

2012 年重庆市黔江区城市建设投资
(集团)有限公司
市政项目建设债券 2018 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【553】号 01

债券简称：12 渝黔江债
/PR12 渝黔

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡担保
集团股份有限公司

债券剩余规模：3.6 亿元

债券到期日期：2019 年
03 月 23 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在本期债券存
续期第 5、6、7 年付息
首日分别按照债券发行
总额 30%、30%、40%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：
陶明辉 张旻婧

电话：
021-51035670

邮箱：
taomh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2012 年重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司市政项目 建设债券 2018 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AAA | AAA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2018 年 06 月 08 日 | 2017 年 06 月 15 日 |

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“黔江城投”或“公司”）及其 2012 年 3 月 23 日发行的市政项目建设债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA¹，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外部运营环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司工程建设业务持续性较好，铝加工业务产能进一步扩大并实现扭亏为盈，继续得到较大的外部支持，并且重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）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信用水平；同时鹏元也关注到公司房地产业务未来收入的实现仍存在不确定性，项目后续建设面临较大资金压力，其他应收款存在资金被占用情况，资产流动性较差，有息负债存在较大的即时偿付压力，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础。2017 年重庆市黔江区经济保持稳步增长，全年实现地区生产总值 231.87 亿元，较上年同比增长 5.8%；全年实现公共财政收入 229,872 万元，同口径增长 10%。
- 公司在建项目规模较大，工程建设业务持续性较好。截至 2017 年末，公司主要在建项目计划总投资逾 134.58 亿元，未来随着该部分项目的陆续完工，有望为公司

¹ 鹏元于 2018 年 5 月 17 日发布《鹏元关于上调 2012 年重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司市政项目建设债券债项信用等级的公告》（鹏元资信公告【2018】162 号），将本期债券债项信用级别上调为 AAA。

带来较为丰厚的收入。

- **公司铝加工业务产能进一步扩大，2017 年销售收入大幅增长并实现扭亏为盈。**公司铝加工业务由控股子公司重庆京宏源实业有限公司（以下简称“京宏源”）运营，2017 年末，铸轧卷、铝液已投产年产能均提升为 10 万吨，冷轧卷已投产年产能提升为 8 万吨，铝板年产能提升为 0.4 万吨；随着产能的扩大，2017 年京宏源铝加工业务收入大幅增长 67.08%，且全年实现营业利润 4,367.48 万元，实现扭亏为盈。
- **公司继续得到较大的外部支持。**2017 年重庆市黔江区国有资产监督管理委员会（以下简称“黔江区国资委”）向公司划拨股权及拨付资本金价值共计 17.40 亿元，同时公司因资产及子公司股权划出等减少资本公积共计 14.44 亿元，总体看，2017 年公司资本公积净增加 2.95 亿元；此外，公司共计收到财政补贴 1.19 亿元，有效提升了公司的资本实力。
- **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。**三峡担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，三峡担保的主体长期信用等级为 AAA，由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信用水平。

关注：

- **公司房地产业务尚未实现收益，未来该业务收入的实现仍存在不确定性。**2017 年末公司房地产开发项目已累计预售 51,149.65 平方米，但需要在完工交房后确认收入，后续项目建设资金受开发商的融资能力影响较大，未来该业务收入的实现时间仍存在不确定性。
- **公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 84.66 亿元，公司未来将面临较大的资金压力。
- **其他应收款对公司资金形成一定占用，受限资产规模较大，资产流动性较差。**截至 2017 年末，公司其他应收款账面余额为 20.99 亿元，主要为应收政府部门往来款，规模较大，且实际回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；2017 年末公司受限资产规模为 21.65 亿元，占总资产的 9.23%，整体资产流动性较差。
- **公司有息负债规模较大，存在较大的即时偿付压力，债务负担较重。**截至 2017 年末，公司有息负债规模为 114.96 亿元，占负债总额的比重为 81.32%，其中 2018 年需偿还有息负债本金达 36.86 亿元，存在较大的即时偿付压力，2016-2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别仅为 0.42 和 0.37，利息保障能力弱，债务负担较重。

- 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。截至 2017 年末，公司对外提供保证担保金额合计 449,260.19 万元，占期末公司所有者权益的 48.17%，担保对象主要为国有企业，但规模较大且均未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 2,346,264.70 | 2,236,369.73 | 2,096,426.47 |
| 所有者权益合计（万元） | 932,641.76 | 886,063.58 | 852,671.13 |
| 有息债务（万元） | 1,149,576.55 | 1,196,663.38 | 1,080,203.75 |
| 资产负债率 | 60.25% | 60.38% | 59.33% |
| 流动比率 | 2.89 | 3.17 | 4.63 |
| 营业收入（万元） | 140,260.95 | 125,470.16 | 103,268.40 |
| 营业外收入（万元） | 12,025.67 | 13,415.06 | 21,816.20 |
| 利润总额（万元） | 24,378.98 | 24,323.63 | 20,932.53 |
| 综合毛利率 | 24.93% | 24.10% | 22.76% |
| EBITDA（万元） | 44,787.50 | 39,048.59 | 30,937.47 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.37 | 0.42 | 0.37 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 48,579.14 | -70,221.06 | -222,958.25 |

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

三峡担保主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 1,231,190.51 | 1,112,662.33 | 1,011,512.83 |
| 所有者权益合计（万元） | 661,430.73 | 645,880.57 | 609,797.49 |
| 融资担保在保责任余额（万元）* | 2,532,665.80 | 3,262,135.72 | 3,732,657.12 |
| 担保风险准备金（万元）* | 265,974.32 | 245,006.61 | 213,387.61 |
| 融资担保净资产放大倍数* | 4.53 | 5.93 | 7.11 |
| 累计担保代偿率* | 1.52% | 1.67% | 1.53% |
| 累计代偿回收率* | 44.23% | 44.78% | 31.83% |

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（上年数）。

资料来源：三峡担保提供，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年3月23日公开发行7年期9亿元市政项目建设债券，募集资金用于黔江区新城主骨架道路工程、黔江区新城基础设施建设工程（一期）和黔江区濯水古镇蒲花河基础设施建设工程，目前本期债券募投项目已全部完工，募集资金也已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年6月15日，公司控股股东黔江区国资委回购股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司的出资额1,700万元，黔江区国资委持股比例上升为95.51%，农发基金持股比例降为2.03%，此外，国开发展基金有限公司持有公司股权比例仍为2.46%。截至2017年末，公司注册资本仍为276,100.00万元，控股股东及实际控制人仍为黔江区国资委，持股比例为95.51%；2017年末股东出资额及持股比例如下表所示。

表1 截至2017年末公司股东和股权结构明细表

| 股东名称 | 出资额（万元） | 持股比例 |
|-------------------|-------------------|----------------|
| 重庆市黔江区国有资产监督管理委员会 | 263,700.00 | 95.51% |
| 中国农发重点建设基金有限公司 | 5,600.00 | 2.03% |
| 国开发展基金有限公司 | 6,800.00 | 2.46% |
| 合计 | 276,100.00 | 100.00% |

资料来源：公司2017年审计报告

根据黔江区国资委《关于同意核销无偿划出的旅游资产的批复》（黔江国资【2017】186号）文件，黔江区国资委同意将公司账面价值为114,349.95万元的旅游资产无偿划出，冲减相应的资本公积，该部分资产的划出一定程度上削弱了公司的资本实力。

2017年，公司取得政府无偿划入的重庆仁建工程咨询有限公司95.00%的股权，并将其纳入公司2017年合并报表范围。2017年，根据黔江区国资委文件，公司持有的子公司重庆市鸿林园林绿化有限公司（以下简称“鸿林园林”）100.00%股权（账面价值3,444.64万元）无偿划转至重庆市黔江区现代农业投资有限责任公司，该子公司股权划出对公司经营影响较小；此外，根据内部整合，将子公司重庆市富硕农业发展有限公司办理注销；以上2家子公司不再纳入公司2017年合并报表范围。截至2017年末，纳入公司合并报表范围的各级子公司共14家，详见附录五。

表2 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2017年新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|--------------|--------|--------|--------------------|------|
| 重庆仁建工程咨询有限公司 | 95.00% | 100.00 | 工程信息咨询服务；从事建筑相关业务等 | 无偿划入 |

2、2017年不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入的原因 |
|---------------|---------|----------|-----------------------|---------------|
| 重庆市鸿林园林绿化有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 林权管理和城市园林绿化工程施工、绿地养护等 | 黔江区国资委将股权无偿划出 |
| 重庆市富硕农业发展有限公司 | 100.00% | 100.00 | 农贸市场经营、管理；农用机械销售等 | 注销 |

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为234.63亿元，所有者权益为93.26亿元，资产负债率为60.25%；2017年度，公司实现营业收入14.03亿元，利润总额2.44亿元，经营活动现金流净额4.86亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；

在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，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，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表3 2017年以来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 |
|----------|---|------------------------------|--|
| 2017年5月 | 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号） | 财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会 | 全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制 |
| 2017年5月 | 《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号） | 财政部、国土资源部 | 对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定 |
| 2017年6月 | 《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号） | 财政部 | 坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开 |
| 2017年7月 | 《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号） | 财政部、交通运输部 | 对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押 |
| 2017年7月 | 《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号） | 发展改革委 | 推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例 |
| 2017年11月 | 《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号） | 财政部 | 严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目 |
| 2018年2月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号） | 国家发改委、财政部 | 要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资 |

