

2017 年襄城县灵武城市开发建设有限公司

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1062】号 01

债券简称：
17 襄城灵武债/17 襄城债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口融
资担保有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2024 年
11 月 10 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前偿
还条款，在存续期第 3-7
年末分别按照发行总额
的 20%偿还本金

分析师

姓名：
金善姬 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
jinshj@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

2017 年襄城县灵武城市开发建设有 限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 06 月 27 日	2017 年 09 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对襄城县灵武城市开发建设有
限公司（以下简称“灵武城开”或“公司”）及其 2017 年 11 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本
期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，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
其业务发展提供了良好的基础，公司作为襄城县重要的城市基础设施建设主体，继续获得
较大力度的外部支持，此外，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）
提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到公司未来土地开发
收入的实现存在较大的不确定性，资产流动性一般，经营活动现金流表现进一步趋弱，资
金压力较大，有息债务快速增长，面临较大的刚性债务压力，以及面临一定或有负债风险
等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司业务发展提供了良好基础。2017 年襄城县地区生产总值为 349.3 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.1%；地方综合财力和公共财政收入分别为 45.15 和 17.18 亿元，同比增长 12.20%和 16.42%。
- 公司继续获得了较大力度的外部支持。根据襄财字[2017]39 号，2017 年襄城县财政局向公司拨付 7.14 亿元资本金，截至 2017 年末公司资本公积达 43.79 亿元，所有者权益合计 57.69 亿元，同比增长 28.19%，公司资本实力增强；2017 年公司获得政府补贴 1.00 亿元，有效提升了公司的利润水平。

- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的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。

关注：

- **公司未来土地开发收入的实现存在较大的不确定性。**2017 年公司未实现土地开发收入，考虑到 2017 年末公司无开发整理土地且尚无土地开发整理规划，未来该业务收入的实现仍存在较大的不确定性。
- **公司资产流动性一般。**公司资产以应收款项、土地使用权和项目开发成本为主，2017 年末占资产总额的比重分别为 13.75%、31.66%和 27.33%，应收款项未来回收时间不确定，土地使用权和项目开发成本即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性一般。
- **公司经营活动现金流表现进一步趋弱，面临较大的资金压力。**受往来资金支出和项目建设支出规模较大影响，2017 年公司经营活动现金流表现进一步趋弱，全年净流出 13.27 亿元；截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 55.24 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务快速增长，面临较大的刚性债务压力。**2017 年末公司有息债务为 38.22 亿元，同比增长 29.60%，占负债总额的比重为 91.86%；2017 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 1.18，面临较大的刚性债务压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保共 13 笔，担保余额合计 14.82 亿元，占 2017 年末所有者权益的比重为 25.69%。考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	992,894.03	764,624.44	541,112.77
所有者权益合计（万元）	576,850.67	450,001.25	426,591.82
有息债务（万元）	382,168.57	294,875.10	110,620.96
资产负债率	41.90%	41.15%	21.16%
流动比率	18.38	14.46	19.29
营业收入（万元）	64,349.36	70,037.30	70,351.37
其他收益（万元）	10,000.00	-	-
营业外收入（万元）	4.00	10,620.00	8,759.42

项目	2017年	2016年	2015年
利润总额（万元）	15,921.35	17,916.82	20,738.00
综合毛利率	15.47%	20.01%	21.02%
EBITDA（万元）	20,206.31	20,715.68	23,177.75
EBITDA 利息保障倍数	1.18	2.35	4.01
经营活动现金流净额（万元）	-132,672.33	-92,186.56	-8,287.88

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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 2015-2017 年审计报告、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 2017 年 11 月 10 日发行 7 年期 10 亿元公司债券，其中 6 亿元计划用于襄城县电子商务创新创业园项目，4 亿元计划用于补充流动资金。截至 2017 年末，本期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2017年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
襄城县电子商务创新创业园项目	60,000.00	1,889.20
补充流动资金	40,000.00	33,662.81
合计	100,000.00	35,552.01

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2017 年，公司名称、主营业务、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，注册资本仍为 25,000.00 万元，襄城县非税收入管理办公室、襄城县土地收购储备中心及襄城县第二水厂持股比例分别为 88%、10% 和 2%，襄城县非税收入管理办公室为公司控股股东和实际控制人。

2017年4月，公司出资1,530.00万元参股设立襄城县东城建设投资有限公司，公司持股 51%，襄城县茨沟乡村镇建设发展中心持股49%，主要经营业务包括新型城镇化建设投资、新农村建设投资等。截至2017年末，公司纳入合并范围的子公司共2家（详见附录五）。

表2 2017年公司新增纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
襄城县东城建设投资有限公司	3,000	51%	新型城镇化建设投资、新农村建设投资，房地产开发，对国家相关政策允许的项目进行投资

资料来源：公司 2017 年审计报告、公开资料，鹏元整理

2017年12月，徐斌接替李广涛担任公司董事长及法定代表人；2018年2月，崔美佳、王盼盼接替李伟刚、姚梦起担任公司董事；2018年5月，徐斌接替唐寅担任公司总经理。目前公司有董事3人、监事3人，高级管理人员3人（其中1人由董事兼任），监事会主席徐晓军系国家公务员，但未在公司领取薪酬，其他在职董事、监事及高级管理人员均非国家公务员，董事、监事及高级管理人员设置情况符合《公务员法》、《公司法》及《公司章程》的规定。

