

信用等级公告

联合[2017]1961 号

射洪县国有资产经营管理集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对射洪县国有资产经营管理集团有限公司主体长期信用状况和发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

射洪县国有资产经营管理集团有限公司主体长期信用等级为 AA-pi，评级展望为“稳定”

2017 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第一期）信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一七年十二月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司

公司债券（第一期）主动评级报告

本期债券信用等级：AAApi

公司主体信用等级：AAApi

评级展望：稳定

本期发行规模：5 亿元

债券期限：7 年

担保方：重庆三峡担保集团股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

评级时间：2017 年 12 月 27 日

主要财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	75.86	105.58	144.48
所有者权益(亿元)	38.08	50.74	60.55
长期债务(亿元)	12.95	11.62	24.47
全部债务(亿元)	15.17	20.48	30.55
营业收入(亿元)	5.98	6.49	10.10
净利润(亿元)	1.32	1.10	1.06
EBITDA(亿元)	2.23	2.94	3.27
经营性净现金流(亿元)	-5.90	-5.40	-7.31
营业利润率(%)	5.18	7.91	3.97
净资产收益率(%)	3.86	2.49	1.91
资产负债率(%)	49.81	51.94	58.09
全部债务资本化比率(%)	28.49	28.75	33.54
流动比率(倍)	2.69	2.24	2.28
EBITDA 全部债务比(倍)	0.15	0.14	0.11
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	1.88	1.74
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.45	0.59	0.65

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	77.87	101.15	111.27
所有者权益(亿元)	50.26	60.98	64.59
期末担保余额(亿元)	477.90	733.59	1,084.41
融资性担保责任余额(亿元)	410.53	373.27	326.21
融资性担保倍数(倍)	9.38	7.11	5.93
担保代偿率(%)	1.97	2.24	2.14
不良担保率(%)	1.75	1.43	1.56
不良担保覆盖率(%)	465.16	346.27	110.03

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对射洪县国有资产经营管理集团有限公司（以下简称“国资公司”或“公司”）的评级反映了公司作为射洪县重要的基础设施投资建设和棚户区改造主体，外部经营环境良好，并得到政府有力支持，资产规模快速增长；同时，联合评级也关注到公司商品销售业务受棉纺织行业波动影响较大，公司资产流动性较弱，整体盈利水平较低，对财政补贴依赖程度高以及未来项目投资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司工程代建项目建设规模的进一步扩大，公司收入规模有望保持增长；射洪县政府对委托公司建设项目的逐步回购，将有助于缓解公司流动资金不足的问题。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）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，三峡担保担保实力极强，有效地提高了本期债券偿付的安全性，此外，本期债券的分期偿还本金的方式有效缓解了公司集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，射洪县经济快速发展，财政实力稳步提升，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为射洪县基础设施建设及运营的主体，政府在资金注入、资产划拨及财政补贴等方面给予公司持续有力的支持。

3. 本期债券由三峡担保提供全额无条件不

可撤销连带责任保证担保，三峡担保担保实力极强，有效提升了本期债券的安全性；本期债券设置分期还款安排，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司商品销售业务受棉纺织行业波动影响较大，盈利稳定性较差。
2. 公司存货在流动资产中的比重较大，资产流动性较弱。
3. 公司债务规模增长较快，在建和拟建项目投资规模较大，未来存在较大的融资压力。
4. 本期债券发行对公司债务规模及债务结构的影响较大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由射洪县国有资产经营管理集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因射洪县国有资产经营管理集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与射洪县国有资产经营管理集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对射洪县国有资产经营管理集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

射洪县国有资产管理集团有限公司（以下简称“国资公司”或“公司”）是经四川省射洪县人民政府批准，由射洪县人民政府出资，于 1999 年 3 月 31 日在四川省射洪县工商行政管理局注册成立；初始注册资本 0.15 亿元，射洪县财政局履行出资人职责。2006 年 4 月，根据射洪县国有资产管理委员会（以下简称“射洪国资委”）出具的“射国资委发[2006]14 号”和“射国资委发[2006]15 号”文，公司注册资本由 0.15 亿元增加至 0.8 亿元，射洪国资委履行出资人职责。2015 年 12 月，根据“射洪县人民政府关于同意无偿划转县国资经营公司股权的批复”（射府函[2015]148 号），射洪国资委将其独资持有的公司 0.8 亿元股权无偿划转给射洪县国有资产监督管理局（以下简称“射洪国资监督局”），同时，根据射洪国资监督局文件“射洪县国有资产监督管理局关于修订县国资经营公司章程的批复”（射洪国资局发[2015]175 号），公司更名为射洪县国有资产经营管理集团有限公司，并增加注册资本至 6.00 亿元，实收资本为 5.00 亿元，其中公司将资本公积 4.20 亿元转增实收资本。截至 2016 年底，公司注册资本人民币 6.00 亿元，实收资本 5.00 亿元，剩余未到账的注册资本预计 2017 年底前到位，射洪国资监督局为公司唯一股东和实际控制人。

公司的经营范围包括：基础设施、旅游项目、旅游设施、旅游产品、景区、房地产、交通设施、文化体育设施、康复保健设施、餐饮设施开发、经营；城市建设、金融、工业、商业、高科技项目、综合治理项目投资、国内商业；受委托从事基础设施项目的建设和管理（除国家规定的专控及前置许可项目）。

公司本部下设办公室、财务部、资产管理部和投资发展部 4 个部室。截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司 11 家，其中 7 家全资一级子公司，4 家二级子公司；公司全资子公司四川省射洪广厦房地产开发公司（以下简称“射洪广厦”）持有上市公司四川沱牌舍得酒业股份有限公司（以下简称“沱牌舍得”）1,177.78 万股，占沱牌舍得总股本比例为 3.49%，截至 2017 年 3 月底，射洪广厦为沱牌舍得第三大股东。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 144.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 60.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 60.26 亿元；2016 年，公司实现营业收入 10.10 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.06 亿元；经营活动产生现金流量净额-7.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.09 亿元。

公司注册地址：射洪县太和镇太和大道南段（财经大厦六楼）；法定代表人：杨中淇。

二、本次公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2017 年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为 5 亿元，期限为 7 年，采用固定利率。本期债券在存续期限内按年付息，并设分期还本条款，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供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

公司本次公司债券拟募集资金 15 亿元（本期发行金额 5 亿元），其中 9.70 亿元用于射洪县 3 个棚户区改造工程项目（南井沟棚户区改造工程、王爷庙棚户区改造工程和蟠龙社区棚户区改造工程），剩余 5.30 亿元用于补充营运资金。具体使用计划见表 1。

表 1 本期债券募集资金使用情况（单位：亿元、%）

募集资金用途	总投资额	资本金	截至 2016 年底 资本金已到位	拟使用债券 资金	募集资金占项 目总投资比例	占本期债券募 集资金的比例
南井沟棚户区 改造工程	7.20	2.20	0.98	5.00	69.44	33.33
王爷庙棚户区 改造工程	4.50	1.30	0.90	3.10	68.89	20.67
蟠龙社区棚户 区改造工程	2.34	0.74	0.68	1.60	68.38	10.67
补充营运资金	--	--	--	5.30	--	35.33
合计	14.04	4.24	2.56	15.00	--	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

（1）南井沟棚户区改造工程

南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）建设地址位于射洪县城南片区，由公司子公司四川射洪城市建设投资有限责任公司（以下简称“射洪城建”）负责，根据《南井沟棚户区改造工程（鸿吉家苑）可行性研究报告》，项目具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，拟建项目占地共计 59,099.50 平方米，拆迁面积共 210,931.85 平方米，新建安置房建筑面积 300,714.39 平方米。项目建设周期为 4 年，项目总投资为 72,000.06 万元，工程已于 2016 年 9 月开工建设。截至 2016 年底，项目已完成前期投资 9,800.00 万元，主要完成施工图设计、审查，办理工程报建手续等。

（2）王爷庙棚户区改造工程

射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）建设地址位于射洪县王爷庙社区，由射洪城建负责建设，根据《射洪县王爷庙棚户区改造工程（蓝滨丽园）可行性研究报告》，具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，拟建项目占地共计 36,601.90 平方米，新建安置房建筑面积 188,074.61 平方米，拆迁面积共 115,170.30 平方米，项目建设周期为 3 年，总投资为 45,000.07 万元，工程已于 2015 年 12 月开工建设，截至 2016 年底，项目已完成投资 9,000 万元，主要完成施工图设计、审查，办理工程报建手续，确定施工单位等。

（3）蟠龙社区棚户区改造工程

射洪县蟠龙社区棚户区改造工程建设地址位于射洪县太和镇太和大道北段，由射洪城建负责建设，根据《射洪县蟠龙社区棚户区改造工程可行性研究报告》，具体建设内容包括拆迁安置、新建安置房及配套设施建设等，项目占地共计 18,210.74 平方米，新建安置房建筑面积 137,740.00 平方米，拆迁面积共 64,550.30 平方米，项目建设周期为 2 年，总投资为 23,401.66 万元，项目已于 2016 年 10 月开工建设，截至 2016 年底，项目已完成投资 6800 万元，主要完成施工图设计、审查等。

上述三个募投项目计划总投资合计 14.04 亿元，截至 2016 年底合计完成投资 2.56 亿元，未来尚需投资 11.48 亿元，具体见下表。

表 2 截至 2016 年底募投项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	开工日期	销售周期	总投资额	已投资额
南井沟棚户区改造工程	4 年	2016.9	4 年	7.20	0.98

王爷庙棚户区改造工程	3 年	2015.12	5 年	4.50	0.90
蟠龙社区棚户区改造工程	2 年	2016.10	4 年	2.34	0.68
合计	--	--	--	14.04	2.56

资料来源：公司提供，联合评级整理。

募投项目审批方面，本次债券三个募投项目均获得可行性研究报告、建设用地、环境影响评估和节能评估的批复，具体情况见下表：

表 3 募投项目批复情况

项目名称	批复文件名	批复文件号	获批时间
南井沟棚户区改造工程	关于射洪县南井沟棚户区改造工程(鸿吉家苑)可行性研究报告的批复	射发改[2014]261 号	2014 年 12 月 30 日
	关于南井沟棚户区改造工程(鸿吉家苑)节能评估审查的批复	射发改[2014]257 号	2014 年 11 月 28 日
	关于南井沟棚户区改造工程(鸿吉家苑)项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]289 号	2014 年 11 月 20 日
	关于南井沟棚户区改造工程建设用地预审的批复	射国土资函[2014]103 号	2014 年 11 月 10 日
王爷庙棚户区改造工程	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程(蓝滨丽园)可行性研究报告的批复	射发改[2014]262 号	2014 年 12 月 25 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程(蓝滨丽园)节能评估审查的批复	射发改[2014]256 号	2014 年 11 月 28 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程(蓝滨丽园)项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]288 号	2014 年 11 月 18 日
	关于射洪县王爷庙棚户区改造工程建设用地预审的批复	射国土资函[2014]104 号	2014 年 11 月 10 日
蟠龙社区棚户区改造工程	关于射洪县蟠龙社区棚户区改造工程可行性研究报告的批复	射发改[2014]153 号	2014 年 7 月 17 日
	关于蟠龙社区棚户区改造工程项目节能评估审查的批复	射发改[2014]141 号	2014 年 7 月 7 日
	关于四川省射洪城市建设投资有限责任公司蟠龙社区棚户区改造工程项目环境影响报告书的批复	射环建函[2014]155 号	2014 年 6 月 30 日
	关于城北蟠龙社区棚户区改造工程用地预审的批复	射国土资函[2014]61 号	2014 年 6 月 23 日

资料来源：公司提供，联合评级整理。

经济效益方面，根据可研报告，募投项目棚户区改造项目建设完成后，运营收入包括商业、住宅和车位销售三块。项目建成后，城区将成为人流聚集地之一，推动旧城区的开发，促进经济增长，财务效益良好，具有一定经济效益。

