

信用评级公告

联合〔2023〕6916号

联合资信评估股份有限公司通过对南宁绿港建设投资集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定南宁绿港建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

南宁绿港建设投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 7 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是南宁经济技术开发区（以下简称“南宁经开区”）重要的基础设施建设主体，近年来持续得到股东和政府资本注入、财政补贴和专项资金拨付等方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房产开发项目资本支出压力较大、债务负担较重及存在一定的或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着南宁经开区持续开发建设和招商引资的持续推进，公司的业务有望稳定发展。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 区域竞争优势明显。**公司是南宁经开区重要的基础设施建设主体，主要承担南宁经开区内的基础设施建设、园区开发及运营等职能，在南宁经开区内竞争优势明显。
- 持续获得有力的外部支持。**近年来，公司在资本注入、财政补贴及专项资金拨付等方面获得股东和政府的持续支持，公司实收资本和资本公积主要为股东及政府拨付的资本金；2020—2022 年，公司收到政府补贴合计 2073.20 万元；截至 2023 年 3 月底，公司收到市政项目拨款余额 40.94 亿元，收到租赁住房补贴余额 0.53 亿元。

关注

- 资本支出压力较大。**公司在建标准厂房及房地产项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力；且房地产开发项目变现受宏观调控、南宁经开区招商引资及房地产市场景气度影响大，自营项目收益实现存在一定不确定性。
- 债务负担较重。**截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 65.24 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.65% 和 60.75%。
- 存在一定或有负债风险。**截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额 6.79 亿元，担保比率为 16.11%，担保对象主要为南宁经开区内的民营企业和自然人，公司面临一定的或有负债风险。

本次评级模型打分表及结果：

价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	3
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		5
		指示评级		
调整因素：无			--	
个体信用等级			bbb	
支持调整因素：政府支持			+6	
评级结果			AA	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
GDP (亿元)	238.98	1330.02	817.21	1763.94
一般公共预算收入 (亿元)	11.29	67.65	42.98	56.10
资产总额 (亿元)	162.15	235.89	113.88	235.93
所有者权益 (亿元)	40.00	85.42	67.44	85.90
营业总收入 (亿元)	23.30	9.15	4.58	7.22
利润总额 (亿元)	1.03	1.71	1.59	1.36
资产负债率 (%)	75.33	63.79	40.78	63.59
全部债务资本化比率 (%)	61.21	60.61	27.43	60.96
全部债务/EBITDA (倍)	40.58	72.73	7.09	48.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.45	0.20	1.80	0.41

注: 公司 1 为重庆市江津区珞璜开发建设有限公司, 公司 2 为重庆大足工业园区建设发展有限公司, 公司 3 为重庆九龙园高新产业集团有限公司

资料来源: 公开资料

分析师: 张婧茜 吴 茵

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.41	7.40	5.88	8.22
资产总额(亿元)	142.46	156.79	162.15	166.28
所有者权益(亿元)	36.27	41.49	40.00	42.16
短期债务(亿元)	8.23	17.45	28.92	19.11
长期债务(亿元)	39.42	40.32	34.21	46.13
全部债务(亿元)	47.65	57.77	63.13	65.24
营业总收入(亿元)	14.53	25.67	23.30	6.94
利润总额(亿元)	1.22	1.21	1.03	0.21
EBITDA(亿元)	1.45	1.63	1.56	--
经营性净现金流(亿元)	-4.52	-1.86	1.92	0.76
营业利润率(%)	11.08	5.87	7.93	6.52
净资产收益率(%)	2.48	1.92	1.79	--
资产负债率(%)	74.54	73.54	75.33	74.65
全部债务资本化比率(%)	56.78	58.20	61.21	60.75
流动比率(%)	439.29	421.23	320.79	422.91
经营现金流动负债比(%)	-15.37	-5.72	4.21	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.42	0.20	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	0.53	0.47	0.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.88	35.49	40.58	--

公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	114.40	127.71	129.00	135.62
所有者权益(亿元)	34.91	39.87	38.11	40.17
全部债务(亿元)	33.64	43.70	42.27	40.99
营业总收入(亿元)	1.93	2.05	5.06	0.28
利润总额(亿元)	0.64	0.72	0.64	0.07
资产负债率(%)	69.49	68.79	70.45	70.38
全部债务资本化比率(%)	49.08	52.30	52.58	50.51
流动比率(%)	659.46	486.30	333.40	432.61
经营现金流动负债比(%)	-16.41	4.18	6.02	--
现金短期债务比	0.33	0.26	0.03	0.39

注: 1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本报告将应付票据、其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务计算, 将长期应付款和租赁负债中有息部分纳入长期债务计算

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理及财务报表整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2023/06/20	张婧茜 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	--
AA	稳定	2018/01/08	杨明奇 张 依	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、该公司信用等级自 2023 年 7 月 25 日至 2024 年 7 月 24 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

南宁绿港建设投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）原名南宁园区建设投资有限公司，由南宁经济技术开发区创业服务中心和南宁金凯利工贸有限公司于 2002 年 7 月分别出资 750.00 万元和 250.00 万元成立。公司于 2014 年 2 月 20 日变更为现名，后经一系列增资和股权变更，截至 2023 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 11.64 亿元，其中南宁能达资产管理公司（以下简称“能达资产”）持股 95.71%，南宁经济技术开发区后勤服务中心（以下简称“后勤服务中心”）持股 3.65%，南宁经济技术开发区投资服务中心（以下简称“投资服务中心”）持股 0.64%（见附件 1-1）；能达资产是南宁经济技术开发区管理委员会（以下简称“南宁经开区管委会”）下属的国有独资企业，后勤服务中心和投资服务中心均为南宁经开区管委会下属的事业单位，公司的实际控制人为南宁经开区管委会。

公司是南宁经济技术开发区（以下简称“南宁经开区”）内重要的基础设施建设主体，主要负责南宁经开区内的市政基础设施项目代建，并开展标准厂房和商品房开发销售、建材贸易、物业管理等业务。

截至 2023 年 3 月底，公司本部内设财务管理部、融资管理部、工程管理部、成本管理部、计划运营部等职能部门（详见附件 1-2）；纳入合并范围的子公司 14 家（详见附件 1-3）。

截至 2022 年底，公司资产总额 162.15 亿元，所有者权益 40.00 亿元（少数股东权益 0.61 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 23.30 亿元，利润总额 1.03 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 166.28 亿元，所有者权益 42.16 亿元（少数股东权益

0.61 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 6.94 亿元，利润总额 0.21 亿元。

公司注册地址：南宁市那洪大道 12 号创意产业园 A 栋第 8 层 801 室；法定代表人：龚国强。

二、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来

看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

三、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

近年来，南宁市经济持续稳步发展，一般公共预算收入逐年增长。受大规模留抵退税影响，2022 年南宁经开区一般公共预算收入明显下滑，南宁经开区财政自给能力一般，上级补助对综合财力贡献较大。

（1）南宁市

根据《南宁市国民经济和社会发展统计公报》，2020—2022 年，南宁市地区生产总值按可比价格计算，分别同比增长 3.7%、6.1% 和 1.4%，增速波动下降，2022 年南宁市地区生产总值为 5218.34 亿元。按常住人口计算，2022 年全市人均地区生产总值 5.87 万元；三产结构由 2020 年的 11.3: 22.9: 65.8 调整为 11.5: 22.7: 65.8；规模以上工业增加值较上年增长 1.9%，固定资

