



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y007号

中诚信证券评估有限公司对栾川县天业投资有限公司及其拟发行的“2019年栾川县天业投资有限公司公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，栾川县天业投资有限公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；“2019年栾川县天业投资有限公司公司债券（第一期）”的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年一月二十三日

2019 年栾川县天业投资有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	栾川县天业投资有限公司
发行规模	4亿元
债券期限	7年期
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息；同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第3年至第7年末每年偿还本金的20%

概况数据

栾川天业 (合并口径)	2015	2016	2017	2018.6
总资产(亿元)	47.96	86.58	102.00	109.05
所有者权益合计 (亿元)	42.94	53.65	60.60	61.42
总负债(亿元)	5.03	32.93	41.40	47.62
总债务(亿元)	2.00	29.21	38.40	44.64
营业总收入 (亿元)	5.38	6.34	7.53	4.41
经营性业务利润 (亿元)	0.80	1.11	1.64	0.80
净利润(亿元)	1.16	1.50	1.43	0.82
EBIT(亿元)	1.38	1.69	1.98	1.25
EBITDA(亿元)	1.41	1.73	2.35	--
经营活动净现金流 (亿元)	0.14	-13.46	-7.19	2.71
收现比(X)	0.84	0.88	1.37	1.19
总资产收益率(%)	2.89	1.96	2.10	--
营业毛利率(%)	19.22	19.26	15.98	16.10
应收类款项/总资产 (%)	5.35	11.07	14.46	15.26
资产负债率(%)	10.48	38.04	40.59	43.67
总资本化比率(%)	4.45	35.25	38.78	42.09
总债务/EBITDA (X)	1.42	16.91	16.36	--
EBITDA 利息倍数 (X)	10.96	2.08	1.89	--

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、为准确反映公司实际债务情况，将长期应付款中的有息债务部分调至长期债务，将其他非流动负债中的有息债务部分调至长期债务；3、公司未提供 2018 年度半年报现金流量补充资料，故相关指标无效。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019 年栾川县天业投资有限公司公司债券（第一期）”的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定栾川县天业投资有限公司（以下简称“栾川天业”或“公司”）主体信用级别为 AA，评级展望为稳定。该级别反映了栾川天业偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了栾川县经济实力不断增强，公司业务在区域内具有垄断地位、获得的外部支持力度较大和在建项目量充足等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司未来存在一定资本支出压力，债务规模呈扩张趋势、主要收入来源较为单一，且受政策影响较大以及公司资产流动性较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 栾川县经济实力不断增强。2015~2017 年，栾川县分别实现地区生产总值 152.00 亿元、164.40 亿元和 180.00 亿元，同比分别增长 12.60%、8.60%和 9.20%，不断增强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- 业务在区域内具有垄断地位，获得的支持力度较大。公司的基础设施建设、土地整理开发、自来水供给及污水处理业务在栾川县具有垄断地位；且近年来公司在股权划转、土地资产注入、资金注入及补贴等方面获得了栾川县人民政府的大力支持。
- 在建项目量充足。公司在建项目量充足，其中已与栾川县人民政府或政府相关单位签有协议的项目建设接近完工，开始进入回款阶段，收入来源有一定保障。

分析师

贾琦 jyzhai@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月23日

关注

- 公司未来存在一定资本支出压力，债务规模呈扩张趋势。公司主要在建及拟建基础设施项目总投资 44.30 亿元，尚需投资 24.10 亿元，未来面临一定的投资压力；截至 2018 年 6 月末，公司债务规模增加至 44.64 亿元，未来债务规模仍有扩张趋势。
- 公司主要收入来源较为单一，且受政策影响较大。公司营业收入主要来源于基础设施建设以及土地整理开发业务，来源较为单一，其他业务收入规模较小，且公司主要业务易受到宏观调控、土地拆迁政策影响，有一定的政策风险。
- 公司资产流动性较弱。截至 2018 年 6 月末，公司土地账面价值 41.78 亿元，占总资产的 38.31%，其中未缴纳土地出让金的土地账面价值为 40.37 亿元，占有土地账面价值的 96.63%，公司资产流动性较弱。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对栾川县天业投资有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

栾川县天业投资有限公司成立于 2011 年 8 月，原名为“栾川县天业资产管理投资有限公司”，系根据《栾川县人民政府关于成立栾川县天业资产管理投资有限公司的批复》（栾政文[2011]72 号），由栾川县财政局出资设立的国有独资公司，初始注册资本 5,000.00 万元。2013 年，根据《栾川县人民政府关于栾川县天业资产管理投资有限公司变更公司名称和经营范围的批复》（栾政文[2013]29 号），公司更名为现名；2015 年，公司购买洛阳博华实业有限公司、上海育华股权投资基金管理有限公司和上海育华投资集团有限公司持有的栾川城市建设发展有限公司（以下简称“城建公司”）32%的股权，合计持有城建公司 65%的股权；2016 年栾川县人民政府先后将 6 家公司的股权无偿划至公司；2017 年栾川县人民政府将 1 家公司股权无偿划转至公司；2017 年 7 月，公司注册资本增至 2.00 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本 2.00 亿元，实收资本 2.00 亿元，纳入合并范围的子公司有 8 家。栾川县财政局为公司唯一股东，栾川县人民政府为公司实际控制人。

栾川天业作为栾川县重要的基础设施建设和国有资产经营主体，经营范围包括：政府授权管理国有股权投资以及对政府委托的广告业、物流业、旅游业进行经营管理；城市生活垃圾、污水处理，以及对房地产的开发、旧城改造、城中村改造、保障性住房、工业项目、农业开发；风险投资、仓储物流等业务；城市基础设施和公益事业建设工程项目建设开发与经营、土地一级整理开发；受政府委托代管财政建设资金，处置授权范围内的国有资产（以上范围中涉及国家有专项审批规定的，未获审批前不得经营）。

截至 2017 年末，公司总资产为 102.00 亿元，所有者权益合计为 60.60 亿元，资产负债率为 40.59%；2017 年，公司实现营业总收入 7.53 亿元，净利润 1.43 亿元，经营活动净现金流-7.19 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 109.05 亿元，所有者权益合计为 61.42 亿元，资产负债率为

43.67%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 4.41 亿元，净利润 0.82 亿元，经营活动净现金流 2.71 亿元。

募集资金概况

本期债券发行额度 4.00 亿元，为 7 年期固定利率债券，同时设置本金提前偿还条款，债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。本期债券每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息。每年付息时按债权登记日日终在托管机构托管名册上登记的各债券持有人所持债券面值所应获利息进行支付。

本期债券为固定利率债券，票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差，债券存续期内利率固定不变。Shibor 基准利率为发行公告前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor 利率的算术平均数（基准利率保留两位小数，第三位小数四舍五入）。本期债券的最终基本利差和票面年利率将根据簿记建档结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设置的发行网点向境内机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行和通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）公开发行。

募集资金用途

本期债券募集资金总额为 4.00 亿元，其中 3.50 亿元用于洛阳市栾川县棚户区改造项目，0.50 亿元用于补充公司营运资金。

本期债券募集资金投资项目的投资规模、拟使用募集资金规模情况如下：

表1：募集资金用途（万元）

项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金	募集资金安排占项目总投资比例
洛阳市栾川县棚户区改造项目	135,029.53	35,000.00	25.92%
补充营运资金	--	5,000.00	--
合计	--	40,000.00	--

