

巴中市国有资本运营集团有限公司 2021年面向专业投资者公开发行 公司债券(第一期)信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：

谭璇



巴中市国有资本运营集团有限公司 2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



评级观点

- 中证鹏元评定巴中市国有资本运营集团有限公司（以下简称“巴中国资”或“公司”）本次拟发行不超过15亿元巴中市国有资本运营集团有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司是巴中市重要的基础设施建设投融资主体，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司收入来源较为多元化且供气、供水业务具有区域垄断性；公司在资产注入、财政补贴等方面得到外部的大力支持。同时中证鹏元也关注到公司主要在在建及拟建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力且整体资产流动性偏弱，近年持续划出土地，偿债压力较大以及对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过15亿元

发行期限：3年，第2年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本

发行目的：扣除发行费用后拟用于偿还公司债务

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020.9	2019	2018	2017
总资产	391.29	358.41	343.51	331.38
所有者权益	170.97	148.03	149.83	142.89
总债务	153.37	140.42	114.61	105.86
资产负债率	56.31%	58.70%	56.38%	56.88%
现金短期债务比	0.91	0.47	0.40	1.10
营业收入	6.29	13.27	12.43	12.14
其他收益	0.00	1.39	0.88	2.30
利润总额	0.43	2.23	2.36	3.79
销售毛利率	38.05%	34.12%	40.03%	39.02%
EBITDA	-	4.24	3.94	5.38
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.68	0.92
经营活动现金流净额	1.85	3.97	1.86	3.51
收现比	-	0.91	0.83	0.90

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，2017年数据采用2018年审计报告期初数，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**近年来巴中市经济保持增长，2018-2020年巴中市实现地区生产总值645.88亿元、754.29亿元和766.99亿元，增速分别为8.0%、6.0%和2.5%，为公司发展提供了良好基础。
- **公司收入来源较为多元化且供气、供水业务具有区域垄断性。**2017-2019年公司分别实现营业收入12.14亿元、12.43亿元和13.27亿元，三年复合增长率为4.55%，其中公路旅客运输收入、燃气生产和供应业收入、自来水生产和供应收入、棚改房销售收入分别占2019年的营业收入的26.06%、22.07%、12.15%和13.95%，收入来源较为多元化，且燃气生产和供应、自来水生产和供应收入具有区域垄断性。
- **公司在资产注入、财政补贴等方面得到当地政府的大力支持。**2014-2016年政府合计向公司注入土地价值合计111.60亿元，2018年公司获得政府31,602.54万元资本金注入，2020年当地政府向公司注入12宗土地账面价值合计24.64亿元，均计入资本公积科目；此外，2017-2019年公司获得地方政府拨付的财政补助资金分别为2.30亿元、0.95亿元和1.39亿元。

关注

- **公司主要在建及拟建的代建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力。**截至2019年底，公司主要在建及拟建的代建项目尚需投资33.93亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司资产以存货、其他应收款和其他非流动资产为主，整体资产流动性偏弱。**截至2020年9月末，公司存货、其他应收款和其他非流动资产分别为164.00亿元、80.11亿元和43.23亿元，合计占总资产的73.43%；2019年末存货中土地使用权为99.94亿元，其中账面价值28.65亿元、占比28.66%的土地资产用于抵押，资产流动性偏弱。
- **公司近年持续划出土地，长期应收款有所增加。**2017-2019年政府共划出土地资产共计40.40亿元，以等额货币资金进行置换，共计减少资本公积14.96亿元，增加长期应收款25.44亿元，中证鹏元将持续关注未来地方政府对公司的支持力度。
- **公司有息债务较多，偿债压力较大。**截至2020年9月底，公司资产负债率为56.31%，有息债务达到153.37亿元，较2017年上升44.87%，2019年现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数分别为0.47和0.60，表现均较差，公司偿债压力较大。
- **公司对外担保存在一定的或有负债风险。**截至2020年9月末，公司对外担保金额为13.51亿元，为2020年9月末净资产的7.90%，同时孙公司巴中市正德融资担保有限公司（以下简称“正德担保公司”）对外担保合计1.12亿元，两者合计14.63亿元，占当期末净资产的8.56%，存在一定的代偿风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为巴中市国有资产经营公司，成立于2003年7月，系根据巴中市人民政府《关于成立巴中市国有资产经营公司的批复》（巴府函[2001]8号）文件精神成立的国有独资法人企业，初始注册资本为1,218万元，由巴中市国有资产监督管理委员会（以下简称“巴中市国资委”）履行出资人职能。

2009年11月公司整体改制为有限责任公司，并更名为巴中市国有资产经营管理有限责任公司，改制后公司股东为巴中市国资委，持股比例为100%。2009年12月，根据“巴府办函[2009]117号”和“巴市国资发[2009]46号”文件，公司注册资本增至70,000万元。2020年5月6日，根据（巴中监）登记内变核字（2020）第448号文件，公司由巴中市国有资产经营管理有限责任公司正式更名为巴中市国有资本运营集团有限公司。截至2020年底，公司注册资本为70,000万元，控股股东和实际控制人均为巴中市国资委，持股比例为100%。

公司巴中市重要的基础设施建设投融资主体，业务范围包括公路旅客运输业务、天然气业务、供水业务、城市基础设施建设、国有资产管理等。

二、本期债券概况

债券名称：巴中市国有资本运营集团有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行规模：不超过15.00亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券期限为3年，第2年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，本期债券票面年利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率；

还本付息方式：采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过15.00亿元，扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

四、运营环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019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，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018年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，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。10月，国办发[2018]101号文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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

近年巴中市经济总量保持增长，但增速有所放缓

近年来巴中市经济总量保持增长，2018-2020年分别实现地区生产总值（GDP）645.88亿元、754.29亿元和766.99亿元，分别增长8.0%、6.0%和2.5%，增速有所放缓。2020年第一产业增加值161.81亿元，增长5.4%；第二产业增加值214.94亿元，增长0.9%；第三产业增加值390.24亿元，增长2.7%。2020年巴

中市三次产业结构由2018年的15.2：49.0：35.8调整为21.1：28.0：50.9，第三产业占比有所升高；2020年全市人均地区生产总值为23,241元，是全国人均生产总值的32.08%，地方经济发展水平偏低。

巴中西距成都400公里，南距重庆450公里，北距西安650公里，位于成都、重庆、西安三大中心城市交汇区域。2020年通过公路、铁路、民航、水路等运输方式完成旅客运输量1,523.58万人次，比上年下降31.0%；完成货物运输量3,982.71万吨，下降10.0%。巴中恩阳机场自2019年2月3日通航以来，截至目前共计开通了巴中至北京、成都、南京、温州、宁波等12条航线，巴中通往外界的便捷程度进一步提高。

