

2018 年第一期、2019 年第一期谷城县建设
投资经营有限公司

**公司债券 2019 年跟踪
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【2019】跟踪第
【529】号 01

债券简称：
18 谷城 01/18 谷城建投
债 01
19 谷城 01/19 谷城建投
债 01

增信方式：保证担保
担保主体：重庆进出口融
资担保有限公司

债券剩余规模：7.0 亿元
(其中：18 谷城 01 剩余
4.0 亿元；19 谷城 01 剩
余 3.0 亿元)

债券到期日期：
18 谷城 01：2025 年 4 月
27 日
19 谷城 01：2026 年 4 月
26 日

债券偿还方式：每年付息
一次，在债券存续期的第
3-7 年末每年分别按照债
券发行总额的 20% 偿还
债券本金。

分析师
姓名：
蒋申 董斌
电话：
0755-82872532
邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

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

2018 年第一期、2019 年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
本期债券信用等级	18 谷城 01：AA+	18 谷城 01：AA+
	19 谷城 01：AA+	19 谷城 01：AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 24 日	18 谷城 01：2018 年 07 月 20 日 19 谷城 01：2019 年 04 月 11 日

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”）及其 2018 年 4 月 27 日发行的 2018 年第一期公司债券和 2019 年 4 月 26 日发行的 2019 年第一期公司债券（以下分别简称为“18 谷城 01”、“19 谷城 01”，统称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司业务持续性仍然较好，继续得到有力的外部支持，并且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安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力，偿债压力加大，且存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 公司业务持续性仍然较好。截至 2018 年 12 月末，公司已签订代建协议的主要在建和拟建项目总投资为 28.65 亿元，未来业务持续性较好。
- 公司继续获得有力的外部支持。2018 年公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金 9,900.00 万元，用于营运资金补贴，有效提升了公司的利润水平。
- 保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的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。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司建造合同形成的已完工未结算资产账面价值合计 16.59 亿元、公司开发成本账面价值为 3.08 亿元、储备用地账面价值为 6.22 亿元，上述资产合计占总资产的 52.94%；此外，应收账款和其他应收款规模合计 11.67 亿元，占总资产的 23.86%，存在一定的回收风险，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 2.95 亿元，收现比 0.60，经营活动现金流表现较差；截至 2018 年末，公司主要在建和拟建项目尚需投入资金 26.88 亿元，资金支出压力较大。
- **公司偿债压力加大。**2018 年末公司有息债务为 114,396.99 万元，较上年末增长 82.85%，资产负债率达 42.43%；2018 年 EBITDA 利息保障倍数由上年的 3.73 下降至 2.24，有息债务/EBITDA 由上年的 4.33 增长至 9.42，偿债压力加大。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 151,369.25 万元，占 2018 年末净资产的比例为 53.77%，均系对谷城县住房投资有限公司的担保，担保规模较大且未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	488,991.30	396,637.25	375,891.18
所有者权益	281,507.32	284,676.76	271,856.18
有息债务	114,396.99	62,562.50	78,470.00
资产负债率	42.43%	28.23%	27.68%
流动比率	3.43	5.41	7.14
营业收入	22,191.24	27,762.17	26,008.10
其他收益	9,900.00	11,537.00	0.00
利润总额	8,385.21	13,464.81	11,412.92
综合毛利率	14.46%	13.04%	13.04%
EBITDA	12,142.92	14,449.50	13,327.58
EBITDA 利息保障倍数	2.24	3.73	3.80
经营活动现金流净额	-29,544.86	7,368.83	-39,039.88

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

资料来源：重庆进出口担保2017-2018年审计报告及重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

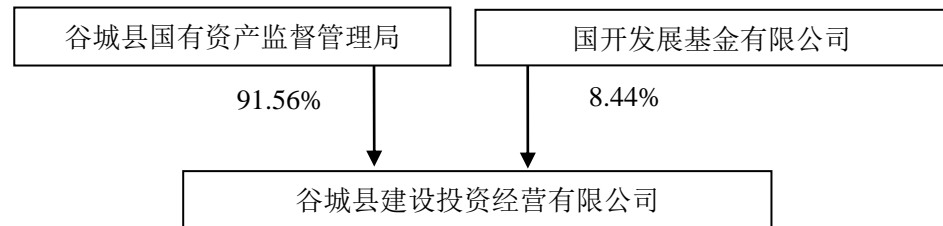
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年4月27日发行7年期4.0亿元2018年第一期公司债券（18谷城01），并于2019年4月26日发行7年期3.0亿元2019年第一期公司债券（19谷城01），募集资金原计划用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目以及补充流动资金。截至2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为35,518.83万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年4月末，公司注册资本为23,700.00万元，实收资本为21,700.00万元，谷城县国有资产监督管理局持有公司91.56%股权，仍为公司控股股东及实际控制人，公司股权结构见图1。

