跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1220 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为AA，评级展望为稳定，并维持“12宝城投债/PR宝投资”的信用等级为AA，维持“11宝城投债”、“17宝城投债/17宝城投”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方等级	跟踪评级结果	上次评级结果
11 宝城投债	15 亿元	2011/03/07	5+2[1]	AAA	AAA	AAA
12 宝城投债/PR 宝投资	5 亿元	2012/12/26	6 年	-	AA	AA
17 宝城投债/17 宝城投	8 亿元	2017/04/18	7 年	AAA	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	33.46	48.98	54.70
资产总额(亿元)	214.06	270.91	357.77
所有者权益(亿元)	92.95	110.37	119.68
短期债务(亿元)	9.30	9.18	17.75
长期债务(亿元)	70.22	104.33	160.67
全部债务(亿元)	79.51	113.51	178.42
营业收入(亿元)	10.98	10.02	15.64
利润总额 (亿元)	0.88	1.02	1.45
EBITDA(亿元)	4.00	5.57	6.43
经营性净现金流(亿元)	-5.26	-17.15	-21.20
营业利润率(%)	14.63	11.92	8.80
净资产收益率(%)	0.96	0.98	1.31
资产负债率(%)	56.58	59.26	66.55
全部债务资本化比率(%)	46.11	50.27	59.85
流动比率(%)	288.70	429.25	366.48
经营现金流动负债比(%)	-13.27	-45.36	-38.00
全部债务/EBITDA(倍)	19.90	20.03	27.75

分析师

唐立倩　闫　蓉

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

[1] 本期债券存续期第 5 年末，投资者有权选择是否回售债券，公司有权决定是否上调本期债券后 2 年票面利率。2016 年 3 月 7 日，投资者未选择回售债券，公司未上调票面利率。

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，公司持续获得宝鸡市政府在资金补贴等方面的支持，同时公司供热、房屋销售等业务板块快速增长。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司业务公益性强，利润对政府补贴依赖大，土地资产绝大部分处于抵质押状态，资产流动性较差，跟踪期内，公司债务规模扩张较快，投资规模大等因素对公司偿债能力可能带来的不利影响。

伴随宝鸡市经济平稳发展，地方财政对公司的有力支持将持续对公司信用基本面形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11宝城投债”由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投担保”）提供不可撤销连带责任保证担保，“17宝城投债/17宝城投”由中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增进”）提供不可撤销连带责任担保。经联合资信评估，中投担保主体长期信用等级为AAA，中债增进主体长期信用等级为AAA，担保实力强，对“11宝城投债”及“17宝城投债/17宝城投”的信用水平具有显著的提升作用。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“12 宝城投债/PR 宝投资”的信用等级为 AA，维持“11 宝城投债”、“17 宝城投债/17 宝城投”的信用等级为 AAA。

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. 作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，跟踪期内，宝鸡市政府在资本金注入、财政补贴等方面持续给予公司支持。

3. 跟踪期内，公司资产规模及主营业务收入增长明显，公司整体实力进一步提升。
4. 中投担保为“11宝城投债”提供不可撤销连带责任保证担保，中债增进为“17宝城投债/17宝城投”提供不可撤销连带责任担保，显著提升了“11宝城投债”和“17宝城投债/17宝城投”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模扩张较快，债务负担偏重。
2. 公司业务公益性强，整体收益水平对政府补贴依赖大。
3. 公司资产中土地资产绝大部分已处于抵质押状态，资产流动性较差。
4. 公司未来基础设施建设投资规模较大，面临较大的资金压力。
5. 跟踪期内，公司对外担保规模快速上升，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宝鸡市投资（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。

宝鸡市投资（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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（以下简称“公司”或“宝鸡投资”）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、企业基本情况

跟踪期内，宝鸡投资股东及实际控制人未发生变化，仍为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”）。截至 2016 年底，公司注册资本 13 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至 2016 年底，公司纳入合并范围一级子公司共计 14 家。公司本部下设综合部、业务发展部、财务部、人力资源部、稽核风控部、土地工作部和工程部 7 个职能部门。截至 2016 年底，公司本部共有员工 50 人。

截至 2016 年底，公司资产总额 357.77 亿元，所有者权益 119.68 亿元（其中少数股东权益 10.76 亿元）；2016 年公司实现营业收入 15.64 亿元，利润总额 1.45 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、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司存续债券包括“11 宝城投债”、“12 宝城投债/PR 宝投资”和“17 宝城投债/17 宝城投”，待偿债券余额合计 28 亿元，详见表 1。跟踪期内，公司均已按期支付存续期债券利息，并于 2016 年偿还“12 宝城投债/PR 宝投资”分期本金 2.50 亿元。公司既往还本付息情况良好。存续债券募投资金使用及募投项目进展情况见表 2。

表 1　本次跟踪存续期债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
11 宝城投债	15	2011/03/07	5+2	15	累进利率，每年付息，一次还本，发行人有权决定在本期债券存续期的第 5 年末选择是否上调本期债券后 2 年的票面利率
12 宝城投债/PR 宝投资	10	2012/12/26	6 年	5	固定利率，分期还本。在本期债券存续期的第 3-6 个计息年度末，分别按照债券发行总额 25%的比例等额偿还本金
17 宝城投债/17 宝城投	8	2017/04/18	7 年	8	固定利率，分期还本。在本期债券存续期的第 3-7 个计息年度末，分别按照债券发行总额 20%的比例逐年偿还本金
合计	**33**	-	-	**28**	-

资料来源：联合资信整理

表 2　截至 2016 年底募投项目进展情况（单位：万元）

债项	项目名称	项目总投资	已使用募投资金	截至 2016 年底已投资
11 宝城投债	宝鸡市上塬路道路工程	39900	22000	39900
	宝鸡市火车南站规划区综合改造建设项目	83600	48000	83600
	宝鸡市北塬供水管网工程	22137	9000	22137
	宝鸡高新东区产业园区供水管网工程	21840	8000	16500
	宝鸡市东区截污及西中区排水管网改造工程	22000	8400	22000
	宝鸡市集中供热三期工程	37219	15700	28419
	宝鸡市金陵河市区段滨河段防洪暨环境综合治理项目	15000	7000	15000
	小计	**241696**	**118100**	**227556**
12 宝城投债/PR 宝投资	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程	183100	100000	175000

