



桂林新城投资开发有限公司2024年度 第三期中期票据信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

桂林新城投资开发有限公司2024年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2024-09-27

债券概况

发行规模：不超过3亿元

发行期限：370天

偿还方式：到期一次还本付息

发行目的：偿还到期债务

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：临桂新区系桂林市投资建设的重点区域，未来将加快产城融合发展进程，桂林新城投资开发有限公司（以下简称“桂林新城投”或“公司”）实际控制人为桂林市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“桂林市国资委”），公司是桂林市重要的基础设施建设主体，主要负责临桂新区的土地整理开发和基础设施建设等业务，业务持续性较好，自组建以来获得桂林市政府及临桂新区管理委员会（以下简称“新区管委会”）提供的债务豁免、资产注入等多方面支持。同时，中证鹏元也关注到，公司资产沉淀于土地及项目开发成本，整体流动性较弱，在建项目尚需大量投资，持续的业务扩张将带来长期的外部融资需求，整体面临较大的建设资金压力和债务压力等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为桂林市重要的基础设施建设主体，公益性业务可以保持一定规模，且有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.6	2023	2022	2021
总资产	312.11	306.66	283.64	275.00
所有者权益	117.75	117.24	115.75	117.84
总债务	162.59	153.52	143.47	128.01
资产负债率	62.27%	61.77%	59.19%	57.15%
现金短期债务比	0.08	0.08	0.20	0.98
营业收入	5.19	14.41	15.08	15.18
其他收益	0.00	0.04	0.03	0.03
利润总额	0.53	1.48	1.98	2.12
销售毛利率	45.09%	43.91%	42.06%	40.09%
EBITDA	--	7.16	7.31	6.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.89	0.95
经营活动现金流净额	-1.17	-1.72	1.18	0.90

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **临桂新区为桂林市政府所在地，其产城融合发展规划为公司发展提供了良好的外部环境。**桂林市是国务院批复确定的中国对外开放国际旅游城市、全国旅游创新发展先行区和国际旅游综合交通枢纽。2023 年桂林市经济稳步恢复，全年实现地区生产总值 2,523.47 亿元，同比增长 3.5%，区域经济实力处于广西较好水平。临桂新系桂林市投资建设的重点区域，为桂林市向西发展的中心城区，未来将加快产城融合发展进程，建成政务、金融商务等聚集区。
- **公司业务具有一定的区域专营性，可持续性较好。**公司是桂林市重要的基础设施建设主体，主要从事桂林市临桂新区土地整理开发、城市基础设施建设、租赁、教育和房地产销售等业务，多项业务具有一定的区域专营性。目前公司在建项目数量较多，投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司获得桂林市政府及新区管委会等的有力支持。**公司成立以来，新区管委会陆续向公司注入货币资金、土地使用权等资产，桂林市政府于 2017 年豁免公司债务 38.85 亿元。此外桂林市政府及新区管委会持续给予公司资金支持，一定程度上提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产大量沉淀于项目成本，整体资产流动性较弱，资金回笼时间不定。**公司资产以存货、投资性房地产、其他应收款项和在建工程为主，截至 2024 年 6 月末上述资产合计占总资产的 80.70%。公司建设项目建设周期较长，即时变现能力较差，建设项目和其他应收款回款依赖于当地政府的统筹安排，资金回笼时间不确定，对营运资本形成一定程度占用。此外，公司受限资产占比偏高，一定程度上限制了资产流动性。
- **公司总债务规模持续上升，面临较大的建设资金压力和偿债压力。**近年来随着项目建设不断推进，公司总债务规模持续上升，截至 2024 年 6 月末负债率达 62.27%。公司 EBITDA 利息保障倍数和现金短期债务比低，对利息和短期债务的保障能力较弱。同时公司当前主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，持续的业务扩张预计将带来长期的外部融资需求，需关注公司资本结构和债务集中偿付压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是桂林市重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桂林市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司实际控制人为桂林市国资委，其对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，近年来桂林市政府及新区管委会在资产注入、资金支持等方面提供较大力度支持；另一方面，公司主要负责临桂新区内的基础设施建设，对桂林市贡献很大，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为桂林市政府提供支持的能力很强，主要体现为：桂林市是国务院批复确定的中国对外开放国际旅游城市、全国旅游创新发展先行区和国际旅游综合交通枢纽，以旅游业为龙头的现代服务业带动地区经济增长。

一、发行主体概况

公司原名桂林市临桂新区城市建设投资有限公司，于2009年3月26日由桂林市政府授权新区管委会投资设立。2016年7月公司更为现名。2023年2月公司控股股东变更为桂林城乡建设控股集团有限公司（以下简称“桂林城建集团”）。截至2024年6月末，公司注册资本为9.00亿元，实收资本为9.00亿元，控股股东为桂林城建集团，实际控制人为桂林市国资委，股权结构图见附录二。

公司是桂林市重要的基础设施建设投融资主体，主要负责桂林市临桂新区范围内的土地整理开发、城市基础设施建设、商品房销售、租赁和城市运营等业务。截至2024年6月末，公司合并报表范围内子公司共18家。

二、本期债券概况

债券名称：桂林新城投资开发集团有限公司2024年度第三期中期票据；

发行规模：不超过3亿元；

债券期限和利率：370天，固定利率；

还本付息方式：到期一次还本付息。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3亿元，资金全部用于偿还债务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实

专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

桂林市地处桂湘交界地区，经济实力位居广西前列，以旅游业为龙头的现代服务业是带动地区经济发展的重要力量；桂林市财政实力尚可，但财政自给率较低，地方债务规模偏大

区位特征：桂林市地处广西东北部地区及桂湘交界地区，**旅游资源富集**。桂林是沟通国内西南与华南沿海经济的桥梁及贯通国内与东盟的枢纽；是国务院批复确定的中国对外开放国际旅游城市、全国旅游创新发展先行区和国际旅游综合交通枢纽，旅游资源丰富，全市共有5A级景区4家，4A级景区31家，3A级景区29家，国家级旅游度假区1家，居广西首位。截至2023年末，全市常住人口495.07万人，比上年末减少了0.56万人，常住人口城镇化率为55.12%。

