

谷城县建设投资经营有限公司

2019 年第一期公司债券
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1341】号 03

分析师

姓名：
蒋申 董斌

电话：
0755-8287 2532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.co
m

评级日期：

2019 年 4 月 11 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

谷城县建设投资经营有限公司 2019 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行规模：3 亿元

债券期限：7 年

担保主体：重庆进出口融资担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3 年末至第 7 年末，每年分别偿还本
期债券发行总额的 20%

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对谷城县建设投资经营有
限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）本次拟公开发行的 3 亿元的公司债券（以下简
称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
该等级的评定是考虑到：公司外部环境较好，为公司的发展提供了良好环境，公司在建工
程项目较多，未来业务持续性较好，公司得到的外部支持力度较大，以及由重庆进出口融
资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的
信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，应收款项规模较大，未来
回收时间不确定，主营业务回款能力较差，未来存在较大资金压力，存在一定偿债压力和
面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为公司的发展提供了良好基础。谷城县近年经济保持增长，2016-2018 年全县地区生产总值分别为 310.2 亿元、344.10 亿元和 380.30 亿元，同比增速分别为 8.9%、7.9%和 8.1%。
- 公司在建工程项目较多，未来业务持续性较好。截至 2017 年末，公司主要在建工程项目总投资约为 16.81 亿元，公司承建项目大部分与政府签订了委托代建协议，未来业务持续性较好。
- 公司得到的外部支持力度较大。2010-2014 年间，政府累计将账面价值为 71,569.97

万元的土地资产注入公司；2015年12月26日，谷城县国有资产监督管理局（以下简称“谷城县国资局”）将评估价值约1.57亿元的土地使用权、房屋建筑物等资产划转至子公司谷城县水务有限公司（以下简称“水务公司”）；2014-2016年，公司累计收到谷城县财政局拨付的资本金共计82,162.00万元，2015-2017年累计获得财政补贴35,137.00万元。

- **重庆进出口担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**重庆进出口担保资本实力较强，整体经营状况较好，经中证鹏元评定，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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产中土地和工程施工占比较高，整体资产流动性较弱；应收款项规模较大，未来回收时间不确定。**截至2017年末，公司资产中土地资产和工程施工账面价值合计269,268.46万元，占总资产比重为67.89%，土地资产账面价值为102,914.40万元，其中包括价值30,897.37万元的出让土地（均未抵押）和价值71,569.97万元的储备用地，储备用地流通受到一定限制，公司整体资产流动性较弱；另外，公司2015-2017年末应收款项分别为25,778.08万元、59,325.47万元和55,213.08万元，规模较大，未来回收时间不确定。
- **公司主营业务回款能力较差，在建及拟建项目较多，未来存在较大的资金压力。**2015-2017年，公司收现比分别为0.18、0.32和0.45，表现有所好转但仍处于较差水平，考虑到截至2017年末公司在建及拟建项目尚需投资26.04亿元，未来公司存在较大的资金压力。
- **公司近年有息债务规模较大，存在一定偿债压力。**截至2017年末，公司有息债务规模为62,562.50万元，占负债总额的比重为55.88%，未来公司存在一定的偿债压力。
- **公司存在较大规模的对外担保，面临较大的或有负债风险。**截至2019年1月22日，公司对外担保金额为151,369.25万元，占2017年末净资产比例为53.17%，担保对象为谷城县住房投资有限公司（以下简称“房投公司”），均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	396,637.25	375,891.18	315,784.27
所有者权益(万元)	284,676.76	271,856.18	230,564.58
有息债务(万元)	62,562.50	78,470.00	41,095.00
资产负债率	28.23%	27.68%	26.99%
流动比率	5.41	7.14	4.19
营业收入(万元)	27,762.17	26,008.10	32,664.80
其他收益(万元)	11,537.00	0.00	0.00
营业外收入(万元)	28.62	10,028.00	13,665.08
利润总额(万元)	13,464.81	11,412.92	16,929.69
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%
EBITDA(万元)	14,449.50	13,327.58	17,596.86
EBITDA 利息保障倍数	4.80	3.80	5.77
经营活动现金流净额(万元)	7,368.83	-39,039.88	-15,059.92

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告, 中证鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者权益合计(万元)	343,502.25	335,764.51	313,902.66
期末在保责任余额(万元)	3,031,571	3,470,705	2,478,822.00
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

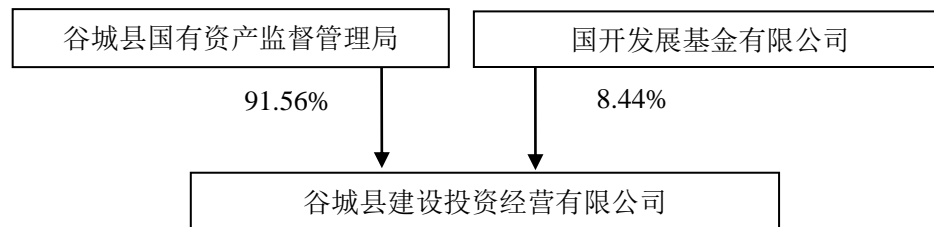
资料来源: 重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告, 中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司由谷城县国资局和湖北融汇投资担保有限公司（以下简称“湖北融汇”）作为共同发起人于2005年6月15日出资设立，初始注册资本和实收资本均为3,000.00万元，其中谷城县国资局以货币出资500.00万元、土地使用权出资2,300万元，出资占比93.34%；湖北融汇以货币出资200.00万元，出资占比6.66%。2006年3月14日，谷城县国资局对公司增资9,000.00万元，其中货币出资1,000.00万元、土地使用权出资8,000.00万元，增资后公司注册资本为12,000.00万元。2012年6月13日，谷城县国资局对公司增资9,700.00万元，并受让原股东湖北融汇转让的股权，其中货币出资4,812.40万元、土地使用权出资4,887.60万元，本次增资后公司注册资本和实收资本增至21,700.00万元。

2016年4月14日，国开发展基金有限公司（简称“国发基金”）对公司投资2,000.00万元，增资后公司注册资本增至23,700.00万元¹。截至2018年6月末，公司注册资本和实收资本均为23,700.00万元，控股股东和实际控制人均为谷城县国资局，股权及控制关系如图1所示。

图 1 截至 2018 年 6 月末公司的股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事谷城县城市基础设施建设、城市供水和污水处理工程等业务，目前公司业务主要以城市基础设施建设为主。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司共3家，近年合并范围无变化，相关情况如表1所示。

表1 截至 2017 年末公司子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	业务性质	成立时间	持股比例	级次
谷城县市政工程投资建设有限公司（以下简称“市政公司”）	10,000.00	基础设施建设	2014.9	100.00%	二级
谷城县水利工程投资建设有限公司（以下简称“水利公司”）	20,000.00	水利工程投资	2015.8	100.00%	二级
谷城县水务有限公司	5,000.00	集中式供水	2013.9	100.00%	二级

