

2016 年河池市国有资产投资经营  
有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【150】号 01

债券简称：16 河国投/16  
河国投债

债券剩余规模：4.40 亿  
元

债券到期日期：2023 年  
11 月 4 日

债券偿还方式：按年付  
息，债券存续期的第三  
年至第七年末等额偿还  
20%本金

分析师

姓名：  
谢海琳 钟继鑫

电话：  
0755-82872123

邮箱：  
xiehl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司主体长期信用  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2016 年河池市国有资产投资经营有限责任公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 10 日	2018 年 5 月 25 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对河池市国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“河池国投”或“公司”）及其 2016 年 11 月 4 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务在区域内具有垄断性且持续性仍然较好，继续得到了较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司贸易业务毛利率较低，占用了部分营运资金，客户集中度较高，资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大等风险因素。

### 正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年河池市实现 GDP 788.30 亿元，同比增长 6.4%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务在区域内具有垄断性且持续性仍然较好。公司作为河池市城区和工业园区的重要建设主体之一，主要业务在区域内具有垄断性；截至 2018 年末，公司主要在建项目总投资为 40.75 亿元，业务持续性仍然较好。
- 公司继续获得外部支持。2018 年，公司获得当地政府补助 5,883.02 万元，占当期利润总额的 64.41%，有效地提升了公司的盈利水平。

### 关注：

- **公司贸易业务毛利率较低，占用了部分营运资金，客户集中度较高。**2018 年公司贸易业务毛利率为 1.98%，较上年下降 0.43 个百分点；2018 年末，贸易业务产生的库存商品为 1.36 亿元，贸易业务预付账款的前五大对象合计 4.13 亿元；前五大客户销售收入合计 11.51 亿元，占商贸业务收入的 95.04%。
- **公司资产整体流动性较弱。**2018 年末公司存货和公益性资产分别为 33.50 亿元和 24.00 亿元，分别占总资产的 35.30%和 25.29%，资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较弱，面临较大的资金压力。**2018 年公司经营活动现金继续净流出，规模为 8.96 亿元，考虑到截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 23.22 亿元，贸易业务的资金需求量大，资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模大幅增加，偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 36.08 亿元，同比增长 45.34%，EBITDA 利息保障倍数为 0.84，偿债压力较大。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	948,975.28	824,991.14	706,276.96
所有者权益	525,450.21	516,239.55	520,189.92
有息债务	360,824.70	248,263.21	118,422.92
资产负债率	44.63%	37.42%	26.35%
流动比率	6.78	5.79	4.57
营业收入	139,929.89	70,451.93	49,587.10
其他收益	5,883.02	4,240.01	
营业外收入	-	-	3,601.97
利润总额	9,134.10	12,523.47	8,486.94
综合毛利率	4.77%	13.00%	14.07%
EBITDA	13,287.41	14,327.69	10,003.33
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.74	1.97
经营活动现金流净额	-89,612.94	-123,319.61	-18,964.86

注：公司 2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）  
 资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

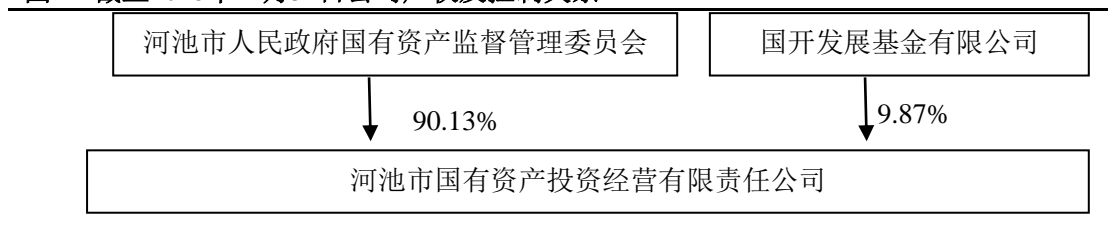
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年11月4日公开发行7年期4.4亿元公司债券，募集资金拟用于河池大任产业园工业给水项目、河池大任产业园生活给水项目及补充运营资金。根据《河池市国有资产投资经营有限责任公司公司债券年度报告（2018年）》，截至2018年12月31日，本期债券募集资金监管账户余额为1.35亿元。

