

2015年桂林市经济建设投资总公司企业 债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

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

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2015年桂林市经济建设投资总公司企业债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-22	2020-6-18

债券概况

债券简称：15 桂林债/PR 桂经投

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2022-4-22

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%

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：刘洁筠
liujy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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：桂林市经济保持增长，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，自来水业务具有区域垄断性；同时中证鹏元也关注到，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。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，自来水业务在区域内仍将保持垄断性。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	285.05	281.99	272.54
所有者权益	142.20	141.06	139.22
总债务	85.55	81.51	76.30
资产负债率	50.11%	49.98%	48.92%
现金短期债务比	0.76	0.91	0.85
营业收入	9.13	9.80	9.31
其他收益	0.27	0.38	0.31
利润总额	1.80	2.62	2.05
销售毛利率	39.95%	44.31%	45.04%
EBITDA	4.58	5.37	4.91
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.97	0.88
经营活动现金流净额	4.13	5.63	6.56
收现比	0.96	1.06	1.03

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **桂林市经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。**桂林市旅游资源丰富，尽管 2020 年旅游业受疫情冲击较大，但在持续修复下全年经济增速转正，实现地区生产总值 2,130.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.1%，为公司发展提供了良好基础。
- **公司收入来源较为多元化，自来水业务具有区域垄断性。**公司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，且自来水销售、自来水工程施工及污水处理业务具有区域垄断性。

关注

- **资产流动性偏弱。**公司资产以应收款项、投资性房地产和在建工程为主，截至 2020 年末应收款项（含应收账款、其他应收款和长期应收款）合计占总资产的比重为 28.20%，对公司资金存在较大规模的占用；其他非流动资产中包含公益性资产 18.22 亿元，整体资产流动性偏弱。
- **面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建市政项目至少尚需投入资金 29.65 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **存在一定的偿债压力。**截至 2020 年末，公司总债务规模为 85.55 亿元，占总负债的比重为 59.89%，现金短期债务比下滑至 0.76，面临一定的债务偿还压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额占期末净资产的比重为 8.16%，其中 8.70 亿元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。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年4月22日公开发行7年期10亿元企业债券，募集资金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2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为865.12万元。

三、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2020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（以下简称“桂林市国资委”），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。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2021年5月公司股权结构图见附录二。

截至2020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），与上一年度一致。

表1 截至2020年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	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
桂林市自来水有限公司	自来水公司	100,456.04	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

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳

增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年桂林市经济保持增长，但经济增速和固定资产投资增速均有所放缓

2020年桂林市实现地区生产总值2,130.41亿元，按可比价格计算，比上年增长2.1%，增速同比下降4.4个百分点。其中，第一产业增加值同比增长6.2%，第二产业增加值同比增长4.6%，第三产业增加值同比下滑0.7%。桂林市三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为22.8%、22.8%和54.4%。2020年桂林市人均地区生产总值为43,203元，比上年增长4.62%，是全国人均地区生产总值的59.63%，区域经济发展水平仍较低。

2020年桂林市全部工业增加值比上年增长5.2%，其中规模以上工业增加值增长6.7%。分产业类型来看，采矿业增加值增长10.3%，制造业增加值增长3.3%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值增长27.1%。

2020年桂林市固定资产投资比上年增长4.0%，增速同比下滑5.3个百分点；分产业看，第一产业投资增长1.1%；第二产业投资增长11.2%，其中工业投资增长9.9%；第三产业投资增长2.6%。固定资产投资仍

是推动桂林市经济增长的重要动力，但疫情影响下2020年整体增速有所放缓。

桂林市旅游资源丰富，旅游业为经济发展提供了良好动能，但疫情对2020年区域内旅游经济形成较大冲击。全市2020年接待国内游客10,231.37万人次，同比下降24.3%。国内旅游总消费1,231.09亿元，同比下降28.9%。

表2 桂林市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,130.41	2.1%	2,105.56	6.5%
第一产业增加值	484.46	6.2%	-	6.0%
第二产业增加值	486.48	4.6%	-	7.2%
第三产业增加值	1,159.47	-0.7%	-	6.5%
工业增加值	-	5.2%	-	5.5%
固定资产投资	-	4.0%	-	9.3%
社会消费品零售总额	888.91	8.1%	1,095.20	10.0%
进出口总额	72.14	2.2%	70.58	-2.6%
存款余额	4,023.56	11.0%	3,624.70	3.9%
贷款余额	3,256.41	15.0%	2,829.19	13.8%
人均 GDP（元）		43,203		41,294
人均 GDP/全国人均 GDP		59.63%		58.25%