注：根据谷政函[2016]46号文，谷城县精准扶贫开发投资有限公司虽由公司控股80%，但已交由谷城县财

¹ 审计报告中注册资本为21,700.00万元，因将国发基金投入的2,000万元计入“长期应付款”核算。

政局托管并实际控制经营，未纳入合并范围；谷城县水务有限公司原名为谷城县水厂，于2017年5月22日办理工商变更。

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为396,637.25万元，所有者权益合计284,676.76万元，资产负债率为28.23%；2017年度，公司实现营业收入27,762.17万元，利润总额13,464.81万元，经营活动产生的现金净流入7,368.83万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券；

发行总额：人民币3亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，并设置本金提前偿付条款，从第3个计息年度开始偿还本金，第3、4、5、6、7个计息年度末分别按本期债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金；

增信方式：本期债券由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金3亿元，用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目和补充流动资金。本期债券募集资金使用情况如表2。

表2 本期债券募集资金投资项目具体情况（单位：万元）

项目名称	项目实施主体	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
谷城县水厂工程项目	谷城县水厂	33,929.00	10,071.00	29.68%
谷城县公铁客运中心建设项目	公司本部	26,523.00	7,929.00	29.89%
补充流动资金	公司本部	-	12,000.00	-
合计		-	30,000.00	-

注：公司第一期债券已于2018年4月发行完毕。

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及建设进度

①谷城县水厂工程项目

谷城县水厂工程项目的设计总规模为15万m³/d，一期规模10万m³/d，水厂服务范围主要为谷城县中心城区、城北产业新区和子胥新城。工程主要内容包括15万m³/d取水工程、10万m³/d净水厂1座以及输配水管网等，项目总投资估算为33,929万元，其中：取水及净水

厂工程16,557万元、输配水工程17,372万元。实施主体由谷城县水厂（现为公司全资子公司谷城县水务投资有限公司）负责，项目建设始于2015年12月25日，建设周期为30个月。截至2019年3月19日，该项目已投资10,484.00万元。

②谷城县公铁客运中心建设项目

谷城县公铁客运中心建设项目的实施依托于汉十高铁工程的建设。汉十高铁是湖北省连通武汉、襄阳、十堰、随州的重要区域性快速铁路，其中谷城县境内长59.86公里，谷城县拟依托高铁站的建设打造高铁新区而实施本项目。项目的实施主体为公司本部，客运停车场分别在客运中心与站前广场设置，分为地上地下两个部分，客运中心地上公交车场5,329m²，长途车场7,298m²，站前广场地上社会车场用地面积2,750m²，地上出租车场用地面积2,600m²。该项目总投资26,523.00万元，其中建设投资估算为25,525.85万元，建设期贷款利息997.15万元，资金来源为银行贷款和公司自筹。该项目建设始于2017年1月15日，建设周期为24个月，截至2019年3月19日，已投资8,042.00万元。

2、项目审批情况

本次募投项目为谷城水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目，相应的项目审批情况如表3。

表3 项目审批情况

项目名称	审批文件名称、文号	审批单位	审批时间
谷城水厂工程项目	建设用地规划许可证（S2013--006）	谷城县城市规划管理局	2013.8.23
	中华人民共和国国有土地使用权证（谷城国用2015第012004GB01001）	谷城县国土资源局	2015.12.19
	关于谷城县水厂谷城水厂工程环境影响报告书的批复（襄环审【2013】93号）	襄阳市环境保护局	2013.10.28
	关于对谷城县水厂建设项目社会稳定风险分析报告的审查意见（谷稳办【2015】15号）	谷城县维护社会稳定工作领导小组办公室	2015.12.21
	关于谷城县水厂工程项目节能评估报告书审查意见（谷发改能审【2015】229号）	谷城县发展和改革局	2015.12.21
	谷城县发展和改革局关于谷城县水厂工程项目可行性研究报告的批复（谷发改审批【2015】395号）	谷城县发展和改革局	2015.12.22
谷城县公铁客运中心建设项目	固定资产投资节能登记表（谷能评表登35号）	谷城县发展和改革局	2017.1.11
	建设项目选址意见书（选字第2007—001号）	谷城县城规划局	2017.1.9
	关于谷城县公铁客运中心建设项目预审意见的复函（谷土资函【2017】84号）	谷城县国土资源局	2017.1.10
	关于对谷城公铁客运中心建设项目社会稳定风险分析报告的审查意见（谷稳办【2017】1号）	谷城县维护社会稳定工作领导小组办公室	2017.1.11
	关于谷城县建设投资经营有限公司谷城县公铁客运中心建设项目环境影响报告表的批复	谷城县环境保护局	2017.1.11

	(谷环评审【2017】6号)		
	谷城县发展和改革局关于谷城县公铁客运中心建设项目可行性研究报告的批复(谷发改审批【2017】53号)	谷城县发展和改革局	2017.1.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目经济效益

根据武汉市给排水工程设计院有限公司出具的《谷城县水厂工程可行性研究报告》，运营收入归属于水务公司，运营期为水厂完工后20年，按照周边2.20元/m³的水价测算，项目完工后的年生产水量为3,194万m³，年销售水量为2,585万m³，年销售收入约为5,688.00万元，年均利润总额约562.00万元，该项目在债券存续期间可获得收入24,458.00万元。另外，根据湖北省立鼎投资咨询有限公司出具的《谷城公铁客运中心建设项目可行性研究报告》，未来谷城公铁客运中心建设项目建成后的收入主要以停车收入、车辆清洗收入和其他配套商业设施出租收入为主，收入归属公司，项目运营期为建设完工后20年，年均利润总额约为1,704.06万元，在债券存续期间累计可获得收入9,177.95万元，利润总额6,356.87万元。

我们注意到，谷城水厂工程和谷城县公铁客运中心建设项目均具有投资规模大、回收期较长的特点，项目目前建设进度较慢，其销售定价是基于当前市场行情的预测前提下确定的，未来经济下行、售价变化以及当地政策调整均会使得项目未来收益产生较大的不确定性。

四、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡

献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

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。后续相关政策延续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，政策上一定程度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年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。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），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），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。2018年2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金

[2018]23号), 从出资人问责角度, 严堵地方违规融资。

2018年下半年, 随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台, 城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月, 国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展, 确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施, 引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求, 对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月, 国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号), 明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度; 金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上, 按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求; 在不增加地方政府隐性债务规模的前提下, 对存量隐性债务难以偿还的, 允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转; 支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业, 依法合规承接政府公益性项目, 实行市场化经营、自负盈亏, 地方政府以出资额为限承担责任。

表4 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制, 加快建立规范的地方政府举债融资机制, 化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离, 不能新增政府债务; 鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年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作, 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）	发展改革委、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
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

