

贵州金凤凰产业投资有限公司

2019 年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【2019】第 Z
【265】号 01

分析师

姓名：
钟继鑫 邓艰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 06 月 10 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

贵州金凤凰产业投资有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：10 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：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

债券偿还方式：按年付息，分次还本，在债券存续期的第 3 年末起分别按照债券发行总额 20% 的比例分期偿还本金

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”）对贵州金凤凰产业投资有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行总额 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到较好的外部环境为公司发展提供了良好基础，公司收入来源多样化，工程业务可持续性较好，且持续获得很大的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保可有效提升本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司资产流动性偏弱，公司经营活动现金流表现较差，在建工程项目较多，资金支出压力较大，电解铝业务盈利能力弱，短期内难以改善，公司偿债压力较大，以及面临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。2016-2018 年兴仁市分别实现地区生产总值为 132.75 亿元、151.93 亿元和 164.53 亿元，分别增长 13.90%、14.45% 和 12.30%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司收入来源较为丰富，工程业务可持续性较好。2018 年公司营业收入中土地出让业务、电解铝销售业务、工程收入分别占 46.25%、40.58% 和 10.56%，收入来源较为丰富。公司已完工待政府购买及在建政府委托代建项目账面价值为 24.55 亿元，全部已签订代建协议，该业务后续可持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度很大。**公司作为兴仁市基础设施重要平台，股东在资产注入等方面给予了公司大力支持，近三年注入扶持资本金和资产合计 35.00 亿元；此外，2016-2018 年公司共收到政府补贴 8.46 亿元，有效地提升了公司的盈利水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其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信用水平。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司资产以存货（土地资产及项目开发成本）及固定资产为主，占总资产比例分别为 52.09%、22.47%，其中存货中已抵押土地账面价值为 13.17 亿元，占存货土地资产总价值的 17.61%。
- **公司经营活动现金流表现较差，在建工程项目较多，资金支出压力较大。**2016-2018 年公司经营活动现金流累计净流出 29.80 亿元。截至 2018 年末，在建代建及自主经营项目未来尚需投入 66.70 亿元，随着投资项目建设的推进，公司资金支出压力较大。
- **电解铝业务盈利能力弱，短期内难以改善。**2018 年，公司投资建设的第一条电解铝生产线投产，并实现生产销售收入 72,530.83 万元，占营业收入比重为 40.58%，当前盈利能力较差，毛利率为-24.28%。当前电解铝行业景气度较低，电解铝相关产品价格仍处于低位，未来该项目盈利能力存在一定不确定性。
- **公司偿债压力较大。**公司资产负债率由 2016 年 36.24% 提升至 2018 年的 51.79%。截至 2018 年末，公司有息债务规模为 40.95 亿元。未来公司仍存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外提供担保金额为 60.61 亿元（不含担保子公司），占期末净资产比例为 67.09%，主要担保对象为国企及事业单位，但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,941,735.00	1,449,531.19	1,126,787.69
所有者权益合计	903,378.56	756,947.45	716,401.75
有息债务	409,479.24	465,476.78	337,460.00
资产负债率	51.79%	45.32%	36.24%

流动比率	2.16	3.71	5.08
营业收入	178,718.96	65,672.05	64,787.91
补贴收入	42,012.00	22,740.00	19,880.65
利润总额	21,424.50	20,491.21	19,858.24
综合毛利率	6.18%	9.50%	8.96%
EBITDA	38,297.63	27,206.69	25,892.30
EBITDA 利息保障倍数	12.64	8.82	10.19
经营活动现金流净额	13,169.40	-10,391.13	-300,741.88

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益合计	686,503.67	661,430.73	645,880.57
融资担保责任余额*	4,719,862.32	2,532,665.80	3,262,135.72
准备金覆盖率*	6.08%	10.50%	7.51%
融资担保放大倍数*	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%
累计代偿回收率*	53.91%	44.23%	44.78%

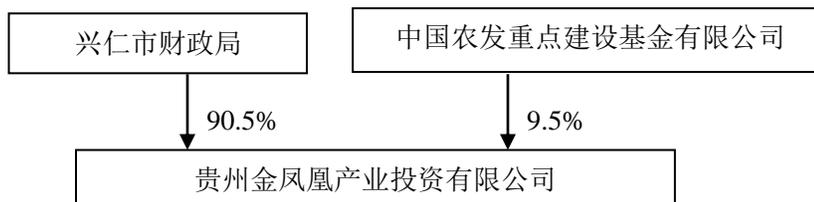
注：（1）“*”表示数据为母公司口径。（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。（3）融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2016-2017 年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018 年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：三峡担保 2017-2018 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系经兴仁市人民政府（以下简称“兴仁市政府”）常务会议纪要（仁府常议【2011】13号文件）批准，于2011年10月21日由兴仁市财政局出资成立，注册资本为36,210.00万元，初始实收资本为340.00万元。2012年2月24日，根据兴仁市人民政府《关于同意注入金凤凰公司资本金的批复》（仁府复【2012】31号）、兴仁市人民政府《关于同意注入金凤凰公司资本金的批复》（仁府复【2012】32号）以及公司《关于增加贵州金凤凰产业投资有限公司注册资本金的纪要》，兴仁市财政局对公司增资35,870.00万元，其中货币出资10,523.00万元，土地使用权出资25,347.00万元，公司实收资本增至36,210.00万元。2017年9月5日，公司收到中国农发重点建设基金有限公司的新增注册资本3,800万元，增资后注册资本为40,010万元。本次增资后公司股权结构为：兴仁市财政局，持股比例90.5%，认缴出资额36,210万元；中国农发重点建设基金有限公司，持股比例9.5%，认缴出资额3,800万元。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为40,010万元，控股股东和实际控制人均为兴仁市财政局。

图1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要承担兴仁市的基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。

截至2018年12月末，纳入公司合并范围的一级子公司共计5家，具体情况详见表1。

表1 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
兴仁市金凤凰融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	融资担保业务
兴仁市金凤凰物管有限公司	1,200.00	100.00%	物业管理
兴仁市金凤凰水务有限公司	36,000.00	100.00%	自来水生产与供应，污水处理及管理
贵州薏苡酒业有限公司	500.00	60.00%	健康酒类生产和销售

贵州兴仁登高新材料有限公司	100,000.00	51.00%	复合材料、高分子材料、金属材料生产与销售
---------------	------------	--------	----------------------

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

二、本期债券概况

债券名称：2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司债券；

发行总额：10亿元；

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，分次还本，即在债券存续期第3个计息年度开始逐年按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金；

增信方式：三峡担保为本期债券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总额为10.00亿元，其中6.00亿元用于兴仁工业园陆官轻工区标准厂房，3.00亿元用于贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场，剩余1.00亿元用于补充公司营运资金，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：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
兴仁工业园陆官轻工区标准厂房	148,400.00	60,000.00	40.43%
贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	51,100.00	30,000.00	58.71%
补充营运资金	-	10,000.00	-
合计	199,500.00	100,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）兴仁工业园陆官轻工区标准厂房

1、项目概况及建设进度

兴仁工业园陆官轻工区标准厂房项目位于兴仁市民建乡陆官瓦窑寨309省道公路旁，总用地面积82.40万平方米，总建筑面积约120.00万平方米，建设内容包括A型多层标准厂房70栋、B型多层标准厂房20栋、C型多层标准厂房7栋、完善道路、停车场、供电、给排水、消防、绿化环保等公用及辅助工程。该项目于2011年7月开始投入建设，计划建设周期为25个月，预计总投资14.84亿元。截至2018年末，已完成项目工程进度的72%，已投入

