

2017 年资兴市城市建设投资有限责任公司
公司债券第一期、第二期 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
【660】号 01

债券简称

第一期：17 资兴城投 01/
17 资城 01
第二期：17 资兴城投 02/
17 资城 02

增信方式：

两期均为保证担保

担保主体：

第一期：瀚华担保股份有
限公司
第二期：重庆进出口融资
担保有限公司

债券剩余规模：

第一期：8 亿元
第二期：5 亿元

债券到期日期：

第一期：2024 年 5 月 3 日
第二期：2024 年 9 月 26 日

债券偿还方式：

两期债券均为每年付息一
次，分次还本，在债券存
续期的第 3-7 个计息年度
末按 20%的比例逐年等额
偿还债券本金

分析师

姓名：
王哲 刘伟强

电话：
0755-82871596

邮箱：
wangzh@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 年资兴市城市建设投资有限责任公司 公司债券第一期、第二期 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
本期债券信用等级	17 资城 01：AA+	17 资城 01：AA+
	17 资城 02：AA+	17 资城 02：AA+
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 6 月 25 日	2017 年 10 月 19 日（第一期） 2017 年 9 月 6 日（第二期）

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对资兴市城市建设投资有限责任公司（以下简称“资兴城投”或“公司”）、2017 年 5 月发行的公司债券（第一期）（以下简称“17 资城 01”）以及 2017 年 9 月发行的公司债券（第二期）（以下简称“17 资城 02”）的 2018 年度跟踪评级结果为：17 资城 01 信用等级维持为 AA+，17 资城 02 信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好，为公司发展提供良好基础；公司代建项目业务量充足，未来收入来源有一定保障；公司继续获得较大外部支持；瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）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 17 资城 01 的信用水平；重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）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 17 资城 02 的信用水平。同时鹏元也关注到，公司资产流动性较弱；公司面临一定的资金压力，有息负债增长较快，偿债压力加大以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供良好基础。2017 年资兴市地区生产总值为 362.51 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.3%，整体经济发展情况良好。
- 公司在建项目较多，未来收入来源有一定保障。截至 2017 年末，公司主要在建代

建及土地整理项目合同金额合计 377,213.49 万元，累计已投资 207,107.07 万元，且大部分已签订代建协议，公司在建项目较多，未来收入来源有一定保障。

- **公司继续获得较大外部支持。**2017 年资兴市财政局拨付给公司的财政补贴合计 10,000.00 万元，较 2016 年增长 25.23%，对公司利润形成补充。
- **瀚华担保提供的保证担保仍能有效提升 17 资城 01 的信用水平。**经鹏元综合评定，瀚华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仍能有效提升 17 资城 01 的信用水平。
- **重庆进出口担保提供的保证担保能有效提升 17 资城 02 的信用水平。**经鹏元综合评定，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仍能有效提升 17 资城 02 的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，应收账款和预付资产收购款合计 242,130.03 万元，占公司总资产的 28.11%，对公司营业资金形成较大占用；公司存货中土地资产价值 356,104.28 万元，占公司总资产的 41.34%；其中受限的土地资产价值为 180,886.19 万元，占公司总资产的 21.00%；同时，2017 年末公司价值 30,878.54 万元的固定资产因借款及担保被抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建代建及土地整理项目计划总投资 377,213.49 万元，累计已投资 207,107.07 万元，尚需投资额 170,106.42 万元，存在一定的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，偿债压力加大。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 52.29%，同比增长 7.36 个百分点；其中有息债务余额 292,732.00 万元，同比增长 19.13%，占总负债的比例为 64.99%，有息债务/EBITDA 为 14.21，公司偿债压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 142,935.28 万元，与公司 2017 年末净资产之比为 34.78%，被担保方均为当地国企，担保金额较大，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

资兴城投主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	861,427.55	727,896.64	574,112.80
所有者权益合计（万元）	411,009.24	400,826.70	390,659.09

有息债务（万元）	292,732.00	245,716.00	167,873.00
资产负债率	52.29%	44.93%	31.95%
流动比率	3.66	3.42	15.98
营业收入（万元）	68,762.71	60,562.08	58,964.31
营业外收入（万元）	10,040.24	8,002.53	7,345.38
利润总额（万元）	10,182.54	10,167.61	10,017.65
综合毛利率	16.67%	17.12%	16.82%
EBITDA（万元）	20,599.42	17,349.76	15,480.61
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.57	1.74
经营活动产生的现金流量净额（万元）	80,646.75	70,516.41	-47,904.28

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

瀚华担保主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	617,895.37	578,319.94	527,866.53
所有者权益合计（万元）	409,702.35	403,850.20	384,151.12
期末在保责任余额（亿元）	482.41	330.74	277.71
风险准备金覆盖率	3.02%	4.46%	4.47%
融资性担保净资产放大倍数	7.73	-	-
当期担保代偿率	1.23%	1.41%	1.94%

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数（上年数）；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：瀚华担保 2016-2017 年审计报告及瀚华担保提供，鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
在保责任余额（万元）	-	3,470,705	2,478,822
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年5月3日公开发行7年期8亿元“17资城01”，2017年9月26日公开发行7年期5亿元“17资城02”。筹集资金拟用于资兴市城市供水设施改扩建工程项目（以下简称“供水改扩建项目”）项目，截至2018年3月末，公司已使用17资城01募集资金6.63亿元；已使用17资城02募集资金3.09亿元。