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年，重庆市经济保持稳步增长，民营经济保持较好的活力，但经济增长对固定资产投资较为依赖

重庆市地处长江上游经济带核心地区，是我国西部大开发重点开发的地区，也是西部唯一集水陆空运输方式为一体的交通枢纽。2017年，在工业和第三产业的推动下，重庆市经济保持稳定增长，地区生产总值达到19,500.27亿元，较上年增长9.3%。按常住人口计算，2017年重庆市人均GDP为63,689元，比上一年增长10.0%，占全国人均GDP的106.75%。

重庆市多产业支撑格局基本形成，2017年制造业继续保持较好增长势头，实现工业增加值6,587.08亿元，比上年增长9.4%，占全市地区生产总值的33.8%。各支柱产业保持稳定增长，2017年重庆市规模以上工业增加值比上年增长9.6%；分产业看，汽车制造业增长6.2%，电子制造业增长27.7%，装备制造业增长9.3%，化医行业增长12.6%，材料行业增长7.6%，消费品行业增长9.3%。2017年重庆市供给侧结构性改革扎实推进，全年规模以上工业产能利用率为77.0%，比上年提高1.8个百分点。其中，煤炭开采和洗选业产能利用率为65.5%，提高2.3个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率为69.6%，提高17.7个百分点。

投资方面，2017年重庆市完成固定资产投资17,440.57亿元，同比增长9.5%，增速进一步放缓；其中，民间投资9,522.88亿元，同比增长13.5%，占全市投资比重进一步提升至54.6%，民营经济活力继续增强；基础设施建设投资5,659.12亿元，占比为32.4%，同比增速为15.8%，经济的发展对固定资产投资的依赖较强。2017年重庆市全年实现社会消费品零售总额8,067.67亿元，比上年增长11.0%，扣除价格因素，实际增长10.1%。

重庆市房地产去库存取得一定成效，2017年末商品房待售面积2051.69万平方米，比上年末减少256.78万平方米；其中，商品住宅待售面积578.08万平方米，减少296.62万平方米。2017年，重庆市商品房新开工面积同比增长16.5%，房地产开发投资为3,980.08亿元，同比增长6.8%，其中，住宅投资2,632.88亿元，同比增长13.5%。

表4 2016-2017年重庆市经济发展情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|---------|-----------|------|-----------|-------|
| | 金额 | 同比增长 | 金额 | 同比增长 |
| 地区生产总值 | 19,500.27 | 9.3% | 17,558.76 | 10.7% |
| 第一产业增加值 | 1,339.62 | 4.0% | 1,303.24 | 4.6% |

| | | | | |
|-----------------|-----------|---------|-----------|---------|
| 第二产业增加值 | 8,596.61 | 9.5% | 7,755.16 | 11.3% |
| 第三产业增加值 | 9,564.04 | 9.9% | 8,500.36 | 11.0% |
| 工业增加值 | 6,587.08 | 9.4% | 6,040.53 | 10.2% |
| 固定资产投资 | 17,440.57 | 9.5% | 17,361.12 | 12.1% |
| 社会消费品零售总额 | 8,067.67 | 11.0% | 7,271.35 | 13.2% |
| 货物进出口总额（亿美元） | 666.04 | 8.9% | 627.71 | -15.7% |
| 存款余额 | 34,853.53 | 8.4% | 32,160.09 | 11.7% |
| 贷款余额 | 28,417.46 | 11.3% | 25,524.17 | 11.2% |
| 人均 GDP（元） | | 63,689 | | 57,902 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 106.75% | | 107.27% |

资料来源：重庆市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

总体来看，重庆市经济保持稳步增长，民营经济保持较好的活力；但同时也注意到，重庆市的经济发展对固定资产投资的依赖较大，经济的发展主要依靠投资推动。

2017 年黔江区经济增速明显放缓，经济总量仍然偏小

黔江区是国务院[2009]3 号文件定位的渝东南“翼”中心，重庆市委市政府规划的 6 个区域性中心城市之一。2017 年，黔江区实现地区生产总值 231.87 亿元，同比增长 5.8%，增速大幅下滑。其中，第一产业增加值 22.80 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 124.23 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 84.84 亿元，增长 4.7%；三次产业结构比例由 2016 年的 10.1: 52.7: 37.2 调整为 9.8: 53.6: 36.6。按常住人口计算，全区人均地区生产总值 48,549 元，比上年增长 2.9%。

黔江区作为重庆市“一圈两翼”中渝东南一翼的中心及“老少边穷”地区，得到了中央和重庆市政策、项目和资金支持，经济保持快速发展。工业是黔江区经济的中流砥柱，2017 年黔江区实现全部工业增加值 100.13 亿元，比上年增长 6.4%，占全区地区生产总值的 43.2%，其中，规模以上工业增加值增长 6.4%；2017 年全年，建筑业增加值 24.1 亿元，同比增长 9.2%，占地区生产总值的 10.4%；2017 年规模以上工业主营业务收入比上年增长 1.2%，利润总额下降 13.5%，黔江区工业增速放缓，整体盈利能力有所下滑。

2017 年黔江区完成固定资产投资 262.69 亿元，比上年增长 4.0%。其中国有投资 182.73 亿元，下降 3.8%，民间投资 79.96 亿元，增长 27.5%；全年建设与改造投资 244.6 亿元，增长 8.3%，房地产开发投资 18.09 亿元，下降 32.5%；固定资产投资的增长乏力对地区经济增长有明显影响。

2017 年，黔江区全年实现社会消费品零售总额 103.17 亿元，同比增长 11.6%；2017 年末全区金融机构存款余额为 226.37 亿元，同比下降 7.1%，贷款余额为 238.37 亿元，同比增长 15.4%。

总体来看，由于工业增速下滑及房地产市场不景气，2017 年黔江区经济增速明显放

缓，经济总量仍然偏小。

表5 2016-2017年黔江区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 同比增长 | 金额 | 同比增长 |
| 地区生产总值 | 231.87 | 5.8% | 218.84 | 10.0% |
| 第一产业增加值 | 22.80 | 4.5% | 22.03 | 5.3% |
| 第二产业增加值 | 124.23 | 7.1% | 115.38 | 10.2% |
| 第三产业增加值 | 84.84 | 4.7% | 81.43 | 10.9% |
| 工业增加值 | 100.13 | 6.4% | 94.74 | 9.0% |
| 固定资产投资 | 262.69 | 4.0% | 307.33 | 15.1% |
| 社会消费品零售总额 | 103.17 | 11.6% | 92.44 | 14.3% |
| 存款余额 | 226.37 | -7.1% | 243.78 | 8.1% |
| 贷款余额 | 238.37 | 15.4% | 206.55 | 19.1% |
| 人均GDP（元） | | 48,549 | | 47,184 |
| 人均GDP/全国人均GDP | | 81.38% | | 87.41% |

资料来源：重庆市黔江区2016-2017年国民经济和社会发展统计公报

2017年重庆市地方综合财力继续增强，但财政自给能力较弱且进一步下滑

随着地方经济的发展，近年重庆市地方综合财力不断增强。从全市财政收入情况看，2017年重庆市实现公共财政收入2,252亿元，较上年同口径增长3%，相比2016年增速下降4.1个百分点；其中，税收收入占比为65.54%，公共财政收入质量和稳定性一般。从税收来源看，增值税、企业所得税、契税和城镇土地使用税占税收收入的比重分别为36.38%、13.77%、12.10%和9.96%，分别同比增长3.2%、8.3%、37.5%和5.6%，是税收的主要来源及增长动力。

重庆市一直获得中央较多的政策和资金支持，2017年，重庆市全市收到中央补助收入1,717.2亿元，同比增长13.27%，占地方综合财力的比重为27.05%，是地方综合财力的重要构成。

政府性基金收入是重庆市全市地方综合财力的重要补充，主要由国有土地使用权出让收入组成。2017年，土地市场行情有所回暖，重庆市全市政府性基金收入2,251.1亿元，同口径增长52.5%，其中，国有土地使用权出让收入2,165.1亿元，同比增长53.3%。近年来，重庆市大规模城市建设和旧城改造置换出较大规模的土地，但是受国家整体宏观调控政策以及房地产市场的影响较大，未来国有土地出让收入存在一定的不确定性。此外，2017年全市实现国有资本经营收入126.7亿元。

从市本级看，2017年，重庆市本级公共财政收入为824.6亿元，较上年同口径增长2.6%，增速较2016年下降6.3个百分点，其中税收收入占比为61.05%，占比小幅下降。

2017年，重庆市本级收到中央补助收入1,717.2亿元，同比增长13.27%；2017年重庆市本级实现政府性基金收入1,488.7亿元，其中国有土地使用权出让收入1,420.3亿元；此外，2017年重庆市本级实现国有资本经营收入85.0亿元。

