

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1001 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宝鸡市投资（集团）有限公司主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，维持“11宝城投债”AA⁺信用等级，维持“12宝城投债/12宝投资”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

宝鸡市投资（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
11 宝城投债	15 亿元	2011/3/7- 2018/3/7	AA ⁺	AA ⁺
12 宝城投债/12 宝投资	10 亿元	2012/12/26- 2018/12/26	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 26 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	23.99	19.43	33.46
资产总额(亿元)	158.15	187.12	214.06
所有者权益(亿元)	69.15	94.11	92.95
短期债务(亿元)	3.32	6.59	9.30
全部债务(亿元)	51.39	53.17	79.51
营业收入(亿元)	8.47	13.14	10.98
利润总额 (亿元)	1.37	1.22	0.88
EBITDA(亿元)	4.52	3.92	4.00
经营性净现金流(亿元)	-1.91	2.61	-5.26
营业利润率(%)	-1.72	0.49	14.63
净资产收益率(%)	1.93	1.16	0.96
资产负债率(%)	56.28	49.70	56.58
全部债务资本化比率(%)	42.63	36.10	46.11
流动比率(%)	206.73	248.74	288.70
全部债务/EBITDA(倍)	11.37	13.58	19.90
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	1.33	1.08
经营现金流负债比(%)	-5.73	7.33	-13.27

分析师

闫 蓉 陈 茜

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

宝鸡市投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝鸡投资”）是宝鸡市基础设施建设主体，在外部环境、政府支持等方面具备优势。跟踪期内，公司供热、供水及运输等业务板块平稳增长；公司持续获得宝鸡市政府在资本注入及资金补贴等方面的支持。此外，但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司业务公益性较强，土地出让收入、房屋销售收入受国家政策及房地产市场影响具有不确定性，对政府补贴依赖大，土地资产绝大部分处于抵质押状态，资产流动性较差，投资规模较大等因素对公司偿债能力可能带来的不利影响。

伴随宝鸡市各项产业的稳步发展，地方税收留存将保持增长，地方财政对公司的支持力度将持续稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11宝城投债”由中国投融资担保有限公司（原名：中国投资担保有限公司，以下简称“中投担保”）提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投担保主体长期信用等级为AA⁺，具备稳定的信用水平与很强的担保实力，对“11宝城投债”的信用水平具有显著的提升作用。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“11宝城投债”AA⁺的信用等级以及“12宝城投债/12宝投资”AA 的信用等级。

优势

1. 宝鸡市经济持续发展，为公司经营提供了有利的外部环境。
2. 公司作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，跟踪期内，宝鸡市政府给予了公司持续性的支持。
3. 中投担保为“11宝城投债”提供不可撤销

连带责任保证担保，有助于保证“11宝城投债”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司投资经营主要取决于政府决策，受政策指导影响较大。
2. 公司土地出让收入与房屋销售收入受国家政策以及房地产市场影响较大，具有不确定性。
3. 公司业务公益性强，整体收益水平对政府补贴依赖大。
4. 公司账上土地资产绝大部分已处于抵质押状态，资产流动性较差。
5. 公司基础设施建设投资规模较大，面临较大的资金压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与宝鸡市投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宝鸡市投资（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因宝鸡市投资（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由宝鸡市投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于宝鸡市投资(集团)有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

宝鸡市投资(集团)有限公司(以下简称“公司”或“宝鸡投资”),是根据2006年12月29日宝鸡市人民政府宝政发【2006】66号《关于成立宝鸡市投资(集团)有限公司的决定》文件,由宝鸡市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“宝鸡市国资委”)出资组建的国有独资有限公司。2013年12月,长安国际信托股份有限公司(以下简称“长安信托”)以货币资金形式向公司增资3亿元,2015年,宝鸡市国资委现金回购长安信托持有股权。截至2015年3月26日,公司注册资本13亿元,宝鸡市国资委持股100%,公司实际控制人为宝鸡市国资委。

公司作为宝鸡市政府主要的综合投资、建设和经营主体,承担对国有资产收益收缴和产权处置收入的责任,建立并合理安排国有资产投资,促使国有资产滚动增值。公司经营范围为城市建设及基础设施投资、工业投资、交通运输投资、文化教育投资、旅游投资、生态投资;房地产开发;物业管理;市区路桥收费。

截至2014年底,公司资产总额214.06亿元,所有者权益92.95亿元(其中少数股东权益1.47亿元);2014年公司实现营业收入10.98亿元,利润总额0.88亿元。

公司注册地址:宝鸡市宝虢路125号行政中心6号楼C座;法定代表人:任永强。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年,中国国民经济在新常态下保持

平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元,比上年增加11449亿元,增长8.2%。其中,中央本级支出22570亿元,比上年增加2098亿元,增长10.2%;地方财政支出129092亿元,比上年增加9351

亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业和区域环境分析

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政

隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日，四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，

地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作

用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

公司作为宝鸡市政府授权的主要基础设施建设主体，主要业务包括城建、公交、自来水、供热、土地开发等公益性和准经营性项目的投资、建设、运营。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与宝鸡市经济发展及城市建设密切相关。

2009年6月25日，国务院正式发布《关中一天水经济区发展规划》（以下简称“关一天规划”），规划提出将把关中一天水经济区打造成为“全国内陆型经济开发开放的战略高地，统筹科技资源改革的示范基地，先进制造业战略基地，现代农业高技术产业基地，彰显华夏文明的历史文化基地”。

宝鸡作为“关-天规划”中“一核、一轴、三辐射”空间发展框架体系中的“轴核心市”，规划要求将宝鸡建成百万人口以上的特大城市和经济区副中心城市，到2015年宝鸡市城市建成区面积达到100平方公里，城市人均住房面积33平方米，集中供热普及率75%。到2020年宝鸡市城市建成区人口达到120万人，面积控制在130平方公里，城市人均住房面积35平方米，集中供热普及率达85%，城镇化率达到60%，建成区域重要的交通枢纽。