## 二、发行主体概况

2018年，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司控股股东仍为河池市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河池国资委”），持股比例为90.13%，公司产权及控制关系如图1所示。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为30,336.00万元。

**图1 截至2018年12月31日公司产权及控制关系**



资料来源：公司提供

根据公司于2018年8月9日发布的公告，卿红军同志不再担任公司总经理一职。根据公司于2019年4月29日发布的公告，公司聘任王伟为公司总经理，相关人员变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。

2018年，公司合并范围内子公司共8家，较上年增加2户，其中子公司广西宜信投资有限责任公司（以下简称“宜信投资”）对原联营企业广西东江新型建材有限公司（以下简称“东江建材”）进行增资200万元，增资完成后宜信投资持有东江建材56%股权，对东江建材拥有实质控制权，故将其纳入合并报表范围，具体如表1所示。

**表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广西东江新型建材有限公司	56.00%	2,000	建筑材料生产和销售	投资
河池市国投押运有限公司	51.00%	1,000	押运	收购

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《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,以下简称“194 号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月,财政部发布《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),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5 月,财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月,国务院下发《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),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,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;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。

**表2 2018 年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	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	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严

	务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)		禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
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)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出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五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 河池市经济继续保持增长,较快的固定资产增速为公司创造了良好的外部发展环境

2018年河池市经济继续保持增长,实现地区生产总值788.30亿元,同比增长6.4%,但增速较上年下滑1.4个百分点。分产业看,第一产业增加至160.91亿元,同比增长5.3%,第二产业增加值为249.80亿元,同比增长7.4%,第三产业增加值为377.59亿元,同比增长6.2%,其中第三产业增速下滑2.5个百分点。三次产业结构由2017年的21.7:31.5:46.8调整至2018年的20.4:31.7:47.9,其中第三产业占比增加1.1个百分点。2018年,河池市人均GDP为22,302元,为全国人均GDP的34.50%,整体经济发展水平较为落后。

河池市工业主要以有色金属冶炼和压延加工业、采选及电力、热力生产和供应业等六大产业为主。2018年工业增加值增速为8.1%,规模以上工业增加值增速为8.5%,其中有色金属冶炼和压延加工业、农副食品加工业、酒饮料制造业增加值分别同比增长30.0%、



40.0%、15.7%，分别拉动河池市规模以上工业增加值增长5.1、1.0、0.4个百分点。

固定资产投资方面，2018年固定资产投资同比增长15.4%，增速较上年增加3.2个百分点，主要原因是在城市提档升级、河百高速公路河池段、乐百高速公路河池段、贺巴高速公路河池段、融河高速公路河池段和贵南高铁河池段等重大项目带动下，河池市基础设施投资表现出高速增长的良好态势。从产业投资结构来看，2018年河池市一、二、三产投资分别同比增长82.2%、40.1%和10.0%，分别比上年同期提高72.3、41.2和0.1个百分点。其中，第一产业投资增速大幅增加，主要原因是河池市的扶贫产业积极推进。从具体产业上看，河池房地产开发累计完成投资39.9亿元，同比下降33.5%，商品房销售面积142万平方米，同比增长12.7%。

**表3 河池市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	788.30	6.4%	734.60	7.8%
第一产业增加值	160.91	5.3%	158.96	3.8%
第二产业增加值	249.80	7.4%	231.49	9.4%
第三产业增加值	377.59	6.2%	344.15	8.7%
工业增加值	-	8.1%	168.58	8.6%
固定资产投资	-	15.4%	453.20	12.2%
社会消费品零售总额	330.22	9.6%	301.20	12.4%
进出口总额	27.98	43.1%	19.55	8.0%
存款余额	1,171.00	3.8%	1,127.79	12.5%
贷款余额	724.04	9.5%	661.06	14.8%
人均 GDP（元）		22,302		20,921
人均 GDP/全国人均 GDP		34.50%		35.07%