2018-2020年巴中市全部工业增加值分别为196.99亿元、128.37亿元和121.65亿元，分别同比增长9.8%、3.5%和1.7%，2020年增速有所放缓，其中规模以上工业增加值同比增长1.5%。分轻重工业（增加值）看，轻工业下降2.5%，重工业增长5.4%；分行业（前十大行业增加值）看，农副食品加工业增加值与去年持平，酒、饮料和精制茶制造业下降7.4%，非金属矿物制品业下降2.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长8.9%，燃气生产和供应业增长11.0%，黑色金属矿采选业增长0.3%，医药制造业增长7.4%，橡胶和塑料制品业增长2.3%，家具制造业下降8.4%，化学原料和化学制品制造业增长18.9%。

2020年巴中市全社会固定资产投资同比上升4.6%，其中，建安工程投资比上年增长7.8%，设备工器具购置下降27.3%，其他费用下降10.8%。当年巴中市商品房施工面积房地产开发投资137.2亿元，比上年增长2.7%；商品房施工面积1,024.57万平方米，下降6.9%；商品房销售面积397.71万平方米，增长14.2%。2018-2020年巴中市存款余额分别为1,247.59亿元、1,298.15亿元和1,432.52亿元，2020年社会消费品零售总额有所下降，存贷款余额保持持续增长。

表1 巴中市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	766.99	2.5%	754.29	6.0%	645.88	8.0%
第一产业增加值	161.81	5.4%	124	2.6%	98.27	3.7%
第二产业增加值	214.94	0.9%	242.12	2.9%	316.39	9.4%
第三产业增加值	390.24	2.7%	388.17	9.3%	231.22	8.1%
工业增加值	121.65	1.7%	128.37	3.5%	196.99	9.8%
固定资产投资	-	4.6%	-	-10.7%	1,127.01	9.2%
社会消费品零售总额	482.00	-5.0%	347.06	8.0%	321.45	11.9%
存款余额	1,432.52	10.4%	1,298.15	4.1%	1,247.59	0.0%
贷款余额	932.73	16.0%	804.3	12.3%	716.43	11.7%
人均 GDP（元）		23,241		22,715		19,522
人均 GDP/全国人均 GDP		32.08%		32.04%		30.26%

资料来源：2018-2020年巴中市国民经济和社会发展统计公报

2020年巴中市实现公共财政收入48.4亿元，同比增长1.6%，其中税收收入23.56亿元，占公共财政收

入比重为48.68%；同期巴中市公共财政支出为310.65亿元，同比下降0.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为15.58%。

五、公司治理与管理

根据公司章程，公司由巴中市人民政府出资，授权巴中市国资委履行对公司监督管理职责。公司不设股东会，设董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，下设战略、提名、薪酬与考核、审计等4个专业委员会，作为董事会专门工作机构，由董事长担任战略、提名委员会主任，董事会主要负责执行出资人的决定，向出资人报告工作；拟定公司章程修改方案；决定公司经营计划、投资方案和其他经营活动中涉及的重大事项；制定公司的基本管理制度等，董事会成员一共有5人，设董事长1名，由巴中市国资委任免，外部董事2名，职工董事1名，职工董事由职工代表大会选举产生，董事每届任期三年，可连续连任；公司设监事会，主要职权是监督公司财务的真实性、合法性及对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等；监事会成员为5人，设监事会主席1名，职工监事2名，除职工监事由职工代表大会选举产生外，其余监事均由出资人委派，监事每届任期三年，可连选连任；公司设总经理1名，由出资人推荐，董事会聘任，总经理对董事会负责。任期三年，可连聘连任。公司根据职责职能，内设7个职能科室：综合部、人力资源部、财务部、金融事业部、规划战略部、审计风控部和资产管理中心。

六、经营与竞争

公司为巴中市国资委下属的主要国有资产管理平台之一，经营较为多元化，主营业务包括公路旅客运输业务、天然气业务、供水业务、城市基础设施建设以及投资管理。2017-2019年及2020年1-9月公司实现营业收入12.14亿元、12.43亿元、13.27亿元和6.29亿元，2017-2019年复合增长率为4.55%。2019年公路旅客运输收入、燃气生产和供应业收入、自来水生产和供应收入、棚改房销售收入分别占营业收入的26.06%、22.07%、12.15%和13.95%，收入来源较为多元化。2017-2019年及2020年9月公司综合毛利率分别为39.02%、40.03%、34.15%和58.95%，有所波动，2018年有所上升主要系公路旅客运输的毛利率有所上升，2019有所下降原因系新增的棚改房销售收入毛利率较低所致，2020年1-9月，较2019年末上升3.93个百分点，原因系毛利率较低的棚改房销售收入为0所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
公路旅客运输	17,146.89	26.91%	34,578.18	25.55%	36,035.71	27.87%	35,655.52	25.02%
燃气生产和供应业	19,770.30	26.42%	29,288.53	25.17%	18,192.83	23.65%	15,758.61	27.94%
棚改房销售收入	0.00	-	18,512.98	4.55%	0.00	-	0.00	-

自来水的生产和供应	9,523.84	46.08%	16,121.62	39.17%	13,233.18	39.71%	14,934.32	40.61%
项目代建管理费	3,345.63	100.00%	11,789.93	100.00%	12,875.29	100.00%	15,181.17	100.00%
投资与资产管理	4,255.92	81.43%	5,632.19	94.95%	6,640.53	95.76%	4,294.83	93.54%
工程收入	4,482.39	24.56%	4,639.86	17.47%	4,120.95	27.07%	18,622.55	8.34%
白酒销售	3,452.72	39.85%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
其他业务小计	941.42	45.28%	12,135.30	32.61%	33,188.96	29.54%	16,931.88	42.62%
合计	62,919.10	38.05%	132,698.59	34.12%	124,287.46	40.03%	121,378.88	39.02%

注：其他业务包括商品房及材料销售收入、租金收入、开户费收入、物业费收入等。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

近年来公司公路旅客运输业务收入和毛利率均呈小幅波动

公司公路旅客运输业务主要由子公司四川省巴中运输（集团）有限公司（以下简称“巴运集团”）来运行。巴运集团拥有国家二级客运资质，下设城市公交、城际客运及出租车运营三大板块，其中城际客运业务占据主导地位，是其主要的收入和利润来源。

截至2019年底，公司城际客运业务拥有300条班线，其中跨省班线29条，跨市班线69条，市际旅游线路4条，跨县班线43条，区乡班线144条。公司客运车辆目前实行公司化经营、经营责任制及单车股份制三种运营方式，三种运营方式取得的票务收入全部计入公司营业收入。公司化经营为公司全额投资购车，运营权全部由公司负责；经营责任制为车主购车，但需交定额规费给公司，公司收到的票务收入扣除规费后，将剩余部分返还车主，具体交的规费金额根据运营路线、车型大小、运营效益等因素确定；单车股份制则是由公司全资购车，承租人首次交清单车购置费总额的49%，另外每月上交定额的租赁承包费（含剩余部分折旧费）和线路承包费，公司收到的票务收入扣除承包费后的剩余部分返还给承租人，此外承租人取得的运营净收益还需每月向公司分红。城际客运票价根据政府有关部门规定的收费项目和收费标准收取，并随燃油价格进行调整。

