

2014年巴中市国有资产经营管理有限责任公司
公司债券 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>

2014年巴中市国有资产经营管理有限责任公司 公司债券2018年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1125】号01

债券简称：14巴中国资
债/PR巴国资

增信方式：国有土地使
用权和房产抵押担保

债券剩余规模：3亿元

债券到期日期：2021年
4月25日

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

分析师

姓名：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	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27日	2017年6月22日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对巴中市国有资产经营管理有限责任公司（以下简称“巴中国资”或“公司”）及其2014年4月25日发行的公司债券（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。该评司在财政补贴方面继续得到当地外部支持，用于抵押增信的资产仍可有效提升本期债券级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司收入来源较为多样，公的信用水平；但我们也关注到了公司主要在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力，公司资产流动性偏弱，公司2017年划出土地使得公司净资产有所减少，长期应收款有所增加，有息债务规模增长较快，偿债压力加大，对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017年巴中市实现地区生产总值601.44亿元、全市公共财政收入为45.53亿元，分别同比增长8.1%、2.80%，区域经济和财政保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司收入来源较为多元化。2017年公司实现营业收入11.73亿元，同比增长0.81%，其中公路旅客运输收入、燃气生产和供应、自来水生产和供应收入、项目代建管理费收入、建造收入、投资与资产管理分别占营业收入的30.41%、13.44%、11.76%、12.95%、15.88%、3.66%，收入来源较为多元化。
- 公司在财政补贴等方面继续得到当地外部支持。2017年公司获得地方政府拨付的财政补助资金为2.28亿元，子公司接受政府注资4.50亿元。

- 公司用于抵押增信的资产仍可有效提升本期债券的信用水平。公司用于抵押增信的国有土地使用权和房产评估总价值 10.73 亿元（估价基准日为 2012 年 12 月 19 日），是本期债券剩余本金的 3.58 倍，仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- 公司主要在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力。截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投资 70.15 亿元，面临较大的资金支出压力。
- 公司资产以存货、其他应收款和非流动资产为主，资产流动性偏弱。截至 2017 年末，公司存货、其他应收款和其他非流动资产分别为 176.14 亿元、60.63 亿元和 32.93 亿元，合计占总资产的 81.49%；存货中土地使用权为 107.40 亿元，其中账面价值 39.31 亿元、占比 36.60%的土地资产用于抵押，资产流动性偏弱。
- 公司 2017 年划出土地使得公司净资产有所减少，长期应收款有所增加。2017 年政府共划出土地资产共计 284,646.71 万元，共计减少资本公积 149,666.60 万元，长期应收款增加 134,946.71 万元，鹏元将持续关注长期应收款的回收情况。
- 公司资产负债率较高，有息债务规模增长较快，偿债压力加大。截至 2017 年底，公司资产负债率为 57.03%，有息债务达到 105.86 亿元，同比增长 25.08%，偿债压力加大。
- 公司对外担保存在一定的或有负债风险。截至 2017 年底，公司对外担保合计 5.71 亿元，占当年末净资产的 4.02%，对外担保存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,330,635.35	3,309,835.21	3,086,107.31	2,395,269.20
所有者权益（万元）	1,426,151.38	1,422,150.62	1,517,093.89	1,176,541.85
资产负债率	57.18%	57.03%	50.84%	50.88%
流动比率	8.86	8.83	10.33	6.11
有息债务（万元）	1,062,827.51	1,058,616.39	886,546.61	732,039.76
营业收入（万元）	23,924.88	117,264.95	116,326.88	105,114.75
营业外收入（万元）	49.98	600.76	27,473.09	16,268.74
其他收益（万元）	2,468.80	22,988.96	0	0
利润总额（万元）	4,222.56	33,891.13	39,763.15	29,571.65
综合毛利率	33.41%	36.84%	38.98%	42.69%
EBITDA（万元）	-	49,856.64	61,331.54	46,254.60
EBITDA利息保障倍数	-	0.83	0.99	0.84

经营活动现金流净额（万元）	-9,346.36	35,068.48	23,378.22	16,937.29
---------------	-----------	-----------	-----------	-----------

注：2015 年数据采用 2016 年期初数。

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]2147号文件批准，公司于2014年4月25日公开发行7年期5亿元公司债券，票面利率为8.50%。本期债券资金拟用于巴中市北龛寺公租房建设工程等六个项目，截至2017年末，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。公司控股股东和实际控制人仍为巴中市国有资产监督管理委员会，控股股东持股比例仍为100%，公司主营业务依然包括公路旅客运输业务、天然气业务、供水业务、城市基础设施建设等。2017年公司纳入合并报告范围内子公司无变化。

截至2017年底，公司资产总额为330.98亿元，所有者权益合计为142.22亿元，资产负债率为57.03%；2017年度，公司实现营业收入11.73亿元，利润总额3.39亿元，经营活动现金净流入3.51亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为333.06亿元，所有者权益合计为142.62亿元，资产负债率为57.18%；2018年1-3月，公司实现营业收入2.39亿元，利润总额0.42亿元，经营活动现金净流出0.93亿元。

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 2016-2017年巴中市主要经济指标情况（单位：亿元）

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	《关于坚决制止地方政府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	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

	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

（二）区域经济

2017年巴中市经济总量保持增长，增速略有提升

2017年巴中市经济总量保持增长，全年实现地区生产总值（GDP）601.44亿元，比上年增长8.1%，增速略有提升。其中，第一产业增加值93.30亿元，增长3.7%；第二产业增加值293.39亿元，增长9.7%；第三产业增加值214.75亿元，增长8.0%。三次产业对经济增长的贡献率分别为5.9%、69.5%和24.6%，分别拉动GDP增长0.5个、5.6个和2.0个百分点。2017年巴中市三次产业结构由上年的16.5：46.6：36.9调整为15.5：48.8：35.7，第二产业占比依然最高；2017年全市人均地区生产总值达到18,148元，是全国人均生产总值的30.62%。

2017年巴中市全部工业增加值175.07亿元，同比增长9.5%，其中规模以上工业增加值同比增长10.7%。2017年巴中市全社会固定资产投资1,370.63亿元，同比增长14.7%，其中建筑工程投资1,126.43亿元，同比增长14.8%；房地产开发投资136.97亿元，同比增长15.1%。当年巴中市商品房施工面积729.39万平方米，同比增长4.4%；商品房销售面积330.11万平方米，同比增长31.1%。2017年巴中市社会消费品零售总额、存款余额和贷款余额依然保持增长，但增速有不同程度下降。