注：（1）标“-”表示数据暂无法通过公开渠道获得

资料来源：河池市2017-2018年河池市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年河池市公共财政收入39.93亿元，同比增长10.2%，其中税收收入24.20亿元，增长10.6%，在公共财政收入中的比重为60.61%；同期河池市公共财政支出352.09亿元，增长7.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为11.34%。

## 四、经营与竞争

公司是河池市重要的国有资产经营主体，主要从事河池市国有资产经营、公交运营等业务，2018年新增建材销售收入和安保收入，分别来自子公司广西东江新型建材有限公司和河池市国投押运有限公司。受益于铅锌矿等大宗商品贸易规模大幅增加，2018年公司实

现营业收入13.99亿元，同比大幅增长98.62%。从收入结构来看，委托代建和商业贸易仍是公司营业收入的主要来源，分别占营业收入的11.63%和86.97%。2017年10月，公司将持有的河池市河驰车辆有限责任公司96%股权转让，2018年不再有汽车销售收入。公交线路运营、场地租赁、水费收入规模较小，对公司收入影响较小。

毛利率方面，公司2018年综合毛利率为4.77%，主要是低毛利率的商业贸易收入大幅增长。分具体业务看，委托代建业务毛利率稳定，2018年仍为16.26%，商业贸易毛利率由2018年的2.41%下降至1.98%。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商业贸易	121,089.80	1.98%	18,235.14	2.41%
委托代建项目	16,192.53	16.26%	49,883.37	16.26%
建材销售收入	1,111.21	49.26%	-	-
公交线路运营	370.59	53.39%	454.32	-9.08%
安保收入	336.72	68.44%	-	-
场地租赁	67.44	48.69%	92.23	77.32%
水费	56.34	-112.96%	15.41	-314.56%
汽车销售	-	-	1,231.02	7.32%
其他业务收入	705.27	98.28%	540.45	99.60%
<b>合计</b>	<b>139,929.89</b>	<b>4.77%</b>	<b>70,451.93</b>	<b>13.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

**2018年公司代建业务收入大幅下降，但考虑到主要在建项目后续投资规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金压力**

2013年，河池市人民政府发布《河池市国有资产投资经营有限责任公司重组方案》（河政办[2013]45号），授权公司对河池市城区工业园区的建设项目进行投资、建设。目前，公司负责的建设项目主要为河池大任产业园开发项目，该项目需要进行基础设施建设，需建设的设施包括入园二级公路、园区路网、园区给水工程和园区污水管网和处理厂等，在区域内具有一定的垄断性。

公司分别于2013年2月、2015年3月、2016年12月与河池市财政局签订《河池大任产业园二级公路项目投资建设与转让收购协议书》、《河池大任产业园项目开发项目投资建设与转让收购协议书》、《河池大任产业园区道路及管网工程项目投资建设与转让收购协议书》，协议约定项目完工审计后以实际审定的投资总额的20%作为投资收益，财政局需支付投资总额加上投资收益。2018年，公司实现委托代建项目收入1.62亿元，同比下降67.54%，仍来源于河池大任产业园二级公路项目和河池大任产业园区道路及管网工程项

目。毛利率方面，公司代建业务毛利率与上年保持一致，仍为16.26%。

目前公司在建项目较多、投资金额较大，随着建设项目不断推进以及承建新的基础设施建设项目，公司委托代建项目收入较有保障，业务可持续性较好。公司主要在建基础设施项目为河池大任产业园项目，包括了河池大任产业园入园二级公路、园区给水工程、污水管网工程、江南污水处理厂（一期）工程等多个子项目。截至2018年末，主要在建项目计划总投资为40.75亿元，已完成投资17.53亿元，主要在建项目尚需投资23.22亿元，资金需求较大，且垫付的工程款项与政府拨付的回购资金之间存在时滞，同时公司货币资金规模有限，面临较大的资金压力。

