

2015 年桂林市经济建设投资总公司

企业债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：

2015年桂林市经济建设投资总公司企业债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【240】号01

债券简称：15桂林债/
PR 桂经投

债券剩余规模：6亿元

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%

本期债券信用等级
发行主体长期信用等级
评级展望
评级日期

本次跟踪评级结果

AA+

AA+

稳定

2019年6月18日

上次信用评级结果

AA+

AA+

稳定

2018年6月15日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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2019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桂林市经济增速提升，为公司发展提供了良好的外部环境；公司收入来源较为多元化，盈利能力较好；获得地方政府较大支持。同时我们也关注到，公司资产整体流动性偏弱；公司在建项目较多，未来面临较大的资金压力；以及存在一定的偿债压力和或有负债风险等风险因素。

正面：

- 桂林市经济增速提升，为公司发展提供了良好的外部环境。2018年桂林市地区生产总值按可比价格计算，比上年增长6.9%，增速同比上升3个百分点，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。2018年公司实现营业收入93,058.50万元，同比增长5.86%；主营业务收入来源于公租房授权经营、自来水销售、自来水工程施工、排水污水处理以及漓江景区门票分成等多个业务，收入来源较为多元化；2018年公司主营业务毛利率为45.11%，整体盈利能力较好。
- 公司获得外部支持力度较大。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，公司得到的外部支持力度较大；截至2018年末，公司资本公积达103.30亿元，主要为政府资产划拨和资本金注入；2018年公司获得日常经营相

分析师

姓名：
邵宇鸿 林心平

电话：
0755-8287 3966

邮箱：
gaoyh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

关的政府补助 3,113.48 万元，对公司利润水平形成一定提升。

关注：

- **资产流动性偏弱。**公司资产以各往来款、投资性房地产和在建工程等非流动资产为主，2018 年末非流动资产占比为 75.74%；2018 年末公司其他应收款和长期应收款账面价值分别为 49.98 亿元和 23.77 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。
- **面临较大的资金支出压力。**截至 2018 年底，公司主要在建市政项目至少尚需投入资金 40.09 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **存在一定的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 76.30 亿元，占总负债的比重为 57.23%；EBITDA 利息保障倍数为 0.88，处于较低水平，公司仍面临一定的债务偿还压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额合计为 9.74 亿元，占期末净资产的比重为 6.99%，对外担保均未设置反担保措施且担保期限较长，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,725,444.95	3,156,141.40	3,277,357.80
所有者权益	1,392,230.77	1,379,671.59	1,356,907.07
有息债务	762,986.60	902,756.38	1,272,600.88
资产负债率	48.92%	56.29%	58.60%
流动比率	2.98	2.52	2.53
营业收入	93,058.50	87,907.23	93,092.31
营业外收入	58.14	499.72	1,315.52
利润总额	20,524.47	27,730.87	28,723.07
综合毛利率	45.04%	49.71%	52.59%
EBITDA	49,142.04	55,888.23	59,328.81
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.64	0.87
经营活动现金流净额	65,600.18	45,142.48	36,479.62

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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%，募集资金原计划用于桂林市保障性住房（棚户区改造）建设项目（第一批）。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为843.49万元，均为利息结余。

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12月31日，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。2015年末，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。

截至2018年12月31日，纳入公司报表合并范围的子公司共13家（其中二级子公司共8家），跟踪期内公司合并财务报表范围未发生变化，子公司情况如表1所示。

表 1 截至 2018 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	简称	注册 资本	持股比例		主营业务
			直接	间接	
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	95%	5%	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	80%	20%	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
桂林市飞鹰市政建设工程有限公司	飞鹰工程	600.00		99%	安装工程
桂林市源泉房地产开发有限公司	源泉房地产	1,000.00		98%	房地产开发
桂林市桂水流量仪表有限公司	桂水流量	200.00		60%	材料销售

桂林天源技术检测有限公司	天源检测	10.00		100%	检测服务
桂林市兴华工程设计有限责任公司	兴华设计	100.00		100%	设计服务

注：飞鹰工程、源泉房地产、桂水流量、天源检测及兴华设计为三级子公司，母公司均为自来水公司。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范