近年来，宝鸡市整体经济保持较快速度增长。根据《2014年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报》数据，2014年全年实现地区生产总值1658.54亿元，比上年增长10.8%。其中，第一产业增加值161.33亿元，增长4.9%；第二产业增加值1078.18亿元，增长11.9%；第三产业增加值419.03亿元，增长9.2%。三次产业结构比为9.7: 65.0: 25.3。按常住人口计算，全市人均生产总值44241元，折合7230美元（汇率为1美元兑6.119元人民币）。非公

有制经济增加值 830.40 亿元，占全市经济总量的比重为 50.07%。

随着宝鸡市经济总量快速提升，城镇居民人均可支配收入快速增长。2014 年全年城镇居民人均可支配收入 31560 元，比上年增长 10.7%。城镇居民人均消费性支出 22106 元，增长 11.0%。全年农民人均纯收入 9421 元，增长 12.5%。农民人均消费性支出 7456 元，增长 12.2%。

表1 宝鸡市2012~2014年经济发展情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
全市生产总值（亿元）	1409.87	1545.91	1658.54
规模以上工业增加值(亿元)	690.61	744.67	864.82
固定资产投资（亿元）	1311.69	1581.44	1979.17
城镇居民人均可支配收入（元）	25777	28509	31560

资料来源：近三年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报

近年来，宝鸡市固定资产投资规模持续高速增长，2014 年全年完成全社会固定资产投资 2105.59 亿元，比上年增长 26.1%。其中，固定资产投资 1979.17 亿元，增长 21.8%；固定资产投资按产业分，第一产业投资 159.64 亿元，增长 26.0%；第二产业投资 672.97 亿元，增长 21.1%；第三产业投资 1146.56 亿元，增长 25.1%。全年完成保障性住房投资 89.17 亿元，新开工各类保障性住房项目 127 个 4.24 万套，建成各类保障性住房 3.12 万套，累计竣工各类保障性住房 10.22 万套。

总体看，宝鸡市固定资产及基础设施建设增速较快，经济实现较快增长，经济结构良好。

从宝鸡市全口径政府财力看，2014 年宝鸡市全口径政府财力 260.10 亿元，较 2013 年增长 19.67%。从全口径政府财力结构看，2014 年一般预算收入、转移支付及税收返还收入分别占政府财力的 30.01%、61.19%，宝鸡市财政收入主要依赖于上级政府的补助收入。2014 年宝鸡市经济持续增长，带动一般预算收入较 2013 年增长 8.39%，至 78.06 亿元。一般预算收入中税收收入和非税收入分别占 61.54%、38.46%，税收收入比重较高。2014 年转移支付

和税收返还收入 159.15 亿元，较 2013 年增长 12.96%。2014 年，宝鸡市国有土地使用权出让收入增长幅度较大，由 2013 年的 1.87 亿元增长至 20.21 亿元。

表2 2014 年度宝鸡市全口径财力情况（单位：万元）

地方财力（2014 年度）	金额
（一）地方一般预算收入	780571
1. 税收收入	483293
2. 非税收入	297278
（二）转移支付和税收返还收入	1591515
1. 一般性转移支付收入	750513
2. 专项转移支付收入	757736
3. 税收返还收入	83266
4. 其他	
（三）国有土地使用权出让收入	202062
1. 国有土地使用权出让金	180524
2. 国有土地收益基金	20239
3. 农业土地开发资金	1299
4. 新增建设用地有偿使用费	
（四）预算外财政专户收入	26838
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2600986

资料来源：宝鸡市财政局

注：2014 年内，宝鸡市土地出让收入全部纳入宝鸡市财政局统计的国有土地使用权出让收入中。

截至 2015 年 3 月底，宝鸡市地方政府债务余额 159.26 亿元，同比增长 29.84%，主要由直接债务构成。宝鸡市地方政府直接债务主要由国内金融机构借款和债务融资构成，合计占直接债务余额的 47.19%。宝鸡市债务率（截至 2015 年 3 月底地方政府债务余额 ÷ 2014 年度地方综合财力）× 100%）为 61.23%，同比提升 4.80 个百分点，总体来看，宝鸡市政府债务水平一般。

表3 截至2015年3月底宝鸡市全口径地方政府债务构成（单位：万元）

地方债务（2015 年 3 月底）	金额
（一）直接债务余额	1499329.84
1、外国政府贷款	8466.63
2、国际金融组织贷款	3143.75
3、国债转贷资金	62712.82
4、农业综合开发借款	106.01
5、解决地方金融风险专项借款	17757.36

6、国内金融机构借款	403697.86
7、债务融资	303877.00
8、粮食企业亏损挂账	
9、向单位、个人借款	13456.29
10、拖欠工资和工程款	471383.13
11、其他	214729
(二) 担保债务余额	186632.82
1、政府担保的外国政府贷款	1607.39
2、政府担保的国际金融组织贷款	1297.86
3、政府担保的国内金融机构借款	165561.56
4、政府担保的融资平台债券融资	
5、政府担保向单位、个人借款	1204.14
6、其他	16961.87
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	1592646.25

资料来源：宝鸡市财政局

总体看，宝鸡市经济持续保持较快的发展态势。宝鸡市政府的财政收入主要来源于上级补助，债务负担适宜。伴随宝鸡市各项产业的稳步发展，地方税收留存将保持增长，进而为公司提供良好的外部发展环境。

五、公司基础素质

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月 26 日，宝鸡市国资委回购长安信托持有的 23.08% 股份，至此，公司由宝鸡市国资委持股 100%。公司实际控制人为宝鸡市国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，公司法人由原来的赵荣变更为公司总经理任永强，其余高管未发生变化。

任永强，高级经济师，注册资产管理师（高级资产管理师），陕西省社科院宝鸡分院特邀研究员。擅长经济定量分析与监测工作、区域经济研究。2012 年 7 月至今兼任宝鸡市投资（集团）有限公司总经理。

3. 政府支持

公司本身的经营业务及投资项目多为公益性及准经营性业务，自身盈利能力较差，为此，宝鸡市政府对公司给予了大力支持。跟踪

期内，公司持续获得宝鸡市政府在资本注入及资金方面的支持。

资本注入

2014 年，公司子公司新城投资建设开发有限公司根据宝鸡市国资委《关于同意将政府减免的土地出让金转作资本公积的批复》（宝国资发【2014】101 号）文件规定，将不用缴纳的土地出让金 20286.18 万元转增资本公积，其中宝鸡投资集团享有 16228.94 万元。同时，子公司宝鸡市法门旅游开发建设有限公司以宝鸡市人民政府专项拨款增加资本公积，公司享有 15060 万元。

