

成都花园水城城乡建设投资有限公司

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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z【354】
号 01

分析师

姓名：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 5 月 29 日

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

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

成都花园水城城乡建设投资有限公司 2018 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行规模：本期发行 6 亿元

（发行总额 12 亿元，分期发行）

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：7 年

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对成都花园水城城乡建设投资有限公司（以下简称“水城建投”或“公司”）本期拟发行总额 6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司代建管理业务收入具有一定持续性，且获得的外部支持力度较大；同时我们也关注到公司整体资产流动性偏弱，且其他应收款对公司资金形成占用，经营活动现金流表现较差，债务偿付压力不断加大，对外担保存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年金堂县分别实现地区生产总值 285.1 亿元、323.7 亿元、375.0 亿元，增长率均保持在 10%以上；2017 年金堂县实现公共财政收入 30.67 亿元，近三年复合增长率为 22.55%，区域经济和财政保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司为金堂县重要基础设施建设主体之一，代建管理业务具有一定持续性。公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，主要负责城市道路、桥梁等基础设施工作；截至 2017 年底，公司主要公司在建工程项目约 90 个，主要在建项目计划总投资 30.96 亿元，代建管理业务具有一定的持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。地方政府在资产注入等方面给予了公司一定支持，2015 年金堂县人民政府向公司无偿注入土地资产 20.78 亿元；2015-2017 年金堂县人民政府给予公司财政补贴合计 6,854.71 万元。

关注：

- **公司整体资产流动性偏弱，且其他应收款对公司资金形成占用。**公司资产以存货和其他应收款为主，两者合计占公司总资产 93.07%，其他应收款回收时间存在较不确定性，对公司资产形成占用；存货中账面价值为 43.08 亿元、占比 70.79%的土地资产已用于抵押，流动性受限。
- **近年公司经营活动现金流表现较差，且资金压力较大。**2015-2017 年公司经营活动现金流净额分别为-2.78 亿元、-2.32 亿元、-14.46 亿元，表现较差；截至 2017 年底，公司主要在建项目至少尚需投入资金 17.75 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司资产负债率有所增加，有息债务大幅增长，偿付压力不断加大。**截至 2017 年底，公司资产负债率为 51.27%，较 2015 年增加 14.40 个百分点；有息债务规模达到 447,730.23 万元，近三年复合增长率为 64.52%，偿付压力不断加大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年底，公司对外担保金额共计 36.05 亿元，占期末净资产的比重为 51.23%，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,443,902.79	1,267,079.92	1,069,784.95
所有者权益合计（万元）	703,651.67	688,930.63	675,345.83
有息债务（万元）	447,730.23	235,697.45	165,424.01
资产负债率	51.27%	45.63%	36.87%
流动比率	4.05	3.13	3.96
营业收入（万元）	19,715.10	15,195.59	32,419.12
其他收益(万元)	3,675.17	0.00	0.00
利润总额（万元）	16,016.83	13,148.18	27,074.33
综合毛利率	67.97%	95.50%	81.90%
EBITDA（万元）	16,347.96	13,474.55	27,338.16
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.10	2.07
经营活动现金流净额（万元）	-144,552.34	-23,169.60	-27,816.15

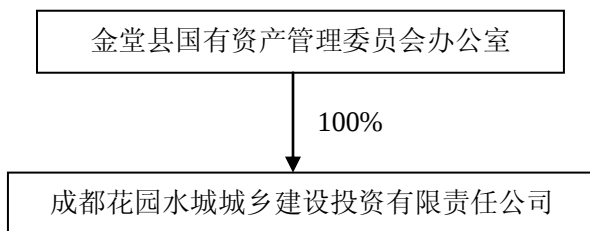
资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名为成都市金堂建设投资有限责任公司，是根据《关于同意组建成都市金堂建设投资有限责任公司的批复》（金堂府阅[2008]42号文）文件，由金堂县国有资产管理委员会办公室（以下简称“金堂国资委办公室”）于2008年6月全资设立的有限责任公司，初始注册资本为6,000万元。2009年3月10日，经金堂国资委办公室《关于成都市金堂建设投资有限责任公司更名的批复》（金堂国资办发[2009]9号）批准，公司名称变更为现名。

经过历次增资，截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本增至100,000万元，金堂国资委办公室持有公司100%股权，为公司实际控制人。

图1 截至2017年12月31日公司股权结构及控制关系



资料来源：公司提供

公司是金堂县重要的基础设施建设和投融资主体，主要从事金堂县基础设施建设和土地整理开发业务，截至2017年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司1家。

表1 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都水城砂石投资管理有限公司	2,200.00	100.00%	项目投资、资产管理、砂石及其制品销售；建材销售；砂石加工

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144.39亿元，所有者权益为70.37亿元，资产负债率为51.27%；2017年度，公司实现营业收入1.97亿元，利润总额1.60亿元，经营活动现金流净流出14.46亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期成都花园水城城乡建设投资有限责任公司公司债券¹；

¹ 2017年第一期成都花园水城城乡建设投资有限责任公司公司债券已于2017年9月11日发行，发行金额6亿元，债券简称：“17蓉花园债 01/17蓉园01”。

发行总额：根据《国家发改委关于四川省成都花园水城城乡建设投资有限责任公司发行公司债券核准的批复》文件，不超过 12 亿元，其中本期发行规模 6 亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年，采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，在债券存续期间的第3至第7年末逐年分别偿还债券发行总额的20%，当期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金6亿元，资金具体用途如表2所示。

表 2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比重
金堂县淮口九龙安置房建设项目	165,615.76	54,000.00	32.61%
补充流动资金	-	6,000.00	-
合计	165,615.76	60,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目建设内容与规模

本期债券募投项目金堂县淮口九龙安置房建设项目拟建于金堂县淮口镇，占地面积 106,409.50 平方米，项目建设内容包括地上高层住宅、社区配套公建、地下停车库等，总建筑面积 460,792.00 平方米，其中住宅建筑面积 278,998.00 平方米，商业建筑面积 79,594.00 平方米，配套用房和门卫室建筑面积共 3,200.00 平方米，地下建筑面积 99,000.00 平方米；共建成安置房 3,500 套，机动车停车位 3,500 个，其中地上停车位 200 个，地下停车位 3,300 个。

项目总投资为 165,615.76 万元，项目建设工期预计 24 个月，即 2016 年 11 月-2018 年 10 月，运营期为 5 年，即 2019-2023 年，目前已于 2017 年 3 月开工，截至 2017 年底已投入资金 5.80 亿元。