资料来源：2019-2020年桂林市国民经济与社会发展统计公报、2019年广西统计年鉴，中证鹏元整理

2020年桂林市实现公共财政收入111.49亿元，同比下滑27.0%；实现政府性基金收入135.09亿元，同比下降1.5%。

除公司外，桂林市主要基础设施建设主体还包括桂林市交通投资控股集团有限公司（以下简称“桂林交投”），其业务包括公交运营、旅游运营、其他交通运营和物业租赁管理，还涉足交通设施及其他基建投资业务。

表3 桂林市主要平台情况（单位：亿元）

主要平台	主营业务	指标	2020年
桂林经投	公租房授权经营、自来水销售、自来水工程施工收入、排水污水处理以及漓江景区门票分成等	总资产	285.05
		所有者权益	142.20
		资产负债率	50.11%
		营业收入	9.13
		利润总额	1.80
桂林交投	交通运营、旅游运营、其他交通运营、汽车销售等	总资产	260.37
		所有者权益	125.60
		资产负债率	51.76%
		营业收入	18.53
		利润总额	1.26

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、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，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，收入来源较为多元化。2020年公司实现主营业务收入8.91亿元，同比下滑8.13%，主要系疫情影响下漓江游船票分成收入大幅下降所致。毛利率方面，2020年主营业务毛利率为38.79%，同比下滑5.39个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
自来水销售收入	24,182.74	38.46%	24,054.34	37.18%
公租房授权经营收入	22,239.48	61.90%	22,239.48	61.86%
自来水工程施工	18,337.54	22.75%	17,695.36	28.83%
排水污水处理	15,602.02	10.18%	16,751.19	14.41%
漓江游船票分成收入	1,699.75	62.52%	7,847.52	91.88%
机场路通行费收入	4,466.55	82.64%	5,463.22	83.05%
排水工程施工	207.29	2.58%	684.75	4.04%
其他	2,351.74	41.27%	2,236.13	37.91%
合计	89,087.12	38.79%	96,971.99	44.18%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公租房授权经营收入规模及盈利能力表现稳定，是公司重要的收入来源，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产局经营管理的批复》（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产局经营管理的批复》（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。

2020年公司实现公租房授权经营收入2.22亿元，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24.96%，系公司的重要收入来源；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，实际供水量和实际售水量保持增长；2020年平均水价为1.72元/立方米，较上年降低0.01元/立方米，实现自来水销售收入2.42亿元，业务毛利率小幅增长至38.46%。受益于2020年自来水公司城北水厂工程项目（二期）基本完工，自来水公司设计供水能力增长至64万立方/日，未来自来水销售收入有望进一步增加。

表5 自来水公司主要经营数据

项目	2020年	2019年
设计供水能力（万立方/日）	64	44
实际供水量（万立方米）	16,292	16,043
实际售水量（万立方米）	14,044	13,882
平均单位水价（元/立方米）	1.72	1.73
自来水用户（户）	654,381	624,084

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。2020年公司实现排水污水处理收入1.56亿元，同比下滑6.86%；污水处理能力和实际污水处理量与上年基本持平；污水集中处理率达到100%，污水处理成本由2019年的1.65元/吨下降至1.54元/吨。根据2017年桂林市物价局、财政局及城市管理委员会下发文件，污水处理收费标准分别为：居民生活用水1.15元/立方米、非居民用水1.40元/立方米、特种用水1.70元/立方米。受各期用水构成及财政拨付的结余污水处理费影响，业务毛利率存在一定波动。

表6 2019-2020年排水公司主要经营数据

项目	2020年	2019年
实际污水处理量（万吨）	11,221.08	11,311.88
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%
污水处理成本（元/吨）	1.54	1.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，2020年公司实现自来水工程施工收入1.83亿元，业务毛利率为22.75%，较上年降低6.08个百分点，近年来该业务毛利率水平持续下滑，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 2020年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	完工日期	业主名称
给水管道工程施工合同	218.51	2020.6	2020.10	桂林海林经济发展有限公司
给水管道及水表安装工程施工合同	126.78	2020.5	2020.8	桂林慧佳房地产开发有限公司

