

信用等级公告

联合〔2019〕2997号

联合资信评估有限公司通过对天水市城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用状况及拟发行的2019年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券进行综合分析和评估，确定天水市城市建设投资（集团）有限公司的主体长期信用等级为AA，2019年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二零一九年三月十五日



2019年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期债券发行金额：5.00 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%

募集资金用途：项目建设和补充营运资金

评级时间：2019年3月15日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	8.12	9.46	6.36
资产总额(亿元)	60.78	73.18	74.50
所有者权益(亿元)	30.69	34.53	36.13
短期债务(亿元)	5.60	1.82	4.47
长期债务(亿元)	3.20	9.68	10.19
全部债务(亿元)	8.80	11.50	14.66
营业收入(亿元)	5.40	4.84	11.54
利润总额(亿元)	1.57	1.57	1.80
EBITDA(亿元)	1.68	1.62	1.87
经营性净现金流(亿元)	-5.51	-5.96	-4.13
应收类款项/资产总额(%)	11.63	14.90	10.00
营业利润率(%)	6.01	3.90	8.78
净资产收益率(%)	5.02	4.42	4.38
资产负债率(%)	49.50	52.82	51.51
全部债务资本化比率(%)	22.28	24.98	28.86
流动比率(%)	365.31	377.39	371.13
经营现金流流动负债比(%)	-39.57	-35.84	-24.21
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	7.10	7.83

分析师

高景楠 张 宁 辛纯璐

邮箱：lianhe@lheratings.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

天水市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是天水市城区内唯一的城市基础设施建设主体，公司业务专营优势明显。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在资金注入和财政补贴等方面得到天水市政府及股东的持续支持；在建项目多数能够获得银行等金融机构的政策性低息贷款。同时，联合资信也关注到公司自身盈利能力偏弱以及在建项目资金支出压力大等因素给公司经营带来的不利影响。

天水市经济稳定增长，城市基础设施建设发展空间较大；公司所获外部支持持续稳定，有利于公司的经营规模和盈利能力进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由陕西投融资担保有限责任公司（以下简称“陕投保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，陕投保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。上述担保有效提高了本期债券的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及陕投保担保能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为天水市区唯一的城市基础设施建设主体，在资金注入和政府补贴等方面持续得到天水市政府及股东的支持。
2. 公司在建项目多数能够获得银行等金融机构政策性贷款，有效地降低了公司融资成本。
3. 陕投保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券的偿付安全性。

关注

1. 公司基础设施建设、保障房建设及土地整理等项目在建及拟建规模很大，未来将存在很大的对外融资压力。
2. 公司应收账款及存货占资产比重较大，整体资产流动性较弱。
3. 由于保障房（包括限价房和棚户区改造）建设指标及限价房销售价格受当地政府调控影响较大，保障房收入稳定性将受到一定影响；同时，公司土地整理收益受房地产行业和水南市土地交易市场影响较大，且未具体约定支付期限和支付方式，土地整理板块未来收入不确定性较高。
4. 本期募投项目的竣工时间可能受施工进度等影响发生变化，项目收益取得时点可能发生变化；同时，募投项目收入主要来自房屋、商铺和地下停车位的出售，其受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天水市城市建设投资（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

天水市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“天水城投”）成立于2003年8月，是经天水市人民政府批准，由天水市城市建设投资中心（以下简称“天水城建中心”）和天水市自来水公司（以下简称“自来水公司”）共同出资组建的国有控股公司；初始注册资本30800万元，天水城建中心和自来水公司分别出资30000万元和800万元。2015~2016年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）按照与天水城建中心和公司签订的投资合同分别向公司投资2.13亿元和4.73亿元，作为公司实收资本。2017年12月，根据公司股东会决议，天水城建中心向公司增资2.00亿元。根据投资合同，2017~2018年天水城建中心分别回购401.00万元和2161.00万元国开基金投资。截至2018年底，公司注册资本与实收资本均为119350万元，股权结构情况见表1，天水城建中心为公司的实际控制人。

表1 截至2018年底公司股权结构情况

股东名称	出资额(万元)	持股比例(%)
天水市城市建设投资中心	52562.00	44.04
天水市自来水公司	800.00	0.67
国开发展基金有限公司	65988.00	55.29
合 计	119350.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：城市基础设施项目建设；土地前期开发整理；房地产开发经营、房屋搬迁；场地租赁，房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年底，公司本部内设财务审计部、房产开发部、资产经营部、工程管理部和投融资部等10个职能部室；纳入合并范围子公司共5家。公司合并口径员工总数419人。

截至2018年底，公司资产总额74.50亿元，所有者权益合计36.13亿元（含少数股东权益

24.08万元）；2018年，公司实现营业收入11.54亿元，利润总额1.80亿元。

公司地址：甘肃省天水市秦州区藉河北路天水建筑科技中心23-25楼；法定代表人：张宪泉。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行金额为5.00亿元的2019年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年，采用固定利率，按年付息，分期还本，在本期债券存续期的第3年到第7年每年偿还本金的20%。

本期债券由陕西投融资担保有限责任公司（以下简称“陕投保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金中3.00亿元计划用于和谐家园保障性安居工程（二期）建设项目（以下简称“募投项目”），2.00亿元计划用于补充营运资金，如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
和谐家园保障性安居工程（二期）建设项目	102995.69	30000.00	29.13
补充营运资金	--	20000.00	--
合 计	102995.69	50000.00	--

资料来源：公司提供

项目概况

募投项目位于天水市东十里曹家埂，羲皇大道以北，天北高速以南。募投项目总用地面积86782.74m²，总建筑面积234258.92m²。其

中地上新建建筑面积 186869.18m²，包含新建住宅建筑面积 168734.15m²、新建商业建筑面积 16620.35m² 和新建配套公建建筑面积 1514.68m²；地下新建建筑面积 47389.74m²。建筑密度 23.07%，容积率 2.70；新建 1550 户保障性安居住房，地上小汽车停车位 60 个，地下小汽车停车位 1000 个，地下自行车库自行车停车位 3100 个；绿化率达 31.50%。

资金来源

募投项目总投资额中公司筹措自有资金 30995.69 万元，占总投资的 30.09%；拟通过发行本期债券及 2019 年第二期天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券合计融资 72000.00 万元，占总投资的 69.91%。

募投项目审批情况

本期债券募投项目已取得天水市相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 3 募投项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
天水市发展和改革委员会	《关于天水市城市建设投资（集团）有限公司天水市和谐家园二期项目登记备案的通知》；天发改投（备）（2018）11 号
天水市环境保护局	《关于市城市建设投资（集团）有限公司和谐家园二期项目环境影响报告表的批复》；天环函发（2018）15 号
天水市国土资源局	天国用（2011）第麦 010 号
天水市规划局	《建设工程规划许可证》；建字第 620502201800004 号
天水市住房和城乡建设局	《天水市和谐家园二期项目稳定风险评估报告》

资料来源：公司提供

项目进度情况

根据《天水市和谐家园保障性安居工程二期项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），项目建设期 4 年，即 2018~2021 年。截至 2018 年底，募投项目已完成前期审批和部分拆迁安置工作，正在进行剩余房屋征收和已征收场地的工程建设等事项。截至 2018 年底，募投项目已完成投资 4663.65 万元，投资

进度约为 4.53%。

经济效益分析

根据《可研报告》，募投项目测算期 50 年，其中建设期 4 年、经营期 46 年，测算期内可实现收入相关租售收入 136421.74 万元（详见正文第九部分），可以覆盖项目总投资；但相关保障性安居住房、商铺和地下停车位的销售将在本期债券存续期 3~6 年完成。募投项目所得税前项目全部投资内部收益率为 11.70%；所得税后项目全部投资收益率为 9.46%，当基准收益率为 5% 时，项目净现值为 11660.2 万元，项目投资回收期 5.53 年。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增

幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0

万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一

带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

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 4 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库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，包括合理确定本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. 行业发展

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司

作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

近年来，天水市经济实力稳定增长。其中，房地产开发投资快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

天水市位于甘肃省东南部，地处陕甘川三省交界，毗邻关中平原，是关中平原城市群重要节点城市。天水市现辖秦州、麦积两区、武山、甘谷、秦安、清水、张家川回族自治县五县和国家级天水经济技术开发区，总面积1.43万平方公里，总人口382.9万。

根据《2017年天水市经济运行情况》，2017年，天水市实现生产总值614.96亿元，比上年增长4.5%。其中，第一产业增加值102.69亿元，增长5.8%；第二产业增加值189.4亿元，增长3.7%；第三产业增加值322.87亿元，增长4.7%。

2017年，天水市规模以上工业企业实现增加值103.07亿元，比上年增长6.8%；全市完成固定资产投资667.35亿元，比上年下降0.57%。其中，房地产开发投资64.18亿元，比上年增长36.21%；项目投资603.16亿元，比上年下降3.35%。

根据《天水市2019年政府工作报告》，2018年天水市预计实现生产总值640亿元，同比增长6.5%，其中，第一产业增加值86亿元，增长4.5%；第二产业增加值198亿元，增长5%；第三产业增加值356亿元，增长8%。规模以上工业增加值增长7%。固定资产投资增速降幅收窄，预计下降1.5%左右。社会消费品零售总额270亿元，增长9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是由天水城建中心和自来水公司共同出资设立的国有控股公司，2015年国开基金投资入股公司。截至2018年底，公司注册资本与实收资本均为119350万元，其中国开基金、天水城建中心和自来水公司分别持股55.29%、44.04%和0.67%。天水城建中心为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

天水市政府对于各平台公司职能定位明确，与公司业务范围上无交叉，公司业务专营优势明显。

公司是天水市城区唯一的城市基础设施建设主体，主要负责天水市秦州区和麦积区基础设施项目建设、土地整理开发及市本级保障性住房投资建设工作，其主营业务涵盖保障性住房建设、基础设施建设、工程施工、土地整理、物业管理、供热及管网建设等领域。截至2018年底，公司纳入合并报表范围子公司共5家，分别为天水市天河供热有限公司（以下简称“天河公司”）、天水市羲龙天水湖经营管理有限责任公司、天水市天河物业管理有限公司（以下简称“物业管理公司”）、天水羲秦房屋拆迁有限公司（以下简称“拆迁公司”）和天水羲泽实业有限责任公司（以下简称“实业公司”）。

除公司外天水市目前共有8家正常经营的平台公司，分别为天水市工业国有资产投资有限公司（负责授权范围内的国有资产和股权经营）、天水市经济发展投资公司（主营项目投资、委托贷款、投资管理咨询业务）、天水市矿区投资公司（负责矿产品加工销售及矿业投融资事项）、天水市交通发展投资有限公司（负责高速公路项目的改造升级）、天水市商贸公司（承担市内重大商贸基础设施融资建设工作）、天水市天源水务公司（负责水利水保工程的建设管理）、天水市文投公司（从事文化

旅游重大项目建设、资产经营、资本运作等业务)和天水市名城保护公司(承担天水历史文化名城等保护开发利用的投融资工作)。

3. 人员素质

公司高级管理人员工作经验丰富,人员构成尚能满足公司日常经营需求。

截至2018年底,公司董事、监事及高级管理人员共8人,均具有大学本科及以上学历。

张宪泉先生,1964年生,中共党员,研究生学历;曾任甘肃省天水市财政局税政条法科副科长,甘肃省天水市财政局税政农税科科长,甘肃省天水市财政局农业科科长,甘肃省天水市发展和改革委员会副主任,甘肃省天水市秦州区区委常委、区政府副区长,甘肃省天水市交通运输局党组成员、甘肃省天水市道路运输管理局局长,2017年7月至今任公司董事长、总经理。

张兴先生,1980年生,中共党员,研究生学历;曾任天水市劳动就业中心综合科副科长兼市职业技能鉴定办公室负责人,天水市团委副书记;2017年8月至今任公司副总经理。

甄锐平先生,1966年生,本科学历;曾任天水市经济信息中心经济师、天水市发展和改革委员会固定资产投资科科长,2013年1月至今任公司副总经理。

史海峰先生,1973年生,本科学历;曾任天水市工业国有资产投资有限公司财务总监,2018年8月至今任公司总会计师。

截至2018年底,公司合并口径共有在岗职工419人。按学历构成划分,本科及以上学历71人、大专学历、高中及中专以下学历348人;按年龄划分,35岁以下的108人、30至50岁的228人、50岁以上的83人。公司拥有高级职称人员8人和中级职称人员35人。

4. 外部支持

近年来,天水市一般预算收入不断增长,但财政总收入主要依赖转移支付,财政自给能力很弱。

公司作为天水市城区唯一的城市基础设施建设主体,近年来,持续获得来自股东和天水市政府持续的资金注入及财政补贴支持。

根据公司提供资料,2016~2018年,天水市一般预算收入不断增长,三年分别为42.22亿元、44.67亿元和46.63亿元;其中税收收入占比波动增长,三年分别为56.67%、55.26%和58.97%。同期,天水市转移支付和税收返还收入逐年增加,三年分别为195.26亿元、216.18亿元和228.01亿元,主要来自于一般性转移支付收入。近三年,天水市国有土地使用权出让收入大幅增长,年均复合增长53.46%,主要系根据天水市发展规划,房地产开发面积及城市新建项目增加等原因所致。2018年,天水市实现国有土地使用权出让收入48.62亿元。2018年,天水市一般预算支出为291.41亿元,财政自给率(一般预算收入/一般预算支出)为16.00%。天水市财政平衡能力很低,对转移支付收入依赖性强。