表2 2016-2017年巴中市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	601.44	8.1%	544.66	7.8%
第一产业增加值	93.3	3.7%	89.92	3.7%
第二产业增加值	293.39	9.7%	253.94	9.7%
第三产业增加值	214.75	8.0%	200.80	7.3%

工业增加值	175.07	9.5%	156.03	9.4%
全社会固定资产投资	1,370.63	14.7%	1,194.57	15.9%
社会消费品零售总额	324.23	12.8%	287.42	13.0%
存款余额	1,247.67	8.9%	1,145.80	24.3%
贷款余额	641.4	18.2%	542.50	18.5%
人均GDP（元）		18,148		16,405
人均GDP/全国人均GDP		30.62%		30.39%

资料来源：2016-2017年巴中市国民经济和社会发展统计公报

2017年巴中市公共财政收入有所提升，但地方综合财力对上级补助收入依赖性较大，财政自给能力弱

2017年巴中市全市地方综合财力为306.33亿元，同比增长3.88%。从结构来看，巴中市地方综合财力主要来源于上级补助收入、公共财政收入，2017年其占比分别为67.41%、14.86%。

2017年巴中市实现公共财政收入45.53亿元，同比增长2.80%，其中税收收入24.55亿元，占公共财政收入的比重为53.92%，较上年稍有上升，但公共财政收入质量仍一般。2017年巴中市全市获得上级补助收入206.51亿元，同比下降1.13%，但上级补助收入金额依然较大，地方综合财力对其依赖性依然较高。由于土地出让有所增加，2017年巴中市全市政府性基金收入为53.89亿元，同比增长31.18%。巴中市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，易受土地出让市场的影响而出现波动。

2017年巴中市本级地方综合财力为117.21亿元，同比增长81.29%，其中上级补助收入为95.28亿元，占比最高。2017年巴中市本级公共财政收入为10.71亿元，同比下降5.56%；其中税收收入占比为54.90%，公共财政收入质量一般。2017年巴中市本级政府性基金收入为11.22亿元，同上升121.74%，主要系土地出让收入有所增长所致。

财政支出方面，2017年巴中市全市和市本级财政支出分别为334.88亿元、65.06亿元，其中公共财政支出分别达到281.48亿元、51.58亿元，且大部分是公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2017年巴中市全市、市本级财政自给率分别为16.18%和20.76%，财政自给率低，财政自给能力弱。

表3 2016-2017年巴中市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力(一+二+三+四)	306.33	117.31	294.89	56.05
(一)公共财政收入	45.53	10.71	44.29	11.34
其中：税收收入	24.55	5.88	23.69	6.21
非税收入	20.97	4.83	20.60	5.13

(二) 上级补助收入	206.51	95.28	208.86	39.36
其中：返还性收入	6.38	3.56	5.26	1.55
一般性转移支付收入	111.72	53.84	104.99	24.40
专项转移支付收入	88.42	37.89	98.61	13.42
(三) 政府性基金收入	53.89	11.22	41.08	5.06
(四) 国有资本经营收入	0.40	0.10	0.66	0.29
财政支出(一+二+三)	334.88	65.06	317.61	64.20
(一) 公共财政支出	281.48	51.58	267.87	54.52
(二) 政府性基金支出	53.18	13.43	49.14	9.46
(三) 国有资本经营支出	0.22	0.05	0.60	0.22
税收收入/公共财政收入	53.92%	54.90%	53.48%	54.77%
财政自给率	16.18%	20.76%	16.54%	20.80%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：巴中市财政局，巴中市 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算草案报告，鹏元整理

四、经营与竞争

公司经营较为多元化，主营业务包括公路旅客运输业务、天然气业务、供水业务、城市基础设施建设以及投资管理，其中投资管理收入主要是子公司巴中市国有资产投资集团有限责任公司购买理财产品的收入、担保收入等。2017 年公司实现营业收入 11.73 亿元，同比增长 0.81%，其中公路旅客运输收入、燃气生产和供应、自来水生产和供应收入、项目代建管理费收入、建造收入、投资与资产管理分别占营业收入的 30.41%、13.44%、11.76%、12.95%、15.88%、3.66%，收入来源较为多元化。2017 年公司综合毛利率有所下滑主要系公路旅客运输的毛利率有所下降所致。

表4 2016-2017 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
公路旅客运输	35,655.52	25.02%	35,039.60	32.33%
燃气生产和供应	15,758.61	27.94%	13,834.02	26.90%
自来水的生产和供应	13,791.40	40.00%	11,395.61	47.44%
项目代建管理费	15,181.17	100.00%	15,078.11	100.00%
建造收入	18,622.55	8.34%	22,303.45	6.44%
投资与资产管理	4,294.83	93.54%	3,885.36	92.80%
其他业务	13,960.87	25.84%	14,790.74	32.26%
合计	117,264.95	36.84%	116,326.88	38.98%

注：其他业务包括租金收入、开户费收入、物业费收入等

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司公路旅客运输业务收入稍微上升，但毛利率有所下降

公司公路旅客运输业务主要由子公司四川省巴中运输(集团)有限公司(以下简称“巴运集团”)来运行。巴运集团拥有国家二级客运资质，下设城市公交、城际客运及出租车运营三大板块，其中城际客运业务占据主导地位，是其主要的收入和利润来源。

截至 2017 年底，公司城际客运业务拥有 290 条班线，其中跨省班线 29 条，跨市班线 69 条，市际旅游线路 4 条，跨县班线 42 条，区乡班线 137 条。公司客运车辆目前实行公司化经营、经营责任制及单车股份制三种运营方式，三种运营方式取得的票务收入全部计入公司营业收入。公司化经营为公司全额投资购车，运营权全部交由公司负责；经营责任制为车主购车，但需交定额规费给公司，公司收到的票务收入扣除规费后，将剩余部分返还车主，具体交的规费金额根据运营路线、车型大小、运营效益等因素确定；单车股份制则是由公司全资购车，承租人首次交清单车购置费总额的 49%，另外每月上交定额的租赁承包费(含剩余部分折旧费)和线路承包费，公司收到的票务收入扣除承包费后的剩余部分返还给承租人，此外承租人取得的运营净收益还需每月向公司分红。城际客运票价根据政府有关部门规定的收费项目和收费标准收取，并随燃油价格进行调整。

公司在巴中市区、通江县、南江县从事出租车业务。截至2017年末，公司拥有出租车 275 辆，目前也有两种运营模式。一种为公司自营，由公司购车并聘请司机，公司每月收取定额经营收入；一种为车主挂靠经营，并向公司支付一定的管理费。目前出租车起步价为 5 元(凌晨 6 点至晚上 23 点)或 6 元(晚上 23 点至凌晨 6 点)，超过 2.5 公里后，后续每公里按照 1.4 元标准收费。

