

信用等级公告

联合〔2019〕1443号

联合资信评估有限公司通过对南漳县建设投资集团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，确定维持南漳县建设投资集团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

二〇一九年六月十七日



南漳县建设投资集团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：2019年6月17日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	4.81	13.79	16.11
资产总额(亿元)	42.53	62.39	76.34
所有者权益(亿元)	22.11	23.46	24.34
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.85
长期债务(亿元)	7.14	18.03	24.66
全部债务(亿元)	7.14	18.03	25.50
营业收入(亿元)	5.09	5.15	4.40
利润总额(亿元)	1.26	1.32	1.30
EBITDA(亿元)	1.46	1.41	1.39
经营性净现金流(亿元)	-3.82	-3.27	-5.33
应收类款项/资产总额(%)	22.67	28.09	29.95
营业利润率(%)	11.26	11.74	11.05
净资产收益率(%)	5.25	5.23	5.08
资产负债率(%)	48.02	62.39	68.11
全部债务资本化比率(%)	24.41	43.45	51.16
流动比率(%)	320.40	365.85	304.63
经营现金流动负债比(%)	-31.35	-20.40	-22.41
全部债务/EBITDA(倍)	5.48	13.38	23.22

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

南漳县建设投资集团有限公司(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,南漳县区域经济不断发展,南漳县政府对公司在财政补贴等方面持续给予一定支持。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,债务负担趋重,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。重庆三峡融资担保集团股份有限公司(以下简称“三峡担保”)为上述债券均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⁻,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,南漳县区域经济不断发展,公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内,南漳县政府在财政补贴等方面给予了公司持续支持。
3. 三峡担保对“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. 跟踪期内，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. 跟踪期内，公司应收类款项及存货占资产比重较大，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建设投资集团有限公司（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。

南漳县建设投资集团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”）关于南漳县建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“南漳建投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。公司实际控制人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2018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%、国开发展基金有限公司持股（以下简称“国开基金”）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，公司总体职能定位未发生变化，营业范围变更为对城镇基础设施和公共服务项目投资、建设与管理；对棚户区改造投资建设；对保障性住房投资、建设与营运；土地开发整理；房屋、场地租赁、房屋拆迁；对教育、文化及配套产业、旅游、养老、城市停车场、建筑垃圾处理、殡葬服务产业的投资、开发、营运，并同时将公司名称由南漳县金财城市建设投资有限公司变更为南漳建投。截至2018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2018年底，公司合并资产总额76.34亿元，所有者权益合计24.34亿元（其中少数股东权益

0.20亿元）；2018年，公司实现营业收入4.40亿元，利润总额1.30亿元。

公司注册地址：南漳县城关便河北路38号；法定代表人：张爱民。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018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”尚需偿还债券余额6.40亿元。公司已于2018年10月和2019年1月分别按期偿付“17南漳债02/17南漳02”和“17南漳债01/17南漳01”利息。

截至2018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2018年底，已投资9.78亿元，受拆迁安置进度影响，募投项目整个工程进度已滞后于计划进度（计划于2018年完工），目前已完成徐庶片区、南师片区、闽兴万象城片区等3个项目的部分拆迁安置任务等项目，预计于2020年完工。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”）

颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营

和融资环境。同时，国家也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。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施

施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

跟踪期内，南漳县地区经济不断发展，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，2018年南漳县实现地区生产总值为273.65亿元，增长8.50%。分产业看，2018年第一产业增加值45.50亿元，增长3.10%；第二产业增加值110.41亿元，增长8.10%；第三产业增加值117.74亿元，增长11.40%。三次产业结构由2017年的21.10：38.70：40.20调整为16.63：40.35：43.02。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8.20%、10.10%、7.00%、11.40%、11.70%、21.70和11.10%。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，2018年全县完成固定资产投资(不含农户)188.8亿元(2017年调基数后为169.00亿元，调减基数114.30万元)，增长11.70%。其中房地产开发投资完成17.7亿元，增长7.60%；商品房销售面积65.09万平方米，增长23.6%；实现商品房销售额25.03亿元，增长25.20%。