17 宝城投债/17 宝城投	宝鸡市南客站片区明星佳苑棚户区改造项目	80205	50000	50205
总计		**505001**	**268100**	**452761**

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品

进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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，城投公司的政府融资职能逐渐剥离，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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国

地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2.区域经济

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。

（1）宝鸡市概况

宝鸡位于陕西西部，辖 3 区 9 县和 1 个国家级高新技术产业开发区，市域面积 1.82 万平方公里，常住人口 377.50 万人。宝鸡是连接中原与西北、西南的交通要塞，辖区内交通发达，陇海、宝成、宝中铁路在此交汇，是中原通往西南、西北的交通枢纽，中国境内新亚欧大陆桥上第三个大十字枢纽。

宝鸡是陕西省第二大工业城市，工业基础雄厚，是国家“一五”和“三线”建设时期布点建设的老工业基地，目前拥有重型汽车和汽车零部件、有色金属冶炼压延加工和矿业、数控机床制造、石油装备制造、食品工业、水泥及新型建材制造、航空安全装备产业和电器电子产业、医药产业、轨道交通产业 9 大基地。

（2）经济实力

近年来，宝鸡市整体经济保持较快增长。根据《2016 年宝鸡市国民经济和社会发展统计公报》数据，2016 年全年实现地区生产总值 1932.14 亿元，比上年增长 9.3%。第一产业增加值 171.46 亿元，第二产业增加值 1227.06 亿元，第三产业增加值 533.62 亿元，分别较上年增长 3.7%、10.1%和 9.1%。三次产业结构调整为 8.9：63.5：27.6，第三产业增加值占地区生产总值的比重较上年提高 1.2 个百分点。非公有制经济增加值 974.52 亿元，占全市经济总量的比重为 50.4%。按常住人口计算，全市人均生产总值 51262 元。

全年全部工业增加值 952.37 亿元，比上年增长 9.1%，其中规模以上工业增加值 914.05 亿元，增长 9.4%；规模以上工业总产值 2907.55 亿元，比上年增长 12.2%。

随着宝鸡市经济总量快速提升，城镇居民可支配收入保持较快增长。2016 年全年城镇居民人均可支配收入 31730 元，比上年增加 2255 元，比上年增长 7.7%。城镇居民人均生活消费性支出 21964 元，比上年增加 1411 元，增长 6.9%。

表3　2014-2016年宝鸡市国民经济和社会发展指标

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年
全市生产总值（亿元）	1658.54	1788.59	1932.14
规模以上工业增加值(亿元)	864.82	865.77	914.05
固定资产投资（亿元）	1979.17	2589.88	3199.84
城镇居民人均可支配收入（元）	31560	29475	31730

数据来源：宝鸡市统计局网站

近年来，宝鸡市固定资产投资规模持续高速增长，2016 年全年全社会固定资产投资 3199.84 亿元，比上年增长 24.1%。从产业看，第一产业投资 271.72 亿元，第二产业投资 996.90 亿元，第三产业投资 1847.56 亿元，分别较上年增长 12.2%、10.6%和 34.2%。

全年房地产开发企业完成投资 132.41 亿元，比上年增长 39.7%。商品房施工面积 939.76 万平方米，增长 3.4%，其中本年新开工面积 232.99 万平方米，增长 32.0%。商品房竣工面积 78.74 万平方米，增长 16.6%。商品房销售面积 287.76 万平方米，增长 9.7%。其中，住宅销售面积 269.6 万平方米，增长 8.2%；商业营业用房销售面积 13.28 万平方米，增长 1.5 倍。全年全市完成保障性住房建设投资 59.76 亿元，新开工各类保障性住房项目 51 个，建设各类保障性住房 3.1339 万套，基本建成 2.1315 万套，竣工 4.0167 万套，分配入住 3.9107 万套，入住率 97%。

总体看，宝鸡市固定资产及基础设施建设增速较快，经济保持较快增长，经济结构有所改善。

（3）宝鸡市财政实力和债务情况

从宝鸡市全口径政府财力看，2016 年宝鸡市全口径政府财力 309.72 亿元，较 2015 年增长 1.75%。从结构看，2016 年一般预算收入、上级补助收入和国有土地使用权出让收入分别占地方综合财力的 24.27%、61.70%和 12.02%，宝鸡市财政收入主要依赖于上级政府的补助收入。受非税收入减收入影响，2016

年宝级市一般预算收入同比下降 11.02%，至 75.16 亿元，其中税收收入在营改增大环境下保持稳定，为 47.27 亿元，税收收入和非税收入比重调整为 62.89%和 37.11%，财政收入质量有所提升。同年上级补助收入同比上升 8.93%至 19.11 亿元，国有土地使用权收入下降 7.95%至 37.23 亿元。

表 4　宝鸡市全口径财力情况（单位：万元）

地方财力	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	844747	751641
1．税收收入	475806	472671
2．非税收入	368941	278970
（二）上级补助收入	1754375	1911035
1．一般性转移支付收入	910515	1020476
2．专项转移支付收入	760825	815666
3．税收返还收入	83035	74893
4. 其他		
（三）国有土地使用权出让收入	404406	372273
1．国有土地使用权出让金	326222	315211
2．国有土地收益基金	76914	56014
3．农业土地开发资金	1270	1048
4．新增建设用地有偿使用费		
（四）预算外财政专户收入	40487	62236
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**3044015**	**3097185**

资料来源：宝鸡市财政局

从地方债务来看，截至 2016 年底，宝鸡市地方政府债务余额 180.18 亿元（其中直接债务 157.27 亿元），同比增长 2.6%。宝鸡市地方政府直接债务主要由债券融资构成，占直接债务余额的 72.06%。宝鸡市债务率（（截至 2016 年 12 月底地方政府债务余额÷2016 年度地方综合财力）×100%）为 58.17%，同比上升 0.48 个百分点，总体来看，宝鸡市政府债务水平一般。

