# 信用等级公告

联合〔2019〕2527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存续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，“16来宾工投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日

# 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：2019 年 7 月 26 日**

## 财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 21.99 | 15.24 | 15.47 | 16.13 |
| 资产总额(亿元) | 206.87 | 206.89 | 199.33 | 202.18 |
| 所有者权益(亿元) | 107.76 | 108.24 | 100.02 | 99.17 |
| 短期债务(亿元) | 10.27 | 9.56 | 16.81 | 14.29 |
| 长期债务(亿元) | 63.16 | 59.00 | 58.22 | 62.10 |
| 全部债务(亿元) | 73.43 | 68.56 | 75.03 | 76.39 |
| 营业收入(亿元) | 6.23 | 5.83 | 5.29 | 0.06 |
| 利润总额(亿元) | 2.40 | 2.07 | 1.87 | -0.85 |
| EBITDA(亿元) | 3.50 | 3.71 | 3.23 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -14.00 | -8.86 | 2.91 | 0.32 |
| 营业利润率(%) | 15.66 | 19.70 | 21.55 | 72.19 |
| 净资产收益率(%) | 2.22 | 1.88 | 1.84 | -- |
| 资产负债率(%) | 47.91 | 47.68 | 49.82 | 50.95 |
| 全部债务资本化比率(%) | 40.53 | 38.78 | 42.86 | 43.51 |
| 流动比率(%) | 350.88 | 378.84 | 272.26 | 272.65 |
| 经营现金流动负债比(%) | -33.81 | -22.62 | 5.38 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 21.00 | 18.48 | 23.25 | -- |
| EBITDA 利息倍数 | 0.58 | 0.51 | 0.68 | -- |

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 2019 年一季度财务数据未经审计

**分析师：** 马玉丹 陈铭哲
**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

广西来宾工业投资集团有限公司（以下简称“公司”）是广西来宾市工业园区投融资建设主体，跟踪期内得到了来宾市政府在政府补贴、债务置换等方面的持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司无偿划出资产导致公司所有者权益下降、债务负担较重、面临较大筹资压力、存在或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着来宾市经济的持续发展，公司基础设施建设业务仍将保持较大规模，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，来宾市经济持续发展，公司发展外部环境良好。
2. 公司作为来宾市工业园区基础设施建设主体，跟踪期内获得了来宾市在政府补贴、债务置换等方面的支持。

## 关注

1. 跟踪期内，来宾市债务负担较重。
2. 公司资产以存货及投资性房地产为主，且受限比例较高，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模增长，短期债务比例提升，债务负担有所加重；公司少数股东权益实为债务融资形成，根据协议，该融资将于 2021 年到期，公司将面临集中兑付压力。
4. 公司收入现金回款比例较低，现有债务还本付息资金需求较大，加之未来投资规模较大，公司面临较大筹资压力。

5. 跟踪期内，受来宾市国企重组影响，公司无偿划出土地资产及参控股公司股权，所有者权益有所减少。
6. 公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

# 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（以下简称“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，公司股权结构、经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 89865.37 万元，来宾市国有资产监督管理委员会（以下简称来宾市国资委）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）。

根据《2018 年来宾市属国有企业重组整合方案》（来办发〔2018〕40 号），来宾市将市国资委履行出资人职责的广西来宾城建投资集团有限公司、广西来宾工业投资集团有限公司、广西来宾金融投资集团有限公司等 8 家公司整合为来宾市国有资本投资运营有限公司、来宾市产业投资集团有限公司（以下简称“产投集团”）和广西来宾现代农业投资集团有限公司三大公司，公司及来宾金融投资集团有限公司划至来宾市产业投资集团有限公司。截止评级报告出具日，公司股权仍由来宾市国资委直接持有，划转工作尚未完成；公司已将持有广西来宾三江口建设投资有限公司及来宾市鑫合小额贷款公司无偿划转至产投集团。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 199.33 亿元，所有者权益 100.02 亿元（含少数股东权益 21.45 亿元）；2018 年公司实现营业收入 5.29 亿元，利润总额 1.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 202.18 亿元，所有者权益 99.17 亿元（含少数股东权益 21.45 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.06 亿元，利润总额-0.85 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 2019 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”，债券余额 4 亿元，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 | 票面利率 |
|---|---|---|---|---|
| 16 来宾工投 MTN001 | 4.00 | 2016/3/15 | 5 | 5.97 |

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，发行规模 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。

截至 2019 年 3 月底，“16 来宾工投 MTN001”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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济

结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网

络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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）政策环境

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台

公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 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 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 9 月 | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》 | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”” |
| 2018 年 10 月 | 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号 | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。 |
| 2019 年 2 月 | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。 |
| 2019 年 3 月 | 《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号） | 严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。 |
| 2019 年 3 月 | 《2019 政府工作报告》 | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。 |
| 2019 年 5 月 | 《政府投资条例》 | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。 |