公司城市公交业务于 2012 年开始在通江县运营。截至 2017 年底，公司拥有 9 条公交班线。由于公交客运属于社会公益性事业，公交票价属于政府定价，目前执行 1 元/人的通票制度。随着公交车购置成本及人工费用等运营成本的提升，公交业务盈利能力较弱，需依靠政府补贴维持运营。为提高盈利能力，2015 年 9 月公司已申请将票价调高至 2 元/人，截至 2017 年末，调价听证会已经召开，但结果尚未确定。

2017 年公司实现公路旅客运输收入 3.57 亿元，较上年变化不大；当年公路旅客运输业务毛利率为 25.02%，比 2016 年下降了 7.31 个百分点，主要系因为近两年巴中铁路线路增加，再加上网约车较多，车费价格下调所致。

表5 2016-2017 年公司客运班线数量(单位:条)

项目	2017 年	2016 年
跨省班线	29	28
跨市班线	69	63
跨县班线	42	40

区乡班线	137	137
市际旅游班线	4	4
公交班线	9	9
合计	290	281

资料来源：公司提供

公司承担着巴中市城市基础设施建设任务，目前在建项目较多，未来收入较有保障，但存在较大的资金压力

公司是巴中市保障性住房、市政道路建设等城市基础设施建设的主要实施主体。公司城市基础设施建设业务模式分为两种，一种为代建管理，另一种为建造。公司代建管理业务模式为：公司就承建的基础设施建设项目与巴中市人民政府签订代建协议，项目建设资金主要来源于政府拨付和公司自筹（属代垫性质，待工程验收合格后由政府逐步偿还），每年年末公司根据工程监理机构出具的工程量清单确认当年实际的投资额，巴中市人民政府将投资额的 10% 确认为给予公司的项目代建管理费，公司据此确认收入。

2017 年公司实现项目代建管理费收入 15,181.17 万元，同比上升 0.68%；代建项目主要有巴中经开区东片二期棚户区改造项目、兴文项目招商中心园林景观工程、巴中置信（兴文场镇棚户区改造二期工程）、经开区基础设施建设项目等；当年公司代建管理费毛利率依然为 100%。

对于本期债券募投项目，巴中市政府回购其中的巴中市北龛寺公租房建设工程、巴中市北龛寺及龙舌坝廉租房建设工程和巴中市巴州区 2012 年度保障性安居工程（公共租赁住房）等建设工程；截至 2017 年末，巴中市政府尚未回购。

截至 2017 年底，公司主要在建及拟建的代建管理项目有巴中经开区东片二期棚户区改造项目、巴中经开区大众创业园、巴中市体育中心等，该等项目计划总投资 98.26 亿元，累计已投资 28.11 亿元，未来公司仍能获得一定的项目代建管理费收入；但上述项目尚需投资 70.15 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表6 截至 2017 年底公司主要在建及拟建的代建管理项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
南环线项目	14.36	7.21	7.15	是
巴中经开区东片二期棚户区改造项目	14.00	2.80	11.20	部分代建
巴中经开区大众创业园	11.01	2.40	8.61	是
巴中经开区商业写字楼	7.50	1.80	5.70	部分代建
巴中市体育中心	6.50	1.62	4.88	是
巴中经开区规划一路	5.00	1.72	3.28	是
巴中市秦巴文化活动中心建设项目	5.00	0.00	5.00	是
九寨山地公园入口道路及景观	4.39	0.07	4.32	是

新区市政工程	3.80	1.80	2.00	是
巴中经开区兴文场镇棚户区改造项目（二标段）	3.30	1.01	2.29	部分代建
巴中经开区东片河道整治工程	3.00	2.95	0.05	是
巴中经开区西片河道整治工程	3.00	1.37	1.63	是
巴中经开区西片区间道路工程（九路、十路、十一路、十二路、二十二路）	2.80	0.07	2.73	是
巴中经开区规划十四路	2.50	0.50	2.00	是
巴中经开区规划三十六路南二段	2.50	0.03	2.47	是
湿地公园	2.50	0.80	1.70	是
巴中经开区规划六路	2.40	1.96	0.44	是
巴中市博物馆建设项目	2.20	0.00	2.20	是
巴中市图书馆建设项目	1.50	0.00	1.50	是
巴中经济开发区第三完全小学	1.00	0.00	1.00	是
合计	98.26	28.11	70.15	-

注：巴中经开区大众创业园计划总投资有变动，巴中经开区东片二期棚户区改造项目、巴中经开区商业写字楼、巴中经开区兴文场镇棚户区改造项目（二标段）中的商业地产建成后使用权将归子公司四川秦巴新城投资集团有限公司（以下简称“秦巴新城”）所有，秦巴新城通过自营获得收益。

资料来源：公司提供

公司建造业务主要由秦巴新城、巴中市交通建设有限公司等子公司负责，公司在巴中经济开发区管委会等政府部门的安排下，对城市道路工程、污水处理厂、河道整治等相关市政工程进行施工，工程竣工后按工程结算价进行结算，公司据此确认建造业务收入，并结转相应的建造成本。

2017 年公司实现建造收入 18,622.55 万元，主要来源于新桥居委会安置房、黄家沟河堤工程、经开区道路设施工程这三个项目；当年巴中经济开发区管委会安排的市政工程项目较多，使得公司建造业务收入有所增长，但建造业务毛利率仍较低，2017 年为 8.34%。

表 7 截至 2017 年底公司主要在建及拟建的代建管理项目情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
新桥居委会安置房	3,993.63	3,588.11
黄家沟河堤工程	372.57	305.81
经开区道路设施工程	14,256.35	13,176.37
合计	18,622.55	17,070.29

资料来源：公司提供

2017 年公司供气、供水业务规模持续扩大，相关业务收入是公司收入的重要补充；但对外担保业务存在一定的代偿风险

公司天然气业务由子公司巴中市兴圣天然气有限责任公司（以下简称“兴圣天然气”）运营，作为巴中市唯一的天然气公司，其在巴中地区的天然气供应行业占有主导地位。

公司供气收入主要包括天然气销售收入和安装收入。公司销售燃气全部从中国石油西南油气田公司采购，采购价格采用政府定价模式，会随市场行情进行波动，目前为 1.32 元/立方米。天然气供气价格针对住宅用户和商业用户有所不同，其中居民用户实行阶梯价格，基础价格为 1.77 元/立方米，非居民用户为 3.26 元/立方米，原则上非居民用户供气价格和购气价格联动。公司天然气安装收入主要来源于新建商品房天然气安装收费，收费标准为：7 层以下（含 7 层）3,500 元/户，8-12 层（含 12 层）4,100 元/户，13 层以上（含 13 层）4,300 元/户；别墅民用天然气安装价格，实行预决算制，由公司与房地产开发企业合同约定。

