

2013 年商洛市城市建设投资开发有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪
 第【297】号 01

品种一：
债券简称：
 13 商洛债 01/PR 商洛 01
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
债券剩余规模： 4 亿元
债券到期日期：
 2020 年 09 月 09 日
债券偿还方式： 每年付
 息一次，债券存续期第
 3-7 年末每年按照债券
 发行总额 20%的比例偿
 还债券本金

品种二：
债券简称：
 13 商洛债 02/PR 商洛 02
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
债券剩余规模： 1.25 亿
 元
债券到期日期：
 2019 年 09 月 09 日
债券偿还方式： 每年付
 息一次，债券存续期第
 3-6 年末每年按照债券
 发行总额 25%的比例偿
 还债券本金

分析师

姓名：
 魏明阳 胡长森

电话：
 010-66216006

邮箱：
 weimy@cspengyuan.com

2013 年商洛市城市建设投资开发有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	品种一 AAA、品种二 AAA	品种一 AAA、品种二 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	2019 年 06 月 27 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对商洛市城市建设投资开
 发有限公司有限公司（以下简称“商洛城投”或“公司”）及其 2013 年 9 月 9 日发行的公
 司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年跟踪评级结果为：本期债券品种一、品种二信
 用等级均维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级
 结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供较好基础，公司收入多元，且主营业务
 收入保持增长，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
 证担保有效地提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司 2018 年划出子
 公司较多，总资产规模下滑较大，整体资产流动性较弱，现金流多年持续净流出，投资依
 赖债务融资，有息债务规模较大，面临较大的债务压力，且存在一定的或有负债风险等风
 险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。2018 年商洛市实现地区生产总值 824.77 亿元，同比增长 8.0%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了较好基础。
- 公司收入多元，且主营业务收入保持增长。公司从事商洛市客运、施工建设、房地产、租赁及自来水等业务，收入来源较为多元。2018 年公司实现主营业务收入 59,749.48 万元，同比上升 22.63%。
- 三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元评定，三

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

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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **2018 年公司划出子公司较多，总资产规模下滑较大。**2018 年公司将 9 家子公司全部股权划转至原产权持有单位，划出的子公司净资产占公司 2017 年末净资产的 14.36%。2018 年末公司总资产规模下滑至 1,838,601.72 万元，同比大幅下降 31.92%。
- **公司整体资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、预付款项、存货及长期应收款为主，2018 年末以上资产合计占总资产的比重达 90.29%，应收款项未来回收时间不确定，且公司货币主要为未下拨的棚户区改造款，用途限定，公司总体资产流动性较弱。
- **公司经营性现金流多年持续净流出，投资依赖债务融资。**公司经营性现金流多年持续净流出，2018 年公司净流出 131,052.52 万元。2018 年公司投资活动现金净流出 379,876.72 万元，规模较大，有息债务规模很大，投资主要依赖于债务融资。
- **公司有息债务规模很大，面临较大的债务压力。**截至 2018 年末公司资产负债率为 74.29%，仍处于很高水平，有息负债规模达 1,261,784.91 万元，占负债的比重为 92.38%，未来偿债压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 231,359.00 万元，占期末净资产的 48.93%，由于均不存在反担保措施，未来或存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,838,601.72	2,700,691.11	2,565,919.64
所有者权益	472,791.75	604,628.21	662,002.08
有息债务	1,261,784.91	1,697,620.78	1,609,111.71
资产负债率	74.29%	77.61%	74.20%
流动比率	2.66	3.33	3.24
营业收入	61,557.18	53,735.69	57,825.10
营业外收入	7,632.73	9,403.33	5,843.37
利润总额	8,381.93	8,158.04	12,990.05

综合毛利率	21.78%	29.47%	38.27%
EBITDA	16,821.04	21,530.85	23,081.84
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.36	1.16
经营活动现金流净额	-131,052.52	-134,850.75	-258,716.80

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，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
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
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%

