

安宁发展投资集团有限公司

**2014 年 12 亿元公司债券
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

安宁发展投资集团有限公司 2014年12亿元公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券期限：7年

担保主体：重庆市三峡担保集团有限公司及重庆
进出口信用担保有限公司

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：12亿元

增信方式：保证担保

评级日期：2014年04月10日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对安宁发展投资集团有限公司（以下简称“安宁发展”或“公司”）本次拟发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的外部运营环境、经营竞争状况、财务实力、政府支持以及本期债券增信方式等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	1,010,379.98	915,196.92	572,164.91
所有者权益合计（万元）	593,118.27	521,644.78	312,024.11
资产负债率	41.30%	43.00%	45.47%
流动比率	5.07	4.28	4.08
速动比率	2.17	1.98	2.11
营业收入（万元）	64,259.59	59,096.55	55,885.05
营业利润（万元）	4,893.26	4,356.58	5,579.26
营业外收入（万元）	21,291.76	18,370.45	19,012.59
利润总额（万元）	25,547.46	22,704.36	24,571.20
综合毛利率	19.54%	16.87%	17.99%
总资产回报率	2.80%	3.10%	-
EBITDA（万元）	28,652.25	23,741.18	25,827.89
EBITDA 利息保障倍数	5.73	3.79	3.21
经营活动现金流量净额（万元）	9,392.72	7,585.93	7,900.31

资料来源：公司审计报告

正面：

- 安宁市区位优势明显，工业基础较好，经济实力逐步提升，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司收入主要来源于市政基础设施建设业务，作为安宁市主要的基础设施投资主体，公司承担了较多的建设任务，业务来源较有保障；
- 公司在财政补贴、资产注入等方面得到当地政府的大力支持；
- 重庆市三峡担保集团有限公司及重庆进出口信用担保有限公司按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 政府性基金收入是安宁市财政收入的重要来源，土地市场存在较大的不确定性，安宁市财政收入存在波动的可能性；
- 公司资产主要为存货及应收款项等，且应收款项是否能及时收回存在较大的不确定性，公司整体资产流动性较弱；
- 公司划拨地资产规模较大，易受土地市场价格波动的影响；
- 公司利润对政府补贴依赖性较大；
- 公司在建、拟建项目投资规模较大，后续面临较大的资金压力；
- 公司负债规模持续攀升，有息债务规模相对较大，面临一定的债务偿付压力；
- 公司对外担保金额相对较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：范刚强 李飞宾

电话：0755-82872333

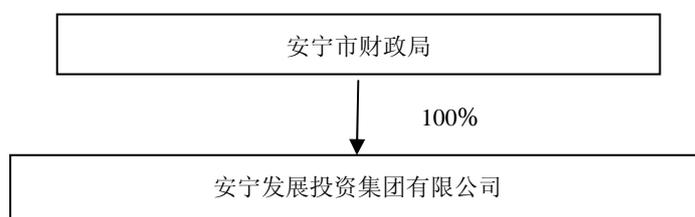
邮箱：fangq@pyrating.cn

一、发行主体概况

公司原名为安宁市投资开发有限公司，系经安宁市人民政府（以下简称“安宁市政府”）下发的“安政文[2002]46号”文件批准成立，初始注册资本为3,100万元，其中安宁市国有资产监督管理局出资3,000万元，占注册资本的96.77%；云南安宁天惠大酒店有限公司出资100万元，占注册资本的3.23%。2010年3月27日，经股东会一致同意公司名称变更为现名。

经一系列增资及股权变更，截至2013年末公司注册资本为30,000万元，股东为安宁市财政局，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2013年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是安宁市主要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，主要从事城市基础设施建设、工程建设、城市供水等业务。

截至2013年12月31日，纳入公司合并范围的一级子公司有9家（见下表）。

表1 截至2013年12月31日纳入公司合并范围的一级子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	主要业务	持股比例	纳入合并 报表时间
安宁市新城投资开发有限公司	21,148.00	项目投资、开发、建设及咨询	100.00%	2010年
安宁兴育投资开发有限公司	24,300.00	项目投资、开发、建设及咨询	100.00%	2010年
安宁市交通投资有限公司	15,000.00	交通项目的投资、开发、建设及咨询	100.00%	2010年
安宁兴卫医疗资产管理有限公司	1,500.00	医疗资产管理	100.00%	2012年
安宁市保障性住房建设管理有限公司	1,000.00	项目投资开发	100.00%	2012年
安宁工业园区投资开发有限公司	71,961.00	项目投资、开发、经营、管理及咨询	100.00%	2010年
安宁市太平新城投资有限公司	28,600.00	项目投资、开发、建设及咨询	100.00%	2010年
昆明安发股权投资基金管理有限公司	1,000.00	委托管理股权投资基金	100.00%	2011年
安宁市旅游投资开发有限公司	4,000.00	项目投资、开发、建设及咨询服务	100.00%	2010年

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,010,379.98 万元，所有者权益合计 593,118.27 万元，资产负债率为 41.30%。2013 年度公司实现营业收入 64,259.59 万元，利润总额 25,547.46 万元，经营活动现金流净流入 9,392.72 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2014 年安宁发展投资集团有限公司公司债券；

发行总额：人民币 12 亿元；

债券期限及利率：本期债券为 7 年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券按年付息，于付息日支付利息。本期债券设置提前偿还条款，本金在存续期的最后 5 年分期兑付，即在存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行总额的 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。

增信方式：重庆市三峡担保集团有限公司及重庆进出口信用担保有限公司按份为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，其中重庆市三峡担保集团有限公司担保份额为本期债券募集资金的三分之二；重庆进出口信用担保有限公司担保份额为本期债券募集资金的三分之一。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额 12 亿元，资金具体用途见下表。

表 2 本期债券募集资金投向情况表（单位：万元）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金额度	占项目总投资比重
石化组团中石油东环线工程项目	28,654.00	10,000.00	34.90%
石化组团中石油西环线工程项目	16,591.87	8,000.00	48.22%
石化组团中石油南环线工程项目	25,464.55	8,000.00	31.42%
石化组团中石油北环线工程项目	22,173.00	8,000.00	36.08%
九龙河防洪治理工程项目	23,109.19	8,000.00	34.62%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地科技产业区项目	11,500.00	5,000.00	43.48%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地机械制造标准厂房建设项目	16,523.00	5,000.00	30.26%
安楚高速公路龙山立交工程项目	25,000.00	8,000.00	32.00%
安宁市西一绕市政道路工程	28,620.81	10,000.00	34.94%
龙川路工程项目	21,077.58	10,000.00	47.44%

安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脰）一级公路	71,826.77	30,000.00	41.77%
安宁市 2012 年新建公共租赁住房项目	21,335.15	10,000.00	46.87%
合计	311,875.92	120,000.00	38.48%

