

成都兴蜀投资开发有限责任公司

2017 年城市停车场建设

专项债券信用评级报告



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

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

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

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

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>

报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【348】
号 01

分析师

姓名：
金善姬 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
jinshj@pyrating.cn

评级日期：
2017 年 07 月 13 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

成都兴蜀投资开发有限责任公司 2017 年城市停车场建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：13 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡担保集团股份有限公司

债券偿还方式：按年付息，分次还本，在存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行
总额 20% 的比例偿还债券本金

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对成都兴蜀投资开发有限责任公司（以下简称“兴蜀投资”或“公司”）本次拟发行总额 13 亿元城市停车场建设专项债券（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。该等级的评定是考虑到崇州市经济和公共财政收入增长较快，公司工程代建收入来源较有保障，公司在财政补贴方面获得当地政府较大支持，重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平；同时我们也关注到了近年崇州市政府性基金收入波动较大，导致地方综合财力出现波动，公司资金压力较大，资产流动性较弱，收入来源单一，有息负债规模较大以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 近年崇州市经济和公共财政收入增长较快。2014-2016 年，崇州市地区生产总值分别为 203.23 亿元、226.10 亿元和 254.04 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 9.8%、12.3%和 11.3%；公共财政收入分别为 13.73 亿元、15.14 亿元和 16.99 亿元，年均复合增长率达 11.25%，经济和财政实力持续增强。
- 公司工程代建收入来源较有保障。截至 2016 年末，公司代建项目总投资合计 63.28 亿元，已投资 30.82 亿元，代建项目投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障。

- **地方政府支持力度较大。**2014-2016 年，公司分别获得财政补贴 1.20 亿元、1.44 亿元和 1.40 亿元，有效提升了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**三峡担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **近年崇州市政府性基金收入波动较大，导致地方综合财力出现波动。**受国有土地出让情况影响，近年崇州市政府性基金收入存在较大波动，导致地方综合财力出现波动，2014-2016 年崇州市政府性基金收入分别为 17.78 亿元、8.07 亿元和 11.56 亿元，地方综合财力分别为 50.46 亿元、44.75 亿元和 48.55 亿元。未来政府性基金收入的实现仍存在一定的波动性，不利于地方综合财力的稳定。
- **公司资金支出压力较大。**截至 2016 年末，公司在建项目总投资为 75.28 亿元，尚需投资 42.74 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地使用权和开发成本为主，应收款项回款时间具有一定的确定性，且土地使用权已全部用于借款抵押，2016 年末公司受限资产占总资产的比重达 56.92%，整体资产流动性较弱。
- **公司收入来源单一。**2014-2016 年工程代建收入占营业收入的比重分别为 99.49%、99.68%和 99.72%，收入来源较为单一，营业收入易受代建项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度影响。
- **公司有息负债规模较大，存在较大的刚性债务压力。**2016 年末公司有息负债为 53.87 亿元，较 2014 年末增长 119.72%，占负债总额的比重为 75.91%；近年公司 EBITDA 利息保障倍数较低，偿债压力较大，且 2017 年需偿还债务 18.37 亿元，面临较大的集中偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保金额合计 25.02 亿元，占所有者权益的比重为 25.63%，对外担保规模大且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,685,642.18	1,430,731.75	1,291,726.10
所有者权益合计（万元）	975,987.77	959,375.83	942,173.50

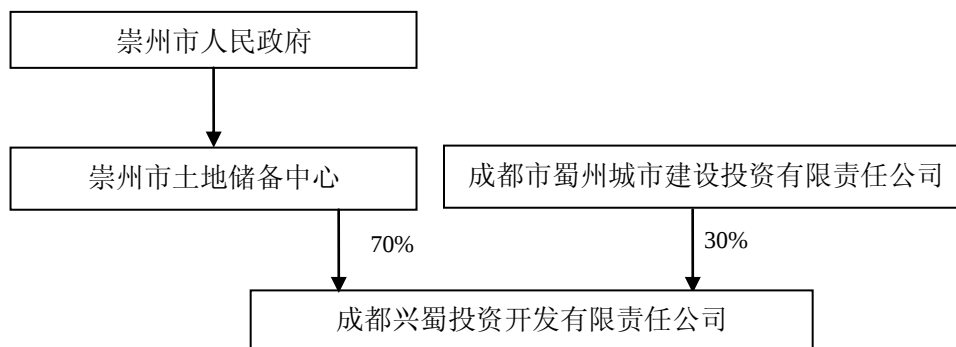
有息负债（万元）	538,714.42	368,845.90	245,185.00
资产负债率	42.10%	32.95%	27.06%
流动比率	3.15	4.76	5.46
营业收入（万元）	40,440.81	41,674.20	50,083.44
补贴收入（万元）	14,020.10	14,423.33	11,953.13
利润总额（万元）	17,480.75	17,857.77	15,648.05
综合毛利率	10.33%	10.38%	10.62%
EBITDA（万元）	19,198.23	18,807.35	17,139.64
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.72	0.66
经营活动现金流净额（万元）	-29,759.63	62,368.56	53,144.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2007年12月7日，系经崇州市人民政府《关于成立成都兴蜀投资开发有限责任公司的通知》（崇府函[2007]177号）批准，由崇州市土地储备中心（以下简称“崇州市土储中心”）以7,000万元土地使用权、成都市蜀州城市建设投资有限责任公司（以下简称“蜀州城建”）以3,000万元现金共同出资成立的有限责任公司，初始注册资本为10,000万元。截至2017年6月末，公司注册资本及实收资本均为10,000万元，崇州市土储中心持股70.00%，蜀州城建持股30.00%，实际控制人为崇州市人民政府，公司产权控制关系如图1所示。

图1 截至2017年6月30日公司产权控制关系图



资料来源：公司提供

公司是崇州市重要的投融资平台之一，主要负责崇州市经济开发区路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套设施建设以及安置房建设等。2014-2016年公司无纳入合并报表范围的子公司。

截至2016年末，公司资产总额为1,685,642.18万元，所有者权益合计975,987.77万元，资产负债率为42.10%；2016年度，公司实现营业收入40,440.81万元，利润总额17,480.75万元，经营活动产生的现金净流出29,759.63万元。

二、本期债券概况

债券名称：2017年成都兴蜀投资开发有限责任公司城市停车场建设专项债券；

发行总额：13亿元；

债券期限：7年；

债券利率：本期债券采用固定利率方式，票面利率为Shibor基准利率加上基本利差。

本期债券采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息 1 次，同时设置本金提前偿还条款，即在债券存续期内的第 3-7 年末，分别按照发行总额的 20%比例偿还本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金13.00亿元，其中7.80亿元用于崇州市停车场建设项目，5.20亿元用于补充公司营运资金，募集资金具体使用安排如下表所示：