总体看，项目的建设有利于扩大公司的收入规模，提高公司的盈利能力；但目前项目处于建设前期，面临较多不确定性因素。

三、行业分析及区域经济环境

公司是射洪县重要的基础设施建设及保障房建设主体，行业分析围绕基础设施建设行业展开。

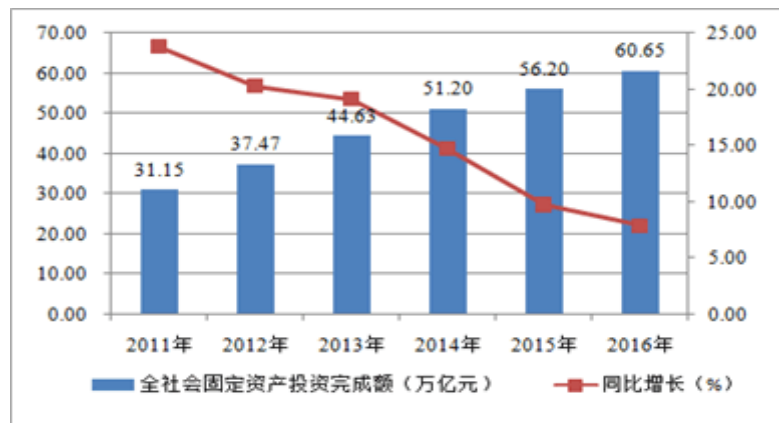
1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，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，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

图 1 2011~2016 年全国固定资产投资完成额情况

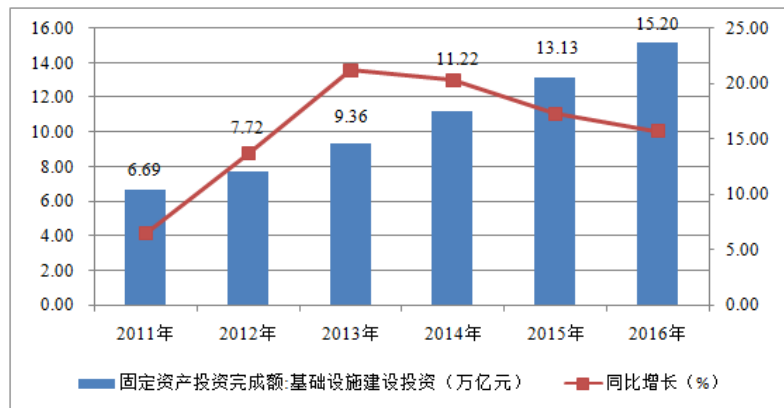


资料来源：Wind

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2016 年，全国固定资产投资额完成 60.65 万亿元，同比增长 7.9%，增速较上年下降 2.1 个百分点，增速继续放缓，2016 年固定资产投资（不含农户）59.65 万亿元，较上年增长 8.1%。其中，2016 年第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，较上年增长 21.1%，增速较上年下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资额 23.18 万亿元，较上年增长 3.5%，增速较上年下降 4.5 个百分点；第三产业固定资产投资额 34.58 万亿元，较上年增长 10.9%，增速较上年提高 0.3 个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2016 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元，较上年累计增长 15.71%，增速较上年下降 1.58 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图 2 2011~2016 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2016 年的 57.35%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2014 年 9 月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“43 号文”）。“43 号文”的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月末，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称“351 号文”），“351 号文”主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；新增“凡债务率超过

预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，“43 号文”及“351 号文”的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

2015 年 5 月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金[2015]1327 号文件的补充说明》，对于主体信用等级为 AA 的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过 40.00%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持 PPP 项目开展。

2015 年 8 月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

2016 年 11 月，国务院办公厅发布《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）。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则。

2017 年 2 月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称《规划》），明确了“十三五”时期现代综合交通运输体系发展的指导思想、发展目标和主要任务。《规划》提出，到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。网络覆盖加密拓展，综合衔接一体高效，运输服务提质升级，智能技术广泛应用，绿色安全水平提升。高速铁路覆盖 80%以上的城区常住人口 100 万以上城市，铁路、高速公路、民航运输机场基本覆盖 20 万以上人口城市，城市轨道交通运营里程比 2015 年增长近一倍，油气主干管网快速发展，综合交通网总里程达到 540 万公里左右。

2017 年 5 月 5 日，财政部等六部门发布《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），要求地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金的来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。

2017 年 6 月 1 日，财政部、国土资源部公布了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号，以下简称《办法》）。《办法》明确为完善地方政府专项债券管理，2017 年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为。

2017 年 6 月 2 日，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。各省财政厅报经省级政府批准后，会同相关部门组织全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于 2017 年 10 月底前报送财政部。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 行业关注

(1) 经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

(2) 流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

(3) 代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

4. 行业发展

(1) 我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较上年提高 1.25 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

(2) 引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

5. 区域经济及财政实力

公司是射洪县重要的基础设施建设及保障房建设主体，射洪县经济水平、财政实力以及未来发展规划对公司的经营发展有较大影响。

(1) 射洪县经济发展概况

射洪县隶属于四川省遂宁市，地处四川盆地中部，涪江上游，遂宁以北，东靠南充，西邻成都，南接重庆，北抵绵阳，位于成渝经济区北弧中心。

射洪为四川省首批工业强县示范县，拥有沱牌舍得（600702.SH）、四川美丰化工股份有限公司（000731.SZ）、天齐锂业股份有限公司（002466.SZ）多家上市公司，培育出了玉冠农业、杨六郎有机食品等省级农业产业化重点龙头企业。目前，射洪县 20 余家企业建立网络销售平台，获评省级电子商务进农村综合示范县。新引进亿元以上项目 13 个，高新技术产业产值达 58.1 亿元。

根据《2016 年射洪县国民经济和社会发展规划执行情况》，全县实现地区生产总值 320.76 亿元，

较上年增长 9.2%，其中一、二、三产业增加值分别完成 36.74 亿元、208.05 亿元、75.97 亿元，较上年分别增长 3.9%、9.7%、10.3%。三次产业结构由 2015 年的 11.6:65.2:23.2 调整为 11.4:64.9:23.7。实现民营经济增加值 198.09 亿元，较上年增长 9%。全年实现固定资产投资 206.73 亿元，较上年增长 12.6%。投资结构持续优化，第一产业投资 9.5 亿元，较上年增长 40.1%，第二产业投资 34.1 亿元，较上年下降 31.5%，第三产业投资 163.2 亿元，较上年增长 28.4%，第三产业投资占比较上年提高 9 个百分点。城镇居民人均可支配收入 26,742 元，较上年增长 7.8%，农村居民人均可支配收入 12,999 元，较上年增长 9.2%。就业规模继续扩大，城镇新增就业 7,360 人，城镇失业人员再就业 2530 人，城镇登记失业率控制在 4.18% 以内。

射洪县工业经济平稳增长。2016 年全县实现工业总产值 426.8 亿元，较上年增长 13.7%。其中，118 户规模以上工业企业实现产值 423.1 亿元，较上年增长 12.5%，规模以上工业增加值增速 12%。推动新能源汽车和锂电产业发展，着力调存量扩增量，电子信息、新材料新能源、机械制造等三大新兴产业实现产值 85.52 亿元，增长 33.41%。

城镇配套设施日臻完善。县城建成区达 35.1 平方公里，城镇化率达 49.3%。扎实开展市政、园林、路灯、广场、市场和风景区建设，成功申报全省宜居县城示范点、地下综合管廊建设试点城市。加快金华、沱牌、洋溪小城镇建设，打造宜居型新射洪。路网升级工作快速推进，王家渡江大桥建成通车，省道 205 线改造基本完成，柳树电航桥即将建成，新建改造农村断头路、联网路 125.2 公里。

总体看，射洪县地区经济增速较快，经济实力稳步增强，城市基础设施建设推进较快，为公司发展提供了良好的外部环境。

（2）射洪县区财政概况

2014~2016 年，射洪县可控财力分别为 47.87 亿元、52.50 亿元和 50.60 亿元，年均复合增长 2.81%，呈波动中小幅增长态势。

表4 2014~2016年射洪县政府财力状况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	80,291.00	90,849.00	100,216.00
1. 税收收入	57,987.00	62,344.00	70,541.00
2. 非税收入	22,304.00	28,505.00	29,675.00
（二）政府性基金收入	182,304.00	204,740.00	171,914.00
其中：国有土地使用权出让金收入	158,384.00	183,689.00	167,313.00
（三）预算外财政专户资金收入	5,607.00	--	--
（四）上级补助收入	210,499.00	229,403.00	233,884.00
1. 返还性收入	15,906.00	15,726.00	15,960.00
2. 财力性（一般性）转移支付收入	105,528.00	116,418.00	126,683.00
3. 专项转移支付收入	89,065.00	97,259.00	91,241.00
（五）国有资本经营收入	--	--	--
地方可控财力=（一）+（二）+（三）+（四）+（五）	478,701.00	524,992.00	506,014.00

资料来源：射洪县财政局，联合评级整理。

从结构来看，一般预算收入是射洪县财政收入中稳定的来源，2014~2016 年分别为 8.03 亿元、9.08 亿元和 10.02 亿元，呈逐年增长趋势。上级补助收入和基金预算中的土地净收益是射洪县财政收入中的主要构成部分，2014~2016 年射洪县获得上级补助收入分别为 21.05 亿元、22.94 亿元和 23.39

亿元，占地方可控财力比重分别为 43.97%、43.70%和 46.22%，其中一般性转移支付收入占比均在 50%以上。2014~2016 年，射洪县政府性基金收入分别为 18.23 亿元、20.47 亿元和 17.19 亿元，有所波动，主要为国有土地使用权出让收入，占地方可控财力比重分别为 38.08%、39.00%和 33.97%。

从地方政府债务来看，截至 2016 年底，射洪县政府直接债务余额 38.79 亿元，其中由财政承担偿还责任的融资平台债券融资为 22.66 亿元，系当地政府发行政府债券置换平台公司债务形成。担保债务余额 0.32 亿元，地方政府债务余额（直接债务余额+担保债务余额*50%）为 38.95 亿元，射洪县债务率（截至 2016 年底地方政府债务余额÷2016 年度地方可控财力）×100%）为 76.98%，总体看，射洪县政府债务负担较重。

表 5 2016 年射洪县政府财力及债务余额（单位：亿元）

政府性债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	387,896.70	（一）地方一般预算收入	100,216.00
1. 国债转贷资金	--	1. 税收收入	70,541.00
2. 解决地方金融风险专项借款	--	2. 非税收入	29,675.00
3. 国内金融机构借款	32,833.00	（二）政府性基金收入	171,914.00
（1）政府直接借款	7,698.10	其中：国有土地使用权出让金收入	167,313.00
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	25,134.90	（三）预算外财政专户资金收入	--
4. 债券融资	342,352.70	（四）上级补助收入	233,884.00
（1）中央代发地方政府债券	115,728.60	1. 返还性收入	15,960.00
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	226,624.10	2. 财力性（一般性）转移支付收入	126,683.00
5. 其他（村级及其他单位借款）	12,711.00	3. 专项转移支付收入	91,241.00
（二）担保债务余额	3,226.50	（五）国有资本经营收入	--
1. 政府担保的国内金融机构借款	--	--	--
2. 政府担保的融资平台债券融资	3,226.50	--	--
政府性债务余额=（一）+（二）×50%	389,509.95	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	506,014.00
地方性债务余额÷地方综合财力×100%			76.98%

资料来源：射洪县财政局，联合评级整理。

总体看，射洪县综合财力规模较大，但对上级补助依赖较大，财政自给能力较弱；同时，射洪县政府债务规模大，债务率高，政府债务负担较重。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

目前，射洪县共有公司及射洪县涪江土地开发整理有限责任公司（以下简称“涪江土地整理公司”）共两家负责基础设施建设的投融资主体，其中涪江土地整理公司主要负责射洪县涉及上级专项资金部分土地整理工作，市场占比约 10%左右，公司负责射洪县城区区域内 80%以上的基础设施建设和土地整理工作以及射洪经济开发区内主要的安置房建设和基础设施配套工作。公司在射洪县城市基础设施和土地整理工作方面有一定专营优势。按照“全省县域经济排头兵”、“工业强县”、“旅游强县”的定位，在“十二五”规划期间公司投资约 85 亿元，实施了涪江大桥工程、城市棚户区改造、安置还房建设、道路管网、生态景观带建设、经济开发区建设等城乡建设重点工程。同时公司拓展

