

张家口通泰控股集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010335】

**评级对象:** 张家口通泰控股集团有限公司 2018 年度第二期中期票据

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA(增级后)

**评级时间:** 2018 年 8 月 15 日

**注册额度:** 8.00 亿元

**本期发行:** 8.00 亿元

**存续期限:** 3 年

**增级安排:** 由重庆三峡担保集团股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保

**发行目的:** 偿还到期债务

**偿还方式:** 每年付息, 到期一次还本付息

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	2.63	19.30	14.10	10.10
刚性债务	102.26	139.46	110.55	111.61
所有者权益	124.72	160.21	157.55	158.13
经营性现金净流入量	0.94	2.65	14.93	3.88
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	282.76	366.71	361.22	358.32
总负债	153.68	202.13	200.48	197.36
刚性债务	118.68	157.70	147.32	148.95
所有者权益	129.07	164.58	160.73	160.96
营业收入	25.96	29.68	25.04	15.63
净利润	0.88	0.56	0.58	0.21
经营性现金净流入量	1.17	3.72	13.77	3.08
EBITDA	6.80	14.40	7.86	—
资产负债率[%]	54.35	55.12	55.50	55.08
长短期债务比[%]	117.68	94.48	102.23	106.91
权益资本与刚性债务比率[%]	108.75	104.36	109.10	108.06
流动比率[%]	254.16	230.77	217.99	226.19
现金比率[%]	7.83	32.92	23.63	20.25
利息保障倍数[倍]	0.75	0.78	0.58	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.57	3.03	1.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.10	0.05	—
<b>担保人数据(合并口径)</b>				
总资产	77.87	101.15	111.27	119.63
所有者权益	50.26	60.98	64.59	65.80
担保责任余额	459.45	564.01	1084.41	964.51
融资担保责任放大倍数[倍]	9.39	7.11	5.93	4.39

注: 发行人数据根据通泰集团经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算; 担保人数据根据三峡担保经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

## 分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com

喻俐萍 ylp@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- **外部环境较好。** 张家口地处京、津、晋、蒙四省市交界, 地理位置优越。近年来, 张家口市经济保持增长态势, 此外“一带一路”政策加上申奥成功, 或将加速张家口市城市转型, 为通泰集团业务发展提供了较好的外部环境。
- **较高的施工资质。** 通泰集团下属路桥集团是张家口市内唯一一家具有公路工程施工总承包一级资质的国有企业, 在当地道路施工市场均具有一定竞争优势。
- **政府及股东支持。** 通泰集团为张家口市交通局重要的道路桥梁等基础设施建设主体, 实际控制人作为市交通局, 在土地资源及政策等方面可获得股东及当地政府一定的支持。
- **三峡担保提供担保。** 本期中票由三峡担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保, 可在一定程度上增强本期中票偿付的保障程度。

### 主要风险:

- **经营压力。** 2016 年末, 张家口市交通局将市管高速公路收费权从通泰集团整体划转至资产管理中心, 导致 2017 年公司业务收入规模有所缩减。此外, 在前期市政项目已投入较大资金且资金回笼欠佳的情况下, 公司存在一定的资金周转压力。
- **资金平衡压力。** 通泰集团前期承担了较多偏公益性项目建设任务, 且随着基础设施项目建设推进和对外委贷的投入, 公司负债规模保持在较高水平且以刚性债务为主, 现金类资产对短期刚性债务覆盖程度有限, 即期债务偿付压力大。加之公司在建/拟建的两条高等级公路项目投资规模较大, 后续仍面临资本支出压力。
- **资金回收风险。** 通泰集团将大量资金以委托贷

款形式投向吉利控股和吉利集团，且期限较长，面临较大的投资回收风险。此外，公司关联往来规模较大，资金占款较严重，关联方大部分为当地政府下属机构，且账期较长，关联方的经营波动和财务变化将会对公司造成一定经营风险，公司面临较大关联资金回收风险。

- 资产变现能力弱。通泰集团大量资产集中于土地和政府性项目，土地开发和政府回购周期较长，且资金回笼受土地市场景气度、地方财力和财政资金拨付安排进度影响，公司资产变现能力偏弱。

### ➤ 未来展望

通过对通泰集团及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；本期中票由三峡担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，本评级机构认为本期中票还本付息安全性极高，并给予本期中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 张家口通泰控股集团有限公司 2018 年度第二期中期票据