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》及《2019 年来宾市人民政府工作报告》，2018 年，来宾市地区生产总值（GDP）711.48 亿元，同比增长 7.2%。三次产业结构由 2017 年 24.1：37.7：38.2 调整为 23.8：34.6：41.6，二、三产业比重进一步增加。

2018 年，来宾市完成固定资产投资 510.81 亿元，同比增长 18.2%，增速较 2017 年有所提升；分产业看，第一产业投资增长 128.0%；第二产业投资增长 24.0%；第三产业投资增长 9.3%，其中基础设施投资下降 0.5%。房地产开发投资 54.84 亿元，比上年增长 9.8%，其中，住宅投资 40.44 亿元，增长 6.3%；

根据《来宾市全市与市本级 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案》，2018 年，来宾市一般公共预算收入 28.04 亿元，同比增长 1.5%，其中税收收入 17.13 亿元，增长 7.1%。2018 年，来宾市政府性基金预算收入 31.34 亿元，同比增长 265.69%，主要系土地出让金及债务转贷收入增加所致；上级补助收入 140.17 亿元，同比增长 6.21%。

政府债务方面，2018 年底，来宾市政府债务余额约 196.27 亿元，其中：一般债务余额 144.87 亿元，专项债务余额 51.40 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，来宾市经济稳步增长，固定资产投资提速，一般预算收入增速由负转正，基金性收入增长较快，但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主体，公司主要负责来宾市工业园区范围内的交通、基础设施（包括水、电、路、桥、土地平整等）的投融资建设和经营，以及相关房产的开发和租赁等。

跟踪期内，来宾市财政局通过政府补贴、债务置换等方式给予公司持续支持。2018 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 2.00 亿元，计入营业外收入；2019 年 1 月，来宾市财政局拨付公司 3.65 亿元置换债券资金，用于偿还国家开发银行棚户区改造项目贷款本金，冲减“长期应收款”及计入“其他应付款”。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1045130200019150 2），截至 2019 年 7 月 18 日，公司本部无未结清的关注和不良信贷信息。已结清的关注类信贷记录 7 笔，根据交通银行股份有限公司广西壮族自治区分行出具的说明，系该行 2011 年根据国家加强地方政府融资平台贷款风险管理的政策文件精神，将公司 7 笔贷款归为“关注类”，公司已于 2012 年 8 月 28 日按时，足额偿还上述 7 笔贷款。

## 七、管理分析

根据来宾市国企重组方案的安排，2018 年 10 月 12 日，来宾市国有资产监督管理委员会免去黄金山同志的公司董事、总经理职务；免去李翔同志公司副总经理职务；免去赵日旺同志公司董事、副总经理职务，免去韦国邱同志公司董事职务。

2019 年 4 月 2 日，根据来宾市国资委出具的《关于叶绍献等同志任职的通知》，公司提名叶绍献为总经理，任命黄浩、雷志国、梁恒斌、李翔为公司董事并提名为副总经理。

叶绍献先生，男，1969 年 9 月出生，大学本科学历，高级工程师。曾在广西航务工程处、广西交通科学研究院、广西来宾市西江投资有限公司等工作，历任来宾市交通投资有限公司工程部经理、投资计划部经理、总工程师，公司总工程师，2018 年 10 月至今任公司董事、

总经理。

跟踪期内，受来宾市国有资产改革重组影响，公司高层管理人员变动较大。除上述变动外，公司法人治理机构、管理体制方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入以代建政府工程、租赁业务等为主。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。

2018 年，公司实现主营业务收入 5.26 亿元，同比下降 9.31%。其中，代建政府工程收入 4.06 亿元，同比下降 13.80%；租赁业务收入同比增长 12.38%至 1.18 亿元，占主营业务收入比重较 2017 年提升 4.38 个百分点至 22.42%。2018 年，公司绿化物业服务确认收入 243.14 万元。毛利率方面，2018 年，公司代建业务毛利率明显下降，主要系子公司炬城置业有限公司棚改差价收入 573 万元计入代建政府工程收入，其对应的营业成本 2073 万元计入代建政府工程成本，导致毛利率较低。租赁业务毛利率较稳定；绿化物业服务业务毛利率有所提升；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 2017 年提升 2.45 个百分点至 27.77%。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 649.20 万元，利润总额-0.85 亿元。

表 3　2017—2018 年及 2019 年 1—3 月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 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 | 47141.04 | 80.79 | 9.09 | 40580.13 | 77.12 | 5.17 | -- | -- | -- |
| 租赁 | 10524.90 | 18.04 | 98.82 | 11796.22 | 22.42 | 99.04 | 532.00 | 81.95 | 99.62 |
| 绿化物业服务 | 299.94 | 0.51 | -4.97 | 243.14 | 0.46 | 44.50 | 117.20 | 18.05 | -46.65 |
| 其他 | 25.61 | 0.66 | 41.44 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| **合计** | **57991.49** | **100.00** | **25.32** | **52619.49** | **100.00** | **27.77** | **649.20** | **100.00** | **73.22** |

