

2014 年广西城建投资集团有限公司  
公司债券 2020 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。

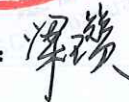
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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：



## 2014年广西城建投资集团有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【363】号 01

债券简称：14 桂城建债  
/PR14 桂城

债券剩余规模：1.8 亿元

债券到期日期：2021 年  
4 月 14 日

债券偿还方式：  
每年付息，分次还本，  
自 2017 年至 2021 年逐  
年分别按照债券发行总  
额 20%、20%、20%、  
20%、20%的比例偿还债  
券本金

分析师

姓名：  
何卫平 邵宇鸿

电话：  
0755-83026720

邮箱：  
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

	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	2020 年 6 月 22 日	2019 年 6 月 24 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”）对广西城建投资集团有限公司（以下简称“广西城建”或“公司”）及 2014 年 4 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：广西壮族自治区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，政府补助有效提升了公司利润水平；同时中证鹏元也关注到受全部子公司无偿划拨影响，公司收入规模大幅下滑，净资产有所减少，资产流动性较弱，在建项目面临一定的资金压力，存在一定的债务压力和或有负债等风险因素。

### 正面：

- 广西壮族自治区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。广西壮族自治区产业结构逐渐优化，第三产业发展加速，2019 年实现地区生产总值 21,237.14 亿元，按照可比价值计算，比上年增长 6.0%，自治区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- 政府补助有效提升了公司利润水平。2019 年公司获得自治区重大公益性项目片区路网工程建设项目补助资金等各类补贴 2,545.00 万元，占利润总额的比重为 39.54%，有效提升了公司的利润水平。

## 关注：

- **受全部子公司无偿划拨影响，公司收入规模大幅下滑，净资产有所减少。**根据广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会压缩管理层级要求，公司7家子公司全部划出，受此影响，2019年公司未实现主营业务收入，营业收入由2018年的5.17亿元下降至4,596.30万元，资本公积减少2.57亿元。
- **资产流动性较弱。**公司资产以市政建设项目和委托贷款为主，截至2019年末，公司其他非流动资产规模为383.56亿元，占总资产的比重为86.50%，主要包括委托贷款、棚改项目配套资本金和8.58亿元公益性资产，资产流动性较弱。
- **在建项目面临一定的资金压力。**截至2019年末，公司主要在建项目至少尚需投入资金17.88亿元，面临一定的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的债务压力。**截至2019年末，公司有息债务规模达到314.88亿元，扣除委托贷款之后的有息债务为17.05亿元，现金短期债务比下滑至0.42，公司仍面临一定的债务压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至2019年底，公司对外担保金额为44.68亿元，占2019年末净资产的比重为41.35%，对外担保规模较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	4,434,172.77	4,923,728.66	6,556,301.46
所有者权益	1,080,593.48	1,099,023.30	1,097,976.31
有息债务	3,148,756.75	3,618,507.20	5,037,411.67
资产负债率	75.63%	77.68%	83.25%
现金短期债务比	0.42	2.63	11.05
营业收入	4,596.30	51,746.10	63,530.56
其他收益	2,545.00	7,038.49	15,300.00
营业外收入	0.00	687.96	1,282.60
利润总额	6,436.99	9,189.51	18,032.28
综合毛利率	99.94%	14.68%	12.69%
EBITDA	7,100.10	10,187.79	19,825.78
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58	0.63

经营活动现金流净额	53,497.48	137,391.08	26,194.09
收现比	1.06	0.91	1.73

注：2017-2019年有息债务中分别包括委托贷款4,639,580.00万元、3,404,166.46万元和2,978,235.46万元。

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月14日发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于自治区重大公益性项目片区保障性住房和自治区重大公益性项目片区路网工程项目。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为106.47万元。

## 二、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无变化。截至2019年末，公司注册资本和实收资本为11.00亿元<sup>1</sup>；广西旅游发展集团有限公司（以下简称“旅发集团”）持有公司100.00%的股权，系公司的控股股东；公司实际控制人仍为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“自治区国资委”）。