总体看，宝鸡市经济持续保持较快的发展态势，地方政府财政收入仍主要来源于上级补助，债务负担维持在适宜水平。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期间，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为宝鸡市国资委。截至 2016 年底，公司由宝鸡市国资委 100%持股，注册资本及实收资本均为 13 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至 2016 年底，公司本部在职员工共计 50 人。按学历构成划分，大专学历占 26%，本科学历占 70%，研究生学历占 4%；按年龄构成划分，46 岁及以上占 20%，26~45 岁占 64%，25 岁以下占 16%。公司全口径员工总数近 4000 人。

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金注入及资金方面的支持。

资本金注入

2016年，宝鸡市财政局拨入公司子公司宝鸡市法门旅游开发建设有限公司2000万元专项拨款，公司计入资本公积。

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，对公司给予一系列补贴支持，2016年，公司共收到政府补贴4.04亿元，补贴规模同比上涨26.70%，主要包括廉租房及棚户区改造补助2.53亿元、城市公共交通补贴0.68亿元和基础设施建设补贴0.54亿元，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。

债务置换

根据宝鸡市人民政府《关于市投资（集团）公司债务置换资金有关问题的会议纪要》，为增加公司净资产，有效降低资产负债率，决定将2015年及后续年度市财政局给予公司的债

务置换资金，作为对公司的资本性投入，截至2016年底，公司已置换一类债务14.31亿元，2015年置换债务11.88亿元已计入资本公积。

总体来看，作为宝鸡市主要的基础设施建设主体，宝鸡市政府给予公司的支持持续性、稳定性较强。

4. 企业信用记录

根据《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G1061030300130180E），截至2017年6月2日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清贷款中有11笔被列入关注类，根据国开行出具说明，该11笔关注类贷款为国家开发银行陕西省分行根据内部分类要求划分，上述贷款均已正常偿还，未发生任何逾期。

七、管理分析

跟踪期内，管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司实现营业收入 15.64 亿元，同比增长 56.03%，主要系房屋销售、供热等板块收入增长所致。营业收入结构上，跟踪期内房屋销售板块确认收入较多，在营业收入中占比提升至 35.52%，供热收入占比 32.78%，供水及运输板块收入相对稳定但占比有所下滑，分别占 7.95%和 12.11%。

从毛利率来看，跟踪期内，公司营业收入毛利率由 2015 年的 13.41%下降至 9.83%，主要由于毛利率较低的房屋销售在收入中占比扩大。

表 5　2014～2016 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			2016 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	3.28	29.87	8.23	3.84	38.33	7.36	5.13	32.78	27.70
水务	1.17	10.66	0.40	1.25	12.48	17.70	1.24	7.95	20.83
运输	1.91	17.40	-5.24	1.97	19.70	-33.16	1.89	12.11	-38.25
工程施工	0.70	6.38	13.04	1.08	10.82	51.92	0.59	3.64	13.74
土地出让	0.33	3.01	82.92	0.03	0.33	98.31	-	-	-
房屋销售	1.46	13.30	-25.34	0.69	6.85	10.00	5.55	35.52	0.73
其他	2.13	19.40	77.00	1.15	11.49	72.06	1.25	8.01	37.10
合计	**10.98**	**100.00**	**16.61**	**10.02**	**100.00**	**13.41**	**15.64**	**100.00**	**9.83**

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

（1）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 2016 年底，热力公司已拥有主热源 4 处，管网总长 327.5 公里，实现供热面积 2206 万平方米。服务对象超过 350 余家机关、企事业单位，50 万人口。

表6　热力公司经营指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
热源数量（个）	5	4	4
换热站数量（个）	110	114	114
供热管网长度（公里）	267	320	327.5

入网面积（万平方米）	1852	2000	2206
供热面积（万平方米）	1669	2000	2206
发电量（万千瓦小时）	2234	2235	2268

资料来源：公司提供

供热收入是热力公司稳定且持续增长的收入来源，2016 年，热力公司实现供热收入 5.13 亿元，同比增长 33.59%，占营业收入的 32.78%，同比下降 5.55 个百分点，毛利率由 2015 年的 7.36%上涨至 27.70%，收入及毛利率均呈较快增长，主要系热力公司收入均为跨年确认（2016 年确认 2015 年采暖季的预收费用），2015 年公司供热面积增长所致。

热力公司管网建设等工程建设资金主要来源于政府配套费返还、补助资金、少部分融资以及自营收入。2016 年，热力公司主要在建项目包括宝鸡市集中供热工程、金河尚居五星村保障性住房小区外配套集中供热工程以及龙山雅居安置保障房集中供热工程配套供热管网工程，预计金河尚居及龙山雅居供热工程竣工后，热力公司供热面积将增加 5 万平方米。上述项目总投资 4.18 亿元，已投资 3.04 亿元，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。

（2）水务业务

公司水务业务分为自来水供应和中水处理两部分。公司水务板块收入以自来水销售、中水销售收入为主，还包括部分管道维修等相关服务收费，近年来，公司水务板块收入基本保持稳定，2016 年实现 1.24 亿元，基本与上年持平，毛利率为 20.83%，较上年增长 3.13 个百分点。

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”）投资控股（2015 年开始持股 51%）的宝鸡创威水务有限责任公司负责经营。自来水公司成立于 1990 年，注册资本为 5000 万元，宝鸡投资 100%持股。宝鸡创威水务有限责任公司成立于 2003 年，注册资本 3.18 亿元。

截至 2016 年底，自来水公司用户数量达 6.75 万户，现有水厂 3 个，日供水能力 28 万立方米，平均日制水量 13.58 万立方米左右，2016 全年完成售水 4238 万立方米，同比增长 1.97%。根据宝鸡市物价局宝市价价函【2015】1 号批复，从 2016 年 4 月 1 日起，宝鸡市实施水费政策为：①生活用水：每立方米上调 1.33 元，由现行每立方米 2.75 元调整为 4.08 元；②原水。将供应企事业单位的原水，每立方米上调 0.07 元，由现行每立方米 0.32 元调整为 0.39 元；③非生活用水。由现行每立方米 4.99 元调整为 5.29 元；④特种用水。由 10 元调整至 10.23 元。⑤污水处理费每立方米上调 0.28 元，由每立方米 0.67 元调整为 0.95 元。受水价上调影响，2015~2016 年，自来水公司自来水销售收入分别为 1.02 亿元和 1.26 亿元[2]，收入同比增长 23.50%。