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。跟踪期内，公司代建模式并未发生变化。

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。

2018 年，公司确认代建收入 4.06 亿元，主要来自于滨堤路二期、高速西渠（来合铁路-磨东湖段）、凤凰高速路口至工业园道路改扩建工程Ⅳ标项目等七个项目，加成比例约

10%，与 2017 年持平。项目回款方面，2018 年，公司应收到回购款项 5.22 亿元，实际收到回购 6.47 亿元，系公司除收到 2018 年应收回款 5.22 亿元，还收到财政局提前回购 SZ-7T 号桥（盘古桥）及 SZ-8T 号桥（桂中桥）款项 1.25 亿元。公司所收到回购款中 4.6 亿以前年度财政拨款抵账，冲减“其他应付款”；收到现金回款 1.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司基础设施代建业务在建项目计划总投资为 144.22 亿元，已投资 90.58 亿元，2019 年 3 月底-2020 年计划投资额 50.34 亿元。公司在建项目投资规模大，存在较大资金压力，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）

| 工程名称 | 是否签订代建协议 | 计划总投资 | 截至 2019 年 3 月底已投资额 | 2019 年剩余投资计划额 | 2020 年投资计划额 | 2021 年投资计划额 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 磨东水厂至凤凰工业园供水工程 | 是 | 18472.00 | 19121.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 凤凰工业园建筑及污水处理工程 | 是 | 34459.77 | 32739.50 | 1204.19 | 344.05 | 172.03 |
| 凤翔路工程 | 是 | 11589.93 | 5732.22 | 4100.40 | 1171.54 | 585.77 |
| 福凌路工程 | 是 | 4934.14 | 1427.06 | 2454.96 | 701.41 | 350.71 |
| 河西工业园建筑工程 | 是 | 94454.82 | 97181.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 红星路工程 | 是 | 15179.22 | 2207.66 | 9080.09 | 2594.31 | 1297.16 |
| 河西凌湖路工程 | 是 | 15177.06 | 1358.42 | 9673.05 | 2763.73 | 1381.86 |
| 磨东水厂续建工程 | 是 | 6428.00 | 6540.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 迁江华侨工业园建筑工程 | 是 | 69760.87 | 69309.41 | 316.02 | 90.29 | 45.15 |
| 引水入城工程 | 是 | 165.13 | 165.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长梅村和方村过渡房安置小区 | 是 | 1858.45 | 1858.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 来宾市凤凰工业园路网纵横道路工程 | 是 | 55234.51 | 35091.29 | 14100.25 | 4028.64 | 2014.32 |
| 滨堤路二期第 III 标段工程 | 是 | 14084.33 | 12996.02 | 761.82 | 217.66 | 108.83 |
| 河西城区路网工程凤翔路沥青路面 | 是 | 720.00 | 720.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 河南工业园道路工程 | 是 | 77414.90 | 30929.33 | 32539.90 | 9297.11 | 4648.56 |
| 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 | 是 | 34722.18 | 34722.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 来宾棚户区改造项目（一期） | 是 | 297575.00 | 181973.91 | 97212.84 | 27775.10 | 13887.55 |
| 凤凰工业园覃鑫路工程 | 是 | 632.01 | 6.55 | 437.82 | 125.09 | 62.55 |
| 来宾市旧城基础设施改造项目 | 否 | 53073.03 | 16575.49 | 25548.28 | 7299.51 | 3649.75 |
| 来宾市桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程 | 否 | 3078.59 | 3078.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 凤凰高速路口至凤凰工业园道路改扩建工程 | 是 | 2110.03 | 2110.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 来宾市桂中水城江北片区水环境整治工程等 | 是 | 501796.96 | 300614.46 | 140827.75 | 40236.50 | 20118.25 |
| 来宾市河西路网工程疏港公路 | 是 | 38641.42 | 38641.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 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 | 否 | 2942.00 | 2753.98 | 131.61 | 37.60 | 18.80 |
| 来宾市第九中学 | 否 | 9004.00 | 91.31 | 6238.88 | 1782.54 | 891.27 |
| 经五路纬十路 | 否 | 14395.00 | 7575.24 | 4773.83 | 1363.95 | 681.98 |
| 滨河北片区棚户区改造项目 | 否 | 64285.83 | 288.00 | 15000.00 | 39198.24 | 9799.56 |
| **合计** | | **1442189.18** | **905809.79** | **364401.69** | **139027.29** | **59714.09** |

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 88.36 亿元，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投资集团有限公司向国家开发银行贷款并分别转贷给公司和来宾城投。