表6 2016-2017重庆市本级和全市地方财政收支情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 全市 | 市本级 | 全市 | 市本级 |
| 地方综合财力 | 6,347.4 | 4,115.5 | 5,331.7 | 3,247.8 |
| （一）公共财政收入 | 2,252.4 | 824.6 | 2,227.9 | 836.5 |
| 其中：税收收入 | 1,476.3 | 503.4 | 1,438.4 | 516.3 |
| 非税收入 | 776.0 | 321.2 | 789.5 | 320.2 |
| （二）中央补助收入 | 1,717.2 | 1,717.2 | 1,516.0 | 1,516.0 |
| （三）政府性基金收入 | 2,251.1 | 1,488.7 | 1,497.3 | 836.8 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 2,165.1 | 1,420.3 | 1,412.4 | 774.9 |
| （四）国有资本经营收入 | 126.7 | 85.0 | 90.5 | 58.5 |
| 财政支出 | 6,617.7 | 2,185.3 | 5,812.7 | 1,647.2 |
| （一）公共财政支出 | 4,336.7 | 1,238.0 | 4,001.9 | 1,124.7 |
| （二）政府性基金支出 | 2,182.2 | 865.6 | 1,738.1 | 470.3 |
| （三）国有资本经营支出 | 98.8 | 81.7 | 72.7 | 52.2 |
| 财政自给率 | 51.94% | 66.61% | 55.67% | 74.38% |

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

数据来源：《重庆市2016年财政预算执行情况和2017年财政预算草案的报告》、《重庆市2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告》，鹏元整理

从财政支出来看，2017年重庆市全市和市本级公共财政支出分别达4,336.7亿元和1,238.0亿元，分别同口径增长7.9%和9.2%。从支出结构上看，重庆市财政支出主要为各项民生支出，其中刚性支出²占全市和本级公共财政支的比例分别为46.04%和46.73%，刚性支出占比较大，公共财政收入灵活性一般。2017年，重庆市全市和市本级的财政自给率分别为51.94%、66.61%，均较上年有所下降，地方财政平衡能力一般。

总体上看，由于重庆市财政实力稳步增长，为支持当地经济发展奠定了良好的基础，但需注意到全市财政自给能力较弱且进一步下滑，政府性基金收入受土地市场行情影响较大。

2017年黔江区地方综合财力有所增强，但地方财政收支平衡对上级补助收入有一定的依赖，财政自给能力较弱

2017年黔江区全区地方综合财力为58.24亿元，较上年增长5.32%，但财政收入规模相对偏小。从地方财政实力的构成来看，公共财政收入和上级补助收入是2017年地方综

² 刚性支出主要包括一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出以及医疗卫生与计划生育支出。

合财力的主要构成部分，占比分别为 39.47%、54.31%。

公共财政收入是黔江区地方综合财力的重要组成部分。2017 年，黔江区全区公共财政收入为 22.99 亿元，较上年同口径增长 10%。从公共财政收入构成来看，2017 年税收收入占公共财政收入的 70.24%，较上年提升 5.57 个百分点，公共财政收入稳定性有所提升，质量尚可。

上级补助收入是近年黔江区地方综合财力的最主要来源，2017 年占比达到 54.31%，地方综合财力对上级补助收入有一定的依赖性。2017 年黔江区政府性基金收入为 2.63 亿元，较上年增长 47.43%，主要是受当地土地一级市场回暖影响，国有土地出让收入增加所致；未来若土地一级市场波动可能影响地方综合财力的稳定性。

从财政支出来看，黔江区公共财政支出有所下降，2017 年黔江区公共财政支出 57.37 亿元，同口径下降 2.3%。2017 年，黔江区财政自给率为 40.07%，处于较低水平，财政平衡对上级补助收入依赖性较大。

表7 2016-2017 年黔江区地方财政收支情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|----------------|----------------|
| 地方综合财力 | 582,369 | 552,968 |
| （一）公共财政收入 | 229,872 | 214,601 |
| 1、税收收入 | 161,463 | 138,781 |
| 2、非税收入 | 68,409 | 75,820 |
| （二）上级补助收入 | 316,263 | 318,134 |
| （三）政府性基金收入 | 26,292 | 17,833 |
| （四）国有资本经营收入 | 9,942 | 2,400 |
| 地方财政支出 | 605,399 | 637,637 |
| （一）公共财政支出 | 573,739 | 586,167 |
| （二）政府性基金支出 | 25,654 | 48,751 |
| （三）国有资本经营支出 | 6,006 | 2,719 |
| 财政自给率 | 40.07% | 36.61% |

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：《关于重庆市黔江区2016年财政预算执行情况和2017年财政预算草案的报告》和《重庆市黔江区2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

2017 年，公司仍主要以工程施工及铝加工产品销售业务为主，全年两项业务合计实现收入 12.54 亿元，占营业收入的 89.44%，其中铝加工产品销售业务较上年大幅增长 67.08%，主要是子公司京宏源铝加工一体化项目新投产产能增加带来销量扩大所致；而由于收入结算方式改变，2017 年公司工程施工收入同比减少 49.46%。此外，公司还有部分

广告、物业、安保服务、处理医疗废弃物等业务，总体收入规模不大。

从毛利率来看，2017年铝加工产品销售业务扭亏为盈，毛利率为4.39%；同时，工程施工收入改为以管理费纯收入入账，仅有少量的费用成本，毛利率提升为91.94%，但由于收入规模降幅较大，对主营业务毛利率的拉动效应较小；2017年公司主营业务综合毛利率为23.84%，较上年略有提升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|-----------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 铝加工产品销售收入 | 99,589.44 | 4.39% | 59,606.95 | -0.17% |
| 工程施工收入 | 25,856.28 | 91.94% | 51,157.66 | 47.93% |
| 安保服务收入 | 2,316.47 | 26.42% | 2,393.66 | 24.89% |
| 广告及广告牌、告示牌制作 | 627.48 | 76.79% | 2,067.64 | 50.62% |
| 物业收入 | 3,660.13 | 39.26% | 1,430.03 | -19.18% |
| 处理医疗废弃物收入 | 446.58 | 33.50% | 381.51 | 39.55% |
| 建材销售收入及其他 | 1,007.89 | 78.56% | 5,859.83 | 55.89% |
| 主营业务收入合计 | 137,249.13 | 23.84% | 122,896.69 | 23.77% |
| 其他业务收入合计 | 3,011.82 | 74.52% | 2,573.47 | 39.64% |
| 营业收入合计 | 140,260.95 | 24.93% | 125,470.16 | 24.10% |

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司工程施工业务项目量充足，持续性较好，但公司在建的基础设施及保障房项目规模较大，代建回购资金是否能及时回笼存在不确定性，存在较大的资金压力

公司作为黔江区城市基础设施建设的重要主体，承担着新城区基础设施建设及旧城改造的任务。根据重庆市黔江区新城建设管理委员会（以下简称“黔江新城管委会”）2017年3月25日下发的《重庆市黔江区新城建设管理委员会关于明确重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司以委托代建收益作为营业收入有关事宜的通知》，公司负责代建的基础设施项目在项目总体竣工后开始进行结算，由黔江新城管委会支付包括工程建设资金及其融资支出、代建收益等三部分资金，公司以代建收益部分确认营业收入。2017年，公司共确认工程项目收入2.59亿元。

截至2017年12月31日，公司在建项目主要包括黔江过境高速公路（东南环线）等市政工程建设项目，计划总投资逾134.58亿元，未来随着该部分项目的陆续完工，有望为公司带来较大规模的工程施工业务收入。

截至2017年末，“14渝黔江债”募投项目中，柳林湾廉租房、职教南端廉租房等13个黔江区廉租房及公租房项目均已完工，募集资金之外的建设资金由中央财政及地方财政拨款。博牛沱安置房和柳林湾安置房现已基本建设完成，其他安置房项目在有序建设中。同

时我们也关注到，黔江区新田安置房、杨家坝安置房等9个黔江区的安置房建设项目的未来项目收入实现方式未作约定。

此外，公司后续投资规模较大，截至2017年末，公司主要在建项目已投资金额49.92亿元，尚有84.66亿元的资金缺口，公司未来将面临较大的资金压力。且公司在建的基础设施及保障房项目规模较大，根据目前黔江区的财政实力，短期内支付如此大规模的回购资金压力较大，公司基础设施代建回购资金是否能及时回笼存在不确定性。