依托汽车零部件、新型建材、矿产资源和电力能源等支柱产业，谷城县近年经济总量保持增长，但增速有所下滑

谷城县隶属湖北襄阳市，坐落于鄂西北山区，以汉江主航道为界与老河口市仙人渡镇隔江相望，现辖城关、石花、冷集、五山、紫金、盛康、南河、庙滩、茨河9个镇和赵湾乡，以及县经济开发区、石花星火技术密集区、蕙山旅游度假区3个经济开发区，2016年末全县总人口（户籍人口）为59.94万人。谷城县国土总面积2,553平方公里，其中山丘、水面、农田的大体比例为8:0.5:1.5，谷城盛产小麦、水稻、玉米、棉花、芝麻、花生、黄豆、油菜等，是湖北省商品粮基地县之一。谷城拥有较为丰富的矿产资源，全县境内现查明有金、铁、锰以及硅石、石灰石、白云石等38种矿产资源，优势矿产主要为钛磁铁矿、硅石、白云石等，有5家以上省储量矿床，能源矿产以石煤为主。

全县初步形成了汽车零部件、新型建材、矿产资源、电力能源、电子信息等支柱产业。汽车零部件产业产值在2015年突破百亿元大关，成为全省重点支持的60个产业集群之一。谷城县县内企业自主开发的“无污染再生铅”、“免维护蓄电池”、“汽车前轴辊锻模锻复合工艺”等技术达到国内领先水平。截至2017年末，全县规模以上工业企业213家，从行业规模看，41个行业大类中，主营业务收入过10亿元的有7家，过亿元的有11家，骆驼蓄电池公司主营业务收入达到75.15亿元。

谷城县近年经济发展迅速，2016-2018年²全县地区生产总值分别310.2亿元、344.10亿元和380.30亿元，同比增速分别为8.9%、7.9%和8.1%，经济总量保持增长但增速波动下降。分产业来看，2017年谷城县第一产业实现增加值39.80亿元，比上年增长3.6%；第二产业实现增加值216.10亿元，比上年增长7.1%；第三产业实现增加值88.20亿元，比上年增长11.8%。从经济结构来看，第二产业的占比较大，是经济的主要贡献力量。2017年，谷城县人均GDP约为57,407.41元，略低于全国平均水平。2015-2017年谷城县完成固定资产投资（不含农户）分别为252.08亿元、279.15亿元和320.68亿元，规模持续增加但增速持续下滑。2018年谷城县完成固定资产投资265亿元。2017年，第一产业完成投资4.37亿元，比上年下降65.7%；第二产业完成投资222.42亿元，比上年增长15.7%；第三产业完成投资93.89亿元，比上年增长35.3%。5,000万元以上项目投资287.80亿元，比上年增长16.6%；5000万元以下项目投资20.12亿元，比上年增长14.4%；房地产开发完成12.76亿元，比上年增长29.1%。

整体来看，近年谷城县经济总量保持增长但增速有所下滑。

表5 2015-2017年谷城县主要经济指标及同比变化情况

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（亿元）	344.10	7.9%	310.2	8.9%	290.82	9.6%
第一产业增加值（亿元）	39.80	3.6%	37.0	3.8%	33.83	4.7%
第二产业增加值（亿元）	216.10	7.1%	192.6	9.1%	181.93	9.3%
第三产业增加值（亿元）	88.20	11.8%	80.6	10.8%	75.06	12.0%
固定资产投资（不含农户）（亿元）	320.68	16.9%	279.15	20.4%	252.08	20.3%
规模以上工业增加值（亿元）	65.35	12.2%	-	10.5%	-	11.1%
社会消费品零售总额（亿元）	120.62	12.2%	107.52	14.1%	94.24	13.5%
出口总额（万美元）	14376	6.2%	13,539	-27.5%	18,668	36.8%
存款余额（亿元）	269.13	15.4%	233.18	12.2%	207.75	13.0%
贷款余额（亿元）	122.07	18.0%	103.43	14.7%	90.20	13.9%

² 2018年数据来源于谷城县《2018年政府工作报告》，下同。

人均 GDP/全国人均 GDP	96.22%	96.00%	96.58%
人均 GDP (元)	57,407.41	51,562.50	48,534.71

注：2015-2016 年地区生产总值增长率按可比价格计算，标“-”未获得。

资料来源：2015-2017 年谷城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年谷城县实现公共财政收入18.86亿元，较上年下降1.84亿元，其中税收收入10.97亿元，占公共财政收入比重为58.17%；实现政府性基金收入1.99亿元，同比增长8.74%；同期谷城县公共财政支出为48.04亿元，较上年下降3.11亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为39.26%。

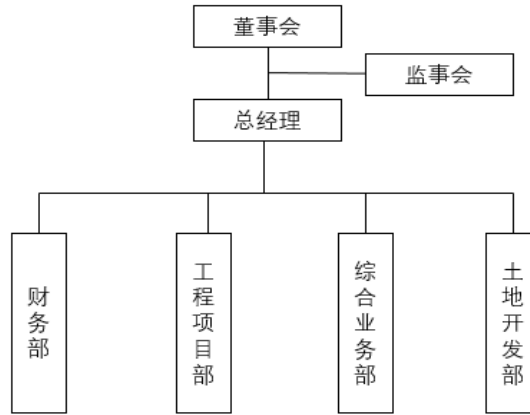
五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业国有资产监督管理暂行条例》制定了公司章程，按照现代企业制度建立并完善法人治理，设立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。

根据《公司章程》规定：公司设董事会，成员为7人，董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会成员中公司职工代表由职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满可以连任，董事会对投资者负责，董事会对所议事项做出的决议应由二分之一以上的董事表决通过方为有效，并应制成会议记录，由出席会议的董事在会议记录上签字。公司设监事会，成员为5人（其中职工代表2人）。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，列席董事会会议。公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

此外，公司在组织机构设置方面，以精干、高效为原则，根据业务特点及需要下设4个职能部门并建立了决策机制和财务管理制度。公司目前的组织结构如下图所示：

图 2 截至 2017 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司目前主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，近年来业务较为单一，公司水务板块由水务公司运营，因水厂仍处于在建状态，暂未形成营业收入。2015-2017年公司基础设施工程建设累计实现收入86,435.07万元，近年收入规模有所波动，但毛利率保持稳定。2015-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如表6所示。

表6 2015-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施工程收入	27,762.17	13.04%	26,008.10	13.04%	32,664.80	13.04%
合计	27,762.17	13.04%	26,008.10	13.04%	32,664.80	13.04%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要从事谷城县基础设施建设业务，目前承建的项目大部分与政府签订了委托代建协议，收入较有保障，但部分工程结算进度较慢；公司在建及拟建项目较多，未来存在较大的资金压力

公司负责谷城县基础设施项目的承建业务，根据《谷城县人民政府关于明确县基础设施项目法人的通知》（谷政函[2012]16号文件），县政府授权公司作为谷城县基础设施运作主体，明确了公司实施县基础设施建设的资格。2012年2月1日，公司与谷城县人民政府签订了《谷城县基础设施建设工程项目委托代建协议》，协议约定，公司作为承建主体负责相关基础设施项目的立项、融资和建设，每年年底政府对公司的投入情况进行认定，出具基础设施建设投入确认通知书，公司依此结转成本并确认收入，在项目建设完毕后移交