表 1 本期债券募集资金使用明细（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	占项目总投资比例
崇州市停车场建设项目	120,000.00	78,000.00	65.00%
补充营运资金	-	52,000.00	-
合计	-	13,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及进度

崇州市停车场建设项目共包括17个停车场的建设，项目选址于崇州市崇阳镇和大划镇，总用地面积424,275平方米（约636亩），主要建设内容包括地下停车场、地面停车场及配套商业，其中地下停车场363,109平方米，含机动车位7,928个（包含充电桩车位793个），非机动车位12,365个；地面停车场91,469平方米，含机动车位3,547个（包含充电桩车位355个），非机动车位1,397个；配套商业30,000平方米。建设内容及规模组成如下表所示。

表2 本期债券募投项目建设内容及规模组成（单位：平方米、个）

项目名称	项目位置	配套商业	停车场面积		机动车位		非机动车位	
		地上	地上	地下	地上	地下	地上	地下
崇州市青年公苑二期保障性住房停车场	崇州市大划镇	1,104	2,216	14,506	6	176	1,033	3,909
崇州市崇阳镇永安路片区一期棚户区改造项目停车场	崇阳成大路	1,646	728	24,214	-	594	364	821
崇州市人民医院综合培训中心大楼停车场	崇阳镇仁里社区3组	249	1,500	2,280	60	60	-	-

崇阳镇保障性农民安置房三和安置点停车场	三和社区 7 组	640	-	9,698	-	238	-	-
崇阳镇保障性农民安置房怡和花园停车场	三和社区 7 组	2,654	-	40,214		1,130	-	-
成都崇州经开区明湖安置区二期安置房停车场	崇州市崇阳街办彭庙村、大土村	3,345	41,775	8,915	1,671	-	-	4,862
四川省信息安全（大数据）产业示范园区产建设项目-明湖新型社区清翠苑 B 区住宅停车场	崇州市崇阳街办彭庙村	2,636	34,125	5,819	1,365			2,773
崇州市崇阳镇永安安置房停车场	崇阳镇街永安村	3,252	5,025	44,257	201	1,280	-	-
崇州市崇阳镇同心二期安置房停车场	崇阳镇同心村	1,237	1,900	16,841	76	315	-	-
崇州市崇阳镇石羊二期安置房停车场	崇阳镇石羊社区	1,009	425	14,860	17	281	-	-
崇州市成蒲铁路枢纽战旗广场停车场	崇阳镇三和社区	1,788	1,075	26,023	43	660	-	-
崇州市崇州市中医医院迁建项目停车场	崇阳镇同心村	2,639	1,175	38,810	47	193	-	-
三和社区停车场	崇阳镇街办三和社区	1,056		16,000		400	-	-
仁里社区停车场	崇阳镇仁里社区	913	650	13,178	26	400	-	-
成温邛快速通道崇州段大划安置点停车场	大划场镇	547	875	7,415	35	121	-	-
西江保障性住房二期停车场	崇阳镇街办西江社区	969	-	14,681	-	419	-	-
南城锦地停车场	崇阳镇街办三和社区	4,316	-	65,398	-	1,721	-	-
合计	-	30,000	91,469	363,109	3,547	7,928	1,397	12,365

资料来源：公司提供，鹏元整理

该项目计划总投资为120,000.00万元，其中工程费用83,431.99万元；设备及工器具购

置费用5,177.60万元；工程建设其他费用18,919.28万元；预备费8,602.31万元；建设期利息3,868.82万元。

该项目建设期为 26 个月，即 2016 年 3 月至 2018 年 4 月。其中 2016 年 3 月-2016 年 5 月为项目前期准备工作阶段，2016 年 6 月-2018 年 3 月为项目施工阶段；2018 年 4 月为竣工验收阶段。截至 2016 年末，该项目已投资 17,168.83 万元。

2、项目批准情况

该项目的可行性研究报告已获得崇州市发展和改革局批准，项目的规划、用地、环评也已经得到相关部门的批复。

表3 截至2017年6月30日崇州市停车场建设项目已取得的批复函和意见

批准时间	批准部门	批准内容	批准文号
2015 年 12 月 24 日	崇州市国土资源局	成都市崇州市城市停车场建设项目规划审查意见	崇土规审【2015】B050号
2016 年 4 月 20 日	崇州市城乡规划局	崇州市停车场建设项目选址意见书（17 个）	-
2016 年 10 月 10 日	崇州市人民政府	崇州市人民政府关于崇州市停车场项目建设工程社会稳定风险评估报告的批复	崇府函【2016】179 号
2016 年 10 月 27 日	崇州市发展和改革局	固定资产投资项目节能登记表	-
2016 年 12 月 27 日	崇州市环境保护局	崇州市环境保护局关于成都新蜀投资开发有限责任公司成都市崇州城区停车场建设项目环境影响报告表审查批复	崇环建评【2016】122 号
2016 年 12 月 29 日	崇州市人民政府	崇州市人民政府关于特许经营管理崇州市城区停车场相关事业的批复	崇府函【2016】232 号
2016 年 12 月 30 日	崇州市发展和改革局	崇州市发展和改革局关于明确成都兴蜀投资开发有限责任公司拟建的 17 个停车场价格管理形式及相关价格政策的函	崇发改函【2016】35 号
2016 年 12 月 30 日	崇州市国土资源局	崇州市国土资源局关于崇州市城区停车场项目用地情况的说明	崇国土资【2016】438 号
2017 年 1 月 3 日	崇州市住房和城乡建设局	崇州市住房和城乡建设局关于崇州市城区停车场建设项目相关情况的说明	崇住建【2017】3 号
2017 年 3 月 2 日	崇州市发展和改革局	崇州市发展和改革局关于成都市崇州城区停车场建设项目核准的批复	崇发改审批核【2017】1 号

资料来源：公司提供，鹏元整理

3、项目收益

根据浙江西城工程设计有限公司提供的《成都市崇州城区停车场建设项目项目申请报告》，项目建成后由公司自主经营，经营管理期限为 30 年，收入来源主要为停车位的租售收入、配套商业出租收入、充电服务收入和广告位租赁收入。根据经济效益测算，该项目在本期债券 7 年的存续期（第 2-7 年）内预计可实现收入合计 69,125.34 万元。