资金支持

为了弥补公司公益、半公益性业务亏损的状态，宝鸡市财政局依据宝市财办建专【2009】24 号等文件，对公司给予了一定额度的财政补贴，2014 年，公司收到补贴款 2.07 亿元，公司将其反映在“营业外收入”和“收到其他与经营活动有关的现金”科目中。

宝鸡市政府授权公司代表宝鸡市政府控制土地一级市场，配套建设城市基础设施，依据《宝鸡市人民政府关于印发宝鸡市土地收购储备工作实施意见（试行）的通知》（宝政发2010【38】号文）和《宝鸡市人民政府关于市投资（集团）公司发展经营有关问题的会议纪要》（2010 年第 19 次）文件，凡经营性土地必须实行招标、拍卖、挂牌方式出让，出让成交价款足额上缴市财政专户，由市财政专户足额及时划拨给公司用于城市基础设施建设，凡公司开发建设项目，宝鸡市市本级行政事业性收费全免。2014 年，公司实现土地出让收入 0.33 亿元，计入“货币资金”和“销售商品，提供劳务收到的现金”科目。

总体来看，作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，宝鸡市政府对公司的支持力度持续性、稳定性较强。

六、管理分析

跟踪期内，管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司实现营业收入 10.98 亿元，同比减少 16.44%，主要由于房屋销售、土地转让等主营业务收入减少所致。营业收入结构

上，供热、供水、运输、房屋销售四大板块占比营业收入 72.22%。

从毛利率来看，跟踪期内，公司营业收入毛利率由 2013 年的 2.14% 大幅上升至 16.58%，主要由于处于亏损状态的房屋销售业务收入大幅缩减。盈利能力方面，公司营业利润亏损收窄，公司营业利润率由 2013 年的 0.49% 升至 14.63%，但受政府补助减少的影响，公司利润总额较 2013 年减少 0.34 亿元，至 0.88 亿元。总体看，跟踪期内公司盈利能力仍较弱。

表 4 2012~2014 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供热收入	2.97	35.06	11.78	3.07	23.36	17.22	3.28	29.87	8.23
自来水收入	0.85	10.04	-16.47	1.09	8.26	0.81	1.17	10.66	0.40
运输收入	1.66	19.60	-7.83	1.83	13.94	21.21	1.91	17.40	-5.24
工程收入	0.63	7.44	22.22	0.42	3.21	26.01	0.70	6.38	13.04
土地出让收入	--	--	--	0.52	3.96	35.57	0.33	3.01	82.92
房屋销售	1.05	12.40	-46.67	4.70	35.77	-42.41	1.46	13.30	-25.34
其他	1.31	15.47	61.83	1.51	11.48	69.87	2.13	19.40	77.00
合计	8.47	100	6.38	13.14	100	2.14	10.98	100	16.58

资料来源：公司审计报告

2. 主要业务

水务业务

公司自来水供应业务由全资子公司宝鸡市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）负责经营。该公司成立于 1990 年，注册资本为 5000 万元，宝鸡投资 100% 持股。

截至 2014 年底，自来水公司供水面积达 53 平方公里，供水人口 55 万户，现有水厂 3 个、加压站 5 座，日供水能力 20.7 万立方米，平均日制水量 13.37 万立方米左右，2014 全年完成售水 3750 万立方米，同比增长 3.31%。供水管网总长度 751 公里，设有 22 个管网水质监测点和 34 个管网压力监测点，实时监测管网水质和压力，水质综合合格率 100%、管网压力合格率 99.7% 以上。

根据陕西省物价局【2013】第 03 号批复，2014 年宝鸡市实施水费政策为：1. 生活用水：

2.75 元，暂不调整；2. 原水。将供应企事业单位的原水，由 0.32 元提高至 0.39 元；3. 非生活用水。实行工商同价，由 3.62 元统一调整至 4.99 元；4. 特种用水。由 6 元调整至 10 元。未来，公司水务板块收入有望增长。

表 5 自来水公司经营指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
下属水厂数量（个）	3	3	3
平均日制水量（万立方米）	12.10	12.10	13.37
售水量（万立方米）	3544.00	3630.00	3750.00
管网压力合格率平均值（%）	99.60	99.80	99.80
管网水质综合合格率（平均值，%）	100.00	100.00	100.00
管网漏失率（%）	15.30	14.90	15.00
自来水用户数量（万户）	51.00	55.00	55.00

资料来源：公司提供

目前公司负责的供水管网工程项目包括北塬供水管网工程、宝鸡高新东区产业园区供水管网工程、宝鸡市东区截污及西中区排水管网改造工程、十里铺污水处理厂提标改造项

目、东高新区中水配水管网工程、代家湾至千河口片区中水配水管网工程，项目总投资 7.90 亿元，2014 年完成投资 2724 万元，累计投资 4.49 亿元。

跟踪期内，宝鸡市自来水销售收入小幅上升 6.42%，实现营业收入 1.17 亿元，毛利率 0.42%。

供热业务

公司的供热业务由宝鸡市热力有限责任公司（以下简称“热力公司”）负责经营，该公司成立于2002年，其前身为宝鸡市热力中心及上马营供热管理站，公司持有其100%股权。热力公司主要职能是负责宝鸡市城市集中供热的规划建设和冬季供热、夏季制冷、生活热水供应及发电。

截至2014年底，公司已拥有主热源5处，管网总长267公里，换热站110座，供热能力1701万平方米，全市入网面积1852万平方米，集中供热面积1669万平方米。供热发电机组年发电量2234万千瓦小时，其中上网电量1692万千瓦小时。目前全市已有4000余家机关、企事业单位、15万余户居民通过城市集中供热采暖。

供热收入是公司稳定且持续增长的收入来源，2012~2014年，公司分别实现供热收入2.97亿元、3.07亿元、3.28亿元，分别占营业收入的35.06%、23.36%和29.87%（2013年房屋销售收入规模大，稀释了供热收入占比）。2012年以来主要原材料煤炭价格下降，带动公司供热业务毛利率持续上升，近三年供热业务的毛利率分别是11.78%、17.22%和8.23%。2014年，该板块毛利率的大幅下降主要由于政策、核算等原因导致成本增加。