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

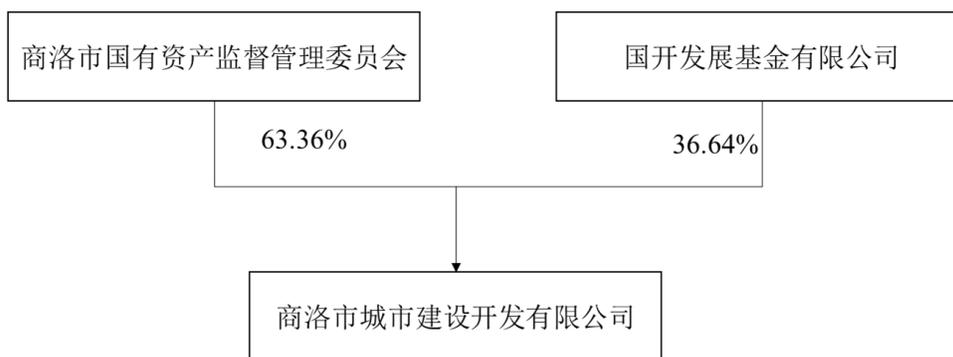
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年9月9日发行15亿元公司债券，其中品种一10亿元、品种二5亿元，募集资金原计划用于商丹循环工业经济园区公租房项目、市江南惠民二期保障性住房项目、市锌业小区廉租住房项目、市滨江小区保障性住房小区、市明珠花园保障性住房小区、市造纸厂棚户区改造配建廉租住房项目、市育才巷廉租住房项目、市运输公司廉租住房项目、市西街棚户区改造项目及市莲湖东侧棚户区改造项目。截至2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为273,462.03元。

二、发行主体概况

2018年2月，公司股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）追加注册资本4,000万元。截至2019年5月末，公司注册资本为25.846亿元，其中，商洛市国有资产监督管理委员会（以下简称“商洛国资委”）持股63.36%，国开基金持股36.64%，国开基金不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营，但对公司章程修改、合并、分立或减少注册资本等事项享有表决权，商洛国资委仍是公司的控股股东和实际控制人。

图1 截至2019年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司公告，为优化资产结构，经股东会及董事会决议及商洛市人民政府出具的《商洛市人民政府关于划拨市城投公司部分国有资产的批复》（商政函【2018】48号）、《商洛市人民政府关于向各区县划拨市城投公司部分国有资产的批复》（商政函【2018】158号），以及商洛市人民政府国有资产监督管理委员会出具的《商洛市人民政府国有资产监

督管理委员会关于同意商洛市城市建设投资开发公司向各县区划拨部分国有资产的批复》（商政国资发【2018】48号）等文件批复，公司在2018年将原持有的山阳县城市建设投资开发有限公司（以下简称“山阳城建”）等9家子公司的全部股权划转至原产权持有单位，本次划转出的子公司净资产占公司2017年末净资产的14.36%。此次划转出的子公司，背负了大量政府类应收款项和棚改贷款的转贷资金，划转出子公司后，公司2018年末资产规模同比下降31.92%，资产负债率下降3.33个百分点，营业收入增加14.56%，净利润增加4.22%。

表 1 公司 2018 年划转出的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	主营业务	划入单位	2018 年		2018 年末		
			营业收入	净利润	总资产	净资产	资产负债率
山阳县城市建设投资开发有限公司	建筑施工	山阳县人民政府	233.05	-1,199.77	556,444.60	29,183.19	94.76%
商南县城镇建设投资有限公司	建筑施工	商南县财政局	588.41	-1,379.45	290,830.48	24,504.88	91.57%
商南县金丝峡旅游开发有限责任公司	旅游	商南县金丝峡管委会	-	-	42,483.75	12,731.59	70.03%
商洛市商州区城市建设投资开发有限公司	建筑施工	商州区财政局	4,516.40	279.77	42,123.79	8,922.41	78.82%
洛南县城市建设投资开发有限公司	建筑施工	洛南县人民政府	-	-298.07	154,500.00	4,587.00	97.03%
山阳县天竺生态旅游开发有限公司	旅游	山阳县天竺山森林公园管理处	270.01	-433.43	11,979.87	4,511.89	62.34%
镇安县国有资产投资有限公司	建筑施工	镇安县人民政府	-	-	107,803.94	1,390.91	98.71%
丹凤县城市建设投资开发有限公司	建筑施工	丹凤县人民政府	-	-	125,408.02	959.23	99.24%
柞水县城市建设投资开发有限公司	建筑施工	柞水县政府	-	-	21,576.13	49.06	99.77%
合计	-	-	5,607.87	-3,030.95	1,353,150.58	86,840.16	93.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司划转出原持有的山阳城建等9家子公司全部股权，因此以上9家子公司2018年末不再纳入公司合并报表范围。2018年11月19日，公司与自然人王凯、张波签署股权转让协议，购买其持有的陕西开远建设工程有限公司100%的股权，并于2018年11月29日完成工商变更手续，2018年末纳入公司合并报表范围。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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
-------	------	------	------	------

