

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

2018 年跟踪信用评级报告



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：

 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【2018】跟踪第
【323】号 01

债券简称：
17兴蜀专项债/17兴蜀债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡担保
集团股份有限公司保证
担保

债券剩余规模：13 亿元

债券到期日期：2024 年
08 月 21 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前偿
还条款，在存续期第 3-7
年末分别按照发行总额
的 20%偿还本金

分析师

姓名：
金善姬 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
jinshj@pyrating.cn

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

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 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA ¹
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 25 日	2017 年 07 月 13 日

评级观点：

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”）及其 2017 年 8 月 21 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调是基于：公司外部环境仍较好，为其业务发展提供了良好基础，业务持续性依然较有保障，外部支持力度很大，公司资本实力进一步增强，此外，重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时鹏元也关注到了公司资金压力较大，资产流动性一般，有息债务规模快速增长以及面临或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司业务发展提供了良好基础。2017 年崇州市地区生产总值为 300.40 亿元，同比增长 10.5%，实现公共财政收入 20.55 亿元，同比增长 20.96%，区域经济和财政保持较快增长，为公司业务发展提供了良好基础。
- 公司业务在区域内具有垄断性且持续性仍然较好。公司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，业务在崇州市经济开发区具有较强的区域专营性，截至 2017 年末，公司主要代建项目总投资合计 64.94 亿元，已投资 36.21 亿元，投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，业务持续性仍然较好。

¹ 鹏元于 2018 年 5 月 17 日将本期债券信用等级上调至 AAA。

- **公司获得的外部支持力度很大，资本实力进一步增强。**2017 年崇州市政府向公司注入评估价值为 3.46 亿元的土地资产，此外，崇州市国有资产监督管理委员会（以下简称“崇州国资办”）出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认由公司独享联营企业成都新蜀康建设投资有限公司（以下简称“新蜀康建投”）部分土地资产和房产，土地性质为出让，土地用途为商业和住宅，上述资产评估价值合计 26.58 亿元，公司资本实力进一步增强；2017 年公司获得财政补贴款合计 1.32 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资金支出压力较大。**2017 年公司在建项目建设资金支出及往来资金流出规模仍较大，经营活动现金流表现仍较弱。截至 2017 年末，公司主要在建项目总投资合计 76.94 亿元，尚需投资 32.05 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性一般。**公司资产以应收款项、土地使用权和在建项目为主，应收款项回款时间具有一定的不确定性，且部分土地使用权已用于借款抵押，2017 年末公司受限资产占总资产的比重为 21.24%，整体资产流动性一般。
- **公司有息债务规模快速增长，面临较大的偿债压力。**2017 年末公司有息债务为 59.93 亿元，同比增长 22.30%，占负债总额的比重进一步上升至 87.50%；EBITDA 利息保障倍数仅为 0.47，且 2018-2020 年公司分别需偿还债务 12.83 亿元、13.38 亿元和 15.27 亿元，面临较大的偿债压力。
- **公司面临或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 28.26 亿元，占所有者权益的比重达 21.90%，对外担保均未设置反担保措施，面临或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,975,242.69	1,685,642.18	1,430,731.75
所有者权益合计（万元）	1,290,339.55	975,987.77	959,375.83
有息债务（万元）	599,282.69	490,013.53	324,645.90
资产负债率	34.67%	42.10%	32.95%
流动比率	7.08	3.15	4.76
营业收入（万元）	45,867.41	40,440.81	41,674.20

其他收益（万元）	13,156.54	-	-
营业外收入（万元）	0.00	14,064.34	14,428.36
利润总额（万元）	18,654.46	17,480.75	17,857.77
综合毛利率	10.48%	10.33%	10.38%
EBITDA（万元）	19,026.99	19,198.23	18,807.35
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.56	0.72
经营活动现金流净额（万元）	113.79	-29,759.63	62,368.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

三峡担保主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
期末融资性担保在保责任余额（万元）	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资性担保净资产放大倍数	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率	1.52%	1.67%	1.53%

资料来源：三峡担保提供，鹏元整理

一、 本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月21日发行7年期13亿元城市停车场建设专项债券，募集资金用于建设崇州市停车场建设项目和补充营运资金。截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、 发行主体概况

2017年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人以及合并报表范围均未发生变化。截至2017年末，公司注册资本及实收资本均为10,000万元，崇州市土地储备中心（以下简称“土储中心”）持股70.00%，成都市蜀州城市建设投资有限责任公司持股30.00%（以下简称“蜀州城建”），实际控制人为崇州市人民政府。2018年5月10日，崇州国资办向公司下发《崇州市国有资产监督管理委员会关于成都兴蜀投资开发有限责任公司股权变更的批复》（崇国资发[2018]27号），同意将土储中心和蜀州城建持有的公司股权划转至崇州国资办名下，本次划转后，崇州国资办持有公司100%股权，为公司的唯一股东。2018年5月16日，上述股权的工商信息已完成变更。2017年公司仍无纳入合并报表范围的子公司。

2017年，公司治理和管理制度未发生重大变化，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更，目前公司有董事5人、监事3人，高级管理人员4人，在职人员不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职的情况，董事、监事及高级管理人员设置情况符合《公务员法》、《公司法》及《公司章程》的规定。

截至2017年末，公司资产总额为1,975,242.69万元，所有者权益合计1,290,339.55万元，资产负债率为34.67%；2017年度，公司实现营业收入45,867.41万元，利润总额18,654.46万元，经营活动现金净流入113.79万元。

三、 外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健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，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。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

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳

健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，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；进出口规模进一步扩大，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，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

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。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，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。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在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。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，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

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，2017年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，

不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 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 1 2017 年以来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
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	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