经济发展水平：桂林市经济总量位居广西地级市第3位，2023年旅游强劲复苏是拉动地区经济增长的主要力量，但固定资产投资放缓，经济发展水平一般。2023年桂林市实现地区生产总值2,523.47亿元，经济总量次于南宁、柳州，在广西14个地级市中排名第3位，经济增速有所恢复；以旅游业为主的第三产业是拉动桂林市经济增长的主要力量。桂林市人均GDP与全国人均GDP的比值呈逐年下降趋势，经济发展水平一般。从拉动经济增长的“三驾马车”看，2023年受全市房地产开发投资同比下降45.4%的拖累，固定资产投资下降；2023年消费市场略有恢复，2024年上半年再次回落。2023年桂林市房地产市场持续低迷，当年商品房销售面积同比下降20.9%，商品房待售面积同比增长21.3%。

表1 2023年广西壮族自治区部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
南宁市	5,469.06	4.0%	6.13	400.88	207.51
柳州市	3,115.86	2.8%	7.47	156.57	130.64
桂林市	2,523.47	3.5%	5.09	115.67	60.42
玉林市	2,194.43	3.3%	3.77	89.89	49.11
钦州市	1,961.29	6.0%	5.91	84.60	35.54
百色市	1,849.81	6.1%	5.23	113.24	54.96
北海市	1,750.91	5.8%	9.35	73.60	30.23
贵港市	1,573.49	0.1%	3.61	72.59	40.54
梧州市	1,490.77	4.8%	5.27	73.18	82.28
河池市	1,163.43	2.2%	3.41	62.36	20.10

注：南宁、柳州、桂林、百色人均GDP采用2023年末常住人口数据计算；其余地区采用2022年末常住人口数据计算。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 桂林市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年1-6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	1,127.77	2.9%	2,523.47	3.5%	2,435.75	2.5%	2,311.06	6.6%
固定资产投资	-	-12.0%	-	-17.7%	-	0.8%	-	-4.3%
社会消费品零售总额	-	-2.6%	942.22	1.0%	932.95	-1.0%	942.55	6.0%
进出口总额	-	-	76.49	9.0%	95.74	4.5%	91.61	27.3%
人均 GDP (元)	22,780		50,943		49,196		46,767	
人均 GDP/全国人均 GDP	52.07%		57.01%		57.41%		57.75%	

注：2024年1-6月桂林市及全国人均GDP均采用2023年末常住人口数据计算。

资料来源：桂林市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报、桂林市人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：桂林市工业经济规模偏小，以旅游业为龙头的现代服务业是带动经济发展的重要力量，近年桂林市加快推进工业和高新技术产业。经国务院批准，1973年5月桂林市正式对外开放旅游，是我国首批对外开放的旅游城市之一。受益于地方自然条件和政策优势，桂林市旅游业快速发展，入境旅游发展持续保持全国地级市前列。2023年桂林市旅游行业强劲复苏，全市接待游客总人数1.4亿人次，同比增长55.1%，实现旅游总消费同比增长53.7%。工业方面，桂林市工业支柱产业包括电子信息、先进

装备制造、生态食品及生物医药业，区域内培育了东方智造（002175.SZ）、桂林三金（002275.SZ）、莱茵生物（002166.SZ）等上市企业，2023年桂林全市工业投资增长21.3%，推动了比亚迪弗迪科技二期、兴安莱奥电梯等73个项目开工。规模以上工业增加值比上年增长5.9%，工业经济继续保持发展，但规模仍然偏小，对地方经济增长带动作用有限。桂林市大力发展高新技术产业，2023年全社会研发经费投入增长23%，新增国家级科技创新平台7家。农业方面，桂林市在“四大流域”和西部山区现代农业产业发展规划指引下，大力发展现代农业，形成了“优质粮食、优势果蔬、优质畜禽、中药材、竹木花卉”等优势产业，永福罗汉果栽培系统获评中国重要农业文化遗产。

财政及债务水平：桂林市财政实力尚可，但财政自给率较低，地方债务规模偏大。桂林市拥有漓江风景名胜区等优质旅游资源，近年桂林市国有资源（资产）有偿使用收入规模较大，对财政收入形成了较好支撑，2023年桂林市一般公共预算收入同比增长，规模在广西区内仅次于南宁、柳州。2023年桂林市前五大纳税企业分别为桂林银行、彰泰实业（房地产业）、燕京啤酒桂林公司、鑫奥再生资源公司和桂林三金（药业）。2023年桂林税收收入占比回升至56.09%。2024年1-6月桂林市一般公共预算收入65.23亿元，同比下滑5.4%。2023年桂林市国有土地出让收入进一步下降，实现政府性基金收入60.42亿元。桂林市财政自给率较低，且在广西区内相对处于中下游水平。区域债务方面，近年来桂林市地方政府债务余额持续扩张，截至2023年末，全市地方政府债务余额增至841.37亿元，较上年末大幅增长。

表3 桂林市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	115.67	125.36	117.50
税收收入占比	56.09%	48.01%	62.69%
财政自给率	23.65%	26.89%	25.44%
政府性基金收入	60.42	62.95	116.25
地方政府债务余额	841.37	664.89	603.62

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：桂林市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，桂林市级主要发债城投共3家，具体如下表所示。

表4 截至2023年末桂林市级主要发债城投情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
桂林市交通投资控股集团有限公司（以下简称“桂林交投”）	桂林市国资委	460.76	91.82%	266.72	桂林市公交运营、旅游运营、其他交通运营及交通类基础设施建设投资
桂林新城投	桂林城乡建设控股集团有限公司	117.24	61.77%	14.41	桂林市临桂新区城市基础设施建设、土地整理开发、租赁和商品房销售
桂林经开投资控股有限责任公司	桂林市国资委	47.52	73.24%	10.68	主要负责桂林经开区内基建、土地一级开发

注：1) 上表财务指标为2023年末数据；2) 桂林新城集团由桂林城乡建设控股集团有限公司全资控股，实际控制人为桂林市国资委，桂林城乡建设控股集团有限公司无2023年公开财务数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

临桂新区为桂林市政府所在地，定位为桂林市向西发展的中心城区，承担城市综合服务和城市中心等职能。当前新区路网建设逐步完善，行政、文化等核心功能显现，未来将加快产城融合发展进程，推进企业总部入驻，建成政务、金融商务等的聚集区

