



2018年第一期、2019年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2018年第一期、2019年第一期梧州市城市建设投资开发有限公司 城市地下综合管廊建设专项债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 梧州城投债 01/PR 梧州 01	AAA	AAA
19 梧州城投债 01/PR19 梧州	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：梧州市城市建设投资开发有限公司（以下简称“梧州城投”或“公司”）是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，保障房项目储备较多且获得的外部支持力度仍较大，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证担保有效提升了“18 梧州城投债 01/PR 梧州 01”、“19 梧州城投债 01/PR19 梧州”（以下统称“本期债券”）的信用水平；但中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，财务杠杆率水平较高，资金压力较大，存在较大或有负债风险，且募投项目建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要业务仍具有可持续性，且将继续获得较大力度外部支持。

评级日期

2023年06月28日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	110.97	104.83	102.91
所有者权益	34.31	33.33	33.09
总债务	30.00	30.35	27.53
资产负债率	69.08%	68.21%	67.85%
现金短期债务比	-	-	1.27
营业收入	0.29	3.92	2.42
其他收益	1.12	0.78	1.53
利润总额	0.94	0.49	1.45
销售毛利率	20.58%	6.70%	17.56%
EBITDA	1.09	0.88	2.08
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.53	1.23
经营活动现金流净额	2.11	-1.73	-1.58

注：标“-”数据系短期债务规模为0所致。

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司保障房项目储备较多。**公司是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要在建保障性住房项目较多，截至 2022 年末，主要保障房项目总建筑面积为 74.52 万平方米，项目储备较为充足。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2022 年，梧州市财政局向公司拨付财政补贴 1.12 亿元，均为化债资金，计入其他收益。
- **保证担保有效提升了信用水平。**经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为 AAA，其为公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **募投项目建设进度不及预期，未来收入实现存在不确定性。**截至 2022 年末，公司募投项目仍未开展实质性建设工作，建设进度不及预期。该项目能否实现预期收入存在不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以应收款项、存货及在建工程为主，应收款项规模较大，对资金形成一定占用，回收时间存在不确定性，存货及在建工程等资产短期集中变现难度较大。
- **公司资金压力较大。**截至 2022 年末，公司主要在建的代建基础设施项目和自营项目计划总投资 75.29 亿元，尚需投入 41.82 亿元；主要在建保障房总投资规模达 65.52 亿元，尚需投资 31.51 亿元；整体来看，公司资金缺口仍较大。
- **财务杠杆率水平较高。**近年随着公司业务推进，总负债规模增长至 76.67 亿元，但资本实力并未显著增强，2022 年末产权比率增至 223%；近年公司资产负债率呈持续攀升态势，2022 年末达 69.08%。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额 19.82 亿元，占同期末所有者权益的 57.77%，被担保方主要为当地国有企业及事业单位，基本未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
梧州城投集团	梧州市主城区内平台整合主体，梧州东泰、梧州城投及广瀚文化的母公司，业务板块涵盖市政建设、房地产开发、建筑工程、资产管理及运营	564.23	241.43	34.65
梧州东泰	梧州市基础设施建设主体，主要负责棚户区建设项目	354.42	187.48	9.18
粤桂合作公司	粤桂合作特别试验区基础设施建设主体	133.67	47.80	7.97
梧州苍建	苍海新区基础设施建设主体	103.28	39.67	6.08
梧州城投	梧州东泰子公司，梧州市城区基础设施工程建设主体	110.97	34.31	0.29
广瀚文旅	梧州市旅游设施开发	9.79	0.79	0.00

注：（1）梧州城投集团为梧州市城建投资发展集团有限公司的简称、梧州东泰为梧州市东泰国有资产经营有限公司的简称、粤桂合作公司为广西梧州粤桂合作特别试验区投资开发有限公司的简称、梧州苍建为梧州市苍海建设开发有限公司简称、梧州城投为梧州市城市建设投资开发有限公司的简称、广瀚文旅为广西梧州市广瀚文化旅游投资发展集团有限公司简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：各公司公开 2022 年审计报告、同花顺 iFinD、公司提供，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的1-5分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，梧州市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与梧州市人民政府的联系非常紧密以及对梧州市人民政府非常重要。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2022-06-29	陈刚、赵婧	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2019V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AAA	2018-11-13	黎佳卉、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
18 梧州城投债 01/PR 梧州 01	5.00	4.00	2022-06-29	2028-11-28
19 梧州城投债 01/PR19 梧州	4.50	3.60	2022-06-29	2029-03-26

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年11月发行“18梧州城投债01/PR梧州01”，于2019年3月发行“19梧州城投债 01 /PR19梧州”（合称为“本期债券”），均为10年期固定利率债券，发行规模分别为5.00亿元和4.50亿元。募集资金计划用于梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目（以下简称“募投项目”）以及补充流动资金。截至2023年04月30日，募集资金专项账户余额为300.20万元。根据公司提供的说明，募集资金有0.5亿元用于募投项目前期投入，其余资金均用于补充流动资金。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，2022年末公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，控股股东仍为梧州市东泰国有资产经营有限公司，实际控制人仍为梧州市人民政府。

