

桐城市建设投资发展有限责任公司

# 2018 年城市停车场建设专项债券 (第一期)信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】第 Z【426】  
01 号

分析师

姓名：  
赵娜 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhaon@pyrating.cn

评级日期：  
2018 年 06 月 04 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](http://www.pyrating.cn)

## 桐城市建设投资发展有限责任公司 2018 年城市停车场建设专项债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+	发行主体长期信用等级：AA-
发行规模：不超过 8 亿元（总额不超过 12 亿元）	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：重庆进出口信用担保有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 个计息年度分别偿还本期债券发行 额的 20%	

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对桐城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“桐城建设”或“公司”）本次拟发行不超过 8 亿元城市停车场建设专项债券（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，公司业务持续性较好，获得较大力度的外部支持，且重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到了本期债券募投项目未来能否获得预期收益存在一定不确定性，公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力，有息债务规模较大且持续增长，偿债压力不断加大且存在一定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 年桐城市地区生产总值分别为 227.1 亿元、244.0 亿元和 273.0 亿元，增速分别为 8.2%、8.3%和 8.6%；2017 年桐城市公共财政收入为 15.14 亿元，较 2015 年上升 6.47%，区域经济和财政保持增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。截至 2017 年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为 20.73 亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；另外公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品账面余额 14.05 亿元，未来随着项目完工及对外出售，仍将贡献一定规模的收入；截至 2017 年末，公司尚有近 1804.32 亩土

地储备，账面价值 30.16 亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2016-2017 年公司分别收到桐城市财政局注入资本金 3.25 亿元及 5.90 亿元，计入实收资本；2017 年公司收到桐城市人民政府注入的 62 宗房产及相应土地使用权，评估价值为 7.63 亿元，计入资本公积，增强了公司的资本实力。另外，2015-2017 年公司分别获得政府补贴 0.65 亿元、0.61 亿元及 1.50 亿元，提升了公司的利润水平。
- **重庆进出口担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。**截至 2017 年 10 月 31 日，重庆进出口担保的注册资本及实收资本均为 30.00 亿元，2016 年度营业总收入为 5.55 亿元，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。重庆进出口担保资本实力较强，风险准备较为充分，代偿能力很强，其为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。

#### 关注：

- **本期债券募投项目的建设未来能否按时完工及获得预期收益存在一定不确定性。**本期债券募投项目为桐城市城市停车场建设项目，未来主要依靠公司经营获得停车泊位收费、充电桩充电服务费、停车场广告收费、其他商业服务收入以及财政补贴收入。未来能否按时完工及获得预期收益存在一定不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司应收款项及存货在资产总额中占比为 73.15%。公司应收款项规模较大对公司资金形成一定占用，存货主要为储备土地及项目投资，且 78.68%的土地已被抵押，集中变现难度较大，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。**2015-2017 年公司经营活动净现金流分别为 0.18 亿元、-11.29 亿元以及-11.64 亿元，且截至 2017 年末公司主要在建项目后续至少还需投资 26.38 亿元，未来面临一定的资金压力。
- **公司有息债务持续增加，偿债压力不断加大。**截至 2017 年末，公司负债总额为 61.42 亿元，其中有息债务余额为 57.38 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 51.17%，规模较大且增长较快，偿债压力不断加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 18.99 亿元，占同期公司所有者权益的比例为 29.09%，对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，未来存在一定的或有负债风险。

**公司主要财务指标：**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	1,267,205.93	1,015,641.62	838,564.98
所有者权益（万元）	653,022.21	525,657.83	492,751.18
有息债务（万元）	573,807.89	435,385.36	251,085.19
资产负债率	48.47%	48.24%	41.24%
流动比率	10.30	10.97	5.79
营业收入（万元）	130,158.57	120,724.71	60,834.12
其他收益（万元）	5,000.00	-	-
营业外收入（万元）	1.98	6,115.02	6,534.09
利润总额（万元）	13,360.89	10,825.82	11,610.47
综合毛利率	11.34%	12.75%	15.02%
EBITDA（万元）	23,893.21	21,629.97	17,089.80
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.26	1.67
经营活动现金流净额（万元）	-116,444.25	-112,890.24	1,763.81

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

**担保方主要财务指标：**

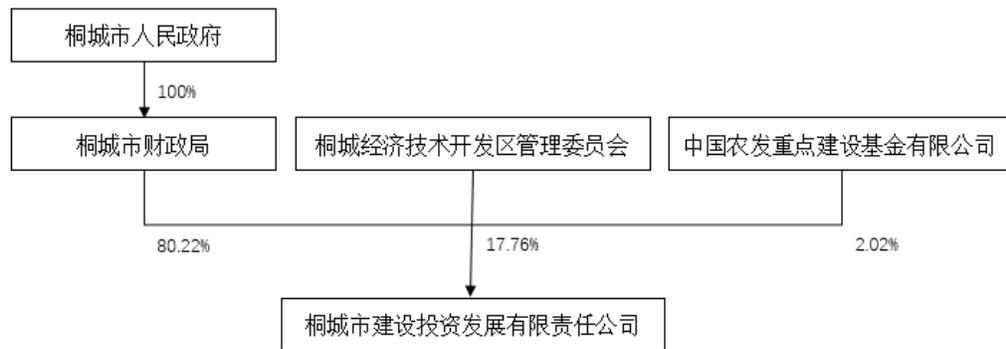
项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	518,342.66	532,332.01	484,697.96	432,253.68
归属于母公司所有者权益合计（万元）	337,548.78	335,764.51	313,902.66	288,731.52
期末在保责任余额（万元）	3,088,698	3,470,705	2,478,822	2,219,568
风险准备金覆盖率	4.62%	3.83%	4.62%	5.28%
融资性担保净资产放大倍数	7.40	7.58	7.79	7.52
当期担保代偿率	4.36%	3.79%	3.99%	3.09%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2017 年 6 月财务报表、重庆进出口担保提供，鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司系由桐城市建设局于2003年出资组建，成立时注册资本500万元。后经历多次增资与股权变更，截至2018年4月末，公司注册资本为15.31亿元，实收资本为14.48亿元，桐城市财政局、桐城经济技术开发区管理委员会持有公司及中国农发重点建设基金有限公司<sup>1</sup>分别持股80.22%、17.76%及2.02%。桐城市人民政府为公司实际控制人。

图1 截至2018年4月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司作为桐城市重要的基础设施建设主体，主要负责桐城市市政基础工程建设及国有资产管理经营等业务。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司有3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）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安徽桐城经济开发区置业有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发、销售；物业管理；房屋建筑及市政工程施工；房产租赁服务
桐城市同远建设有限公司	10,000.00	100.00%	房屋建筑及市政工程施工；土地一级开发
安徽桐城经济开发区建设发展有限公司	6,300.00	100.00%	开发区内的土地开发规划；道路、水、电、园林基础设施建设

资料来源：公司2015-2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为126.72亿元，所有者权益为65.30亿元，资产负债率为48.74%；2017年度，公司实现营业收入13.02亿元，利润总额1.34亿元，经营活动现金净流出11.64亿元。

<sup>1</sup> 2017年9月中国农发重点建设基金有限公司对公司注资0.31亿元，用于桐城市三水厂建设工程项目、桐城市南部新区污水处理厂（一期）及管网配套工程，计入公司的长期应付款科目。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2018年第一期桐城市建设投资发展有限责任公司城市停车场建设专项债券；

**发行总额：**不超过12亿元，采用分期发行方式，其中本期不超过8亿元；

**债券期限和利率：**7年，固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，公司将于债券存续期的第3至第7个计息年度分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；

**增信措施：**由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过8亿元，其中，5.33亿元用于桐城市城市停车场建设项目的建设，2.67亿元用于补充营运资金，具体资金投向明细如下：

**表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金总额	占项目总投资的比例	拟使用本期募集资金
桐城市城市停车场建设项目	12.03	8.00	66.50%	5.33
补充营运资金	-	4.00	-	2.67
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>12.00</b>	<b>-</b>	<b>8.00</b>