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。截至2018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

2018年受非税收入下降影响，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。

2018年底，南漳县一般公共预算收入11.25亿元，同比减少15.54%，主要系非税收入较上年减少所致。一般公共预算收入中，税收收入9.22亿元，同比增长5.25%。同期，南漳县一般公共预算支出46.41亿元，财政自给率为24.24%，自给率低，对上级补助依赖较大。基金收入方面，2018年南漳县实现基金收入5.16亿元，同比大幅增长115.90%，其中国有土地使用权出让收入4.83亿元，占比较大。

作为南漳县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。2018年，公司收到南漳县政府拨付的财政补贴款1.07亿元。

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2019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2019年6月13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。

跟踪期内，公司董事长兼总理由黎斌先生变更为张爱民先生，该高级管理人员变更为正常变更，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

张爱民先生，汉族，中共党员，曾任南漳县九集镇武装部副部长、南漳县九集镇党委委员、南漳县城管局党组副书记、南漳县土地和房屋征收管理办公室主任，现任公司董事长兼总经理。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业务收入规模较上年有所下降，收入构成仍以工程建造业务收入为主，盈利能力较上年基本持平，但综合盈利能力仍较弱。

2018年，公司实现营业收入4.40元，同比下降14.64%，主要系工程建设收入较上年下降所致；从收入构成来看，公司营业收入仍以工程建造收入为主（占比92.97%），收入结构较上年基本保持稳定。2018年，公司业务综合毛利率11.47%，较上年减少0.57个百分点，较上年基本持平。

表3 2017~2018年公司营业务收入构成表（单位：万元、%）

收入类别	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建造	48594.92	94.34	10.43	40889.26	92.97	10.43
水费	1850.20	3.59	42.16	1850.20	4.78	34.05
安装	1067.37	2.07	33.16	988.53	2.25	10.43
合计	51512.49	100.00	12.04	43980.95	100.00	11.47

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，收入规模较上年有所减少，回款质量较差，在建项目未来仍有一定规模资金支出压力。

公司作为南漳县城市基础设施建设主体，跟踪期内继续由公司本部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，公司还有自建自营项目，后期通过销售实现资金平衡。目前集中在募投项目西北片区棚户区改造项目上，受拆迁进度影响，该类项目尚处于拆迁安置中，因此尚未实现相关收入，具体建设进度详见本报告债券概况与募集资金使用情况部分。

表4 截至2018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 2019 年投资额	计划 2020 年投资额
湖北省南漳县2014年第一批棚户区改造	1.96	0.87	1.00	0.095

项目				
香樟园片区城中村改造项目	5.77	0.06	4.00	1.71
城北片区城中村改造项目	2.004	0.003	1.50	0.501
南漳县西北片区棚户区改造项目	11.69	9.78	1.00	0.91
南漳花石桥、城南二期、洞坪三个片区棚户区改造项目	6.90	2.30	3.00	1.60
应急救援项目	1.00	0.78	0.22	--
农村交通扶贫项目	0.94	0.83	0.11	--
合计	30.26	14.62	10.83	4.816

资料来源：公司提供

2018年，公司工程建设业务共确认收入4.09亿元（全部来自委托代建项目），同比减少15.84%，主要系完工项目较上年有所减少所致。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年第一批棚户改造等棚户区建设项目，项目总投资合计30.26亿元（见表4）。截至2018年底，已投资14.62亿元，尚需投资15.64亿元，未来投资规模较大，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下降。

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4.50万户，用水人数达26.50万人。2018年，公司年供水量2600万吨，水费收入0.19亿元，较上年持平。同期，由于较上年计提了相对较大规模的维修费用与人员工资费用，公司水务业务毛利率下降至34.05%。