产投资（不含农户）较上年下降 17.8%，房地产开发投资较上年下降 45.3%。

2020—2022 年，南宁市一般公共预算收入分别为 372.25 亿元、391.77 亿元和 392.68 亿元，分别同比增长 0.36%、5.24% 和 0.23%。2022 年，南宁市税收收入 222.90 亿元，占一般公共预算收入的 56.76%，收入质量一般；一般公共预算支出 838.93 亿元，较上年增长 7.89%。2022 年南宁市财政自给率为 46.81%，财政自给能力偏弱。2022 年，南宁市政府性基金收入和上级补助分别为 234.08 亿元和 461.69 亿元，受房地产市场持续低迷影响，政府性基金收入较上年下降 57.28%。

根据广西南宁市人民政府网站的公开数据，2023 年 1—3 月，南宁市地区生产总值为 1320.61 亿元，同比增长 4.3%；固定资产投资同比下降 22.4%，规模以上工业增加值同比增长 5.6%。2023 年 1—3 月，南宁市实现一般公共预算收入 133.94 亿元，同比增长 3.5%。

（2）南宁经开区

南宁经开区创建于 1992 年，于 2001 年经国务院批准为国家级经济技术开发区。南宁经开区位于南宁市的南部，由中心区和空港经济区两大部分组成。其中中心区将优化产业布局，发展企业总部经济、打造南宁生物医药产业园作为未来的重点。空港经济区主要依托南宁吴圩国际机场进行发展，规划面积 118 平方公里，将重点引进空港物流、航空食品、轻型电子和新材料、生物制药及商业住宅配套产业。

根据《南宁经济技术开发区 2022 年主要经济数据》，2022 年，南宁经开区地区生产总值为 238.98 亿元，同比下降 0.5%。第一产业增加值 4.20 亿元，同比下降 1.9%；第二产业增加值 95.22 亿元，同比下降 0.1%；第三产业增加值 139.57 亿元，同比下降 0.8%。规模以上工业增加值 62.41 亿元，同比增长 3.8%。固定资产投资 156.15 亿元，同比下降 18.1%。其中，基础设施投资 29.50 亿元，同比增长 9.9%；房地产投资 51.03 亿元，同比下降 41.4%。

财政收入方面，2020—2022 年，南宁市经

开区一般公共预算收入分别为16.00亿元、16.38亿元和11.29亿元,其中,税收收入分别为14.48亿元、15.15亿元和10.16亿元,税收收入占一般公共预算收入比重分别为90.50%、92.51%和90.00%,一般公共预算收入质量较好。2020—2022年,南宁经开区一般公共预算支出分别为20.37亿元、22.30亿元和17.79亿元,财政自给率分别为78.55%、73.45%和63.46%,财政自给能力逐年下滑。2020—2022年,南宁经开区获得上级补助收入分别为5.76亿元、6.51亿元和10.54亿元,获得政府性基金收入分别为0.32亿元、0.16亿元和0.20亿元,来源为城市基础设施配套费收入,整体规模小。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底,公司注册资本及实收资本均为11.64亿元,能达资产为公司控股股东,南宁经开区管委会为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司主要承担南宁经开区内的基础设施建设、园区开发及运营等职能,具有较强的区域专营优势。

公司是南宁经开区内重要的基础设施开发建设主体,承担南宁经开区政府赋予的代建、经营、融资、服务四大职能;公司通过推进南宁经开区内的市政基础设施项目代建、标准厂房建设,为园区招商引资创造条件,吸引企业入驻;并通过设立融资担保公司为园区内入驻企业提供担保服务;此外,公司还开展商品房建设、商品贸易等市场化业务,业务较为多元。

除公司外,南宁经开区范围内政府平台公司主要还有南宁市雅力富建设投资有限公司(以下简称“雅力富公司”)、广西航港投资集团有限公司(以下简称“航港集团”),航港集团业务集中于南宁经开区中的空港经济区,雅力富公司目前主要开展房地产开发业务,与公司业务不存在交叉,公司在南宁经开区的竞争优势明显。

3. 人员素质

公司高级管理人员管理经验较丰富,员工基础素质能够满足公司日常经营管理需要。

截至2023年3月底,公司高级管理人员包括总经理1名、副总经理3名、财务总监1名。

龚国强先生,1978年生,中共党员,研究生学历;历任南宁建宁水务投资集团有限责任公司工程部经理、南宁市相思湖新区投资建设发展有限责任公司工程部经理、副总经理;自2017年5月起任公司董事长。

邓继慧先生,1981年生,中共党员,研究生学历;历任广西来宾市桂中投资发展有限责任公司工程管理部副经理、经理、党支部书记、监事会监事,广西航港投资集团有限公司副总经理,公司副总经理等职务;2019年11月起任公司总经理。

截至2023年3月底,公司合并范围内在职员工273人。其中研究生及以上学历员工23人,本科学历员工195人,专科及以下学历员工55人;按年龄结构划分,30岁以下员工24人,30~50岁员工218人,50岁以上员工31人;按职称结构划分,拥有初级职称员工25人,拥有中级职称员工118人,拥有高级职称员工39人,拥有职称员工人数占66.67%。

4. 企业信用记录

公司本部及重要下属子公司债务履约情况良好,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:9145010073997476XP),截至2023年6月2日,公司本部未结清的信贷记录中无不良及关注类贷款记录,已结清的信贷记录中存在1笔关注类贷款,该笔借款已于2007年结清。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91450100090736256J),截至2023年6月5日,子公司南宁九略贸易有限公司(以下简称“九略贸易”)本部无已结清或未结清的不良及关注类贷款记录。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91450100315945287Y),截至2023年6月2日,子公司南宁嘉通置业有限责任公司(以下简称“嘉通置业”)本部无已结清或未结清的不良及关注类贷款记录,存在余额为78.34万元的关注类担保和余额为22.24万元的不良类担保记录。根据与公司了解的情况,上述关注类担保和不良类担保系嘉通置业在为购房者办理房产证期间为其提供阶段性担保,目前嘉通置业已经为购房者办妥房产证,该担保已经解除。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录,历史履约情况良好。

截至2023年7月20日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

公司法人治理结构完善,职能部门设置合理,管理制度较为完备,能够满足公司日常经营管理的需要。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的规定,制定了公司章程,并根据公司章程建立了包括股东会、董事会、监事会和管理层在内的法人治理结构。

股东会由全体股东组成,是公司的权力机构。

董事会成员7人,由股东会选举或聘任产生。董事任期3年,任期届满,可连选连任。公司设董事长1人,由股东会选举或聘任产生。董事长任期3年,任期届满,经委派或选举后可连任。

监事会成员3人,监事会设主席1人,由全体监事过半数选举产生。监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为2:1。监事的任期每届为3年,任期届满,可连选连任。

公司设总经理1名,总理由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责,负责公司的日常经营与管理。

2. 管理水平

财务管理方面,公司实行统一领导、分级管理的财务管理体系,根据内部牵制制度合理配备财务人员,对外投、融资,重大资产购置、处置,资金调度以及担保的决策和执行要相互监督、相互制约。

投融资管理方面,投资活动必须坚持战略导向原则、风险匹配原则、保值增值原则和统筹规划原则。融资活动如遇突发融资需求,需经公司总经理办公会审议后,方可列入融资计划。

工程管理方面,公司制定了《进度管理细则》、《质量管理细则》和《安全管理细则》,工程管理部负责对公司出资建设项目进行工程进度、工程质量和安全文明施工方面的检查、考核和指导,工程管理相关制度明确了建设、勘察、设计、施工、监理及其它与建设工程有关的单位的责任和义务。