公司在巴中市、通江县、南江县从事出租车业务。截至2019年末，公司拥有出租车244辆，目前也有两种运营模式。一种为公司自营，由公司购车并聘请司机，公司每月收取定额经营收入；一种为车主挂靠经营，并向公司支付一定的管理费。目前出租车起步价为5元（凌晨6点至晚上23点）或6元（晚上23点至凌晨6点），超过2.5公里后，后续每公里按照1.4元标准收费。

公司城市公交业务于2012年开始在通江县运营。截至2019年底，公司拥有11条公交班线。由于公交客运属于社会公益性事业，票价属于政府定价，目前执行2元/人的通票制度。随着公交车购置成本及人工费用等运营成本的提升，公交业务盈利能力较弱，需依靠政府补贴维持运营。

2017-2019年公司分别实现公路旅客运输收入3.57亿元、3.60亿元和3.46亿元，公路旅客运输业务毛利率分别为25.02%、27.87%和25.55%，均有小幅波动。2020年1-9月受到疫情影响，公路旅客运输收入降至1.71亿元。

表3 2017-2019 年公司客运班线数量（单位：条）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
跨省班线	29	29	29
跨市班线	69	69	69
跨县班线	43	42	42
区乡班线	144	137	137
市际旅游班线	4	4	4
公交班线	11	9	9
合计	300	290	290

资料来源：公司提供

公司承担着巴中市城市基础设施建设任务，目前在建项目较多，未来收入较有保障，但存在较大的资金压力

公司是巴中市保障性住房、市政道路建设等城市基础设施建设的主要实施主体。公司城市基础设施建设业务模式分为两种，一种为代建管理，另一种为自建。

公司代建管理业务模式为：公司就承建的基础设施建设项目与巴中市人民政府签订代建协议，项目建设资金主要来源于政府拨付和公司自筹（属代垫性质，待工程验收合格后由政府逐步偿还），每年年末公司根据工程监理机构出具的工程量清单确认当年实际的投资额，巴中市人民政府将投资额的10%确认为给予公司的项目代建管理费，公司据此确认收入。

2017-2019年公司分别实现项目代建管理费收入15,181.17万元、12,875.29万元和11,789.93万元，2020年1-9月公司工程代建管理费收入为0.33亿元，下降幅度较大，原因系大部分代建管理费集中四季度上报；公司代建管理费毛利率均为100%。

截至2019年底，公司主要在建及拟建的代建项目有巴中经开区东片二期棚户区改造项目、巴城南环线过境公路建设项目、巴中市体育中心及巴中经开区规划一路等，该等项目计划总投资65.22亿元，尚需投资33.93亿元，未来代建管理费收入较有保障；整体而言，公司在建及拟建项目资金主要依靠公司自筹，面临较大的资金支出压力。

表4 截至 2019 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
在建项目				
巴中经开区东片二期棚户区改造项目	140,000.00	109,068.10	30,931.90	是
大众创业孵化园	110,050.00	1,719.65	108,330.35	部分代建
巴城南环线过境公路建设项目	95,860.00	59,323.45	36,536.55	是
巴中经开区商业写字楼	75,000.00	16,166.26	58,833.74	否
巴中市体育中心	65,000.00	5,100.00	59,900.00	是
巴中经开区规划一路	50,000.00	41,203.55	8,796.45	是

九寨山地公园入口道路及景观	43,880.00	15,580.60	28,299.40	是
巴中经开区兴文场镇棚户区改造项目（二标段）	33,000.00	18,311.23	14,688.77	是
第一人民医院	30,000.00	24,696.08	5,303.92	否
巴中经开区东片河道整治工程	30,000.00	17,869.02	12,130.98	是
巴中经开区西片河道整治工程	30,000.00	20,273.17	9,726.83	是
巴中经开区规划三十六路南二段	25,000.00	5,617.12	19,382.88	是
湿地公园	25,000.00	11,862.43	13,137.57	是
巴中经开区第二完全小学	13,500.00	8,731.01	4,768.99	是
圣泉水务水厂建设	10,090.15	4,551.30	5,538.85	否
157兴文商业中心	9,700.00	3,520.00	6,180.00	否
E8-02地块写字楼	8,000.00	2,157.91	5,842.09	否
运输公司车站建设	7,000.00	1,915.17	5,084.83	否
兴文应急调度中心	3,460.00	1,469.36	1,990.64	否
自来水管网工程	2,560.00	458.49	2,101.51	否
拟建项目				
巴中市秦巴文化活动中心建设项目	50,000.00	0.00	50,000.00	是
江南老城（天星桥、高架桥、佛阳社区）棚改项目	41,000.00	0.00	41,000.00	是
通江县水厂建设项目	15,000.00	0.00	15,000.00	否
巴中经济开发区第三完全小学	10,000.00	0.00	10,000.00	是
合计	923,100.15	369,593.90	553,506.25	-

资料来源：公司提供

公司工程收入业务主要由四川秦巴新城投资集团有限公司（以下简称“秦巴新城”）、巴中市交通建设有限公司等子公司负责，公司在巴中经济开发区管理委员会（以下简称“管委会”）等政府部门的安排下，对城市道路工程、污水处理厂、河道整治等相关市政工程进行施工，工程竣工后按工程结算价进行结算，公司据此确认工程收入，并结转相应的建造成本。

2017-2019年及2020年1-9月公司分别实现工程收入18,622.55万元、4,120.95万元、4,639.86万元和4,482.39万元，主要来源于经开区城市基础设施建设工程，C、D、E、F地块，成都青白江项目等项目；2018年公司无新增工程项目，因此2018年和2019年工程收入较2017年大幅下降，2017-2019年工程收入毛利率分别为8.34%、27.07%和17.47%，波动较大，原因系每年按照工程项目进度分阶段进行结算，确认收入与结转成本会存在一定时间差。

表5 2017-2019年公司工程收入项目情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	成本
2019年	成都青白江项目	3,513.76	2,483.38
	通江中学项目	454.55	436.39
	经开区城市基础设施建设工程	441.02	398.05
	赤溪项目	100.71	93.65

