

谷城县建设投资经营有限公司

2018 年第一期公司债券 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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



鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z【25】
号 02

分析师

姓名：
蒋志超 袁媛

电话：
0755-8287 1651

邮箱：
jiangzhch@pyrating.cn

评级日期：

2018 年 3 月 15 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

谷城县建设投资经营有限公司 2018 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 4 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：重庆进出口信用担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3 年末至第 7 年末，每年分别偿还本
期债券发行总额的 20%

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）本次拟公开发行不超过 4 亿元的公司债券（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。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为公司发展提供良好的基础，公司业务持续性较好，未来收入较有保障，得到外部的支持力度较大，以及由重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到，公司收入来源单一，结算进度较慢，整体资产流动性较弱，应收款项持续增长，未来回收时间不确定；近年经营性现金流表现欠佳，存在较大资金压力，有息债务规模增长较快，存在较大规模的对外担保等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供良好的基础。谷城县近年经济保持增长，2014-2016 年全县地区生产总值分别为 265.58 亿元、290.82 亿元和 310.2 亿元，同比增速均高于全国增速；2014-2016 年谷城县公共财政收入分别为 15.98 亿元、21.77 亿元和 20.70 亿元。
- 公司业务持续性较好，未来收入较有保障。公司承建项目大部分与政府签订了委托代建协议，未来业务持续性较好。
- 公司得到外部支持力度较大。2010-2014 年间，政府累计将账面价值为 71,569.97 万

元的土地资产注入公司；2015年12月26日，谷城县国有资产监督管理局（以下简称“谷城县国资局”）将评估价值约1.57亿元的土地使用权、房屋建筑物等资产划转至子公司谷城县水务有限公司（以下简称“水务公司”）；2014-2016年，公司累计收到谷城县财政局拨付的资本金共计82,162.00万元，累计获得财政补贴33,600.00万元。

- 重庆进出口担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。重庆进出口担保资本实力较强，整体经营状况较好，经鹏元评定，重庆进出口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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司近年收入来源单一，结算进度较慢。公司近年收入来源均为基础设施建设收入，较为单一，2014-2016年公司累计收到工程结算款为18,742.05万元，工程结算进度较慢。
- 公司资产中土地和工程施工占比较高，整体资产流动性较弱；应收款项持续增长，未来回收时间不确定。截至2016年末，公司资产中土地资产和工程施工账面价值合计245,062.90万元，占总资产比重为65.20%，土地资产账面价值为101,532.01万元，其中包括价值29,440.07万元的出让土地（未抵押占比39.36%）和价值71,569.97万元的储备用地，储备用地流通受到一定限制，公司整体资产流动性较弱；另外，公司2014-2016年末应收款项分别为19,293.24万元、25,778.08万元和59,325.47万元，规模持续增长，未来回收时间不确定。
- 公司近年经营性现金流表现欠佳，在建及拟建项目较多，未来存在较大的资金压力。2014-2016年，公司经营活动现金流分别净流出19,754.96万元、15,059.92万元和39,039.88万元，考虑到截至2016年末公司在建及拟建项目尚需投资28.77亿元，未来公司存在较大的资金需求。
- 公司近年有息债务持续增长，存在一定偿债压力。截至2016年末，公司有息债务余额为78,470.00万元，占负债总额的比重为75.43%，2014-2016年年复合增长率为49.33%，未来公司存在一定的偿债压力。
- 公司存在较大规模的对外担保，面临较大的或有债务风险。截至2017年末，公司对外担保金额为151,369.25万元，占2016年末净资产比例为55.68%，担保对象为谷城县住房投资有限公司（以下简称“房投公司”），均无反担保措施，公司存在较

大的或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	375,891.18	315,784.27	242,787.97
所有者权益(万元)	271,856.18	230,564.58	171,586.49
有息债务(万元)	78,470.00	41,095.00	35,190.00
资产负债率	27.68%	26.99%	29.33%
流动比率	7.14	4.19	3.92
速动比率	2.74	0.96	0.64
营业收入(万元)	26,008.10	32,664.80	25,666.25
营业利润(万元)	1,391.40	3,320.29	2,705.72
利润总额(万元)	11,412.92	16,929.69	12,760.66
营业外收入(万元)	10,028.00	13,665.08	10,058.94
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%
总资产回报率	3.69%	6.25%	-
EBITDA(万元)	13,327.58	17,596.86	13,199.79
EBITDA利息保障倍数	3.80	5.77	4.20
经营活动现金流净额(万元)	-39,039.88	-15,059.92	-19,754.96

资料来源:公司2014-2016年三年连审审计报告,鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	518,342.66	532,332.01	484,697.96	432,253.68
归属于母公司所有者权益合计(万元)	337,548.78	335,764.51	313,902.66	288,731.52
在保责任余额(万元)	3,088,698	3,470,705	2,478,822.00	2,219,568.00
风险准备金覆盖率	4.62%	3.83%	4.62%	5.28%
融资性担保净资产放大倍数	7.40	7.58	7.79	7.52
当期担保代偿率	4.36%	3.79%	3.99%	3.09%

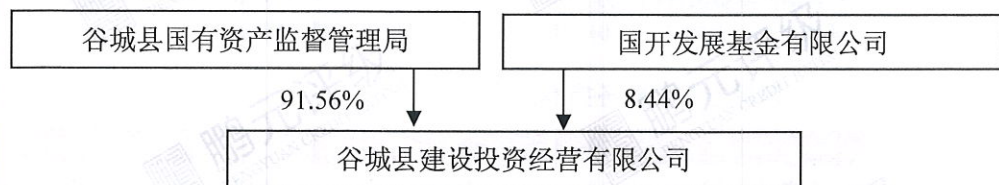
资料来源:重庆进出口担保2014-2016年审计报告及未经审计的2017年1-6月财务报表,鹏元整理

一、发行主体概况

公司由谷城县国资局和湖北融汇投资担保有限公司（以下简称“湖北融汇”）作为共同发起人于2005年6月15日出资设立，初始注册资本和实收资本均为3,000.00万元，其中谷城县国资局以货币出资500.00万元、土地使用权出资2,300万元，出资占比93.34%；湖北融汇以货币出资200.00万元，出资占比6.66%。2006年3月14日，谷城县国资局对公司增资9,000.00万元，其中货币出资1,000.00万元、土地使用权出资8,000.00万元，增资后公司注册资本为12,000.00万元。2012年6月13日，谷城县国资局对公司增资9,700.00万元，并受让原股东湖北融汇转让的股权，其中货币出资4,812.40万元、土地使用权出资4,887.60万元，本次增资后公司注册资本和实收资本增至21,700.00万元。

2016年4月14日，国开发展基金有限公司对公司投资2,000.00万元，增资后公司注册资本增至23,700.00万元¹。截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为23,700.00万元，控股股东和实际控制人均为谷城县国资局，产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2017年末公司的股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事谷城县城市基础设施建设、城市供水和污水处理工程等业务，目前公司业务主要以城市基础设施建设为主。截至2016年末，公司纳入合并报表范围的子公司共3家，相关情况如表1所示。

表1 截至2016年末公司子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	业务性质	成立时间	持股比例	级次
谷城县市政工程投资建设有限公司（以下简称“市政公司”）	10,000.00	基础设施建设	2014.9	100.00%	二级
谷城县水利工程投资建设有限公司（以下简称“水利公司”）	20,000.00	水利工程投资	2015.8	100.00%	二级
谷城县水务有限公司	5,000.00	集中式供水	2013.9	100.00%	二级

注：根据谷政函[2016]46号文，谷城县精准扶贫开发投资有限公司虽由公司控股80%，但已交由谷城县财政局托管并实际控制经营，未纳入合并范围；水务公司原名为谷城县水厂，于2017年5月22日办理工商变更。

¹ 审计报告中注册资本为21,700.00万元，因将2,000万元投资计入“长期应付款”核算。

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为375,891.18万元，所有者权益合计271,856.18万元，资产负债率为27.68%；2016年度，公司实现营业收入26,008.10万元，利润总额11,412.92万元，经营活动产生的现金净流出39,039.88万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券；