资料来源：公司提供

### 1、项目概况

本期债券募投项目为桐城市城市停车场建设项目，共新建、改建、收购各类停车位22,080个。其中：（1）新建23个公共停车场，5,520个停车位。其中地上停车位3,200个，地下停车位2,320个，货车停车位1,130个；（2）收购改造8个停车场的8,272个停车位；其中地上停车位1,838个，地下停车位6,434个；（3）47条城市道路8,288个路内停车泊位的改造完善工程；（4）附属工程建设：2,208个新能源汽车充电桩的建设工程、停车位的智能化设备等附属工程建设。

### 2、项目审批情况

该项目已获得的批复情况如下：

**表3 募投项目批文情况**

审批单位	文件名称	文号
------	------	----

桐城市发展和改革委员会	《关于同意桐城市城市停车场建设项目立项的批复》	桐发改许可 [2016]160号
桐城市发展和改革委员会	《关于同意桐城市城市停车场建设项目备案的通知》	桐发改许可 [2016]288号
桐城市发展和改革委员会	《固定资产投资节能登记表》	桐发改环资 [2016]328号
桐城市环境保护局	《关于桐城市城市停车场建设项目环境影响报告表的批复》	环建函 [2016]179号
桐城市国土资源局	《关于桐城市城市停车场建设项目用地预审意见的函》	桐国土资预审 [2016]79号
桐城市城乡规划局	《关于桐城市停车场建设项目用地规划审查意见的函》	桐规函字 [2016]340号
桐城市维稳办	《关于桐城市城市停车场建设项目社会稳定风险评估情况的意见》	桐维稳办 [2017]5号

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 3、项目建设进度

该项目估算总投资为12.03亿元，建设期拟为36个月，已于2016年12月启动，截至2018年2月末，该项目正在进行路内停车位的改造完善、停车场收购等工作，新建公共停车场项目正在前期准备中，项目已完成投资8,900万元，投资完成率为7.40%。

### 4、经济效益

根据项目的可研报告，该项目的收益主要来自于停车泊位收费、充电桩充电服务费、停车场广告收费、其他商业服务收入及财政补贴收入。该项目计划建成后由公司负责运营。在债券存续期内，预计项目直接收益及政府补贴合计为11.70亿元。

本期债券募投项目涉及的停车泊位类型有多种，其中路内停车泊位8,288个（其中收费车位3,317个，不收费车位4,971个），公共停车场泊位13,792个（新建5,520个、收购8,272个；按区位分，地上停车场5,348个，地下停车场8,754个）。公共停车场和位于城市一、二类地区的路内停车场需进行收费，位于城市三类地区的路内停车场不收费。由于各类停车泊位收费标准不同，并考虑泊位利用的时差变化等情况，假设路内停车泊位为30元/日/位，公共停车场停车泊位为30元/日/位，货车泊位为40元/日/位，居住区地上泊位为150元/月/位，居住区地下泊位为200元/月/位。预计项目每年停车泊位收费合计为1.31亿元。

**表4 项目停车泊位收费预测情况**

项目名称	数量（辆）/（个）	平均收费	年收费（万元）
路内停车泊位	3,317	30元/日	3,632.115
公共停车泊位	5,582	30元/日	6,112.29
货车泊位	1,130	40元/日	1,649.8
居住区地上泊位	646	150元/月	116.28
居住区地下泊位	6,434	200元/月	1,544.16

合计	17,109	-	13,054.65
----	--------	---	-----------

资料来源：公司提供，鹏元整理

到建设期末，桐城市计划投入2,208个新能源汽车充电桩，充电电费归国家电网（供电公司）收取，充电桩运营企业收取充电桩使用服务费用，按照5元/次收取，平均每桩按照每天使用2次进行计算，则项目建成后预计每年新能源汽车充电桩使用服务费为 $2,208 \times 5 \times 2 \times 365 / 10,000 = 0.08$ 亿元。

本期债券募投项目计划在停车场内设置一些户外和户内广告。项目新建停车场23处（其中14处地上、6处地下、3处地上地下）、收购改造停车场8处（其中6处地上、1处地下、1处地上地下），以新建停车场每处设置落地围挡（墙面广告）2处、灯箱广告5处，收购改造停车场每处设置灯箱广告5处计，则预计可设置落地围挡（墙面广告）34个、灯箱广告165个（新建地下停车场不设置落地围挡广告、收购地下停车场不设置灯箱广告）。广告牌租金，以落地围挡（墙面广告）15万元/年、灯箱广告2万元/年计，则项目完全建成后，停车场广告收费每年可收入约为840万元。

此外，本期债券募投项目建设位于商业区和居民区的停车场，如：龙腾锦绣城停车场、西郊公园停车场、和平苑停车场、文昌苑小区项目停车场、六尺巷停车场、体育馆停车场、商贸城停车场、盛唐南路停车场、高铁站前广场停车场、开发区商务用地停车场等，可采用租赁场地，提供洗车、汽车修理等服务设施。按照每块场地年租金收入40万元的标准收取场地租金费，每年约为400万元。

本期募投项目具有良好的环境效益和社会效益，当地政府较为重视，为保证项目的还本付息及正常运营，桐城市政府在本期债券还款期内对项目预计共补贴4.00亿元，其中建设期内每年补贴0.40亿元，运营期内每年补贴0.70亿元。

**表5 公司在债券存续期内收入情况（亿元）**

收入来源	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	合计
停车泊位收入	0.26	0.39	0.78	1.31	1.31	1.31	1.31	6.66
充电桩充电服务费	0.02	0.02	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08	0.41
停车场广告费	0.02	0.03	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08	0.43
其他商业服务收入	0.01	0.01	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.20
补贴额	0.40	0.40	0.40	0.70	0.70	0.70	0.70	4.00
<b>合计</b>	<b>0.70</b>	<b>0.85</b>	<b>1.31</b>	<b>2.21</b>	<b>2.21</b>	<b>2.21</b>	<b>2.21</b>	<b>11.70</b>

注：建设期投产比例按20%，30%，60%计算。

资料来源：项目可研报告

总体来看，在债券存续期内，预计项目直接收益加政府补贴合计为11.70亿元。但值得注意的是，公司本期债券募投项目是否能按时完工以及能否获得预期收益存在一定不确

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各种形式的担保，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6 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	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

	行)》(财预[2017]97号)		额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

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

## (二) 区域环境

### 近年桐城市经济持续较快增长,工业发展良好,但总体经济实力一般

桐城市位于安徽省中部,为安庆市下辖县级市,其北距省会合肥98公里,南至安庆市68公里,是皖西南的交通枢纽和承东启西的通衢之地,是皖江城市带承接产业转移示范区的前沿阵地和合肥经济圈南翼门户城市,206国道、合九铁路、沪蓉高速等三大交通动脉纵贯全境,水路菜子湖通江达海,交通较为便利。桐城市现辖2个省级经济开发区(桐城经济技术开发区和双新经济开发区)、12个镇和3个街道,总面积1,571平方公里,截至2017年末,桐城市人口数为75.8万人。

近几年桐城市经济发展较快,按可比价格计算,2015-2017年地区生产总值增长率分别为8.2%、8.3%及8.6%。2017年桐城市地区生产总值为273.0亿元。其中,第一产业增加值为28.4亿元,增长4.7%;第二产业增加值为170.8亿元,增长9.2%;第三产业增加值为73.8亿元,增长8.8%。三次产业比重由2015年的12.0:64.3:23.7调整为2017年的10.4:62.6:27.0,以第二产业为主,但第三产业增长较快且其占比持续提升。2017年桐城市人均GDP

为4.02万元（按常住人口计算），仅为全国人均GDP的67.39%。投资和消费一直是桐城市经济发展的主要动力。2017年，桐城市固定资产投资完成额为343.0亿元，2015-2017年增速分别为15.5%、15.8%及15.8%；社会消费品零售总额为96.4亿元，2015-2017年增速均为12.2%。受出口规模下降影响，近两年桐城市进出口总额持续下降，2017年桐城市进出口总额为1.75亿美元，较上年下降13.0%，其中出口额为1.6亿美元，下降12.3%。