新区定位：临桂新区系在“保护漓江，发展临桂，再造一个新桂林”的战略部署下设立，于 2007 年 10 月初开始建设，系桂林市投资建设的重点区域，在行政上隶属于桂林市政府，新区管委会作为桂林市政府的派出机构，统筹管理临桂新区开发建设工作，负责临桂新区开发建设等重大事项。经过多年发展，临桂新区已建成“一院两馆”（桂林大剧院、桂林博物馆、桂林图书馆）、山水公园、新区环城水系等重点项目，两江四湖二期连通水系水道全线贯通，桂林全市机关单位已于 2019 年全部完成入驻新区。

区位优势：临桂新区交通便利，距离桂林市主城区约10公里，是临桂区中部经济区的核心区域和桂林市未来城市副中心，规划范围为临桂镇、两江镇和四塘乡的部分区域及城市基础设施覆盖地域，包括两江国际机场区、临桂县城、远景规划需控制备用发展区，规划区面积为176.8 平方公里。截至2023年11月，临桂新区建成面积约40平方公里，根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，临桂区常住人口为55.51万人，近年人口快速增长，对教育、医疗等配套资源的需求不断增加。近年临桂新区在建重点项目包括总投超60亿元的国际会展中心、遇龙路建设等，其中遇龙路总投资规模较大，主要为连接桂林新区与老区建设的快速路。

发展规划及机遇：根据桂林市人民政府印发的《桂林市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，桂林市政府将加快临桂新区产城融合发展进程，继续完善新区基础设施和文化体育、医疗卫生等配套设施，向西拓展城市发展空间，加快机场路以北片区、兰塘河以南片区、凤凰林场片区开发建设。产业方面，将大力发展新型工业和生产性服务业，引进科技、贸易、体育、金融等业态，推进企业总部入驻，建成政务、信息服务和金融商务等聚集区。

五、 经营与竞争

公司是桂林市重要的基础设施建设投融资主体，主要承接临桂新区土地整理开发、城市基础设施建设、租赁和商品房销售等业务，区域优势明显，业务发展多元化，项目储备丰富，业务持续性较好，但需关注项目资金压力

公司主要负责桂林市临桂新区土地整理开发、城市基础设施建设、租赁和商品房销售等多项业务，业务发展多元化，近年收入规模有所下滑，其中，土地整理开发、租赁和商品房销售业务系公司核心收入来源，且毛利率较高，对公司销售毛利率影响较大。2021年公司收购广西师范大学漓江学院（后改名为桂林学院），近年学费收入规模增长。物业服务和其他服务费等其他业务对公司收入形成补充。整体来看，公司业务结构多元，持续性较好，未来收入来源具有保障性。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理开发	4.80	33.52%	58.72%	4.82	31.94%	58.58%	4.30	28.32%	58.82%
基建项目代建	0.48	3.37%	8.74%	0.46	3.02%	8.40%	0.46	3.00%	8.84%
租赁业务	3.76	26.24%	70.03%	3.77	25.00%	70.05%	3.80	25.06%	70.40%
学费	2.39	16.67%	17.47%	2.10	13.92%	22.19%	1.12	7.36%	14.12%
商品房销售	1.47	10.25%	18.49%	2.80	18.56%	13.58%	4.23	27.86%	11.92%
物业服务收入	1.05	7.34%	20.10%	0.72	4.81%	17.48%	0.65	4.30%	25.49%
其他服务费	0.34	2.38%	-17.96%	0.27	1.82%	-40.43%	0.36	2.38%	-3.96%
其他收入	0.12	0.23%	-7.36%	0.14	0.94%	-12.93%	0.26	1.73%	9.75%
合计	14.41	100%	43.91%	15.08	100%	42.06%	15.18	100%	40.09%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理开发业务

公司承担临桂新区的土地一级整理开发业务，土地整治项目储备丰富，未来业务持续性较好，但收入实现易受土地市场及政府规划影响存在一定不确定性，同时需关注后续资本支出压力

公司与临桂县土地储备交易管理中心（以下简称“临桂土储中心”）、新区管委会、临桂县人民政府于2013年10月签署《土地一级开发整理协议》，根据协议约定，为加快临桂新区基础设施建设，公司作为临桂新区范围内的土地一级开发单位，按临桂新区发展规划要求对临桂新区范围内约1.5万亩土地进行开发整理工作。公司负责土地整理资金的筹措与投入，承担区域范围内的国有或乡村集体土地的征地、拆迁、安置、补偿等工作，使开发地块具备“招拍挂”上市条件。土地完成开发整理后，通过新区管委会交由临桂土储中心进行“招拍挂”，收取的土地出让金由临桂新区财政进行统一收支管理。新区管委会根据公司完成的各类项目的进度，参照周边类似地块平均成交的地价，扣除本年相关市政配套金后，进行土地一级开发收益结算。

根据2021-2023年公司与新区管委会签订的《土地整理款项拨付的批复》，公司分别实现土地整理开发业务不含税收入4.30亿元、4.82亿元和4.80亿元。公司土地出让收入有所波动，主要受政府规划及土地市场行情影响，业务收入具有一定不确定性。

表6 2021-2023 年公司土地整理开发业务情况（单位：亩、元/平方米、亿元）

年份	供地面积	平均成交地价	开发收入	开发收益
2023年	962.33	2,012.07	4.80	2.82
2022年	968.25	2,347.16	4.82	2.82
2021年	1,078.52	1,791.08	4.30	2.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年6月末，公司主要在整治土地项目总投资合计5.48亿元，已投资2.30亿元，拟整治土地项目总投资合计8.88亿元，公司在整治及拟整治土地尚需投资规模约12.06亿元。整体来看，公司未来土地整治业务持续性较好，但项目后续建设也带来较大资金压力。

表7 截至2024年6月末公司主要在整治土地情况（单位：亿元，亩）

项目名称	总投资	已投资	尚未整理面积
凤凰西路北延长线以西、机场路以北、花园路以东地块	5.48	2.30	758.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2024年6月末公司主要拟整治土地情况（单位：亿元，亩）

项目名称	总投资	面积
西二环路以南，万平路北延长线以东，沙塘大道以北	1.35	450.00
临桂大道北延长线以西，机场路以北，西二环路以南（A片区）	7.53	2,505.00
合计	8.88	2,955.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）基础设施建设业务