表9 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资额 | 尚需投资额 |
|---------------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 黔江过境高速公路（东南环线） | 260,000.00 | 21,530.00 | 238,470.00 |
| 渝东南会展中心 | 100,000.00 | 8,900.00 | 91,100.00 |
| 桐坪隧道 | 89,000.00 | 2,730.00 | 86,270.00 |
| 正阳中学东侧（拆迁）安置房 | 87,853.00 | 25,980.00 | 61,873.00 |
| 杨家坝（拆迁）安置房 | 80,000.00 | 57,380.00 | 22,620.00 |
| 大堡安置房 | 63,450.00 | 12,070.00 | 51,380.00 |
| 神龟堡安置房 | 62,000.00 | 19,040.00 | 42,960.00 |
| 板栗山（拆迁）安置房 | 60,000.00 | 32,760.00 | 27,240.00 |
| 大队梁子安置房 | 54,630.00 | 20,390.00 | 34,240.00 |
| 城市峡谷景区 | 50,015.00 | 35,379.00 | 14,636.00 |
| 三塘盖景区连接线改建工程 | 44,800.00 | 3,700.00 | 41,100.00 |
| 正舟路南段拓宽工程（桐坪路至巨木岭段） | 40,000.00 | 39,050.00 | 950.00 |
| 民族职业教育中心迁建工程 | 36,191.00 | 10,672.00 | 25,519.00 |
| 黔江区黔恩北互通改造工程 | 34,000.00 | 32,970.00 | 1,030.00 |
| 舟白复线隧道 | 25,960.00 | 21,370.00 | 4,590.00 |
| 公共服务中心党政办公用房 | 25,000.00 | 22,090.00 | 2,910.00 |
| 天生湖水库水坝 | 25,000.00 | 11,060.00 | 13,940.00 |
| 新田（拆迁）安置房 | 22,500.00 | 11,570.00 | 10,930.00 |
| 柳林湾安置房 | 22,400.00 | 21,090.00 | 1,310.00 |
| 博牛沱安置房 | 18,400.00 | 16,390.00 | 2,010.00 |
| 新城环境综合整治工程 | 18,000.00 | 17,090.00 | 910.00 |
| 新城市政基础设施建设工程 | 18,000.00 | 3,490.00 | 14,510.00 |
| 新城污水主干管 | 17,800.00 | 16,370.00 | 1,430.00 |
| 新城污水处理厂 | 15,500.00 | 6,730.00 | 8,770.00 |
| 峡谷景区观音寺、水坝工程及遗留问题 | 15,000.00 | 1,500.00 | 13,500.00 |
| 黔江区新城至黔张常铁路段连接工程 | 14,700.00 | 2,670.00 | 12,030.00 |
| 三阳岭安置房 | 13,300.00 | 13,050.00 | 250.00 |
| 马鞍田滨水公园 | 13,000.00 | 5,390.00 | 7,610.00 |
| 保障性住房项目配套基础设施建设 | 9,761.00 | 3,400.00 | 6,361.00 |
| 黔江区生活垃圾收运系统扩建及垃圾场渗漏液预处理项目 | 9,570.00 | 3,400.00 | 6,170.00 |
| 合计 | 1,345,830.00 | 499,211.00 | 846,619.00 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司的房地产开发项目恢复建设，尚未给公司带来收益，未来收入的实现存在不确定性

公司的房地产开发业务主要由子公司重庆博宏城市建设开发有限公司（以下简称“博宏公司”）承担。博宏公司于2012年先后开始博宏·大众家园、博宏·小康家园、博宏·上郡新都三个项目的建设，博宏公司以土地及项目开发权与开发商进行合作，并享有项目建成后总建筑面积25%的所有权（优先取得地下车库和一层商业门面的所有权，不足部分以二层商业用房及住房补足），协议签订后项目所需的各项费用均由合作开发商承担。

表10 截至2017年末公司房地产项目的基本情况（单位：万元、平方米）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 占地面积 | 建筑面积 | 可售面积 |
|-----------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 博宏·大众家园 | 34,000.00 | 20,000.00 | 14,485.00 | 83,500.40 | 32,311.41 |
| 博宏·小康家园 | 15,000.00 | 12,600.00 | 15,257.25 | 31,361.25 | 14,064.03 |
| 博宏·上郡新都 | 55,000.00 | 45,000.00 | 57,754.00 | 218,966.90 | 58,337.56 |
| 合计 | 104,000.00 | 77,600.00 | 87,496.25 | 333,828.55 | 104,713.00 |

注：2017年公司根据实际建设中的情况对博宏·大众家园和博宏·上郡新都两个项目总投资进行了调整。
资料来源：公司提供

2017年，公司及合作方积极寻求解决项目建设的资金问题，三个房地产项目恢复建设。此外，公司根据实际建设中的情况对博宏·大众家园和博宏·上郡新都两个项目总投资进行了调整，调整后，三个房地产项目预计总投资10.40亿元，截至2017年末已投资7.76亿元，2017年末已累计预售51,149.65平方米。截至2017年末，由于尚未交房，按照会计准则公司的房地产开发业务不能确认收入。2014年末，公司已全面启动规划博宏·金龙名邸、博宏·上阳府两个项目，已通过重庆市黔江区公共资源综合交易中心取得总面积为35,362.60平方米的国有土地使用权³。但截至2017年末，公司尚未取得项目所需的相关批文，两个项目均尚未开工建设。

总体来看，公司房地产开发项目恢复推进，但后续项目建设资金受开发商融资能力影响较大，仍可能存在建设资金缺位的问题，未来该部分收入的实现存在不确定性。

2017年公司铝加工产能进一步扩大，销售收入增幅较大，并实现扭亏为盈

公司的铝加工业务由控股子公司京宏源经营。2015年京宏源投资建设了年产20万吨铝加工一体化项目，包括20万吨/a铝合金加工、15万吨/a碳素制品生产线和2*300MW热电机组四个子项目；截至2017年末，该项目已全部建成投产，使得京宏源已投产产能得到进一步增加，其中，铸轧卷、铝液已投产年产能均提升为10万吨，冷轧卷已投产年产能提升为8万吨，铝板年产能提升为0.4万吨。在产能利用率上，2017年铸轧卷和绿叶的产能利用率

³ 数据来源于重庆市黔江区公共资源综合交易中心出具的“”挂牌出让成交确认书（黔江综合交易挂出[2013]第017号）”和”挂牌出让国有土地使用权确认通知书”。

分别达到92.00%和97.20%，而冷轧卷和铝板由于新增产能投产时间较短，实际生产量较小，产能利用率相对较低。目前京宏源已经具备了较为完整的铝产品加工生产线，具有自主生产铝液能力，在铝液到铸轧卷、冷轧卷的生产过程中，产生的边角料回炉重塑，可以大幅提升铝液利用率，降低损耗节约生产成本。

目前京宏源销售的产成品主要为铸轧卷、冷轧卷和铝板，铸轧卷的定价方式为“铝锭基价+加工费”；其中铝锭基价按需方下单时上海长江有色现货前五个交易日的平均价计算，加工费按规格为700-1500元不等。2017年，京宏源共实现铝加工产品销售收入9.96亿元，毛利率提升为4.39%，实现扭亏为盈，主要系2017年产品结构调整后附加值提高及设备成本逐渐摊薄所致，但由于前期投产机器设备固定成本折旧及摊销较大，所以目前业务毛利率仍处于较低水平。2016年开始，京宏源铝加工业务开始转向生产冷轧卷等更高附加值的产品，产业链进一步向下延伸，未来新产能完全投产利用后将有效摊薄成本，加上产品结构不断优化，铝加工业务盈利水平有望进一步提升。

表11 2017年主要铝加工产品产能及产量情况

| 产品类别 | 2017年 | | | 2016年 | | |
|------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|
| | 已投产产能(万吨/年) | 产量(万吨) | 产能利用率 | 已投产产能(万吨/年) | 产量(万吨) | 产能利用率 |
| 铸轧卷 | 10.00 | 6.90 | 92.00% | 6.67 | 6.00 | 89.96% |
| 铝液 | 10.00 | 7.29 | 97.20% | 4.20 | 4.00 | 95.24% |
| 冷轧卷 | 8.00 | 3.37 | 56.17% | 6.00 | 2.00 | 50.00% |
| 铝板 | 0.40 | 0.20 | 50.00% | 0.20 | 0.05 | 25.00% |

资料来源：公司提供

表12 2016-2017年铝加工产品销售业务情况

| 产品类别 | 2017年 | | | 2016年 | | |
|-----------|-------------------|-------------------|-----------|------------------|-------------------|-----------|
| | 数量(吨) | 金额(万元) | 均价(元/吨) | 数量(吨) | 金额(万元) | 均价(元/吨) |
| 铝液 | 59,976.13 | 74,650.44 | 12,446.69 | 41,948.78 | 52,204.46 | 12,444.48 |
| 铸轧卷 | 28,244.99 | 37,542.28 | 13,291.66 | 35,536.92 | 46,522.41 | 13,091.29 |
| 冷轧卷 | 39,341.40 | 54,232.34 | 13,785.05 | 15,852.01 | 22,796.73 | 14,380.97 |
| 铝锭 | - | - | - | 2,766.19 | 3,244.97 | 11,730.84 |
| 铝板 | 3,632.15 | 4,923.77 | 13,556.07 | 434.91 | 673.30 | 15,481.16 |
| 合计 | 131,194.67 | 104,348.83 | - | 96,538.81 | 125,441.87 | - |

注：由于存在内部交易，本表中数据合计数大于公司合并报表数据；2017年京宏源的铝锭用于高附加值产品的加工，没有外销。

资料来源：公司提供

铝加工产品原料主要为氧化铝、阳极炭块以及氟化铝等，除氧化铝等原材料以外，电解铝生产最大的成本是电价，京宏源电力主要由重庆乌江电力有限公司（以下简称“乌江

电力”)供应,乌江电力为京宏源的股东之一,是一家集发、输、配、供于一体的地方电力企业,也是渝东南地区电矿产业发展的龙头企业;目前京宏源与乌江电力的合同电价为0.46元/度,有电价的相对优势⁴。2017年全年,京宏源生产耗电量共计为73,610.95万千瓦时,用电成本合计为34,769.41万元,占生产总成本的36.51%。京宏源在采购时结算模式一般为先货后款,结算方式主要为银行承兑汇票、电汇等,周期为一个月左右。

