信用等级公告

联合[2018] 1961 号

联合资信评估有限公司通过对广西来宾工业投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广西来宾工业投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16来宾工投 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

广西来宾工业投资集团有限公司
跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 来宾工投 MTN001	4 亿元	2021/3/15	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.30	21.99	15.24	16.51
资产总额(亿元)	177.87	206.87	206.89	203.17
所有者权益(亿元)	93.19	107.76	108.24	107.92
短期债务(亿元)	6.29	10.27	9.56	5.17
长期债务(亿元)	42.98	63.16	59.00	68.74
全部债务(亿元)	49.27	73.43	68.56	73.91
营业收入(亿元)	8.03	6.23	5.83	0.06
利润总额(亿元)	3.22	2.40	2.07	-0.32
EBITDA(亿元)	3.85	3.50	3.71	--
经营性净现金流(亿元)	0.10	-14.00	-8.86	-0.97
营业利润率(%)	11.48	15.66	19.70	9.03
净资产收益率(%)	3.45	2.22	1.88	--
资产负债率(%)	47.61	47.91	47.68	46.88
全部债务资本化比率(%)	34.58	40.53	38.78	40.65
流动比率(%)	145.91	350.88	378.84	619.10
经营现金流动负债比(%)	0.37	-33.81	-22.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.79	21.00	17.53	--

注：1.其他应付款及长期应付款中有息部分计入长期债务计算；
2. 公司 2018 年一季度财务数据未经审计；
3.将公司 2018 年 3 月底一年内到期债务调整至短期债务计算。

分析师

历 剑　马玉丹
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

评级观点

跟踪期内，广西来宾工业投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为来宾市工业园区投融资建设的主体得到了来宾市政府在政府补贴和债务置换方面的持续支持，公司租赁收入持续增长，对收入形成补充。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司代建业务回款滞后，收入实现质量差、往来款拆出对公司资金占用明显、公司外部筹资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力较好。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16来宾工投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为来宾市工业园区投融资建设的主体，获得了来宾市政府在政府补贴和债务置换方面的稳定支持。
2. 跟踪期内，公司租赁收入保持增长，对公司收入形成补充。

关注

1. 跟踪期内，来宾市财政收入内生性不足，一般预算收入下降，地方债务负担重。
2. 公司代建项目大部分未结算，且政府未付清回购款及相应利息，对公司资金形成占用，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。
3. 公司少数股东权益实为债务融资形成，公司实际债务负担偏重。
4. 公司收入实现质量差，对来宾财政局往来支出较大，经营性净现金流持续为负，现有债务还本付息的资金需求较大，加之未来投资规模较大，公司面临较大资金压力。
5. 公司将于 2019 年面临一定的集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由广西来宾工业投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广西来宾工业投资集团有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于广西来宾工业投资集团有限公司及存续期内“16 来宾工投MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，广西来宾工业投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 89865.37 万元，来宾市国资委代来宾市人民政府持有公司 100%股权，来宾市人民政府为公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。公司经营范围在原有基础上新增国内贸易（国家专控项目除外）。

截至 2017 年底，公司资产总额 206.89 亿元，所有者权益 108.24 亿元（含少数股东权益 21.25 亿元）；2017 年公司实现营业收入 5.83 亿元，利润总额 2.07 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 203.17 亿元，所有者权益 107.92 亿元（含少数股东权益 21.25 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.06 亿元，利润总额-0.32 亿元。

公司注册地址：来宾市华侨投资区荣和路 6 号；法定代表人：陈前平。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司由联合资信所评的存续债券为“16 来宾工投 MTN001”，详情参见下表。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年）

名　称	余 额	起息日	债券期限
16 来宾工投 MTN001	4.00	2016/3/15	5

资料来源：联合资信整理

“16 来宾工投 MTN001”于 2016 年 3 月发行，期限 5 年，发行额度 4.00 亿元，采用固定利率，每年付息一次，到期还本。跟踪期内，公司已按时足额付息。

“16 来宾工投 MTN001”募集资金 4.00 亿元，计划用于偿还公司及下属公司银行贷款。截至 2018 年 3 月底，募集资金已经按照约定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016

年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，

但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深

化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17

个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济概况

公司作为来宾市工业园区内重要的基础设施投融资建设主体，来宾市经济发展和财政实力对公司经营和发展有一定的影响。

根据《来宾市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，来宾市地区生产总值（GDP）663.69 亿元，同比增长 7.4%。三次产业结构由 2016 年的 25.2：37.4：37.4 调整为 24.1：37.7：38.2，二、三产业比重进一步增加。

2017 年，来宾市完成固定资产投资 432.16 亿元，同比增长 16.5%，增速较 2016 年有所提升。其中，基础设施投资 152.96 亿元，增长 25.3%，呈较高增速。房地产开发投资 49.95 亿元，比上年增长 27.3%，住宅投资 38.05 亿元，同比增长 44.7%。

2017 年，来宾市实现规模以上工业总产值 611.11 亿元，同比增长 17.0%。分行业看，木材加工和木竹藤棕草制品业、造纸和纸制品业、化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业、非金属矿采选业等五大传统行业增加值同比分别增长 31.5%、30.5%、19.9%、18.4%、6.4%，传统工业支撑作用明显；四大支柱行业增加值呈现“三增一降”，有色金属冶炼和压延加工业同比增长 3.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 5.0%，农副食品加工业增长 5.4%，电力、热力生产和供应业下降 14.3%，支柱行业总体保持增长。