资料来源：公司提供

（一）石化组团中石油东环线工程项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，为城市二级次干道，呈东西走向，起点与县街至草铺公路连接，止点为规划中石油二期用地东侧，长 2.64 公里，路基宽 34 米，双向 6 车道，设计车速 40 公里/小时。

该项目总投资估算为 2.87 亿元，于 2012 年 5 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，已完成投资额 0.99 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]10 号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2011]535 号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2011]50 号”文件核准。

3、（一）至（十）项目总收益

根据安宁市政府下发的《关于保障石化组团中石油东西南北四环线工程等 10 个项目建设成本的通知》（安政通[2013]34 号），安宁市政府同意将安宁市未来几年拟出让商住地块中的 29 块合计 5,084.21 亩土地交由公司进行土地一级开发，土地出让后开发净收益用于覆盖上述 10 个募投项目的建设成本。

按照目前市场价格测算，该 5,084.21 亩土地出让收入约为 78.75 亿元，开发成本约 47.25 亿元，扣除计提的教育、农田水利及上缴上级资金等 7.88 亿元，土地开发净收益约为 23.63 亿元，可较好覆盖上述 10 个募投项目的投资支出。5,084.21 亩土地的开发出让及出让金返还计划如下表所示：

表 3 指定土地出让及返还资金拨付计划（单位：亩、万元）

年度	土地出让面积	返还资金	土地出让净收益
2014 年	656.02	98,403.00	29,520.90
2015 年	665.18	106,428.80	21,928.64
2016 年	897.68	107,721.60	32,316.48
2017 年	697.66	118,602.20	35,580.66
2018 年	636.42	111,373.50	33,412.05

2019年	702.98	112,476.80	33,743.04
2020年	828.27	132,523.20	39,756.96
合计	5,084.21	787,529.10	236,258.73

资料来源：根据公司提供的“安政通[2013]34号”文件整理

（二）石化组团中石油西环线工程项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，为城市二级次干道，东北—西南走向，起点为安宁至禄脍公路，止点为炼油厂南环线 K1+777.427 处，长 1.78 公里，红线宽 34 米，双向 6 车道，设计车速 40 公里/时。

该项目总投资估算为 1.66 亿元，于 2012 年 2 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，已完成投资额 0.67 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]7号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2011]534号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2011]52号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（三）石化组团中石油南环线工程项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，为城市二级次干道，呈南北走向，起点为炼油厂西环线，止点为炼油厂东环线，长 1.78 公里，红线宽 28 米，双向 4 车道，设计车速 40 公里/小时。

该项目总投资估算为 2.55 亿元，于 2012 年 3 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 0.77 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]9号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2011]533号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2011]49号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（四）石化组团中石油北环线工程项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，为城市二级次干道，呈西北—东南走向，起点为炼油厂西环线 K1+505 处，止点为炼油厂东环线 K0+670 处，长 2.59 公里，红线宽 28 米，设计车速 30 公里/小时。

该项目总投资估算为 2.22 亿元，于 2012 年 3 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 0.55 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]8 号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2011]532 号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2011]51 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（五）九龙河防洪治理工程项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，为河道改扩建，新建防洪沟渠或护堤护岸工程 16.43 公里（左右两岸，含 3 条排洪支沟），沿河道一侧布置干道。

该项目总投资估算为 2.31 亿元，于 2012 年 9 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 0.53 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]258 号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2012]405 号”、安宁市国土资源局“安国土资函[2012]457 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（六）安宁工业园区中小企业科技孵化基地科技产业区项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，拟建设科技产业标准化厂房、孵化研发楼及相关配套设施。建筑面积 65,688 平方米（其中孵化器建筑面积 27,263 平方米）。

该项目总投资估算为 1.15 亿元，于 2010 年 8 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 0.45 亿元。

2、项目审批情况

该项目已取得昆明市发展和改革委员会“昆发改企业备案[2010]072 号”文件，并经昆明市环境保护局“昆环保复[2011]23 号”、昆明市国土资源局“昆国土资预[2010]33 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（七）安宁工业园区中小企业科技孵化基地机械制造标准厂房建设项目

1、项目概况

该项目位于安宁市工业园，拟建设机械制造标准厂房、孵化楼及相关配套设施。建筑面积 94,420 平方米（其中孵化器建筑面积 38,584.4 平方米）。

该项目总投资估算为 1.65 亿元，于 2010 年 8 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 0.61 亿元。

2、项目审批情况

该项目已取得昆明市发展和改革委员会“昆发改企业备案[2010]073 号”文件，并经昆明市环境保护局“昆环保复[2011]24 号”、昆明市国土资源局“昆国土资预[2010]28 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（八）安楚高速公路龙山立交工程项目

1、项目概况

该项目为城市二级主干道，双向六车道，设计车速 40 千米/时，长 2.31 公里，红线宽 30 米，设市政道路桥梁 1 座，长 101.16 米。新建单喇叭立交一处，匝道全长 1.41 公里，设匝道桥 1 座，长 106.08 米，单向双车道匝道路基宽 10.5 米，双向四车道路基宽 19.5 米。

该项目总投资估算为 2.50 亿元，2012 年 11 月开始施工。截至 2013 年 12 月底，已完成投资 897.30 万元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2012]100 号”、安宁市环境保护局“安环保复[2011]165 号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2011]48 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（九）安宁市西一绕市政道路工程

1、项目概况

该项目为城市二级主干道，起点位于安宁监狱，接安县道路，止于麒麟村。项目设计车速 50 公里/小时，双向六车道，路线全长 4.85 公里。

该项目总投资估算为 2.86 亿元，2009 年 4 月开始施工。截至 2013 年 12 月底，已完成投资 1.26 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2010]193 号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2009]138 号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2010]16 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（十）龙川路工程项目

1、项目概况

该项目西起龙山矿区道路，东至温安公路，全长 1.69 公里，根据道路功能定位，分上下两层：上层从龙山矿区道路至螳川西路，K0+233.342~K1+013.342 为桥梁，K1+013.342~K1+260 设置路堤连接桥梁与螳川西路；下层宽 15 米。K1+260 处上下两层标高统一，形成平面。螳螂川桥采用跨径 14+25.5+14 米钢筋混凝土变截面斜腿钢构，桥宽 30 米。

该项目总投资估算为 2.11 亿元，2012 年 2 月开始施工。截至 2013 年 12 月底，已完成投资 0.10 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经安宁市发展和改革局“安发改投资[2010]192 号”、安宁市环境保护局“安环复[2010]223 号”、安宁市国土资源局“安国土资规[2010]64 号”文件核准。