发行总额：不超过人民币4亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，并设置本金提前偿付条款，从第3个计息年度开始偿还本金，第3、4、5、6、7个计息年度末分别按本期债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金；

增信方式：本期债券由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过4亿元，用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目和补充流动资金。本期债券募集资金使用情况如表2。

表2 本期债券募集资金投资项目具体情况（单位：万元）

项目名称	项目实施主体	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
谷城县水厂工程项目	谷城县水厂	33,929.00	13,429.00	39.58%
谷城县公铁客运中心建设项目	公司本部	26,523.00	10,571.00	39.86%
补充流动资金	公司本部	-	16,000.00	-
合计		-	40,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及建设进度

①谷城县水厂工程项目

谷城县水厂工程项目的设计总规模为15万³/d，一期规模10万³/d，水厂服务范围主要为谷城县中心城区、城北产业新区和子胥新城。工程主要内容包括15万³/d取水工程、10万³/d净水厂1座以及输配水管网等，项目总投资估算为33,929万元，其中：取水及净水厂工程16,557万元、输配水工程17,372万元。实施主体由谷城县水厂（现为公司全资子公司谷城县水务投资有限公司）负责，项目建设始于2015年12月25日，建设周期为30个月。截

至2017年末，该项目已投资9,488.12万元。

②谷城县公铁客运中心建设项目

谷城县公铁客运中心建设项目的实施依托于汉十高铁工程的建设。汉十高铁是湖北省连通武汉、襄阳、十堰、随州的重要区域性快速铁路，其中谷城县境内长59.86公里，谷城县拟依托高铁站的建设打造高铁新区而实施本项目。项目的实施主体为公司本部，客运停车场分别在客运中心与站前广场设置，分为地上地下两个部分，客运中心地上公交车场5,329 m²，长途车场7,298 m²，站前广场地上社会车场用地面积2,750 m²，地上出租车场用地面积2,600 m²。该项目总投资26,523.00万元，其中建设投资估算为25,525.85万元，建设期贷款利息997.15万元，资金来源为银行贷款和公司自筹。该项目建设始于2017年1月15日，建设周期为24个月，截至2017年末，已投资52.30万元。

2、项目审批情况

本次募投项目为谷城水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目，相应的项目审批情况如表3。

表3 项目审批情况

项目名称	审批文件名称、文号	审批单位	审批时间
谷城水厂工程项目	建设用地规划许可证（S2013--006）	谷城县城市规划管理局	2013.8.23
	中华人民共和国国有土地使用权证（谷城国用2015第012004GB01001）	谷城县国土资源局	2015.12.19
	关于谷城县水厂谷城水厂工程环境影响报告书的批复（襄环审【2013】93号）	襄阳市环境保护局	2013.10.28
	关于对谷城县水厂建设项目社会稳定风险分析报告的审查意见（谷稳办【2015】15号）	谷城县维护社会稳定工作领导小组办公室	2015.12.21
	关于谷城县水厂工程项目节能评估报告书审查意见（谷发改能审【2015】229号）	谷城县发展和改革局	2015.12.21
	谷城县发展和改革局关于谷城县水厂工程项目可行性研究报告的批复（谷发改审批【2015】395号）	谷城县发展和改革局	2015.12.22
谷城县公铁客运中心建设项目	固定资产投资节能登记表（谷能评表登35号）	谷城县发展和改革局	2017.1.11
	建设项目选址意见书（选字第2007—001号）	谷城县城乡规划局	2017.1.9
	关于谷城县公铁客运中心建设项目预审意见的复函（谷土资函【2017】84号）	谷城县国土资源局	2017.1.10
	关于对谷城公铁客运中心建设项目社会稳定风险分析报告的审查意见（谷稳办【2017】1号）	谷城县维护社会稳定工作领导小组办公室	2017.1.11
	关于谷城县建设投资经营有限公司谷城县公铁客运中心建设项目环境影响报告表的批复（谷环评审【2017】6号）	谷城县环境保护局	2017.1.11
	谷城县发展和改革局关于谷城县公铁客运中心建设项目可行性研究报告的批复（谷发改	谷城县发展和改革局	2017.1.12

审批【2017】53号)

资料来源：公司提供，鹏元整理

3、项目经济效益

根据武汉市给排水工程设计院有限公司出具的《谷城县水厂工程可行性研究报告》，运营收入归属于水务公司，运营期为水厂完工后20年，按照周边2.20元/m³的水价测算，项目完工后的年生产水量为3,194万m³，年销售水量为2,585万m³，年销售收入约为5,688.00万元，年均利润总额约562.00万元，该项目在债券存续期间可获得收入24,458.00万元。另外，根据湖北省立鼎投资咨询有限公司出具的《谷城公铁客运中心建设项目可行性研究报告》，未来谷城公铁客运中心建设项目建成后的收入主要以停车收入、车辆清洗收入和其他配套商业设施出租收入为主，收入归属公司，项目运营期为建设完工后20年，年均利润总额约为1,704.06万元，在债券存续期间累计可获得收入9,177.95万元，利润总额6,356.87万元。

我们注意到，谷城水厂工程和谷城县公铁客运中心建设项目均具有投资规模大、回收期较长的特点，项目目前建设进度较慢，其销售定价是基于当前市场行情的预测前提下确定的，未来经济下行、售价变化以及当地政策调整均会使得项目未来收益产生较大的不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行

保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2017年实现2011年以来首次GDP增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017年，全国规模以上工业增加值同比分别增长6.1%、6.0%和6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。2018年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内

经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014年10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，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制在地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6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，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政

府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表4 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制,加快建立规范的地方政府举债融资机制,化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离,不能新增政府债务;鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度,以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资,不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化

	意见》(国发[2016]21号)		试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资
2017年5月	《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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《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)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

依托汽车零部件、新型建材、矿产资源和电力能源等支柱产业，谷城县近年经济总量保持增长，但增速有所下滑

谷城县隶属湖北襄阳市，坐落于鄂西北山区，以汉江主航道为界与老河口市仙人渡镇隔江相望，现辖城关、石花、冷集、五山、紫金、盛康、南河、庙滩、茨河9个镇和赵湾乡，以及县经济开发区、石花星火技术密集区、蕤山旅游度假区3个经济开发区，2016年末全县总人口（户籍人口）为60.16万人。谷城县国土总面积2,553平方公里，其中山丘、水面、农田的大体比例为8:0.5:1.5，谷城盛产小麦、水稻、玉米、棉花、芝麻、花生、黄豆、油菜等，是湖北省商品粮基地县之一。

谷城拥有较为丰富的矿产资源，全县境内现查明有金、铁、锰以及硅石、石灰石、白云石等38种矿产资源，优势矿产主要为钛磁铁矿、硅石、白云石等，有5家以上省储量矿床，能源矿产以石煤为主。截至2016年末，全县共有矿山企业40家，主要以硅石、白云石、石灰石矿等6种矿种为主。

全县初步形成了汽车零部件、新型建材、矿产资源、电力能源、电子信息等支柱产业。汽车零部件产业产值在2015年突破百亿元大关，成为全省重点支持的60个产业集群之一。谷城县县内企业自主开发的“无污染再生铅”、“免维护蓄电池”、“汽车前轴辊锻模锻复合工艺”等技术达到国内领先水平。截至2016年末，全县规模以上工业企业206家，从主营业务收入来看，其中过亿元的企业134家，过5亿元的企业24家，过10亿元的企业12家，过50亿元的企业1家，骆驼蓄电池公司主营业务收入达到62.22亿元。

谷城县近年经济发展迅速，2014-2016年全县地区生产总值分别265.58亿元、290.82亿元和310.2亿元，同比增速分别为11.3%、9.6%和8.9%，经济总量保持增长但增速有所下降。分产业来看，2016年全县第一产业增加值为37.0亿元，同比增长3.8%，增速回落0.9个百分点；第二产业增加值为192.6亿元，比上年增长9.1%，增速回落0.2个百分点；第三产业增加值为80.6亿元，比上年增长10.8%，增速回落1.2个百分点，三大产业经济增速全线回落。从经济结构来看，三次产业结构由2014年的12.4:61.6:26.0调整为2016年的11.93:62.09:25.98，一、三产业占比小幅下降，第二产业的占比有所提高，是经济的主要贡献力量。2016年，谷城县人均GDP约为51,562.50元，略低于全国平均水平。