了经营纺织品进出口、租赁业务等业务，目前公司各项主要业务均呈现出良好的发展趋势。

总体看，公司作为射洪县基础设施建设的核心主体，在区域范围内具有较强的专营和垄断竞争优势。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司有高层管理人员共 8 人，其中包含董事长兼总经理 1 人，副总经理 1 人，财务总监 1 人以及监事 5 人。

公司董事长、总经理杨中洪先生，1978 年生，本科学历，工程师、造价员、会计员；历任射洪县农业投资有限责任公司财务总监、射洪城投财务科科长及财务部副部长，并曾在射洪县规划和建设局和四川射洪建设集团有限责任公司工作；现任公司董事长兼总经理。

公司财务总监管爱均女士，1973 年生，专科学历；历任公司财务部长、射洪玉牌实业有限责任公司财务科长、射洪柳树粮油购销公司财务科长、射洪县复兴粮油收储公司财务科员；现任公司董事兼财务总监。

截至 2016 年底，公司合并范围在职职工 500 人。从学历构成看，初中以下学历 23 人，高中中专学历 195 人，大专以上学历 282 人。年龄构成看，30 岁以下 142 人，30 至 50 岁 312 人，50 岁以上 46 人。

总体看，公司高层管理人员拥有多年的从业经历以及丰富的管理经验，在职员工整体素质基本可满足公司的日常运营。

3. 政府支持

公司作为射洪县基础设施建设的核心主体，射洪县政府在资金注入、财政补贴及代建项目回购等方面给予公司较大支持。

(1) 资本注入

自公司成立以来，射洪国资委多次对公司进行注资，2006 年 4 月，根据射洪县国有资产管理委员会“射国资委发[2006]14 号”和“射国资委发[2006]15 号”文的要求，公司注册资本由 0.15 亿元增加至 0.80 亿元，并由射洪县人民政府完成出资。

(2) 资产注入

近年来，射洪县政府除了对公司增资外，同时向公司划拨项目资金、土地及股权类资产等支持，2012~2016 年政府给公司划拨资金及注入资产合计 53.21 亿元，计入公司“资本公积”会计科目，详见下表（2015 年公司 4.20 亿元资本公积转增实收资本）。

表 6 2012~2016 年政府对公司主要资金及资产注入情况（单位：万元）

序号	时间	资产名称	资产价值	计入会计科目	注入对象
1	2012	240,254.65 平方米国有土地使用权	38,412.06	资本公积	公司本部
2		土地	122,337.91	资本公积	射洪欣诚
3		148,780.48 平方米土地	19,000.00	资本公积	公司本部
4		182,754.75 平米房产	65,958.67	资本公积	公司本部
小计			245,708.64	--	--
5	2013	财政拨款资金	673.00	资本公积	射洪欣诚
6		财政拨款资金	2,353.40	资本公积	公司本部
7		财政拨款资金	17,043.99	资本公积	公司本部
小计			20,070.39	--	--

8	2014	财政拨款资金	32,683.00	资本公积	射洪城投
9		财政拨款资金	9,377.39	资本公积	射洪欣诚
10		财政拨款资金	21,408.00	资本公积	公司本部
小计			63,468.39	--	--
11	2015	射洪县农发融资性担保有限责任公司债权	3,289.00	资本公积	公司本部
12		财政拨款资金	12,200.40	资本公积	射洪城投
13		财政拨款资金	9,146.69	资本公积	公司本部
14		中国农发重点建设基金有限公司投入资金	3,000.00	资本公积	四川洪新邑
15		政府拨付的土地出让金	47,260.60	资本公积	公司本部
16		四川省射洪顺发贸易公司股权	12,662.70	资本公积	公司本部
17		四川省射洪广厦房地产开发公司股权	27,881.79	资本公积	公司本部
小计			115,441.18	--	--
18	2016	无偿划拨 132,306.40 平方米土地	30,130.34	资本公积	泰成投资
19		财政拨款资金	22,260.99	资本公积	射洪城投
20		农发基金投资资金	3,800.00	资本公积	射洪城投
21		国开基金投资资金	18,300.00	资本公积	射洪城投
22		财政拨款资本金	11,431.27	资本公积	公司本部
23		专项应付款转入	1,501.38	资本公积	射洪欣诚
--			87,423.98	--	--
合计			532,112.58	--	--

资料来源：审计报告，联合评级整理。

(3) 财政补贴

为推动射洪县的基础设施建设，射洪县政府每年以划拨资金的形式给予公司财政补贴，其中包括市政建设补贴、外经贸发展促进资金等。2014~2016 年，公司分别收到的政府补贴为 1.76 亿元、2.28 亿元和 2.88 亿元，计入“营业外收入”科目中。

表 7 2014~2016 年公司近年获得政府补贴情况（单位：万元）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
市政建设补贴	17,164.58	22,832.35	28,663.42
外经贸发展促进资金	100.00	8.00	88.15
地方特色产业中小企业发展资金	106.00	0.00	10.00
省级工业节能节水 and 淘汰落后产能专项资金	82.00	0.00	0.00
省级技术改造项目资金	150.00	0.00	0.00
政府补贴合计	17,602.58	22,840.35	28,761.57

资料来源：审计报告，联合评级整理。

总体看，公司作为射洪县基础设施建设的主要经营实体，在发展过程中得到政府多方面的支持，且具备一定的持续性。

五、管理分析

1. 治理结构

公司为国有独资企业，射洪国资监督局代射洪县人民政府对公司履行出资人职责，公司不设股东会。

公司设董事会，成员为3人，设董事长1人。董事每届任期为三年，可连选连任。公司设监事会，由5名监事组成，其中股东代表3名，公司职工代表2名。监事任期为3年，任期届满，可连选连任。公司设总经理1名，由董事长担任并对董事会负责。

总体来看，公司法人治理结构相对完善，可以满足经营与管理需要。

2. 管理体制

公司是射洪县基础建设和棚户区建设的重要主体，公司为规范公司运作，设置了办公室、财务部、资产管理部和投资发展部 4 个部室，同时，公司制定了一系列管理制度，主要涉及工程管理、财务管理、投融资管理和经营管理等方面。

工程项目建设管理方面，为规范项目建设程序，提高项目建设资金使用效益，公司明确了项目监管办法，从项目立项及前期监管、工程建设质量安全监管、工程建设重大变更和调增监管、工程建设决算及审计等环节的工作流程进行规范。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度包括财务预算管理制度、以现金流为核心的内部资金管理制度、财务事项审批规定、对参股企业财务状况的监管制度、内部财务监管和审计制度、财务决算与财务报告等，加强公司的财务管理，确保公司财务目标的实现。

投融资方面，公司建立健全了投融资及借款和担保管理制度，从项目可行性研究及决策流程、审核申报程序、项目完成情况、对外借款和担保等方面进行规范。

经营管理方面，公司明确对独资、控股及参股经营性子公司的监管和管理办法，包括治理结构管理、人事管理、财务管理、经营决策管理、信息管理及内部审计监督与检查等方面，确保子公司整体资产运营质量，加强国有资本管理控制，提高经营性子公司抗风险能力。

总体看，公司设置了较合理的组织架构，法人治理结构符合国有独资企业特点，组织机构健全、管理方法科学、管理制度较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是射洪县城市基础设施建设和棚户区建设的重要主体，目前形成了以代建业务为主，以商品销售、物业租赁和担保等为辅助的多元化经营格局。

2014~2016 年，公司营业收入分别为 5.98 亿元、6.49 亿元和 10.10 亿元，年均复合增长 29.97%；近三年，得益于代建业务规模扩大，公司营业收入持续增加。从收入构成看，公司收入来源主要为承接射洪县的基础设施和棚户区改造等项目所收取的代建收入，近三年占营业收入比重分别为 74.55%、78.82%和 86.97%，且收入占比逐年提高；同期，商品销售收入规模持续减少，占主营业务收入的比重由 2014 年的 24.14%下降至 12.14%。

毛利率方面，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 5.58%、8.29%和 4.32%，波动下降。近三年，工程代建业务收入占比逐年上升，但毛利率波动下降，受此影响，公司整体毛利率波动较大。其中，工程代建业务毛利率分别为 9.74%、12.76%和 6.36%，工程代建业务中项目总投资成本的 10%作为代建管理费，连同总投资成本共同计入代建工程业务收入，2015 年部分代建项目由合并范围内关联方承建，导致当年代建业务毛利率高于 10%，2016 年毛利率水平回落系营改增的影响。商品销售业务受棉织品贸易市场及汇率波动的影响，毛利率波动上升。

表 8 2014~2016 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	44,556.62	74.55	9.74	51,142.26	78.82	12.76	87,759.35	86.97	6.36
商品销售	14,428.75	24.14	2.90	12,875.30	19.84	1.47	12,250.24	12.14	4.58
物业租赁	708.97	1.19	-210.11	800.11	1.23	-174.79	820.33	0.81	-168.43
担保收入	69.42	0.12	100.00	67.84	0.10	100.00	74.70	0.07	100.00
合计	59,763.77	100.00	5.58	64,885.51	100.00	8.29	100,904.62	100.00	4.79

资料来源：审计报告，联合评级整理。

注：合计数与各项求和不等系四舍五入所致

总体看，随着公司承接项目的增多，工程代建业务收入逐年增加，占比逐年提高，带动公司收入规模持续扩大，但收其毛利率波动影响，公司综合毛利率水平较低，波动较大。

2. 工程代建业务

公司工程代建业务是指受射洪县人民政府委托，承接射洪县基础设施和棚户区改造等项目，主要由公司本部及子公司四川射洪城市建设投资有限责任公司（以下简称“射洪城投”）、射洪县欣诚投资开发有限责任公司（以下简称“欣诚投资”）、射洪县新阳建设开发有限责任公司（以下简称“新阳建设”）和射洪县农业投资有限责任公司（以下简称“射洪农业”）负责实施。公司工程代建业务范围射覆盖射洪县内太和、金华和仁和等 20 个镇以及青堤、双溪和文升等 10 个乡。

针对不同的项目，射洪县人民政府与公司签订《委托建设协议》，由公司负责项目建设资金的筹集（通过自筹和银行贷款解决）、项目前期、工程分包建设、项目管理、工程竣工验收和资产交付等代建工作。《委托代建协议》约定代建项目投资金额，项目完工后通过验收移交给射洪县政府，由射洪县财政局代政府逐年按进度或待工程完工后一次性进行回购，政府回购金额为代建项目投资金额加成 10%代建管理费确定。

会计处理方面，公司代建项目所投入的资金、原材料等成本计入“存货——工程施工成本”，公司通过招拍挂、划拨等方式获得的未来将用于代建项目建设的土地计入“存货——待开发土地”。收入确认方面，每年底公司根据项目完工进度向政府提交项目结算单，根据结算单的批复确认收入。对于由公司合并范围内关联方承建的代建项目，收入为工程总投资成本加成施工收益以及 10%的代建管理费；对于由合并范围外公司承建的代建项目，收入为代建项目投资金额（项目合同金额）加成 10%代建管理费。由于公司部分代建项目由合并范围内的关联方进行施工建设，公司代建工程业务毛利率整体高于成本加成 10%的毛利率（9.09%）。近三年公司结算的代建工程项目主要包括射洪县太和镇滨江路整治工程、射洪县太和镇新阳街西拓道路工程和射洪县新农村道路建设工程等，2014~2016 年，公司工程代建业务收入分别为 4.46 亿元、5.11 亿元和 8.78 亿元，同期，公司分别收到工程回购款 5.85 亿元、5.63 亿元和 8.78 亿元，其中为当年收入回款的分别为 4.46 亿元、5.11 亿元和 8.78 亿元。2015 年，受合并范围内关联方承接代建施工项目占比提高的影响，工程代建业务毛利率同比上升 3.02 个百分点，2016 年受实行营改增，征收增值税的影响，毛利率下降至 6.36%。