公司负责桂林市临桂新区公益和准公益类基础设施建设项目，区域专营性强，业务模式以代建为主，项目储备丰富，但项目工程期较长且占用大量营运资金，后续自营项目尚需较大规模资金投入，面临较大的资金压力

为贯彻和执行桂林市委、市政府建设和发展临桂新区的战略部署，加快推进临桂新区项目建设的实施，2010年12月，公司与新区管委会签订委托代建框架协议，由公司承担桂林市临桂新区城市基础设施建设任务，包括区内道路、桥梁、公园、图书馆、博物馆等公益和公建项目的建设。根据合同约定，由公司负责项目工程的前期工作、建设投资、建设管理等工作，各项目建设竣工验收合格后，新区管委会根据政府部门的决算审计报告进行最终结算，按照项目投资额本金和利息总额加成10%确认回购价格，并在办理项目竣工审计后的三个月内全额将款项支付给公司。公司也可根据各项目工程建设进度需要向新区管委会分批提交支付回购款的申请，申请其支付当批回购项目的投资额本金、利息及加成10%的项目投资回报。根据2021-2023年公司与新区管委会签订的《代建市政项目回购的批复》文件，公司分别实现城市基础设施建设项目不含税收入0.46亿元、0.46亿元和0.48亿元，收入较为稳定。截至2024年6月末，公司主要在建的代建项目累计投资40.72亿元，至少尚需投资10.98亿元，主要包括新城中心公园、西城大道南延长线道路提升工程等基础设施建设项目，公益属性强且项目区域主要为临桂新区。

表9 2021-2023年公司基础设施建设业务确认收入情况（单位：亿元）

年份	项目名称	确认收入
2023年	环西路及世纪西路改扩建项目、	0.48
2022年	平桂西路	0.46

2021年 环西路、万平路桥 0.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至2024年6月末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
湖塘水系	18.20	22.91	--
新城中心公园	5.83	2.53	3.30
西城大道南延长线道路提升工程	4.29	3.18	1.11
西城大道南延长线（临苏路口至华为用地段）提升	2.98	1.96	1.02
山水大道建设工程	2.60	1.21	1.39
凤凰西路建设工程	2.44	1.68	0.76
沙塘大道（二期）	2.29	1.65	0.64
沙塘大道（一期）	2.25	1.85	0.40
鲁山西路（一期）	2.21	0.85	1.36
核心区杆线迁移工程	1.74	1.55	0.19
环西路南延长线建设工程	1.24	0.51	0.73
中水工程	0.92	0.84	0.08
合计	46.99	40.72	10.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2024年6月末公司主要拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资
平桂路南延长线	2.02
万平路北延长线	1.61
会展北路	0.94
秧一路二期	0.88
海吉星一路	0.55
吾悦四路	0.53
吾悦一路	0.26
吾悦二路	0.16
吾悦三路	0.11
合计	7.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年6月末，公司代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，未来收入来源具有保障性。同时，中证鹏元关注到公司在建项目规模较大，存货中待结转项目规模较大，占用大量营运资本，后续投资规模较大，将面临较大的资金压力。

目前公司主要在建自营项目投资规模较大，其中国际会展中心系桂林市重点建设项目之一，项目总建筑面积约43.2万平方米，其中地上建筑面积33.15万平方米，地下建筑面积10.05万平方米，项目分两

期建设，一期工程建筑面积40.05万平方米，建设内容为展览中心、会议中心、会展中心配套用房及相关配套设施，二期工程3.15万平方米，建设内容为展览用房及相关配套设施，国际会展中心收入主要包括停车场收入、展位收入、广告收入、商业收入等。兴桂园项目为办公楼、写字楼、酒店、公寓、住宅、商业为一体的综合体，占地面积4,325平方米，总建筑面积19.25万平方米，兴桂园未来收入拟包括房产出售、租赁、酒店收入等。

表12 截至 2024 年 6 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
桂林国际会展中心	67.60	21.62	45.98
兴桂园	16.23	1.76	14.47
新城综合业务大厦（双创）	3.43	0.16	3.27
民兵训练基地	0.47	0.34	0.13
合计	87.73	23.88	63.85

注：国际会展中心项目累计总投资金额为实际现金支出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）租赁业务

公司租赁业务主要系向桂林市政府相关单位出租一院两馆和创业大厦项目，该业务收入稳定，利润贡献度高，租赁期限较长，业务可持续性较好，但需关注收入后续回款情况

公司租赁业务收入稳定，2021-2023年平均业务毛利率超70%，利润贡献度高，主要租赁项目为一院两馆和创业大厦，已办理相关不动产权证。

一院两馆项目系桂林市大剧院、博物馆和图书馆，位于桂林市临桂新区，由公司作为业主单位负责建设，于2013年12月竣工，项目土地使用面积约11.57万平方米，2024年6月末账面价值约12.12亿元。公司与桂林市政府下属公司桂林市文化体育产业投资发展集团有限公司（以下简称“桂林文投”）签署租赁协议。根据租赁合同及补充协议，一院两馆项目竣工验收后于2015年正式交付给桂林文投使用，桂林文投于从2015年初至2029年末，需在每年的12月20日前向公司一次性支付租赁费用19,794万元，其中包括房屋建筑租金9,890万元/年，场地使用费6,000万元/年以及设施设备使用费3,904万元/年。2024年6月末公司应收桂林文投租金4.45亿元，需关注该收入后续回款情况。

创业大厦是临桂新区首批启动的重大项目之一，地处临桂新区核心部位中央商务区，是集现代化综合性办公、市民服务中心等多功能服务为一体的综合大厦。该项目土地使用面积约16.76公顷，2024年6月末账面价值约10.71亿元。该项目由桂林市桂勤物业服务有限公司（以下简称“桂勤物业”）承租，桂勤物业系桂林市政府下属公司，主要开展物业服务等经营活动。公司每年与桂勤物业签订租赁合同，按照合同规定，租赁期内桂勤物业需支付房屋建筑租金1.20亿元，室外场地租金1,288万元，设施设备使用费6,500万元，合计19,788万元。租赁合同一年一签，但公司与桂勤物业合同关系稳定，创业大厦出租以来一直由桂勤物业承租。该业务回款有所滞后，截至2024年6月末公司应收桂勤物业4.84亿元。