资金10.70亿元，建成并移交至承租方的厂房面积约55.00万平方米。受公司经营及融资计划调整影响，标准厂房建设计划慢于规划进度。

2、项目审批情况

截至2018年末，该项目审批情况如表3所示：

表 3 截至 2018 年末兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目审批情况

序号	审批部门	审批内容	文号
1	兴仁市人民政府发展和改革委员会办公室	《关于对兴仁市陆官轻工产业聚集区 120 万平方米标准厂房建设项目可行性研究报告的批复》	仁发改批【2011】33号
2	黔西南州环境保护局	《关于对兴仁工业园区轻工区 120 万平方米标准厂房建设项目环境影响报告表的批复》	州环审【2011】86号
3	兴仁市国土资源局	不动产权证《黔（2017）兴仁市不动产权第0000700号》	-
4	兴仁市住房和城乡建设局	《建设项目选址意见书》	选字第520000201104328号
5	兴仁市住房和城乡建设局	《建设工程规划许可证》	建字第520000201119500号
6	兴仁市住房和城乡建设局	《建设用地规划许可证》	地字第520000201119275号
7	兴仁市项目建设社会稳定风险评估领导小组办公室	《兴仁市项目建设社会稳定风险评估登记表》（兴仁工业园陆官轻工区 120 万平方米标准厂房项目）	-
8	兴仁市节能减排监察大队	《固定资产投资节能登记表》	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目经济效益

兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目收入来源为标准厂房出租收入，该项目建成后由公司运营并获取收益。根据洛阳规划建筑设计有限公司出具的《兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目可行性研究报告》，该项目经营计算期为15年，计算期内可出租面积114.00万平方米，从计算期第四年开始实现出租收入；依据《兴仁市人民政府关于园区建设相关事宜的县长办公会议纪要》以及参考瓦寮寨标准化厂房的标准，兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房的出租价格按照五层结构标准厂房租金为8元/平方米·月、单层结构标准厂房为16元/平方米·月进行估算，出租均价为10元/平方米·月，租金每三年上涨15%。综上所述，该项目在债券存续期净收益6.60亿元；项目运营期净收益为17.37亿元，未来厂房的出租价格及租金上涨速度是否能达到可研报告的预期，存在不确定性；该募投项目通过出租实现收益易受当地经济发展、招商引资情况影响。

表 4 兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目收益估算表（单位：亿元、万平方米、元/平方米·月）

项目名称	合计	存续期（年）						
		1	2	3	4	5	6	7
项目总收入	7.44	0	0.65	0.86	1.22	1.57	1.57	1.57
租金收入	7.44	0	0.65	0.86	1.22	1.57	1.57	1.57
出租率	-	0%	45%	60%	85%	95%	95%	95%
厂房出租面积	-	0	54	72	102	114	114	114
厂房出租单价	-	0	10	10	10	11.5	11.5	13.23
净收益	6.60	-0.05	0.52	0.76	1.10	1.43	1.43	1.42

资料来源：《兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

（二）贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场

1、项目概况及建设进度

该项目位于兴仁市城南街道办事处杨泗屯居委会、真武山街道办事处马家屯居委会，占地面积618亩，总建筑面积12.80万平方米。建设内容主要包括冻库2万平方米、仓库6万平方米、国际电子信息交易中心0.8万平方米、薏仁米粗加工及农产品交易中心3万平方米、国际薏仁米文化展示中心1万平方米、货场2万平方米、停车场1万平方米、道路4.5公里及附属配套工程。该项目计划建设周期为3年，总投资5.11亿元，拟使用本期债券募集资金3.00亿元，其余资金通过银行贷款和自有资金等渠道筹集。该项目原计划2016年1月开工，建设工期原计划36个月，但由于资金到位时间延迟，实际开工时间为2017年10月，截至2018年末，已投入12,513.66万元。

2、项目审批情况

截至2018年末，该项目审批情况如表5所示：

表 5 截至 2018 年末兴仁市薏仁米国际交易市场项目审核情况

序号	审批部门	审批内容	文号
1	兴仁市发展和改革委员会	《关于贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场可行性研究报告的批复》	仁发改批【2016】30号
2	兴仁市环境保护局	《关于对贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场环境影响报告表的批复》	仁环审【2016】10号
3	兴仁市国土资源局	《关于贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场用地的预审意见》	仁国土资函【2016】24号
4	兴仁市住房和城乡建设局	《建设项目选址意见书》	选字第520000201604726号
5	兴仁市住房和城乡建设局	《建设工程规划许可证》	建字第520000201607547号
6	兴仁市住房和城乡建设局	《建设用地规划许可证》	地字第520000201609142号
7	兴仁市项目建设社会稳定	《兴仁市项目建设社会稳定风险评估登	-

	风险评估领导小组办公室	记表》(贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场建设项目)	
8	兴仁市节能减排监察大队	《固定资产投资节能登记表》	仁节能【2016】59号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目经济效益

根据《贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场可行性研究报告》，项目建成后通过出租获得项目收益，由公司负责运营。租金收入方面，冻库建筑面积2万平方米，租金35元/平方米·月；仓库建筑面积6万平方米，租金30元/平方米·月；国际电子信息交易中心建筑面积0.8万平方米，租金35元/平方米·月；薏仁米粗加工及农产品交易中心建筑面积3万平方米，租金50元/平方米·月；国际薏仁米文化展示中心建筑面积1万平方米，租金40元/平方米·月；租金每年上涨5.00%。项目建设期共三年，建设期内无收入，建成后产生出租收入。出租率按照第四年70%、第五年80%、第六年85%、第七年95%，第八年及以后出租率占面积的100%计算。综上所述，该项目在债券存续期内净收益1.58亿元；项目运营期净收益5.78亿元。该募投项目主要通过出租收入实现收益，易受当地经济发展、招商引资情况影响。

表 6 贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场项目收益估算表（单位：亿元）

项目名称	合计	存续期（年）						
		1	2	3	4	5	6	7
总收入	2.69	0.00	0.00	0.39	0.47	0.53	0.62	0.68
出租收入	2.69	0.00	0.00	0.39	0.47	0.53	0.62	0.68
其中：冻库	0.4	0.00	0.00	0.06	0.07	0.08	0.09	0.1
仓库	1.03	0.00	0.00	0.15	0.18	0.2	0.24	0.26
国际电子信息交易中心	0.16	0.00	0.00	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04
薏仁米粗加工及农产品交易中心	0.87	0.00	0.00	0.13	0.15	0.17	0.20	0.22
国际薏仁米文化展示中心	0.23	0.00	0.00	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06
净利润	1.58	0.00	0.00	0.21	0.26	0.30	0.38	0.43

资料来源：《贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场可行性研究报告》，中证鹏元整理

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 7 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	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

	规范企业债券发行工作的几点意见》		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、永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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

受第三产业带动，兴仁市区域经济实力不断增强，但整体经济规模较小

兴仁市位于贵州省西南部黔西南布依族苗族自治州，总面积1,785.00平方公里。兴仁市地处黔、滇、桂三省（区）结合部，市境距南昆铁路兴义火车站约42公里、郑屯站约51公里、贞丰白层港约56公里、南盘江水运码头约70公里、兴义万峰林机场约50公里，交通便利。截至2018年末，兴仁市下辖东湖、城北、城南、真武山4个街道办事处和城关、巴铃、百德等11个镇及鲁础营回族乡，居住着汉、布依、苗、回、彝、黎、仡佬族等16个民族。2018年8月，兴仁正式撤县立市，9月正式退出国家级贫困县名单。2018年兴仁市人均生产总值3.92万元，仅为国内人均生产总值的55.53%。