图1 截至2019年4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基础设施投融资及建设业务，2018年主营业务未发生重大变化。2018年，公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，系公司投资设立的谷城县工业产业投资有限公司，无不再纳入合并报表范围的子公司。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，详见附录二。

三、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，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持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，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，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扩张性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。

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

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。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。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

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 1 2018 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
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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	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

	[2018]23号)		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5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
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

2018年谷城县实现地区生产总值375.08亿元，同比增长8.1%。其中，第一产业实现增加值36.43亿元，同比增长3.3%；第二产业实现增加值238.94亿元，同比增长8.0%；第三产业实现增加值99.71亿元，同比增长10.4%，第二产业系拉动谷城县经济发展的主导力量。2018年谷城县人均GDP约为62,660元，略低于全国平均水平。

2018年谷城县工业生产平稳增长，全县规模以上工业增加值同比增长8.7%，增速较上年提高2.1个百分点。其中，规模以上股份制企业发展强劲，实现产值556.28亿元，同比增长16.5%，对全县工业生产的增长起着决定性的作用。从企业营业收入规模来看，过亿元的企业110家，过5亿元的企业17家，过10亿元的企业4家，过50亿元的企业1家，骆驼蓄电池公司主营业务收入达到90.85亿元。

2018年全县固定资产投资同比增长11.9%，其中，第一产业完成投资3.61亿元，同比下降41.9%；第二产业完成投资183.92亿元，同比增长42.3%；第三产业完成投资59.58亿元，同比下降30.2%。5,000万元以上项目投资225.81亿元，同比增长11.7%；5,000万元以下项目投资8.62亿元，同比增长45.5%；房地产开发完成12.68亿元，同比下降0.6%。采矿业、食品制造业、纺织业、电气机械和器材制造业和汽车制造业等支柱行业投资的大幅增长带动固定资产投资的增长。

表 2 谷城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	375.08	8.1%	344.10	7.9%
第一产业增加值	36.43	3.3%	39.80	3.6%
第二产业增加值	238.94	8.0%	216.10	7.1%
第三产业增加值	99.71	10.4%	88.20	11.8%
规模以上工业增加值	-	8.7%	-	6.6%
固定资产投资	-	11.9%	-	16.9%
社会消费品零售总额	135.10	12.0%	120.62	12.2%
出口总额（万美元）	19,114.00	33.1%	14,376.00	6.2%
存款余额	294.35	9.4%	269.13	15.4%
贷款余额	144.70	18.5%	122.07	18.0%
人均 GDP（元）		62,660		57,407
人均 GDP/全国人均 GDP		96.9%		97.0%

注：人均 GDP 按“地区生产总值/年末户籍人口数”估算；“-”表示数据未公开披露。
 资料来源：谷城县 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年谷城县实现公共财政收入14.61亿元，其中税收收入11.63亿元，占公共财政收入比重为79.6%；实现政府性基金收入3.41亿元；同期谷城县公共财政支出为48.33亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.23%。

四、经营与竞争

公司主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，2018年公司基础设施工程实现收入21,818.72万元，毛利率稳定在13.04%，受工程施工进度的影响，收入同比下降21.41%。2018年新增资金占用费和房屋出租业务，其中资金占用费系公司将资金借与湖北金洋冶金股份有限公司使用获得的利息收入，2018年实现资金占用费372.52万元，毛利率为100.00%；2018年公司新增房屋出租业务，计划将2018年收购的湖北科顿光电科技有限公司土地和房产（以下简称“科顿资产”）租赁给湖北优迪欧光电科技有限公司有偿使用，预计租赁协议于2019年签订，2018年确认成本9.38万元，暂未形成出租收入，新增业务未来将对公司的营业收入形成一定的补充。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施工程	21,818.72	13.04%	27,762.17	13.04%
资金占用费	372.52	100.00%	0.00	-
合计	22,191.24	14.46%	27,762.17	13.04%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司基础设施建设业务收入有所下滑，目前承建的大部分项目与政府签订了委托代建协议，业务持续性较好；公司在建和拟建项目较多，存在较大的资金压力

