

信用等级公告

联合[2018] 1214 号

联合资信评估有限公司通过对南漳县金财城市建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南漳县金财城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“17 南漳债 01/17 南漳 01”和“17 南漳债 02/17 南漳 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十二日



南漳县金财城市建设投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁻

上次主体长期信用等级：AA⁻

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方 级别	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 南漳债 01/17 南漳 01	3.00 亿元	2024/01/20	AAA	AAA	AAA
17 南漳债 02/17 南漳 02	3.40 亿元	2024/10/25	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	2.57	4.81	13.79
资产总额(亿元)	35.52	42.53	62.39
所有者权益(亿元)	20.95	22.11	23.46
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	4.77	7.14	18.03
全部债务(亿元)	4.77	7.14	18.03
营业收入(亿元)	3.93	5.09	5.15
利润总额(亿元)	1.46	1.26	1.32
EBITDA(亿元)	1.58	1.46	1.41
经营性净现金流(亿元)	-3.87	-3.82	-3.27
营业利润率(%)	12.64	11.26	11.74
净资产收益率(%)	6.51	5.25	5.23
资产负债率(%)	41.02	48.02	62.39
全部债务资本化比率(%)	18.56	26.58	44.49
流动比率(%)	335.91	320.40	365.85
经营现金流动负债比(%)	-40.04	-31.35	-20.40
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	5.48	13.38

分析师

张 宁 兰 迪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

南漳县金财城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是南漳县主要的城市基础设施建设主体。跟踪期内，南漳县区域经济稳定发展，南漳县政府持续对公司在财政补贴等方面给予一定支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模不断增长，土地抵押比率较高，整体资产流动性偏弱等因素给公司经营带来不利影响。

南漳县经济保持增长，城市基础设施建设发展空间较大，公司获取政府支持持续稳定，有利于公司的经营规模和盈利能力进一步提升。

公司存续期债券“17 南漳债 01/17 南漳 01”以及“17 南漳债 02/17 南漳 02”设置了本金分期偿付条款，可有效降低本金集中偿付风险。重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）为上述债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，联合资信评定三峡担保主体长期信用等级为 AAA。三峡担保资本实力雄厚，担保能力极强，有效提升了公司存续债券偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，并维持“17 南漳债 01/17 南漳 01”和“17 南漳债 02/17 南漳 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南漳县政府在项目回购、财政补贴等方面给予了公司持续支持。
2. 重庆三峡担保集团股份有限公司对“17 南漳债 01/17 南漳 01”和“17 南漳债 02/17 南漳 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提高了债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司投资与经营主要取决于政府决策。公司基建项目投资规模较大，债务规模大幅增长，债务负担趋重。
2. 公司应收类款项及存货占资产比重较大，且土地抵押比率较高，整体资产流动性较弱。
3. 公司对外担保比率很高，存在很大的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南漳县金财城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南漳县金财城市建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南漳县金财城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“南漳城建”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东新增国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）¹，公司实际控制人未发生变化，仍为南漳县国有资产监督管理局（以下简称“南漳县国资局”）。截至2017年底，公司注册资本为13320.00万元，实收资本13320.00万元。其中南漳县国有资产经营公司持股15.02%、南漳县市政公司持股0.15%、国开基金持股9.75%、南漳县国资局持股75.08%。

跟踪期内，公司作为南漳县主要的城市基础设施建设主体，职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年底，公司纳入合并范围子公司合计4家；公司内设4个职能部门，包括综合部、项目部、投资发展部、财务部。

截至2017年底，公司合并资产总额62.39亿元，所有者权益合计23.46亿元（其中少数股东权益0.02亿元）；2017年，公司实现营业收入5.15亿元，利润总额1.32亿元。

公司注册地址：南漳县城关便河北路38号；法定代表人：黎斌。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年底，联合资信所评“17南漳债01/17南漳01”和“17南漳债02/17南漳02”尚需

¹ 2015年，国开基金对公司出资1300万元，在公司“其他非流动负债”中反映，公司于2017年办理完成工商登记变更手续，公司股东新增国开基金，并将该款项调至“实收资本”反映。