（二）项目审批情况

本期债券募投项目获得的审批情况如表 3 所示。

表 3 金堂县淮口九龙安置房建设项目的相关批复

文件名	文件号	批复单位	批复时间
《关于金堂县淮口九龙安置房建设项目立项的批复》	金堂发改投[2016]第 5-1 号	金堂县发展和改革局	2016 年 7 月 6 日
《关于成都花园水城城乡建设投资有限公司金堂县淮口九龙安置房建设项目环境影响评价的函》	金环审批函[2016]10 号	金堂县环境保护局	2016 年 7 月 18 日
《关于金堂县淮口九龙安置房建设项目节能评估报告书的批复》	金堂发改投[2016]5-2 号	金堂县发展和改革局	2016 年 8 月 5 日
《建设项目选址意见书》	金规选字第 510121201610404 号	金堂县城乡规划局	2016 年 7 月 14 日
《建设用地规划许可证》	金规地字第 510121201620404 号	金堂县城乡规划局	2016 年 7 月 26 日
《关于成都花园水城城乡建设投资有限公司金堂县淮口九龙安置房建设项目社会稳定风险分析评估报告》	-	金堂县维护稳定工作领导小组办公室	2016 年 8 月 11 日
《关于金堂县淮口九龙安置房建设项目用地预审意见的复函》	金堂国土资函[2016]177 号	金堂县国土资源局	2016 年 8 月 17 日
《建设工程规划许可证》	金规建字第 510121201620406 号	金堂县城乡规划局	2016 年 8 月 23 日

资料来源：公司提供

（三）项目经济效益

公司为金堂县淮口九龙安置房建设项目的项目业主，项目建成后由公司运营，根据《金堂县淮口九龙安置房建设项目可行性研究报告》，项目的收益主要来源于安置房销售、商业建筑销售、地下停车位销售和地上停车位租金收入。项目安置房可售面积 278,998.00 平方米，共 3,500 套，目前淮口片区高层商品住宅市场价格约 4,000.00 至 4,200.00 元/平方米，按市价的 80%进行测算，安置房平均销售价格为 3,200.00 元/平方米，运营期内共产生安置房销售收入共计 89,279.36 万元；商业建筑共计 79,594.00 平方米，均用于出售，出售单价根据淮口区域商业用房交易案例进行比较后，预计平均销售价格为 12,000.00 元/平方米，项目运营期内共产生商业建筑销售收入 95,512.80 万元；地下停车场共有车位 3,300 个，出售单价根据淮口区域商住用房交易案例进行比较后，预测销售价格为 85,000.00 元/个，项目运营期内共产生地下停车场销售收入 28,050.00 万元；地上车位共计 200 个，出租单价根据淮口区域商住用房交易案例进行比较后，预测每月出租价格为 200.00 元/个，项目运营期内共产生地上车位出租收入合计 240.00 万元。综上，金堂县淮口九龙安置房建设项目在运营期内共可产生销售收入 21.31 亿元，但受销售价格及销售进度等因素的影响，该项目未来能否实现预期收益存在较大的不确定性。

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、可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意见》（国发[2016]21号）	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	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

	产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）		
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

依托较为丰富的资源和良好政策环境，金堂县近年经济实力不断增强

金堂县是成都市下辖县，地处成都平原东北部，东邻德阳市的中江县，西连成都市青白江区、龙泉驿区，南靠资阳市的乐至县、简阳市，北接广汉市、中江县。县城距成都市中区28千米、广汉市20千米、中江县45千米、青白江区18千米、龙泉驿区36千米。全县幅员面积1,156平方公里，辖21个乡镇和2个省级工业开发区，截至2016年底，全县户籍总人口89.98万人。

依托着较为丰富的资源和良好政策环境，近年来金堂县经济发展迅速。根据金堂县统计局数据，2015-2017年金堂县分别实现地区生产总值285.1亿元、323.7亿元、375.0亿元，近三年增速均在10%以上，高于四川省平均水平，发展较快，但规模仍然偏小。按2016年末户籍人口计算，2017年金堂县人均地区生产总值达5.20万元，为全国人均生产总值的87.10%，低于全国平均水平。从经济结构来看，第一产业、第二产业及第三产业增加值都有所上升，三个产业齐头并进。

工业方面，为了促进当地工业的发展，金堂县制定了“农业固本，工业强县，文旅兴城”经济发展战略，为工业的发展创造了较好的环境，依托着金堂工业集中发展区和成阿

工业园两大省级工业开发区，形成了以节能环保产业、机械制造业、服装生产、食品生产等为主的产业发展格局，重点企业有四川川净洁净技术股份有限公司、成都禾熙食品有限公司等。但受区域工业基础薄弱等限制，金堂县工业发展存在大企业大项目数量偏少，产业支撑不强、链条配套不完善等问题，发展规模依然偏小。第三产业方面，凭借着较为丰富的旅游资源，近几年金堂县推动休闲养老、现代仓储物流、旅游度假等产业发展，引进万达广场、港中旅温泉度假区、铁投亲子乐园等规模较大的项目，近年来第三产业发展较为迅速，对经济增长的贡献不断加大。

近年来金堂县固定资产投资力度逐步加大，2017年金堂县完成固定资产投资414.6亿元（含阿坝州分配数据），同比增长12.2%，总量居全市第11、增幅第8，其中农业投资完成21.3亿元，总量居全市第1；工业投资完成175亿元，总量居全市第5；三产业投资（扣除商品住宅）完成179亿元，总量居全市第12；房地产投资完成55.6亿元。

表 5 2015-2017 年金堂县经济发展情况表（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	375.0	10.9%	323.7	12.3%	285.1	11.9%
第一产业增加值	46.4	5.0%	43.5	5.1%	40.5	5.1%
第二产业增加值	176.6	12.2%	148.2	12.4%	132.8	12.8%
第三产业增加值	152.0	11.3%	131.9	14.8%	111.8	13.6%
固定资产投资	414.6	12.2%	369.4	23.3%	326.6	13.4%
社会消费品零售总额	79.6	10.8%	71.9	9.9%	65.4	9.9%
存款余额	-	-	485.6	52.1%	319.2	20.3%
贷款余额	-	-	222.5	28.6%	173.0	16.8%
人均 GDP（万元）	5.20		4.49		3.94	
人均 GDP/全国人均 GDP	87.10%		83.17%		79.84%	