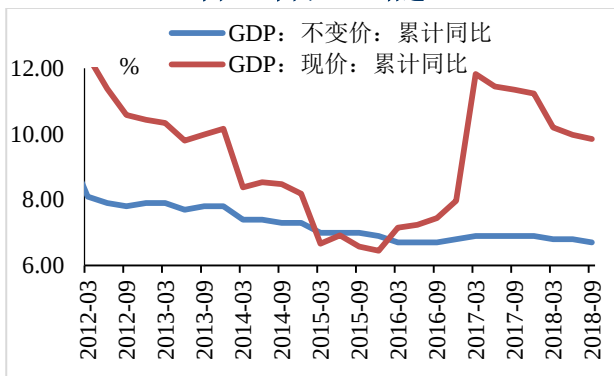
资料来源：募集说明书

本期债券募投项目建设地点位于栾川县七里坪、堂上、湾滩、郭家门、养子口村大岭组等地，项目包括住宅、商铺、公共配套建筑、项目区内道路及硬化、停车场、景观绿化、大门及围墙、给排水、电力、通信等基础设施工程，项目建设期 2 年，计划总投资 13.50 亿元。

宏观经济和政策环境

2018 年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP 同比增长 6.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，较去年同期回落 0.2 个百分点，名义 GDP 持续回落。其中，三季度 GDP 同比增长 6.5%，较二季度回落 0.2 个百分点，较去年同期回落 0.3 个百分点，为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；

居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲

击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信证评认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

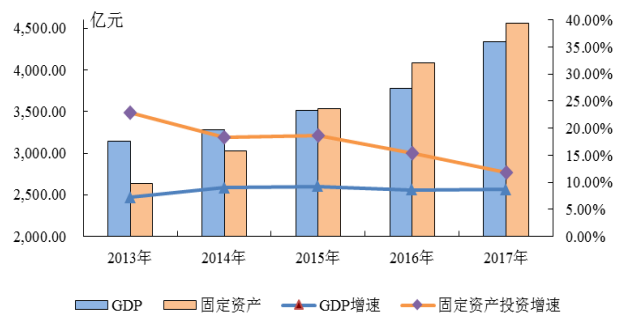
区域经济概况

洛阳市经济概况

洛阳市位于河南省西部，是河南省重点建设的副中心城市和中西部地区重要的区域性中心城市。洛阳市区面积 694 平方公里，下辖 1 市 8 县 6 区以及洛阳新区、具有独立管辖权的洛阳国家级高新技术产业开发区和国家级洛阳经济技术开发区。截至 2017 年末，洛阳市总人口 710.1 万人。

作为传统工业城市和著名的旅游城市，洛阳市综合经济实力在中原地区一直位于前列，并实现了持续发展。2017 年，洛阳市全市生产总值 4,343.1 亿元，按可比价计算，比上年增长 8.7%。增速比上年同期加快 0.1 个百分点，高于全省增速 0.9 个百分点，居全省第 1 位（与许昌、商丘并列）。其中，第一产业增加值 230.0 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 2,037.7 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 2,075.4 亿元，增长 10.8%。三次产业结构为 5.3:46.9:47.8，产业结构实现由“二三一”向“三二一”的重大转变。固定资产投资方面，2017 年洛阳市完成固定资产投资（不含农户）4,566.4 亿元，同比增长 11.8%。高于全省增速 1.4 个百分点，居全省第 4 位。分产业看，第一产业投资 354.0 亿元，增长 48.2%；第二产业投资 1,951.1 亿元，增长 6.2%；第三产业投资 2,261.3 亿元，增长 12.7%。分领域看，民间投资 3,657.1 亿元，增长 8.2%；工业投资 1,951.6 亿元，增长 6.1%；基础设施投资 1,035.0 亿元，增长 19.2%。

图 2：2013~2017 年洛阳市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：洛阳市国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

总体看，洛阳市经济已具有一定规模优势，根据洛阳市“十三五”规划，未来洛阳市将瞄准新一轮科技革命和产业变革前沿，构建现代创新体系，强化企业创新主体地位和主导作用，盘活科技创新资源要素，着力打通政产学研深度融合通道、军民企地对接转化通道、市场化运作通道、人才成长通道，促进创新链、产业链、资金链融合，以科技创新为引领，全面推进产业创新、企业创新、市场创新、产品创新、业态创新、管理创新，在科技创新上走在全省前列，推动全市创新能力整体提升。

栾川县经济概况

栾川县位于河南省西部，东与嵩县毗邻，西与卢氏接壤，南与西峡抵足，北与洛宁摩肩，素有“洛阳后花园”和“洛阳南大门”的美誉。栾川县总面积 2,477 平方千米，现辖 12 镇 2 乡 1 个管委会（重渡沟管委会）。

栾川县位于豫西多金属成矿带的中心区域，区内矿产资源丰富，是我国著名的多金属矿产区，也是全国 16 个重要多金属成矿带的核心区域，“中国钼都”闻名国内外。境内分布金属矿产、非金属矿产、能源矿产和水汽矿产四大类，共 50 余种，已探明储量的矿产 19 种，各类矿产地 251 处，其中，大型矿床 7 处，中型矿产地 13 处，小型矿产地 35 处，优势资源可归纳为钼、钨、铅、锌、金、银、铁、萤石等，其中，钼金属储量 220 万吨，居亚洲第一，世界第三，2006 年 3 月被中华矿业联合会授予“中国钼都”称号；钨金属储量 61 万吨，居全国第二；黄金储量 75 万吨，是全国 30 个重点产金县之一；铅储量 57 万吨，锌储量 60 万吨，铁储量 2,924 万吨，其它矿藏储量均十分丰富。2016 年，全县新

增矿产资源量为：钼 10.49 万吨，铅 6.51 万吨，锌 9.25 万吨，金 88.9 千克，银 68,097 千克。

栾川县旅游资源优势明显，全县拥有国家AAAAA 级景区 2 家，分别为老君山和鸡冠洞；AAAA 级景区 5 家，在全国各县区首屈一指，年游客接待量突破千万人次，年均增长 10.6%，是首批中国旅游强县、国家级旅游业改革创新先行区。

2015~2017 年，栾川县分别实现地区生产总值 152.0 亿元、164.4 亿元和 180.0 亿元，同比分别增长 12.6%、8.6%和 9.2%。2017 年，规模以上工业增加值预计完成 40.6 亿元，同比增长 9.5%；服务业增加值预计完成 65.0 亿元，同比增长 10.5%；社会消费品零售总额预计完成 73.2 亿元，同比增长 12.2%。栾川县投资力度不断加大，2017 年，实施了总投资 226.3 亿元的 86 个县定重点项目，累计完成投资 116.3 亿元，占年度目标的 112.3%；32 个项目竣工投用，54 个项目完成年度建设任务。22 个省、市重点项目累计完成投资 93.4 亿元，占年度目标的 156.2%，投资完成比例位居洛阳市前列。累计争取上级政策性资金 4.5 亿元，占年度目标的 150%。新签约亿元以上项目 27 个，2017 年利用省外境内资金 52.9 亿元。项目带动作用充分显现，2017 年固定资产投资预计完成 280.0 亿元，同比增长 13.0%。