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，项目计划改造户数 1000 户，其中：回建安置 600 户，货币安置 400 户。总投资约 64285.83 万元。项目于 2018 年 9 月 30 日正式开工建设，资金来源为来宾市专项债及公司自筹。

截至 2019 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，部分项目建设受拆迁进度影响有所滞后。公司所负责的来宾棚户区改造项目计划总投资 36.19 亿元，截至 2019 年 3 月底，累计完成投资 18.23 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，该项目装修工程于 2017 年 12 月竣工验收，强电已竣工验收。目前正在实施小区内监控、安防道闸系统等完善工程，预计 2019 年 7 月份完工。 |
| | | | 2013 -2018 | 以购代建 | 1288 | 1288 套商品房已完成安置户分房工作 75%。 |
| | | 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 | 225 套商品房已完成安置户分房工作 75%。 |
| 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 套棚改安置房于 2017 年 11 月完成竣工验收。小区内幼儿园、社区服务中心及综合楼等附属配套设施于 2018 年 8 月完成竣工验收，小区内监控、安防、道闸等完善工程于 2019 年 3 月完成竣工验收。 |
| 滨河北片区棚户区改造项目 | 64285.83 | 一期 | -- | 新建及以购代建 | 1000 | 基本完成一期建设用地范围内征地拆迁工作，目前剩余土地涉及市国资委名下的 4 排平房未拆除及一座坟未迁移。 |
| **合计** | **361860.83** | -- | -- | -- | **7490** | -- |

资料来源：公司提供

**来宾市桂中水城江北片区项目**

桂中水城项目是由城外 10.8 公里的引水渠和城内的“四湖十三渠”及其景观组成，全线长约 55 公里，覆盖主城区中心，涉及 13 个自然村屯，总用地面积约 7000 亩，总投资 50.18 亿元，项目资金由公司自筹解决。公司下属二级子公司来宾市桂中水城开发投资有限责任公司（以下简称“水投公司”）已经就水城项目于 2010 年与来宾市政府签订了代建协议，合同约定代建项目总投资额为 28.99 亿元，代建协议约定金额未覆盖项目总投资额。

水投公司持股的来宾市环城水系开发投资有限公司（以下简称“环城水系”）作为项目公司承接桂中水城项目，截至2019年3月，“环城水系”引入柳银工投基金管理中心的股权投资合计19.80亿元，柳银工投基金管理中心对环城水系持股比例为98.54%。环城水系日常经营管理由公司负责，纳入公司合并报表范围。

截至2019年3月底，桂中水城项目已投资金额30.06亿元，渠道整治部分已开工建设渠道超过50公里，累计完成景观绿化面积超过220万平方米。

总体看，公司代建项目部分未结算，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15.60亿元（在财务报表中“投资性房地产”科目体现）。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4.67亿元（在财务报表中“存货”和“投资性房地产”科目体现）。截至2019年3月底，公司标准厂房及红河大道翠屏水坊商业街部分已用于抵押。

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%。2018年，公司租赁收入为1.18亿元，同比增长12.38%。

表6　截至2019年3月底公司可出租房产及入账价值明细（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 | 21782.68 | 部分抵押 |
| 凤翔路48号B区1-13栋 | 79866.18 | 21683.24 | 部分抵押 |
| 凤翔路48号C区1-16栋 | 98216.38 | 26672.47 | 部分抵押 |
| 凤翔路48号D区1-13栋 | 88133.51 | 23929.91 | 部分抵押 |
| 凤翔路50号1-25栋 | 227888.37 | 61937.76 | 部分抵押 |
| 红水河大道翠屏水坊商业街 | 76403.52 | 46718.99 | 部分抵押 |
| 投资发展大厦 | 5967.92 | 2652.80 | 部分抵押 |
| **合计** | **656677.79** | **205377.85** | |

资料来源：公司提供

3. 发展规划

未来，公司将积极落实市委市政府有关国有企业改革重大举措，加快市场化发展步伐，理顺和加强对子公司的产权管理，创造条件推动股权改造，以经济效益为中心，坚持可持续发展理念，推动实体化转型发展，力争在企业改革整顿、投融资、工程项目建设和经济效益上全面实现新的发展。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2019年一季度合并财务报表未经审计。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| **流动资产** | **148.42** | **71.74** | **147.50** | **74.00** | **149.86** | **74.12** |
| 货币资金 | 15.24 | 7.37 | 15.47 | 7.76 | 16.13 | 7.98 |
| 其他应收款 | 27.23 | 13.16 | 25.71 | 12.85 | 26.39 | 13.05 |
| 存货 | 101.93 | 49.27 | 102.05 | 51.20 | 103.48 | 51.18 |
| **非流动资产** | **58.46** | **28.26** | **51.83** | **26.00** | **52.32** | **25.88** |
| 长期应收款 | 12.42 | 6.00 | 10.67 | 5.35 | 10.67 | 5.28 |
| 投资性房地产 | 36.06 | 17.43 | 34.32 | 17.22 | 34.32 | 16.98 |
| **总资产** | 206.89 | 100.00 | 199.33 | 100.00 | 202.18 | 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