兴仁市矿产资源主要有煤、金、锑、汞、铈、硫磺、大理石、重晶石、石灰石等。其中煤的远景储量超过45亿吨，是国家地质储量机构认定的“兴仁煤田”；黄金探明氧化矿可采储量6.25吨，原生矿远景储量超过100吨。农产品方面，兴仁市盛产薏仁米，是国内薏仁米最大的生产集散基地，被中国粮食协会授予“中国薏仁米之乡”称号。兴仁市境内文物、民族文化及旅游资源较丰富。兴仁市境内有放马坪风景区、清水河景区、鲤鱼湖、真武山、明代遗址马乃兵营和安逸土司、寿福寺等自然风景及人文景观资源。

2016-2018年，兴仁市全市地区生产总值分别为132.75亿元、151.93亿元和164.53亿元，按可比价计算增长率分别为13.90%、14.45%和12.30%，增速较快，但是整体经济规模仍偏弱。全市三次产业结构从2016年的20.3:31.8:47.9调整为2018年的17.8:32.5:49.6，第一产业增加值占比有所下降，第三产业是兴仁市主要经济产业。

兴仁市工业主要以生产煤炭、水泥、电力和黄金等产品为主，煤炭行业仍是第二产业的主导力量，2018年兴仁市煤炭行业累积完成工业增加值23.94亿，同比增长6.1%，占总工业增加值的58.02%。

兴仁市经济发展以第三产业为主。其中，兴仁市旅游业发展较为突出，截至2018年末，完成放马坪景区一期花海、滑草场、集散中心等工程；完善打鱼凼、马金河、鲤鱼坝、绿荫河、黔仁茶、薏品田园等景区建设；启动大硝洞景区规划。其中，打鱼凼、鲤鱼坝列为省级水利风景区。此外，2016年，兴仁市被评为国家电子商务进农村示范县，建成薏品田园小镇电子商务和快递物流一条街，入驻企业13家，电商产业快速发展。

兴仁市固定资产投资保持高速增长，近三年兴仁市完成固定资产投资增速均在20%左右。2018年，兴仁市社会消费品零售总额为22.54亿元，增速明显放缓且整体规模仍较小。

表 8 2016-2018 年兴仁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	164.53	12.30%	151.93	14.45%	132.75	13.90%
第一产业增加值	29.31	6.80%	28.62	6.30%	26.99	6.20%
第二产业增加值	53.54	12.00%	48.50	11.80%	42.15	13.50%
第三产业增加值	81.68	14.50%	74.81	17.50%	63.58	17.70%
固定资产投资	-	19.10%	149.03	22.50%	121.60	21.80%
社会消费品零售总额	22.54	7.50%	21.88	12.40%	19.50	12.70%
存款余额	142.58	0.08%	141.45	1.76%	139.00	17.87%
贷款余额	17.20	17.20%	120.47	25.69%	95.84	11.60%
人均 GDP（万元）	3.92		3.63		3.17	
人均 GDP/全国人均 GDP	55.53%		60.85%		59.26%	

注：2018 年固定资产投资增长率数据口径为投资规模 500 万以上且含房地产开发。

资料来源：2016-2017 年兴仁市国民经济和社会发展统计公报，2018 数据来源于兴仁市统计局

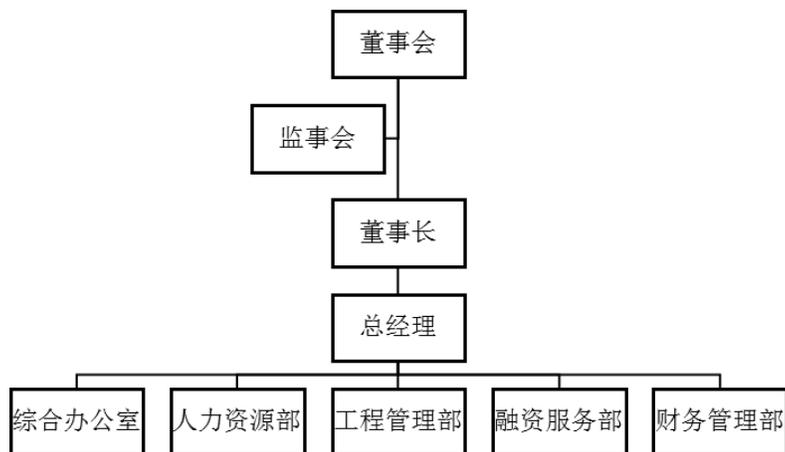
2018年兴仁市实现公共财政收入15.95亿元，同比增长5.21%。其中税收收入11.15亿元，占公共财政收入比重为69.91%。2018年，兴仁市实现政府性基金收入14.31亿元，同比增长257.75%。同期兴仁市公共财政支出为46.50亿元，同比增长11.75%，财政自给率为34.30%。

五、公司治理与管理

公司是经兴仁市政府常务会议纪要（仁府常议【2011】13号文件）批准成立的有限责任公司。公司设立了董事会、监事会和五个职能部门。公司根据《公司法》和《企业国有资产法》等有关法律，制定了《贵州金凤凰产业投资有限公司章程》，按照现代企业制度建立并逐步完善法人治理结构。公司不设股东会，董事会由5名董事组成，其中职工董事1名，由职工大会或职工代表大会选举产生，其余董事按照有关规定委派。公司设总经理1人，实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。公司监事会由3位成员组成，设监事会主席1名，监事2名，由市政府任命，按照有关规定在监事会成员中指定。

公司在组织机构设置方面，以高效、精简为原则，根据公司定位、业务特点及业务需要设置综合办公室、人力资源部、工程管理部、融资服务部和财务管理部。公司目前的组织结构如图2所示。

图2 截至 2018 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要承担兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝生产销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务；营业收入主要来源于和基础设施建设有关的工程、土地转让和电解铝销售收入。2016-2018年公司分别实现营业收入64,787.91万元、65,672.05万元、178,718.96万元。2016-2017年工程收入占公司营业收入的比重均在94%以上，2018年公司自有在建基础设施建设工程有所暂缓，使得工程收入大幅下降。但公司新增土地转让和电解铝销售两部分收入，分别占2018年收入的46.25%和40.58%，成为公司的主要收入来源。此外，厂房出租、物业管理、担保等业务为公司收入提供一定补充。

2016-2018年，公司综合毛利率分别为8.96%、9.50%、6.18%。其中工程收入毛利率受税费营改增影响，2017年以后毛利率下降了0.24个百分点；厂房出租毛利率有所提高，主要系2017-2018年园区维护成本大幅下降所致。2018年新增业务中，土地转让收入业务毛利率较高，为30.21%，但电解铝销售收入毛利率为负，主要系电解铝业务起步阶段电解槽需陆续起槽，起槽期间电费成本偏高。

表 9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地转让收入	82,653.37	30.21%	-	-	-	-

电解铝销售收入	72,530.83	-24.28%	-	-	-	-
工程收入	18,878.39	8.85%	62,339.90	8.85%	61,495.40	9.09%
厂房出租收入	2,959.89	21.86%	2,881.32	22.47%	2,986.97	6.97%
担保费收入	219.16	100.00%	282.38	100.00%	167.29	100.00%
白酒销售收入	37.60	39.54%	69.32	48.96%	87.65	-10.40%
物业管理收入	92.59	33.05%	54.90	-145.81%	50.60	-297.67%
水费收入	89.03	-173.28%	44.23	-371.22%	-	-
废料销售收入	1,248.78	100.00%	-	-	-	-
其他收入	9.34	100.00%	-	--	-	-
合计	178,718.96	6.18%	65,672.05	9.50%	64,787.91	8.96%