陕西开远建设工程有限公司	100%	3,000	房屋建筑工程	收购
--------------	------	-------	--------	----

2、跟踪期内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	不再纳入合并报表的原因
山阳县城市建设投资开发有限公司	100%	14,500	建筑施工	股权划转
商南县城镇建设投资有限公司	100%	23,800	建筑施工	股权划转
商南县金丝峡旅游开发有限责任公司	87.5%	8,000	旅游	股权划转
商洛市商州区城市建设投资开发有限公司	100%	33,100	建筑施工	股权划转
洛南县城市建设投资开发有限责任公司	100%	38,500	建筑施工	股权划转
山阳县天竺山生态旅游开发有限公司	100%	6,000	旅游	股权划转
镇安县国有资产投资有限公司	100%	12,400	建筑施工	股权划转
丹凤县城建设投资开发有限公司	100%	16,800	建筑施工	股权划转
柞水县城市建设投资开发有限公司	100%	11,500	建筑施工	股权划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

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

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设

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

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

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指

导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 3 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[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 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年商洛市经济增速有所放缓，且固定资产投资增速下滑较大

商洛市为陕西省下辖地级市，2018年实现地区生产总值824.77亿元，按可比价格计算，同比增长8.0%，增速较上年进一步放缓。其中，第一产业增加值94.56亿元，第二产业增加值441.69亿元，第三产业增加值288.51亿元。三次产业结构由2017年的12.3:55.2:32.5调整为11.5:53.5:35.0，第三产业占比进一步上升，但工业仍是推动地区经济发展的主要力量。按常住人口计算，2018年商洛市人均GDP为34,674元，与全国人均GDP的比为53.64%，占比较上年有所下降，且明显低于全国平均水平。

2018年商洛市实现工业增加值297.98亿元，同比增长14.1%；规模以上工业实现总产值1,211.52亿元，同比增长22.0%。从商洛市2018年三大工业支柱产业来看，现代材料实现产值749.60亿元，增长21.9%；现代医药实现产值113.01亿元，增长22.4%；绿色食品实现产值135.45亿元，增长33.9%。工业企业实现利税97.5亿元，增长14.3%。

2018年商洛市固定资产投资规模同比增长8.5%，为2011年以来最低增速，增速下滑较大。其中，180个市级重点项目完成投资544亿元，房地产开发完成投资22.24亿元，增长5.6%。2018年商洛市社会消费品零售总额为214.95亿元，增长11.0%，对当地经济发展起到了较好的推动作用。

表 4 商洛市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	824.77	8.0%	800.77	9.5%
第一产业增加值	94.56	3.5%	98.18	4.4%
第二产业增加值	441.69	9.8%	442.23	11.4%
第三产业增加值	288.51	6.7%	260.36	8.5%
工业增加值	297.98	14.1%	309.29	14.2%
固定资产投资	-	8.5%	1,156.65	23.6%
社会消费品零售总额	214.95	11.0%	193.73	10.8%
进出口总额	21.29	-2.6%	21.69	50.4%
存款余额	1,060.59	11.0%	955.92	9.6%
贷款余额	510.05	10.8%	460.42	17.6%
人均 GDP（元）		34,674		33,695
人均 GDP/全国人均 GDP		53.64%		56.92%

注：“-”为未公开披露数据；

资料来源：商洛市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年商洛市实现公共财政收入21.83亿元，同比增长0.34%，其中税收收入14.76亿元，占公共财政收入比重为67.61%；实现政府性基金收入10.35亿元，同比增长2.16%；同期商

洛市公共财政支出为242.95亿元，同比增长15.15%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为8.99%。

四、经营与竞争

公司主要从事商洛市客运、施工建设、房地产、租赁及自来水业务等，收入来源较为多元化。2018年，公司实现主营业务收入59,749.48万元，同比上升22.63%；毛利率19.54%，较上年下降5.26个百分点。2018年公司运输、租赁、供水业务收入变化不大，施工建设收入和房地产销售收入同比分别大幅上涨63.77%和66.11%，主要系2018年公司施工建设项目较多及房地产楼盘销售量提升所致；旅游门票收入同比下降80.44%，主要系公司划出了一些负担较重的区县旅游公司所致。

表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
运输保险	17,645.71	27.87%	17,678.94	30.76%
施工建设	16,351.95	11.81%	9,984.45	9.19%
房地产销售	14,882.75	-6.29%	8,959.34	-1.26%
租赁	6,815.80	64.05%	7,151.35	61.09%
自来水	3,783.26	34.99%	3,567.38	30.00%
旅游门票	270.01	27.12%	1,380.11	29.26%
合计	59,749.48	19.54%	48,721.57	24.81%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司运输业务具有一定的区域垄断性，经营相对稳定