**表5 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	是否已签订回购协议
河池大任产业园区道路及管网工程项目	136,693.00	80,983.54	是
河池大任产业园给排水工程	76,927.69	45,438.57	-
其中：河池大任产业园污水管网工程	20,972.77	6,744.44	是
大任产业园江南污水处理厂（一期）工程	9,385.07	5,168.64	是
河池大任产业园生活给水工程*	22,391.33	18,767.98	是
河池大任产业园工业给水工程*	24,178.52	14,757.51	是
河池市金城江龙江重点水环境治理及水电站工程项目	55,098.59	2,886.75	否
工业园区标准厂房建设项目	50,000.00	1,420.77	否
河池市中心城区城市地下停车场及河池市人民医院 院外科大楼、金城江区第五小学扩建项目	46,434.84	2,140.82	-
河池大任产业园入园二级公路	29,600.00	37,569.31	是
河池市大任产业园至拉浪公路工程项目	12,761.20	4,844.16	否
<b>合计</b>	<b>407,515.32</b>	<b>175,283.92</b>	

注：标\*的本期债券募投项目

资料来源：公司提供

#### **2018年公司商业贸易业务增长较快，但毛利率较低，客户和供应商集中度较高**

公司的商业贸易业务由子公司广西远通商贸有限责任公司（以下简称“远通商贸”）负责。远通商贸主要销售锌精矿、铅精矿和银等大宗商品，经营模式是公司、客户签订销售合同，在采购模式上，采用先款后货、先货后款和货到付款等不同模式，在销售模式上，采用先款后货或先货后款。

2018年，公司实现商贸收入12.11亿元，同比大幅增长564.05%，主要是锌铅精矿等大宗商品贸易规模大幅增加。公司铅锌矿等商品均通过上下游采购进行交易，议价能力较弱，采购成本有所增加，毛利率由2017年的2.41%下降至2018年的1.98%，整体盈利能力较弱。

考虑到公司大宗商品价格波动较大，商品贸易规模整体较小，对上下游客户议价能力较弱，商贸业务盈利能力较弱。

公司对主要客户和供应商的依赖性较大。2018年前五大客户销售收入合计11.51亿元，占商贸业务收入的95.04%，集中度较上年提升17.60个百分点；2018年前五大供应商采购金额合计11.19亿元，占当年采购总额的89.37%。

**表6 2018年公司商业贸易的前五大客户销售情况（单位：万元）**

客户名称	销售收入	占贸易收入比重	销售品种
南丹县南方有色金属有限责任公司	72,373.84	59.77%	锌精矿 <sup>+</sup> 含锌，锌精矿 <sup>+</sup>
广西南丹南方金属有限公司	19,815.83	16.36%	铅精矿 <sup>+</sup>
湖南正和通矿产资源供应链有限公司	15,181.87	12.54%	银
深圳凌禾供应链管理有限公司	3,922.99	3.24%	银
河池市生富冶炼有限责任公司	3,789.96	3.13%	银
<b>合计</b>	<b>115,084.49</b>	<b>95.04%</b>	

资料来源：公司提供

#### 公司水费收入和公交线路运营收入规模较低，对营业收入贡献有限

公司供水项目为本期债券的募投项目，供水业务主要由河池市国投水务有限责任公司（以下简称“国投水务”）负责运营，供水范围以大任产业园为主，工业供水能力达6-8万吨/天、生活用水为1.4-3万吨/天，其中工业用水价格为0.8元/立方米、生活用水价格为1.9元/立方米。2018年实现水费收入56.34万元，整体收入规模较小，主要原因是目前园区内已入驻且正常生产经营的企业较少，随着入驻企业的陆续正常投产，后续可为公司带来一定规模的水费收入。