对外担保方面,公司制定了《对外担保管理办法》,公司对外担保实行统一管理,未经公司批准,所属企业不得自行决定对外担保事项。公司对担保对象、担保权限、担保程序和反担保需求作出明确规定,规定对外担保行为,加强风险管理。

子公司管理方面,公司对子公司实行集权和分权相结合的管理原则。公司在不具体干预子公司日常经营管理工作的前提下,加强对子公司人事、财务、资产等方面的管理。公司对各子公司的人员进行有效配置和合理利用,规范人事管理相关制度;对各子公司资金管理全过程进行监督和检查;重大决策方面,各子公司需先通过各子公司班子会决议后,再上报到集团班子会决议。

六、经营分析

1. 经营概况

2020-2022年,公司营业总收入波动增长,主要来自销售房产和销售商品收入,公司综合毛利率持续下滑。

2020—2022年，公司营业总收入波动增长，2022年销售房产和销售商品收入合计占比74.52%。2020—2022年，公司销售房产收入波动下降，2022年同比下降72.87%，主要系2021年南宁经开区管委会回购的新港家园项目已交房并集中确认收入，2022年仅确认部分商品房收入所致；2020—2022年，公司销售商品收入快速增长，2022年同比增长13.77%，主要系公司扩大阴极铜、铝棒业务规模以及开拓食用油脂销售所致。2020—2022年，随着厂房和公租房建成出租，公司租赁收入波动增长。2022年，公司北部湾科技园总部基地项目（以下简称“总

部基地”）的投资性房地产销售规模大幅增长，对公司营业总收入贡献较大。

毛利率方面，2020—2022年，公司综合毛利率波动下降。2022年，公司综合毛利率有所上升，主要系市场化房产销售毛利率水平较高所致。公司工程管理业务毛利率由正转负，主要系公司将工程部门管理人员工资及福利费用计入代建管理成本所致；公司销售商品毛利率有所提高，但仍处于较低水平。

2023年1—3月，公司实现营业总收入6.94亿元，相当于2022年的29.77%，综合毛利率为7.85%。

表1 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售房产	33726.17	23.20	11.18	82587.76	32.18	3.00	22406.19	9.62	27.19	6357.40	9.16	38.32
工程管理费	468.19	0.32	-7.68	289.55	0.11	57.37	561.88	0.24	-0.39	13.65	0.02	-444.94
销售商品	82365.67	56.67	1.84	132920.19	51.79	0.50	151222.37	64.90	1.00	57476.24	82.85	0.37
租赁业务	12743.26	8.77	61.00	17743.18	6.91	65.10	17239.09	7.40	63.57	4264.28	6.15	60.83
建筑工程	7515.21	5.17	20.67	16022.31	6.24	6.59	15698.64	6.74	2.98	184.28	0.27	10.34
其他	2647.17	1.82	45.39	2811.86	1.10	42.14	3355.62	1.44	41.51	661.49	0.95	30.14
主营业务收入	139465.68	95.96	11.32	252374.86	98.33	6.78	210483.80	90.33	9.70	68957.33	99.40	7.83
出售投资性房地产	3084.00	2.12	18.50	2291.28	0.89	24.28	22051.66	9.46	2.21	0.00	0.00	--
其他	2794.49	1.92	43.97	1983.90	0.77	11.11	481.66	0.21	56.21	417.55	0.60	11.02
其他业务收入	5878.48	4.04	30.61	4275.17	1.67	18.17	22533.32	9.67	3.36	417.55	0.60	11.02
合计	145344.16	100.00	12.10	256650.03	100.00	6.97	233017.12	100.00	9.09	69374.89	100.00	7.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司每年按照施工进度收取一定比例的工程管理费，收入规模小；公司在建项目较多，但资金主要来自政府拨款，融资需求不大。

南宁经开区管委会授权公司从事南宁经开区内道路、学校等基础设施建设，主要由子公司科巨建设负责实施。项目资金主要来源于政府拨款、财政补助、自筹等方面，公司与委托人签订代建协议，每月向南宁经开区管委会上报工程进度，每3个月向南宁经开区财政局申请代建工程项目的工程款；经审批后，南宁经开区财政局将工程进度款拨付至公司，公司收到的建设款项体现在“专项应付款”科目；

待项目竣工决算通过审计后，公司将完工项目移交给委托人，南宁经开区财政局与公司确认工程结算余款并拨付至公司。公司每年按施工进度收取一定比例的工程管理费（管理费比例根据项目规模而定）确认为工程管理费收入，管理费计提比例为0.2%~1.50%不等。

截至2023年3月底，公司在建基础设施项目主要包括吴圩镇3号路、北部湾1号路 and 同兴路（海城路-铁山港西路）等，总投资合计11.49亿元，已投资3.57亿元；拟建项目主要为铁山港二支路（海城路—海关监管作业场所卡口）和生物医药产业园产投地块排水、给水、排污工程，计划总投资合计1.00亿元。公司成立以来累计收到政府拨付的市政项目建设资金合计63.80

亿元，截至2023年3月底，市政项目拨款余额40.94亿元，基础设施代建项目资金主要来自政府拨款，公司融资需求不大。截至2023年3月底，

公司存货中代建项目已完工未结算的账面价值为32.13亿元。

表2 截至2023年3月底公司在建基础设施建设项目情况（单位：年、万元）

项目名称	总投资额	建设期	已投资额	政府拨款金额
吴圩镇3号路	31028.00	2017—2022	13107.00	13107.00
铁山港西路(铁山港一支路-铁山港三支路)	15000.00	2016—至今	1045.97	1045.97
高岭西路	11337.00	2016—至今	1178.42	1178.42
海城路(留村路-壮锦大道延长线)	8400.00	2016—至今	1373.40	1373.40
北部湾1号路	14747.20	2013—至今	6833.05	6833.05
吴圩镇11号路	11340.00	2019—2023	2205.89	2205.89
吴圩镇17号路	2765.00	2017—2022	1141.65	1141.65
中心区黑臭水体整治零星工程	2000.00	2019—至今	3283.15	3283.15
吴圩镇33号路	3840.00	2021—至今	700.00	345.94
同兴路(海城路-铁山港西路)	8500.00	2021—2023	4000.00	1594.30
吴圩镇集中连片供水扩建工程	5927.00	2021—2023	800.00	756.80
合计	114884.20	--	35668.53	32865.57

注：中心区黑臭水体整治零星工程规划较早，规划成本较低，存在已投超概算的情况

资料来源：公司提供

(2) 房地产开发

①标准厂房建设与销售

受当地招商引资影响，厂房销售情况有所波动，在建及拟建标准厂房尚需投资规模较大，考虑到标准厂房销售受当地经济发展及招商引资影响较大，公司可售标准厂房面积较大，需关注其未来去化情况。

南宁经开区管委会的授权公司开展标准厂房建设业务，该业务由嘉通置业负责实施，嘉通置业具有房地产开发二级资质。

公司通过自有资金及外部融资进行工业厂

房及综合办公楼建设，项目建设完工后由公司根据招商引资情况向南宁经开区内入驻企业出售或出租。2020—2022年，标准厂房销售结转面积及收入规模快速增长；2023年1—3月，公司未实现标准厂房销售收入。

从签约去化情况来看，近年来，公司标准厂房签约销售面积及销售金额波动较大，2022年，受当地招商引资进展的影响，公司标准厂房签约销售面积及销售金额均较2021年明显下滑；2020—2022年，公司在售厂房销售均价持续上升。