公司作为梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要承担梧州市范围内工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务。2022年公司合并范围子公司未发生变动，年末纳入合并范围的子公司共2家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底

线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

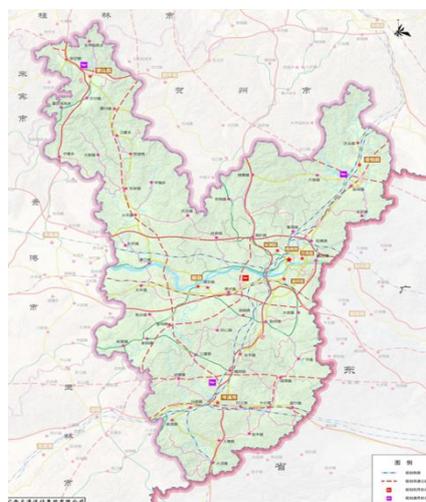
区域经济环境

梧州市经济实力处于广西中下游水平，得益于毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设，近年经济实现较快发展；梧州市政府性基金收入持续下滑，地方政府债务余额持续扩张

区位特征：依靠毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设。梧州市地处广西壮族自治区（以下简称“广西”或自治区）东部，是广西东大门，位于珠三角经济圈、北部湾经济带、大西南经济圈和西江经济带的交汇点。截至2022年末，梧州市辖万秀区、蝶山区、长洲区、苍梧县、岑溪市、藤县和蒙山县，总面积1.26万平方公里。

梧州市深耕“东融”战略，全面对接大湾区，深度融入珠三角，一方面，积极推动产业融合发展，加快开发粤桂合作特别试验区；另一方面，进一步完善交通运输体系，水运方面，建成西江航运干线贵港至梧州3,000吨级航道二期工程，港口集装箱吞吐量居广西内河港口第一位，辖区内的长洲水利枢纽船闸系西江航运干线最后一个梯级船闸，实现西江干流南宁—贵港—梧州—广州2,000吨级船舶直接通江达海；铁路方面，加快建设柳广铁路柳州至梧州段、南深铁路玉林至岑溪段，力争开工建设岑罗铁路；公路方面，“一环七射三连线”高速公路网络基本确立，其中有4条与广东高速公路网络相接；民航方面，推动西江机场改扩建工程前期工作。

图 1 梧州市区位图



资料来源：梧州“十四五”综合交通规划示意图

经济发展水平：梧州市经济总量（GDP）在自治区14个地市中排名第9，经济发展水平一般，2022年房地产开发投资下滑较多。近年梧州市经济保持较快增长，2022年全区实现地区生产总值1,419.67亿元，在广西14个地级市中排名第9；同比增长4.0%，增速高于全国和广西平均水平。2022年梧州市人均生产总值约为5.02万元，是全国平均水平的58.58%，经济发展水平一般。

近年梧州市招商引资力度较大，多个工业项目落地投产，并全力推进城市更新和棚户区改造项目建设。在工业投资及基础设施投资增速较快推动下，2020-2021年梧州市固定资产投资增速实现较快增长。2022年梧州市房地产市场下行，房地产开发投资下降33.4%；受此拖累，2022年梧州市固定资产投资增速放缓。

表1 2022年广西壮族自治区部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南宁市	5,218.34	1.4%	5.91	392.68	234.08
柳州市	3,109.09	-1.0%	7.43	151.20	211.37
桂林市	2,435.75	2.5%	4.92	125.36	62.59
玉林市	2,167.46	2.5%	3.73	76.54	60.80
北海市	1,674.21	3.5%	8.94	67.65	-
梧州市	1,419.67	4.0%	5.02	75.70	46.19
河池市	1,135.54	3.9%	3.32	58.01	32.72
崇左市	1081	6.1%	5.18	39.59	-
来宾市	901.23	3.6%	4.34	50.56	39.10

注：来宾市及柳州市人均GDP采用2022年末常住人口数据计算；其余地区人均GDP采用2021年末常住人口数据计算。
资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 梧州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,419.67	4.0%	1,369.37	10.0%	1,081.34	8.0%
固定资产投资	-	6.4%	-	21.6%	-	13.2%
社会消费品零售总额	-	1.6%	316.34	11.4%	284.01	-5.6%
进出口总额	-	-	80.81	25.3%	63.27	-3.9%
人均 GDP（万元）		5.02		4.85		3.82
人均 GDP/全国人均 GDP		58.58%		59.95%		52.75%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：梧州市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、梧州市统计局、梧州市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：在全面对接粤港澳大湾区的发展规划下，梧州市持续推动特色资源产业转型升级。随着《全面对接粤港澳大湾区加快珠江—西江经济带建设实施方案（2019—2021年）》实施，梧州市开始战略承接粤港澳大湾区产业，推动特色资源产业转型升级，积极培育再生资源、高端金属新材料、建筑材料、食品医药和电子信息产业，工业生产实现较快发展，2020-2021年规模以上工业增加值增速分别