	其他零星工程	91.93	383.64
	巴州区安全饮水项目	37.89	34.39
	合计	4,639.86	3,829.5
2018年	C、D、E、F地块和巴达铁路	2,472.01	2,024.01
	经开区城市基础设施建设工程	1,436.40	765.82
	恩阳异地扶贫搬迁村组道路建设	212.54	215.52
	合计	4,120.95	3,005.35
2017年	经开区城市基础设施建设工程	14,256.35	13,176.37
	新桥居委会安置房	3,993.63	3,588.11
	黄家沟河堤工程	372.57	305.81
	合计	18,622.55	17,070.29

资料来源：公司提供

公司供气、供水业务具有区域垄断性，经营规模持续扩大

公司天然气业务由子公司巴中市兴圣天然气有限责任公司（以下简称“兴圣天然气”）运营，作为巴中市唯一的天然气公司，其在巴中地区的天然气供应行业占有主导地位。

公司供气收入主要包括天然气销售收入和安装收入。公司销售燃气全部从中国石油西南油气田公司采购，采购价格采用政府定价模式，会随市场行情进行波动，截至2019年末，采购价格为1.65元/立方米。天然气供气价格针对住宅用户和商业用户有所不同，其中居民用户实行阶梯价格，基础价格为1.99元/立方米，非居民用户为2.90元/立方米，原则上非居民用户供气价格和购气价格联动。公司天然气安装收入主要来源于新建商品房天然气安装收费，收费标准为：7层以下（含7层）3,500元/户，8-12层（含12层）4,100元/户，13层以上（含13层）4,300元/户；别墅民用天然气安装价格，实行预决算制，由公司与房地产开发企业合同约定。

2017-2019年公司新增接驳用户数分别为19,009户、22,102户和9,218户，截至2019年末用户总量达到181,370户，其中住宅用户176,908户，工商业用户4,462户，近年来用户数量保持增长。2017-2019年公司燃气生产与供应业务分别实现收入15,758.61万元、18,192.83万元和29,288.53万元，三年复合增长率为36.33%，2019年大幅增加原因系公司燃气生产与供应业务收入口径发生调整，将开户费从其他业务收入转至燃气生产与供应业务收入所致；该业务毛利率分别为27.94%、23.65%和25.17%，有所波动。整体来看，公司燃气用户数量保持逐年递增的趋势，发展状况良好。

表6 2017-2019年公司供气业务情况

项目	2019年	2018年	2017年
新驳用户数（户）	9,218	22,102	19,009
总驳用户数（户）	181,370	172,152	150,550
其中：住宅用户	176,908	168,732	147,368
工商业用户	4,462	3,420	3,182
天然气年销量（万立方米）	9,480	9,900	8,389

管道长度（公里）	1,607	1,558	850
供气能力（万立方米/日）	70	70	30
天然气价格-住宅用户（元/立方米）	1.99+阶梯	2.01+阶梯	1.77+阶梯
天然气价格-工商业用户（元/立方米）	2.90	2.93	3.30

资料来源：公司提供

公司供水业务由巴中市公用事业投资集团股份有限公司（以下简称“巴中公用”）负责经营。巴中公用于1983年建厂，是巴中市唯一的水务公司，主要向巴中市江北新区、江南老城区、经开区、回风、后坝、南坝、后河以及城郊居民提供供水服务。公司自来水供水价格受政府调控，无自主定价权。

公司同时提供自来水户表安装服务，老楼房和新建楼房的户表安装价格区别对待。旧房按照用户自愿的原则，由用户申请由“多户一表”改造为“一户一表”，安装价格为2,050元/户；新建楼房必须实行“一户一表”，做到“同时设计、同时施工、同时验收”，安装价格为3,330元/户，计入建房成本。

截至2019年底，巴中公用拥有3处水源地，3座运营水厂，日供水能力约30万立方米，供水面积为51平方公里，用水人口达59万人，城区供水覆盖率100%。2019年公司供水量、售水量分别为3,307.39万吨和2,790.14万吨，2017-2019年自来水生产和供应收入分别为14,934.32万元、13,233.18万元和16,121.62万元，有所波动，原因系2018年大部分新装用户为换代用户，安装费基本为0；2017-2019年供水业务毛利率为40.61%、39.71%和39.17%，近年来小幅下降。

公司2019年末新增棚改房销售收入1.85亿元，由子公司秦巴新城销售产生，主要系秦巴新城2019年度向管委会移交东片棚户区16-19栋及25栋共7.68万平方米安置房所得。

2020年1-9月公司新增白酒销售业务，主要系收购四川江口醇隆鼎酒业有限公司，该公司主要销售“诸葛酿”、“马六甲”、“二十年存”、“龙酒”、“大酱风度”等系列产品，“江口醇”系列品牌在国内已具有一定影响。2020年1-9月白酒销售板块实现业务收入3,452.72万元，毛利率为39.85%。

公司其他业务较多，波动较大，且需关注对外担保业务存在的代偿风险

公司2017-2019年及2020年1-9月其他收入分别为16,931.88万元、33,188.96万元、12,135.30万元和941.42万元，波动较大，主要系租金收入、物业费收入及商品房、材料销售业务和公司投资管理收入等，2018年大幅增加原因系公司新增商品房、材料销售业务14,376.93万元，其中商品房为公司E8-02写字楼销售收入及兴圣雅苑房产销售收入12,271.26万元和销售材料2,105.68万元。

公司投资管理收入主要是子公司巴中市国有资产投资集团有限责任公司的担保收入、投资收入和利息收入等，其中担保业务由孙公司正德担保公司负责。正德担保公司成立于2012年6月28日，主营业务包括贷款担保、融资担保等。截至2019年末，正德担保公司注册资本1.00亿元。正德担保公司自2013年开展担保业务，客户主要是中小企业和个人，担保涉及基础设施建设、房地产、农业等行业。2017-2019年正德担保公司当期担保发生额分别为7,159.00万元、1,350.00万元和174.82万元，2019年当期担保

代偿率3.10%，较2017年大幅下降，但仍处于较高水平。截至2019年底，正德担保公司期末在保责任余额为1.21亿元，净资产放大倍数为1.20。我们注意到，在经济下行的趋势下，正德担保公司对外担保代偿率较高，对外担保业务存在一定的代偿风险。

表7 正德担保公司经营数据

项目	2019年	2018年	2017年
总资产（万元）	15,418.10	15,171.22	15,758.27
所有者权益合计（万元）	8,041.94	8,317.43	10,642.18
资产负债率	47.84%	45.20%	32.47%
营业总收入（万元）	330.12	530.81	517.00
利润总额（万元）	-275.96	-6.81	251.00
经营净现金流（万元）	1,461.76	1447.49	807.27
当期担保发生额（万元）	174.82	1,350.00	7,159.00
期末在保责任余额（万元）	12,118.50	12,360.00	15,107.00
担保风险准备金（万元）	121.19	-1,758.32	1,059.00
净资产放大倍数	1.20	1.20	1.42
当期担保代偿率	3.10%	9.50%	21.94%