总体来看，受益于较好的景区资源和丰富的矿产储量，栾川县稳定发展农业、大力发展旅游业、加快工业产业结构转型，打造矿产品采选、冶炼、精深加工“一条龙”完整产业链，为全县经济建设奠定了基础。

竞争实力

公司是栾川县重要的基础设施建设和国有资产经营主体，在基础设施建设、土地整理开发、自来水供给及污水处理领域具有垄断地位。近年来公司在股权划转、土地资产注入、资金注入及财政补贴等方面获得了栾川县人民政府的大力支持。

股权划转方面，2016 年栾川县人民政府先后将栾川县惠民扶贫开发投资有限公司 100%的股权、栾川龙宇钼业有限公司 28%的股权、栾川县产业融合发展有限公司 90%的股权、栾川县自来水有限公

司（以下简称“自来水公司”）100%的股权、栾川县恒业路桥建设有限公司（以下简称“路桥公司”）97.65%的股权和栾川县惠丰投资有限公司（以下简称“惠丰投资”）18.92%的股权无偿划转至公司，当年增加公司资本公积 7.34 亿元；2017 年 6 月，栾川县人民政府将栾川县顺通路桥养护有限公司 100%的股权无偿划转至公司。

土地资产注入方面，2014 年以前栾川县人民政府累计注入公司 35 宗土地，账面价值 17.30 亿元；2014 年注入公司 57 宗土地，增加资本公积 16.22 亿元；2015 年注入公司 18 宗土地，增加资本公积 5.78 亿元。

资金注入及财政补贴方面，2015~2017 年，栾川县财政局分别注入货币资金 0.093 亿元、0.90 亿元和 4.02 亿元。同时，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别获得栾川县人民政府拨付的基础设施建设投资补贴 0.60 亿元、0.60 亿元、0.75 亿元和 0.45 亿元。

总体来看，为了发挥公司在栾川县基础设施建设、土地整理开发及国有资产运营的重要作用，近年来栾川县人民政府给予了公司大力支持，公司具有一定的竞争及抗风险能力。

业务运营

公司主营业务包括基础设施建设、土地整理开发、工程施工建设、供水及污水处理等。2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司分别实现营业总收入 5.38 亿元、6.34 亿元、7.53 亿元和 4.41 亿元。2017 年，公司营业总收入中工程施工与代建业务收入 7.12 亿元，占营业总收入的比重为 94.56%；其他业务收入 0.41 亿元，占营业总收入的比重为 5.44%。2017 年，公司未实现土地整理开发收入。

基础设施建设

公司承担了栾川县重大基础设施建设和保障房建设任务，具体由公司本部和子公司城建公司负责。

业务模式方面，公司或城建公司与栾川县人民政府或政府相关部门就相关项目签订工程代建协议，接受委托进行项目的融资、开发建设和管理，

待项目竣工验收后，委托方按双方认定的合同代建投资额及一定比例的委托建设服务费支付予受托方，一般是 7% 的投资利息和 8% 的投资回报率；建设服务费的具体比例及支付时点根据项目情况具体约定，一般政府方从项目建设期过后开始分期支付；项目建设前期资金一般是自有资金占比 25%，其余款项通过银行借款、信托融资等予以解决。公司获得委托代建项目后一般将项目的有关立项、招标、建设和验收等相关事宜委托给政府相关单位代

为实施，公司按年结算、定时支付给受托方，项目完工决算后按决算金额计算并支付余款。

截至 2018 年 6 月末，公司主要完成了高崖头农村新型社区建设、南环路改扩建、栾川县城至樊营段公路改改扩建、第一高级中学室外配套设施、综合体育场改扩建等项目，累计完成投资 10.76 亿元，已确认收入 12.76 亿元，累计到账金额 12.76 亿元。

表 2：截至 2018 年 6 月末公司主要完工基础设施项目建设情况（万元）

项目名称	是否签订协议	总投资	已投资	拟回购	已回购	累计到账
高崖头农村新型社区建设	是	31,200.00	31,200.00	36,504.00	36,504.00	36,504.00
南环路改扩建	是	23,162.37	23,162.37	27,794.85	27,794.85	27,794.85
栾川县城至樊营段公路改改扩建	是	13,194.81	13,194.81	15,833.77	15,833.77	15,833.77
第一高级中学室外配套设施、综合体育场改扩建	是	11,845.23	11,845.23	13,858.92	13,858.92	13,858.92
双堂村新型社区建设、室外及附属工程	是	11,515.10	11,515.10	13,818.12	13,818.12	13,818.12
西河城寺村高层安置房、养子口安置小区工程	是	8,861.21	8,861.21	10,633.45	10,633.45	10,633.45
东岭植物园景观土建、绿化	是	7,797.86	7,797.86	9,123.50	9,123.50	9,123.50
合计	--	107,576.58	107,576.58	127,566.61	127,566.61	127,566.61

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年 6 月末，公司签订协议的主要在建基础设施项目包括樊营安置小区工程、长乐路、长春路建设、幸福路东延、栾川县人民医院迁建及配套设施建设工程等多个代建项目，项目总投资 18.20 亿元，已投资 17.55 亿元，已确认收入 1.44 亿元；未签订协议的在建基础设施项目包括风情小镇旅游开发项目和夏宫项目等项

目，项目总投资 7.35 亿元，已投资 2.64 亿元。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现基础设施建设业务收入 4.74 亿元、3.53 亿元、6.60 亿元和 3.74 亿元，2015~2017 年分别获得栾川县人民政府基础设施建设补贴 0.60 亿元、0.60 亿元和 0.75 亿元。

表 3：截至 2018 年 6 月末公司主要在建基础设施项目建设情况（万元）

项目名称	是否签订协议	总投资	已投资	拟回购	已回购	累计到账
樊营安置小区工程	是	62,605.09	57,218.35	76,765.77	--	--
长乐路、长春路建设、幸福路东延	是	32,001.39	32,001.39	38,401.67	11,520.50	11,520.50
栾川县人民医院迁建及配套设施建设工程	是	17,975.00	17,157.52	22,306.33	--	--
伊河上游综合防治工程	是	14,241.44	13,992.87	17,089.73	--	--
旅游产业集聚区标准化厂房 2 号楼及滨河东路工程等	是	14,000.00	14,000.00	17,373.49	--	--
旅游产业集聚区道路改建、鸾州大道方村路口至良才路、君山路与长春路口等道路改造	是	10,964.12	10,964.12	13,606.08	--	--
朝阳村拆迁安置小区	是	9,722.00	9,722.00	12,064.65	--	--
伊源河方村至湾滩段治理、潭峪沟防洪治理工程、青岗坪水库、孤山沟水库除险等工程	是	8,245.82	8,245.82	10,224.24	--	--
朱三线南泥湖段改建	是	4,430.92	4,430.92	5,317.10	2,924.41	2,924.41
八一桥新建、君山东路提升改造	是	3,014.92	3,014.92	3,617.90	--	--