资金注入

自成立以来,公司股东通过货币形式多次向公司增资。2015~2016年,国开基金按照与天水城建中心和公司签订的投资合同分别向公司投资2.13亿元和4.73亿元,作为公司实收资本。国开基金的投资期限为15年,投资年化回报率为1.2%,项目建设期满后,天水城建中心按回购计划回购相应股权,国开基金实现退出;2017~2018年,根据投资合同,天水城建中心分别回购于当年到期的401万元和2161万元国开基金投资。

2017年,天水城建中心向公司增资2.00亿元,计入“实收资本”科目。

2016~2017年,根据天水市财政局文件天财函(2016)41号和天财函(2017)72号,市财政局分别将1.09亿元和0.31亿元拨款转做对公司的投资,计入“资本公积”科目;2018年,根据甘肃省财政厅甘财经二(2018)183号文件,天河公司收到210.00万元补贴资金,计入“资本公积”科目。

补贴收入

2016~2018年，根据天水市财政局文件天财函（2016）42号、天财函（2017）73号和天财函（2018）25号，公司分别收到1.50亿元、1.50亿元和1.00亿元的市财政局补贴拨款。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1062050200008200K），截至2019年3月7日，公司无未结清的不良类信贷信息记录；有2笔未结清关注类贷款和7笔已结清关注类贷款，根据国家开发银行甘肃省分行（以下简称“国开行甘肃分行”）出具的说明，上述贷款均系国开行甘肃分行的相关信贷规定及分类标准划分为关注类，在上述贷款存续期间，公司均能按时归还本金及利息。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年3月6日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了完善的法人治理结构，且整体运行情况良好。

公司依据《公司法》《企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》及其他有关法律、行政法规的规定，设立了包括党组织、股东会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。

公司党组织委员8名，党组织书记由董事长担任，设党组织副书记1名；同时成立党的纪律检查委员会，设纪委书记和纪委委员各1名。公司党组织参与公司重大问题的决策，支持股东会、董事会、监事会和总经理依法行使职权。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权

力机构，行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会报告、监事报告、公司年度财务预决算方案等职权。

公司董事会由3人组成，成员由股东会选举产生；任期3年，可连选连任。董事会设董事长1人，由董事会选举产生。董事会行使执行股东会决议、决定公司经营计划和投资方案等职权。公司董事长为公司法定代表人。

公司监事会由3人组成，成员由股东会选举产生，其中1人为监事会召集人；任期三年，可连选连任。公司监事行使检查公司财务等职权；并列席股东会会议和董事会会议。公司董事长、董事、经理、财务负责人不得兼任公司监事。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责；行使主持公司的生产经营管理工作、提请聘任或解聘公司副经理及财务负责人等职权；并列席股东会会议和董事会会议。

截至目前上述人员已全部到位。

2. 管理体制

公司管理体制较为规范，已建立系统的经营管理制度，且各制度执行情况良好，公司整体管理水平较高。

目前公司本部内设财务审计部、房产开发部、资产经营部、工程管理部 and 投融资部等10个职能部室，能够满足公司日常管理需要。同时根据经营管理的特点，公司逐步形成了一套同时适用本部及子公司的较为规范的资产、项目和资金等管理制度。

资产管理方面，公司根据其持有的经营性资产制定《经营性资产管理办法》，坚持所有权与使用权相分离的原则，实行“统一领导，分口管理，分级负责、责任到人”的管理体制。资产经营部是公司经营性资产的管理部室，经理办公会确定经营性资产的经营方式后，由资产经营部办理销售或租赁的相关手续，并制定方案。

项目管理方面，公司根据相关法律法规制定《项目建设管理制度》，按照项目建设计划，确定项目负责人和项目相关管理人员，落实岗位责任。招投标管理方面，工程项目管理部室根据需要提出招标计划，依次报项目分管领导、公司项目办和总经济师审签，最后提交公司总经理审批，通过后由公司项目办组织招标工作。项目建设期间，公司要求项目管理部室每月召开一次工程调度会，解决项目建设中存在的问题；同时组织定期和不定期的安全质量检查、生产评比，奖优罚劣。

财务管理方面，公司根据相关法律法规，并结合实际情况制定《财务管理制度》和《资金管理办法》，并得到有效执行。《财务管理制度》约定了公司会计核算流程，明确了各类资产及负债的管理办法，规范各岗位财务人员职责；《资金管理办法》明确公司资金采用集中管理、统一调度的原则，统一规范财务报销及资金审批支付流程。同时，公司更加细化了《工程款支付办法》，用以更加合理、规范、高效地支付工程进度款项。

投融资方面，公司未指定有专门的投融资管理办法，投融资部承担根据公司发展战略制定并组织实施投融资规划；对投资企业或项目的投资方案进行设计，包括融资方式、投融资资金规模、投融资结构及相关成本和风险预测等职责。

七、经营分析

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入构成情况 (单位:万元、%)

产品名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障性住房销售	15618.54	30.18	15.11	4943.86	10.75	4.51	3942.17	3.50	-2.24
工程施工	33166.57	64.08	3.48	36875.25	80.19	3.48	104992.73	93.32	9.74
物业费	1046.75	2.02	35.26	1716.22	3.73	40.33	1360.33	1.21	20.23
供热及管网建设	1926.35	3.72	14.41	2451.64	5.33	11.04	2214.38	1.97	-12.75
合计	51758.21	100.00	8.04	45986.97	100.00	5.37	112509.61	100.00	9.00

注：工程施工板块即为委托代建项目，其毛利率与管理费加成 15%相差较多主要是因为 15%的加成里还包含了 11%的增值税。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

基础设施建设

1. 经营概况

公司作为天水市城区唯一的城市基础设施建设主体，具有一定区域专营优势。近三年，公司主营业务收入规模波动增长，且工程施工收入占比不断增长成为公司主营业务收入主要构成部分；毛利率方面，公司整体毛利率波动增长。

公司作为天水市城区唯一的城市基础设施建设主体，主要负责天水市城区内的市政基础设施以及保障房建设，同时还承担天水市区内土地整理（农业用地经整理后转建设用地以及棚户区土地拆迁整理）、物业管理和供热及管网建设任务。

2016~2018年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长47.44%。其中，2018年公司实现主营业务收入11.25亿元，同比增长144.57%，主要系工程施工收入不断增加所致。从收入构成来看，近三年公司收入构成以工程施工为主，且工程施工收入占比不断扩大，2018年增长至93.32%。此外，保障性住房销售、物业费和供热及管网建设也对公司营业收入形成一定补充。毛利率方面，2017年公司整体毛利率水平较上年降低2.67个百分点至5.37%，主要系毛利率较高的保障性住房销售收入占比大幅下降且毛利率有所下降综合影响。2018年，公司整体毛利率较上年上升3.63个百分点至9.00%，主要系收入占比较大的工程施工毛利率较上年增长所致。

公司作为天水市城区唯一的城市基础设施建设主体，承担了大量天水市区市政工程及

保障房的建设工作，由于目前在建项目尚需投资规模大，且建设资金主要由公司自筹，公司将面临较大的资金支出压力；市政建设板块回款 2018 年有所好转；由于保障房（包括限价房和棚户区改造）建设指标及限价房销售价格受当地政府调控影响较大，保障房收入稳定性将受到一定影响。

（1）保障房建设

公司保障房建设板块主要由公司本部负责，该业务板块主要包括天水市区内的限价房销售及棚户区改造业务。

限价房销售运营模式主要为：公司作为项目建设主体在收到天水市政府通知后，负责组织项目立项及各项审批手续的办理、自行筹集项目建设资金、招拍挂项目建设所需的土地、组织项目的招标及后续建设；待项目完工决算后，按照政府部门的指导价格出售给经政府部门核实且符合一定条件的特定对象（其中一小部分由政府按指导价格购买）。

棚户区改造运营模式主要为：天水市政府根据全市规划确定建设任务后，授权天水市城乡与住房建设局（以下简称“住建局”）作为购买主体，通过公开招标确认公司为承接主体，并通过政府购买服务方式进行项目建设。其中，公司棚户区改造所需土地均通过公开市场招拍挂方式取得；建设过程中资本金部分由住建局出资，其余部分均由公司自筹；建设期届满或者公司完成建设内容后，经住建局验收合格后按照协议约定的支付计划逐年向企业支付服务费用。

此外，公司除通过上述两种模式建设的保障房外还会建设相关的商业配套，由此形成的

房产则由公司按市价出让。从账务处理方式来看，公司将保障房投入计入“存货-开发成本”，将已完工项目计入“存货-库存商品”。截至 2018 年底，公司尚有 2.35 亿元和谐家园限价房（主要由商铺构成）在“存货-库存商品”待售，预计可为公司带来一定收益。

2016~2018 年，公司保障房建设板块分别实现营业收入 1.56 亿元、0.49 亿元和 0.39 亿元，主要为和谐家园一期限价房及配套商铺销售收入。其中，2017 年较上年下降 68.35%，主要系和谐家园的商铺销售放缓以及实施“营改增”后增值税在价外统计导致该板块收入不断减少所致。2016~2018 年，公司保障性住房销售毛利率分别为 15.11%、4.51%和-2.24%。其中，2016 年公司毛利率较高主要是因为 2016 年销售的限价房配套的商铺，其不受政府价格限制当年售价较高所致。2018 年，公司保障性住房销售毛利率表现为-2.24%，主要系补缴和谐家园项目商铺土地出让金导致营业成本有所增加。2016~2018 年，公司分别收到销售款 0.65 亿元、0.27 亿元和 0.28 亿元。

截至 2018 年底，公司在建保障房项目为成纪新家园棚户区以及水眼寨片区棚户区改造项目等三个保障房项目，项目总投资额 38.26 亿元，累计已完成投资 9.31 亿元，上述项目尚需投资 28.95 亿元。由于绝大部分资金需要公司自行筹集，公司保障房项目存在一定融资压力。此外，由于保障房（包括限价房和棚户区改造）建设指标及限价房销售价格受当地政府调控影响较大，上述保障房建成后其收入稳定性将受到一定影响。

表 6 截至 2018 年底公司保障性住房项目在建情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计投资额	尚需投资	预计完工时间
成纪新家园棚户区（棚改）	20.73	8.82	11.91	2019
水眼寨片区棚户区改造项目（棚改）	7.23	0.02	7.21	2021
和谐家园保障房二期（限价）	10.30	0.47	9.83	2021
合计	38.26	9.31	28.95	--

资料来源：公司提供

（2） 工程施工

公司作为天水市城区唯一的城市基础设施建设主体，承接的项目主要系天水市城区内的道路、桥梁、排水及绿化等市政工程，该板块主要由公司本部负责。

公司的市政工程建设主要采取委托代建模式，具体流程为：公司与天水市人民政府签订委托代建协议，自筹资金并通过工程招标的方式外包给具有专业资质的施工企业来进行建设。公司负责整个工程的管理，待项目竣工决算后将项目管理权移交天水市人民政府，决算价为建设投资成本加成 15%(含税)。工程结算方面，对于工期较长的工程，每年末公司将经政府确认的实际投资额确认为建设成本，并按建设成本的 115%确认结算金额。项目竣工验收后由天水市人民政府认可的审计机构进行审计决算并确定项目最终建设成本，并对已确认的建设成本及结算金额进行调整。对于工期较短的项目，则在项目竣工并完成竣工决算并经政府批准后，按决算成本的 115%（含税）确认结算金额；付款方面，年末天水市财政局

代天水市人民政府将确认的各年度结算金额向公司支付款项。

从账务处理方式来看，公司将工程建设投入计入“存货-工程施工”中核算，年末天水市政府对公司的申请做出批复后，公司根据相关批复确认收入。2016~2018 年，公司分别确认收入 3.32 亿元、3.69 亿元和 10.50 亿元，2016~2017 年毛利率均为 3.48%，较为稳定。2018 年，受部分当年完工工程资料较为齐全，且符合简易计税办法的项目按增值税简易征收影响，公司工程施工毛利率较上年增长 6.26 个百分点至 9.74%。2016~2018 年，公司分别收到工程款项 1.10 亿元、0.30 亿元和 13.39 亿元，2018 年回款情况有所好转。

截至 2018 年底，除去零星工程和已完工未决算的工程后（上述项目截至 2018 年底已投资 9.52 亿元），公司在建市政项目总投资额合计 38.79 亿元，已投资 6.83 亿元，尚需投资 31.96 亿元。总体看，公司市政工程代建板块面临较大资金支出压力。