**表7 2015-2017年桐城市主要经济指标及同比变化情况（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	273.0	8.6%	244.0	8.3%	227.1	8.2%
第一产业增加值	28.4	4.7%	28.2	2.5%	27.2	3.9%
第二产业增加值	170.8	9.2%	155.6	8.9%	146.1	8.0%
第三产业增加值	73.8	8.8%	60.2	9.3%	53.8	10.9%
固定资产投资	343.0	15.8%	296.1	15.8%	255.7	15.5%
社会消费品零售总额	96.4	12.2%	86.0	12.2%	76.6	12.2%
进出口总额（亿美元）	1.75	-13.0%	2.01	-16.3%	2.40	17.3%
存款余额	424.5	10.2%	385.9	-	338.0	17.4%
贷款余额	255.4	17.4%	217.8	-	197.4	19.0%
人均 GDP（元）	40,202		36,148		30,060	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.39%		67.17%		57.69%	

资料来源：桐城市 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报

2017年，桐城市工业完成总产值736.5亿元，2015-2017年分别增长7.6%、10.1%及12.5%。从主要行业来看，农副产品加工、羽绒制品、橡胶和塑料制品、通用和专用设备制造、纺织服装为桐城市的五大主导产业，合计完成总产值469.1亿元，同比增长11.9%，占规模以上工业总产值的比重达72.3%。具体来看，农副产品加工、羽绒制品、橡胶和塑料制品、通用和专用设备制造、纺织服装分别完成工业总产值48.7亿元、43.1亿元、209.2亿元、118.0亿元、50.1亿元，同比增长16.2%、13.4%、9.7%、13.3%、12.4%。从主要产品来看，输送机械、水泥、大米、塑料制品及多色印刷品是桐城市出产的主要产品。2017年，桐城市输送机械产量为22.2万吨，下降21.0%；水泥产量为29.4万吨，下降4.9%；大米产量为48.9万吨，增速为10.9%；塑料制品产量为49.1万吨，增速为6.1%；多色印刷品为109.2万对开色令，增速为17.5%。得益于桐城市工业产业持续增长，2017年全市规模以上工业企业实现主营业务收入620.4亿元，2015-2017年分别增长9.4%、11.3%及11.1%；实现利税63.7亿元，2015-2017年分别增长0.6%、4.0%及5.9%。总体来看，桐城市工业发展良好。

2017年，桐城市固定资产投资完成343.0亿元，2015-2017年分别增长15.5%、15.8%及

15.8%。2017年，桐城市全年500万元以上施工项目1,031个，计划投资总额比上年增加127.1亿元；其中，5,000万元以上施工项目207个，比上年增加83个。从产业看，第一产业投资8.7亿元，增长60.7%；第二产业投资238.0亿元，增长14.7%；第三产业投资96.3亿元，增长15.8%。从行业看，工业完成投资237.6亿元，增长15.0%；其中，制造业完成投资235.3亿元，增长18.6%；房地产开发完成投资17.2亿元，下降11.5%；房屋施工面积246.0万平方米，增长9.3%；商品房销售额33.0亿元，增长5.8%。总体来看，近几年桐城市固定资产投资力度较大且持续增长，尤其对第二产业投资规模较大，对经济拉动作用明显。

#### **桐城市地方综合财力总体呈上升趋势，但对上级补助依赖较大且财政自给能力较弱**

近年桐城市地方综合财力总体呈上升趋势，2017年为47.26亿元，较2015年增长14.55%。其中，公共财政收入、上级补助收入及政府性基金收入分别占比32.04%、51.05%及16.91%，地方综合财力对上级补助的依赖较大。

近几年桐城市公共财政收入有所波动，但总体略有提升。2017年桐城市公共财政收入为15.14亿元，较2015年上升6.47%。其中税收收入10.99亿元，占公共财政收入72.60%，受益于经济持续增长，近三年税收收入持续增加，年均复合增长率为6.83%，主要为增值税、城镇土地使用税和企业所得税；受国有资源有偿使用收入波动影响，非税收入有所波动，近三年分别为4.59亿元、6.01亿元和4.15亿元，总体来看，公共财政收入质量尚可。

上级补助收入是桐城市财政收入的重要来源，近三年桐城市持续得到上级财政的大力支持，2015-2017年上级补助收入分别为18.12亿元、20.10亿元及24.12亿元，呈不断增长趋势。2017年上级补助收入主要为一般性转移支付收入和专项转移支付，二者占比分别为50.24%和43.42%。

近年桐城市政府性基金收入呈现一定波动，2015-2017年桐城市政府基金收入分别为8.91亿元、6.62亿元及7.82亿元，主要来自于国有土地出让收入。考虑国有土地出让收入易受当地土地市场景气度以及城市规划等因素影响，未来桐城市政府性基金收入仍可能存在波动，从而影响桐城市地方综合财力的稳定性。

桐城市财政支出主要由公共财政支出和政府性基金支出构成。2015-2017年公共财政支出分别为35.00亿元、38.57亿元及45.17亿元，主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业等民生方面，具有一定刚性。从财政平衡情况来看，2015-2017年桐城市财政自给率分别为40.63%、40.83%及33.52%，财政自给能力较弱，随着桐城市民生支出等硬性支出持续增加，将给收支平衡带来一定的压力。未来财政支出对上级补助收入仍较依赖。

总体来看，近年桐城市地方综合财力总体呈上升趋势，但整体规模较小，对上级补助收入依赖较大，财政自给率相对较弱，且需关注政府性基金收入存在的波动风险。

**表8 2015-2017年桐城市财政收支情况（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
<b>地方综合财力</b>	<b>472,564</b>	<b>424,654</b>	<b>412,537</b>
（一）公共财政收入	151,411	157,471	142,205
其中：税收收入	109,930	97,410	96,317
税收收入占公共财政收入比重	72.60%	61.86%	67.73%
非税收入	41,481	60,061	45,888
（二）上级补助收入	241,243	200,988	181,191
其中：返还性收入	15,288	10,390	6,174
一般性转移支付收入	121,208	104,098	106,843
专项转移支付	104,747	86,500	68,174
（三）政府性基金收入	79,910	66,195	89,141
其中：土地出让收入	78,168	66,200	89,100
<b>财政支出</b>	<b>539,554</b>	<b>474,910</b>	<b>430,531</b>
（一）公共财政支出	451,700	385,700	350,010
（二）政府性基金支出	87,854	89,210	80,521
<b>财政自给率</b>	<b>33.52%</b>	<b>40.83%</b>	<b>40.63%</b>

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：桐城市财政局，鹏元整理

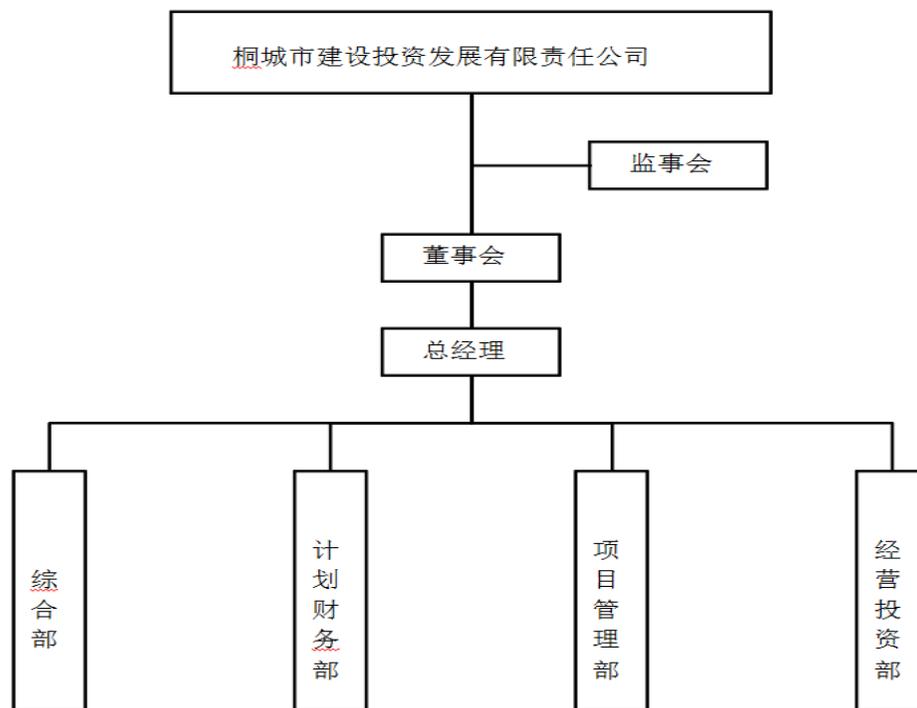
## 五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》、《董事会议事规则》及《监事会议事规则》，建立了较为完善的公司治理结构和治理制度。公司设立股东会，股东会是公司的权力机构，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。公司设董事会，董事会为公司的决策机构，由7名成员构成，其中设董事长1人，由董事会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，可连选连任。公司设监事会，由5名成员构成，其中职工代表2名，职工代表监事由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席1人，由监事会选举产生。监事每届任期三年，任期届满，可连选连任。近年公司“三会”制度运行良好，且各成员均能按照公司章程及相关议事规则行使权利，确保了公司的正常经营和持续发展。