2014年，公司总投资4100万元的42项工程（包括群众路北线集中供热工程、姜城神农片区集中供热工程、老旧小区集中供热管网工程等）全部完工，正处于审计阶段；锅炉改造工程也已完工处于审计阶段。“11宝城投债”募投项目宝鸡市集中供热工程已完成投资1.8

亿元，未来两年将分别投入1.04亿元与0.88亿元。

截至2014年底，公司在建的供热工程主要是“宝鸡市集中供热工程”，该项目总投资是3.72亿元，已投资1.80亿元，后续投资集中于2015年和2016年，相对于供热公司收入规模，供热业务在建工程未来投资压力不大。

表6 热力公司经营指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
热源数量（个）	6	6	5
换热站数量（个）	108	108	110
供热管网长度（公里）	211	240	267
入网面积（万平方米）	1414	1663	1852
供热面积（万平方米）	1206	1407	1669
发电量（万千瓦小时）	1251	2362	2234

资料来源：公司提供

城市交通运输业务

公司城市交通业务由全资子公司宝鸡市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）经营，该单位始建于1956年，2009年为顺应公司国有体制改革，公司整体改制为宝鸡市公共交通有限责任公司，注册资本7000万元，宝鸡投资持股100%。

表7 公交公司经营指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
公交线路（条）	40	43	45
总运营长度（公里）	510.2	530.80	591.8
票款收入（万元）	16569.30	18455.14	19074.57
补贴收入（万元）	2731.20	1260.00	1546.6
发放市政公交卡总数（万张）	11.12	11.03	11.24

资料来源：公司提供

截至2014年底，公交公司有营运车辆914台，营运线路45条，线路总长度591.8公里，年营运里程7049.9万公里，年客运量2.25亿人次。2014年实现票款收入1.91亿元，利润总额-0.13亿元。2014年公司获得财政补贴1546.6万元，反映在营业外收入科目。

2014年，公司营业毛利率大幅下降，主要由于燃料、轮胎、材料等生产资料价格以及人

工成本逐年上涨,政府给与企业的补贴每年有缺口,此外,公司给予老寿星、65-70 岁的老年人、残疾军人免费乘车的同时,还承担着学生和成人 IC 卡的乘车优惠,公益性支出逐年增大;上述原因使得企业亏损逐年增加。

基础设施建设

公司基础设施建设运营主体包括宝鸡市旧城改造建设投资有限公司(以下简称“旧城改造公司”)、宝鸡市新城投资建设开发有限公司(以下简称“新城公司”)和集团本部。旧城改造公司负责部分区域的旧城改造和安置房建设,新城公司仅负责南客站片区基础设施建设,公司本部负责部分代家湾片区旧城改造项目。

近年来公司的工程收入主要来源于旧城改造公司的旧城区房屋拆迁及安置房建设业务。旧城改造公司的主要职责是负责宝鸡市旧城区的拆迁及安置房的建设与出售业务,主要建设项目包括东仁堡棚户区改造工程和五星村二期廉租房项目,两项目总投资分别为 20 亿元与 2.79 亿元。项目由国家开发银行的贷款作为项目启动资金,对旧城区实施拆迁,并建造安置房对拆迁居民予以安置,该项业务的收入包括两项,一是安置房的销售,该项收入由政府定价,价格较低;二是在拆迁过程中形成的富余土地出让返还,即:将拆迁所形成的土地在扣除用于建造安置房以外的部分通过土地储备中心出让,并在扣除相关规费后返回给旧城改造公司,并确认为收入。公司相匹配的成本为整个拆迁过程中形成的拆迁补偿、安置补助、建筑工程造价、相关税费等成本。截至 2014 年底,以上项目已完成投资 19.51 亿元,其中,五星村二期廉租房项目室内外工程已全部完工达到交付使用条件;东仁堡棚户区项目 D 区 6 幢楼计划 2015 年底交付, C 区、A 区 11 栋主体封顶,进入装饰安装,新开工六栋,

2 栋准备开工。后续投资资金来源于以上项目的配售、土地出让等。

新城公司对南客站片区 15 平方公里实施综合开发建设,预计投资 41.43 亿元。截至 2014 年底,新城公司已投资 33.02 亿元,具体项目包括明星佳苑棚户区改造项目、东星村棚户区改造、站前大道、高新四路及站前广场等。该公司目前并未产生收入,新城公司对该区域内的投资支出主要依靠外部融资以及政府补助收入平衡。截至 2014 年,公司新增有息负债 11.20 亿元;2014 年,公司收到上级政府专项补助资金 0.13 亿元、通过减免土地出让金转资本公积 2.03 亿元。此外,未来部分土地出让收入、委托开发收益与住宅底商出让收入也将对公司支出起到平衡作用。

公司本部主要负责部分代家湾片区旧城改造,项目总投资 10.47 亿元,项目建设期由宝鸡市政府筹集项目资本金,公司进行建设管理。该项目于 2011 年开始建设,截至 2014 年底,该项目已投资 6 亿元;2014 年,由于建设资金紧张等原因项目延期,经发改委批准项目延期至 2015 年。

土地开发业务

宝鸡市政府授权公司代表宝鸡市政府控制土地一级市场,配套建设城市基础设施。

跟踪期内,公司实现土地出让收入 0.33 亿元,来自陈仓区大众村地块。同期,公司征收陈仓区大众村土地 87.68 亩,征收成本 1764.94 万元,该部分土地收入将逐步返还给公司。

截至 2014 年底,公司待开发的土地主要在旧城改造公司和新城公司名下,账面价值约 24.23 亿元,反映在“存货”科目,绝大部分处于抵质押状态,变现能力一般。以上土地未来将根据旧城改造公司和新城公司业务发展情况进行开发。