2014-2016年全县第二产业增加值分别为163.55亿元、181.93亿元和192.6亿元，呈持续增长态势，但增长率从2014年的11.5%下降为2016年的9.1%，增速下滑明显。第三产业保持较快增长，2016年全年实现旅游总收入15.7亿元，比上年增长19.5%。

2014-2016年谷城县完成固定资产投资（不含农户）分别为209.51亿元、252.08亿元和279.15亿元，规模持续增加但增速持续下滑。2016年，第一产业完成投资12.74亿元，比上年下降16.1%；第二产业完成投资196.99亿元，比上年增长26.8%；第三产业完成投资69.42亿元，比上年下降14.8%。固定资产投资279.15亿元，比上年下降14.5%，受经济下滑影响明显；基础设施投资完成44.52亿元，比上年下降10.3%，占全县投资总量比重达15.95%。

整体来看，近年谷城县经济总量保持增长但增速有所下滑。

表5 2014-2016年谷城县主要经济指标及同比变化情况

项目	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（亿元）	310.2	8.9%	290.82	9.6%	265.58	11.3%
第一产业增加值（亿元）	37.0	3.8%	33.83	4.7%	32.97	5.0%
第二产业增加值（亿元）	192.6	9.1%	181.93	9.3%	163.55	11.5%
第三产业增加值（亿元）	80.6	10.8%	75.06	12.0%	69.06	13.3%
固定资产投资（不含农户）（亿元）	279.15	20.4%	252.08	20.3%	209.51	23.4%
规模以上工业增加值（亿元）	-	10.5%	-	11.1%	-	12.5%
社会消费品零售总额（亿元）	107.52	14.1%	94.24	13.5%	83.03	13.7%
出口总额（万美元）	13,539	-27.5%	18,668	36.8%	13,646	25.4%
存款余额（亿元）	233.18	12.2%	207.75	13.0%	183.84	12.5%
贷款余额（亿元）	103.43	14.7%	90.20	13.9%	79.17	23.5%
人均GDP/全国人均GDP		96.00%		96.58%		94.29%
人均GDP（元）		51,562.50		48,534.71		44,508.13

注：2015-2016年地区生产总值增长率按可比价格计算，2014年GDP按照不变价格计算；标“-”未获得。资料来源：2014-2016年谷城县国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

谷城县地方综合财力增长较快，但财政实力对上级补助存在一定依赖，财政自给能力一般；政府性基金收入近年持续下滑，未来仍存在波动的可能性

近年在谷城县经济发展的带动下，地方综合财力保持较快增长。2014-2016年谷城县地方综合财力分别为41.01亿元、50.02亿元和48.13亿元。从构成来看，2014-2016年上级补助收入占地方综合财力的比重分别为50.66%、52.13%和53.19%，财政实力对上级补助有较大依赖。

2014-2016年谷城县分别实现公共财政收入15.98亿元、21.77亿元和20.70亿元，近年收入有所波动，其中税收占比分别为67.03%、62.71%和57.23%，近年占比持续下降。在谷城近年税收收入中，营业税、增值税和耕地占用税等税种占比较大，2016年三者合计占当年税收收入的55.20%，企业所得税和土地增值税等税种形成了较好补充。近年谷城县政府性基金收入下滑幅度较大，2014-2016年政府性基金收入分别为4.26亿元、2.17亿元和1.83亿元，

大部分来源于国有土地使用权出让收入，近年谷城县土地成交情况较差，政府性基金收入下滑严重。未来政府性基金收入仍易受宏观经济和当地土地市场景气度影响而存在较大波动的可能性。

为保障民生和拉动经济发展，谷城县近年财政支出增长较快。2014-2016年谷城县公共财政支出分别为33.73亿元、47.64亿元和51.15亿元，年复合增长率为23.14%，公共财政支出主要集中在教育、社会保障和就业、农林水支出和医疗卫生等刚性支出方面，2016年刚性支出占比为49.29%，财政支出灵活性一般。受公共财政支出的增长影响，谷城县财政自给率表现有所弱化，2014-2016年财政自给率分别为47.36%、45.70%和40.48%，财政自给能力一般。地方政府债务方面，截至2016年11月，谷城县本级直接债务余额为150,422.72万元，担保债务余额29,072.03万元。

总体来看，近年谷城县地方综合财力增长较快，但财政实力对上级补助收入存在一定依赖，财政自给能力一般；政府性基金收入近年持续下滑，未来受宏观政策和土地市场景气度的影响而存在波动的可能性。

表6 2014-2016年谷城县财政收支基本情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力（一+二+三）	481,348	500,150	410,084
（一）公共财政收入	207,046	217,705	159,762
其中：税收收入	118,485	136,512	107,090
非税收入	88,561	81,193	52,672
（二）上级补助收入	256,043	260,709	207,747
其中：返还性收入	5,262	5,262	5,311
一般性转移支付收入	186,162	156,973	137,736
专项转移支付	64,619	98,474	64,700
（三）政府性基金收入	18,259	21,736	42,575
其中：国有土地使用权出让收入	-	21,306	41,586
地方财政支出（一+二）	540,492	517,751	391,609
（一）公共财政支出	511,496	476,386	337,313
（二）政府性基金支出	28,996	41,365	54,296
财政自给率	40.48%	45.70%	47.36%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：谷城县财政局，鹏元整理

五、公司治理与管理

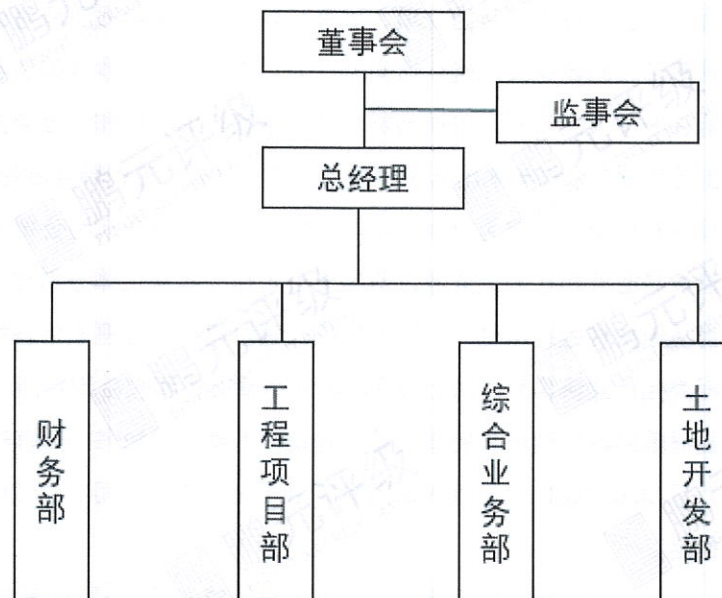
公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业

《国有资产监督管理暂行条例》制定了《公司章程》，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构，设立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的治理结构。

根据《公司章程》规定：公司设董事会，成员为7人，董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会成员中公司职工代表由职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满可以连任。董事会对投资者负责。监事会成员为5人（其中职工代表2人），监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届三年，任期届满，连选可以连任。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，列席董事会会议。公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

此外，公司在组织机构设置方面，以精干、高效为原则，根据业务特点及需要设立了公司下设4个职能部门：财务部、工程项目部、综合业务部和土地开发部等职能部门，并建立了决策机制和财务管理制度。公司目前的组织结构如下图所示：

图2 截至2017年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司目前主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，近年来业务较为单一，公司水务板块由水务公司运营，因水厂仍处于在建状态，暂未形成营业收入。2014-2016年公司基