产业集聚区路坝合体工程	是	2,839.37	2,839.37	3,407.24	--	--
石庙镇初级中学、中心幼儿园建设	是	1,918.69	1,918.69	2,302.43	--	--
小计	--	181,958.76	175,505.97	222,476.63	14,444.91	14,444.91
风情小镇旅游开发项目	否	61,538.46	16,184.73	--	--	--
夏宫项目	否	12,000.00	10,262.63	--	--	--
小计	--	73,538.46	26,447.36	0.00	0.00	0.00
总计	--	255,497.22	201,953.33	222,476.63	14,444.91	14,444.91

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2018 年 6 月末，公司拟建项目包括栾川县乡村振兴干部人才基地建设、柳杨（柳坪至杨山）公路改建工程、滨河北路（新村路至北环路）第一至第四标段建设工程、明德湖文化公园工程以及本期债券的部分募投项目即栾川县棚户区改造项目等多个项目，项目总投资 18.75 亿元。其中，拟建的栾川县棚户区改造项目具体包括七里坪棚户区改造项目、堂上、湾滩棚户区改造项目、郭家门棚户区改造项目等三个子项目。截至 2018 年 6 月末，项目仅发生前期零星支出，计划未来通过限价销售住宅的收入，商铺、停车场、物业广告的销售收入及政府补贴覆盖投资成本。

总体看来，公司主要在建及拟建项目总投资合计达 44.30 亿元，业务量充足，其中已与栾川县人民政府或政府相关单位签有协议的项目建设接近完工，开始进入回款阶段，收入来源有一定保障。但公司未来还需投资 24.10 亿元，有一定投资压力。

土地整理开发

土地整理开发业务主要由公司本部负责运营。公司与栾川县人民政府签订《土地整理开发项目委托开发协议》，栾川县人民政府委托公司先行垫付资金对栾川县人民政府授权范围内的国有土地进行征地拆迁、场地平整及配套基础设施建设，达到可出让状态后交栾川县国土资源局“招拍挂”；对于整理的土地，栾川县人民政府先核拨（返还）公司土地开发成本，然后在土地出让总价款扣除开发成本及提取的各项基金后的净收益中计取一定比例的固定收益返予公司。

2015 年和 2017 年公司未进行土地开发；2016 年，公司完成土地整理开发面积 477.73 亩，全部实现出让，土地开发成本 1.17 亿元，土地出让均价 46.17 万元/亩，当年实现土地整理开发收入 1.54 亿

元，收入当年已返还；2018 年 1~6 月，公司暂未进行土地整理开发。

表 4：2016 年公司土地开发情况

项目名称	2016
土地整理面积（亩）	477.73
土地开发成本（万元）	11,696.15
土地出让面积（亩）	477.73
出让均价（万元/亩）	46.17
土地出让金额（万元）	22,055.60
土地整理开发收入（万元）	15,438.92

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月末，公司拥有在开发土地面积 6,176.39 亩，账面价值 41.78 亿元；其中出让性质土地 1,156.18 亩，账面价值 7.34 亿元；划拨地 125.57 亩，账面价值 0.37 亿元；作价出资土地 4,894.64 亩，账面价值 34.07 亿元；其中商业地 355.99 亩、住宅地 133.98 亩、商住地 5,537.35 亩，剩余为工业及综合用地。目前尚无明确的开发计划，主要按照栾川县人民政府的规划来进行开发。

总体看来，公司是栾川县最主要的土地一级开发主体，业务具有区域垄断性；但公司土地整理开发业务受栾川县发展规划、土地市场需求及政策影响较大，该业务存在一定不确定性，中诚信证评对此保持关注。

供水及污水处理

公司供水及污水处理业务由子公司自来水公司负责，自来水公司是栾川县唯一的自来水供给及污水处理主体，业务具有区域垄断性。

截至 2018 年 6 月末，自来水公司已建成 180 千米输配水管网，服务人口约 11 万人，在栾川县市场占有率 100.00%。截至 2018 年 6 月末，公司拥有大南沟、九鼎沟、石笼沟和七菇沟等四个水源地，均为地表水；五个水厂（含三个净水厂、石庙分公司和庙子旅游产业集聚区水厂等生产机构）；公司

目前综合处理净水规模为 5.50 万立方米/日，总供水能力 3.90 万立方米/日，平均供水量 1.95 万立方米/日，供水普及率 96%以上，供水水质达标率 100%，管网漏损率较高。

表 5：2015~2018 年 6 月公司供水业务情况

项目名称	2015	2016	2017	2018.6
设计日供水能力 (万立方米/日)	3.90	3.90	3.90	3.90
平均日供水量 (万立方米/日)	1.94	1.92	1.95	1.95
供水总量 (万立方米)	707.37	699.96	755.00	365.00
售水总量 (万立方米)	546.55	553.39	572.00	280.00
供水产销差率(%)	77.27	79.06	75.70	76.71
管网漏损率(%)	22.73	20.94	24.30	23.29

资料来源：公司提供

水价方面，根据栾川县物价局《关于调整栾川城市供水价格的通知》（栾价[2011]54 号），按用水类型执行差别水价标准：其中居民生活用水，每月用水量在 12 立方米以内（含 12 立方米）的用户水价为 1.55 元/立方米，用水量在 12~18 立方米（含 18 立方米）的用户水价为 2.30 元/立方米，用水量在 18 立方米以上的用户水价为 3.10 元/立方米；非居民用水价格为 2.50 元/立方米；特种行业用水价格为 4.00 元/立方米。目前城区居民生活用水约占 76.30%、非居民用水约占 17.00%、特种用水约占 6.70%，2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，自来水公司分别实现供水业务收入 0.095 亿元、0.096 亿元、0.10 亿元及 0.06 亿元。

截至 2018 年 6 月末，自来水公司在建第四水源龙潭水库建设项目，项目建设内容包括前期输配水管线、双堂水厂建设和大坝建设征地、拆迁补偿、移民安置小区和 625.79 万立方米蓄水库、管理房建设等配套设施，总投资为 3.09 亿元，已投资 2.47 亿元，建设资金主要是自筹及部分上级财政支持资金，项目建成后拟转为自来水公司固定资产，自行运营管理。

此外，栾川县县委、县政府计划由自来水公司建设第五水源，项目总投资 2,500.00 万元，拟建设 10 眼深水井，计划 2017 年底完成第五水源规划、选址设计及前期手续办理工作，2018 年完成管网配套工程并投入使用。

污水处理方面，截至 2018 年 6 月末，自来水公司拥有第一和第二污水处理厂，设计处理能力为 4 万立方米/日，目前实际处理能力为 4 万立方米/日，完成污水配套管网建设 101.13 公里（管网口径为 DN300mm 以上），县城区综合污水处理率达到 90%。污水处理费用方面，根据栾川县人民政府栾政通[2015]3 号文件，栾川城市污水处理费征收标准为：城市居民生活用水 0.50 元/立方米，特殊行业用水和单位自建供水设施取用地下水 1.20 元/立方米，其他用水 1.00 元/立方米；结算方面，污水处理费随用户每月水费一并抄收，全额上缴栾川县财政专户，随后财政将 70%返还自来水公司专项用于两个污水处理厂的日常运营。