偿还债券余额6.40亿元。公司已于2018年1月按期偿付“17南漳债01/17南漳01”利息。

截至2017年底，“17南漳债01/17南漳01”和“17南漳债02/17南漳02”募集资金已全部使用完毕，用于募投项目建设。

根据发行计划，“17南漳债01/17南漳01”和“17南漳债02/17南漳02”募集资金均用于湖北省南漳县西北片区城市棚户区改造项目，项目总投资11.69亿元，截至2017年底，已投资7.38亿元。

表1 截至2017年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	余额	起息日	期限
17 南漳债 01/17 南漳 01	3.00	3.00	2017/1/20	7 年
17 南漳债 02/17 南漳 02	3.40	3.40	2017/10/25	7 年
合计	6.40	6.40	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求

以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使

城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。

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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括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。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 区域经济

跟踪期内，南漳县地区经济稳定发展，未来，南漳县的城市基础设施投资力度有望进一步加大。公司面临着良好的产业政策和外部发展环境。

根据南漳县统计局提供数据，2017 年南漳县实现地区生产总值为 255.57 亿元，增长 7.50%。分产业看，2017 年第一产业增加值 53.82 亿元，增长 3.60%；第二产业增加值 98.94 亿元，增长 6.30%；第三产业增加值 102.81 亿元，增长 10.80%。三次产业结构由 2016 年的 21.50：37.70：40.80 调整为 21.10：38.70：40.20。第三产业比重显著提升，其中，交通运输仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业、金融业、房地产业、营利性服务业及非营利性服务业增加值分别增长 7.70%、10.00%、7.60%、22.30%、5.50%、17.40%和 10.50%。跟踪期内，随着南漳县各项建设的有序推进，经济增长较快。从固定资产投资情况来看，2017 年全县完成固定资产投资(不含农户)283.30 亿元，增长 16.00%。其中房地产开发投资完成 16.4 亿元，增长 14.20%；商品房销售面积 52.67 万平方米，增长 2.90%；实现商品

房销售额 20.0 亿元，下降 13.50%。

五、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为南漳县国资局，2017 年公司新增股东国开基金。截至 2017 年底，公司注册资本为 13320.00 万元，实收资本 13320.00 万元。其中南漳县国有资产经营公司持股 15.02%、南漳县市政公司持股 0.15%、国开基金持股 9.75%、南漳县国资局持股 75.08%。

2. 外部支持

2017 年受“营改增”政策影响，南漳县一般公共预算收入持续下降，财政自给率低，对上级补助依赖较大；跟踪期内，南漳县政府仍给予公司一定规模基础设施建设补贴。

2017 年底，南漳县地方综合财力 44.46 亿元，同比小幅减少 0.13%，主要由一般公共预算收入（占 29.96%）、上级补助收入（占 64.67%）构成。2017 年，南漳县一般公共预算收入 13.32 亿元，同比小幅减

少2.35%。一般预算收入中，税收收入8.76亿元，同比减少7.40%，主要受“营改增”政策影响。同期，南漳县一般预算支出39.71亿元，财政自给率为33.54%，自给率低，对上级补助依赖较大；政府债务率为56.66%，较上年基本持平，债务负担一般。

作为南漳县政府主要的城市基础设施建设主体，跟踪期内，南漳县政府不断整合资源对公司进行财政补贴，为公司的发展和壮大提供支持。2017年，公司收到南漳县政府拨付的财政补贴款0.90亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1042062400004630S），截至2018年6月4日，无未结清不良信贷信息记录，公司有8笔已结清的关注类信贷信息记录，主要是因为按照国家开发银行股份有限公司湖北省分行资产质量分类标准，将上述贷款划分至关注类贷款，以上贷款还本付息正常。总体看，公司过往债务履约情况

良好。

截至2018年5月24日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业务收入规模较为稳定，收入构成仍以工程建设业务收入为主，盈利能力较上年基本持平，但综合盈利能力较弱。

2017年，公司实现营业务收入5.15亿元，同比小幅增长1.18%，收入规模较为稳定；从收入构成来看，公司营业收入仍以工程建设收入为主（占比94.34%），收入结构较上年基本保持稳定。2017年，公司各项业务综合毛利率12.04%，同比增长0.29个百分点，主要系水费毛利率上升所致。