（四）房地产开发业务

公司商品房去化较慢，销售业务收入下滑，当前可售房源较充足，但需关注房地产市场行情对商品房销售情况的影响

公司通过招、拍、挂方式取得房地产业务土地，并于通过招投标的方式外包给专业建筑施工方进场施工，按项目开发进度进行结算。房产项目竣工验收达到交付条件后，公司将房产交付给购房者，根据具体交房进度，确认成本且结转收入。公司2021-2023年分别实现房地产销售收入4.23亿元、2.80亿元和1.47亿元，商品房销售收入持续下滑主要系房地产市场整体低迷，销售情况不佳。截至2024年6月末，公司在售商品房项目包括颐景城、西宸博悦、新城国奥花园和翻山底项目，其中新城国奥花园和翻山底项目为公司自主开发并自主运营，均已完工。

颐景城、西宸博悦为合作开发模式，其中颐景城于2019年开始预售，销售均价约5,400元/平方米，公司以土地出让持股51%，广西兴进实业集团有限责任公司以现金出资持股49%，双方按股权占比进行利润分配，按各自股权比例享有或承担相应权利、义务和责任。西宸博悦又名新衡学谷·西宸博悦，由公司持股比例为51%的子公司桂林海衡房地产开发有限公司负责开发，楼盘位于桂林市临桂区教育集中区双核心地段，2021年开盘，销售均价约5,400元/平米起。颐景城、西宸博悦项目尚在建设，计划总投资额39.16亿元，尚需投资23.75亿元。翻山底项目于2020年取得预售许可证，当前楼盘去化率不足10%，需关注该房产后续销售情况。

表13 截至 2024 年 6 月末公司主要在售的房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预售时间	总投资	已投资	可售面积	已售面积	已售金额
颐景城	2019 年	30.16	11.73	69.23	23.80	12.35
西宸博悦	2021 年	9.00	3.68	19.88	5.44	2.94
新城国奥花园	2018 年	6.00	6.52	20.00	12.78	4.52
翻山底项目	2020 年	2.49	1.88	3.11	0.13	0.07
合计	/	47.65	23.81	112.22	42.15	19.88

注：新城国奥花园预计总投资为 6 亿元，由于该项目后期将与颐景城（即原新城国奥花园二期项目）打通合并为一个小区进行统一物业管理，因此公司将两个项目之间连接部分补充修建为地下停车场及地上配套设施，导致实际投资金额超出预计投资金额。

资料来源：公司提供

（五）学校经营

桂林学院招生生源充足，能为公司贡献稳定收入和现金流

公司学费收入系桂林学院学费、学杂费、住宿费等收入。桂林学院原为广西师范大学漓江学院，成立于2001年5月，根据教发函〔2004〕6号经教育部确认取得独立学院办学资格，2021年5月经教育部批准，学院转设并更名为桂林学院。2021年公司成为该学院合作办学投资方，根据公司2021年审计报告，购买日为2021年5月31日，公司支付交易对价12.00亿元，桂林学院可辨认净资产公允价值为7.64亿元，

差额4.36亿元形成合并商誉。桂林学院校园规划占地面积1,830多亩，校舍建筑面积（含在建）52万余平方米，设有语言文学学院、经济与管理学院、商贸与法律学院等10个二级学院，现有专任教师710余人，其中自有教师490多人，高级职称教师占比为30.4%，博（硕）士学位教师占比为66%，开设普通本科专业52个，涵盖经、管、法、文、教、艺、理、工等学科门类，目前在校生超1.2万人。2023年学院面向全国22个省（市、自治区）录取33个专业（类）新生3,300人，计划完成率100%。整体上看，招生生源充足，志愿填报率较高，学费收入可持续性好，且学费、住宿费及学杂费按年以现金及转账方式收取，业务资金流入表现佳。

（六）其他业务

物业服务管理等其他业务板块丰富了公司的业务结构，业务发展稳定，可持续性较好

公司业务板块较多，除前述主要业务外，还涉及物业管理服务、酒店收入、物业工程服务、房地产待收价外费用、超市收入、电力管道使用权等。物业管理服务主要是子公司桂林宏谋物业服务股份有限公司（已更名为“桂林宏谋城市运营服务股份有限公司”，以下简称“宏谋物业”）为住宅小区、商业物业及其他机构等提供专业物业经营管理服务、景区经营、城市运营管理相关的业务产生，公司物业服务的项目主要在桂林市主城区及临桂新区等桂林市核心区域。宏谋物业与临桂区人民政府、新区管委会签署《桂林市临桂区部分市政道路、桥梁路面保洁服务委托协议》，约定服务期限为5年（2021年4月1日至2026年3月31日），按季度支付保洁费用，全年合计约1,525万元。该业务现金流稳定，可持续性好，对公司营业收入形成有益补充。

公司在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的有力支持

公司作为桂林市重要的基础设施建设主体，在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的大力支持。桂林市新区管委会陆续向公司注入货币资金、土地使用权等资产，桂林市财政局于2017年豁免公司债务38.85亿元。此外，近年公司获得桂林市政府及新区管委会给予的工程补助款、奖励资金等多项补贴计入其他收益与营业外收入等，在一定程度上对公司利润形成补充。

表14 公司成立以来获得主要政府支持情况（单位：亿元）

年份	金额	注入资产类型	支持方
2011年	9.00	土地资产	新区管委会
2011年	0.47	拨款	新区管委会
2012年	13.07	土地资产	新区管委会
2013年	26.44	土地资产	新区管委会
2017年	38.85	豁免债务	桂林市财政局
合计	87.83	--	--

注：2012年新区管委会转回约924亩土地，公司资本公积减少2.5亿元，当年净增加土地资产约10.57亿元。

资料来源：公司提供

六、 财务分析

财务分析基础说明

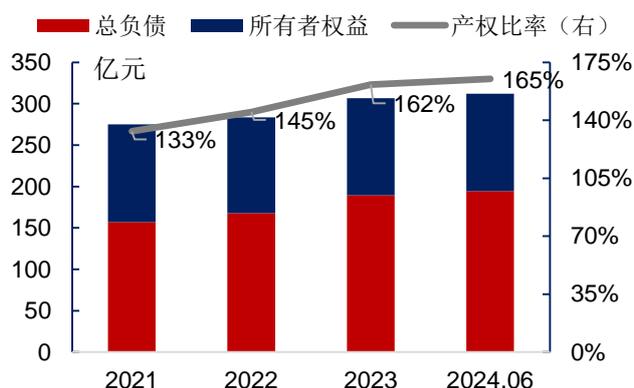
以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