注：当期担保代偿率=当期代偿额/当期解除担保责任额*100%。

资料来源：公司提供

当地政府在资产注入、财政补贴等方面给予公司大力支持，但划出土地使得公司净资产有所减少

公司作为巴中市主要的投融资主体，在资产注入、财政补贴等方面受到地方政府的支持。

资产注入方面，根据四川巴中经济开发区管理委员会2014年3月7日出具的《关于用土地向四川巴中新城建设投资有限公司注入资本金的通知》，当地政府向公司子公司四川巴中新城建设投资有限公司注入18宗、面积合计260.40万平方米、价值合计55.80亿元的土地，公司于2015年入账11宗、面积合计148.89万平方米、价值合计32.06亿元的土地，其余7宗、面积合计111.51万平方米、价值合计23.74亿元的土地于2016年7月入账，公司在增加土地资产的同时相应增加资本公积。根据巴府函[2020]27号文件，当地政府向公司注入四川省至诚监狱老基地等12宗土地，账面价值合计24.64亿元，均为农用地且已取得土地权证，计入资本公积科目。

财政补贴方面，2017-2019年公司获得地方政府拨付的财政补助资金分别为2.30亿元、0.95亿元和1.39亿元，补贴性质多为重点建设项目补助、财政贴息补助等。此外，2018年政府向公司投入资本金3.16亿元（计入资本公积科目），其中3.00亿元系公司在政府的借款转为资本金。

根据2017年5月27日巴州国土资函[2017]246号“关于收回国有土地使用证的函”，收回巴中源丰土地4宗，土地账面价值为11.09亿元，相应减少资本公积11.09亿元。根据发改办财金[2018]194号文件，储备土地使用权不得作为发债企业资产，公司将巴中市土地开发公司改制时划入的储备土地使用权3.87

亿元，从公司资产中剔除，相应减少资本公积3.87亿元，截至2018年已收到货币资金5.20亿元及注入福景苑商业资产及地下车库3.03亿元。

根据巴中市人民政府办公室2017年12月27日“关于四川秦巴新城投资集团有限公司国有土地使用权收回置换有关事项的通知”，因规划调整及招商引资需要，巴中市经济开发区管理委员会将位于巴中经开区兴文镇B7-02等9宗土地收回（账面原值13.49亿元），并用等额货币资金进行置换，秦巴新城公司相应减少账面土地使用权价值13.49亿元，并确认长期应收款13.49亿元，截至2019年末已收到货币资金5.22亿元。

根据巴中市人民政府办公室[2019]76号文件“关于四川秦巴新城投资集团有限公司国有土地使用权收回置换有关事宜的通知”，因规划调整及招商引资需要，巴中市经济开发区管理委员会将位于巴中经开区兴文镇F6-01等8宗土地收回（账面原值11.95亿元），并拟用等额货币资金进行置换。公司相应减少了账面储备土地的价值11.95亿元，并确认长期应收款11.95亿元。

近年地方政府持续划出公司土地，2017-2019年政府共划出土地资产共计40.40亿元，共计减少资本公积14.96亿元，增加长期应收款25.44亿元，中证鹏元将持续关注未来地方政府给予的公司支持力度。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年度审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2017-2019年公司及2020年1-9月纳入合并报表范围内一级子公司变化情况见表8。

表8 2017-2019年及2020年1-9月公司合并报表范围变动情况（单位：%、万元）

年度	变动情况	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
2018年	投资设立	巴中市国有资产恩阳项目管理有限公司	100	1,000	土地整理
2018年	投资设立	巴中川陕革命老区振兴发展投资有限公司	60	10,000	股权投资、投资管理
2020年1-9月	投资设立	通江宏润土地整理有限公司	100.00	1,000.00	土地整理
2020年1-9月	投资设立	万源国鑫土地整理有限公司	50.00	500.00	土地整理
2020年1-9月	投资设立	四川江口醇隆鼎酒业有限公司	51.02	9,870.94	批发、零售
2020年1-9月	投资设立	巴中市国有资本运营集团置业有限公司	100.00	5,000.00	房地产
2020年1-9月	划出	巴中市土地开发有限责任公司	-	15,200.00	土地整理开发

2020年1-9月	划出	巴中市农业投资集团有限公司	-	4,500.00	水利项目建设
-----------	----	---------------	---	----------	--------

注：巴中市农业投资集团有限公司曾用名巴中市水务建设有限公司。

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年公司资产规模有所增加，但以存货、其他应收款和其他非流动资产为主，资产流动性偏弱

近年公司资产规模持续增加，2017-2019年分别为331.38亿元、343.51亿元和358.41亿元，三年复合增长率为4.00%，2020年9月增至391.29亿元；从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2020年9月占比为67.35%。

2017-2019年末货币资金分别为14.59亿元、6.94亿元和8.75亿元，有所波动，其中2019年有2.62亿元为用于担保的定期存款或通知存款和管委会托管资金，流动性受限。2019年末公司应收账款为7.93亿元，较2017年增长40.87%，主要是应收管委会4.08亿元、巴中市土地储备中心1.03亿元和巴中市财政局0.66亿元等款项。2017-2019年末其他应收款分别为61.87亿元、62.32亿元和74.82亿元，三年复合增长率为9.97%，其他应收款主要是应收巴中市财政局、巴中市土地储备中心和巴中市城市建设投资有限公司等单位的垫资款、往来款，考虑到债务人多为政府背景的企事业单位，其他应收款回收风险不大，但部分账款账龄较长，回收时间存在不确定性，2020年9月末继续增至80.11亿元。近年来公司存货账面价值有所波动，2019年为171.28亿元，由土地使用权、工程施工、原材料、库存商品和周转材料组成，其中土地使用权为99.94亿元，因尚未结算计入存货的工程施工为71.02亿元；土地使用权主要是政府注入及公司购买的土地，截至2019年末账面价值28.65亿元、占比28.66%的土地资产用于抵押，流动性受限。

2017-2019年长期应收款分别为13.49亿元、17.20亿元和11.98亿元，有所波动，均为应收管委会的款项。2019年投资性房地产较2017年大幅增长102.80%至11.21亿元，主要系巴中经济开发区管理委员会将福景苑商业资产及地下车库注入秦巴新城冲抵土地置换价款，据此增加投资性房地产3.03亿元，同时根据巴中市财政局巴财资（2018）38、42、43号文，将巴中市江北大道中段509号、巴中市江北滨河路中段33号等七处房产按资产处置的程序划转至公司，增加投资性房地产1.98亿元；2020年9月末增至36.30亿元，原因系当地政府向公司注入四川省至诚监狱老基地等12宗土地，账面价值合计24.64亿元。