给谷城县人民政府，谷城县财政局根据签订的协议和年度交接单，在经监理施工和成本支出评审后，于每年末出具工程款支付通知文件，工程转让款包括项目的建设总成本和收益，代建管理费均约定为投资成本的15%。公司子公司市政公司和水利公司分别负责谷城县部分基础设施建设类业务和水利类业务，两家子公司作为承建主体分别与谷城县人民政府签订了《谷城县易地扶贫搬迁项目（一期）委托代建协议》、《襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程委托代建协议》，以上协议约定的结算方式和收益均相同。2015-2017年，公司根据谷城县财政局各年度出具的基础设施建设投入确认通知书，分别确认了32,664.80万元、26,008.10万元和27,762.17万元收入，因政府给予公司和子公司的收益固定，近年来公司毛利率保持稳定。

公司目前承建的基础设施建设工程等较多，除公司负责自建谷城县水厂及配套工程外，其余工程项目均与谷城县政府签订了委托代建协议，未来收入较有保障。但我们注意到，公司部分工程结算进度较慢，公司2015-2017年分别收到工程结算款5,999.06万元、8,277.02万元和12,547.87万元。

表7 2015-2017年公司确认的项目建设成本收入情况（单位：万元）

工程项目名称	2017年		2016年		2015年	
	成本	收入	成本	收入	成本	收入
三环工业园工程	1,710.30	1,966.84	1,287.80	1,480.97	5,581.71	6,418.97
北河流域治理工程	547.49	629.61	406.56	467.54	1,582.29	1,819.63
银城大道至北辰大道工程	771.36	887.06	1,564.38	1,799.04	1,385.17	1,592.94
三环大桥	1,518.82	1,746.65	2,233.96	2,569.05	72.05	82.86
南河三桥工程	1,011.60	1,163.34	3,036.36	3,491.81	4,218.12	4,850.84
G316国道改扩建工程	817.06	939.62	6,324.52	7,273.20	5,040.74	5,796.85
产业新区三号路道路工程	4,039.35	4,645.25	5,262.32	6,051.67	6,741.97	7,753.26
北河北路工程	421.98	485.27	47.10	54.17	693.49	797.52
谷城城市矿产示范基地低丘缓坡整理项目	3,001.86	3,452.14	0.00	0.00	2,486.56	2,859.54
汉水文化展示区工程	7,542.19	8,673.52	0.00	0.00	0.00	0.00
汉十高铁站南大道项目	1,050.00	1,207.50	0.00	0.00	0.00	0.00
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	147.04	169.10	406.01	466.92	0.00	0.00
谷城县汉江国家湿地水生生态修复与保护项目	516.91	594.44	0.00	0.00	0.00	0.00
殡葬服务体系建设项目	482.32	554.66	0.00	0.00	0.00	0.00
经十四路工程项目	0.00	0.00	418.68	481.49	0.00	0.00
金耐特公司10KV专线调整为开发区公共线路	0.00	0.00	194.57	223.76	0.00	0.00
谷城县易地扶贫搬迁项目	0.00	0.00	295.62	339.96	0.00	0.00

(一期)						
谷城城关镇农村道路建设工程	0.00	0.00	500.50	575.57	193.57	222.61
其他项目	562.76	647.17	637.35	732.96	408.50	469.78
合计	24,141.04	27,762.17	22,615.74	26,008.10	28,404.17	32,664.80

资料来源：公司提供

公司目前承建的项目较多，主要包括产业新区三号路道路工程、谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目等工程，北河流域治理工程、G316国道改扩建工程等重大项目已完工。另外，谷城县文化中心、谷城县高铁新区路网工程等拟建项目已于2017年底和2018年初开工，截至2017年末，公司主要在建和拟建项目计划总投资共30.53亿元，尚需投资26.04亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的资金压力。

表8 截至2017年末公司主要在建及拟建工程项目情况（单位：万元）

项目	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	建设周期
在建项目	谷城县水厂建设项目	33,929.00	8,935.20	24,993.80	2015-2018
	北河北路工程	6,377.00	1,162.57	5,214.43	2016-2018
	产业新区三号路道路工程	30,000.98	22,560.76	7,440.22	2014-2015
	三环大桥	17,649.00	4,144.06	13,504.94	2016-2018
	银城大道至北辰大道工程	13,805.00	6,999.03	6,805.97	2014-2017
	襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	10,103.00	553.05	9,549.95	2015-2018
	谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	516.91	55,753.53	2017-2019
	小计	168,134.42	44,871.58	123,262.84	
拟建项目	烈士陵园、殡仪馆迁址项目	15,000.00	-	15,000.00	2017-2019
	谷城县文化中心	28,000.00	-	28,000.00	2018-2020
	谷城高铁客运中心建设项目	26,523.00	-	26,523.00	2017-2020
	谷城县高铁新区路网工程	67,639.60	-	67,639.60	2017-2020
	小计	137,162.60	-	137,162.60	-
合计	305,297.02	44,871.58	260,425.44	-	

注：部分项目因追加投资，可能存在已投资大于计划总投资的情况；在建工程中谷城县水厂建设项目和拟建项目中谷城高铁客运中心建设项目为本期募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

谷城县水厂投产运营后，公司未来有望新增供水收入

谷城县水厂成立于2013年，已于2017年5月变更为谷城县水务有限公司，其负责谷城县新建水厂的建设和运营，但因建设进度较慢仍未投产运营。截至2017年末，谷城县的城市供水仍由谷城县第三水厂负责，但其供水设施较为落后，谷城县水厂预计投产运营后的服务范围覆盖谷城县中心城区、城北新区和子胥新城，供水区域远期规划城区面积约为80.70平

方千米，届时谷城县水厂将替代第三水厂的运营，第三水厂作为备用水厂。待谷城县水厂投产运营后，公司未来有望新增供水收入。

公司近年得到的外部支持力度较大

公司在谷城县城市基础设施建设领域具有重要地位，因此获得了当地政府的大力支持。资产划拨方面，2010-2014年间，谷城县政府共将价值为71,569.97万元的储备用地注入公司。另外，根据谷城县国资局于2015年12月26日下发的《关于办理国有资产划转手续的通知》（谷国资发[2015]67号），谷城县国资局同意将谷城县住房和城乡建设局管辖下聂家滩污水处理厂内的土地使用权、房屋建筑物等资产和谷城县县城供排水管网等资产整体划转至水务公司，评估价值约1.57亿元。资本金注入方面，谷城县财政局2014-2016年分别拨付公司资本金24,600.00万元、27,210.00万元和30,352.00万元（其中水务公司1,757.00万元），计入“其他资本公积”科目核算。财政补贴方面，2015-2017年，公司分别获得财政补贴收入13,600.00万元、10,000.00万元和11,537.00万元。总体来看，谷城县政府对公司的支持力度较大，公司可持续经营能力得到了一定提高。