公司运输保险业务主要由子公司商洛市汽车运输总公司（以下简称“商洛汽运”）负责，主要经营商洛市与邻近省市及全国主要城市之间的客运运输服务，具有一定的区域垄断性，经营较为稳定。商洛汽运下设8个客运公司、拥有客运站共6个，其中，一级客运站1个（商州客运站），二级客运站5个（丹凤、洛南、商南、山阳、镇安客运站），班线遍布6县1区，省内主要发往西安、安康等地，跨省发往北京、上海等省市，公司客运业务具有一定的区域垄断性。截至2018年末公司拥有经营客运线路223条、车辆463辆，分别较2017年末增加2条和8辆。受私人汽车拥有量上升、火车提速等因素冲击，2018年全年实现客运量750万人次左右，较去年下降约50万人次。2018年公司实现运输业务收入17,645.71万元，同比略降0.19%。

武西高铁（武汉—十堰—西安）在商洛境内设有山阳和商洛西两座高铁站点，设计时

速350km/h，预计2021年投入使用。随着西安至武汉高铁线路沿途站点的陆续建成，商洛乘车至西安将只需半小时，受此冲击，预计未来公司客运量及运输收入将有所下滑。

表6 公司运输保险业务状况

项目	2018年	2017年
客运线路（条）	223	221
客运车辆（辆）	463	455
客运量（万人次）	750	800
客运收入（万元）	17,645.71	17,678.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司施工建设业务收入大幅增加，但政府回购进度存在一定的不确定性

公司是商洛市重要的城市基础设施投融资和建设主体，通过承建城市基础设施并运营获得委托建设收入。公司的委托建设收入来源于两个方面：一是公司通过与政府签订的委托代建协议，承担城市基础设施建设项目的代建职能，这部分收入按照工程进度确认，以代建费用的形式体现，无相应成本，因此毛利率为100%；二是公司通过与政府签订的施工合同，承担保障房建设项目建设职能，这部分收入也同样按照工程进度确认，同时确认相应的成本。2018年公司实现的施工建设收入来自于保障房回购款，当年共确认代建收入16,351.95万元，较上年大幅上涨63.77%。

表7 2017-2018年公司所确认收入的代建保障房项目情况（单位：万元）

时间	项目	确认成本	确认收入	毛利率
2018年	明珠花园	9,681.74	10,833.38	10.63%
	惠民经适1期	243.21	274.69	11.46%
	惠民廉租2期	2,298.33	2,774.80	17.17%
	惠民经适2期	2,197.12	2,469.09	11.02%
	合计	14,420.39	16,351.95	11.81%
2017年	明珠花园	3,696.44	4,067.25	9.12%
	惠民经适1期	535.41	606.80	11.76%
	惠民廉租2期	4,013.77	4,326.22	7.22%
	惠民经适2期	820.76	984.18	16.60%
	合计	9,066.38	9,984.45	9.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据2012年公司同商洛市人民政府签订的《项目投资建设与回购（BT）协议》，商洛市人民政府将逐年安排资金对明珠花园保障性住房小区等10个代建项目实施回购，回购总价款33.32亿元，其中包括偿付公司自筹建设资金26.65亿元和支付投资回报6.67亿元，政府回购资金计划如表8所示，最终回购金额可根据竣工结算进行调整。按照该协议，2018

年商洛市人民政府应回购4.72亿元的代建项目，但最终回购金额只有16,351.95万元。公司代建项目政府回购进度明显滞后于相关协议约定的进度，考虑到商洛市公共财政自给能力较弱，未来能否及时将项目回购并支付回购款，仍存在一定的不确定性。

表8 2013-2020年公司项目政府回购资金安排计划表（单位：亿元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	合计
回购资金安排	1.94	1.94	6.02	5.91	5.91	4.72	3.53	3.35	33.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司房地产销售收入大幅上涨，但亏损加剧，公司在售及待售商品房规模尚可，未来仍能实现一定的销售收入