根据自治区国资委2018年9月出台的桂国资发[2018]33号《自治区国资委监管企业进一步压缩管理层级减少法人户数工作方案》，为优化资源配置、促进企业加强管理，国资委监管企业的管理层级原则上控制在3级以内。根据此通知，旅发集团2018年12月出具《广西旅游发展集团有限公司关于印发压缩管理层级及资产业务重组方案的通知》，对公司层级进行压缩及业务重组，具体如下：旅发集团将公司原子公司广西城投实业有限公司（以下简称“城投实业”）提升为二级子公司，保留原有子公司广西旅发山泉有限公司和广西旅发铁建商品混凝土有限公司，并将广西城投广庆环保有限公司、桂林苏桥供水有限公司（以下简称“苏桥供水”）股权转至城投实业；将广西城投综艺传媒有限公司提升为二级子公司，全部股权转至旅发集团；将广西文兴房地产开发有限公司（以下简称“文兴房地产”）股权转至广西城投置业有限公司。

2019年1月，公司原7家子公司全部划出，公司无纳入合并范围的子公司，具体情况如表1所示。

<sup>1</sup> 2017年，公司通过资本公积转增实收资本，增加股东国开发展基金有限公司，增加注册资本和实收资本3.005亿元；2018年末，公司将3.005亿元注资由实收资本调整至长期应付款列示。截至报告出具日，公司尚未进行工商登记变更。

**表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**
**2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	注册资本	原持股比例		主营业务	不再纳入合并报表的原因
		直接	间接		
广西城投实业有限公司	25,000.00	100%	-	建材销售	压缩层级并进行资产重组
广西城投广庆环保有限公司	1,500.00	100%	-	环保产品销售	
广西城投综艺传媒有限公司	2,000.00	100%	-	综艺传媒	
广西文兴房地产开发有限公司	2,000.00	51%	-	房地产开发	
桂林苏桥供水有限公司	1,390.00	-	70%	自来水供应	
广西旅发山泉有限公司	2,427.40	-	100%	自来水供应	
广西旅发铁建商品混凝土有限公司	3,100.00	-	51%	混凝土生产与销售	

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

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，

同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。



2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

### 广西壮族自治区经济保持增长，但经济增速和固定资产投资增速持续放缓

2019年广西壮族自治区实现地区生产总值21,237.14亿元，按照可比价值计算，比上年增长6.0%，增速同比下滑0.8个百分点。其中，第一产业增加值增长5.6%，第二产业增加值增长5.7%，第三产业增加值增长6.2%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.0%、33.3%和50.7%，对经济增长的贡献率分别为15.2%、32.5%和52.3%。随着经济的不断发展，广西壮族自治区的产业结构逐渐得到优化和升级，第三产业发展加速。按常住人口计算，2019年全区人均地区生产总值42,964元，较上年增长5.1%，是全国人均地区生产总值的60.60%，经济发展水平落后于全国平均水平。

2019年广西壮族自治区工业增加值比上年增长4.3%。其中规模以上工业增加值增长4.5%。全年全区规模以上工业中，电力、热力生产和供应业增长15.2%，专用设备制造业增长9.0%，计算机通信和其他电子设备制造业增长5.8%。广西壮族自治区高技术产业增速明显放缓，全区工业增长仍主要依靠高耗能行业拉动。

2019年广西壮族自治区完成固定资产投资比上年增长9.5%，增速较上年降低1.3个百分点。其中，第一产业投资下降17.9%；第二产业投资增长5.3%，其中工业投资增长11.1%；第三产业投资增长11.8%，固定资产投资增速整体持续放缓。

除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，全区社会消费品零售总额保持增长，2019年社会消费品零售总额较上年增长7.0%。此外，2019年全区金融机构本外币各项存款余额达31,646.01亿元，较上年末增加6.2%，贷款余额达30,497.39亿元，增长14.3%。