四、区域经济

近年崇州市地区经济保持较快增长，经济实力不断增强，但总体规模仍偏小

崇州市为成都市下辖县级市，地处成都市西部，距成都市中心25公里。东临双流县和温江区，西临大邑县，南临邛崃市和新津县，北接都江堰市。截至2016年末，崇州市下辖18个镇、6个乡、1个街道办事处，户籍总人口67.03万人，全市面积1,089平方公里。

崇州市交通便利。崇州市距成都双流国际机场西南航空港30公里，且位于川藏公路干线上。2016年成温邛快速路崇州段建成通车，崇王路西段、王东路、街安路隆兴段、桤泉段等全面完工。截至2016年末，全市公路里程为1,892公里，其中等级公路1,703公里，高速公路49公里。

崇州市处于成都经济圈西部的核心地带，近年来工业发展较为突出，已逐渐形成了新材料、家具、制鞋制革等支柱产业。2013年，崇州市立足市情，确定了“产业新城、品质崇州”的发展目标，加快产业转型升级，着力构建以都市现代农业为基础、先进制造业为主导、现代服务业为支撑的可持续产业体系。2013年以来，崇州市加快发展电子信息产业，打造具有比较优势的消费类电子产业集群，编制完成大数据产业园概念性规划。在建设都市农业方面，崇州市创建了全国都市现代农业示范区，提高土地股份合作社规模和质量；在建设现代服务业方面，崇州市将崇州物流服务站提升为成都市西部物流中心，并加大对街子古镇和元通古镇的建设力度。

受益于工业发展，近年崇州市地区经济增长较快，整体实力不断提升。2014-2016年，崇州市地区生产总值分别为203.23亿元、226.10亿元和254.04亿元，按可比价格计算，同比分别增长9.8%、12.3%和11.3%，增速虽有所波动，但仍明显高于成都市同期水平。2016年，崇州市第一产业实现增加值33.64亿元，同比增长4.5%；第二产业实现增加值123.40亿元，同比增长13.1%；第三产业实现增加值97.00亿元，同比增长11.5%。三次产业结构由2014年的15.1：49.7：35.2调整为2016年的13.2：48.6：38.2，第三产业占比上升了3.0个百分点。2016年，按常住人口计算，崇州市人均生产总值为38,237元，为全国人均生产总值的70.84%，经济发展水平低于全国平均水平。

表 4 2014-2016 年崇州市主要经济指标（单位：亿元）

经济指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	254.04	11.3%	226.10	12.3%	203.23	9.8%
第一产业增加值	33.64	4.5%	31.38	4.8%	30.60	4.4%
第二产业增加值	123.40	13.1%	110.00	14.0%	101.04	13.2%

第三产业增加值	97.00	11.5%	84.72	13.2%	71.59	7.4%
固定资产投资	253.39	17.6%	215.83	11.4%	193.75	9.4%
社会消费品零售总额	76.45	9.0%	70.11	9.6%	63.97	10.6%
进出口总额（亿美元）	1.88	-17.45%	2.28	29.39%	1.76	-
存款余额	440.54	11.1%	396.51	16.5%	340.40	6.5%
贷款余额	194.64	10.5%	176.17	13.3%	155.45	6.8%
人均 GDP（元）	38,237		34,045		30,616	
人均 GDP/全国人均 GDP	70.84%		68.90%		64.86%	

资料来源：崇州市 2014-2016 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016 年崇州市完成规模以上工业总产值 287.22 亿元，实现工业增加值 75.34 亿元，同比增长 17.9%；规模以上工业实现主营业务收入 284.03 亿元，实现利税总额 30.48 亿元，利润总额 15.95 亿元，工业对崇州市地方经济的拉动较为明显。

从拉动地区经济增长的要素来看，2014-2016 年，崇州市社会消费品零售总额逐年增长，消费市场保持平稳；受进口量下滑影响，进出口贸易总额有所波动；固定资产投资总额增速逐年提高，且均处于较高水平。2016 年崇州市完成固定资产投资 253.86 亿元，同比增长 17.6%。其中，第一产业完成固定资产投资 12.49 亿元，同比增长 254%；第二产业完成固定资产投资 96.60 亿元，同比增长 54.3%；第三产业完成固定资产投资 144.77 亿元，同比下降 3.3%。2016 年崇州市房地产开发完成投资 27.28 亿元，同比增长 30.6%；商品房竣工面积 31.77 万平方米，其中住宅竣工 21.40 万平方米；商品房销售面积 62.32 万平方米，同比增长 20.8%；商品房销售额 33.23 亿元，同比增长 33.6%。

五、财政实力

崇州市公共财政收入增长较快，但财政自给率偏低；政府性基金收入存在较大波动，导致地方综合财力出现波动

受政府性基金收入波动影响，近年崇州市地方综合财力有所波动，2014-2016 年崇州市地方综合财力分别为 50.46 亿元、44.75 亿元和 48.55 亿元。从地方综合财力构成来看，2016 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 34.99%、41.21% 和 23.80%，上级补助收入是地方综合财力的最主要来源。

受益于地方经济的快速增长，崇州市公共财政收入持续增长，2014-2016 年分别为 13.73 亿元、15.14 亿元和 16.99 亿元，年均复合增长率为 11.25%。其中，税收收入占公共财政收入的比重分别为 79.21%、75.57% 和 77.17%，虽有所波动，但是公共财政收入质量均保持在较好水平。

崇州市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，近年随着国有土地使用权出让收入的大幅波动，崇州市政府性基金收入波动较大，且2015年大幅下降，2014-2016年分别为17.78亿元、8.07亿元和11.56亿元。考虑到国有土地使用权出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现仍存在一定的波动性，不利于地方综合财力的稳定。

近年崇州市上级补助收入规模较大，并以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主。2014-2016年崇州市上级补助收入分别为18.95亿元、21.53亿元和20.01亿元，其中专项转移支付收入占比分别为50.85%、49.00%和46.20%，上级补助收入可支配程度一般。

表 5 2014-2016 年崇州市财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力	485,527	447,501	504,554
（一）公共财政收入	169,881	151,448	137,255
其中：税收收入	131,100	114,446	108,715
非税收入	38,781	37,002	28,540
税收收入/公共财政收入	77.17%	75.57%	79.21%
（二）上级补助收入	200,068	215,346	189,520
其中：返还性收入	9,900	11,709	11,857
一般性转移支付收入	97,729	98,190	81,286
专项转移支付收入	92,439	105,447	96,377
（三）政府性基金收入	115,578	80,707	177,779
其中：国有土地使用权出让收入	-	64,095	162,582
财政支出	514,818	486,388	552,855
（一）公共财政支出	371,277	381,381	361,689
（二）政府性基金支出	143,541	105,007	191,166
财政自给率	45.76%	39.71%	37.95%