表3 公司现任董事、监事、高级管理人员基本情况表

姓名	职务	性别	是否为公务员
徐斌	董事长/总经理	男	否
王盼盼	董事	女	否
崔美佳	董事	女	否
徐晓军	监事会主席	男	是
宋红钦	监事	男	否
钱琳	监事	男	否
姚梦起	副总经理	男	否
冀苗苗	财务总监	女	否

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为992,894.03万元，所有者权益合计576,850.67万元，资产负债率为41.90%；2017年度，公司实现营业收入64,349.36万元，利润总额15,921.35万元，经营活动产生的现金净流出132,672.33万元。

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 4 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、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 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，严禁党政机关工作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

两个产业集聚区对襄城县经济的支撑拉动作用明显，但受工业经济转型提质影响，2017年各经济指标增速均有所放缓，未来襄城县城市基础设施建设领域仍有较大的发展空间

襄城县资源丰富，是河南省53个资源富县之一，烟叶种植历史悠久。襄城县建有两个省级产业集聚区，其中城北产业集聚区培育了新能源、装备制造、服装制鞋及卫生用品等主要特色产业，襄城县循环经济产业集聚区入驻企业包括上海宝钢、中国电力投资总公司、中国石化、中国平煤神马能源化工集团有限责任公司等。2017年两个产业集聚区规模以上工业实现主营业务收入418亿元，完成固定资产投资230亿元，对襄城县经济的支撑拉动作用明显。

2017年，受工业经济转型提质影响，小产能及环保不达标企业加速出清，襄城县工业发展放缓。2017年襄城县地区生产总值为349.3亿元，按可比价格计算，同比增长7.1%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值32.5亿元，同比增长4.4%；第二产业增加值171.9亿元，同比增长5.2%，增速较2016年下降3.5个百分点；第三产业增加值144.9亿元，同比增长10.2%。三次产业结构由2016年的10.0：51.5：38.5调整为2017年的9.3：49.2：41.5，第三产业占比上升3.0个百分点。按常住人口计算，2017年襄城县人均GDP为50,763元，为全国人均GDP的85.09%。

2017年襄城县全部工业实现增加值158.2亿元，同比增长5.2%，规模以上工业实现增加值105.0亿元，同比增长5.3%，其中轻工业增加值17.3亿元，同比增长5.4%；重工业增加值87.7亿元，同比增长1.5%。主要能源和原材料生产方面，全年焦炭产量260.4万吨，同比下降41.26%；洗煤产量75.9万吨，同比下降5.5%；小麦粉产量19.3万吨，同比下降15.5%。

从拉动地区经济增长的要素来看，投资和消费增速虽有所下滑，但仍保持在10.0%以上。2017年襄城县完成固定资产投资321.7亿元，同比增长13.5%；社会消费品零售总额为85.2亿元，同比增长12.1%。招商引资方面，2017年全县签约18个大项目，合同引进市外资金65亿元、省外资金41.94亿元以及境外资金7,733万美元。

表5 2016-2017年襄城县主要经济指标情况（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（GDP）	349.3	7.1%	330.2	9.2%
第一产业增加值	32.5	4.4%	33.1	3.8%
第二产业增加值	171.9	5.2%	170.1	8.7%
第三产业增加值	144.9	10.2%	127.0	11.6%
工业增加值	158.2	5.2%	158.2	8.6%
全社会固定资产投资	321.7	13.5%	283.3	17.2%
社会消费品零售总额	85.2	12.1%	70.0	12.5%
进出口总额（万美元）	8,588	8.17%	7,915	13.2%
存款余额	283.5	18.8%	238.63	21.9%
贷款余额	174.6	12.3%	155.5	18.2%
人均 GDP（元）	50,763		48,289	
人均 GDP/全国人均 GDP	85.09%		89.46%	

注：人均 GDP 按照 GDP/常住人口计算。

资料来源：2016-2017 年襄城县国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

根据《襄城县十三五规划纲要》，“十三五”期间，襄城县将持续完善集聚区基础设施，加大产业集聚区生产性、生活性服务设施建设；建成省级科研平台 10 家；强化现代物流平台建设，积极推进智慧园区建设，加快建设电子商务区中园。未来，襄城县城市基础设施建设领域仍有较大的发展空间。

襄城县地方综合财力持续增长，但对上级补助收入依赖仍较大，财政自给率偏弱

在公共财政收入快速增长的带动下，襄城县地方综合财力持续增长，2017 年襄城县地方综合财力为 45.15 亿元，同比增长 12.20%。从地方综合财力构成来看，2017 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 38.05%、45.16%和 16.79%，上级补助收入占比下降 3.72 个百分点，但仍是地方综合财力的最主要来源。

表6 2016-2017年襄城县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	451,456	402,354
（一）公共财政收入	171,801	147,572
其中：税收收入	131,924	114,354
非税收入	39,877	33,218
税收收入/公共财政收入	76.79%	77.49%
（二）上级补助收入	203,863	196,644
其中：返还性收入	4,258	3,104
一般性转移支付收入	128,753	126,181
专项转移支付收入	70,852	67,359

(三) 政府性基金收入	75,792	58,138
其中：国有土地使用权出让收入	71,911	55,531
财政支出	430,272	388,873
(一) 公共财政支出	369,330	338,715
(二) 政府性基金支出	60,942	50,158
财政自给率	46.52%	43.57%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：襄城县财政局，鹏元整理

在经济增长的带动下，襄城县公共财政收入保持较快增长，2017年为17.18亿元，同比增长16.42%。其中，税收收入占比为76.79%，公共财政收入质量保持在较好水平。