表3 公司标准厂房收入结转情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	2020年	2021年	2022年
结转面积	4250.65	18038.52	20167.63
确认收入	0.15	0.82	0.77
其中：销售房产收入	0.11	0.72	0.46
出售投资性房地产收入	0.04	0.10	0.31

注：公司部分厂房主要用于自持及出租，计入“投资性房地产”，该部分的厂房出售形成的收入计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”

资料来源：公司提供

表4 公司标准厂房签约销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
签约销售面积	1.04	6.01	1.68	0.41
签约销售金额	0.46	2.76	0.82	0.19
签约销售均价	4421.60	4582.16	4897.75	4776.55

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司在售标准厂房总面积60.36万平方米，已售面积36.19万平方米，除双创城和春吉产业孵化园外，其余项目均已建设完工。

表5 截至2023年3月底公司标准厂房在售项目情况
(单位：平方米)

名称	可售面积	已售面积
银凯工业园孵化产业园一区一期	77735.44	53997.24
金凯南标准厂房(1-15栋)	168541.71	132034.32
现代标准厂房	61794.40	33512.27
宏象标准厂房	30163.40	17280.15
创意标准厂房	53071.47	41280.12
建科标准厂房	23055.20	13018.31
双创城	82391.24	46705.11
春吉产业孵化园	99101.34	16354.66
绿港·迎鹏产业园	7715.27	7715.27
合计	603569.47	361897.45

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司在建厂房为金瑞产业城、春吉产业孵化园、双创城、金阳产业园和绿港·迎鹏产业园等5个项目，总建筑面积87.48万平方米，计划总投资30.58亿元，已投资10.57亿元，尚需投资20.01亿元；公司拟建厂房为绿港·国凯产业园，计划总投资3.50亿元，目前投入土地购置款及前期费用1068.07万元，厂房尚未开工建设。公司在建及拟建标准厂房未来投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

表6 截至2023年3月底公司在建标准厂房情况
(单位：万元、平方米)

名称	总投资	已投资	建筑面积
金瑞产业城	130000.00	51684.63	406039.75
春吉产业孵化园	43800.00	16643.83	102525.05
双创城	48000.00	19320.73	123879.46
金阳产业城	80000.00	16992.20	234882.63
绿港·迎鹏产业园	4000.00	1075.17	7428.50
合计	305800.00	105716.56	874755.39

资料来源：公司提供

②商业地产与保障房销售

公司在建房地产项目尚需投资规模较大，

待售规模较大，项目销售易受调控政策及房地产行业景气度影响，存在一定不确定性。

公司商业地产销售包括总部基地办公楼和商业住宅销售，保障房销售为政府回购的新港家园项目。

总部基地办公楼项目建设资金来源于公司自有资金及外部融资，项目完工后公司将其出售给南宁经开区内入驻企业或个人。总部基地项目分为A、B、C三区，预计总投资51.35亿元，截至2023年3月底已完成投资38.82亿元。其中B区已完工并于2015年开始销售，C区已于2020年底完工，部分楼层进行出租；A区计划由办公楼项目改建为住房项目，正在办理相关地块及项目变更手续，预计2023年开工建设。截至2023年3月底，总部基地项目累计合同销售面积8.91万平方米，累计合同销售金额6.40亿元，累计收到预售款等款项4.93亿元。总部基地项目可售及可租总面积为21.99万平方米，截至2023年3月底，剩余可售或可租面积11.16万平方米（含地下停车位），规模较大。

表7 总部基地项目收入确认情况(单位：万元)

科目	2020年	2021年	2022年
销售房产	1762.69	157.74	114.71
出售投资性房地产	2687.24	1341.02	18928.24
合计	4449.93	1498.76	19042.95

资料来源：公司提供

公司在售保障房为新港家园项目，该项目由公司通过自有资金及银行贷款进行建设；待项目完工审计后，部分住宅将作为安置房由南宁经开区管委会回购并分配给棚户区居民作为拆迁补偿，剩余部分住宅按市场价格出售。新港家园项目计划总投资15.38亿元，截至2023年3月底，已完成投资11.53亿元。根据公司与南宁经开区管委会签订的《吴圩回建安置A地块农民回建房项目合作协议》，南宁经开区管委会按3350元/平方米标准出资回购新港家园项目不少于8.50万平方米的安置房物业，回购总金额2.85亿元。此外，2017年底南宁经开区管委会与

公司签署了《南宁经开区吴圩镇平丹村片区棚户区改造项目以购代建房源购买协议书》，南宁经开区管委会购买公司新港家园项目商品房 8.79 万平方米作为棚改安置房源，购买价款 3.90 亿元。截至 2023 年 3 月底，新港家园项目政府回购部分集中确认收入 6.42 亿元，回款金额 6.56 亿元（收入口径为税后，回款口径为含税）；剩余未售面积作为机场回迁安置用房，向安置户定向销售。

表 8 截至 2023 年 3 月底新港家园安置房销售情况
(单位: 亿元、万平方米)

分类	累计确认收入	回款金额	已售面积
回建安置 A 地块	2.71	2.85	8.50
平丹村片区棚改	3.71	3.71	8.79
合计	6.42	6.56	17.29

资料来源: 公司提供

表 9 截至 2023 年 3 月底公司主要在售商业住宅情况 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	计划总投资	已投资金额	可售面积	已售面积	累计确认收入	回款金额
新港家园 (市场化销售部分)	15.38	11.53	10.69	4.80	2.00	2.10
爱尚里项目	2.10	1.55	3.59	3.51	1.92	2.11
欢乐里项目	3.63	2.35	2.10	0.35	0.40	0.43
云海湾项目	2.80	2.59	4.80	4.29	2.27	2.58
尚尊一品项目	13.00	4.46	10.13	6.70	0.00	0.45
合计	36.91	22.48	31.31	19.65	6.59	7.67

注: 新港家园项目总投资与已投资金额为项目总体投资规模, 可售面积、已售面积、确认收入及回款部分只包含市场化销售部分; 截至 2022 年 3 月底, 欢乐里项目已完工, 结算阶段尚余 4000 余万元未支付

资料来源: 公司提供

公司商业住宅中的云海湾和尚尊一品尚处于建设过程中, 项目计划总投资 15.80 亿元, 已投资 7.05 亿元, 未来尚需投资 8.75 亿元; 加之总部基地项目尚需投资 12.43 亿元, 公司房地产项目的资金支出压力较大。

截至 2023 年 3 月底, 公司共拥有用于房地产开发的土地储备面积 2.24 万平方米 (仅包含商住及商办项目, 不含标准厂房项目), 账面价值 1.4 亿元。

商业地产及标准厂房出租

公司所建设标准厂房、商业地产除用于销售外, 部分用于出租给经开区范围内入驻企业, 获得租赁业务收入; 租赁资产包括总部基地项目、标准化厂房以及公租房。随着南宁经开区

2020—2022 年及 2023 年 1—3 月, 新港家园项目市场化销售部分分别确认收入 15658.62 万元、3707.02 万元、550.31 万元和 156.75 万元, 计入“主营业务收入-销售房产收入”。

商业住宅销售方面, 公司在售商业住宅包括新港家园市场化销售部分、爱尚里、云海湾、欢乐里和尚尊一品项目, 截至 2023 年 3 月底, 上述项目总可售面积 31.31 万平方米, 已售面积 19.65 万平方米, 待售规模较大, 主要集中于在建的尚尊一品项目; 爱尚里项目已完工, 剩余部分车位待售。公司收入确认及回款滞后主要系部分项目未交房以及尚尊一品项目高层住宅由政府回购、尚未收到回购款。房地产销售易受调控政策及房地产行业景气度影响, 存在一定不确定性。