考虑到公交运营属于具有社会公共服务的属性，盈利能力较差，近年持续处于亏损状态，2018年子公司河池市公共交通公司（以下简称“河池公交”）将原有的19条公交线路全部托管至河池市运输总公司，由其购买新能源公交车辆进行运营，河池公交按月收取固定的管理费用，2018年实现收入370.59万元，同比下降18.43%，但毛利率由2017年的-9.08%增加至2018年的53.39%，一定程度上改善了公司盈利水平。

#### 公司在政府补贴方面持续得到地方政府支持

作为河池市重要的国有资产经营主体和大任产业园的建设主体，公司在财政补贴等方面得到了河池市政府较大的支持。根据河池市财政局出具的《关于提前下达2018年度农村基础设施建设项目补助资金预算的通知》和《关于回拨河池市大任产业园区道路及管网工程项目建设用地土地成本的函》等文件，2018年公司获得政府补助5,883.02万元，占当期利润总额的64.41%，有效地提升了公司的盈利水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2018年公司合并报表范围内新增两家子公司，具体如表1所示。2017年财务数据采用2018年财务报表中的期初数（上期数）。

### 资产结构与质量

**公司资产规模继续增加，但主要资产为土地资产、在建项目投入款和公益性资产，贸易业务占用了部分营运资金，整体流动性较弱**

2018年公司资产规模继续增加，年末总资产为94.90亿元，同比增长15.03%，其中流动资产占比为57.07%。

公司流动资产主要为货币资金、应收票据及应收账款、预付账款、其他应收款和存货。截至2018年末，公司货币资金为8.27亿元，主要为银行存款，不存在所有权受限的货币资金。2018年末公司应收票据及应收账款为4.63亿元，同比增长32.88%，新增款项主要为河池市财政局的往来款，部分来自商业贸易业务。2018年末，公司预付账款为5.56亿元，较2017年末大幅增加，主要原因是预付的贸易业务货款大幅增加，其中前五大预付款项对象分别为郴州市金贵银业股份有限公司、湖南省郴州市钜翔实业有限公司、云南昊龙实业集团乐红铅锌采选有限公司、云南昊龙实业集团兴煜冶炼有限公司和赤峰山金瑞鹏贸易有限公司。受益于往来款的大规模收回，2018年末公司其他应收款为2.04亿元，较2017年末大幅下降。受工程项目投入增加，2018年末公司存货为33.50亿元，同比增长15.67%，其中公司土地资产为16.59亿元，面积为61.43万平方米，占总资产的17.48%，且57,755.62万元土地资产已抵押，占总资产的6.09%；工程施工为15.35亿元，主要为大任产业园项目开发的投入成本；库存商品为1.36亿元，主要为商业贸易产生的锌精矿和铅精矿等。综合来看，贸易业务产生的预付账款和库存商品占用了公司部分营运资金。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期应收款和其他非流动资产。2018年末，公司可供出售金融资产为2.39亿元，同比增长87.82%，主要系2018年对广西国投鱼峰水泥有限公司投资1.06亿元所致，期末对该公司持股比例为45.00%。除广西桂茂电力股份有限公司之外，公司持有的其他可供出售金融资产均可收取固定的承包金额或按投资额的1.2%收取投资收益，可为公司带来较为稳定的投资收益。长期应收款主要系公司与都安瑶族自

治县城市投资发展有限责任公司和凤山县城建设投资有限责任公司等单位的长期往来借款，并收取一定的费用，截至2018年末，长期应收款为6.37亿元，同比下降22.81%。其他非流动资产主要系政府无偿注入的市政道路及水库等公益性资产和预付投资款，截至2018年末，其他非流动资产余额为31.30亿元，同比增长30.41%，新增资产为与广西新恒通高速公路有限公司成立的项目公司的投资款6.00亿元和预付广西北部湾银行股份有限公司（以下简称“北部湾银行”）增资扩股款1.30亿元，根据公司与广西新恒通高速公路有限公司签订的《广西贺州至巴马高速公路（都安至巴马段）投资合作协议》，公司将持有项目公司20%的股权，投资额为8.00亿元。剩余的其他非流动资产为政府无偿注入的市政道路及水库等公益性资产，账面价值为24.00亿元，占总资产的25.29%。