截至 2016 年底，公司在建的代建项目主要有城南城西片区拆迁工程和射洪县经济开发区园中园等招商引资项目等，计划总投资 53.11 亿元，未来尚需投资 10.29 亿元，已收到项目款项合计 10.00 亿元。公司的拟建工程有射洪县枇杷路-锂盐厂段保障性住房配套建设项目和城南片区地下综合管廊工程等，总投资额 10.05 亿元。

表9 截至2016年底公司主要在建的代建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	承建单位	总投资	资金筹措方案		已完成投资	后续投资	已收到款项
			贷款	自筹			
城南城西片区拆迁工程	四川射洪城市建设投资有限责任公司	140,000.00	80.00	20.00	131,585.89	8,414.11	--
射洪县经济开发区中园等招商引资项目	射洪县欣诚投资开发有限责任公司	120,000.00	80.00	20.00	106,309.55	13,690.45	--
紫云文化广场项目	四川射洪城市建设投资有限责任公司	44,000.00	80.00	20.00	8,759.68	35,240.32	8,759.68
射洪县城市棚户区改造建设项目	四川射洪城市建设投资有限责任公司	70,000.00	80.00	20.00	62,537.10	7,462.90	--
射洪县城市安置还房工程	四川射洪城市建设投资有限责任公司	30,000.00	80.00	20.00	28,185.07	1,814.93	--
射洪县涪江洋溪段河道治理工程	四川洪新邑实业有限责任公司	28,100.00	70.00	30.00	1,719.16	26,380.84	1,719.16
射洪县太和镇滨江路整治工程	四川射洪城市建设投资有限责任公司	25,000.00	80.00	20.00	25,481.61	--	25,481.61
射洪县柳树电航工程库区（C1、C2、C4、C5标段）工程、柳岸新村安置小区建设项目	射洪县农业投资有限责任公司	74,000.00	80.00	20.00	64,058.84	9,941.16	64,058.84
合计	--	531,100.00	--	--	428,636.91	102,944.70	100,019.29

资料来源：公司提供

表10 截至2016年底公司主要拟建代建工程项目（单位：万元）

项目名称	总投资	项目内容	拟建日期	承建单位
射洪县枇杷路-锂盐厂段保障性住房配套建设项目	22,000.00	整理道路全长4.8km，拟新建雨污水管与综合管沟位于现状道路两侧绿化侧分带下。	2017.9	射洪城投
射洪县太空路段廉租房配套建设项目	6,500.00	整理道路全长1,647.427米，拟建综合管沟工程，用于敷设市政公用管线的市政公用设施。	2017.9	射洪城投
射洪县紫云棚户区基础设施配套项目（洪达家鑫路）	22,000.00	整理道路全长3km，占地面积10.80万平方米，建设雨污水管网6km及综合管沟6km。	2017.12	射洪城投
城南片区地下综合管廊工程	30,000.00	铺设城南地下管廊15km。	2018.12	射洪城投
城南污水处理厂项目	8,000.00	新建污水处理厂日处理2万方污水，远期扩建日处理5万方污水。	2017.10	射洪城投
滨江路涪江六桥湿地公园建设项目	12,000.00	完成湿地公园建设及堤顶道路的整治。	2017.12	射洪城投
合计	100,500.00	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体来看，近三年工程代建业务呈稳定增长趋势，项目回款情况较好，未来随着代建项目推进，公司收入规模有望上升。截至2016年底，公司未来代建项目尚需投资20.34亿元，未来公司存在较大的融资压力。

3. 商品销售

公司商品销售业务主要包括棉花贸易，棉纱、棉布以及家纺用品的生产销售，主要由子公司银华投资和佐鲁银华负责经营。其中银华投资主要负责棉纱和家纺用品的生产销售业务，佐鲁银华主要负责棉纱、棉布、家纺用品的生产和进出口贸易业务。

公司现已形成集棉花采购与加工、纺纱、织造、染整、缝制、家纺成品设计、开发、生产、销

售及进出口贸易于一体的较为完善的家纺产业链。近三年实现棉花和纺织品销售收入分别为 14,428.75 万元、12,875.30 万元和 12,250.48 万元，呈持续下降态势，主要系受棉纺织品市场波动的影响，棉布销售收入持续下降所致。毛利率方面，2014~2016 年商品销售业务毛利率分别为 2.90%、1.47%和 4.58%，2015 年棉纺织品市场持续低迷的影响，毛利率有所下降，2016 年，受占比较高的棉布产品以美元结算，人民币贬值的影响，商品销售整体毛利率快速回升。

表11 2014~2016年公司主要棉纺织产品收入情况（单位：万元、%）

业务	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棉布	12,545.44	86.95	2.12	11,484.53	89.20	0.28	11,062.68	90.30	4.31
棉纱	1,102.40	7.64	11.02	1,052.02	8.17	12.84	821.36	6.70	8.77
棉花	403.49	2.80	6.34	119.50	0.93	10.02	271.33	2.21	2.56
其他	29.33	2.61	1.53	219.26	1.70	4.66	95.11	0.78	5.22
合计	14,428.75	100.00	2.90	12,875.30	100.00	1.47	12,250.48	100.00	4.58

注：1.其他包括少量床品和家纺产品；合计数与各项求和不等系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2016 年，公司生产能力为棉布 1,505 万米、纱线 2,279 吨，棉花原料采购 2,471 吨，销售 215 万吨。棉布生产原料主要为棉纱，采购来源主要为国内采购，比例为 53%。棉布销售方面，棉布的销售与出口占收入比重较大，占比超过 85%，其主要是由于佐鲁银华纺织为银华投资与土耳其佐鲁公司出资设立的子公司，其生产的棉布大部分出口至土耳其，贸易能力较强。2016 年棉布的销售客户主要为土耳其公司 ZORLUTEKS A.S，占棉布销售收入比例为 90%，该公司的经营以及土耳其市场稳定性对公司的棉布产品销售的影响较大。

总体看，受棉纺织产品市场不景气的影响，近三年公司棉纺织产品销售收入持续下降，同时，受棉花产量波动的影响，毛利率水平波动上升，该板块业务未来收入情况受棉纺织产品市场影响较大。

4. 物业租赁业务

公司物业租赁业务主要由公司本部负责经营。公司通过政府委托管理、划拨及当地国有企业不良资产处置等方式拥有大量的物业资产，包括店铺、房屋等，全部计入“投资性房地产”会计科目。为避免闲置，公司通过公开招租的方式将铺面、房屋和土地对外出租，形成稳定的现金流。

目前公司拥有物业综合出租率达到 95%以上。2014~2016 年，公司经营租赁业务收入分别为 708.97 万元、800.11 万元和 820.33 万元，毛利率分别为-210.11%、-174.79%和-168.43%，由于公司投资性房地产每年折旧较大，使得经营租赁业务成本较高，从而毛利率较低。随着射洪县经济的发展，城市配套设施进一步完善，城市人口不断增多，公司所持有的物业有望带来稳定增长的租金收入。

5. 经营关注

（1）公司商品销售业务受棉纺织行业波动影响较大，盈利稳定性较差

受棉纺织产品市场不景气的影响，近三年公司棉纺织产品销售收入持续下降；同时，受棉花产量波动的影响，毛利率水平波动较大。

（2）公司在建及拟建项目资金需求较大，面临一定外部融资压力

截至 2016 年底，公司在建及拟建项目共 11 个，总投资概算 251.40 亿元，计划于 2017~2018 年分别投资 35.88 亿元和 57.25 亿元。公司在建、拟建项目较多，资金缺口较大，面临一定外部融资压力。

6. 未来发展

构建并完善多元化的业务模式，进一步提升公司规模和经营实力。公司作为射洪县建设投融资主体，未来将逐步实现城市经营的市场化，承担更多的城市基础设施建设任务，推进棚户区改造项目、市政道路项目、城市管廊项目建设进程，着力加快县城南片区的开发建设；同时，公司将进一步做好存量国有资产管理工作，主要为完成经营性资产的拍租、竞租工作，并加大对闲置国有资产的处置力度；此外，公司将抓好公司棉纺织业务的“创新”、“转型”工作，提高生产效率，优化棉纺织品品种结构，做大进出口业务规模。

不断优化企业治理结构，切实提升服务管理水平，充分发挥服务射洪县经济建设的重要作用，继续拓展业务范围，转变经营方式，加大对产业类项目的投资，逐步实现投资多元化，提高公司的竞争力和盈利能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

从财务报表合并范围来看，2015 年，新增四川省射洪顺发贸易公司、射洪广厦、射洪泰成投资有限责任公司、四川洪新邑实业有限责任公司，2016 年公司合并范围无变化，上述合并范围新增的子公司整体规模较小，公司相关会计政策连续，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

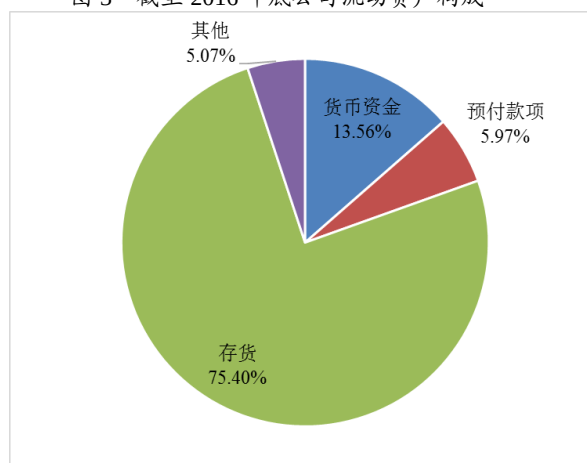
2. 资产质量

2014~2016 年，公司合并总资产分别为 75.86 亿元、105.58 亿元和 144.48 亿元，年均复合增长 38.01%，受公司代建项目投入增加，存货规模扩大影响，公司资产总额持续增加。近三年，公司流动资产占比分别为 88.06%、91.72%和 93.80%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产分别为 66.80 亿元、96.84 亿元和 135.52 亿元，年均复合增长 42.43%，主要系存货和货币资金增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，其中存货占 75.40%，系公司资产最主要的构成部分。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金分别为4.96亿元、9.11亿元和18.38亿元，年均复合增92.48%；近年得益于前期代建项目回款到位及资金往来规模扩大，公司货币资金快速增长。截至2016年底，公司货币资金主要为银行存款18.20亿元，其余为库存现金和其他货币资金；其中受限货币资金合计为2.23亿元。

2014~2016年，公司交易性金融资产分别为0.05亿元、3.62亿元和3.84亿元。2015年底根据《射洪县人民政府关于将四川省射洪广厦房地产开发公司国有股权无偿划转给射洪县国有资产经营管理集团有限公司的通知》（射府函[2015]192号）和《射洪县人民政府关于将四川省射洪顺发贸易公司国有股权无偿划转给射洪县国有资产经营管理集团有限公司的通知》（射府函[2015]192号），射洪县政府将射洪顺发和射洪广厦的全部股权无偿划拨给公司，上述两家子公司分别持有401.83万股（持股比例1.19%）和1,177.78万股（持股比例3.49%）沱牌舍得（股票代码600702）的上市流通股份，该股权资产2015年底市值合计3.61亿元，计入公司交易性金融资产，引起当年交易性金融资产大幅增加。

2014~2016年，公司预付款项分别为8.18亿元、7.33亿元和8.10亿元，近年波动不大。公司预付账款主要是预付工程款，系代建项目部分工程未完工导致未及时结算产生。截至2016年底，公司预付款项为8.10亿元，其中主要为应付重庆巨能建设（集团）有限公司1.51亿元、四川中林建设有限公司1.04亿元、四川西晶集团有限责任公司0.93亿元、四川大和建筑工程有限公司0.90亿元。

2014~2016年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降31.29%。截至2016年底，公司其他应收款为1.27亿元。公司其他应收款前五名余额合计占比66.55%，集中度较高，全部为往来款，账龄为1年以内至4年内。