2018年公司实现的房地产销售收入14,882.75万元，来自于阳光小区、龟山明珠花园限价房和江滨壹号项目销售所得。阳光小区位于商洛市行政中心南侧，项目总投资金额1.22亿元，可售面积3.02万平方米，2018年共销售面积7,018.41平方米，销售平均单价为3,001.17元/平方米。龟山明珠花园限价房项目位于商洛市商州区龟山南侧，2018年共销售面积15,817.02平方米，销售平均单价为2,855.41元/平方米。该楼盘售价按照政府规定执行，较市场价格偏低；政府承诺按每户5万元给予公司补贴，目前补贴资金仍未到位。江滨壹号项目位于江滨大道西端商鞅广场南侧，2018年共销售面积24,485.14平方米，销售平均单价3,373.47元/平方米。受益于江滨壹号开盘售卖，2018年公司房地产销售收入大幅增长66.11%，但毛利率为-6.29%，亏损加大。

表9 公司房地产销售情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

时间	项目	物业类型	销售面积	平均销售单价	销售收入	销售成本
2018年	阳光小区	商品房	7,018.41	3,001.17	2,106.35	3,442.51
	龟山明珠花园限价房	限价房	15,817.02	2,855.41	4,516.40	3,568.34
	江滨壹号	商品房	24,485.14	3,373.47	8,260.00	8,808.53
	合计	--	47,320.57	3,145.09	14,882.75	15,819.38
2017年	阳光小区	商品房	16,872.09	3,005.29	5,070.56	5,578.06
	龟山明珠花园限价房	限价房	14,804.02	2,626.84	3,888.78	3,483.50
	合计	--	31,676.11	2,828.42	8,959.34	9,061.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末账面尚未结转的房地产开发成本为29,524.10万元，主要为丹鹤绿洲项目的开发成本和待售的江滨壹号房屋成本。受当地及周边房地产行情影响，未来房地产销售收入进度存在一定的不确定性。

2018年公司租赁业务收入有所下降

公司租赁收入由政府无偿划拨的房产租赁产生，租金价格较为稳定，其中市行政大楼租金1,000万元/年，体育馆租金1,000万元/年。2018年实现租赁收入6,815.80万元，较上年下滑4.69%，租赁收入有所下降。

公司自来水及旅游门票收入规模较小，但对公司收入规模起到了一定的补充作用，**2018年因划出负担较重的区县旅游公司，公司旅游门票收入下降较多**

公司自来水业务主要由子公司商洛市自来水公司具体负责运营。公司自来水主要供应商洛市区居民生产、生活用水，设计供水能力3万吨/日，供水面积49平方公里，具有一定的区域垄断性。2018年公司自来水业务供水用户约10,009户，当年实现供水收入3,783.26万元，同比增长6.05%。

公司旅游开发业务主要由子公司商洛市鹤城旅行社有限责任公司负责运营，2018年因公司划出下属负担较重的商南县金丝峡旅游开发有限责任公司和山阳县天竺生态旅游开发有限公司，当年仅实现旅游门票收入270.01万元，同比下降80.44%。

公司获得的外部支持力度较大

作为商洛市重要的基础设施投融资主体，2018年公司继续得到当地政府在补助等方面的大力支持。根据商洛市房管局关于下达保障性安居工程补助资金的通知（商政房产字[2018]120号）等文件，2018年公司共获得各项政府补助合计7,601.24万元，提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年和2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围变化情况具体见表2。

资产结构与质量

公司货币资金和总资产大幅下降，应收款项回收时间存在一定的不确定性，整体资产流动性仍较弱

因山阳城建等9家子公司股权划出，截至2018年末，公司总资产规模下滑至1,838,601.72万元，同比大幅下降31.92%。从资产结构上来看，公司流动资产占比快速下

降，2018年末流动资产占比仅为26.74%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	29,416.43	1.60%	601,535.81	22.27%
应收票据及应收账款	130,059.37	7.07%	108,969.98	4.03%
预付款项	57,883.83	3.15%	125,831.91	4.66%
其他应收款	192,064.93	10.45%	508,401.42	18.82%
存货	80,987.60	4.40%	249,688.17	9.25%
流动资产合计	491,633.10	26.74%	1,598,598.22	59.19%
长期应收款	1,199,030.56	65.21%	876,294.26	32.45%
投资性房地产	110,849.78	6.03%	113,299.90	4.20%
非流动资产合计	1,346,968.63	73.26%	1,102,092.88	40.81%
资产总计	1,838,601.72	100.00%	2,700,691.11	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金规模为29,416.43万元，同比大幅下降95.11%，主要系2018年公司支付了棚改资金98,522.62万元、归还了部分借款136,846.50万元和债券本金32,500.00万元以及划出9家子公司导致合并范围变动较大所致。截至2018年末，公司货币资金中有100.13万元的定存保证金和贷款保证金，使用受限。公司应收账款主要为应收商洛市政府部门的代建工程款，截至2018年末为130,059.37万元，同比增长19.35%。公司预付款项主要为预付的工程账款，结算周期较长，由于2018年公司划出子公司股权导致合并范围变动较大，截至2018年末公司预付款项为57,883.83万元，同比下降54.00%。公司其他应收款主要为公司与商洛市人民政府及各区县的往来款，2018年末账面价值192,064.93万元，同比大幅下降62.22%，主要系公司合并范围变动较大，同时又进行了政府类其他应收款和资本公积对冲32,833.36万元所致。公司应收账款和其他应收款在回收时间上都存在一定的不确定性，对公司资金形成了较大占用。公司存货主要为施工建设及房地产开发成本，因2018年公司房地产业务确认收入结转部分成本以及合并范围变动较大，截至2018年，公司存货账面价值80,987.60万元，同比大幅下滑67.56%。