**表 2 2018-2019 年广西壮族自治区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	21,237.14	6.0%	20,352.51	6.8%
第一产业增加值	3,387.74	5.6%	-	5.6%
第二产业增加值	7,077.43	5.7%	-	4.3%
第三产业增加值	10,771.97	6.2%	-	9.4%
工业增加值	-	4.3%	-	4.7%

全年固定资产投资	-	9.5%	-	10.8%
社会消费品零售总额	-	7.0%	8,291.59	9.3%
进出口总额	4,694.70	14.4%	4,106.71	5.0%
存款余额	31,646.01	6.2%	29,789.78	6.8%
贷款余额	30,497.39	14.3%	26,688.31	14.9%
人均 GDP（元）		42,964		41,489
人均 GDP/全国人均 GDP		60.60%		64.18%

注：“-”表示公开信息未获得。

资料来源：2018-2019 年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年广西壮族自治区实现公共财政收入1,811.89亿元，同比增长7.8%，其中税收收入1,146.78亿元，占公共财政收入比重为63.29%；实现政府性基金收入1,699.29亿元，同比增长18.4%；同期全区公共财政支出为5,849.02亿元，同比增长10.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.98%。

#### 四、经营与竞争

公司原业务领域主要包括城市基础设施投资建设和房地产开发建设等，业务区域集中在南宁市五象新区。受全部子公司股权划出影响，公司2019年收入规模大幅下滑，未实现主营业务收入，仅实现资金占用费、项目管理费及劳务收入4,596.30万元。其中4,451.90万元为资金占用费，系公司为第三方提供资金，资金使用方按实际占用时间支付相应费用形成。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑施工收入	0.00	-	6,699.03	23.29%
销售收入	0.00	-	42,344.83	12.04%
广告收入	0.00	-	1,069.66	32.52%
服务费收入	0.00	-	21.63	23.49%
其他收入	4,596.30	99.94%	1,610.95	36.50%
合计	4,596.30	99.94%	51,746.10	14.68%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

受原子公司全部无偿划出影响，公司收入规模大幅下滑，在建项目数量和规模有所下降，在建项目仍面临一定的资金支出压力

公司销售收入主要来自原子公司文兴房地产建设的五象新区文化街二期项目和苏桥供水的自来水销售收入，由于2019年上述公司划出合并范围，公司未实现销售收入。

当前公司房地产类项目仅包括五象新区文化街一期项目，该项目规划总用地面积为126,777.57平方米，总建筑面积为369,216.39平方米，项目计划建成以金融商务为核心功能，配以多形态的商务空间及商务居住等功能的金融街区，建设内容以酒店用房、商业用房、办公用房、地下车库和相对应的室外工程为主。该项目总投资为24.05亿元，目前已投资6.50亿元，尚未获得预售许可证。整体而言，公司当前房地产项目有限且开发进展较慢，未来房地产销售收入存在较大的不确定性。

此外，公司承担了南宁市五象新区片区主要的基础设施建设任务，当前在建项目为本期募投项目自治区重大公益性项目片区路网工程项目和自治区重大公益项目保障性住房项目以及自营房地产项目五象新区文化街一期。自治区政府通过财政拨款、土地出让金返还的方式弥补公司对自治区重大公益性项目片区路网工程项目的投入；自治区重大公益性项目片区路网工程项目仍处于施工状态，3号路、12号路、13号路及明辉路隧道尚未完工，当期进度不及预期。自治区重大公益性项目保障性住房项目已基本完工，原计划通过出售和市场化出租的方式实现收益，当前收益实现方式暂不确定，待政府制定销售价格和规划回迁安排后销售或通过政府回购实现收入。