表 1 截至 2018 年 3 月 31 日，17 资城 01 募投项目进展情况及资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	项目已投资	已使用募集资金
资兴市城市供水设施改扩建工程项目	134,141.00	48,000.00	45,217.00	34,305.82
补充营运资金	-	32,000.00	32,000.00	32,000.00
合计	134,141.00	80,000.00	77,217.00	66,305.82

注：扣除承销费用和担保费用，公司实际收到募集资金 7.60 亿元。

资料来源：公司提供

表 2 截至 2018 年 3 月 31 日，17 资城 02 募投项目进展情况及资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	项目已投资	已使用募集资金
资兴市城市供水设施改扩建工程项目	134,141.00	30,000.00	45,217.00	10,911.18
补充营运资金	-	20,000.00	20,000.00	20,000.00
合计	134,141.00	50,000.00	65,217.00	30,911.18

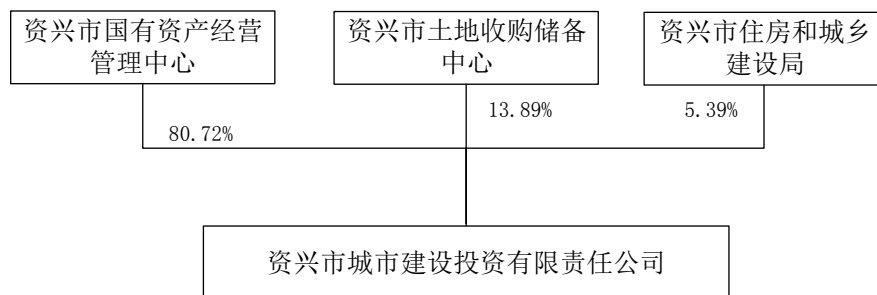
注：扣除承销费用和担保费用，公司实际收到募集资金 4.74 亿元。

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2017年，公司名称、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东仍为资兴市国有资产经营管理中心，持有公司股权比例仍为80.72%，实际控制人仍为资兴市人民政府。2017年公司主营业务为资兴市基础设施建设、土地开发整理业务。2017年公司合并报表范围没有变化。截至2018年5月末，公司股权结构图如图1所示。

图1 截至2018年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为861,427.55万元，所有者权益合计数为411,009.24万元，资产负债率为52.29%。2017年度，公司实现营业收入68,762.71万元，利润总额10,182.54万元，经营活动产生的现金净流量为80,646.75万元。

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3 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

（二）区域环境

2017年资兴市经济持续增长，固定资产投资仍是经济发展主要动力

2017年资兴市实现地区生产总值362.51亿元，同比增长8.3%。2017年资兴市人均GDP为103,932元，与全国人均GDP的比值为174.21%，经济发展水平相对较好。分产业来看，第一产业增加值26.95亿元，增长4.2%；第二产业增加值223.59亿元，增长6.9%；第三产业增加值111.97亿元，增长12.5%。三次产业的结构比例由2016年的7.9：64.2：27.9调整到2017年的7.4：61.7：30.9，第二产业和第三产业在资兴市经济中比重较高，第二产业占比有所下降，第三产业占比进一步提高。

2017年资兴市工业增加值204.60亿元，同比增长7.0%，增速较上年上升0.4个百分点，增速有所放缓。其中轻工业增长8.2%，重工业增长4.2%。规模工业按行业门类划分，采矿业增加值比上年下降20.5%，制造业增加值增长8.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值下降11.4%。全市园区规模工业增加值比上年增长8.7%，占全市规模工业增加值的比重为76.2%，提高4.3个百分点。

从经济结构来看，投资和消费是拉动经济增长的主要因素，2017年资兴市社会消费品零售总额达89.36亿元，同比增长10.9%，继续保持较快增长。2017年资兴市固定资产投资为361.14亿元，同比增长13.3%，仍是推动当地经济发展的主要动力。其中，工业固定资产投资149.54亿元，同比增长18.0%；工业技术改造投资74.75亿元，增长18.0%。民生工程投资36.07亿元，增长65.6%；基础设施投资128.16亿元，增长27.6%；高新技术产业投资37.69亿元，增长16.2%。全市房地产开发投资3.74亿元，增长12.1%。

表 4 2016-2017 年资兴市主要经济指标及同比变化情况

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	362.51	8.3%	324.4	8.3%
第一产业增加值（亿元）	26.95	4.2%	25.7	4.4%
第二产业增加值（亿元）	223.59	6.9%	208.3	6.7%
第三产业增加值（亿元）	111.97	12.5%	90.4	13.4%
工业增加值（亿元）	204.60	7.0%	191.7	6.6%
全年固定资产投资（亿元）	361.14	13.3%	319.7	14.5%
社会消费品零售总额（亿元）	89.36	10.9%	80.6	12.4%
存款余额（亿元）	205.56	5.25%	195.3	17.97%
贷款余额（亿元）	92.65	17.58%	78.8	2.03%
人均 GDP（元）		103,932		93,629
人均 GDP/全国人均 GDP		174.21%		173.45%

资料来源：2016-2017 年资兴市国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2017年资兴市全市公共财政收入有所下滑，财政自给能力较弱