为13.9%和15.0%。2022年梧州市翊冀精品高效钢材、沐邦高科10GW TOPCON光伏电池生产基地、建晖纸业林浆纸一体化等260个项目开竣工；梧州市鑫峰特钢有限公司年产值突破百亿元，全市百亿产值企业达到3家。但受宏观环境等影响，2022年梧州市工业经济发展承压，规模以上工业增加值同比减少0.40%。

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

财政及债务水平：梧州市政府性基金收入下滑较快，地方政府债务余额持续扩张。受宏观环境及增值税留抵退税政策的影响，2022年梧州市税收收入同比下降11.5%，财政收入质量有所下滑。梧州市发展区位优势良好，工业发展动能向好，税源持续性具备一定支撑，但受经济环境和行业景气度变化等因素影响，税收规模仍可能波动。

受房地产市场下行及土地出让不利影响，2022年梧州市政府性基金收入较2020年减少55.05%，叠加公共财政收入下滑，梧州市财政收支平衡难度进一步加大。近年来较高强度的基础设施建设力度推动梧州市专项债发行规模持续放量，地方政府债务余额持续扩张，债务余额处于自治区中游。

表3 梧州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	75.7	78.87	76.0
税收收入占比	50.65%	54.90%	54.17%
财政自给率	29.76%	30.47%	26.34%
政府性基金收入	46.19	80.74	102.75
地方政府债务余额	413.54	349.74	299.89

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：梧州市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：区域内城投平台数量较多，各平台定位清晰。截至2022年末，梧州市城投平台主要有6家，其中，梧州城投集团是梧州市主城区内平台整合主体，业务板块较多，其他平台情况详见下表。

表4 截至2022年末梧州市主要投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
梧州城投集团*	梧州市国资委	241.43	57.21%	34.65	137.54	梧州市主城区内平台整合主体，梧州东泰、梧州城投及广瀚文化均为公司子公司，业务板块

梧州东泰	梧州城投集团	187.48	47.10%	9.18	124.06	涵盖市政建设、房地产开发、建筑工程、资产管理及运营 梧州市基础设施建设主体，主要负责棚户区建设项目
粤桂合作公司*	梧州市国资委	47.80	64.24%	7.97	43.14	粤桂合作特别试验区基础设施建设主体
梧州苍建	广西梧州安澜防洪排涝工程投资有限公司	39.67	61.59%	6.08	30.58	苍海新区基础设施建设主体
梧州城投	梧州东泰	34.31	69.08%	0.29	30.00	梧州东泰子公司，梧州市城区基础设施工程建设主体
广瀚文旅	梧州市城建城市投资运营集团有限公司	0.79	91.97%	0.00	8.00	梧州市旅游设施开发

注：财务数据为 2022 年末/2022 年度；标“*”公司总债务数据直接来源于同花顺 iFinD，其余公司总债务数据通过文后附录公式计算。

资料来源：各公司公开2022年审计报告、同花顺iFinD、公司提供，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要承担梧州市范围内工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务。其中在建保障房项目规模较大，业务具有一定可持续性，但受区域环境影响，收入实现可能存在较大的波动；基础设施建设项目以道路工程等公益性项目为主，受政策和区域财政资金安排影响大，未来收入规模存在一定不确定性；土地转让业务稳定性差，导致2022年公司营业收入大幅减少

公司是梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要承担梧州市范围内工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务，2022年公司实现营业收入0.29亿元，同比大幅下降，主要系公司储备土地转让收入稳定性差，2022年末产生该收入所致。2022年主要收入来源为工程建设收入，规模为2,621.36万元，占比总收入规模的90.73%，毛利率为14.17%。其余还有少部分房产销售和租赁收入。受上述因素影响，2022年实现营业收入规模较小，销售毛利率为20.58%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
一、主营业务	2,644.45	91.53%	14.06%	1,218.89	3.11%	7.80%
工程建设	2,621.36	90.73%	14.17%	-	-	-
房地产销售	23.10	0.80%	1.92%	893.05	2.28%	7.51%
建材收入	-	-	-	325.84	0.83%	8.61%
二、其他业务	244.86	8.47%	90.98%	37,945.06	96.89%	6.66%
房产租赁	187.87	6.50%	88.50%	442.11	1.13%	100.00%

土地转让收入	-	-	-	37,496.92	95.74%	5.84%
其他收入	56.99	1.97%	99.16%	6.02	0.02%	-1754.82%
合计	2,889.32	100.00%	20.58%	39,163.95	100.00%	6.70%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

公司已签订代建协议的基础设施项目主要系道路、路网等公益性项目，受政策和区域财政资金安排影响，未来工程建设收入实现存在一定不确定性；目前公司在建项目仍较多，面临较大的资金压力；募投项目进度不达预期，未来收入存在不确定性

根据公司与梧州市人民政府签订的《梧州市基础设施建设管理协议》（以下简称“建设管理协议”），梧州市人民政府将长洲岛房屋迁改疏工程、南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程、新兴二路至红岭2号路连接线道路工程、桂江六桥工程、道路交通提升工程-军分区、游泳馆工程及南岸片区路网工程七个项目委托公司投资建设。根据协议，公司负责工程项目的质量、进度控制以及投融资工作，工程完工后，及时将验收合格的工程移交梧州市城市建设管理部门，并提交支付申请报告，梧州市人民政府收到支付申请经审核后，将工程价款拨付给公司，协议约定，梧州市人民政府支付的工程价款包括工程实际造价和投资回报，其中投资回报率为工程实际造价的20%。2022年公司确认工程建设收入2,621.36万元，毛利率为14.17%，均来自梧州市西江四桥工程。

