

2014 年安宁发展投资集团有限公司

公司债券 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
券信用等级的变化情况。

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>

2014年安宁发展投资集团有限公司公司债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【631】号 01

债券简称：14 安发债/
PR 安发投

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
及重庆进出口融资担
保有限公司

债券剩余规模：7.20 亿
元

债券到期日期：2021 年
5 月 12 日

债券偿还方式：每年付
息一次，自本期债券存
续期第 3 年末起分别按
照发行总额 20%的比例
偿还本金

分析师

姓名：
汪永乐 梁瓚

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	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	2018年6月25日	2017年6月25日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对安宁发展投资集团有限公司（以下简称“安宁发展”或“公司”）及其 2014 年 5 月 12 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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外部运营环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司市政基础设施建设业务持续性仍较好，且持续获得较大的外部支持；重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）与重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能有效提升本期债券的信用水平；同时鹏元也关注到了公司资产流动性一般，在建项目面临较大的资金支出压力，有息债务和对外担保规模仍较大，存在较大的债务压力和一定的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。2017 年安宁市地区生产总值为 317.61 亿元，同比增长 15.5%，实现全市公共财政收入 28.88 亿元，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司市政基础设施建设业务持续性较好。公司是安宁市主要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，2017 年实现市政基础设施建设收入 5.21 亿元，同比增长 3.33%，2017 年末公司代建的主要在建项目预计总投资 29.46 亿元，尚需投资 17.32 亿元，以及待结算的本期债券募投项目成本 18.27 亿元，随着该等项目的完工结算，

公司未来市政基础设施建设业务仍具有持续性。

- **公司持续获得较大的外部支持。**2017 年公司获得政府补助 25,572.84 万元，计入其他收益，占营业利润的 93.35%，有效提升了公司的利润水平。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，两者按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了较好的保障，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产中存货占比较大，且应收款项和预付款项存在资金占用，整体资产流动性一般。**截至 2017 年末，公司存货为 85.61 亿元，占总资产的 38.62%，其中划拨地价值为 21.48 亿元，占存货中土地资产价值的 75.38%，且账面价值 7.96 亿元土地资产已用于抵押；应收账款和其他应收款合计 64.03 亿元，预付款项 17.16 亿元，三者合计占总资产的 36.63%，且应收款项回收时间不确定，存在较大的资金占用。
- **公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建项目为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、安宁市中心城区地下综合管廊等，尚需投资 40.98 亿元，且公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模仍较大，存在较大的债务压力。**截至 2017 年末，公司有息债务为 88.65 亿元，占负债规模的 77.39%，且随着“14 安发债”还本付息，公司面临较大的债务压力。
- **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，公司对外担保金额合计 24.16 亿元，占期末净资产的 22.56%，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80
所有者权益合计（万元）	1,071,133.15	1,169,336.76	949,365.86
有息债务（万元）	886,530.85	942,484.87	799,407.82
资产负债率	51.68%	48.77%	51.54%
流动比率	4.31	9.36	7.30
营业收入（万元）	76,610.56	76,542.73	74,205.74
其他收益	25,572.84	0.00	0.00

营业外收入（万元）	328.20	18,050.45	20,028.84
利润总额（万元）	27,573.50	19,049.44	26,882.92
综合毛利率	25.40%	13.36%	21.00%
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38	33,725.23
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32	0.86
经营活动现金流净额（万元）	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.72

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，鹏元整理

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
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%

注：带“*”指标及数据为母公司口径；（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 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
期末在保责任余额（万元）	3,031,571	3,470,705	2,478,822
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保 2014-2016 年审计报告及安宁发展公司债券 2017 年年度报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

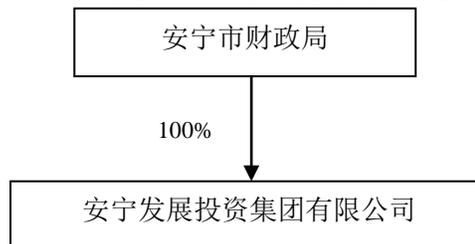
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年5月12日公开发行7年期12亿元公司债券，募集资金用于安宁市2012年新建公共租赁住房项目、安宁市西一绕市政道路工程、安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脬）一级公路等12个项目的建设，截至2017年末，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017 年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至 2018 年 5 月 31 日，公司注册资本和实收资本仍均为 200,000.00 万元，安宁市财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。2017 年公司无减少合并范围子公司，新增纳入合并范围的子公司 1 家，为安宁顺杰汽车服务有限公司，系公司投资成立，其注册资本为 500.00 万元，公司持股比例为 51.00%。截至 2017 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司共 24 家，子公司明细如附录五所示。

图 1 截至 2018 年 5 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司总资产为2,216,742.67万元，所有者权益合计1,071,133.15万元，资产负债率为51.68%；2017年度，公司实现营业收入76,610.56万元，利润总额27,573.50万元，经营活动现金净流出21,179.80万元。

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 1 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明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定

	以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)		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

安宁市地方经济保持较快增长, 为公司发展提供良好的外部环境

2017年安宁市实现地区生产总值(GDP)317.61亿元, 同比增长15.5%, 经济实力逐步提升。2017年人均生产总值为84,787元, 为全国人均GDP的142.12%。

2017年安宁市第一、二、三产业分别实现增加值13.97亿元、137.04亿元和166.60亿元, 同比分别增长6.2%、25.4%和8.1%, 一、二、三产业增加值比重调整为4.4: 43.1: 52.5, 第三产业比重持续提升。其中第二产业增长较快, 2017年受主要工业品价格回暖影响, 安宁市完成工业总产值623.12亿元, 比上年增长50.7%, 实现工业增加值123.31亿元, 比上年增长35.9%。

2017年安宁市完成规模以上固定资产投资300.82亿元, 同比下降16.2%, 全市社会消费品零售总额持续增长, 并保持较快增速, 金融机构存款余额和贷款余额均有所增长, 为当地经济发展提供一定的金融支持。