2017 年，自来水公司投资 2,568.79 万元实施第一污水处理厂提标改造工程，使污水处理达到 I 级 A 标准，已于 2017 年 8 月 4 日验收。截至 2018 年 6 月末，公司在建第二污水处理厂及中水回用项目，项目总投资 1.18 亿元，已投资 1.07 亿元，其中提标改造目前已完成，规划建设完成后，该厂新增污水处理能力 2 万立方米/日，中水回用规模 2 万立方米/日。

总体来看，公司 2017 年新增供水及污水处理业务收入，随着公司在建水库项目以及提标改造工程项目的完工，能对公司营业收入形成一定补充，但目前规模尚小。

工程施工建设

公司的工程施工建设业务主要由 2016 年底合并的子公司路桥公司负责。路桥公司拥有公路总承包二级资质，其业务以公路建设、道路排水工程、桥梁工程等路桥工程为主。路桥公司通过市场化投标、直接谈判等方式取得项目后，施工人员准备进场施工，达到合同约定的开工条件时，业主支付给路桥公司合同约定的一定比例的预付款（约为 10%不等）；施工人员进场施工，施工过程中按工程量每期计量支付工程款，完工且交工验收合格后，业主支付给路桥公司全部工程款的 95%；待到合同条款约定的质保期满后，业主支付路桥公司剩余的 5%质保金。

近几年，公司通过招投标从栾川县政府相关单

位及项目企业处获得了较多工程施工建设合同，截至 2018 年 6 月末，公司获得了 S328 庙祖线鸡冠洞至祖师庙改建工程施工项目、栾川县卢潭路卢氏管至鹁子崖段大修工程、栾川县产业集聚区道路改建工程、太康县 2016 年农村公路及危桥改造项目等多个项目，合同总金额为 1.63 亿元。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，路桥公司分别实现工程施工建设业务收入 0.40 亿元、1.15 亿元、0.52 亿元和 0.45 亿元。

总体来看，公司拥有稳定的工程施工业务量，系公司稳定的收入来源，能为营业收入提供一定的补充。

战略规划

公司作为栾川县人民政府实际控制的国有独资公司，以基础设施建设和土地整理开发为重要支撑点，同时带动了工程施工建设、供水和污水处理等多领域的发展。在未来发展中公司将抓住全省百城提升工程和洛阳市巩固提升中原城市群副中心城市地位的历史机遇，进一步加强经营管理，做大做强主营业务，同时积极开拓新兴业务，努力将公司打造成为具有核心竞争力的投资集团。

公司将加快转型升级，完善造血机制，通过市场化运营逐步壮大自身实力；将根据栾川县的总体规划围绕栾川县城市建设的总体目标，在市政基础设施建设、土地整理、保障房建设、工程施工建设、供水和污水处理等方面加大投资力度以满足城市发展要求。

基础设施建设方面，公司计划在未来五年内，以新型城镇化为载体，统筹推进城乡区域协调发展，提升农村基础设施水平；配合政府南北川协调发展战略，加快高速路网和南北川干线公路建设。土地整理业务方面，公司将根据全县城乡发展规划，配合政府做好土地整理工作。工程施工建设业务方面，公司将提高项目施工能力，强化服务质量，扩大客户群体范围，完成县城破损道路修补工程、龙峪湾景区内庄子至四间房道路扩宽铺沥青路面工程、S322 伊卢线铁炉沟至秋扒街段改建工程项目等；同时公司积极拓展其他区域以外。供水和污水处理方面，根据栾川县城市规划，公司在做好第五

水源建设同时将继续做好新建城区供水管网和老旧管网改造工作，并计划对县域内部分乡镇供水设施辐射管理，加快县城及各乡镇污水处理设施建设，尽快实现污水处理的全覆盖。

公司治理和管理

产权结构

截至 2018 年 6 月末，公司注册资本 2.00 亿元，栾川县财政局为公司唯一股东，栾川县人民政府为公司实际控制人。

法人治理结构

公司是栾川县人民政府批准设立的国有独资公司，由栾川县人民政府授权栾川县财政局代表政府作为公司的出资人。

公司设董事会，董事会每届任期 3 年，董事任期届满，可以连选连任；董事会由 4 名董事组成，董事会成员由栾川县人民政府按照董事会的任期委派或更换，董事会成员中应当有公司职工代表，由公司职工民主选举产生；董事会设董事长 1 人，由栾川县人民政府在董事会成员中指定。公司设监事会，监事会设 5 名监事，其中职工代表 2 人，由职工大会选举产生，其余 3 人由股东按照监事会的任期委派或更换，公司董事会成员、总经理和财务负责人不能兼任监事；监事每届任期 3 年，监事任期届满，可以连选连任。公司设总经理 1 人，主持日常经营管理工作；总经理人选由出资人推荐，董事会聘任或解聘，董事会成员可以兼任总经理。此外，公司下设投资发展部、项目管理部、财务管理部、融资管理部和行政综合部等 5 个部门具体负责公司相关业务。

管理水平

公司结合自身特点，建立了包括财务管理制度、信息披露制度、资金管理制度和员工管理制度等一系列管理制度。财务管理方面，公司从收支审批、账务处理、财产物资管理、对外投资、担保及预算和决算方面予以规定，对规范公司财务行为起到重要作用。同时，为加强对公司资金的控制和管理，保证资金的安全、完整，公司《资金管理规定》对资金管理岗位职责、支付程序、现金管理、银行

账户及存款管理等予以严格规定；为强化日常管理，公司《员工管理制度》从考勤、考核、奖惩及保密方面予以规范。此外，公司还制定有办公会议、档案管理、印章及凭证管理等方面的具体办法。

总体来看，公司产权结构清晰，并依据自身特点建立起了现代法人治理架构和相关管理制度，为公司持续发展提供了必要基础。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度三年连审财务报告、2017 年度财务报告和未经审计的 2018 年半年度财务报表，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。截至 2018 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 8 家。

资本结构

随着栾川县政府和栾川县财政局持续的资产注入以及承接基础设施建设工程项目的增加，公司的资产规模呈逐年增长趋势。2015~2018 年 6 月末，公司的资产总额分别为 47.96 亿元、86.58 亿元、102.00 亿元和 109.05 亿元。

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，2015~2018 年 6 月末，公司流动资产分别为 44.51 亿元、76.64 亿元、90.50 亿元和 97.51 亿元，占总资产比重分别为 92.81%、88.52%、88.73% 和 89.42%，主要由存货、其他应收款和货币资金构成，截至 2018 年 6 月末，上述科目占公司流动资产总额的比重分别为 68.76%、16.44% 和 13.44%。公司存货主要为土地使用权和基础设施建设工程施工成本，2015~2017 年末分别为 39.44 亿元、55.99 亿元和 66.20 亿元，截至 2017 年末，公司存货中土地使用权 41.66 亿元，工程施工成本 24.50 亿元；存货中所有土地均办有土地使用权证，除账面价值为 1.41 亿元的出让地缴纳土地出让金外，其他土地均未缴纳土地出让金，中诚信证评将对公司土地出让金缴纳情况保持关注。2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 1.20 亿元、6.72 亿元和 14.18 亿元，2016 年末大幅增加，主要系应收栾川县财政局、上