	违法违规融资的通知》 (财预[2017]87号)		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

(二) 区域环境

崇州市地区经济保持较快增长,经济实力不断增强,固定资产投资力度较大,为公司业务发展提供良好的基础

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,已逐渐形成了家具、制鞋制革、电子信息等支柱产业。受益于工业发展,2017年崇州市地区经济增长较快,整体实力不断提升。2017年崇州市地区生产总值为300.40亿元,按可比价格计算,同比增长10.5%,仍明显高于成都市同期水平。2017年,崇州市第一产业实现增加值36.19亿元,同比增长5.2%;第二产业实现增加值148.75亿元,同比增长12.3%;第三产业实现增加值115.45亿元,同比增长9.9%。三次产业结构由2016年的13.2:48.6:38.2调整为2017年的12.1:49.5:38.4,第二产业对地区GDP贡献度进一步提升。

表2 2016-2017年崇州市主要经济指标(单位:亿元)

经济指标	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值(GDP)	300.40	10.5%	254.04	11.3%
第一产业增加值	36.19	5.2%	33.64	4.5%
第二产业增加值	148.75	12.3%	123.40	13.1%

第三产业增加值	115.45	9.9%	97.00	11.5%
固定资产投资	292.80	15.3%	253.39	17.6%
社会消费品零售总额	86.29	12.9%	76.45	9.0%
进出口总额（亿美元）	-	-	1.88	-17.45%
存款余额	471.95	7.1%	440.54	11.1%
贷款余额	189.64	-2.6%	194.64	10.5%
人均 GDP（元）		-		38,237
人均 GDP/全国人均 GDP		-		70.84%

注：“-”表示未提供该数据。

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

2017 年崇州市规模以上工业企业数达 160 家，实现工业增加值 98.59 亿元，同比增长 16.1%；实现主营业务收入 334.46 亿元，同比增长 20.8%，利润总额 16.47 亿元，实现利税总额 26.73 亿元，工业对崇州市地方经济发展的贡献度仍较高。

从拉动地区经济增长的要素来看，2017 年固定资产投资力度仍较大，为公司后续的业务发展提供了良好的基础。2017 年崇州市完成固定资产投资 292.80 亿元，同比增长 15.3%。其中，农业完成固定资产投资 18.28 亿元，同比增长 46.4%；工业完成固定资产投资 135.05 亿元，同比增长 39.8%；服务业（不含商品住宅）完成固定资产投资 125.41 亿元，同比下降 9.1%。2017 年崇州市房地产开发完成投资 33.17 亿元，同比增长 21.6%；商品房竣工面积 29.99 万平方米，其中住宅竣工 19.86 万平方米；商品房新开工面积 101.98 万平方米，同比增长 80.3%；商品住宅现房销售均价 5,193 元/平方米，同比增长 7.3%。

崇州市公共财政收入保持较快增长，财政自给率有所提升

在公共财政收入较快增长的带动下，崇州市地方综合财力略有增长，2017 年崇州市地方综合财力为 50.03 亿元，同比增长 3.05%。从地方综合财力构成来看，2017 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 41.07%、36.03% 和 22.90%，公共财政收入占地方综合财力的比重同比提升 6.08 个百分点。

受益于地方经济的快速增长，崇州市公共财政收入保持较快增长，2017 年为 20.55 亿元，同比增长 20.96%。其中，税收收入占公共财政收入的比重为 79.38%，公共财政收入质量保持在较好水平。

崇州市政府性基金收入仍以国有土地使用权出让收入为主，2017 年崇州市政府性基金收入规模较为稳定，但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。

崇州市上级补助收入仍以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主。2017 年崇州

市上级补助收入为18.03亿元，同比下降9.89%，主要系专项转移支付收入下降所致。2017年专项转移支付收入占上级补助收入的比重为43.54%，较2016年下降2.66个百分点，上级补助收入可支配程度有所提升，未来需关注专项转移支付收入的波动性及其变动对地方综合财力的影响。

表3 2016-2017年崇州市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	500,330	485,527
（一）公共财政收入	205,493	169,881
其中：税收收入	163,121	131,100
非税收入	42,372	38,781
税收收入/公共财政收入	79.38%	77.17%
（二）上级补助收入	180,286	200,068
其中：返还性收入	10,201	9,900
一般性转移支付收入	91,581	97,729
专项转移支付收入	78,504	92,439
（三）政府性基金收入	114,551	115,578
其中：国有土地使用权出让收入	88,747	-
财政支出	488,659	514,818
（一）公共财政支出	378,592	371,277
（二）政府性基金支出	110,067	143,541
财政自给率	54.28%	45.76%

注：未提供崇州市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、关于崇州市2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告，鹏元整理

财政支出方面，崇州市财政支出仍以公共财政支出为主，受政府性基金支出下滑影响，2017年财政支出同比下降5.08%至48.87亿元。2017年崇州市公共财政支出为37.86亿元，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为53.16%，财政支出仍具有一定的刚性。从财政自给率来看，财政自给率有所提高。

表4 2016-2017年崇州市公共财政支出中刚性支出情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
刚性支出	201,258	53.16%	206,140	55.52%
社会保障和就业支出	46,120	12.18%	69,802	18.80%
医疗卫生与计划生育支出	37,363	9.87%	29,541	7.96%
教育支出	81,612	21.56%	70,905	19.10%

一般公共服务支出	36,163	9.55%	35,892	9.67%
----------	--------	-------	--------	-------

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

根据崇州市财政局在崇州公众信息网公开披露的《崇州市2017年地方政府债务余额及债务限额情况表》，崇州市2017年末地方政府债务限额为497,321万元，2017年末地方政府债务余额为472,606万元。

四、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、厂房及配套基础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。2017年公司实现营业收入45,867.41万元，同比增长13.42%，其中工程代建收入占比99.64%，仍是营业收入的最主要来源。2017年公司综合毛利率10.48%，较为稳定，主要系公司工程代建收入按照投入成本加成12%确认所致。