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，2018年，供水公司安装收入988.53万元，同比小幅减少7.39%，毛利率10.43%，较上下降22.73个百分点，主要系由于清河管理区供水管网改造项目争取的国家专项资金没有到位，县政府批准供水管网改造费用由供水公司先行垫资支付，造成安装成本增加和人工费用增长所致。

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县丹阳等三个片区棚户区改造项目等，预计总投资额为7.95亿元（均为政府委托代建项目）。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 2019 年投资额	计划 2020 年投资额
		自筹	其他		

健康扶贫	2500.00	-	2500.00	2500.00	--
南漳县丹阳等三个片区棚户区改造项目	67964.00	13964.00	54000.00	40000.00	27964.00
南漳东漳凤凰城棚改项目	9062.00	1862.00	7200.00	6000.00	3062.00
合计	79526.00	15826.00	63700.00	48500.00	31026.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018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。

2018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，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额76.34亿元，同比增长22.37%，主要系流动资产增长所致。资产构成主要以流动资产（占94.87%）为主。

表6 2017~2018年公司主要资产构成情况(单位:万元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	137874.35	22.10	161094.36	21.10
应收账款	74478.99	11.94	92070.50	12.06
其他应收款	100771.18	16.15	136587.02	17.89
存货	272509.28	43.68	333604.51	43.70
流动资产合计	586970.03	94.09	724284.80	94.87
非流动资产合计	36891.87	5.91	39132.06	5.13
资产总计	425322.92	100.00	763416.86	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动资产72.43亿元，同比大幅增长23.39%，主要系应收类款项、货币资

金和存货增加所致。同期，公司货币资金16.11亿元，同比大幅增长16.84%，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以及往来款增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占比94.91%）；公司应收账款9.21亿元，同比大幅增长23.62%，主要由应收南漳县财政局代建项目回购款9.18亿元构成；公司其他应收款13.66元，同比大幅增长35.54%，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87.84%，集中度较高；公司存货为33.36亿元，同比增长22.42%，主要系公司代建项目工程施工成本不断增加所致。从其构成来看公司存货主要由工程施工17.04亿元和土地成本16.28亿元（均为土地，土地性质基本为出让用地）构成。

截至2018年底，公司非流动资产3.91亿元，同比增长6.07%。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1.10亿元以及固定资产2.14亿元构成。

截至2018年底，公司受限资产分别为10.58亿元的土地使用权以及0.82亿元受限资金，受限比例为14.93%，受限比例一般。截至2018年底，公司应收类款项为22.87亿元，占资产总额的29.95%，对公司资产形成一定占用。

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 2018 年底，公司所有者权益为 24.34 亿元，同比增长 2.88%，主要系未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司实收资本¹与资本公积分别为 1.33 亿元和 15.53 亿元，较上年没有变化；公司所有者权益仍以资本公积为主，所有者权益结构较上年底未发生重大变化。

表7 2017~2018年公司主要资本科目构成情况
(单位：万元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	149151.70	38.32	216713.87	41.68
流动负债合计	160441.94	41.22	237756.14	45.72
长期借款	116270.00	29.87	182572.50	35.11
应付债券	64000.00	16.44	64000.00	12.31
长期应付款	48514.54	12.46	35671.31	6.86
非流动负债合计	228784.54	58.78	282243.81	54.28
负债合计	389226.49	100.00	519999.95	100.00
资本公积	155287.80	66.18	155287.80	63.79
所有者权益合计	234635.41	100.00	243416.92	100.00

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司负债总额52.00亿元，同比大幅增长33.60%，主要系长期借款及其他应付款增加所致。从其构成来看，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 23.78 亿元，同比大幅增长 48.19%，主要是由于其他应付款增长所致；公司其他应付款 21.67 亿元，同比增长 45.30%，主要是因为公司增加与湖北省扶贫投资开发有限公司借款以及与南漳县财政局往来款所致。其中，应付湖北省扶贫投资开发有限公司 3.19 亿元为有息借款。

