

桂林市交通投资控股集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100005】

评级对象: 桂林市交通投资控股集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA	稳定	A-1	2019 年 2 月 20 日
首次评级:	AA	稳定	A-1	2018 年 8 月 10 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	8.15	7.98	2.42	6.60
短期刚性债务	10.37	8.83	11.34	12.77
所有者权益	34.53	34.83	57.53	58.19
现金类资产/短期刚性 债务[倍]	0.79	0.90	0.21	0.52
合并数据及指标:				
流动资产	13.87	18.25	19.47	29.31
货币资金	8.84	9.94	4.01	10.17
流动负债	13.58	17.04	24.92	30.36
短期刚性债务	10.37	10.89	13.00	14.11
所有者权益	36.19	36.83	59.47	59.48
营业收入	2.50	7.09	7.90	7.42
净利润	0.32	0.17	0.26	0.02
经营性现金净流量	1.65	1.62	1.10	-0.06
EBITDA	1.71	1.74	1.99	—
资产负债率[%]	54.01	64.71	53.31	60.71
长短期债务比[%]	213.01	296.36	172.51	202.70
流动比率[%]	102.13	107.11	78.16	96.54
现金比率[%]	65.13	58.31	16.11	33.49
利息保障倍数[倍]	5.00	1.38	1.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.33	5.02	4.20	—
EBITDA/短期刚性债 [倍]	0.26	0.16	0.17	—

注:根据桂林交投经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
邹媛 zouyuan@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对桂林市交通投资控股集团有限公司(简称“桂林交投”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2018 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2018 年以来桂林交投在业务专营性、主业收现等方面保持优势,同时也反映了公司在经营效益、汽车经销、项目投融资、金融投资等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部环境良好。**桂林市旅游资源丰富,旅游业的发展对旅客运输形成一定的拉动,为桂林交投业务发展提供了良好的外部环境。
- **区域内业务专营优势。**桂林交投是桂林市唯一的公交运营和公交卡发行主体,并涉足出租车、旅游车租赁、停车场收费等其他业务,区域内专营优势显著。
- **经营性现金流情况尚好。**桂林交投营业收入以公交运营和汽车经销为主,均采用现金支付或预付款方式,现金获取能力较强,可形成稳定的经营性现金流。

主要风险:

- **传统主业盈利能力有限。**公交行业票价受到政府严格管制,近期客源分流加大了运营压力,同时燃料支出、车辆养护支出、人工成本等支出较大,桂林交投公交运营一直处于亏损状态。
- **汽车经销风险加大。**跟踪期内,桂林交投汽车经销业务保持增长,仍为营业收入的重要构成和增量来源,但汽车经销行业竞争激烈,对上游整车制造商议价能力偏弱,在当前汽车销售增速整体放缓的背景下,经营压力上升。
- **项目投资融资压力较大。**随着公共基础设施建设推进,桂林交投债务规模不断增长。基建项目

主要由公司建成后自持运营，由于资金到位和建设难度等因素，部分工程进度缓于预期，运营效益存在不确定。

- **金融投资业务有潜在风险。**广西民间借贷环境较为复杂，桂林交投持股的城商行桂林银行近期不良贷款率有所上升，相关风险值得关注。

➤ 未来展望

通过对桂林交投及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



桂林市交通投资控股集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照桂林市交通投资控股集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券（简称“18 桂林交投 CP001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据桂林交投提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第三季度财务报表及相关经营数据，对桂林交投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2017 年 2 月，中国银行间交易商协会接受该公司拟申请发行 5 亿元短期融资券的注册（中市协注[2017]CP26 号）。2018 年 8 月，公司在额度内完成发行待偿余额为 5 亿元的“18 桂林交投 CP001”，期限为 365 天，票面利率 7.34%。本期债券募集资金 2.44 亿元用于补充营运资金，截至 2019 年 1 月末已使用 2.35 亿元，剩余 0.09 亿元计划于一季度投入使用；2.56 亿元用于偿还银行借款本息，截至 2019 年 1 月末已使用完毕。

截至本报告日，该公司共发行 3 只债券，发行规模合计 15 亿元，均尚未到期，具体情况如下图表 1。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
15 桂林交投 MTN001	5.00	5 年	4.64	2015.12.08	付息正常
18 桂交投	5.00	3 年	6.50	2018.01.03	付息正常
18 桂林交投 CP001	5.00	365 天	7.34	2018.08.21	尚未进入还本付息期

资料来源：Wind（截至本报告日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市

场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引

力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投

企业融资环境趋紧，2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，

行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，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；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。此外，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，依法依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。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐

步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

公共交通行业对城市发展具有重要作用，同时也具有很强的公益性，行业盈利能力较弱，可得到政府在财政补贴等方面的支持。

城市公共交通一般是指城市范围内定线运营的公共汽车、轨道交通、渡轮、索道等所有收费提供交通服务的运输方式，是城市居民日常出行的主要方式。随着我国城市化速度的日益加快，城市面积迅速扩大，城市人口迅速聚集，对交通的需求不断上升。公共交通具有经济高效、节能环保的特点，是提高交通资源利用效率，缓解交通拥堵的重要手段，在城市交通体系中的作用日益突出。

公共交通行业的发展直接制约着经济和社会发展，政府对行业的管控力度较大。目前我国城市内的主要公交运营主体一般是由政府直接出资组建，并将市区内公交经营权统一授予该主体，使其具有一定的区域专营性质。同时，政府对公共交通的服务价格、线路设置、运营时间、车辆配置等方面进行了严格的控制和监管，以确保公共交通发挥最大的社会效应。

为提高公交吸引力，缓解城市交通问题，政府通常会严格控制公交价格，公交行业整体盈利能力不强，我国大城市的公交企业一般都存在政策性亏损。为进一步推动城市公共交通行业发展，国家出台相关政策予以支持，并为公交企业的政策性亏损提供财政补贴。2016年7月，交通运输部印发了《城市公共交通“十三五”发展纲要》（交运发[2016]126号，以下简称“《纲要》”）。《纲要》着重提出，要全面提升公交出行的快捷性、便利性、舒适性、安全性：一是加快推进城市轨道交通建设，推动公交专用道连续、成网，构建城市公交快速通勤系统；二是加强基础设施、运营管理和信息服务等方面的衔接，提升公交出行便利性；三是加大城市公交运力投放力度，控制高峰时段车辆满载率，提高空调车比例，提升公交出行舒适性；四是落实公交企业安全生产主体责任，提升城市公共交通安全防范和应急处置能力，提升城市轨道交通运营安全监管能力，提升公交出行安全性。

2016年11月，交通运输部办公厅印发了《关于开展城乡交通运输一体化建设工程有关事宜的通知》，以增加城乡交通运输公共服务有效供给为目标，以解决制约城乡交通运输协调发展的突出问题为导向，“十三五”期间在全国选择100个左右典型县级行政区域先行先试，为城乡交通运输一体化建设积累经验，发挥示范作用，推动城乡交通运输一体化水平全面提升。