日常管理方面，公司设总经理一名，由董事长提名，董事会聘任，下设综合部、计划财务部、项目管理部、经营投资部四个职能部门，近年公司制定了《资金管理办法》、《投融资管理制度》、《对外担保管理制度》、《财务管理制度》等内部管理制度，总体来看，公

司各职能部门间分工明确且保持着良好的协作关系。截至2017年末，董事长都宜健、财务经理林国旗均在桐城市财政局担任公职，均未在公司领取薪酬，属于公司兼职人员。

图2 截至2017年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司是桐城市基础设施建设的重要主体，市政基础设施业务收入、房地产销售收入及土地交易收入是公司收入的主要来源。2015-2017年，公司营业收入分别为6.08亿元、12.07亿元及13.02亿元，收入规模持续增长；毛利率分别为15.02%、12.75%及11.34%，毛利率持续下降主要系收入结构变化及房地产销售毛利率波动所致。

表9 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
市政基础设施	122,893.30	10.71%	115,108.37	10.71%	33,695.16	10.77%
房地产销售	7,118.49	43.78%	5,614.76	54.38%	22,399.98	21.52%
土地交易	-	-	-	-	4,686.38	13.78%
其他业务收入	146.78	100.00%	1.59	100.00%	52.60	86.14%
合计	130,158.57	11.34%	120,724.71	12.75%	60,834.12	15.02%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

**近年公司市政基础设施建设收入持续增长，考虑在建项目较多，业务持续性较好，但未来投资额较大，面临一定的资金压力**

公司作为桐城市基础设施的主要投资和建设主体之一，根据公司与桐城市人民政府签订的《城市基础设施项目委托代建协议》，公司每年根据建设工程项目建设进度的需要向桐城市政府申请支付建设工程款，并于每年的12月份确认当年已验收合格的建设工程总价款。双方以市政府审核确认的工程价款另加12%的代建管理费作为结算总价款。近年来，随着桐城市经济的快速发展，公司市政基础设施业务规模也不断增加，2015-2017年公司市政基础设施收入分别为3.37亿元、11.51亿元及12.29亿元，收入持续增长；2015-2017年毛利率分别为10.77%、10.71%及10.71%，毛利率较稳定。2015-2017年，公司市政基础设施建设业务实际回款分别为3.37亿元、6.06亿元及4.33亿元，近两年回款情况较差，后续需持续关注该业务的回款情况。

**表10 2015-2017 年公司市政基础设施建设业务情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	2017年确认收入	2016年确认收入	2015年确认收入
建设局负责的项目	28,000.00	26,688.00	-	18,896.65	-
公路局负责的项目	35,000.00	35,054.89	-	39,261.47	-
开发区一期，二期，三期道路及配套工程	33,000.00	33,138.50	-	37,115.12	-
龙腾街道，孔城镇，双新开发区的耕地占用，水源村，望城村，兴元居委会，桃园居委会农用地转用，陈庄，白马，水源村农用地转用；东郊村，桃园居委会农用地转用；	17,710.00	17,710.00	-	19,835.13	-
文博园	13,000.00	12,909.25	14,458.35	-	-
投子山文化产业园	5,800.00	5,846.71	6,548.31	-	-
西南片区工程	5,350.00	5,386.03	6,032.35	-	-
车站路	5,000.00	4,966.70	5,562.71	-	-
污水处理厂	5,000.00	4,430.00	4,961.60	-	-
海峰西路	3,200.00	3,368.90	3,773.16	-	-
垃圾处理厂	3,000.00	2,951.00	3,305.12	-	-
公租房建设项目	2,500.00	2,533.68	2,837.73	-	-
居巢路安置点	2,200.00	2,294.88	2,570.27	-	-
教育局负责的项目	2,200.00	2,116.64	2,370.64	-	-
盛唐路	1,960.00	1,960.21	2,195.43	-	-
龙眠东路	1,850.00	1,843.27	2,064.46	-	-

文体中心	1,500.00	1,517.68	1,699.80	-	-
文化旅游公司负责的项目	1,400.00	1,349.32	1,511.23	-	-
同康路道路排水工程	1,000.00	1,114.72	1,248.49	-	-
文四路	900.00	857.17	960.03	-	-
同安桥	860.00	850.94	953.05	-	-
中心大道	800.00	789.85	884.63	-	-
西四路	780.00	767.36	859.44	-	-
龙腾路、龙眠中路、龙眠东路、 公园路路灯	380.00	370.84	415.34	-	-
西二路工程款	300.00	313.11	350.69	-	-
征地（三期）		24,834.92	27,815.12	-	-
土地收储		13,396.45	15,004.03	-	-
拆迁及征地管理支出		12,956.53	14,511.32	-	-
东南片安置房	1,692.00	2,683.77	-	-	3.85
垃圾焚烧发电项目	400.00	208.56	-	-	229.11
二水厂二期扩建工程	4,000.00	2,198.24	-	-	2,462.02
雨润产业园	6,500.00	6,237.49	-	-	6,985.99
零星工程	1,200.00	942.70	-	-	1,007.68
海峰路桥	2,500.00	2,256.01	-	-	2,526.74
为民办事中心	10,400.00	10,550.49	-	-	11,816.55
河东一号安置点	2,000.00	2,046.76	-	-	2,292.37
垃圾场蔡店安置点	1,392.00	2,164.86	-	-	2,424.64
农副产品大市场	3,200.00	3,261.86	-	-	3,653.28
省道下穿高速路段排水	220.00	213.79	-	-	256.55
水源小区 33#, 34#, 43#楼前 道路工程	50.00	30.31	-	-	36.38
<b>合计</b>	<b>206,244.00</b>	<b>255,112.39</b>	<b>122,893.30</b>	<b>115,108.37</b>	<b>33,695.16</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司尚待结转存货中的市政基础设施项目金额为20.73亿元，主要来自代建的西庄、徐庄等棚户区改造项目（详见表11）及50余个零星工程，未来随着市政基础设施项目完工及政府回购，将为公司贡献一定规模的收入，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动。截至2017年末，公司主要在建的市政基础设施项目预计总投资24.10亿元，已投11.51亿元，尚需投资12.59亿元，未来公司仍面临一定的资金压力。

**表11 截至2017年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	完工日期
桐城市西庄棚户区改造工程	13,000.00	5,200.00	2014.11	2017.09
桐城市徐庄棚户区改造工程	23,000.00	16,300.00	2015.02	2017.09
桐城经济技术开发区棚户区改造（一期）建设项目（基础设施）	182,200.00	79,600.00	2013.12	2016.12
桐城市王敦棚户区改造工程	22,790.00	14,000.00	2016.8	2017.06
<b>合计</b>	<b>240,990.00</b>	<b>115,100.00</b>	-	-