经开区运营逐渐成熟, 出租的厂房增多, 2020—2022 年, 公司租赁业务收入保持增长, 毛利率处于较高水平。2023 年 1—3 月, 公司实现租赁业务收入 4264.28 万元, 毛利率为 60.83%。

(3) 商品销售

公司销售商品品种不断拓展, 业务收入快速增长, 毛利率水平低; 上下游客户集中度高。

公司商品销售业务由九略贸易经营, 业务模式主要为以销定购。公司与上下游客户之间结算周期一般在 3 个月至半年, 结算方式主要为银行转账和汇票等。2020—2022 年, 公司销售商品收入快速增长, 商品品种不断增加。从产品销售种类看, 2022 年度公司主要销售产品为阴极铜、钢材、食用油脂等。

表 10 公司销售商品构成情况（单位：万元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
钢材	65004.73	78.92	63442.64	47.73	41636.45	27.53	1830.13	3.18
阴极铜、铝棒	16107.50	19.56	47785.24	35.95	65562.83	43.36	19608.58	34.12
锰矿、硅锰合金	0.00	0.00	13634.73	10.26	2388.81	1.58	0.00	0.00
水泥、混凝土	0.00	0.00	1992.39	1.50	967.13	0.64	576.03	1.00
纤维产品-剑麻	0.00	0.00	0.00	0.00	13398.19	8.86	0.00	0.00
进口小商品	1149.51	1.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
食用油脂	0.00	0.00	0.00	0.00	19753.69	13.06	26589.04	46.26
煤炭	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8849.53	15.40
其他	103.93	0.13	6065.19	4.56	7515.27	4.97	22.93	0.04
合计	82365.67	100.00	132920.19	100.00	151222.37	100.00	57476.24	100.00

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2022 年公司商品销售业务前五大客户主要为广西福地供应链管理有限公司和天津中拓电子商务有限公司等，客户集中度较高；上游采购供应商主要集中于广西航桂实业有限公司、广西交投商贸有限公司等，集中度高。

表 11 2022 年公司贸易业务上下游主要客户情况
（单位：万元、%）

下游销售客户	金额	占比
广西福地供应链管理有限公司	24511.24	16.21
天津中拓电子商务有限公司	21882.21	14.47
广西金源产业投资有限公司	19753.69	13.06
防城港城建云投贸易有限公司	9891.75	6.54
玉林金投恒鑫供应链管理有限公司	9487.81	6.27
合计	85526.70	56.56
上游采购客户	金额	占比
广西航桂实业有限公司	60296.60	40.28
广西交投商贸有限公司	24743.93	16.53
广西福地产业投资有限公司	13625.33	9.1
广西龙象谷投资有限公司	13343.64	8.91
广西自贸区弘泰供应链管理有限公司	5427.69	3.63
合计	117437.19	78.44

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将在承担南宁经开区的市政基础设施建设任务的基础上，进一步推进科技园、孵化园等“一区多园”的开发建设，同时依托

区内城市化进程，对土地资源进行成片规划，加大基础设施建设投资力度，以商业运作的模式带动多样化经营，以合作开发的形式积累运作经验。此外，公司将重点加大对发展空间大、升值潜力大、行业地位高的产业投资力度，通过对优质项目的投资，培育核心业务，增强收益能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2023年3月底，公司纳入合并范围子公司共14家。2020年，公司处置子公司南宁品哲工程咨询有限公司，投资设立南宁嘉富投资有限责任公司；2021年，公司投资设立南宁港开建设投资有限责任公司。2023年1—3月，公司合并范围未发生变化。公司合并范围变动对公司财务数据影响小，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产中存货规模

较大，其中厂房、房产销售进度较慢，代建项目结算进度滞后，公司整体资产质量一般。

年均复合增长6.69%。截至2022年底，公司资产结构以流动资产为主。

2020—2022年底，公司资产规模持续增长，

表 12 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	129.29	90.76	137.28	87.56	146.27	90.21	149.89	90.14
货币资金	4.40	3.09	7.32	4.67	5.87	3.62	8.22	4.95
应收账款	5.79	4.06	7.23	4.61	8.31	5.12	8.76	5.27
其他应收款（合计）	6.72	4.72	6.31	4.02	5.66	3.49	5.74	3.45
存货	110.33	77.45	114.01	72.71	123.27	76.02	124.21	74.70
非流动资产	13.17	9.24	19.51	12.44	15.88	9.79	16.39	9.86
投资性房地产	11.39	8.00	13.79	8.79	10.16	6.27	10.16	6.11
使用权资产	0.00	0.00	3.63	2.32	3.07	1.89	3.57	2.15
资产总额	142.46	100.00	156.79	100.00	162.15	100.00	166.28	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长15.48%。截至2022年底，公司货币资金中银行存款3.75亿元，使用权受限的货币资金2.12亿元，主要为保证金等。

2020—2022年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长19.83%。截至2022年底，公司应收账款较上年底增长14.95%，主要系应收标准厂房销售及租赁款增长所致；应收账款前五大欠款方余额合计占应收账款期末余额的50.17%，集中度一般，其中应收入驻企业的厂房销售及租赁款3.32亿元；公司应收账款共计提坏账0.14亿元，坏账准备计提规模小；账龄主要集中于1年以内（占70.53%）和1~2年（占25.42%），账龄整体偏短。

2020—2022年底，公司其他应收款（合计）持续下降，年均复合下降8.25%。截至2022年底，公司其他应收款（合计）主要为公司与南宁市政府单位及国有企业的往来款，其他应收款前三大欠款方余额合计占其他应收款期末余额的87.31%，集中度高，公司整体计提坏账准备20.43万元，坏账计提规模小；其他应收款账龄主要分布于1~2年（占18.70%）和3年以上（占65.09%），账龄偏长，对公司资金形成一定占用。

表 13 截至 2022 年底公司前五名其他应收款情况
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
瑞声科技（南宁）有限公司	1.26	14.91
广西博贝隆建设工程有限公司	1.08	12.76
瑞泰精密（南宁）科技有限公司	0.98	11.62
广西中设投资有限公司	0.47	5.6
广西龙官泰投资有限公司	0.45	5.28
合计	4.24	50.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020—2022年底，公司存货持续增长，年均复合增长5.70%。截至2022年底，公司存货主要由开发成本43.33亿元、合同履约成本60.17亿元和开发产品19.77亿元构成。开发成本主要包括在建厂房和房产项目，开发产品主要为公司已完工的厂房和房产项目，合同履约成本主要为公司代建的各类基础设施项目。

2020—2022年底，公司投资性房地产波动下降，年均复合下降5.56%。截至2022年底，公司投资性房地产较上年底下降26.30%，主要系重分类转出1.55亿元计划出售的停车位至存货及处置2.16亿元总部基地房产和标准厂房所致。公司尚未办理产权证的投资性房地产账面价值6.56亿元。

截至2022年底，公司使用权资产较上年底下降15.58%，系公司租入的厂房和宿舍楼等计提折旧所致。

截至2023年3月底，公司资产总额较上年底增长2.55%。其中公司存货增长主要系开发成本中的厂房、房产及市政基础设施项目建设投入所致；货币资金增长主要系公司融资增加所致。公司资产规模及结构较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例较低。