2017年资兴市全市地方综合财力为392,981万元，同比减少28.72%，主要是由于非税收入和上级补助收入大幅减少所致。从结构来看，上级补助收入和公共财政收入是资兴市全市地方综合财力的最主要构成，占比分别达到44.72%和39.69%，资兴市地方综合财力对上级补助收入依赖较大。

2017年受国家取消部分行政事业性收费政策的影响，资兴市减少行政事业性收费2亿元以上；同时为了落实郴州市政府提出的减费调税的要求，提高税收在财政收入中的比重，资兴市调整了非税收入中国有资源有偿使用收入，并减少一般公共预算支出中资兴市国有企业国有资产有偿使用支出。受此影响，2017年资兴市非税收入较上年大幅减少53.07%，公共财政收入较上年减少34.66%。2017年资兴市实现税收收入76,112万元，同比增长11.02%，税收收入占公共财政收入比例为48.80%。

上级补助收入仍是资兴市地方综合财力的主要来源之一。2017年，资兴市实现全市上级补助收入17.57亿元，同比减少39.34%，主要是一般性转移支付收入大幅减少所致。近年来，资兴市一般转移支付收入波动较大。资兴市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让金收入。2017年资兴市实现政府性基金收入167.42%，较上年同比增长167.42%，增幅较大，但该收入易受当地土地规划和房地产市场景气度影响而存在波动。

从财政支出来看，公共财政支出是资兴市全市财政支出的主要构成。受郴州市减费调税影响，2017年资兴市公共财政支出38.72亿元，同比减少16.92%。2017年资兴市全市的财政自给率为40.28%，较上年同期下降10.94个百分点，资兴市财政自给能力较弱。

表 5 2016-2017 年资兴市全市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	392,981	551,301
（一）公共财政收入	155,955	238,696
其中：税收收入	76,112	68,554
非税收入	79,843	170,142
（二）上级补助收入	175,726	289,682
其中：返还性收入	10,907	10,841
一般性转移支付收入	94,667	243,996
专项转移支付	70,152	34,845
（三）政府性基金收入	61,300	22,923
其中：国有土地使用权出让收入	-	21,475
财政支出=（四）+（五）	422,331	486,987
（四）公共财政支出	387,195	466,028

(五) 政府性基金支出	35,136	20,959
财政自给率	40.28%	51.22%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：资兴市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事资兴市市政基础设施建设、土地开发整理，收入主要来源于基础设施建设业务和土地开发整理业务。2017年公司收入规模为68,762.71万元，较上年增长13.54%。其中，基础设施建设收入增长52.27%，土地开发整理收入减少44.78%。从收入结构来看，2017年公司基础设施建设、土地开发整理收入分别占营业收入比重为80.90%和19.10%，受工程进度和政府确认公司收入进度影响，公司收入结构波动较大。毛利率方面，2017年公司基础设施建设和土地开发整理业务毛利率均为16.67%，综合毛利率较2016年略有下降。

表 6 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	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设	55,627.59	16.67%	36,532.98	17.03%
土地开发整理	13,135.12	16.67%	23,784.75	16.67%
市场租赁	-	-	244.35	75.08%
合计	68,762.71	16.67%	60,562.08	17.12%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司代建项目业务量充足，未来该项业务收入来源有一定保障；但在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力

公司承建市政基础设施建设项目的主要模式是代建模式，同时有少量业务为施工总包。施工总包业务由子公司资兴市城市建设市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）负责运营，市政公司拥有施工总承包和专业承包三级资质，作为承包方参与主要是政府工程项目的招投标。代建业务方面，根据资兴市政府出具的《关于资兴市城市建设投资有限责任公司承接市政工程及土地开发整理项目有关事宜的决定》，政府根据公司承接的代建市政项目年度实际完成金额，在项目建设期内由政府投资评审中心确认年度投资额，公司按照年度投资额加上管理费和资金占用费（其中管理费与资金占用费按照当年投资额的20%计算）确认收入，按照确认的投资额结转成本。

2017年公司确认的工程施工业务收入，均为基础设施代建业务产生的收入。2017年公司基础设施代建收入为55,627.59万元，其中主要确认基础设施代建收入的项目为东江湾水利综合治理、东江湾大桥、东江湖湖滨湿地建设示范工程等，具体项目收入如下：

表 7 2017 年公司基础设施建设收入主要项目结转情况（单位：万元）

工程项目名称	当期确认收入	当期确认成本
东江水街工程	1,339.08	1,115.90
江口至白廊公路工程	2,619.44	2,182.87
东江湾沿江北岸路网工程	3,932.03	3,276.69
东江湖湖滨湿地建设示范工程	7,055.60	5,879.67
东江湾大桥	10,019.92	8,349.93
东江湾水利综合治理	28,482.67	23,735.56
合计	53,448.74	44,540.62

资料来源：公司提供

公司承建土地开发整理工程的主要模式也是代建模式，土地开发整理项目收入和成本确认方式也与基础设施代建项目一致，均按照20%的成本加成确认收入，毛利率稳定。2017年，公司承建的土地开发整理项目主要为东江片区城市棚户区改造项目、资兴市东江木材厂棚户区改造项目，2017年公司实现土地开发整理收入13,135.11万元。