襄城县政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2017年襄城县政府性基金收入规模大幅增长30.37%至7.58亿元。考虑到国有土地使用权出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划影响较大，未来政府性基金收入的实现可能存在一定的波动。

襄城县上级补助收入规模较大，主要由一般性转移支付收入和专项转移支付收入构成。2017年襄城县上级补助收入为20.39亿元，占当年地方综合财力的比重为45.16%，地方综合财力对上级补助收入依赖仍较大，其中专项转移支付收入占比34.75%，上级补助收入可支配程度尚可。

表7 2016-2017年襄城县公共财政支出中刚性支出情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
刚性支出	247,382	66.98%	227,162	67.07%
社会保障和就业支出	38,914	10.54%	34,956	10.32%
医疗卫生与计划生育支出	56,074	15.18%	49,304	14.56%
教育支出	98,292	26.61%	93,741	27.68%
一般公共服务支出	54,102	14.65%	49,161	14.51%

注：刚性支出包括社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、教育和一般公共服务四个支出科目。

资料来源：襄城县财政局，鹏元整理

2017年襄城县公共财政支出为36.93亿元，同比增长9.04%，其中社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、教育和一般公共服务合计占公共财政支出的比重为66.98%，公共财政支出具有一定的刚性。随着政府性基金收入大幅增长，政府性基金支出增幅也较大，2017年为6.09亿元。财政自给率方面，2017年襄城县财政自给率为46.52%，财政自给程度仍偏弱。

四、经营与竞争

公司作为襄城县重要的城市基础设施建设及土地开发整理主体，承担着襄城县主要道路、水源工程、排水绿化等基础设施建设和土地开发整理任务，业务具有较强的区域专营性。2017 年公司工程施工收入有所增长，但未实现土地开发收入。2017 年公司实现营业收入 64,349.36 万元，同比下降 8.12%，其中工程施工收入为 61,994.48 万元，占营业收入的比重达 96.34%；2017 年综合毛利率为 15.47%，较 2016 年下降 4.54 个百分点，主要系 2017 年公司未实现毛利率较高的土地开发收入及工程施工结算价款按照结转成本加成的比例较上年有所降低所致。

表8 2016-2017年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工收入	61,994.48	14.65%	56,621.62	16.34%
土地开发收入	-	-	10,898.40	34.21%
主营业务收入合计	61,994.48	14.65%	67,520.02	19.22%
其他业务收入	2,354.88	37.07%	2,517.28	41.13%
合计	64,349.36	15.47%	70,037.30	20.01%

注：公司其他业务收入包括公租房、廉租房及综合楼的租赁收入、借款利息收入及项目运作费收入等。
资料来源：公司提供，鹏元整理

公司工程施工收入保持增长，但在建项目投资规模大，公司面临较大的资金压力

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司作为项目代建方，与业主签订《项目委托开发合作协议书》，业主将襄城县基础设施建设项目委托公司投资建设，公司再与具体的建设单位签订《工程建设委托协议书》，将项目委托给具体的建设单位建设。工程建设款的结算方式为按年结算或在工程完工验收后一次性结算。对于按年结算的工程，公司每年与业主及建设单位就共同确认的工程建设进度，结算当年相应的工程建设款。公司与具体的建设单位结算当年建设成本，建设成本由建设单位的前期费用、全部工程施工费用、设备及工器具购置费用和工程建设管理成本和其他费用等投入构成，业主按照公司与建设单位确定的当期结算成本上浮一定比例，与公司结算当期工程建设款，公司据此确认工程施工收入。

2017 年公司实现工程施工收入 61,994.48 万元，同比增长 9.49%，主要系代建项目业务量持续扩大所致；毛利率为 14.65%，较 2016 年有所下降，主要系 2017 年结算价款按照结转成本加成的比例下降所致（2016 年为 18%-20%，2017 年为 17%-18%）。从项目收入来源来看，主要来自兰南高速延长线、G311 线许襄界至库庄段大修工程、襄业路东段

工程（产业集聚区）以及襄城县百宁大道南延建设工程项目等项目。

表9 2016-2017年公司工程施工收入明细（单位：万元）

年度	项目名称	当年结转成本	当年确认收入
2017年	兰南高速延长线	8,838.19	10,429.07
	G311 线许襄界至库庄段大修工程	4,403.43	5,152.01
	襄业路东段工程（产业集聚区）	4,139.75	4,843.51
	襄城县百宁大道南延建设工程项目	3,878.14	4,537.42
	襄城县烟城路西延升级改造工程三期项目	3,874.33	4,532.97
	迎宾路升级改造项目	3,485.89	4,078.49
	汜城大道改建工程	3,338.20	3,905.70
	S238 线三里沟至田庄段大修工程	3,180.91	3,721.66
	省道 238 线高庄至全庄段大修工程	2,588.24	3,028.24
	襄业路、北二环、阿里山路中修挖补工程	2,012.26	2,354.34
	襄城县襄禹路北延（文昌路-建设路）改建工程	1,742.95	2,039.25
	S329 线湛北至十女口段大修工程	1,610.93	1,884.79
	首山大道南延建设项目	1,490.03	1,743.34
	一高环路新建工程	1,305.07	1,526.93
	省道 238 线襄城县三里沟至白灌渠桥段拓宽改造工程	1,238.85	1,449.45
	其他项目	5,784.03	6,767.32
合计	52,911.19	61,994.48	
2016年	省道 329 线襄临界至贾楼段改建工程	11,570.00	13,884.00
	国道 311 库庄至湛北改线工程	10,289.08	12,298.31
	襄城县南环至平襄界城市道路工程	9,000.00	10,800.00
	紫云大道（南北两段）	8,838.19	10,429.07
	文化路西延	3,320.00	3,984.00
	文昌路东延	2,255.00	2,706.00
	灵武大道北延	1,312.00	1,574.40
	产业区东西支路	788.2	945.84
合计	47,372.47	56,621.62	