表 7 截至 2018 年底公司市政基础设施项目在建情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资额	尚需投资	预计完工时间
成纪新城路网一期工程	2899.61	1004.41	1895.2	2019.11
成纪新城罗家沟大桥及接线工程	26450.70	19695.36	6755.34	2019.12
成纪新城二十里铺大桥及接线工程	12008.00	8769.00	3239.00	2019.1
成纪新城二期路网	1829.34	1005.59	823.75	2019.12
成纪新城儿童公园	9960.00	4777.88	5182.12	2019.1
南山院改造二期	15000.00	390.75	14609.25	2020.12
亚行项目附属配套工程项目	9200.07	7269.82	1930.25	2020.1
藉河生态二期工程	93724.30	13102.27	80622.03	2020.5
民主路提升改造工程	703.00	354.34	348.66	2019.12
藉河南路西延段市政工程	7189.51	2572.46	4617.05	2019.12
天水湖维修工程	2348.38	559.63	1788.75	2019.12
羲皇大道泰州段城市市容提升改造工程	28439.80	6682.87	21756.93	2019.5
天水郡十字交通疏导工程	14000.00	974.26	13025.74	2019.7
罗家沟三阳川隧道工程	164154.00	1167.52	162986.48	2021.12
合 计	387906.71	68326.16	319580.55	--

资料来源：公司提供

土地整理

公司具有一定规模的土地资产，未来将成为公司重要的收入来源。考虑到，公司土地整理收益受房地产行业 and 天水市土地交易市场影响较大，土地整理板块未来收入不确定性较高。

公司土地整理板块主要由公司本部负责。公司根据天水市人民政府授权，主要负责天水市区规划区内土地（农业用地转建设用地，以及棚户区土地整理）进行基础开发整理工作，具体内容主要包括土地征拆、安置和三通一平等建设工作。

公司通过自有资金和外部融资对政府委托的相关地块进行土地开发整理工作。根据《土地开发整理项目合作协议书》，公司每年初根据当年的天水市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）的发展规划需要确认当年需要整理开发的土地面积，由土储中心协调办理相关行政审批手续，并由其将当年所需开发的用地明确为储备用地。前期开发的投资成本主要包括场地平整费、安置投入、前期基础设施费用及前期开发土地投资的融资利息等实际发生的费用。土地开发整理完成并出让后，土地整理开发的成本及收益（成本的 20%）列入政府基金预算向公司拨付，具体支付期限和方式另行约定。

从账务处理方式来看，公司将前期开发的基础设施成本费用及前期开发土地投资的融资利息等实际发生的费用，计入“存货-土地整理”或“存货-开发成本（主要反映安置的保障房，截至 2017 年底为藉河南路棚户区项目投入 4.17 亿元）”科目。2016~2018 年，公司开发整理土地面积分别为 421.06 亩、508.00 亩和 282.00 亩。截至 2018 年底，公司账面达到出让状态的土地为 162.38 亩，对应土地整理成本（全部投入成本）为 0.15 亿元（其余土地大部分已接近完工，尚有部分零星投入），未结转收入；同期，公司土地开发整理业务尚需投入规模为 1.33 亿元。2016~2018 年，公司整理的

土地未通过土储中心实现出让，因此未实现收入。2019~2021 年，公司分别计划出让土地 350 亩、390 亩和 350 亩，预计可实现出让金额合计 64.55 亿元。

其他

物业费和供热及管网建设板块近年来收入规模波动增长，对公司收入来源形成一定补充。

公司子公司天河公司是天水市供热业务的主要经营主体，负责天水市七里墩以东至二十里铺大约 100 万平方米供热面积的冬季供暖、水电暖设计安装的技术咨询、供热设施的维护并负责取暖费的收取。近三年，供热及管网建设板块收入波动增长，2018 年为 2214.38 万元。毛利率方面，2016~2018 年，分别为 14.41%、11.04% 和 -12.75%。其中 2018 年公司毛利率表现为亏损主要系由于公司管网等设备老化导致电力成本上升以及受环保影响煤炭成本上升综合影响所致。

此外，公司子公司物业管理公司还从事少量写字楼和小区的物业管理工作，该公司具有三级物业服务企业资质。2016~2018 年，随着公司业务的不拓展，物业管理板块（物业费收取）收入波动增长，近三年分别为 1046.75 万元、1716.22 万元和 1360.33 万元。受规模效益影响，2017 年物业板块毛利率较上年上升 5.07 个百分点至 40.33%；2018 年受金家庄商务中心及天河广场 D 物业费收取标准降低影响，公司物业费毛利率较上年下降 20.10 个百分点至 20.23%。

3. 未来发展

公司作为天水市城区内的唯一的城市基础设施投资建设主体，在当地城市化进程方面起到了重要作用。公司在稳步推进现有市政工程建设项目的基礎上，将继续加大对天水市的保障房的建设工作。

公司未来拟建市政项目及保障房项目主要为天水市藉河生态环境综合治理三期工程

和天河广场地下空间综合利用开发项目等项目,预计总投资额为60.22亿元;土地整理方面,公司未来将对水眼寨村、三阳川新区等区域内

的1500亩土地进行开发,预计投资11.00亿元。同时考虑到公司目前在建项目,总体看公司未来投资规模大,将存在很大的资金支出压力。

表8 公司拟建项目投资情况(单位:万元)

项目名称	总投资金额	计划 2019 年投资额	计划 2020 年投资额	计划 2021 年投资额
藉河生态环境综合治理三期工程	29000.00	1500.00	20000.00	7500.00
天河广场地下空间综合利用开发项目	25000.00	1000.00	7000.00	17000.00
龙王路市政工程	1200.00	1150.00	50.00	-
成纪新家园污水源热泵供暖项目	9960.00	9960.00	-	-
七里墩综合开发项目二期工程	78000.00	8000.00	28000.00	42000.00
成纪大道西路提升改造工程(北外环)	12000.00	12000.00	-	-
岷山厂文创改造工程	20000.00	10000.00	10000.00	-
岷山厂地下停车场	10000.00	10000.00	-	-
皇城路东延段道路工程	24000.00	10000.00	14000.00	-
城区道路维修改造(6条)	16100.00	10000.00	6100.00	-
羲皇大道(麦积段)提升改造工程	60000.00	800.00	50000.00	9200.00
红桥南接线项目	5200.00	5200.00	-	-
春分路东段市政工程	1300.00	1300.0	-	-
成纪新城南区市政基础设施项目(秦麦高速公路市政化改造项目)	310465.00	2000.00	158465.00	150000
合计	602225.00	82910.00	293615.00	225700.00

资料来源:公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016~2018年度合并财务报告,中勤万信会计师事务所(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审计结论。

2016~2017年,公司合并范围未发生变化;2018年,公司合并范围新增一家一级子公司,系出资新设的实业公司,该目前规模较小,公司财务数据可比性强。截至2018年底,纳入合

并范围的一级子公司为5家。

2. 资产质量

近年来公司资产规模不断增长;构成以流动资产为主,其中应收类账款和存货占比大,对公司资金形成占用。公司整体资产质量和流动性一般。

2016~2018年,公司资产规模不断增长,年均复合增长10.71%。截至2018年底,公司资产总额74.50亿元,同比增长1.80%;构成以流动资产为主,占84.98%。

表9 2016~2018年公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.12	13.36	9.46	12.93	6.36	8.54
应收账款	6.49	10.68	10.47	14.31	5.01	6.72
预付款项	2.46	4.05	2.50	3.42	3.29	4.42
存货	33.20	54.62	39.91	54.54	46.19	62.00

流动资产	50.85	83.66	62.77	85.77	63.31	84.98
投资性房地产	6.49	10.68	6.61	9.03	7.41	9.95
其他非流动资产	2.38	3.92	2.73	3.73	2.63	3.53
非流动资产	9.93	16.34	10.41	14.23	11.19	15.02
资产总额	60.78	100.00	73.18	100.00	74.50	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 11.58%。截至 2018 年底，公司流动资产 63.31 亿元，较上年底变动不大，以货币资金、应收账款和存货为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 6.36 亿元，同比降低 32.75%，主要为银行存款 6.29 亿元（占 98.90%）。公司其他货币资金 0.07 亿元为子公司大额存单，为非受限资金。

2016~2018 年，公司应收账款波动下降，年均复合降低 12.10%。截至 2018 年底，公司应收账款 5.01 亿元，同比降低 52.15%，主要系代建项目回款较多所致。其中，公司应收天水市财政局的工程项目代建款 5.00 亿元（账龄为 1 年以内），占应收账款总额的 99.83%。考虑到公司应收账款欠款单位主要为政府相关单位（前五大应收方还包括天水长城中学和天水市公安消防支队，均为应收供热费），应收账款回收风险较小。

2016~2018 年，公司预付款项不断增加，年均复合增长 15.52%。截至 2018 年底，公司预付账款 3.29 亿元，同比增长 31.66%，主要系预付麦积区、秦州区房屋征收管理中心的项目拆迁款增加所致。其中包括预付天水羲元旅游基础设施有限公司（以下简称“天水羲元公司”）2.46 亿元房屋款项（为土地整理板块拆迁安置所采购），因标的物未移交而未结算。

2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 104.14%。截至 2018 年底，公司其他应收款 2.45 亿元，同比增加 2.01 亿元，主要为应收天水财金资产经营发展有限公司（1.20 亿元）、天水市交通建设发展有限公司（0.60 亿元）和天水市财政局（0.32 亿元）等国有企事业单位的往来款项，回收风险较小。从集中度来看，截至 2018 年底，公司前五名

其他应收款合计占其他应收款总额的 98.79%，集中度高。

2016~2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 17.95%。截至 2018 年底，公司存货 46.19 亿元，同比增长 15.72%，主要系公司新增待开发土地 5.72 亿元且安置房项目持续投入所致；公司存货主要由库存商品 2.35 亿元（自建和保障房项目）、工程施工 16.35 亿元（代建项目施工成本）、开发成本 13.47 亿元（安置房项目投入成本）、土地整理 5.83 亿元（土地开发整理项目投入）和待开发土地 8.13 亿元（公司购入的出让地，土地证正在办理中）构成。截至 2018 年底，公司存货中无受限资产。

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长 6.14%。截至 2018 年底，公司非流动资产 11.19 亿元，同比增长 7.53%；主要由投资性房地产和其他非流动资产构成。

公司投资性房地产为对外出租的房屋建筑物，产生的出租收入计入“其他业务收入”。2016~2018 年，公司投资性房地产略有增长，年均复合增长 0.93%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 7.41 亿元，同比增长 12.07%，主要系存货转入的房屋建筑物增加所致。

2016~2018 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 5.17%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 2.63 亿元，同比降低 3.95%，主要为统借统还贷款资金（公司收到国开行投资资金后为其他公司项目所用）。

截至 2018 年底，公司受限资产主要为抵押资产，受限资产账面价值 17.16 亿元。其中价值 14.21 亿元成纪新家园棚户区改造项目 and 成纪新城地下净水工程未来形成的全部权益和收益用作质押担保，七里墩天河广场 D 座

(天房权证秦字第 1011052496)和金家庄商务中心 1 幢(天房权证秦州区字第 20256612)等房产账面价值合计 2.95 亿元用于抵押担保。

2016~2018 年,公司应收类款项占资产总额的比重波动下降,三年分别为 11.63%、14.90%和 10.02%,应收类款项对公司资金形成一定占用。

3. 资本结构

近三年公司权益规模不断增长,以实收资

本和资本公积为主,权益稳定性较好。

2016~2018 年,公司所有者权益不断增长,年均复合增长 8.49%。截至 2018 年底,公司所有者权益合计 36.13 亿元,同比增长 4.63%,主要来自未分配利润的增加。近三年,公司所有者权益均以实收资本和资本公积为主,合计占比 85%以上,权益稳定性较好。

表10 2016~2018年所有者权益主要构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	9.94	32.39	11.94	34.59	11.94	33.05
资本公积	19.02	61.97	19.32	55.97	19.34	53.53
未分配利润	1.45	4.72	2.82	8.17	4.23	11.71
所有者权益总额	30.69	100.00	34.52	100.00	36.13	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

2016~2018 年,公司实收资本分别为 9.94 亿元、11.94 亿元和 11.94 亿元,年均复合增长 9.60%,增加主要系天水城建中心于 2017 年增资 2.00 亿元所致。

公司资本公积主要为政府对公司的拨款投入。2016~2018 年,公司资本公积有所增长,年均复合增长 0.86%,主要系市财政局拨款转入资本公积所致。2018 年底,公司资本公积 19.34 亿元。

2016~2018 年,公司未分配利润大幅增长,年均复合增长 70.83%,主要系公司利润分配较

少等原因所致。截至 2018 年底,公司未分配利润增长至 4.23 亿元,同比增长 50.11%。

近三年公司负债规模波动增长;债务结构以长期债务为主,符合行业特点,公司总体债务负担一般。未来公司投资规模较大,预计公司债务规模将持续上升。

2016~2018 年,公司负债总额波动增长,年均复合增长 12.93%。截至 2018 年底,公司负债总额 38.38 亿元,同比降低 0.72%;结构以非流动负债为主,占比 55.55%。