表3 2016~2017年公司营业务收入构成表（单位：万元、%）

收入类别	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	47827.34	94.40	10.43	48594.92	94.34	10.43
水费	1809.85	3.56	32.67	1850.20	3.59	42.16
安装	1222.53	2.40	32.34	1067.37	2.07	33.16
合计	50859.72	100.00	11.75	51512.49	100.00	12.04

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程建造业务

跟踪期内，公司工程建设板块在建项目主要集中在棚户区改造项目上，收入规模较为稳定，在建项目未来仍有一定规模资金支出。

公司作为南漳县城市基础设施建设主体，跟

踪期内继续承担南漳县内市政建设以及棚户区改造任务。

市政建设板块具体的运作模式为：公司按照南漳县政府批准初步设计确定的建设规模（建筑面积）、建设（装修）标准和概算总投资，组织设计、施工、设备和材料供应等的招标采购。公

公司可以根据工程建设的实际需要，委托具有相关项目工程建设资质的单位具体施工建设。代建项目资金由公司自筹，南漳县政府每年年末与公司根据完工的项目签署结算协议，并在建设成本的

基础上适当给予一定比例（一般为15%）的代建管理费。此外，公司还有部分自建自营项目，后期通过销售实现资金平衡（目前主要集中在募投项目西北片区棚户区改造项目上）。

表4 截至2017年底公司在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计完成投资额	计划 2018 年投资额	计划 2019 年投资额	建设工期
湖北省南漳县2014年第一批棚户区改造项目	1.96	0.81	1.00	0.15	2014.12-2019.12
香樟园片区城中村改造项目	5.77	0.06	4.00	1.71	2017.11-2018.10
城北片区城中村改造项目	2.004	0.003	1.50	0.501	2017.3-2018.2
南漳县西北片区棚户区改造项目	11.69	7.38	3.50	0.81	2015.9-2018.8
合计	21.42	8.25	10.00	3.17	--

注：上述项目中有部分项目有延期。

资料来源：公司提供

2017年，公司工程建设业务共确认收入4.86亿元，同比增长1.67%，从现金流情况来看，该板块回款质量较差。

公司在建项目主要为湖北省南漳县2014年第一批棚户区改造等棚户区建设项目，项目总投资合计21.42亿元。截至2017年底，已投资8.25亿元，尚需投资13.17亿元，存在一定外部融资压力。

水务业务

跟踪期内，公司水务业务收入规模较小，盈利能力较上年有所提升。

水务业务板块主要由公司子公司南漳县水镜供水有限责任公司负责（以下简称“供水公司”）。供水公司目前拥有一水厂、城关二水厂2座水厂，供水规模16.00万立方米/日，供水区域覆盖城关镇、南漳经济开发区和清河区共20平方公里；现有用水客户约4.00万户，用水人数达25.00万人。2017年，公司年供水量2680万吨，水费收入0.19亿元，较上年基本持平。同期，由于较上年计提了少量的维修费用与人员工资费用，公司水务业务毛利率上升至42.16%。

安装业务

跟踪期内，公司安装业务收入规模较为稳定，无重大变化。

安装业务板块主要由公司子公司供水公司负责，目前供水公司的业务主要集中在九集镇和清河管理区供水管网改造项目上，2017年，供水公司安装收入0.11亿元，同比小幅减少8.33%，毛利率较33.16%，较上年基本持平。

3. 未来发展

跟踪期内，公司未来仍有一定规模的拟建项目，公司依然面临一定投资支出压力。

公司作为南漳县的重要基础设施投资建设及投融资主体，未来将主要集中在对棚户区改造项目的建设上。公司未来拟建项目主要为南漳花石桥、城南二期、洞坪三个片区棚户区改造项目等，预计总投资额为8.85亿元。同时，预计公司在代建项目回购、财政补贴等方面将继续获得南漳县政府的持续支持。但考虑到，棚户区改造等项目的前期资金主要由公司自行筹集，公司面临一定的投资支出压力。

表5 公司拟建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	资金来源		计划 2018 年投资额	计划 2019 年投资额	计划 2020 年投资额
		自筹	其他			
南漳花石桥、城南二期、洞坪三个片区棚户区改造项目	69098.71	14098.71	55000.00	25000.00	35000.00	9098.71
应急救灾项目	10000.00	--	10000.00	10000.00	--	--
农村交通扶贫项目	9400.00	--	9400.00	9400.00	--	--
合计	88498.71	14098.71	74400.00	44400.00	35000.00	9098.71