注：完工日期为分期数完工日期，整体项目仍然在建。其中桐城经济技术开发区棚户区改造（一期）建设项目（基础设施）为募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年公司代建保障房业务占比有所下降，受房地产市场行情影响较大的市场化业务占比提高，使得公司房地产销售收入有所波动；在建房地产项目规模较大，未来面临一定的资金压力

公司的房地产业务由公司及安徽桐城经济开发区建设发展有限公司（以下简称“开发区建设公司”）负责建设，建设完工后由孙公司安徽桐城经济技术开发区置业有限公司（以下简称“置业公司”）负责销售运营。公司房地产项目均为保障性住房。公司该业务分为政府代建和非政府代建项目两类。政府代建部分保障房项目参照《城市基础设施项目委托代建协议》，公司作为桐城市人民政府的代建主体，由桐城市人民政府根据回迁户购买的安置房及商铺数量确定代建数量，并将确认的结算价款作为公司房地产业务的部分销售收入。房地产项目中非政府代建的部分，公司以市场价格对外销售，构成公司另一部分的销售收入。公司对外销售部分毛利率明显大于政府代建部分。

2015-2017年公司实现房地产销售收入分别为2.24亿元、0.56亿元及0.71亿元，其中政府代建的比例分别为82.22%、0.00%及0.00%，该业务毛利率分别为21.52%、54.38%及43.78%，毛利率有所波动主要系一方面政府代建比例下降，另一方面，受房地产位置及市场价格波动等因素影响，综合使得毛利率有所波动。2015-2017年公司确认的房地产销售收入均能及时实现回款，业务收入回款率较高。截至2017年末，公司存货中待售的兴元小区、大王小区、水源小区等房地产项目账面价值合计2.84亿元，随着上述项目出售，将贡献一定的销售收入，但我们也注意到，公司房地产销售业务易受当地房地产市场行情影响，未来或存在一定波动。

**表12 2015-2017年公司房地产销售项目收入来源（单位：平方米，元/平方米，万元）**

项目名称	可售面积	销售均价	已售面积	2017年 确认收入	2016年 确认收入	2015年 确认收入
兴元小区	14,276.16	2,202.00	8,012.78	25.20	-	-
大王小区	28,192.78	2,260.00	17,368.14	173.15	1,615.56	142.98

水源小区	11,746.71	2,235.00	10,345.02	52.62	52.30	108.64
桃园小区	19,672.41	2,220.00	5,859.77	-	168.00	562.2
龙腾.锦绣城	120,771.54	4,580.00	51,062.72	4,307.56	3,736.97	2,929.70
桃园小区 50#, 55#, 60#-63#, 67#-69#, 73#-75	48,960.54	2,180.00	36,420.84	-	-	6,341.95
桃园小区 51#-54#, 58#, 64#-66#, 72#, 76#, 77#, 79#	50,998.62	2,190.00	40,524.23	-	-	7,774.50
桃园小区 70#, 71#, 78#	18,652.44	2,195.00	10,647.22	-	-	1,847.76
桃园小区 48#, 49#, 57#	27,230.08	2,200.00	15,879.63	-	-	2,452.80
项庄商住楼	14,465.51	3,450.00	2,170.83	500.16	41.93	-
冲姚塘小区	43,136.31	4,630.00	4,236.91	2,059.8	-	-
钱庄小区	16,739.25	2,200.00	6,080.77	-	-	239.45
<b>合计</b>	<b>279,605.30</b>	<b>-</b>	<b>194,736.31</b>	<b>7,118.49</b>	<b>5,614.76</b>	<b>22,399.98</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建保障性住房项目预计总投资17.80亿元，已投资10.63亿元，除去已投资中的土地款6.62亿元，后续还需投资13.79亿元，随着在建保障房项目完工，将为公司带来一定规模的销售收入，但考虑尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

**表13 截至2017年末公司在建保障房项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	完工日期
桐城市文昌社区棚户区改造一期项目	178,000.00	39,378.60	2015.04	2018.05
桐城市文昌社区棚户区改造二期项目		66,914.23	2016.10	2018.06

注：计划总预算不包括土地款，已投资中包含含土地款 66,168.71 万元

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 公司土地储备规模较大，为未来土地转让提供一定支撑，但该业务易受土地市场景气度影响或存在一定不确定性

公司名下的土地经平整达到可转让条件后通过挂牌交易，所得收益扣除相关税费后全部归公司所有，其构成公司土地转让收入的来源。2015年公司转让土地526.00亩，实现土地交易收入0.47亿元，毛利率为13.78%。2016-2017年，公司未开展土地转让业务，2017年将价值66,168.71万元的土地转入文昌棚户区改造项目中，故土地储备减少229.85亩。

截至2017年末，公司尚有近1804.32亩的土地储备，账面价值30.16亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑，但此项收入规模受当地土地市场景气度影响或存在一定不确定性，且大部分土地已处于抵押状态，集中处置难度较大。

**表14 2015-2017年公司土地交易情况**

项目	2017年	2016年	2015年
转让面积（亩）	0.00	0.00	526.00
土地储备（亩）	1,804.32	2,034.17	2,034.17
当年土地交易收入（万元）	0.00	0.00	4,686.38

资料来源：公司提供，鹏元整理

#### 公司持续获得较大力度的外部支持

作为桐城市主要的基础设施建设主体，公司在资产注入、政府补助方面得到当地政府的较大支持。根据桐城市人民政府《关于增加桐城市建设投资发展有限责任公司注册资本的通知》等文件，2016-2017年桐城市财政局分别向公司注入资本金3.25亿元及5.90亿元，计入实收资本；2017年桐城市人民政府向公司注入62宗房产及相应土地使用权，评估价值为7.63亿元，计入资本公积。另外，2015-2017年公司分别获得政府补贴0.50亿元、0.65亿元及1.51亿元。

总体来看，公司持续获得当地政府的大力支持，增强了公司的资本实力，提升了公司的利润水平。

## 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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2015-2017年公司的合并报表范围没有发生变化。

### 资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，资产以应收款项及存货为主，存货主要为储备土地及项目投资，集中变现难度较大，应收款项规模较大，对公司资金形成占用，资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长。截至2017年末，公司资产总额为126.72亿元，2015-2017年年均复合增长率为22.93%。公司资产以流动资产为主。截至2017年末，公司流动资产占比为88.72%。

**表15 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	186,689.78	14.73%	140,383.66	13.82%	99,023.19	11.81%
交易性金融资产	-	-	25,000.00	2.46%	25,000.00	2.98%
应收账款	168,177.43	13.27%	95,665.13	9.42%	41,172.54	4.91%
其他应收款	109,357.08	8.63%	91,332.34	8.99%	58,127.33	6.93%
存货	649,410.71	51.25%	605,119.51	59.58%	570,468.07	68.03%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,124,294.30</b>	<b>88.72%</b>	<b>958,769.87</b>	<b>94.40%</b>	<b>795,633.40</b>	<b>94.88%</b>
可供出售金融资产	43,700.00	3.45%	40,700.00	4.01%	32,200.00	3.84%
投资性房地产	74,630.42	5.89%	-	-	-	-
长期股权投资	8,536.82	0.67%	6,283.47	0.62%	9,095.28	1.08%
<b>非流动资产合计</b>	<b>142,911.63</b>	<b>11.28%</b>	<b>56,871.75</b>	<b>5.60%</b>	<b>42,931.58</b>	<b>5.12%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,267,205.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,015,641.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>838,564.98</b>	<b>100.00%</b>