表11 2016~2018年公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.76	5.85	1.66	4.29	1.09	2.84
预收款项	1.14	3.79	0.87	2.25	0.74	1.93
其他应付款	5.02	16.68	11.55	29.88	9.62	25.07
一年内到期的非流动负债	5.60	18.61	1.82	4.71	3.77	9.82
流动负债	13.92	46.26	16.63	43.02	17.06	44.45
长期借款	3.20	10.63	9.68	25.04	10.19	26.55
其他非流动负债	12.97	43.10	12.32	31.87	11.12	28.97
非流动负债	16.17	53.74	22.02	56.96	21.32	55.55
负债总额	30.09	100.00	38.66	100.00	38.38	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018年，公司流动负债不断增长，年均复合增长10.70%。截至2018年底，公司流动负债17.06亿元，同比增长2.56%；主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2016~2018年，公司应付账款不断下降，年均复合降低21.21%。截至2018年底，公司应付账款1.09亿元，同比下降34.31%，主要为应付工程款项。

公司其他应付款主要为押金/保证金及与政府单位间的往来款项。2016~2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长38.45%。截至2018年底，公司其他应付款9.62亿元，同比降低16.76%，主要系部分单位往来款归还所致。

2016~2018年，公司一年内到期的非流动负债分别为5.60亿元、1.82亿元和3.77亿元，主要为一年内到期的长期借款和其他非流动负债。

2016~2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长14.82%。截至2018年底，公司非流动负债21.32亿元，同比降低3.20%，主要由长期借款和其他非流动负债构成。

截至2018年底，公司长期借款10.19亿元，较上年底略有增加。其中，质押借款10.18亿元（包括一年内到期的质押借款0.59亿元；质押物为成纪新家园棚户区改造项目和成纪新城地下净水工程未来形成的全部权益和收益）、抵押借款1.00亿元（包括一年内到期的抵押借款0.40亿元；抵押物为天国用（2007）第麦042号土地）、信用借款2.00亿元（包括一年内到期的信用借款2.00亿元）。

公司其他非流动负债主要为亚行贷款和国开行棚改贷款。2016~2018年，公司其他非流动负债不断下降，年均复合降低7.39%。截至2018年底，公司其他非流动负债11.12亿元，其中包括亚行贷款4.20亿元（综合贷款利率约为2%，本金偿还期限为2016年~2036年）、国开行棚改贷款7.71亿元（贷款利率为

4.15~4.50%，期限基本为9~15年）和一年内到期的贷款0.78亿元。

2016~2018年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长29.06%。截至2018年底，公司全部债务14.66亿元，同比增长27.49%，其中长期债务占69.54%。2016~2018年，公司资产负债率波动上升，三年分别为49.50%、52.82%和51.51%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均不断上升，2018年底分别为28.86%和22.01%。考虑到将其他非流动负债中有息债务纳入全部债务核算，2016~2018年，公司调整后全部债务分别为21.77亿元、23.82亿元和25.78亿元。2018年底，公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为41.65%和37.11%。有息债务期限分布方面，2019~2021年，公司待偿还有息债务分别为4.60亿元、1.90亿元和1.74亿元，分别占2018年底公司调整后全部债务的17.84%、7.37%和6.75%。

4. 盈利能力

近三年公司收入规模波动增长，补贴收入对利润规模影响很大；公司对期间费用控制能力较好，但整体盈利能力弱。

2016~2018年，公司营业收入波动增长，年均复合增长46.21%。2018年，公司实现营业收入11.54亿元，同比大幅增长138.37%；同期公司营业成本10.48亿元，同比增长129.71%，增速略低于收入增幅。受此影响，2018年公司营业利润率为8.78%，较上年增加4.88个百分点。

2016~2018年，公司期间费用波动下降，年均复合降低6.54%，主要系公司采用低利率借款且项目借款利息均资本化导致财务费用较少所致。2017~2018年，公司财务费用均为负，主要系当年利息支出较少同时产生较大利息收入原因所致。2016~2018年，公司期间费用占营业收入比重维持在较低水平，三年分别

为4.82%、3.09%和1.97%。整体看，公司对期间费用控制能力较好。

2016~2018年，公司分别收到市财政局对公司的补贴拨款1.50亿元、1.50亿元和1.00亿元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”科目。同期，公司利润总额分别为1.57亿元、1.56亿元和1.80亿元；补贴收入对公司利润影响很大。

2016~2018年，公司调整后总资本收益率分别为3.05%、2.61%和2.55%，净资产收益率分别为5.02%、4.42%和4.38%，均呈逐年下降趋势，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

受政府代建项目回款情况好转影响，2018年公司收入实现质量明显提升；公司经营性资产自身现金生成能力仍较弱，受公司投资项目规模大影响，公司对外融资需求大。

经营活动方面，2016~2018年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长58.49%；同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为2.05亿元、0.96亿元和14.38亿元，大幅增加主要系公司工程代建业务回款情况好转所致。受此影响，近三年公司现金收入比波动增长，分别为37.94%、19.91%和124.58%，收入实现质量明显提升。2016~2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为5.56亿元、6.48亿元和4.72亿元，主要由企业间往来款、利息收入及政府补助等构成。2016~2018年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长33.11%，主要系企业间往来款支出增加所致；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为11.01亿元、11.22亿元和11.85亿元，近三年变动不大；支付其他与经营活动有关的现金分别为1.58亿元、1.89亿元和11.04亿元，主要由企业间往来款、其他管理费用和财务手续费等构成。2016~2018年，公司经营活动现金净流量持续为负，分别为-5.51亿元、-5.96亿元和-4.13亿元。

投资活动方面，2016~2018年，公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2018年公司投资支付的现金0.52亿元，主要为设立实业公司出资款支出。同期，公司投资活动现金流量净额持续为负。

筹资活动方面，由于公司工程代建以及房地产开发项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流量无法满足公司的投资需求，因而公司主要通过吸收投资（股东增资）和大规模借款途径筹资。2016~2018年，公司筹资活动现金流入分别为16.74亿元、14.54亿元和6.72亿元。同期，公司筹资活动现金流出分别为7.13亿元、7.11亿元和5.11亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2016~2018年，公司筹资活动净现金流分别为9.61亿元、7.43亿元和1.61亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力一般，长期偿债能力较弱；考虑到公司获得有力的外部支持，整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，2016~2018年，公司流动比率分别为365.31%、377.39%和371.13%；因公司流动资产中存货占比较高，速动比率三年分别为126.82%、137.45%和100.38%，远小于流动比率。同期，公司经营现金流净额持续为负，对流动负债不具备保障能力。近三年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为1.45倍、5.20倍和1.42倍。总体看，公司短期偿债压力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，公司EBITDA波动增长，年均复合增长5.47%；2018年底为1.87亿元，主要由利润总额构成，占96.41%。近三年公司调整后全部债务/EBITDA分别为12.94倍、14.71倍和13.78倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。考虑到公司获得有力的外部支持，整体偿债风险较小。

截至2018年底，公司获得银行金融机构授

信总额5.00亿元，已使用授信额度3.00亿元。
公司间接融资渠道有待拓宽。

或有负债方面，截至2018年底，公司对外担保余额7.00亿元，担保比率为19.37%。被担保企业天水羲元公司（主要经营基础设施建设的管理及服务、房地产开发和城市园林绿化等业务）为天水市自来水公司的全资子公司，目前经营情况正常。总体看，公司对外担保规模尚可，公司或有负债风险相对可控。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行金额5.00亿元，相当于2018年底公司调整后长期债务和调整全部债务的23.46%和19.39%，对公司现有债务影响较大。

2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为51.51%、41.65%和37.11%，以公司2018年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至54.56%、46.01%和42.14%，公司债务负担进一步加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券拟于存续期内第3年至第7年分别偿还发行总金额的20%。2016~2018年，公司EBITDA分别为1.68亿元、1.62亿元和1.87亿元，分别为本期债券拟发行金额的0.34倍、0.32倍和0.37倍，分别为本期债券分期拟偿还本金金额的1.68倍、1.62倍和1.87倍，EBITDA对本期债券分期拟偿还本金金额覆盖能力尚可。

2016~2018年，公司经营活动现金流入量分别为7.60亿元、7.44亿元和19.10亿元，为本期债券发行金额的1.52倍、1.49倍和3.82倍，分别为本期债券分期拟偿还本金金额的7.60倍、7.44倍和19.10倍，公司经营活动现金流入量对本期债券本金金额覆盖能力较强，对本期债券分期拟偿还本金金额覆盖能力强。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券偿债资金来源于公司日常经营收入和募投项目的未来收益。根据《可研报告》，募投项目建设期4年，经营期46年，经营期内收益来源于募投项目所建保障性安居住房、商铺和地下停车位的销售收入、地上停车位的出租收入以及物业收入。

从建设内容来看，募投项目新建住宅建筑面积168734.15m²、新建商业建筑面积16620.35m²和新建配套公建建筑面积1514.68m²，地上小汽车停车位60个、地下小汽车停车位1000个、地下自行车库自行车停车位3100个。

从销售进度来看，募投项目所建保障性安居住房、商铺和停车位计划在第3~6年内完成销售；其中保障性安居住房计划在第3~6年分别完成30%、30%、20%和20%的销售，商铺计划在第4~6年分别完成40%、40%和20%的销售，停车位计划在第5~6年分别完成60%和40%的销售。

从销售出租价格来看，根据市场调查及周边楼盘价位分析，募投项目销售价格、停车位价格和物业收费价格如下：保障性安居住房平均销售价格为5800元/m²（2018年12月，募投项目所在地新建商品房平均价格为7967元/m²；2015~2016年公司集中销售的和谐家园一期项目销售均价为4300元/m²，考虑综合开发成本上升和居民收入增长等因素后，募投项目售价暂定为5800元/m²）、商铺销售价格暂按18000元/m²、地下停车位销售价格为110000元/个；保障性安居住房物业费按照每月1.5元/m²收取，商铺物业费按照每月2.6元/m²收取，社区配套服务设施出租按照每月45元/m²收取，地上停车费按每月200元/个收取。

基于以上测算，募投项目经营期内共可实现营业收入136421.74万元，其中债券存续期可实现收入118920.75万元。

本期债券计划发行金额5.00亿元，其中3.00

亿元用于募投项目建设，假定本期债券于2019年发行，且募投项目已于2018年开工，募投项

目在本期债券存续期内产生的收入对本期债券覆盖情况如下表：

表12 募投项目收益测算与本期债券本金覆盖程度（单位：万元、倍）

项目	债券存续期							合计
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
保障性安居住房销售收入	建 设 期		25547.30	25547.30	17031.53	17031.53	--	85157.66
商铺销售收入			--	9159.15	9159.15	4579.57	--	22897.86
地下停车位销售收入			--	--	5945.95	3963.96	--	9909.91
保障性安居住房物业费收入			--	--	164.17	218.90	273.62	656.70
商铺物业费收入			--	--	18.69	37.37	46.72	102.78
社区配套服务设施出租收入			--	--	29.47	58.95	73.69	162.11
地上停车费收入			--	--	7.78	12.97	12.97	33.73
募投项目收入合计			25547.30	34706.45	32356.74	25903.25	407.00	118920.75
本期债券偿还本金 (用于募投项目的部分)			6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	30000.00
募投项目收入对本期债券分期待偿还 本金覆盖倍数			4.26	5.78	5.39	4.32	0.07	3.96

注：债券存续期第3年，募投项目仍处于建设期，保障性安居住房销售收入为前期预售收入。

资料来源：《可研报告》，联合资信整理

综上所述，本期债券存续期内募投项目可实现收入 11.89 亿元，为本期债券募投项目使用资金的 3.96 倍，可以覆盖本期债券中用于项目建设的部分。本期债券本金自存续期内第 3 至 7 年分期等额偿还，募投项目预计在第 3 至 6 年产生的收入可覆盖当年需偿还债券本金，第 7 年收入不足以覆盖当年需偿还债券本金，需由公司自有资金进行还本或担保方差额补足。考虑到募投项目的竣工时间可能受施工进度等影响发生变化，项目收益取得时点可能发生变化；同时，募投项目收入主要来自房屋、商铺和地下停车位的出售，其受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大。联合资信将密切关注募投项目施工进度及实际出售情况以及资金到位情况。

4. 担保方分析

本期债券由陕投保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保协议，在本期债券兑付日，如公司不能兑付本期债券本金或利息，上述担保公司将承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、

损害赔偿、实现债权的费用和其他支付的费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

陕西投融资担保有限责任公司

陕投保前身为原西安经金融资担保公司，于 2013 年 1 月设立，成立之初注册资本为 15.00 亿元。2017 年 7 月，陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”）对陕投保进行收购重组，此时陕西金资持股比例为 50.30%，陕投保更名为陕西扶贫富民融资担保有限公司，注册资本仍为 15.00 亿元。2017 年 9 月，陕投保引入陕西省财政厅、陕西省水务集团有限公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司等八家股东，注册资本增至 30.00 亿元并更为现名。截至目前，陕投保实收资本 30.00 亿元，公司第一大股东和实际控制人均为陕西金资。