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中审亚太会计师事务所（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，公司财务报表均按新会计准则编制。2015年新增两家二级全资子公司，即谷城县水利工程投资建设有限公司和谷城县水务有限公司，2016-2017年公司合并口径无变化，具体情况见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模稳步增长，但公司资产中土地资产占比较高，应收款项规模较大，整体资产流动性较弱

随着政府资产注入、承建的城市基础设施项目规模的不断增加，公司资产规模保持稳步增长。截至2017年末，公司资产总额为396,637.25万元，2015-2017年年复合增长率为12.07%。从资产结构来看，公司资产主要为流动资产，2017年末流动资产占总资产的比重为70.36%。

表9 2015-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
----	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,964.80	6.55%	47,724.46	12.70%	24,864.59	7.87%
应收账款	11,458.31	2.89%	18,720.62	4.98%	616.38	0.20%
其他应收款	43,754.77	11.03%	40,604.85	10.80%	25,161.70	7.97%
存货	197,228.83	49.73%	172,970.96	46.02%	172,892.30	54.75%
流动资产合计	279,057.38	70.36%	280,679.67	74.67%	224,485.35	71.09%
固定资产	15,837.75	3.99%	16,410.96	4.37%	16,972.99	5.37%
在建工程	11,270.37	2.84%	6,119.92	1.63%	2,234.00	0.71%
其他非流动资产	89,650.97	22.60%	72,169.97	19.21%	71,569.97	22.66%
非流动资产合计	117,579.87	29.64%	95,211.51	25.33%	91,298.92	28.91%
资产总计	396,637.25	100.00%	375,891.18	100.00%	315,784.27	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。截至2017年末，公司货币资金账面余额25,964.80万元，大部分为银行存款，无使用受限款项。截至2017年末，公司应收账款账面价值为11,458.31万元，均为应收谷城县财政局的基础设施建设工程款，账龄在2年以内，未计提坏账准备，2017年公司应收账款规模较2016年有所减少主要系公司当年收到了财政局支付的工程结算款。公司其他应收款近年持续增长，2017年末其他应收款为43,754.77万元，主要为往来款、借款及少量备用金，包括应收湖北谷城一飞汽车制造有限公司16,000.00万元往来款、谷城县住房投资有限公司6,444.93万元往来款和谷城县财政局6,296.22万元往来款等，其他应收对象多为政府企事业单位。存货主要为工程施工和开发成本，工程施工主要为建造合同形成的已完工未与谷城县财政局结算资产，近年随着公司承建项目的推进，工程施工账面规模有所增加，2017年末其账面价值为166,331.46万元，占存货比重为84.33%。存货中的开发成本主要为公司通过招、拍、挂方式取得的10宗出让土地使用权，其中两宗价值1,539.04万元的土地权证尚在办理中，2017年末开发成本账面价值为30,897.37万元，近三年其资产账面价值无较大变化。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产组成。固定资产主要系公司拥有的房屋建筑物和机器设备等，近年其账面价值变化不大，截至2017年末，公司固定资产账面价值为15,837.75万元，其中房屋建筑物价值为15,079.11万元。2015年12月26日，谷城县国资局将聂家滩污水处理厂内的土地使用权、房屋建筑物等资产和谷城县县城供排水管网等资产整体划转至水务公司，评估价值合计约1.57亿元。公司在建工程近年增长较快，但规模不大，2017年末在建工程账面价值为11,270.37万元，主要为公司自筹资金建设的谷城县水厂一期建设项目和南水北调中线一期工程谷城县处理厂管网延伸工程等项目，上述项目均为公司自建项目，未来谷城县水厂投产运营后有望为公司带来一定的收入。

其他非流动资产主要为储备用地和公司购买的资产。截至2017年末，其他非流动资产账面价值为89,650.97万元，包括账面价值为71,569.97万元的储备用地、600.00万元的不良资产和17,481.00万元的红日资产。不良资产为公司购买的银行不良贷款资产包，公司与原债权人在政府的主导下通过600.00万元的协议价取得，资产包账面原值为16,132.54万元（其中本金为7,612.50万元），回款对象多以当地中小企业为主，债务人集中度较为分散，目前公司尚未开展回款工作，未来回收存在较大不确定性。2017年，根据公司与湖北谷城红日实业有限公司签订的资产转让协议与补充协议，公司以17,481.00万元收购湖北谷城红日实业有限公司所属资产，厂房和土地等资产无偿提供湖北谷城一飞汽车制造有限公司使用10年，10年后租金另外商议。储备用地主要来源于公司在2010-2016年间获得的谷城县国资局权益性资金的注入。公司目前共拥有24宗土地，账面价值总计102,914.40万元，其中10宗价值30,845.07万元出让性质的土地计入“存货-开发成本”科目核算（用途多为商服用地）、13宗价值71,569.97万元的储备用地计入“其他非流动资产”科目核算、1宗价值499.35万元的划拨用地计入“无形资产”科目核算（该地主要用于谷城县水厂建设，目前尚未办证），具体明细见附录五。公司2016年抵押土地已于2017年解押，截至2017年末，公司出让暂未抵押，前期抵押土地解押手续已办理完毕，未来能为公司提供一定的财务弹性。

总体上看，近年公司资产规模稳步增长，但公司资产中土地资产占比较高，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司近年营业收入有所波动，政府补贴对利润水平有较大提升

公司目前的收入来源均为承建的基础设施建设收入，2015-2017年公司分别确认基础设施建设收入32,664.80万元、26,008.10万元和27,762.17万元，近年来有所波动。因委托方给予公司的报酬固定，近年来毛利率基本稳定。公司水务业务板块暂未实现收入，待谷城县水厂建成投产后，公司有望新增供水收入。

2015-2017年公司分别获得补贴收入13,600.00万元、10,000.00万元和11,537.00万元，占同期利润总额的比重分别为80.33%、87.62%和85.68%，政府补贴对公司利润水平有较大提升。

表10 2015-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	27,762.17	26,008.10	32,664.80
其他收益	11,537.00	0.00	0.00

营业利润	13,443.02	1,391.40	3,320.29
营业外收入	28.62	10,028.00	13,665.08
利润总额	13,464.81	11,412.92	16,929.69
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金回收能力有所增强但仍处于较差水平，在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司近年经营活动现金流入有所增加，主要为公司收到的财政支付的工程结算款，2015-2017年，公司分别收到工程结算款5,999.06万元、8,277.02万元和12,547.87万元，同期收现比分别为0.18、0.32和0.45，表现有所好转但仍处于较差水平。近年经营活动现金流出较大，其中支付的其他与经营活动有关的现金2015-2016年分别为47,367.21万元和99,245.97万元，主要系公司支付的相关单位的往来款，其中以与谷城县财政局的往来款为主，2017年公司支付谷城县财政局往来款有所下降，经营活动现金流由负转正净流入7,368.83万元。