海育华投资集团有限公司、栾川县交通运输局及栾川县伊鑫矿业有限公司等单位的往来款，截至 2017 年末，应收政府相关单位的往来款占其他应收款余额的 92.17%，款项回收风险可控。截至 2017 年末，公司货币资金持有量为 8.99 亿元，主要系银行存款 3.38 亿元和受质押的定期存单 5.60 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司流动资产增加至 97.51 亿元，其中存货 67.04 亿元，其他应收款 16.03 亿元，货币资金 13.10 亿元，均较上年末小幅增加。

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、商誉和在建工程。2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 0.77 亿元、2.82 亿元和 4.30 亿元，呈逐年增长趋势，主要系 2016 年新增对栾川龙宇钼业有限公司及栾川县永达矿业有限公司的股权投资，2017 年新增对栾川县伊鑫矿业有限公司、栾川伊源河水生态开发有限公司以及栾川东园惠丰建设开发有限公司的股权投资。同期，公司固定资产分别为 0.04 亿元、1.08 亿元和 2.98 亿元，其中，2016 年末增加 1.04 亿元，主要系因企业合并增加所致，2017 年末同比增加 1.90 亿元，主要系栾川县第四饮水工程龙潭水库部分完工暂估转固所致。截至 2017 年末，公司商誉为 1.79 亿元，系公司因收购栾川县鑫宝矿业有限公司 51% 的股权形成的。2015~2017 年末，公司在建工程分别为 0.00 亿元、3.32 亿元和 1.10 亿元，截至 2016 年末，公司在建工程主要系栾川县第四饮水工程龙潭水库、栾川县第二污水厂及兴华路管网等工程，2017 年末减少 2.22 亿元，主要系项目完工转固。截至 2018 年 6 月末，公司非流动资产为 11.54 亿元，其中长期股权投资 4.37 亿元，固定资产 2.89 亿元、商誉 1.79 亿元，在建工程 1.15 亿元，均较上年末变化不大。

随着业务规模的扩张，公司的负债规模亦随之逐年增长。2015~2018 年 6 月末，公司总负债分别为 5.03 亿元、32.93 亿元、41.40 亿元和 47.62 亿元，随着工程建设方面的资本支出不断增加，公司债务由以流动负债为主转变为以非流动负债为主，债务结构更加合理。2015~2018 年 6 月末，公司流动负债分别为 3.03 亿元、9.81 亿元、7.50 亿元和 5.58 亿元，占总负债的比重分别为 60.21%、29.79%、

18.12%和 11.71%，主要由短期借款、应交税费和其他应付款构成。2015~2017 年末，公司短期借款分别为 0.00 亿元、6.20 亿元和 4.50 亿元，主要系以定期存单质押所得借款和部分保证借款。同期，公司应交税费分别为 0.61 亿元、0.96 亿元和 1.49 亿元，主要为应交企业所得税、增值税和营业税。2015~2017 年末，公司其他应付款分别为 2.41 亿元、1.65 亿元和 0.89 亿元，主要系公司与栾川县财政局及其他单位的往来款，规模较小。截至 2018 年 6 月末，公司流动负债为 5.58 亿元，较上年末小幅下降，主要系短期借款降至 2.60 亿元，其他应付款降至 0.29 亿元所致；此外，应交税费 1.75 亿元，较上年末小幅增加。

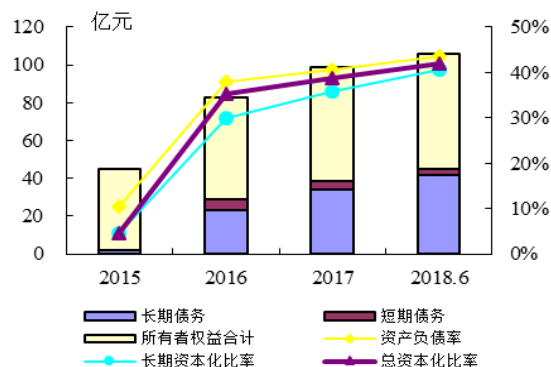
2015~2018 年 6 月末，公司非流动负债分别为 2.00 亿元、23.12 亿元、33.90 亿元和 42.04 亿元，主要为长期借款。随着公司工程建设项目的推进，融资需求不断上升，长期借款逐年增加。2015~2018 年 6 月末，公司长期借款分别为 2.00 亿元、22.95 亿元、33.12 亿元和 38.92 亿元，主要系质押借款以及部分保证借款和信用借款。截至 2018 年 6 月末，公司新增长期应付款 2.32 亿元，系融资租赁款。

债务规模方面，2015~2018 年 6 月末，公司总债务分别为 2.00 亿元、29.21 亿元、38.40 亿元和 44.64 亿元。从债务结构上来看，公司债务以长期债务为主。2015~2018 年 6 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.00、0.27、0.13 和 0.06，债务结构较为合理。同期，公司资产负债率分别为 10.48%、38.04%、40.59%和 43.67%；总资本化比率分别为 4.45%、35.25%、38.78%和 42.09%，呈逐年上升趋势，未来随着公司工程建设项目的持续推进，公司债务规模或将进一步扩大。

所有者权益方面，2015~2018 年 6 月末，公司所有者权益合计分别为 42.94 亿元、53.65 亿元、60.60 亿元和 61.42 亿元。2015~2017 年末，公司实收资本分别为 0.50 亿元、0.50 亿元和 2.00 亿元，2017 年增加 1.50 亿元系栾川县财政局以货币增资所致。同期，公司资本公积分别为 40.27 亿元、48.51 亿元和 52.53 亿元，2016 年，公司资本公积增加 8.24 亿元，系栾川县财政局注入 0.90 亿元的货币资金，

栾川县人民政府注入的价值 0.30 亿元的栾川县惠民扶贫开发投资有限公司 100%的股权、价值 2.27 亿元的栾川龙宇铝业股份有限公司 28%的股权、价值 0.90 亿元的栾川县产业融合发展有限公司 90%的股权、价值 0.85 亿元的栾川县自来水有限公司 100%的股权、价值 1.66 亿元的栾川县恒业路桥建设有限公司 97.65%的股权和价值 1.35 亿元的惠丰投资 18.92%的股权。2017 年，公司资本公积增加 4.02 亿元，系栾川县人民政府注入的货币资金。截至 2018 年 6 月末，公司实收资本及资本公积较上年末均无变化。

图 3：2015~2018 年 6 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，作为栾川县重要的投融资平台，公司在资产注入方面得到了当地政府的大力支持，自有资本实力持续夯实，公司资产规模稳步增长，但资产流动性不足，债务规模也大幅增加，未来存在一定的偿债压力。

盈利能力

2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司营业总收入分别为 5.38 亿元、6.34 亿元、7.53 亿元和 4.41 亿元。来自于工程施工与代建、土地整理开发及其他业务。

分业务来看，工程施工与代建和土地整理开发是公司主要经营领域，也是公司最主要的收入来源。公司工程施工与代建业务包括基础设施建设和工程施工，2015~2017 年，实现收入分别为 5.15 亿元、4.68 亿元和 7.12 亿元，随着在建项目的逐步完工，未来业务收入将进一步增长。公司土地整理开发业务主要根据栾川县政府规划实施，收入波动幅度较大，具有较大的不确定性，近三年来，仅 2016

年实现收入 1.54 亿元。2015~2016 年，公司其他业务收入主要系利息和租赁收入，2017 年新增供水及污水处理收入，整体收入规模尚小。2018 年 1~6 月，公司工程施工与代建业务收入为 4.19 亿元，暂未实现土地整理开发收入。