表 5 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	45,701.07	10.71%	40,327.62	10.71%
其他收入	166.34	-54.95%	113.19	-127.58%
合计	45,867.41	10.48%	40,440.81	10.33%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

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回购款，回购款根据公司项目投资建设金额加成 12% 确定。2016 年“营改增”以来，回购款额外包含了公司需缴纳的增值税。

根据崇州市财政局于 2017 年 12 月 28 日出具的《关于对兴蜀公司承建项目回购的函》，2017 年公司代建项目结算成本为 40,804.53 万元，回购金额为 47,072.11 万元（含增值税），公司确认工程代建收入 45,701.07 万元，同比增长 13.32%。

表 6 2016-2017 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
2017 年	捷普项目电力设施新（扩）建工程	5,737.65	6,618.95
	捷普一期配套基础设施创新大道上跨成温邛快速通道桥梁工程	4,950.97	5,711.44
	创业路延伸段晨曦大道南段以西（含三、四斗渠）基础设施建设工程	2,699.44	3,114.08
	110KV 高庆变电站至捷普支路 10KV 电力线路建设工程 111 号	2,546.12	2,937.20
	泗维路北一段基础设施建设项目	2,499.89	2,883.87
	泗维路北二段（含跨白马河桥一座）基础设施建设工程	2,399.90	2,768.52
	泗维路北二段（含白马桥一座）基础设施建设工程 106 号	2,360.97	2,723.61
	泗维路北一段基础设施建设工程	2,346.28	2,706.67
	顺利路基础设施建设工程	1,799.92	2,076.39
	泗维路南段景观绿化基础设施建设工程 134 号	1,799.38	2,075.77
	110KV 鲁家变电站至捷普 4 回 10KV 电力线路建设工程 335 号	1,799.38	2,075.77
	110KV 鲁家变电站至捷普 4 回 10KV 电力线路建设工程	1,787.04	2,061.52
	110KV 隆康线 52#-62#杆迁改工程	1,199.59	1,383.84
	110KV 隆康线 50#-60#迁改工程	1,017.92	1,174.27
	泗维支路道路工程	1,010.79	1,166.04
	其他项目	4,849.29	5,594.14
	合计	40,804.53	47,072.11
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干管工程	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

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年末，公司在建项目主要为发展区东区（明湖片区二期）基础设施及农迁房建设项目、捷普（一、二期配套基础设施建设项目）、捷普工业区（D\E 区）标准厂房配套、经开区 2017 年配套基础设施建设工程以及本期债券募投项目等，在建项目计划总投资 769,369.39 万元，已投资 448,888.11 万元，尚需投资 320,481.28 万元。其中主要代建项目总投资 649,369.39 万元，投资规模较大，未来工程代建收入较有保障，但随着项目建设的推进，公司面临较大的资金压力。

表 7 截至 2017 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
发展区东区（明湖片区二期）基础设施及农迁房建设项目	120,000.00	83,335.22	自筹	是
捷普（一、二期配套基础设施建设项目）	90,000.00	76,487.78	自筹	是
捷普工业区（D\E区）标准厂房配套	156,366.00	60,745.30	自筹	是
经开区 2017 年配套基础设施建设工程	64,000.00	39,732.18	自筹	是
创新大道南段延伸段一段基础设施建设工程	90,000.00	38,408.69	自筹	是
明湖安置区项目	80,703.39	31,402.45	自筹	是
顺安路附属设施建设工程	27,000.00	18,462.73	自筹	是
IPC 枢纽大楼工程	12,000.00	5,693.53	自筹	是
文井江大坪村基础设施建设	4,500.00	3,931.90	自筹	是
汇兴南路道路工程	4,800.00	3,885.32	自筹	是
崇州停车场建设项目	120,000.00	86,803.00	自筹	否
合计	769,369.39	448,888.11	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司获得的外部支持力度很大，资本实力进一步增强

2017 年公司获得的外部支持力度很大。财政补贴方面，根据《关于下达财政性资金的通知》等文件，2017 年公司获得财政补贴款合计 13,156.54 万元，有效提升了公司的利润水平。资产注入方面，2017 年崇州市政府向公司注入 7 宗土地，土地性质为国有建设用地，土地用途为住宅用地，面积合计 13.73 万平方米，根据房地产评估报告（成天合房评字[2017]第 026 号），上述土地入账价值为 34,576.43 万元。此外，崇州国资办于 2017 年 12 月 20 日出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认由公司独享联营企业新蜀康建投部分土地和房产（详见附录六），根据北京亚超评报字[2017]03194 号评估报告，上述资产的评估价值为 265,782.83 万元。2017 年末公司资本公积增加 30.04 亿元至 119.25 亿元，同比增长 33.67%。

五、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 2016-2017 年审计报告，报告采用新会计准则编制，2017 年公司仍无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但应收款项、土地使用权和在建项目占比仍较高，应收款项回款时间具有一定不确定性，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性一般

因在建项目资金投入规模的扩大、政府注入土地资产及根据崇州国资办出具的《关于同意成都兴蜀投资开发有限责任公司独享资本公积相关事宜的通知》确认由公司独享新蜀康建投部分土地和房产，公司资产规模快速增长，非流动资产占比有所提升。截至2017年末，公司资产总额为197.52亿元，同比增长17.18%。从公司资产结构来看，仍以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为61.09%，较2016年末下降14.21个百分点。