表8 截至2014年底公司存货项下主要土地明细（单位：平方米、万元）

序号	土地权属证号	座落	面积 (m ²)	土地用途	土地性质	账面价值	是否抵押	实际使用人
1	宝市国用(2012)第 061 号	金台区五星村	17961.40	住宅用地	划拨	416.51	是	旧城公司
2	宝市国用(2012)第 062 号	金台区五星村	18910.40	住宅用地	划拨	438.52	是	旧城公司
3	宝市国用(2012)第 063 号	金台区五星村	22045.00	住宅用地	划拨	511.21	是	旧城公司
4	宝市国用(2012)第 064 号	金台区五星村	18493.50	住宅用地	划拨	428.85	是	旧城公司
5	宝市国用(2012)第 131 号	金台区新华路西侧(东仁新城 F 区)	18033.10	商业\住宅	出让	3433.94	是	旧城分公司
6	宝市国用(2012)第 132 号	金台区新华路西侧(东仁新城 C 区)	12870.30	商业\住宅	出让	2450.82	是	旧城分公司
7	宝市国用(2012)第 133 号	金台区新华路西侧(东仁新城 E 区)	16889.00	商业\住宅	出让	3216.08	是	旧城分公司
8	宝市国用(2012)第 134 号	金台区新华路西侧(东仁新城商业 21 号楼)	1336.30	商业	出让	254.46	是	旧城分公司
9	宝市国用(2012)第 135 号	金台区新华路西侧(东仁新城 D 区)	13405.00	商业\住宅	出让	2552.64	是	旧城分公司
10	宝市国用(2012)第 136 号	金台区新华路西侧(东仁新城 11 号楼)	3877.30	商业\住宅	出让		是	旧城分公司
11	宝高新国用(2013)第 048 号	和谐大道以南,高新三路以西	63533.30	住宅用地	出让	21157.47	是	新城投资
12	宝高新国用(2012)第 25 号	渭滨大道以南,高新四路以西	304929.00	商服用地	出让	106908.11	是	新城投资
13	宝高新国用(2012)第 26 号	渭滨大道以南,高新六路以西	329779.00	商住用地	出让	79496.53	是	新城投资
14	宝高新国用(2014)第 03 号	西宝高铁以北,高新三路以东	62387.00	住宅用地	出让	20310.52	否	新城投资
15	宝市国用(2013)第 028 号	渭工路	4093.30	商业\住宅	出让	646.78	否	众翔地产
16	宝市国用(2013)第 167 号	行政大道以南,热力公司以西	5123.80	住宅用地	出让	80.10	否	众翔地产

17	凤国用(2012)第 794 号	凤县双石铺镇桥头庄村	5667.10	商业\住宅	出让		否	众翔地产凤县分公司
	合计	--	919333.80	--	--	242302.55	--	--

注：宝市国用（2012）第136号地块已结转，凤国用(2012)第794号地块正处于结算阶段。

资料来源：公司提供

房产销售

公司房产销售主要来自旧城改造公司的保障性住房，2013 年和 2014 年，公司分别实现房产销售收入 4.70 亿元和 1.46 亿元。2013 年产生销售收入的项目由于已结算或无偿返还等原因没有销售收入，2014 年售房收入来自旧城改造公司东仁堡项目、五星村一期项目房屋销售收入。目前公司房屋销售呈亏损状态，主要是在于：首先，廉租房开发时，政府只负责相应的开发成本，相关的基础设施配套建设资金需要公司自筹；其次，部分未出售的房屋出租费由房管局收取；最后，廉租房出售时公司未收取税金，但税务局向公司收取一定比例的税金。

其它收入

除了上述主要业务收入以外，公司还承揽了电力销售，天然气销售，房屋出租，广告招商的其他类经营业务，收入占比较小，对公司

业务收入形成一定补充，跟踪期内，公司实现其它业务收入 2.13 亿元。

未来发展

根据宝鸡市国民经济与社会发展“十二五”发展规划，宝鸡市提出加快城乡基础设施建设，加强市区、县城、重点镇、重点园区道路、供排水、供暖供气、污水垃圾处理等公用设施建设，实现市政公共设施基本配套到位。

公司作为宝鸡市城市基础设施项目建设和国有资产运营主体，承担的供热、供水和基础设施建设项目较多，主要在建项目总投资 88.82 亿元，已投资 60.06 亿元（体现在财务报表中“在建工程”和“存货”科目），后续投资集中在 2015 年和 2016 年，后续投资规模较大，资金主要来源于银行贷款，公司未来投资压力较大。

表 9 公司主要在建项目（单位：万元）

板块	项目名称	总投资	截至 2014 年已投资	投资计划			相关债券
				2015 年计划投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	
供热	宝鸡市集中供热工程	37219	18000	10419	8800		11 宝城投债
供水	宝鸡市北塬供水管网工程	22137	12537	9600			11 宝城投债
	宝鸡高新东区产业园区供水管网工程	21840	8000	8500	5340		11 宝城投债
	宝鸡市东区截污及西中区排水管网改造工程	22000	22000				11 宝城投债
	十里铺污水处理厂提标改造项目	4447	2816	1631			
	东高新区中水配水管网工程	5928	85	1375	2468	2000	
	代家湾至千河口片区中水配水管网工程	2650	998	752	900		
基础设施建设	南客站片区	334070	329739	4331			部分资金来源于“11 宝城投债”
	金陵河两岸综合开发	30000	7000				11 宝城投债
	宝鸡市上塬路道路工程	39900	39000	900			11 宝城投债

	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程	183100	100000	40000	30000	13100	12 宝城投债/12 宝投资
	代家湾片区旧城改造项目	104676	60000	40000	4676		
	明星佳苑棚户区改造项目	80205	416	30000	29769	20020	
合计		888172	600591	147508	81953	35120	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2014年度财务报表经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见。跟踪期内，公司将全资子公司宝鸡市润泽水务有限责任公司进行清算注销，其资产、负债全部由母公司承担，该项调整对于财务数据可比性影响很小。

截至 2014 年底，公司资产总额 214.06 亿元，所有者权益 92.95 亿元（其中少数股东权益 1.47 亿元）；2014 年公司实现营业收入 10.98 亿元，利润总额 0.88 亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司营业收入同比下降 16.44%，主要系公司保障房销售收入大幅下滑所致。同期，公司营业成本同比下降 28.80%。