地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年桂林市经济增速提升，工业增加值增速和固定资产投资增速均有提高

2018年桂林市地区生产总值按可比价格计算，比上年增长6.9%，增速同比上升3个百分点。其中，第一产业增加值增长5.5%；第二产业增加值增长4.9%；第三产业增加值增长8.9%。桂林市三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为19.6%、31.1%和49.3%。2018年桂林市人均地区生产总值比上年增长6.1%，但区域经济发展水平仍处于较低水平。

桂林市全部工业总产值按可比价计算比上年增长5.1%，其中规模以上工业总产值增长

4.7%。工业增加值占GDP的比重为21.2%，同比下滑8.6个百分点，其中规模以上工业增加值增长5.4%。全年规模以上工业主营业务收入比上年下降5.2%；规模以上工业销售产值增长1.5%；规模工业产品销售率为91.57%。

2018年桂林市固定资产投资比上年增长14.6%，增速同比提高9.8个百分点。其中，工业投资增长23.4%；房地产开发投资增长8.5%。在固定资产投资中，第一产业投资下降17.7%；第二产业投资增长19.2%；第三产业投资增长14.5%。固定资产投资仍是推动桂林市经济增长的重要动力，2018年整体增速进一步提升，其中第二、第三产业投资是主要驱动力。

综合来看，2018年桂林市经济增速提升，工业增加值增速和固定资产投资增速均有提高。

表 3 2017-2018 年桂林市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	-	6.9%	2,045.18	3.9%
第一产业增加值	-	5.5%	381.83	4.3%
第二产业增加值	-	4.9%	791.94	-0.5%
第三产业增加值	-	8.9%	871.41	8.5%
工业增加值	-	5.1%	609.71	-1.3%
固定资产投资	-	14.6%	2,234.24	4.8%
社会消费品零售总额	995.54	9.5%	928.12	11.0%
进出口总额	72.76	3.9%	70.01	18.6%
存款余额（本外币）	3,488.72	6.2%	3,284.51	10.2%
贷款余额（本外币）	2,487.06	15.7%	2,149.77	15.4%
人均 GDP（元）	-	-	-	40,632
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	-	68.11%

注：“-”表明公开信息未获得。

资料来源：2017-2018 年桂林市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年桂林市全市实现公共财政收入150.85亿元，同比增长4.6%，其中税收收入74.55亿元，占公共财政收入比重为49.42%；市本级政府性基金收入规模为35.15亿元，同比增长17.3%；同期桂林市全市公共财政支出为455.72亿元，同比增长5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为33.10%。

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，2018年实现主

营业务收入92,286.35万元，同比上升5.71%。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，2018年上述业务收入占主营业务收入的比重分别为24.42%、24.11%、16.85%、15.15%和11.56%，收入来源较为多元化。毛利率方面，2018年公司主营业务毛利率为45.11%，同比下滑4.6个百分点，但整体盈利水平仍较好。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017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	62.14%
自来水销售	22,247.86	36.27%	22,211.87	42.07%
自来水工程施工收入	15,545.88	43.00%	15,085.66	58.78%
排水污水处理收入	13,977.46	-14.55%	13,510.98	-0.51%
漓江景区门票分成收入	10,669.48	94.03%	7,216.21	91.17%
机场路通行费收入	5,077.76	78.13%	4,827.77	81.21%
排水工程施工收入	558.19	8.81%	568.86	7.18%
其他	1,672.92	61.03%	1,344.41	52.71%
合计	92,286.35	45.11%	87,302.56	49.71%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 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。

2018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24.42%，系公司的第一收入来源；但该业务并非市场化的出租，约定了固定的租金水平，业务成长性不强。

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，收入规模比较稳定

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；2018年度，公司实际供水量为14,801万立方米，同比增长0.65%；实际售水量为12,780万立方米，同比增长2.09%；2018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22,247.86万元，同比增长0.16%。毛利率方面，2018年固定资产置换导致业务成本上升，同时员工薪酬有所增长，自来水销售业务毛利率降低至36.27%，较上年减少5.80个百分点。