表 7　宝鸡市自来水公司经营指标

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
下属水厂数量（个）	3	3	3
平均日制水量（万立方米）	13.37	13.87	13.58
售水量（万立方米）	3750.00	4165.00	4238.00
管网压力合格率平均值（%）	99.80	99.70	99.70
管网水质综合合格率（平均值，%）	100.00	100.00	100.00
管网漏失率(%)	15.00	12.80	13.30
自来水用户数量（户）	35745	47013	67502[3]

资料来源：公司提供

目前自来水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、东高新区中水配水管网工程，项目总投资 4.99 亿元，截至 2016 年底累计投资 3.88 亿元。

公司污水处理及中水销售业务由全资子公司宝鸡市中水水务有限公司负责（以下简称“中水水务”）。2016 年，中水水务生产中水能力为 12 万吨/日，全年完成中水销售 485 万吨，

[2] 自来水销售收入大于合并口径水务板块总收入，系内部业务合并抵消所致。
[3] 2016 年自来水用户数量增长较快，主要系“抄表到户”改造所致。

主要用户为大唐宝鸡热电厂、宝鸡市金信安水务有限公司、宝鸡市政府机关事务局、园林绿化局、房地产公司等。

项目建设方面，2016 年，中水水务负责项目包括代家湾至千河口片区中水配水管网工程、宝鸡市污泥集中处置项目，总投资 1.14 亿元，截至 2016 年底已投资 0.20 亿元，计划于 2017 年集中进行投资，并于 2018 年竣工。

（3）工程施工

公司工程收入规模小，主要来自供水、供热板块市政基础设施建设项目收入。该部分项目资金来源主要为政府补贴以及自筹。2015~2016 年，公司工程收入分别为 1.08 亿元和 0.57 亿元，工程收入下降主要系工程量缩减，毛利率分别为 51.92%和 13.74%，下降主要系原材料价格上涨。

（4）城市公交运输业务

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%。截至 2016 年底，公交公司有营运车辆 1097 台，同比增加 14.03%；营运线路 53 条、线路总长 702.8 公里，同比增长 4.12%，年客运量 2.37 亿人次。

宝鸡市公交卡共分 3 种优惠政策，其中专为 60 岁及 70 岁以上老人发放的老年卡或寿星卡及为在伍军人发放的优抚卡均可享受免费乘车服务，学生可凭有效学生证购买学生卡获得 4 折优惠，其他乘客则使用成人卡获得 8 折优惠。为此，财政近年来持续给予公司一定的资金补贴，2015~2016 年，公司分别获得城市公共交通政策补贴 4111.11 万元和 6844.22 万元，反映在“营业外收入”科目。

表8　公交公司经营指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
公交线路（条）	45	47	53
总运营长度（公里）	591.80	675	702.8
票款收入（万元）	19074.57	19746.15	18912.5
发放市政公交卡总数（万张）	11.24	12.20	11.64
运营车辆	914	962	1097
客运量（万人次/日）	61.64	65.47	64.93

资料来源：公司提供

2015~2016 年，公司运输业务分别实现营业收入 1.97 亿元、1.89 亿元，毛利率为-33.16%和-38.25%，毛利率持续为负，主要系购置运营车辆投入增多及人工成本上涨、公益性支出逐年增大等原因所致。

（5）基础设施建设及旧城改造

公司基础设施建设运营及房屋销售主体包括宝鸡市旧城改造建设投资有限责任公司（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“新城投资公司”）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，新城投资公司主要负责南客站片区基础设施建设和明星佳苑棚户区改造项目，公司本部目前主要负责代家湾片区旧城改造、宝鸡市地下综合管廊等项目的投资。

旧城改造公司的主要职责是负责宝鸡市旧城区的拆迁、棚户区改造及安置房的建设与出售业务，2016 年主要建设项目包括东仁堡棚户区改造工程（东仁新城）和金陵湾二期廉租房项目，两项目总投资分别为 20 亿元与 2.30 亿元。项目由国家开发银行的贷款作为项目启动资金，通过外部融资筹集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，一是安置房的销售与出租，该项收入由政府定价，价格较低；二是财政补助。截至 2016 年底，以上项目已完成投资 20.86 亿元，其中，东仁堡项目 A 区 2 栋、B 区 5 栋、C 区 5 栋、D 区 6 栋、F 区 4 栋已建成交付使用，金陵湾二期工程已办理入住。

新城投资公司以宝鸡南客站建设为契机，按照“统一规划、整体开发、配套建设”的总体思路对南客站片区 15 平方公里实施综合开发建设，预计项目总投资超过 45 亿元。截至 2016

底，新城投资公司已投资 32.38 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，新城投资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。2016 年，公司新增有息负债 30.90 亿元；2016 年，公司收到上级政府专项补助资金 0.73 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。

公司本部主要负责投资的项目包括代家湾片区旧城改造项目、金陵河两岸综合开发项目、宝鸡市上塬路道路工程（已完工）、宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程、宝鸡市地下综合管廊项目（一期）工程等。上述项目资金来源主要为银行贷款、发行债券以及政府补助。公司作为甲方与承建主体签订建设合同，分期支付工程款；政府将部分土地整理收入及配套建设费返还给公司用于平衡资金。代家湾片区旧城改造项目总投资 10.47 亿元，截至 2016 年底，该项目已投资 7.66 亿元。项目拆迁面积 25 万平方米，改造 529 户，项目占地 119 亩，总建筑面积 33 万平方米。项目前期由政府提供资本金并于 2011 年开始建设，于 2017 年 5 月完工。截至 2016 年底，代家湾片区旧城改造项目中的房屋建设部分累计形成预售款 3 亿元，由于项目尚未完工，故未结算形成收入，目前项目整体销售进度为 75%，预计未来还将形成 8000 万元左右销售收入。

截至 2016 年底，新城投资公司尚未产生营业收入；2014 ~2016 年，旧城改造公司保障性住房确认的销售收入（计入公司房屋销售板块），分别为 1.46 亿元、0.69 亿元和 5.44 亿元[4]。2016 年确认收入上涨主要系东仁堡（东仁新城）等项目进行决算验收，前期预售收入结转确认所致。2015 年之前，公司房屋销售呈亏损状态，主要由于：（1）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；（2）廉租房出售时旧城改造公司未收取税金。2015~2016 年房屋销售板块利润率分别为 10.00%和 0.73%，2015 年利润率较高系当年按预计造价结转成本，房屋建设支出未全部结算所致。