2014 年，由于处于亏损状态的房屋销售业务收入占比下降，公司综合毛利率由 2013 年的 2.14%大幅上升至 16.58%。跟踪期内，公司期间费用上升至 3.03 亿元，占营业收入比重上升至 27.59%，对公司利润侵蚀较为严重。此外，由于对旗下联营企业投资收益大幅增长 20.17%，公司营业亏损减小至 1.11 亿元。

除自身盈利外，政府补助是公司利润另一重要来源，2014 年，公司实现政府补助收入 2.07 亿元，同比下降 31.68%。公司补贴收入主要为热力管网设施配套补助、廉租房及棚户区改造补助、城市公共交通政策补贴、中水水务管网补助等。

从盈利指标来看，2014年公司营业利润率上至14.63%，主要是房屋销售业务占比锐减所致。政府补助的减少致使公司总资本收益率和

净资产收益率分别降至1.16%和0.96%。

跟踪期内，公司主营业务盈利能力并未得到改善，公司利润总额对政府补助依赖大。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金13.00亿元，同比减少6.74%。公司收到其他与经营活动有关的现金5.81亿元，同比减少11.70%，主要为政府补贴款和划拨代付款（代收城市道路建设款2.21亿元，污水提标改造款1200万元，代家湾棚户区改造款534万元，南客站雨水管网500万等）。2014年，公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金12.30亿元，同比下降4.58%；同期，支付的其他与经营活动有关的现金主要是非主营业务性往来资金（计入其他应收款）以及期间费用，同比上一年增加228.36%，为9.03亿元。2014年，公司经营活动现金流净额为-5.26亿元。同期，公司现金收入比为118.43%，公司现金收入质量小幅提升。

从投资活动看，2014年公司投资活动现金流入量同比下降42.70%至9.10亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金2.40亿元（用款单位交回的债券利息以及热力公司基础设施专项建设款）和收回投资收到的现金6.55亿元（国开行转贷款收回3.32亿元与理财产品到期收回3.23亿元）。公司投资活动现金流出量较上一年减少27.17%至21.13亿元，其中，投资支付的现金9.13亿元，主要为购买银行理财产品支出、蟠龙新区保障房转贷款以及国开行转贷款，支付的其他与投资活动有关的现金2.08亿元，主要是公司支付蟠龙新区债券资金。2014年公司投资活动现金流净额-6.30亿元，资金缺口较

2013年扩大1.04亿元。

从筹资活动看，2014年公司筹资活动现金流入量为37.23亿元，同比增长135.78%；其中取得借款收到的现金为35.84亿元。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务的本息，其中偿还债务支付的现金9.37亿元、分配股利、利润和偿付利息支付的现金3.76亿元，筹资活动流出总额与上一年基本持平。2014年公司筹资活动产生的现金流量净额为24.10亿元，同比大幅增长613.02%。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，收入实现质量较好。经营活动现金流量净额对投资活动资金流出覆盖率下降，对外筹资需求加大。结合公司目前运营特点，现有建设项目和未来投资规模较大，投资资金缺口较大，公司存在较大的融资压力。

4. 资本及债务结构

资本

截至2014年底，公司资产总额214.06亿元，同比增长14.40%。公司流动资产和非流动资产分别占资产总额的53.43%和46.57%，公司流动资产占比较去年上升6.11%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2014年底，公司流动资产114.38亿元，同比增长29.18%，主要来自货币资金、交易性金融资产、预付账款、其他应收款、存货的增长。

截至2014年底，公司货币资金27.92亿元，同比增长81.53%，主要由于融资规模扩大；交易性金融资产5.54亿元，较上年增加1.53亿元，主要为购买的理财产品；同期，公司预付账款增加1.10亿元，主要由预付工程款、材料款及未结算工程费用等组成。同期，公司其他应收款增幅较大，为17.31亿元，主要来自宝鸡住建局、宝鸡市人民政府、南客站片区拆迁安置建设指挥部等非关联方的往来款、代垫款等，公司计提坏账准备较为充分，2014年计提坏账准备为0.93亿元。公司存货为51.90亿元，同

比增长2.35%，来自开发成本增加（旗下新城投资、旧城投造两公司与集团本部的基建及棚改项目）。公司存货主要由开发成本（占99.11%）构成，开发成本中土地资产约为18.98亿元，且绝大部分处于抵质押状态，变现能力较差，其余的开发成本为基建项目投入。

公司非流动资产由持有至到期投资、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，其中固定资产和在建工程占非流动资产的72.46%。截至2014年底，公司非流动资产99.68亿元，与上年基本持平。

截至2014年底，公司持有至到期投资15.07亿元，同比增长16.37%，其中，发放给宝鸡市各公用事业单位的长期委托贷款减少至6.77亿元、新增转借给宝鸡市蟠龙新区建设管理委员会的建设资金2.19亿元；公司长期股权投资8.49亿元，同比增长7.74%，主要系对陕西中燃城市燃气发展公司（持股36.00%）和陕西法门寺文化景区建设有限公司（持股28.60%）的投资增加；公司固定资产55.26亿元，基本与2013年持平，主要由房屋建筑物和冯家山水库资产构成，其中水库资产评估价值28.49亿元，该水库由冯家山水库管理局代为经营，经协议由宝鸡市财政局代冯家山水库管理局每年向公司子公司宝鸡市润泽水务有限责任公司支付0.40亿元收益；公司在建工程16.97亿元，同比增加0.87亿元，主要系对热力管网设施和路桥基础设施的持续投资；公司无形资产3.39亿元，其中土地使用权账面余额3.21亿元。

总体看，公司资产中流动资产占比持续上升，非流动资产中以固定资产及在建工程为主的形态没有改变；流动资产中存货、其他应收款占比较大，流动性较差。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计92.95亿元（其中少数股东权益占比1.58%），同比下降1.23%，主要系宝鸡市人民政府《关于市投资（集团）公司土地资产有关问题的会议纪要》