投资活动方面，公司投资活动现金流在2015年前规模很小，2016年投资活动现金流出大幅增加主要系公司自建谷城县水厂的投入。2017年公司投资活动产生的现金流出较大主要系在建工程投入增加及收购湖北谷城红日实业有限公司所属资产所致，公司以17,841.00万元协议价格收购其所属资产。筹资活动方面，2015-2016年筹资活动现金流入持续增长，2016年，公司取得借款收到的现金为65,470.00万元，主要为公司子公司市政公司获得的银行贷款。2017年公司筹资力度有所减弱，筹资活动表现为净流出。从公司目前在建及拟建项目来看，截至2017年末，公司在建及拟建项目尚需投入资金共计26.04亿元，未来公司将面临较大的筹资压力和资金压力。

总体来看，公司现金回收能力有所增强但仍处于较差水平，在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表11 2015-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.45	0.32	0.18
销售商品、提供劳务收到的现金	12,547.87	8,277.02	5,999.06
收到的其他与经营活动有关的现金	49,751.00	77,135.30	52,143.03
经营活动现金流入小计	62,298.87	85,412.31	58,142.09
购买商品、接受劳务支付的现金	14,692.61	25,095.61	25,630.75
支付的其他与经营活动有关的现金	39,323.30	99,245.97	47,367.21

经营活动现金流出小计	54,930.05	124,452.19	73,202.01
经营活动产生的现金流量净额	7,368.83	-39,039.88	-15,059.92
投资活动产生的现金流量净额	-15,367.78	-3,687.78	95.85
筹资活动产生的现金流量净额	-3,760.71	55,587.52	32,579.92
现金及现金等价物净增加额	-11,759.66	12,859.87	17,615.85

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力

随着当地政府的资产注入和公司利润的积累，近年公司资本实力有所增强。截至2017年末，公司所有者权益为28.47亿元，近三年的年复合增长率为11.12%。负债方面，2017年末公司负债总额达到11.20亿元，近三年的年复合增长率为14.62%，其中非流动负债规模占比较大。公司近年负债规模的增加使得公司权益对债务的覆盖程度有所弱化。

表12 2015-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	111,960.49	104,035.01	85,219.69
所有者权益合计	284,676.76	271,856.18	230,564.58
负债与所有者权益比率	39.33%	38.27%	36.96%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。2015年前公司无短期借款，2016年公司以存单作为质押物新增向上海光大证券资产管理有限公司9,870.00万元的借款，2017年已偿还。其他应付款主要为往来款和借款，近年账面价值有所波动，2016年较2015年下降主要系偿还财政局的部分往来款所致。2017年末其他应付款共35,601.27万元，主要包括应付谷城县中药材公司往来款11,900.00万元、谷城县土地收购储备中心往来款11,220.17万元等。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，包括2,000.00万元的质押借款和855万元的保证借款。

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款和专项应付款。近年来公司筹资力度较大，2017年末公司长期借款余额为48,507.50万元，其中包括32,362.50万元的质押借款和19,000.00万元保证借款。质押借款均为公司子公司向银行的借款，质押物多为应收账款或收费权，包括市政公司向中国农业发展银行谷城县支行的18,000.00万元借款、向中国建设银行股份有限公司谷城支行19,000.00万元的借款和水务公司向中国银行股份有限公司襄阳分行为期12年的14,362.50万元借款；保证借款系市政公司向中国建设银行股份有限公司谷城支行的借款。截至2017年末，公司长期应付款账面余额为11,200.00万元，包括应付国开

发展基金有限公司的2,000.00万元（投资项目为襄阳市谷城水厂及管网工程）、应付中国农发重点建设基金有限公司9,200.00万元（投资项目为谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护工程和襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程），公司与上述单位签订的协议约定，投资本金于投资期限到期后，谷城县国资局或谷城县人民政府实施购买，期间利息由公司支付。

表13 2015-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	9,870.00	9.49%	0.00	0.00%
其他应付款	35,601.27	31.80%	19,365.19	18.61%	38,401.61	45.06%
一年内到期的非流动负债	2,855.00	2.55%	4,600.00	4.42%	10,150.00	11.91%
流动负债合计	51,542.00	46.04%	39,324.01	37.80%	53,563.69	62.85%
长期借款	48,507.50	43.33%	52,800.00	50.75%	28,945.00	33.97%
长期应付款	11,200.00	10.00%	11,200.00	10.77%	2,000.00	2.35%
非流动负债合计	60,418.49	53.96%	64,710.99	62.20%	31,655.99	37.15%
负债合计	111,960.49	100.00%	104,035.01	100.00%	85,219.69	100.00%
其中：有息债务	62,562.50	55.88%	78,470.00	75.43%	41,095.00	48.22%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

表14 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年及以后
本金	16,155.00	5,135.00	41,272.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务规模为62,562.50万元，占负债总额的比重为55.88%，2017年公司偿还部分短期债务，公司有息债务较去年小幅下降，但仍存在一定的偿债压力。从短期偿债指标上看，公司流动比率和速动比率表现均有所波动，公司资产中的土地资产规模占比较大，但其中储备土地占比较大，使用受到一定的限制，未抵押的出让土地尚能为公司提供一定的财务弹性。从长期偿债能力指标来看，公司资产负债率处于较低水平，EBITDA和利息保障倍数的表现近年有所波动。考虑到未来随着公司融资力度的加大，偿债付息压力有可能进一步增加。

表15 公司偿债能力指标

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	28.23%	27.68%	26.99%
流动比率	5.41	7.14	4.19
速动比率	1.59	2.74	0.96
EBITDA（万元）	14,449.50	13,327.58	17,596.86
EBITDA 利息保障倍数	4.80	3.80	5.77

有息债务/EBITDA	4.33	5.89	2.34
-------------	------	------	------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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

本期债券本息的偿付资金来源主要包括以下几个方面。

1、本期债券募投项目收益产生的现金流入：本期债券的募投项目为谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目，根据项目可研报告，谷城县水厂完工后年销售水量为2,585万m³，年均利润总额约562.00万元；谷城县公铁客运中心建设项目完工后年均利润总额约为1,704.06万元，上述两个项目在债券存续期累计可获得收入33,635.95万元。但我们也关注到，募投项目进度较慢，可能存在进度及收益不达预期的风险。

2、经营活动获取现金的能力：公司近年收入来源主要为基础设施建设收入，2015-2017年公司分别实现营业收入32,664.80万元、26,008.10万元和27,762.17万元，分别实现净利润16,095.22万元、10,939.60万元和12,820.58万元，收现比分别为0.18、0.32和0.45，公司目前承建的基础设施建设项目大部分与政府签订了委托代建协议，未来收入较有保障，预计公司的盈利能力和资金回流能力能够为本期债券的本息偿还提供重要保障。但我们也注意到，公司收益主要来源于基础设施建设收入，收入的实现易受财政资金结算进度影响，存在一定不确定性。

3、公司拥有一定规模的可变现资产：截至2017年末，公司拥有账面价值为30,845.07万元的出让土地，已有土地均未抵押，必要时可处置该资产以获得偿债资金。但我们也注意到，公司储备用地的流通处置存在一定限制，未来土地资产集中处置易受土地市场景气度影响，极端情况下可能存在较大难度。