给水管道及水表安装工程施工合同	102.37	2020.4	2020.6	桂林君胜投资有限公司
-----------------	--------	--------	--------	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，但受各业务成本变动，盈利能力有所波动。

疫情冲击下，2020年公司漓江景区门票分成收入下滑，未来收入规模仍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。根据桂林市发展和改革委员会、桂林漓江风景名胜区管理委员会发布的市发改价格字[2019]8号文件《桂林市发展和改革委员会、桂林漓江风景名胜区管理委员会关于漓江景区精华游门票及游船交通服务价格等有关事项的通知》，在现行漓江景区精华游门票总价不变的基础上，将原“一票制”改为“两票制”，漓江景区精华游门票按54元/人次标准执行，三星级、四星级游船交通服务价格分别按161元/人次、306元/人次标准执行，五星级及定制化游船交通服务价格实行市场调节价，票价均不设置淡旺季价格。疫情影响下，2020年景区出台了各类优惠政策，当期门票均价大致在185.86元/人次，较上一年度下滑78.08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，2020年公司所获得的门票收入分成比例为18.67%，与上年基本持平。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。疫情冲击下，2020年公司实现漓江景区门票分成收入大幅下滑至1,699.75万元，毛利率下降至62.52%。

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
2018年	1,480,049	43,928.00	10,669.48
2019年	1,512,589	39,923.32	7,847.52
2020年	489,748	9,102.53	1,699.75

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年桂林市旅游业受疫情冲击较大，随着疫情减缓，预计行业业绩将逐步修复。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，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9。根据广西壮族自治区人民政府桂政函[2020]48号《广西壮族自治区人民政府关于桂林机场路改扩建工程收费期限的批复》，同意延长收费期限至2036年7月31日。疫情影响下，2020年机场路车流量及通行费收入均有所下滑。长期来看，通行费收入具有一定的可持续性，是公司收入来源的有益补充。

表9 2019-2020年公司机场高速公路经营情况

项目	2020年	2019年
车流量（辆）	8,752,126	9,584,762
通行费收入（万元）	4,466.55	5,463.22

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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座客车，≤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，中证鹏元整理

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

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阳江南路工程、桂林市环境综合治理工程等多个市政工程项目。截至2020年末，西二环及西二环延长线工程、南溪河工程、西站东路工程已完工尚未结算，公司主要在建市政项目预计总投资规模为61.08亿元，已投入资金32.90亿元，剔除已投资超过预计总投资的项目，至少尚需投入资金29.65亿元，未来项目建设面临较大的资金支出压力。

表11 截至2020年末公司主要在建市政项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
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	86,026.57	2,819.43
桂林市环境综合治理工程	74,041.00	29,443.06	44,597.94
万福东路工程	71,520.00	83,420.97	-
排水其他工程支出	59,091.70	7,633.26	51,458.44
调整西二环延长线工程	57,190.47	34,553.18	22,637.29
漓江排污综合治理（2015）	46,626.43	24,778.01	21,848.42

第二水源工程	24,419.38	13,771.19	10,648.19
会议中心工程	22,855.00	11,416.02	11,438.98
漓江排污综合治理（2016）	13,963.00	8,007.13	5,955.87
城北污水收集工程	12,075.97	6,288.73	5,787.24
管网改造及维修工程	6,196.56	2,590.94	3,605.62
万达地下停车场工程	5,321.17	7,001.15	-
机场路北侧 DN800	6243.00	7,299.59	-
西门立交桥至东安路新建路改造工程	2,160.91	2,025.07	135.84
合计	610,820.59	328,979.59	296,478.54

注：1、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；2、万福东路工程及万达地下停车场工程涉及的征地拆迁费用未纳入总投资金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。截至2020年末公司资本公积达103.37亿元，与上年末一致，主要为政府资产划拨和资本金注入；2020年公司获得日常经营相关的政府补助2,569.14万元，对公司利润水平形成一定提升。

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容城会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，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），与上年一致。

资产结构与质量

2020年公司总资产规模较稳定，资产以应收款项、投资性房地产及在建工程为主，资产流动性偏弱

截至2020年末，公司总资产规模为285.05亿元，较为稳定。公司资产以应收款项、投资性房地产、在建工程等资产为主，2020年末非流动资产占总资产的比重为78.13%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.40	4.00%	13.49	4.78%
其他应收款	48.52	17.02%	50.49	17.90%
存货	1.92	0.67%	1.71	0.61%
流动资产合计	62.34	21.87%	66.14	23.45%
长期应收款	31.51	11.05%	28.88	10.24%