注：未取得崇州市 2016 年国有土地使用权出让收入数据；地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。
 资料来源：崇州市财政局，鹏元整理

财政支出方面，崇州市财政支出以公共财政支出为主。2014-2016年公共财政支出分别为36.17亿元、38.14亿元和37.13亿元，其中社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、教育和一般公共服务合计占公共财政支出的比重分别为43.83%、49.17%和55.52%，财政支出弹性逐年趋弱。从崇州市近年财政自给率来看，财政自给率逐年提高但仍处于较低水平，财政自给能力偏弱。

表6 2014-2016年崇州市公共财政支出中刚性支出情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
----	--------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
刚性支出	206,140	55.52%	187,526	49.17%	158,525	43.83%
社会保障和就业支出	69,802	18.80%	41,193	10.80%	32,767	9.06%
医疗卫生与计划生育支出	29,541	7.96%	27,255	7.15%	26,121	7.22%
教育支出	70,905	19.10%	77,173	20.24%	56,145	15.52%
一般公共服务支出	35,892	9.67%	41,905	10.99%	43,492	12.02%

注：刚性支出包括社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、教育和一般公共服务四个支出科目。

资料来源：崇州市财政局，鹏元整理

六、经营与竞争

公司是崇州市重要的投融资平台之一，主要负责崇州市经济开发区路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套设施建设以及安置房建设等，主营业务在崇州市经济开发区具有较强的区域专营性。2014-2016年，公司分别实现营业收入50,083.44万元、41,674.20万元和40,440.81万元，其中工程代建收入占比分别为99.49%、99.68%和99.72%，是营业收入的最主要来源。2014-2016年公司综合毛利率为10.62%、10.38%和10.33%，较为稳定，主要系公司工程代建收入均按照投入成本加成12%确认所致。

表 7 2014-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	40,327.62	10.71%	41,541.69	10.71%	49,828.55	10.71%
其他收入	113.19	-127.58%	132.52	-93.05%	254.88	-7.39%
合计	40,440.81	10.33%	41,674.20	10.38%	50,083.44	10.62%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

近年公司持续实现工程代建收入，且目前代建项目投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，但也存在较大的资金压力

公司项目建设采取委托代建模式，崇州市人民政府作为委托人将安置房、城市基础设施等项目委托公司建设，公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。根据公司与崇州市人民政府签订的《项目委托代建（管）协议》，项目建设资金由崇州市财政局拨款或公司自筹解决，崇州市人民政府在项目竣工验收合格、审计决算后，安排崇州市财政局支付项目的代建资金，代建资金根据公司项目投资建设金额加成 12%确定。

根据崇州市财政局出具的《关于对兴蜀公司承建项目回购的函》，2014-2016 年公司代建项目结算成本分别为 44,489.78 万元、37,090.80 万元和 36,006.80 万元，回购金额分

别为 49,828.55 万元、41,541.69 万元和 41,537.45 万元（含增值税），公司分别确认工程代建收入 49,828.55 万元、41,541.69 万元和 40,327.62 万元。

表 8 2014-2016 年政府回购工程情况（单位：万元）

年份	项目	投资金额	回购金额
2016 年	工业区基础设施（九条道路）	32,500.30	37,492.35
	同心路至污水处理厂污水主管工程	1,600.98	1,846.89
	华新路建设工程	707.26	815.89
	创业路（泗维路至华新路段）三斗渠改道工程	216.89	250.20
	创新大道延伸段 11 回 10KV 电力线路	155.75	179.67
	宝石路南段建设工程	825.63	952.44
	合计	36,006.80	41,537.45
2015 年	工业区基础设施（十四条道路）	24,199.28	27,103.19
	南平铝业代建厂房	8,181.04	9,162.77
	成都家具研发中心	3,392.86	3,800.01
	明湖 2 条路	1,312.43	1,469.92
	一斗渠改造工程	5.18	5.80
	合计	37,090.79	41,541.69
2014 年	明湖片区基础设施及农迁房-明苑	8,522.68	9,545.40
	明湖片区基础设施及农迁房-紫金苑	16,918.72	18,948.97
	明湖片区基础设施及农迁房-企业职工倒班房	3,739.55	4,188.30
	捷普工业园区建设项目	10,719.22	12,005.53
	工业集中发展区（明湖片区）基础设施建设项目（明湖路等 5 条路道路工程）	3,521.38	3,943.94
	其他	1,068.23	1,196.42
	合计	44,489.78	49,828.55

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2016 年末，公司在建项目主要为捷普工业园 D、E 区标准化厂房、明湖片区基础设施及农迁房建设二期、明湖安置区项目、晨曦大道道路及附属设施工程以及本期债券募投项目（崇州市停车场建设项目）等，在建项目计划总投资 752,813.39 万元，已投资 325,412.67 万元，尚需投资 427,400.72 万元。其中代建项目总投资 632,813.39 万元，投资规模较大，未来工程代建收入较有保障。但由于项目建设的资金来源主要为公司自筹，且近年工程代建收入回款情况较差，随着项目建设的推进，公司面临较大的资金压力。

表 9 截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	资金来源	是否代建
明湖片区基础设施及农迁房建设二期	120,000.00	72,583.04	自筹	是
捷普（一、二期）配套基础设施建设	90,000.00	69,619.60	自筹	是

捷普工业园 D、E 区标准化厂房	156,366.00	56,271.98	自筹	是
创新大道南段延伸段一、二段基础设施建设工程	90,000.00	35,817.48	自筹	是
晨曦大道道路及附属设施工程	56,744.00	33,738.19	自筹	是
明湖安置区项目	80,703.39	24,078.65	自筹	是
顺安路道附属设施建设工程	27,000.00	13,415.14	自筹	是
IPC 枢纽大楼工程	12,000.00	2,719.76	自筹	是
崇州停车场建设项目	120,000.00	17,168.83	自筹	否
合计	752,813.39	325,412.67	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在财政补贴方面得到当地政府的较大支持

作为崇州市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴方面得到崇州市政府的较大支持。根据崇财函【2014】73 号、崇财函【2015】82 号文件和《关于下达财政性资金的通知》，公司于 2014-2016 年分别获得财政补贴款 11,953.13 万元、14,423.33 万元和 14,020.10 万元，有效提升了公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2014-2016年审计报告，报告采用新会计准则编制，2014-2016年公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地使用权和开发成本为主，应收款项回款时间具有一定不确定性，且土地使用权已全部抵押，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2016年末为168.56亿元，较2014年末增长30.50%。从公司资产结构来看，以流动资产为主，且占比持续上升，2016年末流动资产占总资产的比重为75.30%。