受五象新区文化街二期项目建设主体文兴房地产划出，公司在建项目数量和规模有所下降。当前公司主要在建项目预计总投资规模为39.36亿元，截至2019年底已投入22.44亿元，剔除已投资额超出预计总投资的项目，公司至少尚需投入资金17.88亿元，在建项目仍面临一定的资金支出压力。

**表 4 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	模式
五象新区文化街一期项目	240,495.60	65,014.25	销售、出租
自治区重大公益性项目片区路网工程项目	79,366.00	76,008.59	财政拨款建设、土地出让金返还
自治区重大公益性项目保障性住房项目	73,736.00	83,398.24	尚未确定
<b>合计</b>	<b>393,597.60</b>	<b>224,421.08</b>	-

资料来源：公司提供

#### 政府补助有效提升了公司利润水平

2019年公司获得自治区重大公益性项目片区路网工程建设项目工程补助资金2,545.00万元，均计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

## 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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年，公司合并财务报表范围子公司数量为零，较上一年度减少7家，具体情况见表1。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模持续下降，资产以市政建设项目和委托贷款为主，流动性较弱

截至2019年底，公司资产规模为443.42亿元，同比下滑9.94%，主要系归还棚户区贷款及子公司划出所致。资产结构方面，公司资产仍以非流动资产为主，2019年末非流动资产占比达到91.80%。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,269.71	0.48%	134,613.99	2.73%
其他应收款	132,603.88	2.99%	153,218.78	3.11%
存货	208,532.92	4.70%	235,057.43	4.77%
<b>流动资产合计</b>	<b>363,660.81</b>	<b>8.20%</b>	<b>548,766.96</b>	<b>11.15%</b>
长期应收款	73,000.00	1.65%	73,000.00	1.48%
在建工程	159,567.17	3.60%	150,063.76	3.05%
其他非流动资产	3,835,644.20	86.50%	4,143,123.63	84.15%
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,070,511.95</b>	<b>91.80%</b>	<b>4,374,961.69</b>	<b>88.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,434,172.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,923,728.66</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金余额为2.13亿元，较上年减少84.20%，主要系国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）回收未用的棚改贷款所致。截至2019年末，公司其他应收款账面价值为13.26亿元，同比下降13.45%；期末其他应收款前五应收对象包括广西广通房地产开发有限公司（7.45亿元）、广西民旺房地产开发有限公司（4.57亿元）、广西文兴房地产开发有限公司（0.34亿元）、广西旅游投资集团邕旅投资有限公司（0.33亿元）和建信金融租赁有限公司（0.27亿元），应收规模合计占其他应收款的比重为97.26%，欠款集中度较高，以关联方往来款为主，部分款项账龄较长，对公司资金形成一定占用。公司存货包括开发成本和开发产品，其中开发产品账面价值为14.20亿元，占存货的比重为68.07%，开发产品主要包括自治区重大公益性项目片区保障房项目、重大公益性项目片区广场等项目，开发成本主要包括五象新区文化街一期项目、自治区行政中心等。存货中土地使用权账面价值为4.26亿元，为五象新区文化街一期项目用地，已全部抵押。

2019年末，公司长期应收款账面价值为7.30亿元，主要系应收各市县棚户区改造主体的棚改贷款，规模与2018年末一致。截至2019年末，公司在建工程账面价值为15.96亿元，同比增加6.33%，公司在建工程主要包括自治区重大公益项目片区路网工程、污水垃圾处理项目等市政基础设施建设工程，资金来源主要依靠公司自筹和财政补贴。截至2019年末，公司其他非流动资产为383.56亿元，同比下降7.42%，占总资产的比重为86.50%；其他非流动资产主要包括国开行发放到各市区棚改项目的贷款资金以及根据桂建保[2016]36号文实施的广西棚户区改造项目配套资本金，国开行贷款是根据广西壮族自治区人民政府的统一安排，由公司作为统借统还主体，各市县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；此外，广西规划建设馆及广西美术馆两项公益性资产也计入其他非流动资产，共计85,763.41万元。