表 8 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,451.74	3.26%	202,549.04	12.02%
应收账款	49,879.26	2.53%	62,722.33	3.72%
预付款项	18,587.25	0.94%	17,552.99	1.04%
其他应收款	130,826.98	6.62%	133,566.87	7.92%
存货	941,687.69	47.67%	852,214.53	50.56%
流动资产合计	1,206,658.37	61.09%	1,269,325.76	75.30%
长期股权投资	276,117.58	13.98%	10,395.99	0.62%
在建工程	86,803.00	4.39%	26.36	0.00%
其他非流动资产	371,683.13	18.82%	371,683.13	22.05%
非流动资产合计	768,584.32	38.91%	416,316.43	24.70%
资产合计	1,975,242.69	100.00%	1,685,642.18	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 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。2017年末公司货币资金为6.45亿元，其中其他货币资金（用于担保的定期存款或通知存款）为2.00亿元，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，2017年公司工程代建收入回款情况大幅改善，应收账款规模有所下降，2017年末为4.99亿元，同比下降20.48%。公司预付款项主要为预付的工程建设款。公司其他应收款主要是与关联单位的往来款，2017年末为13.08亿元，规模变动不大，其中新蜀康建投、崇州市财政局、工业区管委会、远东国际租赁有限公司和崇州市崇信中小企业投资咨询有限公司的欠款占比分别为57.12%、21.74%、10.66%、2.46%和2.45%。截至2017年末，公司应收账款和其他应收款合计18.07亿元，占资产总额的比重为9.15%，欠款单位主要为政府部门和政府控股公司，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9 截至2017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	74,731.32	1年以内、1-2年	57.12%
崇州市财政局	28,442.32	1年以内	21.74%
工业区管委会	13,943.40	4-5年、5年以上	10.66%
远东国际租赁有限公司	3,220.00	1年以内	2.46%
崇州市崇信中小企业投资咨询有限公司	3,201.17	2-3年、5年以上	2.45%
合计	123,538.21	-	94.43%

注：崇州市崇信中小企业投资咨询有限公司现名为成都崇信大数据服务有限公司。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司存货主要为开发成本和土地使用权，随着当地政府注入土地资产和在建项目资金投入规模的扩大，存货规模有所增长，2017年末为94.17亿元，同比增长10.50%，其中开发成本38.01亿元，同比增长16.81%，主要包括发展区东区（明湖片区二期）基础设施及农迁房建设项目、捷普（一、二期配套基础设施建设项目）、捷普工业区（D\E区）标准厂房配套和经开区2017年配套基础设施建设工程等；公司土地使用权的土地性质主要为出让，用途主要为商业和住宅，2017年末土地面积合计276.26万平方米，账面价值为56.16亿元（详见附录五），较2016年末增加3.48亿元，其中账面价值为3.46亿元的土地使用权为政府注入。

2017年末公司非流动资产主要由长期股权投资、在建工程以及其他非流动资产构成。公司长期股权投资为持有的新蜀康建投的股权，新蜀康建投成立于2011年5月，注册资本为1.80亿元，由公司和成都工投园区建设投资有限公司共同出资组建，公司持股44.44%，目前新蜀康建投的业务主要为建设崇州市数据产业园孵化中心，2017年12月20日，崇州国资办出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限责任公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认公司可独享新蜀康建投部分土地和房产，上述土地和房产的评估价值合计26.58亿元，受此影响，2017年末公司长期股权投资增加至27.61亿元。截至2017年末，上述土地和房产不存在使用受限情况。公司在建工程为本期债券募投项目崇州城区停车场建设项目，项目总投资为12.00亿元，2017年末账面价值为8.68亿元。公司其他非流动资产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，2017年末账面价值仍为37.17亿元。

截至2017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41.95亿元，占资产总额的比重为21.24%。

表10 截至2017年末公司资产受限情况（单位：万元）

资产名称	账面价值	资产受限原因
货币资金	20,000.00	借款质押

存货-待开发土地	204,450.45	借款抵押
其他非流动资产	195,079.79	借款抵押
合计	419,530.24	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

整体来看，公司资产规模快速增长，但应收款项、土地使用权和在建项目占比仍较高，应收款项回款时间具有一定不确定性，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性一般。

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

2017年公司实现营业收入4.59亿元，同比增长13.42%，仍主要来源于工程代建收入，收入来源单一。截至2017年末，公司主要代建项目总投资64.94亿元，已投资36.21亿元，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，且收入回款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，由于工程代建收入仍按照投入成本加成12%确认，故2017年公司综合毛利率较为稳定。2017年公司获得财政补贴款1.32亿元，占利润总额的比重为70.53%，利润对政府补贴依赖仍较大。

表 11 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	45,867.41	40,440.81
其他收益	13,156.54	-
营业利润	18,703.44	3,446.73
营业外收入	0.00	14,020.10
利润总额	18,654.46	17,480.75
综合毛利率	10.48%	10.33%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司收现情况较好，但经营活动现金流表现仍较弱，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

2017年公司收现比为1.31，应收账款规模有所下降，收现情况较好。但公司在建项目建设资金支出及与经营活动有关的往来资金流出规模仍较大，经营活动现金流表现仍较弱，全年合计净流入113.79万元。

2017年公司投资活动主要表现为本期债券募投项目建设资金支出，全年合计净流出8.40亿元。目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，筹资方式包括发行债券、银行借款、往来单位借款、融资租赁及信托借款等方式，2017年公司融资规模仍处于较高水平，取得借款收到的现金达28.25亿元，但因当期偿付债务及支付的利息规模较大，筹资活动表现为净流出1.32亿元。截至2017年末，公司主要在建项目尚需投资32.05亿元，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 12 2016-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.31	0.56
销售商品、提供劳务收到的现金	60,081.51	22,573.80
收到其他与经营活动有关的现金	22,853.21	366,175.87
经营活动现金流小计	82,934.72	388,749.66
购买商品、接收劳务支付的现金	54,127.39	57,498.85
支付其他与经营活动有关的现金	28,243.82	360,365.19
经营活动现金流出小计	82,820.93	418,509.29
经营活动产生的现金流量净额	113.79	-29,759.63
投资活动产生的现金流量净额	-84,004.61	-24,273.28
筹资活动产生的现金流量净额	-13,206.48	158,460.62
现金及现金等价物净增加额	-97,097.29	141,549.04