2017年3月，交通运输部颁布了《城市公共汽车和电车客运管理规定》，对城市公共汽电车规划与建设、运营管理、运营服务、运营安全、监督检查等各环节作出了制度安排和规范，对于全面落实公交优先发展战略、改进提升城市公交服务水平、推进实现城市公交治理体系和治理能力现代化等具有重要意义。

据最新统计数据，截至 2017 年末，桂林市设有客运站 92 个，总建筑面积 14.53 万平方米，包括一级站 4 个、二级站 14 个、三级站 15 个、四级站 17 个、五级站 28 个、简易站 14 个，乡镇场站覆盖率 56.39%。全市共有 1518 个建制村通客车，通客车率为 91.78%；646 个建制村通公交车，公共交通率为 39.06%。桂林市市区公交车 769 辆，市区公交线路 59 条，市区线路总长 812.85 公里，市区公交分担率¹为 21.09%。

我国未来汽车经销将呈现中低速增长态势，不过中西部地区以及三四线城市仍有一定增长空间。汽车经销商对于厂商议价能力较弱，存在较大库存和经营压力。

2016 年 12 月，财政部、国家税务总局发布《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（以下简称“《通知》”），自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 税率征收车辆购置税；自 2018 年 1 月 1 日起，恢复 10% 的法定税率。《通知》是在 2015 年发布的“2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购买 1.6 升及以下排量乘用车，实施减半征收车辆购置税的优惠政策”基础上，相应降低了购置税优惠力度。从销售情况看，由于购置税优惠降低、消费需求透支、前期基数较高等因素影响，2017 年汽车产销增幅减弱，全年汽车产销分别为 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，比上年分别增长 3.19% 和 3.04%，增速分别同比减缓 11.31 个百分点和 11.86 个百分点。其中乘用车增势明显趋缓，当期产销分别为 2480.67 万辆和 2471.83 万辆，同比分别增长 1.58% 和 1.40%，较上年分别下降 13.92 个百分点和 13.53 个百分点。

2018 年以来，随着汽车购置税优惠到期结束，国内乘用车市场销售增速继续回落，且三季度开始出现负增长。2018 年汽车产销量分别为 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，分别同比下降 4.16% 和 2.76%。其中：乘用车产销分别完成 2352.94 万辆和 2808.06 万辆，同比增速分别为 -5.15% 和 -2.76%。目前，我国民用汽车保有量基数已较高（据最新数据，2017 年末全国民用汽车保有量为 21743 万辆，较上年末增长 11.8%），汽车行业产销规模增长空间相对有限；尤其是汽车购置税优惠取消和部分购车需求的提前透支，国内乘用车销售规模增速可能将进一步下滑。

虽然汽车销售整体走弱，不过各区域间增速差异较为明显。汽车销量与保有量的增长使得环境、能源和交通等问题日益凸显，上海、北京、广州、深圳等 7 个城市已先后出台限行和限购政策，一定程度上制约了华东、华南地区的新车需求；东北地区市场受经济影响持续低迷；中西部地区正在加速推进工业化和城市化，仍有一定汽车消费增长潜力。

在我国当前主导汽车产销体制和市场格局下，上游厂商和下游经销商在经销准入门槛、投资回报、垫资压力、经营自主权方面的不对等现象凸显，厂商地位相对强势，可将汽车库存和资金压力转嫁给汽车经销商，造成汽车

¹ 公共交通乘坐出行总人次/出行总人次*100%

经销企业业绩承压，库存压力大。根据汽车流通协会公布的经销商库存系数情况来看，2017 年上半年度，经销商库存预警指数一直高于 50% 的警戒线；2017 年 8 月-2018 年 8 月，在汽车销售阶段性增长带动下，该指数在部分月度间降至警戒线以下；2018 年 9 月起重新回升至警戒线以上，汽车销售形势整体欠佳，未来库存状况存在较大不确定。

汽车经销商的利润来源主要为整车销售业务和售后服务业务两部分。售后服务主要包括汽车养护维修、零配件销售和汽车金融，无明显周期性，且成本较低，部分业务毛利率可达 50% 以上。长期来看，在整车销售趋于饱和的背景下，售后服务将成为国内汽车经销商的主要利润增长点（2017 年百强经销商毛利结构中，零部件和维修服务占比 56.2%、二手车销售占 4.1%、汽车金融和保险占比 20.6%）。

2017 年 4 月，商务部发布新的《汽车销售管理办法》（以下简称“《办法》”），自 2017 年 7 月 1 日起施行，提出销售汽车不再必需经汽车品牌商授权，明确规定厂商不得压库、搭售，不得限定地域等，同时放开配件销售渠道，厂商对经销商授权时间等方面也均作了约定。此次管理办法修改后，增加了经销商话语权，弱化了厂商的市场支配地位，未来汽车零售业务将更加多元化，线上线下结合的汽车电商平台不断涌现，与目前主流的 4S 店模式形成互补，但短期内，品牌授权 4S 店仍是汽车销售的主要业态。

此外，2018 年 5 月，财政部发布《国务院关税税则委员会关于减低汽车整车及零部件进口关税的公告》提出，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税²。本次降税后，进口汽车成本降低约 8%，关税降低带来进出口车价格下降，将促进进口车销售，同时也将对国内汽车价格造成一定冲击。

（3）区域经济环境

跟踪期内，桂林市工业经济企稳回升；以旅游为主的服务业仍表现较快增长。

桂林市位于广西壮族自治区（以下简称“自治区”）东北部，湘桂走廊南端，为桂北区域中心城市，北、东北面与湖南省交界，西、西南面与柳州市相连，南、东南面与梧州市、贺州市相连，毗邻广东省。市辖 6 个区³、9 个县⁴、2 个自治县⁵，总面积 2.77 万平方公里。根据最新统计数据显示，2017 年末桂林全市户籍总人口 534.08 万人，其中城镇人口 178.21 万人；常住人口 505.75 万人，其中城镇人口 247.34 万人，常住人口城镇化率 48.91%。

桂林自古享有“山水甲天下”的美誉，是国家历史文化名城和重点风景

² 汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%。

³ 秀峰区、象山区、七星区、叠彩区、雁山区、临桂区

⁴ 灵川县、兴安县、全州县、灌阳县、资源县、永福县、阳朔县、荔浦县、平乐县

⁵ 龙胜各族自治县、恭城瑶族自治县

旅游城市，境内拥有 5A 级桂林漓江风景名胜区、5A 级桂林乐满地度假世界等著名景点，80 多处市级以上重点文物保护单位。作为旅游型城市，桂林市交通运输条件较好。公路运输方面，国道 322、321 线穿境而过，境内主要高速公路有泉南高速、包茂高速、桂林绕城高速以及厦蓉高速等。境内主要铁路有湘桂铁路、衡柳铁路和在建的贵广客运专线等。水路主要有湘江和漓江，沿漓江经梧州与珠江相联，可直达广州、香港和澳门。桂林两江国际机场现拥有国际国内航线 104 条，可通航 75 个国内外城市。