决定，将政府原划拨给公司的眉县苗木中心土地和委托公司开发整理的陈仓物流园、石鼓山项目建设用地收回，冲减资本溢价所致。所有者权益结构上，仍以资本公积为主，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至2014年底，公司负债总额121.11亿元，同比增长30.21%。公司负债仍以非流动负债为主，占比为67.29%，公司债务构成较上年变化不大。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。截至2014年底，公司流动负债39.62亿元，同比增长11.29%，其中，公司短期借款8.77亿元，同比增长38.11%，以抵质押及保证借款为主；应付账款减少至4.46亿元，主要系应付宝鸡威创水务运营有限责任公司1.79亿元的货款，账龄在1年以内的占77.13%、1~2年的占15.70%、2年以上的占7.17%，账龄整体有所缩短；预收账款增加43.94%，至8.19亿元，主要系热力公司预收未结算（未提供服务的）取暖费1亿元，代家湾楼盘项目未结算1.2亿元，旧城改造公司五星村二期项目房屋预售款0.3亿元。其他应付款14.04亿元，同比上升11.34%，整体账龄结构较去年有所延长。

公司非流动负债由长期借款、应付债券、专项应付款和递延收益构成。截至2014年底，公司非流动负债81.49亿元，同比增长41.94%，主要来长期借款的增加。公司长期借款主要以抵押、保证、信用借款为主。跟踪期内，长期借款大幅增加107.73%至45.39亿元。2014年底，公司专项应付款小幅减少0.28亿元，主要为宝鸡市政府拨入的城市基础设施建设资金。递延收益系向子公司宝鸡市热力有限责任公司向用户收取的管网入网费，将分期进行确认入网费收入，余额系尚未确认的入网费收入，2014年底为6.15亿元。

跟踪期内，公司有息债务规模同比增长49.54%，为79.51亿元；其中短期债务占12.41%、

长期债务占87.59%，公司债务结构与项目建设周期相匹配。相比于债务，公司净资产增速较慢致使公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率分别上升至56.58%、46.11%和43.03%。整体看，公司债务负担适中。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年公司的流动比率和速动比率分别上升至288.70%和157.71%。2014年公司经营现金流净额为-5.26亿元，经营现金流流动负债比为-13.27%，公司经营现金流量净额对流动负债的保障能力弱。考虑到公司较为充裕的现金类资产，以及短期债务规模相对较小，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债指标来看，2014年公司EBITDA为4.00亿元，同比增长2.04%。公司EBITDA利息倍数为1.08倍，EBITDA对利息的覆盖程度较低；全部债务/EBITDA倍数为19.90倍，EBITDA对公司有息债务的保障能力较弱。但考虑到公司作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，得到了宝鸡市政府较为有力的支持。综合来看，公司长期偿债能力强于指标值。

截至2015年6月10日，公司对外担保总额7.74亿元，占公司净资产的8.33%，系对宝鸡市文化旅游产业发展集团有限公司、宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司、宝鸡市交通建设投资有限公司等的担保，目前上述公司经营正常，公司或有风险低。

2014年，公司累计获得多家银行授信37.10亿元，已使用额度30.14亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G1061030300130180E），截至2015年6月10日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、宝鸡市政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

公司于 2011 年发行“11 宝城投债”15 亿元 7 年期企业债券，其中 12 亿元用于恢复灾后重建中的城市基础设施建设，3 亿元用于补充运营资金；公司于 2012 年发行“12 宝城投债/12 宝投资”10 亿元 6 年期企业债券，用于宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目。

九、募投项目情况

表 10 “11 宝城投债”募投项目进展情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	已使用募投资金	截至 2014 年底已投资
1	宝鸡市上塬路道路工程	39900	22000	39000
2	宝鸡市火车南站规划区综合改造建设项目	83600	48000	75000
3	宝鸡市北塬供水管网工程	22137	9000	12537
4	宝鸡高新东区产业园区供水管网工程	21840	8000	8000
5	宝鸡市东区截污及西中区排水管网改造工程	22000	8400	22000
6	宝鸡市集中供热三期工程	37219	15700	18000
7	宝鸡市金台区河市区段滨河段防洪暨环境综合治理项目	15000	7000	7000
合 计		241696	118100	181537

资料来源：公司提供

表 11 “12 宝城投债/12 宝投资”募投项目进展情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	已使用募投资金	截至 2014 年底已投资
1	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程	183100	75000	100000
合 计		183100	75000	100000

资料来源：公司提供

十、债券偿债能力

截至 2014 年底，处于存续期内的债券有 15 亿元“11 宝城投债”和 10 亿元“12 宝城投债/12 宝投资”，待偿还本金合计 25 亿元。截至 2014 年底，公司现金类资产 33.46 亿元，为待偿还本金的 1.34 倍；2014 年，公司经营活动现金流入和净流量分别为 18.82 亿元和 -5.26 亿元，分别为待偿还本金的 0.75 倍和 -0.21 倍。整体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较弱。2014 年公司 EBITDA 为 4.00 亿元，为待偿还本金的 0.16 倍，公司 EBITDA 对存续期债券的保障能力较差。

“11 宝城投债”于存续期内第 6 年始赋予投资者回售权，假设投资者行使该权利，则

2016 年公司需偿还 15 亿元本金；同时“12 宝城投债/12 宝投资”设置分期偿还本金条款，公司自该期债券存续期内第 3 年开始逐年偿还本金 2.50 亿元。公司将于 2016 年集中偿付 17.50 亿元本金，假设投资者未行使回售权，公司则将于 2018 年集中偿付 17.50 亿元本金。截至 2014 年底，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为集中偿付本金规模的 1.91 倍、1.08 倍和 -0.30 倍，2014 年 EBITDA 为集中偿付本金规模的 0.23 倍。公司对集中偿付本金规模的保障能力一般。

指标上看，公司自身偿债能力较差，但公司作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，在偿债保障方面得到了政府较为有力的支持，根据公司与宝鸡市财政局签订的《宝鸡

市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）项目建设-移交(BT)合作协议书》，宝鸡市财政局在“12宝城投债/12宝投资”存续期内累计回款金额为28.20亿元，是“12宝城投债/12宝投资”发行额度的2.82倍，其中各年回款对本息可以提供全额保障。2014年的回购款9314万元于2014年3月5至2015年6月分批拨付予公司，金额少于回购计划中的1亿元，且回款时间与签订的具体回购安排存在滞后性，联合资信将持续关注回购款拨付的到位情况及时性。另外，“12宝城投债/12宝投资”设分期偿付条款，有助于降低企业集中偿付压力。宝鸡市政府的支持有助于提升公司的偿债能力。而“11宝城投债”由中投担保提供不可撤销连带责任保证担保。