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司主要在建项目包括“76511”工程、东区域中村改造项目、襄城县电子商务创新创业园项目（本期债券募投项目）和烟城路安置房项目等。“76511”工程总投资 458,000.00 万元，建设内容为 7 条道路（烟城路西延、首山大道南延、青云路南延、汝河路南延、虹桥路北延、襄城高中环路以及滨河路）、6 个城市入口（襄城县人民医院出入口、南环（贾楼）转盘出入口、西环路转盘出入口、群发市场南出入口、库庄一中出入口以及万汇龙出入口）、5 个社区（北城楼以北以西区域、南关回民村区域、青云路南

段三里沟沿河区域、东关社区区域以及文化广场区域)、1条东区水系以及1条明清古街,该项目未来收益方式尚不确定。受募集资金到位时间较晚等因素影响,本期债券募投项目建设进度较为缓慢。

公司主要在建项目合计总投资 866,440.27 万元,已完成投资 313,993.22 万元,尚需投资 552,447.05 万元,公司面临较大的资金压力。公司在建项目中尚有部分委托代建项目,短期内公司工程施工收入来源较有保障,但收入规模易受项目建设进度和验收结算进度影响。

表10 截至2017年末公司主要在建项目情况(单位:万元)

项目名称	总投资	已投资	模式
“76511”工程	458,000.00	93,071.58	待定
东城区中村改造项目	135,923.42	85,267.08	自营
道路工程	82,650.00	64,876.52	代建
襄城县电子商务创新创业园项目	142,408.00	39,104.28	自营
廉租房建设项目	19,749.40	18,526.44	自营
烟城路安置房	22,000.00	13,131.43	自营
引汝调蓄工程	5,709.45	15.89	代建
合计	866,440.27	313,993.22	-

注:引汝调蓄工程归属于襄城县水生态综合治理 PPP 项目,后续随着襄城县水生态综合治理 PPP 项目开展,引汝调蓄工程将继续投入。

资料来源:公司提供

2017 年公司未实现土地开发收入,未来该业务收入的实现存在较大的不确定性

根据《关于成立襄城县城市开发建设办公室的通知》(襄政[2012]33号),襄城县人民政府授权公司对城市规划区范围内的城市建设用地(县产业集聚区除外),按照城市规划和土地出让要求,对土地进行开发整理。针对具体的地块,公司与襄城县人民政府签订《土地整理开发项目委托开发协议》,由公司代表政府进行土地整理与开发,待开发整理地块完成验收后,进行相关价款结算,结算价款为土地开发总成本上浮一定的比例。公司作为委托开发方,与襄城县土地收购储备中心签订《土地整理开发项目委托代理协议》,由襄城县土地收购储备中心实施土地整理开发项目的立项、招标、施工、验收等相关事宜。同时,公司与襄城县财政局、襄城县土地收购储备中心签订了三方协议,由襄城县财政局统一对土地整理开发的收益和成本进行支付,公司根据《土地整理开发项目委托开发协议》获得相应的收益分配。受襄城县整体城市规划等因素影响,2017 年公司未实现土地开发收入,考虑到 2017 年末公司无开发整理土地且尚无土地开发整理规划,未来该业务收入的实现存在较大的不确定性。

根据襄城县国土资源局与公司签订的《土地收储协议》,襄城县国土资源局可根据襄

城县相关发展规划，对公司的土地使用权进行有偿收储；襄城县国土资源局收储公司的土地使用权补偿款原则上应经评估确定，但应不低于收储地块在公司的账面价值，土地使用权补偿款应于所收储土地使用权完成出让手续后统一结算。2017年2月7日，襄城县国土资源局向公司下发《土地收储确认书》，决定将公司名下位于烟城路以南、东环路以东的2宗土地（襄国用2014第077号和襄国用2014第078号）收储，使用权面积合计33.09万平方米，入账价值合计43,267.74万元，襄城县国土资源局将在2宗土地通过招拍挂程序出让后，将土地使用权补偿款支付给公司。截至2017年末，由于上述2宗土地未全部出让，公司尚未收到土地使用权补偿款。

公司继续实现房产租赁收入，且未来三年该业务收入仍较有保障

2015年12月31日，公司与襄城县房产管理服务中心签订租赁协议，将名下18.63万平方米的房产（襄城县政府注入）整体出租给襄城县房产管理服务中心用于经营使用或对外出租，租赁期自2016年1月1日起至2020年12月31日止，租金按年支付，每年租金1,916.22万元。2017年公司确认房产租赁收入1,916.22万元，对收入形成一定补充，未来三年公司仍可持续实现房屋租赁收入。

公司继续获得了较大力度的外部支持

2017年公司获得的外部支持力度仍较大，根据襄财字[2017]39号文等文件，公司获得政府补贴款10,000.00万元，有效提升了公司的利润水平；根据襄财字[2017]39号文，2017年襄城县财政局向公司拨付71,400.00万元，作为资本金计入资本公积，截至2017年末公司资本公积达437,886.86万元，所有者权益合计576,850.67万元，同比增长28.19%，公司资本实力增强。