公司净资产规模相对稳定，产权比率波动上升；公司资产主要由在建项目、存量土地、商品房、其他应收款和投资性房地产构成，整体流动性较弱并存在一定程度受限

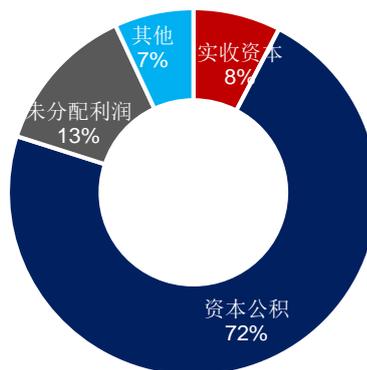
公司所有者权益规模相对稳定，资本公积主要由政府注入的土地使用权以及政府豁免的债务构成。近年来公司总债务规模持续增长，综合影响下，2024年6月末公司产权比率持续上升至165%，所有者权益对负债的覆盖程度不高且持续减弱。

图2 公司资本结构



资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-6月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模近年有所提升，2021-2023年三年复合增长率为5.60%。截至2024年6月末，受限资产规模为55.26亿元，占同期末资产比例为17.70%，主要为银行借款抵质押的土地使用权。

公司资产主要以存货、投资性房地产、其他应收款项和在建工程构成，2024年6月末上述资产合计占资产的80.70%。公司存货主要由项目开发成本、存量土地构成，随着在建项目和新增项目不断投入，存货规模近年持续增长，截至2024年6月末，公司存货规模为157.00亿元，其中项目开发成本、存量土地分别为97.18亿元、54.51亿元，开发成本主要为公司在建道路桥梁、水系等代建项目及房地产项目。存货中用于抵押担保的资产账面价值为43.09亿元，主要系土地使用权，性质多为商业住宅用地，已办理相关权证。

2024年6月末投资性房地产主要系公司用于出租业务的一院两馆12.12亿元、创业大厦10.71亿元，均

已办好相关不动产权证，其中有1.70亿元用于抵押担保。公司固定资产主要为漓江学院、新城商务酒店等，随着在建项目转固规模有所增长。公司在建工程主要为创业大厦未完工部分、桂林国际会展中心等，随着建设投入在建工程账面价值保持增长。

公司其他应收款主要为往来款和向外部单位提供的借款构成，2024年6月末前三大应收对象分别为新区管委会12.87亿元、桂林市临桂区人民政府6.70亿元、广西兴进实业集团有限责任公司5.95亿元，占其他应收款总额比例达90.04%，其中广西兴进实业集团有限责任公司为民营企业，是桂林本土品牌排名前列的房地产开发公司。公司应收账款近年持续增长，主要系应收桂勤物业、新区管委会、桂林文投等政府及相关单位的租赁费、代建及土地整理费等款项。

公司其他权益工具投资主要系持有桂林银行股份有限公司5.92%股份，账面价值14.18亿元。公司货币资金以银行存款为主，近年在建项目购建资产及购买服务等活动支付大量现金，以及公司筹资活动相对减少，货币资金规模波动下降，2024年6月末货币资金中使用受限的金额为1.95亿元，系用于质押的定期存款及利息。

整体来看，公司资产以存货、投资性房地产和应收款项为主，存在一定的资产受限，整体流动性较弱。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.20	2.31%	6.45	2.10%	8.32	2.93%	23.23	8.45%
应收账款	17.78	5.70%	14.73	4.80%	4.88	1.72%	0.45	0.16%
其他应收款	28.34	9.08%	27.67	9.02%	25.56	9.01%	31.50	11.45%
存货	157.00	50.30%	156.00	50.87%	152.51	53.77%	138.89	50.51%
流动资产合计	210.96	67.59%	205.46	67.00%	193.09	68.08%	195.95	71.26%
固定资产	14.18	4.54%	14.41	4.70%	13.73	4.84%	9.72	3.53%
在建工程	24.63	7.89%	23.94	7.81%	14.25	5.03%	12.81	4.66%
其他权益工具投资	16.91	5.42%	16.91	5.51%	16.91	5.96%	11.46	4.17%
投资性房地产	24.13	7.73%	24.70	8.05%	25.85	9.11%	26.93	9.79%
无形资产	12.63	4.05%	12.80	4.17%	13.15	4.63%	11.49	4.18%
非流动资产合计	101.16	32.41%	101.19	33.00%	90.55	31.92%	79.04	28.74%
资产总计	312.11	100.00%	306.66	100.00%	283.64	100.00%	275.00	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模有所波动，毛利率水平较好，业务板块类型较为丰富，未来业务持续性较好，但存在整体回款表现欠佳、商品房销售收入下滑等问题

公司业务类型较多，收入主要来源于土地整理开发、租赁、商品房销售和学费等业务。近年营收规模有所下降，主要系房地产市场整体低迷，商品房销售收入下降。毛利率方面，公司销售毛利率相对稳定，整体水平较好。受商品房销售收入减少、部分租赁收入未回款及土地整理收入部分未回款影响，2021-2023年公司收现比不断下降，整体回款表现欠佳。截至2024年6月底，公司拥有较多在整理的土地，在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设收入较有保障。其他收益主要系政府补助，主要为政府稳岗补贴、奖补资金及对公司工程项目相关补助。受收入规模下降，同时管理费用、财务费用等期间费用增加的影响，近年公司盈利下滑。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年 1-6月	2023年	2022年	2021年
营业收入	5.19	14.41	15.08	15.18
营业利润	0.52	1.49	1.98	2.09
其他收益	0.00	0.04	0.03	0.03
利润总额	0.53	1.48	1.98	2.12
销售毛利率	45.09%	43.91%	42.06%	40.09%
收现比	29.24%	42.70%	61.80%	92.31%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模较大，短期债务占比持续提升，货币资金对短期债务覆盖程度较差，随着项目建设持续投入和债务滚续，公司面临较大偿债压力，预计中短期内公司债务规模将持续增长，需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险