基础设施工程建设累计实现收入84,339.15万元，近年收入规模有所波动，但毛利率保持稳定。2014-2016年公司营业收入构成及毛利率情况如表6所示。

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
基础设施工程收入	26,008.10	13.04%	32,664.80	13.04%	25,666.25	13.04%
合计	26,008.10	13.04%	32,664.80	13.04%	25,666.25	13.04%

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

公司主要从事谷城县基础设施建设业务，目前承建的项目大部分与政府签订了委托代建协议，收入较有保障，但部分工程结算进度较慢；公司在建及拟建项目较多，未来存在较大的资金需求

公司负责谷城县基础设施项目的承建业务，根据《谷城县人民政府关于明确县基础设施项目法人的通知》（谷政函[2012]16号文件），县政府授权公司作为谷城县基础设施运作主体，明确了公司实施县基础设施建设的资格。2012年2月1日，公司与谷城县人民政府签订了《谷城县基础设施建设工程项目委托代建协议》，协议约定，公司作为承建主体负责相关基础设施项目的立项、融资和建设，每年年底政府对公司的投入情况进行认定，出具基础设施建设投入确认通知书，公司依此结转成本并确认收入，在项目建设完毕后移交给谷城县人民政府，谷城县财政局根据签订的协议和年度交接单，在经监理施工和成本支出评审后，于每年末出具工程款支付通知文件，工程转让款包括项目的建设总成本和收益，代建管理费均约定为15%。公司子公司市政公司和水利公司分别负责谷城县部分基础设施建设类业务和水利类业务，两家子公司作为承建主体分别与谷城县人民政府签订了《谷城县易地扶贫搬迁项目（一期）委托代建协议》、《襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程委托代建协议》，以上协议约定的结算方式和收益均相同。2014-2016年，公司根据谷城县财政局各年度出具的基础设施建设投入确认通知书，分别确认了25,666.25万元、32,664.80万元和26,008.10万元收入，因政府给予公司和子公司的收益固定，近年来公司毛利率保持稳定。

公司目前承建的基础设施建设工程等较多，除公司负责自建谷城县水厂及配套工程外，其余工程项目均与谷城县政府签订了委托代建协议，未来收入较有保障。但我们注意到，公司部分工程结算进度较慢，公司2014-2016年分别收到工程结算款4,465.97万元、5,999.06万元和8,277.02万元。

表8 2014-2016年公司确认的项目建设成本收入情况（单位：万元）

工程项目名称	2016年	2015年	2014年
--------	-------	-------	-------

	成本	收入	成本	收入	成本	收入
谷城城关镇农村道路建设工程	500.50	575.57	193.57	222.61	622.36	715.71
三环工业园工程	1,287.80	1,480.97	5,581.71	6,418.97	2,338.05	2,688.75
北河流域治理工程	406.56	467.54	1,582.29	1,819.63	2,289.61	2,633.05
银城大道至北辰大道工程	1,564.38	1,799.04	1,385.17	1,592.94	1,678.12	1,929.84
三环大桥	2,233.96	2,569.05	72.05	82.86	311.52	358.25
南河三桥工程	3,036.36	3,491.81	4,218.12	4,850.84	247.25	284.34
G316 国道改扩建工程	6,324.52	7,273.20	5,040.74	5,796.85	5,843.92	6,720.50
产业新区三号路道路工程	5,262.32	6,051.67	6,741.97	7,753.26	1,741.36	2,002.56
北河北路工程	47.10	54.17	693.49	797.52	0.00	0.00
经十四路工程项目	418.68	481.49	0.00	0.00	0.00	0.00
金耐特公司 10KV 专线调整为开发区公共线路	194.57	223.76	0.00	0.00	0.00	0.00
谷城县易地扶贫搬迁项目(一期)	295.62	339.96	0.00	0.00	0.00	0.00
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	406.01	466.92	0.00	0.00	0.00	0.00
谷城城市矿产示范基地低丘缓坡整理项目	0.00	0.00	2,486.56	2,859.54	6,648.92	7,646.25
县循环经济园、北辰路、胡家井大桥接线工程	0.00	0.00	0.00	0.00	387.38	445.48
其他项目	637.35	732.96	408.50	469.78	210.00	241.50
合计	22,615.74	26,008.10	28,404.17	32,664.80	22,318.48	25,666.25

资料来源：公司提供

公司目前承建的项目较多，主要包括城市区基础设施建设项目、北河流域治理工程、G316国道改扩建工程等重大项目。截至2016年末，在建项目计划总投资共29.54亿元，尚需投资18.16亿元，拟建项目计划总投资10.61亿元，两者合计尚需资金28.77亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的资金压力。

表9 截至2016年末公司主要在建及拟建工程项目情况(单位:万元)

项目	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	建设周期
在建项目	谷城县易地扶贫搬迁项目(一期)	102,359.04	295.62	102,063.42	2015-2017
	G316 国道改扩建工程	40,000.00	39,494.94	505.06	2013-2015
	谷城县水厂建设项目	33,929.00	4,300.21	29,628.79	2015-2018
	北河北路工程	6,377.00	740.59	5,636.41	2016-2018
	经十四路工程项目	8,786.10	418.68	-	2016-2018
	三环工业园工程	-	11,962.77	-	2016-2018
	三环大桥	17,649.00	2,625.23	15,023.77	2016-2018
	产业新区三号路道路工程	30,000.98	18,521.41	11,479.57	2014-2015

	银城大道至北辰大道工程	13,805.00	6,227.67	7,577.33	2014-2017
	北河流域治理工程	12,511.50	20,263.86	-	2011-2013
	谷城城关镇农村道路建设工程	11,143.63	15,418.32	-	2011-2013
	襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	10,103.00	406.01	9,696.99	2015-2018
	南河三桥工程	8,500.00	9,035.42	0.00	2014-2016
	金耐特公司 10KV 专线调整为开发区公共线路	194.57	194.57	0.00	2016-2017
	小计	295,358.82	129,905.30	181,611.34	-
拟建项目	烈士陵园、殡仪馆迁址项目	15,000.00	-	15,000.00	2017.4
	文化中心	28,000.00	-	28,000.00	2017.4
	谷城公铁客运中心建设项目	26,523.00	-	26,523.00	2017.4
	汉江湿地生态修复治理项目	36,600.00	-	36,600.00	2017.3
	小计	106,123.00	0.00	106,123.00	-
	合计	401,481.82	129,905.30	287,734.34	-

注：部分项目因追加投资，可能存在已投资大于计划总投资的情况；在建工程中谷城县水厂建设项目和拟建项目中谷城公铁客运中心建设项目为本期募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

谷城县水厂投产运营后，公司未来有望新增供水收入

谷城县水厂成立于2013年，已于2017年5月变更为谷城县水务有限公司，其负责谷城县新建水厂的建设和运营，但因建设进度较慢仍未投产运营。截至2016年末，谷城县的城市供水仍由谷城县第三水厂负责，但其供水设施较为落后，谷城县水厂预计投产运营后的服务范围为谷城县中心城区、城北新区和子胥新城，供水区域远期规划城区面积约为80.70平方千米，届时谷城县水厂将替代第三水厂的运营，第三水厂作为备用水厂。待谷城县水厂投产运营后，公司未来有望新增供水收入。

股东在资产划拨、资本金注入和财政补贴等方面给予公司较大支持

公司在谷城县城市基础设施建设领域具有重要地位，因此获得了当地政府的大力支持。资产划拨方面，2010-2014年间，谷城县政府共将价值为71,569.97万元的储备用地注入公司。另外，根据谷城县国资局于2015年12月26日下发的《关于办理国有资产划转手续的通知》（谷国资发[2015]67号），谷城县国资局同意将谷城县住房和城乡建设局管辖下聂家滩污水处理厂内的土地使用权、房屋建筑物等资产和谷城县县城供排水管网等资产整体划转至水务公司，评估价值约1.57亿元。资本金注入方面，谷城县财政局2014-2016年分别拨付公司资本金24,600.00万元、27,210.00万元和30,352.00万元（其中水务公司1,757.00万元），计入“其他资本公积”科目核算。财政补贴方面，2014-2016年，公司分别获得财政补贴收入