随着业务规模的扩大,原材料采购量较上年大幅增加。2017年阳极炭块全部从赤壁长城炭素制品有限公司采购,采购均价为3,253.43元/吨,采购金额为10,018.51万元;京宏源前五大供应商中另外四家全部为氧化铝的供应商,采购金额合计25,341.67万元,占全年氧化铝采购总额的94.79%,供应商集中度高,或存在一定的采购风险。

表13 2016-2017年铝加工业务主要原材料采购情况

| 类别 | 2017年 | | | 2016年 | | |
|------|-------------------|------------------|-----------|-------------------|------------------|----------|
| | 数量(吨) | 金额(万元) | 均价(元/吨) | 数量(吨) | 金额(万元) | 均价(元/吨) |
| 氧化铝 | 115,618.82 | 26,734.74 | 2,312.32 | 79,292.95 | 15,401.03 | 1,942.30 |
| 阳极炭块 | 30,793.71 | 10,018.51 | 3,253.43 | 20,473.98 | 4,975.09 | 2,429.96 |
| 铝锭 | 7,094.37 | 9,096.92 | 12,822.73 | 1,136.02 | 649.44 | 5,716.83 |
| 合计 | 153,506.90 | 45,850.17 | - | 100,902.95 | 21,025.56 | - |

注:上表中数据包含内部交易量,京宏源未做分离统计。
资料来源:公司提供

表14 2017年铝加工业务前五大供应商情况(单位:吨、万元)

| 客户名称 | 产品 | 数量 | 金额 |
|-----------------|------|-------------------|------------------|
| 重庆西储物流有限公司 | 氧化铝 | 62,239.77 | 13,973.52 |
| 重庆市博赛矿业(集团)有限公司 | 氧化铝 | 21,242.51 | 5,085.40 |
| 广东铭恒国际贸易有限公司 | 氧化铝 | 14,363.28 | 3,192.87 |
| 中铝重庆国际贸易有限公司 | 氧化铝 | 11,222.41 | 3,089.88 |
| 赤壁长城炭素制品有限公司 | 阳极炭块 | 30,793.71 | 10,018.51 |
| 合计 | - | 139,861.68 | 35,360.18 |

资料来源:公司提供

随着产品结构的优化调整,京宏源产业链进一步向下延伸,不断开发新客户,拓展业务区域,全年前五大客户销售额合计占公司铝加工产品总销售额的47.70%,较上年下降9.28个百分点,但客户集中度仍较高,存在一定的经营风险。随着项目的顺利投产,该业务规模有望进一步扩大,为公司带来较为可观的收入。

表15 2017年铝加工产品销售业务前五大客户情况(单位:吨、万元)

| 客户名称 | 产品 | 数量 | 销售收入 | 占铝加工产 |
|------|----|----|------|-------|
|------|----|----|------|-------|

⁴ 目前我国新疆电价最低,大约0.38元/度,河南、山东最高,约0.62元/度。

| | | | | 品销售总收入 的比重 |
|----------------|------------|------------------|------------------|---------------|
| 河南祥隆科技有限公司 | 铸轧卷、冷轧卷、铝板 | 10,833.33 | 15,088.05 | 15.57% |
| 重庆锰都工贸有限公司 | 铸轧卷、冷轧卷、铝板 | 9,299.95 | 12,577.52 | 13.37% |
| 重庆东懂铝业有限公司 | 冷轧卷、铝板 | 5,139.16 | 6,739.56 | 7.39% |
| 重庆国储有色金属有限公司 | 铸轧卷、冷轧卷 | 4,432.93 | 6,303.12 | 6.37% |
| 广西柳州银海铝业股份有限公司 | 铸轧卷 | 3,481.34 | 4,079.29 | 5.00% |
| 合计 | - | 33,186.71 | 44,787.54 | 47.70% |

资料来源：公司提供

2017年公司继续得到较大的外部支持

作为黔江区新城城市建设开发的主体，公司承担了较重的建设任务，同时考虑到黔江新城在整个黔江区战略规划中处于重要地位，黔江区政府在资本性注入及财政补贴方面继续给予了公司较大的扶持。

根据“黔江国资【2017】185号”文件，黔江区国资委将重庆市黔江区旅游投资开发有限公司39.92%、账面价值为131,084.72万元的股权无偿划拨给公司，作为资本性注入；根据《关于明确重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司财政资金使用有关事宜的通知》，黔江区国资委将黔江区财政局拨付的货币资金11,400.00万元作为资本金注入公司；根据“黔江国资【2017】111号”文件，黔江区国资委将重庆市黔江区泰来水利电力开发有限公司22.43%、账面价值为31,470.58万元的股权作为资本性注入无偿划拨给公司。

同时，根据《关于同意核销无偿划出的旅游资产的批复》（黔江国资【2017】186号），黔江区国资委同意将公司账面价值合计为11.43亿元的旅游资产无偿划出，冲减相应的资本公积；根据《关于无偿划转鸿林公司100%股权的通知》（黔江国资【2017】80号），黔江区国资委将公司持有的鸿林园林100%股权（账面价值为3,444.64万元）无偿划转至重庆市黔江区现代农业投资有限责任公司，冲减相应的资本公积；根据公司子公司重庆恒利盛商贸有限公司（以下简称“恒利盛商贸”）董事会决议及股东会决议，公司注入恒利盛商贸2.57亿元资产用于置换其股东重庆市黔江区绿泰农林发展有限责任公司原资本性注入的商业资产，相应冲减资本公积；以上事项及其他资本公积减少事项使得公司2017年共计减少资本公积14.37亿元。

总体来看，2017年公司通过政府划拨股权、注入资本金等方式使得资本公积净增加2.95亿元；此外，为支持公司对黔江新城的开发，2017年黔江区国资委通过财政拨款等方式共给予公司11,871.64万元补贴。

⁵ 系包含内部交易额的铝加工产品销售总收入。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围变化情况详见表2。

资产结构与质量

2017 年公司资产规模保持增长，但其他应收款规模较大，存在一定的资金占用，受限资产规模较大，资产流动性较差

截至2017年末，公司总资产达234.63亿元，较上年同期增长4.91%，主要系2017年公司项目建设推进中往来资金增加所致。公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占比达到79.48%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 比重 | 金额 | 比重 |
| 货币资金 | 32,273.86 | 1.38% | 125,374.90 | 5.61% |
| 其他应收款 | 209,854.07 | 8.94% | 231,767.38 | 10.36% |
| 存货 | 1,558,358.78 | 66.42% | 1,403,503.66 | 62.76% |
| 流动资产合计 | 1,864,817.24 | 79.48% | 1,823,682.59 | 81.55% |
| 固定资产 | 149,726.61 | 6.38% | 139,760.91 | 6.25% |
| 在建工程 | 102,612.04 | 4.37% | 114,573.65 | 5.12% |
| 无形资产 | 46,121.18 | 1.97% | 101,162.38 | 4.52% |
| 非流动资产合计 | 481,447.46 | 20.52% | 412,687.14 | 18.45% |
| 资产总额 | 2,346,264.70 | 100.00% | 2,236,369.73 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金账面余额为 3.23 亿元，较上年同比减少 74.26%，主要是工程投入增加及偿还较多债务等所致；其中 5,590.54 万元的承兑汇票保证金、履约保证金等资金流动性受限。截至 2017 年末，公司其他应收款为 20.99 亿元，主要为应收重庆市黔江区新城建设管理委员会、重庆市黔江区财政局等行政事业单位往来款项等，考虑到其为政府部门，发生坏账的风险不大，但资金回收时间受政策影响较大，存在不确定性；应收民营企业重庆碧峰实业有限公司的款项 2.43 亿元，未来需持续关注其回收风险；总体来看，公司其他应收款规模较大且部分资金账龄较长，对公司资金形成较大占用。

表17 2017年末公司其他应收款前五名单位情况（单位：万元）

| 欠款单位 | 期末余额 | 账龄 | 占其他应收款的比重 |
|-------------------|-------------------|----------|---------------|
| 重庆市黔江区新城建设管理委员会 | 3,923.03 | 1年以内 | 1.87% |
| | 4,000.00 | 1-2年 | 1.91% |
| | 27,145.68 | 3年以上 | 12.94% |
| 重庆市黔江区财政局 | 2,050.29 | 1年以内 | 0.98% |
| | 12.27 | 1-2年 | 0.01% |
| | 30,605.11 | 3年以上 | 14.58% |
| 重庆碧峰实业有限公司 | 3,502.84 | 1年以内 | 1.67% |
| | 11,114.59 | 1-2年 | 5.30% |
| | 9,648.68 | 2-3年 | 4.60% |
| 重庆市黔江区土地储备中心 | 22,650.00 | 1年以内 | 10.79% |
| 重庆市黔江区国有资产监督管理委员会 | 15,000.00 | 2-3年 | 7.15% |
| 合计 | 128,635.49 | - | 61.30% |