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年底，公司纳入合并范围子公司合计4家。跟踪期内，无新纳入合并范围子公司。公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持较快增长，但资产规模小；资产构成以流动资产为主。流动资产中，应收类款项及存货占比较大，且存货中主要为土地资产，土地抵押比率较大。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额62.39亿元，其中构成主要以流动资产（占94.09%）为主。

表6 2016~2017年公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	48131.14	11.32	137874.35	22.10
应收账款	52414.85	12.32	74478.99	11.94
其他应收款	43990.48	10.34	100771.18	16.15
存货	244086.05	57.39	272509.28	43.68

流动资产合计	35314.04	8.30	586970.03	94.09
非流动资产合计	188.60	0.04	36891.87	5.91
资产总计	425322.92	100.00	623861.90	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2017年底，公司流动资产58.70亿元，同比大幅增长50.50%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增加所致。公司货币资金13.79亿元，同比大幅增长186.46%，主要系由于公司投资需求增加，当年借入相对较大规模的长期借款和发行债券所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占比76.07%），无受限资金；公司应收账款7.45亿元，同比大幅增长42.10%，主要由应收南漳县财政局代建项目回购款7.41亿元（账龄为2年以内）构成；公司其他应收款10.08亿元，同比大幅增长129.07%，主要系与南漳县财政局和南漳县浩淼水利投资有限公司往来款增加所致。公司其他应收款欠款前五名主要为政府相关单位，占其他应收款总额的86.02%，集中度较高；公司存货为27.25亿元，同比增长11.64%，主要由于随着公司代建项目的增多工程施工成本不断增加所致。公司存货主要由工程施工10.95亿元和土地成本16.28亿元构成。截至2017年，公司土地使用权合计16.84亿元（体现在无形资产及存货），其中账面价值为13.95亿元的土地使用权用于抵押，存货中土地抵押比率为85.69%。

截至2017年底，公司非流动资产3.69亿元，同比增长4.47%，较上年变化不大。从其构成来看，主要由为对湖北融誉担保有限责任公司形成的以权益法核算的长期股权投资1.09亿元以及固定资产1.45亿元构成。截至2017年底，公司受限资产14.23亿元，主要以土地使用权为主。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模及结构较上年无重大变化；公司有息债务规模大幅增长，且以长期债务为主，债务负担大幅上升。

截至2017年底，公司所有者权益为23.46亿元，同比增长6.13%，主要系未分配利润增长所致，所有者权益结构较上年无重大变化。截至2017年底，公司实收资本较上年增加0.13亿元至1.33亿元，主要系公司将原放入其他非流动负债中的国开基金投资款调入该科目反映所致。

表7 2016~2017年公司主要资本科目构成情况
(单位：万元、%)

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	112992.73	26.57	149151.70	23.91
流动负债合计	121724.67	28.62	160441.94	25.72
长期借款	71390.00	16.78	116270.00	18.64
应付债券	0.00	0.00	64000.00	10.26
长期应付款	9820.89	2.31	48514.54	7.78
非流动负债合计	82510.89	19.40	228784.54	36.67
负债合计	204235.56	48.02	389226.49	62.39
资本公积	155287.80	36.51	155287.80	24.89
所有者权益合计	221087.35	51.98	234635.41	37.61
负债和所有者权益总计	425322.92	100.00	623861.90	100.00

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司负债总额38.92亿元，同比大幅增长90.58%，主要系长期借款及应付债券增加所致。从其构成来看，转为以非流动负债为

主（占比58.78%）。

截至2017年底，公司流动负债为16.04亿元，同比增长31.81%，主要是由于其他应付款增长所致；公司其他应付款14.92亿元，同比增长32.00%，主要是因为公司增加与南漳县土地储备中心、南漳县公路管理局以及南漳县住房投资有限公司的往来款所致。其中，应付湖北省投资公司款项0.78亿元为有息借款。