10,000.00万元、13,600.00万元和10,000.00万元。总体来看，谷城县政府对公司的支持力度较大，公司可持续经营能力得到了一定提高。

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中审亚太会计师事务所（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，公司财务报表均按新会计准则编制。

2014年纳入公司财务合并范围的企业为谷城县市政工程投资建设有限公司，2015年新增两家二级全资子公司，即谷城县水利工程投资建设有限公司和谷城县水务有限公司，2016年公司合并口径与2015年相比无变化，具体情况见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模稳步增长，但公司资产中土地资产占比较高，应收款项增长较快，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

随着政府资产注入、承建的城市基础设施项目规模的不断增加，公司资产规模保持稳步增长。截至2016年末，公司资产总额为375,686.18万元，2014-2016年年复合增长率为24.43%。从资产结构来看，公司资产主要为流动资产且占比持续上升，2016年末流动资产占总资产的比重为74.67%。

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	47,724.46	12.70%	24,864.59	7.87%	7,248.74	2.99%
应收账款	18,720.62	4.98%	616.38	0.20%	6,615.44	2.72%
其他应收款	40,604.85	10.80%	25,161.70	7.97%	12,677.80	5.22%
存货	172,970.96	46.02%	172,892.30	54.75%	140,171.42	57.73%
流动资产合计	280,679.67	74.67%	224,485.35	71.09%	167,640.78	69.05%
固定资产	16,410.96	4.37%	16,972.99	5.37%	3,577.23	1.47%
在建工程	6,119.92	1.63%	2,234.00	0.71%	-	-
其他非流动资产	72,169.97	19.21%	71,569.97	22.66%	71,569.97	29.48%
非流动资产合计	95,211.51	25.33%	91,298.92	28.91%	75,147.20	30.95%
资产总计	375,891.18	100.00%	315,784.27	100.00%	242,787.97	100.00%

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。截至2016年末，公司货币资金账面余额47,724.46万元，其中79.04%为银行存款，货币资金中10,000.00万元为已质押的定期存单，使用受限。近年随着公司承建工程项目的增加，应收账款规模增幅较大。截至2016年末，公司应收账款账面价值为18,720.62万元，均为应收谷城县财政局的基础设施建设工程款，账龄在1年以内，未计提坏账准备，2015年公司应收账款规模较2014年有所减少主要系公司当年收到了财政局支付的工程结算款。公司其他应收款近年持续增长，近三年的复合增长率为78.96%，2016年末其他应收款为40,604.85万元，主要为往来款、借款及少量备用金，包括应收谷城县财政局24,110.52万元往来款、应收谷城县汉十铁路建设指挥部3,000.00万元借款和应收谷城县石花镇财政分局2,459.00万元往来款等，其他应收对象多为政府企事业单位。存货主要为工程施工和开发成本，工程施工主要为建造合同形成的已完工未与谷城县财政局结算资产，近年随着公司承建项目的推进，工程施工账面规模有所增加，2016年因部分工程进行结算导致工程施工账面余额整体水平基本保持不变，存货余额因此并无较大变化。存货中的开发成本主要为公司通过招、拍、挂方式取得的9宗出让土地使用权，其中一宗价值134.04万元的土地权证尚在办理中，2016年末开发成本账面价值为29,440.07万元，近三年其资产账面价值均无较大变化。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产组成。固定资产主要系公司拥有的房屋建筑物和机器设备等，截至2016年末，公司固定资产账面价值为16,410.96万元，其中房屋建筑物价值为15,603.47万元。2015年12月26日，谷城县国资局将聂家滩污水处理厂内的土地使用权、房屋建筑物等资产和谷城县县城供排水管网等资产整体划转至水务公司，评估价值合计约1.57亿元，因此2015年公司固定资产账面价值较2014年增幅较大。公司在建工程近年增长较快，但规模不大，2016年末在建工程账面价值为6,119.92万元，主要为公司自筹资金建设的谷城县水建设项目和南水北调中线一期工程谷城县处理厂管网延伸工程，上述项目均为公司自建项目，未来谷城县水厂投产运营后有望为公司带来一定的收入。其他非流动资产主要为储备用地和公司购买的不良资产，近三年账面价值变化不大。截至2016年末，其他非流动资产账面价值为72,169.97万元，包括账面价值为71,569.97万元的储备用地和600.00万元的不良资产，不良资产为公司购买的银行不良贷款资产包，公司与原债权人在政府的主导下通过600.00万元的协议价取得，资产包账面原值为16,132.54万元（其中本金为7,612.50万元），回款对象多以当地中小企业为主，债务人集中度较为分散，目前公司尚未开展回款工作，未来回收存在较大不确定性。储备用地主要来源于公司在2010-2016年间获得的谷城县国资局权益性资金的注入。公司目前共拥有23宗土地，账面价值总计101,532.01万元，其中9宗价值29,440.07万元出让性质的土地计入“存货-

开发成本”科目核算（用途多为商服用地）、13宗价值71,569.97万元的储备用地计入“其他非流动资产”科目核算、1宗价值521.96万元的划拨用地计入“无形资产”科目核算（该地主要用于谷城县水厂建设，目前尚未办证），具体明细见附录五。截至2016年末，公司出让用地大部分已抵押（未抵押部分的账面价值占公司土地总资产的比重为11.41%），拥有的储备用地均未抵押，但考虑到储备用地在市场流通受到一定限制，未来能为公司提供的财务弹性不大。

总体上看，近年公司资产规模稳步增长，但公司资产中土地资产占比较高，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司近年营业收入有所波动，利润水平对政府补贴有较大依赖

公司目前的收入来源均为承建的基础设施建设收入，2014-2016年公司分别确认基础设施建设收入25,666.25万元、32,664.80万元和26,008.10万元，近年来有所波动。因委托方给予公司的报酬固定，近年来毛利率基本稳定。公司水务业务板块暂未实现收入，待谷城县水厂建成投产后，公司有望新增供水收入。

2014-2016年公司分别获得补贴收入10,000.00万元、13,600.00万元和10,000.00万元，占同期利润总额的比重分别为78.37%、80.33%和87.62%，公司利润水平对政府补贴有较大依赖。公司近年加大了筹资力度，利息支出有所增加，带动财务费用增加使得近年期间费用率水平增幅较快，对利润形成了一定的侵蚀。

表11 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	26,008.10	32,664.80	25,666.25
营业利润	1,391.40	3,320.29	2,705.72
营业外收入	10,028.00	13,665.08	10,058.94
其中：补贴收入	10,000.00	13,600.00	10,000.00
利润总额	11,412.92	16,929.69	12,760.66
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%
期间费用率	7.55%	2.45%	2.07%
总资产回报率	3.69%	6.25%	-

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

现金流

公司近年经营性现金流表现欠佳，部分工程结算进度较慢；在建及拟建项目投资规模

较大，对外部资金需求较大，面临较大的资金压力

公司近年经营活动现金流入变化不大，主要为公司收到的财政支付的工程结算款，2014-2016年，公司分别收到工程结算款4,465.97万元、5,999.06万元和8,277.02万元，公司工程结算进度较慢。近年经营活动现金流出增长较快，其中支付的其他与经营活动有关的现金2014-2016年分别为49,023.44万元、47,367.21万元和99,245.97万元，主要系公司支付的相关单位的往来款，其中以与谷城县财政局的往来款为主，2016年公司支付谷城县财政局往来款大幅增长，导致支付的其他与经营活动有关的现金大幅增加，经营活动现金流净额变现受其影响表现有所弱化。

公司投资活动现金流在2015年前规模很小，2016年投资活动现金流出大幅增加主要系公司自建谷城县水厂的投入。从公司目前在建及拟建项目来看，截至2016年末，公司在建及拟建项目尚需投入资金共计28.77亿元，面临较大的资金压力。