整体来看，2019年公司资产规模有所下降，且资产以市政建设项目和委托贷款为主，资产流动性较弱。

## 盈利能力

**2019年公司未实现主营业务收入，营业收入规模大幅下降，政府补助有效提升了公司的利润水平**

2019年公司未实现主营业务收入，营业收入主要来自资金占用费、项目管理费和劳务收入，规模合计4,596.30万元。2019年公司获得政府补助2,545.00万元，主要系自治区重大公益性项目片区路网工程建设项目补助资金，占利润总额的比重为39.54%，有效提升了公司的利润水平。

**表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	4,596.30	51,746.10
其他收益	2,545.00	7,038.49
营业利润	6,437.31	8,997.47
营业外收入	0.00	687.96
利润总额	6,436.99	9,189.51
综合毛利率	99.94%	14.68%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司在建项目投资规模较大，带来一定的资金支出压力

由于全部子公司已无偿划出，2019年公司经营业务收支规模大幅下降，且当期往来款收支规模较小但仍呈净流入，2019年度公司经营活动产生的现金流量净额为5.35亿元，流入规模同比下滑61.06%。

2019年，公司投资活动主要表现为棚改项目的资金投入，由于公司2019年回收各市县棚改项目资金规模较大，全年投资活动净流入规模为26.69亿元。截至2019年末，公司主要在建项目至少尚需投入资金17.88亿元，未来面临一定的资金支出压力。筹资活动方面，2019年公司持续归还国开行棚改项目贷款，全年筹资活动产生现金净流出43.37亿元。

**表 7 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.06	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	4,872.08	47,137.29
收到的其他与经营活动有关的现金	56,401.83	152,873.59
经营活动现金流入小计	61,273.91	200,010.88
购买商品、接受劳务支付的现金	7,367.14	32,000.27
支付的其他与经营活动有关的现金	201.06	24,423.16
经营活动现金流出小计	7,776.43	62,619.80
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>53,497.48</b>	<b>137,391.08</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>266,891.25</b>	<b>324,436.32</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-433,733.01</b>	<b>-615,148.96</b>
现金及现金等价物净增加额	-113,344.27	-153,321.57

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模仍较大，面临一定的债务压力

截至2019年末，公司负债总额为335.36亿元，较2018年末下降12.32%，主要系归还国开行棚户区贷款和子公司划出所致。

根据自治区住房城乡建设厅、财政厅、审计厅、国家开发银行广西分行《关于印发完善我区棚户区改造自治区级融资平台实施方案的通知》（桂建保[2016]36号文件），公司继续作为棚户区改造项目的委托投资方，将市县投入用于棚户区改造的财政补助等资金或资产以及项目业主自筹的资金或资产作为项目投资资本，委托项目实施单位代委托投资方筹集项目资本金。各市县投入用于棚户区改造项目的财政补助资金、财政部门已拨付到建设项目的补助资金，由项目业主聘请社会中介机构进行审计，经市县财政部门确认和国家开发银行认可后，由公司计入“资本公积”科目，2019年棚户区改造项目财政补助资金增加

公司资本公积5,024.41万元。由于跟踪期子公司全部划出，减少资本公积2.57亿元，综合影响下，2019年资本公积净减少2.06亿元。公司所有者权益年末为108.06亿元，小幅降低1.68%。截至2019年末，公司产权比率为310.35%，同比下滑37.66个百分点，权益资本对负债的保障程度仍较弱。

**表 8 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	3,353,579.29	3,824,705.36
所有者权益	1,080,593.48	1,099,023.30
产权比率	310.35%	348.01%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司应付账款下降至9,384.81万元，同比下降29.15%，主要为尚未结算的应付工程款。2019年末公司其他应付款余额为16.90亿元，同比增长23.21%，主要系资金往来款增加所致，其中应付旅发集团往来款规模最大，2019年末余额为14.17亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债余额为5.10亿元，包括一年内到期的长期借款2.5亿元、一年内到期的应付债券1.8亿元和一年内到期的长期应付款8,046.00万元。