表12 2016年底公司其他应收款前五位情况（单位：亿元）

单位名称	金额	内容	账龄
射洪和圣科技有限责任公司	0.30	往来款	4年以内
射洪县聚发农业有限公司	0.29	往来款	1年以内
四川凯越光电科技股份有限公司	0.23	往来款	4年以内
川绿然新能源有限责任公司	0.20	往来款	1年以内
射洪县诚信融资担保有限公司	0.12	往来款	2年以内
合计	1.14	--	--

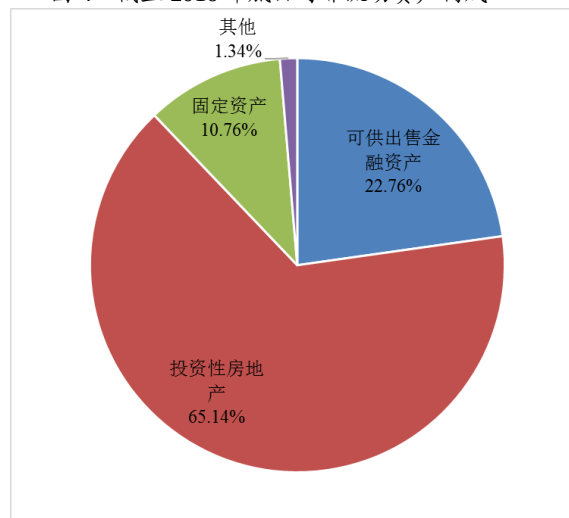
资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014~2016 年，公司存货账面价值分别为 50.08 亿元、70.97 亿元和 102.18 亿元，年均复合增长 42.84%；近年公司处于业务扩张阶段，承担当地基础设施建设工程逐年增多，存货规模逐年扩大。截至 2016 年底，公司存货主要由工程施工成本（占 53.64%）和待开发土地（占 46.05%）构成，其中价值 29.55 亿元的土地使用权被用于贷款抵押，占存货账面价值的 28.92%。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产分别为 9.06 亿元、8.74 亿元和 8.96 亿元，波动变化不大。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产、可供出售金融资产和固定资产构成。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产分别为 1.68 亿元、1.68 亿元和 2.04 亿元，变化不大。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产主要为射洪县滨江开发建设有限公司、射洪县诚信融资担保有限公司、射洪县宏福城市建设有限责任公司、四川联合酒类交易所股份有限公司的权益资产，均以成本模式计量。

2014~2016 年，公司投资性房地产分别为 6.16 亿元、5.94 亿元和 5.84 亿元，逐年有所下降。公司投资性房地产以办公用房、成套住宅、车库和营业用房为主，采用成本模式计量，随着折旧的计提，逐年有所下降。

2014~2016 年，公司固定资产分别为 1.10 亿元、1.01 亿元和 0.96 亿元，相对稳定。截至 2016 年底，公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，占比分别为 23.27%和 74.47%。

总体看，随着代建项目持续推进，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主；流动资产中存货占比大且变现期限较长，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

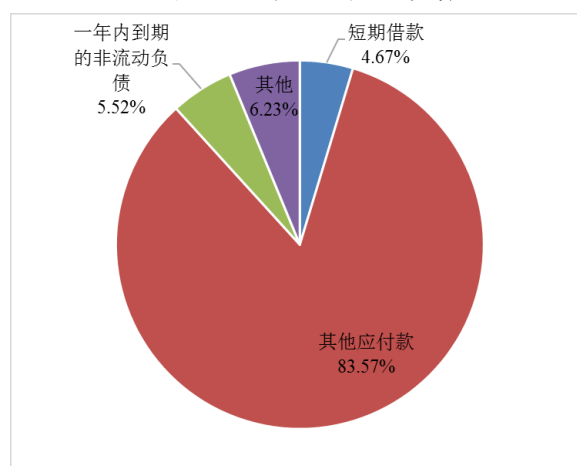
负债

2014~2016 年，公司负债总额分别为 37.78 亿元、54.84 亿元和 83.94 亿元，年均复合增长 49.05%；主要系其他应付款和长期借款增加所致。截至 2016 年底，公司负债中流动负债占 70.85%，非流动负债占 29.15%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债分别为 24.83 亿元、43.21 亿元和 59.47 亿元，年均复合增长率 54.76%，主要是其他应付款增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债为主要由短期借款、一年内到期的非流

动负债和其他应付款构成，占比分别为 4.67%、5.52%和 83.57%。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款分别为 0.68 亿元、2.09 亿元和 2.78 亿元，年均复合增长 102.17%。截至 2016 年底，公司短期借款主要为质押借款 1.75 亿元，和抵押借款 1.03 亿元，质押物主要为公司土地使用权、房屋产权和定期存单。

2014~2016 年，公司其他应付款分别为 22.03 亿元、33.25 亿元和 49.70 亿元，年均复合增长 50.20%。随着公司工程代建项目的增多、业务规模的扩大，公司与其他国有机构的拆借资金增加以及开展棚户区改造项目与村社、乡镇财政所发生的拆迁往来款增加，公司其他应收款增速较快。截至 2016 年底，其他应付款主要是应付射洪县财政债务资金管理办公室 9.24 亿元、应付大榆财政所 3.27 亿元以及其他往来款。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.51 亿元、6.74 亿元和 3.28 亿元，年均复合增长率为 47.57%，波动增长。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的抵押、保证借款所致。

公司非流动负债全部为长期借款，2014~2016 年分别为 12.95 亿元、11.62 亿元和 24.47 亿元，年均复合增长率为 37.44%；随着代建规模扩大，公司资金需求增加，长期借款有所增加。截至 2016 年底，公司长期借款主要由质押借款 2.80 亿元、抵押借款 4.81 亿元、保证借款 4.59 亿元和其他借款（抵押、保证借款）9.87 亿元等构成。

有息债务方面，2014~2016 年，公司有息债务分别为 15.17 亿元、20.48 亿元和 30.55 亿元，年均复合增长 41.92%。截至 2016 年底，公司全部债务中短期债务占比为 19.91%，长期债务占比 80.09%，公司债务结构较为合理。偿债指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，长期债务资本化比率波动中有所上升；截至 2016 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.09%、28.78%和 33.54%，公司整体债务负担处于可控水平。

整体看，近年来受保障房和城市基础设施项目投入加大的影响，公司整体债务负担有所上升，但处于可控水平；未来随着在建及拟建项目陆续投入，公司债务负担将呈上升趋势。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 38.08 亿元、50.74 亿元和 60.55 亿元，年均复合增长 26.10%；增长主要来自实收资本和资本公积的增加。截至 2016 年底，公司所有者权益为 60.55 亿元，其中实收资本 5 亿元，占比 8.26%；资本公积 50.58 亿元，占比 83.55%；盈余公积 0.31 亿元，未分配利润

4.37 亿元。

2014~2016 年，公司实收资本分别为 0.80 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元，2015 年底公司将资本公积 4.20 亿元转增实收资本，当年公司实收资本大幅增加。

2014~2016 年，公司资本公积分别为 34.48 亿元、41.84 亿元和 50.58 亿元，年均复合增长 21.12%；近三年公司资本公积的增加主要为政府拨入的资本性投入及资产划拨。

总体看，近三年，随着射洪县政府的持续的资金注入和无偿划拨资产，公司所有者权益规模快速增长，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

公司营业收入以代建工程和商品销售为主，其中工程代建业务收入占比较大。2014~2016 年，公司营业收入分别为 5.98 亿元、6.49 亿元和 10.10 亿元，年均复合增长 29.97%；受代建工程业务推进，营业收入持续增长；2014~2016 年，公司营业成本分别为 5.64 亿元、5.95 亿元和 9.64 亿元，年均复合增长 30.73%，与营业收入变化一致；近三年公司营业利润率分别为 5.18%、7.91%和 3.97%，波动中有所下降；同期，公司净利润分别为 1.32 亿元、1.10 亿元和 1.06 亿元。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.80 亿元、1.64 亿元和 2.07 亿元，受财务费用增加影响，公司期间费用持续增长。其中财务费用分别为 0.49 亿元、1.31 亿元和 1.71 亿元，受公司借款规模扩大，利息支出增加影响，公司财务费用持续增加且占比较大。近三年，公司费用收入比分别 13.34%、25.34%和 20.01%，公司期间费用对利润空间造成一定挤压，公司费用控制能力有待提升。

非经营性损益方面，2014~2016 年，公司营业外收入分别为 1.77 亿元、2.29 亿元和 2.88 亿元，年均复合增长 27.42%，公司营业外收入主要为政府补助，以市政基础设施建设专项财政补贴为主，随着公司承接项目增加，收到政府补贴持续增多。公司营业外收入占利润总额比重分别为 131.16%、200.74%和 259.06%，利润总额对政府补助依赖较高。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司总资产收益率分别为 4.09%、4.29%和 3.63%；总资产报酬率分别为 2.96%、2.99%和 2.40%；净资产收益率分别为 3.86%、2.49%和 1.91%。受公司资本公积大幅增加，所有者权益规模扩大影响，公司主要资本盈利指标均有所下滑。

总体看，公司营业收入主要来源于代建工程收入，棉纺织收入和其他经营性收入对公司整体收入形成有力补充；公司期间费用对利润侵蚀较严重，利润总额对政府补助依赖高，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 22.57 亿元、24.71 亿元和 35.05 亿元，年均复合增 24.63%，经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 7.35 亿元、6.93 亿元和 10.13 亿元，年均复合增长 17.40%；同期，收到其他与经营活动有关的现金分别为 15.22 亿元、17.78 亿元和 24.93 亿元，年均复合增长 27.98%，主要为政府补贴、利息收入和往来资金构成。2014~2016 年，公司经营活动现金流出快速增长，分别为 28.47 亿元、30.11 亿元和 42.36 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 21.47 亿元、24.08 亿元和 36.11 亿元，主要为代建项目的开发成本支出和商品销售业务经营支出；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 6.42 亿元、5.06 亿元和 5.23 亿元，主要

为其他管理费用、财务费用、往来款。2014~2016 年，公司经营活动现金净流出 5.90 亿元、5.40 亿元和 7.31 亿元，公司基础设施建设项目建设周期较长，且投入资金比较大，项目完工交付给委托方可收回投资，受此影响，公司经营活动现金流出规模较大。同期，公司现金收入比比分别为 122.96%、106.79%和 97.81，得益于政府代建工程回购款陆续到位，公司收入实现质量较高。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.10 亿元、0.05 亿元、-0.56 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，筹资活动现金流入快速增长，三年分别为 14.54 亿元、14.42 亿元和 24.12 亿元，主要为吸收投资收到的现金和借款收到的现金；受长期借款增加影响，2016 年筹资活动现金流入较上年大幅增长。同期，公司筹资活动现金流出分别为 7.73 亿元、7.00 亿元和 9.24 亿元，主要为偿还债务支付的及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2014~2016 年，公司筹资活动现金净流入 7.65 亿元、7.00 亿元和 9.24 亿元。

总体看，受往年政府代建项目回购款陆续到位影响，近三年公司收现质量指标较好，未来公司收入实现情况受政府代建项目的回款进度影响存在较大不确定性；公司经营活动和投资活动净现金流均为净流出，未来随着代建工程项目的推进，公司对政府的资本金划拨及外部融资依赖程度较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 2.69 倍、2.24 倍和 2.28 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.60 倍和 0.56 倍，现金短期债务比分别为 2.27 倍、1.44 倍和 3.65 倍；同期，公司经营活动净现金流均表现为净流出。整体看，公司流动资产中存货比重较大，流动性较弱，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 2.23 亿元、2.94 亿元和 3.27 亿元，其中利润总额占比分别为 60.73%、38.85%和 33.97%，计入财务费用的利息支出占比分别为 28.81%、53.30%和 57.60%，随着公司融资规模扩大，利息费用增多，对公司利润空间形成一定挤压；同期 EBITDA 全部债务比分别为 0.15 倍、0.14 倍和 0.11 倍，公司债务规模较大，EBITDA 对其覆盖程度较低，但考虑到近年来公司收入规模持续增加，政府在资产注入和财政补贴方面对公司支持力度较大，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司获得遂宁市商业银行 2 亿元和射洪农商行 5 亿元的人民币授信额度，均未使用，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年底，公司合并范围对外担保余额合计 6.90 亿元，对外担保企业以国企为主。以 2016 年底公司所有者权益数据（60.55 亿元）计算，公司担保比率为 11.40%，担保比率一般，但考虑到四川美青化工有限公司（以下简称“四川美青”）近两年经营亏损，公司对四川美青担保余额为 1.18 亿，公司未来存在一定代偿风险。