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2018年末已投资38,328.27万元，该项目分为水源工程和管道工程，水源工程已于2017年开工，管道工程正在建设中，预计于2019年底完工。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增长至64万立方/日，未来公司自来水销售收入有望进一步增加。

表 5 2017-2018 年自来水公司主要经营数据

项目	2018 年	2017 年
设计供水能力（万立方/日）	44	44
实际供水量（万立方米）	14,801	14,706
实际售水量（万立方米）	12,780	12,518
平均单位水价（元/立方米）	1.78	1.78
自来水用户（户）	552,490	518,023

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。2018年公司实现排水污水处理收入13,977.46万元，同比增长3.45%；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10,675.41万吨，较上年增加2.65%；污水集中处理率达到100%，污水处理价格由2017年的1.38元/吨上升至1.75元/吨，污水处理量和处理价格均有所提升。由于环境保护的要求日益严格及2018年度新增临桂用水户，污泥处置费增长较大，叠加固定资产维护修理费用、电费及员工薪酬均有增加，2018年该业务毛利率较上年减少14.04个百分点至-14.55%，盈利能力弱。

表 6 2017-2018 年排水公司主要经营数据

项目	2018 年	2017 年
实际污水处理量（万吨）	10,675.41	10,399.97
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%	100%
污水处理价格（元/吨）	1.75	1.38

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，2018年公司实现自来水工程施工收入15,545.88万元，同比增长3.05%；业务毛利率为43.00%，较上年降低15.78个百分点，主要系管道工程施工成本、人工及材料成本均有增加所致。

表 7 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
一户一表安装工程	372.58	2018-5-23	2019-1-15	桂林彰泰实业集团有限公司
一户一表安装工程	311.82	2018-9-18	2019-5-9	桂林市汇荣建设开发有限公司
一户一表安装工程	234.95	2018-6-22	2019-2-28	华润置地（桂林）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，收入比较稳定，但该类业务 2018 年成本增长较大，盈利能力有所下滑。

受分成政策及游客人次增长的影响，2018 年公司漓江景区门票分成收入大幅增加，业务毛利率高，是公司利润的重要来源，但未来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，2018 年均价大致在 297 元/人次，较上一年度增长 5 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。受漓江景区游船升级改造及财政规划的影响，桂林市财政局对公司的门票分成近年调整较多，

2018 年公司所获得的门票收入分成比例提高为 24.29%，较上一年度提高了 6.99 个百分点。桂林市财政局对历次分成调整均未出具书面文件，未来门票分成存在不确定性。受分成政策及游客人次增长的影响，2018 年公司实现漓江景区门票分成收入 10,669.48 万元，同比大幅增长 47.85%；该业务当年实现毛利率 94.03%，较上年提高 2.86 个百分点，盈利水平较好，是公司利润的重要来源。

表 8 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
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
2018 年	1,480,049	43,928.00	10,669.48

资料来源：公司提供

近年来桂林市旅游业保持较快发展，2018 年桂林市共接待国内外游客 1.06 亿人次，同比增长 33.28%，实现旅游总消费 1,391.17 亿元，同比增长 43.22%。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，近年来波动较大，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 10。随着车流量的增长，2018 年公司实现机场路通行费收入 5,077.76 万元，同比增长 5.18%。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 9 2017-2018 年公司机场高速公路经营情况

项目	2018 年	2017 年
车流量（辆次）	9,855,792	8,954,455
通行费收入（万元）	5,077.76	4,827.77

资料来源：公司提供

表 10 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, 公司承担项目建设较多, 未来面临较大的资金支出压力, 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、南溪河工程、万福东路工程、西站东路工程等多个市政工程项目。截至 2018 年末, 公司主要在建市政项目预计总投资规模为 100.11 亿元, 已投入资金 67.56 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 40.09 亿元, 未来项目建设面临较大的资金支出压力。