截至2017年底，公司非流动负债为22.88亿元，同比大幅增长177.88%，主要来自于长期借款及应付债券的增长；公司长期借款11.63亿元，同比增长62.87%，主要由保证借款和抵押借款构成；公司新增应付债券6.40亿元，由“17南漳债01/17南漳01”3.00亿元和“17南漳债02/17南漳02”3.40亿元构成。公司长期应付款为4.85亿元，较上年底增长3.87亿元，主要系公司当年新增相对较大规模的融资租赁款所致。

截至2017年底，将其他应付款和长期应付款有息债务以及实收资本中的国开基金借款调整至全部债务中，公司调整后全部债务总额为23.78亿元，同比大幅增长160.90%，主要系长期借款和应付债券的增长所致。2017年底，公司调整后长期债务占比为96.74%，公司债务结构仍以长期债务为主；受债务规模不断增长影响，公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率均大幅上升，分别为49.51%、50.34%和62.39%，债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入较上年基本持平，公司盈利水平仍维持在较低水平。

公司营业收入主要为工程建造收入。2017年，公司营业收入为5.15亿元，同比小幅增长1.33%。同期公司的营业成本为4.53亿元，同比小幅增长0.95%。2017年公司营业利润率为11.74%，

较上年基本持平。

从期间费用来看,2017年,公司期间费用(营业费用、财务费用和管理费用)为891.59万元,同比减少44.77%。主要系公司当年融资规模大幅增加相应利息收入大幅增长导致财务费用表现为负数所致。同期,公司期间费用占主营业务收入的比重为1.73%,期间费用控制能力较强。

2017年,公司实现其他收益0.90亿元,由2017年基础设施建设补贴0.90亿元构成。

由于会计政策调整,2017年公司营业外收入大幅下降至1.43万元,由补贴收入构成。同期,公司利润总额为1.32亿元,同比增长4.87%。

从盈利指标来看,2017年,由于债务规模的增长,公司调整后总资本收益率下降至2.61%同比分别下降1.51个百分点;净资产收益率较上年基本持平为5.23%。

4. 现金流及保障

跟踪期内,公司经营活动获现能力较弱,投资活动净现金流受往来款影响较大;受工程推进影响,公司对债务融资等外部资金依赖程度较大。未来随着项目建设支出的进一步扩大,公司外部融资压力趋于上升。

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。2017年,公司销售商品、提供劳务收到的现金2.95亿元,同比增长25.71%,主要由政府回款构成;公司收到的其他与经营活动有关的现金小幅减少0.18%,2017年为0.94亿元,主要为公司收到的0.90亿元的基础设施建设补贴收入和少量往来款构成。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成,2017年为7.06亿元,同比小幅增长1.61%。2017年,公司经营活动产生的现金流净额为-3.27亿元,公司现金收入比较上年上升11.08个百分点至57.16%,收现质量依然很差。

投资活动方面,由于2017年公司往来款活动较为频繁,因此2017年公司收到/支付其他与投资活动有关的现金分别大幅增长至7.33亿元和9.03亿元。2017年,公司投资活动全部由往来款活动构成,公司投资活动产生的现金流量净额为-1.70亿元。

从筹资活动看,随着公司建设规模的进一步推进,公司融资需求不断增加,2017年公司取得借款收到现金7.40亿元,同比大幅增长82.72%,同时新增发行债券收到现金6.40亿元;同期,公司收到其他与筹资活动有关的现金4.26亿元,同比大幅增长286.91%,主要由公司借入的融资租赁款构成。2017年公司筹资活动现金流入18.06亿元,同比大幅增长180.81%。同期,公司筹资活动产生的现金流出由偿还债务支付的现金构成,2017年为3.90亿元。2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为14.15亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债能力较好,长期偿债能力进一步减弱;公司对外担保规模很大,存在很大的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看,由于公司流动资产金额较大且占比较高,债务结构中流动负债占比一般,使得公司流动比率处于较高水平,但由于公司流动资产构成中存货占主要部分,所以速动比率较低。2017年公司流动比率365.85%,较上年同期上升45.45个百分点;速动比率为196.00%,同比上升76.12个百分点,主要是由于公司流动资产中存货占比下降所致。截至2017年底,公司现金类资产对调整后短期债务的覆盖倍数为17.68倍。综合看,短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看,公司2017年调整后全部债务/EBITDA大幅上升至16.92倍,EBITDA对长期债务保障能力进一步减弱。