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、应收账款、其他应收款及存货。近几年公司货币资金持续增长，截至2017年末，货币资金余额为18.67亿元，其中有价值0.39亿元的货币资金为商品房按揭贷款及银行借款保证金，其使用受到一定限制。应收账款全部为应收桐城市人民政府的工程款，余额为16.81亿元，随着公司市政基础设施建设规模不断扩大且回款情况较差，近三年应收账款持续快速增长，年均复合增长率为102.11%。从账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占到了73.07%，未来仍需关注该款项的回收情况。公司其他应收款主要为借款，截至2017年末，公司其他应收款为10.94亿元，近三年复合增长率37.16%，已计提坏账准备0.51亿元，具体前五大应收客户情况如表16所示。考虑其他应收款增长较快，需关注其后续回收风险及回收时间。公司存货主要由土地成本、市政基础设施、开发成本、开发产品构成，截至2017年末，公司存货余额为64.94亿元，其中土地成本为30.16亿元，已有价值23.73亿元的土地因作为借款质押物所有权受限；市政建设基础设施余额为20.73亿元，主要是公司代建的徐庄、西庄等棚户区改造项目及其他50余个零星市政项目，开发成本7.27亿元，主要系桐城市文昌社区棚户区改造二期项目，开发产品6.78亿元，主要来自兴元小区、大王小区及水源小区等房地产项目和桐城市文昌社区棚户区改造一期项目。

**表16 截至 2017 年末公司其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款余额的比例(%)	坏账准备
桐城市财政局	借款	20,000.00	1-2年	17.48	
桐城市万信光电科技有限	借款	10,999.42	2-3年	9.61	549.97

公司					
桐城市国有资产投资运营有限公司	借款	18,690.20	1年以内	16.33	934.51
桐城市银桥担保有限公司	借款	5,000.00	1-2年	4.37	250.00
中建材浚鑫(桐城)科技股份有限公司	借款	5,000.00	1年以内	4.37	250.00
<b>小计</b>	<b>-</b>	<b>59,689.62</b>	<b>-</b>	<b>52.15</b>	<b>1,984.48</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资。截至 2017 年末，可供出售金融资产余额为 4.37 亿元，主要为对安徽金田高新材料股份有限公司、安徽惠农融资担保有限公司等单位的投资，较上年增长了 0.30 亿元，主要系新增华安理财安兴 101 号定向资产管理计划理财产品。本期因持有可供出售金融资产获得的投资收益为 63.58 万元。公司的长期股权投资主要是对联营企业桐城市双新开发区建设发展有限公司、桐城盛运环保电力有限公司等单位的投资，2017 年末，长期股权投资余额为 8,536.82 万元，较上年有所增长，系权益法下确认投资损益 2,253.35 万元所致。此外，2017 年公司新增投资性房地产 7.46 亿元，系桐城市人民政府注入的 62 宗房产及相应土地使用权，市场评估价值为 7.63 亿元。

整体来看，公司的资产规模稳定增长，截至 2017 年末，公司资产以存货、应收款为主，占比分别达到 51.25% 和 21.90%，其中存货以土地及市政基础设施建设为主，且 78.68% 的土地已被抵押，变现能力弱。应收款项金额较大，主要来自政府下属单位，回收时间不确定，整体来看，资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司营业收入有所增长但营业利润变化不大，主营业务盈利能力较弱

公司收入主要来自于市政基础设施建设业务及房地产销售业务。2015-2017 年，公司营业收入分别为 6.08 亿元、12.07 亿元和 13.02 亿元，规模持续增长。截至 2017 年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为 20.73 亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；另外公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计 14.05 亿元，未来随着项目完工及对外出售，将贡献一定规模的收入；截至 2017 年末，公司尚有近 1,804.32 亩的土地储备，账面价值 30.16 亿元，规模较大，为未来土地转让提供一定支撑。但我们也注意到公司市政基础设施业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动；公司房地产销售业务易受当地房地产市场行情影响，未来或存在一定波动；公司土地转让收入规模受当地土地市场景气度影响或存在一定

不确定性，且大部分土地已处于抵押状态，集中处置难度较大。

盈利方面，2015-2017年，公司综合毛利率分别为15.02%、12.75%和11.34%，毛利率的持续下降主要系收入结构变化及房地产销售毛利率波动所致。此外，2017年公司确认政府补助收入1.50亿元，会计科目由营业外收入调整至其他收益，使得2017年公司营业利润较上年增长较多。综合上述影响，2015-2017年，公司营业利润分别为0.51亿元、0.47亿元及1.34亿元，公司经营业务盈利能力较弱。

2015-2017年，公司获得的政府补助分别为0.65亿元、0.61亿元及1.50亿元（包括财政贴息1.00亿元和计入其他收益财政补助0.50亿元），在利润总额中占比分别为55.98%、56.35%及112.35%，公司利润水平对政府补贴较为依赖。

**表17 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	130,158.57	120,724.71	60,834.12
营业利润	13,385.35	4,724.14	5,088.87
其他收益（万元）	5,000.00	-	-
营业外收入（万元）	1.98	6,115.02	6,534.09
利润总额	13,360.89	10,825.82	11,610.47
综合毛利率	11.34%	12.75%	15.02%
期间费用率	5.45%	8.88%	9.98%

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，在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力**

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为政府代建基础设施建设项目、房地产项目实际收到的回款以及土地交易收入的实际回款。2015-2017年公司收现比分别为1.01、0.21及0.47，其中2016-2017年收现比表现不佳主要系当年基础设施建设业务回款情况较差。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系政府补助及往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为市政基础设施建设项目、房地产项目的持续投入。随着公司业务规模的不断扩大，公司该项现金支出规模持续增加。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要系往来款及房贷保证金。受上述因素综合影响，2015-2017年公司经营活动现金流净额分别为0.18亿元、-11.29亿元、-11.64亿元，公司经营活动现金流表现较差。

投资活动方面，2015-2017年公司投资活动现金流入主要系收回其他应收款拆借本息

以及处置长期股权投资及理财产品收回的现金；投资活动现金流出主要为支付其他应收款拆借本金、长期股权投资以及购买理财产品导致的现金流出。近三年公司投资活动现金流净额分别为-2.52亿元、-7.56亿元及-0.29亿元，持续表现为净流出。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要包括吸收股东投资、银行借款、发行债券及往来款，筹资活动现金流出主要包括偿还到期债务本息、其他应付款及长期应付款拆借款到期归还。由于近年经营活动及投资活动资金缺口较大，对筹资活动较为依赖。截至2017年末，公司主要在建项目后续至少还需投资26.38亿元，未来面临一定的资金压力。

**表18 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.47	0.21	1.01
销售商品、提供劳务收到的现金	61,483.92	25,026.51	61,594.62
收到的其他与经营活动有关的现金	6,637.08	10,899.57	8,882.94
经营活动现金流入小计	68,121.01	35,926.09	70,477.56
购买商品、接受劳务支付的现金	162,615.91	141,650.75	64,826.73
支付的其他与经营活动有关的现金	9,848.02	4,697.61	3,296.58
经营活动现金流出小计	184,565.25	148,816.32	68,713.75
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-116,444.25</b>	<b>-112,890.24</b>	<b>1,763.81</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,902.11</b>	<b>-75,592.24</b>	<b>-25,200.70</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>162,147.59</b>	<b>229,769.13</b>	<b>116,544.46</b>
现金及现金等价物净增加额	42,801.23	41,286.66	93,107.57

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

#### 公司有息债务规模较大且增长较快，偿债压力增大

公司负债总额及所有者权益逐年增长，截至2017年末，公司负债总额为61.42亿元，2015-2017年年复合增长率为33.27%；所有者权益为65.30亿元，2015-2017年年复合增长率为15.12%。截至2017年末，公司负债与所有者权益比率为94.05%，近年持续上升，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

**表19 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	614,183.71	489,983.79	345,813.80
所有者权益	653,022.21	525,657.83	492,751.18
负债与所有者权益比率	94.05%	93.21%	70.18%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至2017年末，公司短期借款为1亿元，全部为抵押借款，抵押物为持有的部分土地资产。公司应付账款全部为应付工程款项，预收款全部为购房款，公司其他应付款主要为押金保障金及拆借款。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款。