公司负债以非流动负债为主，2019年末公司非流动负债占总负债的比重增长至92.93%。公司长期借款主要为国家开发银行广西分行的质押借款，2019年末借款规模合计298.62亿元，较上年减少10.42%，主要系归还部分棚户区委托贷款所致。根据桂政函[2014]97号文，公司与广西壮族自治区政府签署棚改项目的委托代建协议，负责承接国开行贷款、资金转借及偿债资金的归集偿还。公司以依法可出质的与广西壮族自治区政府就城镇基础设施建设签订的《委托代建协议》项下的应收账款为此部分款项提供质押担保。公司应付债券系本期债券，2019年期末余额为17,913.29万元。截至2019年末，公司长期应付款余额为9.36亿元，主要包括国开发展基金有限公司投资款项7.30亿元，5年内公司需按照收到发展基金的1.2%支付利息；建信金融租赁有限公司融资租赁款项2.86亿元，租赁期限为7年，年利率为5年期人民币贷款基准利率。专项应付款主要为项目建设专项资金，2019年末专项应付款余额为1.88亿元，以五象新区核心区路网项目建设资金为主，同比降低55.60%，主要系部分款项已用于项目建设所致。

**表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	9,384.81	0.28%	13,246.13	0.35%
其他应付款	168,978.56	5.04%	137,145.88	3.59%
一年内到期的非流动负债	51,046.00	1.52%	121,696.00	3.18%

<b>流动负债合计</b>	<b>237,082.71</b>	<b>7.07%</b>	<b>285,582.28</b>	<b>7.47%</b>
长期借款	2,986,235.46	89.05%	3,333,666.46	87.16%
应付债券	17,913.29	0.53%	35,791.74	0.94%
长期应付款	93,562.00	2.79%	127,353.00	3.33%
专项应付款	18,785.83	0.56%	42,311.87	1.11%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,116,496.58</b>	<b>92.93%</b>	<b>3,539,123.08</b>	<b>92.53%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,353,579.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,824,705.36</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	3,148,756.75	93.89%	3,618,507.20	94.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模达到314.88亿元，较上年末降低12.98%，扣除委托贷款之后的有息债务为17.05亿元，较上年末降低20.44%。

**表 10 2018-2019 年末公司扣除委托贷款后部分偿债指标**

项目	扣除委托贷款		未扣除委托贷款	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
资产负债率	25.78%	27.68%	75.63%	77.68%
有息债务（万元）	170,521.29	214,340.74	3,148,756.75	3,618,507.20

注：扣除委托贷款的有息债务=有息债务-长期借款中质押借款；

扣除委托贷款的资产负债率=（负债总额-长期借款中质押借款）/（资产总额-长期借款中质押借款）；  
2018 年数据采用 2019 年期初数。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

根据公司提供的有息债务偿还期限分布来看，2020-2021年分别需偿还债务本金5.10亿元和2.60亿元，存在一定的集中偿付压力。

**表 11 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	51,046.00	26,046.00	8,046.00	85,383.29

注：有息债务偿还期限分布表扣除了委托贷款。

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，2019年公司资产负债率为75.63%，若剔除棚改项目委托贷款的影响，公司资产负债率为25.78%，较上年减少1.90个百分点，负债水平有所下降。短期偿债能力方面，2019年公司现金短期债务比下降至0.42，短期偿债压力有所上升。2019年公司EBITDA利息保障倍数提高至0.79，仍处于较低水平。整体而言，扣除委托贷款之后公司资产负债率有所下滑，但有息负债规模仍较大，EBITDA利息保障倍数处于较低水平，公司仍面临一定的债务压力。

**表 12 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
------	--------	--------



资产负债率	75.63%	77.68%
现金短期债务比	0.42	2.63
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58
有息债务/EBITDA	24.02	21.04