公司的非流动资产主要由长期应收款和投资性房地产构成。公司长期应收款全部为公司对商洛市下属各区县棚改项目的转贷款，截至2018年末账面价值1,199,030.56万元，占公司总资产比重为65.21%，为公司资产最重要组成部分。为推进陕西省棚改项目进展，陕西省保障性住房建设工程有限公司作为陕西省内统一借款主体向国家开发银行股份有限

公司贷款，然后再转贷给省内各市级棚改项目融资平台。公司作为商洛市棚改项目统一融资平台，收到陕西省保障性住房建设工程有限公司贷款后再转贷给下辖各区县棚改项目实施主体。随着近年来各地区棚改项目不断推进，融资规模快速增长，2018年末公司长期应收款同比增加36.83%，主要系当期公司棚改资金的发放增加所致。截至2018年末，公司投资性房地产账面价值110,849.78万元，主要系商洛市政府机关办公大楼、政府行政中心大楼及商洛市体育馆及土地使用权，其中机关办公大楼等均已对外出租。2018年末公司投资性房地产规模同比下降2.16%，主要系合并范围变化较大所致。

盈利能力

2018年公司营收规模有所上升，但利润仍主要依赖于政府补贴

公司收入来源包括运输服务、施工建设、房地产销售、租赁、供水和旅游门票收入，较为多元化，2018年公司实现营业收入61,557.18万元，同比增长14.56%；受运输保险业务毛利率有所下降及房地产销售业务亏损扩大影响，2018年公司综合毛利率为21.78%，同比下降7.58个百分点。

2018年，受划出下属负担较重子公司股权影响，公司期间费用率由2017年的30.07%下降至19.40%，加之公司以权益法核算的对商洛市天然气公司、商洛市商丹区建设开发有限责任公司、商南西街旅游开发有限公司和陕西五建集团商洛建设有限公司¹的长期股权投资收益增长较多，公司实现营业利润943.28万元，实现扭亏。公司营业外收入主要为政府补贴，2018年公司共获得各类政府补助7,601.24万元，占当年利润总额的90.69%，公司利润仍主要依赖于政府补贴。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	61,557.18	53,735.69
期间费用率	19.40%	30.07%
投资净收益	1,554.99	552.13
营业利润	943.28	-1,061.11
营业外收入	7,632.73	9,403.33
利润总额	8,381.93	8,158.04
综合毛利率	21.78%	29.47%

¹ 根据商洛市人民政府文件《商洛市人民政府关于划转市城投公司部分资产的批复》（商政函[2018]48号）、《商洛市人民政府关于向县区划转市城投公司部分国有资产的批复》（商政函[2018]158号），截至2018年末，公司持有的商洛市商丹区建设开发有限责任公司、商南西街旅游开发有限公司和陕西五建集团商洛建设有限公司股权已全部划出。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司现金流表现不佳，且债务规模较大，仍面临较大的资金压力

受合并范围变化较大所致，2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长107.45%，收现比也由2017年的0.66增加至1.20，回款情况有所改善。合并范围的缩小，也导致2018年公司和商洛市政府单位之间的往来款规模大幅缩减。2018年公司收到的其他与经营活动有关的现金58,358.83万元，支付的其他与经营活动有关的现金167,134.24万元，仍然占用了公司较多资金，从而导致公司经营活动现金净流出131,052.52万元。

2018年公司投资活动流入现金43,295.23万元，主要为收到的公司与政府单位及其他公司间的投资往来款；投资活动流出现金423,171.95万元，主要为取得子公司及其他营业单位支付的现金和下拨的各类棚改项目贷款资金，规模较大，导致2018年公司投资活动现金净流出379,876.72万元。