表 8 2017 年公司土地开发整理收入项目明细（单位：万元）

项目名称	代建收入
东江片区城市棚户区改造项目（半岛幸福苑）	1,791.78
资兴市东江木材厂棚户区改造项目	11,343.33
合计	13,135.11

资料来源：公司提供

公司基础设施代建和土地开发整理业务量充足，截至2017年末，公司主要在建代建及土地整理项目计划总投资377,213.49万元，累计已投资207,107.07万元，公司目前在建代建项目大部分与资兴市政府签订了委托代建协议，未来公司收入来源有一定保障。但代建项目尚需投资170,106.42万元，公司存在一定的资金压力。

资兴市城市供水设施改扩建工程项目为本期债券募投项目，截至2017年末已投资23,849.55万元，截至2018年3月末已投资45,217.00万元。公司与资兴市政府签订了关于募投项目的委托代建协议，投资回报为工程总投资的20%。另外募投项目未来也可能提供财政转付的供水净收益，根据项目可行性研究报告，在本期债券存续期内，该项目预计实现收入总额99,787.05万元，公司可得净收益86,195.57万元，但项目尚未建成运转，未来项目收入仍存在一定不确定性

表 9 截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目和土地开发整理项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订委托代建
东江水街工程	5,976.00	3,473.63	是
东江湾大桥	14,849.00	8,349.93	否
东江湾水利综合治理	46,381.00	29,113.64	是

资兴市城市供水设施改扩建工程项目	134,141.00	23,849.55	是
兴宁新型城镇化	6,472.00	160.80	否
农村综合服务平台	9,500.00	709.68	否
资兴市东江路及东江城区道路提质改造工程	18,243.81	18,243.81	是
资兴市江口至白廊公路工程	7,810.68	7,642.73	是
资兴市中央下放煤矿棚户区（土地整理项目）	48,508.00	46,421.54	是
资兴市东江片区城市棚户区改造项目（土地整理项目）	85,332.00	69,141.76	是
合计	377,213.49	207,107.07	-

资料来源：公司提供

2017年公司继续获得较大外部支持，补贴收入较多

2017年资兴市政府继续对公司提供支持，根据《关于安排资兴市城市建设投资有限责任公司城市基础设施建设财政扶持资金的通知》（资财建【2017】90号），资兴市财政局拨付给公司的财政补贴合计10,000.00万元，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（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，财务报表均采用新会计准则进行编制。2017年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模较快增长，但土地资产及预付资产收购款规模较大，抵押资产规模较大，资产流动性较弱

2017年公司发行“17资城01”和“17资城02”，募集130,000.00万元资金，受此影响2017年末公司总资产达到861,427.55万元，较2016年增长18.34%。从构成看，公司资产仍以流动资产为主，占总资产的70.24%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2017年末公司货币资金为117,180.49万元，同比增长143.03%，主要系公司于2017年发行“17资城02”及“17资兴城投02”所致；公司货币资金中有8,200.00万元的质押存单，该存单使用权受到限制。2017年末公司应收账款为76,748.05万元，较2016年小幅增长，主要为应收资兴市财政局的工程及土地整理款，受政府资金支付进度影响，收回时间存在一定的不确定性；该部分应收款

项虽回收风险不大但对公司资金形成一定占用。截至2017年末公司存货为389,573.94万元，主要为土地资产（91.40%）和工程施工成本（8.60%）。土地资产主要为公司招拍挂购入和政府划拨的土地，公司拥有的土地面积为310.41万平方米，账面价值为356,104.28万元，主要为出让性质的商服、住宅用地；其中，已抵押土地账面价值为180,886.19万元，已抵押土地价值占总资产的比例为21.00%。

公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成。公司固定资产主要由商业房产组成，截至2017年末公司固定资产账面价值77,108.07万元，由于折旧较2016年略有减少；其中价值30,878.54万元的固定资产因借款及担保抵押，使用受限。公司其他非流动资产主要为公司预付的对资兴市国有资产经营管理中心的165,381.98万元土地及房产收购款，占公司总资产的19.20%，由于涉及国有企事业单位较多，截至2017年末尚未完成产权过户手续，何时完成转让存在一定的不确定性。

总体来看，公司资产规模较快增长，应收账款和预付资产收购款规模较大对公司营业资金形成占用；存货主要为土地和工程施工成本，且价值180,886.19万元的土地及30,878.54万元的固定资产被抵押，整体资产流动性较弱。

表 10 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	117,180.49	13.60%	48,215.70	6.62%
应收账款	76,748.05	8.91%	71,657.87	9.84%
存货	389,573.94	45.22%	391,362.82	53.77%
流动资产合计	605,100.62	70.24%	520,450.01	71.50%
固定资产	77,108.07	8.95%	78,276.35	10.75%
其他非流动资产	165,381.98	19.20%	124,468.16	17.10%
非流动资产合计	256,326.93	29.76%	207,446.63	28.50%
资产总计	861,427.55	100.00%	727,896.64	100.00%

资料来源：公司 2016 -2017 审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入持续增长，业务量充足，公司利润水平对政府补助依赖程度较高

2017年，公司实现营业收入68,762.71万元，同比增长13.54%，主要受2017年工程建设收入增长较快影响。公司收入结构受到完工进度影响存在一定波动，但公司业务量充足，未来收入来源有一定保障。综合毛利率方面。2017年公司工程建设收入毛利率略有下降，导致公司综合毛利率下降0.45个百分点至16.67%。

截至2017年末，公司主要在建代建项目计划总投资377,213.49万元，已投资额为207,107.07万元，尚需投资额为170,106.42万元，主要工程大部分已签署代建协议，未来项目代建收入来源有一定保障。同时，公司募投项目收益将通过财政局返还给公司，未来能为公司带来一定规模的供水收益。