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勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017年纳入合并范围的子公司新增1家，详见表2。

资产构成与质量

公司资产规模保持快速增长，但整体流动性一般

因募集资金到位以及在建项目资金投入规模的扩大，公司资产规模保持快速增长，2017年末为992,894.03万元，同比增长29.85%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，且占比较为稳定，2017年末流动资产占资产总额的比重为86.76%。

表11 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	106,132.73	10.69%	26,573.57	3.48%
应收账款	26,930.14	2.71%	27,519.68	3.60%
其他应收款	109,597.04	11.04%	83,755.22	10.95%
存货	613,621.75	61.80%	520,291.72	68.05%
流动资产合计	861,389.80	86.76%	661,342.91	86.49%
投资性房地产	43,150.97	4.35%	44,632.87	5.84%
在建工程	57,630.72	5.80%	48,603.45	6.36%
其他非流动资产	12,486.00	1.26%	-	-
非流动资产合计	131,504.24	13.24%	103,281.53	13.51%
资产总计	992,894.03	100.00%	764,624.44	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。受募集资金到位影响，2017年末公司货币资金大幅攀升至106,132.73万元，其中其他货币资金为25,000.00万元，使用受限。公司应收账款主要为应收的工程款，2017年公司经营回款情况较好，使得应收账款规模略有下降，2017年末账面价值为26,930.14万元，应收对象为襄城县财政局，账龄均在1年以内，坏账风险不大，但未来回收时间存在一定不确定性。公司其他应收款主要为应收的往来借款，2017年末账面余额为115,422.93万元，同比增长29.89%，其中应收襄城县利峰房地产开发有限公司、襄城县紫云建设投资有限公司、襄城县土地收购储备中心、襄城县永兴房地产开发有限公司和许昌中冠置业有限公司的欠款占比分别为15.83%、14.91%、10.00%、5.80%和5.02%，账龄分布在1年以内、1-2年。其他应收款前五大应收对象中，襄城县紫云建设投资有限公司为当地国有企业，襄城县土地收购储备中心为政府单位，借款回收时间易受政府资金调配影响而具有一定的不确定性；其他单位均为民营企业，需持续关注此部分借款未来的回收风险。

表12 截至2017年末公司其他应收款金额前五单位明细（单位：万元）

债务人名称	期末余额	款项性质	账龄	占余额比重	企业性质
襄城县利峰房地产开发有限公司	18,276.00	往来款	1年以内、1-2年	15.83%	民营

襄城县紫云建设投资有限公司 ¹	17,212.53	往来款	1年以内	14.91%	国企
襄城县土地收购储备中心	11,544.30	往来款	1年以内	10.00%	政府单位
襄城县永兴房地产开发有限公司	6,700.00	往来款	1-2年	5.80%	民营
许昌中冠置业有限公司	5,800.00	往来款	1-2年	5.02%	民营
合计	59,532.83	-	-	51.58%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司存货主要由土地资产和项目开发成本构成，随着在建项目资金投入规模的扩大，存货规模保持快速增长，2017年末达613,621.75万元，同比增长17.94%，占总资产的比重为61.80%，其中项目开发成本271,365.50万元、土地资产314,363.45万元，全部为襄城县政府作价出资注入的33宗土地，土地性质为作价出资，用途为商住用地和居住用地，面积合计253.98万平方米，襄城县国土资源局于2017年2月7日收储其中2宗，截至2017年末，16宗土地已抵押，抵押土地账面价值合计149,678.14万元；库存商品27,892.80万元，为公司出资购买用于安置拆迁户的安置房。

公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。投资性房地产主要为襄城县政府向公司注入的综合楼、公租房及廉租房，2017年末账面价值为43,150.97万元，面积合计18.63万平方米，已整体出租给襄城县房产管理服务中心。公司在建工程为本期债券募投项目襄城县电子商务创新创业园项目和襄城县政府于2015年注入的廉租房建设项目，2017年末账面价值分别为39,104.28万元和18,526.44万元。其他非流动资产为公司于2017年6月22日竞拍购买的许昌幼儿师范学校，竞拍成交价为12,000.00万元，税金为486.00万元。

总体来看，公司资产规模保持快速增长，但主要由应收款项、土地资产及项目开发成本构成，应收款项回收时间不确定，土地使用权和项目开发成本即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入有所下降，政府补贴对利润水平贡献度较高

公司营业收入主要来自基础设施代建业务和土地开发整理业务。随着基础设施代建业务量的扩大，2017年公司工程施工收入保持增长，但未实现土地开发收入，导致营业收入有所下降，公司全年实现营业收入64,349.36万元，同比下降8.12%，其中工程施工收

¹襄城县紫云建设投资有限公司成立于2016年9月30日，主营业务为水利工程、市政工程以及房地产开发投资建设，截至2018年5月24日，注册资本为40,000万元，襄城县土地收购储备中心持有其100%股权。

入为 61,994.48 万元，占营业收入的比重达 96.34%，仍是营业收入的主要来源。2017 年末公司在建项目中尚有部分代建项目，短期内工程施工收入来源较有保障；但 2017 年末公司无开发整理土地且尚无土地开发整理规划，未来该业务收入的实现存在较大的不确定性。

2017 年公司综合毛利率为 15.47%，较 2016 年下降 4.54 个百分点，主要系未实现毛利率较高的土地开发收入及当期工程施工结算价款按照结算成本加成的比例较上年有所降低所致。2017 年公司获得政府补贴款 10,000.00 万元（计入其他收益），实现利润总额 15,921.35 万元，政府补贴对公司利润水平的贡献度较高。