截至2022年末，公司主要在建的代建基础设施项目和自营项目计划总投资75.29亿元，累计已投资34.08亿元，尚需投入41.82亿元，其中代建项目计划总投资61.07亿元，已投资29.36亿元，尚需投资31.71亿元。公司在建项目规模仍较大，面临较大的资金支出压力。且需要关注的是，公司目前已签订代建协议的基础设施项目主要系道路、路网等公益性项目，受政策和区域财政资金安排影响，目前公益性基础设施建设项目多处于缓建状态，未来工程建设收入存在一定不确定性。

截至2022年末，公司募投项目仍未开展实质性建设工作，根据公司提供的说明，募集资金有0.5亿元用于募投项目前期投入，其余资金均用于补充流动资金，募投项目的建设进度和未来收益实现情况存在较大不确定性。

表6 截至 2022 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订代建协议
代建项目	南广高铁梧州南站至龙圩大转盘路改工程	3.36	0.07	3.29	是
	新兴二路至红岭2号路连接线道路工程	2.91	0.08	2.83	是
	桂江六桥工程	7.00	0.00	7.00	是
	游泳馆工程	3.20	1.20	2.00	是
	南岸片区路网工程	9.87	2.22	7.65	是
	毅德商贸物流城	3.00	2.16	0.84	否
	梧州市西江四桥工程	10.52	9.03	1.49	否

	梧州市体育中心工程	3.55	2.89	0.66	否
	河东旧城棚改一期	17.66	11.71	5.95	是
	小计	61.07	29.36	31.71	-
自 营 项 目	梧州市南岸城市地下综合管廊建设项目*	12.01	1.90	10.11	-
	政府地下停车场	2.21	2.82	-	-
	小计	14.22	4.72	10.11	-
	合计	75.29	34.08	41.82	-

注：“*”为募投项目，累计投入的 1.90 亿元，并非用于实质性建设，为募投项目前期支出及本期债券的利息支出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

公司在建保障性住房项目具备一定的规模，未来保障房对外销售可形成一定的收入，但项目投资规模较大，未来需关注其资金压力，且受行业环境影响，需关注后续的去化情况

公司的房地产开发业务主要由子公司广西梧州金鼎实业有限公司（以下简称“金鼎实业”）及其控股的梧州市金日房地产开发有限公司（以下简称“金日地产”）运营，先后开发了富民小区、翰林学府、凤凰台等商品房项目，2022年公司实现房地产销售收入23.10万元，规模较小，主要为翰林学府和富民小区的销售收入。

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

截至2022年末，公司存货中尚有房地产开发成本及开发产品24.19亿元，主要在建保障房总投资规模达65.52亿元，尚需投资31.51亿元。公司在建保障性住房项目具备一定的规模，未来保障房对外销售可形成一定的收入，但部分项目投资规模较大，未来需关注其资金压力和销售状况。

表7 截至 2022 年末公司主要在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资	尚需投资	实现盈利方式
梧州市两龙片区棚户区改造项目安置区	19.57	30.36	11.24	19.12	销售
梧州市长洲岛棚户区改造（一期）项目安置区	24.74	15.09	11.32	3.77	销售

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

梧州市南岸高旺片区棚户区改造项目安置区	30.21	20.07	11.45	8.62	销售
合计	74.52	65.52	34.01	31.51	-

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

公司土地转让收入稳定性较差，2022年未产生土地转让收入

公司其他业务收入主要包括土地转让收入和房产租赁收入，2022年未产生土地转让收入。2021年土地转让收入规模较大，主要系根据梧州市国土资源储备中心出具的《收回国有建设用地使用权经济补偿合同》（梧土储字【2018】28号），因梧州市城市规划建设需要，梧州市国土资源储备中心收回子公司金鼎实业所持有的位于奥奇丽路1号及1号东，共24,831.31平方米国有建设用地土地使用权所致。因该业务收入受相关政策及政府土地规划影响较大，收入可持续性存在较大不确定性。

公司获得外部支持力度较大

2022年，梧州市财政局向公司拨付财政补贴1.12亿元，均为化债资金，计入其他收益。

六、财务分析

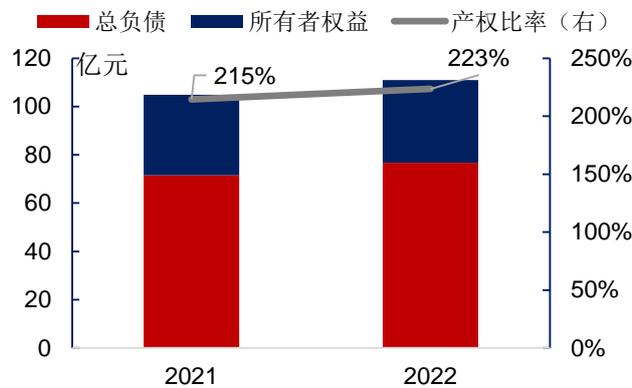
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