截至 2017 年底，陕投保资产总额 21.94 亿元，负债总额 5.81 亿元，所有者权益 16.13 亿元。2017 年，陕投保实现营业收入 0.59 亿元，实现净利润 0.37 亿元。截至 2017 年底，陕投保担保责任余额 0.90 亿元。

经联合资信评定，陕投保主体长期信用等

级为 AA⁺，评级展望为稳定。陕投保担保实力很强，可有效增强本期债券偿付的安全性。陕投保主体评级状况见附件 5《陕西投融资担保有限责任公司 2018 年主体长期信用评级报告》。

十、偿债保障措施

为保证按时偿还本期债券到期本金及利息，公司与兰州银行股份有限公司天水分行（以下简称“兰州银行天水分行”）签订《2019 年天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券资金账户监管协议》（以下简称“《募集资金账户监管协议》”）《流动性贷款支持协议》和《2019 年天水市城市建设投资（集团）有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“债权代理协议”）。

根据《募集资金账户监管协议》约定，公司在兰州银行天水分行开立专门用于接收募集资金及归集偿债资金，偿付本期债券本息的账户。偿债专户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。兰州银行天水分行对公司募集资金的使用履行监管义务。

根据《流动性贷款支持协议》，在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付出现困难时，兰州银行天水分行承诺在每次付息和本金兑付首日前 5~30 天给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准，使用期限不超过 3 个月）。

根据《债权代理协议》，公司聘请兰州银行天水分行为本期债券的债权代理人。在本期债券存续期限内，兰州银行天水分行将代表债券持有人，依照《债权代理协议》约定，为债券持有人的最大利益行事。兰州银行天水分行在本期债券存续期间对公司发行本期债券所募集资金的使用进行监督。兰州银行天水分行应依照《债权代理协议》和《债券持有人会议规则》

的规定召集和主持债券持有人会议，并履行《债券持有人会议规则》项下债权代理人的职责和义务。兰州银行天水分行应严格执行债券持有人会议决议，代表债券持有人及时就有关决议内容与公司及其他相关主体进行沟通，督促债券持有人会议决议的具体落实。

十一、结论

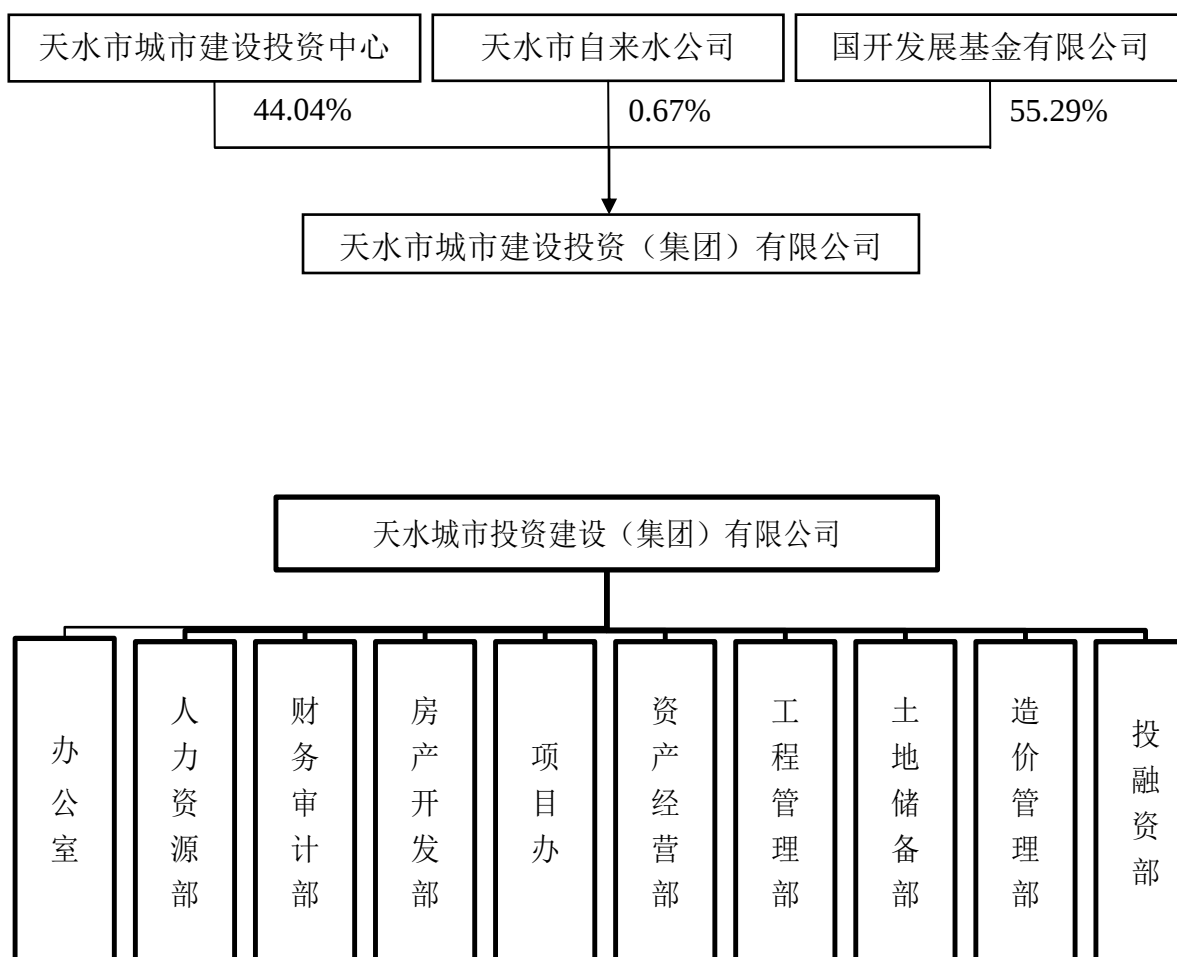
公司作为天水市城区城市基础设施建设业务的唯一主体，近年来受到天水市政府及股东在财政补贴和资金注入等方面给予公司一定支持。近三年来，随着在建项目的增多公司资产规模不断增长，且大部分在建项目均获得政策性贷款，融资成本较低。但联合资信也关注到，公司盈利能力较弱。此外，未来拟建项目投资额较大，外部融资需求大，公司债务规模可能进一步扩大。

近年来，天水市区域经济实力稳定增长，为公司的发展提供的良好的外部环境。未来，随着公司市政建设板块业务的不断扩展，公司经营规模有望稳定发展。

陕投保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券的偿付安全性；此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及陕投保担保能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2018 年底公司股权及组织结构图



附件2 截至2018年底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司全称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
1	天水市羲龙天水湖经营管理有限责任公司	100.00	50.00	苗木、花卉的种植、销售；场地、房屋的租赁服务；水产养殖销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
2	天水市天河供热有限公司	100.00	5941.00	冬季供暖，水、电、暖设计安装的技术咨询，供热设施维护
3	天水市天河物业管理有限公司	96.67	300.00	物业管理，水、暖、电维修，百货的零售，房屋租赁、场地租赁、绿化工程、家政服务、清洁服务、商务服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
4	天水羲秦房屋拆迁有限公司	80.00	100.00	房屋拆迁
5	天水羲泽实业有限责任公司	100.00	5000.00	城市基础设施建设；场地租赁、房屋租赁；停车服务、物业管理；各类广告设计、制作、发布、代理；苗木、盆栽、花卉、草坪的培育、种植、经营；园林绿化工程。

资料来源：公司提供

附件 3 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)	8.12	9.46	6.36
资产总额(亿元)	60.78	73.18	74.50
所有者权益(亿元)	30.69	34.53	36.13
短期债务(亿元)	5.60	1.82	4.47
长期债务(亿元)	3.20	9.68	10.19
调整后长期债务(亿元)	16.17	22.00	21.32
全部债务(亿元)	8.80	11.50	14.66
调整后全部债务(亿元)	21.77	23.82	25.78
营业收入(亿元)	5.40	4.84	11.54
利润总额(亿元)	1.57	1.57	1.80
EBITDA(亿元)	1.68	1.62	1.87
经营性净现金流(亿元)	-5.51	-5.96	-4.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.83	0.57	1.49
存货周转次数(次)	0.15	0.12	0.24
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.16
现金收入比(%)	37.94	19.91	124.58
应收类款项/资产总额(%)	11.63	14.90	10.00
营业利润率(%)	6.01	3.90	8.78
总资本收益率(%)	4.05	3.31	3.11
调整后总资本收益率(%)	3.05	2.61	2.55
净资产收益率(%)	5.02	4.42	4.38
长期债务资本化比率(%)	9.44	21.89	22.01
调整后长期债务资本化比率(%)	34.50	38.92	37.11
全部债务资本化比率(%)	22.28	24.98	28.86
调整后全部债务资本化比率(%)	41.49	40.83	41.65
资产负债率(%)	49.50	52.82	51.51
流动比率(%)	365.31	377.39	371.13
速动比率(%)	126.82	137.45	100.38
经营现金流动负债比(%)	-39.57	-35.84	-24.21
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	7.10	7.83
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.94	14.71	13.78

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+其他非流动负债中有息借款。

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=[(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%
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 5 陕西投融资担保有限责任公司 2018 年主体长期信用评级报告

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 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 6-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2019 年第一期天水市城市建设投资（集团）有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天水市城市建设投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

天水市城市建设投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天水市城市建设投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天水市城市建设投资（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天水市城市建设投资（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天水市城市建设投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天水市城市建设投资（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天水市城市建设投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天水市城市建设投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天水市城市建设投资（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

陕西投融资担保有限责任公司

2018 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2018 年 12 月 27 日

主要数据

项目	2018 年 9 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额(亿元)	32.19	21.94	16.79	16.73
所有者权益(亿元)	31.31	16.13	15.76	15.65
担保责任余额(亿元)	2.35	0.90	-	-
融资担保责任余额(亿元)	2.35	0.90	-	-
净资产担保责任余额倍数(倍)	0.08	0.06	-	-
净资本担保责任余额倍数(倍)	0.11	0.06	-	-
净资本比率(%)	66.33	94.45	-	-
项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入(亿元)	1.14	0.59	0.08	0.05
净利润(亿元)	0.85	0.37	0.11	0.26
平均资产收益率(%)	3.10	1.92	0.65	1.44
平均净资产收益率(%)	3.58	2.33	0.69	1.69

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理。

注：1.2018 年 1-9 月财务报表未经审计。

2.陕西金资于 2017 年 7 月成为公司第一大股东，并对公司进行重组，对组织架构、发展方向等进行了重大调整，公司已对重组前担保业务进行了大幅压缩。

分析师

张甲男 付郑兵 余淼

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

陕西投融资担保有限责任公司（以下简称“公司”或“陕投保”）前身为原西安经金融资担保公司（以下简称“原西安经金担保”），于 2013 年 1 月设立。2017 年 7 月，陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”）成为公司第一大股东，对公司进行重组；此后，公司引入多个参股股东，经过增资扩股后更为现名。公司担保业务定位为重点支持陕西省内企业的资本市场直接融资担保业务，以助力陕西省经济发展。自重组以来，公司资本实力不断扩充，资本净额随之扩大，为公司担保业务开展提供了有力的资金支持。公司强大的股东及政府背景使得其能够在资本金、业务发展等方面得到支持。公司重组后的业务开展按照市场化方式运营，受政策性支配较少，保证了其自主化业务运营模式，为其实现公司发展目标提供保障；公司目前主要开展以培育直接融资担保客户为目的的委托贷款业务，加之公司其他投资资产规模的扩大，公司在重组初期便获得了较好的投资收益。另一方面，目前公司已经落地的担保项目较少，未来业务发展情况及担保业务代偿情况值得关注；公司目前业务发展不充分，担保业务项目期限、行业及客户集中度均较高，委托贷款业务同时面临一定的行业和客户集中风险；公司委托贷款及其他债权投资规模较大，目前均为正常类，公司未对上述资产计提减值准备，未来资产质量变化情况值得关注。

联合资信评估有限公司确定陕西投融资担保有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。以上评级结论反映了陕西投融资担保有限责任公司代偿能力很强，风险很小。

优势

➤ 自重组以来，公司资本实力不断扩充，资

本净额随之扩大，为公司担保业务开展提供有力资金支持；

- 公司重组后的业务开展是按照市场化方式运营，受政策性支配较少，保证了其自主化业务运营模式，为其实现公司发展目标提供保障；
- 公司目前主要开展以培育直接融资担保客户为目的的委托贷款业务，加之公司其他投资资产规模的扩大，公司在重组初期便获得了较好的投资收益；
- 公司强大的股东及政府背景使得其能够在资本金、业务发展等方面得到有力支持。