表2 安宁市主要经济指标及增速情况(单位: 亿元)

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值	317.61	15.5%	272.87	8.0%
第一产业增加值	13.97	6.2%	13.31	5.9%
第二产业增加值	137.04	25.4%	109.38	0.9%
第三产业增加值	166.60	8.1%	150.18	14.8%
工业增加值	123.31	35.9%	90.50	-1.1%
规模以上固定资产投资	300.82	-16.2%	359.12	31.1%
社会消费品零售总额	108.98	13.7%	95.84	14.7%
进出口总额（亿美元）	24.24	255.4%	6.97	-20.0%
存款余额	359.26	5.4%	340.90	8.2%
贷款余额	344.2	20.1%	286.58	10.9%
人均 GDP（元）		84,787		73,810
人均 GDP/全国人均 GDP		142.12%		136.74%

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

安宁市公共财政收入有所下降，税收收入占比仍较高，财政自给能力有所降低

受非税收入波动影响，安宁市 2017 年公共财政收入 288,778 万元，同比减少 0.87%，其中税收收入占比为 82.23%，以增值税、耕地占用税等税种为主，公共财政收入质量较好。2017 年安宁市上级补助收入有所下降，占地方综合财力的比重为 23.12%，上级补助收入中一般性转移支付收入占比为 15.70%，上级补助收入自由支配度较低。政府性基金收入为 121,743 万元，有所增长，主要为国有土地使用权出让收入，易受土地出让市场和政府土地规划政策调整等因素影响而出现波动，从而影响地方综合财力的稳定性。

财政支出方面，2017 年安宁市公共财政支出规模为 362,220 万元，同比增长 17.82%，主要为教育、一般公共服务、城乡社区支出等。受公共财政支出规模增速较快影响，2017 年安宁市财政自给率为 79.72%，较 2016 年下降 15.03 个百分点。

表 3 安宁市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	533,948	495,424
（一）公共财政收入	288,778	291,300
其中：税收收入	237,463	224,102
非税收入	51,315	67,198
（二）上级补助收入	123,427	151,889
其中：返还性收入	47,535	47,002
一般性转移支付收入	19,383	21,893
专项转移支付收入	56,509	82,994
（三）政府性基金收入	121,743	52,235
其中：国有土地使用权出让收入	116,725	-

财政支出=（四）+（五）	431,667	350,229
（四）公共财政支出	362,220	307,448
（五）政府性基金支出	69,447	42,781
财政自给率	79.72%	94.75%

注：“-”未取得相关数据；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《安宁市 2017 年地方财政预算执行情况和 2018 年地方财政预算（草案）的报告》、安宁市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2017 年公司主营业务未发生重大变化，公司仍为安宁市主要的基础设施投融资建设主体，经营业务包括城市基础设施建设业务、供水及污水处理、租赁业务和房屋销售业务等。2017 年公司实现营业收入 76,610.56 万元，同比增长 0.09%，仍主要来源于市政基础设施建设，2017 其收入占比为 68.05%。2016 年起公司新增房屋销售收入，2017 年略有增长，并实现一定的房屋租赁、供水及其他业务收入，仍能对营业收入形成补充。

受收入占比较大的市政基础设施建设和房屋销售业务毛利率提高影响，2017 年公司综合毛利率为 25.40%，同比提高 12.04 个百分点。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施建设	52,130.99	14.40%	50,452.36	13.90%
房屋销售	18,737.09	41.24%	18,212.07	4.64%
租赁业务	2,349.07	54.44%	1,474.67	74.04%
供水业务	245.98	19.88%	1,106.91	12.86%
其他业务	3,147.44	92.15%	5,296.72	21.39%
合计	76,610.56	25.40%	76,542.73	13.36%

注：其他业务收入主要包括安保服务收入、绿化工程收入等。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司市政基础设施建设收入有所增长，在建项目规模较大，未来业务持续性仍较好，但面临较大的资金压力

公司作为安宁市主要的基础设施投资主体，承担了安宁市主城区、太平新城及安宁工业园区的主要基础设施建设任务。2010年、2012年，公司分别与安宁市政府、太平新城管理委员会、安宁工业园区管理委员会签订了《投资建设及回购协议书》（以下简称“协议”），2014-2015年，公司与安宁市政府签订了《项目委托代建合同》（以下简称“合同”），协议（合同）约定：公司负责受托项目的投资建设，项目完工验收后，由项目业主按项目投资总额的120%逐年向公司支付结算资金款。在收入确认方面，每年由安宁市财政局出

具“委托开发建设项目结算确认书”，对当年发生的项目工程造价进行确认，并按工程造价成本的120%与公司办理资金结算，公司据此确认收入。

2017年公司确认市政基础设施建设收入5.21亿元，同比增长3.33%，主要来自安宁城市文化中心工程、安楚高速龙山立交等项目。毛利率方面，由于公司2017年确认收入项目中的绿化工程等为零星工程，均未按照项目造价成本120%确认收入，当年实现市政基础设施建设业务毛利率14.40%，同比提升0.50个百分点。

表 5 公司市政基础设施建设业务明细（单位：万元）

时间	项目名称	造价成本	结算金额
2017年	安宁城市文化中心工程	25,000.00	29,126.21
	安楚高速龙山立交	9,685.58	11,284.17
	九龙河防洪治理项目	9,685.58	11,284.17
	绿化工程	143.85	267.97
	其他	109.01	168.47
	合计	44,624.02	52,130.99
2016年	安宁市西一绕市政道路工程	12,106.98	14,105.22
	安宁市 2012 年新建公共租赁住房项目	12,106.98	14,105.22
	龙川路工程项目	10,312.72	12,014.82
	麒麟片区道路建设	5,710.79	6,653.35
	安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脿）一级公路	2,511.54	2,926.07
	安宁工业园区科技孵化基地厂房项目	418.59	487.68
	宁湖左岸东侧农贸市场西侧道路工程	269.64	160.00
	合计	43,437.24	50,452.36