项目收益见“安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目”的项目收益说明。

（十一）安宁交投公司工业园区运输快速通道（安宁至禄脞）工程项目

1、项目概况

该项目起于安宁市西端的新哨湾，接中华路西延线，经交通技工学校、平地哨南侧、草铺互通、云天化规划用地南缘、小石桥、青龙哨南侧、于水井湾接水青二级公路，后至安丰营，接禄脞至易门公路，路线全长 20.165 公里。

该项目总投资估算为 7.18 亿元，于 2009 年 6 月开工建设，截至 2013 年 12 月底，该项目已完成投资额 2.62 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经云南省发展和改革委员会“云发改交运[2009]594 号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2009]141 号”、云南省国土资源厅“云国土资预[2010]121 号”文件核准。

项目收益见“安宁市 2012 年公共租赁住房工程项目”的项目收益说明。

（十二）安宁市 2012 年新建公共租赁住房项目

1、项目概况

该项目位于安宁市职教基地片区。建设用地总面积 27,010.01 平方米，总建筑面积 91,373.75 平方米，其中新建公共租赁住房 1,080 套，建筑面积 64,800 平方米。

该项目总投资估算为 2.13 亿元，2012 年 6 月开始施工。截至 2013 年 12 月底，已完成投资 0.91 亿元。

2、项目审批情况

该项目已经昆明市发展和改革委员会、昆明市住房和城乡建设局“昆发改经贸[2012]91号”、昆明市环境保护局“昆环保复[2012]240号”文件核准，并取得安宁市国土资源局颁发的安国用（2013）第0246号国有土地使用权证。

3、（十一）至（十二）项目总收益

公司与安宁市政府就该项目签订了《安宁市2012年新建公共租赁住房项目、安宁至禄脍一级公路项目政府回购协议书》，协议约定：回购价款为项目投资金额的120%，安宁市政府将在2014年至2020年七年间等额支付回购资金。

四、运营环境

安宁市区位优势明显，工业基础较好，经济实力逐步提升，但整体经济规模偏小

安宁市隶属于昆明市，全市总面积1,301平方公里，截至2012年末全市常住人口35.1万人。安宁市地处昆明市西郊，距昆明市主城区仅28公里，经昆明绕城高速半个小时即可到达昆明市区，经302国道可直通缅甸。

安宁市工业基础较好，是云南省最大的冶金、盐、磷化工基地；是云南最大的钢铁企业昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢”）的所在地；也是云南最大的化工企业云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化”）的主要生产基地。在昆钢和云天化等行业龙头企业的带动下，安宁市已形成钢铁、磷盐化工两大主导产业。2013年1月中石油云南石化1,000万吨炼油项目获得国家发改委的核准，落户安宁工业园区草铺片区，随着该项目建成投入运营，安宁有望成为云南的石化产业中枢。

近年来，在钢铁及磷盐化工两大主导产业的带动下，安宁市工业经济快速发展。2010-2012年，安宁市工业增加值由68.96亿元提高至116.50亿元，三年平均增长率为14.3%；三次产业结构由5.7:57:37.3调整为4.9:59.8:35.3，第二产业所占比重持续提升，2012年安宁市实现工业增加值116.5亿元，同比增长12%。

得益于工业的快速发展，安宁市总体经济发展水平不断提升，2012年安宁市实现地区生产总值213.10亿元，同比增长13.4%。继续保持较为良好的发展态势，但受外部经济疲软的影响，经济增长速度小幅回落。2012年安宁市完成固定资产投资145.04亿元，增长35.1%，固定资产投资对经济的推动作用明显；全年社会消费品零售总额58.63亿元，增长15.5%，消费市场保持快速增长。

表 4 2010-2012 年安宁市主要经济指标及同比变化情况

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (亿元)	213.10	13.40%	167.77	15.10%	134.25	14.10%
第一产业增加值 (亿元)	10.49	7.90%	8.85	8.10%	7.64	6.80%
第二产业增加值 (亿元)	122.50	12.80%	99.25	16.50%	76.46	15.70%
第三产业增加值 (亿元)	75.11	15.10%	59.67	14.00%	50.15	12.10%
工业增加值 (亿元)	116.50	12.00%	90.25	16.50%	68.96	14.40%
全年固定资产投资 (亿元)	145.04	35.10%	118.52	41.70%	83.65	58.80%
社会消费品零售总额 (亿元)	58.63	15.50%	33.52	20.10%	30.26	22.30%
进出口总额 (亿美元)	3.42	39.02%	2.46	62.91%	1.51	-
存款余额 (亿元)	223.43	12.30%	199.25	18.10%	168.67	11.50%
贷款余额 (亿元)	206.19	65.90%	153.80	22.35%	125.74	28.90%

资料来源：2010-2012 年安宁市国民经济和社会发展统计公报

2012 年安宁市实现地方生产总值 213.10 亿元，位列昆明市下辖各区县第 5 位，虽然区域内排名较为靠前，但整体规模仍然偏小。

表 5 2011-2012 年昆明市下辖各区县 GDP 及增长速度 (单位：亿元)

各区、县	2012 年		2011 年	
	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)
1 五华	730.42	13.80	608.17	13.00
2 官渡	674.23	13.80	549.23	13.80
3 盘龙	371.87	13.90	301.85	13.90
4 西山	354.00	13.70	288.06	13.80
5 安宁	213.10	13.40	167.77	15.10
6 宜良	132.16	16.70	107.25	12.10
7 呈贡	107.22	13.50	84.77	15.00
8 晋宁	84.52	18.00	67.36	14.60
9 东川	70.10	17.10	56.07	15.10
10 嵩明	65.82	17.00	51.89	16.00
11 寻甸	56.95	16.60	45.61	12.50
12 石林	56.81	17.30	44.65	16.10
13 禄劝	49.74	17.10	38.69	13.50
14 富民	42.32	16.90	34.03	14.60

资料来源：公司提供

五、地方财政实力

近年来安宁市财政一般公共预算收入稳步增长，受土地市场低迷的影响，安宁市财政收入

有所波动

2010-2012 年安宁市财政收入分别为 32.16 亿元、56.48 亿元和 55.96 亿元，近三年复合增长率为 31.91%，财政收入增长较快，但受基金收入波动的影响，2012 年财政收入小幅下滑。

安宁市工业基础较好，以税收为主的一般预算收入是财政收入的主要来源。2010-2012 年安宁市一般预算收入分别为 16.69 亿元、21.40 亿元和 24.03 亿元，复合增长率为 19.99%，一般预算收入稳步增长。2010-2012 年税收收入分别占当年一般预算收入的 93.53%、88.50% 和 87.93%，一般预算收入质量较好。