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

张家口通泰控股集团有限公司（简称“通泰集团”、“该公司”或“公司”）前身为张家口通泰高速公路集团有限公司，系由张家口市交通运输局（简称“市交通局”）于 2007 年 4 月 13 日出资组建的国有独资公司，注册资本 1.90 亿元。2008 年 12 月 20 日，根据市交通局文件《关于交通局及事业单位对外投资划转张家口通泰高速公路集团有限公司实施办法的通知》（张交办字[2008]159 号），市交通局将其持有公司 100.00% 股权全部划转给张家口市高等级公路资产管理中心（简称“资产管理中心”），同时将市交通局直属事业单位对外投资的全资、控股和参股公司股权划转归公司，并由资产管理中心对公司增资 1.91 亿元，增资后公司注册资本变更为 3.81 亿元。2010 年 8 月 23 日，公司获得进一步增资，注册资本增至 10.00 亿元，同时名称变更为现名。

2016 年 6 月，张家口安盛融远股权投资基金有限公司（简称“安盛融远”<sup>1</sup>）以现金 18.00 亿元对该公司进行增资扩股<sup>2</sup>，其中 0.47 亿元计入公司实收资本，其余款项作为溢价计入公司资本公积，本次变更完成后，安盛融远持有公司 4.49% 的股权。截至 2018 年 3 月末，公司实收资本为 10.47 亿元，控股股东为资产管理中心，持有公司 95.51% 股权，实际控制人为市交通局。

该公司是张家口下属主要的道路桥梁等基础设施建设主体，主要承担张家口市区及周边的道路、桥梁等交通基础设施建设职能。截至 2017 年末，公司下属共 24 家一级子公司。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司拟发行的本期中票已获得中国银行间市场交易商协会“中市协注

<sup>1</sup> 安盛融远注册资本 18.00 亿元，其中资产管理中心作为政府出资代表以 1.99 亿元持有其 11.06% 股权，上海浦银安盛资产管理有限公司（简称“浦银资管”）通过资管计划以 16 亿元持有其 88.89% 股权，张家口通泰融远股权投资基金管理有限公司（简称“通泰融远”）作为基金管理人以 0.01 亿元持有其 0.05% 的股权。

<sup>2</sup> 在签订《张家口通泰控股集团有限公司之增资扩股协议》的同时，安盛融远与三方投资者（资产管理中心、浦银资管及通泰融远）签订了《远期股权收购协议》，约定资产管理中心自 2016 年 6 月 30 日起每半年支付一次股权转让期权费给浦银资管，并从 2016 年 6 月 30 日起满 3 年至 5 年分三次分别收购浦银资管 30%、30% 和 40% 比例的股权。资产管理中心向浦银资管支付期权的计算公式为： $16 \text{ 亿元} \times I \times \text{Dn} / 360$ ，其中 I 为期权费率，前两年为固定费率 6.00%，后三年为上海浦东发展银行一年期基础贷款利率加 170 个 BP。退出机制上，未来资产管理中心回购款及支付期权费或将来源于公司经营积累的分红。

[2018]MTN387”号文件批准通过。本期中票拟发行金额为 8.00 亿元，发行期限为 3 年（本期中票拟发行概况如图表 1 所示），公司拟将募集资金用于偿还到期债务。重庆市三峡担保集团股份有限公司（简称“三峡担保”）为本期中票提供无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括中期票据本金及利息，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。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

<b>债券名称:</b>	张家口通泰控股集团有限公司 2018 年度第二期中期票据
<b>总发行规模:</b>	8.00 亿元人民币
<b>本期发行规模:</b>	8.00 亿元人民币
<b>本期债券期限:</b>	3 年
<b>债券利率:</b>	采用固定利率计息
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	每年付息，到期一次还本付息，最后一次利息随本金一起支付
<b>增级安排:</b>	由三峡担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：通泰集团

## (2) 募集资金用途

本期中票拟发行规模为 8.00 亿元，该公司拟将本期中票募集资金用于偿还有息债务，主要用于偿还 2018 年 9 月 7 日到期的私募债券“16 通泰控股 PPN002”。

## (3) 信用增进安排

根据三峡担保出具的担保函，三峡担保承诺对该公司发行的本期中期票据到期兑付提供无条件不可撤销连带责任保证担保，即在本期中票到期时，如公司不能全部兑付中期票据本息，三峡担保应该按照不能全部兑付中期票据本息承担担保责任，将兑付资金划入中期票据登记托管机构或主承销人指定的账户。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增

长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供

水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调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其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，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》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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)，对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**张家口市位于我国“三北”交汇处，交通和区位优势突出，是“一带一路”中蒙俄经济走廊重要节点城市。2022年国际冬奥会申办成功短期内或将对张家口市的城市基础设施建设产生一定带动作用。**