跟踪期内，公司将持有的来宾市桂中水城园林绿化工程有限公司及广西来宾市交通投资有限公司股权无偿划转至来宾市国资委，公司仍然对其进行实际管理，并纳入财务报表合并范围。

截至 2019 年 3 月底，公司共有纳入合并范围的子公司 10 家跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 199.33 亿元，所有者权益 100.02 亿元；2018 年，公司实现营业收入 5.29 亿元，利润总额 1.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 202.18 亿元，所有者权益 99.17 亿元（含少数股东权益 21.45 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 0.06 亿元，利润总额-0.85 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司总资产为 199.33 亿元，同比下降 3.65%，其中流动资产占 74.00%，占比较 2017 年底有所提升。

2018 年底，公司流动资产为 147.50 亿元，同比下降 0.62%。流动资产中，货币资金为 15.47 亿元，同比增长 1.51%，其中受限资金 7.80 亿元，系用于借款质押；公司其他应收款 25.71 亿元，同比减少 5.98%，主要系对来宾市财政局拆出往来款减少所致，前五名欠款单位合计金额 24.72 亿元，占 96.15%，集中度较高；公司存货为 102.05 亿元，基本保持稳定，公司存货中代建政府工程 56.47 亿元，同比增长 1.53%，变现能力受制于政府回购效率，受来宾市国企改革影响，存货中 3.47 亿元的公租房无偿划出；土地使用权账面价值 43.42 亿元，其中 34.76 亿元用于借款抵押，受限比例为 80.05%；公司一年内到期的非流动资产 2.62 亿元，系从一年内到期的长期应收款。

表 8　2018 年底公司前五名其他应收款情况

（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 余额 | 占比 |
|---|---|---|
| 来宾市财政局 | 18.87 | 73.65 |
| 广西铁合金有限责任公司 | 4.34 | 16.92 |
| 广西广投乾丰售电有限公司 | 1.00 | 3.9 |
| 来宾市兴宾区征地拆迁安置工作办公室 | 0.30 | 1.19 |
| 平安国际融资租赁有限公司 | 0.21 | 0.82 |
| **合计** | **24.72** | **96.48** |

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司非流动资产为 51.83 亿元，同比下降 11.35%，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 10.67 亿元，均为应收政府代建工程回购款，同比减少 14.06%，其中包括未实现融资收益 1.68 亿元；公司长期股权投资为 1.65 亿元，同比减少 2.00 亿元，主要系公司将广西来宾三江口建设投资有限公司及来宾市鑫合小额贷款公司无偿划转至广西来宾产业投资集团有限公司持有所致。

2018 年底，公司投资性房地产为 34.32 亿元，同比下降 4.83%，主要系来宾市人民政府收回公司账面价值 1.81 亿元土地使用权所致。公司投资性房地产中房屋及建筑物账面余额 20.53 亿元，系商业房产；土地使用权账面余额为 13.79 亿元，共 28 宗（其中有 5 宗为划拨用地），出让地已全额缴纳土地出让金。公司投资性房地产中账面价值 10.77 亿元房屋及土地用于借款抵押，占投资性房地产 52.46%。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产包括用于借款质押的货币资金 7.80 亿元、用于借款抵押的土地使用权 45.53 亿元（存货-开发土地 34.76 亿元，投资性房地产 10.77 亿元），合计账面价值 53.34 亿元，占资产总额的 26.76%，受限比例较高。

2019 年 3 月底，公司资产总额为 202.18 亿元，较 2018 年底增加 1.43%，主要系预付账款及存货增加所致，资产构成较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受企业无偿划出多项资产影响，公司资产规模有所下降，资产构成仍然以存货及投资性房地产为主。存货中土地使用权及投资性房地产中的房屋及土地大部分用于抵押，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**

2018 年底，公司所有者权益合计 100.02 亿元，同比减少 7.60%，构成上以实收资本（占 8.89%）、资本公积（占 43.20%）、未分配利润（占 21.00%）和少数股东权益（占 21.45%）为主。公司资本公积为 43.21 亿元，同比下降 16.51%，主要系公司无偿划出股权 1.83 亿元，无偿划出资产 6.60 亿元[1]相应调减资本公积；少数股东权益为 21.45 亿元，主要是来宾柳银工投投资基金管理中心（有限合伙）对公司子公司的投资款项；2018 年底，柳银工投基金管理中心对环城水系的股权投资合计 19.80 亿元，根据协议，公司确保投资方每年享有不低于 8.5%的投资收益，该笔投资存续期为 5 年，经出资人履行程序批准后可延长 3 年，将于 2021 年首次到期。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 99.17 亿元，较 2018 年底下降 0.85%，主要系账面亏损，未分配利润下降所致；构成与 2018 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，受无偿划出资产及股权影响，公司资本公积有所下降；公司少数股东权益实为债务融资形成，未分配利润及少数股东权益占比较高，一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