资料来源：金堂县统计局、金堂县统计局网站

近年来金堂县公共财政收入增速较快，地方综合财力和财政自给能力逐年增强

2015-2017年金堂县地方综合财力为51.61亿元、54.07亿元、62.60亿元，年复合增长率为10.13%。从结构来看，2017年公共财政收入和上级补助收入分别占金堂县地方综合财力的49.00%、40.12%，两者是金堂县地方综合财力的主要来源。

2015-2017年，金堂县分别实现公共财政收入20.42亿元、24.51亿元、30.67亿元，近三年复合增长率为22.55%，增速较快，主要是由于：（1）受益于区域经济的发展，近年来契税、增值税等主要税收收入稳步增长；（2）国有资源（资产）有偿使用收入的增加使得非税收入规模增大。2015-2017年金堂县税收收入占公共财政收入的比重分别为64.30%、

66.21%、67.66%，公共财政收入质量尚可。从税源来看，税收收入以契税、营业税、增值税等为主。

2015-2017年金堂县分别实现上级补助收入25.63亿元、23.77亿元、25.11亿元，收入有所波动但占地方综合财力的比例依然较高。2015-2017年金堂县政府性基金收入分别为5.56亿元、5.80亿元、6.80亿元，收入保持增长但规模较小；金堂县政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2017年国有土地使用权出让收入有所下降主要系当地政府减少土地供给所致。

2015-2017年金堂县财政支出分别为51.50亿元、55.36亿元、60.94亿元，年复合增长率为8.77%；其中公共财政支出是财政支出的主要构成部分，且公共财政支出多为教育、医疗、农林水利等刚性支出。2015-2017年金堂县财政自给率分别为45.27%、52.47%、56.79%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入弥补。根据金堂县财政局提供的数据，2017年金堂县政府性债务余额为72.39亿元，其中直接债务余额47.25亿元，间接债务余额25.14亿元。

表 6 2015-2017 年金堂县财政收支情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
地方综合财力（一+二+三）	625,958	540,744	516,081
（一）公共财政收入	306,729	245,104	204,246
其中：税收收入	207,537	162,293	131,325
非税收入	99,192	82,811	72,921
（二）上级补助收入	251,144	237,659	256,269
其中：返还性收入	-	16,970	10,645
一般转移支付收入	-	107,635	110,671
专项转移支付收入	-	113,054	134,953
（三）政府性基金收入	68,085	57,981	55,566
其中：国有土地使用权出让收入	25,368	50,268	43,340
财政支出（四+五）	609,358	553,581	515,041
（四）公共财政支出	540,133	467,173	451,178
（五）政府性基金支出	69,225	86,408	63,863
财政自给率	56.79%	52.47%	45.27%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

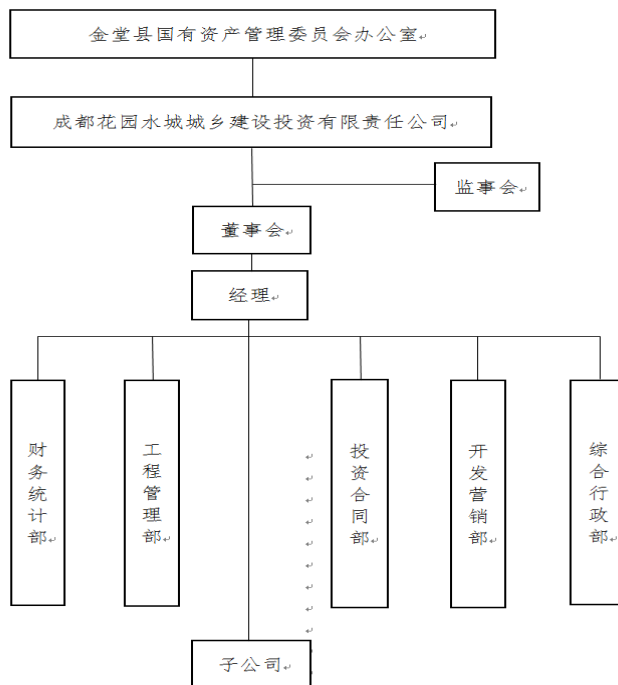
资料来源：金堂县财政局

五、公司治理与管理

根据公司章程，金堂国资委办公室作为出资人履行对公司监督管理职责。公司董事会

是公司经营管理的最高决策机构，成员为5人组成，其中3名董事由出资人委派，另2名成员由职工代表大会选举产生。公司董事会设董事长1名，董事长为出资人委派或更换；经出资人批准和同意，董事可以兼任总经理。公司设监事会，成员为5人，设监事会主席1名，监事会中3名监事以及监事会主席由出资人委派、指定或者更换，监事中的职工代表2名由公司职工通过职工代表大会或职工大会民主选举产生。公司实行董事会领导下的经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理1名，根据经营管理需要配备副总经理2-3人，任期3年。总理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任。根据公司提供的说明，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职（任职）的情况。截至2017年12月31日，公司组织结构图如下所示：

图2 公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

作为金堂县重要的投融资主体之一，公司主要从事金堂县基础设施项目建设和土地整理开发业务。2015-2017年公司分别实现营业收入32,419.12万元、15,195.59万元、19,715.10万元，波动较大，其中代建管理收入和土地整理开发收入合计占营业收入的比例分别为

96.33%、94.00%、94.05%，是公司收入主要来源。另外公司还有砂石销售收入，但规模较小。毛利率方面，2015-2017年公司综合毛利率分别为81.90%、95.50%、67.97%，毛利率有所波动，主要系毛利率较高的代建管理业务收入和土地整理开发收入占比变动所致。2015-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如表7所示。

表7 2015-2017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		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建管理收入	7,317.08	100.00%	14,284.56	100.00%	15,752.55	100.00%
土地整理开发收入	11,225.25	51.41%	0.00	-	15,477.44	69.21%
砂石销售收入	1,012.49	25.27%	666.29	13.01%	1,036.26	4.54%
其他业务收入	160.29	34.84%	244.75	57.33%	152.86	25.98%
合计	19,715.10	67.97%	15,195.59	95.50%	32,419.12	81.90%

注：其他业务收入主要包括房屋租金收入等。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

近年来公司代建管理收入有所下降，目前在建项目较多，未来可产生工程代建收入和保障房等产品销售收入，但需关注资金压力和收入波动风险

公司作为金堂县重要基础设施建设主体，主要负责城市道路、桥梁、交通水利等基础设施和安置房建设工作。业务模式上，公司于2011年12月13日与金堂县财政局签订《回购协议书》，协议约定公司自协议签订之日起所有建设项目在完成建设、验收合格后由金堂县财政局进行回购，金堂县财政局支付公司项目回购款项，回购款项包括经审计确认的项目总投资和投资回报，投资回报为项目总投资的15%；账务处理上，公司每年按照项目建设进度，将工程投资回报确认为代建管理收入，将建设期投入的项目投资计入存货中的代建开发成本子科目，待公司收到财政局拨付的项目回购款后，直接冲减存货，不计入利润表；资金回笼方面，项目回购款由地方财政局根据财政资金安排和公司资金实际需求情况进行安排支付。