从毛利率水平来看，2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司营业毛利率分别为 19.22%、19.26%、15.98%和 16.10%。同期，工程施工与代建业务毛利

率分别为 15.81%、16.01%、15.74%和 15.12%，基本稳定在 16.00%左右，使公司整体的盈利水平得到一定保障。2016 年，公司土地整理开发业务毛利率为 24.24%。2015~2016 年，公司其他业务为利息和租赁，毛利率维持在较高水平，2017 年新增供水及污水处理业务后，毛利率水平有所下降，整体来看，公司营业毛利率水平较为稳定。

表 6：2015~2018 年 6 月公司营业总收入和毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2015		2016		2017		2018.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工与代建	5.15	15.81	4.68	16.01	7.12	15.74	4.19	15.12
土地整理开发	--	--	1.54	24.24	--	--	--	--
其他业务	0.23	95.30	0.12	84.59	0.40	20.19	0.22	34.26
合计	5.38	19.22	6.34	19.26	7.53	15.98	4.41	16.10

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用分别为 0.05 亿元、0.04 亿元和 0.28 亿元，主要系管理费用和财务费用。同期，公司管理费用分别为 0.05 亿元、0.06 亿元和 0.17 亿元，2017 年有所增长，主要系职工薪酬及固定资产增加计提的折旧费用增加所致。2015~2017 年，公司财务费用分别为 0.00 亿元、-0.02 亿元和 0.11 亿元，随着债务的增加，财务费用有所增长，但部分利息支出资本化以及利息收入使得财务费用始终维持在较低水平。2015~2018 年 6 月，三费收入占比分别为 0.93%、0.57%、3.74%和 7.76%，呈逐年上升趋势，整体看来，公司对期间费用的控制情况一般。

表 7：2015~2018 年 6 月公司三费结构分析

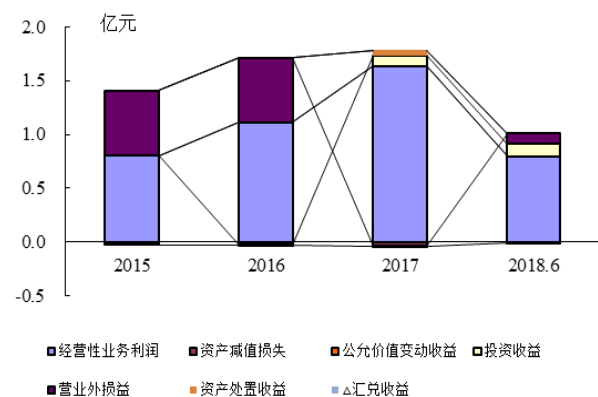
项目名称	2015	2016	2017	2018.6
销售费用（亿元）	--	--	0.001	0.0007
管理费用（亿元）	0.05	0.06	0.17	0.10
财务费用（亿元）	0.00	-0.02	0.11	0.25
三费合计（亿元）	0.05	0.04	0.28	0.34
营业总收入（亿元）	5.38	6.34	7.53	4.41
三费收入占比（%）	0.93	0.57	3.74	7.76

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司分别实现利润总额 1.38 亿元、1.68 亿元、1.74 亿元和 1.00 亿元，主要来自于公司主营业务利润和政府补助。经营性业务利润方面，2015~2017 年和 2018 年 1~6 月，公司的经营性业务利润分别

为 0.80 亿元、1.11 亿元、1.64 亿元和 0.80 亿元。同期，公司获得政府补贴分别为 0.60 亿元、0.60 亿元、0.75 亿元和 0.45 亿元。

图 4：2015~2018 年 6 月公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司经营水平稳步提升，但经营性业务的利润较少，另外，中诚信证评关注到，公司土地整理开发业务收入波动较大，可能影响公司盈利能力的稳定性。

偿债能力

从偿债能力指标来看，2015~2017 年末，公司总债务分别为 2.00 亿元、29.21 亿元和 38.40 亿元，逐年增加。2015~2017 年，公司经营活动净现金流波动较大，对债务本息的覆盖能力有待加强，经营活动净现金流/总债务分别为 0.07、-0.46 和 -0.19，经营活动净现金流利息保障系数分别为 1.12、

-16.20 和 -5.80。2015~2017 年末，公司 EBITDA 分别为 1.41 亿元、1.73 亿元和 2.35 亿元，呈上升趋势，能够有效覆盖债务利息支出，但无法覆盖总债务，2015~2017 年末，公司总债务/EBITDA 分别为 1.42、16.91 和 16.36。总体来看，公司偿债能力指标较弱，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有待进一步提升。

表 8：2015~2018 年 6 月公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.6
货币资金（亿元）	2.50	10.53	8.99	13.10
长期债务（亿元）	2.00	22.95	33.90	42.04
总债务（亿元）	2.00	29.21	38.40	44.64
EBITDA（亿元）	1.41	1.73	2.35	--
经营活动净现金流（亿元）	0.14	-13.46	-7.19	2.71
经营活动净现金流利息倍数（X）	1.12	-16.20	-5.80	--
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	-0.46	-0.19	--
EBITDA 利息倍数（X）	10.96	2.08	1.89	--
总债务/EBITDA（X）	1.42	16.91	16.36	--

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年 6 月末，公司受限资产账面价值总计 9.72 亿元，占同期末公司总资产的比重为 8.91%。其中融资抵押的土地使用权账面价值为 6.01 亿元，贷款质押的定期存单 3.71 亿元。

对外担保方面，截至 2018 年 6 月末，公司对外担保余额为 0.33 亿元，占公司净资产的比重为 0.54%。

表 9：截至 2018 年 6 月末公司对外担保概况（万元）

担保对象	担保余额
栾川县洪生铅锌矿	2,200.00
洛阳博华实业有限公司	1,100.00
合计	3,300.00

资料来源：公司提供

银行授信方面，公司与金融机构保持着良好的合作关系，截至 2018 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 54.29 亿元，尚有 9.00 亿元未使用。

从债务到期情况看，公司债务到期高峰集中在 2019 年和 2022 年及以后，存在一定的偿债压力。

表 10：截至 2018 年 6 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2018.7~12	2019	2020	2021	2022 及以后
到期金额	2.80	12.30	4.43	3.85	21.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中诚信证评肯定了栾川县经济实力不断增强，公司业务在区域内具有垄断地位、获得的外部支持力度较大和在建项目量充足等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信证评也关注到公司未来存在一定资本支出压力，债务规模呈扩张趋势、主要收入来源较为单一，且受政策影响较大以及公司资产流动性较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