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〔2018〕4号），谷城县政府授权谷城县建设投资经营有限公司作为谷城县基础设施运作主体，明确公司作为谷城县基础设施项目法人并由双方签订项目投资建设与转让协议以确保项目顺利实施。公司与谷城县人民政府签订的《谷城县基础设施建设工程项目委托代建协议》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%。根据2018年12月28日谷城县财政局出具的2018年度基础设施建设投入确认的函（谷财函〔2018〕107号和谷财函〔2018〕110号），2018年公司确认了21,818.72万元收入，因代建管理费约定为投资成本的15%，公司基础设施建设业务毛利率保持稳定。

表4 2018年公司基础设施工程收入确认情况（单位：万元）

工程项目	成本	收入
党校、老年大学及妇儿活动中心	4,795.29	5,514.59
S303 省道改线建设项目	3,957.84	4,551.51
殡葬服务体系建设项目	2,877.75	3,309.41
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	2,202.72	2,533.13
产业新区三号路道路工程	1,610.32	1,851.87
G316 国道改扩建工程	1,106.43	1,272.40
城东片区棚户区改造项目	766.32	881.27
北河北路工程	684.94	787.68
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	426.50	490.47
三环大桥	219.43	252.34
汉十高铁站南大道项目	118.56	136.35
其他项目	206.69	237.70
合计	18,972.80	21,818.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前承建的基础设施建设工程较多，包括北河北路工程、产业新区三号路道路工程和三环大桥等项目，截至2018年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资为34.70亿元，累计已投资7.82亿元，尚需投资26.88亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的资金压力。其中本期债券募投项目之谷城县水厂工程项目建成后，预计年生产水量为3,194万

m³，年销售水量为2,585万m³，将通过售水实现年销售收入约5,688万元，在债券存续期间预计可获得收入24,458.00万元；本期债券募投项目之谷城县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，在债券存续期间预计可获得收入9,177.95万元。募投项目建成后将丰富公司的收入和利润来源，但能否产生预期收益存在不确定性。除本期募投项目谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目外，其余主要在建及拟建基础设施工程项目均与谷城县政府签订了代建协议，未来收入来源较有保障。

表 5 截至 2018 年 12 月 31 日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
谷城县水厂工程项目*	33,929.00	33,706.25
谷城县公铁客运中心建设项目*	26,523.00	52.30
北河北路工程	6,377.00	1,847.51
产业新区三号路道路工程	30,000.98	24,171.08
三环大桥	17,649.00	4,363.48
银城大道至北辰大道工程	13,805.00	6,999.03
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	10,103.00	979.55
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	2,719.63
谷城县殡葬体系建设项目	18,908.00	3,360.07
谷城县苗木培育及园林生态绿化建设项目	22,611.00	1.50
谷城县高铁新区路网工程建设项目	67,639.60	-
谷城县文化中心项目	43,173.29	-
合计	346,989.31	78,200.40

注：标*项目为本期债券募投项目，谷城县水厂工程项目已投资中包含应付工程款 2.32 亿元。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得有力的外部支持

2018年，公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金9,900.00万元，用于营运资金补贴，谷城县财政局对公司有力的支持有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2017年、2018年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2018年通过新增1家纳入合并报表范围的子公司，系公司投资设立的谷城县工业产业投资有限公司，

截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，详见附录二。

资产结构与质量

2018年公司资产规模保持增长，但土地资产占比较高，应收款项规模较大，整体资产流动性较弱

公司资产规模保持增长，截至2018年末，公司资产总额为488,991.30万元，同比增长23.28%。从资产结构来看，公司资产主要为流动资产，2018年末流动资产占总资产的比重为68.71%。