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。公司得到的外部支持力度较大, 截至 2018 年末公司资本公积达 103.30 亿元, 主要为政府资产划拨和资本金注入; 2018 年公司获得日常经营相关的政府补助 3,113.48 万元, 对公司利润水平形成一定提升。

表 11 截至 2018 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	294,111.87	-
南溪河工程	69,804.00	71,277.12	-
万福东路工程	71,520.00	76,706.00	-
西站东路工程	53,077.46	47,931.76	5,145.70
西二环延长线工程	58,530.12	25,679.32	32,850.80
发展大厦工程	19,556.00	19,307.29	248.71
调整西二环延长线工程	57,190.47	33,791.39	23,399.08
万达地下停车场工程	5,321.17	6,083.50	-
会议中心工程	22,855.00	7,942.08	14,912.92
阳江南路工程	120,270.00	4,724.72	115,545.28
城北水厂工程项目 (二期)	88,846.00	38,328.27	50,517.73
城北污水收集工程	12,075.97	5,661.87	6,414.10
漓江排污综合治理 (2015)	46,626.43	22,203.03	24,423.40

西门立交桥至东安路新建路改造工程	2,160.91	2,025.07	135.84
漓江排污综合治理（2016）	13,963.00	4,028.15	9,934.85
桂林市环境综合治理工程	74,041.00	8,400.46	65,640.54
排水其他工程支出	59,091.70	7,379.94	51,711.76
合计	1,001,122.23	675,581.84	400,880.71

注：公司在建工程较多，仅统计投资额相对较大的主要市政项目。

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华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告和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 2017 年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018 年公司合并财务报表范围无变化。

资产结构与质量

2018年公司总资产规模有所下降，资产以各往来款、市政基础设施项目为主，资产流动性偏弱

截至2018年末，公司总资产规模为272.54亿元，同比减少13.65%，资产规模有所下降。公司资产以各往来款、投资性房地产、在建工程等非流动资产为主，2018年末非流动资产占总资产的比重为75.74%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	142,262.76	5.22%	447,077.65	14.17%
其他应收款	499,845.95	18.34%	538,741.31	17.07%
存货	15,201.46	0.56%	13,065.65	0.41%
流动资产合计	661,090.12	24.26%	1,002,773.01	31.77%
可供出售金融资产	54,020.78	1.98%	54,020.78	1.71%
长期应收款	237,742.02	8.72%	270,779.50	8.58%
投资性房地产	427,239.83	15.68%	436,848.81	13.84%
固定资产	183,533.03	6.73%	194,389.53	6.16%
在建工程	706,304.95	25.92%	741,540.46	23.50%
无形资产	267,014.61	9.80%	273,332.79	8.66%

其他非流动资产	187,820.51	6.89%	182,234.47	5.77%
非流动资产合计	2,064,354.83	75.74%	2,153,368.39	68.23%
资产总计	2,725,444.95	100.00%	3,156,141.40	100.00%

注：在建工程中含工程物资。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司货币资金余额为14.23亿元，同比大幅降低68.18%，主要系归还银行借款所致，期末货币资金不存在使用受限情况。公司其他应收款账面价值为49.98亿元，同比下降7.22%，主要为应收代拨的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34.41亿元，占其他应收款期末余额合计数的68.23%，欠款较为集中，且对桂林誉洲投资开发有限公司的3,375.59万元投资全部计提坏账准备，回收存在一定风险；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。2018年末公司存货账面价值为15,201.46万元，其中房地产开发成本系自来水公司下属子公司源泉房地产开发的源泉尚璟楼盘，目前楼盘已封顶，占存货的比重为55.88%；存货中有2,540.60万元的开发成本为300.00万元长期借款提供抵押，使用权受到限制，受限比例为16.71%。

表 13 截至 2018 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	193,042.39
桂林市叠彩基础建设开发有限公司	代拨棚户区款	119,027.07
桂林市秀峰区经济建设投资有限责任公司	代拨棚户区款	15,755.63
桂林市雁山城市建设投资有限公司	代拨棚户区款	10,979.20
桂林市中山路置业建设管理有限责任公司	代拨棚户区款	5,325.36
合计	-	344,129.64