表 10 2014-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	202,549.04	12.02%	79,121.32	5.53%	39,190.81	3.03%

应收账款	62,722.33	3.72%	54,681.53	3.82%	49,828.55	3.86%
预付款项	17,552.99	1.04%	65,766.80	4.60%	37,997.57	2.94%
其他应收款	133,566.87	7.92%	97,122.15	6.79%	71,193.80	5.51%
存货	852,214.53	50.56%	738,400.49	51.61%	703,157.59	54.44%
流动资产合计	1,269,325.76	75.30%	1,035,092.28	72.35%	901,368.33	69.78%
其他非流动资产	371,683.13	22.05%	371,683.13	25.98%	371,683.13	28.77%
非流动资产合计	416,316.43	24.70%	395,639.47	27.65%	390,357.77	30.22%
资产合计	1,685,642.18	100.00%	1,430,731.75	100.00%	1,291,726.10	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。随着融资力度的加大，近年公司货币资金规模持续增长，2016年末为20.25亿元，其中其他货币资金（用于担保的定期存款或通知存款）为6.10亿元，占货币资金的比重为30.12%，使用受限。公司应收账款全部为应收崇州市财政局工程代建款，近年公司工程代建业务回款情况较差，使得应收账款规模逐年增加，2016年末为6.27亿元。公司预付款项主要为预付的工程建设款，近年规模波动较大，2016年末为1.76亿元。公司其他应收款主要是与关联单位的往来款，近年规模逐年大幅攀升，2016年末为13.36亿元，其中成都新蜀康建设投资有限公司、崇州市财政局、崇州市经济集中发展区管理委员会、成都蜀景天建设投资有限公司和崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司的欠款占比分别为38.01%、30.20%、11.32%、6.74%和6.21%。截至2016年末，公司应收账款和其他应收款合计19.63亿元，占资产的比重为11.64%，欠款单位主要为政府部门和平台公司，回款时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性。

表11 截至2016年末公司其他应收款前五名明细（单位：万元）

债务人名称	期末余额	账龄	占其他应收款年末余额的比重
成都新蜀康建设投资有限公司	50,772.47	1年以内、1-2年	38.01%
崇州市财政局	40,339.70	1年以内	30.20%
崇州市经济集中发展区管理委员会	15,124.36	3-4年、4-5年	11.32%
成都蜀景天建设投资有限公司	9,000.00	1年以内	6.74%
崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司	8,300.00	1年以内	6.21%
合计	123,536.53	-	92.49%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年末公司存货为 85.22 亿元，由开发成本和土地使用权构成，其中开发成本 32.54 亿元，主要包括捷普工业园 D、E 区标准化厂房、明湖片区基础设施及农迁房建设二期、明湖安置区项目、晨曦大道道路及附属设施工程以及崇州市停车场建设项目等；土地使用

权 52.68 亿元，面积合计 261.40 万平方米，土地性质均为出让，用途主要为商业和住宅，截至 2016 年末，公司存货中土地使用权已全部用于借款抵押。

公司非流动资产以其他非流动资产为主，主要为政府划入的储备用地，土地用途为建设用地，按评估价值入账，2016 年末账面价值为 37.17 亿元，已全部用于借款抵押。截至 2016 年末，由其他货币资金、存货中土地使用权、其他流动资产中土地使用权构成的受限资产合计 95.95 亿元，占资产总额的比重为 56.92%。

整体来看，近年公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地使用权和开发成本为主，应收款项回款时间存在一定不确定性，且土地使用权已全部抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入来源较为单一，利润对政府补贴依赖较大

工程代建收入是公司收入的主要来源，受工程建设进度的影响，近年营业收入逐年下降，2014-2016 年分别为 5.01 亿元、4.17 亿元和 4.04 亿元。截至 2016 年末，公司代建项目总投资 63.28 亿元，已投资 30.82 亿元，未来工程代建收入来源较有保障，但是公司收入来源较为单一，营业收入易受代建项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度影响，且收现情况受政府资金调配影响而具有一定的不确定性。

毛利率方面，由于工程代建收入按照投入成本加成 12% 确认，故近年公司综合毛利率较为稳定，2014-2016 年分别为 10.62%、10.38% 和 10.33%。2014-2016 年，公司分别获得财政补贴款 1.20 亿元、1.44 亿元和 1.40 亿元，占利润总额的比重为 76.39%、80.77% 和 80.20%，利润对政府补贴依赖较大。

表 12 2014-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业收入	40,440.81	41,674.20	50,083.44
营业利润	3,446.73	3,453.41	3,678.31
补贴收入	14,020.10	14,423.33	11,953.13
利润总额	17,480.75	17,857.77	15,648.05
综合毛利率	10.33%	10.38%	10.62%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

近年公司收现情况较差，在建项目存在较大的资金缺口，未来仍面临较大的资金压力

2014-2016 年公司收现情况较差，收现比分别为 0.01、0.88 和 0.56，应收账款规模逐年增长，且未来回收时间不确定。近年公司与经营活动有关的往来资金流入和流出规模较大且规模均逐年扩大，受其影响，经营活动现金流量净额有所波动，2014-2016 年分别为 5.31 亿元、6.24 亿元和 -2.98 亿元，未来公司经营活动现金流表现仍受资金往来影响较大。

近年公司投资活动规模较小，主要表现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金以及投资支付的现金，2015 年因公司购买 2 宗土地资产以及补缴土地使用权契税，使得当年投资活动产生的现金净流出 1.93 亿元；2016 年因公司购买崇州市崇州贵银资产管理中心（有限合伙）股权以及出资购买华宝-崇州城市发展基金集合资金信托计划，使得当年投资活动产生的现金净流出 2.43 亿元。

目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，筹资方式包括银行借款、往来单位借款、融资租赁及信托借款等方式。近年公司借款规模逐年加大，2014-2015 年因公司支付的借款规模较大，导致当年公司筹资活动现金表现为净流出状态，2016 年筹资活动产生的现金净流入达 15.85 亿元。截至 2016 年末，公司在建项目尚需投资 42.74 亿元，公司面临较大的资金压力，预计未来对筹资活动将持续依赖。