表 6 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,745.90	4.45%	25,964.80	6.55%
应收票据及应收账款	26,065.11	5.33%	11,458.31	2.89%
其他应收款	90,619.10	18.53%	43,754.77	11.03%
存货	196,647.31	40.21%	197,228.83	49.73%
流动资产合计	335,961.65	68.71%	279,057.38	70.36%
固定资产	15,318.80	3.13%	15,837.75	3.99%
在建工程	37,845.23	7.74%	11,270.37	2.84%
其他非流动资产	97,868.25	20.01%	89,650.97	22.60%
非流动资产合计	153,029.66	31.29%	117,579.87	29.64%
资产总计	488,991.30	100.00%	396,637.25	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产以货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货为主。截至 2018 年末，公司货币资金账面余额 21,745.90 万元，主要为银行存款，无使用受限款项。截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款账面价值为 26,065.11 万元，同比增长 127.48%，均为应收账款，系应收谷城县财政局的基础设施建设工程款，账龄在 3 年以内，未计提坏账准备。公司其他应收款主要为往来款、借款及少量备用金，2018 年末同比增长 107.11%，主要系新增谷城县财政局 1.59 亿元往来款、谷城县城东片区棚户区改造项目指挥部 1.22 亿元往来款、湖北谷城一飞汽车制造有限公司 1.10 亿元无息借款和湖北金洋冶金股份有限公司 1.00 亿元借款等所致¹。2018 年末公司应收政府及政府相关部门往来款项合计 4.34 亿元，应收外借未到期款项合计 4.61 亿元，对公司资金形成一定占用且存在一定的回收

¹ 湖北谷城一飞汽车制造有限公司、湖北金洋冶金股份有限公司均系民营企业。

风险。公司存货为建造合同形成的已完工未结算资产和开发成本，2018 年末建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为 165,861.70 万元，占存货比重为 84.34%；2018 年末存货中开发成本账面价值为 30,785.61 万元，主要为公司通过招拍挂方式取得的 9 宗出让土地使用权，其中一宗价值 1,405.00 万元的土地权证尚在办理中，两宗价值合计 3,906.42 万元的土地已抵押。

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，截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 15,318.80 万元，账面价值变化不大，其中房屋建筑物账面价值为 14,554.75 万元，已抵押房产占房屋建筑物的比重为 21.05%。2018 年末公司在建工程账面价值为 37,845.23 万元，同比增长 235.79%，主要为公司自筹资金建设的谷城县水厂一期项目、南水北调中线一期工程谷城县处理厂管网延伸工程和朗弘热交换系统制造基地项目等项目，上述项目均为公司自建项目。

其他非流动资产主要为储备用地和公司购买的资产。截至 2018 年末，其他非流动资产包括账面价值为 62,228.47 万元的储备用地、20,766.18 万元的红日资产、14,273.60 万元的骆驼资产和 600.00 万元的债权资产。2018 年政府收回账面价值为 9,341.50 万元谷城国用（2007）第 01-0216 号储备用地，使储备用地下降 13.05%；红日资产系 2017 年公司以 17,481.00 万元收购湖北谷城红日实业有限公司所属的土地和厂房资产，其中土地使用权面积 213,179.17 平方米，房屋建筑面积 55,591.00 平方米，原拟无偿提供湖北谷城一飞汽车制造有限公司使用 10 年，后计划按面积收取租金，已同企业洽谈出租协议，2018 年缴纳红日资产收购业务发生的相关税费金额为 3,285.18 万元使红日资产账面价值增长 18.79%。骆驼资产系 2018 年公司以 14,273.60 万元收购骆驼集团股份有限公司所属的土地、房屋建筑物和设备等资产，其中土地使用权面积 196,050.73 平方米，房屋建筑面积 81,413.58 平方米，未来将进行项目招商，通过收取租金及企业回购厂房的方式获取收益；债权资产为公司通过协议价 600.00 万元的取得的中国农业银行股份有限公司襄阳米公支行不良贷款资产包，资产包账面原值为 16,132.54 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，目前公司已与各债务单位发布律师函，但未来回收仍存在较大的不确定性。

总体上看，近年公司资产规模稳步增长，但公司资产中应收款项、工程建设投入及土地资产占比较高，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入有所下降，政府补贴对公司利润水平有较大提升

公司收入来源主要为承建的基础设施建设收入，2018年公司确认基础设施建设收入21,818.72万元，因2018年公司工作重点为招商引资使基础设施建设项目收入较2017年有所下降。因代建管理费约定为投资成本的15%，公司基础设施建设业务毛利率稳定在13.04%；截至2018年末，公司在建及拟建项目规模较大，未来业务收入来源较有保障。此外，2018年公司新增资金占用费和房屋出租业务，实现资金占用费372.52万元，毛利率为100.00%，对公司的营业收入形成一定的补充。2018年公司获得补贴收入9,900.00万元，占同期利润总额的比重为118.06%，政府补贴对公司利润水平有较大提升。