表 9 公司 2014 年~2016 年房屋销售确认收入情况

（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
东仁堡项目	14600.00	6862.85	54387.57
海棠花园			1163.58
合计	**14600.00**	**6862.85**	**55551.15**

资料来源：公司提供

（6）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。

2016 年公司未确认土地出让收入，2015 年该板块确认收入 331 万元。2016 年公司整理征收高新五路三路周边三宗土地，面积合计 16.97 万平方米，该部分土地出让收入将待专项审计验收结束后逐步返还给公司。截至 2016 年底，公司待开发的土地主要在旧城改造公司和新城投资公司名下，账面价值约 28.31 亿元，反映在“存货”科目；其中，18.64 亿元处于抵押状态，变现能力一般。以上土地未来将根据旧城改造公司和新城投资公司业务发展情况进行开发。

（7）其它收入

除了上述主要业务收入以外，公司还承揽了天然气销售、电力销售、路桥通行费和广告招商等其他类经营业务，公司其他业务收入占比较小，对公司业务收入形成一定补充，2015~2016 年，公司其它业务收入分别为 1.15 亿元和 1.25 亿元。

3. 未来发展

宝鸡市“十三五”期间主要预期目标是：到2020年，地区生产总值年均增长10%左右，达到3000亿元，人均生产总值超过1万美元；地

[4] 2014~2015 年公司房地产销售板块确认收入全部来自于旧城改造公司，2016 年该板块收入还包括公司二级子公司众翔地产海棠花园项目创造的 1163.58 万元收入。

方财政收入年均增长10%左右；城乡居民人均可支配收入年均分别增长10%和11%左右，努力达到全国平均水平；全社会固定资产投资年均增长13%。2017年，宝鸡市将以项目建设为支撑，准确把握国家稳增长、促投资政策动向，瞄准城市综合管廊、海绵城市建设、民生扶贫、产业发展和交通水利基础设施建设等方面，推进一批重点项目。

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139.54亿元，截至2016年底已投资89.42亿元（体现在财务报表中“在建工程”、“存货”及“应收/应付账款”科目），后续投资集中在2017年和2018年，后续投资规模较大，资金主要来源于自筹，公司未来投资压力较大。

表10　截至2016年底公司主要在建项目（单位：万元）

板块	项目	总投资	已投资	计划投资额			相关债券
				2017 年	2018 年	2019 年	
供热	宝鸡市集中供热工程	37219	28419	4700	4100		11 宝城投债
	金河尚居五星村保障性住房小区外配套集中供热工程	1000	935.78	64.22	--	--	--
	龙山雅居安置保障房集中供热工程配套供热管网	3551.77	1031.77	2520	--	--	--
供水	宝鸡市北塬供水管网工程	22137	22137	--	--	--	11 宝城投债
	宝鸡高新东区产业园区供水管网工程	21840	16500	3280	2060	--	11 宝城投债
	宝鸡市污泥集中处置项目	8765	629	7200	936	--	--
	东高新区中水配水管网工程	5928	148	14	--	--	--
	代家湾至千河口片区中水配水管网工程	2650	1362	--	--	--	--
基础设施建设	南客站片区	371370	273616	50000	40000	7754	部分资金来源于“11 宝城投债”
	金陵河两岸综合开发	30000	7000	--	--	--	
	宝鸡市蟠龙新区综合开发建设项目（一期）工程	183100	175000	8100	--	--	12 宝城投债/PR 宝投资
	代家湾片区旧城改造项目	104676	76600	28076	--	--	--
	明星佳苑棚户区改造项目	80205	50205	30000	--	--	17 宝城投债/17 宝城投
	东仁新城	200000	185600	3000	11400	--	--
	金陵湾二期	23000	23000	--	--	--	--
	宝鸡市地下综合管廊项目（一期）	300000	32000	103000	165000	--	--
合计		**1395441.77**	**894183.55**	**239954.22**	**223496**	**7754**	--

注：项目总投资额均为预估数，部分项目由于规划变动等原因，暂停施工，工期延长。

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2016年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论。截至2016年底，公司拥有14家纳入合并报表范围的一级子公司，跟踪期内，公司新增投资设立子公司宝鸡市金融控股有限公司（持股54.45%）、宝鸡市城投实业有限公司（持股55.00%）及宝鸡市城投资产管理有限公司（持股100.00%），下属子公司宝鸡市天然气有限责任公司新增投资设立扶风县冀东新能源有限公司，均纳入合并报表范围。跟踪期内合并范围变化对于财务数据可比性影响不大。

截至2016年底，公司资产总额357.77亿元，所有者权益119.68亿元（其中少数股东权益10.76亿元）；2016年公司实现营业收入15.64亿元，利润总额1.45亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额357.77亿元，同比增长32.07%。公司流动资产和非流动资产分别占资产总额的57.15%和42.85%，公司流动资产占比较上年下降2.78个百分点。

截至 2016 年底，公司流动资产 204.47 亿元，同比增长 25.95%，主要系存货和其他应收款增长较快；公司流动资产主要由存货（占 37.43%）、其他应收款（占 23.52%）和货币资金（占 25.85%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 52.85 亿元，同比增长 7.91%；货币资金中有 3.77 亿元用于为银行借款提供保证金、0.68 亿元为银行承兑汇票保证金。同期，公司预付账款增长 27.87%至 11.83 亿元，主要由预付工程款、土地整理成本及购房款等组成。同期，公司其他应收款增幅为 30.14%，至 48.10 亿元（对应计入“支付其他与经营活动有关的现金”），主要来自宝鸡吉利汽车有限公司、宝鸡市火车南客站片区拆迁安置建设指挥部、宝鸡高新技术产业开发总公司和宝鸡市人民政府等非关联方的借款、代垫款、应收补偿款等，以及对关联方宝鸡市国资委的应收股权回购款 3 亿元。公司计提坏账准备较为充分，2016 年计提坏账准备为 1.27 亿元。