张家口市位于河北省西北部，地处京、津、晋、蒙四省市交界处，位扼北京市西北出口，是京津冀经济圈的重要组成部分。在常住人口方面，近年来张家口市常住人口呈稳步增长趋势，2015-2017年末，分别为442.17万人、442.51万人和443.30万人，同期常住人口城镇化比率分别为52.20%、54.19%和55.92%，呈逐年上升趋势。在交通方面，京张、宣大、丹拉、张石、张承、京新等高速公路和京包、丰沙、大秦、沙蔚等铁路均途径张家口市，交通和区位优势突出。截至2017年末，张家口市境内公路总里程21372公里，较上年末增加197公里，其中等级公路总里程19936公里（等级公路中高速公路总里程为874公里）。2017年全市全年营运性公路客运量1663万人，同比下降3.93%；客运周转量15.66亿人公里，同比下降0.82%，主要系受高铁和私家车等其他运输方式分流所致。

根据国家发改委、外交部、商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》（简称“一带一路”）指出，“一带一路”框架下的中蒙俄经济走廊将华北、东北与蒙古国、俄罗斯相连接，张家口市作为“一带一路”中蒙俄经济走廊重要节点城市，地理位置突出，使其成为较为重要的区域性交通枢纽，为当地交通基础设施建行业的发展提供了良好的外部条件，在京津冀区域发展中成为新的力量。根据张家口市高速公路发展规划，到2020年，张家口市将形成“二横三纵五线”的高速公路网布局，实现县（区）通高速公路，高速公路通车里程将达到1414公里。

近年来一系列国家政策规划陆续出台，为张家口市带来了良好的发展机遇。中共中央政治局于 2015 年 4 月 30 日召开会议审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》，明确了京津冀区域功能定位，提出四大功能分区：西、北部生态保护和生态产业发展区（覆盖承德、张家口）、中部优化调整区（覆盖北京、天津、廊坊、唐山）、南部制造业与耕作业区（覆盖石家庄、保定、沧州）、东部滨海临港产业发展区（覆盖唐山、秦皇岛、天津、沧州），以推进交通、生态环保、产业三个重点领域的发展。

2015 年 7 月 31 日，北京携手张家口市获得 2022 年第二十四届冬季奥林匹克运动会的举办权，将加快北京和张家口市的城市基础设施建设和产业结构调整，促进京张两地、京津冀乃至环京区域的发展。2022 年冬奥会将设置三个赛区——北京、延庆和张家口市，三个赛区之间的交通路网将以更高标准完成建设，将直接促成北京与张家口市之间区域交通的进一步完善。

2016 年 5 月 11 日张家口市发改委发布《张家口市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》（简称“十三五纲要”），在张家口市基础设施建设领域十三五纲要指出：（1）加快奥运城市基础设施建设，构建一体化综合交通网络，优化核心区域和周边区域路网体系。（2）以交通、能源、信息基础设施为重点，推动与北京一体化规划、同标准对接、同步调建设，加快实现与北京基础设施互联互通。加快京张高铁及崇礼线、延崇公路和京北公路等重大交通基础设施建设，打通高速公路“对接路”和国省干道“瓶颈路”。推动公交设施同城发展，实现北京与张家口公交的无缝对接。规划建设张家口京西北综合交通枢纽，疏解北京西北方向过境中转交通压力。加快建设崇礼区和张北县通用机场，为京张联合举办大型活动提供应急保障、通航作业等服务。（3）以“支撑经济、联通京津、服务奥运、链接丝路”为目标，推动公路、铁路、航空联动发展，计划实现主城区 10 分钟上高速、30 分钟达机场，建成“主城区—崇礼”半小时通达圈和首都 1 小时通勤圈，到 2020 年，基本建成连接京津冀晋蒙区域的综合交通网络。未来，张家口市基础设施建设领域工作重点主要放在推进冬奥会筹办工作，加快城乡统筹建设以及实施县城建设、完善公共服务设施等方面。

2017 年 12 月，市交通局在《十二五总结、十三五展望》中明确提出“十三五”交通发展的目标任务，其中包括要完成冬奥会交通运输保障项目建设：积极推进张呼高铁、张大铁路、京张高铁、崇礼铁路建设；要加快京津冀协同发展重点项目建设：加快推进京新高速三期胶泥湾至山西省界段，二秦高速张家口段，京蔚高速西段（张石高速蔚县支线），京尚高速张北至冀蒙界段项目建设，积极配合省厅做好太行山高速北京至蔚县段，张涿北延项目建设，计划完成投资 460 亿元。