2017 年公司新增接驳用户数 21,900 户，用户总量达到 150,550 户，用户数量保持增长。2017 年公司燃气生产与供应业务实现收入 15,758.61 万元，同比增长 13.91%；该业务毛利率为 27.94%，较上年略有上升。整体来看，公司燃气用户数量保持逐年递增的趋势，发展状况良好。

表 8 2016-2017 年公司供气业务情况

项目	2017 年	2016 年
新驳用户数（户）	21,900	13,477
总驳用户数（户）	150,550	131,541
其中：住宅用户	147,368	126,929
工商业用户	3,182	4,612
管道长度（公里）	850	850
供气能力（立方米/日）	300,000	300,000
天然气价格-住宅用户（元/立方米）	1.77+阶梯	1.77+阶梯
天然气价格-工商业用户（元/立方米）	3.26	3.30

资料来源：公司提供

公司供水业务由巴中圣泉水务有限公司（以下简称“圣泉水务”）负责经营。圣泉水务于 1983 年建厂，是巴中市唯一的水务公司，主要向巴中市江北新区、江南老城区、经开区、回风、后坝、南坝、后河以及城郊居民提供供水服务。公司自来水供水价格受政府调控，无自主定价权。

公司同时提供自来水户表安装服务，老楼房和新建楼房的户表安装价格区别对待。旧房按照用户自愿的原则，由用户申请由“多户一表”改造为“一户一表”，安装价格为 1,300 元/户；新建楼房必须实行“一户一表”，做到“同时设计、同时施工、同时验收”，安装价格为 2,580 元/户，计入建房成本。

截至 2017 年底，圣泉水务拥有 2 处水源地，3 座运营水厂，日供水能力约 14.5 万立方米，供水面积为 45 平方公里，用水人口达 50 万人，城区供水覆盖率 100%。2017 年公

司供水量、售水量分别为 3,081 万吨、2,492 万吨，分别同比增长 4.23%、5.86%；自来水生产和供应收入为 1.38 亿元，同比增长 21.02%，主要系水表安装收入增长较快所致。2017 年供水业务毛利率为 40.00%，较上年下降 7.44 个百分点。

表 9 2016-2017 年公司供水业务情况

项目	2017 年	2016 年
供水厂（座）	3	3
供水能力（万立方米/天）	14.5	14.5
供水面积（平方公里）	45	45
用水人口（万人）	50	45
供水量（万吨）	3,081	2,956
售水量（万吨）	2,492	2,354

注：供水面积和供水人口为测算数。

资料来源：公司提供

公司投资管理收入主要是子公司巴中市国有资产投资集团有限责任公司的担保收入、投资收入和利息收入等，其中担保业务由孙公司巴中市正德融资担保有限公司（以下简称“正德担保公司”）负责。正德担保公司成立于 2012 年 6 月 28 日，主营业务包括贷款担保、融资担保等。截至 2017 年末，正德担保公司注册资本 1.00 亿元，控股股东为巴中市国有资产投资集团有限责任公司。正德担保公司自 2013 年开展担保业务，客户主要是中小企业和个人，担保涉及基础设施建设、房地产、农业等行业。受经济下行等因素的影响，正德担保对外担保代偿率持续较高，2017 年为 21.94%，同时代偿回收率低，对资本形成侵蚀，担保业务有所收缩，2017 年正德担保担保发生额为 7,159.00 万元，较 2016 年大幅下降。截至 2017 年底，正德担保在保责任余额为 1.51 亿元，净资产放大倍数为 1.42。我们注意到，在经济下行的趋势下，正德担保对外担保代偿率较高，对外担保业务存在一定的代偿风险。

表 10 正德担保公司经营数据

项目	2017 年	2016 年
总资产（万元）	15,758.27	15,509.69
所有者权益合计（万元）	10,642.18	10,369.70
资产负债率	32.47%	33.15%
营业总收入（万元）	517.00	420.41
利润总额（万元）	251.00	297.79
经营净现金流（万元）	807.27	-3,513.54
当期担保发生额（万元）	7,159.00	16,346.00
期末在保责任余额（万元）	15,107.00	27,531.00
担保风险准备金（万元）	1,059.00	1,052.58
净资产放大倍数	1.42	2.65

当期担保代偿率	21.94%	25.92%
---------	--------	--------

资料来源：公司提供

2017 年公司在财政补贴等方面继续得到政府支持，但划出土地使得公司净资产有所减少

公司作为巴中市主要的投融资主体，继续在财政补贴等方面受到地方政府的支持。2017年公司获得地方政府拨付的财政补助资金为2.28亿元，补贴性质多为重点建设项目补助、财政贴息补助等。根据巴区国资[2017]52号等文件，2017年公司子公司巴中源丰发展有限公司（以下简称“巴中源丰”）接受政府注资4.50亿元，其中货币出资1.26亿元，经营资产出资3.25亿元，主要是投资性房地产。

根据2017年5月27日巴州国土资函（2017）246号“关于收回国有土地使用证的函”，收回巴中源丰土地4宗，土地账面价值为110,938.00万元，相应减少资本公积110,938.00万元。根据发改办财金[2018]194号文件，储备土地使用权不得作为发债企业资产，公司将巴中市土地开发公司改制时划入的储备土地使用权38,762.00万元，从公司资产中剔除，相应减少资本公积38,728.60万元。

根据巴中市人民政府办公室2017年12月27日“关于四川秦巴新城投资集团有限公司国有土地使用权收回置换有关事项的通知”，因规划调整及招商引资需要，巴中市经济开发区管理委员会将位于巴中经开区兴文镇B7-02等9宗土地收回（账面原值134,946.71万元），并用等额货币资金进行置换，秦巴新城公司相应减少账面土地使用权价值134,946.71万元，并确认长期应收款134,946.71万元。

2017年政府共划出土地资产共计284,646.71万元，共计减少资本公积149,666.60万元，增加长期应收款134,946.71万元，鹏元将持续关注长期应收款的回收情况。

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2017年度审计报告及未经审计2018年一季报，2016年数据为2017年期初数。公司财务报表按照新会计准则编制，2017年公司纳入合并报表范围内一级子公司无变动。