近年来安宁市经济的快速发展及距昆明较近的地理区位优势，刺激了当地房地产市场的发展，推动了当地土地市场需求的提升，进而带动了安宁市政府性基金收入的大幅增加。2012 年安宁市政府性基金收入为 20.13 亿元，占到当年地方财政收入的 35.98%，是地方财政收入的重要来源。但同时我们也关注到，受国家房地产调控的影响，2012 年安宁市政府性基金收入较 2011 年有所下滑，考虑到国家对房地产行业仍实施较为从紧的调控政策，土地市场未来走向具有较大的不确定性，土地市场价格仍存在下行的可能性，安宁市财政收入存在下滑的风险。

表 6 2010-2012 年安宁市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
地方财政收入	55.96	56.48	32.16
（一）一般预算收入	24.03	21.40	16.69
其中：税收收入	21.13	18.94	15.61
非税收入	2.90	2.46	1.08
（二）上级补助收入	11.66	11.92	8.27
其中：返还性收入	3.34	3.45	3.59
一般转移支付	2.07	2.70	1.36
专项转移支付	6.25	5.78	3.32
（三）基金收入	20.13	23.02	6.92
（四）预算外收入	0.14	0.14	0.28

资料来源：安宁市财政局

2012 年安宁市财政一般预算收入在昆明市下辖的各区县中排名第 5 位。

表 7 2011-2012 年昆明市下属各区、县一般预算收入及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2012 年		2011 年	
	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率

官渡	37.78	17.40%	32.18	23.00%
五华	30.49	20.00%	25.42	23.70%
盘龙	27.20	23.60%	22.01	32.00%
西山	26.64	21.10%	22.00	29.40%
安宁	24.03	12.30%	21.40	28.20%
晋宁	11.01	30.50%	8.43	35.10%
呈贡	9.07	21.20%	7.49	29.80%
嵩明	7.39	26.10%	5.86	30.20%
东川	6.79	24.80%	5.44	33.20%
石林	6.15	30.00%	4.73	34.90%
寻甸	5.93	29.10%	4.59	43.70%
宜良	5.60	24.00%	4.52	45.80%
禄劝	4.87	36.10%	3.58	40.30%
富民	3.43	28.10%	2.68	41.00%

资料来源：昆明市统计局网站

从财政支出情况来看，2010-2012年安宁市一般公共预算支出分别为19.28亿元、25.34亿元和27.88亿元，分别为当年一般公共预算收入的1.16倍、1.18倍和1.16倍，一般公共预算收入与一般公共预算支出较为匹配，财政一般公共预算自给能力较强。

表8 2010-2012年安宁市财政支出情况（单位：亿元）

项目	2012年	2011年	2010年
地方财政支出	47.29	48.85	26.56
（一）一般公共预算支出	27.88	25.34	19.28
（二）基金支出	19.26	23.38	7.07
（三）预算外支出	0.15	0.13	0.21
一般公共预算支出/一般公共预算收入	1.16	1.18	1.16

资料来源：安宁市财政局

六、经营与竞争

公司是安宁市主要的基础设施投融资建设主体，目前业务主要有：市政基础设施建设、工程施工及自来水等业务。公司近三年主营业务收入构成及毛利率情况如下表所示：

表9 公司2011-2013年主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市政基础设施建设	57,443.26	16.75%	51,924.32	16.67%	49,523.80	16.67%

工程收入	2,053.58	49.87%	1,908.03	15.98%	2,109.10	25.34%
自来水收入	3,588.92	33.21%	2,304.74	24.13%	1,378.00	45.89%
其他	548.71	32.13%	227.87	89.03%	417.44	46.94%
合 计	63,634.48	18.88%	56,364.97	17.24%	53,428.35	18.00%

资料来源：公司审计报告

公司收入主要来源于市政基础设施建设业务，作为安宁市主要的基础设施投资主体，公司承担的建设任务较重，建设项目业务量充足，收入来源较有保障；但在建、拟建项目投入资金较大，公司面临较大的资金压力

公司作为安宁市主要的基础设施投资主体，受政府委托承担了安宁市主城区、太平新城及安宁工业园的主要基础设施建设任务，并分别与安宁市政府、太平新城管理委员会（以下简称“太平新城管委会”）、安宁工业园区管理委员会（以下简称“工业园管委会”）签订了“投资建设与回购协议书”，协议约定：公司负责委托项目的投资建设，完工之后由委托方按工程总价款的 120% 进行回购。在实际执行过程中，项目完工后移交委托方，由安宁市财政局出具“委托开发建设项目确认书”，对工程造价进行确认，并由安宁市财政局按协议回购金额与公司办理资金结算。

根据安宁市财政局出具的“委托开发建设项目确认书”，2011-2013 年确认回购公司投资建设的项目投资分别为 4.13 亿元、4.33 亿元和 4.78 亿元，依据回购协议公司分别确认市政基础设施建设收入 4.95 亿元、5.19 亿元和 5.74 亿元。

表 10 2011-2013 年公司市政基础设施建设业务明细（单位：万元）

回购年份	项目名称	造价成本	财政回购金额
2011 年	大屯道路工程	11,600.00	13,920.00
	草铺街道拆迁项目	583.18	699.82
	安宁市太平新城基础设施建设项目	29,086.65	34,903.98
合计	-	41,269.83	49,523.80
2012 年	安宁市螳川西岸景观大道工程	18,750.00	22,500.00
	安宁市太平新城基础设施建设项目	8,216.11	9,858.64
	工业园区基础设施项目	16,304.74	19,565.68
合计	-	43,270.85	51,924.32
2013 年	麒麟片区道路建设、下碾龙潭调水工程等 工业园区基础设施项目	1,951.07	2,341.29
	安宁市太平新城基础设施建设项目	23,369.41	28,043.29
	村村通道路硬化工程、廉租房工程等 5 项 工程	22,500.00	27,000.00
合计	-	47,820.48	57,384.58