十一、担保分析

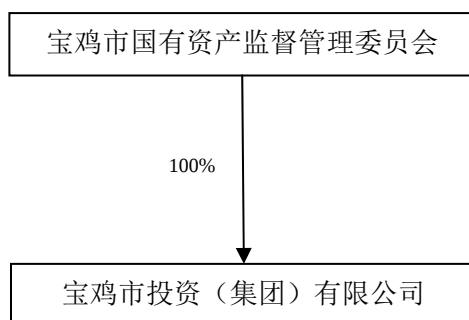
“11 宝城投债”由中投担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

联合资信评定中投担保主体长期信用等级为 AA⁺。该信用等级反映了中投担保代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小，其对“11 宝城投债”的信用水平具有显著的提升作用。

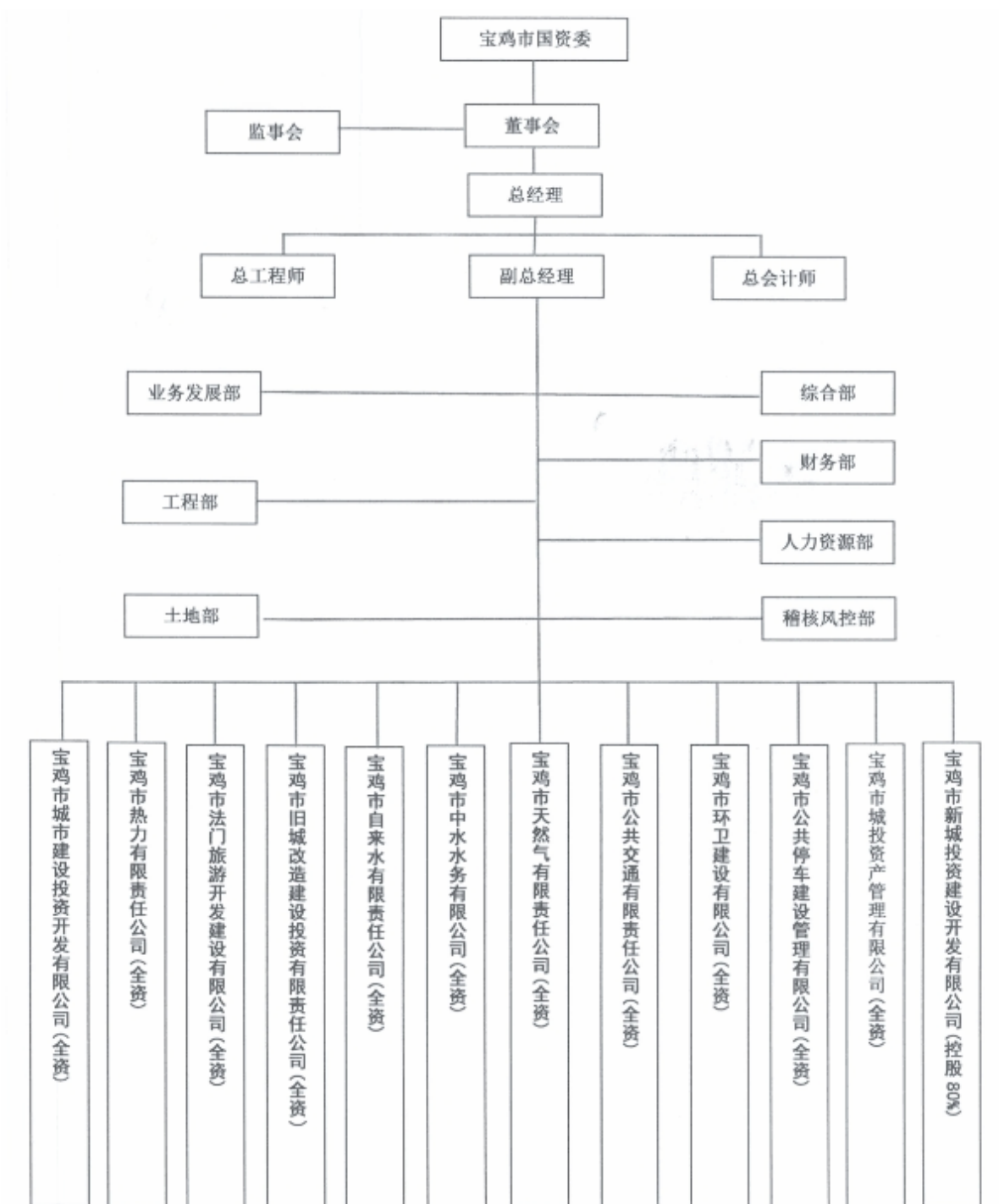
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 宝城投债”AA⁺和“12 宝城投债/12 宝投资”AA 信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.99	19.43	33.46
资产总额(亿元)	158.15	187.12	214.06
所有者权益(亿元)	69.15	94.11	92.95
短期债务(亿元)	3.32	6.59	9.30
长期债务(亿元)	48.07	46.58	70.21
全部债务(亿元)	51.39	53.17	79.51
营业收入(亿元)	8.47	13.14	10.98
利润总额(亿元)	1.37	1.22	0.88
EBITDA(亿元)	4.52	3.92	4.00
经营性净现金流(亿元)	-1.91	2.61	-5.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.07	6.93	6.16
存货周转次数(次)	0.58	0.33	0.18
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.05
现金收入比(%)	147.26	106.05	118.43
营业利润率(%)	-1.72	0.49	14.63
总资本收益率(%)	1.88	1.21	1.16
净资产收益率(%)	1.93	1.16	0.96
长期债务资本化比率(%)	41.01	33.11	43.03
全部债务资本化比率(%)	42.63	36.10	46.11
资产负债率(%)	56.28	49.70	56.58
流动比率(%)	206.73	248.74	288.70
速动比率(%)	124.69	106.28	157.71
经营现金流动负债比(%)	-5.73	7.33	-13.27
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	1.33	1.08
全部债务/EBITDA(倍)	11.37	13.58	19.90

附件 3 有关计算指标的计算公式

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=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	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+一年内到期的长期(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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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