跟踪期内，桂林市经济运行总体平稳向好。经初步核算，2018 年全市地区生产总值同比增长 6.9%，较 2017 年提升 3.0 个百分点；分产业看，第一、第二和第三产业增加值增速分别为 5.5%、4.9% 和 8.9%，均比上年同期有所提高。三次产业比例调整为 19.6:31.1:49.3，第三产业占地区生产总值比重较上年提升 6.7 个百分点，对经济增长的贡献率为 59.6%，拉动地区生产总值增长 4.1 个百分点。农业方面，桂林市在“四大流域”⁶和西部山区现代农业产业发展规划指引下，加快发展现代农业，逐步形成了“优质粮食、优势果蔬、优质畜禽、中药材、竹木花卉”等产业。工业方面，桂林市构建了电子信息、医药及生物制品、先进装备制造、生态食品等四大优势产业，2018 年桂林市落实中央、自治区一系列降低企业成本措施以及桂林市工业发展的多项具体政策，加强工业园区建设和提升服务企业能力，工业经济企稳回升，当年全市规模工业总产值同比增长 4.7%，增速较上年提升 4.5 个百分点，规模工业增加值同比增长 5.4%，较上年提升 6.9 个百分点，扭转了 2017 年规模工业增加值下跌的态势。服务业方面，桂林市坚持“旅游胜地”战略，推动旅游业态升级，2018 年全市接待游客 10915.31 万人次，同比增长 32.6%，实现旅游总消费 1391.75 亿元，同比增长 43.2%。

图表 2. 2015-2018 年桂林市主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1942.97	8.0	2075.89	7.0	2045.18	3.9	-	6.9
其中：第一产业增加值（亿元）	339.42	4.4	356.18	4.5	381.83	4.3	-	5.5
第二产业增加值（亿元）	900.98	8.2	939.48	6.5	791.94	-0.5	-	4.9
第三产业增加值（亿元）	702.57	9.2	780.23	8.8	871.41	8.5	-	8.9
规模以上工业总产值（亿元）	2355.68	10.9	2521.04	6.7	1980.39	0.2	-	4.7
固定资产投资（亿元）	1970.83	21.1	2131.62	16.0	2234.24	4.8	-	14.6
进出口总额（亿元）	57.32	-1.1	59.02	3.9	70.01	18.6	-	-
社会消费品零售总额（亿元）	751.96	10.1	836.46	11.2	928.12	11.0	995.54	9.5
城镇居民人均可支配收入（元）	28768.00	7.3	30124.00	7.2	32534.00	8.0	34649.00	6.5
三次产业结构	17.4:46.4:36.2		17.1:45.3:37.6		18.7:38.7:42.6		19.6:31.1:49.3	

资料来源：2015-2017 年桂林市国民经济和社会发展统计公报、桂林市统计局网站

2018 年，桂林市固定资产投资增速为 14.6%，增速较 2017 年同比提高

⁶ 漓江、湘江、桂江、资江

9.8个百分点。第一产业投资同比下降17.7%；第二产业投资同比增长19.2%，其中，工业投资同比增长23.4%；第三产业投资同比增长14.5%，其中，水利、环境和公共设施管理业投资增长7.8%。当年第三产业投资占桂林市固定资产投资比重的83.0%，拉动固定资产投资增长12.0个百分点，仍系全市固定资产投资增长的主要动力。

图表 3. 2015-2018 年桂林市主要固定资产投资情况（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
第一产业	46.07	26.1	66.15	43.6	110.57	67.20	-	-17.7
第二产业	749.61	18.4	750.68	0.1	699.57	-6.8	-	19.2
第三产业	1041.65	20.1	1314.79	26.2	1424.09	8.3	-	14.5

资料来源：2015-2017 年桂林市国民经济和社会发展统计公报、桂林市统计局网站

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是桂林市区公共交通运营核心载体，传统主业公交运营业务收入持续减少且存在政策性亏损；受益于汽车经销业务规模扩大并积极拓展旅游运营及其他交通相关业务，公司经营范围和经营规模扩大，营业收入较快增长，但盈利情况一般。公司交通设施及其他项目投资规模偏大，短期内存在一定的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍在桂林市内从事公交运营、旅游运营、其他交通运营、物业租赁管理和汽车经销业务等，其中公交车运营业务具有区域专营性特征；同时还涉足交通设施及其他基建投资业务，以自建自营项目为主。受益于汽车经销、旅游代理服务以及其他收入⁷扩大，2018 年前三季度公司实现营业收入 7.42 亿元，同比增长 43.46%。从收入结构看，汽车经销、公交车运营、旅游代理收入分别占当期营业收入的 49.75%、14.48% 和 12.38%，其余单项收入占比不足 10%。

图表 4. 2015 年以来公司营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
公交运营：					
公交车运营	16643.36	15806.08	15005.17	10741.47	11085.53
广告	1271.42	1196.23	1198.11	973.68	841.98
旅游运营：					
出租车运营	280.62	233.89	218.37	251.72	146.42
旅游车运营	2412.34	2423.63	3101.24	1999.28	2124.53

⁷ 2018 年前三季度，其他收入中新增 321 国道收费收入、房屋销售收入和景区专线收入。房屋销售业务主要由控股子公司广西平乐弘润投资建设有限公司（以下简称“广西平乐公司”）开发的弘富中心商业楼产生，2018 年前三季度为 1469.14 万元。项目总投资约 1 亿元，拟定 40% 用于出售，其余自持运营，就桂林市商业氛围和房地产市场而言，项目未来成本和收益回收情况存在不确定。景区专线由控股子公司阳朔山水交通投资运营有限公司（以下简称“阳朔山水公司”）运营，正在运营的包括十里画廊—遇龙河景区专线、高铁专线、民宿专线等景区专线，2018 年前三季度实现收入 730 万元。

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度	2017年 前三季度
游船运营	503.54	409.02	794.73	782.98	667.70
旅游代理	60.52	19.52	56.20	9184.65	37.61
其他交通运营:					
修理修配	0.94	—	—	—	—
技术服务	122.77	653.11	694.85	313.62	63.28
燃料销售	1633.27	3267.80	3483.58	2528.46	2395.64
汽车经销	—	42839.06	48207.99	36913.12	31160.96
物业租赁	756.78	776.56	1479.12	1240.35	508.78
其他业务	1294.91	3245.29	4798.05	9262.45	2684.87
营业收入合计	24980.47	70870.19	79037.41	74191.78	51717.30

资料来源：桂林交投

(1) 公交运营

该公司公交运营业务由子公司桂林市公共交通有限公司（简称“公交公司”）经营。公交公司是桂林市区唯一的公交运营和公交卡发行企业，拥有公共交通客运资质和市际道路客运资质。截至 2018 年 9 月末，公司设立公交场站 23 个，其中公交停车场 15 个；公交站台 1062 个，在建站台 14 个；公交营运线路 62 条，线路范围覆盖南至雁山区，北至灵川县，东达华侨农场，西到临桂区，营运线路总长 893.7 公里。