资料来源：公司提供

此外，针对“14安发债”12个募投项目（主要包括安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脿）一级公路、安宁市西一绕市政道路工程等），公司与安宁市政府签订了《投资建设转让收购（BT）合同》，公司自筹资金进行项目建设，由安宁市政府按照项目投资总额的120%进行结算。截至2017年末，“14安发债”募投项目均已完工，项目协议总投资311,875.92万元，公司已累计确认项目结算收入合计113,540.50万元。

截至2017年末，公司主要在建项目总投资预计为623,742.88万元，已投资213,942.50万元，主要为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、铁路专用线、安宁工业园区基础设施建设项目等，其中铁路专用线为公司自营项目，尚未完成工程结算，完工后预计可为公司带来一定的铁路运营收入，安宁市中心城区地下综合管廊项目可为公司带来一定的入廊费和管廊维护管理费收入；随着其余代建项目的建设推进及结算，公司仍能实现一定规模的市政基础设施建设收入，但在建工程尚需投资409,800.38万元，仍面临较大的资金压

力。

表6 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资	已投资	尚需投资	是否代建
昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目	174,561.09	26,613.91	147,947.18	是
铁路专用线	173,508.00	89,048.01	84,459.99	否
安宁市中心城区地下综合管廊	155,673.79	3,579.86	152,093.93	否
安宁工业园区基础设施建设项目	80,000.00	56,643.42	23,356.58	是
草铺街道办事处基础设施建设项目	40,000.00	38,057.30	1,942.70	是
合计	623,742.88	213,942.50	409,800.38	-

资料来源：公司提供

公司房地产销售收入略有增长，随着在售项目销售及结算，公司未来仍可实现一定规模的房地产销售收入

2016年公司新增房地产销售收入，主要来自安宁市安澜雅苑、山水融城两个楼盘项目销售结算，2016-2017年合计结算面积分别为49,402.03平方米和28,788.79平方米，实现房屋销售收入合计18,212.07万元和18,737.09万元。2016年公司房地产销售毛利率为4.64%，主要系安澜雅苑和山水融城部分房屋为安置房性质，售价相对较低所致。

表7 2016-2017年公司房产项目结算情况（单位：平方米、万元）

项目名称	2017年		2016年	
	结算面积	结算金额	结算面积	结算金额
安澜雅苑	14,418.60	5,402.74	9,275.79	3,425.55
山水融城	14,370.19	13,334.35	40,126.24	14,786.52
合计	28,788.79	18,737.09	49,402.03	18,212.07

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司可售房地产项目为安澜雅苑、山水融城、始甸安置小区和册峨安置小区，均已完工，其中始甸安置小区和册峨安置小区均为安置房性质，售价较低，后续销售收入或无法覆盖项目投资成本。截至2017年末，上述房地产项目总可售面积合计为636,463.29平方米，已销售面积合计为466,496.92平方米，已售未结算面积388,306.10平方米，预收房款50,276.32万元，剩余可售面积为169,966.37平方米。随着在售房产项目实现销售及结算，公司仍可实现一定规模的房地产销售收入。

表8 截至2017年末公司房地产项目销售情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	项目总投资	总可售面积	累计已售面积	已售未结算面积	剩余可售面积
安澜雅苑	5.30	136,728.46	83,210.66	59,516.27	53,517.80
山水融城	5.66	87,503.83	79,667.26	25,170.83	7,836.57

始甸安置小区	7.40	218,763.00	174,163.00	174,163.00	44,600.00
册峨安置小区	3.80	193,468.00	129,456.00	129,456.00	64,012.00
合计	22.16	636,463.29	466,496.92	388,306.10	169,966.37

资料来源：公司提供

公司租赁业务、供水业务等其他业务仍可以对收入形成一定补充

公司租赁业务主要来源于商铺、酒店和场地等商业出租，以及安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房和办公区的出租，出租资产主要位于安宁市城区及其下辖乡镇。截至2017年末，公司租赁资产出租总面积为142,270.27平方米，其中商铺、酒店及场地等商业出租面积为91,517.79平方米、安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房和办公区出租面积分别为27,674.32平方米和23,078.16平方米，出租率分别为91.23%、100.00%和78.46%。公司出租资产均采用市场化差别定价，商业出租资产租赁合同每年签订1次，安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房出租和办公区出租资产租赁合同每3年签订1次。

2017年公司实现租赁收入2,349.07万元，同比增长59.29%，主要系安宁工业园区中小企业科技孵化基地出租面积增加所致。

表9 截至2017年末公司租赁资产情况

租赁资产	出租面积(平方米)	出租率
商业出租	91,517.79	91.23%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房出租	27,674.32	100.00%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地办公区出租	23,078.16	78.46%
合计	142,270.27	-

资料来源：公司提供

公司供水业务主要为子公司安宁工业园区投资开发有限公司（以下简称“安宁工投”）负责安宁工业园区内的生活和工业转供水业务。截至2017年末，公司日供水能力为2.00万吨，由于2017年下半年起安宁工投不再负责安宁工业园区内的工业转供水业务，2017年供水量为51.97万吨，实现供水业务收入245.98万元，同比减少77.78%。此外，2017年公司实现其他业务收入3,147.44万元，主要系安保服务收入、苗圃建设和绿化工程收入等，对公司收入形成一定补充。

公司持续得到外部的大力支持

公司作为安宁市城市基础建设开发和城市资产运营的重要主体，为了更好地发挥公司在城市基础设施建设中的重要作用，安宁市政府持续给予公司较大支持，2017年公司获得基础设施建设政府补助25,572.84万元，计入其他收益，占营业利润的93.35%，有效提升了公司的利润水平。鹏元也关注到，2017年公司资本公积减少164,015.52万元，主要系公司2017年清理扣除了资产存货中面积合计355.39万平方米、证载用途为空闲地的划

拨土地 161,348.73 万元所致。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（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年公司无减少合并范围子公司，新增纳入合并范围的子公司1家，截至2017年末，纳入公司合并范围子公司共计24家，明细如附录五所示。