总体而言，公司资产规模继续增加，但主要资产为土地资产、在建项目投入款和公益性资产，贸易业务占用了部分营运资金，整体流动性较弱。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,718.32	8.72%	78,020.98	9.46%
应收票据及应收账款	46,326.36	4.88%	34,864.18	4.23%
预付款项	55,617.99	5.86%	4,782.54	0.58%
其他应收款	20,435.65	2.15%	68,969.31	8.36%
存货	335,017.70	35.30%	289,643.58	35.11%
<b>流动资产合计</b>	<b>541,613.22</b>	<b>57.07%</b>	<b>476,298.17</b>	<b>57.73%</b>
可供出售金融资产	23,867.39	2.52%	12,707.80	1.54%
长期应收款	63,718.33	6.71%	82,544.00	10.01%
其他非流动资产	313,030.90	32.99%	240,030.90	29.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>407,362.06</b>	<b>42.93%</b>	<b>348,692.97</b>	<b>42.27%</b>
<b>资产总计</b>	<b>948,975.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>824,991.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2018年公司营业收入大幅增加、但毛利率大幅下降，政府补助仍是公司利润的重要来源**

受益于铅锌精矿等大宗商品贸易规模大幅增加，2018年实现营业收入13.99亿元，同比增长98.62%，其中代建业务收入1.62亿元，占营业收入的11.57%，考虑到公司已与政府签订了《河池大任产业园二级公路项目投资建设与转让收购协议书》等协议，未来公司的委托代建项目收入较有保障。

从毛利率来看，2018年公司综合毛利率为4.77%，较2017年下降8.23个百分点，主要原因是低毛利率的商业贸易收入大幅增加。分具体业务来看，公司委托代建业务毛利率仍为16.26%。2018年公司其他收益为5,883.02万元，占利润总额的64.41%，政府补助仍是公司利润总额的重要来源。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	139,929.89	70,451.93
营业利润	9,182.37	12,602.65
其他收益	5,883.02	4,240.01
利润总额	9,134.10	12,523.47
综合毛利率	4.77%	13.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流继续净流出，在建项目和商贸业务后续资金需求较大，面临较大的资金压力**

公司经营活动现金流入主要为商贸业务、在建项目的回款及收回的往来款，经营活动现金流出主要为商贸业务和在建项目的采购款及支付的往来款，2018年公司收现比为1.05，现金回款能力较上年大幅改善，主要受益于大规模贸易业务销售回款。同时，受贸易业务支付的采购款大幅增加，导致2018年公司经营活动现金净流出8.96亿元。

近年公司投资活动规模整体较小，2018年公司投资活动现金净流出1.31亿元，主要系支付的北部湾银行增资扩股款所致。为支持经营活动和投资活动资金需求，公司近年对外筹资规模较大，2018年筹资活动现金净流入13.64亿元，主要来自取得的银行借款和在北京金融交易所有限公司（以下简称“北金所”）发行的“河池市国有资产投资经营有限责任公司2018年度第一期债权融资计划”。但是考虑到截至2018年末，公司主要的在建项目和商贸业务后续资金需求较大，公司面临较大的资金压力。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.05	0.43
销售商品、提供劳务收到的现金	146,529.17	30,525.91
收到的其他与经营活动有关的现金	71,933.76	90,454.08
经营活动现金流入小计	218,462.92	120,979.99
购买商品、接受劳务支付的现金	238,897.72	53,930.16