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务有所增长，且规模较大，存在较大的刚性债务压力

因政府注入土地资产及根据崇州国资办出具的《关于同意成都兴蜀投资开发有限责任公司独享资本公积相关事宜的通知》确认由公司独享新蜀康建投部分土地和房产，公司所有者权益大幅增长，2017年末为129.03亿元，同比增长32.21%。受往来应付款规模大幅下降影响，公司负债规模有所下降，2017年末为68.49亿元。截至2017年末，公司产权比率为53.08%，权益对负债的保障程度尚可。

表 13 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	684,903.14	709,654.41
所有者权益	1,290,339.55	975,987.77
产权比率	53.08%	72.71%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，因往来应付款规模大幅下降，公司负债结构有所变动。2017年末流

动负债占负债总额的比重为24.87%，较2016年末下降了31.96个百分点。

表14 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,300.00	1.21%	16,600.00	2.34%
应交税费	19,350.62	2.83%	13,151.61	1.85%
其他应付款	60,900.92	8.89%	206,273.09	29.07%
一年内到期的非流动负债	76,402.24	11.16%	167,075.53	23.54%
流动负债合计	170,322.68	24.87%	403,316.41	56.83%
长期借款	140,100.00	20.46%	92,400.00	13.02%
应付债券	182,000.00	26.57%	-	-
长期应付款	192,480.46	28.10%	213,938.00	30.15%
非流动负债合计	514,580.46	75.13%	306,338.00	43.17%
负债合计	684,903.14	100.00%	709,654.41	100.00%
其中：有息债务	599,282.69	87.50%	490,013.53	69.05%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末公司短期借款为0.83亿元，全部为信用借款。公司应交税费主要为应交的营业税、企业所得税和增值税，2017年末为1.94亿元。公司其他应付款为应付的往来款和暂借款，2017年末大幅下降至6.09亿元，其中账龄1年以内的占比53.35%，1-2年的占比0.03%，2-3年的占比6.95%，3年以上的占比39.67%，应付对象主要为成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司、成都蜀景天建设投资有限责任公司、新蜀康建投、核工业西南建设集团有限公司以及崇州市崇信中小企业投资咨询有限公司等单位。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，2017年末为7.64亿元，其中一年内到期的长期借款为4.03亿元，一年内到期的长期应付款为3.61亿元。

表15 截至2017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	27,081.55	44.47%	1年以内
成都蜀景天建设投资有限责任公司	往来款	13,707.00	22.51%	1年以内
成都新蜀康建设投资有限公司	往来款	12,969.72	21.30%	1年以内、2-3年、3年以上
核工业西南建设集团有限公司	借款	2,200.00	3.61%	2-3年
崇州市崇信中小企业投资咨询有限公司	往来款	2,130.00	3.50%	1年以内、3年以上
合计	-	58,088.27	95.38%	-

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2017年末公司长期借款为

18.04亿元（包含一年内到期的长期借款4.03亿元），其中抵押借款11.30亿元，保证借款6.58亿元，信用借款0.16亿元，抵押物为公司土地使用权。公司应付债券为本期债券和债权融资计划，债权融资计划规模为5.20亿元，发行利率为7.20%，期限为5年（3+2）。公司长期应付款主要为融资租赁款、信托借款以及关联方借款，2017年末为19.25亿元，同比下降10.03%，关联方借款不付息。

截至2017年末，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务总额为59.93亿元，同比增长22.30%，占负债总额的比重进一步上升至87.50%，公司刚性债务压力较大。从有息债务本金偿还期限分布来看，2018-2020年公司分别需偿还债务12.83亿元、13.38亿元和15.27亿元，面临较大的短期集中偿付压力。

从偿债能力指标来看，随着往来应付款大幅下降，公司资产负债率有所下降，2017年末为34.67%，较2016年末下降7.43个百分点。随着流动负债规模的快速下降，2017年公司流动比率及速动比率指标大幅改善，但公司流动资产主要由存货和其他应收款构成，其他应收款回款时间存在一定的不确定性，存货即时集中变现难度较大，公司实际短期偿债能力较弱。2017年公司EBITDA规模较为稳定，但有息债务增长较快，利息支出规模仍较大，EBITDA利息保障倍数表现弱。

表 16 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	34.67%	42.10%
流动比率	7.08	3.15
速动比率	1.56	1.09
EBITDA（万元）	19,026.99	19,198.23
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.56
有息债务/EBITDA	31.50	25.52

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升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。三峡担保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。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31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2018年3月31日，三峡担保股权结构如表17所示。

表 17 截至 2018 年 3 月 31 日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担保、投标担保、诉讼保全担保等，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（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年

三峡担保担保代偿情况有所好转，2017年当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

表 18 2015-2017 年三峡担保主要财务数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
资产负债率	46.28%	41.95%	39.71%
营业收入（万元）	123,776.37	149,555.53	164,751.65
利润总额（万元）	48,870.92	72,959.24	71,475.65
综合毛利率	39.62%	46.28%	42.54%
净资产收益率	6.12%	9.60%	10.83%
经营活动净现金流（万元）	14,860.05	-10,393.77	77,795.69
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数。
资料来源：三峡担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的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。

七、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 28.26 亿元，占当年末所有者权益的比重达 21.90%，被担保方主要为崇州市国有企业或平台公司，对外担保均未设置反担保措施，公司面临或有负债风险。

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	担保种类	反担保措施
崇州市鼎兴实业有限公司	35,000.00	单人担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	30,000.00	单人担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	20,000.00	单人担保	无
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	2,000.00	单人担保	无
成都蜀景天建设投资有限责任公司	20,000.00	质押物担保	无