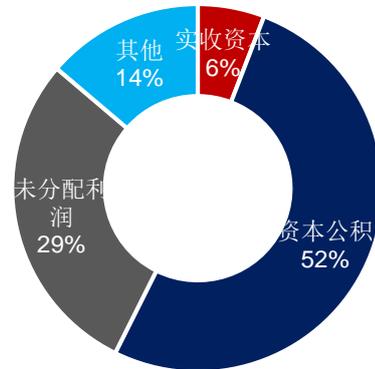
资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，应收款项对资金形成一定占用，存货及在建工程短期集中变现难度较大，整体资产流动性较弱

截至2022年末，公司所有者权益资产规模为34.31亿元，同比变动不大，主要由资本公积（占比约52%）和未分配利润（占比约29%）构成；随着公司业务的推进，总负债规模增长至76.67亿元；受上述因素影响，2022年末产权比率增至223%，财务杠杆率较高且进一步提升。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着工程项目及房地产项目持续推进，2022年末公司资产总额增至110.97亿元。从资产结构上看，公司资产仍以流动资产为主，2022年末占比为77.00%，主要由存货、在建工程和应收款项等构成。

截至2022年末，存货账面价值为53.69亿元，由拟开发土地（5.13亿元）、开发成本（23.01亿元）、开发产品（1.18亿元）及工程施工（24.37亿元）构成。拟开发土地主要系公司持有的拟用于房地产开发项目的土地，规模较去年未发生变化；开发产品及开发成本分别为竣工或尚在开发中的棚户区改造项目及房地产开发项目；工程施工项目主要由已签代建或政府购买协议的梧州市西江四桥工程、梧州市体育中心工程等项目构成。在建工程主要为两龙片区棚户区改造项目、政府地下停车场项目、滨江大道、苍海大道等，随着工程推进，2022年末账面价值增至19.05亿元。

公司其他应收款主要系与关联单位往来款，前五大欠款方分别为梧州市城建投资发展集团有限公司（占比49.17%）、梧州市城建资产管理集团有限公司（占比11.45%）、梧州市安建投资发展有限公司（占比9.76%）、梧州市城安建设工程集团有限公司（占比6.75%）、梧州市第一建筑安装工程有限公司（占比6.15%），合计占比达83.28%。考虑到应收对象主要为区域内国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性。

其余资产中，2022年末货币资金规模为3.29亿元，均为银行存款。截至2022年末，受限资产规模为4.48亿元，包括因融资抵押受限存货资产3.65亿元，及因借款质押和保证金受限的货币资金0.83亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.29	2.97%	3.69	3.52%
其他应收款	26.23	23.64%	26.37	25.15%
存货	53.69	48.38%	52.00	49.60%
流动资产合计	85.45	77.00%	83.88	80.01%

在建工程	19.05	17.16%	14.57	13.90%
非流动资产合计	25.53	23.00%	20.95	19.99%
资产总计	110.97	100.00%	104.83	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入大幅减少，土地转让业务稳定性差，政府补贴对利润贡献很大

2022年公司实现营业收入0.29亿元，同比大幅下降，主要系公司储备土地转让收入稳定性差，2022年末产生该收入所致。截至2022年末，公司主要已签订代建协议及购买协议的基础设施工程项目投资规模较大，但基础设施建设项目以道路工程等公益性项目为主，受政策和区域财政资金安排影响大，未来收入规模存在一定不确定性；公司在建保障房项目规模较大，随着项目陆续完工，未来房地产开发收入具有一定可持续性；土地转让收入取决于收储土地的出让情况，未来不确定性较大。

利润方面，2022年公司实现利润总额0.94亿元，其中政府补贴对利润贡献很大，2022年公司获得政府补助1.12亿元。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	0.29	3.92
营业利润	0.95	0.49
其他收益	1.12	0.78
利润总额	0.94	0.49
销售毛利率	20.58%	6.70%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务主要为长期债务，财务杠杆率水平较高

截至2022年末，公司总债务30.00亿元，包括长期借款（18.53亿元）、应付债券（9.05亿元）以及长期应付款中有息债务（2.42亿元，租赁借款及国开基金明股实债）。

2022年末长期借款增至18.53亿元，以质押借款和保证借款为主，主要系公司和子公司金鼎实业从中国工商银行股份有限公司梧州分行、国家开发银行股份有限公司取得的借款，成本主要在4%-5%区间。截至2022年末，应付债券余额为9.05亿元，包括“18梧州城投债01”（4.00亿元，成本7.95%）、“19梧州城投债01”（4.05亿元，成本7.90%）及梧州市建成区公共地下停车场专项债券（1.00亿元）。

截至2022年末，公司长期应付款为40.79亿元，其中，专项应付款16.99亿元，长期应付款23.80亿元；公司主要长期应付款包括：梧州粤桂合作特别试验区基金一号投资中心（有限合伙）向公司的投资款，目前投资协议仍未确定，暂放在长期应付款科目，账面余额15.50亿元；梧州市人民政府国有资产监督