关注

- 目前公司已经落地的担保项目较少，担保业务对营业收入的贡献较小，未来担保业务发展情况及担保业务风险控制情况值得关注；
- 担保业务项目期限、行业及客户集中度均较高；委托贷款主要集中于陕西省内区县级城投企业，未来公司委托贷款业务客户与担保业务客户可能重叠，面临一定的行业和客户集中风险；
- 公司委托贷款及其他债权投资规模较大，目前均为正常类，公司未对上述资产计提减值准备，未来资产质量变化情况值得关注；

声 明

一、本报告引用的资料主要由陕西投融资担保有限责任公司(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、该公司信用等级自 2018 年 12 月 27 日起至 2019 年 12 月 26 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

陕西投融资担保有限责任公司

2018 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

陕西投融资担保有限责任公司（以下简称“公司”或“陕投保”）前身为原西安经金融资担保公司，于 2013 年 1 月设立，成立之初注册资本为 15.00 亿元。2017 年 7 月，陕西金融资产管理股份有限公司（以下简称“陕西金资”）对公司进行收购重组，此时陕西金资持股比例为 50.30%，公司更名为陕西扶贫富民融资担保有限公司，注册资本仍为 15.00 亿元。2017 年 9 月，公司引入陕西省财政厅、陕西省水务集团有限公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司等八家股东，注册资本增至 30.00 亿元并更为现名。截至目前，公司实收资本 30.00 亿元，公司第一大股东和实际控制人均为陕西金资，前五大股东及持股情况见表 1。

表 1 前五大股东及持股情况 单位：%

序号	股东名称	持股比例
1	陕西金融资产管理股份有限公司	26.48
2	西安经开城市投资建设管理有限责任公司	19.14
3	西安经开金融控股有限公司	7.02
4	陕西省财政厅	16.51
5	陕西省水务集团有限公司	10.00
合计		79.15

资料来源：公司提供资料，联合资信整理。

公司业务范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保业务及其他法律、法规许可的融资性担保业务；诉讼保全担保、履约担保以及有担保有关的融资咨询、财务顾问业务和自有资金进行的投资（仅限以自有资金投资）。

截至 2018 年 9 月末，公司下设公司金融部、直接融资担保部、投资业务一部、投资业务二部、合规风控部等 7 个部门；正式员工 29 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 21.94 亿元，

负债总额 5.81 亿元，所有者权益 16.13 亿元。2017 年，公司实现营业收入 0.59 亿元，实现净利润 0.37 亿元。截至 2017 年末，公司担保责任余额 0.90 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额 32.91 亿元，负债总额 1.60 亿元，所有者权益 31.31 亿元。2018 年 1-9 月，公司实现营业收入 1.14 亿元，实现净利润 0.85 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司担保责任余额 2.35 亿元。

注册地址：西安市未央路 170 号赛高广场企业总部大厦 25 层 08 单元

法定代表人：孔兵

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

（1）国内经济环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数

（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推动棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设

施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。

但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或

将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项 目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2013 年进出口贸易差额单位为亿美元。

（2）区域经济发展概况

陕投保业务主要集中在陕西省内。近年来，国家发改委和住房城乡建设部发布了《关中平原城市群发展规划》，构建“一圈一轴三带”的总体格局，为陕西省内城市发展带来良好机遇。陕西省依托西北市场空间和较为丰富的资源优势，深度融入全球全国产业分工体系，积极承接汽车、装备制造、电子信息、生物医药、食品加工、纺织等产业专业，随着国家“一带一路”发展战略的纵深推进，陕西省迎来经济发展的黄金期。

2015-2017 年，陕西省地区生产总值不断增长。2017 年陕西省实现地区生产总值 21898.81 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 1739.45 亿元，增长 4.6%，占生产总值的比重为 7.9%；第二产业增加值 10895.38 亿元，增长 7.9%，占生产总值的比重为 49.8%；第三产业增加值 9263.98 亿元，增长 8.7%，占 42.3%。人均生产总值 57266 元，比上年增长 7.3%。

近年来，陕西省固定资产投资、地方财政收入等指标均保持较好增长态势。经初步

核算，2017 年陕西省固定资产投资（不含农户）23468.21 亿元，比上年增长 14.6%。分产业看，第一产业 1552.99 亿元，比上年增长 35.1%；第二产业 5697.93 亿元，增长 1.8%，其中工业投资 5688.36 亿元，增长 1.8%；第三产业 16217.29 亿元，增长 18.1%。2017 年，陕西省完成地方财政收入 2006.39 亿元，同比增长 11.89%。

截至 2017 年末，陕西省金融机构人民币各项贷款余额 26924.48 亿元，同比增长 11.2%，较年初新增 2700.12 亿元；金融机构人民币各项存款余额 38153.27 亿元，同比增长 6.9%，较年初新增 2445.91 亿元。

总体看，陕西省经济不断发展，总体竞争力持续提升，带动陕西省内各企业快速发展，其直接及间接融资需求快速提升，这将为当地担保机构提供良好的发展平台和强大的经济支持。

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，

我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融

担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司(含增信公司)有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等，此外随着国家融资担保基金的设立，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激烈，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，也对盈利造成一定压力。此外，由于利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为

此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联席会议”)，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010年3月8日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行管理办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设，近年来，包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件，对担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范，并要求

发挥政府主导作用，大力发展政府支持的融资担保机构，推进再担保体系建设；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业，促进担保行业的健康发展。

2015年8月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例(征求意见稿)》，2017年6月经国务院常务会议审议通过，2017年8月颁布并于2017年10月1日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》(以下简称“条例”)明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018年4月2日，中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》(银保监发【2018】1号)，制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银行业金融机构与融资担保公司业务

合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018年3月28日，国务院在北京主持召开常务会议，指出按照《政府工作报告》关于扩展普惠金融业务、更好服务实体经济的部署，会议决定，由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金，首期募资不低于600亿元（人民币，下同），采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创业创新，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，支持发展战略性新兴产业。

总体看，随着担保行业的发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续发展，出台了一系列相关政策扶植融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为小微企业及“三农”服务；同时规范融资担保机构运营环境，有助于防控融资担保风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司第一大股东和实际控制人均为陕西金资，最终控制人为陕西省国资委。2017年7月，陕西金资对公司进行收购，此后于2017年9月，公司通过增资扩股，引入了陕西省财政厅、陕西省水务集团有限公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司、陕西粮农集团有限责任公司、陕西建工集团有限公司、宝鸡市金融控股有限公司、西安陕鼓动力股份有限公司和天津骏泰企业管理有限公司八家股东，多个当地大型国有企业股东的引入使得公司的股东实力和资本实力均得到提升。

公司第一大股东陕西金融资产管理股份有限公司成立于2016年8月16日，为陕西省人民政府唯一授权开展金融资产收购处置业务的法人金融资产管理公司。陕西金资的第一大股东和实际控制人均为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会，参股股东均为优质的国有企业和金融机构。截至2017年末，陕西金资资产总额（合并口径）76.22亿元，负债总额31.87亿元，所有者权益44.35亿元。2017年，陕西金资实现营业收入1.22亿元，实现净利润1.24亿元。

公司建立了股东会、董事会、监事会和高级管理层“三会一层”的公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则。

股东会是公司的最高权力机构，职责包括决定公司经营方针和投资计划；审议批准董事会和监事会报告；选举和更换非由职工代表担任的董事和监事，决定有关董事和监事的报酬事项；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案以及修改公司章程等。

公司董事会由7名董事组成，设董事长1名。公司董事会下设项目风险管理委员会和发展战略委员会2个专业委员会，并对各委员会制定了相应的议事规则，以使其发挥专业职能。

公司监事会由6名监事构成，其中职工代表2名。自公司重组以来，公司监事会在授权范围内对董事会、高级管理层以及公司业务和财务状况进行了监督，较好地履行了职责。

公司高级管理层由1名总经理、2名副总经理和1名风险总监组成。自重组以来，公司高级管理层较好地履行了董事会制定的年度经营计划和投资方案。

总体看，公司第一大股东和实际控制人均为陕西金资，最终控制人为陕西省国资委，参股股东中有多家陕西省内大型国企，强大的股东及政府背景为公司未来业务发展提供强劲保障；公司重组后的业务开展按照市场化方式运营，受政策性支配较少，保证了

其自主化业务运营模式，为其实现公司发展目标提供保障；目前公司已初步形成了“三会一层”的公司治理架构，但未来业务的不断扩大，将对其公司治理的有效性提出更高要求。

2. 内部控制

自重组以来，公司根据业务发展需要，重新调整了组织架构和内部控制体系，公司组织架构图见附录 1。

内部控制制度建设方面，公司主要由合规风险部制定了多项业务开展的相关制度，包括业务立项尽调审查审批工作管理办法、财务管理制度、保后管理办法等。

总体看，自重组以来，公司调整了内部组织架构，内部控制体系也重新建立；但由于重组时间尚短，公司内部控制制度集中于业务相关管理工作，对审计稽核等内控体系的建设尚需加强；随着公司业务不断发展，公司内部控制的有效性尚需关注。

3. 发展战略

自重组以来，公司初步制定了自身的发展方向和战略定位：立足陕西、面向全国；以高起点、快发展、进入全国最具影响力大型担保机构行列为目标，以“投行金融、平台金融、生态金融”为发展理念，致力于构筑与传统金融转型升级和新型金融快速发展共生的信用媒介为主体，以服务于区县平台融资和区域产业链融资为两翼，由此形成“担保+债权+股权+交易”四大产品平台，与集团的其他业务板块协同，为客户提供全方位的综合金融性金融服务。

为实现上述发展定位，公司将重点开展以下业务：一是拓展直接融资业务；二是开展资产证券化业务；三是创新拓展投保联动业务。同时，在支持县域经济发展方面，陕投保将着力为县域经济融资和产业链融资提供服务，通过“融智+融资+融制”的模式，激活县域资源，协助县域平台公司市场化转型；通过“担保+投资”联动模式，为区县

发债融资提供担保增信等一揽子金融服务；通过与股东协同形成产融联合体，重点支持对县域带动作用大的项目，引导金融机构下沉金融服务，破解县域经济融资瓶颈，推进县域经济发展。

总体看，公司制定了符合自身情况的经营原则和理念；但因公司重组后时间尚短，未来在市场环境变化的前提下，发展战略的有效性需要关注；同时，公司能否实现战略规划中的发展方向也值得关注。

四、业务经营分析

公司重组后，对组织架构、业务发展等进行了全面调整，明确了未来业务发展方向，对于重组前遗留的存量业务，公司逐步剥离和压缩业务规模，未来将实现全部退出。

原西安经金融资担保公司（以下简称“原西安经金担保”）成立之初为西安经济技术开发区管理委员会下属区级担保公司，主要服务于经开区内招商引资，为区内经济主体提供融资担保服务。公司重组后，经过对原业务的逐步压缩，目前原担保业务剩余较少。截至 2018 年 9 月末，公司共剩余原间接融资担保业务 4 笔，其中 3 笔在保责任将于 2018 年内到期，1 笔在保责任将于 2023 年到期，在保责任余额共计 0.55 亿元。

公司重组后业务开展的最大特点是市场化运营，公司业务开展受政策性支配少，保障了其能按照自主化、市场化的方式进行业务运营。同时，公司将按照差异化、特色化、专业化的市场定位，与第一大股东陕西金资的各项资管业务协同互动，积极拓展各类股权、债权投资交易业务，建立投保业联动机制，为各类市场主体的直接或间接融资工具提供担保增信服务。目前，公司的主要业务为担保业务、委托贷款业务和投资业务。

1. 担保业务

近年来，陕西省区县经济发展对资金的需求加大，其区县级城投企业的债券发行潜

力较大，公司将发挥资本及资源优势，着重开展对陕西省区县级城投企业债券发行的增信担保业务。由于公司自重组以来发展时间较短，目前担保业务已经落地的业务量较小。

具体来看，在担保业务目标客户方面，公司将重点发展陕西省区县级城投企业客户。公司将在深入分析陕西省内各区县经济现状的基础上，借助公司省级担保平台的资源优势，对教育、医疗、基础设施建设等社会公用事业以及区县特色经济、节能环保等产业进行资源整合，推动建立银担合作机制，促进间接融资担保业务的发展。未来，随着区县资源整合的逐步推进，公司将建立综合化金融服务平台，结合银行、基金、证券等优势资源，打通区县政府平台直接融资渠道，发掘直接融资担保业务机会，带动投保联动的良性发展。

在担保业务类型方面，公司的目标为开展资本市场直接融资担保业务。公司将加强与中投保等大型债券担保公司的业务合作与联动，使公司能满足县域发债的规模需求；加强与省内其他未取得公开市场评级的担保公司和再担保公司合作，进行分保和联保，实现风险分散。同时，为拓展和培育发债企业，公司把间接融资担保业务作为前期突破口，适时为企业提供间接融资担保服务，并为企业提供其他金融服务使其达到发债条件，并以直接融资担保的形式助力企业的债券发行，形成业务闭环。