2017年，公司获得的政府补助为10,000.00万元，占当年利润总额的98.21%，公司利润水平对政府补助依赖程度较高。

表 11 2016-2017 年公司主要盈利能力指标

项目	2017 年	2016 年
营业收入	68,762.71	60,562.08
营业利润	153.07	2,166.71
营业外收入	10,040.24	8,002.53
利润总额	10,182.54	10,167.61
净利润	10,182.54	10,167.61
综合毛利率	16.67%	17.12%

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流受资金往来影响较大，在建项目资金需求量较大，公司面临一定的资金压力

公司经营活动现金流入主要为财政局拨付的代建项目回款、与财政局的往来款、收到的租金以及政府补助等，经营活动现金流出主要为代建项目的投入、往来款和支付土地购买款等。2017年公司收现比为0.93，现金获取能力尚可。2017年公司往来款净流入规模较大，使得经营活动现金净流入80,646.75万元。

2017年公司投资活动现金流出主要为公司预付资兴市国有资产经营管理中心的土地和房产收购款，而公司投资活动现金流入小，导致投资活动表现为净流出。

公司筹资活动现金流入主要是发行债券和长期借款收到的现金，现金流出主要是偿付借款本息支付的现金，规模均较大。2017年公司发行债券募集130,000.00万元资金，使得公司2017年筹资活动现金净流入38,789.89万元。截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资377,213.49万元，尚需投资额为170,106.42万元，面临一定的资金压力。

表12 2016-2017年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.93	0.85

销售商品、提供劳务收到的现金	63,685.84	51,527.44
收到的其他与经营活动有关的现金	95,408.70	73,843.73
经营活动现金流入小计	159,094.55	125,371.17
购买商品、接受劳务支付的现金	50,270.65	53,901.56
支付的其他与经营活动有关的现金	27,477.00	407.47
经营活动现金流出小计	78,447.80	54,854.76
经营活动产生的现金流量净额	80,646.75	70,516.41
投资活动产生的现金流量净额	-50,471.85	-120,130.00
筹资活动产生的现金流量净额	38,789.89	64,813.50
现金及现金等价物净增加额	68,964.79	15,199.91

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，偿债压力加大

受成功发行公司债券影响，2017年公司负债规模快速增长，截至2017年末公司负债总额为450,418.31万元，同比增长37.71%。由于公司负债增幅较大，而所有者权益基本稳定，2017年公司产权比率上升到109.59%，较2016年增长27.99个百分点。公司所有者权益对负债的保障程度较低。从负债结构来看，非流动负债依然是公司负债的主要构成，截至2017年末，公司非流动负债占比为63.30%。

表 13 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
负债总额	450,418.31	327,069.94
所有者权益	411,009.24	400,826.70
产权比率	109.59%	81.60%

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司其他应付款主要为资金往来款、债务置换款等，2017年末公司其他应付款余额达到152,142.34万元，同比大幅增长89.57%，主要系公司2017年债务置换款大幅增加所致。从款项性质来看，2017年公司其他应付款中债务置换款余额101,697.00万元，占比66.84%；资金往来款余额48,327.05万元，占比31.76%。从其他应付款债权人来看，公司应付资兴市财政局109,801.51万元，占比72.17%；应付资兴市文化旅游投资发展有限公司34,221.44万元，占比22.49%。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2017年末公司一年内到期的长期借款规模较小。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2017年末公司长期借款余额138,400.00万元，较上年末减少13.42%，主要为抵质押借款、抵押借款和质押借

款。2017年末公司的应付债券为2017年公司发行的80,000.00万元的“17资城01”和50,000.00万元的“资兴城投债02”。2017年末公司长期应付款余额22,365.00万元，其中系应付湖南省扶贫开发投资有限公司借款13,465.00万元和中国农发重点建设基金有限公司项目借款700.00万元，以及应付上海光大证券资产管理有限公司质押借款8,200.00万元。

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
其他应付款	152,142.34	33.78%	80,256.26	24.54%
一年内到期的非流动负债	7,600.00	1.69%	71,010.00	21.71%
流动负债合计	165,286.31	36.70%	152,363.94	46.58%
长期借款	138,400.00	30.73%	159,852.00	48.87%
应付债券	124,367.00	27.61%	0.00	0.00%
长期应付款	22,365.00	4.97%	14,854.00	4.54%
非流动负债合计	285,132.00	63.30%	174,706.00	53.42%
负债合计	450,418.31	100.00%	327,069.94	100.00%
有息债务	292,732.00	64.99%	245,716.00	75.13%

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务为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，有息债务合计为292,732.00万元，同比增长19.13%，占总负债的比例为64.99%，规模较大，公司偿债压力加大。

表 15 截至 2017 年 12 月 31 日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	13,600.00	30,190.00	47,890.00	204,,520.00

资料来源：公司提供

近年公司资产负债率保持增长，负债水平持续提高。2017年末公司资产负债率为52.39%，较2016年末增长7.36个百分点。2017年末，公司流动比率和速动比率为3.66和1.30，但由于存货和应收账款规模较大，短期偿债能力一般。2017年公司EBITDA利息保障倍数为1.38，EBITDA对有息债务本息的保障程度一般。