资产结构与质量

公司总资产规模有所下降，仍以存货为主，且应收款项和预付款项存在资金占用，整体资产流动性仍一般

公司2017年资产规模为2,216,742.67万元，同比减少2.89%，主要系公司2017年清理扣除了存货中证载用途为空闲地的划拨土地161,348.73万元所致，公司资产结构仍以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	41,995.30	1.89%	46,867.58	2.05%
应收账款	139,404.40	6.29%	138,795.13	6.08%
预付款项	171,603.03	7.74%	283,185.34	12.41%
其他应收款	500,940.71	22.60%	201,862.84	8.84%
存货	856,101.20	38.62%	990,320.51	43.38%
其他流动资产	9,022.82	0.41%	145,497.23	6.37%
流动资产合计	1,719,067.46	77.55%	1,806,528.64	79.14%
可供出售金融资产	135,773.45	6.12%	106,216.36	4.65%
固定资产	67,653.85	3.05%	87,394.37	3.83%
在建工程	152,705.71	6.89%	113,745.33	4.98%
其他非流动资产	61,871.31	2.79%	66,871.31	2.93%
非流动资产合计	497,675.20	22.45%	476,153.89	20.86%
资产总计	2,216,742.67	100.00%	2,282,682.53	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其他应收款和存货构成。公司货币资金2017年末为41,995.30万

元，期末无受限货币资金。公司应收账款主要为应收市政基础设施建设业务款等，2017年末为139,404.40万元，同比略有增长，应收账款中应收安宁市财政局132,890.65万元，占应收账款总额的92.72%，账龄主要在1年以上，回收时点不确定，对公司资金存在占用。公司预付款项主要为预付的拆迁款和工程款等，2017年末为171,603.03万元，同比下降39.40%，其中预付安宁市土地储备中心项目款151,500.00万元，占预付账款总额的88.29%。

公司其他应收款主要为往来款等，2017年末达到500,940.71万元，同比增长148.16%，其中应收安宁市城市建设投资发展有限公司、安宁市土地储备中心、安宁市财政局、安宁市灏成园林绿化有限公司和安宁青龙沛源投资开发有限公司合计395,817.05万元，占其他应收款总额的78.43%，应收对象主要为国有企业及政府单位，回收时点存在不确定性。截至2017年末，公司应收账款、预付账款和其他应收款合计811,948.14万元，占总资产的36.63%，对公司营运资金存在较大的占用。

2017年末公司存货为856,101.20万元，占总资产比重为38.62%，主要包括土地资产284,934.06万元、待结算的“14安发债”募投项目156,048.93万元以及其他代建项目等，2017年存货规模较2016年同比下降13.55%，主要系公司当年清理扣除了开发成本中面积合计355.39万平方米、证载用途为空闲地的划拨土地161,348.73万元所致。2017年末存货中土地资产价值284,934.06万元，面积合计207.70万平方米，主要为城镇住宅用地及其他商服用地等，其中划拨地价值为214,795.45万元，占存货中土地资产价值的75.38%，明细如附录六所示。此外，期末存货中账面价值79,573.70万元的土地资产已用于抵押，占总资产的3.59%。公司其他流动资产主要为协议存款和预交税费构成，2017年同比下降93.80%，主要系公司取回部分协议存款134,313.03万元所致。

非流动资产方面，2017年末公司可供出售金融资产为135,773.45万元，同比增长27.83%，其中对云南滇中创业投资有限公司投资100,000.00万元（持股比例为28.57%），并且当年将公司2016年对安宁市城市建设投资发展有限公司的长期股权投资28,000.00万元转入可供出售金融资产核算，截至2017年末安宁市城市建设投资发展有限公司章程尚在变更过程中，公司暂未取得对其表决权。

公司固定资产主要为房产等，其中部分已用于对外出租，2017年末固定资产账面价值为67,653.85万元，同比下降22.59%，主要系其他转出16,050.00万元所致。截至2017年末，公司在建工程为152,705.71万元，主要为铁路专用线、公租房项目等项目成本，且当年新增昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目成本26,613.91万元，期末在建工程中已用于售后回租融资租赁资产89,048.01万元，占总资产的4.02%。2017年末公司其他非流动资产为61,871.31万元，主要为定期存款60,990.00万元（期限为3年，利率为4.00%），已全部用于

对外质押。

整体来看，2017年公司总资产规模有所下降，仍以存货为主，且应收账款、其他应收款和预付款项规模大，存在资金占用，2017年末受限的存货、在建工程、其他非流动资产等资产合计307,796.08万元，占总资产的13.89%，公司整体资产流动性仍一般。

盈利能力

公司营业收入略有增长，政府补助有效提升了公司利润水平

2017年公司实现营业收入76,610.56万元，同比增长0.09%，主要来源于市政基础设施建设业务。截至2017年末，公司负责代建的主要在建项目尚需投资173,246.46万元，以及待结算的“14安发债”募投项目成本182,653.57万元，随着该等项目后续完成结算，未来公司仍可获得一定规模的市政基础设施建设收入。此外，随着公司在售房地产项目后续销售及结算，公司仍可实现一定的房地产销售收入，对公司收入形成一定补充。

受收入占比较大的市政基础设施建设和房屋销售业务毛利率提高影响，2017年公司综合毛利率为25.40%，同比提高12.04个百分点，加之2017年公司将政府补助25,572.84万元计入其他收益，使得营业利润和利润总额规模大幅增长。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	76,610.56	76,542.73
其他收益	25,572.84	0.00
营业利润	27,393.55	1,100.11
营业外收入	328.20	18,050.45
利润总额	27,573.50	19,049.44
综合毛利率	25.40%	13.36%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，承建项目投资规模较大，面临较大的资金压力

公司现金收取主要来源于政府部门，受政府部门审批流程较长及财政资金安排等因素影响，公司工程款等回收时点的不确定导致收现比波动明显，2017年上升至0.96。由于公司支付给其他单位往来款等现金流出规模较大，2017年公司经营活动现金净流出21,179.80万元。