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司可供出售金融资产54,020.78万元，与上期末持平。可供出售金融资产均采用成本法计量，主要包括桂林银行股份有限公司25,470.78万元（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2018年末，公司长期应收款账面价值23.77亿元，同比降低12.20%，应收对象主要为桂林市雁山城市建设投资有限公司、桂林市财政局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，2018年末账面价值为42.72亿元。固定资产以公司作为业主投资形成的市政基础设施项目为主，期末固定资产净值为18.35亿元，同比下降5.58%，固定资产中2.59亿元排水

管网用于融资租赁借款抵押。2018年末，公司在建工程规模为70.63亿元，主要包括西二环工程、南溪河工程、万福东路工程、西站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26.70亿元。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，2018年末其他非流动资产规模为18.78亿元。

表 14 截至 2018 年 12 月 31 日公司使用权受限资产情况（单位：万元）

项目名称	期末账面价值	受限原因
存货	2,540.60	用于抵押借款
固定资产	25,864.50	融资租赁借款
合计	28,405.10	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

整体来看，2018年公司总资产规模继续下滑，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，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。2018年公司受限资产规模期末账面价值合计28,405.10万元，占总资产的1.04%，较上年降低16.81个百分点，资产受限比例较小。

盈利能力

公司营业收入规模增长，受自来水销售、自来水工程施工和排水污水处理业务成本上升影响，营业利润有所下滑，但毛利率仍处于较高水平

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。2018年公司实现营业收入93,058.50万元，同比上升5.86%，主要系漓江游船票分成收入上升所致。

2018年公司实现投资收益2,278.57万元，对营业利润形成有益补充。投资收益主要来源于持有桂林银行股份有限公司9.00%股权和国开精诚（北京）投资基金有限公司0.73%股权带来的现金分红。2018年公司实现其他收益3,113.48万元，主要为子公司排水公司价格补贴收入和专项经费补助。2018年公司确认资产减值损失3,367.17万元，同比大幅上升，系坏账确认无法收回。毛利率方面，公司盈利水平有所下滑，2018年综合毛利率为45.04%，同比减少了4.67个百分点，主要由于自来水销售、自来水工程施工和排水污水处理业务成本增加。在毛利率降低和资产减值损失的综合影响下，2018年公司实现利润总额20,524.47万元，同比降低25.99%。

整体来看，公司主要业务整体收入规模有所增长，自来水相关业务盈利水平出现下滑，

毛利率有所下降但仍处于较高水平。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	93,058.50	87,907.23
投资收益	2,278.57	2,038.05
其他收益	3,113.48	3,099.16
营业利润	21,275.80	27,846.40
营业外收入	58.14	499.72
利润总额	20,524.47	27,730.87
综合毛利率	45.04%	49.71%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，主业回款能力有所提升，但未来项目建设面临较大的资金支出压力

2018年公司收现比为1.03，主业回款情况有所提升；本年公司支付的其他单位往来款规模有所下降，实现经营活动现金净流入65,600.18万元，较上年增长45.32%，经营活动现金流表现较好。

公司投资活动现金流入主要为财政拨入的专款，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。2018年公司投资活动现金流净额为10.71亿元，较上年降低23.12亿元，主要系政府置换债务资金拨付数额减少所致。

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，2018年公司暂借款收支规模均有所下降，并继续偿还较大规模的有息债务，筹资活动产生现金净流出37.75亿元。截至2018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40.09亿元，后续公司投资活动资金需求量依然较大，未来公司在建项目和债务偿还将带来较大的资金压力。

表 16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.03	0.83
销售商品、提供劳务收到的现金	96,159.82	73,146.79
收到的其他与经营活动有关的现金	18,304.22	30,074.67
经营活动现金流入小计	114,464.04	103,221.46
购买商品、接受劳务支付的现金	14,764.51	12,952.81
支付的其他与经营活动有关的现金	11,301.62	24,304.29