截至2017年底,公司对外担保总额大幅增

加至 34.88 亿元，担保比率为 148.68%。被担保企业均为国有企业和事业单位，各被担保公司经营正常。总体看，考虑到担保总额及担保比率很高，公司存在很大的或有负债风险。

表8 公司对外担保情况（单位：万元）

公司名称	担保金额
南漳县住房投资有限公司	81000.00
南漳县浩淼水利投资有限公司	91717.75
南漳县有机谷国有资产投资经营管理有限公司	60956.05
南漳县住房投资有限公司	36000.00
南漳县汇丰建设投资有限公司	29491.40
南漳县亨昌交通投资有限公司	26000.00
湖北建通市政工程有限公司	3600.00
南漳县土地储备中心	20000.00
合计	348765.20

资料来源：根据审计报告整理

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至 2017 年底，公司共获得各家商业银行授信额度为 28.30 亿元，尚未使用的额度为 6.33 亿元。公司融资渠道亟待拓宽。

九、存续债券偿债能力

跟踪期内，公司无一年内到期债券，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对存续期债券未来偿还峰值的保障能力一般。三峡担保为存续期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著增强了债券到期按期兑付的可靠性，为存续期债券的还本付息提供了有力的保障。

目前公司存续债券待偿本金合计 6.40 亿元，分别为联合资信所评“17 南漳债 01/17 南漳 01”3.00 亿元和“17 南漳债 02/17 南漳 02”3.40 亿元。上述两期债券均于存续期的第 3~7 年分别偿还债券本金的 20%，分期偿还本金合计为 1.28 亿元，该金额同时为未来偿还债券峰值。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 1.41 亿元和 3.88 亿元，分别为未来偿还债券峰值的 1.10

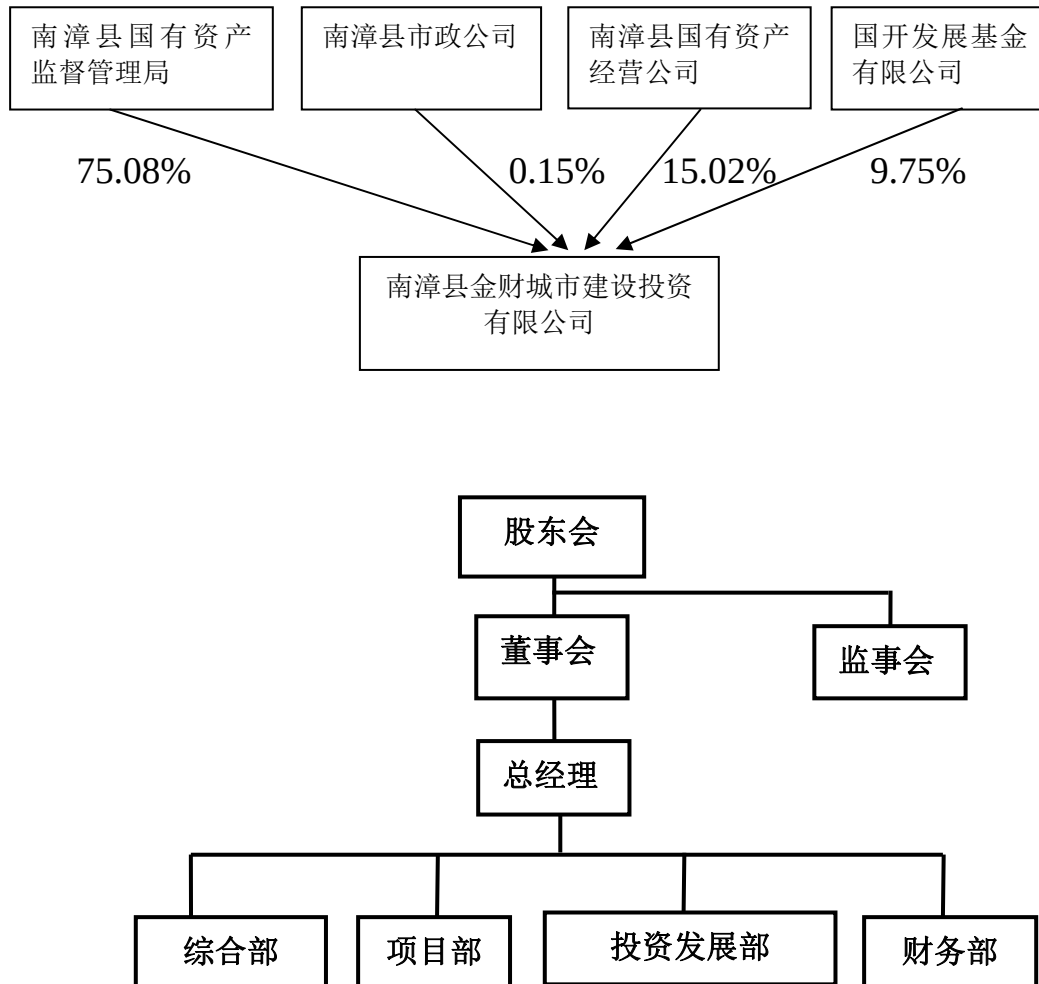
倍和 3.03 倍。同期，公司经营活动净现金流为负，对存续期债券未来偿还峰值无保障。公司 EBITDA、经营活动现金流入量对存续期债券未来偿还峰值的保障能力一般。