**负债**

2018 年底，公司负债合计为 99.31 亿元，同比变动不大。其中，流动负债占 54.55%，流动负债占比较 2017 年底明显上升。

2018 年底，公司流动负债为 54.18 亿元，同比增长 38.28 %，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。公司其他应付款为 33.84 亿元，其中，企业间有息拆借款 16.78 亿元已调整至长期债务核算；公司其他应付款同比上升 24.77%，主要系与其他企业拆借资金增加所致。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 15.82 亿元，主要为 13.29 亿元长期借款和 2.17 亿元应付债券。

2018 年底，公司非流动负债为 45.13 亿元，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成；同比减少 24.11%，主要系部分长期借款及应付债券转至一年内到期的非流动负债所致。2018 年底，公司长期借款为 33.31 亿元，同比减少 26.03%，以抵押借款和质押借款为主；公司应付债券为 7.77 亿元，同比减少 20.25%，系“14 来宾工投债”分期偿

[1] 2018 年公司无偿划出资产包括 2.28 亿土地资产、0.84 亿办公大楼资产及 3.47 亿公租房资产

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 0.36 亿元，均为融资租赁借款，同比下降 50.01%，已调整至长期债务核算；公司递延所得税负债为 3.69 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 7.02%。

2019 年 3 月底，公司负债总额为 103.01 亿元，较 2018 年底增长 3.73%，构成上流动负债占 54.55%。2019 年 3 月底，公司其他应付款 36.08 亿元，较 2018 年底上升 6.60%。

2018 年底，公司全部债务 75.03 亿元，同比上升 9.44%，构成中长期债务占 77.56%，公司债务结构以长期为主；公司短期债务 16.81 亿元，同比增加 75.84%，主要系公司一年内到期的非流动负债大幅增加所致。从债务指标看，2018 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 49.82%、36.79%和 42.86%，较 2017 年底均有不同程度的上升。

表 9　公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017年 | 2018年 | 2019年3月 |
|---|---|---|---|
| 短期债务 | 9.56 | 16.81 | 14.29 |
| 长期债务 | 59.00 | 58.22 | 62.10 |
| 全部债务 | 68.56 | 75.03 | 76.39 |
| 资产负债率 | 47.68 | 49.82 | 50.95 |
| 全部债务资本化比率 | 38.78 | 42.86 | 43.51 |
| 长期债务资本化比率 | 35.28 | 36.79 | 38.51 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年 3 月底，公司全部债务 76.39 亿元，较 2018 年底增长 1.81%，构成中长期债务占比上升至 81.29%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.95%、43.51%和 38.51%，较 2018 年底均有所提升。此外，联合资信关注到，2019 年 3 月底，公司少数股东权益中 21.45 亿元实为债务融资形成，将其调整为债务计算后，公司实际债务负担上升。

根据公司提供数据，2019 年、2020 年及 2021 年公司到期债务分别为 17.53 亿元、20.13 亿元和 28.60（不含少数股东权益回购款）亿元，公司未来存在一定兑付压力。考虑到公司少数股东权益将于 2021 年进入回购期，公司届时将面临集中偿债压力。

总体看，跟踪期内，公司有息债务大幅增长，短期债务占比明显上升，公司债务负担较重。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 5.29 亿元，同比下降 9.31%。同期，公司营业成本为 3.87 亿元，同比下降 10.53%。

2018 年，公司期间费用为 1.38 亿元，同比减少 8.46%，构成上以财务费用（占 51.02%）和管理费用（占 48.97%）为主；同期，公司期间费用占营业收入比例为 26.03%，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，2018 年为 2.01 亿元，同期，公司利润总额为 1.87 亿元，公司利润对政府补助依赖性高。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 21.55%，较 2017 年提升 1.85 个百分点；受净利润下降影响，总资本收益率和净资产收益率分别为 1.65%和 1.84%，较 2017 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 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 5.83 | 5.29 |
| 营业外收入 | 2.38 | 2.01 |
| 利润总额 | 2.07 | 1.87 |
| 营业利润率 | 19.70 | 21.55 |
| 总资本收益率 | 1.94 | 1.65 |
| 净资产收益率 | 1.88 | 1.84 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 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 72.19 %，较 2018 年全年水平上升 50.64 个百分点；利润总额为-0.85 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入下降，期间费用对公司利润侵蚀明显；公司利润总额