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

受当地财政资金安排影响，公司工程收入波动较大，但在建委托代建项目规模较大，后续业务可持续性较好

公司是兴仁市基础设施建设投资及相关土地开发整理业务主体，近年先后完成了巴铃重工业园和陆官轻工聚集区的土地开发整理、兴仁大道改造工程、城区土地开发整理等多个基础设施建设项目。公司基础设施建设项目主要以“企业投资建设、政府一次性购买、资金分期支付”的模式运作，主要项目均与兴仁市政府签订政府委托代建协议书（以下简称“代建协议”）。根据代建协议，公司自行筹集项目建设资金及对项目进行投融资和建设管理，项目竣工后出具竣工审计报告或决算报告，兴仁市人民政府根据相应报告核定的金额加成10.00%确定购买款，并签订政府购买协议；购买款项由兴仁市财政局分三期支付，分别于项目竣工决算当年支付60.00%，第二年支付30.00%，第三年支付10.00%。在实际情况中，公司根据每年的政府购买协议按照决算金额的110%确认收入，根据兴仁市财政局各年拨款文件回收资金。

2016-2018年公司分别确认工程收入6.15亿元、6.23亿元和1.89亿元，2018年收入有所降低，主要系2018年由于政府重点开展脱贫相关基础设施建设工作，公司自有在建基础设施建设工程有所暂缓，使得工程收入大幅下降。脱贫项目与其它工程项目一样，也采用委托代建的模式，且均已经签署代建协议。由于基础设施建设项目均按照政府购买协议约定的统一回报率结算，公司工程业务毛利率表现稳定，2017年由于税费营改增落地，原先收入中包含营业税部分被削减，导致毛利率小幅下滑。

表 10 2016-2018 年公司工程收入、成本明细（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入	政府购买单位
2018 年	兴仁市 2015 土地整治项目	17,207.74	18,928.51	兴仁市人民政府
	小计	17,207.74	18,928.51	
2017 年	土地开发整理	5,600.53	6,160.58	兴仁市人民政府

	兴仁市 2015 土地整治项目	51,222.57	56,344.83	兴仁市人民政府
	小计	56,823.10	62,505.41	-
2016 年	土地开发整理（巴铃重工区）	3,313.58	3,644.94	兴仁市人民政府
	土地开发整理（城区）	19,620.71	21,582.78	兴仁市人民政府
	园区	12,692.17	13,961.38	兴仁市人民政府
	2015 土地整治项目	20,278.45	22,306.29	兴仁市人民政府
	小计	55,904.91	61,495.39	-

注：2017、2018 年工程收入与审计报告数据不一致系税费“营改增”后，会计收入确认方法改变。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司已完工政府尚未购买项目的账面价值为0.80亿元，计入公司存货中开发成本科目，规模较小，未来通过政府购买实现收入。该等项目预计未来可以为公司带来0.88亿元的收入。均已签订代建协议，目前因相关手续尚未办妥，尚未签订政府购买协议。未来该部分收入确定性较高。

表 11 截至 2018 年 12 月 31 日公司已完工尚未回购项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类别	建设期限	账面价值	是否签订政府购买协议
兴仁市金凤凰大道南延伸段道路工程	道路	1 年	5,083.58	否
兴仁经济开发区巴铃重工区路网工程	道路	1 年	1,434.95	否
陆关创业园创业路一期工程	道路	8 个月	1,446.95	否
合计	-	-	7,965.48	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建政府委托代建项目所需总投资约为73.61亿元，已投入资金23.76亿元，全部计入存货开发成本。未来尚需投入至少50.98亿元，业务可持续性较好。同时，所有在建项目均已经签订代建协议，未来通过政府购买实现收入，收入持续性较好。

表12 截至2018年末公司在建政府委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类别	总投资	账面价值	是否签订政府委托代建协议
农村基础设施建设	基建	133,328.00	95,745.47	是
飞跃大道	道路	28,647.20	4,514.46	是
打鱼函滨湖路	道路	16,859.04	4,215.85	是
金凤凰大道	道路	12,469.38	6,635.27	是
兴仁六中	基建	15,180.00	3,709.29	是
兴仁市职业技术学校	基建	23,230.10	20,812.18	是
兴仁一中	基建	30,839.00	17,472.22	是
土地开发整理（陆关、巴铃）	土地整理	6,790.00	5,778.14	是

运煤专线	道路	40,150.00	3,020.26	是
巴铃旅游小镇	基建	36,591.26	18,241.25	是
组租通道建设	道路	16,726.32	8,859.00	是
巴铃重工业区基础设施配套	基建	28,647.20	18,436.21	是
鲁础营回族乡小城镇建设	基建	29,137.20	5,500.00	是
脱贫攻坚	基建	317,529.00	13,360.05	是
零星工程	-	-	11,270.73	是
合计	-	736,123.70	237,570.38	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司新增土地出让收入，公司可供出让土地规模较大，但该业务未来收入具有较大不确定性

为推进公司发展，未来兴仁市自然资源局会将贵州省政府批复给兴仁市的建设用地通过“招拍挂”出让给公司，完成土地一级市场交易，公司再根据市场价格完成土地二级市场交易。2018年公司通过兴仁市自然资源局公开“招拍挂”出让3块公司自有土地，出让的土地面积共计73.77万亩，其中工业用地27.12万亩，商业用地46.65万亩。

公司土地出让业务毛利率为30.21%，毛利率较高，主要系当地土地价格有所上升所致。截至2018年末，公司可供出让的土地账面价值合计74.79亿元，未抵押且非划拨的土地面积421.24万平方米，账面价值59.34亿元，但未来土地出让计划受当地规划政策和房地产市场影响较大。因此公司未来土地出让收入具有较大不确定性。

表 13 土地转让收入确认明细（单位：万元）

地块	确认成本	确认收入
仁国用 2014（0002）号	17,760.00	-
仁国用 2014（0003）号	23,052.80	-
仁国用 2014（0004）号	15,172.00	-
合计	55,984.80	82,653.37

注：上表确认成本合计数与审计报告土地出让成本偏差为补缴土地增值税部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电解铝销售业务收入规模大，随着新增产能的建成投产，成本有望下降，但受政策和行业景气度影响，盈利能力存在一定不确定性

公司电解铝销售业务主要来自于300kt/a铝板带加工及配套铝液工程项目，该项目由公司子公司贵州兴仁登高新材料有限公司重点建设，厂址位于贵州省兴仁工业园巴铃重工业区。已于2016年末与贵州路兴实业有限公司（以下简称“路兴实业”）签订代管协议，同时与中国有色金属工业第十四冶金建设公司签订工程建设合作框架，并于2017年10月正式签订代建施工合同。该项目总投资38亿元，目前已完成投资31.78亿元，一条电解槽已投

产。资金全部由公司自主筹措，用于厂房及电解槽建设，建设周期为3年。目前该项目由路兴实业负责生产运行管理，根据产能情况按每吨协议价格支付生产运行代管费用，当前产能下管理费用为150元/吨，年产量达到25万吨和50万吨后，分别为100元/吨、80元/吨。全部计入成本。

截止2018年末，公司目前已经投产一条生产线，具备铝水生产能力8万吨，预计2019年将达到25万吨。2018年，公司共生产铝水5.78万吨，销售铝水5.76万吨，销售均价12,602.64元/吨。产品全部销售给贵州锦兴轻合金装备制造有限公司（以下简称“锦兴装备”），公司通过控股子公司持有其30%股权。在当前电解铝产能及产量较小情况下，电力成本较高，导致该业务目前毛利率为负，2019年随着生产线进一步投产，公司电解铝产能有望达到25万吨，新增产能也将优先销售给锦兴装备，未来随着生产规模加大，成本有望下降。但考虑到当前政策法规对电解铝产能存在指标限制，且铝价格处于低位，地区电价优势逐步减弱，该电解铝项目未来盈利能力仍存在一定的不确定性。