2018年公司筹资活动产生的现金净流出61,082.25万元，主要系偿还部分棚改贷款、银行借款和债券本息金额较大所致。

总的来看，2018年公司下拨了大量棚改资金且偿还了较大规模债务，经营、投资和筹资活动产生的现金分别净流出131,052.52万元、379,876.72万元和61,082.25万元，整体现金流表现不佳，且公司债务规模较大，截至2018年末公司有息债务规模1,261,784.91万元，仍面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.20	0.66
销售商品、提供劳务收到的现金	73,924.42	35,634.19
收到的其他与经营活动有关的现金	58,358.83	204,388.46
经营活动现金流入小计	132,283.25	240,022.65
购买商品、接受劳务支付的现金	87,418.92	96,709.60
支付的其他与经营活动有关的现金	167,134.24	270,535.62
经营活动现金流出小计	263,335.76	374,873.40
经营活动产生的现金流量净额	-131,052.52	-134,850.75
投资活动产生的现金流量净额	-379,876.72	-69,188.38
筹资活动产生的现金流量净额	-61,082.25	173,530.44
现金及现金等价物净增加额	-572,011.48	-30,508.69

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模很大，面临较大的债务压力

截至2018年末，公司负债总额为1,365,809.98万元，同比下降34.84%，主要系2018年公司划出了部分负担较重的子公司，同年偿还了部分借款和债券所致。因合并范围变动及公司其他应收款冲减资本公积影响，公司所有者权益有所下降，2018年末公司所有者权益为472,791.75万元，产权比率下降至288.88%，公司所有者权益对负债的保障程度依旧较弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,365,809.98	2,096,062.90
所有者权益	472,791.75	604,628.21
产权比率	288.88%	346.67%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，主要为非流动负债，2018年末非流动负债占比为86.45%，较2017年末上升9.34个百分点。公司流动负债主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司其他应付款主要为应付利息及公司与政府单位和企业之间的往来款，2018年末为57,341.83万元，同比大幅减少78.71%，主要系公司合并范围变化所致，其中账龄在1年以内的其他应付款占比为69.73%。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款和其他权益工具（国开基金贷款），2018年末为83,602.88万元，同比增加17.74%，短期偿付压力较大。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	57,341.83	4.20%	269,399.43	12.85%
一年内到期的非流动负债	83,602.88	6.12%	71,006.03	3.39%
流动负债合计	185,081.28	13.55%	479,843.15	22.89%
长期借款	669,806.50	49.04%	781,527.00	37.29%
应付债券	69,539.40	5.09%	101,812.81	4.86%
长期应付款	438,836.13	32.13%	723,469.70	34.52%
非流动负债合计	1,180,728.70	86.45%	1,616,219.76	77.11%
负债合计	1,365,809.98	100.00%	2,096,062.90	100.00%
其中：有息债务	1,261,784.91	92.38%	1,697,620.78	80.99%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款组成。截至2018年末，公司

长期借款余额为669,806.50万元，同比减少14.30%，主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。2018年末公司应付债券账面价值69,539.40万元，同比下降31.70%，系公司偿还部分债券所致。2018年末，公司长期应付款余额438,836.13万元，包括应付陕西省保障性住房公司（棚改资金）借款437,886.13万元和应付国开基金（棚改及项目投资款）借款950万元，同比下降39.34%，主要系公司在2018年偿还了农发基金较多棚改贷款，以及公司合并报表范围变化较大所致。

截至2018年末，公司有息负债规模为1,261,784.91万元，同比下降25.67%，占负债总额的比重为92.38%，未来偿债压力仍较大。

偿债能力指标方面，2018年末公司资产负债率为74.29%，仍处于很高水平。受公司合并报表范围变化较大，流动资产规模下降速度快于流动负债，公司2018年末流动比率和速动比率均有所下降。因合并报表范围变化，公司2018年EBITDA规模同比下降21.87%，EBITDA利息保障倍数仅为0.28，对债务利息的保障能力较弱。

表 15 公司偿债能力指标（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	74.29%	77.61%
流动比率	2.66	3.33
速动比率	2.22	2.81
EBITDA（万元）	16,821.04	21,530.85
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.36
有息债务/EBITDA	75.01	78.85

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

三峡担保经营较好，其对本期债券提供的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平

三峡担保为本期债券品种一、品种二的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。三峡担保承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