对政府补贴依赖较大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 1.87 亿元，主要来自工程建设回款；同期，公司现金收入比为 35.37%，较 2017 年上升 2.51 个百分点，公司收入现金含量不高。2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 6.55 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财政及国企之间往来款，2018 年大幅下降。2018 年，受往来款净流入影响，公司经营活动现金由净流出状态变为流入状态，经营活动产生的现金流净额为 2.91 亿元。

投资活动方面，2018 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 0.07 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入量及流出量均大幅下降。其中，公司筹资来源主要为取得借款收到的资金，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，公司偿还债务本息资金来源主要为平台间拆借款项。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-8.55 亿元。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 现金流 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入 | 50.58 | 25.71 |
| 经营活动现金流出 | 59.44 | 22.79 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -8.86 | 2.91 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.03 | 0.07 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 5.16 | -8.55 |
| 现金收入比 | 32.86 | 35.37 |

资料来源：公司提供

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.32 亿元，仍以往来款收支为主；投资活动现金流量净额为-0.24 亿元；筹资活动现金流量净额为 0.57 亿元。

跟踪期内，来宾市财政局对代建项目回款主要冲减“其他应收款”，收入现金含量较低；受往来款大幅净流入影响，公司经营活动净现金流量由负转正；筹资活动现金流量呈净流出状态，考虑到公司投资及偿债需求较高，公司面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 272.26%和 83.89%，较 2017 年底分别下降 106.58 和 34.77 个百分点，主要系公司一年内到期的非流动负债及其他应付款增加所致。2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 272.65%和 84.39%，较 2018 年底均变动不大。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 2.91 亿元，经营现金流动负债比为 5.38%。2019 年 3 月底，公司现金类资产 4.90 亿元（剔除受限资金），相当于短期债务的 0.34 倍，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 3.23 亿元，全部债务/EBITDA 为 23.25 倍，EBITDA 利息倍数为 0.68 倍，长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得金融机构授信额度合计 81.70 亿元，尚可使用额度 23.46 亿元（含流动贷款授信 2.01 亿元及其他类授信 21.45 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 13.39 亿元，担保比率为 13.39%。公司对外担主要为广西来宾城建投资集团有限公司（以下简称来宾城投），担保余额为 10.12 亿元，来宾城投与公司同属来宾市级两大平台企业，存在互保现象。从担保债务情况看，来宾城投于 2020 年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 2019 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保人 | 担保余额 | 担保期限 |
|---|---|---|
| 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 | 2015/11/9-2024/11/8 |

| | | |
|---|---|---|
| 广西来宾市西江投资有限公司 | 1800.00 | 2017/11/30-2020/11/15 |
| 广西来宾市西江投资有限公司 | 520.00 | 2017/12/13-2020/12/13 |
| 广西来宾市西江投资有限公司 | 390.00 | 2018/9/29-2019/9/28 |
| 广西来宾城建投资集团有限公司 | 44770.00 | 2018/12/28-2020/12/27 |
| 来宾市第一建筑工程公司 | 30000.00 | 2019/1/28-2022/1/27 |
| 广西来宾城建投资集团有限公司 | 50000.00 | 2019/3/11-2020/3/11 |
| **合计** | **133930.00** | -- |

资料来源：公司提供

## 十、存续期内债券保障能力分析

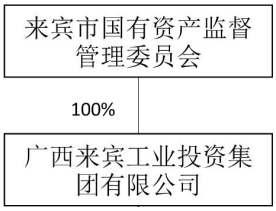
公司于 2016 年 3 月 15 日发行了期限为 5 年的中期票据“16 来宾工投 MTN001”，发行规模为 4.00 亿元。2018 年公司 EBITDA 及经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额对存续期内中期票据余额的保障倍数分别为 0.81 倍、6.43 倍和 0.73 倍。公司经营活动现金流入量对“16 来宾工投 MTN001”保障能力较好。