表 16 2016-2017 年公司主要偿债能力指标

偿债能力	2017 年	2016 年
资产负债率	52.29%	44.93%
流动比率	3.66	3.42
速动比率	1.30	0.85
EBITDA（万元）	20,599.42	17,349.76

EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.57
有息债务/EBITDA	14.21	14.16

资料来源：公司 2016 -2017 审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

瀚华担保经营和财务状况良好，资本实力较强，其提供的保证担保仍能有效提升17资城01的信用水平

瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。后经历次股权变更，截至2017年6月30日，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，股权结构如表16所示。

表 17 截至 2017 年 6 月 30 日瀚华担保股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供，鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、非融资担保、资产管理、财务顾问等业务，其中非融资担保主要为履约担保、诉讼保全等，整体规模较小。近年瀚华担保主要收入来源为担保业务收入、利息收入以及咨询费收入、投资收益等。2016年瀚华担保已赚取保费收入（含担保费收入、评审费收入、保后管理费收入和追偿收入）占营业收入的80.60%，为瀚华担保最主要收入来源。截至2016年末，瀚华担保在保余额430.74亿元，在保责任余额330.74亿元；利息收入主要是瀚华担保委托贷款业务收取的利息；咨询费收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用。

表 18 2015-2016 年瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	60,004.85	80.60%	59,468.75	78.19%
担保业务收入	91,760.63	-	56,735.86	-
减：提取未到期责任准备金	31,755.78	-	-2,732.89	-
利息收入	8,592.82	11.54%	9,688.58	12.74%
手续费及佣金收入	245.54	0.33%	305.68	0.40%
咨询费收入	1,963.13	2.64%	4,534.79	5.96%
投资收益	3,323.71	4.46%	1,719.65	2.26%
其他业务收入	313.92	0.42%	342.91	0.45%

营业收入	74,443.98	100.00%	76,060.36	100.00%
------	-----------	---------	-----------	---------

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数

资料来源：瀚华担保 2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，瀚华担保资产总额为57.83亿元，所有者权益为40.39亿元，资产负债率为30.17%；2016年度，瀚华担保实现营业收入7.44亿元，利润总额2.38亿元，经营活动现金净流入7.72亿元。业务方面，2016年瀚华担保担保业务继续保持较快增长，全年担保发生额为413.66亿元，同比增长28.41%。风险准备方面，截至2016年末，瀚华担保计提的各项担保风险准备金合计为14.76亿元，同比增长18.98%；风险准备金覆盖率和准备金充足率分别为4.46%和186.90%，瀚华担保代偿能力依然较强。但鹏元也关注到，在信用风险高企的背景下，瀚华担保担保业务面临的潜在代偿风险随之增长，2016年全年共发生代偿项目150个，数目基本与上年持平；代偿金额为3.86亿元，较2015年减少30.83%，瀚华担保前期风险项目逐渐暴露，当期担保代偿率较2015年降低0.54个百分点至1.41%；但从代偿回收情况看，2016年瀚华担保代偿回收情况较上年明显弱化，当期代偿回收率为48.19%，较上年降低23.76个百分点，应关注后续代偿项目的回收情况。瀚华担保其他业务或财务指标如表18所示。

表 19 2015-2017 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	617,895.37	578,319.94	527,866.53
所有者权益合计（万元）	409,702.35	403,850.20	384,151.12
资产负债率	33.69%	30.17%	27.23%
营业收入（万元）	73,705.14	74,441.51	76,060.36
投资收益（万元）	6,597.12	3,323.71	1,719.65
营业利润（万元）	26,277.90	22,874.62	18,974.37
利润总额（万元）	26,261.33	23,825.58	20,852.87
综合毛利率	35.65%	30.73%	24.95%
净资产收益率	5.50%	5.00%	4.09%
经营活动现金流净额（万元）	53,109.12	77,190.63	119,264.59
当期担保发生额（亿元）	272.25	413.66	322.15
期末在保责任余额（亿元）	482.41	330.74	277.71
担保风险准备金（万元）	145,786.38	147,569.10	124,030.50
风险准备金覆盖率	3.02%	4.46%	4.47%
融资性担保净资产放大倍数	7.73	-	-
当期担保代偿率	1.23%	1.41%	1.94%

注 1：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数（上年数）；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

注 2：在保余额=融资担保业务在保余额+非融资担保业务在保余额-分担保业务在保余额；

注 3：融资性担保业务净资产放大倍数=融资担保责任余额/期末净资产，其中融资担保责任余额是指各

项融资担保业务在保余额按照 2018 年 4 月七部委联合印发的《融资担保责任余额计量办法》规定的对应权重加权之和。瀚华担保未采用该规则对 2015-2016 年度数据进行追溯调整。

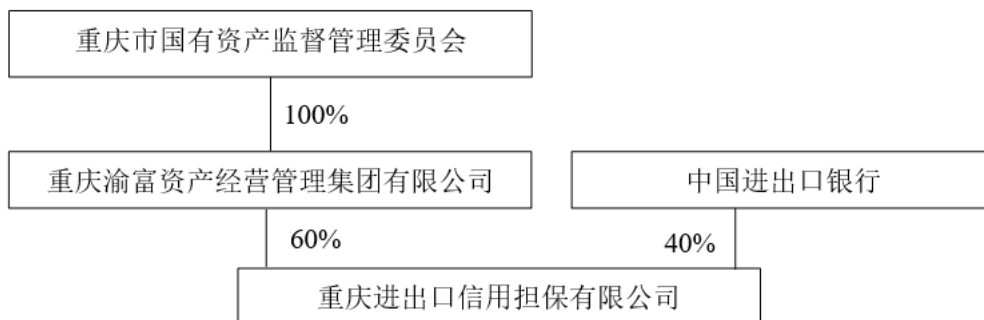
资料来源：瀚华担保 2016-2017 年审计报告及瀚华担保提供，鹏元整理

综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，风险准备计提充分，代偿能力较强。经鹏元综合评定，瀚华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“17资城01”的信用水平。