表 14 截至 2023 年 3 月底公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2.07	1.25	保证金等
存货	10.46	6.29	借款抵押
投资性房地产	2.93	1.76	借款抵押
固定资产	0.07	0.04	借款抵押
合计	15.53	9.34	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益波动增长，其中实收资本和资本公积占比较高。

2020—2022 年底，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 5.01%。截至 2022 年底，公司所有者权益 40.00 亿元，其中实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 29.11%、45.15%、7.43%和 12.42%。

2020—2022 年底，公司实收资本均为 11.64 亿元，主要为股东货币注资。同期，公司资本公积均为 18.06 亿元，主要为南宁经开区管委会拨付的专项资金。截至 2022 年底，公司其他权益工具 2.97 亿元，为永续中期票据“21 绿港 MTN001”2.97 亿元，票面利率为 7.30%。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益较上年底增长 5.40%，规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

公司债务规模持续增长，主要用于厂房及房地产项目建设。公司债务中债券融资占比较高，整体债务负担较重。

2020—2022 年底，公司负债总额持续增长，年均复合增长 7.25%。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 5.93%，主要系短期银行借款及债券融资增长所致。从构成上看，公司负债以非流动负债为主。

表 15 公司负债主要构成 (单位：亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	29.43	27.72	32.59	28.26	45.60	37.33	35.44	28.56
短期借款	2.64	2.49	2.15	1.87	6.12	5.01	8.13	6.55
应付账款	8.33	7.85	8.23	7.14	8.30	6.79	8.20	6.61
一年内到期的非流动负债	4.59	4.32	7.96	6.91	18.74	15.34	6.29	5.07
非流动负债	76.76	72.28	82.72	71.74	76.55	62.67	88.68	71.44
长期借款	7.33	6.90	9.35	8.11	9.36	7.66	10.49	8.46
应付债券	25.76	24.26	23.87	20.70	18.46	15.11	28.39	22.88
长期应付款 (合计)	42.98	40.47	44.38	38.49	44.66	36.56	44.96	36.23
租赁负债	0.00	0.00	3.60	3.12	2.49	2.04	3.22	2.60
负债总额	106.19	100.00	115.31	100.00	122.15	100.00	124.12	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022 年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长 52.20%。截至 2022 年底，公司短期借款为保证借款。

2020—2022 年底，公司应付账款基本稳定。

截至 2022 年底，公司应付账款主要为应付工程款。

2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 102.04%。截至

2022 年底，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 1.89 亿元、一年内到期的应付债券 15.22 亿元、一年内到期的长期应付款 0.93 亿元和一年内到期的租赁负债 0.70 亿元。

2020—2022年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长13.03%。截至2022年底，公司长期借款（含一年内到期部分）主要包括保证借款1.12亿元、质押借款3.64亿元、抵押借款3.38亿元和保证+抵押借款3.11亿元。

2020—2022年底，公司应付债券持续下降，年均复合下降15.36%。截至2022年底，公司应付债券较上年底下降22.67%，主要系部分应付债券即将到期、调整至一年内到期的非流动负债所致，公司应付债券票面利率分布于5.00~7.67%之间。

2020—2022年底，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长1.93%。截至2022年底，公司长期应付款和专项应付款分别为3.90亿元和40.76亿元，其中长期应付款（含一年内到期部分）包括融资租赁款1.79亿元和往来借款3.04亿元，本报告将其纳入长期债务计算；专项应付款为市政项目拨款。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长1.61%，主要系公司发行“23绿港MTN001”和“23绿港01”所致。公司非流动负债占比较上年底有所增长。

表 16 截至报告出具日公司合并口径存续债券情况
(单位：年、亿元、%)

债券名称	发行日期	发行期限	债券余额	票面利率
20 绿港 03	2020-09-08	5	7.00	6.45
21 绿港 PPN001	2021-03-30	3	3.00	5.80
21 绿港 MTN001	2021-09-28	3 (3+N)	3.00	7.30
22 绿港 PPN001	2022-02-23	3	2.60	5.00
22 绿港 01	2022-05-27	5	6.00	6.00
23 绿港 01	2023-02-23	3	5.00	6.50
23 绿港 MTN001	2023-02-23	3	5.00	6.50
23 绿港 MTN002	2023-03-28	3	2.00	7.67
23 绿港 CP001	2023-05-23	1	2.00	5.00
合计	--	--	35.60	--

资料来源：联合资信根据Wind数据整理

有息债务方面，2020—2023 年 3 月底，公司全部债务持续增长。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务中短期债务占全部债务的 29.29%。债务指标方面，2020—2022 年底，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率持续上升，长期债务资本化比率持续下降；截至 2023 年 3 月底，公司各项债务指标较上年底变动不大。截至 2023 年 3 月底，从债务结构看，债券融资占比 50.34%，银行贷款占比 29.34%。

表 17 公司有息债务情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	8.23	17.45	28.92	19.11
长期债务	39.42	40.32	34.21	46.13
全部债务	47.65	57.77	63.13	65.24
资产负债率	74.54	73.54	75.33	74.65
全部债务资本化比率	56.78	58.20	61.21	60.75
长期债务资本化比率	52.08	49.29	46.10	52.25

注：短期债务和长期债务计算公式见附件3

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

债务期限分布方面，公司各年度债务偿还金额分布较为均匀。

表 18 截至 2023 年 3 月底公司有息债务分布情况
(单位：亿元)

项目	2023 年 4—12 月	2024 年	2025 年	2026 年 及以后	合计
偿还金额	10.76	15.47	12.15	26.86	65.24

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020—2022年，公司营业总收入波动增长，盈利能力持续下滑。

2020—2022年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长26.62%，公司营业利润率波动下降。

表 19 公司盈利情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	14.53	25.67	23.30	6.94
营业成本	12.78	23.88	21.18	6.39
期间费用	0.64	0.97	1.15	0.24
公允价值变动收益	*	0.52	0.24	0.00

其他收益	0.14	0.02	0.05	0.00
利润总额	1.22	1.21	1.03	0.21
营业利润率	11.08	5.87	7.93	6.52
总资本收益率	1.23	1.15	1.14	--
净资产收益率	2.48	1.92	1.79	--

注：2020 年公允价值变动收益 35.14 万元

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022年，公司期间费用持续增长，随着有息债务规模扩大，2022年费用化利息支出持续增长，管理费用保持相对稳定，公司期间费用率分别为4.40%、3.80%和4.95%。

2020—2022年，公司利润总额持续下降，年均复合下降8.22%。2020—2022年，公司公允价值变动收益相当于利润总额的0.29%、42.77%、23.19%，对公司利润形成一定贡献。2020—2022年，公司其他收益波动下降，规模较小，主要为政府补助收入。

盈利指标方面，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。

2023年1—3月，公司实现营业总收入6.94亿元，相当于2022年营业总收入的29.79%；营业利润率6.52%，较2022年有所下降；利润总额0.21亿元。

5. 现金流

2020—2022 年，受业务回款增加及投资支出波动下降影响，公司经营现金流量净额由负转正；投资活动现金流规模较小；厂房和房地产项目建设资金主要依赖于公司自筹，公司存在较大的融资需求。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	20.98	28.99	30.08	8.32
经营活动现金流出小计	25.50	30.85	28.15	7.56
经营现金流量净额	-4.52	-1.86	1.92	0.76
投资活动现金流入小计	0.43	0.62	0.46	0.03
投资活动现金流出小计	0.38	0.41	0.97	0.43
投资活动现金流量净额	0.05	0.21	-0.51	-0.40
筹资活动现金流入小计	26.58	21.37	18.87	17.51
筹资活动现金流出小计	24.01	17.66	22.35	15.47
筹资活动现金流量净额	2.57	3.71	-3.48	2.04
现金收入比	83.15	84.65	105.52	96.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