¹ 公司实收资本中国开基金规模为 0.13 亿元，2016 年之前在“其他非流动负债”中反映，联合资信故将其调至有息债务反映，2017 年亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）将该国开基金调至“实收资本”反映，为保持前后一致性，联合资信仍将该国开基金计入调整后长期债务及调整后全部债务反应。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 28.22 亿元，同比增长 23.37%，主要来自于长期借款的增长；公司长期借款 18.26 亿元，同比增长 57.02%，主要由保证借款（占比 49.34%）和抵押借款（占比 38.99%）构成；公司应付债券 6.40 亿元，较上年无变化，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 3.57 亿元，较上年底减少 26.47%，主要系部分融资租赁款到期归还所致。

截至 2018 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 32.39 亿元，同比大幅增长 36.91%，主要系长期借款增长所致。2018 年底，公司调整后长期债务占比为 87.54%，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 53.81%、57.09%和 68.11%，债务负担进一步加重。2019~2021 年，公司需兑付的债务规模分别为 6.48 亿元、7.36 亿元和 6.16 亿元，公司集中兑付压力一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，受工程建造收入规模下降影响，公司营业收入规模有所下降，盈利水平仍维持在较低水平。

公司营业收入主要以工程建造收入为主，受该板块收入规模下降影响，2018 年公司营业收入同比下降 14.64% 至 4.40 亿元。同期公司的营业成本为 3.89 亿元，同比下降 14.06%。2018 年公司营业利润率为 11.05%，较上年基本持平。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用（销售费用、财务费用和管理费用）为 841.51 万元，同比下降 5.62%。同期，公司期间费用占营业收入的比重为 1.91%，期间费用控制能力较强。

2018 年，公司实现其他收益 1.07 亿元，由

基础设施建设补贴构成。2018 年公司营业外收入为 29.85 万元，由与经营无关的补贴收入构成。同期，公司利润总额为 1.30 亿元，同比增长 207.90%，主要系当年其他收益较上年增加所致，总体看公司利润总额对政府补贴有一定依赖。

从盈利指标来看，2018 年，公司调整后总资产收益率以及净资产收益率分别为 2.18% 和 5.08%，较上年基本持平，总体盈利能力较弱。

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。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.76 亿元，同比下降 6.21%，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同比增长 20.38%，2018 年为 1.13 亿元，主要为公司收到的 1.08 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，2018 年为 9.10 亿元，同比增长 28.95%，主要系公司当年实施南漳县西北片区棚户区改造、南漳县花石桥、城南二期、洞坪等片区棚户区改造和易地扶贫搬迁等项目投入增加所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流净额为-5.33 亿元，公司现金收入比较上年上升 5.65 个百分点至 62.81%，收现质量较差。

投资活动方面，由于 2018 年公司往来款活动较为频繁，因此 2018 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 11.49 亿元和 8.33 亿元。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 2.93 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，2018 年公司取得借款收到现金 8.77 亿元，同比大幅增长 18.51%。2018 年公司筹资活动现金流入全部由取得借款收到的现金构成。同期，公司筹资活动产生的现金流出为 4.87 亿元，同比增长 24.80%。其中，支付其他与筹资活动有关的现金 2.13 亿元，主要由偿还融资租赁款以及支付货币保证金构成。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 3.90 亿元。

5. 偿债能力

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

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比大，所以速动比率较低。2018 年公司流动比率 304.63%，较上年同期减少 61.22 个百分点；速动比率为 164.32%，同比减少 31.68 个百分点。截至 2018 年底，公司现金类资产对调整后短期债务的覆盖倍数为 3.99 倍。综合看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 1.39 亿元，较上年基本持平。受调整后全部债务规模上升影响，公司 2018 年调整后全部债务/EBITDA 大幅上升至 23.22 倍，EBITDA 对长期债务保障能力进一步减弱。