表13 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	64,349.36	70,037.30
资产减值损失	-618.17	3,569.29
其他收益	10,000.00	-
营业利润	15,917.35	8,412.83
营业外收入	4.00	10,620.00
利润总额	15,921.35	17,916.82
综合毛利率	15.47%	20.01%

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进一步趋弱，资金需求主要依赖外部筹资；目前在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力

2017 年公司收现比为 1.07，经营收现情况仍处于较好水平，但因往来资金支出和在建项目资金支出规模较大，经营活动产生的现金净流出规模达 132,672.33 万元，经营活动现金流表现进一步趋弱。

投资活动方面，公司投资活动主要表现为向关联单位拆出资金导致的现金流出、关联单位偿还借款导致的现金流入以及建设襄城县电子商务创新创业园项目和购买许昌幼儿师范学校的资金支出。由于 2017 年关联单位襄城县紫云建设投资有限公司偿还借款 47,000.00 万元，使得投资活动全年净流入 7,849.96 万元。

公司主要依赖外部筹资解决资金需求，2017 年融资力度仍较大，筹资方式包括银行借款、融资租赁、发行债券以及襄城县财政局注入资本金等，筹资活动产生的现金流量净额为 179,381.54 万元。截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 552,447.05 万元，公司面临较大的资金压力，预计未来对筹资活动将持续依赖。

表14 2016-2017年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.07	1.63
销售商品、提供劳务收到的现金	68,871.25	114,305.95
收到的其他与经营活动有关的现金	128,820.47	43,476.14
经营活动现金流入小计	197,691.72	157,782.09
购买商品、接受劳务支付的现金	127,577.03	217,286.80
支付的其他与经营活动有关的现金	202,698.73	28,732.11
经营活动现金流出小计	330,364.05	249,968.65
经营活动产生的现金流量净额	-132,672.33	-92,186.56
投资活动产生的现金流量净额	7,849.96	-78,235.78
筹资活动产生的现金流量净额	179,381.54	168,840.49
现金及现金等价物净增加额	54,559.16	-1,581.85

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

公司有息债务规模快速增长，面临较大的刚性债务压力

随着政府注入资本金及利润累积，公司所有者权益快速增长，2017年末为576,850.67万元，同比增长28.19%。随着本期债券的发行，公司负债总额也大幅攀升，2017年末为416,043.36万元，同比增长32.24%。截至2017年末，公司产权比率为72.12%，权益对负债的保障程度一般。

表15 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
负债总额	416,043.36	314,623.19
所有者权益	576,850.67	450,001.25
产权比率	72.12%	69.92%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以非流动负债为主，2017年末非流动负债占负债总额的比重为88.73%。

表16 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	13,000.00	3.12%	26,000.00	8.26%
其他应付款	25,708.53	6.18%	16,891.55	5.37%
流动负债合计	46,874.79	11.27%	45,748.09	14.54%

长期借款	68,500.00	16.46%	55,000.00	17.48%
应付债券	95,577.86	22.97%	-	-
长期应付款	205,090.72	49.30%	213,875.10	67.98%
非流动负债合计	369,168.57	88.73%	268,875.10	85.46%
负债合计	416,043.36	100.00%	314,623.19	100.00%
其中：有息债务	382,168.57	91.86%	294,875.10	93.72%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款和其他应付款构成。2017年末公司短期借款共13,000.00万元，均为保证借款，保证人为襄城县裕达开发投资有限责任公司（以下简称“裕达公司”）和子公司襄城县襄鑫城乡建设投资发展有限公司。2017年末公司其他应付款为25,708.53万元，同比增长52.20%，主要为应付襄城县豫资城乡建设发展有限公司、襄城县茨沟乡人民政府和襄城县财政局的往来款。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2017年末公司长期借款为68,500.00万元，占负债总额的比重为16.46%，均为保证借款，保证人为裕达公司。公司应付债券为本期债券。公司长期应付款主要为往来单位借款和融资租赁款等，2017年末为205,090.72万元，占负债总额的比重为49.30%，其中向中原豫资投资控股集团有限公司（原名：河南省豫资城乡投资发展有限公司）借款52,110.84万元，向河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司借款22,099.00万元，向裕达公司借款600.00万元，向建信资本管理有限责任公司借款40,000.00万元以及应付融资租赁款90,280.87万元。

截至 2017 年末，公司包括短期借款、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务合计 382,168.57 万元，较 2016 年末增长 29.60%，占负债总额的比重为 91.86%，公司面临较大的刚性债务压力。从有息负债偿还期限分布来看，2018-2020 年公司分别需偿还本金 45,487.50 万元、34,620.00 万元和 52,797.50 万元，分布较为平均。

从偿债能力指标来看，公司资产负债率较为稳定，2017 年末为 41.90%。随着流动资产的大幅增长，公司流动比率及速动比率指标进一步增强，但公司流动资产中存货和应收款项占比较高，存货即时变现能力较弱，应收款项回收时间存在不确定性，公司即期偿付能力受限。2017 年公司 EBITDA 变动不大，但利息支出规模大幅增长，导致 EBITDA 利息保障倍数下降至 1.18。

表17 2016-2017年公司偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	41.90%	41.15%
流动比率	18.38	14.46
速动比率	5.29	3.08