表 13 截至 2016 年底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保起始日	担保到期日
四川大涪有限责任公司	国企	20,000	2016 年 12 月 1 日	2021 年 12 月 21 日
四川龙顶生态牧业有限公司	民营	1,900	2016 年 8 月 27 日	2017 年 8 月 27 日
四川来者文化旅游投资有限责任公司	国企	10,000	2016 年 12 月 14 日	2018 年 12 月 13 日
四川射洪兴盛旅游投资有限责任公司	国企	1,400	2016 年 7 月 18 日	2019 年 7 月 17 日
四川射洪兴盛旅游投资有限责任公司	国企	580	2015 年 11 月 1 日	2020 年 12 月 30 日
四川华纺银华有限责任公司	民营	2,000	2016 年 8 月 18 日	2017 年 8 月 17 日

被担保方	企业性质	担保金额	担保起始日	担保到期日
四川华纺银华有限责任公司	民营	1,000	2016 年 8 月 30 日	2017 年 8 月 29 日
四川美青化工有限公司	国企	1,440	2016 年 12 月 23 日	2017 年 12 月 23 日
四川美青化工有限公司	国企	6,500	2016 年 2 月 4 日	2017 年 2 月 4 日
四川美青化工有限公司	国企	3,864	2016 年 5 月 1 日	2018 年 5 月 1 日
射洪县中医院	事业	2,000	2009 年 7 月 28 日	2017 年 7 月 27 日
射洪河东隆泰环保工程有限公司	民营	3,000	2016 年 9 月 2 日	2017 年 9 月 2 日
四川佳佳雨商贸有限公司	民营	700	2016 年 8 月 10 日	2017 年 2 月 10 日
射洪县恒鑫建材商贸有限公司	民营	660	2016 年 8 月 10 日	2017 年 2 月 10 日
四川金川生物食品有限责任公司	民营	2,000	2016 年 12 月 2 日	2017 年 12 月 2 日
四川来者文化旅游投资有限公司	国企	5,000	2016 年 10 月	2017 年 10 月
四川大涪实业有限责任公司	国企	7,000	2016 年 1 月 5 日	2018 年 1 月 5 日
合计	--	69,044	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

八、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

截至2016年底，公司总债务为30.55亿元，本期公司债规模不超过5.00亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较大，对公司负债规模有一定影响。

以2016年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为5.00亿元，本期债券发行后，在其他因素在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为32.74%、36.99%和59.50%，较发行前分别增加3.96、3.46和1.40个百分点，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 2.23 亿元、2.94 亿元和 3.27 亿元，分别是本期债券本金（5 亿元）的 0.45 倍、0.59 倍和 0.65 倍；EBITDA 对本期债券覆盖水平一般。本期债券设置了提前偿还本金安排，从存续期第 3 年起每年偿还本金的 20%，即 1 亿元。近三年公司 EBITDA 分别为每年待偿本金（1 亿元）的 2.23 倍、2.94 倍和 3.27 倍，EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数较高。

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 22.57 亿元、24.71 亿元和 35.05 亿元，分别为本期债券的 4.51 倍、4.94 倍和 7.01 倍，为每年待偿还本金的 22.57 倍、24.71 倍和 35.05 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较好，对每年待偿还本金的保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券每年待偿还额保障能力强。同时本期债券分期偿还本金的设置，有助于分散集中偿付的压力。

3. 偿债资金监管

为确保本期债券能按时、足额偿付，公司制定了有效保障措施和具体工作计划，包括聘请债权代理人签订《债权代理协议》、制定《债券持有人会议规则》、与债权代理人及账户及资金监管人签订《资金监管协议》、成立债券偿付工作小组，专门负责募集资金投放、偿付资金安排、信息披露等工作。公司将以项目收入、自身经营收入保证债券的利息支付及本金兑付。

为维护全体债券持有人的合法权益，同时由于债券持有人的不确定性，公司已聘请遂宁市商业银行股份有限公司射洪支行（以下简称“遂宁银行”）作为债券债权代理人，并与之签署《债权代理

协议》，同时制订了《债券持有人会议规则》。根据该协议及债券持有人会议规则，债权代理人代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。

为保证募集资金专款专用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请遂宁银行作为本期债券偿债资金账户及资金的监管人，并与之签订《募集资金账户监管协议》和《偿债资金账户监管协议》。公司在监管人设立募集资金账户，用于存放本期债券募集资金，监督人对募集资金账户内资金进行监管，并按照协议的规定划转募集资金账户资金。此外，公司在监管人开立偿债资金账户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金账户中的资金用于偿还当期应付的本息资金。公司应在本期债券的付息日或兑付日前 10 个工作日之前，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金账户中划入偿债资金。公司应在本期债券付息日或兑付日前 5 个工作日向监管人发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管人应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前 3 个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。

总体看，募集资金专项账户监管协议和偿债资金专项账户监管协议有助于本期债券资金的合规使用与归集，降低了操作风险。

九、担保分析

1. 担保条款

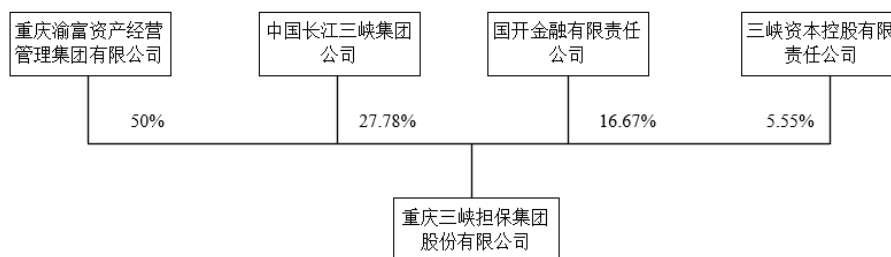
本期债券由三峡担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人概况

(1) 三峡担保概况

重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，是经国家发改委批准组建的市级担保公司，于 2006 年 9 月挂牌成立。2010 年 1 月，三峡担保更名为重庆市三峡担保集团有限公司。三峡担保主要股东分别为重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称为“重庆渝富”）、中国长江三峡集团公司（以下简称为“长江三峡”）、国开金融有限责任公司（以下简称为“国开金融”）、三峡资本控股有限责任公司（以下简称为“三峡资本”），其中控股股东为重庆渝富，实际控制人为重庆市国资委。2015 年三峡担保完成股份制改造，名称变更为重庆三峡担保集团股份有限公司，企业类型变更为股份有限公司；同年三峡担保增资 6 亿股，由原股东重庆渝富认购 3 亿股，国开金融认购 1 亿股，新股东三峡资本代表长江三峡认购 2 亿股。2016 年，三峡担保将提取的资本公积及部分未分配利润转增股本，截至 2016 年底，公司实收资本 46.50 亿元。

图 6 三峡担保股权结构



资料来源：三峡担保提供，联合评级整理。

三峡担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务；再担保，债券发行担保；诉讼保全担保业务，履约担保业务，发放小额贷款，与贷款及担保业务相关的融资咨询、财务顾问、投融资信息咨询等中介服务，以自有资金进行投资。

目前，三峡担保共设立 8 家分公司，其中在成都、武汉、西安、北京和昆明设立 5 家异地分公司；拥有 5 家控股子公司，即重庆市教育担保有限责任公司（以下简称“教育担保”）、重庆渝台信用担保有限公司（以下简称“渝台担保”）、重庆两江新区长江三峡小额贷款有限公司（以下简称“三峡小贷”）、重庆金宝保信息技术服务有限公司（以下简称“金宝保”）和重庆市小微企业融资担保有限公司（以下简称“重庆小微担保”）；拥有 1 家全资子公司，即深圳渝信资产管理有限公司（以下简称“渝信资管”）；参股凉风垭信用担保有限公司、重庆市鸿业信用担保有限责任公司、重庆市再担保有限责任公司以及长寿宏昌信用担保公司。

截至 2016 年底，三峡担保资产总额 111.27 亿元，所有者权益 64.59 亿元。2016 年，三峡担保实现营业收入 14.95 亿元，其中已赚保费收入 9.90 亿元，实现净利润 6.03 亿元。公司期末在保余额 1,084.41 亿元，其中融资性担保责任余额 326.21 亿元。

公司注册与经营地址：重庆市渝北区青枫北路 12 号 3 幢。法定代表人：李卫东

（2）规模与竞争力

近年来，通过股东的增资及公司内生资本的转增，三峡担保资本实力得以不断壮大。目前，三峡担保实收资本 46.50 亿元，是重庆地区最大的担保机构之一。三峡担保股东均为实力强的国有独资企业，控股股东重庆渝富资产经营管理集团有限公司是由重庆市国有资产管理委员会直接指导的投融资平台公司。三峡担保在资金、政策和风险管理方面能够获得股东的大力扶持，具有明显的股东优势。

近年来，三峡担保坚持“政策性目标、市场化运作”的原则，担保规模在全国同行业中位居前列，成为西部担保行业中的龙头企业。三峡担保已经与重庆市所有区县、超 40 家银行建立了合作关系，授信额度超过 400 亿元，社会认可度和品牌知名度逐步上升。截至 2016 年底，三峡担保及下属控股担保子公司已累计为近 7 万户企业客户提供担保 2,581 亿元，其中小微企业及个体创业者客户 5,995 户，提供各类担保累计 368.41 亿元。

由于三峡担保开展的部分担保业务符合重庆市产业政策以及给予中小企业相对优惠的担保费率，公司每年均可获得财政给予的保费补贴和风险补偿资金。2016 年，三峡担保营业外收入中收到的政府补助 4027.17 万元

总体看，三峡担保在业务发展和税收优惠及风险补偿等方面能够得到政府的支持；在当地市场公司资本实力较强，加之其强大的股东背景，竞争优势明显。

(3) 担保方经营分析

母公司担保业务发展状况

三峡担保目前开展的直接担保业务品种包括间接融资担保、直接融资担保（金融担保）及非融资性担保，另有少部分再担保业务。间接融资担保包括项目融资担保、流动资金贷款担保、委托贷款担保等担保业务；金融担保包括债券、保本基金等担保业务；非融资担保包括工程保证担保、履约保函、诉讼保全等担保业务。近年来，担保业务呈快速发展态势，截至 2016 年底，三峡担保担保余额为 1,084.41 亿元，较 2015 年底增长 47.82%，增幅明显；其中间接融资担保及金融担保分别占期末担保余额的 20.22%、和 77.61%，金融担保的占比逐年提升。

表 14 母公司担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
当年担保发生额	604.73	417.20	252.49
一、直接担保	604.73	414.55	239.62
非金融担保	88.68	231.13	190.14
间接融资担保	68.55	211.65	174.54
非融资担保	20.13	19.48	15.60
金融担保	516.05	183.42	49.48
二、再担保	--	2.65	12.86
期末担保余额	1,084.41	733.59	477.90
一、直接担保	1084.23	730.75	463.45
非金融担保	242.58	305.04	262.86
间接融资担保	219.26	283.74	245.95
非融资担保	23.32	21.29	16.91
金融担保	841.64	425.71	215.04
债券发行担保	318.00	259.10	183.02
保本基金担保	523.64	166.61	32.01
二、再担保	0.19	2.84	14.45

数据来源：公司提供资料，联合评级整理。

三峡担保承做的间接融资担保业务均为银行贷款担保，担保项目主要集中在建筑（主要为园区及基础设施建设）、水利、环境和公共设施管理及制造业。2016 年，三峡担保继续将园区及基础设施建设类项目作为间接融资担保业务的发展重点，不断提升此类项目的占比，制造业担保项目占比稳定下降。此外，随着三峡担保跨区域经营的推进，间接融资担保业务区域集中问题有所改善，重庆市担保业务占比有所下降，陕西、四川、北京等分公司区域担保业务占比有所上升，三峡担保间接融资担保业务区域分布得到一定程度的分散。