表 7 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	22,191.24	27,762.17
其他收益	9,900.00	11,537.00
营业利润	8,378.03	13,443.02
利润总额	8,385.21	13,464.81
综合毛利率	14.46%	13.04%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营现金流表现较差，在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

2018 年公司经营活动现金净流出 2.95 亿元，收现比上升至 0.60。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降，主要系公司支付谷城县财政局、谷城县城东片区棚户区改造项目指挥部和县汉十铁路建设指挥部等单位往来款以及新借与湖北谷城一飞汽车制造有限公司、湖北金洋冶金股份有限公司等企业款项。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金净流出 2.33 亿元，主要系谷城县水厂等在建工程投入增加以及公司支付收购红日资产、科顿资产和骆驼资产部分款项所致。

筹资活动方面，2018 年筹资活动现金净流入 4.86 亿元，主要系公司取得银行借款以及发行“18 谷城 01”债券获得融资资金所致。从公司目前在建及拟建项目来看，截至 2018 年末，公司在建及拟建项目尚需投入资金共计 26.88 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，2018 年公司经营活动表现较差，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 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.60	0.45
销售商品、提供劳务收到的现金	13,209.05	12,547.87
收到的其他与经营活动有关的现金	47,003.83	49,751.00
经营活动现金流入小计	60,212.88	62,298.87
购买商品、接受劳务支付的现金	12,698.48	14,692.61
支付的其他与经营活动有关的现金	76,161.54	39,323.30
经营活动现金流出小计	89,757.74	54,930.05
经营活动产生的现金流量净额	-29,544.86	7,368.83
投资活动产生的现金流量净额	-23,275.25	-15,367.78
筹资活动产生的现金流量净额	48,601.21	-3,760.71
现金及现金等价物净增加额	-4,218.90	-11,759.66

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模增长较大，偿债压力进一步增加

截至2018年末，公司所有者权益为28.15亿元，和上年末相比小幅下降，主要系政府收回账面价值为9,341.50万元谷城国用（2007）第01-0216号储备用地使其他资本公积减少所致。负债方面，2018年末公司负债总额达20.75亿元，同比增长85.32%，使得2018年产权比率上升至73.70%，公司权益对债务的覆盖程度有所弱化。

表 9 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	207,483.98	111,960.49
所有者权益	281,507.32	284,676.76
产权比率	73.70%	39.33%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，应付票据及应付账款账面余额为28,223.60万元，同比增长335.41%，均为应付账款，包括应付骆驼集团股份有限公司13,773.60万元和应付中国市政工程中南设计研究总院有限公司14,450.00万元。其他应付款主要为往来款和应付利息，2018年末其他应付款主要包括应付利息2,251.19万元、应付谷城县土地收购储备中心22,837.83万元、谷城县汉十铁路建设指挥部14,000.00万元、谷城县中药材公司9,900.00万元等款项。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款5,401.27万元和一年内到期的长期应付

款200.00万元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款（含一年内到期部分）包括45,854.65万元的质押借款和18,145.00万元保证借款。2018年末应付债券为“18谷城01”，年末余额为39,397.34万元。2018年末公司长期应付款（含一年内到期部分）主要为应付国开发展基金有限公司的1,800.00万元（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，谷城县国有资产监督管理局或谷城县人民政府实施购买，期间利息由公司支付。

表 10 2017-2018 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	28,223.60	13.60%	6,482.10	5.79%
其他应付款	49,438.92	23.83%	35,627.07	31.82%
一年内到期的非流动负债	5,601.27	2.70%	2,855.00	2.55%
流动负债合计	97,977.26	47.22%	51,542.00	46.04%
长期借款	58,598.38	28.24%	48,507.50	43.33%
应付债券	39,397.34	18.99%	-	0.00%
长期应付款	11,510.99	5.55%	11,910.99	10.64%
非流动负债合计	109,506.72	52.78%	60,418.49	53.96%
负债合计	207,483.98	100.00%	111,960.49	100.00%
其中：有息债务	114,396.99	55.14%	62,562.50	55.88%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为114,396.99万元，占负债总额的比重为55.14%，较2017年末增长82.85%，有息债务规模快速增长，偿债压力进一步增加。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2021年系公司有息债务集中到期日，存在一定的集中偿付风险。