2017年公司子公司巴运集团、圣泉水务依据税务清算、保险清算、存货盘点等对企业所得税、递延所得税负债、资本公积、未分配利润等科目进行会计差错调整，具体调整对2016年财务报表数据影响见表11。

表11 2017年度会计差错调整对2016年度财务报表数据影响（单位：万元）

报表科目	变更前	变更后
存货	1,646,234.36	1,646,220.02
递延所得税资产	1,320.77	1,351.66
应付职工薪酬	1,936.91	1,859.42
应交税费	3,175.56	3,002.56
递延所得税负债	0.00	46.65
资本公积	1,234,104.80	1,233,966.89
未分配利润	97,204.64	97,395.48
少数股东权益	113,178.72	113,346.20
管理费用	18,531.42	18,528.91
所得税费用	1,757.69	1,583.70

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

财务分析

资产结构与质量

2017 年公司资产规模有所增加，但以存货、其他应收款和其他非流动资产为主，资产流动性偏弱

截至 2017 年底，公司资产总计 330.98 亿元，同比增长 7.25%；从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017 年末其占比为 79.08%。2018 年 3 月末，公司资产保持增长且依然以流动资产为主。

公司流动资产以货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产为主。2017 年末货币资金 14.59 亿元，其中 1,874.58 万元为用于担保的定期存款或通知存款，流动性受限。公司预付款项主要为预付成都华川集团西环线项目部、成都华川公路建设集团有限公司等施工方的工程款，2017 年随着工程建设投入以及项目的结转，该科目余额大幅减少。

其他应收款主要是应收巴中市财政局、巴中市土地储备中心等政府单位的垫资款、往来款，考虑到债务人多为政府背景的企事业单位，其他应收款回收风险不大，但回收时间存在不确定性；2017 年末其他应收款同比增长 16.84%，主要是政府支付项目垫资款较慢所致。随着公司承建项目的增加，2017 年末公司存货达到 176.14 亿元，同比增长 7.00%，其中土地使用权为 107.40 亿元，因尚未结算计入存货的工程施工为 68.59 亿元；土地使用权主要是政府注入及公司购买的土地，2017 年因政府收回部分土地而有所减少，当年末账面价值 39.31 亿元、占比 36.60%的土地资产用于抵押，流动性受限。其他流动资产主要是公司购买的银行短期理财产品，2017 年随着产品到期的赎回而大幅减少。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产和其他非流动资产构成。长期应收款为巴中市经济开发区管理委员会收回 9 宗土地暂未支付的对价，未来支付时点存在不确定性。固定资产主要是房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，2017 年随着水厂等在建工程的转入固定资产有所增加。公司其他非流动资产主要是公司支付的公租房、棚改建设工程款等，公租房、棚改项目中的商业地产建成后使用权将归秦巴新城所有，秦巴新城将用于自营并带来收益，故将其预付余额列报在其他非流动资产科目，2017 年随着工程投入的增加该科目大幅增长。整体来看，2017 年公司资产规模有所增长，但以存货、其他应收款和其他非流动资产为主，2017 年末三者合计占总资产的 81.49%，并且存货中部分土地已经抵押，资产流动性偏弱。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	86,808.49	2.61%	145,914.50	4.41%	198,087.31	6.42%
预付款项	20,945.36	0.63%	19,737.69	0.60%	163,276.92	5.29%
其他应收款	624,804.21	18.76%	606,272.12	18.32%	518,876.85	16.81%
存货	1,798,960.12	54.01%	1,761,445.04	53.22%	1,646,234.36	53.34%
其他流动资产	21,620.15	0.65%	20,028.77	0.61%	107,947.21	3.50%
流动资产合计	2,622,962.63	78.75%	2,617,413.61	79.08%	2,677,761.33	86.77%
长期应收款	134,946.71	4.05%	134,946.71	4.08%	0.00	0.00%
固定资产净额	72,893.77	2.19%	74,049.42	2.24%	60,825.20	1.97%
其他非流动资产	339,559.71	10.20%	329,336.38	9.95%	243,593.20	7.89%
非流动资产合计	707,672.72	21.25%	692,421.60	20.92%	408,329.43	13.23%
资产合计	3,330,635.35	100.00%	3,309,835.21	100.00%	3,086,107.31	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

盈利能力

2017 年公司营业收入略有增长，收入依然较为多样化，政府补助是利润的有益补充

2017 年公司实现营业收入 11.73 亿元，同比增长 0.81%，收入主要来源仍然是公路旅客运输、城市基础设施建设、供气、供水等，收入来源较为多样化。由于公路旅客运输的毛利率有所下降，2017 年公司综合毛利率略降至 36.84%，但依然尚可。2017 年公司其他收益为 22,988.96 万元，均为政府补助，占当年其他收益占营业利润的 66.17%，政府补助依然是利润的有益补充。

表 13 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
----	--------------	--------	--------

营业收入	23,924.88	117,264.95	116,326.88
其他收益	2,468.80	22,988.96	0.00
营业利润	4,269.68	34,741.80	13,192.15
营业外收入	49.98	600.76	26,346.21
利润总额	4,222.56	33,891.13	39,763.15
净利润	4,088.81	32,747.90	38,005.47
综合毛利率	33.41%	36.84%	38.98%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现尚可，但在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金压力

由于公路旅客运输、供气、供水等业务回款较快，2017 年公司收现比达到 0.93；同时公司提供运输业务、供水等业务支付的现金较少，当年经营活动现金净流入 3.51 亿元，表现尚可。

投资活动方面，2017 年公司收到政府支付的工程款较少，同时在建项目较多，投资支付的现金规模较大，使得投资活动现金净流出 24.35 亿元，资金缺口较大。公司为满足投资支出需要，主要通过银行贷款、发行债券等外部渠道进行融资，2017 年公司筹资活动现金净流入 15.93 亿元。考虑到 2017 年末公司在建及拟建项目尚需投资 70.15 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
收现比	0.94	0.93	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	22,473.96	108,683.21	106,139.47
收到其他与经营活动有关的现金	2,468.80	38,673.53	36,839.64
经营活动现金流入小计	24,942.75	147,356.73	142,979.11
购买商品、接收劳务支付的现金	21,446.42	60,671.95	56,181.03
支付其他与经营活动有关的现金	5,086.42	20,551.11	38,301.55
经营活动现金流出小计	34,289.11	112,288.25	119,600.89
经营活动产生的现金流量净额	-9,346.36	35,068.48	23,378.22
投资活动产生的现金流量净额	-54,627.37	-243,463.64	-274,674.79
筹资活动产生的现金流量净额	2,993.14	159,289.21	308,607.62
现金及现金等价物净增加额	-	-49,105.95	57,311.06