结 论

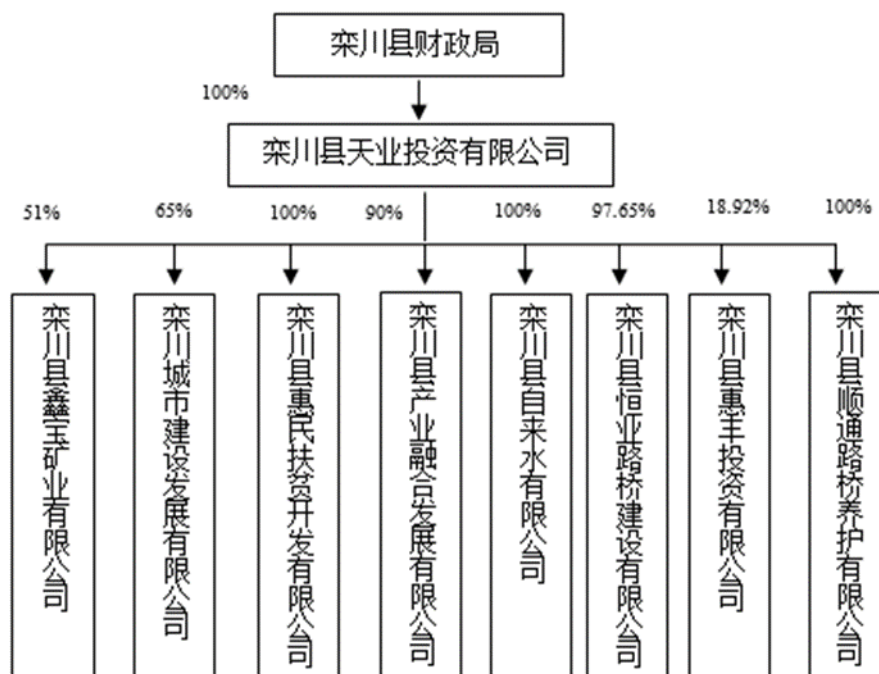
综上，中诚信证评评定栾川县天业投资有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2019 年栾川县天业投资有限公司公司债券（第一期）”债项的信用等级为 **AA**。

关于2019年栾川县天业投资有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

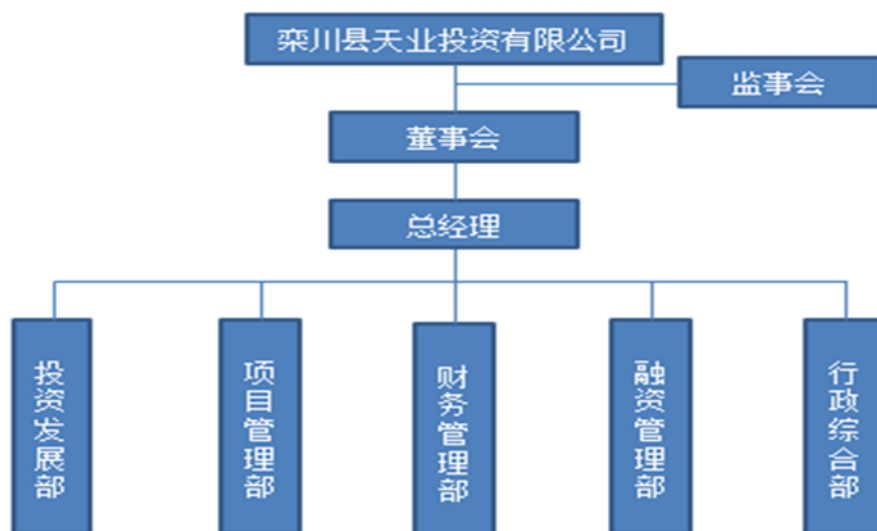
附一：栾川县天业投资有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月末）



注：公司虽然只持有惠丰投资 18.92% 股权，但另一个股东中国农发重点建设基金有限公司只是惠丰投资明股实债融资形成的持股，不实际参与经营管理，公司为实际控制人。

资料来源：公司提供

附二：栾川县天业投资有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：栾川县天业投资有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	25,005.48	105,320.94	89,874.14	131,009.84
应收账款	13,629.16	28,603.16	5,749.09	6,048.19
其他应收款	12,049.45	67,238.25	141,766.89	160,335.95
存货	394,377.06	559,876.28	661,967.78	670,432.79
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7,674.59	28,225.70	42,956.25	43,726.64
在建工程	0.00	33,223.45	11,020.27	11,480.13
无形资产	952.22	1,195.53	1,176.56	1,174.48
总资产	479,643.78	865,784.56	1,019,975.86	1,090,459.44
其他应付款	24,123.33	16,525.91	8,909.23	2,949.37
短期债务	0.79	62,602.66	45,000.00	26,000.00
长期债务	20,000.00	229,500.00	338,951.50	420,443.11
总债务	20,000.79	292,102.66	383,951.50	446,443.11
总负债	50,269.22	329,321.12	413,958.54	476,230.11
费用化利息支出	20.70	100.05	2,425.14	2,456.07
资本化利息支出	1,265.85	8,210.41	9,981.38	5,542.57
实收资本	5,000.00	5,000.00	20,000.00	20,000.00
少数股东权益	276.19	9,804.10	9,313.92	9,298.28
所有者权益合计	429,374.57	536,463.44	606,017.33	614,229.34
营业总收入	53,788.34	63,418.83	75,268.00	44,128.95
经营性业务利润	8,018.98	11,101.71	16,364.78	7,959.92
投资收益	52.24	-7.98	975.11	1,140.39
营业外收入	6,000.00	6,002.09	12.00	1,008.37
净利润	11,599.24	14,958.04	14,301.07	8,212.17
EBIT	13,848.08	16,931.01	19,832.59	--
EBITDA	14,103.32	17,276.27	23,474.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金	45,101.10	55,864.28	102,874.15	52,636.29
收到其他与经营活动有关的现金	7,035.84	12,732.21	59,484.18	56,049.46
购买商品、接受劳务支付的现金	43,341.48	181,851.88	165,186.69	45,614.76
支付其他与经营活动有关的现金	6,969.07	20,942.97	62,484.41	31,815.36
吸收投资收到的现金	0.00	980.00	15,000.00	0.00
资本支出	1,479.25	1,686.68	1,118.61	136.44
经营活动产生现金净流量	1,437.60	-134,639.83	-71,930.52	27,127.55
投资活动产生现金净流量	-1,599.25	34,932.93	-4,577.04	112.31
筹资活动产生现金净流量	10,982.28	128,222.36	56,860.75	32,795.85

财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率 (%)	19.22	19.26	15.98	16.10
三费收入比 (%)	0.93	0.57	3.74	7.76
总资产收益率 (%)	2.89	1.96	2.10	--
流动比率 (X)	14.71	7.81	12.07	17.48
速动比率 (X)	1.68	2.11	3.24	5.46
资产负债率 (%)	10.48	38.04	40.59	43.67
总资本化比率 (%)	4.45	35.25	38.78	42.09
长短期债务比 (X)	0.00	0.27	0.13	0.06
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.07	-0.46	-0.19	0.12
经营活动净现金流/短期债务 (X)	1,831.34	-2.15	-1.60	2.09
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.12	-16.20	-5.80	3.39
总债务/EBITDA (X)	1.42	16.91	16.36	--
EBITDA/短期债务 (X)	17,966.01	0.28	0.52	--
货币资金/短期债务 (X)	31,854.12	1.68	2.00	5.04
EBITDA 利息倍数 (X)	10.96	2.08	1.89	--

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、为准确反映公司实际债务情况，将长期应付款中的有息债务部分调至长期债务，将其他非流动负债中的有息债务部分调至长期债务；3、公司未提供 2018 年度半年报现金流量补充资料，故相关指标无效。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。