表 13 2014-2016 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
收现比	0.56	0.88	0.01
销售商品、提供劳务收到的现金	22,573.80	36,821.23	254.88
收到其他与经营活动有关的现金	366,175.87	320,713.01	178,243.68
经营活动现金流小计	388,749.66	357,534.24	178,498.56
购买商品、接收劳务支付的现金	57,498.85	77,837.27	52,405.76
支付其他与经营活动有关的现金	360,365.19	216,983.61	72,818.76
经营活动现金流出小计	418,509.29	295,165.67	125,354.14
经营活动产生的现金流量净额	-29,759.63	62,368.56	53,144.42
投资活动产生的现金流量净额	-24,273.28	-19,346.13	-2,897.81
筹资活动产生的现金流量净额	158,460.62	-12,091.93	-62,864.81
现金及现金等价物净增加额	141,549.04	37,121.32	6,190.81

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债快速增长，且规模较大，存在较大的刚性债务压力

随着公司未分配利润的增加，近年所有者权益有所增长，2016年末为97.60亿元。随着借款规模的增加，公司负债规模增长较快，2016年末为70.97亿元，三年年均复合增长率为42.48%。截至2016年末，公司产权比率为72.71%，权益对负债的保障程度尚可。

表14 2014-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年	2014年
负债总额	709,654.41	471,355.92	349,552.59
所有者权益	975,987.77	959,375.83	942,173.50
产权比率	72.71%	49.13%	37.10%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2014-2015年公司负债以非流动负债为主，2016年因往来应付款规模大幅攀升，导致公司负债结构有所变动。2016年末流动负债占负债总额的比重为56.83%，占比较2014年末上升了9.61个百分点。

表15 2014-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,600.00	2.34%	16,000.00	3.39%	-	-
应付票据	-	-	-	-	14,000.00	4.01%
其他应付款	206,273.09	29.07%	134,973.98	28.64%	92,544.80	26.48%
一年内到期的非流动负债	167,075.53	23.54%	54,566.28	11.58%	31,477.37	9.01%
流动负债合计	403,316.41	56.83%	217,268.26	46.10%	165,044.96	47.22%
长期借款	92,400.00	13.02%	104,200.00	22.11%	90,000.00	25.75%
长期应付款	213,938.00	30.15%	149,879.62	31.80%	94,507.63	27.04%
非流动负债合计	306,338.00	43.17%	254,087.66	53.90%	184,507.63	52.78%
负债合计	709,654.41	100.00%	471,355.92	100.00%	349,552.59	100.00%
其中：有息负债	538,714.42	75.91%	368,845.90	78.25%	245,185.00	70.14%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016年末公司短期借款为1.66亿元，全部为信用借款。公司其他应付款为应付的往来款和借款，近年规模较大且大幅攀升，2016年末为20.63亿元，其中应付成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司、成都新蜀康投资建设有限公司、方正证券股份有限公司、四川省崇州市大划建筑工程有限公司以及崇州市经济集中发展区管理委员会款项占比分别为39.54%、26.55%、22.54%、1.94%和1.21%。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款，2016年末为16.71亿元，其中一年内到期的长期借款为8.46亿元，一年内到期的长期应付款为8.25亿元。

表16 截至2016年末公司其他应付款前五名明细（单位：万元）

债权单位	性质	期末余额	占比	账龄
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	往来款	815,50.47	39.54%	1 年以内
成都新蜀康投资建设有限公司	往来款	547,64.59	26.55%	1-2 年、2-3 年、3-4 年
方正证券股份有限公司（代表方正证券赢策 278 号定向资产管理计划及其委托人）	借款	465,00.89	22.54%	1 年以内
四川省崇州市大划建筑工程有限公司	往来款	4,000.00	1.94%	1 年以内
崇州市经济集中发展区管理委员会	往来款	2,486.04	1.21%	2-3 年、3-4 年
合计	-	189,301.99	91.77%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款。2016年末公司长期借款为9.24亿元，其中质押借款4.58亿元、抵押借款2.80亿元、信用借款1.86亿元，质押物为政府购买服务项下的应收账款，抵押物为公司土地使用权。公司长期应付款主要为融资租赁款、信托借款以及通过明股实债方式获得的注资款，2016年末为21.39亿元，其中以明股实债方式获得国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司的借款分别为1.00亿元和0.42亿元，借款期限均为15年，近年长期应付款明细如下表所示。

表17 2014-2016年公司长期应付款明细（单位：万元）

单位名称	2016 年	2015 年	2014 年
成都城建投资管理集团有限责任公司	6,400.00	7,000.00	8,000.00
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	12,000.00	12,000.00	13,600.00
中铁信托有限责任公司	-	-	10,185.00
中航信托股份有限公司	-	-	20,000.00
成都金控融资租赁有限公司	-	-	4,456.63
长安国际信托股份有限公司	-	25,000.00	25,000.00
邦银金融租赁股份有限公司	-	5,367.08	10,371.29
华鑫国际信托有限公司	50,000.00	43,600.00	-
中江国际信托股份有限公司	-	25,000.00	-
国民信托	40,000.00	30,000.00	-
江苏融资租赁	1,906.71	1,912.54	2,894.71
徽银金融租赁有限公司	5,931.29	-	-
中诚信托有限责任公司	30,000.00	-	-
国开发展基金有限公司	10,000.00	-	-
中国农发重点建设基金有限公司	4,200.00	-	-
崇州市崇州贵银资产管理中心（有限合伙）	53,500.00	-	-
合计	213,938.00	149,879.62	94,507.63

资料来源：公司2014-2016年审计报告

截至2016年末，包括短期借款、其他应付款中的借款、一年内到期的非流动负债、长

期借款和长期应付款在内的有息负债总额为53.87亿元，较2014年末增长119.72%，占负债总额的比重为75.91%，公司刚性债务压力较大。从有息负债本金偿还期限分布来看，2017-2019年公司分别需偿还债务18.37亿元、9.18亿元和12.10亿元，2017年面临较大的集中偿付压力。

从偿债能力指标来看，随着负债规模持续攀升，近年公司资产负债率持续上升，2016年末为42.10%。随着流动负债规模的快速增长，公司流动比率及速动比率指标持续趋弱，且公司流动资产主要由存货和其他应收款构成，即时集中变现难度较大，公司实际短期偿债能力较弱。近年公司EBITDA规模较为稳定，但有息负债增长较快，利息支出规模大幅增长，EBITDA利息保障倍数表现较弱。随着本期债券的发行，公司未来债务压力将进一步加大。