公司在建自主运营项目规模较大，预计未来将拓宽公司的收入渠道，资金压力较大

公司在建自主运营项目主要包括兴仁工业园陆官轻工区标准厂房、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场、巴铃重工区供水（一期）工程、300kt/a铝板带加工及配套铝液工程，收入来源包括出租、供水、污水处理和产品销售等。

表 14 截至 2018 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	收益模式
陆官轻工区（标准厂房）	148,400.00	107,012.35	租赁
黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	51,100.00	12,513.66	租赁
300kt/a 铝板带加工及配套铝液工程	380,000.00	317,839.75	产品销售
巴铃重工区供水（一期）工程	15,964.02	4,752.18	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	5,924.63	2,105.97	收费
合计	601,388.65	444,223.91	-

注：300kt/a 铝板带加工及配套铝液工程项目已超预算，目前暂无最新预算；巴铃重工区供水（一期）工程已投资含巴铃重工区棕树坪蓄水池工程项目。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

兴仁工业园陆官轻工区标准厂房及贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场系本期债券募投项目，其中，兴仁工业园陆官轻工区标准厂房通过出租厂房获取租金收入，可出租面积为114.00万平方米，建成后可实现租金收入为8-16元/平方米·月，目前已移交至承租方的厂房面积约55.00万平方米。2016-2018年分别已实现厂房出租收入2,986.97万元、2,881.32万元、2,959.89万元，对公司营业收入形成一定补充。随着厂房的逐步建成和入驻

企业的增加，未来公司的厂房出租收入还将持续增加；贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场总建筑面积12.80万平方米，依据仓库、冻库、交易中心等不同出租功能，建成后可实现租金收入为30-50元/平方米·月。

公司通过子公司兴仁市金凤凰水务有限公司为陆官轻工区及巴铃重工区提供工业用水和污水处理服务。在供水方面，已于2016年末建成的小寨取水工程已经于2017年7月投入使用，目前只供巴铃重工区使用，未来将覆盖巴铃镇生活供水，当前产能3万吨/天，生活供水价格2.5元/吨，工业供水价2.08元/吨。公司当前在建的巴铃重工区供水一期工程，根据项目可行性研究报告，预计该项目建成后年水费收入可达7,200.00万元。在污水处理方面，轻工区污水处理厂已建成并投产，预计年收入为540.00万元。巴铃重工区污水处理工程计划总投资0.59亿元，已于2018年6月30日开始试运营，目前尚无盈利，主要为工业园区内企业进行污水处理。根据公司最新测算，项目建成投产后，拟收取的污水处理费用为5.50元/m³，年营业收入可达1,131.50万元，年利润总额573.35万元。但以上项目收入来源为供水及污水处理，易受工业园区企业经营状况影响。此外，公司担保业务、白酒销售业务、物业管理业务等规模不大，但收入持续增加，丰富了公司的收入来源。

综上，上述自主经营项目预计未来将丰富公司的收入来源，但值得注意的是，截至2018年末，公司自主经营在建工程预计总投资60.14亿元，后续尚需投入15.72亿元，资金压力较大。此外，我们关注到，上述自主运营的在建项目未来收入来源为产品销售、供水、污水处理等，易受工业园区企业经营状况、地方招商引资情况和电解铝行业供需关系的影响。

公司持续获得很大力度的外部支持

公司是兴仁市重要基础设施建设主体，持续获得资产注入和政府补助等形式的大力支持。依据《关于与贵州金凤凰产业投资有限公司资本扶持的通知》（仁财通【2016】54号、仁财通【2017】48号、仁府函【2018】128号、仁财通【2018】41号），2016-2018年公司分别获得兴仁市财政局拨款21.86亿元、1.40亿元、11.74亿元作为扶持资本金，以推进兴仁市的基础设施建设业务。此外，公司于2016-2018年分别获得政府补助资金1.99亿元、2.27亿元、4.20亿元。考虑到公司未来仍承担兴仁市基础设施建设任务，预计公司将继续获得政府补贴等方面的有力支持。

表 15 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入		
资产类别	金额/账面价值	依据文件
资本金	218,607.87	仁财通（2016）54号
资本金	14,000.00	仁财通（2017）48号

资本金	83,560.00	仁府函（2018）128号
资本金	33,810.00	仁财通（2018）41号
合计	349,997.87	-

2、财政补贴

时间	补贴金额	依据文件
2016年	19,880.65	仁财通（2016）56号
2017年	22,740.00	仁财通（2017）50号
2018年	42,012.00	仁财通（2018）42号

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，公司财务报表均采用旧会计准则编制。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共5家。详见表1。近三年无新增合并子公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但往来款存在坏账风险，土地资产、项目开发成本和固定资产规模较大，资产流动性偏弱

近年随着政府注入资产及公司业务规模扩大，公司资产规模逐年大幅增长。截至2018年底，公司总资产达到194.17亿元，2016-2018年复合增长率为31.27%。近年公司资产结构以流动资产为主，截至2018年末，公司流动资产占总资产的75.46%。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	88,791.61	4.57%	148,168.18	10.22%	132,809.50	11.79%
预付款项	92,838.92	4.78%	90,438.53	6.24%	35,401.20	3.14%
应收账款	75,670.10	3.90%	13,789.73	0.95%	6,673.26	0.59%
其他应收款	189,312.11	9.75%	119,416.84	8.24%	38,945.08	3.46%
存货	1,011,432.85	52.09%	822,633.79	56.75%	748,459.85	66.42%
流动资产合计	1,465,182.55	75.46%	1,198,118.96	82.66%	962,682.41	85.44%
固定资产	436,233.88	22.47%	121,818.05	8.40%	122,174.07	10.84%

在建工程	7,646.99	0.39%	99,981.56	6.90%	7,558.30	0.67%
非流动资产合计	476,552.45	24.54%	251,412.23	17.34%	164,105.29	14.56%
资产总计	1,941,735.00	100.00%	1,449,531.19	100.00%	1,126,787.69	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、应收账款、其他应收款及存货构成。截至2018年末，公司货币资金8.88亿元，大部分为银行存款，其中0.84亿元系质押的定期存单，存在使用受限情况。公司应收账款主要为应收兴仁市基本建设投资有限责任公司及兴仁市财政局的代建项目政府购买款，截至2018年末，公司应收账款规模为7.57亿元，较2016年增长1,033.93%，主要系新增应收土地出让款所致。截至2018年末，公司预付款项规模为9.28亿元，账龄主要集中在1-3年，占比85.58%，主要系工程进度有所暂缓导致账期拉长。预付账款主要为东阳星辉建设有限公司（以下简称“东阳星辉”）的工程款5.76亿元、青海金源铝业有限公司的工程款1.50亿元。其中预付给东阳星辉的金额较大，2015年11月兴仁市政府与东阳星辉签有《投融资建设框架协议》，约定总投资为11亿元，目前建设进度已过半，由于工程尚未进行竣工决算，因此该笔款项仍计在预付账款，随着工程进度的推进，预计该笔预付款可结转至开发成本。截至2018年末，公司其他应收款18.93亿元，三年复合增长率为120.48%。按账龄法划分，1年以内及1-2年的其他应收款分别占比48.77%和43.38%，共计提坏账准备1.55亿元，较2017年同比增长128.50%，回收风险显著增长。2018年末，公司前五大其他应收款合计为17.43亿元，占比85.10%，集中度较高。前五大中仅贵州鑫醇能源有限公司系民营企业，且账期较长，具有一定坏账风险。而兴仁市登高铝业有限公司为公司孙公司，其余三家应收款方均系政府平台公司及政府单位，坏账风险较低。