根据《来宾市全市与市本级 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案》，2017 年，来宾市实现一般公共预算收入 27.64 亿元，下降 8.9%，其中，税收收入 16.00 亿元，下降 22.7%，主要受支柱产业税源萎缩以及全面推开营改增、降低或取消收费以减少企业成本等政策性因素影响。2017 年，来宾市政府性基金预算收入 8.57 亿元，同比增长 25.93%；上级补助收入 132.62 亿元，同比增长 11.98%。

政府债务方面，2017 年底，预计来宾市政府债务余额约 175.84 亿元，其中：一般债务余额 131.97 亿元，专项债务余额 43.87 亿元，政府债务余额均控制在政府债务限额以内。

总体看，跟踪期内，来宾市固定资产投资提速，传统工业及支柱行业实现稳健发展，经济增速有所回升，但同时，来宾市财政收入内生性不足，一般预算收入明显下降，区域债务负担仍较重。

六、基础素质分析

作为来宾市工业园区投融资建设的主体，公司主要负责来宾市工业园区范围内的交通、水城基础设施（包括水、电、路、桥、土地平整等）的投融资建设和开发经营，以及相关房产的开发和租赁等。来宾市另一政府投融资公司为广西来宾城建投资集团有限公司（以下简称“来宾城投”），主要从事来宾市城区范围内基础设施（包括桥梁、道路、管网、绿化工程及教育设施等）投资、建设和开发经营，控股股东及实际控制人均为来宾市国资委。随着

来宾市工业园区内配套设施逐步完备，公司业务范围向城区拓展，和来宾城投业务无明确划分，存在一定的业务交叉。

公司负责组织和实施的基础设施建设，项目建设周期和回款周期长，来宾市财政局在政府补贴、债务置换等方面给予了公司持续支持。2017 年，来宾市财政局拨付公司项目建设及经营等财政补贴资金 2.38 亿元；来宾市财政局给予公司政府债务置换资金 3.63 亿元，用于偿付来宾棚户区改造项目（一期）项目形成的国家开发银行贷款。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1033052300155220V），截至 2018 年 5 月 16 日，公司本部无未结清的关注和不良信贷信息，已结清的不良类信贷记录中新增 2 笔欠息，根据广西来宾桂中农村合作银行出具的说明，其中 1 笔欠息逾期一天，是因为网络系统原因形成，已于 2017 年 9 月结清；另 1 笔欠息是因为系统录入失误，实际已于 2011 年 12 月结清。

七、管理分析

2018 年 3 月 15 日，根据来宾市人民政府《关于覃恩德、钟耀球任免职的通知》，从 2018 年 3 月 1 日起，钟耀球[1]不再担任公司董事长、董事职务；经来宾市国有资产监督管理委员会决研究定，指定黄金山同志为公司法定代表人。2018 年 6 月 15 日，根据来宾市国有资产监督管理委员会研究决定（来国资干【2018】19 号文件），免去黄金山公司法定代表人职务、免去黄国旺公司董事及副总经理职务；任陈前平同志为公司董事、董事长（法定代表人）。

陈前平同志，1982 年生，汉族、中共党员，博士学位，中级工程师。曾任广西来宾市工信委党组成员、总工程师；广西象州县人民政府副县长；广西来宾三江口建设投资有限公司党总支部副书记、董事、总经理。2018 年 6 月起，任公司董事、董事长。

跟踪期内，公司高层管理人员变动较频繁，但整体对公司日常管理、生产经营影响小。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务构成未发生变化。其中，租赁业务稳定增长，受代建政府工程收入下降影响，公司主营业务收入有所下降。

2017 年，公司实现主营业务收入 5.80 亿元，同比下降 6.91%，主要系项目回购规模小，代建政府工程收入下降所致。代建业务及租赁业务仍为公司营业收入主要来源，租赁业务收入同比增长 11.21%至 1.05 亿元，占主营业务收入比重较 2016 年提升 2.85 个百分点至 18.04%；同期，代建政府工程收入 4.71 亿元，同比下降 10.33%。绿化物业服务因政府拨付相关补贴确认收入 299.94 万元，其他业务收入规模小，对公司收入影响小。毛利率方面，2017 年，代建业务及租赁业务毛利率较稳定，均与 2016 年持平；绿化物业服务业务因收入增长，成本倒挂有所改善；受益于毛利率较高的租赁业务收入占比提升，公司综合毛利率较 2016 年提升 3.81 个百分点至 25.32%。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 590.06 万元，利润总额-0.32 亿元。跟踪期内，公司主营业务收入构成及毛利率变化情况详见下表。

[1] 根据来宾纪检监察网公告，广西铁合金有限责任公司原党委书记、董事长、广西来宾工业投资集团公司原党委书记、董事长钟耀球因涉嫌严重违纪违法，正在分别接受组织审查和监察调查。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
代建政府工程	52569.99	84.39	9.09	47141.04	80.79	9.09	--	--	--
租赁	9463.88	15.19	98.70	10524.90	18.04	98.82	460.68	78.07	99.06
绿化物业服务	165.38	0.27	-441.95	299.94	0.51	-4.97	--	--	--
其他	94.88	0.15	8.26	25.61	0.66	41.44	129.38	21.93	-300.12
合计	**62294.13**	**100.00**	**21.51**	**57991.49**	**100.00**	**25.32**	**590.06**	**100.00**	**11.53**