支付的其他与经营活动有关的现金	64,251.06	188,491.70
经营活动现金流出小计	308,075.86	244,299.59
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-89,612.94</b>	<b>-123,319.61</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-13,098.71</b>	<b>299.61</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>136,408.99</b>	<b>122,039.29</b>
现金及现金等价物净增加额	33,697.34	-980.70

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息负债规模大幅增加，未来面临较大的偿债压力

益于自身经营积累的影响，2018年末所有者权益为52.55亿元，同比增长1.78%。受机构金融借款增加和在北金所发行债权融资的影响，2018年末公司总负债为42.35亿元，较2017年末增长37.17%，产权比率增加至80.60%，所有者权益对负债的保障程度有所降低。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	423,525.07	308,751.59
所有者权益	525,450.21	516,239.55
产权比率	80.60%	59.81%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末，公司流动负债为7.99亿元，占总负债的18.87%，较上年下降7.76个百分点，负债期限结构继续延长。

公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末，公司短期借款为1.13亿元，主要为担保借款。公司其他应付款主要为应付的往来款和债券利息，2018年末为3.85亿元，较上年下降5.36%。2018年末，一年内到期的非流动负债为1.59亿元，其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别为0.71亿元和0.88亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末，公司长期借款为19.75亿元，同比增长21.17%，新款借款主要为抵押借款和担保借款，借款利率在6.5%以下。2018年末，公司应付债券为11.35亿元，同比增长163.07%，主要是在北金所发行了5年期的8.00亿元债权融资计划，票面利率7.30%。2018年末公司长期应付款为3.25亿元，较上年末增加59.37%，主要是新增了1.84亿元融资租赁款。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
----	-------	-------



	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,300.00	2.67%	1,000.00	0.32%
其他应付款	38,509.71	9.09%	40,692.20	13.18%
一年内到期的非流动负债	15,900.00	3.75%	28,500.00	9.23%
<b>流动负债合计</b>	<b>79,903.67</b>	<b>18.87%</b>	<b>82,215.25</b>	<b>26.63%</b>
长期借款	197,506.34	46.63%	162,999.00	52.79%
应付债券	113,529.05	26.81%	43,154.77	13.98%
长期应付款	32,483.01	7.67%	20,382.57	6.60%
<b>非流动负债合计</b>	<b>343,621.40</b>	<b>81.13%</b>	<b>226,536.34</b>	<b>73.37%</b>
<b>负债合计</b>	<b>423,525.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>308,751.59</b>	<b>100.00%</b>
有息负债	360,824.70	85.20%	248,263.21	80.41%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息负债由短期借款、一年内到期的流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2018年末，公司有息负债为36.08亿元，同比增长45.34%。考虑到公司有息负债主要以长期借款和应付债券为主，偿还期限较长。考虑到公司有息负债规模较大，未来仍面临较大的债务偿付压力。

**表12 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	32,551.03	97,289.59	53,908.56	177,075.51

资料来源：公司提供

受外部融资规模大幅增加影响，2018年末公司资产负债率上升7.21个百分点至44.63%。2018年末，公司流动比率和速动比率分别为6.78和2.59，分别较上年有所增加，考虑到公司流动资产主要为土地资产和在建工程项目投入款，流动资产对流动负债的实际覆盖程度较低。2018年公司综合毛利率的大幅下降导致利润总额大幅下降，从而使得2018年公司EBITDA下降至1.33亿元，同时EBITDA利息保障倍数下降至0.84。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2019 年
资产负债率	44.63%	37.42%
流动比率	6.78	5.79
速动比率	2.59	2.27
EBITDA（万元）	13,287.41	14,327.69
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.74
有息债务/EBITDA	27.16	17.33

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

## （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月21日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为5,000万元，占当期末净资产的0.95%，考虑到被担保方为当地国企，且担保金额较小，公司面临的或有负债风险可控。

表14 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	担保责任
广西物资集团有限责任公司	5000.00	2018年12月17日-2019年12月16日	连带责任担保