表 17 截止 2018 年末，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单位：万元）

债务人名称	款项性质	期末余额	账龄	坏账准备余额
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	往来款	59,131.79	一年以内/1-2年	5,474.69
兴仁市财政局	往来款	45,216.07	一年以内/1-2年	0.00
兴仁县登高铝业有限公司	代偿款/借款	44,958.00	一年以内/1-2年 /2-3年	3,347.90
贵州鑫醇能源有限公司	借款	18,000.00	1年以内/1-2年 /2-3年	1,950.00
兴仁市住房和城乡建设局	往来款	7,000.00	一年以内	0.00
合计		174,305.86		10,772.59

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

截至2018年末，公司存货规模为101.14亿元，其中开发成本25.80亿元，系公司在建及已完工待政府购买的代建项目，拟开发土地共108宗，账面价值为74.79亿元，总面积为

619.00万平方米，主要系商住及工业用地，其中政府投资或注入的土地价值26.19亿元，其余为公司通过招拍挂取得。截至2018年末，公司存货中已用于抵押的土地账面价值为13.17亿元，占公司存货土地价值的17.61%。

公司非流动性资产主要为固定资产和在建工程。2018年末公司固定资产规模为43.62亿元，三年复合增长88.96%，主要系陆关标准厂房一期工程由在建工程转入及新增300kt/a铝板带加工及配套铝液项目设备、厂房及配套设施。截至2018年末，公司固定资产中尚未办妥产权证书的标准厂房资产总价值为5.67亿元，占固定资产账面价值的13.00%。截至2018年末，公司在建工程规模为0.76亿元，同比大幅减少92.35%，主要系300kt/a铝板带加工及配套铝液项目及陆关标准厂房一期工程转入固定资产所致。

总体来说，公司资产主要由土地、项目开发成本和固定资产等组成，且部分土地已用于抵押，在极端情况下变现较为困难，资产流动性偏弱。

盈利能力

公司营业收入快速增长，但毛利率水平较低，营业利润亏损，政府补贴是利润总额的主要来源

公司主营业务包括基础设施建设、土地出让、电解铝销售等，2016-2018年公司分别实现营业收入6.48亿元、6.57亿元、17.87亿元。其中，2016-2017年公司主要收入来源为基础设施建设收入，2018年新增土地出让及电解铝销售业务收入，分别贡献8.27亿元和7.25亿元收入，使得公司营业收入较2017年大幅增长172.14%。随着其他各项业务的推进，公司未来收入来源将不断丰富。但我们也注意到，公司电解铝销售业务易受电解铝价格及环保政策影响。未来盈利能力具有一定不确定性。公司土地出让收入受当地房地产政策及政府整体规划影响，未来土地出让收入存在一定不确定性。公司目前在建代建项目回购时间主要受当地财政资金安排影响，收入确认周期可能较长。此外，其他自主经营收入主要来源于厂房租赁等，易受当地招商引资情况和入驻企业经营状况影响。

2016-2017年公司综合毛利率相对稳定，为8.96%和9.50%。2018年下降至6.18%，主要系收入结构调整所致。其中，电解铝销售业务由于业务尚处于运行初期阶段，毛利率为负，尚未盈利，未来盈利水平还需进一步关注。

2016-2018年，公司营业利润分别为267.15万元、-2,257.97万元和-19,949.63万元，近年来亏损规模持续增大，主要系毛利率较低且营业税金及附加、管理费用大幅增长所致。其中2018年税金及附加大幅增长，主要系新增土地出让业务所缴纳的土地增值税7,898.14万元。管理费用逐年大幅上升，主要系计提坏账准备较多。2016-2018年，公司获得政府

给予补贴分别为1.99亿元、2.27亿元、4.20亿元，占公司当期利润总额的比重为100.11%、110.97%、196.09%，有效提升了公司利润水平。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	178,718.96	65,672.05	64,787.91
营业利润	-19,949.63	-2,257.97	267.15
补贴收入	42,012.00	22,740.00	19,880.65
利润总额	21,424.50	20,491.21	19,858.24
综合毛利率	6.18%	9.50%	8.96%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净额由负转正；在建项目规模较大，公司面临较大资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为基础设施工程收到的代建项目购买资金回款及电解铝销售收到的现金。2016-2018年公司收现比大幅波动，2016-2017年，公司收现比分别为0.83和0.90，收现能力尚可。2018年土地出让收入收现情况较差，收现比大幅下跌至0.41。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要系工程施工款项及购买土地支出，波动较大，2016年支出规模较大主要系公司购买土地支出较多，当期购买土地支出32.20亿元。公司其他与经营活动现金流波动主要系正常往来款流动，其中2018年净流入增加较多。受以上因素影响，近三年经营活动产生的现金流量净额为-30.07亿元、-1.04亿元、1.32亿元，2017年流出规模大幅收窄，2018年实现由负转正。

公司投资活动现金支出主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金支出，2016-2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.88亿元、-11.85亿元、-2.33亿元，其中2017年投资活动大幅净流出主要系合并范围内贵州兴仁登高新材料有限公司2017年投资建设300kt/a铝板带加工及配套铝液项目支付的款项，2018年该项目投资规模大幅下降，投资活动流出规模也大幅收窄。2016-2018年公司筹资活动产生的现金流净额分别为39.20亿元、15.13亿元、-5.41亿元。2018年公司筹资力度下降，并偿还了部分有息债务，使得筹资活动现金流首次实现为净流出。截至2018年底，公司主要在建的自主经营项目计划总投资额合计60.14亿元，仍需投入15.72亿元。公司未来将面临较大的资金压力。

表 19 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.41	0.90	0.83

销售商品、提供劳务收到的现金	72,753.62	59,134.98	54,006.37
收到的其他与经营活动有关的现金	458,833.08	465,746.07	309,066.16
经营活动现金流入小计	531,586.70	524,881.05	363,072.53
购买商品、接受劳务支付的现金	206,642.27	141,082.57	423,531.39
支付的其他与经营活动有关的现金	296,572.61	392,661.59	236,388.13
经营活动现金流出小计	518,417.30	535,272.18	663,814.41
经营活动产生的现金流量净额	13,169.40	-10,391.13	-300,741.88
投资活动产生的现金流量净额	-23,300.45	-118,473.52	-18,796.39
筹资活动产生的现金流量净额	-54,115.51	151,333.33	392,002.59
现金及现金等价物净增加额	-64,246.56	22,468.68	72,464.32

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，有息债务规模较大，偿债压力较大

受益于兴仁市财政局持续拨款，公司所有者权益逐年增长，2018年末为90.34亿元，近三年复合增长率为12.29%。为满足在建项目资金需求，近年公司对外举债规模持续扩大，截至2018年末，公司负债总额100.57亿元，2016-2018年复合增长率为56.93%。受上述因素影响，公司产权比率也持续攀升，2018年末为111.32%，较2016年末提高了54.32个百分点，所有者权益对负债覆盖程度逐年削弱。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	1,005,670.76	656,959.47	408,339.90
所有者权益	903,378.56	756,947.45	716,401.75
负债与所有者权益比率	111.32%	86.79%	57.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着2018年应收账款和其他应付款的大幅增加，公司负债结构变动较大，公司流动负债占比由2016年末的46.41%增加至2018年末的67.31%，以短期负债为主。

公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司短期借款2.30亿元，其中1.50亿元为抵押借款，0.80亿元为质押借款。公司应付账款主要为应付工程款，其中一年以内部分占比86.97%，账龄较短，其中应付贵州华联瑞鑫建设工程有限公司工程款规模较大，为21.78亿元。截至2018年末，公司其他应付款规模为29.87亿元，三年复合增长率为136.74%，主要为向其他单位所借往来款，且前五大应付方占比不足50%，分散度较大。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债为5.77亿元，其中一年内到期的长期借款和应付债券分别为4.27亿元和1.50亿元。