表 11 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后	合计
长期借款	5,401.27	5,744.35	6,630.92	46,223.11	63,999.65
长期应付款	200.00	200.00	200.00	10,400.00	11,000.00
应付债券	0.00	0.00	8,000.00	32,000.00	40,000.00
合计	5,601.27	5,944.35	14,830.92	88,623.11	114,999.65

注：上表应付债券按发行规模 4 亿元测算，导致合计数同有息债务余额存在差别。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标上看，公司的流动比率和速动比率和上年相比均有所下降，公司流动资产中的土地资产账面价值合计3.07亿元，其中未抵押的土地占比87.28%，能为公司提供一定的财务弹性。由于总负债规模大幅增长，2018年末公司资产负债率上升至42.43%，2018年EBITDA利息保障倍数由上年的3.73下降至2.24，有息债务/EBITDA由上年的4.33增长至9.42，考虑到公司承担的建设任务较重，后续融资规模或将持续增加，偿债付息压力有可能进一步增加。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	42.43%	28.23%
流动比率	3.43	5.41
速动比率	1.42	1.59
EBITDA（万元）	12,142.92	14,449.50
EBITDA 利息保障倍数	2.24	3.73
有息债务/EBITDA	9.42	4.33

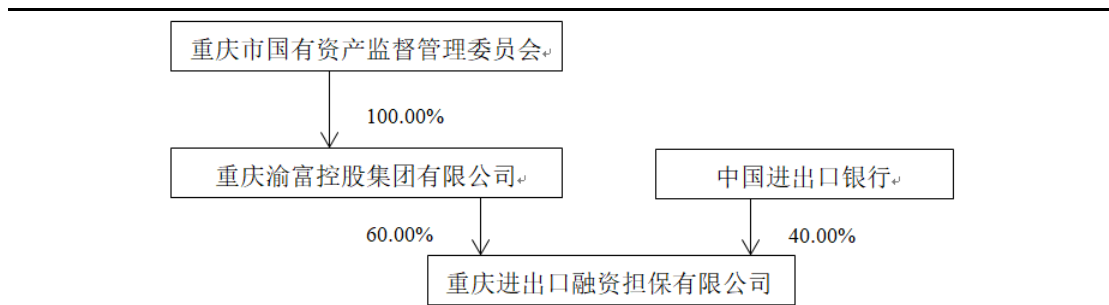
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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能有效提升本期债券的安全性

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。2018 年 9 月 4 日，重庆进出口担保第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至 2019 年 5 月末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为 300,000 万元，股东分别为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为 60.00% 和 40.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图 2 所示。

图 2 截至 2019 年 5 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

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。2016-2018年，重庆进出口担保分别实现营业收入 66,816.97 万元、53,323.91 万元和 45,379.63 万元，其中已赚担保费收入规模下降较为明显。从收入构成情况来看，已赚担保费、利息收入和投资收益占比分别为 59.90%、18.96% 和 18.73%，已赚担保费仍是重庆进出口担保最主要收入来源。

表 13 2016-2018 年重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%	47,753.83	71.47%
手续费及佣金收入	287.23	0.63%	41.75	0.08%	214.54	0.32%
利息收入	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%	7,174.64	10.74%
投资收益	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%	11,405.65	17.07%
其他业务收入	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%	243.79	0.36%
资产处置收益	0.00	0.00%	-0.99	0.00%	24.52	0.04%
其他收益	172.90	0.38%	79.00	0.15%	0.00	0.00%
营业收入	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%	66,816.97	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供

截至 2018 年 12 月末，重庆进出口担保资产总额 56.52 亿元，归属于母公司所有者权益为 35.43 亿元；2018 年重庆进出口担保实现营业总收入 45,379.63 万元，利润总额 17,527.99 万元。

表 14 重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
现金类资产	62,247.53	120,799.91	132,209.27
营业总收入	45,379.63	53,323.91	66,816.97
已赚担保费	27,181.82	33,714.78	47,753.83
利息收入	8,604.58	7,065.40	7,174.64
投资收益	8,500.25	11,385.96	11,405.65
利润总额	17,527.99	16,154.75	30,035.06
净资产收益率	4.39%	3.87%	7.60%
当期担保发生额	-	813,023	1,791,559
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58