公司投资活动现金2017年净流出32,557.11万元，主要系在建工程投入增加所致。由于

当年偿还债务本息规模较大，2017年公司筹资活动现金净流出85,448.40万元。截至2017年末，公司在建项目尚需投资409,800.38万元，未来仍面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.96	0.66
销售商品、提供劳务收到的现金	73,189.46	50,825.38
收到的其他与经营活动有关的现金	314,044.73	220,427.58
经营活动现金流入小计	387,234.18	271,252.96
购买商品、接受劳务支付的现金	14,687.80	31,168.17
支付的其他与经营活动有关的现金	387,502.35	291,496.41
经营活动现金流出小计	408,413.98	329,273.10
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14
投资活动产生的现金流量净额	-32,557.11	-45,311.61
筹资活动产生的现金流量净额	-85,448.40	222,141.20
现金及现金等价物增加额	-139,185.31	118,809.45

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

公司负债规模持续增长，有息债务有所下降但规模仍较大，仍面临较大的债务压力。受公司融资借款等增加影响，2017年末公司负债总额为1,145,609.52万元，同比增长2.90%。2017年公司所有者权益为1,071,133.15万元，同比下降8.40%，主要系公司当年清理扣除划拨土地所致。受此影响，2017年末公司产权比率为106.95%，同比上升11.74个百分点，净资产对负债的覆盖程度有所下降。公司负债结构仍以非流动负债为主。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	1,145,609.52	1,113,345.77
所有者权益	1,071,133.15	1,169,336.76
产权比率	106.95%	95.21%

资料来源：公司 2016- 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等。公司预收款项主要为预售房款和预收租金等，2017年同比减少1.65%，主要系预收房款结转收入所致，2017年末预收安澜雅苑、山水融城、始甸安置小区、册峨安置小区售房款合计50,276.32万元、预收中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司租金11,587.35万元。公司其他应付款主要为往来款，2017年末达到143,686.68万元，同比增长122.39%，其中应付安宁安发中冶投资建设有限公司、通号建设集团有限公司、安宁温泉绿林环卫绿化有限公司、中国

建筑股份有限公司和草铺街道权甫村委会往来款合计100,000.00万元。随着公司长期债务逐年到期，一年内到期的非流动负债大幅增长，2017年末达到129,479.26万元，其中1年内到期的长期借款4,660.00万元、1年内到期的应付债券23,319.26万元、1年内到期的长期应付款101,500.00万元。2017年末新增其他流动负债20,000.00万元，系公司2017年10月11日发行的短期应付债券PPN，当期票面利率为7.50%。

公司非流动负债主要集中于长期借款和长期应付款。公司长期借款持续增长，2017年末为258,280.00万元，主要为保证借款和抵押借款。应付债券系本期债券，随着本期债券分期偿还，2017年末应付债券为69,957.78万元，公司已于2018年3月30日公告拟提前全额兑付“14安发债”剩余本金及支付相应利息的议案，并于2018年5月7日获得“14安发债”债券持有人会议决议通过。公司长期应付款主要为信托借款和融资租赁款，规模有所下降，2017年末为408,813.81万元，其中融资租赁借款302,333.81万元、信托借款170,480.00万元以及东湖置业非标理财28,000.00万元等。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	800.00	0.07%
预收款项	62,622.66	5.47%	63,672.71	5.72%
其他应付款	143,686.68	12.54%	64,611.35	5.80%
一年内到期的非流动负债	129,479.26	11.30%	25,077.18	2.25%
其他流动负债	20,000.00	1.75%	0.00	0.00%
流动负债合计	398,537.33	34.79%	192,966.12	17.33%
长期借款	258,280.00	22.55%	217,450.00	19.53%
应付债券	69,957.78	6.11%	93,108.73	8.36%
长期应付款	408,813.81	35.69%	606,048.96	54.43%
非流动负债合计	747,072.19	65.21%	920,379.66	82.67%
负债合计	1,145,609.52	100.00%	1,113,345.77	100.00%
其中：有息债务	886,530.85	77.39%	942,484.87	84.65%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，公司通过银行借款、发行债券、融资租赁、信托借款等多种形式进行融资，随着部分债务到期，2017年末有息债务规模为886,530.85万元，同比减少5.94%，占负债规模的77.39%。从公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，公司未来几年均面临较大的债务压力，其中2018-2020年需偿还债务合计537,498.42万元，公司面临较大的债务压力。

表 15 截至2017年末公司有息债务偿还计划表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
----	--------	--------	--------

有息债务偿还额	234,669.26	193,173.76	109,655.40
---------	------------	------------	------------

资料来源：公司提供

偿债能力方面，由于公司资产规模有所下降以及负债规模增加，2017年末资产负债率为51.68%，同比上升2.91个百分点。受流动负债大幅增长等影响，公司流动比率和速动比率2017年大幅下降，且考虑到公司资产仍以存货、应收款项为主，实际短期偿债能力受限。得益于公司利润规模增长，2017年EBITDA同比增长88.87%，EBITDA利息保障倍数较去年亦有所上升，有息债务/EBITDA下降为22.31，但公司盈利对有息债务偿还的保障程度仍较差。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	51.68%	48.77%
流动比率	4.31	9.36
速动比率	2.17	4.23
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32
有息债务/EBITDA	22.31	44.79

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

三峡担保及重庆进出口担保按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能有效提升本期债券的信用水平

三峡担保及重庆进出口担保按份为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，其中三峡担保担保份额为本期债券募集资金的三分之二；重庆进出口担保担保份额为本期债券募集资金的三分之一。保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

（一）三峡担保

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，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17所示。

表 17 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%
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%，担保业务仍是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 18 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%