截至 2016 年底，公司存货 76.52 亿元，同比增长 23.54%，主要来自开发成本的增加（子公司新城投资、旧城改造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 97.28%）构成，开发成本中，新城投资以客运南站基础设施建设项目开发土地（宝高新国用（2012）第 25 号、宝高新国用（2012）第 26 号）作为抵押物向国家开发银行股份有限公司陕西省分行取得借款 3.3 亿元，抵押物账面价值合计 18.64 亿元；同时新城投资以火车南站片区明星佳苑棚户区改造二期开发项目在建工程作为抵押物，向交通银行宝鸡分行取得借款 1.1 亿元。期末无存货成本高于可变现净值的情况，故未计提存货跌价准备。

截至2016年底，公司非流动资产153.30亿元，较上一年增长41.21%，增长速度较快；公司非流动资产由固定资产（占38.70%）、在建工程（占13.53%）、持有至到期投资（占35.88%）和长期股权投资（占6.22%）构成。

截至2016年底，公司持有至到期投资55.00亿元，同比大幅增长213.40%，其中，发放给宝鸡市各公用事业单位的长期委托贷款由2015年的11.45亿元增加至51.40亿元（资金来源为国开行及各商业银行）、转借给宝鸡市蟠龙新区建设管理委员会的建设资金由年初的5.95亿元减至3.45亿元。同期，公司长期股权投资9.54亿元，同比增长10.31%，主要系对陕西法门寺文化发展有限公司（持股43.75%）、宝鸡中燃城市燃气发展公司（持股36.00%）、陕西旅游集团岐山周文化旅游产业发展有限公司（持股27.78%）、宝鸡市城投地下综合管廊有限公司（持股48.72%）等增加投资。公司固定资产59.32亿元，较2015年增长2.61%，固定资产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支付0.40亿元收益；固定资产中有1.14亿元处于抵押状态。公司在建工程20.74亿元，同比增加14.55%，主要系对路桥基础设施、热力管网设施和公交站场等的持续投资；在建工程抵押比例为77.89%。公司无形资产3.47亿元，与2015年基本持平，其中土地使用权账面余额3.38亿元，无抵押。

总体看，受非流动资产快速增长影响，公司资产中流动资产占比略有下滑。公司流动资产中存货、其他应收款占比较大，且存货中土地资产绝大部分处于抵质押状态，流动性较差；非流动资产中以固定资产及持有至到期投资为主；整体看，公司资产质量一般。

2. 负债和所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计119.68亿元（其中少数股东权益占比8.99%），

同比增加8.44%，主要来自于少数股东权益增长的7.52亿元。所有者权益结构上，截至2016年底，公司实收资本、资本公积、未分配利润分别占10.86%、68.59%、11.55%。考虑到资本公积中有18.64亿元来自土地使用权（评估值入账），公司所有者权益质量一般。

截至2016年底，公司负债总额238.09亿元，同比增长48.31%。公司负债仍以非流动负债为主，占比较2015年微升0.13个百分点至76.57%。

截至2016年底，公司流动负债55.79亿元，同比增加47.53%；公司流动负债主要由短期借款（占20.32%）、应付账款（占9.43%）、预收款项（占19.66%）和其他应付款构成（占33.69%）和一年内到期的非流动负债（占9.03%）。

截至2016年底，公司流动负债中短期借款11.34亿元，同比增加67.68%，以保证借款（占73.53%）、质押借款和信用借款为主；应付账款增加至5.26亿元，主要包括应付陕西关中建筑工程有限公司、中铁十六局、陕西建工集团、宝鸡市第二建筑工程有限责任公司、陕西东岭物资有限责任公司的工程款、材料费、钢材款等，账龄在1年以内的占81.51%、1～2年的占9.77%、2年以上的占8.72%，整体账龄同比有所收缩；预收款项增加1.67%，至10.97亿元，主要为代家湾楼盘等商品房预售及预收采暖费。其他应付款18.80亿元，同比上升28.05%，主要为国开发展基金投资款（有息债务）、宝鸡市城投地下综合管廊有限公司往来款、宝鸡高新区土地储备中心预收土地款等；其中，1年以内的占55.10%，1~2年的占比22.07%，2年以上的占比22.83%。

公司非流动负债由长期借款（占66.25%）、应付债券（占21.89%）、专项应付款（占8.08%）构成。截至2016年底，公司非流动负债182.30亿元，同比增长48.55%，主要来自长期借款、应付债券及专项应付款的增加。公司长期借款主要以信用借款（占50.23%）、质押贷款和保证借款为主，跟踪期内，长期借款增加67.64%至120.76亿元。2016年底，公司专项应付款同比增加24.32%至14.74亿元，主要为宝鸡市政府拨入的城市基础设施建设资金。跟踪期内，公司发行非公开公司债“16宝投01”10亿元，应付债券期末余额（扣除应付利息部分）为38.51亿元。

跟踪期内，若将国开发展基金投资款调整计入全部债务，公司调整后全部债务规模同比增长60.62%，为182.65亿元；其中短期债务占9.72%、长期债务占90.28%，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、调整后全部债务资本化和长期债务资本化比率同比分别上升7.29、8.63和8.72个百分点，至66.55%、60.41%和57.95%。整体看，公司债务负担偏重。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入同比增长 56.03%至 15.64 亿元，主要系房屋销售、供热等主营业务收入增长，公司供水、运输板块收入稳定性较强。同期，公司营业成本同比上升 62.47%至 14.10 亿元，成本增长较快，主要系房屋销售板块成本随销售确认而结转。公司营业利润率由 2015 年的 11.92%下降至 8.80%。

跟踪期内，公司期间费用上升至 4.24 亿元，占营业收入比重有所回落，降至 27.11%，但对公司利润侵蚀依然较为严重。公司营业亏损由 2015 年的 2.29 亿元扩大至 2.56 亿元。

政府补助是公司利润的重要来源，2016 年，公司获得政府补助收入 4.04 亿元，同比上升 26.70%。公司补贴收入主要为廉租房及棚户区改造补助、城市基础设施建设财政补贴、城市公共交通政策补贴、热力管网设施配套补助、中水水务管网补助等。