该公司的公交运能均为自有运力。为响应上级部署⁸，跟踪期内公司加大新能源车辆的投入，2018 年前三季度采购纯电动车 163 辆（以比亚迪纯电动源汽车为主），购置公交车等客运车辆款项总额 1.97 亿元，同比增加 1.78 亿元。购车款结算方面，公交车交货验收后 36 个月内等额支付，主要采用银行承兑汇票的方式付款（承兑期 6 个月）。截至 2018 年 9 月末，公司共拥有公交车 917 辆，计划于 2019 年起陆续淘汰 2014 年 7 月之前购买的车辆 380 台（部分预淘汰车辆已不再作业）。

公交运营板块收入来源为票源。考虑到公共汽车客运业务属于社会公益性事业，公交票价较低（2009 年以来一直维持现有水平），具体为：空调车 2 元/人次，非空调车 1 元/人次，70 岁以上老人持老年证、持残疾证及军官证的人员享受乘车免费的待遇；学生票是 25 元 120 次，有效期为 1 个月；乘车采用刷卡乘车的，享受 9 折优惠。由于城市道路交通拥堵、乘客选乘多样化等原因分流了部分客源，跟踪期内，公交运送旅客人数持续减少。2018 年前三季度，公司运送旅客 1.41 亿人次，同比减少 5.39%；因网约车及共享单车的普及对支付全价的上班族影响较大，同期公交车运营收入减至 1.07 亿元，同比下降 9.01%，超过旅客人次降幅。

从运营成本看，该公司公交业务成本仍主要由燃料费、人工费用、固定

⁸ 依据桂林市人民政府《关于优先发展城市公共交通的意见》（市政[2017]9 号）和桂林市政府 2017 年 5 月与比亚迪正式签署的战略合作协议等关于加快新能源汽车推广应用的相关要求。

资产维护和折旧等构成，2018年1-9月上述三项费用占比分别为26.39%、35.94%和18.67%。由于经营支出较大，且票价偏低（该板块年载客量的20%以上为免费载客），公司公交车运营一直处于亏损状态，2018年前三季度该板块亏损扩大至-4169.46万元。根据财政部每年下发的关于成品油价格改革财政补贴通知的相关规定，广西省财政部每年均会向各地市、县财政及交通运输局下发各地市各行业用油财政补贴办法。2018年前三季度，公司获得财政燃油补贴款1928.16万元。

安全生产方面，2018年前三季度，该公司发生道路交通事故778起，同比下降18.11%；责任交通事故77起，同比下降35.83%。作为客运企业，公司仍面临持续的安全经营压力。

此外，该公司以城市公共交通运输工具和公交站点为载体从事广告位租赁业务。2013年12月16日，公司与桂林市优视广告传媒有限公司（乙方，简称“优视公司”）签订《桂林市公交广告媒体租赁经营合同》，合同规定将公司所属的全部公交线路营运车辆车身外及车身内部投币机的正面、吊环拉手、上下车门挡板和驾驶员背板区域等位置的媒体设施为优视公司发布商业广告或公益广告的载体，租赁期限自2014年1月1日至2019年12月31日止，租赁费用总额为7680万元。公司广告业务成本极低，盈利水平较好。

（2）旅游运营

该公司子公司鼎翔旅游运输有限责任公司（以下简称“鼎翔公司”）拥有道路旅客运输三级资质，负责旅游车、出租车运营业务；游船业务运营主体为子公司桂林鼎顺旅游船运有限公司（以下简称“鼎顺公司”）、广西平乐弘润旅游发展有限公司（以下简称“弘润旅游公司”）；子公司桂林出行网旅游发展有限公司和阳朔山水公司则负责旅游代理业务。截至2018年9月末，公司拥有旅游大巴372辆、燃料出租车156辆、游船12艘。

2018年前三季度，该公司旅游车运营收入和毛利分别为1999.28万元和-36.61万元，收入同比略降5.90%是因为以前年度与阳朔山水公司（2018年合并抵消）存在业务往来，同期由于营运成本和同业市场竞争上升⁹而产生亏损。出租车业务收入规模仍较小，2018年以来，网约车案件频发减少出租车客源分流，加之公司新招募驾驶员提升了出租车辆使用率，前三季度实现收入251.72万元，同比增长71.92%。公司游船运营收入为782.98万元，同比增长17.27%，主要系受益于提档改造漓江专线游船¹⁰的效益释放。旅游代理业务方面，2018年3月阳朔山水公司取得阳朔遇龙河景区的独家经营权¹¹，当年前三季度实现票务总代理7630.59万元，带动旅游代理收入大幅提升至

⁹ 2017年四季度该公司购置200台新能源车（计划开通桂林市到各个县，但旅游车运营线路未审批，新购买的车辆尚未投入运营）导致2018年支付保险等各项成本增加，加之桂林市旅游市场发展吸引更多当地旅行社开发旅游车业务，同业市场竞争加大。

¹⁰ 应桂林漓江风景名胜区管理委员会要求，该公司对4艘游船动力系统的排放控制、噪声控制及油烟污染处理方面进行改造，共发生支出498.72万元。

¹¹ 阳朔县遇龙河景区原一直由阳朔县遇龙河景区旅游发展有限公司（以下简称“旅游发展公司”）经营。为降低运营成本，2018年3月旅游发展公司将遇龙河景区竹筏漂游票务独家代理出售给阳朔山水公司，出于谨慎考虑，签约时间仅为1年，后根据实际合作情况再协商续签，销售代理收入为实际票务收入的20%。

9184.65 万元。此外，公司还计划拓展代理其他景区票务销售，已洽谈项目包括十里画廊景区、阳朔《印象刘三姐》山水实景演出等，旅游代理收入有望增长。

(3) 其他交通运营

技术服务的运营主体为桂林市鼎耀信息科技有限公司，后者主要产销公交车车载智能设备、车载信息 LED 显示屏、综合网络布线工程等，2018 年前三季度收入为 313.62 万元，运营规模仍较小。此外，公司本部与中石化合作，就成品油的经营形成了基本合作框架。2018 年前三季度，公司与中石化合营的加油站正常运营，实现燃料销售收入 2528.46 万元，同比增长 5.54%。

(4) 物业租赁

该公司物业租赁由桂林市交控资产运营管理有限公司旗下子公司桂林市鼎佳物业服务有限公司经营。公司对外出租的物业包括沿街商铺和写字楼、2014 年政府划入的 10.74 亿元廉租房、19.52 亿元市政办公楼等，不过廉租房由桂林市房管局负责运营，市政办公楼无偿出租给市政府下属机关、事业单位，均不产生租赁收入。2018 年前三季度公司实现租赁物业收入 1240.35 万元，同比增长 143.79%，是由于推广期物业（鼎运大厦、鼎富大厦等）等引入太平人寿、农业银行和民生人寿、笙雅文化传媒等租户。当期，公司获得廉租房补贴为 8220 万元。

(5) 汽车经销

为拓展业务范围，增强经营性业务收入和现金流，2016 年 3 月起该公司本部投资桂林交控汽车集团有限公司（以下简称“交控汽车”）¹²，开展汽车经销以及少量零配件工业、汽车保养美容、售后服务业务¹³。2018 年 1 月，交控汽车在河池市自建 1 家一汽丰田 4S 店并正式运营，至 9 月末共设有 8 家 4S 店，覆盖了桂林、梧州、河池三市及三十多个县区网点，主要经销北京现代、一汽丰田、雪佛兰、别克等主流汽车品牌。