2015-2017年，公司分别确认代建管理收入15,752.55万元、14,284.56万元、7,756.11万元，收入规模呈波动下降趋势，近年代建管理费下降系因为工程总金额减少。近三年公司主要建设项目为金堂公园西区、洲城花园安置房沱源四期B、毗河三桥及连接线工程、金堂县农产品深加工园等。从毛利率来看，由于公司将项目投资回报确认为代建管理收入，故近年来代建管理业务毛利率均为100%。

表 8 2015-2017 年公司代建管理收入情况（单位：个，万元）

年份	承建项目数量	工程金额	代建管理费率	代建管理收入	文件
2017 年	217	51,707.38	15%	7,756.11	金堂府函

					[2017]270号
2016年	146	100,944.20	15%	14,284.56	金堂府函 [2016]288号
2015年	110	105,017.02	15%	15,752.55	金堂府函 [2015]332号

注：7,756.11 万元为含税收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年底，公司在建工程项目约90个，公司主要在建项目计划总投资额合计30.96亿元，已投资13.21亿元，尚需投资17.75元，作为金堂县主要的基础设施建设主体，公司未来仍可能承担其他项目任务。金堂县淮口九龙安置房建设项目为本期债券募投项目，预计未来可形成一定的安置房等产品销售收入；三星片区和竹林社区安置房也为公司自建项目，目前位于公司存货当中，因公司不具备销售的资质，未来公司在项目完工后将该项目交由子公司金堂县鑫宇房地产开发有限公司（国资下属公司）代为销售。除上述项目外，其他项目均由金堂县财政局代政府进行回购，未来可形成代建管理收入。整体看来，目前公司代建项目较多，未来收入具有一定的持续性；但所需资金量较大，面临较大的资金压力。此外，代建管理业务受工程进度和地方政府政策的影响较大，存在一定的波动性。

表 9 截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预算总投资	已投资	尚需投资	是否回购
金堂县淮口九龙安置房	165,615.76	113,698.24	51,917.52	否
金堂县金堂中学创省级一类高中改扩建工程	10,000.00	1,693.50	8,306.50	是
金堂县淮口镇五星小学新建工程	14,594.00	2,593.50	12,000.50	是
金堂县实验中学扩建工程	10,472.00	1,050.00	9,422.00	是
金堂县赵镇金山小学新建工程	11,961.00	1,350.00	10,611.00	是
金堂县北河西岸临江路及景观工程	20,000.00	4,500.00	15,500.00	是
金堂县中医医院二期扩建项目	27,975.00	3,600.00	24,375.00	是
金堂县基层医疗机构硬件提升工程	20,000.00	1,800.00	18,200.00	是
金堂县赵镇三江小学新建工程	17,000.00	900.00	16,100.00	是
金堂县淮口镇瑞光小学新建工程	12,000.00	900.00	11,100.00	是
合计	309,617.76	132,085.24	177,532.52	-

注：金堂县淮口九龙安置房已投资的 11.37 亿元中 5.80 亿元为公司投资，剩下的为施工方垫付。

资料来源：公司提供，鹏元整理

土地整理开发业务收入为公司另一大收入来源，受政府土地开发计划和当地土地市场波动影响，公司未来土地收入规模和盈利水平存在一定的波动性风险

公司自2014年起从事土地整理开发业务，主要负责金堂县范围内土地整理开发工作。公司土地开发业务的模式为：由政府部门委托公司代为整理开发，按照实际归集的成本计算土地整理开发成本，整理开发完毕后，土地以招拍挂形式出让，财政局取得的土地出让

金按照一定比例返还公司作为土地整理开发收入。近年金堂县财政局将取得的土地出让金在扣除相关规费后，均按照100%比例返还公司。

受政府土地出让计划和工作安排等因素影响，近年公司土地整理开发业务收入有所波动，2015-2017年分别为15,477.44万元、0万元和11,225.25万元，其中2016年土地整理开发业务为零主要是当年未出让土地所致。从毛利率来看，土地整理开发业务毛利率较高，2015、2017年公司土地整理开发业务毛利率分别69.21%、51.41%，2017年毛利率下降主要系2015年的土地为住宅用地，2017年的土地为工业用地。整体来看，土地整理开发业务收入是公司营业收入的重要来源之一，但收入规模和盈利水平易受政府土地开发计划和当地土地市场波动影响，存在一定的波动性风险。

表10 2015、2017年公司土地整理开发业务情况（单位：万平方米、万元）

时间	宗地编号	面积	确认收入	确认成本
2015 年	JT2015-09(252)	3.99	7,419.65	2,089.36
	JT2015-08(252)	4.33	8,057.79	2,676.52
	合计	8.32	15,477.44	4,765.88
2017 年	JT2017-2-12(B4-1)(221)	9.40	1,776.47	920.65
	JT2017-2-10(A5-2)(221)	7.45	1,442.09	656.14
	JT2017-2-14(A9-1)(221)	4.35	860.38	343.44
	JT2017-2-20(A5-3)(221)	7.97	1,482.67	744.78
	JT2017-2-18(A13-1、A13-2)(221)	5.64	1,032.73	479.81
	JT2017-2-40(C7-1)(221)	11.10	1,998.84	1,058.97
	JT2017-2-15(H097)(221)	8.41	1,689.47	786.83
	JT2017-2-16(H098)(221)	4.95	942.59	463.19
合计		59.27	11,225.25	5,453.81

资料来源：公司提供

近年来公司砂石业务收入有所波动，未来收入规模和盈利水平仍存在不确定性

公司砂石销售业务收入来源于子公司成都水城砂石投资管理有限公司（以下简称“砂石公司”）。金堂县拥有储量较为丰富的建筑用砂、砾石矿床，多产于砂砾石夹沙层及县境内主干河流中，砂砾石年产量约50-120万立方米。砂石公司拥有当地的砂石开采权，公司开采砂石，委托加工后对外销售，实现砂石销售收入。