投资性房地产	42.87	15.04%	43.78	15.52%
在建工程	81.56	28.61%	74.89	26.56%
无形资产	25.48	8.94%	26.11	9.26%
其他非流动资产	19.00	6.67%	18.85	6.68%
非流动资产合计	222.71	78.13%	215.85	76.55%
资产总计	285.05	100.00%	281.99	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款为主，截至2020年末货币资金余额为11.40亿元，其中2.20亿元为质押的银行存款定期存单。公司其他应收款主要为应收代拨的棚户区建设工程款及其他往来款项，2020年末前五名应收对象主要包括应收各单位代拨棚户区款（欠款合计为28.61亿元）及应收桂林高新技术产业开发总公司往来款3亿元，占其他应收款期末余额合计数的64.55%，欠款较为集中，且对桂林誉洲投资开发有限公司往来款3,375.59万元全部计提坏账准备，预计无法收回；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。2020年末公司存货账面价值为1.92亿元，包括开发成本、工程施工、原材料等，其中1.35亿元开发成本系自来水公司下属子公司源泉房地产开发有限公司的临桂地王大厦（即源泉尚璟楼盘），已于2021年1月基本完工，尚未结算。该项目已于2018年获得预售许可证，截至2020年末，住宅部分可售面积为4.13万平方米，已售面积为3.89万平方米；商铺可售面积为0.32万平方米，已售面积为0.10万平方米。

截至2020年末，公司长期应收款同比增长9.10%，应收对象主要为桂林市二、三期棚户区实施业主、桂林市雁山城市建设投资有限公司和桂林市财政局，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，采用成本模式计量，近年来规模相对稳定；发展大厦（出租部分）由在建工程转入，由于未完成竣工决算，尚未办妥产权证书，账面价值为2.12亿元，2020年形成出租收入1,276.81万元。截至2020年末，公司在建工程规模为81.56亿元，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。其中西二环工程、南溪河工程、西站东路工程等工程已完工尚未办理竣工结算。公司无形资产主要包括土地使用权和桂林大厦经营权，2020年末账面价值为25.48亿元。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，2020年末其他非流动资产规模为19.00亿元，其中公益性资产18.22亿元。

整体来看，公司总资产规模较为稳定，资产以应收款项、投资性房地产、在建工程为主，截至2020年末应收款项（含应收账款、其他应收款和长期应收款）合计占公司总资产的比重为28.20%，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。

收入质量与盈利能力

公司收入和利润规模下滑，整体盈利能力仍较好

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。受疫情冲击漓江景区门票分成收入下滑影响，2020年公司实现营业收入9.13亿元，同比下滑6.83%。2020年公司收现比为0.96，主业回款能力略有下降，仍处于较高水平。

2020年公司其他收益0.27亿元，主要为子公司排水公司价格补贴收入和专项经费补助，对营业利润形成有益补充。由于营业收入下滑及公司所持可供出售金融资产本期分红规模下降，2020年利润总额为1.80亿元，同比下滑31.41%，销售毛利率下滑至39.95%，仍表现较好。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	9.13	9.80
收现比	0.96	1.06
营业利润	1.83	2.70
其他收益	0.27	0.38
利润总额	1.80	2.62
销售毛利率	39.95%	44.31%

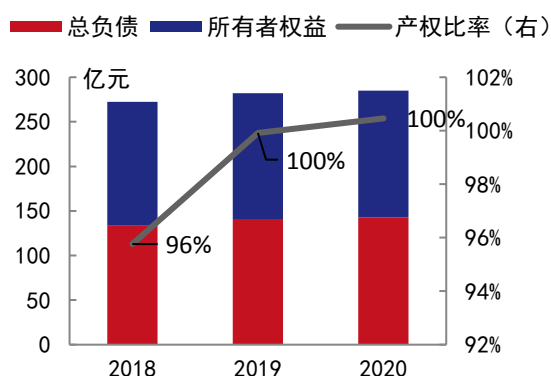
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模有所增长，仍存在一定偿债压力