（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可有效提升本期债券的信用水平

1、担保条款

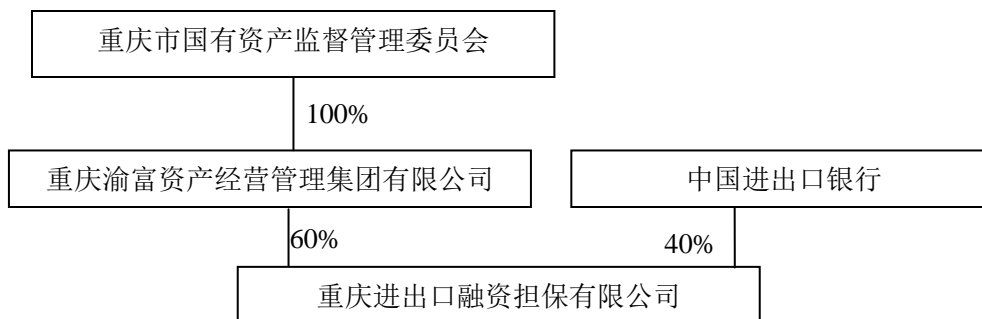
根据重庆进出口担保为本期债券出具的担保函，担保人保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

2、担保人基本情况

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，出资比例分别为60%和40%，初始注册资本20亿元。后经数次增资，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，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。2018年6月，重庆进出口担保更名为重庆进出口融资担保有限公司。股权结构如图3所示。

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、小额贷款等业务。2016年重庆进出口担保主营业务未发生重大变更，资本市场业务中心由私募债券转向公募债券，客户主要为地方政府融资平台，银行融资担保的业务量进一步收缩。子公司重庆信惠投资有限公司（以下简称“信惠投资”）的债券承销业务受地方股转中心清理、私募债发行受阻影响，2016年基本未开展承销业务，目前信惠投资正在开拓天津、广州等市场，但该收入的持续性值得关注。

图3 截至2018年6月末重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

2014-2016年，重庆进出口担保当期担保发生额分别为120.10亿元、132.56亿元和179.16亿元，年均复合增长率为22.14%，2017年1-6月，重庆进出口担保发生额为13.30亿元，较2016年同期下降87.99%。从担保类别看，截至2017年6月末，重庆进出口担保间接融资担保在保责任余额为32.00亿元，较2016年末下降24.84%，主要原因是2016年重庆市场资金面较为充沛、市场利率较低，重庆进出口担保的间接融资担保业务市场需求减少。受2017年10月1日生效的融资担保条例影响，重庆进出口担保计划重新开拓银行渠道，加强与银行之间的合作，未来间接融资担保规模或进一步上升。截至2017年6月末，重庆进出口担保直接融资担保在保责任余额为217.85亿元，增速较慢，主要是2017年新增的担保业务规模较小。截至2017年6月末，重庆进出口担保非融资性担保在保责任余额为59.02亿元，较2016年末

大幅下降，主要是担保的资产管理计划及诉讼担保规模大幅下降。同时，由于连带责任担保方式的保本基金发行被禁止，Wind数据显示，从2016年四季度开始，市场上未成立过一只新的保本基金，重庆进出口担保存量保本基金解除担保后将不再有保本基金担保业务。

2014-2016年，重庆进出口担保实现营业总收入分别为78,732.71万元、51,156.98万元和55,471.71万元，近年来表现有所弱化。2016年担保费收入为4.78亿元，同比增长50.80%，占公司营业总收入的86.24%，担保费收入增长主要得益于公司债券担保业务的发展。受债券市场监管收紧影响，2017年上半年新增债券担保项目大幅减少，2017年上半年重庆进出口担保担保费收入主要来自存量债券融资担保收入，2017年营业总收入有所下降。

表16 重庆进出口担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
当期担保收入	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

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

表17 重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96	432,253.68
归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66	288,731.52
资产负债率	35.02%	36.93%	34.15%	31.79%
营业总收入（万元）	53,323.91	55,471.71	51,156.98	78,732.71
利润总额（万元）	16,154.75	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）	-37,860.71	76,234.70	1,622.91	23,185.87
当期担保发生额（万元）	-	1,791,559	1,325,640	1,200,976.00
期末在保责任余额（万元）	3,031,571	3,470,705	2,478,822	2,219,568.00
担保风险准备金（万元）	-	133,007.5	114,484.82	117,283.24
准备金充足率	-	226.87%	281.64%	247.37%
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%	5.28%

融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79	7.52
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%	3.09%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

总体看，重庆进出口担保资本实力较强，近年业务较快发展，风险准备较为充分，代偿能力较强。经中证鹏元评定，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可有效提升本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

截至2019年1月22日，公司对外担保金额为151,369.25万元，占2017年末净资产比例为53.17%，占比较大，均系公司为房投公司提供的最高额保证担保，保证方式为连带责任保证，均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险，具体担保情况如下表所示。房投公司为谷城县国资局全资子公司，成立于2015年11月5日，注册资本20,000.00万元，经营范围主要为征收安置房、保障性住房投资建设及融资运营。根据襄阳诚信会计师事务所有限公司提供的2017年度审计报告，截至2017年末，房投公司的总资产为17.77亿元，净资产为4.72亿元，资产负债率为73.44%。

表18 截至 2019 年 1 月 22 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
谷城县住房投资有限公司	67,500.00	2017.1.12-2033.1.11	否
	48,869.25	2016.5.31-2036.5.30	否
	35,000.00	2017.1.24-2033.1.24	否
合计	151,369.25	-	