资料来源：公司提供

注：公司代建收入确认时间为每年年中和年底。

2.　业务经营分析

（1）代建业务

公司受来宾市政府委托，就来宾市范围（主要是来宾市工业园区）内的基础设施工程开展投融资建设业务。具体而言，公司与来宾市政府就单一或打包项目签订《政府代建项目合作协议书》或《政府代建项目框架协议》，根据代建协议，公司作为项目的投资主体，按照政府要求进行建设，项目建成后移交给政府，政府以回购方式分期支付政府代建投资额，各项目回购期限分别约定，回购期通常为3~8 年不等。政府代建回购款包括代建投资额，代建项目融资利息成本和公司的投资收益。投资收益按政府代建投资总额的适当比例确定，以来宾市财政局当年批复的具体金额为准。不同项目投资收益确认标准具有不确定性，且项目回购存在一定滞后。

从收入确认方式看，公司代建收入确认方式为成本加成模式，即每年年中和年底来宾市政府就各代建项目与公司签订代建合同，约定相关项目代建总价款（包含融资成本的总成本以及加成和投资收益），并分期支付代建款。公司将代建总价款确认为当年代建政府工程收入。项目代建收入加成比例根据不同项目施工难度而定。

2017 年，公司确认代建收入 4.71 亿元，主要来自于迁江华侨工业园建筑工程及河南工业园道路工程项目的移交结算，加成比例约 10%，与 2016 年持平。项目回款方面，来宾市政府对回购公司代建项目进行了明确的还款安排，2017 年，来宾市财政局应支付公司以前年度代建项目款 1.94 亿元，实际支付 1.32 亿元，回款情况不佳。

2018 年 3 月底，公司基础设施代建业务在建项目计划总投资为 107.11 亿元，已投资 78.77 亿元，2018-2020 年计划投资额 29.44 亿元。公司在建项目投资规模大，未来资本支出规模大，将带动公司债务规模持续增长，且部分未签署代建协议，未来投资回收方式尚不明确。

表 4　公司在建项目投资情况及未来投资计划（单位：万元）

工程项目	计划总投资	是否签订代建协议	已投资	未来投资计划		
				2018	2019	2020
磨东水厂至凤凰工业园供水工程	16443.48	是	20018.98	--	--	--
凤凰工业园建筑及污水处理工程	23790.72	是	32524.09	--	--	--
凤翔路工程	8924.80	是	5576.66	2027.40	1320.94	--
福凌路工程	5058.21	是	1426.37	2084.14	1547.49	--
河西工业园建筑工程	37036.36	是	95234.93	--	--	--
红星路工程	11082.66	是	2207.62	4451.33	4424.05	--

河西凌湖路工程	7457.57	是	545.00	3456.27	3456.27	--
磨东水厂续建工程	8528.13	否	6541.00	--	1987.00	--
迁江华侨工业园建筑工程	43914.57	是	69017.85	--	--	--
引水入城工程	129.48	是	165.13	--	--	--
长梅村和方村过渡房安置小区	1477.23	是	1858.45	--	--	--
来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程	55229.22	是	35091.29	10069.93	5033.89	5033.89
滨堤路二期第 III 标段工程	9911.73	是	12919.65	--	--	--
河西城区路网工程凤翔路沥青路面	720.00	是	460.00	90.00	85.00	85.00
河南工业园道路工程	84479.20	是	15909.31	25248.50	21660.60	21660.60
来宾市市级本级（河南工业园区）公共租赁住房项目（一期）工程	11741.48	是	36152.21	--	--	--
来宾棚户区改造项目（一期）	297575.00	是	175040.73	24707.00	--	--
凤凰工业园覃鑫路工程	632.01	是	6.55	625.45	--	--
来宾市桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程	122.57	是	2274.53	--	--	--
柳南高铁来宾北站配套工程	35133.97	是	35133.97	--	--	--
市政引水渠工程	181354.31	是	185687.42	--	--	--
广西来宾水环境综合治理利用世界银行贷款项目	79614.38	是	34227.64	15128.91	15128.91	15128.91
来宾市旧城基础设施改造项目	53073.03	否	3603.04	10700.00	19384.98	19384.98
来宾港宾港二期作业区二期工程	33327.00	否	2099.94	10409.02	10409.02	10409.02
来宾市凤凰工业园化工物流中心铁路专用线工程	23054.00	是	30.06	--	--	--
来宾市汇元路修复工程	172.00	是	191.92	--	--	--
来宾市迁江清水河大桥工程	1467.50	是	1131.80	--	--	--
来宾市河西工业园区滨堤路二期工程	626.22	是	1314.78	--	--	--
来宾市凤凰工业园区路网工程	1626.76	是	3108.71	--	--	--
来宾市迁江华侨工业园银海铝业二期原材料运输道路工程	2589.32	否	2457.31	132.01	--	--
来宾市第九中学	10000.00	否	84.71	4000.00	2957.65	2957.65
桂中大道向东延长线	7994.00	是	6.71	3000.00	2500.00	2487.29
来宾高铁北站环站路	9448.64	否	7.76	3470.44	3470.44	2500.00
经五路纬十路	7400.00	否	5638.97	1000.00	762.00	--
合计	**1071135.55**	--	**787695.07**	**120600.40**	**94128.23**	**79647.33**