图表 5. 交控汽车旗下汽车经销 4S 店基本情况表（单位：万元）

汽车销售 4S 店	成立时间	经营区域	经营汽车品牌	2016 年销售收入	2017 年销售收入	2018 年前三季度销售收入
桂林顺景汽车销售有限公司	2003.07.05	桂林市	北京现代	18289.04	12690.85	8754.98
桂林市万亚汽车销售有限公司	2011.11.08	桂林市	北京现代	7211.76	6177.06	5014.66
桂林市明渝丰田汽车销售服务有限公司	2013.04.25	桂林市	一汽丰田	4789.04	7053.37	7006.49
梧州金欣汽车有限公司	2012.08.06	梧州市	北京现代	5540.80	4403.11	3178.77

¹² 2016-2017 年间，该公司累计对交控汽车（原名：桂林鼎锋汽车投资有限公司，2018 年 4 月更名为现名）现金出资 7000 万元，至 2018 年 9 月末交控汽车注册资本 1.19 亿元，公司持股 50.10%（溢价收购，实际需要认缴的注册资本金额为 5966 万元）。2016 年 3 月，交控汽车完成工商登记变更，之后纳入合并范围。根据桂林市国资委 2017 年 5 月 31 日出具的《关于对桂林市交通投资控股集团有限公司资产评估项目予以核准的函》，交控汽车评估总资产为 16397.23 万元，总负债为 10455.21 万元，净资产为 5942.02 万元。

¹³ 在合并口径利润表中，上述业务收入一并列入汽车经销板块收入。下文交控汽车营业收入大于合并口径汽车经销收入，一方面是由于 2016 年 4 月起交控汽车纳入合并范围，另一方面系内部关联交易抵消。

汽车销售 4S 店	成立时间	经营区域	经营汽车品牌	2016 年销售收入	2017 年销售收入	2018 年前三季度销售收入
梧州中驰汽车有限公司	2011.08.08	梧州市	通用雪佛兰	3657.26	4563.30	2548.38
梧州圣欣汽车有限公司	2014.08.18	梧州市	通用别克	7775.74	9084.10	4155.46
河池明远汽车有限公司	2011.08.08	河池市	北京现代	7692.75	7013.03	5535.18
河池明骏丰田汽车销售服务有限公司 ¹⁴	2017.06.28	河池市	一汽丰田	—	—	3606.32
合计	—	—	—	54956.39	50984.82	39800.24

资料来源：桂林交投

整车销售方面，交控汽车采取以厂商销售指导价格作为参考，按照市场进行销售定价的定价策略，每家 4S 店根据自身的成本及盈利对最低价格进行授权控制，其利润主要来源于购销差价及厂商的返利。2018 年以来，由于投入运营的门店增加、反韩情绪缓解对北京现代的负面影响减小，前三季度交控汽车实现车辆销售 3321 台，同比增长 22.86%；销售收入同比增长 42.00% 至 3.98 亿元；毛利率为 2.87%。从销售的品牌结构看，北京现代仍占主导地位，整车销售数量占比维持在 60% 左右；新建一汽丰田网点销售汽车 268 辆，推动该品牌销量同比大幅增加，销量占比升至 23.07%；因通用别克和雪佛兰品牌车型相对竞争对手优势不明显，加之通用厂家的年度商务政策和汽车销售任务对小型经销商不利，因此交控汽车以库存消化和毛利最大化为标准执行通用系品牌汽车销售计划而非按厂家要求完成任务指标，造成通用别克和雪佛兰乘用车经销量明显减小，销量占比合计降至 10.04%。此外，交控汽车还开展汽车维修养护、零配件供应等售后服务业务，毛利空间较高但业务规模小，2018 年前三季度相关业务收入为 0.61 亿元，毛利率为 55.46%。

图表 6. 交控汽车主要品牌乘用车销量情况表（单位：辆、%）

汽车品牌	2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
通用别克	613	11.90	696	16.24	282	8.49
通用雪佛兰	414	8.04	448	10.45	271	8.16
北京现代	3736	72.53	2634	61.46	2002	60.28
一汽丰田	388	7.53	508	11.85	766	23.07
合计	5151	100.00	4286	100.00	3321	100.00

资料来源：桂林交投

资金结算方面，该公司 4S 经销店就新乘用车的销售与客户签订合同，在签订合同后，客户预付部分款项，在其确定购买并支付全部款项后，4S 经销店销售人员为其办理牌照申请、购买保险及缴纳税费等其他手续，并完成汽车交收。订购车辆环节，公司主要采取票据采购方式，占比约 60%，厂方金融和现金结算占比分别为 30% 和 10% 左右。购销环节资金压力取决于库存周转速度。

虽然汽车经销业务可在一定程度上提升公司整体收入规模，不过业务运

¹⁴ 2018 年 1 月正式营业；总投资 2524.67 万元，包括 1142.74 万元固定资产投资（网点主要为租赁物业，不考虑土地成本）和 1345.97 万元流动资金。

营受乘用车市场影响较大，尤其是 2018 年起乘用车购置税优惠结束，公司后续汽车经销压力或上升。截至 2018 年 9 月末，交控汽车未经审计的合并口径资产总额为 8.12 亿元，所有者权益为 0.88 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 0.87 亿元）；前三季度实现营业收入 5.55 亿元，实现净利润-125.46 万元（其中归属于母公司所有者的净利润为-62.86 万元），经营活动产生的现金流量净额为-0.25 亿元¹⁵。此外，公司汽车经销领域相关的行业经验不多，仅对交控汽车派驻 3 名董事¹⁶，本部存在一定的经营整合风险。

（6）交通设施及其他基建投资业务

该公司交通设施及其他基建投资业务由公司本部负责实施，跟踪期内在建的重大工程包括：国道 321 项目、平乐昭州会馆酒店、桂林市交通运输枢纽指挥中心、阳朔北公交场站、元宝山公交中心场站等工程。除国道 321 项目外，上述项目均由公司自行筹资建设，融资主要依靠外部融资；建成后将主要通过运营实现成本和收益回笼。截至 2018 年 9 月末，公司重点在建项目累计投入 55.84 亿元，尚需投入 17.66 亿元，由于投资资金不足、工程难度等因素导致施工进度缓慢，部分工程完工时间无法预估；另有少量项目已完工但未验收仍挂账在建工程，由于尚处于招租阶段，项目效益存在不确定。此外，公司目前正在筹划桂林北客运综合枢纽项目，概算总投资约 65 亿元，尚处于前期规划可研阶段。