筹资活动方面，公司由于承建工程的增多使得近年融资力度有所加大，筹资活动现金流入持续增长。2016年，公司取得借款收到的现金为65,470.00万元，主要为公司子公司市政公司获得的银行贷款。筹资活动现金流出随着公司融资力度的增加亦增幅较快，主要是偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。未来随着公司融资规模的进一步扩大，相应的本息支付压力也逐渐增大，公司未来将面临一定的偿债压力。

总体来看，公司近年经营性现金流表现欠佳，在建及拟建项目投资规模较大，对外部资金需求较大，面临较大的资金压力。

表12 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	0.32	0.18	0.17
销售商品、提供劳务收到的现金	8,277.02	5,999.06	4,465.97
收到的其他与经营活动有关的现金	77,135.30	52,143.03	64,154.00
经营活动现金流入小计	85,412.31	58,142.09	68,619.97
购买商品、接受劳务支付的现金	25,095.61	25,630.75	39,193.25
支付的其他与经营活动有关的现金	99,245.97	47,367.21	49,023.44
经营活动现金流出小计	124,452.19	73,202.01	88,374.93
经营活动产生的现金流量净额	-39,039.88	-15,059.92	-19,754.96
投资活动产生的现金流量净额	-3,687.78	95.85	-2.41
筹资活动产生的现金流量净额	55,587.52	32,579.92	23,321.12
现金及现金等价物净增加额	12,859.87	17,615.85	3,563.75

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务持续增长且规模较大，存在一定的偿债压力

随着当地政府的资产注入和公司利润的积累，近年公司资本实力有所增强。截至2016年末，公司所有者权益为27.19亿元，近三年的年复合增长率为25.87%。负债方面，2016年末公司负债总额达到10.40亿元，近三年的年复合增长率为20.88%，其中非流动负债规模增长较快。公司资本实力的增加使得公司权益对债务的覆盖程度有所增强。

表13 2014-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
负债总额	104,035.01	85,219.69	71,201.48
其中：流动负债	39,324.01	53,563.69	42,761.48
非流动负债	64,710.99	31,655.99	28,440.00
所有者权益合计	271,856.18	230,564.58	171,586.49
负债与所有者权益比率	38.27%	36.96%	41.50%

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

2014-2016年，公司负债中流动负债规模有所波动，占总负债的比重有所下降，2016年末流动负债占比37.80%，较2015年末下降25.05个百分点。其中，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。2015年前公司无短期借款，2016年公司以存单作为质押物新增向上海光大证券资产管理有限公司9,870.00万元的借款。其他应付款主要为往来款和借款，近年账面价值有所波动，2016年较2015年下降主要系偿还财政局的部分往来款所致。2016年末其他应付款共19,365.19万元，主要包括应付谷城县土地储备中心往来款14,143.29万元（账龄1-2年的占比为99.72%）、应付谷城县中药材公司往来款4,900.00万元（账龄在1年以内）等。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，包括2,600.00万元的质押借款和2,000.00万元的抵押借款。

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款和专项应付款。近年来公司增大筹资力度，2016年末公司长期借款余额为52,800.00万元，其中包括29,800.00万元的质押借款、4,000.00万元抵押借款和19,000.00万元保证借款。质押借款均为公司子公司向银行的借款，质押物多为应收账款或收费权，包括市政公司向中国农业发展银行谷城县支行为期25年的5,000.00万元借款、向中国光大银行股份有限公司襄阳分行为期8年的18,000.00万元借款和水务公司向中国银行股份有限公司襄阳分行为期12年的6,800.00万元借款；抵押借款系公司向湖北银行股份有限公司襄阳分行的4,000.00万元借款，抵押物为公司拥有的储备用地；保证借款系市政公司向中国建设银行股份有限公司谷城支行的借款。专项应付款近年规模较小，主要为公司2015年申请到用于谷城县水厂一期项目的投资。截至2016年末，公司长期应付款账面余额为11,200.00万元，包括应付国开发展基金有限公司的2,000.00万元（投资项

目为襄阳市谷城水厂及管网工程)、应付中国农发重点建设基金有限公司9,200.00万元(投资项目为谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护工程和襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程),公司与上述单位签订的协议约定,投资本金于投资期限到期后,谷城县国资局或谷城县人民政府实施购买,期间利息由公司支付。截至2016年末,公司有息债务余额为78,470.00万元,占负债总额的比重为75.43%,2014-2016年的年复合增长率为49.33%,受近年融资规模不断增加的影响,公司有息债务近年增加较快,存在一定的偿债压力。

表14 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	9,870.00	9.49%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	19,365.19	18.61%	38,401.61	45.06%	32,204.80	45.23%
一年内到期的非流动负债	4,600.00	4.42%	10,150.00	11.91%	6,750.00	9.48%
流动负债合计	39,324.01	37.80%	53,563.69	62.85%	42,761.48	60.06%
长期借款	52,800.00	50.75%	28,945.00	33.97%	28,440.00	39.94%
长期应付款	11,200.00	10.77%	2,000.00	2.35%	0.00	0.00%
专项应付款	710.99	0.68%	710.99	0.83%	0.00	0.00%
非流动负债合计	64,710.99	62.20%	31,655.99	37.15%	28,440.00	39.94%
负债合计	104,035.01	100.00%	85,219.69	100.00%	71,201.48	100.00%
其中:有息债务	78,470.00	75.43%	41,095.00	48.22%	35,190.00	49.42%

资料来源:公司2014-2016年三年连审审计报告,鹏元整理

表15 截至2016年末公司有息债务偿还期限分布表(单位:万元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
本金	7,955.00	8,835.00	7,035.00	40,175.00

资料来源:公司提供,鹏元整理

从短期偿债指标上看,公司流动比率和速动比率表现尚可,近年流动资产中货币资金、其他应收款的增加和流动负债规模的缩减为公司短期偿债能力提供了一定的保障。公司资产中的土地资产规模占比较大,但其中储备土地占比较大,使用受到一定的限制,未抵押的出让土地能为公司提供的财务弹性较小。从长期偿债能力指标来看,尽管公司资产负债率处于较低水平,但EBITDA和利息保障倍数的表现均有所弱化。另外,公司的有息债务规模增长较快,债务利息负担逐年增加,未来随着公司融资力度的加大,偿债付息压力将进一步增加。

表16 公司偿债能力指标

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	27.68%	26.99%	29.33%
流动比率	7.14	4.19	3.92

速动比率	2.74	0.96	0.64
EBITDA (万元)	13,327.58	17,596.86	13,199.79
EBITDA 利息保障倍数	3.80	5.77	4.20
有息债务/EBITDA	5.89	2.34	2.67

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告，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

本期债券本息的偿付资金来源主要包括以下几个方面。

1、本期债券募投项目收益产生的现金流入：本期债券的募投项目为谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目，根据项目可研报告，谷城县水厂完工后年销售水量为 2,585 万 m³，年均利润总额约 562.00 万元；谷城县公铁客运中心建设项目完工后年均利润总额约为 1,704.06 万元，上述两个项目在债券存续期累计可获得收入 33,635.95 万元。但我们也关注到，募投项目进度较慢，可能存在进度及收益不达预期的风险。

2、经营活动获取现金的能力：公司近年收入来源主要为基础设施建设收入，2014-2016 年公司分别实现营业收入 25,666.25 万元、32,664.80 万元和 26,008.10 万元，分别实现净利润 12,070.52 万元、16,095.22 万元和 10,939.60 万元，收现比分别为 0.17、0.18 和 0.32，公司目前承建的基础设施建设项目大部分与政府签订了委托代建协议，未来收入较有保障，预计公司的盈利能力和资金回流能力能够为本期债券的本息偿还提供重要保障。但我们也注意到，公司收益主要来源于基础设施建设收入，收入的实现易受财政资金结算进度影响，存在一定不确定性。

3、公司拥有一定规模的可变现资产：截至 2016 年末，公司拥有账面价值为 29,440.07 万元的出让土地（未抵押部分的比重为 39.36%）和 71,569.97 万元的储备土地资产，必要时可处置该资产以获得偿债资金。但我们也注意到，公司储备用地的流通处置存在一定限制，未来土地资产集中处置易受土地市场景气度影响，极端情况下可能存在较大难度。