重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升17资城02的信用水平

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。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，控股股东仍为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，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1所示：

图2 截至2017年10月31日公司股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

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、财务顾问等业务。2016 年重庆进出口担保营业总收入为 5.55 亿元，同比增长 8.43%，担保业务仍是公司最主要的收入来源，2016 年担保费收入为 4.78 亿元，同比增长 50.80%，占重庆进出口担保营业总收入的 86.24%，担保费收入增长主要得益于重庆进出口担保债券担保业务的发展。

得益于重庆进出口担保 2016 年债券业务快速发展，2016 年担保发生额为 179.16 亿元，同比增长 35.15%，使得同期担保费收入同比增长 50.80%至 4.78 亿元。2016 年下半年开始，债券市场监管趋严和市场利率影响导致企业发行债券的时间过长，2017 年 1-6 月重庆进出口担保担保发生额为 13.30 亿元，较 2016 年同期下降 87.99%，2017 年 1-6 月担保费收入为 2.04 亿元，较 2016 年同期下降 15.33%，短期内重庆进出口担保担保费收入或有所下降。

2016年重庆进出口担保共发生8笔代偿，代偿额合计3.03亿元，同比下降28.73%，主要原因是重庆进出口担保代偿项目集中爆发导致2015年代偿额基数较大；2017年1-6月，重庆进出口担保共发生3笔代偿，代偿额合计2.25亿元，是2016年度代偿额的74.08%，代偿对象

主要为民营制造业。截至2017年6月末，重庆进出口担保累计代偿额13.19亿元，累计代偿回收额7.26亿元，累计代偿回收率为55.08%，较2016年末有所下降，主要原因是代偿回收有一定的滞后性，但整体回收情况较好，主要是重庆进出口担保采取了非诉讼、债权出售等激励措施；当期担保代偿率在4%左右，高于重庆市平均担保代偿水平。

表 20 最近两年又一期公司担保业务开展情况（单位：万元）

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

资料来源：重庆进出口担保提供

截至2017年末，重庆进出口担保资产总额52.86亿元，归属于母公司的所有者权益为34.35亿元，资产负债率为35.02%；2017年，重庆进出口担保实现营业总收入5.33亿元，利润总额1.62亿元。

表 21 重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
资产负债率	35.02%	36.93%	34.15%
营业总收入（万元）	53,323.91	55,471.71	51,156.98
利润总额（万元）	16,154.75	30,035.06	33,614.16
净资产收益率	3.87%	7.59%	9.39%
经营净现金流（万元）	-37,860.71	76,234.70	1,622.91
当期担保发生额（万元）	-	1,791,559	1,325,640
期末在保责任余额（万元）	-	3,470,705	2,478,822
担保风险准备金（万元）	-	133,007.5	114,484.82
准备金充足率	-	226.87%	281.64%
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

总体看，重庆进出口担保风险准备计提较为充分，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+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能

有效提升“17 资城 02”的安全性。

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保金额合计142,935.28万元，与公司2017年末净资产的之比为34.78%，被担保方均为当地国企，担保金额较大，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表 22 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保类型	有无反担保
湖南省保障性安居工程投资有限公司	71,775.37	抵押担保	无
资兴市成诚投资有限公司	4,902.00	抵押担保	无
湖南省棚户区改造投资有限公司	14,257.91	质押担保	无
资兴市畅兴交通建设发展有限责任公司	22,000.00	保证担保	无
资兴兴泰建设有限责任公司	30,000.00	保证担保	无
合计	142,935.28	-	-

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2017年，公司外部环境较好，资兴市经济实力保持增长；公司在建项目较多，且大部分已签订代建协议，未来收入来源有一定保障；公司继续获得较大的外部支持；瀚华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17资城01的信用水平；重庆进出口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17资城02的信用水平。

但鹏元也关注到，公司存货中受限的土地资产价值为180,886.19万元，占公司总资产的21.00%；同时，2017年末公司价值30,878.54万元的固定资产因借款及担保被抵押，公司资产流动性较弱。公司主要在建项目计划尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。同时，公司有息债务规模增长较快，偿债压力加大。公司对外担保规模较大，被担保方均为当地国企，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