当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%
---------	---	-------	-------

注：2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017-2018 年审计报告及重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，在已还清债务中，存在3笔欠息记录，根据湖北银行股份有限公司谷城支行出具的证明，其中首次发生日期为2016年3月20日和2016年5月23日的两笔合计金额为908,655.53元的欠息，结清日期为2016年6月6日，该两笔欠息系银行贷款系统调整还款计划导致；根据湖北谷城农村商业银行股份有限公司出具的证明，另外一笔金额为908.08元的欠息系银行账务处理问题，不属于公司拖欠。除此之外，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保对象单一且规模较大，存在较大的或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额合计151,369.25万元，占2018年末净资产的比例为53.77%，均系对国有企业谷城县住房投资有限公司的担保，担保规模较大且未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（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
谷城县住房投资有限公司	国有企业	67,500.00	2033/1/11	否
谷城县住房投资有限公司	国有企业	48,869.25	2036/5/30	否
谷城县住房投资有限公司	国有企业	35,000.00	2033/1/24	否
合计	-	151,369.25	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

公司作为谷城县人民政府明确的基础设施项目法人，在谷城县的基础设施项目规模较

大，未来业务可持续性较好；为支持公司基础设施建设业务的顺利进行，当地财政局通过财政补贴给予公司有力的支持；此外，重庆进出口担保提供的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。

同时，中证鹏元也关注到公司资产中土地和建造合同形成的已完工未结算资产占比较高，应收账款和其他应收款规模较大，存在一定的回收风险，公司资产整体流动性较弱；2018年公司经营活动现金净流出2.95亿元，经营活动现金流表现较差，且项目投资资金压力较大；公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大；此外，对外担保对象单一且规模较大也使公司面临较大的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	21,745.90	25,964.80	47,724.46
其他应收款	90,619.10	43,754.77	40,604.85
存货	196,647.31	197,228.83	172,970.96
流动资产合计	335,961.65	279,057.38	280,679.67
其他非流动资产	97,868.25	89,650.97	72,169.97
非流动资产合计	153,029.66	117,579.87	95,211.51
总资产	488,991.30	396,637.25	375,891.18
短期借款	0.00	0.00	9,870.00
应付票据及应付账款	28,223.60	6,482.10	0.00
其他应付款	49,438.92	35,627.07	19,365.19
一年内到期的非流动负债	5,601.27	2,855.00	4,600.00
流动负债合计	97,977.26	51,542.00	39,324.01
长期借款	58,598.38	48,507.50	52,800.00
应付债券	39,397.34	0.00	19,365.19
长期应付款	11,510.99	11,910.99	11,910.99
非流动负债合计	109,506.72	60,418.49	64,710.99
总负债	207,483.98	111,960.49	104,035.01
有息债务	114,396.99	62,562.50	78,470.00
所有者权益	281,507.32	284,676.76	271,856.18
营业收入	22,191.24	27,762.17	26,008.10
其他收益	9,900.00	11,537.00	0.00
营业利润	8,378.03	13,443.02	1,391.40
净利润	6,172.07	12,820.58	10,939.60
经营活动产生的现金流量净额	-29,544.86	7,368.83	-39,039.88
投资活动产生的现金流量净额	-23,275.25	-15,367.78	-3,687.78
筹资活动产生的现金流量净额	48,601.21	-3,760.71	55,587.52
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	14.46%	13.04%	13.04%
收现比	0.60	0.45	0.32
产权比率	73.70%	39.33%	38.27%
资产负债率	42.43%	28.23%	27.68%
流动比率	3.43	5.41	7.14
速动比率	1.42	1.59	2.74
EBITDA（万元）	12,142.92	14,449.50	13,327.58

EBITDA 利息保障倍数	2.24	3.73	3.80
有息债务/EBITDA	9.42	4.33	5.89

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
谷城县市政工程投资建设有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
谷城县水利工程投资建设有限公司	20,000.00	100.00%	水利工程投资
谷城县水务有限公司	5,000.00	100.00%	集中式供水
谷城县工业产业投资有限公司	20,000.00	100.00%	工业项目、建设工程项目的投资、建设和管理

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。