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率下滑至8.80%，主要是收入占比较大的房屋销售板块毛利率较低所致。同期，政府补助的增加致使公司总资本收益率和净资产收益率分别小幅上升至1.29%和1.31%。

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。

4. 现金流分析

从经营活动看，2016年公司销售商品、提供劳务收到的现金15.59亿元，同比增加18.71%。公司收到其他与经营活动有关的现金9.78亿元，同比增加0.81%，主要为政府补贴款、政府划拨代付款以及利息收入等现金流入。2016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23.85亿元，同比增加33.74%；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（单位及个人暂付款以及期间费用），同比上一年微涨0.19%，为18.85亿元。2016年，公司经营活动现金流净额为-21.20亿元，较2015年减少4.05亿元。同期，公司现金收入比为99.70%，同比有所下滑但收现质量仍较高。

从投资活动看，2016年公司投资活动现金流入量同比上升233.58%至33.03亿元，主要因收到其他与投资活动有关的现金大幅增长至26.30亿元，系当年收回25.95亿元银行理财产品所致。公司投资活动现金流出量较同比大幅增长至88.27亿元，其中，投资支付的现金增长41.73亿元，主要为支付给子公司的棚改委托贷款等；支付其他与投资活动有关的现金32.54亿元，主要为购买理财产品。2016年公司投资活动现金流净额-55.25亿元，资金缺口较2015年扩大54.17亿元。

从筹资活动看，2016年公司筹资活动现金流入量为103.86亿元，同比增长63.48%，主要系取得借款收到的现金增长所致；其中取得借款收到的现金85.76亿元，吸收投资收到现金7.75亿元，发行债券收到的现金10.00亿元（非公开公司债“16宝投01”）。公司筹资活动现金流出主要为16.40亿元用于偿还债务本息，6.91亿元用于分配股利、利润和偿付利息，筹资活动流出总额同比下降2.93%至23.54亿元。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额为80.32亿元，同比增长104.47%。

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。经营活动现金缺口有所扩大，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年公司的流动比率和速动比率有所下降，至366.48%和229.32%。2016年公司经营现金流净额为-21.20亿元，对流动负债无保障能力。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，2016年公司EBITDA为6.43亿元，同比增长15.38%。同年，全部债务/EBITDA倍数为27.75倍，EBITDA对公司有息债务的保障能力较弱。

截至2016年底，公司本部获得银行授信额度合计58.30亿元，已使用额度42.75亿元，间接融资渠道较为畅通。

6. 对外担保

截至2016年底，公司对外担保总额66.60亿元，占公司净资产的55.64%，同比上升20.3个百分点。公司对外担保对象主要为宝鸡高新技术产业开发总公司、陕西法门寺文化发展有限公司、宝鸡市蟠龙新区开发建设有限公司等国有控股企业及当地大型民营企业东岭集团股份有限公司（为其发行的10亿元企业债“15陕东岭/15陕西东岭债”提供担保），目前上述公司经营正常。跟踪期间公司对外担保增额上涨较快，存在一定或有债务风险。

十、存续债券偿债能力

公司通过联合资信所评存续期内债券共募集资金33亿元，其中待偿还债券本金合计28亿元。截至2016年底，公司现金类资产54.70亿元，为待偿还本金的1.95倍；2016年公司经营活动现金流入量为待偿还债券本金合计的0.91倍；

经营活动现金流量净额为负值，对待偿还债券本金无保障能力。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尚可。截至2016年底，公司EBITDA为待偿还债券本金合计0.23倍，公司EBITDA对存续期债券的保障能力较差。

2017年，公司尚需偿还“12宝城投债/PR宝投资”分期本金2.50亿元，2016年公司经营活动现金流入量及EBITDA分别为2017年待偿还本金的10.15倍和2.57倍。总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对2017年待偿还本金的保障能力较好。

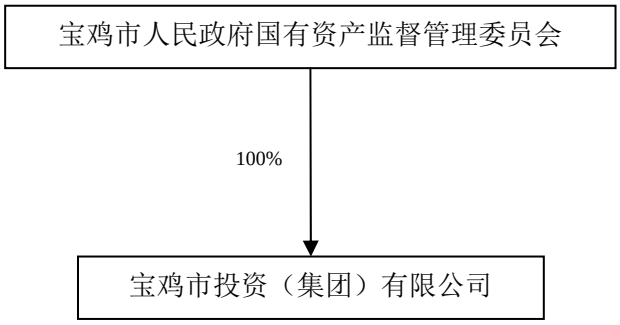
“11宝城投债”于存续期内投资者未行使回售选择权，2018年公司需偿还15亿元本金；同时“12宝城投债/PR宝投资”设置分期偿还本金条款，公司自该期债券存续期内第3年开始逐年偿还本金2.50亿元，公司将于2018年集中偿付存续债券合计本金峰值17.5亿元。截至2016年底，公司现金类资产54.70亿元，为待偿付债券合计本金峰值的3.13倍；2016年公司经营活动现金流入量及EBITDA分别为待偿付债券合计本金峰值的1.45倍和0.37倍。考虑到宝鸡市对公司较大且持续的政府支持力度，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力尚可。

此外，“11宝城投债”由中投担保提供不可撤销连带责任保证担保，“17宝城投债/17宝城投”由中债增进提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公司评估，中投担保主体长期信用等级为AAA，中债增进主体长期信用等级为AAA，担保实力强，增强了“11宝城投债”及“17宝城投债/17宝城投”本息偿还的安全性。