2015-2017年公司分别实现砂石销售收入1,036.26万元、666.29万元、1,012.49万元，收入先下滑后回升，主要系2016年当地建筑施工需求下降，公司主要客户的订单量减少所致，在2017年环保督查，很多砂石场被关闭导致砂石价格上涨，砂石业务收入有所上升。公司前三名销售客户占总销量比例达83%以上，对主要客户依赖性较强。由于近年砂石销售规

模下降，公司积压了一定规模的砂石存货，故公司减少了矿石的当期开采量，近年公司的产销率均大于100%，但随着砂石价格的提升，2017年产销率有所上升。砂石产销量受当地房地产开发、道路桥梁建设等固定资产投资状况影响较大，未来公司砂石销售收入存在一定的波动性风险。

表 11 2015-2017 年公司砂石业务情况（单位：立方米，元/立方米）

年份	产量	销量	均价	产销比	前三名客户销量占比
2017 年	62,626	138,696	73	221.47%	83%
2016 年	93,297	97,983	68	105.02%	76%
2015 年	86,809	148,037	70	170.53%	80%

资料来源：公司提供，鹏元整理

地方政府在资产注入和财政补贴等方面给予公司的支持力度较大，公司资本实力稳步提升

作为金堂县主要的基础设施建设主体，公司在资产注入、财政补贴等方面获得地方政府一系列的支持。

土地资产方面，根据金堂府函[2015]61号文件，金堂县人民政府将22宗土地无偿划转至公司，22宗土地合计面积为92.81万平方米，土地性质均为出让，用途均为二类居住用地。根据中京民信（北京）资产评估有限公司出具的《成都花园水城城乡建设投资有限责任公司核实资产价值项目评估报告》（京信评报字（2015）第474号，评估基准日为2015年4月30日），22宗土地合计账面价值为20.78亿元，公司在增加存货的同时等额增加资本公积。受此影响，2015年所有者权益同比增长51.04%，资本实力大幅提升。

表 12 2015 年政府向公司划转土地资产明细（单位：平方米、万元）

土地证号	面积	入账价值	性质	用途
赵镇国用（2015）第 016 号	34,946.07	12,010.96	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 017 号	27,738.12	9,533.59	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 018 号	29,844.06	10,257.40	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 019 号	31,573.97	10,851.97	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 022 号	23,264.23	7,995.92	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 023 号	65,641.20	22,560.88	出让	二类居住用地
赵镇国用（2015）第 024 号	21,081.11	7,245.58	出让	二类居住用地
三星国用（2015）第 025 号	28,139.83	14,463.87	出让	二类居住用地
三星国用（2015）第 026 号	23,480.08	8,070.10	出让	二类居住用地
三星国用（2015）第 027 号	40,945.11	14,072.83	出让	二类居住用地
三星国用（2015）第 028 号	34,296.71	11,787.78	出让	二类居住用地
三星国用（2015）第 029 号	51,426.07	17,675.14	出让	二类居住用地

三星国用（2015）第 030 号	57,844.53	19,881.16	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 031 号	98,729.67	8,920.32	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 032 号	54,742.74	4,946.06	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 033 号	72,789.73	6,576.62	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 034 号	54,451.02	4,919.70	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 035 号	34,072.91	3,078.52	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 036 号	51,129.80	4,619.63	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 037 号	25,282.85	2,284.33	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 038 号	41,079.89	3,711.61	出让	二类居住用地
淮口国用（2015）第 039 号	25,649.14	2,317.42	出让	二类居住用地
合计	928,148.84	207,781.40	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，公司于2016年2月29日与四川省财政厅、中国工商银行股份有限公司金堂支行、金堂县财政局签订了债权解除协议（编号为：2016成都市（州）金堂县（市、区）0002号、2016成都市（州）金堂县（市、区）0003号），根据协议约定，公司向中国工商银行股份有限公司金堂支行借款的3,600万元贷款准予豁免，公司将此3,600万元计入其他资本公积；公司于2017年3月20日与四川省财政厅、中国工商银行股份有限公司金堂支行、金堂县财政局签订了编号为：2017成都市（州）金堂县（市、区）003号的债权解除协议，根据协议约定，公司向中国工商银行股份有限公司金堂支行借款的1,900万元贷款由金堂县财政局归还，公司不再承担还款责任，公司将此1,900万元计入其他资本公积。

此外，2015年公司获得财政补贴3,179.54万元，2017年公司获得其他收益3,675.17万元，均为政府补助。

地方政府给予公司在资产注入和财政补贴等方面的支持，一方面提升了公司的资本实力，另一方面也为公司在债务的还本付息方面提供了一定的保障。

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年、2016年、2017年审计报告。公司财务报表按照新会计准则编制。公司纳入财务报表合并范围的子公司共有一家，即砂石公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，但存货和其他应收款占比较高，存货中的大部分土地已用于抵押，其他应收款对公司资金形成占用，整体资产流动性偏弱

随着业务的开展和政府土地资产的注入，公司资产规模持续扩大，截至2017年末，公司资产总额为144.39亿元，近三年年复合增长率为16.18%。公司以流动资产为主，2017年末公司流动资产占总资产比重为99.36%。

表 13 2015-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,125.93	5.69%	38,707.98	3.05%	9,523.04	0.89%
其他应收款	280,429.99	19.42%	221,087.06	17.45%	146,726.96	13.72%
存货	1,063,422.24	73.65%	990,930.68	78.21%	873,913.86	81.69%
流动资产合计	1,434,675.03	99.36%	1,258,456.76	99.32%	1,060,917.65	99.17%
投资性房地产	4,282.04	0.30%	4,386.48	0.35%	4,490.92	0.42%
固定资产	3,755.88	0.26%	3,872.36	0.31%	4,090.15	0.38%
非流动资产合计	9,227.77	0.64%	8,623.16	0.68%	8,867.30	0.83%
资产总计	1,443,902.79	100.00%	1,267,079.92	100.00%	1,069,784.95	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款和存货，其中存货比例最高。2017年末货币资金余额为82,125.93万元，主要是银行存款，其中2.00亿元为质押的定期存单，使用受限。2017年末其他应收款账面价值为280,429.99万元，同比增长26.84%，主要是公司与其他单位之间的往来款，前五名欠款单位分别为金堂县财政局、金堂通达建设有限责任公司、成都天府水城城乡水务建设有限公司、金堂县国有资产投资经营有限责任公司、成都市小城镇投资有限公司，其合计欠款账面金额占比为93.3%，考虑到其他应收款欠款单位多为有政府背景的企事业单位，回收风险不大，但是回收时间存在较大的不确定性，且对公司资金形成一定的占用。2017年末公司存货账面价值为106.34亿元，主要包括土地资产（60.86亿元）和代建开发成本（45.44亿元），土地资产均为公司拥有的土地使用权，共计53宗地，面积合计为447.55万平方米，均是以出让性质的商住或二类居住用地，其中账面价值为43.08亿元、占比70.79%的土地资产已用于抵押，流动性受限；代建开发成本是公司承接的已完工或在建的工程项目，规模随着公司对工程成本的投入增加而增大，受代建成本和土地使用权余额增加的影响，近三年公司存货规模不断扩大。公司非流动资产为投资性房地产和固定资产，投资性房地产主要为提供给机关、事业单位使用的房屋及建筑物，未收取租金。固定资产主要为自有房屋及建筑物、机器设备等，规模较小。