管理委员会委托国开基金对子公司金鼎实业增资款，2022年末账面余额0.90亿元，金鼎实业在合同约定的时间向国开基金偿还上述增资款，国开基金在投资期间有权向金鼎实业收取投资收益，收益率最高不超过年化1.20%，由于该增资实质为“明股实债”仍计入长期应付款科目核算；融资租赁款账面余额1.52亿元，系公司从中交融资租赁有限公司及江苏融资租赁股份有限公司取得的借款；其他主要为专项债资金，系公司获得的棚户区改造项目专项债资金。

其他应付款主要为公司与股东梧州东泰等国有企业的往来款项。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	6.01	7.84%	3.07	4.29%
流动负债合计	8.17	10.66%	4.62	6.46%
长期借款	18.53	24.17%	16.96	23.72%
应付债券	9.05	11.80%	10.00	13.99%
长期应付款	40.79	53.21%	39.80	55.66%
非流动负债合计	68.49	89.34%	66.88	93.54%
负债合计	76.67	100.00%	71.50	100.00%
总债务	30.00	39.13%	30.35	42.45%
其中：短期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期债务	30.00	39.13%	30.35	42.45%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年末公司资产负债率增至69.08%，财务杠杆率水平较高；随着公司短期借款偿还完毕且新增融资以长期借款为主，公司暂无短期债务。2022年EBITDA利息保障倍数为0.64，EBITDA仍无法覆盖利息支出。其他备用流动性方面，截至2022年末，公司获得银行授信总额为34.40亿元，已使用额度为18.53亿元，尚可使用额度为15.87亿元，为公司提供一定的流动性支持，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	69.08%	68.21%
现金短期债务比	--	--
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.53

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面

根据公开查询信息和公司于2023年05月31日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司不存在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等情形，未受到相应处罚。

社会方面

根据公开查询信息和公司于2023年05月31日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面不存在相关风险。

治理方面

根据公开查询信息和公司于2023年05月31日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，在公司治理方面暂不存在相关风险。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年06月02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。

根据公司提供的控股股东企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年06月02日），控股股东梧州东泰本部不存在未结清不良类信贷记录，未结清信贷中存在2笔关注类借款，合计4,300.00万元，授信机构为中国工商银行梧州市河西支行，系梧州东泰2021年11月做无还本续贷，按照工商银行总行的规定，无还本续贷属于再融资贷款，列入关注类贷款。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额19.82亿元，占同期末所有者权益的57.77%，被担保方主要为当地国有企业及事业单位，但担保规模较大且基本未设置反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

表12 截至2022年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保余额	担保到期日	是否设置反担保
广西梧州粤桂合作特别试验区投资开发有限公司	70,000.00	2026.12.28	是
梧州市东泰国资产经营有限公司	39,500.00	2029.08.29	否
梧州江滨国际大酒店有限公司	5,489.00	2024.02.10	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	1,932.50	2024.07.20	否
梧州市城建公共交通有限公司	2,627.26	2024.06.02	否
梧州市城建公共交通有限公司	3,985.37	2024.06.11	否
梧州珍宝巴士有限公司	1,055.56	2023.10.27	否
梧州珍宝巴士有限公司	4,166.67	2024.01.21	否
梧州市城建公共交通有限公司	4,037.46	2024.04.22	否

梧州市第十七中学	15,257.12	2040.10.27	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	3,928.83	2024.09.18	否
梧州市城建公共交通有限公司	4,485.85	2024.12.14	否
梧州江滨国际大酒店有限公司	8,947.44	2025.04.02	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	3,940.00	2025.05.11	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	4,023.11	2025.05.11	否
梧州珍宝巴士有限公司	1,440.00	2025.04.29	否
梧州市城建投资发展集团有限公司	8,051.63	2025.06.29	否
梧州市第一建筑安装工程有限公司	2,586.27	2024.08.31	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	6,092.30	2025.09.30	否
梧州市城建城市投资运营集团有限公司	6,700.00	2025.12.15	否
合计	198,246.37	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是梧州市人民政府下属重要企业，梧州市人民政府间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，梧州市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与梧州市人民政府的联系非常紧密。梧州市人民政府间接持有公司100%股权，且没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司保障房建设、基础设施代建等业务来源于政府及其相关单位，且近年来受到政府支持的次数多且支持力度较大；展望未来，公司作为梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，与政府的联系将保持相对稳定。

（2）公司对梧州市人民政府非常重要。公司提供大量对梧州市经济与社会至关重要的公共产品和服务；且在基础设施建设等方面对政府贡献很大；同时考虑到公司已公开发行债券，若发生违约事件会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的安全性