经营活动现金流出小计	48,863.85	58,078.98
经营活动产生的现金流量净额	65,600.18	45,142.48
投资活动产生的现金流量净额	107,101.32	338,328.77
筹资活动产生的现金流量净额	-377,516.39	-400,576.21
现金及现金等价物净增加额	-204,814.89	-17,104.96

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模有所下降，但仍存在一定偿债压力

截至2018年末，公司负债总额为133.32亿元，同比减少24.95%，有息债务规模有所下降。公司所有者权益小幅增长主要来自经营利润的积累，期末同比增长0.91%至139.22亿元。2018年末公司产权比率为95.76%，较上年下降33个百分点，所有者权益对负债的保障程度有较大提高。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,333,214.18	1,776,469.82
所有者权益	1,392,230.77	1,379,671.59
产权比率	95.76%	128.76%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款余额下降至12,100.00万元，具体包括质押借款6,700.00万元和信用借款5,400.00万元，其中质押借款的质押物为排水公司污水处理收费权。公司应付账款主要为工程尾款及工程质保金，2018年末余额随项目完工结算降至9,177.69万元。公司预收款项2018年末余额为23,356.24万元，同比提高229.96%，主要系自来水公司“三供一业”项目预收工程款增加。公司其他应付款（不包括利息）期末余额为14,306.82万元，同比减少17.69%，主要系归还部分应付财政款项所致。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债余额为155,998.32万元，包括一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,100.00	0.91%	110,837.44	6.24%
应付账款	9,177.69	0.69%	9,493.17	0.53%
预收账款	23,356.24	1.75%	7,078.50	0.40%

其他应付款	14,306.82	1.07%	17,382.29	0.98%
一年内到期的非流动负债	155,998.32	11.70%	243,530.25	13.71%
流动负债合计	222,102.31	16.66%	397,235.05	22.36%
长期借款	356,680.21	26.75%	427,042.24	24.04%
应付债券	90,000.00	6.75%	80,000.00	4.50%
长期应付款	126,495.30	9.49%	345,867.45	19.47%
专项应付款	537,847.19	40.34%	526,219.96	29.62%
非流动负债合计	1,111,111.88	83.34%	1,379,234.77	77.64%
负债合计	1,333,214.18	100.00%	1,776,469.82	100.00%
其中：有息债务	762,986.60	57.23%	902,756.38	50.82%

注：其他应付款中不含应付利息；长期应付款中不含专项应付款。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司债务期限结构较好，非流动负债2018年末占总负债的比重为83.34%，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2018年末，公司长期借款（含一年内到期的长期借款）余额47.10亿元，规模有所下降；其中质押借款余额34.25亿元，质押物包括公司与桂林市政府签订的《还款差额补足协议》下享有的全部权益和收益、排水公司污水处理收费权、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等；抵押贷款余额由期初的33.78亿元下降至300万元，系公司与国开行协议终止贷款抵押合同，原抵押贷款改为质押形式，目前双方尚未签订质押协议。截至2018年末，公司应付债券余额为11亿元，包括本期债券“15桂林债”余额8亿元及2018年第一期债权融资计划。该融资计划为2年期3亿元私募债券，向北京金融资产交易所有限公司合格投资者发行，用于补充公司的营运资金。截至2018年末，公司长期应付款余额14.82亿元（包含一年内到期长期应付款2.17亿元），主要是应付广西城建投资集团有限公司14.52亿元（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）。公司专项应付款主要为政府项目配套资金，期末专项应付款余额为53.78亿元，较上年增加2.21%。

截至2018年末，公司有息债务规模为76.30亿元，同比减少15.48%，占总负债的比重为57.23%。公司有息债务规模同比有所减少，但总规模较大。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，公司2019年和2020年分别需偿还本金及利息合计为20.37亿元和13.84亿元，有一定的集中偿付压力。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	165,783	109,027	103,217	384,959
利息	37,881	29,343	25,176	59,784