截至 2018 年底，公司对外担保总额大幅增加至 34.12 亿元，担保比率为 140.18%。被担保企业均为国有企业和事业单位，被担保公司均经营正常，但考虑到担保总额及担保比率很高，公司存在较大的或有负债风险。

表8 公司对外担保情况（单位：万元）

公司名称	担保金额	期限
南漳县住房投资有限公司	81000.00	2017-5-27~2037-5-26

南漳县浩淼水利投资有限公司	79717.75	2017-4-12~2020-4-11
南漳县有机谷国有资产投资经营管理有限公司	60956.05	2017-1-7~2035-1-6
南漳县住房投资有限公司	36000.00	2016-12-31~2023-12-30
南漳县汇丰建设投资有限公司	29491.40	2017-4-10~2020-4-9
南漳县亨昌交通投资有限公司	26000.00	2016-12-25~2024-12-24
南漳县浩淼水利投资有限公司	12000.00	2016-9-22~2027-9-21
南漳县亨通交通投资有限公司	4000.00	2016-12-25~2024-12-24
南漳县住房投资有限公司	4000.00	2016-12-31~2023-12-30
襄阳市茂杰房地产开发有限公司	3500.00	2016-1-29~2021-7-30
湖北建通市政工程有限公司	1800.00	2017-1-24~2019-1-23
湖北天度建筑工程有限公司	950.00	2018-2-11~2020-2-10
湖北建通市政工程有限公司	800.00	2017-1-24~2019-1-23
湖北建通市政工程有限公司	600.00	2017-1-24~2019-1-23
湖北建通市政工程有限公司	400.00	2017-1-24~2019-1-23
合 计	341215.20	--

注：上述担保金额为截至 2018 年底情况，部分担保已于 2019 年到期

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 2018 年底，公司共获得各家商业银行授信额度为 32.80 亿元，尚未使用的额度为 6.48 亿元。公司融资渠道亟待拓宽。

6. 母公司财务情况

截至 2018 年底，母公司资产总额 48.41 亿元，同比减少 1.55%，较上年基本持平。其中流动资产占 88.82%、非流动资产占 11.18%，仍以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 63.41%，占比较大。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 24.14 亿元，同比增长 3.80%，较 2017 年底无明显变化。其中实收资本占 5.51%、资本公积占 64.17%、未分配利润占 27.59%。母公司所有者权益占合并报表权益总额的 99.18%，占比很高。

截至 2018 年底，母公司负债合计 24.26 亿元，同比减少 6.36%。其中流动负债占 61.01%、非流

动负债占 38.99%，仍以流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 46.66%，占比一般。

2018 年，母公司实现营业收入 4.09 亿元，同比减少 15.86%，主要系委托代建工程收入减少所致。同期，母公司营业利润率 9.98%，较上年小幅减少 0.17 个百分点，变化不大；利润总额 1.29 亿元。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重分别为 92.95%和 99.23%，占比均很高。

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。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 1.39 亿元和 3.89 亿元，分别为未来偿还债券峰值的 1.09 倍和 3.04 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。公司无一年内到期债券。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	1.28
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.04
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--

EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.09
-------------------	------