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司负债水平有所升高，有息债务增长较快，偿债压力加大

受债券融资规模增加等因素的影响，2018年3月末公司负债总额为190.45亿元，较2016年末增长21.37%；由于政府收回了部分土地资产，2018年3月末公司所有者权益降至142.62亿元，较2016年末下降5.99%，公司产权比率升为133.54%，所有者权益对负债的覆盖程度一般且有所降低。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	1,904,483.98	1,887,684.59	1,569,217.27
所有者权益	1,426,151.38	1,422,150.62	1,517,093.89
产权比率	133.54%	132.73%	103.42%

资料来源：公司2017年审计报告及2018年一季报，鹏元整理

公司负债以短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款为主。短期借款主要是抵押借款，其他应付款主要是公司暂收的项目保证金以及与四川巴中经济开发区管理委员会、巴中市财政局等单位的往来款等，2017年随着往来的增加其他应付款规模有所增长。一年内到期的非流动负债及一年内到期的长期借款。

2017年末公司长期借款合计21.62亿元，主要是以保证担保、资产抵（质）押等方式取得的银行借款和信托贷款，抵质押物主要是公司土地、房产以及股权等。应付债券即为公司发行的公司债券、中期票据等，详细见表17。长期应付款主要是应付巴中金砖城市基金管理中心（有限合伙）的股权融资款（10.14亿元）和巴中市城市建设投资有限公司棚改专项资金等。公司专项应付款主要是地方政府拨入的基础建设专项资金。截至2017年底，公司有息债务达到105.86亿元，同比增长19.41%，其中2018-2020年分别到期13.24亿元、14.00亿元、7.86亿元，公司有息债务增长较快，偿债压力有所加大。截至2017年末，公司银行综合授信51.05亿元，剩余额度19.68亿元，并且公司尚有10亿元的非公开定向债务融资工具已获批但尚未发行。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17,550.00	0.92%	15,130.00	0.80%	46,343.00	2.95%
其他应付款	96,576.69	5.07%	99,584.07	5.28%	61,330.84	3.91%
一年内到期的非流动负债	110,731.80	5.81%	117,290.17	6.21%	105,560.15	6.73%
流动负债合计	296,154.44	15.55%	296,500.65	15.71%	259,432.84	16.53%
长期借款	224,545.71	11.79%	216,196.22	11.45%	264,643.46	16.86%
应付债券	710,000.00	37.28%	710,000.00	37.61%	470,000.00	29.95%

长期应付款	175,628.25	9.22%	167,628.25	8.88%	161,744.39	10.31%
专项应付款	480,008.41	25.20%	479,169.29	25.38%	393,122.31	25.05%
非流动负债合计	1,608,329.53	84.45%	1,591,183.95	84.29%	1,309,784.42	83.47%
负债合计	1,904,483.98	100.00%	1,887,684.59	100.00%	1,569,217.27	100.00%
其中：有息债务	1,062,827.51	55.81%	1,058,616.39	56.08%	886,546.61	56.50%

资料来源：公司 2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

表 17 2017 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	债券种类	剩余金额	发行日期	期限	票面利率
14 巴中国资债	公司债券	4.00	2014.04.25	7 年	8.50%
15 巴中国资 MTN001	中期票据	5.00	2015.11.19	5 年	5.34%
15 巴中国资债	公司债券	13.00	2015.12.02	7 年	5.13%
16 巴中 01	公司债券	20.00	2016.05.04	5 年	5.95%
16 巴中国资 PPN01	非公开定向债务融资工具	4.00	2016.09.28	3 年	4.80%
17 秦巴新城债 01	公司债券	8.00	2017.07.07	7 年	6.68%
17 秦巴新城债 02	公司债券	7.00	2017.07.25	7 年	6.91%
17 巴中 01	公司债券	3.60	2017.08.31	5 年	6.60%
17 巴中 02	公司债券	6.40	2017.11.11	5 年	6.90%
合计		71.00			-

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2018 年 3 月末公司资产负债率为 57.18%，较 2016 年末上升 6.34 个百分点，负债水平有所上升。2017 年公司流动比率表现较好，速动比率有所下降，但表现尚可。EBITDA 利息保障倍数表现仍然较差。考虑到 2017 年末公司有息债务达到 105.86 亿元，偿债压力进一步加大。

表 18 公司主要偿债能力指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	57.18%	57.03%	50.84%
流动比率	8.86	8.83	10.33
速动比率	2.78	2.89	3.98
EBITDA（万元）	-	49,856.64	61,329.02
EBITDA 利息保障倍数	-	0.83	0.99

资料来源：公 2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

公司用于抵押增信的资产仍可有效提升本期债券的信用水平，但公司未按照相关约定对抵押资产价值进行跟踪评估

本期债券采用国有土地使用权和房产抵押担保的增信方式，公司以其合法拥有的 1 宗国有土地使用权、27 项房产作为本期债券的抵押物。抵押资产的担保范围为本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。截至 2016 年底，上述抵押物均已办妥抵押手续。

根据公司与抵押资产监管人中国银行股份有限公司巴中分行签署的《巴中市国有资产经营管理有限责任公司与中国银行股份有限公司巴中分行关于 2013 年巴中市国有资产经营管理有限责任公司公司债券之抵押资产监管协议》，约定在本期债券存续期间，公司应聘请具有相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。跟踪期内，公司未对抵押资产进行后续跟踪评估，其抵押资产价值可能已经发生变化。

根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的国融兴华评报字[2012]第 426 号资产评估报告书（估价基准日：2012 年 12 月 19 日），用于抵押的 310,505 平方米国有土地使用权评估值为 87,538.50 万元，用于抵押的房屋产权总建筑面积 24,303.07 平方米，评估值为 19,800.42 万元，抵押物评估值合计为 107,338.92 万元，是本期债券剩余本金的 3.58 倍，仍可有效提升本期债券的信用水平。