三峡担保自 2011 年开始开展金融担保业务，目前三峡担保承做的金融担保业务主要包括债券担保、保本基金担保业务。近年来，三峡担保以金融担保业务作为发展重点，不断巩固和发展业务渠道，持续推进产品创新，金融担保业务发展迅速。截至 2016 年底，三峡担保金融担保余额 841.64 亿元，其中债券担保余额 318.00 亿元，在保债券 44 支；保本基金担保余额 523.64 亿元，在保保本基金 22 支。三峡担保债券担保客户主要为所处区位经济发达、且自身信用等级优良的城投企业，保本基金客户主要是管理资产规模和管理能力位于行业前列的基金管理公司，整体面临的风险可控。此外，三峡担保在发展传统金融担保业务的同时，尝试拓展 ABS 类、PPP 类项目的担保业务领域，未来此类业务的开展将扩大公司业务增长空间。

三峡担保还从事少量的非融资担保业务，主要是工程保证担保、诉讼保全担保以及履约担保等

业务。近年来，三峡担保非融资担保业务稳步增长，但整体业务占比较小，主要原因是三峡担保的非融资担保业务处于探索阶段，同时重庆地区非融资担保业务市场较于其他地区发展相对滞后。

三峡担保未来将在稳步开展现有担保业务的同时，积极推进金融创新业务的发展，同时推进跨区域经营，深度拓展三峡担保业务区域覆盖范围，扩大业务增长空间，但这对三峡担保的风险管理水平提出更高要求。

控股子公司业务发展情况

三峡担保旗下控股 3 家担保公司、1 家小贷公司，和 1 家信息技术公司，分别为重庆市教育担保有限责任公司（以下简称“教育担保”）、重庆渝台信用担保有限公司（以下简称“渝台担保”）、重庆市小微企业融资担保有限公司（以下简称“重庆小微担保”）、重庆两江新区长江三峡小额贷款有限公司（以下简称“三峡小贷”）和重庆金宝保信息技术服务有限公司（以下简称“金宝保”）。三峡担保分别持有上述公司 60.00%、66.67%、51.00%、55.00%和 51.00%的股权。

教育担保成立于 2008 年，注册资本 2.00 亿元。教育担保围绕“立足教育、服务金融、市场运作、协调发展”的经营宗旨，为教育机构、教育相关产业及其他各行业提供贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、投标及工程履约担保、投融资咨询及财务顾问等专业服务。近年来，由于宏观经济低迷，中小企业信用风险暴露，出于控制风险及调整业务结构的考虑，教育担保业务规模呈下降趋势。截至 2016 年底，教育担保期末在保项目 208 个，期末在保余额 19.23 亿元(见附录 3: 表 2)，教育担保在保客户所在行业主要涉及教育、金融、建筑、制造、批发零售等。从在保项目期限分布看，在保项目剩余期限主要集中在 1 年内。

表 15 教育担保业务发展情况（单位：亿元、个）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
当年担保发生额	14.36	10.67	25.21
期末担保余额	19.23	13.86	23.73
期末在保项目	208	203	310

数据来源：三峡担保提供资料，联合评级整理。

渝台担保成立于 2009 年，主要是为在重庆地区的台资企业提供担保服务。渝台担保注册资本 10.00 亿元，股东资本分期投入，目前实收资本为 3.00 亿元。截至 2016 年底，渝台担保在保余额为 30.24 亿元(见附录 3: 表 3)，在保客户主要涉及制造、批发及零售、信息传媒、计算机服务和软件业等。渝台担保的担保项目剩余期限大部分集中在 1 年以内。

表 16 渝台担保业务发展情况（单位：亿元、个）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
当年担保发生额	37.92	32.48	43.69
期末担保余额	30.24	30.15	34.45
期末在保项目	138	158	231

数据来源：三峡担保提供资料，联合评级整理。

重庆小微担保由公司和重庆市人力社保局共同发起设立，成立于 2015 年 3 月，注册资本 3.00 亿元。重庆小微担保是专注于小微企业融资领域的国有政策性担保公司。截至 2016 年底，重庆小微担保已向重庆市 39 个区县发放担保项目 5.97 万个，新增担保金额 73.55 亿元，期末在保余额 49.61 亿元，户均担保额 12.31 万元，为全市担保行业最低。截至 2016 年底，重庆小微担保净资产 3.41 亿元，实现净利润 3701 万元。

为搭建担保和小贷业务互动平台，更好的为中小企业提供服务，三峡担保于 2013 年 3 月收购三峡小贷 55% 的股权，三峡小贷注册资本 5.00 亿元。截至 2016 年底，三峡小贷累计放贷金额 34.74 亿元；期末放贷余额 6.34 亿元，其中抵押贷款占比 65.82%、保证贷款占比 15.40%；不良贷款 700 万元，不良贷款率 1.10%；全年实现净利润 4,729.62 万元。

金宝保是三峡担保控股设立的在线融资担保平台，成立于 2014 年 5 月，注册资本 3,000 万元。金宝保主要依托三峡担保及其控股子公司和合作机构的项目来源、风控体系和品牌优势，开拓线下担保项目线上延伸渠道，助力实体经济发展和缓解小微企业融资难题。截至 2016 年底，金宝保累计上线交易项目 1,418 个，有效客户 30 万个；全年实现净利润 1,027.01 万元，在“网贷之家”排名中上升至全国第十八位，发展势头良好。

总体看，三峡担保各项担保业务发展良好，担保业务结构持续优化。

全资子公司业务发展情况

三峡担保旗下全资拥有 1 家资产管理公司，即深圳渝信资产管理有限公司（以下简称“渝信资管”）。渝信资管成立于 2016 年 3 月，注册资本 1.00 亿元，可从事受托资产管理、股权投资、项目投资、投资咨询等业务。截至 2016 年底，渝信资管资管资产总额 2.50 亿元，所有者权益 0.99 亿元，累计收购不良资产 0.25 亿元。2016 年，渝信资管开展不良债权收购及转让业务 26 笔，金额总计 2.16 亿元；开展不良债权中间类业务 3 笔，金额总计 1.50 亿元。

（4）担保方风险管理分析

母公司担保业务组合分析

截至 2016 年底，三峡担保担保余额 1,084.41 亿元，其中间接融资担保余额 219.26 亿元，非融资担保余额 23.32 亿元，债券担保余额 318.00 亿元，保本基金担保余额 523.64 亿元。

非金融担保业务

三峡担保非金融担保业务包括间接融资担保业务和非融资担保业务，其中间接融资担保业务以银行贷款担保业务为主。截至 2016 年底，三峡担保间接融资担保业务单一最大客户集中度和前五大客户集中度分别为 5.45% 和 21.81%，非金融融资担保业务客户集中度不高。

三峡担保间接融资担保项目主要分布于重庆市各个区县及陕西、四川等地，三峡担保在保客户涵盖园区基础设施建设、制造业、建筑业及金融业等多个行业。2016 年以来，三峡担保不断调整业务结构，大幅压缩对制造业的担保业务规模，适当控制对金融业和商贸流通业的担保业务规模，新增担保业务集中在园区基础设施建设和公共设施管理业等领域。截至 2016 年底，三峡担保建筑业（主要为园区基础设施建设）担保余额占间接融资担保业务余额的 49.31%，前五大行业担保余额合计占间接融资担保余额比重近 90%，间接融资担保业务行业集中风险较高。三峡担保园区基础设施担保客户主要是重庆区县的融资平台。

从期限分布上看，截至 2016 年底，三峡担保间接融资担保业务剩余期限在 1 年以内的项目期末在保余额占比 21.17%，1-2 年的项目期末在保余额占比 52.59%。

总体看，由于三峡担保间接融资担保业务主要侧重于基础设施贷款担保，因此担保业务的行业分布相对集中；担保期限分布相对集中，以中短期为主。

金融担保业务

截至 2016 年底，三峡担保金融担保余额 841.64 亿元，其中债券担保业务余额合计 318.00 亿元；保本基金担保业务余额合计 523.64 亿元。三峡担保担保的最大单笔债券担保余额为 12.00 亿元，占母公司净资产的 21.81%。整体看，三峡担保金融担保业务单笔担保金额大，客户集中度较高，但由于三峡担保对债券担保和保本基金担保采取了较有力的反担保措施，且对这方面业务设定了相应的

准入门槛。三峡担保债券担保主要为地方政府融资平台企业债券担保，而对于保本基金担保，三峡担保与基金管理人约定，若基金产品保本失败，由基金管理人先行赔付，因此该产品三峡担保所承担的风险较小。整体看，三峡担保金融担保业务的风险处于可控范围。

母公司担保资产质量

三峡担保每季度对其在保项目进行一次风险分类，母公司在保项目风险分类见下表。截至 2016 年底，母公司担保业务不良担保率为 1.56%；母公司已累计提取担保合同准备金及未到期责任准备金合计 19.64 亿元，不良担保拨备覆盖率为 110.03%，拨备水平有所下降。

表 17 截至 2016 年底信用组合风险分类（单位：%）

分类	占比
正常	96.55
关注	1.89
次级	1.53
可疑	0.03
损失	0.01
合计	100.00
不良担保率	1.56
不良担保拨备覆盖率	110.03

数据来源：三峡担保提供资料，联合评级整理。

注：统计口径包含三峡担保委托贷款项目；该表的风险分类基于三峡担保初步统计的业务数据，与核定的担保余额和委托贷款余额存在少许差异。

2016 年，母公司新增应收代偿款 5.44 亿元，与 2015 年基本持平，新增代偿项目均为融资性担保项目，客户类型均主要为中小企业客户。截至 2016 年底，母公司应收代偿款总额 9.56 亿元，较 2015 年底增长 39.30%，计提相关减值准备 3.88 亿元，账龄集中在 2 年以内；其中，最大一笔应收代偿款余额 4,472.58 万元，该企业与三峡担保签订了抵押反担保合同，但抵押物均未办理抵押登记；前 5 大应收代偿款余额合计占比 25.61%。母公司代偿情况见下表。

表 18 担保业务代偿率与不良担保率（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
当期代偿额	5.44	5.45	3.76
当期担保代偿率	2.14	2.24	1.97
不良担保率	1.56	1.43	1.75

数据来源：三峡担保提供资料，联合评级整理。

注：数据均采用母公司口径

三峡担保开发了多种代偿款回收的渠道，通过与资产管理公司等机构的合作，2016 年全年实现代偿款回收 1.79 亿元，另有约 9.5 亿元进入执行程序。此外，三峡担保按照财政部最新政策，加大代偿损失的核销力度，全年共完成损失核销约 1.3 亿元。

3. 担保人财务分析

（1）财务概况

三峡担保提供了 2014~2016 年合并财务报表；其中，2014~2015 年财务报表经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2016 年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留审计意见的审计报告。三峡担保纳入合并报表范围的子公司包括教育

担保、渝台担保、三峡小贷、金宝保、小微担保和渝信资管。

(2) 资产质量

近年来，三峡担保资产总额保持稳步增长，资产主要包括货币资金、存出保证金、投资资产和其他资产。随着三峡担保资金运用策略的调整，资产结构有所变化。2015 年以来，三峡担保投资资产及其他类资产占资产总额的比重大幅上升，货币资金占资产总额的比重明显下降（见附录 3：表 6）。

表19 三峡担保资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	16.27	14.62	18.77	18.56	34.97	44.91
存出保证金	8.69	7.81	11.46	11.33	12.90	16.56
委托贷款	10.03	9.02	5.83	5.76	6.57	8.43
应收代偿款净额	5.92	5.32	5.41	5.35	2.81	3.61
投资资产	41.44	37.25	36.01	35.60	8.38	10.76
其他类资产	28.91	25.98	23.67	23.40	12.25	15.73
资产总额	111.27	100.00	101.15	100.00	77.87	100.00