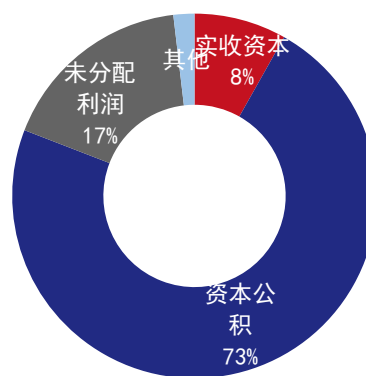
截至2020年末，公司负债总额为142.85亿元，同比增长1.36%。受益于经营利润的积累，公司所有者权益小幅增长至142.20亿元。2020年末公司产权比率为100.46%，资本结构较为稳定。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司短期借款包括质押借款2.52亿元和信用借款4.35亿元，其中质押借款的质押物为排水公司污水处理收费权及定期存款单。公司预收款项2020年末余额为3.46亿元，主要系自来水公司“三

供一业”项目预收工程款和临桂地王大厦项目预收的购房款。截至2020年末，其他应付款（不含利息）余额为4.86亿元，同比增长74.16%，主要系2020年新增桂林融创城投资有限公司3亿元往来款所致。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款4.05亿元、应付债券2.00亿元及长期应付款2.00亿元。

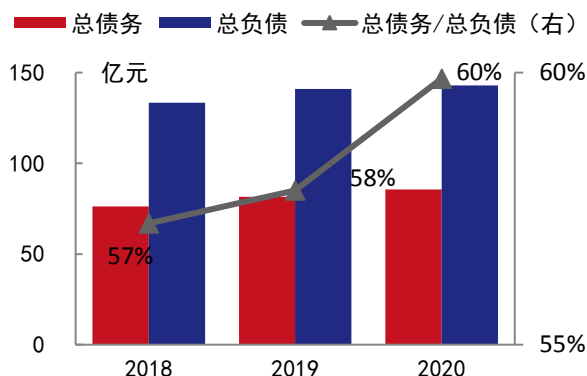
公司非流动负债规模较大，2020年末占总负债的比重为82.58%。截至2020年末，公司长期借款增长至50.02亿元；其中质押借款余额30.33亿元，质押物包括公司与桂林市政府签订的《还款差额补足协议》下享有的全部权益和收益、公司与桂林市住房和城乡建设委员会签订的政府购买服务协议及其补充协议项下应收账款、排水公司污水处理收费权、公司与桂林市政府签订的路网工程建设项目委托代建协议项下享有的全部权益和收益等。截至2020年末，公司应付债券均为本期债券。截至2020年末，公司长期应付款余额18.61亿元，主要系应付广西城建投资集团有限公司的国开行转贷资金（公司作为“统借统还”主体，各城区承担棚户区改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及基建财政拨款，规模较大。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

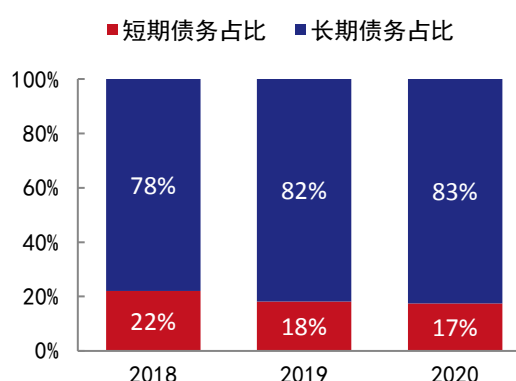
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.87	4.81%	2.69	1.91%
预收款项	3.46	2.42%	3.22	2.29%
其他应付款	4.86	3.40%	2.79	1.98%
一年内到期的非流动负债	8.05	5.63%	11.16	7.92%
流动负债合计	24.89	17.42%	21.85	15.50%
长期借款	50.02	35.02%	44.54	31.60%
应付债券	2.00	1.40%	4.00	2.84%
长期应付款	18.61	13.03%	18.12	12.86%
专项应付款	47.32	33.13%	52.42	37.19%
非流动负债合计	117.96	82.58%	119.09	84.50%
负债合计	142.85	100.00%	140.94	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、其他应付款中有息债务、一年内到期的有息债务、长期借款、应付债券及长期应付款中有息部分。截至2020年末，公司总债务规模为85.55亿元，同比增长4.95%，占总负债的比重为59.89%，规模较大，其中短期债务占总债务的比重为17.44%。