经营活动方面，2020—2022 年，公司经营现金流入持续增长，其中，2022 年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 13.18%，主要系商品和房产销售回款增长所致；2020—2022 年，公司经营活动现金流出波动增长，2022 年购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 9.55%，主要系工程建设投入下降所致。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为公司收到的南宁经开区的补贴资金及与当地企业的往来款。2022 年，公司现金收入比为 105.52%，收入实现质量明显提高。2020—2022 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，系公司建设投入减少所致。

投资活动方面，2020—2022 年，公司投资活动现金流入及流出规模均较小。

筹资活动方面，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入持续下降，主要为取得银行借款和发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出波动下降，主要为偿还债务支付的现金。2022 年，公司筹资活动现金转为净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 0.76 亿元，现金收入比 96.50%；投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.40 亿元和 2.04 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现较弱，间接融资渠道较为通畅；考虑到公司对外担保主要面向南宁经开区内的民营企业或自然人，公司面临一定的或有负债风险。

表 21 公司偿债指标（单位：%、亿元、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	439.29	421.23	320.79	422.91
速动比率	64.41	71.41	50.43	72.45
现金短期债务比	0.54	0.42	0.20	0.43
长期偿债能力指标				
EBITDA	1.45	1.63	1.56	--
全部债务/EBITDA	32.88	35.49	40.58	--
EBITDA 利息倍数	0.53	0.47	0.45	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从短期偿债指标看, 2020—2022年底, 公司速动比率均波动下降, 流动比率和现金短期债务比持续下降。2023年3月底, 公司流动比率和速动比率均较上年底有所上升, 现金短期债务比上升至0.43倍。总体上看, 公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债指标看, 2020—2022年, 公司EBITDA波动上升, EBITDA利息倍数持续下降, 全部债务/EBITDA持续上升, 公司长期偿债能力指标表现较弱。

对外担保方面, 截至2023年3月底, 公司对外担保余额6.79亿元, 担保比率为16.11%。其中子公司广西中港兴融资担保有限责任公司开展担保业务产生的担保余额为4.66亿元, 担保企业主要为民营企业或自然人, 单户担保金额较小, 均设置反担保措施; 此外, 公司自身对外担保金额为1.23亿元, 担保客户主要为购买公司厂房的民营企业, 公司对每家企业的担保余额不高, 被担保企业分布于不同行业, 均位于南宁经开区内。总体看, 公司存在一定的或有负债风险。

银行授信方面, 截至2023年3月底, 公司共计获得银行授信额度144.94亿元, 剩余未使用授信额度51.85亿元, 公司间接融资渠道较为通畅。

7. 公司本部财务分析

公司收入主要来自于子公司, 整体负债水平较高, 面临较大的短期偿债压力。

截至2022年底, 公司本部资产总额129.00亿元, 较上年底增长1.01%, 主要系存货增长所致。截至2022年底, 公司本部货币资金0.64亿元。

截至2022年底, 公司本部所有者权益38.11亿元, 较上年底下降4.39%, 主要系公司偿还桂林银行的永续信托产品所致。其中, 实收资本和资本公积分别占30.54%和47.38%。

截至2022年底, 公司本部负债总额90.89亿元, 较上年底增长3.46%。全部债务42.27亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率分别为70.45%和52.58%, 整体负债水平较高, 现金短

期债务比0.03倍, 公司本部面临很大的短期偿债压力。

2022年, 公司本部营业总收入为5.06亿元, 主要来自厂房租赁、建筑工程和投资性房地产处置; 利润总额0.64亿元, 营业利润率19.74%。

现金流方面, 2022年, 公司本部经营活动现金净流入1.89亿元, 投资活动现金净流出1.45亿元, 筹资活动现金净流出3.56亿元。

截至2023年3月底, 公司本部资产总额135.62亿元, 所有者权益为40.17亿元; 公司本部全部债务40.99亿元, 较上年底下降3.28%; 资产负债率和全部债务资本化比率分别为70.38%和50.51%, 债务负担较重; 现金短期债务比为0.39倍, 公司本部面临较大的短期偿债压力。2023年1—3月, 公司本部营业总收入0.28亿元, 利润总额0.07亿元。

八、外部支持

1. 支持能力

南宁经开区是经国务院批准成立的国家级经济技术开发区, 经济稳步发展, 一般公共预算收入质量较好, 获得上级补助收入规模较大。截至2022年底, 南宁经开区政府债务余额为22.00亿元, 政府债务率为106.07%。整体看, 南宁经开区政府支持能力强。

2. 支持可能性

公司是南宁经开区内重要的基础设施开发建设主体, 承担南宁经开区政府赋予的代建、经营、融资、服务四大职能。南宁经开区管委会为公司实际控制人。近年来, 公司在资本注入、财政补贴和专项资金拨付等方面得到南宁经开区管委会的持续支持。

资本注入方面, 根据《关于对南宁园区建设投资有限公司财政拨款转增资本公积的通知》(南经管发〔2012〕438号), 南宁经开区管委会将南宁经开区财政局2009—2012年拨付给公司的专项资金合计15.17亿元作为资本金投入公司, 对应增加公司的资本公积。

根据《南宁经济技术开发区管理委员会关于对南宁园区建设投资有限公司财政拨款转增资本公积的通知》，南宁经开区管委会将南宁经开区财政局 2013 年拨付公司的专项资金 4.66 亿元作为资本金投入公司，对应增加公司的资本公积。

2015 年，南宁经开区财政局批准了公司《关于财政拨款转增资本公积的请示》，公司将收到的财政专项资金合计 6.58 亿元转增资本公积。

财政补贴方面，公司持续获得政府部门在财政补贴方面的有力支持。2020 年—2022 年，公司分别获得政府补助 1427.65 万元、188.63 万元和 456.92 万元。

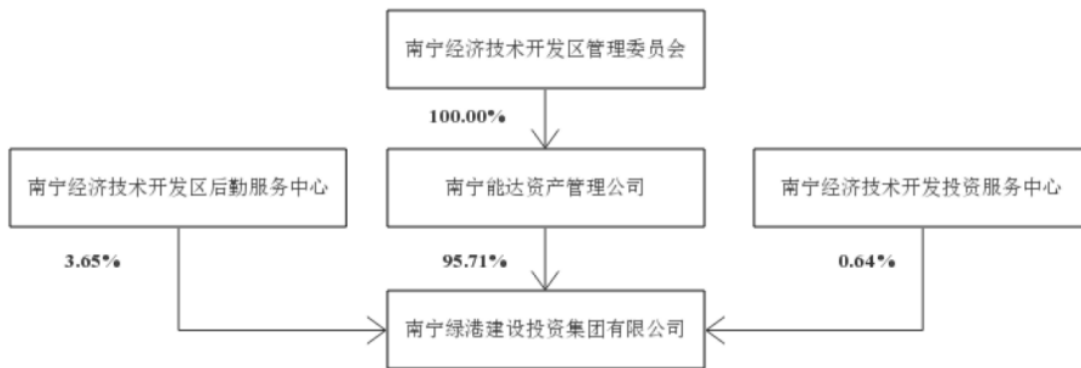
专项资金拨付，截至 2023 年 3 月底，公司收到市政项目拨款余额 40.94 亿元。公司收到租赁住房补贴余额 0.53 亿元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司持续获得有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