固定资产主要是房屋及建筑物、机器设备、运输工具等，2018年由于折旧导致固定资产有所下降，2019年运输工具有所增加因此固定资产小幅升至7.57亿元。在建工程主要为第一人民医院、巴中经开区商业写字楼、圣泉水务水厂建设及157兴文商业中心等项目，2019年为5.70亿元。公司其他非流动资产主要是公司支付的公租房、棚改建设工程款等，公租房、棚改项目建成后由政府回购，其中的商业地产建成后在政府未回购前交由公司代管，代管期间公司收取的租金收入等由公司享有，以补偿代管支出，故将其预付余额列报在其他非流动资产科目，近年随着工程款及土地整理项目投资增加该科目有所增长，2020年9月末为43.23亿元。

整体来看，近年来公司资产规模有所增长，但以存货、其他应收款和其他非流动资产为主，2020年9月末三者合计占总资产的73.43%，并且存货中部分土地已经抵押，资产流动性偏弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.36	1.88%	8.75	2.44%	6.94	2.02%	14.59	4.40%
应收账款	7.62	1.95%	7.93	2.21%	6.69	1.95%	5.63	1.70%
其他应收款	80.11	20.47%	74.82	20.88%	62.32	18.14%	61.87	18.67%
存货	164.00	41.91%	171.28	47.79%	179.16	52.16%	176.13	53.15%
流动资产合计	263.54	67.35%	267.07	74.52%	257.50	74.96%	262.20	79.12%
长期应收款	14.55	3.72%	11.98	3.34%	17.20	5.01%	13.49	4.07%
投资性房地产	36.30	9.28%	11.21	3.13%	10.49	3.05%	5.53	1.67%
固定资产	8.82	2.25%	7.57	2.11%	7.34	2.14%	7.41	2.24%
在建工程	6.27	1.60%	5.70	1.59%	4.95	1.44%	3.21	0.97%
其他非流动资产	43.23	11.05%	39.74	11.09%	37.79	11.00%	32.93	9.94%
非流动资产合计	127.75	32.65%	91.34	25.48%	86.00	25.04%	69.18	20.88%
资产合计	391.29	100.00%	358.41	100.00%	343.51	100.00%	331.38	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

近年来公司营业收入有所增长，收入来源较为多样化，财政补贴是公司利润的有益补充

2017-2019年公司实现营业收入分别为12.14亿元、12.43亿元和13.27亿元，2019年较2017年增长9.33%，收入主要来源仍然是公路旅客运输、城市基础设施建设、供气、供水等，收入来源较为多样化。由于公路旅客运输业务及工程收入业务的毛利率有所上升，2018年公司综合毛利率略升至40.03%，表现尚可，2019年由于新增的棚改房销售收入毛利率较低导致综合毛利率降至34.12%。收现比近年来有所波动，2019年末为0.91，表现一般。财政补贴方面，2017-2019年公司获得地方政府拨付的财政补助资金分别为2.30亿元、0.95亿元和1.39亿元，计入营业外收入科目和其他收益科目，是公司利润的有益补充。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

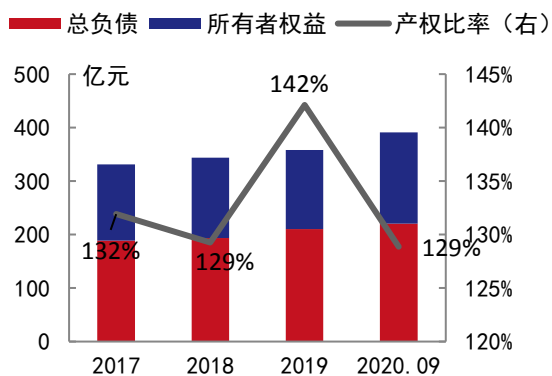
指标名称	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	6.29	13.27	12.43	12.14
收现比	-	0.91	0.83	0.90
营业利润	0.29	2.34	2.31	3.87
其他收益	0.00	1.39	0.88	2.30
利润总额	0.43	2.23	2.36	3.79
销售毛利率	38.05%	34.12%	40.03%	39.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

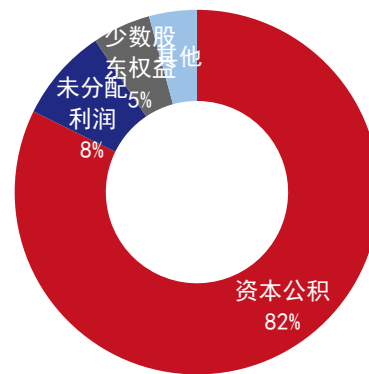
2020年9月公司负债总额为220.32亿元，2017-2019年复合增长率为5.65%；2020年9月末公司所有者权益为170.97亿元，近年有小幅波动，2017-2019年公司产权比率分别为132%、129%和142%，2020年1-9月，由于地方政府向公司注入四川省志诚监狱老基地行政基地等12宗土地账面价值合计24.64亿元，产权比率降至129%，所有者权益对负债的覆盖程度有所好转但仍较弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2020 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债水平有所升高，有息债务有所增长，偿债压力加大

随着融资力度的扩大，2020年9月末公司负债合计220.32亿元，较2017年末同比增长16.89%。短期借款主要是质押借款和抵押借款，主要是与长城华西银行巴中分行、巴中农村商业银行、达州银行巴中分行及平昌农业发展银行等的借款，2020年9月末规模为4.05亿元；其他应付款主要是公司与巴中市交通运输局、巴中机场建设有限责任公司、巴州区住建局以及巴中市公安局等单位的往来款等，2018年随着往来的增加其他应付款规模有所增长，2019年小幅回落至13.72亿元。一年内到期的非流动负债是一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，主要是应付与天津银行股份有限公司成都分行、远东宏信（天津）融资租赁有限公司、重庆银行成都经开区支行等贷款单位的借款，一年内到期的应付债券为17秦巴新城债3.00亿元，2019年一年内到期的非流动负债为14.10亿元，较2017年增长20.18%。

2019年末公司长期借款合计17.50亿元，近年来有所波动，主要是以抵押借款、保证借款、信用借款、质押借款取得的银行借款和信托贷款，抵质押物主要是公司土地、房产以及股权等。应付债券即为公司发行的公司债券、中期票据等，2019年为89.80亿元，三年复合增长率为12.46%，详见表11。截至2020年9月末，公司新增发行债券“20巴中01”和“20巴资01”，长期应付款项由长期应付款项和专项应付款构成，2017-2019年分别为64.68亿元、73.05亿元和58.21亿元；2019年末长期应付款项主要是应付巴中金砖城市基金管理中心（有限合伙）的股权融资款（8.19亿元）和巴中市城市建设投资有限公司