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）成立于2011年8月，是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家主要经营农村“三权”抵押融资担保的市属国有重点企业，初始注册资本30.00亿元，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）和重庆市水务资产经营有限公司（现名“重庆水务环境控股集团有限公司”，以下简称“重庆水务”）共同发起设立，并分别按照6：2：2的比例分期缴纳。2018年8月，兴农担保的股东渝富资产将持有的股权转让给其母公司渝富控股。2019年9月，兴农担保通过未分配利润转增资本0.50亿元；同时，渝富控股和重庆城建分别对兴农担保增资13.80亿元和9.20亿元，其中计入实收

资本22.20亿元。2020年，兴农担保以资本公积转增实收资本5.80亿元，使得实收资本增至58.00亿元。截至2022年9月末，兴农担保注册资本及实收资本均为58.00亿元，控股股东渝富控股的持股比例为60.00%，渝富控股为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位，兴农担保实控人为重庆市国资委。

兴农担保的担保业务以融资担保业务为主，非融资担保业务占比较低，直接融资担保均为债券担保，间接融资担保均为贷款担保，非融资担保业务包括诉讼保全担保和工程履约担保。受监管政策对融资担保公司业务杠杆倍数的要求影响，近年来兴农担保坚持实行“总量控制”的方针，进行战略转型，直接融资担保业务规模有所压缩，非融资担保余额快速增长，截至2022年末兴农担保的担保余额为680.31亿元，其中融资担保余额在期末担保余额的占比由2020年的97.25%下降至88.24%。

表13 兴农担保本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	680.31	659.80	596.36
其中：融资担保余额	600.33	623.75	579.96
直接融资担保余额	497.98	540.19	487.90
间接融资担保余额	102.35	83.56	92.06
非融资担保余额	79.98	36.05	16.40
融资担保责任余额	539.22	554.11	520.97
融资担保责任余额放大倍数	8.20	8.67	8.17

资料来源：兴农担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保直接融资担保业务均为债券担保，2019年以来，由于融资担保业务放大倍数接近监管上限，兴农担保持续控制直接融资担保新增规模，截至2022年末兴农担保直接融资担保业务余额为497.98亿元。兴农担保的客户主要为区县级城投企业，分布于重庆、湖南和四川等16个省级行政区，主体信用等级通常在AA-及以上，债券主要为城投类企业发行的企业债，另有少量中期票据和私募公司债等品种。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

兴农担保的间接融资担保业务主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业、农副产品加工业等中小企业，个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设，高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至2022年末，兴农担保本部间接融资担保余额102.35亿元，客户主要为重庆区县级城投公司，区域集中度较高，客户主营业务以农林牧渔、基础设施建设、建筑、公用事业等为主，反担保措施以AA级主体担保、应收账款质押、抵押物抵押等组合担保方式为主。

截至2022年末兴农担保的资产总额为183.34亿元，主要由扶贫专项资金、货币资金、金融投资资产、应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为68.06亿元、44.11亿元、38.73亿元和8.37亿元；同期末兴农担保的金融投资资产主要包括24.75亿元结构性存款和10.60亿元基金投资，基金投资主要系债

权类基金，底层资产以重庆市大型国有担保公司担保的债券为主。鉴于兴农担保对重庆市酿造调味品公司的借款计提3.00亿元坏账准备以及对购买的信托产品计提减值准备0.99亿元，兴农担保的投资资产存在一定的信用风险。

截至2022年末兴农担保的负债为86.97亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、预收担保费、存入保证金和计入其他负债的专项扶贫资金贷款构成，同期末上述负债余额分别为24.74亿元、4.21亿元、7.86亿元、5.20亿元和39.85亿元。

兴农担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产产生的利息收入和投资收益。2022年兴农担保实现营业收入12.51亿元，其中已赚担保费的收入占比为75.70%。2021年因兴农担保计提较大规模信用减值损失，当期盈利能力有所下降。2022年兴农担保实现净利润3.19亿元，当期净资产收益率为3.34%，同比均有明显提升。

近年来，受宏观经济增速承压的影响，中小企业经营压力加大，兴农担保存量担保客户面临的信用风险有所上升。2021年兴农担保本部当期担保代偿额为4.78亿元，包括往年出表后转回的代偿项目金额2.92亿元，若剔除该影响，当期兴农担保本部新增担保代偿1.86亿元，代偿项目均来自间接融资担保业务，当期担保代偿率同比上升0.38个百分点至1.11%，累计代偿回收率为73.93%，代偿回收情况较好。

表14 兴农担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
资产总额	183.34	183.04	207.48
其中：货币资金	44.11	41.58	31.62
应收代偿款净额	8.37	10.14	9.23
所有者权益合计	96.37	94.54	102.05
营业收入	12.51	13.13	10.80
其中：已赚担保费	9.47	9.87	7.52
利息收入	2.14	2.55	2.33
投资收益	0.46	0.36	0.44
净利润	3.19	2.07	3.11
净资产收益率	3.34%	2.11%	3.11%
当期担保代偿率*	-	2.86%	0.73%
累计代偿回收率*	-	2.59%	2.49%
累计担保代偿率*	-	73.93%	78.63%
拨备覆盖率	361.43%	276.43%	264.25%
I级资产占比	-	84.20%	82.03%