总体来看，公司资产以存货和其他应收款为主，两者合计占公司总资产93.07%，其中

账面价值为43.08亿元、占比70.79%的土地资产已用于抵押，流动性受限；其他应收款欠款单位多为有政府背景的企事业单位，回收时间存在较大的不确定性，对公司资金形成占用；公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司收入波动较大，主营业务稳定性不足，未来收入存在一定波动性风险，政府补助在一定程度上增强了公司的盈利能力

2015-2017年公司分别实现营业收入32,419.12万元和15,195.59万元、19,715.10万元，近三年收入波动较大。目前公司承接的政府代建项目较多，业务量相对充足，且公司自建安置房项目可为公司带来一定规模的产品销售收入，公司未来收入较有保障。但公司主营的代建管理业务、土地整理开发业务以及砂石业务受当地政府在基础设施建设安排、土地出让状况和固定资产投资等方面的影响较大，未来收入存在一定的波动性风险。毛利率方面，受毛利率为100%的代建管理业务收入占比减少的影响，2017年公司综合毛利率较上年下降了27.53个百分点。2015年公司获得营业外收入3,309.49万元，主要是政府补助；2017年公司获得其他收益3,675.17万元，均为政府补助，政府补助在一定程度上增强了公司的盈利能力。

表 14 2015-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	19,715.10	15,195.59	32,419.12
营业外收入	1.04	103.75	3,309.49
营业利润	16,478.18	13,086.35	23,842.40
其他收益	3,675.17	0.00	0.00
利润总额	16,016.83	13,148.18	27,074.33
综合毛利率	67.97%	95.50%	81.90%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，且目前在建项目资金需求较大，存在较大的资金压力

近年来影响公司经营现金流的因素主要有：（1）公司与金堂县财政局、金堂县土储中心等政府企事业单位之间的往来款规模；（2）公司对存货中的土地使用权和工程项目的投入金额；（3）公司项目回购款和营业收入资金回笼情况；（4）公司财政补贴等非经营性现金流状况。2015-2017年公司收现比分别为0.92、1.06、1.01，主营业务的现金回笼

情况较好，但因公司支付的项目建设款和往来款的规模较大，近年公司经营现金流均为净流出，表现较差。

2015-2017年公司投资活动表现为小幅净流出，主要是公司购买固定资产的支出，对公司整体现金流影响不大。筹资活动方面，公司为满足经营支出的需要，主要通过银行贷款、信托贷款、发行债券等外部渠道进行融资，近年来公司筹资活动现金流均表现为净流入，考虑到截至2017年末公司主要在建项目至少尚需投资17.75亿元，公司面临较大的资金压力，预计未来仍将对外部筹资保持依赖性。

表 15 2015-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.01	1.06	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	19,923.45	16,177.31	29,716.49
收到的其他与经营活动有关的现金	51,359.92	118,297.05	267,214.58
经营活动现金流入小计	71,283.38	134,474.37	296,931.07
购买商品、接受劳务支付的现金	68,498.10	84,647.08	191,452.04
支付的其他与经营活动有关的现金	146,161.62	71,823.81	132,593.36
经营活动现金流出小计	215,835.72	157,643.97	324,747.22
经营活动产生的现金流量净额	-144,552.34	-23,169.60	-27,816.15
投资活动产生的现金流量净额	-1,110.22	-4.14	-11.12
筹资活动产生的现金流量净额	169,080.52	52,358.68	30,360.92
现金及现金等价物净增加额	23,417.95	29,184.94	2,533.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率有所升高，有息债务规模增长较快，偿债压力不断加大

随着政府资产的注入和经营活动利润积累，近年公司所有者权益稳步增长，2017 年末达到 70.37 亿元，近三年复合增长率为 2.08%。同时，随着公司外部融资力度不断加大，公司负债总额也持续扩大，2017 年末达到 74.03 亿元，近三年复合增长率为 37.00%。2017 年底公司产权比率为 105.20%，较 2015 年末上升 46.79 百分点，净资产对负债的保障程度明显下降。

表 16 2015-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	740,251.12	578,149.29	394,439.12
所有者权益	703,651.67	688,930.63	675,345.83
产权比率	105.20%	83.92%	58.41%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债构成来看，公司负债主要由其他应付款、长期借款、应付债券构成。公司短期借款为从哈尔滨银行成都金堂支行获得的利率为 7.0% 的保证借款。2017 年末公司其他应付款余额为 252,548.64 万元，主要是与金堂通达建设有限责任公司、成都花园水城城市建设集团有限公司、成都望城投资有限责任公司、成都天府水城城乡水务建设有限公司等单位的往来款。专项应付款为政府拨付的代建项目专项经费和财政拨入的项目资本金，公司无实质偿付压力。

一年内到期的非流动负债即一年内到期的长期借款。2017 年末公司一年内到期的非流动负债余额为 54,590.00 万元，其中 28,000.00 万元是来自贵阳银行成都分行的信用贷款，由 2016 年 4 月 11 日为起始日，期限为两年，利率 7.8%；另外有 26,590.00 万元是中信信诚资产管理有限公司的质押与保证贷款，起始日为 2016 年 1 月 29 日，期限为两年，利率为 11%。应付债券为 16 水城债（8.8 亿元，期限 7 年，票面利率 6.15%）、17 蓉花园债 01（6 亿，发行期限为 7 年，年利率为 7.50%）和 2016 年在广东金融高新区股权交易中心发行的直接债务融资工具，面值为 9,000 万元，发行期限为 2 年，年利率为 7.5%。

截至 2017 年底，公司有息债务为 44.77 亿元，近三年复合增长率为 64.52%；其中 2018、2019 年分别到期 8.60 亿元（含有长期借款 1.03 亿元和应付债券 0.9 亿元）、3.37 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。2017 年末，公司银行授信总额 21.48 亿，剩余授信额度 6.50 亿，融资弹性尚可。