资料来源：公司提供

安宁工业园规划总面积 395.26 平方公里，可利用建设用地面积 69.78 平方公里；太平新城是安宁市政府重点建设的城市新区之一，根据 2011 年编制的“太平新城控制性详细规划”至 2030 年建设用地总规模为 51 平方公里。安宁工业园及太平新城规划面积较大，且目前均处于前期建设阶段，待开发面积较大，配套基础设施建设项目较多，公司作为两个区域基础设施项目投资的主要主体，后续市政基础设施建设业务来源较有保障。但同时我们也关注到，公司承担的建设任务较重，截至 2013 年末主要在建项目计划总投资为 88.71 亿元，项目后续尚需投入 78.34 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 11 截至 2013 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投入
安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目	28,654.00	9,867.41	18,786.59
安宁工业园区建设石化组团中石油西环线工程项目	16,591.87	6,651.10	9,940.77
安宁工业园区建设石化组团中石油南环线工程项目	25,464.55	7,725.41	17,739.14
安宁工业园区建设石化组团中石油北环线工程项目	22,173.00	5,531.21	16,641.79
安宁工业园区九龙河防洪治理工程项目	23,109.19	5,321.52	17,787.67
安宁工业园区中小企业科技孵化基地科技产业区项目	11,500.00	4,543.23	6,956.77
安宁工业园区中小企业科技孵化基地机械制造标准厂房建设项目	16,523.00	6,124.51	10,398.49
安宁交投公司改造安楚高速公路龙山立交工程项目	25,000.00	897.30	24,102.70
安宁市西一绕市政道路项目	28,620.81	12,625.10	15,995.71
安宁市旅投公司龙川路工程项目	21,077.58	1,023.90	20,053.68
安宁交投公司工业园区运输快速通道（安宁至禄脍）工程项目	71,826.77	26,210.20	45,616.57
安宁市 2012 年公共租赁住房工程项目	21,335.15	9,125.90	12,209.25
5,084.21 亩土地开发	472,516.46	-	472,516.46
始甸安置小区工程	53,000.00	1,226.04	51,773.96
温泉白塔、官庄、甸中集中居住区改造	6,000.00	4.50	5,995.50
二水厂建设工程	6,000.00	719.22	5,280.78
石江水源地	1,780.00	2,745.46	-
甸心工程	1,200.00	264.88	935.12
二水厂配套管网工程	10,000.00	607.50	9,392.50
廉租房工程	9,694.00	893.81	8,800.19
公租房工程	15,000.00	2,496.39	12,503.61
合计	887,066.38	104,604.59	783,427.25

资料来源：公司提供

工程及供水业务在一定程度上丰富了公司的收入来源

公司下属的安宁市路达市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）主要业务为市政基础设施建设，得益于近几年安宁市城市建设的加速，公司承揽的工程项目较多，为公司带来一定的工程收入，在一定程度上丰富了公司的收入来源。

公司下属的安宁市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责安宁市城区的自来水供应。目前公司拥有一个水厂，日供水能力为 2.2 万立方米/日。2011-2013 年公司实际供水 737.99 万立方米、704.63 万立方米和 855.79 万立方米，分别实现供水收入 1,378.00 万元、2,304.74 万元和 3,588.92 万元。

公司作为安宁市的主要投融资主体及国有资产管理主体，在财政补贴、资产注入等方面得到安宁市政府的大力支持

公司作为安宁市主要的基础设施投融资建设主体，承担了安宁市较多的基础设施建设任务，得到了安宁市政府的大力支持。

2011-2013 年安宁市政府向公司注入了大量的土地、股权等资产（明细见下表），合计价值 200,182.03 万元，大幅提升了公司的资产规模。为保证公司的持续健康发展，安宁市财政局持续对公司进行财政补贴，2011-2013 年安宁市政府累计给予公司 58,480.09 万元的财政补贴。

表 12 2011-2013 年安宁市政府向公司注入的主要资产明细（单位：万元）

年份	资产项目	入账价值	备注
2012 年	股权	1,000.00	安宁市保障性住房建设管理有限公司 100% 股权
	土地	174,195.01	合计 1835.66 亩，均为划拨地
2013 年	土地	24,987.02	合计 213.94 亩，均为划拨地
合计	-	200,182.03	-

资料来源：公司提供

七、财务分析

（一）财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经中兴华富华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011-2013 年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。纳入合并财务报表范围内的一级子公司为 9 家（见表 1）。

（二）财务状况

资产结构与质量

随着政府注入大量资产，公司资产规模大幅度增加；公司资产主要为存货及应收款项等，整体资产流动性较弱

近年来，随着政府资产的大量注入，公司的资产规模大幅增长，2011-2013年，公司总资产复合增长率为32.89%，截至2013年末，公司资产规模为1,010,379.98万元。

表13 2011-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	959,427.03	94.96%	890,880.34	97.34%	553,510.89	96.74%
其中：货币资金	37,284.85	3.69%	52,770.56	5.77%	37,221.97	6.51%
应收账款	131,570.84	13.02%	195,935.52	21.41%	149,769.37	26.18%
其他应收款	161,786.01	16.01%	92,081.62	10.06%	97,058.04	16.96%
存货	548,557.28	54.29%	477,642.61	52.19%	267,494.86	46.75%
非流动资产合计	50,952.95	5.04%	24,316.58	2.66%	18,654.02	3.26%
固定资产	18,730.48	1.85%	10,847.77	1.19%	11,208.54	1.96%
资产总计	1,010,379.98	100.00%	915,196.92	100.00%	572,164.91	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年末，公司货币资金37,284.85万元，主要为银行存款。2013年底，公司应收账款为131,570.84万元，其中应收安宁市财政局、安宁市湖新城管理委员会、安宁市工业园区管委会3家单位的工程项目回购款项合计120,534.60万元。2013年底公司其他应收款为161,786.01万元，主要为与安宁市财政局、安宁职业教育基地管理委员会等单位之间的往来款。公司应收账款和其他应收款合计293,356.85万元，应收对象主要集中在安宁市财政局等行政事业单位，发生坏账的风险相对不大，但应收款项规模较大，是否能及时收回存在较大的不确定性，且在一定程度上影响公司的资金运营效率。

2013年底公司存货为548,557.28万元，主要为安宁市政府注入公司的评估价值合计为39.15亿元的8,055.24亩土地资产(明细见下表)及尚未回购的基础设施投入，土地资产规模较大，易受土地市场价格波动的影响。我们关注到，公司土地资产中有价值206,083.38万元的4,349.98亩土地已经抵押，同时公司土地基本上为划拨地，其中价值177,319.26万元的划拨土地用途为空闲地；价值79,573.70万元的划拨土地已取得安宁市财政局出具的未来该部分土地出让时代替公司补缴该部分土地出让金的承诺文件。