棚改专项资金（3.78亿元）等，公司专项应付款主要是地方政府拨入的基础建设专项资金，为43.69亿元。

表11 2019年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	债券种类	剩余金额	发行日期	期限	票面利率
14巴中国资债	公司债券	2.00	2014.04.25	7年	8.50%
15巴中国资 MTN001	中期票据	5.00	2015.11.19	5年	5.34%
15巴中国资债	公司债券	7.80	2015.12.02	7年	5.13%
16巴中 01	公司债券	11.00	2016.05.04	5年	5.95%
17秦巴新城债 01	公司债券	8.00	2017.07.07	7年	6.68%
17秦巴新城债 02	公司债券	7.00	2017.07.25	7年	6.91%
17巴中 01	公司债券	3.60	2017.08.31	5年	6.60%
17巴中 02	公司债券	6.40	2017.11.11	5年	6.90%
18四川秦巴 PPN001	非公开定向债务融资工具	4.00	2018.07.02	5年	7.5%
19巴中国资 PPN01	非公开定向债务融资工具	5.00	2019.04.23	5年	7.5%
19巴中国资 PPN02	非公开定向债务融资工具	5.00	2019.06.13	3年	7.5%
19巴中 01	公司债券	15.00	2019.05.30	3年	7.5%
19巴中国资 MTN001	中期票据	4.00	2019.09.25	5年	7.2%
19巴中国资 MTN002	中期票据	4.00	2019.11.28	5年	7.5%
19秦巴新城债 01	公司债券	4.00	2019.08.05	7年	8.0%
19秦巴新城债 02	公司债券	1.00	2020.01.06	7年	7.5%
合计	-	92.80	-	-	-

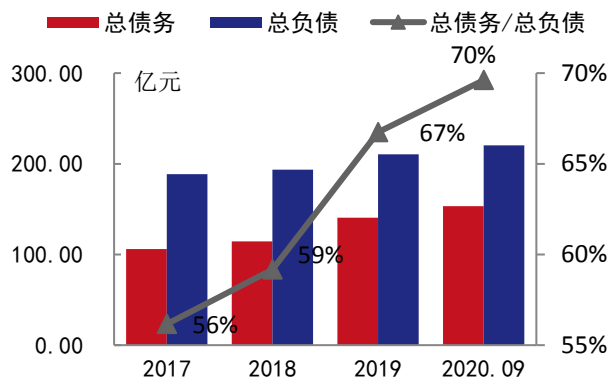
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

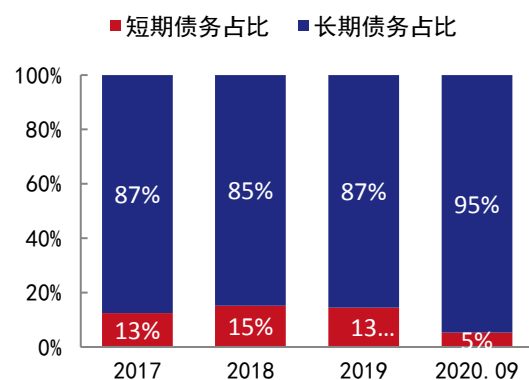
项目	2020年		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.05	1.84%	4.50	2.14%	3.93	2.03%	1.51	0.80%
其他应付款	14.15	6.42%	13.72	6.52%	14.50	7.49%	11.74	6.23%
一年内到期的非流动负债	4.07	1.85%	14.10	6.70%	13.47	6.96%	11.73	6.22%
流动负债合计	33.45	15.18%	43.15	20.51%	39.35	20.32%	29.37	15.58%
长期借款	35.96	16.32%	17.50	8.32%	12.09	6.24%	21.62	11.47%
应付债券	100.20	45.48%	89.80	42.69%	67.50	34.85%	71.00	37.67%
长期应付款（不含专项应付款）	9.09	4.13%	14.52	6.90%	18.12	9.35%	16.76	8.89%
非流动负债合计	186.88	84.82%	167.23	79.49%	154.33	79.68%	159.12	84.42%
负债合计	220.32	100.00%	210.38	100.00%	193.68	100.00%	188.49	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年来总债务占总负债比重逐渐增高，截至2020年9月末，公司有息债务达到153.37亿元，占总负债的70%，较2017年增加44.87%，其中一年以内到期8.12亿元，近年来公司有息债务增幅较快，以长期债务为主，截至2020年9月末公司长期债务占比为95%

图3 2020年9月末公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，近年末公司资产负债率有所波动，2020年9月末为56.31%。2017-2019年现金短期债务比分别为1.10、0.40和0.47，货币资金对短期债务覆盖程度因短期有息债务规模的大幅增加而有所削弱，2020年1-9月现金短期债务比升至0.91，虽有所缓解但债务压力较大。2017-2019年EBITDA利息保障倍数分别为0.92、0.68和0.60，表现均较差。整体来看，公司有息债务水平较高，偿债压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	56.31%	58.70%	56.38%	56.88%
现金短期债务比	0.91	0.47	0.40	1.10
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.68	0.92

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年3月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

或有事项分析

截至2020年9月末，公司对外担保金额为13.51亿元，为2020年9月末净资产的7.90%，同时正德担保公司对外担保合计1.12亿元，两者合计14.63亿元，占当期末净资产的8.56%。整体来看，公司对外担保期限较长，大部分未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2020 年 9 月 30 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
巴中秦鼎实业有限公司	20,000.00	2022.6.18	否
	7,000.00	2021.7	否
巴中秦川旅游发展有限公司	16,700.00	2025.1.15	否
	12,000.00	2022.1.27	否
四川省南江春晖土地开发有限公司	15,000.00	2024.11.21	否
四川巴中国家粮食储备库	13,000.00	2024.08.27	否
巴中市巴州区城镇建设投资有限公司	6,650.00	2026.12.22	否
巴中市恩阳区润助实业有限公司	6,000.00	2022.08.17	否
巴中交投建材有限公司	4,990.00	2024.05.20	否
	4,900.00	2020.11	否
四川光雾山旅游发展有限公司	3,400.00	2029.12	否
	2,500.00	2021.12	否
巴中市诺水河旅游开发有限公司	3,000.00	2022.4	否
乐巴铁路有限责任公司	2,973.00	2022.12.15	否
	546.00	2022.8.11	否
巴中龙泉外国语学校	2,589.00	2024.1	否
	2,311.00	2024.1	否
巴中秦岭药业有限公司	2,000.00	2023.1.19	否
巴中市诺水河旅游开发有限公司	1,800.00	2022.12	否
巴中成达交通建设有限公司	1,600.16	2022.1.15	否
巴中市城市建设投资有限公司	1,180.00	2030.6.28	否
	548.00	2030.6.28	否
四川德健南江黄羊食品有限责任公司	1,000.00	2021.2.25	否
四川金枝玉叶茶叶有限公司	1,000.00	2021.1.15	否
	1,000.00	2021.3.3	否
巴中市文旅文化体育传媒有限公司	890.00	2022.12	否
巴中市巴山牧业股份有限公司	490.00	2020.11.27	是
合计	135,067.16	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源于公司经营所得和资产变现。