表 19 公司用于抵押增信的土地情况（单位：平方米、万元）

土地证编号	位置	类型	用途	面积	评估值
巴市国用（2012）第 1956 号	巴中市后河插旗山片区	出让	商业用地	310,505	87,538.50

资料来源：公司提供，鹏元整理

表 20 公司用于抵押增信的房产情况（单位：平方米）

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建筑面积	土地证编号
1	巴房权证北字第 22599 号	行署 7 号楼 1 楼东 104 号门市	砖混	32.10	巴市国用（2011）第 4787 号
2	巴房权证北字第 22600 号	人大培训中心 2-4 楼	砖混	2,212.97	巴市国用（2011）第 4793 号
3		人大培训中心 1 楼	砖混	790.14	
4		宋家巷妇联综合楼 1 号	砖混	18.57	
5	巴房权证北字第 22610 号	宋家巷妇联综合楼 9 号	砖混	18.06	巴市国用（2011）第 4789 号
6		宋家巷妇联综合楼 40 号	砖混	25.82	
7	巴房权证北字第 22611 号	江北市场 62 号	砖混	29.16	巴市国用（2011）第 4797 号
8	巴房权证北字第 22610 号	宋家巷妇联综合楼 2-4 层	砖混	308.77	巴市国用（2011）第 4789 号
9	巴房权证北字第 22592 号	巴中市江北滨河北路 305 号二楼	砖混	688.49	巴市国用（2011）第 4779 号
10	巴房权证北字第 22598 号	江北大街 594 号二、三楼（环保局）	砖混	761.20	巴市国用（2011）第 4794 号

11	巴房权证北字第22590号	巴人广场29号	砖混	49.71	巴市国用(2011)第4796号
12	巴房权证北字第22589号	巴人广场76、77号	砖混	80.07	巴市国用(2011)第4778号
13	巴房权证北字第22591号	滨河路北路中段259号一楼	砖混	195.24	巴市国用(2011)第4780号、4781号、4782号、4783号
14	巴房权证北字第22601号	农业大厦2楼	砖混	332.19	巴市国用(2011)第4795号
15	巴房权证北字第22597号	江北大道西段194号	砖混	36.04	巴市国用(2011)第4798号
16		江北大道西段196号	砖混	36.04	巴市国用(2011)第4799号
17	巴房权证北字第22595号	江北大道兴洲街32号7号楼与9楼之间一楼	砖混	172.73	巴市国用(2011)第4791号
18	巴房权证北字第22596号	江北大道兴洲街32号小区大门南1-1号	砖混	155.95	巴市国用(2011)第4792号
19	巴房权证北字第22595号	江北大道兴洲街32号7号楼二楼	砖混	225.87	巴市国用(2011)第4791号
20	巴房权证北字第22602号	思民巷老干部活动中心	砖混	1,189.54	巴市国用(2011)第4786号
21	巴房权证北字第22607号	交警支队4-11楼	框架	5,075.87	巴市国用(2011)第4785号
22		交警支队一楼	框架	798.41	
23		交警支队2-3楼	框架	2,248.74	
24	巴房权证北字第22588号	巴中市江北大道162号(金港湾1楼)	框架	500.25	巴市国用(2011)第4784号
25		巴中市江北大道162号(金港湾其余5-9楼)	框架	5,699.90	
26		巴中市江北大道162号(金港湾1楼门市)	框架	320.00	
27		巴中市江北大道162号(金港湾2-4楼)	框架	2,301.24	
合计				24,303.07	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、或有事项分析

根据公司2017年审计报告，截至2017年底，公司为乐巴铁路有限责任公司贷款4.20亿元供连带责任保证，同时正德担保公司对外担保合计1.51亿元，两者合计5.71亿元，占当年末净资产的4.02%，对外担保存在一定的代偿风险。

八、评级观点

跟踪期内，外部环境较好为公司发展提供了良好基础，公司收入来源较为多样；公司

在财政补贴方面继续得到当地外部支持，用于抵押增信的资产仍可有效提升本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司主要在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力；公司资产流动性偏弱，公司 2017 年划出土地使得公司净资产有所减少，长期应收款有所增加，有息债务规模增长较快，偿债压力加大；对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素；公司未按照相关约定对抵押资产价值进行跟踪评估。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级为 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	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	86,808.49	145,914.50	198,087.31	142,418.64
应收账款	54,286.81	51,432.49	37,444.08	27,683.02
预付款项	20,945.36	19,737.69	163,276.92	195,001.87
应收利息	15,537.49	12,582.99	5,894.59	3,683.25
其他应收款	624,804.21	606,272.12	518,876.85	247,585.50
存货	1,798,960.12	1,761,445.04	1,646,220.02	1,361,651.19
其他流动资产	21,620.15	20,028.77	107,947.21	47,870.61
流动资产合计	2,622,962.63	2,617,413.61	2,677,746.99	2,025,894.08
可供出售金融资产	18,321.50	18,321.50	17,861.80	17,760.80
持有至到期投资	1.59	1.59	1.59	1.59
长期应收款	134,946.71	134,946.71	0.00	0.00
长期股权投资	8,261.86	8,261.86	7,045.92	2,146.35
投资性房地产	55,194.07	55,260.80	16,672.13	10,708.14
固定资产净额	72,893.77	74,049.42	60,825.20	56,533.99
在建工程	34,622.91	32,118.81	22,130.76	25,718.76
固定资产清理	27.91	27.91	1,171.68	2.72
无形资产	39,836.88	36,099.92	36,367.33	25,518.63
长期待摊费用	2,266.14	2,241.72	1,339.04	1,309.10
递延所得税资产	1,739.69	1,754.98	1,351.66	1,022.97
其他非流动资产	339,559.71	329,336.38	243,593.20	228,530.79
非流动资产合计	707,672.72	692,421.60	408,360.32	369,375.12
资产合计	3,330,635.35	3,309,835.21	3,086,107.31	2,395,269.20
短期借款	17,550.00	15,130.00	46,343.00	62,740.00
应付账款	15,411.29	19,717.85	16,006.32	8,391.43
预收款项	22,997.70	21,594.30	11,217.33	7,964.54
应付职工薪酬	2,194.96	2,395.53	1,859.42	1,779.28
应交税费	2,256.77	2,458.88	3,002.56	2,633.40
应付利息	27,858.94	17,652.80	12,358.83	3,609.02
应付股利	293.03	293.03	410.83	34.38
其他应付款	96,576.69	99,584.07	61,330.84	64,762.92
一年内到期的非流动负债	110,731.80	117,290.17	105,560.15	178,694.00
其他流动负债	283.26	384.02	1,093.07	1,189.80
流动负债合计	296,154.44	296,500.65	259,182.34	331,798.78