表14 2013年末公司存货中的土地资产明细（单位：万元、亩）

土地证编号	账面价值	土地面积	土地性质	土地用途	是否抵押
安国用(1999)字第0025号	42.74	11.76	划拨	水厂	否

安国用（2009）第 1071 号	17,743.56	582.39	划拨	空闲地	否
安国用（2009）字第 1072 号	16,361.52	537.32	划拨	空闲地	是
安国用（2009）第 1075 号	16,439.40	539.88	划拨	空闲地	是
安国用（2009）第 1076 号	16,070.46	527.47	划拨	空闲地	否
安国用（2009）字第 1077 号	16,073.16	527.56	划拨	空闲地	否
安国用（2009）第 1078 号	15,970.00	531.45	划拨	空闲地	否
安国用（2010）第 0378 号	78,661.15	468.00	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0379 号		267.00	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0380 号		267.00	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0412 号		468.00	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0413 号		333.63	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0414 号		333.00	划拨	空闲地	是
安国用（2010）第 0415 号		479.58	划拨	空闲地	是
安国用（2012）第 0777 号	7,283.13	44.19	出让	城镇住宅用地	否
安国用（2012）第 1095 号	16,831.35	118.78	划拨	商住及部分绿化用地	是
安国用（2012）第 1096 号	34,927.95	246.40	划拨	住宅及部分绿化用地	是
安国用（2012）第 1097 号	3,800.21	26.31	划拨	城镇住宅用地	是
安国用（2012）第 1098 号	39,061.80	265.07	划拨	住宅及部分绿化用地	是
安国用（2012）第 1190 号	7,656.62	87.41	出让	城镇住宅、批发零售及其他商服用地	否
安国用（2013）第 0979 号	16,794.66	510.59	划拨	城镇住宅及批发零售用地	否
安国用（2013）第 0980 号	37,613.67	100.18	划拨	商务金融、住宅、文化娱乐	否
安国用（2013）第 0981 号	25,165.37	568.33	划拨	城镇住宅及批发零售用地	否
安国用（2013）第 1223 号	698.50	5.78	划拨	城镇住宅兼批发零售用地	否
安国用（2013）第 1224 号	18,416.10	152.33	划拨	城镇住宅兼批发零售用地	否
安国用（2013）第 1225 号	2,465.56	20.39	划拨	批发零售用地	否
安国用（2013）第 1307 号	1,049.10	10.41	划拨	商务金融用地（含部分公园与绿地用地）	否
安国用（2013）第 1556 号	438.40	3.54	划拨	商务金融、餐饮娱乐用地	否
安国用（2013）第 1557 号	698.77	7.59	划拨	住宿餐饮用地	否

安国用（2013）第 1558 号	101.49	1.01	划拨	批发零售用地	否
安国用（2013）第 1560 号	1,119.10	12.89	划拨	商务金融用地	否
合计	391,483.77	8,055.24			

资料来源：公司提供

截至 2013 年 12 月 31 日，公司固定资产为 18,730.48 万元，主要为供水设施及房屋资产。

综上，受益于政府资产的注入，公司资产规模大幅度增长，但资产主要为存货及应收款项等，其中存货中部分土地资产已经抵押，且应收款项是否能及时收回存在较大的不确定性，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入具有较好的可持续性，毛利也相对较为稳定，但利润主要来源于政府补贴

2011-2013 年，公司营业收入分别为 55,885.05 万元、59,096.55 万元和 64,259.59 万元，营业收入稳步攀升。安宁工业园及太平新城未来配套基础设施建设项目较多，公司作为上述两个区域基础设施主要建设主体，后续业务来源较有保障，业务收入具有较好的可持续性。

公司市政基础设施建设业务毛利率较为稳定，综合毛利率也波动不大，2011-2013 年公司综合毛利率分别为 17.99%、16.87%和 19.54%。

2011-2013 年公司累计获得补贴收入 58,480.09 万元，占三年利润总额之和的 80.30%，公司利润主要来源于政府补贴。

表15 公司2011-2013年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	64,259.59	59,096.55	55,885.05
营业利润	4,893.26	4,356.58	5,579.26
营业外收入	21,291.76	18,370.45	19,012.59
利润总额	25,547.46	22,704.36	24,571.20
净利润	23,302.17	21,050.66	22,648.59
综合毛利率	19.54%	16.87%	17.99%
期间费用率	10.55%	6.90%	6.55%
总资产报酬率	2.80%	3.10%	-

资料来源：公司审计报告

现金流

公司在建拟建项目投资规模较大，后续面临较大的资金压力

2011-2013 年公司收现比分别为 0.31、0.59 及 2.64，2013 年公司收回了大部分基础设施回购产生的应收账款，当年收现比较高，但受资金往来规模较大的影响，公司经营活动现金流并未发生较大的改善。公司每年承担的市政基础设施项目较多，项目建设支出规模相对较大，受项目回购资金未能及时回笼及对外资金拆借的影响，公司整体现金流表现一般。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司主要在建及拟建项目计划总投资 887,066.38 万元，尚需投资 783,427.25 万元，投资规模较大，且公司负责的太平新城及安宁工业园待开发面积较大，未来建设任务较重，后续建设面临较大的资金压力。

表 16 公司 2011-2013 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
收现比	2.64	0.59	0.31
销售商品、提供劳务收到的现金	169,469.62	35,101.71	17,542.60
经营活动净现金流	9,392.72	7,585.93	7,900.31
投资活动净现金流	-24,692.88	-42,121.03	-3,501.77
筹资活动净现金流	-185.54	50,083.68	-14,413.16
现金净增加额	-15,485.71	15,548.59	-10,014.61

数据来源：公司审计报告

债务结构与财务安全性

公司负债规模持续攀升，有息债务规模相对较大，面临较重的债务偿付压力

近年来，受基础设施建设持续大规模投入的影响，公司对外融资规模持续增加，负债规模不断增长，2011-2013 年三年复合增长率为 26.65%，截至 2013 年末公司负债总额为 417,261.71 万元。但受资产规模增长的影响，资产负债率并未上升，2013 年末公司资产负债率为 41.30%。

从债务结构来看，截至 2013 年末，公司其他应付款为 105,447.13 万元，主要为和天宁公司、昆明公路总段机械公司等单位之间的资金往来。2013 年底，公司短期借款 10,140.00 万元、一年内到期的非流动负债为 11,200.00 万元、长期借款 35,850.00 万元、长期应付款中的信托借款 118,100.70 万元（明细见下表），有息债务余额合计 175,290.70 万元¹，有息债务规模较大，公司面临较重的债务偿付压力。

¹ 本处有息债务余额=短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债+长期应付款中的信托借款

表 17 2013 年末公司信托借款明细 (单位: 万元)

信托机构名称	余额	期限	利率	抵质押物
中航信托	68,100.70	2012/7-2015/7	12.00%	-
长安信托	20,000.00	-	11.65%	土地使用权
华奥信托	30,000.00	-		土地使用权

数据来源: 公司审计报告

表 18 公司 2011-2013 年债务结构 (单位: 万元)

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	189,148.28	45.33%	208,204.95	52.90%	135,759.58	52.19%
短期借款	10,140.00	2.43%	6,350.00	1.61%	7,000.00	2.69%
其他应付款	105,447.13	25.27%	154,712.46	39.31%	93,075.90	35.78%
一年内到期的非流动负债	11,200.00	2.68%	18,050.00	4.59%	18,600.00	7.15%
非流动负债合计	228,113.43	54.67%	185,347.18	47.10%	124,381.21	47.81%
长期借款	35,850.00	8.59%	63,480.00	16.13%	96,010.00	36.91%
长期应付款	118,100.70	28.30%	71,685.00	18.21%	-	0.00%
专项应付款	74,162.73	17.77%	50,182.18	12.75%	28,371.21	10.91%
负债总额	417,261.71	100.00%	393,552.13	100.00%	260,140.80	100.00%