九、结论

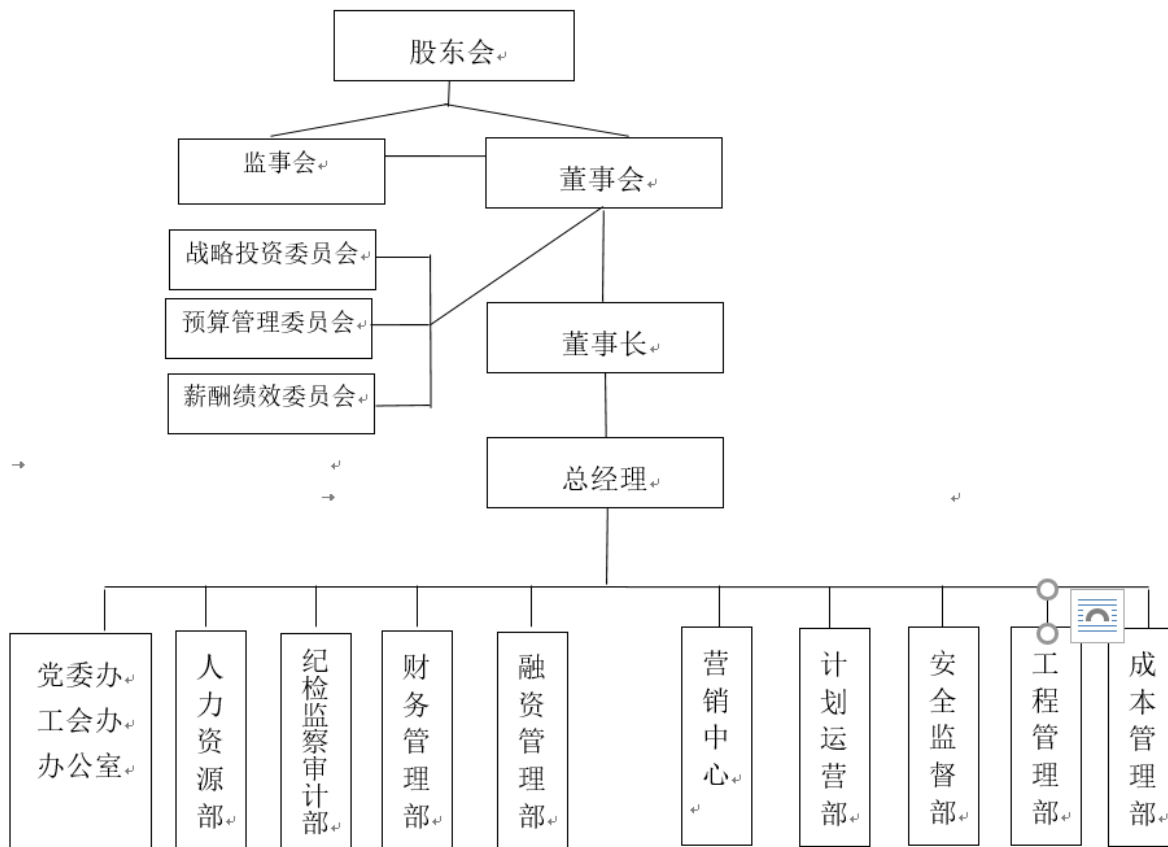
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
南宁科巨建设投资有限公司	基础设施建设投资	100.00	--	投资设立
南宁嘉通置业有限责任公司	房地产开发经营	100.00	--	投资设立
南宁中略投资顾问有限公司	房屋、场地租赁	100.00	--	投资设立
南宁九略贸易有限公司	商品销售	100.00	--	投资设立
南宁万方物业服务有限责任公司	物业服务	--	100.00	投资设立
南宁朗恩水务投资发展有限公司	水务投资	100.00	--	投资设立
南宁荣鑫建设工程有限公司	建筑装饰、装修和其他建筑业	100.00	--	投资设立
广西中港兴融资担保有限责任公司	借款、贷款担保	60.00	--	投资设立
南宁万景混凝土有限责任公司	混凝土及其制品生产	100.00	--	投资设立
南宁嘉瑞通置业有限责任公司	房地产开发经营	100.00	--	投资设立
南宁嘉富投资有限责任公司	房地产开发经营	51.00	--	投资设立
南宁盛青农林有限责任公司	绿化苗木种植和销售	--	100.00	投资设立
南宁方隆建设投资有限公司	基础设施建设投资	100.00	--	投资设立
南宁港开建设投资有限公司	房地产开发经营	51.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.41	7.40	5.88	8.22
资产总额（亿元）	142.46	156.79	162.15	166.28
所有者权益（亿元）	36.27	41.49	40.00	42.16
短期债务（亿元）	8.23	17.45	28.92	19.11
长期债务（亿元）	39.42	40.32	34.21	46.13
全部债务（亿元）	47.65	57.77	63.13	65.24
营业总收入（亿元）	14.53	25.67	23.30	6.94
利润总额（亿元）	1.22	1.21	1.03	0.21
EBITDA（亿元）	1.45	1.63	1.56	--
经营性净现金流（亿元）	-4.52	-1.86	1.92	0.76
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.80	3.92	2.98	--
存货周转次数（次）	0.12	0.21	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.17	0.15	--
现金收入比（%）	83.15	84.65	105.52	96.50
营业利润率（%）	11.08	5.87	7.93	6.52
总资本收益率（%）	1.23	1.15	1.14	--
净资产收益率（%）	2.48	1.92	1.79	--
长期债务资本化比率（%）	52.08	49.29	46.10	52.25
全部债务资本化比率（%）	56.78	58.20	61.21	60.75
资产负债率（%）	74.54	73.54	75.33	74.65
流动比率（%）	439.29	421.23	320.79	422.91
速动比率（%）	64.41	71.41	50.43	72.45
经营现金流负债比（%）	-15.37	-5.72	4.21	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.42	0.20	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.47	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.88	35.49	40.58	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；已将应付票据、其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务，将长期应付款和租赁负债中的有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.89	3.76	0.64	3.27
资产总额（亿元）	114.40	127.71	129.00	135.62
所有者权益（亿元）	34.91	39.87	38.11	40.17
短期债务（亿元）	5.78	14.69	20.53	8.41
长期债务（亿元）	27.86	29.02	21.74	32.59
全部债务（亿元）	33.64	43.70	42.27	40.99
营业总收入（亿元）	1.93	2.05	5.06	0.28
利润总额（亿元）	0.64	0.72	0.64	0.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-2.29	0.86	1.89	5.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.70	1.15	1.65	--
存货周转次数（次）	0.01	0.01	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.04	--
现金收入比（%）	84.48	91.11	69.91	107.87
营业利润率（%）	38.87	45.46	19.74	50.78
总资本收益率（%）	0.72	0.66	0.59	--
净资产收益率（%）	1.42	1.38	1.24	--
长期债务资本化比率（%）	44.38	42.12	36.32	44.79
全部债务资本化比率（%）	49.08	52.30	52.58	50.51
资产负债率（%）	69.49	68.79	70.45	70.38
流动比率（%）	659.46	486.30	333.40	432.61
速动比率（%）	87.16	70.23	37.39	57.21
经营现金流流动负债比（%）	-16.41	4.18	6.02	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.26	0.03	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；已将其其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务，长期应付款中的有息部分纳入长期债务；未获取公司本部折旧、摊销和利息支出情况，相关指标无法计算，用“/”表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 南宁绿港建设投资集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。