图表 7. 公司主要在建项目情况（单位：万元）

建设项目	总投资	建设周期	已完成投资	计划投资额	
				2018 年 10-12 月	2019 年
国道 321 项目	494300	2014.10-2018.10	460613	11437.6	0
东外环停车场	60000	2013.8-待定	5698	0.00	15000
琴潭公交场提升改造项目	30475	2014.1-2016.12	28324.71	344.66	0
平乐昭州会馆酒店	26000	2014.12-待定	16967	1020.1	0
桂林市交通运输枢纽指挥中心项目	22076	2012.1-2019.6	14410	348.17	0
平乐县印山旅游码头(印山旅游休闲综合体项目)	18000	2015.12-待定	2546.93	182.54	0
中山北路 167 号综合楼	6556	2014.1-2016.5	5666	0.00	0
阳朔北公交场站	13100	2018.2-待定	10398	1109.96	3000
元宝山公交中心场站	15000	2018.3-待定	11917	1324.64	3000
阳朔南旅游集散与公交枢纽项目	52500	待定	1855.22	510.93	0
合计	735007		558396	16278.6	21000

资料来源：桂林交投（截至 2018 年 9 月末）

国道 321 线项目全长 57.9 公里，起点位于阳朔县城，终点为象山区凯风路与环城南二路交汇处，全线按一级公路技术标准建设，其中雁山区园博园至八中路口同步建设城市道路功能；项目道路全线已于 2017 年 9 月底完工通

¹⁵ 2018 年前三季度销售车辆的 708 万元厂家返利于 2018 年 12 月获取，导致前三季度净利润为负；经营性净现金流为负主要由于新开业的河池明骏丰田汽车经销获现无法完全覆盖新购置车辆以及日常营运支出。

¹⁶ 目前，交控汽车共有董事 5 名，其中董事长由该公司本部副总经理和财务资产管理中心总监兼任。

车，且于 2017 年 9 月及 12 月分别获得了广西壮族自治区交通质监站下发的国道 321 阳朔至桂林段扩建工程二标段及一标段交工验收意见。根据该意见公司分别于 2017 年 10 月及 2018 年 3 月组织完成了二标段及一标段的交工验收工作，目前正在进行污水泵房及自来水加压站等配套工程建设，待出具质量评定报告后组织竣工验收会议，计划竣工结算的时间为交工验收后的两年。截至 2018 年 9 月末，项目已投入资金 46.06¹⁷亿元（根据有无建筑工程开票分别计入长期应收款和其他非流动资产），其中政府拨款合计 19.61 亿元（计入长期应付款），其余主要来自国家开发银行和农业发展银行借款。根据 2017 年 12 月印发的市国资函[2017]249 号，桂林市国资委同意将国道 321 道路产权以及改扩建新增的道路资产以无偿划拨的形式划转至该公司。另外，公司已在 2017 年 1 月向广西壮族自治区人民政府上报申请国道收费，并于 2018 年 7 月底获得批复¹⁸后当年 8 月开始试运营收费，2018 年前三季度获得国道收费收入 1345.73 万元。根据《国道 321 阳朔至桂林段扩建工程工程可行性研究》所载，项目动态投资回收期为 16 年（从建设期算起）。

管理

跟踪期内，该公司产权状况稳定，仍为桂林市国资委直属企业。此外，公司根据业务发展实际需求，调整优化组织架构。

跟踪期内，该公司仍由桂林市国有资产监督管理委员会全资控股，产权关系稳定。为配合主业发展、提升管理效率，2018 年 7 月公司本部下放部分业务管理权限至子公司（包括桂林市交控资产管理集团有限公司、桂林市交控投资集团有限公司、桂林市交控旅游集团有限公司），撤销投资建设事业部门、交通与旅游产业事业部、商业事业部和安全工作部，同时新设行政管理中心承担本部行政管理、综合协调、公共关系管理、重大项目协调推进、内外宣传、安全保卫、后勤服务等职能。

根据 2019 年 1 月 9 日《企业信用报告》所载，该公司本部无不良类及关注类未结清贷款，已结清贷款中有 1 笔欠息及 3 笔关注类贷款，根据公司提供的说明，已结清的 1 笔欠息是公司在银行办理一笔委托贷款，由于银行未正确设置结息方式，导致公司出现欠息信息。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台的 2019 年 2 月 11 日信息查询结果，公司不存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司主营业务收现能力仍较强，但因交通设施及其他基建

¹⁷ 剩余 3.37 亿元为尚未支付的工程尾款。

¹⁸ 依据《广西壮族自治区人民政府关于收取国道 321 阳朔至桂林段公路扩建工程车辆通行费的批复》（桂证函[2018]123 号），本次批复暂核定收费期限为 4 年（2018 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日），待项目竣工结算后再根据投资额、车流量及通行费收支等情况重新核定其具体收费标准及期限。

投入增加，债务规模较快速上升。公司资产仍以非流动资产为主，股权投资、交通基建项目工程款及房屋建筑物占比较高，资产流动性一般。公司主业盈利能力偏弱，主要依赖政府补助和投资净收益实现净利润。

1. 公司财务质量

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计¹⁹，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

财政部于 2017 年 5 月 10 日发布了《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 6 月 12 日施行。公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

跟踪期内该公司由于业务拓展而投资新设子公司导致合并范围继续扩大，具体包括阳朔山水国际旅行社有限公司（注册资本 100 万元、持股 100%）、桂林市交控旅游集团有限公司（注册资本 3000 万元、持股 100%）、桂林交控滴达汽车租赁有限公司（注册资本 1000 万元、持股 50.1%）、梧州交控滴达汽车租赁有限公司（注册资本 500 万元、持股 50.1%）和桂林鼎锋盈通汽车租赁有限公司（注册资本 100 万元、持股 50.1%）等。上述子公司均已运营，但业务规模尚小，对公司整体经营和财务影响有限。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 37 家，包括 15 家一级子公司、21 家二级子公司、1 家三级子公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司所有者权益规模稳定，结构未有重大变化。2018 年 9 月末，公司净资产为 59.48 亿元，其中实收资本、资本公积和少数股东权益分别为 1.16 亿元、54.84 亿元和 2.31 亿元，合计在净资产中占比 98.04%。资本公积主要包括原改制、合并重组累计、财政拨付及商业、住宅房地产、廉租房资产及部分公厕、教育用房等公益性资产。

随着交通类基建项目推进，该公司主要通过外部融资和获取财政拨付解决资金缺口，2018 年 9 月末负债总额较上年末增长 35.34%至 91.89 亿元，资产负债率相应升至 60.71%，较上年末上升 7.4 个百分点。当年前三季度，公司新增 10.65 亿元长期借款用于国道 321、交通枢纽和阳朔北公交场站等项目建设，先后发行待偿本金均为 5 亿元的“18 桂交投”、“18 桂林交投 CP001”，9 月末刚性债务较年初增长 40.45%至 59.64 亿元，包括银行借款 38.27 亿元、

¹⁹ 2014-2016 年，该公司审计报告由大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具；为确保审计的独立性和客观公正性，根据审慎原则，2017 年公司决定更换会计师事务所。