资料来源：公司提供

注：部分项目已完工，但尚未竣工结算。

来宾棚户区改造项目

来宾棚户区改造项目由 8 个子项目构成，包括古三片区、磨东片区、城北商贸团一区、长梅片区、长岭片区、来宾华侨农场、凤凰华侨农场和迁江华侨农场项目。该项目占地 1229 亩，总建筑面积 302.30 万平方米，地上建筑面积 276.48 万平方米，规划建设保障性住房 24375 套。该项目代建投资额 883593.81 万元，具体实施中，公司实际负责“来宾华侨农场、凤凰华侨农场和迁江华侨农场项目”三个片区的棚户区改造项目，广西来宾城建投资集团有限公司（以下简称“来宾城投”）负责另外五个片区子项目。用于棚户区改造的资金统一由广西城建向国家开发银行贷款并分别转贷给公司和来宾城投。

截至 2018 年 3 月底，公司负责的来宾棚户区改造项目具体情况如下表所示。公司所负责的来宾棚户区改造项目计划总投资 29.76 亿元，其中资本金 2.56 亿元，截至 2018 年 3 月底，累计完成投资 17.50 亿元。

表 5　公司所负责的来宾棚户区改造项目进展情况（单位：套、万元）

项目名称	总投资	批次	周期	方式	数量	进度
凤凰华侨农场棚户区改造	118400.00	一期	2013-2018	新建	1110	于 2017 年 1 月主体竣工验收，该项目装修工程已于 6 月 22 日开标，计划 7 月中旬进场施工，目前项目强电土建部分正在施工。
			2013 -2018	以购代建	1288	已通过公开招投标方式采购了 1288 套商品房作为改造项目的备选房源
		二期	2017-2020	以购代建	480	尚未实施
华侨农场棚户区改造	108531.00	--	2013-2018	新建	1140	已完成安置户的分房工作。
			2013-2018	以购代建	1225	采购了 1225 套商品房作为第二期改造项目备选房源
迁江华侨农场棚户区改造	70644.00	一期	2013-2018	以购代建	303	已完成安置分配工作
		二期	2014-2018	新建	944	建设 33 栋 944 套棚改安置房，目前主体已全部封顶，其中 31 栋完成落架，其余 2 栋正在进行外墙涂料施工及零星收尾工作
合计	**297575.00**	--	--	--	**6490**	--

资料来源：公司提供

注：2017 年调整了部分棚户区改造房屋数量，相应总投资预算尚未调整

截至 2018 年 3 月底，公司拟建项目主要包括来宾市滨河北片区棚户区改造项目（一期）、来宾市桂中水城水环境整治工程（环境整治部分）来华湖等，计划总投资合计 8.35 亿元。其中，来宾市滨河北片区棚户区改造项目（一期）已纳入国家棚改计划，总投资 6.31 亿元，资本金 1.3 亿元，由公司自筹。公司拟建项目尚未与来宾市政府签订代建协议，投资回收方式尚不明确。

表 5　2018 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

工程项目	计划总投资
来宾市滨河北片区棚户区改造项目（一期）	6.31
来宾市桂中水城水环境整治工程（环境整治部分）来华湖	1.11
来宾市快速路（绕城高速公路东互通出入口至天然桥路段）工程	0.93
合计	**8.35**

资料来源：公司提供

总体看，公司代建项目大部分未结算，且政府未付清回购款及相应利息，基础设施代建和棚户区改造项目未来投资规模大，政府回购款到位周期较长，对公司资金形成明显占用，且部分项目未签订代建协议，投资回收方式尚不明确，公司融资压力大。

（2）租赁业务

标准厂房及翠屏水坊商业街出租收入是公司营业收入的主要来源之一。公司厂房主要是位于来宾市工业区河南工业园区凤翔路 48 号 A-D 区的 55 栋标准厂房，位于凤翔路 50 号的 1-25 栋标准厂房和位于红水河大道 33 号的翠屏水坊商业街，明细如下表所示。标准厂房均由公司自建，入账价值 15.58 亿元（在财务报表中“投资性房地产”科目体现），部分厂房是 2012 年完成建设并投入使用的。翠屏水坊商业街为子公司来宾市天润房地产开发有限责任公司（以下简称“天润房开”）自建物业，主要是位于红水河大道 33 号的 7 栋商铺，入账价值 1.18 亿元（在财务报表中“存货”和“投资性房地产”科目体现），项目于 2014 年竣工。截至 2018 年 3 月底，公司凤翔路 48 号 D 区 1~13 栋及红河大道翠屏水坊商业街部分厂房已用于抵押。

公司厂房主要采用委托管理的模式，由市工业区管理委员会招商局管理，租金为包干制，已签订为期五年的委托管理合同，租金每年上浮 10%。2017 年，公司租赁收入为 10524.90 万元，同比增长 11.21%。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司可出租房产明细（单位：平方米、万元）