基于鹏元综合评定，17资城01信用等级维持为AA+，17资城02信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	117,180.49	48,215.70	33,015.79
应收账款	76,748.05	71,657.87	62,868.00
预付款项	785.02	844.58	3,929.79
其他应收款	19,420.12	8,369.04	6,108.88
存货	389,573.94	391,362.82	380,841.70
其他流动资产	1,393.01	0.00	2,909.10
流动资产合计	605,100.62	520,450.01	489,673.27
可供出售金融资产	4,240.00	4,000.00	4,000.00
长期应收款	9,197.60	0.00	0.00
固定资产	77,108.07	78,276.35	79,861.82
在建工程	377.78	675.90	546.83
长期待摊费用	21.51	26.20	30.89
其他非流动资产	165,381.98	124,468.16	0.00
非流动资产合计	256,326.93	207,446.63	84,439.54
资产总计	861,427.55	727,896.64	574,112.80
应付账款	1,497.76	1,063.40	1,162.38
预收款项	0.00	0.00	252.36
应付职工薪酬	0.24	0.00	0.00
应交税费	35.00	34.28	18.83
应付利息	4,010.96	0.00	0.00
其他应付款	152,142.34	80,256.26	12,147.14
一年内到期的非流动负债	7,600.00	71,010.00	17,063.00
流动负债合计	165,286.31	152,363.94	30,643.71
长期借款	138,400.00	159,852.00	150,810.00
应付债券	124,367.00	0.00	0.00
长期应付款	22,365.00	14,854.00	2,000.00
非流动负债合计	285,132.00	174,706.00	152,810.00
负债合计	450,418.31	327,069.94	183,453.71
实收资本	18,000.00	18,000.00	18,000.00
资本公积	327,646.44	327,646.44	327,646.44
盈余公积	6,522.43	5,157.42	3,871.44
未分配利润	55,080.91	46,245.37	37,431.06
归属于母公司所有者权益合计	407,249.78	397,049.23	386,948.94
少数股东权益	3,759.45	3,777.46	3,710.15

所有者权益合计	411,009.24	400,826.70	390,659.09
负债和所有者权益总计	861,427.55	727,896.64	574,112.80

资料来源：公司 2015 -2017 审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	68,762.71	60,562.08	58,964.31
营业收入	68,762.71	60,562.08	58,964.31
二、营业总成本	68,609.64	58,395.37	56,290.43
营业成本	57,299.50	50,194.07	49,046.43
营业税金及附加	43.53	103.29	22.32
管理费用	2,803.32	2,490.08	3,023.18
财务费用	8,328.57	5,380.49	4,063.89
资产减值损失	134.71	227.44	134.60
三、营业利润	153.07	2,166.71	2,673.88
加:营业外收入	10,040.24	8,002.53	7,345.38
减:营业外支出	10.77	1.63	1.61
四、利润总额	10,182.54	10,167.61	10,017.65
五、净利润	10,182.54	10,167.61	10,009.13

资料来源：公司 2015 -2017 审计报告

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	63,685.84	51,527.44	60,823.40
收到其他与经营活动有关的现金	95,408.70	73,843.73	7,468.46
经营活动现金流入小计	159,094.55	125,371.17	68,291.86
购买商品、接受劳务支付的现金	50,270.65	53,901.56	105,801.53
支付给职工以及为职工支付的现金	644.36	498.81	148.29
支付的各项税费	55.78	46.92	81.68
支付其他与经营活动有关的现金	27,477.00	407.47	10,164.63
经营活动现金流出小计	78,447.80	54,854.76	116,196.13
经营活动产生的现金流量净额	80,646.75	70,516.41	-47,904.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	4.74	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	4.74	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	41,034.25	120,134.74	3,247.41
投资支付的现金	240.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	9,197.60	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	50,471.85	120,134.74	3,247.41
投资活动产生的现金流量净额	-50,471.85	-120,130.00	-3,247.41
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	4,040.00
其中:子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	4,040.00
取得借款收到的现金	22,100.00	96,500.00	48,500.00
发行债券收到的现金	128,607.80	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	9,511.00	12,854.00	2,000.00
筹资活动现金流入小计	160,218.80	109,354.00	54,540.00
偿还债务支付的现金	104,230.00	33,511.00	10,652.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,013.25	11,029.50	9,129.46
支付其他与筹资活动有关的现金	7,185.66	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	121,428.91	44,540.50	19,781.46
筹资活动产生的现金流量净额	38,789.89	64,813.50	34,758.54
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	68,964.79	15,199.91	-16,393.15
加:期初现金及现金等价物余额	48,215.70	33,015.79	49,408.94
期末现金及现金等价物余额	117,180.49	48,215.70	33,015.79

资料来源：公司 2015 -2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	10,182.54	10,167.61	10,009.13
加：资产减值准备	134.71	227.44	134.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,586.85	1,588.92	1,621.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-2.53	0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	8,830.03	5,593.23	4,184.05
存货的减少（增加以“－”号填列）	7,849.13	-5,084.85	-51,047.73
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-17,525.92	45,043.09	-6,016.88
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	69,589.41	12,983.50	-6,789.14
经营活动产生的现金流量净额	80,646.75	70,516.41	-47,904.28
现金的期末余额	117,180.49	48,215.70	33,015.79
减：现金的期初余额	48,215.70	33,015.79	49,408.94
现金及现金等价物净增加额	68,964.79	15,199.91	-16,393.15

资料来源：公司2015 -2017审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	292,732.00	245,716.00	167,873.00
资产负债率	52.29%	44.93%	31.95%
产权比率	109.59%	81.60%	46.96%
流动比率	3.66	3.42	15.98
速动比率	1.30	0.85	3.55
综合毛利率	16.67%	17.12%	16.82%
收现比	0.93	0.85	1.03
EBITDA（万元）	20,599.42	17,349.76	15,480.61
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.57	1.74

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

附录五 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 $\times 100\%$
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+长期应付款

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。