公司长期负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款。截至2018年末，公司长期借款余额28.16亿元，近三年复合增长43.97%，主要系质押借款规模逐年快速增长。其中质押借款12.08亿元，抵押借款5.70亿元，保证借款6.99亿元，抵押物主要为公司土地资产及少量货币资金，截至2018年末，公司发行的期限为两年的“银杏私募债”（利率为10%）已转入一年内到期非流动负债。截至2018年末，公司长期应付款规模为4.72亿元，主要系贵阳贵银金融租赁有限责任公司的融资租赁款2.40亿元、洛银金融租赁股份有限公司融资租赁款0.90元、远东宏信（天津）融资租赁有限公司融资租赁款0.52亿元，过去三年均按约定金额偿还本息。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,950.95	2.28%	3,400.00	0.52%	20,000.00	4.90%
应付账款	291,283.29	28.96%	38,057.63	5.79%	14,557.67	3.57%
其他应付款	298,726.84	29.70%	149,312.95	22.73%	53,302.15	13.05%
一年内到期长期负债	57,740.00	5.74%	127,670.00	19.43%	98,620.00	24.15%
流动负债合计	676,882.47	67.31%	322,552.69	49.10%	189,499.90	46.41%
长期借款	281,561.47	28.00%	256,104.67	38.98%	135,840.00	33.27%
应付债券	-	-	15,000.00	2.28%	30,000.00	7.35%
长期应付款	47,226.82	4.70%	63,302.11	9.64%	53,000.00	12.98%
非流动负债合计	328,788.29	32.69%	334,406.78	50.90%	218,840.00	53.59%
负债合计	1,005,670.76	100.00%	656,959.47	100.00%	408,339.90	100.00%
其中：有息债务	409,479.24	40.72%	465,476.78	70.85%	337,460.00	82.64%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2016-2018年，公司有息债务规模有所波动。截至2018年末，有息债务规模为409,479.24万元，占公司负债总额的比重为40.72%，有息债务占比大幅下降，较2017年末大幅下降30.13个百分点，主要集中在长期借款。根据公司提供的有息债务偿还计划表，2019年公司需偿还有息债务9.12亿，规模较大，且2022年及以后有息债务偿还规模占总息债务50%以上，公司偿债压力较大。

表 22 截至 2018 年末公司有息债务本息偿还计划表（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本息和	9.12	3.98	5.38	23.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着负债规模的持续增长，2016-2018年，资产负债率分别为36.24%、45.32%和51.79%，逐年快速上升，主要系公司债务规模增速较快。由于公司流动负债中应付账款和其他应付

款规模增长较快，导致2018年流动比率及速动比率均大幅下降，且考虑到公司资产以存货和固定资产为主，流动性偏弱，对流动负债的实际保障程度不高，短期偿债能力较弱。得益于利润总额的增长，2016-2018年，公司EBITDA保持逐年稳定增长。2016-2018年，公司EBITDA利息保障倍数较高主要系根据2016仁财通【2016】55号、2017仁财通【2017】49号、2018仁财通【2018】40号，兴仁市财政局分别替公司偿还利息支出24,000.00万元、27,000.00万元、32,000.00万元，导致上述三年公司入账的利息支出大幅减少所致。2018年公司在建工程规模大幅减少，无资本化利息，使得EBITDA利息保障倍数有所上涨。考虑到公司有息债务规模有所下降，EBITDA对利息的保障程度有所提高。

表 23 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	51.79%	45.32%	36.24%
流动比率	2.16	3.71	5.08
速动比率	0.67	1.16	1.13
EBITDA（万元）	38,297.63	27,206.69	25,892.30
EBITDA 利息保障倍数	12.64	8.82	10.19
有息债务/EBITDA	10.69	17.11	13.03

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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

1、本期债券募投项目产生的收益

本期债券募投项目均由公司投资建设及运营，通过出租实现收入。根据募投项目可行性研究报告，在本期债券存续期内，募投项目预计可实现营业收入累计10.13亿元，项目收入能够覆盖本期债券募集资金总额。募投项目存在项目进度不及预期等风险，且募投项目易受企业入驻率、入驻企业经营状况、薏仁米需求行情等影响，收入存在不确定性。根据募投项目可研报告，兴仁市工业园陆官轻工区标准厂房项目的出租均价为10元/平方米·月，租金每三年上涨15%，考虑到部分已完工标准厂房2018年的出租价格为6-8元/平方米·月，未来厂房的出租价格及租金上涨速度是否能达到预期，存在不确定性。由于募投项目关于财政补贴收入的政府文件尚未出具，且政府资金的拨付存在不确定性，财政补贴收入的实现存在不确定性。

2、公司经营性业务

2016-2018年公司营业收入分别为6.48亿元、6.57亿元和17.87亿元；现金流方面，2016-2018年公司经营性活动现金流净额分别为-30.07亿元、-1.04亿元和1.32亿元。公司作为兴仁市重要基础设施建设主体，2018年末公司存货中的开发成本账面价值达25.80亿元，未来收入持续性较好。同时，公司被授权从事二级土地市场出让业务，截至2018年末，公司未抵押且非划拨的可出让土地账面价值为59.34亿元，未来收入具有较大保障。此外，2018年电解铝销售实现营业收入7.25亿元，随着产能的进一步提升，未来收入规模有望进一步提高。但需要关注的是，受政策调控影响，公司土地出让业务未来可能存在一定的不确定性。此外，公司在建的自主运营项目收入来源为租赁、供水、污水处理、产品销售等，易受工业区内企业经营状况、地方招商引资以及产品市场需求等因素影响。

（二）本期债券保障措施分析

三峡担保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信用水平

三峡担保承担担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，转增股本10.50亿元。2018年6月，渝富资管将持有公司50%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2019年4月30日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，三峡担保股权结构如表24所示。

表 24 截至 2019 年 4 月 30 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入为公

司最重要收入来源，2018年已赚担保费、投资收益、利息净收入分别占营业收入的52.41%、23.61%和18.02%。受担保业务收入下滑的影响，2018年公司实现营业收入11.39亿元，同比下降7.98%；其中，已赚担保费5.97亿元，同比下降19.48%。公司投资收益主要来自可供出售金融资产持有期间取得的投资收益，2018年实现投资收益2.69亿元，同比增长40.63%。公司利息收入主要来源于委托贷款、小额贷款和存款利息收入，2018年公司实现利息净收入2.05亿元，同比下降1.2%。受借款类担保和保本基金担保规模下降的影响，三峡担保的担保业务规模有所下降，2018年当期担保发生额为279.86亿元，同比下降7.92%；截至2018年末，担保余额为807.17亿元，同比下降14.04%；融资担保责任余额为471.99亿元，融资担保净资产放大倍数为8.92倍。

三峡担保风险准备金计提充分，截至2018年末担保风险准备金余额为28.72亿元，同比增长7.96%；拨备覆盖率293.50%，同比提升18.52个百分点；准备金覆盖率为6.08%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保担保代偿情况有所好转，2018年当期担保代偿额4.44亿元，同比下降14.64%；当期担保代偿率为1.08%，同比下降0.08个百分点；2018年末累计担保代偿率为1.43%，同比下降0.09个百分点。同时中证鹏元也关注到三峡担保营业收入和盈利规模继续下滑，代偿规模仍较大，担保业务行业和客户集中度较高，委托贷款和小额贷款仍存在一定回收风险等风险因素。

截至2018年12月31日，三峡担保资产总额为117.00亿元，所有者权益合计为68.65亿元；2018年度，三峡担保实现营业收入11.39亿元，利润总额3.49亿元。