表 18 2014-2016 年公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	42.10%	32.95%	27.06%
流动比率	3.15	4.76	5.46
速动比率	1.09	1.37	1.20
EBITDA（万元）	19,198.23	18,807.35	17,139.64
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.72	0.66
有息负债/EBITDA	28.06	19.61	14.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目收益是本期债券偿债资金的主要来源。根据《崇州市停车场建设项目可行性研究报告》，在本期债券 7 年存续期（即项目建成后的第 2-7 年）内，该项目预计可实现收入 69,125.34 万元。但债券存续期内的项目收益不能完全覆盖本期债券本金，且募投项目建成后，停车位能否顺利出租受当地车流量、人流量状况及项目建设进度等因素的影响，商业及服务设施能否顺利实现销售或出租受当地房地产供需状况等因素影响，募投项目收入的实现及稳定性存在不确定性；同时，考虑到募投项目投资规模较大，若无法按期完成，相关的现金流入无法顺利实现，本期债券本息偿付亦将面临一定风险。

其次，公司经营活动获取的现金是本期债券按时还本付息的重要保障。截至 2016 年末，公司代建项目投资规模较大，未来工程代建收入较有保障。但我们关注到，公司 2014-2016 年分别实现营业收入 50,083.44 万元、41,674.20 万元和 40,440.81 万元，但“销

售商品、提供劳务收到的现金”合计实现 59,649.91 万元，收现情况较差，工程代建收入规模易受项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度影响，且相关现金回流受政府资金调配影响而具有一定的不确定性。

此外，地方政府的资金支持是本期债券按时还本付息资金的重要补充。近年崇州市公共财政收入持续增长，2014-2016 年分别为 137,255 万元、151,448 万元和 169,881 万元，年均复合增长率为 11.25%。2014-2016 年，公司分别获得政府补贴 11,953.13 万元、14,423.33 万元和 14,020.10 万元。但近年崇州市财政自给率较低，且地方综合财力受政府性基金收入下降影响而有所波动，未来地方政府能否在财政补贴等方面继续给予公司支持存在一定的不确定性。

最后，土地资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。公司共有土地资产 65 宗，其中通过出让获得的土地资产 46 宗，用途主要为商住用地，土地面积合计为 261.40 万平方米，账面价值合计 526,801.86 万元，公司在必要时可通过变现土地资产来补充偿债资金。但土地资产已全部用于借款抵押，且未来变现金额受当地土地市场行情影响较大，土地资产能否顺利变现及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证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。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

三峡担保成立于 2006 年 9 月，原名为“重庆市三峡库区产业信用担保有限公司”，初始注册资本 5 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司出资设立。2010 年 1 月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015 年 5 月变更为现名。三峡担保经过历次增资及股权变更，截至 2017 年 4 月 30 日，三峡担保注册资本及实收资本均为 46.50 亿元，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，其持股比例为 50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至 2017 年 4 月 30 日，三峡担保股权结构如表 19 所示。

表 19 截至 2017 年 4 月末三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	232,500.00	50.00%
中国长江三峡集团公司	129,166.67	27.78%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%

三峡资本控股有限责任公司	25,833.33	5.55%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约、支付保函、诉讼保全等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务和投资业务，2016 年三峡担保实现营业收入 14.95 亿元，其中担保费收入（已赚担保费）占比为 66.22%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。随着资本实力的提升以及业务的开展，三峡担保业务规模逐年上升。2014-2016 年，三峡担保融资担保发生额分别为 239.62 亿元、417.20 亿和 604.73 亿元，融资性担保业务规模持续扩大，期末在保余额分别为 557.78 亿元、733.59 亿元和 1,084.41 亿元。

截至 2016 年 12 月 31 日，三峡担保资产总额为 111.27 亿元，所有者权益合计 64.59 亿元，资产负债率为 41.94%；2016 年度，三峡担保实现营业收入 14.95 亿元，利润总额 7.30 亿元，经营活动现金净流出 1.04 亿元。截至 2016 年末，三峡担保期末融资性担保在保责任余额 326.21 亿元，融资性担保净资产放大倍数为 5.93 倍，担保仍有较大业务空间；此外，三峡担保风险准备较为充足，代偿能力较强，截至 2016 年末，三峡担保担保风险准备金余额为 24.50 亿元，风险准备金覆盖率为 7.51%，扣除应收代偿准备金后的风险准备金覆盖率为 6.32%。但鹏元也关注到，在信用风险高企的背景下，三峡担保担保业务面临的潜在代偿风险随之增长，近年担保代偿率持续增长，2016 年全年代偿项目 55 个，当期代偿额 54,409.24 万元。2014-2016 年三峡担保财务指标如表 20 所示。

表 20 2014-2016 年三峡担保主要财务数据

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,112,662.33	1,011,512.83	778,721.16
所有者权益合计（万元）	645,880.57	609,797.49	502,590.79
资产负债率	41.95%	39.71%	35.46%
营业收入（万元）	149,516.77	164,751.65	148,405.63
利润总额（万元）	72,959.24	71,475.65	87,246.25
经营活动净现金流（万元）	-10,393.77	77,795.69	34,671.32
当期担保发生额（万元）*	6,047,279.67	4,171,959.32	2,396,243.70
期末融资性担保在保责任余额（万元）*	3,262,135.72	3,732,657.12	4,105,285.00
担保风险准备金（万元）*	245,006.61	213,387.61	210,745.33
融资性担保净资产放大倍数*	5.93	7.11	9.39
累计担保代偿率*	1.67%	1.53%	1.26%
累计代偿回收率*	44.78%	31.83%	41.21%

注：带“*”指标及数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保提供，鹏元整理

综合来看，三峡担保实力较为雄厚，业务发展情况较好。经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 **AA+**，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、或有事项分析

截至 2016 年末，公司对外担保金额合计 25.02 亿元，占所有者权益的比重达 25.63%，被担保方主要为崇州市国有独资企业或控股企业，对外担保均未设置反担保措施且规模较大，公司面临一定的或有负债风险。