资料来源：公司提供

公司的存货主要是项目开发成本及其附属的土地使用权，土地权证类型以出让为主，另有部分划拨用地和储备用地，土地用途以商住用地为主，另有部分其他用地。公司存货中有大量的基础设施待回购，主要是未完工、结算的安置房等基础设施建设项目，以黔江区政府财力，回购这些基础设施的资金压力较大，何时、以何种方式回购这些基础设施存在不确定性。截至2017年末，公司存货账面余额为155.84亿元，较上年末增长11.03%，主要是因为公司承建的基础建设工程增加所致。

表18 公司2016-2017年年末的存货余额（单位：万元）

| 项目 | 2017年末 | 2016年末 |
|-----------|---------------------|---------------------|
| 原材料 | 6,517.21 | 5,931.78 |
| 开发成本 | 1,291,954.04 | 1,109,923.67 |
| 开发产品 | 254,599.47 | 260,888.82 |
| 周转材料 | 867.02 | 324.11 |
| 消耗性生物资产 | 0.00 | 13,850.95 |
| 工程施工成本 | 3,619.18 | 7,093.68 |
| 发出商品 | 801.85 | 5,490.64 |
| 合计 | 1,558,358.78 | 1,403,503.66 |

注：公司开发产品主要是用于开发的土地25.24亿元。

资料来源：公司2016-2017年审计报告

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。公司固定资产主要是房屋建筑物和机器设备，2017年末固定资产账面价值为14.97亿元，同比增长7.13%，系公司新购置机器设备所致。截至2017年末，公司在建工程项目账面余额为10.26亿元，较上年末减少10.44%，主要系博宏大厦工程竣工结算所致；2017年末在建工程项目中京宏源年产20万吨铝加工项目已完结，尚未转入固定资产，账面价值为10.25亿元。截至2017年末，公司无形资产余额为4.61亿元，较上年减少54.41%，主要系黔江区国资委将公司

林地使用权划拨给重庆市黔江区旅游投资开发有限公司所致。

截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计为 21.65 亿元，占 2017 年末资产总额的 9.23%，详见下表。

表19 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：万元）

| 资产名称 | 账面价值 | 占总资产的比例 |
|-----------|-------------------|--------------|
| 货币资金 | 5,590.54 | 0.24% |
| 土地使用权 | 109,632.25 | 4.67% |
| 房屋建筑物 | 48,429.50 | 2.06% |
| 机器设备 | 52,861.13 | 2.25% |
| 合计 | 216,513.42 | 9.23% |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

总体上看，2017 年公司资产规模继续增长，其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，受限资产规模较大，资产整体流动性较差。

盈利能力

2017 年公司营业收入和利润稳步增长，盈利能力较为稳定

2017 年，由于完工回购项目较少，工程收入较上年下降 49.46%；而随着铝加工业务投产规模的不断扩大，铝加工产品销售收入较上年继续大幅增长 67.08%；公司收入中占比较大的主营业务为工程收入和铝加工产品销售收入，2017 年这两项收入合计占营业收入的 89.44%，仍然是公司营业收入的主要构成部分。

就毛利率来看，由于代建收入改为以代建管理费纯收入入账，2017 年工程施工业务毛利率为大幅提升至 91.94%；2017 年铝加工产品销售业务实现扭亏为盈，毛利率为 4.39%，成为公司利润的新来源。

2017 年度，公司共取得黔江区财政局拨付财政补贴等营业外收入 1.20 亿元，占公司当年利润总额的 49.33%，有效提升了公司的盈利规模。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------|------------|------------|
| 营业收入 | 140,260.95 | 125,470.16 |
| 营业利润 | 12,674.94 | 11,189.50 |
| 营业外收入 | 12,025.67 | 13,415.06 |
| 利润总额 | 24,378.98 | 24,323.63 |
| 综合毛利率 | 24.93% | 24.10% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流有所改善，但公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

2017年公司各项业务资金回笼情况较好，为公司带来了较为稳定的经营活动现金流入；同时公司2017年基础设施项目投入规模较上年有所减少，使得公司2017年经营活动现金净流入4.86亿元，较上年有所改善。

2017年公司投资活动资金主要用于购建固定资产、无形资产以及支付部分工程预付款等，全年投资活动现金净流出1,109.02万元。为满足业务发展需要，近年公司筹资力度较大，2017年通过银行借款筹资活动取得现金62.67亿元，较上年有大幅增加，但同时公司偿还较大规模的到期债务及债务相关利息，使得全年筹资活动现金净流出9.27亿元。

截至2017年12月31日，公司主要在建基础设施与保障房项目共计尚需投入资金84.66亿元，公司后续建设面临较大的资金压力，仅依靠公司经营现金流无法覆盖如此大规模的建设开发资金支出，预计后续资金缺口仍将主要依靠外部融资来解决。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|-----------------|-------------------|-------------------|
| 收现比 | 1.28 | 1.18 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 180,091.76 | 148,240.73 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 154,758.91 | 90,906.84 |
| 经营活动现金流入小计 | 334,850.67 | 239,147.57 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 182,643.05 | 247,451.23 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 74,363.91 | 34,780.58 |
| 经营活动现金流出小计 | 286,271.53 | 309,368.63 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 48,579.14 | -70,221.06 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1,109.02 | -27,540.13 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -92,720.35 | 48,971.13 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -45,250.23 | -48,790.06 |

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年公司负债规模继续增长，有息债务规模相对较大，存在较大的即时偿付压力

得益于政府划入的相关子公司股权及公司利润盈余的积累，公司资本实力有所增强，2017年末公司所有者权益合计93.26亿元；截至2017年末，公司负债规模达到141.36亿元，较上年末小幅增长4.69%，产权比率略有下滑至151.57%，净资产对债务的保障能力总体较弱。从债务结构来看，2017年末公司的非流动负债的占比为54.38%，仍为公司负债的主要构成。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2017年 | 2016年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,413,622.94 | 1,350,306.15 |
| 所有者权益 | 932,641.76 | 886,063.58 |
| 产权比率 | 151.57% | 152.39% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、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 2017 年末，公司的短期借款规模为 5.20 亿元，较上年同比减少 30.67%，全部为保证借款。2017 年，公司兑付 5.79 亿元的银行承兑汇票，使得 2017 年末应付票据账面余额减少至 1.25 亿元，剩余票据主要为铝加工业务产生的商业承兑汇票。2017 年末，公司应付账款账面余额为 4.01 亿元，同比下降 36.04%，主要是应付建设方的工程款。其他应付款主要是与重庆市智嘉建设有限公司、黔江区国土资源和房屋管理局、鸿林园林、重庆鸿业实业（集团）有限公司等单位的借款或往来款，其中账龄在 1 年以内的应付款项占比达 75.92%，存在较大的短期偿付压力。公司一年内到期的非流动负债主要是 1 年内到期的长期借款 7.23 亿元、1 年内到期的应付债券 18.03 亿元以及 1 年内到期的长期应付款 6.40 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017 年末公司长期借款余额为 22.47 亿元，同比增长 35.96%，主要系质押借款和保证借款的增加。2017 年公司应付债券账面余额为 38.67 亿元，主要是近年来公司发行的本期债券及“14 渝黔江债”、“15 黔江债”、“15 黔江债 02”、“16 黔江债”等债券的余额。

表23 截至 2017 年末公司应付债券明细（单位：万元）

| 债券名称 | 面值 | 发行日期 | 债券期限 | 期末余额 |
|---|-------------------|------------|------|-------------------|
| 2012 年重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司市政项目建设债券（即本期债券） | 90,000.00 | 2012.3.28 | 7 年 | 35,982.98 |
| 2014 年重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司市政项目建设债券（“14 渝黔江债”） | 100,000.00 | 2014.3.26 | 7 年 | 59,786.16 |
| 2016 年重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司非公开发行公司债券（“16 黔江债”） | 100,000.00 | 2016.8.7 | 3 年 | 9,937.85 |
| 2017 年重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司非公开发行公司债券（“17 黔江 01”） | 200,000.00 | 2017.3.3 | 5 年 | 198,036.67 |
| 2017 年第 1175 期黔江城投非公开定向债权融资工具 | 20,000.00 | 2017.12.27 | 5 年 | 18,553.77 |
| 2015 年重庆恒利盛商贸有限公司非公开发行公司债 | 65,000.00 | 2015.11.5 | 5 年 | 64,402.13 |
| 合计 | 840,000.00 | - | - | 386,699.57 |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司长期应付款主要为融资租赁款及子公司定向债务融资，2017 年末账面余额为