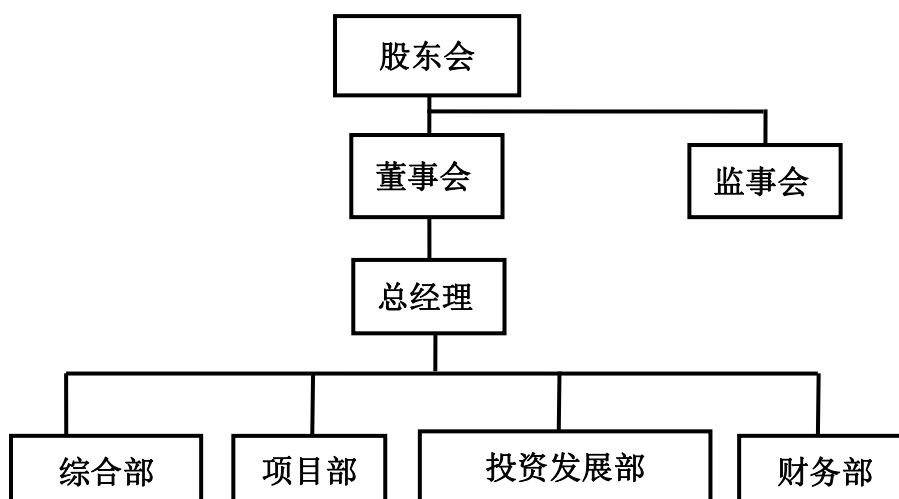
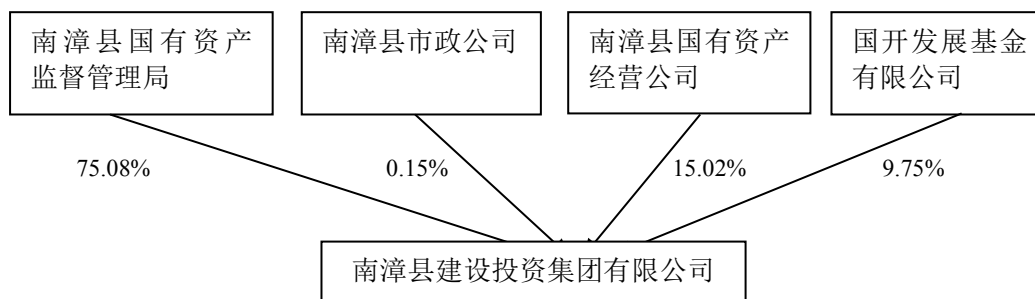
资料来源：联合资信综合整理

此外，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“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，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⁺，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 截至 2018 年底公司股权结构图及组织机构图



附件 2 截至 2018 年底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	100.00	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	83.33	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。

资料来源：公司提供

附件 3 担保方重庆三峡融资担保集团股份有限公司主体长期信用评级 报告

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.81	13.79	16.11
资产总额(亿元)	42.53	62.39	76.34
所有者权益(亿元)	22.11	23.46	24.34
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.85
调整后短期债务(亿元)	0.87	0.78	4.04
长期债务(亿元)	7.14	18.03	24.66
调整后长期债务(亿元)	8.25	23.01	28.35
全部债务(亿元)	7.14	18.03	25.50
调整后全部债务(亿元)	9.12	23.78	32.39
营业收入(亿元)	5.09	5.15	4.40
利润总额(亿元)	1.26	1.32	1.30
EBITDA(亿元)	1.46	1.41	1.39
经营性净现金流(亿元)	-3.82	-3.27	-5.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.31	0.81	0.53
存货周转次数(次)	0.20	0.18	0.13
总资产周转次数(次)	0.13	0.10	0.06
现金收入比(%)	46.08	57.16	62.81
应收类款项/资产总额(%)	22.67	28.09	29.95
营业利润率(%)	11.26	11.74	11.05
总资本收益率(%)	4.40	2.97	2.48
调整后总资本收益率(%)	4.12	2.61	2.18
净资产收益率(%)	5.25	5.23	5.08
长期债务资本化比率(%)	24.41	43.45	50.32
调整后长期债务资本化比率(%)	27.18	49.51	53.81
全部债务资本化比率(%)	24.41	43.45	51.16
调整后全部债务资本化比率(%)	29.20	50.34	57.09
资产负债率(%)	48.02	62.39	68.11
流动比率(%)	320.40	365.85	304.63
速动比率(%)	119.88	196.00	164.32
经营现金流动负债比(%)	-31.35	-20.40	-22.41
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	12.83	18.28
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.56	16.92	23.22

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 5 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】×100%
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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

附件 6-1 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 6-2 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。

附件 6-3 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