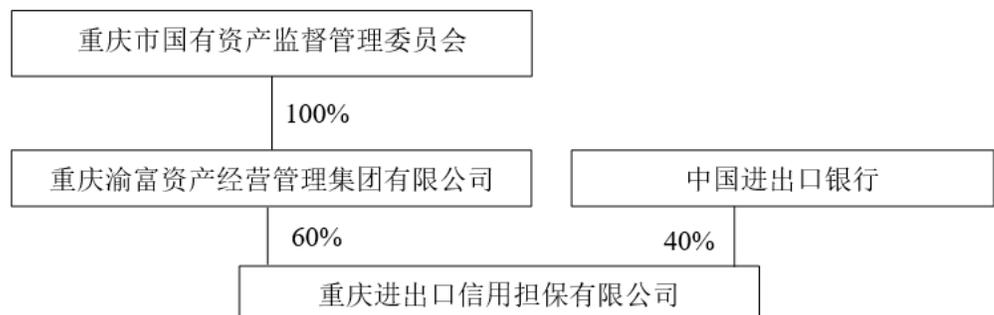
注：带“*”指标及数据为母公司口径；（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。
资料来源：三峡担保 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，鹏元整理

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信用水平。

（二）重庆进出口担保

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。截至2017年10月31日，重庆进出口担保注册资本及实收资本均为30亿元，控股股东仍为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，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2017年10月31日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年重庆进出口担保营业总收入为5.55亿元，同比增长8.43%，担保业务仍是公司最主要的收入来源，2016年担保费收入为4.78亿元，同比增长50.80%，占重庆进出口担保营业总收入的86.24%，担保费收入增长主要得益于重庆进出口担保债券担保业务的发展。

得益于重庆进出口担保2016年债券业务快速发展，2016年担保发生额为179.16亿元，同比增长35.15%，使得同期担保费收入同比增长50.80%至4.78亿元。2016年下半年开始，债券市场监管趋严和市场利率影响导致企业发行债券的时间过长，2017年1-6月重庆进出口担保担保发生额为13.30亿元，较2016年同期下降87.99%，2017年1-6月担保费收入为2.04亿元，较2016年同期下降15.33%，短期内重庆进出口担保担保费收入或有所下降。

表 19 最近两年又一期公司担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年
当期担保费收入	20,421	47,839	31,723
当期担保发生额	133,000	1,791,559	1,325,640
当期解除担保责任额	515,006	799,676	1,066,385
期末在保责任余额	3,088,698	3,470,705	2,478,822
其中：间接融资担保	319,986	425,762	592,365
直接融资担保	2,178,500	2,119,500	1,845,940
非融资担保	590,212	925,443	40,517

资料来源：重庆进出口担保提供

2016年重庆进出口担保共发生8笔代偿，代偿额合计3.03亿元，同比下降28.73%，主要原因是重庆进出口担保代偿项目集中爆发导致2015年代偿额基数较大；2017年1-6月，重庆进出口担保共发生3笔代偿，代偿额合计2.25亿元，是2016年度代偿额的74.08%，代偿对象主要为民营制造业。截至2017年6月末，重庆进出口担保累计代偿额13.19亿元，累计代偿回收额7.26亿元，累计代偿回收率为55.08%，较2016年末有所下降，主要原因是代偿回收有一定的滞后性，但整体回收情况较好，主要是重庆进出口担保采取了非诉讼、债权出售等激励措施；当期担保代偿率在4%左右，高于重庆市平均担保代偿水平。

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

表 20 重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96

归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
资产负债率	35.02%	36.93%	34.15%
营业总收入（万元）	53,323.91	55,471.71	51,156.98
利润总额（万元）	16,154.75	30,035.06	33,614.16
净资产收益率	-	7.59%	9.39%
经营净现金流（万元）	-37,860.71	76,234.70	1,622.91
当期担保发生额（万元）	-	1,791,559	1,325,640
期末在保责任余额（万元）	3,031,571	3,470,705	2,478,822
担保风险准备金（万元）	-	133,007.5	114,484.82
准备金充足率	-	226.87%	281.64%
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2016 年审计报告及安宁发展公司债券 2017 年年度报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

总体来看，重庆进出口担保风险准备计提较为充分，代偿能力较强。经鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的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。

七、或有事项分析

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，公司对外担保金额合计241,600.00万元，占期末净资产的22.56%，被担保方均为安宁市当地国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
云南昆钢医院	17,500.00	2025-3-1	否
安宁市自来水有限公司	3,000.00	2025-11-4	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	18,000.00	2020-1-15	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2032-3-26	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2020-6-8	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	3,100.00	2024-2-29	否
合计	241,600.00	-	-

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司存在法律诉讼情况：胡向东诉公司土地租赁合同纠纷一案。2016年9月14日一审法院作出民事判决，判令公司退还租金、土地使用税以及期间利息、律师费用，双方解除土地租赁合同。胡向东不服一审判决，向昆明市中级人民法院提起上

诉。2018年2月13日公司收到昆明市中级人民法院民事判决书，维持云南省安宁市人民法院一审判决，判令公司向原告胡向东退还租金140,000元、土地使用税30,393元，合计170,393元，并以170,393元为本金，支付相应利息；自判决生效之日起十日内公司赔偿原告胡向东经济损失共计2,302,328.03元；自判决生效之日起十日内公司向胡向东支付律师代理费73,000元；驳回胡向东的其他诉讼请求。一审案件受理费41,355元，二审案件受理费41,355元，合计82,710元，由上诉人胡向东负担33,962.33元，由公司负担48,747.67元。

公司于2018年3月向安宁市人民法院起诉该案件涉事相关第三方，目前案件正在安宁市人民法院受理中，后续需关注上述事项对公司的影响。

八、评级结论

2017年安宁市区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境，公司市政基础设施建设业务仍具有较好的持续性，且持续得到了外部的大力支持；此外，三峡担保及重庆进出口担保资本实力较强，近年业务经营较稳定，两者按份为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券的偿还提供较好的保障。