自公司重组以来，共开展 1 笔直接融资担保业务，为省内租赁公司资产支持证券增信担保，在保责任余额为 1.80 亿元。此外，公司依靠较好的股东背景，熟悉当地金融环境等优势，储备间接融资担保和直接融资担保项目二十余个，储备项目担保责任余额接近 100 亿元。

总体来看，公司明确了重组初期担保业务发展方向，定位为服务于省内区县级城投企业债券发行的增信担保业务；公司立足区域经济特点，依托股东资源和人员优势，在

短时间内建立一定的项目储备，为未来公司业务发展打下了良好的基础；由于公司重组以来发展时间较短，公司已经落地的担保项目较少，未来业务发展情况及担保业务风险控制情况值得关注。同时，公司担保业务主要发展城投企业客户，而未来城投行业受政策及市场环境变化的影响值得关注。

2. 委托贷款业务

公司投资业务主要分为委托贷款、其他债权投资及股权投资，其中委托贷款为目前公司的主要投资业务。由于公司担保业务尚处起步阶段，公司投资业务获得的盈利为公司主要的利润来源。根据《融资担保公司资产比例管理办法》，公司按照 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构，其中，委托贷款和股权投资主要划分为 III 级资产，而其他债权投资按照风险权重被划分为 I、II 级资产。

委托贷款业务方面，公司遵循闭环式业务发展模式，先通过自有资金为区县城投公司提供资金融通，同时搭建资源整合平台，进一步寻求包括担保、投资、资产管理在内的创新型金融服务。公司与部分委托贷款客户签订的合同中附有以发债资金偿还委托贷款资金的条款，以缓释委托贷款信用风险，同时促进直接融资担保业务发展。由于委托贷款业务较易拓展客户，公司重组以来，委托贷款业务规模迅速扩大。截至 2018 年 9 月末，公司委托贷款余额 9.55 亿元，其中绝大部分为对城投公司的委托贷款，期限均在 3 年以内。2018 年 1-9 月，公司实现投资收益 0.26 亿元。

其他债权投资方面，公司主要以闲置资金配置并赚取投资收益为目的。公司主要将资金投资于货币基金、债券及结构化产品和信托管理计划，交易对手主要为大型基金公司和信托公司，标的资产主要为标准化债权资产。截至 2018 年 9 月末，公司货币基金投资余额 8.77 亿元，债券及结构化产品投资 1.90 亿元，信托管理计划 2.00 亿元。2018

年 1~9 月，公司实现投资收益 0.36 亿元。

股权投资方面，受到 III 级资产的监管比例限制，目前公司股权投资业务规模小。陕投保将聚焦省内技术水平领先、具有高技术壁垒的新兴行业，以及省内大型能源、高端制造企业上下游公司，通过“担保+股权”的方式培育具有成长潜力的优质企业成长并上市，获取收益和回报。此外，公司还将积极参与 PPP 项目，通过加大与各级政府部门、区县平台公司、省内建筑企业和项目实施企业的合作力度，作为社会资本募集方或者资金提供方参与 PPP 项目的建设。

总体看，公司重组完成后大力开展投资业务，公司按照 I、II、III 级资产的监管比例控制投资业务结构；公司快速发展的投资业务带来了较好的盈利回报，对公司整体盈利水平贡献较大。

五、风险管理分析

公司根据严控业务风险的原则，制定了《业务立项尽调审查审批工作管理办法》、《保后管理办法》和《项目投资可行性论证管理办法》等业务品种及流程的管理办法和实施细则，项目调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约，公司风险管理体系不断完善。

1. 担保业务风险管理

(1) 项目受理、调查及评估

公司对业务项目运作依次从业务项目立项、尽调、审查、审批四个环节进行管理和风险控制。参与项目立项、尽调、审查、审批的人员按照独立性、保密性和回避性原则开展相关工作。公司项目立项包括项目筛选、项目调查、立项申请、立项审批等环节。公司对项目筛选的流程和标准做了相应规定。公司将对项目申请的基本内容进行审查，包括项目基本情况、项目实施的合理性与可行性、项目收益与风险等内容，公司分析并形成尽职调查初步方案。

业务项目立项审批后，业务部门会按照要求开展项目调查工作，收集项目资料，形成《项目尽职调查报告》后，由客户经理双人签字，经营部门负责人、公司分管副总经理两级审阅签字后报送至合规风控部进行风险审查。其中《项目尽职调查报告》内容应至少包括但不限于：项目方案、项目概况、项目收益测算、项目资金来源、项目还款来源、项目其他担保方介绍、项目整体计划、项目风险状况及防范措施、项目各方的工商登记情况、经营发展状况、项目自身的建设或发展情况等内容。

(2) 项目评审及审批

公司规定项目风险审查包括项目方案申报受理和项目审查两个环节。项目方案申报受理由前台业务部门在开展尽职调查后形成《项目尽职调查报告》及附件资料，会同《项目方案申报表》报送至合规风控部。项目重要文件复印件报送合规风控部，原件由前台业务部门保留。项目方案申报受理后，合规风控部将初步审查项目并形成初步意见，由公司风险总监主持召开“项目审查小组会”，由前台业务部门汇报项目尽调概况，由合规风控部汇报项目初审意见。根据项目风险合规审查需要，合规风控部可以采取组织公司各层级各部门相关人员召开项目讨论会、咨询公司常年法律顾问或其他外部专家等方式，听取各方面意见，确保审查工作质量。业务项目经过风险审查后，合规风控部应出具《项目审查意见》并上报业务评审机构。

风险管理委员会是公司的业务审查评审机构，负责公司权限范围内的业务项目评审工作。风险管理委员会实行会议集体审议和委员票决制，各委员对议案具有同等表决权，按照表决结果形成评审结论，制作《项目方案表决表》。

(3) 项目保后、代偿及追偿处置管理

根据《保后管理办法》，公司制定了较

为完善的保后管理流程，包括保后档案归档、反担保资料入库，保后检查，一般风险预警，化解风险预警的措施，担保到期管理，解除担保等。公司对上述保后管理流程逐项进行了详细的规定，并加以监督执行。

保后检查方面，保后检查是实施保后管理的主要手段和方式。公司的保后检查分为保后首次检查和保后定期现场检查，并对特殊业务的保后检查频率予以规定。

风险预警及应对措施方面，如果发现客户存在风险预警信号，经调查核实后，相关部门会制定风险预警报告并制定风险应对方案报送公司合规风控部审核认定；对于认定为重要风险预警的业务，合规风控部会形成初步风险控制意见提交公司风险管理委员会审核。对于发现的一般风险问题和疑难风险问题，公司将采取增加反担保措施、压降担保额等方式进行处置。

担保代偿方面，代偿发生当日，业务部门会将代偿项目移交合规风控部管理。担保项目发生代偿时，由合规风控部牵头，综合计财部配合，对代偿项目的调查、审查、审议、审批、实施、保后管理各环节经办责任人和主管责任人进行责任认定，形成责任认定报告，并上报公司风险管理委员会审批。移交给合规风控部的担保代偿项目，由合规风控部进行代偿追偿，原承担保后管理责任的业务部门配合追偿工作的开展。合规风控部建立代偿追偿台账，并动态反应代偿项目的追偿情况。代偿追偿业务将纳入风险人员绩效考核。

（4）反担保管理

公司担保业务将以被担保企业有形资产的抵质押方式为主，以无形资产、权益质押及其他担保方式为辅的反担保方式。公司对保证、抵押及质押以及创新类担保方式提出了明确要求，界定了合格抵质押物的范围，并明确了反担保资产管理、资产处置方式等。目前公司采取的反担保措施主要为不动产等固定资产的抵质押，公司较为有力的反担

保措施对缓释担保代偿风险起到了积极作用。

总体看，公司初步建立了担保业务管理制度，担保业务风险管理体系逐渐形成。但随着担保业务的未来发展，公司相关业务管理制度、操作细则和风险管理制度有待进一步完善。

2. 担保业务风险组合分析

（1）公司担保业务组合分析

自重组以来，公司压缩存量担保责任，拓展直接融资等担保业务。从担保项目存续期限来看，公司重组前遗留担保项目责任期限不断下降。截至 2018 年 9 月末，原遗存融资担保项目共 4 笔，担保责任余额总计 0.55 亿元，其中 3 笔业务到期期限为 3 个月以内，1 笔业务到期期限为 2 年以上，担保责任余额为 0.22 亿元。2018 年以来，公司新增 1 笔履约担保项目和 1 笔债券融资担保项目，截至 2018 年 9 月末，担保责任余额分别为 50 万元和 1.80 亿元，担保责任到期期限分别为 3 个月以内和 1 年以内（见附录 2：表 4）。

各行业担保责任余额占比方面，截至 2017 年末，建筑行业、能源行业、城投行业和制造行业为公司担保业务的主要行业。公司重组之后，按照发展规划，开拓直接融资担保业务，2018 年以来公司新增 1 笔租赁行业债券融资担保业务，该债券融资担保责任余额 1.80 亿元，各行业担保责任余额占比有所调整。截至 2018 年 9 月末，租赁行业为第一大担保行业，占总担保责任余额的 76.60%，而其他行业担保责任余额占比持续下降（见附录 2：表 2）。

从客户分布来看，自 2018 年以来，公司发展债券融资担保业务，而压缩原融资担保业务规模，导致 2018 年以来，公司单一最大客户担保责任余额和前五大客户担保责任余额同时上升。截至 2018 年 9 月末，单一最大客户担保责任余额 1.80 亿元；前五大客户担保责任余额 2.35 亿元（见附录 2：

表 3)。

公司 2018 年新增业务尚未发生担保代偿。2018 年以前，公司为保证重组事项顺利完成，在重组前对存量担保代偿及潜在代偿风险进行了处置，并通过以下措施化解担保代偿风险：一是通过压缩额度、追加反担保物、分期还款等措施，对阶段性出现资金困难的企业进行了续保；二是对于出现重大风险项目，建立了周汇报制度，明确责任，落实化解方案；三是成立了专门的存量业务工作组，加强组织推动，实现存续业务风险化解。截至 2018 年 9 月末，公司应收担保代偿款余额 0.83 亿元，而上述担保代偿业务已经由反担保人先行代偿。

整体看，公司重组时间尚短，目前业务发展不充分，担保业务期限、行业及客户集中度均较高；未来随着业务规模扩充，担保项目存续期限、担保行业及客户集中情况均将有所调整；而随着业务规模的扩大，担保代偿变化情况尚需进一步观察。

(2) 公司委托贷款业务组合分析

公司重组后，以委托贷款业务带动担保业务发展，委托贷款规模不断扩大，截至 2018 年 9 月末，公司存量委托贷款共 7 笔，金额总计 9.55 亿元。从委托贷款行业分布来看，公司委托贷款业务集中于道路运输、房地产和公用事业行业。截至 2018 年 9 月末，公司第一大委托贷款行业为房地产业，占委托贷款总额的比例为 41.36%，道路运输和公用事业行业占比分别为 31.41%和 27.23%，委托贷款面临一定的行业集中风险。从客户分布来看，截至 2018 年 9 月末，公司最大单一客户委托贷款余额 3.00 亿元，占委托贷款总额的 31.41%，占比较高；前五大客户委托贷款余额 8.60 亿元，占委托贷款总额的 90.05%，面临一定的客户集中风险。从风险缓释措施方面看，公司委托贷款的信用风险缓释方式主要为抵押和保证，其中抵押贷款占委托贷款总额的 47.64%。从委托贷款期限方面看，公司委托贷款期限全部在 3 年以

内，主要集中于 1 年以内。从委托贷款资产质量方面看，公司委托贷款目前均为正常类。

整体看，公司委托贷款面临一定的行业和客户集中风险；风险缓释措施在一定程度上可以缓释委托贷款信用风险；目前委托贷款资产质量较好，未来资产质量变化情况尚需关注。

六、财务分析

公司提供了 2015 -2017 年和 2018 年 1-9 月财务报表，希格玛会计事务所、陕西正源会计师事务所有限责任公司、信永中和会计师事务所分别对 2015-2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留的审计意见；2018 年 1-9 月财务报表未经审计。

1. 资本结构

权益资本方面，自陕西金资成为公司股东以来，公司通过增资并引入新股东的方式扩充资本规模，公司股东权益规模也随之增长。截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益 31.31 亿元，其中实收资本 30.00 亿元，资本公积 0.03 亿元，盈余公积 0.11 亿元，未分配利润 1.17 亿元。

债务资本方面，由于公司担保业务尚未充分开展，且公司股东权益较为充足，公司尚未通过有息负债的形式进行融资。截至 2018 年 9 月末，公司负债总额 1.60 亿元，全部为经营负债。公司按照当年担保费收入的 50%提取未到期责任准备金，同时将上年度计提的未到期责任准备余额转为当期收入；按不低于当年年末担保责任余额 1%的比例提取担保赔偿准备金，同时将上年度计提的担保赔偿准备金转为收入，截至 2018 年 9 月末上述两项准备金余额分别为 0.12 亿元和 0.40 亿元，合计占负债总额的 32.69%；公司存量应付担保代偿款 0.83 亿元，是因两笔以前年度担保业务发生代偿，而上述担保代偿业务已经由反担保人先行代偿，故公司将应付的代偿款计入负债端存入保证金科