长期借款	224,545.71	216,196.22	264,643.46	230,605.76
应付债券	710,000.00	710,000.00	470,000.00	260,000.00
长期应付款	175,628.25	167,628.25	161,744.39	8,938.82
专项应付款	480,008.41	479,169.29	393,122.31	379,813.83
预计负债	295.80	295.80	93.26	122.57
递延收益	17,851.36	17,851.36	20,181.00	7,447.60
递延所得税负债	-	43.03	46.65	0.00
非流动负债合计	1,608,329.53	1,591,183.95	1,309,831.08	886,928.58
负债合计	1,904,483.98	1,887,684.59	1,569,013.42	1,218,727.36
资本公积	1,131,867.41	1,131,867.41	1,233,966.89	979,956.49
专项储备	232.76	234.47	163.42	136.16
盈余公积	2,309.45	2,309.45	2,221.90	2,114.64
其中：法定公积金	112,090.54	2,309.45	2,221.90	0.00
未分配利润	0.00	108,821.50	97,395.48	79,879.15
归属于母公司所有者权益合计	1,316,500.17	1,313,232.84	1,403,747.69	1,132,086.44
少数股东权益	109,651.21	108,917.78	113,346.20	44,455.41
所有者权益合计	1,426,151.38	1,422,150.62	1,517,093.89	1,176,541.85
负债和所有者权益总计	3,330,635.35	3,309,835.21	3,086,107.31	2,395,269.20

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告及 2018 年一季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	23,924.88	117,264.95	116,326.88	105,114.75
其中：营业收入	23,924.88	117,264.95	116,326.88	105,114.75
二、营业总成本	22,224.53	108,069.27	104,900.16	91,448.66
其中：营业成本	15,932.20	74,064.96	70,979.65	60,243.84
税金及附加	136.61	2,030.54	1,171.92	1,283.98
销售费用	830.23	4,103.94	3,149.86	3,043.04
管理费用	4,343.42	21,133.88	18,528.91	17,150.23
财务费用	982.08	3,883.18	9,915.46	7,856.93
资产减值损失	0.00	2,852.78	1,154.36	1,870.66
投资收益	0.00	1,130.67	1,767.94	-72.11
资产处置收益	0.00	1,426.49	-28.52	0.00
其他收益	2,468.80	22,988.96	0.00	0.00
三、营业利润	4,269.68	34,741.80	13,166.15	13,593.98
加：营业外收入	49.98	600.76	27,473.09	16,268.74
减：营业外支出	97.10	1,451.43	873.57	291.06
四、利润总额	4,222.56	33,891.13	39,763.15	29,571.65
减：所得税费用	133.75	1,143.23	1,583.70	1,567.55
五、净利润	4,088.81	32,747.90	38,181.97	28,004.1
归属于母公司所有者的净利润	3,269.04	30,704.58	35,084.93	26,107.98
少数股东损益	819.77	2,043.32	3,097.04	1,896.12
持续经营净利润	4,088.81	32,747.90	38,181.97	0.00

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告及 2018 年一季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	22,473.96	108,683.21	106,139.47	79,399.24
收到其他与经营活动有关的现金	2,468.80	38,673.53	36,839.64	133,897.91
经营活动现金流入小计	24,942.75	147,356.73	142,979.11	213,297.15
购买商品、接受劳务支付的现金	21,446.42	60,671.95	56,181.03	172,795.05
支付给职工以及为职工支付的现金	5,476.14	21,504.68	18,540.59	13,685.53
支付的各项税费	2,280.13	9,560.51	6,577.73	4,932.88
支付其他与经营活动有关的现金	5,086.42	20,551.11	38,301.55	84,099.89
经营活动现金流出小计	34,289.11	112,288.25	119,600.89	275,513.36
经营活动产生的现金流量净额	-9,346.36	35,068.48	23,378.22	16,937.29
收回投资收到的现金	0.00	97,330.00	40,826.17	2,301.00
取得投资收益收到的现金	100.54	1,551.16	1,731.51	531.13
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	98.86	254.87	5,151.68
收到其他与投资活动有关的现金	839.12	80,365.99	31,043.45	810.00
投资活动现金流入小计	939.66	179,371.01	73,855.99	8,951.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,237.25	65,568.93	23,153.83	92,123.29
投资支付的现金	11,814.70	29,959.42	110,501.99	20,681.83
支付其他与投资活动有关的现金	37,515.07	327,306.30	214,874.95	104,945.19
投资活动现金流出小计	55,567.03	422,834.64	348,530.77	217,750.31
投资活动产生的现金流量净额	-54,627.37	-243,463.64	-274,674.79	-208,798.50
吸收投资收到的现金	0.00	14,492.00	82,726.28	11,100.00
取得借款收到的现金	21,420.00	475,174.44	551,452.36	379,860.79
收到其他与筹资活动有关的现金	10,861.26	596.12	750.14	1,771.02
筹资活动现金流入小计	32,281.26	490,262.56	634,928.78	392,731.81
偿还债务支付的现金	19,608.88	245,090.23	244,533.42	35,358.01
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,679.25	82,629.09	75,908.93	44,988.28
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,254.04	5,878.81	18,430.89
筹资活动现金流出小计	29,288.12	330,973.36	326,321.16	98,777.18
筹资活动产生的现金流量净额	2,993.14	159,289.21	308,607.62	293,954.63
现金及现金等价物净增加额	-60,980.59	-49,105.95	57,311.06	22,939.92

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告及 2018 年一季度报

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	32,747.90	38,005.47	29,115.19
资产减值准备	2,852.78	1,154.36	1,870.66
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,929.76	10,077.29	8,463.13
无形资产摊销	1,023.92	863.75	474.90
长期待摊费用摊销	1,151.35	693.93	379.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1,426.49	0.00	0.00
固定资产报废损失	13.24	28.52	-2.63
财务费用	5,353.76	9,930.90	7,738.06
投资损失	-1,130.67	-1,767.94	-205.13
递延所得税资产减少	-403.32	-297.80	-452.74
递延所得税负债增加	-3.62	0.00	0.00
存货的减少	1,961.18	-329.53	-225.53
经营性应收项目的减少	-30,575.74	-39,761.07	-56,902.80
经营性应付项目的增加	13,574.44	4,780.34	26,684.44
经营活动产生的现金流量净额	35,068.48	23,378.22	16,937.29

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	33.41%	36.84%	38.98%	42.69%
产权比率	133.54%	132.73%	103.42%	103.59%
资产负债率	57.18%	57.03%	50.84%	50.88%
流动比率	8.86	8.83	10.33	6.11
速动比率	2.78	2.89	3.98	2.00
EBITDA	-	49,856.64	61,329.02	46,254.60
EBITDA利息保障倍数	-	0.83	0.99	0.84
收现比	0.94	0.93	0.91	0.97

资料来源：公司 2016、2017 年审计报告及 2018 年一季报，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	指标计算公式
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
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
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

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。