付的现金	12,952.81	21,185.00	16,771.94
支付给职工以及为职工支付的现金	15,832.35	13,083.14	14,462.50
支付的各项税费	4,989.53	6,143.76	3,157.71
支付其他与经营活动有关的现金	24,304.29	41,039.68	38,431.20
经营活动现金流出小计	58,078.98	81,451.58	72,823.34
经营活动产生的现金流量净额	45,142.48	36,479.62	58,134.05
收回投资收到的现金	1,000.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	1,999.41	1,673.30	1,792.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5.67	0.14	99.73
收到其他与投资活动有关的现金	546,655.17	278,392.91	283,949.05
投资活动现金流入小计	549,660.25	280,066.34	285,840.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	54,257.93	108,411.22	84,137.68
投资支付的现金	0.00	1,000.00	19,075.00
支付其他与投资活动有关的现金	157,073.55	446,470.60	493,641.37
投资活动现金流出小计	211,331.47	555,881.82	596,854.05
投资活动产生的现金流量净额	338,328.77	-275,815.48	-311,013.22
吸收投资收到的现金	0.00	166.00	16,615.00
取得借款收到的现金	183,352.48	623,302.02	330,205.74
发行债券收到的现金	0.00	0.00	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	44,378.48	378,490.57	144,132.78
筹资活动现金流入小计	227,730.96	1,001,958.59	590,953.52
偿还债务支付的现金	518,199.17	190,694.17	185,990.46
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	86,853.80	68,527.72	24,844.27
支付其他与筹资活动有关的现金	23,254.21	408,351.66	173,365.26
筹资活动现金流出小计	628,307.17	667,573.55	384,200.00
筹资活动产生的现金流量净额	-400,576.21	334,385.04	206,753.53
现金及现金等价物净增加额	-17,104.96	95,049.18	-46,125.64

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	25,485.00	26,365.60	26,130.62
加：资产减值准备	8.28	-43.79	-4.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	19,711.99	19,617.53	18,898.32
无形资产摊销	6,372.52	7,074.95	6,302.90
长期待摊费用摊销	44.39	21.74	47.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	5.50	-71.58
固定资产报废损失	70.76	22.21	6.15
财务费用	1,895.52	5,171.98	4,447.00
投资损失	-2,038.05	-1,673.30	-1,792.05
递延所得税资产减少	-1.25	12.30	2.00
存货的减少	-2,781.59	-515.64	-1,072.90
经营性应收项目的减少	-4,143.99	2,331.88	10,418.67
经营性应付项目的增加	518.91	-21,911.35	-5,186.25
其他	0.00	0.00	8.91
经营活动产生的现金流量净额	45,142.48	36,479.62	58,134.05

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	56.29%	58.60%	56.47%
流动比率	2.52	2.53	1.74
速动比率	2.49	2.50	1.72
综合毛利率	49.71%	52.59%	52.73%
总资产回报率	0.93%	1.03%	1.12%
EBITDA（万元）	55,888.23	59,328.81	57,341.52
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.87	2.31
收现比	0.83	0.93	1.00
产权比率	128.76%	141.53%	129.75%

注：2015 年财务数据均采用 2016 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债中有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务

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。