成都新蜀康建设投资有限公司	44,440.00	多人担保	无
成都新蜀康建设投资有限公司	20,000.00	单人担保	无
成都新蜀康建设投资有限公司	11,110.00	多人担保	无
成都新蜀康建设投资有限公司	60,000.00	抵押物担保	无
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	20,000.00	多人担保	无
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	20,000.00	多人担保	无
合计	282,550.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

2017 年公司外部环境仍较好，为公司业务发展提供了良好基础；公司业务在崇州市经济开发区具有较强的区域专营性，目前代建业务量充足，未来工程代建收入来源较有保障；公司获得的外部支持力度很大，资本实力进一步增强；三峡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仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时鹏元也关注到，公司在建项目资金需求较大，面临较大的资金支出压力；公司资产仍以应收款项、土地使用权和在建项目为主，应收款项回款时间存在一定的确定性，且部分土地使用权已用于借款抵押，整体资产流动性一般；有息债务规模快速增长，公司面临较大的偿付压力；对外担保均未设置反担保措施，公司面临或有负债风险。

基于以上分析，鹏元上调公司主体长期信用等级为 **AA**，维持本期债券信用等级为 **AAA**，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	64,451.74	202,549.04	79,121.32
应收账款	49,879.26	62,722.33	54,681.53
预付款项	18,587.25	17,552.99	65,766.80
其他应收款	130,826.98	133,566.87	97,122.15
存货	941,687.69	852,214.53	738,400.49
其他流动资产	1,225.44	720.00	-
流动资产合计	1,206,658.37	1,269,325.76	1,035,092.28
可供出售金融资产	18,127.00	18,127.00	6,180.00
持有至到期投资	9,000.00	9,000.00	-
长期股权投资	276,117.58	10,395.99	10,410.57
固定资产	6,784.60	7,026.07	7,275.13
在建工程	86,803.00	26.36	20.81
长期待摊费用	69.00	57.88	69.82
其他非流动资产	371,683.13	371,683.13	371,683.13
非流动资产合计	768,584.32	416,316.43	395,639.47
资产总计	1,975,242.69	1,685,642.18	1,430,731.75
短期借款	8,300.00	16,600.00	16,000.00
应付账款	1,182.90	216.18	789.98
应交税费	19,350.62	13,151.61	10,946.05
应付利息	4,186.00	-	-
其他应付款	60,900.92	206,273.09	134,973.98
一年内到期的非流动负债	76,402.24	167,075.53	54,566.28
流动负债合计	170,322.68	403,316.41	217,276.30
长期借款	140,100.00	92,400.00	104,200.00
应付债券	182,000.00	-	-
长期应付款	192,480.46	213,938.00	149,879.62
非流动负债合计	514,580.46	306,338.00	254,079.62
负债合计	684,903.14	709,654.41	471,355.92
实收资本（股本）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	1,192,507.28	892,148.02	892,148.02
未分配利润	87,832.27	73,839.75	57,227.81
归属于母公司所有者权益合计	1,290,339.55	975,987.77	959,375.83
所有者权益合计	1,290,339.55	975,987.77	959,375.83
负债和所有者权益合计	1,975,242.69	1,685,642.18	1,430,731.75

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	45,867.41	40,440.81	41,674.20
其中：营业收入	45,867.41	40,440.81	41,674.20
二、营业总成本	40,327.21	36,979.49	39,033.47
其中：营业成本	41,062.27	36,264.39	37,346.61
税金及附加	166.01	155.15	1,432.09
管理费用	1,084.45	608.54	470.50
财务费用	-1,985.52	-48.58	-215.74
加：投资收益（损失以“-”号填列）	6.71	-14.59	812.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-61.23	-14.59	812.67
其他收益	13,156.54	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	18,703.44	3,446.73	3,453.41
加：营业外收入	0.00	14,064.34	14,428.36
减：营业外支出	48.98	30.32	24.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	18,654.46	17,480.75	17,857.77
减：所得税费用	4,661.94	868.81	655.44
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,992.52	16,611.94	17,202.32
归属于母公司所有者的净利润	13,992.52	16,611.94	17,202.32

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	60,081.51	22,573.80	36,821.23
收到其他与经营活动有关的现金	22,853.21	366,175.87	320,713.01
经营活动现金流入小计	82,934.72	388,749.66	357,534.24
购买商品、接收劳务支付的现金	54,127.39	57,498.85	77,837.27
支付给职工以及为职工支付的现金	439.17	642.04	341.12
支付的各项税费	10.55	3.21	3.68
支付其他与经营活动有关的现金	28,243.82	360,365.19	216,983.61
经营活动现金流出小计	82,820.93	418,509.29	295,165.67
经营活动产生的现金流量净额	113.79	-29,759.63	62,368.56
二、筹资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	67.94	-	-
投资活动现金流入小计	67.94	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	84,072.55	12,326.28	14,666.13
投资支付的现金	-	11,947.00	4,680.00
投资活动现金流出小计	84,072.55	24,273.28	19,346.13
投资活动产生的现金流量净额	-84,004.61	-24,273.28	-19,346.13
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款所收到的现金	282,500.00	270,479.86	187,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	8,300.00	17,982.79	64,028.81
筹资活动现金流入小计	290,800.00	288,462.65	251,228.81
偿还债务所支付的现金	172,172.74	89,532.26	90,425.78
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	40,675.52	34,069.77	26,094.96
支付其他与筹资活动有关的现金	91,158.21	6,399.99	146,800.00
筹资活动现金流出小计	304,006.48	130,002.03	263,320.74
筹资活动产生的现金流量净额	-13,206.48	158,460.62	-12,091.93
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	-97,097.29	104,427.72	30,930.51
加：期初现金及现金等价物余额	141,549.04	37,121.32	6,190.81
六、期末现金及现金等价物余额	44,451.74	141,549.04	37,121.32