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，公司整体偿债能力很强。

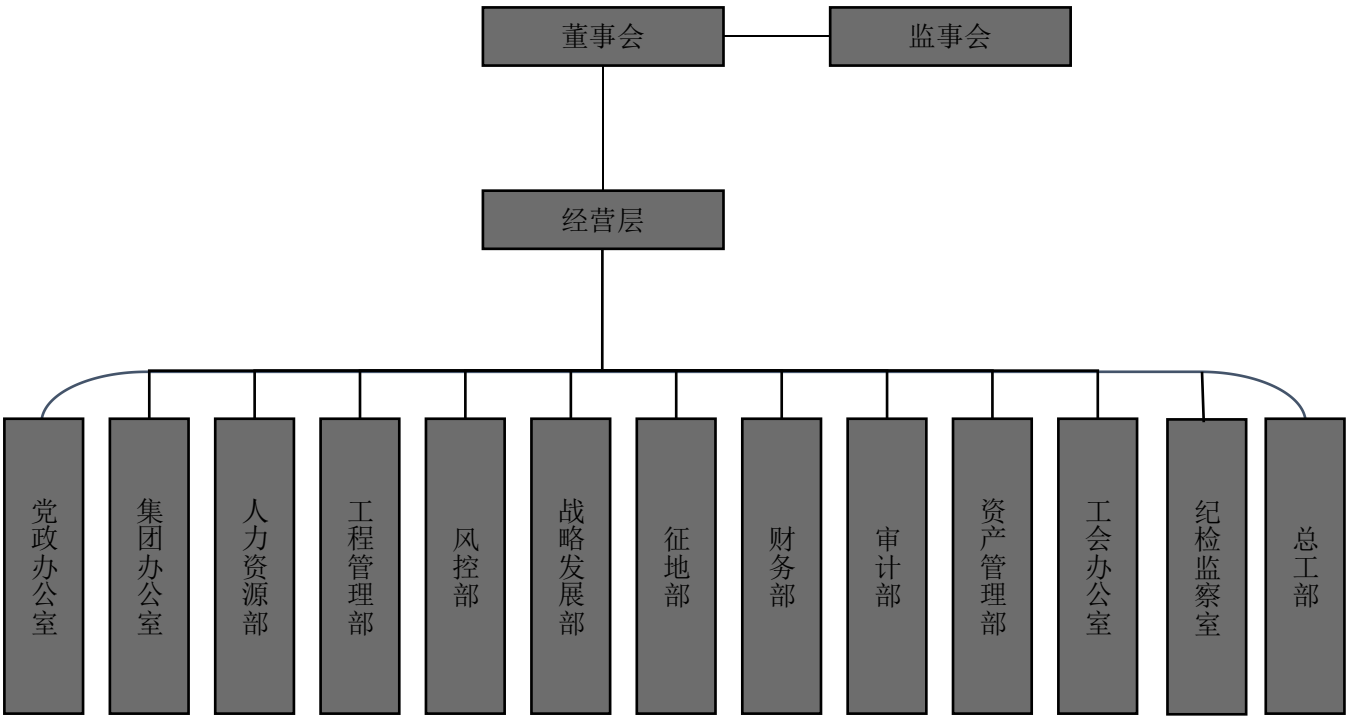
## 十一、 结论

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　2019 年 3 月底公司股权结构图




# 附件 1-2　2019 年 3 月底公司组织结构图



# 附件 2　2019 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 | 0.00 | 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 | 0.00 | 出资设立 |
| 来宾市环城水系开发投资有限公司[3] | 水利工程投资与管理 | 1.46 | 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 |

资料来源：审计报告、公司提供

[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。

[3] 根据公司与来宾柳银工投投资基金管理中心（有限合伙）签订的投资协议约定，来宾柳银工投投资基金管理中心（有限合伙）不参与环城水系的实际生产经营，公司仍具有控制权。

# 附件 3　主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 21.99 | 15.24 | 15.47 | 16.13 |
| 资产总额(亿元) | 206.87 | 206.89 | 199.33 | 202.18 |
| 所有者权益(亿元) | 107.76 | 108.24 | 100.02 | 99.17 |
| 短期债务(亿元) | 10.27 | 9.56 | 16.81 | 14.29 |
| 长期债务(亿元) | 63.16 | 59.00 | 58.22 | 62.10 |
| 全部债务（亿元） | 73.43 | 68.56 | 75.03 | 76.39 |
| 营业收入(亿元) | 6.23 | 5.83 | 5.29 | 0.06 |
| 利润总额(亿元) | 2.40 | 2.07 | 1.87 | -0.85 |
| EBITDA(亿元) | 3.50 | 3.71 | 3.23 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -14.00 | -8.86 | 2.91 | 0.32 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 78.35 | 78.37 | 68.24 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.10 | 0.04 | 0.04 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.03 | 0.03 | 0.03 | -- |
| 现金收入比(%) | 113.69 | 32.86 | 35.37 | 2220.52 |
| 营业利润率(%) | 15.66 | 19.70 | 21.55 | 72.19 |
| 总资本收益率(%) | 1.90 | 1.94 | 1.65 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.22 | 1.88 | 1.84 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 36.95 | 35.28 | 36.79 | 38.51 |
| 全部债务资本化比率(%) | 40.53 | 38.78 | 42.86 | 43.51 |
| 资产负债率(%) | 47.91 | 47.68 | 49.82 | 50.95 |
| 流动比率(%) | 350.88 | 378.84 | 272.26 | 272.65 |
| 速动比率(%) | 110.25 | 118.66 | 83.89 | 84.39 |
| 经营现金流动负债比(%) | -33.81 | -22.62 | 5.38 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 21.00 | 18.48 | 23.25 | -- |
| EBITDA 利息倍数 | 0.58 | 0.51 | 0.68 | -- |

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 2019 年一季度财务数据未经审计

# 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%<br>（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（非流动）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　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。

# 附件 5-3　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 |