此外，重庆三峡担保集团股份有限公司为存续期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，担保能力极强。显著增强了债券到期按期兑付的可靠性，为存续期债券的还本付息提供了有力的保障。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 南漳债 01/17 南漳 01”和“17 南漳债 02/17 南漳 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图



附件 2 公司重要子公司情况表

子公司全称	业务性质	注册资本 (万元)	持股权比例 (%)	经营范围
南漳县财苑宾馆有限公司	餐饮业	1900	57.89	酒店管理（不含餐饮、住宿）
南漳县金财建筑安装有限责任公司	房屋建筑业	10000	100.00	房屋建筑施工、市政工程施工、房地产开发、水利工程施工、扶贫开发工程施工。
南漳县金财投资开发有限公司	房地产业	20000	100.00	房地产开发；城市基础设施建设项目投资、建设、经营；土地综合开发利用；国有建设用地征迁、整理及基础设施建设。
南漳县水镜供水有限责任公司	水的生产和供应业	3000	100.00	生活饮用水（制水、售水）服务；水表维修、给排水工程建设；自来水管配件制造；管材、水表、水暖配件、花卉盆景零售；给排水物业管理。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.57	4.81	13.79
资产总额(亿元)	35.52	42.53	62.39
所有者权益(亿元)	20.95	22.11	23.46
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	4.77	7.14	18.03
调整后长期债务(亿元)	4.90	8.25	23.01
全部债务(亿元)	4.77	7.14	18.03
调整后全部债务(亿元)	5.77	9.12	23.78
营业收入(亿元)	3.93	5.09	5.15
利润总额(亿元)	1.46	1.26	1.32
EBITDA(亿元)	1.58	1.46	1.41
经营性净现金流(亿元)	-3.87	-3.82	-3.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.76	1.31	0.81
存货周转次数(次)	0.17	0.20	0.18
总资产周转次数(次)	0.13	0.13	0.10
现金收入比(%)	45.23	46.08	57.16
营业利润率(%)	12.64	11.26	11.74
总资本收益率(%)	5.44	4.27	2.92
调整后总资本收益率(%)	5.23	4.12	2.61
净资产收益率(%)	6.51	5.25	5.23
长期债务资本化比率(%)	18.56	24.41	43.45
调整后长期债务资本化比率(%)	18.97	27.18	49.51
全部债务资本化比率(%)	18.56	26.58	44.49
调整后全部债务资本化比率(%)	21.59	29.20	50.34
资产负债率(%)	41.02	48.02	62.39
流动比率(%)	335.91	320.40	365.85
速动比率(%)	112.43	119.88	196.00
经营现金流动负债比(%)	-40.04	-31.35	-20.40
全部债务/EBITDA(倍)	3.03	5.48	13.38
调整后全部债务/EBITDA (倍)	3.11	5.56	16.92

注：调整后全部债务=短期债务+其他应付款有息债务+长期债务+长期应付款+实收资本中国开基金+其他非流动负债

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。