房屋位置	房产面积	入账价值	是否抵押
凤翔路 48 号 A 区 1-13 栋	80201.91	21768.49	否
凤翔路 48 号 B 区 1-13 栋	79866.18	21669.33	否
凤翔路 48 号 C 区 1-16 栋	98216.38	26655.17	否
凤翔路 48 号 D 区 1-13 栋	88133.51	23914.50	部分抵押
凤翔路 50 号 1-25 栋	227888.37	61896.33	否
红水河大道翠屏水坊商业街	76403.52	46161.36	部分抵押
合计	**613899.59**	**202065.2**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2018 年一季度合并财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司共有纳入合并范围的子公司 10 家，较 2017 年底新增 1 家子公司，系投资新设，减少 1 家子公司。总体看，跟踪期内，公司合并报告范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 206.89 亿元，所有者权益 108.24 亿元（含少数股东权益 21.25 亿元）；2017 年公司实现营业收入 5.83 亿元，利润总额 2.07 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 203.17 亿元，所有者权益 107.92 亿元（含少数股东权益 21.25 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.06 亿元，利润总额-0.32 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司总资产为 206.89 亿元，同比增长 0.01%，构成仍以流动资产为主，其占总资产比重较 2016 年底略有提升。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**145.26**	**70.22**	**148.42**	**71.74**	**141.59**	**69.69**
货币资金	21.97	10.62	15.24	7.37	16.51	8.13
其他应收款	22.37	10.81	27.23	13.16	18.73	9.22
存货	99.62	48.15	101.93	49.27	104.95	51.66
非流动资产	**61.61**	**29.78**	**58.46**	**28.26**	**61.59**	**30.31**
长期应收款	11.68	5.65	12.42	6.00	15.07	7.42
投资性房地产	39.68	19.18	36.06	17.43	36.06	17.75
总资产	**206.87**	**100.00**	**206.89**	**100.00**	**203.17**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产为 148.42 亿元，同比增长 2.18%，主要系其他应收款增长所致。流动资产中，货币资金为 15.24 亿元，同比下降-30.62%，主要系项目建设支出和资金拆出所致，其中受限资金 2.00 亿元，系借款质押；公司其他应收款 27.23 亿元，同比增长 21.74%，主要系对来宾市财政局及广西铁合金有限责任公司新增拆出往来款所致，前五名欠款单位合计金额 26.89 亿元，占 98.73%，集中度高；公司存货为 101.93 亿元，同比增

长 2.33%，主要系代建政府工程投入所致，公司存货中代建政府工程 55.62 亿元，同比增长 5.60%，变现能力受制于政府回购效率，土地使用权账面价值 44.19 亿元，其中 29.80 亿元用于借款抵押；公司一年内到期的非流动资产 2.65 亿元，系从长期应收款转入的来宾市人民政府应于 2018 年支付的代建工程款。

表 8　2017 年底公司前五名其他应收款情况

（单位：亿元、%）

单位名称	余额	账龄	占比
来宾市财政局	8.80	1 年以内	32.30
	12.88	1-2 年	47.27
小计	21.68	--	79.57
广西铁合金有限责任公司	4.26	1 年以内	15.65
	0.26	1-2 年	0.96
小计	4.52	--	16.61
来宾市兴宾区征地拆迁安置工作办公室	0.30	1-2 年	1.12
平安国际融资租赁有限公司	0.13	1 年以内	0.46
	0.09	1-2 年	0.31
小计	0.21	--	0.77
山东省国际信托股份有限公司	0.18	1-2 年	0.66
合计	**26.89**	--	**98.73**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司非流动资产为 58.46 亿元，同比下降 5.11%，构成上主要是长期应收款和投资性房地产。非流动资产中，长期应收款为 12.42 亿元，均为应收政府代建工程回购款，同比增长 6.30%，其中包括未实现融资收益 3.14 亿元；公司投资性房地产为 36.06 亿元，同比下降 9.11%，主要系来宾市人民政府收回公司 13 宗土地资产所致，根据来宾市政府会议纪要，公司可按划出土地市场评估价值约 3.72 亿元向财政局申请货币补偿，公司尚未申请落实该项补偿；公司投资性房地产中房屋及建筑物账面余额 20.47 亿元，系商业房产，剩下为 12 宗土地资产，均为出让地，用途为工业用地，期末账面价值 15.59 亿元；公司投资性房地产中账面价值 6.66 亿元房屋及土地用于借款抵押，占投资性房地产 18.47%。

2018 年 3 月底，公司资产总额为 203.17 亿元，较 2017 年底下降 1.79%，资产构成较 2017 年底变化不大。2018 年 3 月底，公司货币资金为 16.51 亿元，较 2017 年底增长 8.33%，系借款融入；其他应收款为 18.73 亿元，较 2017 年底下降 31.22%，主要是与来宾市财政局往来款冲销所致；长期应收款为 15.07 亿元，较 2017 年底增长 21.38%，系未将来宾市人民政府应于 2018 年支付的工程款调整至一年内到期的非流动资产所致。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月底，公司受限资产包括用于借款质押的货币资金 4.22 亿元、用于借款抵押的土地使用权 42.98 亿元（存货-开发土地 38.69 亿元，投资性房地产 4.29 亿元），合计账面价值 47.20 亿元，占资产总额的 23.23%，受限比例一般。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，主要由存货及投资性房地产构成。存货中土地使用权大部分用于抵押，代建成本变现能力受政府回购效率影响大，公司资产整体流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益合计 108.24 亿元，同比增长 0.45%，构成上以实收资本（占 8.30%）、资本公积（占 47.81%）、未分配利润（占 19.48%）和少数股东权益（占 19.63%）为主。其中，公司资本公积为 51.76 亿元，同比下降 6.75%，主要系来宾市人民政府收回公司土地资产相应调减资本公积；少数股东权益为 21.25 亿元，同比增长 22.37%，主要系来宾柳银工投投资基金管理中心（有限合伙）（以下简称“柳银工投基金管理中心”）对公司子公司环城水系开发投资有限公司新增股权投资 3.92 亿元；2017 年底，柳银工投基金管理中心对环城水系开发投资有限公司的股权投资合计 19.60 亿元，根据公司与柳银工投基金