近年来，张家口市经济总体保持平稳增长态势，2017 年全市实现生产总值 1555.60 亿元，同比增长 6.8%，三次产业结构由 2016 年的 18.2:37.2:44.6 调整为 2017 年的 18.1:35.2:46.7。2017 年固定资产投资累计完成 1638.70 亿元，同比增长 0.5%。其中，城乡建设项目完成投资 1247.90 亿元，同比下降 4.4%；房地产投资 390.8 亿元，同比增长 19.9%。2017 年实现社会消费品零售总额

752.50 亿元，同比增长 10.2%。

在产业结构方面，张家口市煤炭、铁矿石和风能等资源丰富，经过多年发展，形成了装备制造、矿产品精深加工、新型能源和食品加工等四大产业，并拥有宣化钢铁集团有限责任公司、中煤张家口煤矿机械有限责任公司和开滦（集团）蔚州矿业有限责任公司等大型企业。2017 年，全市有 488 家规模以上工业企业，全年实现工业增加值 372.50 亿元，同比增长 2.4%，其中轻工业增长 3.1%，重工业增长 2.2%。

**图表 2. 张家口市经济发展情况**

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	1363.54	5.8%	1461.05	7.0%	1555.60	6.8%
第一产业增加值（亿元）	243.88	3.3%	266.02	4.7%	281.10	5.4%
第二产业增加值（亿元）	545.53	4.6%	543.17	3.4%	548.60	2.4%
第三产业增加值（亿元）	574.13	8.1%	651.86	11.3%	726.00	11.1%
三次产业结构	17.9:40.0:42.1		18.2:37.2:44.6		18.1:35.2:46.7	
固定资产投资完成额（亿元）	1554.23	10.9%	1631.27	5.0%	1638.70	0.5%
社会消费品零售总额（亿元）	615.65	9.5%	683.17	10.5%	752.50	10.2%
城镇居民人均可支配收入（元）	23841	10.1%	26069	9.3%	28512	9.4%
房地产投资完成额（亿元）	211.67	20.0%	326.0	54.0%	390.8	19.9%
商品房销售面积（万 m <sup>2</sup> ）	448.00	-7.4%	464.5	3.7%	421.1	-9.3%

注：根据 2015-2017 年张家口市经济社会发展公报数据整理计算

## 2. 业务运营

该公司主要承担张家口市及周边的道路、桥梁等交通基础设施建设职能。2017 年通行费业务板块被整体划出，公司当年主业收入明显下滑，而近年来政府收回土地规模迅速扩大，占地补偿业务收入增长并成为了公司主要收入来源之一。目前公司基础设施建设任务较重，面临较大的投融资压力。

该公司主要承接道路、桥梁等张家口市及周边的交通基础设施建设项目工程，近年来随着公司规模和体量的扩张，其业务范围逐渐涉及商品销售、提供劳务和房地产开发等业务；此外，公司前期参与部分政府代建项目，政府以较低价格出让土地给公司，并在计划使用土地资源时以收储的方式从公司回收土地，从而对公司该部分项目支出进行平衡。

2015-2016 年，该公司经营收入来源于建造合同、商品销售、提供劳务、房地产开发和通行费等业务，同期分别实现营业收入 25.96 亿元和 29.68 亿元，建造合同和车辆通行费业务是公司营业收入的主要来源。2016 年公司营业收入同比增长 14.32%，主要原因系当年政府收回部分土地，占地补偿款大幅增加使当年其他业务收入大幅增长。2017 年以来公司不再享有京藏、京新高速公路通行费收入（京藏、京新高速所有权属于资产管理中心，其资产亦在资产管理中心），而收回土地结转收入规模扩大，近年来占地补偿业务收入占比逐年攀升，并成为了公司主要收入来源之一，但该业务收入受政府收回土地的计