应付票据 1.13 亿元、应付短期融资券 5.08 亿元、应付债券 10.34 亿元和 4.81 亿元基金借款²⁰。公司银行借款中，政策性银行借款余额 25.03 亿元，借款利率均为 5 年期以上贷款基准上浮 3%或 5%；农业银行借款规模次之，为 3.76 亿元，期限为 2-17 年不等，利率为 4.75%或 4.90%；剩余借款主要由股份制银行发放，且大部分为短期借款。从债务期限结构看，公司中长期刚性债务与短期刚性债务余额之比为 3.22，即期偿付压力可控。

图表 8. 公司银行借款明细（单位：万元）

借款人	债权人	金额	借款期限	利率	借款类型
公司本部	兴业银行	19000.00	2018.09.29-2019.09.28	4.35%	担保
	桂林银行	3000.00	2018.06.21-2019.03.08	4.35%	担保
	华夏银行	5000.00	2018.09.28-2019.09.28	4.785%	担保
	国开行	175000.00	2015.08.03-2034.12.29	5 年期以上贷款基准利率上浮 5%，浮动利率，一年一次调整	桂林市临桂新区城市建设投资有限公司连带责任担保
	农发行	75250.00	2016.03.31-2036.03.28	5 年期以上贷款基准利率上浮 3%，浮动利率，一年一次调整	桂林市经济建设投资总公司连带责任担保
	农业银行	2050	2018.01.15-2020.01.14	4.75%	土地抵押
		442	2017.01.20-2022.12.29	4.90%	存单质押
		1058	2016.12.16-2023.12.29		
		2000	2016.12.17-2024.12.29		
		2500	2017.02.15-2026.06.29		
14000		2015.06.30-2031.06.29	房产抵押、股权质押		
8340	2018.03.20-2035.01.14	股权质押			
交控汽车	招商银行	898.70	2018.04.19-2019.04.18	5.0025%	抵押
	浦发银行	1000.00	2018.06.28-2019.06.27	5.655%	担保
		2000.00	2018.07.31-2019.07.30	5.4375%	担保
阳朔山水公司	兴业银行	55000.00	2018.03.21-2033.03.19	5.145%-5.45%	桂林交投保证担保
	农业银行	7200.00	2018.06.21-2033.06.20	4.90%	
广西平乐公司	广西平乐农村合作银行	350.00	2018.09.16-2021.09.15	7.125%	抵押
		4000.00	2017.05.25-2025.05.01	5.39%	昭州大饭店在建工程和土地抵押、桂林交投保证担保
	桂林银行	4649.99	2018.04.11-2026.01.31		
合计		382738.69	-	-	-

资料来源：桂林交投（截至 2018 年 9 月末）

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在应付账款和其他应付款。期末

²⁰ 2015 年 12 月，桂林市政府通过桂林国际旅游胜地建设发展基金有限公司（借款主体系由桂林市政府下属投融资建设主体联合上海浦银安盛资产管理有限公司出资组建）向该公司提供无息资金 8.80 亿元，专项用于支付桂林银行股权款，挂账于其他应付款。放款前，公司就此笔基金借款与借款主体签订协议，约定半年期，不计息；之后一直未支付利息，亦未明确偿还期限。2018 年前三季度，应桂林市财政局要求，公司利用自有资金偿还资金借款 3.99 亿元。

其他应付款剔除基金借款的余额为 8.60 亿元，增长 47.08%，主要来源于市财政局为支持交通类基建项目的暂借款。长期应付款余额为 15.60 亿元，主要债权方包括：市财政局借款 4.99 亿元（用作增持桂林银行股权）、区公路局 321 项目拨款 4.63 亿元和桂林汇达阳桂投资有限公司 321 项目本息款 2.60 亿元²¹。总体而言，公司刚性债务占比不高，其他应付款和长期应付款中大量借款无明确偿还期限，专项用于项目投资，部分财政借款可视为上级单位对公司的支持。

截至 2018 年 9 月末，该公司无对外担保，旗下控股子公司桂林市鼎金交通投资有限公司共有 2 起未决诉讼，涉及金额为 330.30 万元。

图表 9. 公司未决诉讼情况

原告	被告	涉案金额（万元）	进展情况	说明
桂林市鼎金交通投资有限公司	象山区润原商务宾馆	73.9	2018 年 7 月二审判决双方解除合同，润原宾馆 30 日内搬离房屋并支付租金和房屋占有使用费共计 73.9 万元。鼎金公司 10 月已申请法院强制执行。正在执行中。	自 2015 年来，承租人象山区润原商务宾馆长期未按合同约定租金标准向鼎金公司足额支付租金。鼎金公司要求解除双方的房屋租赁合同，且由润原宾馆支付拖欠的租金、违约金、房屋占用费用等。
象山区润原商务宾馆	桂林市鼎金交通投资有限公司	256.4	2018 年 4 月 16 日一审第一次开庭，7 月 5 日第二次开庭，9 月 25 日第三次开庭，12 月 6 日第四次开庭。正在等待判决。	润原宾馆因房屋渗漏水、电梯故障导致其直接经营损失及被告违约解除合同应赔偿原告的装修、设施损失、租赁押金及预期利益损失。

资料来源：桂林交投（截至 2018 年 9 月末）

（2）现金流分析

该公司主业收现情况较好，尤其是公交运营采取现金支付或收入预付款方式使得现金获取能力较强，2018 年前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.02 亿元，营业收入现金率为 108.08%，但由于新开业 4S 店前期投入无法为销售收现所覆盖，经营活动现金净流出 643.50 万元。项目工程继续投入使得投资性现金流净额为-14.54 亿元。公司主要依靠对外融资平衡资金，当期筹资活动现金净流量为 20.76 亿元。

（3）资产质量分析

由于项目建设推进、股权投资和在持现金量增加，2018 年 9 月末该公司资产总额较年初扩大 18.85%至 151.37 亿元，仍主要分布在其他应收款、可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和在建工程，期末分别占比 8.99%、14.45%、33.30%、14.92%和 9.74%。其他应收款主要系公司与桂林市财政局之间的非经营性往来款，较年初增长 12.35%；可供出售金融资产形成于对城商行桂林银行的投资，因投入增加使得期末余额增长 20.66%至 21.88 亿元（持有 71860 万股，占桂林银行总股本的 16.87%），广西民间借贷环境较为复杂，桂

²¹ 借款主体系 321 项目的市政部分建设分包商（民营企业龙光交通集团有限公司为承建项目所设立的项目公司），借款利率为基准+400BP，获取总额度 11 亿元，该公司根据项目建设进度提款，具体本息偿付时间未定。

林银行近期不良贷款率不断上升²²，或对相关股权价值和变现构成不利影响。长期应收款绝大部分为国道 321 项目支出，期末增长 12.09%至 50.41 亿元；固定资产余额相对稳定，期末为 22.59 亿元，大部分形成于房屋建筑物及交通运输工具；在建工程较年初增长 35.17%至 14.75 亿元，主要系交通设施类基建投资。此外，由于部分外部融资款暂未投入使用，货币资金余额增至 10.17 亿元。