管理中心签署协议，公司确保其每年享有不低于8.5%的投资收益，且柳银工投基金管理中心有权要求公司随时溢价购回其持有环城水系的股权。

2018年3月底，公司所有者权益105.97亿元，较2017年底下降1.79%，主要系账面亏损未分配利润下降所致；构成方面与2017年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司部分土地被政府收回，资本公积有所下降，少数股东权益增长使所有者权益规模保持稳定，但公司少数股东权益实为债务融资形成且占比较高，一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

负债

2017年底，公司负债合计为98.64亿元，同比下降0.47%。其中，流动负债占39.72%，较2016年底有所下降，公司负债仍以非流动负债为主。

2017年底，公司流动负债为39.18亿元，同比下降5.36%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，应付账款为2.25亿元，同比下降13.05%，主要是应付工程款；公司其他应付款为26.93亿元，同比下降4.34%，主要系归还广西城建统贷棚改项目贷款所致；一年内到期的非流动负债为9.26亿元，主要为6.73亿元长期借款和2.17亿元应付债券。

2017年底，公司非流动负债为59.46亿元，同比增长3.03%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。2017年底，公司长期借款为45.03亿元，同比增长17.61%，以抵押借款和质押借款为主；公司应付债券为9.75亿元，同比下降29.80%，系“14来宾工投债”分期偿付本金以及一年内到期部分调整至流动负债所致；公司长期应付款为0.72亿元，均为融资租赁借款，同比下降33.40%；公司递延所得税负债为3.97亿元，系投资性房地产评估增值应纳税暂时性差异形成，同比下降11.22%。

2018年3月底，公司负债总额为95.25亿元，较2017年底下降3.44%，构成上非流动负债占75.99%，公司负债仍以非流动负债为主。2018年3月底，公司其他应付款18.42亿元，较2017年底下降31.61%，系与来宾市财政局往来款冲销所致；长期借款、应付债券及长期应付款较2017年底均有不同程度的增长，主要系未将一年内到期部分调整至一年内到期的非流动负债核算所致。

2017年底，公司全部债务68.56亿元，同比下降6.63%，构成中长期债务占86.06%，公司债务结构以长期为主。从债务指标看，2017年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为47.68%、38.78%和35.28%，较2016年底均有不同程度的下降。

表9　公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	10.27	9.56	5.17
长期债务	63.16	59.00	68.74
全部债务	73.43	68.56	73.91
资产负债率	47.91	47.68	46.88
全部债务资本化比率	40.53	38.78	40.65
长期债务资本化比率	36.95	35.28	38.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：2018年一季度将公司有息债务中一年内到期部分调整至短期债务计算。

2018年3月底，公司全部债务73.91亿元，较2017年底增长7.80%，构成中长期债务占比进一步上升至93.00%。根据公司提供数据，2018年4~12月、2019年及2020年公司到期债务分别为3.93亿元、16.08亿元和8.40亿元，2021年将达到偿付债务峰值约30亿元，公司存在一定的集中兑付压力。2018年3月底，公司资产负债率较2017年底略有下降；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.65%和38.91%，较2017年底均有所提升。此外，联合资信关注到，2018年3月底，公司少数股东权益中19.60亿元实为债务融资形成，将其调整为债务计

算后，公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.53%、51.43%和50.00%，公司实际债务负担上升。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入5.83亿元，同比下降6.33%，主要系代建政府工程回购体量小，代建收入下降所致；同期，公司营业成本为4.33亿元，同比下降11.43%。

2017年，公司期间费用为1.50亿元，同比增长39.04%，主要系利息支出费用化带动财务费用增长所致，构成上以财务费用（占60.14%）和管理费用（占39.81%）为主；同期，公司期间费用率较2016年提升8.41个百分点至25.79%，期间费用对利润侵蚀明显。

公司营业外收入主要为政府补助，2017年为2.38亿元，同期，公司利润总额为2.07亿元，全部来源于政府补助。公司利润对政府补助依赖性高。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为19.70%，较2016年提升4.04个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为1.94%和1.88%，受净利润下降影响，较2016年均有所下降，公司整体盈利能力弱。

表10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年	2017年
营业收入	6.23	5.83
营业外收入	2.54	2.38
利润总额	2.40	2.07
营业利润率	15.66	19.70
总资本收益率	1.90	1.94
净资产收益率	2.22	1.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年1~3月，公司实现营业收入0.06亿元，主要来源于租赁收入；营业利润率为9.03%，较2017年全年水平下降10.67个百分点；利润总额为-0.32亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用对公司利润侵蚀明显，受益于政府补助支撑，公司利润总额保持相对稳定，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金1.92亿元，主要来自租赁收入及工程建设回款；同期，公司现金收入比为32.86%，较2016年大幅下降80.83个百分点，主要受来宾市财政局代建项目回款滞后的影响，公司收入实现质量差。2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金6.63亿元，主要为代建工程投入支出。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与来宾市政府及国企之间往来款，2017年往来资金流入/出均呈大幅增长趋势。2017年，公司经营活动产生的现金流净额-8.86亿元，经营活动现金仍呈净流出状态。

投资活动方面，2017年公司投资活动产生的现金流量较小，投资活动产生的现金流量净额为-0.03亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资资金频繁周转，筹资活动现金流入量及流出量均大幅增长。其中，公司筹资来源主要为质押借款、融资租赁及基金注入等债务融资手段，且增量融资主要来源于柳银工投基金管理中心对公司注资；同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付利息等现金支出。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额5.16亿元。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

现金流	2016年	2017年
经营活动现金流入	26.78	50.58
经营活动现金流出	40.78	59.44
经营活动产生的现金流量净额	-14.00	-8.86
投资活动产生的现金流量净额	-4.86	-0.03
筹资活动产生的现金流量净额	26.49	5.16
现金收入比	113.69	32.86