图3 公司债务占总负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，公司近年来资产负债水平较为稳定，2020年末资产负债率为50.11%。短期偿债指标方面，2020年末公司现金短期债务比下滑至0.76，货币资金对短期债务覆盖程度一般，存在一定的偿债压力。同期EBITDA利息保障倍数为1.09，现金生成能力对利息支付的保障程度尚可。当前公司融资以收费权、应收账款质押等质押借款为主，账面可抵押土地规模较小；截至2020年末，公司获得银行机构授信额度为198.87亿元，剩余额度为66.75亿元，其中国家开发银行授信剩余额度较大，再融资弹性尚可。

表15 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	50.11%	49.98%
现金短期债务比	0.76	0.91
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.97

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（本部为2021年5月10日、自来水公司为2021年5月26日），公司本部及自来水公司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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额合计为11.60亿元，其中8.70亿元为对桂林市其他城投企业的担保，借款用途为市政基础设施建设。2020年公司新增对桂林坤弘量子信息科技有限公司（桂林国家高新技术产业开发区管理委员会通过桂林漓东科技投资有限公司间接持股34%）的2.90亿元担保，由桂林漓东科技投资有限公司提供反担保。截至2020年末，公司对外担保余额占净资产的比重为8.16%，对桂林市其他政

府平台的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。

表16 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
桂林国投产业发展集团有限公司	8,700	2033/9/29	否
桂林国投产业发展集团有限公司	6,000	2025/12/29	否
桂林市交通投资控股集团有限公司	72,320	2036/3/28	否
桂林坤弘量子信息科技有限公司	29,000	2021/7/21	是
合计	116,020	-	-

资料来源：公司提供

八、结论

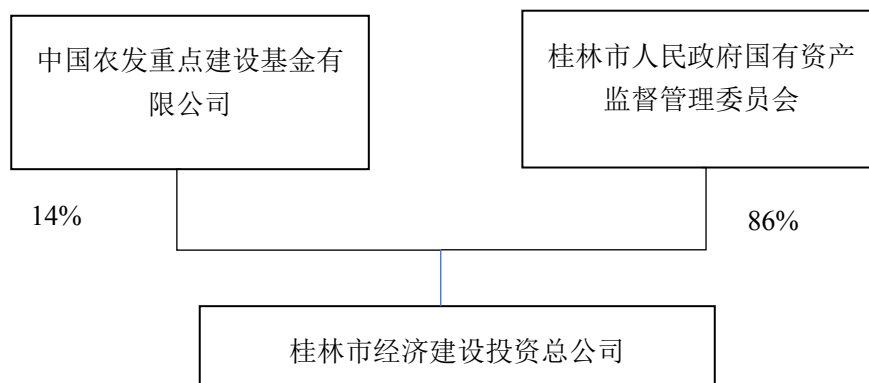
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	11.40	13.49	14.23
其他应收款	48.52	50.49	49.98
流动资产合计	62.34	66.14	66.11
长期应收款	31.51	28.88	23.77
投资性房地产	42.87	43.78	42.72
在建工程	81.56	74.89	70.63
非流动资产合计	222.71	215.85	206.44
资产总计	285.05	281.99	272.54
短期借款	6.87	2.69	1.21
一年内到期的非流动负债	8.05	11.16	15.60
流动负债合计	24.89	21.85	22.21
长期借款	50.02	44.54	35.67
应付债券	2.00	4.00	9.00
长期应付款	18.61	18.12	12.65
专项应付款	47.32	52.42	53.78
非流动负债合计	117.96	119.09	111.11
负债合计	142.85	140.94	133.32
总债务	85.55	81.51	76.30
所有者权益	142.20	141.06	139.22
营业收入	9.13	9.80	9.31
营业利润	1.83	2.70	2.13
其他收益	0.27	0.38	0.31
利润总额	1.80	2.62	2.05
经营活动产生的现金流量净额	4.13	5.63	6.56
投资活动产生的现金流量净额	-5.17	-8.20	10.71
筹资活动产生的现金流量净额	-3.26	1.84	-37.75
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	39.95%	44.31%	45.04%
收现比	0.96	1.06	1.03
资产负债率	50.11%	49.98%	48.92%
现金短期债务比	0.76	0.91	0.85
EBITDA（亿元）	4.58	5.37	4.91
EBITDA 利息保障倍数	1.09	0.97	0.88

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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	$\text{EBITDA} / \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}$
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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录四 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。