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下表所示。

表 16 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 17 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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额231,359万元，占期末净资产的48.93%，担保对象主要为商洛市国有企业和事业单位，由于均不存在反担保措施，未来或存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2018 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	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
洛南城市建设投资开发有限责任公司	10,000	2017/1/20	2035/1/19	否
洛南县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	10,000	2017/1/31	2032/1/30	否
洛南县工业园区创业投资有限责任公司	13,800	2015/10/29	2040/10/28	否
洛南县医院	1,400	2001/10/10	2019/12/22	否
山阳县城市建设投资开发有限公司	15,000	2015/9/2	2031/9/1	否
山阳县城市建设投资开发有限公司	15,000	2015/10/30	2035/10/29	否
山阳县城市建设投资开发有限公司	11,000	2015/10/29	2025/10/28	否
商洛市高新建设开发集团有限公司	10,000	2017/4/20	2022/4/20	否
商洛市高新建设开发集团有限公司	10,000	2017/5/20	2022/5/19	否
商洛市交通投资建设有限责任公司	18,000	2016/12/1	2034/11/30	否
商洛市商丹园区建设开发有限责任公司	30,000	2016/11/21	2021/11/20	否
商洛市商丹园区建设开发有限责任公司	11,459	2015/12/23	2020/12/22	否
商洛市商州区城市建设投资开发有限公司	18,000	2017/11/30	2037/11/29	否
商洛市商州区城市建设投资开发有限公司	17,200	2015/11/17	2033/11/16	否
商南县城镇建设投资有限公司	5,500	2014/10/20	2026/10/19	否
镇安县国有资产投资有限公司	19,000	2017/5/18	2029/5/17	否
镇安县烟叶产业社会化服务有限公司	16,000	2016/12/1	2034/11/30	否
合计	231,359	-	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年，商洛市区域经济保持较快增长，为公司发展提供了较好基础。公司收入来源较为多元，且主营业务收入保持增长，三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券品种一、品种二的信用水平。同时，中证鹏元也关注到公司2018年划出子公司较多，总资产规模下滑较大，整体资产流动性较弱，经营性现金流多年持续净流出，投资依赖债务融资，有息债务规模很大，面临较大的债务压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券品种一和品种二信用等级均为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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	29,416.43	601,535.81	635,929.25
其他应收款	192,064.93	508,401.42	715,268.18
长期应收款	1,199,030.56	876,294.26	609,582.60
总资产	1,838,601.72	2,700,691.11	2,565,919.64
短期借款	0.00	27,800.00	198,700.00
其他应付款	57,341.83	269,399.43	199,775.13
一年内到期的非流动负债	83,602.88	71,006.03	50,622.20
长期借款	669,806.50	781,527.00	463,667.00
应付债券	69,539.40	101,812.81	84,574.32
长期应付款	438,836.13	723,469.70	814,540.16
总负债	1,365,809.98	2,096,062.90	1,903,917.55
有息债务	1,261,784.91	1,697,620.78	1,605,018.92
所有者权益	472,791.75	604,628.21	662,002.08
营业收入	61,557.18	53,735.69	57,825.10
营业利润	943.28	-1,061.11	7,431.24
营业外收入	7,632.73	9,403.33	5,849.63
利润总额	8,381.93	8,158.04	12,990.05
经营活动产生的现金流量净额	-131,052.52	-134,850.75	-258,716.80
投资活动产生的现金流量净额	-379,876.72	-69,188.38	-111,553.38
筹资活动产生的现金流量净额	-61,082.25	173,530.44	788,841.66
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	21.78%	29.37%	38.27%
收现比	1.20	0.66	1.78
产权比率	288.88%	346.67%	287.60%
资产负债率	74.29%	77.61%	74.20%
流动比率	2.66	3.33	3.24
速动比率	2.22	2.81	2.91
EBITDA（万元）	16,821.04	21,530.85	20,221.27
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.36	1.16
有息债务/EBITDA	75.01	78.85	69.71

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
商洛市汽车运输总公司	433.60	100.00%	客运
商洛市城投建设工程管理有限公司	50,000	100.00%	基础设施建设
商洛市城投物业管理有限公司	500	100.00%	物业管理
商洛市自来水公司	400	100.00%	自来水生产及供应
商洛市城投保障房投资开发有限公司	20,000	100.00%	保障房建设、棚户区改造
陕西开远建设工程有限公司	3,000	100.00%	房屋建设工程
陕西运昌汽车保险代理有限责任公司	1,000	100.00%	保险代理
商洛市鹤城旅行社有限责任公司	30	100.00%	国内旅游

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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