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.97 亿元，仍以往来款收支为主；投资活动现金流量净额为-0.73 亿元；筹资活动现金流量净额为 2.97 亿元。

跟踪期内，来宾市财政局对代建项目回款滞后，公司收入实现质量差，往来款占用、项目投资及现有债务还本付息的资金需求较大，公司面临较大的筹资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 378.84%和 118.66%，较 2016 年底分别提升 27.95 和 8.41 个百分点；2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 619.10%和 160.19%，受其他应付款大幅下降的影响，较 2017 年底均有明显提升。2017 年，公司经营活动现金流量净额为负，对短期债务无保障能力。2017 年底，公司现金类资产 15.24 亿元，相当于短期债务的 1.59 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 3.71 亿元，全部债务/EBITDA 为 17.53 倍，公司偿债能力较弱。考虑到来宾市政府在政府补贴和债务置换方面给予公司的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得金融机构授信额度合计 73.12 亿元，尚可使用额度 29.32 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 21.87 亿元，担保比率为 20.27%。公司担保对象主要为来宾城投，其与公司同属来宾市级两大平台企业，存在互保现象，其中，来宾城投对公司担保 2.90 万元，公司对来宾城投担保 26.65 亿元，从担保债务情况看，来宾城投于 2018 年底及 2019 年初或将面临集中兑付压力。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 12　公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保期限
来宾市教育局	7227.04	2014.10.20-2018.10.19
广西来宾城建投资集团有限公司	5000.00	2015.9.30-2025.9.29
广西来宾城建投资集团有限公司	1450.00	2015.119-2024.11.8
广西来宾城建投资集团有限公司	100000.00	2015.11.11-2018.11.11
广西来宾城建投资集团有限公司	100000.00	2016.01.28-2019.01.28
广西来宾市西江投资有限公司	3000.00	2017.11.30-2018.11.29
广西来宾市西江投资有限公司	1980.00	2017.12.13-2018.12.12
合计	**218657.04**	--

资料来源：公司提供

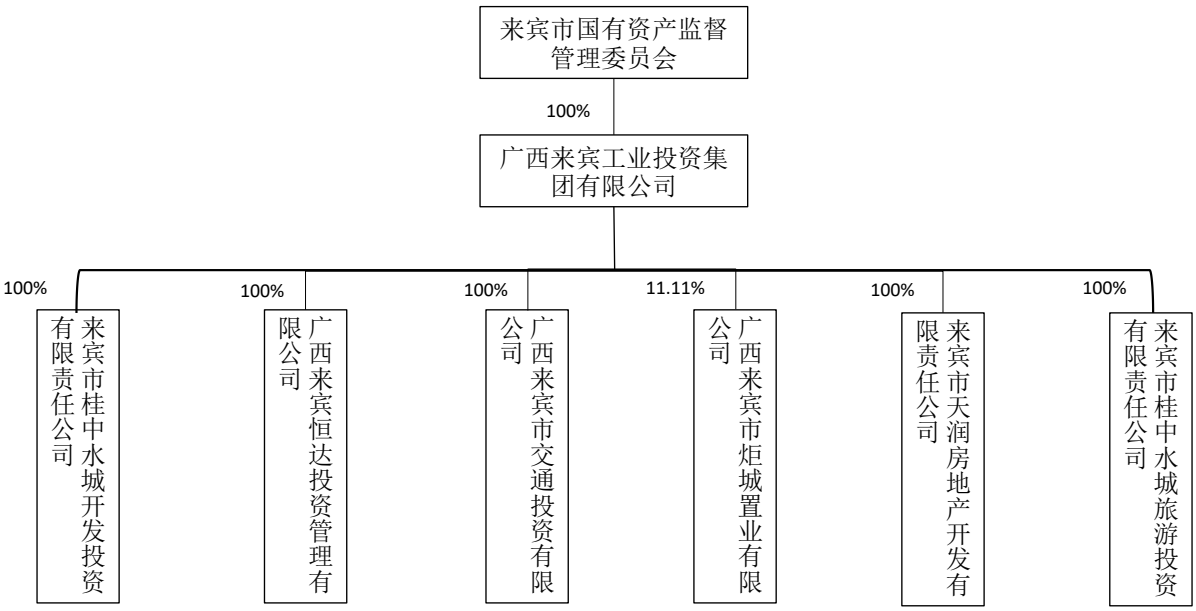
十、存续期内债券保障能力分析

公司于 2016 年 3 月 15 日发行了期限为 5 年的中期票据“16 来宾工投 MTN001”，发行规模为 4.00 亿元。2017 年公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保护倍数分别为 0.93 倍和 12.65 倍，公司经营活动现金流量净额为负，对其不具保障能力。公司经营活动现金流入量对“16 来宾工投 MTN001”保障能力较好。