注：表中有息债务、短期债务均扣除委托贷款。

资料来源：公司 2018-2019 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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

#### 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2019年12月31日，公司对外担保金额为44.68亿元，占2019年末净资产的比重为41.35%，对外担保对象包括旅发集团、城投置业、广西民旺房地产开发有限公司和广西文旅健康产业集团有限公司，均为公司关联方。公司对外提供担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 13 截至 2019 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	是否采取反担保措施
广西旅游发展集团有限公司	362,133.00	2033 年 7 月 27 日	否
广西城投置业集团有限公司	38,640.00	2022 年 11 月 4 日	否
广西民旺房地产开发有限公司	26,000.00	2020 年 12 月 22 日	否
广西文旅健康产业集团有限公司	20,021.59	2022 年 4 月 1 日	否
<b>合计</b>	<b>446,794.59</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、评级结论

广西壮族自治区产业结构逐渐优化，第三产业发展加速，2019年实现地区生产总值21,237.14亿元，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好的基础；2019年公司获得自治

区重大公益性项目片区路网工程建设项目补助资金等各类补贴2,545.00万元，占利润总额的比重为39.54%，政府补助有效提升了公司利润水平。

同时中证鹏元也关注到，公司7家子公司全部划出，2019年公司未实现主营业务收入，营业收入规模大幅下降至4,596.30万元，同时净资产规模有所下滑；公司资产以市政建设项目和委托贷款为主，流动性较弱；截至2019年末，公司主要在建项目至少尚需投入资金17.88亿元，在建项目面临一定的资金压力；截至2019年末，公司有息债务规模达到314.88亿元，扣除委托贷款之后的有息债务为17.05亿元，现金短期债务比下滑至0.42，仍面临一定的债务压力；公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	21,269.71	134,613.99	287,935.55
应收账款	1,032.00	15,528.81	33,251.51
其他应收款	132,603.88	153,218.78	89,308.65
存货	208,532.92	235,057.43	563,871.78
长期应收款	73,000.00	73,000.00	764,840.84
长期股权投资	2,107.61	2,012.97	268.81
在建工程	159,567.17	150,063.76	221,568.99
其他非流动资产	3,835,644.20	4,143,123.63	4,549,522.19
总资产	4,434,172.77	4,923,728.66	6,556,301.46
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	9,384.81	13,246.13	156,229.29
其他应付款	168,978.56	5.04%	115,666.47
一年内到期的非流动负债	51,046.00	121,696.00	26,046.00
长期借款	2,986,235.46	3,333,666.46	4,852,130.00
应付债券	17,913.29	35,791.74	53,736.67
长期应付款	93,562.00	127,353.00	105,499.00
专项应付款	18,785.83	42,311.87	42,311.87
总负债	3,353,579.29	3,824,705.36	5,458,325.15
有息债务	3,148,756.75	3,618,507.20	5,037,411.67
所有者权益	1,080,593.48	1,099,023.30	1,097,976.31
营业收入	4,596.30	51,746.10	63,530.56
营业利润	6,437.31	8,997.47	16,756.81
营业外收入	0.00	687.96	1,282.60
净利润	5,463.66	7,581.27	16,723.73
经营活动产生的现金流量净额	53,497.48	137,391.08	26,194.09
投资活动产生的现金流量净额	266,891.25	324,436.32	-601,345.93
筹资活动产生的现金流量净额	-433,733.01	-615,148.96	411,906.61
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	99.94%	14.68%	12.69%
收现比	1.06	0.91	1.73
产权比率	310.35%	348.01%	497.13%
资产负债率	75.63%	77.68%	83.25%
扣除委托贷款的资产负债率	25.78%	27.68%	42.72%
现金短期债务比	0.42	2.63	11.05

EBITDA（万元）	7,100.10	10,187.79	19,825.78
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58	0.63
有息债务/EBITDA	24.02	21.04	20.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	$1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

## 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。