15.71亿元。

表24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 比重 | 金额 | 比重 |
| 短期借款 | 52,000.00 | 3.68% | 75,000.00 | 5.55% |
| 应付票据 | 12,518.72 | 0.89% | 58,620.08 | 4.34% |
| 应付账款 | 40,087.16 | 2.84% | 62,675.74 | 4.64% |
| 其他应付款 | 181,716.28 | 12.85% | 66,398.92 | 4.92% |
| 一年内到期的非流动负债 | 316,598.66 | 22.40% | 288,727.02 | 21.38% |
| 流动负债合计 | 644,873.45 | 45.62% | 575,663.16 | 42.63% |
| 长期借款 | 224,674.32 | 15.89% | 165,246.00 | 12.24% |
| 应付债券 | 386,699.57 | 27.36% | 538,394.50 | 39.87% |
| 长期应付款 | 157,085.28 | 11.11% | 70,675.78 | 5.23% |
| 非流动负债合计 | 768,749.49 | 54.38% | 774,643.00 | 57.37% |
| 负债总额 | 1,413,622.94 | 100.00% | 1,350,306.15 | 100.00% |
| 其中：有息负债 | 1,149,576.55 | 81.32% | 1,196,663.38 | 88.60% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息负债共计114.96亿元，较上年同比下降3.93%，占负债总额的比重为81.32%，有息负债规模和占比均有所下降，但规模仍较大。此外，公司2018年共需偿还债务36.86亿元，存在较大的集中偿付和即时支付压力。

表25 截至 2017 年 12 月 31 日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 |
|----|------------|------------|-----------|
| 本金 | 368,598.66 | 202,249.63 | 86,112.13 |

资料来源：公司提供

2017年公司资产虽有增长，但资产构成主要以基础设施建设成本为主，流动性较弱，对债务的保障水平不高，2017年末速动比率仅为0.48，较上年继续下降0.25个百分点。2017年，公司偿付较大规模的债务及相关利息，使得EBITDA利息保障倍数继续下降至0.37，近年来持续处在较低水平，息税折旧摊销前利润对债务的保障能力较弱。

表26 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 60.25% | 60.38% |
| 流动比率 | 2.89 | 3.17 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.73 |
| EBITDA（万元） | 44,787.50 | 39,048.59 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.37 | 0.42 |
| 有息债务/EBITDA | 25.67 | 30.65 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方经营表现良好，担保实力强，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信用水平

三峡担保成立于2006年9月，原名为“重庆市三峡库区产业信用担保有限公司”，初始注册资本5亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司出资设立；2010年1月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015年5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，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，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。截至2018年3月31日，三峡担保股权结构如表27所示。

表27 截至2018年3月31日三峡担保股权结构情况

| 股东名称 | 出资额（万元） | 持股比例 |
|------------------|-------------------|----------------|
| 重庆渝富资产经营管理集团有限公司 | 232,500.00 | 50.00% |
| 中国长江三峡集团公司 | 129,166.67 | 27.78% |
| 国开金融有限责任公司 | 77,500.00 | 16.67% |
| 三峡资本控股有限责任公司 | 25,833.33 | 5.55% |
| 合计 | 465,000.00 | 100.00% |

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍为三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，

业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。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，2017年当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

表28 2015-2017年三峡担保主要财务数据

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 1,231,190.51 | 1,112,662.33 | 1,011,512.83 |
| 所有者权益合计（万元） | 661,430.73 | 645,880.57 | 609,797.49 |
| 资产负债率 | 46.28% | 41.95% | 39.71% |
| 营业收入（万元） | 123,776.37 | 149,555.53 | 164,751.65 |
| 利润总额（万元） | 48,870.92 | 72,959.24 | 71,475.65 |
| 综合毛利率 | 39.62% | 46.28% | 42.54% |
| 净资产收益率 | 6.12% | 9.60% | 10.83% |
| 经营活动净现金流（万元） | 14,860.05 | -10,393.77 | 77,795.69 |
| 当期担保发生额（万元）* | 3,039,484.48 | 6,047,279.67 | 4,171,959.32 |
| 融资担保在保责任余额（万元）* | 2,532,665.80 | 3,262,135.72 | 3,732,657.12 |
| 担保风险准备金（万元）* | 265,974.32 | 245,006.61 | 213,387.61 |
| 融资担保净资产放大倍数* | 4.53 | 5.93 | 7.11 |
| 累计担保代偿率* | 1.52% | 1.67% | 1.53% |
| 累计代偿回收率* | 44.23% | 44.78% | 31.83% |

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（上年数）。

资料来源：三峡担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，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、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外提供保证担保金额合计449,260.10万元（如下表所示），占2017年末所有者权益的48.17%，担保对象主要为国有企业，但担保规模较大且均无反担保措施，公司仍存在一定的或有负债风险。

表29 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

| 担保对象 | 单位性 | 担保方 | 反担保 | 担保金额 | 担保截止 |
|------|-----|-----|-----|------|------|
|------|-----|-----|-----|------|------|

| | 质 | 式 | 方式 | | 日期 |
|------------------|----|------|----|-------------------|------------|
| 重庆市智嘉建设有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 98,000.00 | 2031.6.20 |
| | | 信用担保 | 无 | 95,000.00 | 2034.8.16 |
| | | 信用担保 | 无 | 2,000.00 | 2018.1.1 |
| 重庆鸿亿置业有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 54,000.00 | 2037.3.29 |
| 重庆鸿业实业（集团）有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 50,000.00 | 2018.12.9 |
| | | 信用担保 | 无 | 30,000.00 | 2018.12.25 |
| | | 信用担保 | 无 | 30,000.00 | 2019.11.18 |
| | | 信用担保 | 无 | 30,000.00 | 2019.12.27 |
| | | 抵押担保 | 无 | 5,406.10 | 2021.11.26 |
| | | 抵押担保 | 无 | 854.00 | 2020.6.7 |
| 重庆市鸿林园林绿化有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 20,000.00 | 2018.9.1 |
| 重庆银海融资租赁有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 15,000.00 | 2018.11.30 |
| 重庆朵朵润尔营养食品销售有限公司 | 民营 | 信用担保 | 无 | 9,500.00 | 2019.1 |
| 重庆市鸿庄建设开发有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 5,000.00 | 2019.11.1 |
| 重庆市黔江区蚕业有限责任公司 | 民营 | 信用担保 | 无 | 2,500.00 | 2018.9.1 |
| 重庆市黔江区国汇资产管理有限公司 | 国有 | 信用担保 | 无 | 2,000.00 | 2018.11.1 |
| 合计 | - | - | - | 449,260.10 | - |

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年重庆市黔江区经济、财政保持稳步增长，为公司发展提供了良好的外部运营环境；公司在建项目规模较大，工程建设业务持续性较好；公司铝加工业务产能进一步扩大，2017年销售收入大幅增长并实现扭亏为盈；2017年黔江区国资委在子公司股权、资本注入和财政补贴等方面继续给予公司较大支持；此外，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。

同时鹏元也关注到，公司房地产业务尚未实现收益，未来该业务收入的实现仍存在不确定性；公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；其他应收款对公司资金形成一定占用，受限资产规模较大，资产流动性较差；公司有息负债规模较大，存在较大的即时偿付压力，债务负担较重；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元对本期债券信用等级维持为AAA，对公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

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 | 32,273.86 | 125,374.90 | 193,306.05 |
| 应收票据 | 55.00 | 193.33 | 0.00 |
| 应收账款 | 40,901.30 | 26,881.78 | 11,049.58 |
| 预付款项 | 12,604.28 | 24,170.52 | 21,505.08 |
| 其他应收款 | 209,854.07 | 231,767.38 | 272,057.46 |
| 存货 | 1,558,358.78 | 1,403,503.66 | 1,175,569.48 |
| 其他流动资产 | 10,769.96 | 11,791.03 | 8,046.13 |
| 流动资产合计 | 1,864,817.24 | 1,823,682.59 | 1,681,533.79 |
| 可供出售金融资产 | 4,034.60 | 200.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 170,284.55 | 6,165.17 | 6,020.39 |
| 投资性房地产 | 1,829.72 | 29,082.38 | 30,113.33 |
| 固定资产 | 149,726.61 | 139,760.91 | 144,945.46 |
| 在建工程 | 102,612.04 | 114,573.65 | 107,279.47 |
| 工程物资 | 107.09 | 2,001.08 | 3,762.02 |
| 无形资产 | 46,121.18 | 101,162.38 | 103,675.36 |
| 长期待摊费用 | 6,169.59 | 11,127.82 | 10,688.70 |
| 递延所得税资产 | 562.09 | 360.87 | 163.12 |
| 生产性生物资产 | 0.00 | 238.32 | 232.29 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 8,014.56 | 8,012.53 |
| 非流动资产合计 | 481,447.46 | 412,687.14 | 414,892.68 |
| 资产总计 | 2,346,264.70 | 2,236,369.73 | 2,096,426.47 |
| 短期借款 | 52,000.00 | 75,000.00 | 37,842.41 |
| 应付票据 | 12,518.72 | 58,620.08 | 59,855.71 |
| 应付账款 | 40,087.16 | 62,675.74 | 37,943.53 |
| 预收款项 | 13,013.76 | 778.45 | 31,471.42 |
| 应付职工薪酬 | 627.86 | 618.27 | 548.67 |
| 应交税费 | 8,283.57 | 5,944.49 | 6,334.55 |
| 应付利息 | 19,833.95 | 16,706.67 | 13,606.67 |
| 应付股利 | 193.51 | 193.51 | 0.00 |
| 其他应付款 | 181,716.28 | 66,398.92 | 73,361.37 |
| 一年内到期的非流动负债 | 316,598.66 | 288,727.02 | 101,966.22 |
| 流动负债合计 | 644,873.45 | 575,663.16 | 362,930.54 |
| 长期借款 | 224,674.32 | 165,246.00 | 299,332.05 |
| 应付债券 | 386,699.57 | 538,394.50 | 510,203.99 |