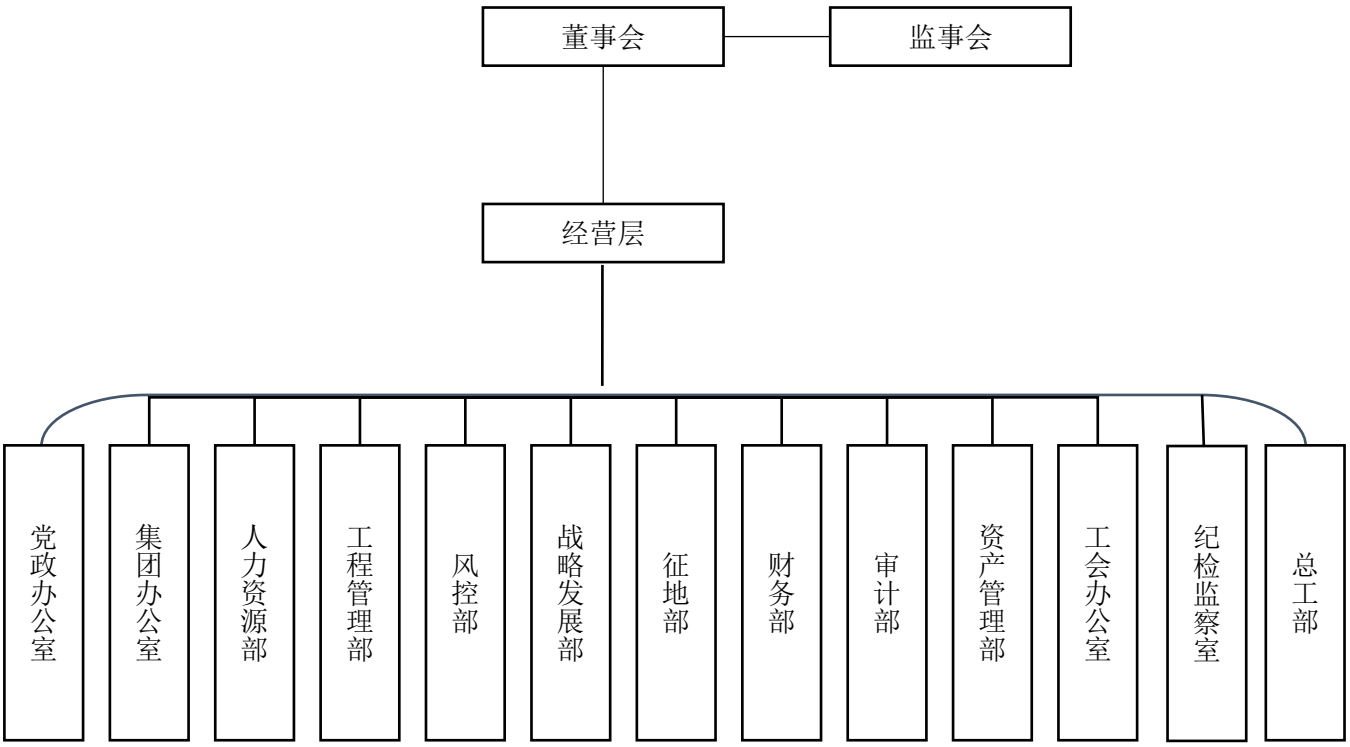
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16来宾工投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　2018 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
广西来宾市交通投资有限公司	基础设施建设	100.00	无偿划入
来宾市桂中水城开发投资有限责任公司	市政投资开发	100.00	无偿划入
广西来宾恒达投资管理有限公司	商业	100.00	无偿划入
来宾市天润房地产开发有限责任公司	房地产开发	100.00	无偿划入
来宾市桂中水城旅游投资有限责任公司	旅游服务	100.00	无偿划入
广西来宾市炬城置业有限公司[2]	建材等批发	11.11	出资设立
来宾市桂中水城物业管理有限公司	绿化物业服务	100.00	无偿划入
来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司	园林绿化	100.00	出资设立
来宾市环城水系开发投资有限公司	水利工程投资与管理	100.00	出资设立
广西西滨房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	无偿划入

[2] 2015 年国开发展基金有限公司向广西来宾市炬城置业有限公司增资 8000 万元，公司在炬城置业的持股比例由 100.00%下降为 11.11%，但通过与国开发展基金有限公司签订的投资合同约定，国开发展基金有限公司不参与炬城置业的实际生产经营，公司仍具有控制权。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.30	21.99	15.24	16.51
资产总额(亿元)	177.87	206.87	206.89	203.17
所有者权益(亿元)	93.19	107.76	108.24	107.92
短期债务(亿元)	6.29	10.27	9.56	5.17
长期债务(亿元)	42.98	63.16	59.00	68.74
全部债务（亿元）	49.27	73.43	68.56	73.91
营业收入(亿元)	8.03	6.23	5.83	0.06
利润总额(亿元)	3.22	2.40	2.07	-0.32
EBITDA(亿元)	3.85	3.50	3.71	--
经营性净现金流(亿元)	0.10	-14.00	-8.86	-0.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	143.05	78.35	78.37	--
存货周转次数(次)	6.62	0.10	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	28.51	113.69	32.86	94.87
营业利润率(%)	11.48	15.66	19.70	9.03
总资本收益率(%)	2.65	1.90	1.94	--
净资产收益率(%)	3.45	2.22	1.88	--
长期债务资本化比率(%)	31.56	36.95	35.28	38.91
全部债务资本化比率(%)	34.58	40.53	38.78	40.65
资产负债率(%)	47.61	47.91	47.68	46.88
流动比率(%)	145.91	350.88	378.84	619.10
速动比率(%)	141.35	110.25	118.66	160.19
经营现金流动负债比(%)	0.37	-33.81	-22.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.79	21.00	17.53	--

注：1.其他应付款及长期应付款中有息部分计入长期债务计算；2. 公司 2018 年一季度财务数据未经审计；3.公司 2018 年 3 月底一年内到期债务调整至短期债务计算。

附件 4　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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（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	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
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

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。