(二) 本期债券保障措施分析

重庆进出口担保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可有效提升本期债券的信用水平

1、担保条款

根据重庆进出口担保为本期债券出具的担保函，担保人保证的范围包括债券本金及利

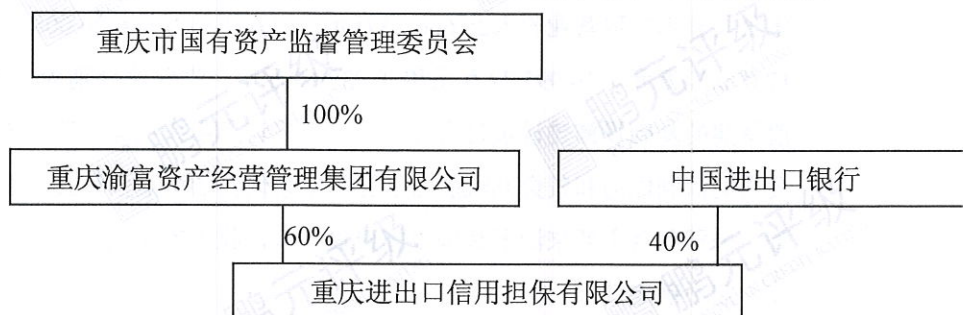
息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

2、担保人基本情况

重庆进出口担保成立于2009年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立，出资比例分别为60%和40%，初始注册资本20亿元。后经数次增资，截至2017年10月31日，重庆进出口担保注册资本及实收资本均为30亿元，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。股权结构如图2所示。

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问、小额贷款等业务。2016年重庆进出口担保主营业务未发生重大变更，资本市场业务中心由私募债券转向公募债券，客户主要为地方政府融资平台，银行融资担保的业务量进一步收缩。子公司重庆信惠投资有限公司（以下简称“信惠投资”）的债券承销业务受地方股转中心清理、私募债发行受阻影响，2016年基本未开展承销业务，目前信惠投资正在开拓天津、广州等市场，但该收入的持续性值得关注。

图 2 截至 2017 年 10 月末重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

2014-2016年，重庆进出口担保当期担保发生额分别为120.10亿元、132.56亿元和179.16亿元，年均复合增长率为22.14%，2017年1-6月，重庆进出口担保发生额为13.30亿元，较2016年同期下降87.99%。从担保类别看，截至2017年6月末，重庆进出口担保间接融资担保在保责任余额为32.00亿元，较2016年末下降24.84%，主要原因是2016年重庆市场资金面较为充沛、市场利率较低，重庆进出口担保的间接融资担保业务市场需求减少。受2017年10月1日生效的融资担保条例影响，重庆进出口担保计划重新开拓银行渠道，加强与银行之间的合作，未来间接融资担保规模或进一步上升。截至2017年6月末，重庆进出口担保直接融资担保在保责任余额为217.85亿元，增速较慢，主要是2017年新增的担保业务规模较小。截至2017年6月末，重庆进出口担保非融资性担保在保责任余额为59.02亿元，较2016年末

大幅下降，主要是担保的资产管理计划及诉讼担保规模大幅下降。同时，由于连带责任担保方式的保本基金发行被禁止，Wind数据显示，从2016年四季度开始，市场上未成立过一只新的保本基金，重庆进出口担保存量保本基金解除担保后将不再有保本基金担保业务。

2014-2016年，重庆进出口担保实现营业总收入分别为78,732.71万元、51,156.98万元和55,471.71万元，近年来表现有所弱化。2016年担保费收入为4.78亿元，同比增长50.80%，占公司营业总收入的86.24%，担保费收入增长主要得益于公司债券担保业务的发展。受债券市场监管收紧影响，2017年上半年新增债券担保项目大幅减少，2017年上半年重庆进出口担保担保费收入主要来自存量债券融资担保收入，2017年营业总收入或有下降。

表17 重庆进出口担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
当期担保收入	20,421	47,839	31,723	50,217
当期担保发生额	133,000	1,791,559	1,325,640	1,200,976
当期解除担保责任额	515,006	799,676	1,066,385	777,811
期末在保责任余额	3,088,698	3,470,705	2,478,822	2,219,568
其中：间接融资担保	319,986	425,762	592,365	909,161
直接融资担保	2,178,500	2,119,500	1,845,940	1,261,970
非融资担保	590,212	925,443	40,517	48,436

资料来源：重庆进出口担保提供

截至2016年末，重庆进出口担保资产总额为532,332.01万元，归属于母公司所有者权益合计为335,764.51万元，资产负债率为36.93%。2016年度，重庆进出口担保实现营业总收入5.55亿元，利润总额3.00亿元，经营活动现金净流入7.62亿元。截至2017年6月末，重庆进出口担保计提的担保风险准备金为142,706.1万元，较2016年末增长7.29%；风险准备金覆盖率为4.62%，重庆进出口担保准备金计提充分，代偿能力依然较强。

表18 重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	518,342.66	532,332.01	484,697.96	432,253.68
归属于母公司所有者权益合计（万元）	337,548.78	335,764.51	313,902.66	288,731.52
资产负债率	34.88%	36.93%	34.15%	31.79%
营业总收入（万元）	23,254.70	55,471.71	51,156.98	78,732.71
利润总额（万元）	7,451.34	30,035.06	33,614.16	38,805.45
净资产收益率	-	7.59%	9.39%	11.88%
经营净现金流（万元）	-11,990.36	76,234.70	1,622.91	23,185.87
当期担保发生额（万元）	133,000	1,791,559	1,325,640	1,200,976.00
期末在保责任余额（万元）	3,088,698	3,470,705	2,478,822	2,219,568.00

担保风险准备金（万元）	142,706.1	133,007.5	114,484.82	117,283.24
准备金充足率	347.24%	226.87%	281.64%	247.37%
风险准备金覆盖率	4.62%	3.83%	4.62%	5.28%
融资性担保净资产放大倍数	7.40	7.58	7.79	7.52
当期担保代偿率	4.36%	3.79%	3.99%	3.09%

资料来源：重庆进出口担保 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

总体看，重庆进出口担保资本实力较强，近年业务较快发展，风险准备较为充分，代偿能力较强。经鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为151,369.25万元，占2016年末净资产比例为55.68%，占比较大，均系公司为房投公司提供的最高额保证担保，保证方式为连带责任保证，均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险，具体担保情况如表18所示。房投公司为谷城县国资局全资子公司，成立于2015年11月5日，注册资本20,000.00万元，经营范围主要为征收安置房、保障性住房投资建设及融资运营。根据襄阳诚信会计师事务所有限公司提供的2017年度审计报告，截至2017年末，房投公司的总资产为17.77亿元，净资产为4.72亿元，资产负债率为73.44%。

2016年5月31日，公司与中国农业发展银行谷城县支行签订保证合同，为房投公司在中国农业发展银行谷城县支行的10亿元贷款提供连带责任保证，担保额为48,869.25万元，房投公司的该笔借款用于谷城县2016年第一批棚户区（高铁新区和城北片区）改造项目。另外，公司与中国农业银行股份有限公司谷城县支行签订最高额保证合同，为房投公司在中国农业银行股份有限公司谷城县支行的贷款提供连带责任保证，该笔借款用于谷城县锅底湖片区棚户区改造一期项目建设。2017年1月，公司为房投公司向湖北银行谷城支行的35,000.00万元的借款提供连带责任保证担保，担保期限15年。

表19 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	67,500.00	2017.1.12-2033.1.11	否
谷城县住房投资有限公司	48,869.25	2016.5.31-2036.5.30	否
	35,000.00	2017.1.24-2033.1.24	否
合计	151,369.25	-	