表 21 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保期限	担保种类	反担保措施
成都新蜀康建设投资有限公司	国有控股	20,000.00	2014.10-2018.10	单人担保	无
成都新蜀康建设投资有限公司	国有控股	60,000.00	2016.2-2021.2	单人担保	无
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	国有独资	20,000.00	2015.12-2020.12	多人分保	无
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	国有独资	20,000.00	2015.12-2020.12	多人分保	无
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	国有独资	2,000.00	2012.7-2017.7	多人分保	无
崇州市中医医院	其他	4,700.00	2015.6-2017.6	抵押物担保	无
成都城建投资管理集团有限责任公司	国有独资	24,876.60	2009.8-2023.8	质押物担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	国有独资	35,000.00	2016.3-2025.5	保证担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	国有独资	30,000.00	2016.3-2025.3	保证担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	国有独资	20,000.00	2015.11-2017.11	保证担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	国有独资	13,600.00	2017.2-2018.2	存单质押	无
合计	-	250,176.60	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	202,549.04	79,121.32	39,190.81
应收账款	62,722.33	54,681.53	49,828.55
预付款项	17,552.99	65,766.80	37,997.57
其他应收款	133,566.87	97,122.15	71,193.80
存货	852,214.53	738,400.49	703,157.59
其他流动资产	720.00	-	-
流动资产合计	1,269,325.76	1,035,092.28	901,368.33
可供出售金融资产	18,127.00	6,180.00	1,500.00
持有至到期投资	9,000.00	-	-
长期股权投资	10,395.99	10,410.57	9,597.91
固定资产净额	7,026.07	7,275.13	7,521.00
在建工程	26.36	20.81	-
长期待摊费用	57.88	69.82	55.73
其他非流动资产	371,683.13	371,683.13	371,683.13
非流动资产合计	416,316.43	395,639.47	390,357.77
资产总计	1,685,642.18	1,430,731.75	1,291,726.10
短期借款	16,600.00	16,000.00	-
应付票据	-	-	14,000.00
应付账款	216.18	789.98	18,103.05
应交税费	13,151.61	10,946.05	8,919.74
其中：应交税金	11,481.31	10,552.01	8,588.01
其他应付款	206,273.09	134,973.98	92,544.80
一年内到期的非流动负债	167,075.53	54,566.28	31,477.37
流动负债合计	403,316.41	217,276.30	165,044.96
长期借款	92,400.00	104,200.00	90,000.00
长期应付款	213,938.00	149,879.62	94,507.63
非流动负债合计	306,338.00	254,079.62	184,507.63
负债合计	709,654.41	471,355.92	349,552.59
实收资本（股本）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
国有资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
其中：国有法人资本	3,000.00	3,000.00	3,000.00
实收资本（或股本）净额	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	892,148.02	892,148.02	892,148.02
未分配利润	73,839.75	57,227.81	40,025.48

归属于母公司所有者权益合计	975,987.77	959,375.83	942,173.50
所有者权益合计	975,987.77	959,375.83	942,173.50
负债和所有者权益合计	1,685,642.18	1,430,731.75	1,291,726.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	40,440.81	41,674.20	50,083.44
其中：营业收入	40,440.81	41,674.20	50,083.44
二、营业总成本	36,979.49	39,033.47	47,696.39
其中：营业成本	36,264.39	37,346.61	44,763.49
营业税金及附加	155.15	1,432.09	1,670.92
管理费用	608.54	470.50	594.39
财务费用	-48.58	-215.74	667.59
其中：利息支出	1,456.48	690.24	1,231.12
利息收入	1,997.94	923.27	824.09
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-14.59	812.67	1,291.26
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-14.59	812.67	1,291.26
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	3,446.73	3,453.41	3,678.31
加：营业外收入	14,064.34	14,428.36	11,985.44
其中：政府补助	14,020.10	14,423.33	11,953.13
减：营业外支出	30.32	24.00	15.70
其中：非流动资产处置损失	-	-	14.91
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	17,480.75	17,857.77	15,648.05
减：所得税费用	868.81	655.44	600.91
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	16,611.94	17,202.32	15,047.14
归属于母公司所有者的净利润	16,611.94	17,202.32	15,047.14

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 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	22,573.80	36,821.23	254.88
收到其他与经营活动有关的现金	366,175.87	320,713.01	178,243.68
经营活动现金流入小计	388,749.66	357,534.24	178,498.56
购买商品、接收劳务支付的现金	57,498.85	77,837.27	52,405.76
支付给职工以及为职工支付的现金	642.04	341.12	112.02
支付的各项税费	3.21	3.68	17.59
支付其他与经营活动有关的现金	360,365.19	216,983.61	72,818.76
经营活动现金流出小计	418,509.29	295,165.67	125,354.14
经营活动产生的现金流量净额	-29,759.63	62,368.56	53,144.42
二、筹资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入小计	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	12,326.28	14,666.13	2,897.81
投资支付的现金	11,947.00	4,680.00	-
投资活动现金流出小计	24,273.28	19,346.13	2,897.81
投资活动产生的现金流量净额	-24,273.28	-19,346.13	-2,897.81
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款所收到的现金	270,479.86	187,200.00	31,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	17,982.79	64,028.81	66,423.33
筹资活动现金流入小计	288,462.65	251,228.81	97,623.33
偿还债务所支付的现金	89,532.26	90,425.78	50,445.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	34,069.77	26,094.96	24,268.51
支付其他与筹资活动有关的现金	6,399.99	146,800.00	85,774.63
筹资活动现金流出小计	130,002.03	263,320.74	160,488.14
筹资活动产生的现金流量净额	158,460.62	-12,091.93	-62,864.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	104,427.72	30,930.51	-12,618.20
加：期初现金及现金等价物余额	37,121.32	6,190.81	18,809.01
六、期末现金及现金等价物余额	141,549.04	37,121.32	6,190.81

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	16,611.94	17,202.32	15,047.14
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	249.06	249.16	251.56
长期待摊费用摊销	11.94	10.17	8.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）	-	-	14.91
财务费用（收益以“—”号填列）	1,456.48	690.24	1,231.12
投资损失（收益以“—”号填列）	14.59	-812.67	-1,291.26
存货的减少（增加以“—”号填列）	-113,814.04	-35,242.89	7,733.86
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-5,271.71	-58,550.56	-21,355.63
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	70,982.12	138,822.77	51,503.83
经营活动产生的现金流量净额	-29,759.63	62,368.56	53,144.42
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	141,549.04	37,121.32	6,190.81
减：现金的年初余额	37,121.32	6,190.81	18,809.01
现金及现金等价物净增加额	104,427.72	30,930.51	-12,618.20

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
有息负债（万元）	538,714.42	368,845.90	245,185.00
资产负债率	42.10%	32.95%	27.06%
流动比率	3.15	4.76	5.46
速动比率	1.03	1.37	1.20
产权比率	72.71%	49.13%	37.10%
综合毛利率	10.33%	10.38%	10.62%
EBITDA（万元）	19,198.23	18,807.35	17,139.64
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.72	0.66
收现比	0.56	0.88	0.01

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 公司主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息负债	短期借款+应付票据+其他应付款中借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款
担保风险准备金	未到期责任准备+担保赔偿准备+一般风险准备
融资性担保净资产放大倍数 净资产放大倍数	期末融资性担保在保责任余额/净资产
累计担保代偿率	累计代偿额/累计解除担保责任额 $\times 100\%$
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计代偿额 $\times 100\%$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

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。

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。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。