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	13,992.52	16,611.94	17,202.32
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	244.27	249.06	249.16
长期待摊费用摊销	15.24	11.94	10.17
财务费用（收益以“-”号填列）	113.02	1,456.48	690.24
投资损失（收益以“-”号填列）	-6.71	14.59	-812.67
存货的减少（增加以“-”号填列）	-63,662.30	-113,814.04	-35,242.89
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	33,481.68	-5,271.71	-58,550.56
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	15,936.07	70,982.12	138,822.77
经营活动产生的现金流量净额	113.79	-29,759.63	62,368.56
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	44,451.74	141,549.04	37,121.32
减：现金的年初余额	141,549.04	37,121.32	6,190.81
现金及现金等价物净增加额	-97,097.29	104,427.72	30,930.51

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	599,282.69	490,013.53	324,645.90
资产负债率	34.67%	42.10%	32.95%
流动比率	7.08	3.15	4.76
速动比率	1.56	1.03	1.37
产权比率	53.08%	72.71%	49.13%
综合毛利率	10.48%	10.33%	10.38%
EBITDA（万元）	19,026.99	19,198.23	18,807.35
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.56	0.72
收现比	1.31	0.56	0.88

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

科目	土地证号	类型	证载用途	面积	入账价值	是否抵押
存货	崇国用（2005）第 12130-3 号	出让	住宅	176,000.00	30,980.75	否
	崇国用（2007）第 12645-1 号	出让	住宅	160,000.80	26,219.78	是
	崇国用（2007）第 12645-2 号	出让	住宅	86,667.10	12,791.98	否
	崇国用（2007）第 12645-3 号	出让	住宅	86,667.10	14,264.88	是
	崇国用（2007）第 12646 号	出让	住宅	170,000.00	58,833.60	是
	崇国用（2007）第 12647 号	出让	住宅	58,666.67	24,128.37	否
	崇国用（2007）第 12648 号	出让	住宅	138,666.67	47,989.76	是
	崇国用（2008）第 1000 号	出让	住宅	48,640.02	8,892.61	是
	崇国用（2008）第 1001 号	出让	住宅	72,430.76	13,160.10	是
	崇国用（2008）第 1002 号	出让	住宅	17,207.06	3,259.33	是
	崇国用（2008）第 1003 号	出让	住宅	12,409.02	2,310.91	是
	崇国用（2008）第 1100 号	出让	商业	33,333.31	8,353.29	否
	崇国用（2008）第 33 号	出让	住宅	78,315.50	11,018.84	否
	崇国用（2008）第 34 号	出让	住宅	119,828.99	16,970.78	是
	崇国用（2008）第 35 号	出让	住宅	31,723.60	5,718.18	否
	崇国用（2009）第 10006 附 1 号	出让	住宅	46,666.67	16,097.53	否
	崇国用（2009）第 10114 号	出让	商业、住宅	19,409.31	5,794.99	否
	崇国用（2009）第 10115 号	出让	商业、住宅	48,209.21	6,415.49	否
	崇国用（2009）第 10116 号	出让	商业、住宅	43,546.41	2,582.91	否
	崇国用（2009）第 10068 号	出让	商业、住宅	33,499.00	4,744.29	否
	崇国用（2009）第 10069 号	出让	商业、住宅	48,000.70	6,798.10	否
	崇国用（2009）第 10093 号	出让	商业、住宅	43,089.99	7,895.68	否
	崇国用（2009）第 10094 号	出让	商业、住宅	23,943.96	4,387.42	否
	崇国用（2009）第 10131 号	出让	商业、住宅	39,603.73	10,316.25	否
	崇国用（2009）第 10132 号	出让	商业、住宅	79,347.26	20,668.93	否
	崇国用（2009）第 10133 号	出让	商业、住宅	74,861.28	19,500.39	否
	崇国用（2009）第 10134 号	出让	商业、住宅	72,853.40	18,977.36	否
	崇国用（2010）第 10023 号	出让	住宅	66,666.66	11,977.97	否
	崇国用（2011）第 15000 号	出让	商业、住宅	43,546.41	12,548.69	是
	崇国用（2011）第 15004 号	出让	商业、住宅	33,499.00	14,059.53	否
	崇国用（2013）第 15005-1 号	出让	商业	19,693.33	4,293.15	否
	崇国用（2013）第 15007-1 号	出让	商业	5,386.67	1,172.68	否
崇国用（2013）第 15012-1 号	出让	商业	21,693.33	5,121.80	否	

	崇国用（2013）第 15013-1 号	出让	商业	9,874.81	2,153.70	否
	崇国用（2013）第 15014-1 号	出让	商业	1,674.53	395.36	否
	崇国用（2013）第 15015-1 号	出让	商业	13,931.77	3,289.29	否
	崇国用（2013）第 15016-1 号	出让	商业	29,693.33	7,010.60	否
	崇国用（2013）第 15017-1 号	出让	商业	26,382.09	5,756.57	否
	崇国用（2013）第 15019-1 号	出让	商业	5,903.46	1,393.81	否
	崇国用（2013）第 15020-1 号	出让	商业	26,970.62	5,879.60	否
	崇国用（2013）第 15021-1 号	出让	商业	25,820.58	6,096.24	否
	崇国用（2013）第 15048-1 号	出让	商业	13,126.67	2,864.24	否
	崇国用（2013）第 15049-1 号	出让	商业	103,643.28	22,614.96	否
	崇国用（2013）第 15051-1 号	出让	商业	27,240.00	5,938.32	否
	崇国用（2015）第 2796 号	出让	工业用地	123,378.70	2,310.78	否
	崇国用（2015）第 2797 号	出让	工业用地	152,282.32	2,852.05	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009323 号	出让	住宅用地	12,152.82	3,524.32	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009324 号	国有建设	住宅用地	2,481.98	719.77	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009322 号	国有建设	住宅用地	17,026.37	5,559.11	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009320 号	国有建设	住宅用地	15,494.23	5,058.87	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0012398 号	国有建设	住宅用地	30,476.29	5,592.40	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009319 号	国有建设	住宅用地	19,315.84	3,312.67	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0015054 号	国有建设	住宅用地	40,333.20	10,809.30	否
	-	出让	工业用地	11,318.20	204.75	否
	合计	-	-	2,762,594.01	561,583.03	-
其他非流动资产	崇国用（2011）第 15025-1-2 号	政府储备	建设用地	40,016.09	13,321.36	否
	崇国用（2011）第 15026-1-2 号	政府储备	建设用地	81,249.23	23,131.66	否
	崇国用（2012）第 10010 号	政府储备	建设用地	65,061.79	18,965.51	是
	崇国用（2012）第 10011 号	政府储备	建设用地	101,952.24	29,719.08	是
	崇国用（2012）第 10012 号	政府储备	建设用地	99,662.64	29,051.66	是
	崇国用（2012）第 10013 号	政府储备	建设用地	71,557.67	20,859.06	是
	崇国用（2012）第 10014 号	政府储备	建设用地	63,582.84	18,534.40	是
	崇国用（2012）第 10015 号	政府储备	建设用地	72,275.56	18,906.54	是