表 17 2015-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,000.00	1.62%	12,000.00	2.08%	6,000.00	1.52%
其他应付款	252,548.64	34.12%	303,531.56	52.50%	202,092.36	51.24%
一年内到期的非流动负债	54,590.00	7.37%	52,215.01	9.03%	37,980.00	9.63%
流动负债合计	354,096.33	47.83%	401,594.97	69.46%	267,927.92	67.93%
长期借款	223,800.00	30.23%	74,540.00	12.89%	101,455.00	25.72%
应付债券	157,340.23	21.25%	96,942.44	16.77%	19,989.01	5.07%
专项应付款	5,014.56	0.68%	5,071.88	0.88%	5,067.18	1.28%
非流动负债合计	386,154.79	52.17%	176,554.32	30.54%	126,511.19	32.07%
负债合计	740,251.12	100.00%	578,149.29	100.00%	394,439.12	100.00%
其中：有息债务	447,730.23	60.48%	235,697.45	40.77%	165,424.01	41.94%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

从各项偿债指标看，2017 年末公司资产负债率为 51.27%，较 2015 年底增长 14.40 个百分点，债务负担有所加重。2017 年末公司流动比率与速动比率分别为 4.05、1.05，表现

一般；近年公司 EBITDA 利息保障倍数较为稳定。

表 18 2015-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	51.27%	45.63%	36.87%
流动比率	4.05	3.13	3.96
速动比率	1.05	0.67	0.70
EBITDA（万元）	16,347.96	13,474.55	27,338.16
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.10	2.07
有息债务/EBITDA	27.38	17.49	6.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

（1）本期债券募投项目的经济效益：根据募投项目可行性研究报告测算，在本期债券募投项目建成后，可实现21.31亿元的产品销售和车位出租收入。但我们关注到，募投项目能否如期完工，按计划实现销售并获得预期收益，受工程进度以及当地房地产市场和居民消费水平的影响，存在较大的不确定性。

（2）公司经营性业务：公司收入主要来自代建管理收入和土地整理开发收入，2015-2017年公司实现营业收入32,419.12万元、15,195.59万元、19,715.10万元。截至2017年底，公司政府代建项目较多，未来代建管理收入较有保障；此外，公司自建安置房项目建成后也可为公司带来安置房等产品销售收入。同时我们关注到，公司收入规模会因项目投资进度而产生波动，且公司经营活动现金流表现不佳。

（3）截至 2017 年末，公司土地资产 60.86 亿元，若出现现金流不足情况时，公司可通过土地资产变现获得必要的偿债资金。同时我们关注到，公司账面价值为 43.08 亿元、占比 70.79%的土地资产已用于抵押，同时极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，土地资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

九、或有事项分析

截至2017年底，公司对外担保金额共计36.05亿元，占期末净资产的比重为51.23%，被担保对象均是金堂县内其他平台公司，公司对外担保金额很大，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 19 截至 2017 年底公司对外担保情况明细表（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保方式	是否反担保	被担保企业性质
成都望城投资有限责任公司	120,000.00	保证+抵押	无	国有企业
金堂县拓展农村土地开发整理有限责任公司	30,000.00	保证	无	国有企业
成都宜居水城城乡交通建设投资有限公司	30,000.00	保证	无	国有企业
金堂县兴金开发建设投资有限公司	30,000.00	保证	无	国有企业
四川田岭润农业发展有限公司	20,000.00	保证	无	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	20,000.00	保证	无	国有企业
金堂县净源排水有限责任公司	15,000.00	保证	无	国有企业
金堂县净源排水有限责任公司	4,000.00	保证	无	国有企业
金堂县欣盛市场经营管理有限公司	10,000.00	保证	无	国有企业
成都花园水城城市建设集团有限公司	44,182.60	抵押	无	国有企业
成都市小城镇投资有限公司	37,309.45	抵押	无	国有企业
合计	360,492.05	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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	82,125.93	38,707.98	9,523.04
应收账款	376.26	148.73	620.56
预付款项	8,173.19	7,582.31	30,133.24
其他应收款	280,429.99	221,087.06	146,726.96
存货	1,063,422.24	990,930.68	873,913.86
其他流动资产	147.42	0.00	0.00
流动资产合计	1,434,675.03	1,258,456.76	1,060,917.65
可供出售金融资产	1,000.00	0.00	0.00
投资性房地产	4,282.04	4,386.48	4,490.92
固定资产净额	3,755.88	3,872.36	4,090.15
递延所得税资产	189.85	364.32	286.23
非流动资产合计	9,227.77	8,623.16	8,867.30
资产总计	1,443,902.79	1,267,079.92	1,069,784.95
短期借款	12,000.00	12,000.00	6,000.00
应付账款	7,426.50	12,440.16	9,041.27
预收款项	550.00	550.00	550.00
应付职工薪酬	1.45	0.25	6.06
应交税费	19,961.68	16,431.85	12,258.23
应付利息	7,018.06	4,426.15	0.00
其他应付款	252,548.64	303,531.56	202,092.36
一年内到期的非流动负债	54,590.00	52,215.01	37,980.00
流动负债合计	354,096.33	401,594.97	267,927.92
长期借款	223,800.00	74,540.00	101,455.00
应付债券	157,340.23	96,942.44	19,989.01
专项应付款	5,014.56	5,071.88	5,067.18
非流动负债合计	386,154.79	176,554.32	126,511.19
负债合计	740,251.12	578,149.29	394,439.12
实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积	526,873.09	524,973.09	521,373.09
盈余公积	7,719.95	6,451.11	5,477.84
未分配利润	69,058.64	57,506.43	48,494.91
归属于母公司所有者权益合计	703,651.67	688,930.63	675,345.83
所有者权益合计	703,651.67	688,930.63	675,345.83
负债和所有者权益总计	1,443,902.79	1,267,079.92	1,069,784.95