| | | | |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 长期应付款 | 157,085.28 | 70,675.78 | 71,003.37 |
| 递延收益 | 290.33 | 326.72 | 285.38 |
| 非流动负债合计 | 768,749.49 | 774,643.00 | 880,824.80 |
| 负债合计 | 1,413,622.94 | 1,350,306.15 | 1,243,755.34 |
| 实收资本（股本） | 276,100.00 | 276,100.00 | 272,900.00 |
| 资本公积 | 432,207.93 | 402,674.62 | 400,377.98 |
| 其他综合收益 | -10.31 | -10.31 | -10.31 |
| 盈余公积 | 63,815.59 | 62,059.21 | 51,804.62 |
| 专项储备 | 719.44 | 149.41 | 44.42 |
| 未分配利润 | 81,397.16 | 66,651.58 | 59,939.91 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 854,229.80 | 807,624.50 | 785,056.61 |
| 少数股东权益 | 78,411.95 | 78,439.08 | 67,614.51 |
| 所有者权益合计 | 932,641.76 | 886,063.58 | 852,671.13 |
| 负债和所有者权益总计 | 2,346,264.70 | 2,236,369.73 | 2,096,426.47 |

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 | 140,260.95 | 125,470.16 | 103,268.40 |
| 二、营业总成本 | 128,986.83 | 114,521.92 | 102,497.53 |
| 其中：营业成本 | 105,298.45 | 95,238.04 | 79,761.41 |
| 营业税金及附加 | 2,590.18 | 2,068.57 | 3,600.26 |
| 销售费用 | 1,549.60 | 1,378.04 | 530.63 |
| 管理费用 | 13,442.36 | 13,264.08 | 16,794.56 |
| 财务费用 | 5,700.68 | 1,575.52 | 1,536.75 |
| 资产减值损失 | 405.56 | 997.66 | 273.91 |
| 加：投资收益（损失以“-”号填列） | 1,118.63 | 241.25 | -557.02 |
| 资产处置收益 | 282.18 | 0.00 | 0.00 |
| 三、营业利润（亏损以“-”号填列） | 12,674.94 | 11,189.50 | 213.85 |
| 加：营业外收入 | 12,025.67 | 13,415.06 | 21,816.20 |
| 减：营业外支出 | 321.63 | 280.92 | 1,097.53 |
| 四、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 24,378.98 | 24,323.63 | 20,932.53 |
| 减：所得税费用 | 4,057.40 | 3,338.96 | 2,065.87 |
| 五、净利润（净亏损以“-”号填列） | 20,321.58 | 20,984.67 | 18,866.66 |
| 六、归属于母公司所有者的净利润 | 19,181.32 | 19,810.30 | 19,102.15 |

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 | 180,091.76 | 148,240.73 | 89,556.59 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 154,758.91 | 90,906.84 | 20,722.53 |
| 经营活动现金流入小计 | 334,850.67 | 239,147.57 | 110,279.12 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 182,643.05 | 247,451.23 | 153,172.41 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 13,956.85 | 11,765.79 | 9,726.57 |
| 支付的各项税费 | 15,307.72 | 15,371.04 | 16,429.05 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 74,363.91 | 34,780.58 | 153,909.34 |
| 经营活动现金流出小计 | 286,271.53 | 309,368.63 | 333,237.37 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 48,579.14 | -70,221.06 | -222,958.25 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 收回投资收到的现金 | 20,449.62 | 1,740.00 | 1,000.00 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.00 | 0.06 | 0.00 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 0.00 | 585.61 |
| 投资活动现金流入小计 | 20,449.62 | 1,740.06 | 1,585.61 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 17,724.04 | 29,080.19 | 23,052.93 |
| 投资支付的现金 | 3,834.60 | 200.00 | 21,792.53 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 21,558.64 | 29,280.19 | 44,845.46 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1,109.02 | -27,540.13 | -43,259.85 |
| 三、筹资活动产生的现金流量： | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 26,229.18 | 5,496.64 | 61,273.00 |
| 取得借款收到的现金 | 562,459.73 | 348,110.00 | 692,843.27 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 38,014.00 | 10,142.77 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 626,702.91 | 363,749.41 | 754,116.27 |
| 偿还债务支付的现金 | 541,446.98 | 223,091.99 | 253,442.60 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 120,897.74 | 91,686.29 | 87,422.33 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 57,078.53 | 0.00 | 53,267.40 |
| 筹资活动现金流出小计 | 719,423.26 | 314,778.27 | 394,132.32 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -92,720.35 | 48,971.13 | 359,983.95 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | -45,250.23 | -48,790.06 | 93,765.84 |

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 | 20,321.58 | 20,993.49 | 18,866.66 |
| 加：资产减值准备 | 405.56 | 985.91 | 273.91 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 6,559.85 | 6,209.19 | 4,879.65 |
| 无形资产摊销 | 2,641.61 | 2,627.11 | 2,299.04 |
| 长期待摊费用摊销 | 5,089.98 | 4,215.81 | 1,387.13 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | -282.18 | 0.06 | 20.20 |
| 固定资产报废损失 | 9.63 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 6,117.08 | 1,672.85 | 1,471.60 |
| 投资损失 | -1,118.63 | -241.25 | 557.02 |
| 递延所得税资产减少 | -201.48 | -194.80 | -57.51 |
| 存货的减少 | -76,539.15 | -111,966.69 | -100,108.57 |
| 经营性应收项目的减少 | 21,236.64 | 16,856.57 | -156,030.52 |
| 经营性应付项目的增加 | 64,338.66 | -11,379.29 | 3,483.13 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 48,579.14 | -70,221.06 | -222,958.25 |
| 现金的年末余额 | 26,683.32 | 71,933.55 | 120,723.61 |
| 减：现金的年初余额 | 71,933.55 | 120,723.61 | 26,957.77 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -45,250.23 | -48,790.06 | 93,765.84 |

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 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债率 | 60.25% | 60.38% | 59.33% |
| 有息债务（万元） | 1,149,576.55 | 1,196,663.38 | 1,080,203.75 |
| 流动比率 | 2.89 | 3.17 | 4.63 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.73 | 1.39 |
| 综合毛利率 | 24.93% | 24.10% | 22.76% |
| 收现比 | 1.28 | 1.18 | 0.87 |
| EBITDA（万元） | 44,787.50 | 39,048.59 | 30,937.47 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.37 | 0.42 | 0.37 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五-1 截至2017年12月31日纳入合并范围的一级子公司情况 (单位: 万元)

| 子公司全称 | 子公司简称 | 持股比例 (%) | 注册资本 | 期末实际出资额 | 业务性质 |
|--------------------|-------|----------|-----------|-----------|--------|
| 重庆博宏城市建设开发有限公司 | 博宏开发 | 100.00 | 5,000.00 | 5,000.00 | 房地产开发 |
| 重庆市宏广广告有限公司 | 宏广广告 | 100.00 | 400.00 | 400.00 | 广告 |
| 重庆市黔江区八方建筑工程有限责任公司 | 八方建筑 | 100.00 | 2,500.00 | 2,500.00 | 建筑 |
| 重庆博通物业管理有限公司 | 博通物业 | 100.00 | 450.00 | 450.00 | 物业管理 |
| 重庆宏锐环保科技发展有限公司 | 宏锐环保 | 100.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 医疗垃圾清理 |
| 重庆市宏剑保安有限公司 | 宏剑保安 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 保安 |
| 重庆市宏郡测绘咨询有限公司 | 宏郡测绘 | 100.00 | 200.00 | 200.00 | 测绘咨询 |
| 重庆京宏源实业有限公司 | 京宏源实业 | 64.33 | 89,720.00 | 57,200.00 | 生产、制造 |
| 重庆恒利盛商贸有限公司 | 恒利盛商贸 | 51.00 | 4,000.00 | 2,040.00 | 制造、销售 |
| 重庆仁建工程咨询有限公司 | 仁建工程 | 95.00% | 100.00 | - | 工程信息咨询 |

资料来源: 公司 2017 年审计报告

附录五-2 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的孙公司情况(单位: 万元)

| 孙公司全称 | 孙公司简称 | 持股比例 (%) | 注册资本 | 期末实际出资额 | 业务性质 |
|-----------------|-------|----------|-----------|-----------|----------------------|
| 重庆六品建材有限责任公司 | 六品建材 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 建筑材料加工、销售 |
| 重庆新诚钰国际贸易有限公司 | 新诚钰贸易 | 100.00 | 5,000.00 | 5,000.00 | 货物与技术的进出口 |
| 重庆京宏源铝业 有限公司 | 京宏源铝业 | 100.00 | 20,000.00 | 20,000.00 | 铝合金板的生产、 销售 |
| 重庆京宏源热电 有限公司 | 京宏源热电 | 100.00 | 30,000.00 | 30,000.00 | 发电、电力相关设备 技术引进、研发 |

资料来源: 公司 2017 年审计报告

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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | 负债总额/所有者权益 |
| 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+应付票据+1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。 |