数据来源: 公司审计报告

就偿债能力而言, 最近三年公司的流动比率、速动比率及 EBITDA 利息保障倍数尚可, 但考虑到公司承担的基础设施建设任务较重, 资金需求量较大, 后续融资规模仍将会持续增加, 未来随着有息债务规模的不断增加, 公司的偿债压力将会逐步加重。

表 19 公司 2011-2013 年偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	41.30%	43.00%	45.47%
流动比率	5.07	4.28	4.08
速动比率	2.17	1.98	2.11
EBITDA (万元)	28,652.25	23,741.18	25,827.89
EBITDA 利息保障倍数	5.73	3.79	3.21

数据来源: 公司审计报告

八、其他重要事项

截至2013年末公司对外提供担保33,275.00万元 (见下表), 担保金额相对较大, 存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2013 年末公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保单位	担保金额	担保期限
-------	------	------

安宁中学	525.00	2010年-2015年
昆钢医院	17,500.00	2011年-2025年
安宁市人民医院	7,000.00	2009年-2014年
安宁市交通局	5,950.00	2012年-2015年
安宁怡泉商贸有限公司	300.00	2013年-2014年
安宁温泉绿林环卫绿化有限公司	1,000.00	2013年-2014年
安宁瑞泽商贸有限公司	500.00	2013年-2015年
安宁源林谷绿化有限公司	500.00	2013年-2014年
合 计	33,275.00	--

数据来源：公司审计报告

九、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模为人民币 12 亿元，在存续期内每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年年末分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。

（二）本期债券偿债保障及主要偿债风险

本期债券偿债资金主要来源于募投项目建成后所获得的收益和公司日常经营产生的现金流。

本期债券募投项目中安宁工业园区建设石化组团中石油东环线工程项目等十个项目收益来源于安宁市政府指定的 5,084.21 亩土地未来出让收益；剩余两个项目将由政府以项目成本 120% 的溢价回购。安宁市政府指定的 5,084.21 亩土地按照目前市场价格测算，出让收入预计约为 78.75 亿元，开发成本约 47.25 亿元，扣除计提的教育、农田水利及上缴上级资金等 7.88 亿元，土地开发净收益约为 23.63 亿元，可较好覆盖相对应募投项目的投资成本。

公司面临的主要偿债风险如下：

1、公司本期债券募投项目投资规模相对较大，且大部分项目收益为安宁市政府指定的土地未来出让收益，未来该部分土地是否能及时出让及出让金是否能及时返还公司均具有较大的不确定性，债券募投项目收益资金是否能及时收回将直接影响公司的偿债能力。

2、公司应收款项规模较大，该部分款项是否能及时回笼或变现在一定程度上会影响公司资金链的松紧度，进而对公司偿债能力产生影响。

3、公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力，公司后续建设任务较重，经营活动资金链可能会进一步收紧，也可能影响到公司的偿债能力。

（三）本期债券担保分析

重庆市三峡担保集团有限公司及重庆进出口信用担保有限公司按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）及重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）按份为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，其中三峡担保担保份额为本期债券募集资金的三分之二；重庆进出口担保份额为本期债券募集资金的三分之一。保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

一、重庆市三峡担保集团有限公司

三峡担保是依据国家开发银行与重庆市人民政府开发性金融合作备忘录和中共重庆市委《关于加快库区产业发展着力解决移民就业促进库区繁荣稳定的决定》，并经国家发展和改革委员会发改企业【2006】1654 号文批准，于 2006 年 4 月组建成立的政策性担保机构。三峡担保初始注册资本为 5 亿元，由重庆渝富资产经营管理有限公司（以下简称“重庆渝富”）全额出资。此后，经历次增资及股权变动，截至 2012 年 12 月 31 日，三峡担保注册资本达 30 亿元，其中重庆渝富占股 50%；中国长江三峡集团公司占股 33.33%；国开金融有限责任公司占股 16.67%。

三峡担保融资担保业务主要集中在重庆地区，成都、宜昌、北京和西安分公司已经开展业务；同时，三峡担保开展了全国性的债券担保业务，债券担保对象主要是地方政府下属的城市基础设施投资企业，并计划向中小企业集合债等提供担保。

截至 2012 年 12 月 31 日，三峡担保总资产为 57.91 亿元，归属于母公司所有者权益为 37.30 亿元，资产负债率为 32.97%，期末担保余额为 396.54 亿元。2012 年三峡担保实现营业收入 8.23 亿元，利润总额 5.32 亿元。

表 21 三峡担保主要财务指标数据（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
总资产	579,092.92	514,32.87
归属于母公司所有者权益	373,013.47	340,060.54
实收资本	300,000.00	300,000.00
资产负债率	32.97%	31.07%
营业收入	82,274.97	59,951.39
利润总额	53,175.88	44,349.03

经营活动现金流净额	37,979.83	-27,654.55
净资产收益率	12.24%	10.85%
总资产回报率	9.73%	9.95%
期末担保余额	396.54	227.80

资料来源：重庆市三峡担保集团有限公司提供

二、重庆进出口信用担保有限公司

重庆进出口成立于2009年1月15日，是由重庆渝富资产经营管理有限公司（以下简称“重庆渝富”）与中国进出口银行共同投资组建的融资性担保公司，原始注册资本10亿元；2010年8月，重庆进出口增加注册资本至20亿元。截至2012年底，重庆进出口注册资本20亿元，其中重庆渝富出资12亿元，占股60%，为重庆进出口控股股东，中国进出口银行出资8亿元，占股40%。

重庆进出口主要从事融资性担保业务（包括证券担保）、非融资性担保业务，以及委托贷款、财务顾问等。重庆进出口业务主要集中在重庆地区，外地业务占有一定比例。目前，重庆进出口已开展的业务类型包括项目融资、流动资金贷款、综合授信担保和集合票据担保等。

随着注册资本的增加以及业务的开展，重庆进出口担保规模逐年上升。2012年，重庆进出口当期担保发生额814,383.00万元，期末担保余额1,352,160.00万元，分别较去年同期增长50.86%和35.20%，担保业务运营良好，担保规模位列全国同行业前列。

截至2012年12月31日，重庆进出口总资产为318,218.14万元，净资产为223,019.15万元，资产负债率为29.92%，期末担保余额为1,352,160.00万元，累计计提担保风险准备金64,092.86万元。2012年，重庆进出口实现营业收入49,347.61万元，利润总额20,213.97万元。