注：*指本部口径；I级资产占比指占（资产总额-应收代偿款净额）的比例；“-”指尚未获取资料来源：兴农担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保在促进重庆市“三农”发展，负责重庆市内高山生态扶贫搬迁项目等方面承担了重要职责，为重庆市内中小微企业融资提供了有力支撑，对当地经济发展具有一定重要性，在业务开展、资本补充

等方面获得重庆市政府较大力度的支持。

综上，兴农担保实控人为重庆市国资委，在业务开展、资本补充等方面给予兴农担保较大力度的支持；直接融资担保业务规模较大，营业收入保持增长；I级资产占比较高，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，兴农担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；投资资产存在一定的信用风险，减值压力较大；融资担保责任余额放大倍数高，面临较大的资本补充压力等风险因素。

经中证鹏元综合评定，兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升本期债券信用水平。

十、结论

得益于毗邻珠三角的区位优势，梧州市大力实施“东融”战略，积极融入粤港澳大湾区建设，近年经济实现较快发展。公司系梧州市基础设施工程的重要建设主体之一，主要承担梧州市范围内工程建设、房地产开发与房屋租赁等业务。虽然部分项目建设进度不及逾期，且持续的项目建设对资金需求较大，财务杠杆率水平较高，但公司本部主要在建保障性住房项目较多，收入较有保障，作为梧州市主要的发债平台之一，公司在财政补贴等方面持续获得政府较大力度支持，具备较强的抗风险能力。

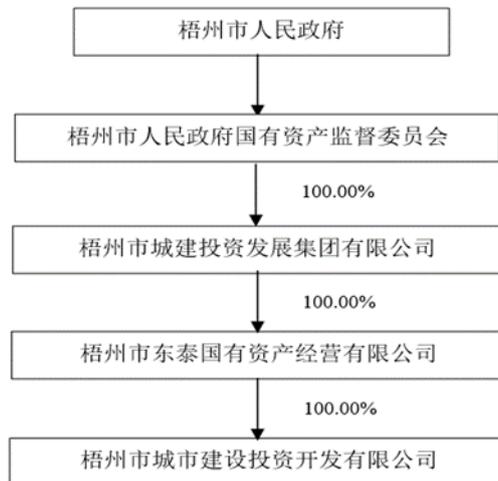
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18梧州城投债01/PR梧州01”、“19梧州城投债01/PR19梧州”信用等级均为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.29	3.69	5.09
其他应收款	26.23	26.37	27.57
存货	53.69	52.00	46.37
流动资产合计	85.45	83.88	80.29
固定资产	0.10	0.12	0.14
在建工程	19.05	14.57	13.05
非流动资产合计	25.53	20.95	22.62
资产总计	110.97	104.83	102.91
短期借款	0.00	0.00	4.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8.17	4.62	10.52
长期借款	18.53	16.96	12.13
应付债券	9.05	10.00	10.50
长期应付款	23.80	23.24	19.63
专项应付款	16.99	16.56	16.92
非流动负债合计	68.49	66.88	59.30
负债合计	76.67	71.50	69.83
其中：短期债务	0.00	0.00	4.00
总债务	30.00	30.35	27.53
所有者权益	34.31	33.33	33.09
营业收入	0.29	3.92	2.42
营业利润	0.95	0.49	1.44
其他收益	1.12	0.78	1.53
利润总额	0.94	0.49	1.45
经营活动产生的现金流量净额	2.11	-1.73	-1.58
投资活动产生的现金流量净额	-1.96	-0.64	-8.91
筹资活动产生的现金流量净额	-0.54	1.63	9.84
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	20.58%	6.70%	17.56%
资产负债率	69.08%	68.21%	67.85%
短期债务/总债务	0.00%	0.00%	14.53%
现金短期债务比	--	--	1.27
EBITDA（亿元）	1.09	0.88	2.08
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.53	1.23

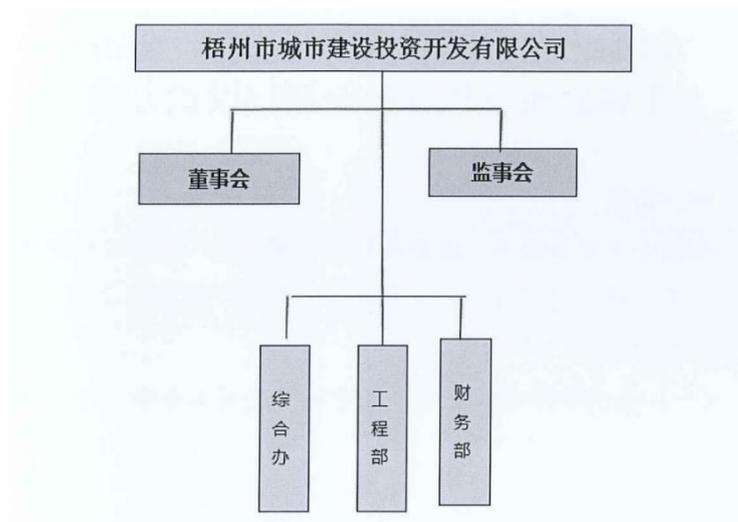
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{应收款项融资中的应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧} + \text{使用权资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{租赁负债} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。