EBITDA (万元)	20,206.31	20,715.68
EBITDA 利息保障倍数	1.18	2.35
有息债务/EBITDA	18.91	14.23

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

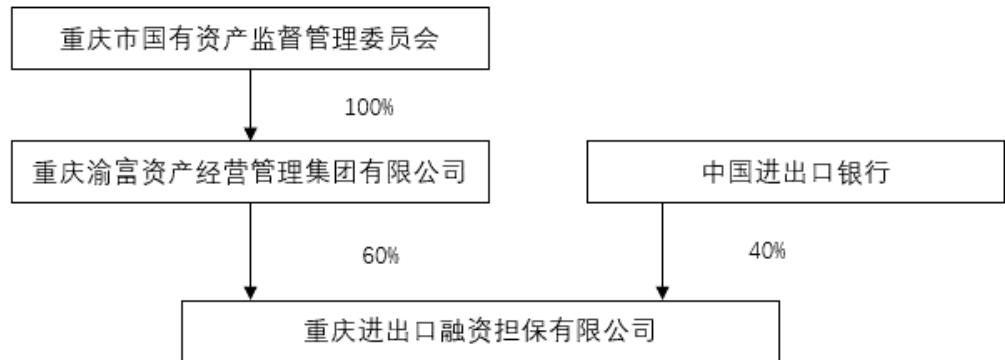
六、本期债券偿还保障分析

重庆进出口担保提供的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

本期债券由重庆进出口担保提供不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证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；重庆进出口担保承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

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年末，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1所示：

图1 截至2017年末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 18 2015-2016 年及 2017 年 1-6 月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年末，重庆进出口担保资产总额为52.86亿元，归属于母公司的所有者权益合计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 19 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 2015-2017 年审计报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

经鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其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。

七、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保共 13 笔，担保余额合计 148,203.69 万元，占 2017 年末所有者权益的比重为 25.69%，其中对裕达公司担保 134,703.69 万元，对河南省襄城高中担保 10,500.00 万元，对襄城县实验高级中学担保 3,000.00 万元，被担保对象均为地方国有企业和事业单位。考虑到对外担保均未设置反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

表20 截至2017年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保形式	担保期限	有无反担保
襄城县裕达开发投资有限责任公司	39,000.00	保证	2017/3/5-2022/3/5	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	18,900.00	保证	2017/5/11-2022/5/11	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	18,331.56	保证	2017/1/19-2022/1/19	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	12,760.22	保证	2017/3/30-2022/1/6	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	16,100.00	保证	2017/12/26-2029/12/25	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	8,189.91	保证	2017/2/21-2022/2/21	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	7,900.00	保证	2016/8/23-2019/8/21	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	5,800.00	保证	2016/9/19-2019/9/18	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	4,950.00	保证	2017/6/16-2022/6/16	无
襄城县裕达开发投资有限责任公司	2,772.00	保证	2017/6/16-2022/6/16	无
河南省襄城高中	5,500.00	保证	2017/1/4-2020/1/4	无
河南省襄城高中	5,000.00	保证	2017/12/12-2018/12/11	无
河南省襄城县实验高级中学	3,000.00	保证	2017/12/8/-2018/12/7	无
合计	148,203.69	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017 年公司外部环境较好，为其业务发展提供了良好基础；公司作为襄城县重要的城市基础设施建设主体，继续获得较大力度的外部支持，资本实力进一步增强；重庆进出

口担保提供的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，2017 年末公司无开发整理土地且尚无土地开发整理规划，未来土地开发收入的实现存在较大的不确定性；公司资产仍以应收款项、土地使用权和项目开发成本为主，应收款项未来回收时间不确定，土地使用权和项目开发成本即时变现难度较大，整体资产流动性一般；公司经营活动现金流表现进一步趋弱，在建项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力；有息债务规模快速增长，公司面临较大的刚性债务压力；对外担保均未设置反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持本期债券信用等级为 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	106,132.73	26,573.57	28,155.42
应收账款	26,930.14	27,519.68	71,788.33
预付款项	5,106.64	3,202.73	3,120.00
其他应收款	109,597.04	83,755.22	5,401.00
存货	613,621.75	520,291.72	352,657.37
其他流动资产	1.50	-	-
流动资产合计	861,389.80	661,342.91	461,122.11
长期应收款	4,950.00	3,700.00	-
长期股权投资	6,388.69	-	-
投资性房地产	43,150.97	44,632.87	46,114.77
固定资产	19.77	21.26	13.33
在建工程	57,630.72	48,603.45	33,143.86
长期待摊费用	6,291.13	5,089.29	-
递延所得税资产	586.97	1,234.66	718.69
其他非流动资产	12,486.00	-	-
非流动资产合计	131,504.24	103,281.53	79,990.66
资产总计	992,894.03	764,624.44	541,112.77
短期借款	13,000.00	26,000.00	20,000.00
应付账款	376.56	96.76	-
预收款项	563.06	-	-
应交税费	6,129.83	2,759.78	3,838.11
应付利息	1,096.81	-	-
其他应付款	25,708.53	16,891.55	61.88
流动负债合计	46,874.79	45,748.09	23,899.99
长期借款	68,500.00	55,000.00	-
应付债券	95,577.86	-	-
长期应付款	205,090.72	213,875.10	90,620.96
非流动负债合计	369,168.57	268,875.10	90,620.96
负债合计	416,043.36	314,623.19	114,520.95
实收资本	25,000.00	25,000.00	25,000.00
资本公积	437,886.86	366,486.86	359,686.86
盈余公积	7,610.04	6,018.26	4,191.20
未分配利润	64,853.77	52,496.13	37,713.75
归属于母公司所有者权益合计	535,350.67	450,001.25	426,591.82