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	19,715.10	15,195.59	32,419.12
减：营业成本	6,314.86	684.06	5,868.22
营业税金及附加	351.18	151.02	894.61
管理费用	1,319.75	1,430.06	1,091.14
财务费用	-362.55	-288.70	-55.95
资产减值损失	-711.14	132.80	778.71
其他收益	3,675.17	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	16,478.18	13,086.35	23,842.40
加：营业外收入	1.04	103.75	3,309.49
减：营业外支出	462.39	41.92	77.56
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	16,016.83	13,148.18	27,074.33
减：所得税费用	3,195.78	3,163.38	6,647.06
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	12,821.04	9,984.80	20,427.27
五、归属于母公司所有者的净利润	12,821.04	9,984.80	20,427.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
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	19,923.45	16,177.31	29,716.49
收到其他与经营活动有关的现金	51,359.92	118,297.05	267,214.58
经营活动现金流入小计	71,283.38	134,474.37	296,931.07
购买商品、接受劳务支付的现金	68,498.10	84,647.08	191,452.04
支付给职工以及为职工支付的现金	855.88	1,059.43	562.82
支付的各项税费	320.12	113.65	138.99
支付其他与经营活动有关的现金	146,161.62	71,823.81	132,593.36
经营活动现金流出小计	215,835.72	157,643.97	324,747.22
经营活动产生的现金流量净额	-144,552.34	-23,169.60	-27,816.15
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	110.22	4.14	11.12
投资支付的现金	1,000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1,110.22	4.14	11.12
投资活动产生的现金流量净额	-1,110.22	-4.14	-11.12
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	276,700.00	183,590.00	94,739.01
筹资活动现金流入小计	276,700.00	183,590.00	94,739.01
偿还债务支付的现金	63,165.00	109,659.00	51,160.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,029.21	18,050.63	13,218.09
支付其他与筹资活动有关的现金	23,425.27	3,521.69	0.00
筹资活动现金流出小计	107,619.48	131,231.32	64,378.09
筹资活动产生的现金流量净额	169,080.52	52,358.68	30,360.92
现金及现金等价物净增加额	23,417.95	29,184.94	2,533.64

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

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	12,821.04	9,984.80	20,427.27
加：资产减值准备	-711.14	132.80	778.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	331.13	326.37	243.61
财务费用	-362.55	0.00	-51.17
递延所得税资产减少	174.48	-78.10	-190.38
存货的减少	-72,491.15	-117,016.82	-104,588.43
经营性应收项目的减少	10,550.83	-41,473.83	-40,734.62
经营性应付项目的增加	-95,227.52	124,955.17	96,298.85
经营活动产生的现金流量净额	-144,552.34	-23,169.60	-27,816.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.01	1.06	0.92
资产负债率	51.27%	45.63%	36.87%
流动比率	4.05	3.13	3.96
速动比率	1.05	0.67	0.70
产权比率	105.20%	83.92%	58.41%
综合毛利率	67.97%	95.50%	81.90%
EBITDA（万元）	16,347.96	13,474.55	27,338.16
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.10	2.07

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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
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+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录六 截至 2017 年底公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证号	面积	账面价值	性质	用途	是否抵押
金堂国用（2009）第 06231 号	66,364.09	12,994.09	出让	商住用地	是
金堂国用（2009）第 06232 号	16,772.87	3,284.13	出让	商住用地	是
金堂国用（2009）第 06233 号	107,733.43	21,094.21	出让	商住用地	是
金堂国用（2009）第 07728 号	21,511.28	2,482.86	出让	商住用地	否
金堂国用（2009）第 07726 号	89,207.01	19,937.77	出让	商住用地	否
金堂国用（2009）第 07727 号	57,010.41	12,741.83	出让	商住用地	是
金堂国用（2010）第 15010 号	68,824.93	18,472.61	出让	商住用地	否
金堂国用（2010）第 15011 号	174,763.18	2,176.24	出让	商住用地	否
金堂国用（2011）第 13039 号	54,835.80	4,132.23	出让	商住用地	否
金堂国用（2011）第 13040 号	50,275.94	2,310.46	出让	商住用地	否
金堂国用（2011）第 13021 号	753,339.51	13,138.24	出让	商住用地	是
金堂国用（2012）第 015033 号	133,334.58	2,954.69	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15006 号	117,333.83	5,178.70	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15007 号	74,667.04		出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15008 号	74,667.58		出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15076 号	77,136.62	13,190.37	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15077 号	66,757.20	11,415.48	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15078 号	133,343.63	22,801.77	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15079 号	266,668.40	45,600.30	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15080 号	189,433.50	32,393.13	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15118 号	133,334.00	21,733.44	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15119 号	266,668.00	43,466.88	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15120 号	10,005.63	1,630.93	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15121 号	16,666.75	2,716.68	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15122 号	73,333.70	11,953.39	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15123 号	74,667.04	12,170.73	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15124 号	75,333.71	12,279.39	出让	商住用地	是
金堂国用（2013）第 15125 号	76,667.05	12,496.73	出让	商住用地	是

金堂国用（2013）第 15126 号	80,000.40	13,040.07	出让	商住用地	否
金堂国用（2013）第 15127 号	133,334.00	21,733.44	出让	商住用地	是
赵镇国用（2015）第 016 号	34,946.07	12,010.96	出让	二类居住用地	是
赵镇国用（2015）第 017 号	27,738.12	9,533.59	出让	二类居住用地	否
赵镇国用（2015）第 018 号	29,844.06	10,257.40	出让	二类居住用地	否
赵镇国用（2015）第 019 号	31,573.97	10,851.97	出让	二类居住用地	是
赵镇国用（2015）第 022 号	23,264.23	7,995.92	出让	二类居住用地	否
赵镇国用（2015）第 023 号	65,641.20	22,560.88	出让	二类居住用地	否
赵镇国用（2015）第 024 号	21,081.11	7,245.58	出让	二类居住用地	否
三星国用（2015）第 025 号	28,139.83	14,463.87	出让	二类居住用地	是
三星国用（2015）第 026 号	23,480.08	8,070.10	出让	二类居住用地	是
三星国用（2015）第 027 号	40,945.11	14,072.83	出让	二类居住用地	是
三星国用（2015）第 028 号	34,296.71	11,787.78	出让	二类居住用地	是
三星国用（2015）第 029 号	51,426.07	17,675.14	出让	二类居住用地	是
三星国用（2015）第 030 号	57,844.53	19,881.16	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 031 号	98,729.67	8,920.32	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 032 号	54,742.74	4,946.06	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 033 号	72,789.73	6,576.62	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 034 号	54,451.02	4,919.70	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 035 号	34,072.91	3,078.52	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 036 号	51,129.80	4,619.63	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 037 号	25,282.85	2,284.33	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 038 号	41,079.89	3,711.61	出让	二类居住用地	是
淮口国用（2015）第 039 号	25,649.14	2,317.42	出让	二类居住用地	是
川（2018）金堂县不动产权第 0008573 号	13,347.62	1,294.40	出让	城镇住宅用地	否
合计	4,475,487.57	608,596.60	-	-	-

资料来源：公司提供

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。