合计	203,664	138,370	128,393	444,743
----	---------	---------	---------	---------

资料来源：公司提供

偿债指标方面，2018年末公司资产负债率为48.92%，较上年末下降7.37个百分点。短期偿债指标方面，2018年公司流动比率和速动比率分别为2.98和2.91，较上年有所提升。2018年公司EBITDA利息保障倍数提高至0.88，但对利息支付的保障程度仍较弱。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	48.92%	56.29%
流动比率	2.98	2.52
速动比率	2.91	2.49
EBITDA（万元）	49,142.04	55,888.23
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.64
有息债务/EBITDA	15.53	16.15

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计为9.74亿元，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。2018年末公司对外担保余额占净资产的比重为6.99%，均未设置反担保措施，且担保期限较长，存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2018 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	9,700.00	2033.9.29	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	8,400.00	2025.12.29	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	79,250.00	2036.3.28	无	国道 321 阳朔至桂林段扩建工程项目

合计	97,350.00	-	-	
----	-----------	---	---	--

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年桂林市经济增速提升，为公司发展提供了良好的外部环境；公司收入主要来源于公租房授权经营、自来水销售、自来水工程施工、排水污水处理以及漓江景区门票分成等，较为多元化，业务盈利能力较好；作为桂林市重要的市政基础设施建设和投融资主体，公司获得地方政府较大支持。

同时我们也关注到，公司资产以各往来款、投资性房地产、在建工程等非流动资产为主，资产流动性较弱；公司在建项目较多，未来面临较大的资金压力；有息债务规模较大，存在一定的偿债压力；公司对外担保存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	142,262.76	447,077.65	489,682.61
其他应收款	499,845.95	538,741.31	514,182.89
存货	15,201.46	13,065.65	10,284.07
可供出售金融资产	54,020.78	54,020.78	54,020.78
长期应收款	237,742.02	270,779.50	168,478.18
投资性房地产	427,239.83	436,848.81	445,440.92
固定资产净值	183,533.03	194,389.53	443,558.63
在建工程	706,304.95	741,540.46	687,432.58
无形资产	267,014.61	273,332.79	279,477.82
其他非流动资产	187,820.51	182,234.47	182,234.47
总资产	2,725,444.95	3,156,141.40	3,277,357.80
短期借款	12,100.00	110,837.44	149,525.00
应付账款	9,177.69	9,493.17	21,755.65
预收款项	23,356.24	7,078.50	8,033.49
其他应付款	14,306.82	17,382.29	25,262.22
一年内到期的非流动负债	155,998.32	243,530.25	187,582.86
长期借款	356,680.21	427,042.24	723,892.80
应付债券	90,000.00	80,000.00	125,000.00
长期应付款	126,495.30	345,867.45	386,120.22
专项应付款	537,847.19	526,219.96	282,924.43
总负债	1,333,214.18	1,776,469.82	1,920,450.73
有息债务	762,986.60	902,756.38	1,272,600.88
所有者权益	1,392,230.77	1,379,671.59	1,356,907.07
营业收入	93,058.50	87,907.23	93,092.31
营业利润	21,275.80	27,846.40	27,922.10
营业外收入	58.14	499.72	1,315.52
净利润	18,631.64	25,485.00	26,365.60
经营活动产生的现金流量净额	65,600.18	45,142.48	36,479.62
投资活动产生的现金流量净额	107,101.32	338,328.77	-275,815.48
筹资活动产生的现金流量净额	-377,516.39	-400,576.21	334,385.04
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	45.04%	49.71%	52.59%
收现比	1.03	0.83	0.93
产权比率	95.76%	128.76%	141.53%

资产负债率	48.92%	56.29%	58.60%
流动比率	2.98	2.52	2.53
速动比率	2.91	2.49	2.50
EBITDA (万元)	49,142.04	55,888.23	59,328.81
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.64	0.87
有息债务/EBITDA	15.53	16.15	21.45

注：在建工程中含工程物资；其他应付款中不含应付利息；长期应付款中不含专项应付款。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录二 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 $\times 100\%$
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+其他应付款中有息债务

附录三 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。