公司经营所得是本期债券偿债的资金来源之一。公司收入主要来自公路旅客运输收入、燃气生产和供应业收入、自来水生产和供应收入、棚改房销售收入，2017-2019年，公司分别实现营业收入12.14亿

元、12.43亿元和13.27亿元，公司拥有国家二级客运资质，其供气、供水业务具有区域垄断性，同时，公司是巴中市保障性住房、市政道路建设等城市基础设施建设主体，业务具有一定持续性，为本期债券的偿付提供了一定保障。值得注意的是，公司整体资产流动性偏弱，近年持续划出土地，长期应收款有所增加，且有息债务较多及偿债压力较大等不确定性因素。

资产变现方面，截至2020年9月末，公司土地资产124.58亿元，若出现现金流不足情况，公司可通过土地资产变现获得必要的偿债资金。同时中证鹏元关注到，截至2019年末，公司账面价值28.65亿元、占比28.66%的土地资产用于抵押，使用受限，公司土地出让或抵押融资变现均可为本期债券偿付带来一定保障，但极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，土地资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

十、结论

综上，中证鹏元评定巴中市国有资本运营集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

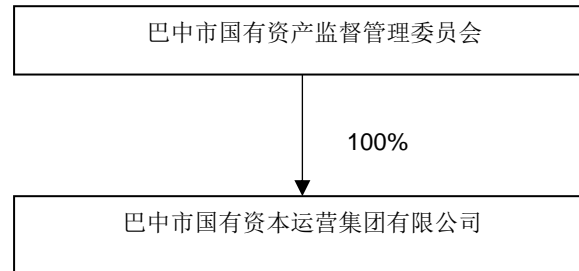
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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：亿元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	7.36	8.75	6.94	14.59
其他应收款	80.11	74.82	62.32	61.87
存货	164.00	171.28	179.16	176.13
流动资产合计	263.54	267.07	257.50	262.20
其他非流动资产	43.23	39.74	37.79	32.93
非流动资产合计	127.75	91.34	86.00	69.18
资产总计	391.29	358.41	343.51	331.38
短期借款	4.05	4.50	3.93	1.51
一年内到期的非流动负债	4.07	14.10	13.47	11.73
其他应付款	14.15	13.72	14.50	11.74
流动负债合计	33.45	43.15	39.35	29.37
长期借款	35.96	17.50	12.09	21.62
应付债券	100.20	89.80	67.50	71.00
长期应付款（不含专项应付款）	9.09	14.52	18.12	16.76
非流动负债合计	186.88	167.23	154.33	159.12
负债合计	220.32	210.38	193.68	188.49
总债务	153.37	140.42	114.61	105.86
所有者权益	170.97	148.03	149.83	142.89
营业收入	6.29	13.27	12.43	12.14
营业利润	0.29	2.34	2.31	3.87
其他收益	0.00	1.39	0.88	2.30
利润总额	0.43	2.23	2.36	3.79
经营活动产生的现金流量净额	1.85	3.97	1.86	3.51
投资活动产生的现金流量净额	-11.09	-13.78	2.16	-24.35
筹资活动产生的现金流量净额	7.85	11.71	-11.64	15.93
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
销售毛利率	38.05%	34.12%	40.03%	39.02%
收现比	-	0.91	0.83	0.90
资产负债率	56.31%	58.70%	56.38%	56.88%
现金短期债务比	0.91	0.47	0.40	1.10
EBITDA（亿元）	-	4.24	3.94	5.38
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.68	0.92

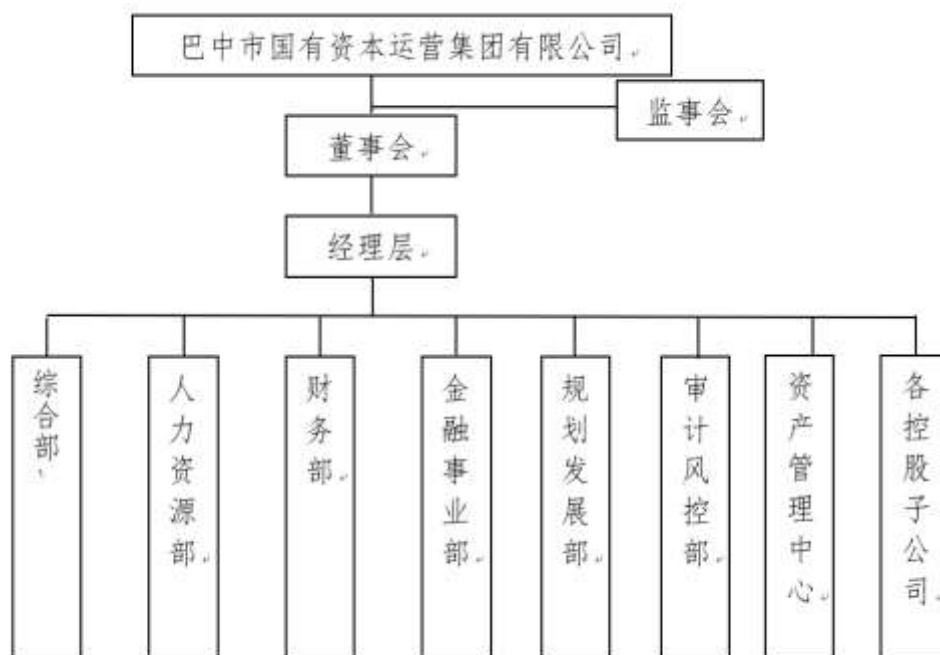
资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
巴中源丰发展有限公司	10,000.00	100.00%	国有资产投资管理经营
四川秦巴新城投资集团有限公司	120,000.00	100.00%	城市建设投资
巴中市国有资产投资有限责任公司	130,000.00	100.00%	国有资产投资管理
巴中市兴圣天然气有限责任公司	723.24	94.62%	销售天然气
巴中市国资运营集团建设工程有限公司	8,150.00	100.00%	交通项目建设
巴中市公用事业投资集团股份有限公司	8054.46	94.61%	自来水销售、天然气供应
四川省巴中运输（集团）有限公司	3,212.06	92.20%	公路客运
巴中市国有资产恩阳项目管理有限公司	1,000.00	100.00%	土地整理
巴中川陕革命老区振兴发展投资有限公司	49,300.00	60.00%	股权投资、投资管理
通江宏润土地整理有限公司	1,000.00	100.00%	土地整理
万源国鑫土地整理有限公司	500.00	50.00%	土地整理
四川江口醇隆鼎酒业有限公司	9,870.94	51.02%	批发、零售
巴中市国有资本运营集团置业有限公司	5,000.00	100.00%	房地产

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。