表 22 重庆进出口主要财务指标数据（单位：万元）

项目	2012年	2011年
总资产	318,218.14	266,371.90
所有者权益	223,019.15	214,462.30
实收资本	200,000.00	200,000.00
资产负债率	29.92%	19.49%
营业收入	49,347.61	32,698.93
利润总额	20,213.97	10,401.06
经营活动现金流净额	68,634.60	1,541.90
综合毛利率	28.13%	20.92%
当期担保发生额	814,383.00	539,837.32
期末担保余额	1,352,160.00	1,000,146.00

担保风险准备金	64,092.86	37,655.02
---------	-----------	-----------

资料来源：重庆进出口提供

三峡担保及重庆进出口资本实力较强，近年担保业务经营良好。经鹏元综合评定，重庆市三峡担保集团有限公司及重庆进出口信用担保有限公司主体长期信用等级均为 **AA+**，两者按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	37,284.85	52,770.56	37,221.97
应收账款	131,570.84	195,935.52	149,769.37
预付款项	80,228.05	72,450.03	1,966.65
其他应收款	161,786.01	92,081.62	97,058.04
存货	548,557.28	477,642.61	267,494.86
流动资产合计	959,427.03	890,880.34	553,510.89
长期股权投资	20,562.32	4,593.50	2,236.27
固定资产	18,730.48	10,847.77	11,208.54
在建工程	10,344.39	7,555.82	3,990.27
无形资产	50.60	51.35	52.77
长期待摊费用	79.19	144.04	167.35
递延所得税资产	1,185.96	1,124.10	998.83
非流动资产合计	50,952.95	24,316.58	18,654.02
资 产 总 计	1,010,379.98	915,196.92	572,164.91
短期借款	10,140.00	6,350.00	7,000.00
应付账款	2,612.88	5,573.79	3,466.80
预收款项	57,529.09	16,683.75	7,200.00
△应付职工薪酬	14.30	158.66	58.72
应交税费	1,803.52	6,676.29	6,358.17
应付利息	401.37	-	-
其他应付款	105,447.13	154,712.46	93,075.90
一年内到期的非流动负债	11,200.00	18,050.00	18,600.00
流动负债合计	189,148.28	208,204.95	135,759.58
长期借款	35,850.00	63,480.00	96,010.00
长期应付款	118,100.70	71,685.00	0.00
专项应付款	74,162.73	50,182.18	28,371.21
非流动负债合计	228,113.43	185,347.18	124,381.21
负 债 合 计	417,261.71	393,552.13	260,140.80
实收资本（股本）	30,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	482,032.61	434,351.30	225,781.29
盈余公积	3,243.85	2,171.21	1,155.56
未分配利润	77,365.43	55,122.28	35,087.27
归属于母公司所有者权益合计	592,641.88	521,644.78	292,024.11
*少数股东权益	476.38	0.00	20,000.00
所有者权益合计	593,118.27	521,644.78	312,024.11

负债和所有者权益总计

1,010,379.98

915,196.92

572,164.91

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	64,259.59	59,096.55	55,885.05
减：营业成本	51,703.88	49,128.46	45,831.95
营业税金及附加	602.70	992.40	433.41
销售费用	1,345.94	807.48	116.17
管理费用	4,375.36	3,231.61	3,372.94
财务费用	1,059.93	41.22	170.34
△资产减值损失	247.45	501.08	39.88
投资收益（损失以“-”号填列）	-31.08	-37.73	-341.09
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,893.26	4,356.58	5,579.26
加：营业外收入	21,291.76	18,370.45	19,012.59
减：营业外支出	637.55	22.66	20.66
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	25,547.46	22,704.36	24,571.20
减：所得税费用	2,245.29	1,653.70	1,922.61
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	23,302.17	21,050.66	22,648.59

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	169,469.62	35,101.71	17,542.60
收到其他与经营活动有关的现金	21,661.03	122,456.02	109,586.15
经营活动现金流入小计	191,130.64	157,557.73	127,128.75
购买商品、接受劳务支付的现金	69,964.76	79,464.91	43,542.52
支付给职工以及为职工支付的现金	2,962.18	2,270.96	1,803.82
支付的各项税费	8,582.93	4,907.26	1,135.63
支付其他与经营活动有关的现金	100,228.05	63,328.67	72,746.46
经营活动现金流出小计	181,737.92	149,971.80	119,228.43
经营活动产生的现金流量净额	9,392.72	7,585.93	7,900.31
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
取得投资收益收到的现金	0.09	1.67	-
收到其他与投资活动有关的现金	33,980.55	19,257.63	15,869.93
投资活动现金流入小计	33,980.65	19,259.30	15,869.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	42,673.53	61,380.33	19,280.07
投资支付的现金	16,000.00	-	930.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-838.37
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-
投资活动现金流出小计	58,673.53	61,380.33	19,371.70
投资活动产生的现金流量净额	-24,692.88	-42,121.03	-3,501.77
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	490.00	-	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	490.00	-	-
取得借款收到的现金	21,690.00	36,740.00	44,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	50,000.00	71,685.00	-
筹资活动现金流入小计	72,180.00	108,425.00	44,000.00
偿还债务支付的现金	52,380.00	52,070.00	50,355.00
偿付利息支付的现金	4,595.31	6,271.32	8,058.16
支付其他与筹资活动有关的现金	15,390.24	-	-
筹资活动现金流出小计	72,365.54	58,341.32	58,413.16
筹资活动产生的现金流量净额	-185.54	50,083.68	-14,413.16
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-15,485.71	15,548.59	-10,014.61

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	23,302.17	21,050.66	22,648.59
加：资产减值准备	247.45	501.08	39.88
固定资产折旧	1,610.51	625.69	628.84
无形资产摊销	4.11	3.92	3.50
长期待摊费用摊销	64.85	28.21	20.70
固定资产报废损失	78.85	-	-
财务费用	1,425.32	379.00	603.66
投资损失	31.08	37.73	341.09
递延所得税资产减少	-61.86	-125.27	-
存货的减少	-45,927.65	-744.97	-168.12
经营性应收项目的减少	-19,939.70	-111,668.51	-55,149.31
经营性应付项目的增加	48,557.59	97,498.40	38,931.49
经营活动产生的现金流量净额	9,392.72	7,585.93	7,900.31
现金的期末余额	37,284.85	52,770.56	37,221.97
减：现金的期初余额	52,770.56	37,221.97	47,236.58
现金及现金等价物净增加额	-15,485.71	15,548.59	-10,014.61

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入净额}$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入净额}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$	

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

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，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。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等级。

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发行主体有关的信息，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等级。

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等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。