**表20 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	10,000.00	1.63%	20,000.00	4.08%	-	-
应付账款	5,211.14	0.85%	8,584.64	1.75%	14,521.16	4.20%
预收款项	11,595.59	1.89%	8,094.83	1.65%	38,558.21	11.15%
其他应付款	19,749.31	3.22%	34,343.84	7.01%	37,929.99	10.97%
一年内到期的非流动负债	58,827.00	9.58%	12,790.08	2.61%	42,601.41	12.32%
<b>流动负债合计</b>	<b>109,202.82</b>	<b>17.78%</b>	<b>87,388.52</b>	<b>17.83%</b>	<b>137,330.02</b>	<b>39.71%</b>
长期借款	214,520.00	34.93%	118,020.00	24.09%	77,192.25	22.32%
应付债券	102,169.40	16.63%	79,215.89	16.17%	79,085.20	22.87%
长期应付款	188,291.49	30.66%	205,359.39	41.91%	52,206.33	15.10%
<b>非流动负债合计</b>	<b>504,980.89</b>	<b>82.22%</b>	<b>402,595.27</b>	<b>82.17%</b>	<b>208,483.78</b>	<b>60.29%</b>
<b>负债合计</b>	<b>614,183.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>489,983.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>345,813.80</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	573,807.89	93.43%	435,385.36	88.86%	251,085.19	72.61%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。截至2017年末，公司长期借款余额为21.45亿元，其中信用借款11.65亿元；抵押借款9.50亿元，抵押物为公司持有的部分土地资产和应收账款；质押借款0.45亿元。公司应付债券为15桐建投债、17桐建投专项债01。公司长期应付款全部为非金融机构借款。截至2017年末，公司长期应付款余额为18.83亿元。

截至2017年末，公司有息债务余额为57.38亿元，2015-2017年年均复合增长率为51.17%，规模较大且增长较快。从有息债务偿还安排来看，2018-2020年公司分别需偿还8.35亿元、8.50亿元和6.37亿元，面临一定偿债压力。

**表21 截至 2017 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后	合计
有息负债偿还额	83,522.00	85,013.74	63,744.88	341,527.27	573,807.89

资料来源：公司提供

偿债能力方面，近几年公司资产负债率有所上升，2015-2017年资产负债率分别为41.24%、48.24%和48.47%。由于以存货为主的流动资产规模较大，公司流动比率较高，而速动比率相对较低。公司存货中主要为土地资产及市政基础设施，且土地几乎已全部用于抵押，集中变现难度较大，资产流动性较弱，对流动负债的实际保障程度一般。近年公司利润规模不断扩大，同时公司有息债务规模增长较快，使得EBITDA金额不断增大，但EBITDA利息保障倍数整体有所回落。

**表22 公司偿债能力指标**

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	48.47%	48.24%	41.24%
流动比率	10.30	10.97	5.79
速动比率	3.25	4.05	1.64
EBITDA（万元）	23,893.21	21,629.97	17,089.80
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.26	1.67

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

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的重要来源。根据项目的可研报告，其主要收益来源于停车泊位收费、充电桩充电服务费、停车场广告收费、其他商业服务收入及财政补贴收入，在债券存续期内预计可实现直接收益及政府补贴合计为 11.70 亿元。但值得注意的是，本期募投项目规模较大，且公司缺乏建设及运营相关项目的经验，未来公司能否获得预期收益存在一定不确定性。

公司日常经营所得是公司偿债的另一重要来源。公司是桐城市重要的基础设施建设主体。2015-2017 年，公司营业收入分别为 6.08 亿元、12.07 亿元以及 13.02 亿元；营业利润分别为 0.51 亿元、0.47 亿元及 1.34 亿元；销售商品及劳务收到的现金分别为 6.16 亿元、2.50 亿元、6.15 亿元，存在较大波动。截至 2017 年末，公司存货中的市政基础设施项目账面金额为 20.73 亿元，随着未来政府回购，将为公司贡献一定规模的收入；另外公司在建的房地产项目账面开发成本及开发产品合计 14.05 亿元，未来随着项目完工及对外出售，将贡献一定规模的收入。但值得关注的是，日常经营所收到的现金波动较大，其对本期债券还本付息的保障存在一定不确定性。

此外，土地资产变现是本期债券按时还本付息资金的有益补充。截至 2017 年末，公司存货中土地资产面积 1804.32 亩，账面价值为 30.16 亿元，占资产总额的 23.80%，全部为转让地，可覆盖本期债券本息偿付。若偿债出现困难，公司可通过土地资产变现等途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但考虑公司 78.68%的土地已处于抵押，集中处置存在一定难度，且土地资产价值易受土地市场影响而产生较大波动。

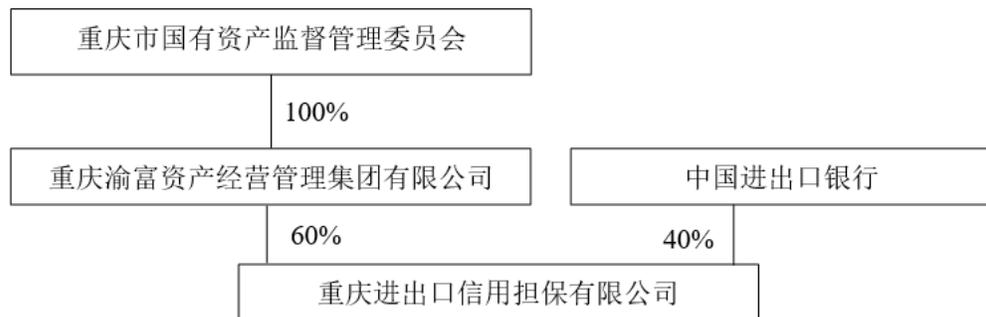
## （二）本期债券保障措施分析

**重庆进出口担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平**

重庆进出口担保针对本期债券出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。本期债券存续期间，若公司未能按期还本付息，重庆进出口担保将在上述保证担保范围内对本期债券承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

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，股权结构如下图所示：

图3 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的担保费收入或有所下降。

**表23 最近三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	2014年
当期担保费收入	20,421	47,839	31,723	50,217
当期担保发生额	133,000	1,791,559	1,325,640	1,200,976
当期解除担保责任额	515,006	799,676	1,066,385	777,811
期末在保责任余额	3,088,698	3,470,705	2,478,822	2,219,568
其中：间接融资担保	319,986	425,762	592,365	909,161
直接融资担保	2,178,500	2,119,500	1,845,940	1,261,970
非融资担保	590,212	925,443	40,517	48,436

资料来源：重庆进出口担保提供

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。

截至2017年6月30日，重庆进出口担保资产总额51.83亿元，归属于母公司的所有者权益为33.75亿元，资产负债率为34.88%；2017年1-6月，重庆进出口担保实现营业总收入2.33亿元，利润总额0.75亿元。

**表24 重庆进出口担保主要财务指标**

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	518,342.66	532,332.01	484,697.96	432,253.68
归属于母公司所有者权益合计（万元）	337,548.78	335,764.51	313,902.66	288,731.52
资产负债率	34.88%	36.93%	34.15%	31.79%
营业总收入（万元）	23,254.70	55,471.71	51,156.98	78,732.71

利润总额（万元）	7,451.34	30,035.06	33,614.16	38,805.45
净资产收益率	-	7.59%	9.39%	11.88%
经营净现金流（万元）	-11,990.36	76,234.70	1,622.91	23,185.87
当期担保发生额（万元）	133,000	1,791,559	1,325,640	1,200,976.00
期末在保责任余额（万元）	3,088,698	3,470,705	2,478,822	2,219,568.00
担保风险准备金（万元）	142,706.1	133,007.5	114,484.82	117,283.24
准备金充足率	347.24%	226.87%	281.64%	247.37%
风险准备金覆盖率	4.62%	3.83%	4.62%	5.28%
融资性担保净资产放大倍数	7.40	7.58	7.79	7.52
当期担保代偿率	4.36%	3.79%	3.99%	3.09%

资料来源：重庆进出口担保 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 6 月财务报表、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本期债券的安全性。

## 九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为18.99亿元，占同期公司所有者权益的比例为29.09%。公司对外担保对象主要为当地国企，但考虑规模较大且均未设置反担保措施，未来存在一定或有负债风险。