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

2018年河池市经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。公司作为河池市城区和工业园区的重要建设主体之一，主要业务在区域内具有垄断性且仍能持续获得政府补助。考虑到主要在建项目计划总投资规模较大，业务持续性仍然较好。

但公司贸易业务毛利率较低，占用了部分营运资金，客户集中度较高，同时公司资产主要为存货和公益性资产，整体流动性较弱。经营活动现金流表现变弱和在建项目较大的后续资金需求导致公司面临较大的资金压力。公司有息负债快速增长，EBITDA利息保障倍数大幅下降，导致偿债压力加大。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	82,718.32	78,020.98	79,001.68
应收票据及应收账款	46,326.36	34,864.18	59,963.16
预付款项	55,617.99	4,782.54	6,173.09
其他应收款	20,435.65	68,969.31	22,148.15
存货	335,017.70	289,643.58	262,320.68
<b>流动资产合计</b>	<b>541,613.22</b>	<b>476,298.17</b>	<b>429,610.76</b>
可供出售金融资产	23,867.39	12,707.80	507.80
长期应收款	63,718.33	82,544.00	23,775.00
其他非流动资产	313,030.90	240,030.90	240,030.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>407,362.06</b>	<b>348,692.97</b>	<b>276,666.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>948,975.28</b>	<b>824,991.14</b>	<b>706,276.96</b>
短期借款	11,300.00	1,000.00	2,000.00
其他应付款	38,509.71	40,692.20	34,730.41
一年内到期的非流动负债	15,900.00	28,500.00	29,540.00
<b>流动负债合计</b>	<b>79,903.67</b>	<b>82,215.25</b>	<b>93,980.76</b>
长期借款	197,506.34	162,999.00	31,100.00
应付债券	113,529.05	43,154.77	42,957.14
长期应付款	32,483.01	20,382.57	18,049.14
<b>非流动负债合计</b>	<b>343,621.40</b>	<b>226,536.34</b>	<b>92,106.28</b>
<b>负债合计</b>	<b>423,525.07</b>	<b>308,751.59</b>	<b>186,087.04</b>
有息债务	360,824.70	248,263.21	118,422.92
所有者权益	525,450.21	516,239.55	520,189.92
营业收入	139,929.89	70,451.93	49,587.10
营业利润	9,182.37	12,602.65	5,002.16
其他收益	5,883.02	4,240.01	-
营业外收入	-	-	3,601.97
净利润	8,069.63	10,729.44	7,201.64
经营活动产生的现金流量净额	-89,612.94	-123,319.61	-18,964.86
投资活动产生的现金流量净额	-13,098.71	299.61	-372.99
筹资活动产生的现金流量净额	136,408.99	122,039.29	45,441.35
<b>财务指标</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>	<b>2016年</b>
综合毛利率	4.77%	13.00%	14.07%
收现比	1.05	0.43	0.81
产权比率	80.60%	59.81%	35.77%

资产负债率	44.63%	37.42%	26.35%
流动比率	6.78	5.79	4.57
速动比率	2.59	2.27	1.78
EBITDA (万元)	13,287.41	14,327.69	10,003.33
EBITDA 利息保障倍数	0.84	1.74	1.97
有息债务/EBITDA	27.16	17.33	11.84

注：公司 2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
河池市公共交通公司	119.00	100.00%	公交运营
广西宜信投资有限责任公司	5,202.00	100.00%	投资业务
广西瑞邦工程建设管理有限责任公司	3,000.00	100.00%	建筑工程
广西远通商贸有限责任公司	17,000.00	100.00%	商业贸易
河池市国盛资产管理有限责任公司	2,000.00	100.00%	资产处置与运营
河池市国投水务有限责任公司	2,000.00	100.00%	自来水的生产和供应
河池市国投押运有限公司	1,000.00	51.00%	押运业务
广西东江新型建材有限公司	2,000.00	56.00%	建筑材料的生产和销售

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（不含专项应付款）

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。