同时鹏元也关注到了公司在建项目后续投资规模较大，资金支出压力较大；公司资产中以开发成本为主的存货占比较大，且应收款项存在资金占用，资产流动性一般；有息债务规模仍较大，存在较大的偿债压力；对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，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	41,995.30	46,867.58	63,301.16
应收账款	139,404.40	138,795.13	140,621.44
预付款项	171,603.03	283,185.34	240,594.77
其他应收款	500,940.71	201,862.84	218,403.59
存货	856,101.20	990,320.51	870,975.79
其他流动资产	9,022.82	145,497.23	10,905.77
流动资产合计	1,719,067.46	1,806,528.64	1,544,802.52
可供出售金融资产	135,773.45	106,216.36	100,660.00
持有至到期投资	0.00	0.00	79,551.30
长期应收款	30,000.00	30,000.00	0.00
长期股权投资	3,322.51	30,851.99	3,068.83
固定资产	67,653.85	87,394.37	87,671.96
在建工程	152,705.71	113,745.33	115,257.02
无形资产	27,343.37	23,096.25	22,558.69
商誉	3,635.94	3,635.94	3,635.94
长期待摊费用	13,506.88	12,518.07	62.45
递延所得税资产	1,862.19	1,824.27	1,767.10
其他非流动资产	61,871.31	66,871.31	0.00
非流动资产合计	497,675.20	476,153.89	414,233.29
资产总计	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80
短期借款	0.00	800.00	3,540.00
应付票据	0.00	0.00	2,000.00
应付账款	19,918.57	16,747.46	12,422.16
预收款项	62,622.66	63,672.71	91,216.36
应付职工薪酬	143.16	168.90	157.23
应交税费	18,229.01	16,216.95	10,851.11
应付利息	4,458.00	5,671.57	5,671.57
其他应付款	143,686.68	64,611.35	83,469.57
一年内到期的非流动负债	129,479.26	25,077.18	2,170.00
其他流动负债	20,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	398,537.33	192,966.12	211,498.00
长期借款	258,280.00	217,450.00	19,712.00
应付债券	69,957.78	93,108.73	116,245.82
长期应付款	408,813.81	606,048.96	655,740.00

专项应付款	10,020.60	3,771.97	6,474.12
非流动负债合计	747,072.19	920,379.66	798,171.94
负债合计	1,145,609.52	1,113,345.77	1,009,669.94
实收资本（股本）	200,000.00	200,000.00	30,000.00
资本公积	601,316.89	725,446.24	689,470.58
盈余公积	6,793.36	6,529.68	5,597.95
未分配利润	162,238.11	136,890.69	123,827.56
归属于母公司所有者权益合计	970,348.36	1,068,866.61	848,896.09
少数股东权益	100,784.79	100,470.15	100,469.78
所有者权益合计	1,071,133.15	1,169,336.76	949,365.86
负债和所有者权益总计	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，下同

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	76,610.56	76,542.73	74,205.74
二、营业总成本	74,500.38	72,874.46	69,021.79
减：营业成本	57,149.17	66,315.10	58,621.20
营业税金及附加	2,189.33	769.80	657.57
销售费用	394.72	257.30	350.06
管理费用	11,374.29	6,967.20	8,094.00
财务费用	3,241.16	-1,954.78	-101.59
资产减值损失	151.70	519.83	1,400.55
投资收益	-129.48	-2,568.16	1,815.85
资产处置收益	-159.99	0.00	0.00
其他收益	25,572.84	0.00	0.00
三、营业利润	27,393.55	1,100.11	6,999.80
加：营业外收入	328.20	18,050.45	20,028.84
减：营业外支出	148.26	101.12	145.72
四、利润总额	27,573.50	19,049.44	26,882.92
减：所得税费用	963.44	3,053.73	2,966.47
五、净利润	26,610.06	15,995.72	23,916.45
减：少数股东损益	69.64	0.37	0.45
六、归属于母公司所有者的净利润	26,540.42	15,995.35	23,916.00

资料来源：公司 2016-2017 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
销售商品、提供劳务收到的现金	73,189.46	50,825.38	91,856.96
收到其他与经营活动有关的现金	314,044.73	220,427.58	143,079.35
经营活动现金流入小计	387,234.18	271,252.96	234,936.31
购买商品、接受劳务支付的现金	14,687.80	31,168.17	297,583.53
支付给职工以及为职工支付的现金	4,396.61	4,277.18	4,084.31
支付的各项税费	1,827.23	2,331.33	6,057.14
支付其他与经营活动有关的现金	387,502.35	291,496.41	101,796.05
经营活动现金流出小计	408,413.98	329,273.10	409,521.02
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.72
收回投资收到的现金	0.00	0.00	152.41
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	1,934.39
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	0.00	0.06
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	760.22	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	760.22	2,086.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,957.11	18,071.82	77,986.56
投资支付的现金	600.00	28,000.00	179,881.30
投资活动现金流出小计	32,557.11	46,071.82	257,867.86
投资活动产生的现金流量净额	-32,557.11	-45,311.61	-255,780.99
吸收投资收到的现金	111.28	178,765.60	100,000.00
取得借款收到的现金	197,800.00	369,500.00	467,662.00
收到其他与筹资活动有关的现金	38,026.09	0.00	2,830.00
筹资活动现金流入小计	235,937.36	548,265.60	570,492.00
偿还债务支付的现金	255,653.97	192,602.00	146,352.15
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	62,859.12	65,031.36	39,047.00
支付其他与筹资活动有关的现金	2,872.68	68,491.04	0.00
筹资活动现金流出小计	321,385.77	326,124.40	185,399.14
筹资活动产生的现金流量净额	-85,448.40	222,141.20	385,092.86
现金及现金等价物净增加额	-139,185.31	118,809.45	-45,272.85

资料来源：公司 2016-2017 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	26,610.06	15,995.72	23,916.45
加：资产减值准备	151.70	519.83	1,400.55
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,147.53	1,223.82	6,059.41
无形资产摊销	703.17	419.35	353.03
长期待摊费用摊销	16.71	18.61	55.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	159.99	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	48.26
财务费用	5,300.46	330.15	374.14
投资损失	129.48	2,568.16	-1,815.85
递延所得税资产减少	-37.93	-129.96	-379.84
存货的减少	-27,129.42	-184,453.26	-103,735.20
经营性应收项目的减少	-189,195.08	-114,435.68	-168,989.70
经营性应付项目的增加	155,963.50	219,923.12	68,128.31
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.71