资料来源：公司提供

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	47,724.46	24,864.59	7,248.74
应收账款	18,720.62	616.38	6,615.44
预付账款	658.78	950.39	927.39
其他应收款	40,604.85	25,161.70	12,677.80
存货	172,970.96	172,892.30	140,171.42
流动资产合计	280,679.67	224,485.35	167,640.78
固定资产原价	17,268.33	17,264.75	3,731.94
减：累计折旧	857.36	291.76	154.72
固定资产净值	16,410.96	16,972.99	3,577.23
在建工程	6,119.92	2,234.00	0.00
无形资产	510.65	521.96	0.00
其他非流动资产	72,169.97	71,569.97	71,569.97
非流动资产合计	95,211.51	91,298.92	75,147.20
资产总计	375,891.18	315,784.27	242,787.97
短期借款	9,870.00	0.00	0.00
应交税费	5,488.82	4,641.15	3,806.68
应付利息	0.00	370.94	0.00
其他应付款	19,365.19	38,401.61	32,204.80
一年内到期的非流动负债	4,600.00	10,150.00	6,750.00
流动负债合计	39,324.01	53,563.69	42,761.48
长期借款	52,800.00	28,945.00	28,440.00
长期应付款	11,200.00	2,000.00	0.00
专项应付款	710.99	710.99	0.00
非流动负债合计	64,710.99	31,655.99	28,440.00
负债合计	104,035.01	85,219.69	71,201.48
实收资本	21,700.00	21,700.00	21,700.00
资本公积	177,476.01	147,124.01	104,241.14
盈余公积	7,316.87	6,174.87	4,564.53
未分配利润	65,363.30	55,565.70	41,080.82
归属母公司所有者权益合计	271,856.18	230,564.58	171,586.49
负债及所有者权益总计	375,891.18	315,784.27	242,787.97

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	26,008.10	32,664.80	25,666.25
减：营业成本	22,615.74	28,404.17	22,318.48
主营业务税金及附加	37.32	140.60	110.48
管理费用	771.69	301.16	246.27
财务费用	1,191.95	498.58	285.31
二、营业利润	1,391.40	3,320.29	2,705.72
加：营业外收入	10,028.00	13,665.08	10,058.94
减：营业外支出	6.48	55.68	4.00
三、利润总额	11,412.92	16,929.69	12,760.66
减：所得税费用	473.32	834.47	690.15
四、净利润	10,939.60	16,095.22	12,070.52
其中：归属于母公司所有者的净利润	10,939.60	16,095.22	12,070.52

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告

附录三-1 合并现金流量表（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	8,277.02	5,999.06	4,465.97
收到的其他与经营活动有关的现金	77,135.30	52,143.03	64,154.00
经营活动现金流入小计	85,412.31	58,142.09	68,619.97
购买商品、接受劳务支付的现金	25,095.61	25,630.75	39,193.25
支付给职工以及为职工支付的现金	74.49	63.45	47.76
支付的各项税费	36.12	140.60	110.48
支付的其他与经营活动有关的现金	99,245.97	47,367.21	49,023.44
经营活动现金流出小计	124,452.19	73,202.01	88,374.93
经营活动产生的现金流量净额	-39,039.88	-15,059.92	-19,754.96
二、投资活动产生的现金流量：			
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	96.64	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	96.64	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,687.78	0.79	2.41
投资活动现金流出小计	3,687.78	0.79	2.41
投资活动产生的现金流量净额	-3,687.78	95.85	-2.41
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	30,152.00	27,210.00	24,600.00
取得借款收到的现金	65,470.00	14,800.00	4,790.00
筹资活动现金流入小计	95,622.00	42,010.00	29,390.00
偿还债务所支付的现金	28,696.73	8,895.00	5,760.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1,337.75	535.08	308.88
支付的其他与筹资活动有关的现金	10,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	40,034.48	9,430.08	6,068.88
筹资活动产生的现金流量净额	55,587.52	32,579.92	23,321.12
四、汇率变动对现金的影响额：	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	12,859.87	17,615.85	3,563.75

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	10,939.60	16,095.22	12,070.52
加：固定资产折旧	565.60	132.09	130.25
无形资产摊销	11.31	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减：收益)	0.00	0.10	0.00
财务费用	1,337.75	535.08	308.88
存货的减少(减：增加)	-78.66	-32,720.88	-51,333.45
经营性应收项目的减少(减：增加)	-33,255.79	-6,507.84	-2,089.33
经营性应付项目的增加(减：减少)	-18,559.68	7,406.31	21,158.17
经营活动产生的现金流量净额	-39,039.88	-15,059.92	-19,754.96

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	0.32	0.18	0.17
有息债务（万元）	78,470.00	41,095.00	35,190.00
资产负债率	27.68%	26.99%	29.33%
流动比率	7.14	4.19	3.92
速动比率	2.74	0.96	0.64
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%
总资产回报率	3.69%	6.25%	-
EBITDA（万元）	13,327.58	17,596.86	13,199.79
EBITDA利息保障倍数	3.80	5.77	4.20
有息债务/EBITDA	5.89	2.34	2.67

资料来源：公司2014-2016年三年连审审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年末公司主要土地资产情况（单位：平方米、万元）

序号	土地证编号	用途	土地位置	土地面积	土地评估价值	土地性质	是否抵押
1	谷城国用（2007）第01-0216号	文体用地	谷城县城关镇沿河路	40,806.67	9,341.50	储备	否
2	谷城国用（2009）第01-351号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	2,862.80	680.77	储备	否
3	谷城国用（2009）第01-352号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	3,523.60	837.90	储备	否
4	谷城国用（2009）第01-353号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	8,268.20	1,966.16	储备	否
5	谷城国用（2009）第01-357号	储备用地	谷城县城关镇邹家营村	26,050.00	293.84	储备	否
6	谷城国用（2009）第01-359号	储备用地	谷城县城关镇三岔路村	10,500.00	130.20	储备	否
7	谷城国用（2011）第01-121号	储备用地	谷城县城关镇曾家营村、白果树村	51,922.40	5,640.70	储备	否
8	谷城国用（2010）第01-226号	储备用地	谷城县城关镇锅底湖村、胡家井、过山口村	180,901.24	5,571.76	储备	否
9	谷城国用（2012）第07-0006号	商住用地	谷城县冷集镇朝阳湖村、马台村	433,333.70	21,625.95	储备	否
10	谷城国用（2013）第07-012号	商住用地	谷城县冷集镇马台村	333,331.20	16,166.56	储备	否
11	谷城国用（2014）第006002GB01002号	商住用地	谷城县城关镇大古桥社区居委会	40,635.80	4,453.68	储备	否
12	谷城国用（2014）第006027GB04001号	商住用地	谷城县城关镇曾家营村	23,890.60	2,142.99	储备	否
13	谷城国用（2014）第006002GB01003号	商住用地	谷城县城关镇大古桥和东升社区委员会	21,831.00	2,717.96	储备	否
14	谷城国用（2014）第006022GB05004号	商住用地	谷城经济开发区胡家井社区	35,089.50	2,688.97	出让	否
15	谷城国用（2014）第006002GB02003号	商服、住宅	谷城县城关镇大古桥社区	46,302.62	4,902.06	出让	是
16	谷城国用（2014）第006002GB02002号	商服、住宅	谷城县城关镇大古桥社区	45,752.06	4,879.87	出让	是
17	谷城国用（2014）第006032GB03003号	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼、红石亮社区	45,700.50	4,122.26	出让	是
18	谷城国用（2014）第006032GB03002号	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼、红石亮社区	43,760.75	3,948.23	出让	是

19	谷城国用(2015)第006035GB02001号	商服、住宅	谷城经济开发区三岔路社区(316国道以东)	13,399.50	1,217.45	出让	否
20	谷城国用(2015)第006025GB06002号	商服、住宅	谷城经济开发区过山口街、彭家山、城关红石亮社区	42,638.40	3,800.41	出让	否
21	谷城国用(2015)第006040GB01001号	商服、住宅	谷城经济开发区过山口街、彭家山、城关红石亮社区	42,001.15	3,746.79	出让	否
22	尚未办证	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼社区(北辰大道以北)	15,923.00	134.04	出让	否
23	尚未办证	公共建设用地	谷城县龚家河村	60,000.00	521.96	划拨	否
合计		-	-	1,568,424.69	101,532.01	-	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债+长期应付款。

附录七 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。