表25 2016-2018年三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益合计	686,503.67	661,430.73	645,880.57
现金类资产	149,806.92	201,917.41	197,086.14
营业收入	113,903.27	123,776.37	149,555.53
已赚担保费	59,693.62	74,138.87	99,012.31
利息净收入	20,520.16	20,768.37	22,460.46
投资收益	26,896.30	19,125.10	24,165.13
利润总额	34,934.97	48,870.92	72,959.24
净资产收益率	4.46%	6.12%	9.60%
担保余额*	8,071,721.26	9,389,829.58	10,844,110.33
融资担保责任余额*	4,719,862.32	2,532,665.80	3,262,135.72
当期担保发生额*	2,798,614.21	3,039,484.48	6,047,279.67
拨备覆盖率*	293.50%	274.98%	256.28%

准备金覆盖率*	6.08%	10.50%	7.51%
融资担保放大倍数*	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%
累计代偿回收率*	53.91%	44.23%	44.78%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径。（2）2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。（3）融资担保责任余额和融资担保放大倍数2016-2017年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。资料来源：三峡担保2017-2018年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，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、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4月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，无到期未偿付或逾期偿付情况。但存在3笔非恶意欠息，目前均已偿还，详见表26。

表 26 截至 2019 年 4 月 29 日公司欠息情况（单位：万元）

首次欠息发生日期	最近一次结清日期	欠息金额	欠息原因	信息来源
2019-03-18	2019-03-24	115.23	沟通不畅	融资租赁公司说明
2018-06-21	2018-06-27	28.80	员工利息计算有误	银行说明
2017-12-20	2017-12-21	451.18	银行系统迁徙	银行说明

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）对外担保分析

截至2018年末，公司对外提供担保金额为60.61亿元，占期末净资产比例为67.09%。公司对外担保规模较大，主要担保对象主要为国有企业及事业单位，但均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表 27 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
1	贵州东湖新城市建设投资有限公司	5,000.00	2019-9-9	无
2	贵州东湖新城市建设投资有限公司	70,000.00	2019-10-17	无

3	贵州东湖新城市建设投资有限公司	20,000.00	2020-3-15	无
4	贵州东湖新城市建设投资有限公司	13,934.90	2021-11-25	无
5	贵州东湖新城市建设投资有限公司	3,333.32	2019-11-28	无
6	贵州东湖新城市建设投资有限公司	21,700.00	2019-12-6	无
7	贵州东湖新城市建设投资有限公司	10,000.00	2020-12-22	无
8	贵州东湖新城市建设投资有限公司	50,000.00	2019-10-20	无
9	贵州东湖新城市建设投资有限公司	20,100.00	2020-1-12	无
10	贵州东湖新城市建设投资有限公司	28,000.00	2020-1-24	无
11	贵州东湖新城市建设投资有限公司	10,475.75	2020-1-24	无
12	贵州东湖新城市建设投资有限公司	8,809.25	2020-2-6	无
13	贵州东湖新城市建设投资有限公司	9,298.24	2020-2-16	无
14	贵州东湖新城市建设投资有限公司	2,977.56	2021-2-22	无
15	贵州东湖新城市建设投资有限公司	13,934.90	2022-3-8	无
16	贵州东湖新城市建设投资有限公司	4,400.00	2020-3-16	无
17	贵州东湖新城市建设投资有限公司	2,977.56	2021-3-24	无
18	贵州东湖新城市建设投资有限公司	15,000.00	2022-4-21	无
19	贵州东湖新城市建设投资有限公司	10,939.52	2022-5-4	无
20	贵州东湖新城市建设投资有限公司	19,500.00	2020-7-6	无
21	贵州东湖新城市建设投资有限公司	8,772.96	2022-6-14	无
22	贵州东湖新城市建设投资有限公司	50,000.00	2020-7-7	无
23	贵州东湖新城市建设投资有限公司	40,000.00	2020-11-3	无
24	贵州东湖新城市建设投资有限公司	6,747.74	2020-7-11	无
25	贵州东湖新城市建设投资有限公司	25,000.00	2020-8-25	无
26	贵州东湖新城市建设投资有限公司	34,000.00	2019-11-14	无
27	贵州东湖新城市建设投资有限公司	35,000.00	2019-12-20	无
28	贵州恒创投资开发有限公司	45,500.00	2038-8-16	无
29	兴仁市人民医院	3,300.00	2021-6-26	无
30	贵州泛亚实业（集团）有限公司	2,800.00	2019-2-12	无
31	贵州金凤凰能源发展有限公司	500.00	2021-9-28	无
32	兴仁市扶贫开发投资有限责任公司	900.00	2020-1-23	无
33	兴仁市百德镇卫生院	320.00	2019-6-29	无
34	兴仁市大山镇卫生院	320.00	2019-6-29	无
35	兴仁市屯脚镇卫生计生院	320.00	2019-6-29	无
36	兴仁市马崖镇卫生院	240.00	2019-6-29	无
37	贵州兴仁薏仁米实业有限公司	10,920.00	2027-9-20	无
38	贵州兴仁薏仁米实业有限公司	1,080.00	2027-9-20	无
	合计	606,101.70		

注：该表格未包含金凤凰担保的担保金额为 54,555.98 万元；贵州东湖新城市建设投资有限公司为兴仁市另一城投平台。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）法律诉讼事项分析

截至2019年4月末，公司存在部分法律诉讼纠纷，主要为公司旗下担保子公司为扶持兴仁小微企业，提供对外担保服务。因所担保的几家公司经营不善，导致贷款无法按期归还，后由公司代为偿还后，又因债务人拒不履行偿还义务，公司通过法律途径向债务人追偿损失。合计金额在2,000.00万元左右。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	88,791.61	148,168.18	132,809.50
其他应收款	189,312.11	119,416.84	38,945.08
预付账款	92,838.92	90,438.53	35,401.20
存货	1,011,432.85	822,633.79	748,459.85
流动资产合计	1,465,182.55	1,198,118.96	962,682.41
固定资产	436,233.88	121,818.05	122,174.07
非流动资产合计	476,552.45	251,412.23	164,105.29
总资产	1,941,735.00	1,449,531.19	1,126,787.69
短期借款	22,950.95	3,400.00	20,000.00
应付账款	291,283.29	38,057.63	14,557.67
其他应付款	298,726.84	149,312.95	53,302.15
一年内到期的非流动负债	57,740.00	127,670.00	98,620.00
流动负债合计	676,882.47	322,552.69	189,499.90
长期借款	281,561.47	256,104.67	135,840.00
应付债券	-	15,000.00	30,000.00
长期应付款	47,226.82	63,302.11	53,000.00
非流动负债合计	328,788.29	334,406.78	218,840.00
总负债	1,005,670.76	656,959.47	408,339.90
有息债务	409,479.24	465,476.78	337,460.00
所有者权益	903,378.56	756,947.45	716,401.75
营业收入	178,718.96	65,672.05	64,787.91
营业利润	-19,949.63	-2,257.97	267.15
补贴收入	42,012.00	22,740.00	19,880.65
利润总额	21,424.50	20,491.21	19,858.24
经营活动产生的现金流量净额	13,169.40	-10,391.13	-300,741.88
投资活动产生的现金流量净额	-23,300.45	-118,473.52	-18,796.39
筹资活动产生的现金流量净额	-54,115.51	151,333.33	392,002.59
	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	6.18%	9.50%	8.96%
收现比	0.41	0.90	0.83
产权比率	111.32%	86.79%	57.00%
资产负债率	51.79%	45.32%	36.24%
流动比率	2.16	3.71	5.08
速动比率	0.67	1.16	1.13

EBITDA (万元)	38,297.63	27,206.69	25,892.30
EBITDA 利息保障倍数	12.64	8.82	10.19
有息债务/EBITDA	10.69	17.11	13.03

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录三 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。