数据来源：三峡担保 2014~2016 年审计报告，联合评级整理。

注：投资资产包括交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资。

截至 2016 年底，三峡担保资产总额 111.27 亿元，其中委托贷款净额 10.03 亿元，占资产总额的 9.02%，委托贷款客户主要为三峡担保的担保客户，从担保方式分布上看，附担保物的委托贷款占委托贷款总额的 50%以上，对于已经逾期的项目，三峡担保已相应计提减值准备 7,590.05 万元；应收代偿款原值 10.41 亿元，计提相关减值准备 4.49 亿元，应收代偿款净额 5.92 亿元，占资产总额的 5.32%；从账龄上看，1 年以内应收代偿款占比 46.48%，1~2 年应收代偿款占比 40.38%。

截至 2016 年底，三峡担保投资资产余额 41.44 亿元，占资产总额的 37.25%，其中可供出售金融资产余额 40.62 亿元，主要是信托计划投资，占投资资产的 73.62%，三峡担保购买的信托计划主要为单一信托，期限集中在 1~3 年，收益率在 7%~9%左右，其余为少量的银行理财产品、基金和债券。

截至 2016 年底，三峡担保其他类资产余额 28.91 亿元，占资产总额的 25.98%，其中受托政策性担保基金资产 10.30 亿元，占其他类资产的 35.63%，用于购买安全性高、变现能力强的国债。此外，贷款和垫款净额为 6.18 亿元，占三峡担保其他类资产的 21.38%，全部由三峡小贷发放，地区集中在重庆市，行业集中在租赁和商务服务、批发零售、制造、建筑等几个行业；从担保分布方式上看，附担保物的贷款占总额的 70%以上，已计提相关贷款损失准备 1,606.66 万元。

总体看，三峡担保资产质量良好，资产流动性较好，但投资资产规模逐年增长，需关注相关风险。

(3) 负债及所有者权益

截至 2016 年底，三峡担保负债总额 46.68 亿元，其中未到期责任准备金、担保合同准备金两项合计 19.64 亿元，存入保证金 5.25 亿元，上述两项分别占负债总额的 42.07%、11.26%；其他负债 15.71 亿元，主要是三峡担保受政府委托的政策性担保基金 10.30 亿元，作为政策性担保业务的赔偿金。2016 年以来，三峡担保积极拓宽融资渠道，将自身投资的信托产品作为基础资产，发行了一支 ABS 产品，额度 3.00 亿元，计入卖出回购金融资产项下。

截至 2016 年底，三峡担保资产负债率为 41.95%，财务杠杆水平较上年底有所上升。此外，三峡担保计划于年内分期发行 20.00 亿元公司债券，随着融资方式的增多，未来三峡担保杠杆水平将逐步上升，但在扣除两项准备金后，三峡担保资产负债率仍处于较低水平。

总体看，三峡担保所有者权益稳步上升，资金来源逐步多样化，整体债务压力不大。

三峡担保的担保资金来源主要包括资本金、内部利润留存及存入保证金等。

近年来，随着担保业务的持续发展，内部利润留存逐步成为三峡担保资本增长的重要方式。三峡担保于 2016 年将提取的资本公积及部分未分配利润转增股本，两项合计转增 10.50 亿元。截至 2016 年底，三峡担保所有者权益合计 64.59 亿元，其中实收资本 46.50 亿元，未分配利润 5.76 亿元，盈余公积 1.61 亿元，一般风险准备 3.59 亿元。2017 年，三峡担保计划于年内引进新的投资者，预计将股本增加至 50 亿元。若能按计划完成增资，三峡担保资本实力将得以提升。

(4) 盈利能力

三峡担保营业收入主要包括已赚保费、利息净收入和投资收益。三峡担保近三年营业收入呈波动态势，2016 年全年实现营业收入 14.95 亿元；其中已赚保费 9.90 亿元，较 2015 年基本持平，占营业收入的 66.22%。三峡担保盈利指标见下表。

表20 三峡担保盈利指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	14.95	16.48	14.84
已赚保费	9.90	9.93	8.78
利息净收入	2.25	4.54	4.52
投资收益	2.42	1.31	0.98
公允价值变动收益	--	--	0.06
其他业务收入	0.39	0.70	0.50
营业支出	8.03	9.47	6.28
营业税金及附加	0.30	0.81	0.82
业务及管理费	2.62	2.33	2.04
资产减值损失	2.26	3.25	0.12
拨备前利润总额	9.55	10.40	8.84
净利润	6.03	6.02	7.39
费用收入比	17.50	14.14	13.74
平均资产收益率	5.68	6.73	10.10
平均净资产收益率	9.60	10.82	15.39

数据来源：三峡担保 2014~2016 年审计报告，联合评级整理。

三峡担保利息收入主要来自委托贷款、贷款及银行存款。2016 年，虽然三峡担保的生息资产配置规模较大，但受净利差持续收窄的影响，三峡担保利息净收入有所减少。2016 年，三峡担保实现利息净收入 2.25 亿元，占营业收入的 15.02%，营业收入的贡献度有所下降。

三峡担保投资收益主要来自理财产品、信托计划投资和债券等投资资产的利息收入。2016 年，三峡担保实现投资收益 2.42 亿元，占营业收入的 16.16%，随着三峡担保投资资产规模的增加，投资收益增长幅度较大，对营业收入的贡献度逐年上升。

2016 年三峡担保营业支出有所减少，主要是计提的担保合同准备金及资产减值损失减少所致。三峡担保按担保项目所属的行业风险、五级分类情况等因素建立担保合同准备金计提模型，计算出计提准备金比例。2016 年三峡担保调整业务方向，加大了金融担保业务规模，计提的担保合同准备金有所减少。近年来，三峡担保的费用控制情况较好，费用收入比基本保持稳定。2016 年，三峡担保全年实现净利润 6.03 亿元，从收益率指标看，2016 年，三峡担保平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 5.68%和 9.60%，较之前年度有所下降，但仍处于较好水平。

总体看，三峡担保保费收入增长乏力，导致营业收入水平有所下降；随着投资业务的逐渐开展，投资收益对营业收入的贡献度不断提高，收入结构有所调整。

（5）资本本充足率及代偿能力

三峡担保面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果三峡担保不能足额追偿，三峡担保将以自有资本承担相应的损失。三峡担保实际代偿能力主要受三峡担保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、现金流等因素的影响。联合评级在评估三峡担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了三峡担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

截至 2016 年底，由于投资的信托资产规模较大且委托贷款规模增长较快，三峡担保净资本规模较 2015 年底均有所减少。根据母公司 2016 年底的资产状况，估算出母公司 2016 年底的净资本为 34.10 亿元，净资本比率为 62.00%，较 2015 年底明显下降。

截至 2016 年底，母公司融资性担保责任余额 326.21 亿元，母公司融资性担保倍数为 5.93 倍。2015 年起，根据重庆市金融办最新窗口指导政策，三峡担保将 AA-以上公募债券担保的担保风险系数进行调整；债券担保余额为根据与其他担保机构的协议、按照再担保承保比例进行扣除后计算的担保责任余额；保本基金担保余额和非融资担保余额未纳入融资性担保责任余额计算，故三峡担保近两年融资性担保倍数有所下降。三峡担保正处于成长阶段，担保业务尤其是金融担保业务的继续推进将使其放大倍数进一步提高，三峡担保面临资本补充压力。

表 21 母公司资本充足性和代偿能力（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
期末担保余额	1,084.41	733.59	477.90
融资性担保责任余额	326.21	373.27	410.53
净资产	55.01	52.49	43.73
净资本	34.10	41.19	43.61
融资性担保倍数	5.93	7.11	9.38
净资本比率	62.00	78.47	99.72
资本覆盖率	59.61	78.79	114.66

数据来源：三峡担保 2014~2016 年审计报告，联合评级整理。

十、综合评价

联合评级对公司的评级反映了公司作为射洪县重要的基础设施投资建设和棚户区改造主体，外部经营环境良好，并得到政府有力支持，资产规模快速增长；同时，联合评级也关注到公司商品销售业务受棉纺织行业波动影响较大，公司资产流动性较弱，整体盈利水平较低以及未来项目投资压力大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

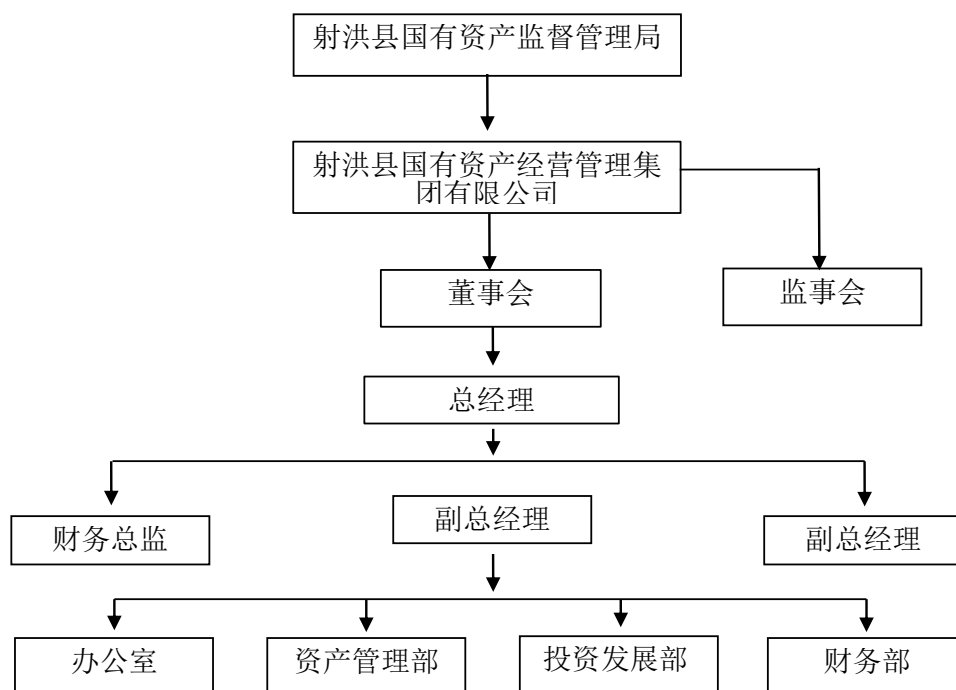
随着公司工程代建项目建设规模的进一步扩大，公司收入规模有望保持增长；射洪县政府对委托公司建设项目的逐步回购，将有助于缓解公司流动资金不足的问题。综上所述，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

三峡担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，三峡担保担保实力极强，有效地提高了本期债券偿付的安全性，此外，本期债券的分期偿还本金的方式有效缓解了公司集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联

合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 射洪县国有资产经营管理集团有限公司 组织结构图



附件 2 射洪县国有资产经营管理集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	75.86	105.58	144.48
所有者权益（亿元）	38.08	50.74	60.55
短期债务（亿元）	2.21	8.85	6.08
长期债务（亿元）	12.95	11.62	24.47
全部债务（亿元）	15.17	20.48	30.55
营业收入（亿元）	5.98	6.49	10.10
净利润（亿元）	1.32	1.10	1.06
EBITDA（亿元）	2.23	2.94	3.27
经营性净现金流（亿元）	-5.90	-5.40	-7.31
应收账款周转次数（次）	6.52	40.60	45.74
存货周转次数（次）	0.13	0.10	0.11
总资产周转次数（次）	0.09	0.07	0.08
现金收入比率（%）	122.96	106.79	100.33
总资本收益率（%）	4.09	4.29	3.63
总资产报酬率（%）	2.96	2.99	2.40
净资产收益率（%）	3.86	2.49	1.91
营业利润率（%）	5.18	7.91	3.97
费用收入比（%）	13.34	25.34	20.52
资产负债率（%）	49.81	51.94	58.09
全部债务资本化比率（%）	28.49	28.75	33.54
长期债务资本化比率（%）	25.38	18.64	28.78
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	1.88	1.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.14	0.11
流动比率（倍）	2.69	2.24	2.28
速动比率（倍）	0.67	0.60	0.56
现金短期债务比（倍）	2.27	1.44	3.65
经营现金流动负债比率（%）	-23.76	-12.50	-12.29
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.45	0.59	0.65

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。