**表25 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
桐城市东部新城建设发展有限公司	国企	91,723.00	2034 年 4 月	否
桐城市交通投资有限责任公司	国企	27,425.00	2028 年 1 月	否
桐城市交通投资有限责任公司	国企	50,000.00	2035 年 10 月	否
安徽顺彤包装材料有限公司	民企	200.00	2018 年 5 月	否
桐城市经济开发区产城一体化建设投资有限公司	国企	5,000.00	2020 年 8 月	否
桐城市经济开发区产城一体化建设投资有限公司	国企	15,000.00	2020 年 6 月	否
安徽天森烟草机械有限公司	民企	600.00	2018 年 11 月	否
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>189,948.00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 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	186,689.78	140,383.66	99,023.19
交易性金融资产	-	25,000.00	25,000.00
应收账款	168,177.43	95,665.13	41,172.54
预付款项	2,842.73	1,003.72	1,842.27
其他应收款	109,357.08	91,332.34	58,127.33
存货	649,410.71	605,119.51	570,468.07
其他流动资产	7,816.57	265.51	-
流动资产合计	1,124,294.30	958,769.87	795,633.40
可供出售金融资产	43,700.00	40,700.00	32,200.00
发放委托贷款及垫款	13,980.00	8,330.00	-
长期股权投资	8,536.82	6,283.47	9,095.28
投资性房地产	74,630.42	-	-
固定资产	1,324.25	817.75	898.59
无形资产	679.5	690.22	700.93
长期待摊费用	60.64	50.32	36.78
非流动资产合计	142,911.63	56,871.75	42,931.58
<b>资产总计</b>	<b>1,267,205.93</b>	<b>1,015,641.62</b>	<b>838,564.98</b>
短期借款	10,000.00	20,000.00	-
应付账款	5,211.14	8,584.64	14,521.16
预收款项	11,595.59	8,094.83	38,558.21
应付职工薪酬	10.37	-	-
应交税费	2,723.52	2,754.46	2,937.71
应付利息	1,085.89	820.67	781.54
其他应付款	19,749.31	34,343.84	37,929.99
一年内到期的非流动负债	58,827.00	12,790.08	42,601.41
<b>流动负债合计</b>	<b>109,202.82</b>	<b>87,388.52</b>	<b>137,330.02</b>
长期借款	214,520.00	118,020.00	77,192.25
应付债券	102,169.40	79,215.89	79,085.20
长期应付款	188,291.49	205,359.39	52,206.33
非流动负债合计	504,980.89	402,595.27	208,483.78
<b>负债合计</b>	<b>614,183.71</b>	<b>489,983.79</b>	<b>345,813.80</b>

实收资本	144,815.95	85,815.95	53,316.00
资本公积	427,219.12	350,918.46	350,918.46
盈余公积	3,078.91	2,248.94	1,405.46
未分配利润	77,908.23	86,674.48	87,111.26
归属于母公司所有者权益合计	653,022.21	525,657.83	492,751.18
<b>所有者权益合计</b>	<b>653,022.21</b>	<b>525,657.83</b>	<b>492,751.18</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,267,205.92</b>	<b>1,015,641.62</b>	<b>838,564.98</b>

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
<b>一、营业总收入</b>	<b>130,158.57</b>	<b>120,724.71</b>	<b>60,834.12</b>
营业收入	130,158.57	120,724.71	60,834.12
<b>二、营业总成本</b>	<b>124,399.43</b>	<b>119,278.69</b>	<b>58,249.95</b>
营业成本	115,400.23	105,336.74	51,694.68
营业税金及附加	439.71	194.39	140.88
销售费用	655.93	174.05	639.98
管理费用	754.36	866.72	1,033.06
财务费用	5,689.63	9,675.36	4,397.28
资产减值损失	1,459.57	3,031.43	344.07
投资净收益	2,615.53	3,278.11	2,504.71
其他收益	5,010.67	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>13,385.35</b>	<b>4,724.14</b>	<b>5,088.87</b>
加：营业外收入	1.98	6,115.02	6,534.09
减：营业外支出	26.43	13.34	12.50
<b>四、利润总额</b>	<b>13,360.89</b>	<b>10,825.82</b>	<b>11,610.47</b>
减：所得税	3,112.17	1,665.77	246.06
<b>五、净利润</b>	<b>10,248.73</b>	<b>9,160.04</b>	<b>11,364.41</b>
归属于母公司所有者的净利润	10,249.73	9,160.04	11,364.41

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
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	61,483.92	25,026.51	61,594.62
收到其他与经营活动有关的现金	6,637.08	10,899.57	8,882.94
经营活动现金流入小计	68,121.01	35,926.09	70,477.56
购买商品、接受劳务支付的现金	162,615.91	141,650.75	64,826.73
支付给职工以及为职工支付的现金	365.05	305.60	306.08
支付的各项税费	11,736.27	2,162.36	284.37
支付其他与经营活动有关的现金	9,848.02	4,697.61	3,296.58
经营活动现金流出小计	184,565.25	148,816.32	68,713.75
经营活动产生的现金流量净额	-116,444.25	-112,890.24	1,763.81
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资收到的现金	25,000.00	29,005.06	200.00
取得投资收益收到的现金	362.18	4,125.93	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	142.86	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	83,441.99	1,750.78	26,127.64
投资活动现金流入小计	108,947.03	34,881.76	26,327.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	442.97	38.73	28.33
投资支付的现金	8,650.00	43,830.00	45,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	102,756.18	66,605.27	6,500.00
投资活动现金流出小计	111,849.14	110,474.00	51,528.33
投资活动产生的现金流量净额	-2,902.11	-75,592.24	-25,200.70
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	59,000.00	32,499.95	-
取得借款收到的现金	150,890.00	91,000.00	32,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	40,000.00	228,217.38	79,582.68
发行债券收到的现金	35,228.61	-	79,085.20
筹资活动现金流入小计	285,118.61	351,717.33	190,667.88
偿还债务支付的现金	36,200.00	41,372.25	19,377.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	31,380.19	14,728.37	4,677.44
支付其他与筹资活动有关的现金	55,390.83	65,847.58	50,068.22
筹资活动现金流出小计	122,971.01	121,948.20	74,123.42
筹资活动产生的现金流量净额	162,147.59	229,769.13	116,544.46
<b>四、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>42,801.23</b>	<b>41,286.66</b>	<b>93,107.57</b>

期初现金及现金等价物余额	139,965.92	98,679.27	5,571.70
期末现金及现金等价物余额	182,767.16	139,965.92	98,679.27

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
<b>净利润</b>	<b>10,248.73</b>	<b>11,364.41</b>	<b>13,695.44</b>
加：资产减值准备	1,459.57	344.07	175.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,730.23	91.98	81.26
无形资产摊销	10.71	10.71	10.71
长期待摊费用摊销	24.36	12.26	12.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-81.51		
财务费用	6,130.11	4,500.92	4,821.22
投资损失	-2,615.53	-2,504.71	-621.37
存货的减少	-39,170.44	-12,260.87	-34,299.06
经营性应收项目的减少	-85,435.26	-10,496.79	-8,563.04
经营性应付项目的增加	-8,770.42	10,701.81	9,559.94
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-116,444.25</b>	<b>1,763.81</b>	<b>-15,127.03</b>
现金的期末余额	182,767.16	98,679.27	5,571.70
减：现金的期初余额	139,965.92	5,571.70	22,930.22
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>42,801.23</b>	<b>93,107.57</b>	<b>-17,358.52</b>

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
有息债务（万元）	573,807.89	435,385.36	251,085.19
资产负债率	48.47%	48.24%	41.24%
流动比率	10.30	10.97	5.79
综合毛利率	11.34%	12.75%	15.02%
EBITDA（万元）	23,893.21	21,629.97	17,089.80
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.26	1.67
收现比	0.47	0.21	1.01
产权比率	94.05%	93.21%	70.18%
速动比率	3.25	4.05	1.64

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
营业收入	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	EBIT+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)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

## 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。

## 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。