(4) 流动性/短期因素

2018 年前三季度，该公司货币资金明显增加，流动性压力有所缓解，9 月末流动比率、速动比率和现金比率分别为 96.54%、83.88%和 33.49%，分别较年初提升 18.38 个百分点、15.26 个百分点和 17.38 个百分点。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，该公司以抵押方式（房屋、在建工程和土地抵押）获取银行借款 1.37 亿元；以质押方式（10175 万股桂林银行股权、6667 万元银行定期存单质押）获取银行借款 2.53 亿元。此外，公司开具银行承兑汇票保证金 3741.56 万元、车辆承兑保证金 4166.44 万元、旅游质量保证金 60 万元。

3. 公司盈利能力

该公司传统公交运营业务仍具有较强公益性，盈利能力一直不佳；依托汽车经销业务及拓展的旅游代理业务等，2018 年前三季度实现营业毛利 3627.05 万元，同比增长 59.13%，其中，汽车经销和旅游代理业务占公司营业毛利的比重分别为 79.98%和 30.59%。随着经营范围扩大、付息债务规模增长及融资成本上升，公司期间费用同比增长 66.72%至 2.17 亿元，仍处于经营性亏损状态，主要依赖非经常性收益实现净利润。公司获取财政补贴 1.12 亿元及投资收益 0.76 亿元²³，当期实现净利润 231.66 万元（少数股东损益-1199.96 万元²⁴）。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

桂林市旅游资源丰富，旅游业的发展对旅客运输形成一定的拉动，为该公司业务发展提供了良好的外部环境。公司公交营运业务具有很强的区域专营优势，此外公司还涉足交通设施及其他基建投资业务，通过外部融资解决，刚性债务规模较快速上升。考虑到公司目前债务期限结构较为合理，即期偿

²² 2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，桂林银行不良贷款余额分别为 6.82 亿元、11.89 亿元、13.95 亿元和 14.97 亿元；不良贷款率分别为 1.49%、1.55%、1.49%和 1.56%。

²³ 投资收益同比增长 140.64%主要系桂林银行增加股利分配以及公司增持桂林银行股权。

²⁴ 少数股东损益为负主要是因为部分子公司盈利为负所致，其中广西平乐公司（注册资本 0.21 亿元，公司持股 51%）投资的温德姆酒店因装配未到位延期开业（2018 年 5 月初延期至 2018 年 9 月底），无收入覆盖前期运营专用支出，加之无形资产（土地）摊销，2018 年前三季度净利润-0.23 亿元。

付压力可控。

2. 外部支持因素

该公司是桂林市区主要的公共交通运营主体，能在运营、补贴及资产注入方面获得积极支持；2018 年前三季度，公司获得各类政府补助 1.12 亿元。此外，公司与多家银行保持了良好合作关系。截至 2018 年 9 月末，公司取得银行授信额度合计 65.51 亿元，未使用额度为 27.15 亿元。

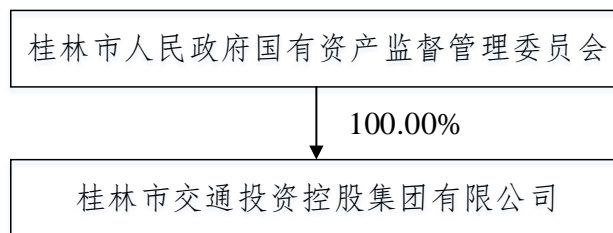
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍是桂林市区公共交通运营核心载体，传统主业公交运营业务收入持续减小且存在政策性亏损；受益于汽车经销业务规模扩大并积极拓展旅游运营及其他交通相关业务，公司经营范围和经营规模扩大，营业收入较快速增长，但盈利情况一般。公司交通设施及其他项目投资规模偏大，短期内存在一定的投融资压力。

跟踪期内，该公司主营业务收现能力仍较强，但因交通设施及其他基建投入增加，债务规模较快速上升。公司资产仍以非流动资产为主，股权投资、交通基建项目工程款及房屋建筑物占比较高，资产流动性一般。公司主业盈利能力偏弱，主要依赖政府补助和投资净收益实现净利润。

附录一：

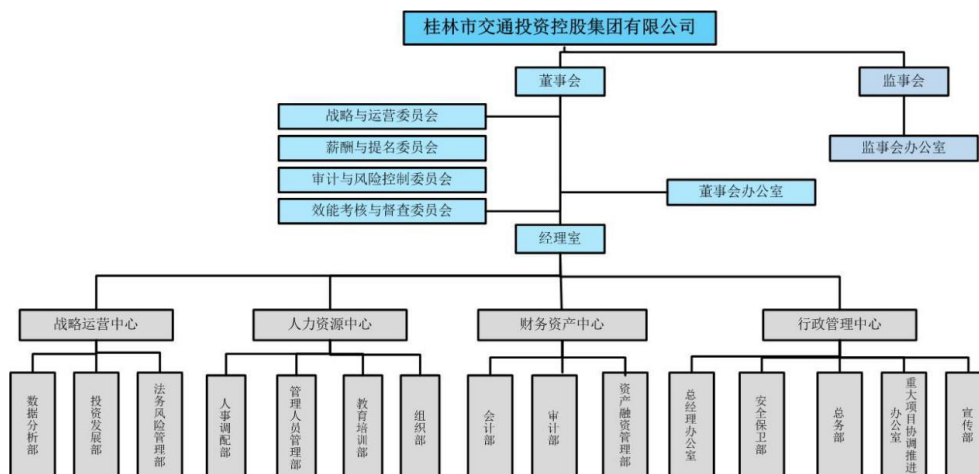
公司与实际控制人关系图



注：根据桂林交投公司提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桂林交投公司提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：
主要财务数据及指标表

主要财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	13.87	18.25	19.47	29.31
货币资金	8.84	9.94	4.01	10.17
流动负债合计	13.58	17.04	24.92	30.36
短期刚性债务	10.37	10.89	13.00	14.11
所有者权益合计	36.19	36.83	59.47	59.48
营业收入	2.50	7.09	7.90	7.42
净利润	0.32	0.17	0.26	0.02
EBITDA	1.71	1.74	1.99	—
经营性现金净流入量	1.65	1.62	1.10	-0.06
投资性现金净流入量	-18.27	-11.78	-20.87	-14.54
资产负债率[%]	54.01	64.71	53.31	60.71
长短期债务比[%]	213.01	296.36	172.51	202.70
权益资本与刚性债务比率[%]	137.11	110.90	140.06	99.74
流动比率[%]	102.13	107.11	78.16	96.54
速动比率[%]	101.24	96.19	68.62	83.88
现金比率[%]	65.13	58.31	16.11	33.49
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.85	0.91	0.31	0.72
毛利率[%]	-1.71	5.45	5.81	4.89
营业利润率[%]	-49.65	-18.63	2.12	0.26
利息保障倍数[倍]	5.00	1.38	1.37	—
总资产报酬率[%]	0.78	0.52	0.56	—
净资产收益率[%]	0.96	0.46	0.53	—
营业收入现金率[%]	98.66	108.63	107.94	108.08
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	16.80	10.56	5.22	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-169.35	-66.39	-94.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.33	5.02	4.20	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.26	0.16	0.17	—

注：表中数据依据桂林交投经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
长短期债务比	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。