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	886,530.85	942,484.87	799,407.82
资产负债率	51.68%	48.77%	51.54%
流动比率	4.31	9.36	7.30
速动比率	2.17	4.23	3.19
综合毛利率	25.40%	13.36%	21.00%
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38	33,725.23
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32	0.86
收现比	0.96	0.66	1.24

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 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
安宁市新城投资开发有限公司	21,148.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁市路达市政工程有限公司	1,000.00	100.00%	市政基础设施建设、开发
安宁兴育投资开发有限公司	24,300.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁育腾投资开发有限公司	300.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁市交通投资有限公司	15,000.00	100.00%	交通项目的投资、开发、建设及咨询
安宁青帝园林绿化工程有限公司	300.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
安宁兴卫医疗资产管理有限公司	2,000.00	75.00%	医疗资产管理
安宁市水利投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	水利项目投资、开发、建设、经营、管理及咨询
安宁市保障性住房建设管理有限公司	1,000.00	100.00%	项目投资开发
安宁工业园区投资开发有限公司	71,961.00	100.00%	项目投资、开发、经营、管理及咨询
安宁市太平新城投资有限公司	28,600.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
昆明安发股权投资基金管理有限公司	1,000.00	100.00%	委托管理股权投资基金
安宁市旅游投资开发有限公司	4,000.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询服务
安宁惠泉园艺有限公司	50.00	100.00%	苗木种植、销售
安宁沁泉地热水开发有限公司	1,000.00	100.00%	地下水销售
云南山水融城置业有限公司	7,958.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
云南春硕园林绿化工程有限公司	1,000.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
云南融诚置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
昆明创居物业服务有限公司	50.00	100.00%	物业管理、家政服务、房屋租赁
安宁锦泉旅游商品开发有限公司	300.00	100.00%	开发设计销售民族旅游商品
安宁泰安保安有限公司	1,000.00	100.00%	保安护卫
安宁怡泉商贸有限公司	50.00	100.00%	商品销售
安宁新亚美谷物流有限公司	62,600.00	100.00%	铁路货物运输代理
安宁顺杰汽车服务有限公司	500.00	51.00%	汽车服务

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2017年末公司存货中土地明细（单位：平方米、万元）

土地使用权证号	座落	证载用途	使用权类型	面积	账面价值	是否抵押
安国用（2014）第 0340 号	八街街道办事处二街村民居委会	城镇住宅兼批发零售	划拨	354,303.60	15,970.00	否
安国用（2012）第 0777 号	安宁市太平新城街道办事处始甸社区居委会马村居民小组	城镇住宅用地	出让	29,459.20	7,283.13	否
安国用（2012）第 1095 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	商住及部分绿化用地	划拨	79,190.18	16,831.35	否
安国用（2012）第 1096 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	住宅及部分绿化用地	划拨	164,270.19	34,927.95	否
安国用（2012）第 1097 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	城镇住宅用地	划拨	17,540.58	3,800.21	否
安国用（2013）第 0033 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	住宅及部分绿化用地	划拨	176,713.93	39,061.80	否
安国用（2013）第 1551 号	安宁市连然街道办事处金晖社区居委会大汉营村、县街街道办事处石江村委会祁家庄村	城镇住宅用地	出让	41,173.50	2,673.12	否
安国用（2013）第 0979 号	安宁市八街街道办事处摩所营村	城镇住宅及批发零售用地	划拨	340,397.71	16,794.66	是
安国用（2013）第 0980 号	安宁市连然街道办事处大屯新区	商务金融、住宅、文化娱乐	划拨	66,789.43	37,613.67	是
安国用（2013）第 0981 号	安宁市八街街道办事处小古城村民小组	城镇住宅及批发零售用地	划拨	378,887.62	25,165.37	是
安国用（2014）第 1225 号	安宁市金方街道办凌波社区湖滨西路	城镇住宅兼批发零售用地	划拨	1,885.50	341.92	否
安国用（2013）第 1224 号	安宁市金方街道办昆钢湖西小区	城镇住宅兼批发零售用地	划拨	101,554.40	18,416.10	否
安国用（2013）第 1225 号	安宁市金方街道办昆钢湖西小区	批发零售用地	划拨	13,596.20	2,465.56	否
安国用（2013）第 1307 号	安宁市连然街道办宁湖小区	商务金融用地（含部分公园与绿地用地）	划拨	6,941.00	1,049.10	否
安国用（2013）第 1556 号	连然街道办事处武庙坡 274 号	商务金融、餐饮娱乐用地	划拨	2,356.68	438.40	否
安国用（2013）第 1557 号	温泉街道办事处沈家庄居民小组	住宿餐饮用地	划拨	5,063.07	698.77	否
安国用（2013）第 1558 号	连然街道办事处连然街 260 号	批发零售用地	划拨	671.45	101.49	否
安国用（2013）第 1560 号	县街街道办事处集镇	商务金融用地	划拨	8,590.17	1,119.10	否
安国用（2014）第 0894 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	48,644.16	8,030.34	否
安国用（2014）第 0893 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会马村居民小组	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	36,741.66		否
安国用（2014）第 0891 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	54,480.96		否
安国用（2015）	太平新城街道办事处册峨村委	城镇住宅用地及其他	出让	45,546.03	7,658.08	否

第 0236 号	会册峨甸村民小组	商服用地				
安国用（2016）第 0515 号	连然街道办事处大屯社区居委会大屯村民小组	城镇住宅及其他商服用地	出让	44,739.06	23,640.56	否
安国用（2016）第 0526 号	连然街道办事处大屯社区居委会大屯二组、张家坝居民小组	城镇住宅兼批发零售用地	出让	57,435.26	20,853.38	否
合计				2,076,971.54	284,934.06	-

资料来源：公司提供

附录七 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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+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+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录八 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。