崇国用（2012）第 10016 号	政府储备用地	建设用地	64,859.48	21,068.33	是
崇国用（2012）第 10017 号	政府储备用地	建设用地	61,057.77	17,798.34	是
崇国用（2012）第 10027 号	政府储备用地	建设用地	74,616.11	20,176.20	是
崇国用（2012）第 10063 号	政府储备用地	建设用地	112,746.71	13,698.73	否
崇国用（2012）第 10065 号	政府储备用地	建设用地	178,990.41	21,747.34	否
崇国用（2012）第 10074 号	政府储备用地	建设用地	132,105.54	19,710.15	否
崇国用（2012）第 10075 号	政府储备用地	建设用地	115,006.84	13,973.33	否
崇国用（2012）第 10076 号	政府储备用地	建设用地	160,657.26	23,905.80	否
崇国用（2012）第 10077 号	政府储备用地	建设用地	131,231.96	15,944.68	否
崇国用（2012）第 10078 号	政府储备用地	建设用地	127,671.67	15,512.11	否
崇国用（2012）第 10097 号	政府储备用地	建设用地	88,718.70	15,658.85	否
合计	-	-	1,843,020.51	371,683.13	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2017年末公司独享新蜀康建投的土地资产和房产情况（单位：平方米、万元）

资产类型	产权证号	类型	证载用途	面积	入账价值	是否抵押	
土地使用权	崇国用（2013）第 15054-1 号	出让	商业	98,491.84	28,326.25	否	
	崇国用（2013）第 15055-1 号	出让	商业	19,105.92	5,494.86	否	
	崇国用（2013）第 15056-1 号	出让	商业	13,541.96	3,894.67	否	
	崇国用（2013）第 15057-1 号	出让	商业	34,829.40	10,016.94	否	
	崇国用（2013）第 15058-1 号	出让	商业	67,298.76	19,355.12	否	
	崇国用（2013）第 15059-1 号	出让	商业	14,947.65	4,298.94	否	
	崇国用（2013）第 15060-1 号	出让	商业	23,427.75	6,737.82	否	
	崇国用（2013）第 15061-1 号	出让	商业	7,361.58	2,117.19	否	
	崇国用（2013）第 15062-1 号	出让	商业	20,147.09	5,794.30	否	
	崇国用（2013）第 15063-1 号	出让	商业	33,339.70	9,588.50	否	
	崇国用（2013）第 15064-1 号	出让	商业	19,936.73	5,733.80	否	
	崇国用（2013）第 15065-1 号	出让	商业	14,498.11	4,169.66	否	
	崇国用（2013）第 15066-1 号	出让	商业	20,014.56	5,756.19	否	
	崇国用（2013）第 15067-1 号	出让	商业	9,372.93	2,695.65	否	
	崇国用（2013）第 15068-1 号	出让	商业	6,800.88	1,955.93	否	
	崇国用（2013）第 15069-1 号	出让	商业	8,617.31	2,478.34	否	
	崇国用（2013）第 15070-1 号	出让	商业	12,563.06	3,454.84	否	
	崇国用（2013）第 15071-1 号	出让	商业	15,007.82	4,127.15	否	
	崇国用（2011）第 15002-1 号	出让	住宅	住宅	78,315.50	35,140.16	否
	崇国用（2009）第 10034-1 号	出让	住宅、商业	住宅、商业	74,630.99	11,993.20	否
	崇国用（2009）第 10035-1 号	出让	住宅、商业	住宅、商业	78,163.64	12,560.90	否
	崇国用（2009）第 10111-1 号	出让	商业、住宅	商业、住宅	61,945.60	10,883.84	否
	崇国用（2009）第 10115-1 号	出让	商业、住宅	商业、住宅	48,209.21	8,470.36	否
	崇国用（2011）第 15001-1 号	出让	商业、住宅	商业、住宅	19,409.31	3,557.73	否
	崇国用（2013）第 2442 号	出让	工业	工业	231,473.43	7,152.53	否
	崇国用（2013）第 2444 号	出让	工业	工业	162,265.38	5,014.00	否
	合计	-	-	1,193,716.11	220,768.88	-	
房产	崇国用（2011）第 15025-1-2 号	-	-	210,297.90	45,013.95	否	
	合计	-	-	210,297.90	45,013.95	-	

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录七 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+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	$\text{累计代偿额} / \text{累计解除担保责任额} \times 100\%$
累计代偿回收率	$\text{累计代偿回收额} / \text{累计代偿额} \times 100\%$

附录八 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。