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	25,964.80	47,724.46	24,864.59
应收账款	11,458.31	18,720.62	616.38
预付账款	650.68	658.78	950.39
其他应收款	43,754.77	40,604.85	25,161.70
存货	197,228.83	172,970.96	172,892.30
流动资产合计	279,057.38	280,679.67	224,485.35
长期股权投资	320.56	0.00	0.00
固定资产	15,837.75	16,410.96	16,972.99
在建工程	11,270.37	6,119.92	2,234.00
无形资产	500.22	510.65	521.96
其他非流动资产	89,650.97	72,169.97	71,569.97
非流动资产合计	117,579.87	95,211.51	91,298.92
资产总计	396,637.25	375,891.18	315,784.27
短期借款	0.00	9,870.00	0.00
应付账款	6,482.10	0.00	0.00
应交税费	6,577.82	5,488.82	4,641.15
应付利息	25.80	0.00	370.94
其他应付款	35,601.27	19,365.19	38,401.61
一年内到期的非流动负债	2,855.00	4,600.00	10,150.00
流动负债合计	51,542.00	39,324.01	53,563.69
长期借款	48,507.50	52,800.00	28,945.00
长期应付款	11,200.00	11,200.00	2,000.00
专项应付款	710.99	710.99	710.99
非流动负债合计	60,418.49	64,710.99	31,655.99
负债合计	111,960.49	104,035.01	85,219.69
实收资本	21,700.00	21,700.00	21,700.00
资本公积	177,476.01	177,476.01	147,124.01
盈余公积	8,655.04	7,316.87	6,174.87
未分配利润	76,845.70	65,363.30	55,565.70
归属母公司所有者权益合计	284,676.76	271,856.18	230,564.58
负债及所有者权益总计	284,676.76	375,891.18	315,784.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	27,762.17	26,008.10	32,664.80
减：营业成本	24,141.02	22,615.74	28,404.17
税金及附加	805.78	37.32	140.60
管理费用	815.96	771.69	301.16
财务费用	93.95	1,191.95	498.58
其他收益	11,537.00	0.00	0.00
投资收益	0.56	0.00	0.00
二、营业利润	13,443.02	1,391.40	3,320.29
加：营业外收入	28.62	10,028.00	13,665.08
减：营业外支出	6.84	6.48	55.68
三、利润总额	13,464.81	11,412.92	16,929.69
减：所得税费用	644.23	473.32	834.47
四、净利润	12,820.58	10,939.60	16,095.22
其中：归属于母公司所有者的净利润	12,820.58	10,939.60	16,095.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	12,547.87	8,277.02	5,999.06
收到的其他与经营活动有关的现金	49,751.00	77,135.30	52,143.03
经营活动现金流入小计	62,298.87	85,412.31	58,142.09
购买商品、接受劳务支付的现金	14,692.61	25,095.61	25,630.75
支付给职工以及为职工支付的现金	144.52	74.49	63.45
支付的各项税费	769.62	36.12	140.60
支付的其他与经营活动有关的现金	39,323.30	99,245.97	47,367.21
经营活动现金流出小计	54,930.05	124,452.19	73,202.01
经营活动产生的现金流量净额	7,368.83	-39,039.88	-15,059.92
二、投资活动产生的现金流量:			
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	96.64
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	96.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,047.78	3,687.78	0.79
投资支付的现金	320.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	15,367.78	3,687.78	0.79
投资活动产生的现金流量净额	-15,367.78	-3,687.78	95.85
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资所收到的现金	0.00	30,152.00	27,210.00
取得借款收到的现金	7,000.00	65,470.00	14,800.00
筹资活动现金流入小计	17,000.00	95,622.00	42,010.00
偿还债务所支付的现金	16,907.50	28,696.73	8,895.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	3,853.21	1,337.75	535.08
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	10,000.00	0.00
筹资活动现金流出小计	20,760.71	40,034.48	9,430.08
筹资活动产生的现金流量净额	-3,760.71	55,587.52	32,579.92
四、现金及现金等价物净增加额	-11,759.66	12,859.87	17,615.85

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	12,820.58	10,939.60	16,095.22
加：固定资产折旧	575.68	565.60	132.09
无形资产摊销	10.44	11.31	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	0.00	0.00	0.10
财务费用	398.57	1,337.75	535.08
投资损失	-0.56	0.00	0.00
存货的减少（减：增加）	-21,644.02	-78.66	-32,720.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	3,336.77	-33,255.79	-6,507.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	11,871.36	-18,559.68	7,406.31
经营活动产生的现金流量净额	7,368.83	-39,039.88	-15,059.92

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.45	0.32	0.18
有息债务（万元）	62,562.50	78,470.00	41,095.00
资产负债率	28.23%	27.68%	26.99%
流动比率	5.41	7.14	4.19
速动比率	1.59	2.74	0.96
综合毛利率	13.04%	13.04%	13.04%
EBITDA（万元）	14,449.50	13,327.58	17,596.86
EBITDA利息保障倍数	4.80	3.80	5.77
有息债务/EBITDA	4.33	5.89	2.34

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司主要土地资产情况（单位：平方米、万元）

序号	土地证编号	用途	土地位置	土地面积	土地评估价值	土地性质	是否抵押
1	谷城国用（2007）第01-0216号	文体用地	谷城县城关镇沿河路	40,806.67	9,341.50	储备	否
2	谷城国用（2009）第01-351号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	2,862.80	680.77	储备	否
3	谷城国用（2009）第01-352号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	3,523.60	837.90	储备	否
4	谷城国用（2009）第01-353号	储备用地	谷城县城关镇康乐路	8,268.20	1,966.16	储备	否
5	谷城国用（2009）第01-357号	储备用地	谷城县城关镇邹家营村	26,050.00	293.84	储备	否
6	谷城国用（2009）第01-359号	储备用地	谷城县城关镇三岔路村	10,500.00	130.20	储备	否
7	谷城国用（2011）第01-121号	储备用地	谷城县城关镇曾家营村、白果树村	51,922.40	5,640.70	储备	否
8	谷城国用（2010）第01-226号	储备用地	谷城县城关镇锅底湖村、胡家井、过山口村	180,901.24	5,571.76	储备	否
9	谷城国用（2012）第07-0006号	商住用地	谷城县冷集镇朝阳湖村、马台村	433,333.70	21,625.95	储备	否
10	谷城国用（2013）第07-012号	商住用地	谷城县冷集镇马台村	333,331.20	16,166.56	储备	否
11	谷城国用（2014）第006002GB01002号	商住用地	谷城县城关镇大古桥社区居委会	40,635.80	4,453.68	储备	否
12	谷城国用（2014）第006027GB04001号	商住用地	谷城县城关镇曾家营村	23,890.60	2,142.99	储备	否
13	谷城国用（2014）第006002GB01003号	商住用地	谷城县城关镇大古桥和东升社区委员会	21,831.00	2,717.96	储备	否
14	谷城国用（2014）第006022GB05004号	商住用地	谷城经济开发区胡家井社区	35,089.50	2,688.97	出让	否
15	谷城国用（2014）第006002GB02003号	商服、住宅	谷城县城关镇大古桥社区	46,302.62	4,902.06	出让	否
16	谷城国用（2014）第006002GB02002号	商服、住宅	谷城县城关镇大古桥社区	45,752.06	4,879.87	出让	否
17	谷城国用（2014）第006032GB03003号	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼、红石亮社区	45,700.50	4,122.26	出让	否
18	谷城国用（2014）第006032GB03002号	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼、红石亮社区	43,760.75	3,948.23	出让	否

19	谷城国用(2015)第006035GB02001号	商服、住宅	谷城经济开发区三岔路社区(316国道以东)	13,399.50	1,217.45	出让	否
20	谷城国用(2015)第006025GB06002号	商服、住宅	谷城经济开发区过山口街、彭家山、城关红石亮社区	42,638.40	3,800.41	出让	否
21	谷城国用(2015)第006040GB01001号	商服、住宅	谷城经济开发区过山口街、彭家山、城关红石亮社区	42,001.15	3,746.79	出让	否
22	尚未办证	商服、住宅	谷城县城关镇邱家楼社区(北辰大道以北)	1,592.70	134.04	出让	否
23	尚未办证	工业用地	-	87,271.30	1,405.00	出让	否
24	尚未办证	公共建设用地	谷城县龚家河村	60,000.00	499.35	划拨	否
合计			-	-	1,641,365.69	102,914.40	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+长期借款+一年内到期的非流动负债+长期应付款

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。