目，导致此科目金额较大。截至 2018 年 9 月末，公司存入保证金科目余额 0.95 亿元。

总体看，随着增资扩股完成后，公司股东权益规模扩大，为公司担保业务的发展提供良好空间；债务资本方面，公司目前尚无有息负债，负债总体规模较小。

2. 资产质量

公司资产主要由货币资金和投资资产构成。2018 年以来，随着增资资金的到位，公司资产规模逐步扩大，截至 2018 年 9 月末，公司资产总额 32.91 亿元（见附录 2：表 5）。

根据《融资担保公司资产比例管理办法》，公司按照 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构，截至 2018 年 9 月末，公司 I、II、III 级资产占资产总额的比例分别为 55.42%，9.81% 和 29.50%。

公司 I 级资产主要由货币资金和投资资产中的低风险资产组成。截至 2018 年 9 月末，公司货币资金 7.53 亿元，主要为银行存款。公司将信用风险较低的货币基金投资划入 I 级资产，并计入交易性金融资产科目。截至 2018 年 9 月末，公司交易性金融资产科目余额 9.08 亿元，其中货币基金投资余额 8.77 亿元。

公司 II 级资产主要由计入可供出售金融资产科目中的信托计划和资产管理计划投资组成。截至 2018 年 9 月末，公司可供出售金融资产科目余额 3.91 亿元，其中，债券及结构化产品投资 1.90 亿元，信托管理计划 2.00 亿元。

公司 III 级资产主要为委托贷款。截至 2018 年 9 月末，公司 III 级资产余额 9.62 亿元，其中委托贷款资产余额 9.55 亿元。公司委托贷款绝大部分为对陕西省内区县级城投公司的委托贷款，期限均在 3 年以内。

总体看，公司按照监管要求配置 I、II、III 级资产，目前资产结构符合监管要求，公司 III 级资产配置比例已经接近监管限额。公司投资资产均为正常类，公司未对上述科目

计提减值准备，未来资产质量变化情况值得关注。

3. 经营效率与盈利能力

重组前，公司营业收入全部来自于担保业务收入。重组后，由于存量担保业务规模逐步压缩、新担保业务尚未形成规模，公司营业收入主要来源于银行存款产生的利息收入、委托贷款业务产生的投资收益、信托和资管计划投资产生的投资收益以及货币基金投资产生的投资收益和公允价值变动损益。2018 年 1-9 月，公司实现营业收入 1.14 亿元（见附录 2：表 6），其中利息收入、投资收益和公允价值变动损益分别占 20.74%、54.98% 和 15.23%，担保业务收入占比小。

公司营业支出目前主要为业务和管理费。随着业务的发展，公司人员费用支出快速增长，业务及管理费随之上升。2018 年 1-9 月，公司营业支出为 0.08 亿元。公司费用收入比低，2018 年 1-9 月为 6.36%。

得益于委托贷款和投资业务的发展以及当前费用支出少，公司在重组初期取得了较好的净利润。2018 年 1-9 月，公司实现净利润 0.85 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 3.10% 和 3.58%。

总体看，公司重组初期通过发展委托贷款和投资业务取得了较好的营业收入，加之当前阶段费用支出低，净利润处于较好水平，但担保业务收入尚未体现。预计未来随着担保业务的逐步开展，公司盈利水平将进一步提升。

4. 资本充足率及代偿能力

如发生担保代偿，而公司不能足额追回代偿款，公司将以自有资本承担损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质

量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，重组后，随着业务的开展、各项费用支出的上升以及重组前保证金的归还，公司经营性现金流由净流入转为净流出；由于加大投资业务发展力度，投资活动现金流由净流入转为净流出；由于重组后进行了增资扩股，筹资活动现金呈现较大规模的净流入（见附录 2：表 7）。总体看，随着重组后各项业务的开展以及人员费用支出的增长，公司现金流趋紧。

重组后，随着增资扩股的实施，公司净资产和净资本规模均快速增长，但目前担保业务尚未充分开展、期末担保责任余额较小，因此净资产和净资本担保责任余额倍数小；另一方面，根据公司合并财务报表估算，由于委托贷款、投资业务规模的增长，公司净资本比率有所下降。截至 2018 年 9 月末，公司担保责任余额 2.35 亿元，净资产担保责任余额倍数为 0.08 倍，净资本担保责任余额倍数为 0.11 倍，净资本比率为 66.33%（见附录 2：表 8）。

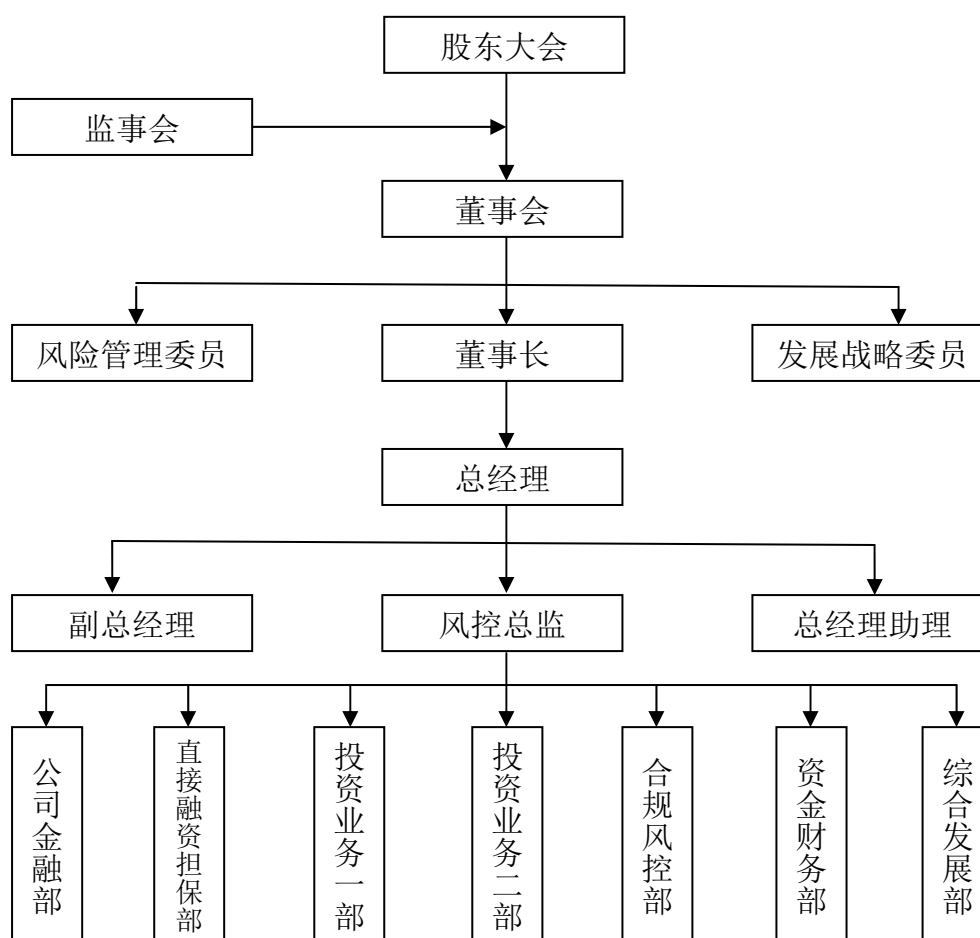
联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。由于公司担保业务处于开展初期，目前净资本对担保业务组合风险值的覆盖率处于较高水平。公司经联合资信测算，截至 2018 年 9 末，公司净资本对担保业务组合风险值的覆盖率为 9587.95%。总体看，由于目前公司担保业务尚未形成规模，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度高，但考虑到后期担保业务的发展，需关注相关代偿能力指标的变化情况。

七、评级展望

自重组以来，公司资本实力不断扩充，资本净额随之扩大，为公司担保业务开展提

供有力资金支持。公司强大的股东及政府背景使得其能够在资本金、业务发展等方面得到有力支持。公司重组后的业务开展是按照市场化方式运营，受政策性支配较少，保证了其自主化业务运营模式，为其实现公司发展目标提供保障；公司目前主要开展以培育直接融资担保客户为目的的委托贷款业务，加之公司其他投资资产规模的扩大，公司在重组初期便获得了较好的投资收益，盈利能力较强。另一方面，目前公司已经落地的担保项目较少，未来业务发展情况及担保业务代偿情况值得关注；公司目前业务发展不充分，担保业务项目期限、行业及客户集中度均较高，委托贷款同时面临一定的行业和客户集中风险；公司委托贷款及其他债权投资规模较大，且未对上述资产计提减值准备，未来资产质量变化情况值得关注。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间的信用水平将保持稳定。

附录 1 组织结构图



附录 2 主要财务数据及指标

表 1 公司担保业务情况

单位：亿元

项目	2018 年 9 月末	2017 年
当期担保发生额	1.80	0.68
其中：直接融资性担保业务发生额	1.80	-
间接融资性担保业务发生额	-	0.68
非融资性担保业务发生额	0.00	-
期末担保责任余额	2.35	0.90
其中：直接融资性担保责任余额	1.80	-
间接融资性担保业务发生额	0.55	0.90
非融资性担保业务责任余额	0.00	-

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 2 各行业担保责任余额占比

单位：%

2018 年 9 月末		2017 年末	
行业	占比	行业	占比
租赁行业	76.60	建筑行业	31.11
能源行业	10.64	能源行业	27.78
城投行业	9.57	城投行业	24.44
制造行业	3.19	制造行业	16.67
合计	100.00	合计	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理。

表 3 单一最大和前五大客户担保责任余额

单位：亿元

项目	2018 年 9 月末	2017 年末
单一最大客户担保责任余额	1.80	0.28
前五大客户担保责任余额	2.35	0.90

数据来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 4 担保业务存续期限分布

单位：亿元/%

存续期限	2018 年 9 月末		2017 年末	
	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比
1 年以内	2.13	90.64	0.68	75.56
1 年-2 年	-	-	-	-
2 年以上	0.22	9.36	0.22	24.44
合计	2.35	100.00	0.90	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理。

表 5 公司资产结构

单位：%

项目	2018 年 9 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	7.53	22.87	18.82	85.78	13.08	77.92	12.11	72.42
存出保证金	0.95	2.88	0.28	1.27	0.37	21.8	0.36	2.18
投资资产	22.54	68.49	1.07	4.87	-	-	3.00	17.94
其中：委托贷款	9.55	29.01	-	-	-	-	-	-
其他类资产	1.89	5.76	1.77	8.08	3.34	19.91	1.25	7.47
合计	32.91	100.00	21.94	100.00	16.79	100.00	16.73	100.00

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理。

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。

表 6 公司盈利情况

单位：亿元/%

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	1.14	0.59	0.08	0.05
其中：担保业务收入	0.03	0.02	0.08	0.05
利息收入	0.24	0.58	-	-
投资收益	0.62	-	-	-
公允价值变动损益	0.17	-	-	-
其他业务收入	0.07	0.00	-	-
营业支出	0.08	0.07	-0.06	-0.29
其中：资产减值损失	-	-0.00	0.00	0.00
提取未到期责任准备金	-	-	-	-
提取担保合同准备金	-	-	-	-
业务及管理费	0.07	0.07	-0.06	-0.30
净利润	0.85	0.37	0.11	0.26
费用收入比	6.36	11.69	-85.10	-629.52
平均资产收益率	3.10	1.92	0.65	1.44
平均净资产收益率	3.58	2.33	0.69	1.69

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

注：2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数据。

表 7 公司现金流情况

单位：亿元

项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
经营性现金流量净额	-0.71	-0.29	0.97	0.15
投资性现金流量净额	-19.91	1.03	-0.00	-
筹资性现金流量净额	9.33	5.00	-	-
现金及现金等价物净增加额	-11.29	5.74	0.97	0.15
现金及现金等价物余额	7.53	18.82	13.08	12.11

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 8 公司资本充足性和偿债能力

单位：亿元/倍/%

项目	2018 年 9 月末	2017 年末
期末担保责任余额	2.35	0.90
净资产	31.31	16.13
净资本	20.77	15.24
净资产担保责任余额倍数	0.08	0.06
净资本担保责任余额倍数	0.11	0.06
净资本比率	66.33	94.45
净资本覆盖率	9587.95	15391.83

数据来源：公司提供，联合资信整理。

附录 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
年度担保代偿率	当年担保代偿额/当年解保责任额
年度代偿回收率	当年代偿回收额/当年担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润 $\times 2 /$ (期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润 $\times 2 /$ (期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录 4-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等(投资级)包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等(投机级)包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等(破产级)包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：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。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 4-2 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

联合资信评估有限公司关于 陕西投融资担保有限责任公司 主体长期信用评级的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在陕西投融资担保有限责任公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西投融资担保有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。陕西投融资担保有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，陕西投融资担保有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西投融资担保有限责任公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现陕西投融资担保有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西投融资担保有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西投融资担保有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。