随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司对外融资规模保持增长，截至2024年6月末，公司总债务达162.59亿元，占总负债的83.00%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，其中银行借款、债券融资为主要融资方式，债务结构以长期债务为主，但短期债务占比持续上升。公司银行借款主要包括抵、质押借款和保证借款等，授信方主要有中国农业发展银行、桂林银行等；公司债券融资主要包含私募债、中期票据、超短期融资债券等，成本分布于2.8%-6.9%，其中2024年下半年及2025年即将到期的债券融资规模分别为21.40亿元和27.40亿元；非标融资也主要集中于两年内兑付，融资成本相对偏高，融资期限多为在3-5年，2024年6月末公司应付远东国际融资租赁有限公司等企业的融资租赁款约10.48亿元。

经营性负债方面，2024年6月末，公司应付账款主要为应付中国建筑第八工程局有限公司、桂林莱茵投资有限公司等企业未结算工程款项，应付账款规模随着会展中心工程进度、工程款项的结算和支付而有所波动。公司其他应付款主要为公司与政府机构和国有企业的暂借款和押金保证金。

表17 截至 2024 年 6 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	2024.7-12	2025年	2026年	2027年以后
银行借款	5.08%	91.01	17.78	19.17	13.29	40.77
债券融资	5.81%	61.10	21.40	27.40	12.30	0
非标融资	6.82%	10.48	3.38	4.39	2.01	0.70
合计	--	162.59	42.56	50.96	27.60	41.47

资料来源：公司提供

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.71	5.51%	10.49	5.54%	3.85	2.30%	6.23	3.97%
应付账款	7.82	4.02%	8.75	4.62%	3.53	2.10%	7.02	4.47%
其他应付款	8.02	4.13%	10.38	5.48%	3.90	2.32%	3.61	2.30%
一年内到期的非流动负债	50.43	25.95%	47.36	25.00%	28.10	16.74%	17.16	10.92%
其他流动负债	15.52	7.99%	4.43	2.34%	0.49	0.29%	0.62	0.40%
流动负债合计	100.66	51.79%	90.70	47.88%	49.16	29.28%	43.37	27.59%
长期借款	61.07	31.42%	56.22	29.68%	61.86	36.84%	50.19	31.93%
应付债券	21.30	10.96%	29.00	15.31%	36.70	21.86%	39.70	25.26%
长期应付款	8.91	4.59%	11.07	5.84%	10.68	6.36%	11.36	7.23%
其他非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	7.00	4.17%	10.00	6.36%
非流动负债合计	93.70	48.21%	98.72	52.12%	118.73	70.72%	113.79	72.41%
负债合计	194.36	100.00%	189.42	100.00%	167.89	100.00%	157.16	100.00%
总债务	162.59	83.66%	153.52	81.05%	143.47	85.45%	128.01	81.45%
其中：短期债务	75.75	38.97%	59.71	31.52%	31.65	18.85%	21.58	13.73%
长期债务	86.84	44.68%	93.81	49.52%	111.81	66.60%	106.43	67.72%

注：总债务不含未到期应付利息。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近三年公司有息债务持续增长，资产负债率呈上升态势。2024年6月末公司现金短期债务比仅为0.08，货币资金对短期债务覆盖程度差。公司总债务规模继续增加，2023年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.76，EBITDA对利息的覆盖倍数较低。公司可动用现金类资产相对不足，同时整体资产流动性不佳，难以对即期债务偿付形成有效保障。

整体来看，公司债务规模较大，随着债务到期，整体偿债压力较大。公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。2021-2023年公司投资项目支付现金较多，项目建设和回收周期较长，仍需新增大量长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内债务规模将持续攀升。考虑到公司的职能定位重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	62.27%	61.77%	59.19%	57.15%
现金短期债务比	0.08	0.08	0.20	0.98
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.89	0.95

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元关注到，公司收到上海证券交易所通报批评，但目前对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境及社会方面，根据相关说明，过去一年公司不存在因空气污染、废弃物排放、违规经营、违反政策法规等问题受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规的规定制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度。根据章程，公司不设立股东会，由股东依法审议批准公司的经营方针、中长期发展战略规划等事项。公司董事会成员设 5 人，其中董事长 1 名、职工董事 1 名。根据公司 2023 年 3 月 24 日公告的《桂林新城投资开发集团有限公司关于董事及信息披露事务负责人发生变动的公告》，2023 年公司董事变更为叶青旺、刘孝国、刘敏及职工董事蒋桂良。根据桂林城建集团 2023 年 7 月 14 日出具的《桂林新城投资开发集团有限公司股东决定》，任命郑善华为公司董事、董事长（暂）、法定代表人。根据桂林城建集团 2023 年 10 月 7 日出具的《桂林城乡建设控股集团有限公司关于朱毅等同志任免职的通知》（市建控发〔2023〕49 号），朱毅同志任公司副董事长，提名为公司总经理。截至 2024 年 6 月末公司暂无董事长，朱毅同志为公司董事、副董事长、法定代表人及总经理，董事会成员变更为朱毅、叶青旺、刘敏、何萌、蒋桂良。根据章程，公司监事会由 5 名监事组成，其中包括职工代表 2 名，监事由股东任命。监事中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。公司下设行政办公室、财务部、内审法务部、市政工程部等多个主要职能部门，组织架构图如附录三所示。但中证鹏元关注到，因募集资金管理问题，公司于 2024 年 5 月收到上海证券交易所通报批评。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 7 月 2 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2024年6月末，公司对外担保金额为14.46亿元，占期末净资产的12.28%，主要系公司为桂林市其他国有企业进行的担保，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表20 截至 2024 年 6 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
桂林市交通投资控股集团有限公司	9.00	2034 年 12 月 29 日	无
桂林市临桂区地产公司	1.20	2025 年 12 月 27 日	无
桂林市自来水有限公司	2.31	2027 年 1 月 12 日	无
桂林城乡建设控股集团有限公司	1.95	2030 年 3 月 24 日	无
合计	14.46	--	-