项目	2017 年	2016 年	2015 年
少数股东权益	41,500.00	-	-
所有者权益合计	576,850.67	450,001.25	426,591.82
负债和所有者权益总计	992,894.03	764,624.44	541,112.77

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	64,349.36	70,037.30	70,351.37
其中：营业收入	64,349.36	70,037.30	70,351.37
二、营业总成本	58,424.52	61,624.47	58,370.79
其中：营业成本	54,393.10	56,024.38	55,560.71
税金及附加	211.14	275.78	272.59
管理费用	367.45	477.79	151.12
财务费用	4,071.00	1,277.23	2,064.94
资产减值损失	-618.17	3,569.29	321.42
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-7.49	-	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-7.49	-	-
其他收益	10,000.00	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	15,917.35	8,412.83	11,980.58
加：营业外收入	4.00	10,620.00	8,759.42
减：营业外支出	-	1,116.02	2.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	15,921.35	17,916.82	20,738.00
减：所得税费用	1,971.93	1,307.39	1,339.77
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,949.42	16,609.43	19,398.24

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	68,871.25	114,305.95	56,327.48
收到其他与经营活动有关的现金	128,820.47	43,476.14	32,781.74
经营活动现金流入小计	197,691.72	157,782.09	89,109.22
购买商品、接收劳务支付的现金	127,577.03	217,286.80	64,966.36
支付给职工以及为职工支付的现金	61.64	48.65	34.54
支付的各项税费	26.65	3,901.10	0.27
支付其他与经营活动有关的现金	202,698.73	28,732.11	32,395.94
经营活动现金流出小计	330,364.05	249,968.65	97,397.10
经营活动产生的现金流量净额	-132,672.33	-92,186.56	-8,287.88
二、投资活动产生的现金流量：			
收到其他与投资活动有关的现金	47,000.00	49,134.33	-
投资活动现金流入小计	47,000.00	49,134.33	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	29,753.86	12,374.97	10,422.13
投资支付的现金	6,396.18	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	3,000.00	114,995.15	-
投资活动现金流出小计	39,150.04	127,370.12	10,422.13
投资活动产生的现金流量净额	7,849.96	-78,235.78	-10,422.13
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款所收到的现金	28,000.00	198,935.75	38,762.44
发行债券收到的现金	98,720.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	177,703.13	27,500.00	17,500.00
筹资活动现金流入小计	304,423.13	226,435.75	56,262.44
偿还债务所支付的现金	27,500.00	33,650.00	4,500.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	16,617.86	9,005.84	5,781.19
支付其他与筹资活动有关的现金	80,923.73	14,939.42	-
筹资活动现金流出小计	125,041.59	57,595.26	10,281.19
筹资活动产生的现金流量净额	179,381.54	168,840.49	45,981.24
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	54,559.16	-1,581.85	27,271.23
加：期初现金及现金等价物余额	26,573.57	28,155.42	884.19
六、期末现金及现金等价物余额	81,132.73	26,573.57	28,155.42

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	13,949.42	16,609.43	19,398.24
加：资产减值准备	-618.17	3,569.29	321.42
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,488.41	1,486.12	310.75
长期待摊费用摊销	1,298.17	480.71	-
财务费用（收益以“-”号填列）	4,237.87	1,450.63	2,128.99
投资损失（收益以“-”号填列）	-7.49	-	-
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	647.69	-515.97	-80.36
存货的减少（增加以“-”号填列）	-93,330.03	-167,634.35	-16,787.95
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-74,156.19	35,848.90	-15,301.69
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	13,817.98	16,518.68	1,722.71
经营活动产生的现金流量净额	-132,672.33	-92,186.56	-8,287.88
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	81,132.73	26,573.57	28,155.42
减：现金的期初余额	26,573.57	28,155.42	884.19
现金及现金等价物净增加额	54,559.16	-1,581.85	27,271.23

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	382,168.57	294,875.10	110,620.96
资产负债率	41.90%	41.15%	21.16%
流动比率	18.38	14.46	19.29
速动比率	5.29	3.08	4.54
产权比率	72.12%	69.92%	26.85%
EBITDA（万元）	20,206.31	20,715.68	23,177.75
EBITDA 利息保障倍数	1.18	2.35	4.01
有息债务/EBITDA	18.91	14.23	4.77
综合毛利率	15.47%	20.01%	21.02%
收现比	1.07	1.63	0.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末公司纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	表决权比例	经营范围
襄城县襄鑫城乡建设投资发展有限公司	100%	城乡建设及投资，建设项目的投资，投资咨询
襄城县东城建设投资有限公司	51%	新型城镇化建设投资、新农村建设投资，房地产开发，对国家相关政策允许的项目进行投资

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
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+长期借款+应付债券+长期应付款
担保风险准备金	未到期责任准备+担保赔偿准备+一般风险准备
准备金充足率	实际计提担保风险准备金/ (在保责任余额 $\times 1\%$ +当期保费收入 $\times 50\%$)
风险准备金覆盖率	担保风险准备金/期末在保责任余额
当期担保代偿率	当期代偿额/当期解除担保责任额 $\times 100\%$
融资性担保净资产放大倍数	期末融资性担保在保责任余额/净资产
累计担保代偿率	累计代偿额/累计解除担保责任额 $\times 100\%$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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