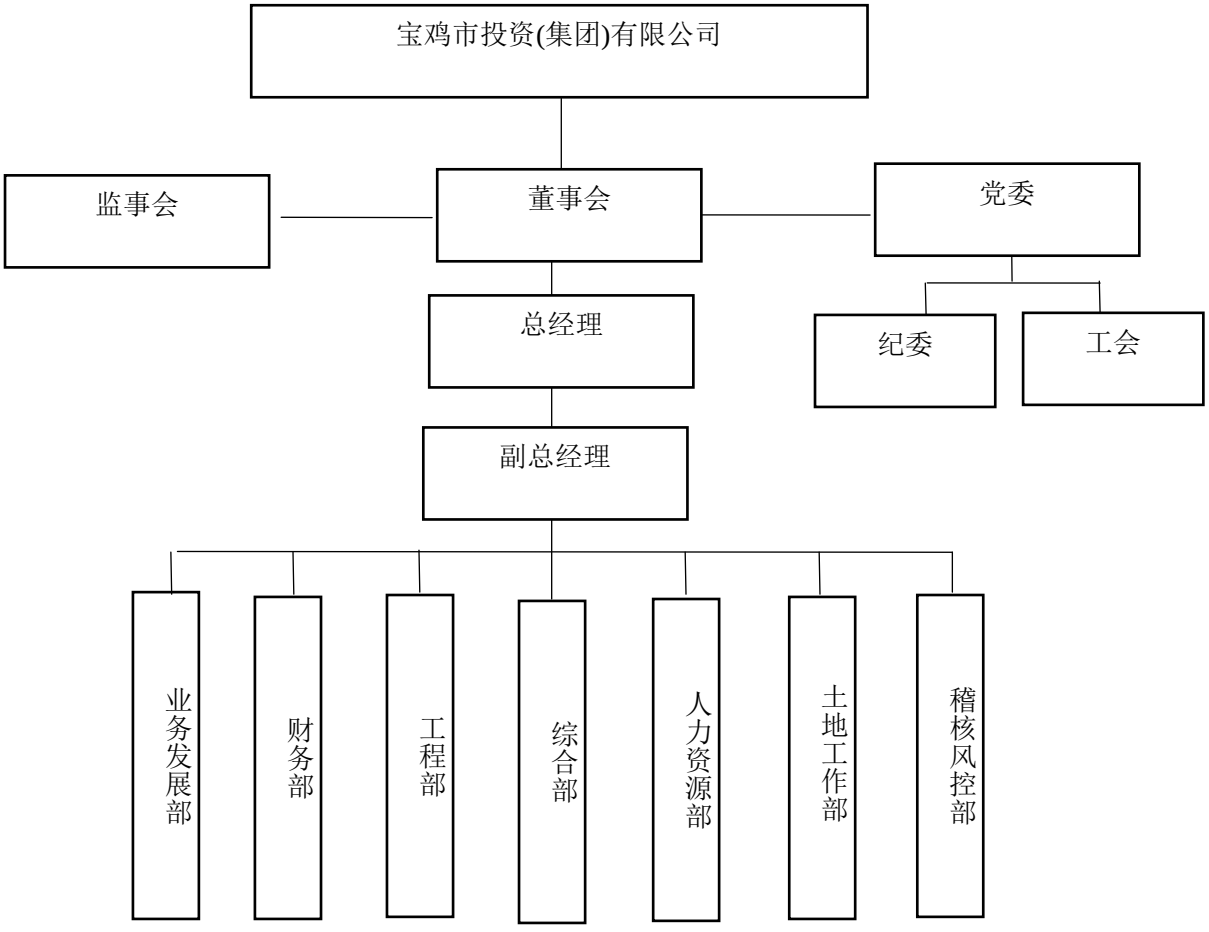
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“12宝城投债/PR 宝投资”的信用等级为 AA，维持“11 宝城投债”、“17 宝城投债/17 宝城投”的信用等级为 AAA。

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　截至 2016 年底公司存货中主要土地成本明细

土地使用权人	土地权属证号	座落	面积（平方米）	土地用途	土地性质	账面价值（万元）	是否抵押
旧城改造公司	宝市国用(2012)第 061 号	金台区五星村	17961.40	住宅用地	划拨	416.51	否
旧城改造公司	宝市国用(2012)第 062 号	金台区五星村	18910.40	住宅用地	划拨	438.52	否
旧城改造公司	宝市国用(2012)第 063 号	金台区五星村	22045.00	住宅用地	划拨	511.21	否
旧城改造公司	宝市国用(2012)第 064 号	金台区五星村	18493.50	住宅用地	划拨	428.85	否
旧城改造分公司	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	否
旧城改造分公司	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	否
旧城改造分公司	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	否
旧城改造分公司	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	否
旧城改造分公司	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	否
新城投资公司	宝高新国有(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	否
新城投资公司	宝高新国有(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
新城投资公司	宝高新国有(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
新城投资公司	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
新城投资公司	宝高新国用(2015)第 15 号	高新五路以西，渭滨大道以北	39283.33	住宅用地	出让	7003.86	否
新城投资公司	宝高新国用(2015)第 016 号	高新五路以东，渭滨大道以北、规划支路以南	67118.00	住宅用地	出让	19309.83	否
新城投资公司	宝高新国用(2016)第 018 号	高新三路以西、和谐大道以北、西沙河以东	63333.00	住宅用地	出让	11884.92	否
众翔地产	宝市国用（2013）第 028 号	渭工路	4093.30	商业/住宅	出让	555.70	否
众翔地产	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	2750.10	否
众翔地产凤县分公司	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
合计	-	-	**1085190.83**	-	-	**283080.08**	-

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	33.46	48.98	54.70
资产总额(亿元)	214.06	270.91	357.77
所有者权益(亿元)	92.95	110.37	119.68
短期债务(亿元)	9.30	9.18	17.75
长期债务(亿元)	70.22	104.33	160.67
全部债务(亿元)	79.51	111.59	178.42
营业收入(亿元)	10.98	10.02	15.64
利润总额(亿元)	0.88	1.02	1.45
EBITDA(亿元)	4.00	5.57	6.43
经营性净现金流(亿元)	-5.26	-17.15	-21.20
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.16	5.67	8.93
存货周转次数(次)	0.18	0.15	0.20
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05
现金收入比(%)	118.43	131.04	99.70
营业利润率(%)	14.63	11.92	8.80
总资本收益率(%)	1.16	1.42	1.29
净资产收益率(%)	0.96	0.98	1.31
长期债务资本化比率(%)	43.03	48.59	57.31
全部债务资本化比率(%)	46.11	50.27	59.85
资产负债率(%)	56.58	59.26	66.55
流动比率(%)	288.70	429.25	366.48
速动比率(%)	157.71	265.47	229.32
经营现金流动负债比(%)	-13.27	-45.36	-38.00
全部债务/EBITDA(倍)	19.90	20.03	27.75

附件 4　主要财务指标的计算公式(新准则)

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	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。