资料来源：公司提供

八、 外部特殊支持分析

公司是桂林市下属重要企业，桂林市国资委间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，桂林市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与桂林市政府的联系非常紧密。公司系桂林市国资委下属全资国有企业，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；桂林市政府作为公司实际控制人，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司租赁业务收入主要来源于桂林市政府及其相关单位，土地整理开发及基础设施建设业务收入主要来源于新区管委会；公司近年受到政府支持的次数多且支持力度较大；展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对桂林市政府非常重要。公司是桂林市重要的基础设施建设主体，主要承接桂林市临桂新区城市基础设施建设、土地整理开发等业务，临桂新区系桂林市投资建设的重点区域，公司在临桂新区产城融合发展进程中，承接大量新区内土地整理项目、道路桥梁代建项目、政务及商务功能综合体建设项目，在基础设施建设方面对桂林市政府的贡献很大，政府需要付出一定的努力和成本才可以取代公司；公司已发债，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、 本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司自身经营活动现金流入是本期债券还本付息的重要来源，目前公司收入来源为土地整理、租赁、

学费、房产销售等业务。其中，公司在片区内承担的基础设施建设任务较多，市场化业务丰富了收入来源，公司整体的业务可持续性较强，未来的经营收益将为本期债券本息的偿还提供支撑。需注意的是，公司基础设施代建的结算和回款受政府的资金安排影响，租赁业务回款滞后，市场化业务易受到市场竞争、需求等因素影响，需关注上述因素对公司业务运营和收入实现的影响。

资产变现可提供一定补充。截至2024年6月末，公司投资性房地产账面价值24.13亿元，其中未受限规模账面价值为22.43亿元，该等资产亦可为本期债券还本付息提供一定支持，但是该等资产能否顺利变现存在一定不确定性。

十、 结论

桂林市为广西副中心城市，其经济发展水平及财政实力在广西域内处于较好水平。临桂新区为桂林市政府所在地，为桂林市向西发展的中心城区，系桂林市投资建设的重点区域，其产城融合发展规划为公司发展提供了良好的外部环境。公司承担桂林市临桂新区土地整理开发、城市基础设施建设等职责，业务持续性较好。目前公司在建项目面临较大的资本支出压力，债务持续增加且短期债务占比提升，偿债压力较大。但考虑到公司作为桂林市基础设施建设主体，业务在临桂新区具备突出优势，近年来公司持续获得桂林市政府及新区管委会资产注入和补贴等外部有力支持，公司整体抗风险能力较强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

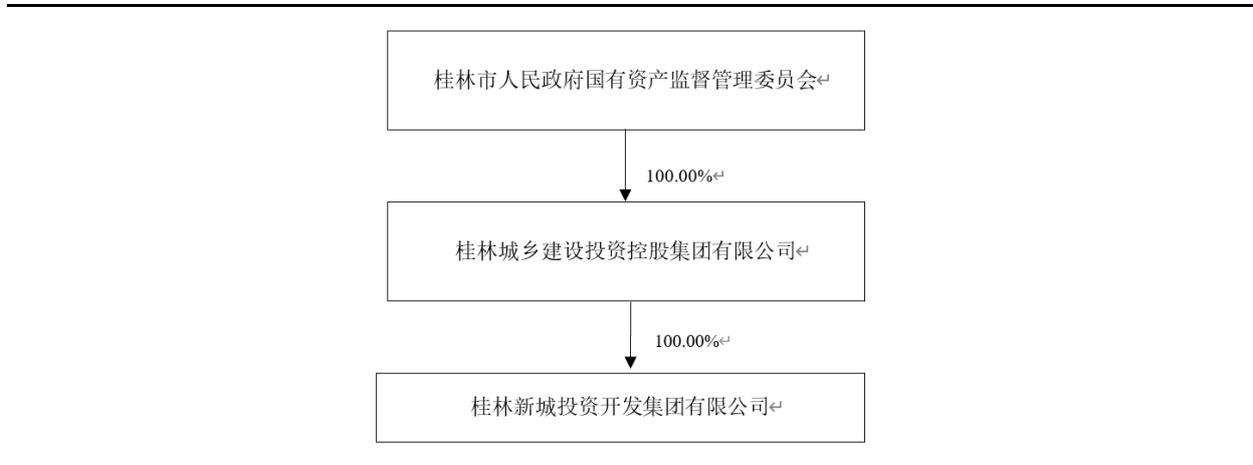
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	7.20	6.45	8.32	23.23
应收账款	17.78	14.73	4.88	0.45
其他应收款	28.34	27.67	25.56	31.50
存货	157.00	156.00	152.51	138.89
流动资产合计	210.96	205.46	193.09	195.95
固定资产	14.18	14.41	13.73	9.72
在建工程	24.63	23.94	14.25	12.81
其他权益工具投资	16.91	16.91	16.91	11.46
投资性房地产	24.13	24.70	25.85	26.93
无形资产	12.63	12.80	13.15	11.49
非流动资产合计	101.16	101.19	90.55	79.04
资产总计	312.11	306.66	283.64	275.00
短期借款	10.71	10.49	3.85	6.23
应付账款	7.82	8.75	3.53	7.02
其他应付款	8.02	10.38	3.90	3.61
一年内到期的非流动负债	50.43	47.36	28.10	17.16
其他流动负债	15.52	4.43	0.49	0.62
流动负债合计	100.66	90.70	49.16	43.37
长期借款	61.07	56.22	61.86	50.19
应付债券	21.30	29.00	36.70	39.70
长期应付款	8.91	11.07	10.68	11.36
其他非流动负债	0.00	0.00	7.00	10.00
非流动负债合计	93.70	98.72	118.73	113.79
负债合计	194.36	189.42	167.89	157.16
总债务	162.59	153.52	143.47	128.01
其中：短期债务	75.75	59.71	31.65	21.58
长期债务	86.84	93.81	111.81	106.43
所有者权益	117.75	117.24	115.75	117.84
营业收入	5.19	14.41	15.08	15.18
营业利润	0.52	1.49	1.98	2.09
其他收益	0.00	0.04	0.03	0.03
利润总额	0.53	1.48	1.98	2.12
经营活动产生的现金流量净额	-1.17	-1.72	1.18	0.90
投资活动产生的现金流量净额	-1.42	-7.02	-22.78	-15.43
筹资活动产生的现金流量净额	3.37	6.81	6.93	15.97
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年

销售毛利率	45.09%	43.91%	42.06%	40.09%
资产负债率	62.27%	61.77%	59.19%	57.15%
短期债务/总债务	45.36%	38.90%	22.06%	16.86%
现金短期债务比	0.08	0.08	0.20	0.98
EBITDA (亿元)	--	7.16	7.31	6.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.76	0.89	0.95

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

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

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、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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