和安排影响大。

图表 3. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>营业收入</b>	<b>25.96</b>	<b>100.00</b>	<b>29.68</b>	<b>100.00</b>	<b>25.04</b>	<b>100.00</b>	<b>15.63</b>	<b>100.00</b>
建造合同	7.75	29.84	5.44	18.32	6.64	26.53	0.04	0.28
商品销售	1.99	7.65	2.36	7.96	2.68	10.71	0.57	3.63
提供劳务	2.10	8.09	2.26	7.63	2.18	8.71	0.13	0.84
房地产开发	2.17	8.37	0.59	2.00	0.49	1.97	0.00	0.00
车辆通行费	6.30	24.26	7.13	24.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.66	21.80	11.90	40.09	13.04	52.07	14.89	95.25
其中：租赁	0.85	3.27	0.46	1.53	0.51	2.04	0.00	0.00
占地补偿	4.13	15.90	11.29	38.04	12.12	48.41	14.74	94.31
<b>毛利率</b>	<b>22.22</b>		<b>16.04</b>		<b>25.98</b>		<b>6.07</b>	
建造合同	17.22		17.41		9.71		-71.08	
商品销售	16.39		13.81		8.47		16.29	
提供劳务	35.61		36.54		31.71		31.39	
房地产开发	18.27		38.59		36.41		-	
车辆通行费	4.74		1.17		-		-	
其他	47.10		19.73		36.52		5.68	
其中：租赁	83.24		60.47		58.62		-	
占地补偿	41.11		17.47		34.20		5.83	

资料来源：通泰集团

### (1) 建造合同业务

该公司建造合同业务主要包括公路工程、养护工程和部分河道工程，目前该板块业务不涉及政府委托代建工程。公司建造合同业务主要由子公司张家口路桥建设集团有限公司（简称“路桥集团”）运营，路桥集团系当地唯一一家具有公路工程施工总承包一级资质的国有企业，在高速公路及快速路施工任务承接中具有一定优势。从业务开展模式来看，公司目前主要通过招投标方式承揽相关建造合同项目，按照业主要求进行工程施工管理、作业，接受监理部门的监督，施工完成后由业主组织验收并交付业主使用。

工程结算方面，对于养护工程，该公司预收业主方工程合同金额的 20% 作为预收工程款，养护工期结束后再收取尾款。对于公路工程等其他工程项目，在正式开工前，业主一般预先拨付 20% 工程合同金额给公司，开工后再按约定时间和比例在后期应支付的款项中逐步扣除，在施工过程中业主按工程进度支付施工进度款。工程完工后，公司向业主提供完整的竣工资料及竣工验收报告，进行工程竣工决算，双方按照协议约定的合同价款及专用条款的约定对合同价款进行调整，工程竣工决算审计结束时一般支付至工程结算价款的 90%。另外，业主一般按合同金额的 5% 扣留质保金，2 年后予以返还。

在原材料采购方面，一般该公司按就近原则进行采购，部分原材料按市场

化运作方式向关联企业采购，但金额占比较小。在公路施工成本中，材料成本占总成本的 70%左右，目前施工所用沥青、水泥等主要材料市场化程度较高，由公司进行统一采购，公司与供应商之间合作时间较长，合作关系稳定，主要供应商包括张家口市诚泰路桥建筑工程有限公司、山西榆次筑路机械制造有限公司、张家口恒卓建设工程有限公司及张家口市桥东区鑫伟土方工程队等。

2015 年，受国家政策调整影响，公路建设、房地产开发等领域投资增速放缓，该公司新承接施工项目业务量及合同收入规模呈较明显下降趋势，当年公司承接项目 45 个，较上年减少 9 个；承接工程施工合同金额 4.18 亿元，同比下降 34.59%。2016 年，公司承接项目数持续下降，当年承接工程 11 个，较上年减少 34 个，承接工程施工合同金额 1.25 亿元，同比下降 70.10%，主要因张家口市申奥成功致使多个项目建设方案变更，未能及时开工建设所致。2017 年，随着多个工程项目建设方案逐步落实，公司项目承接量情况好转，当年新承接项目 13 个，承接工程施工合同金额 15.86 亿元，公司建造合同业务经营状况得到一定改善。

**图表 4. 2015 年以来公司新承接施工项目情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
承接项目数（个）	45	11	13	4
合同总金额（亿元）	4.18	1.25	15.86	0.48
其中：道路施工合同金额（亿元）	3.28	1.22	13.90	0.48

资料来源：通泰集团

**图表 5. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况表（单位：亿元）**

项目名称	合同金额	计划建设期 <sup>3</sup>	项目总投资额	累计已投资额	发包方 <sup>4</sup>
张石高速公路蔚县支线（京蔚西段 BOT）	10.93	2017.02-2019.12	10.93	3.61	张家口通泰高速公路投资股份有限公司京蔚项目分公司
二连浩特至秦皇岛高速公路康保（冀蒙界）至沽源（张承高速）段项目路基桥涵及路面工程 I 类控制工程 L2 标段	4.28	2014.03-2016.10	4.28	3.96	二秦高速公路张家口管理处
张家口市城市快速路西环连接线工程施工	1.70	2014.06-2016.06	1.70	2.06	张家口通泰控股集团有限公司
宣化至左卫 LC 标	1.38	-	1.38	0.00	张家口市公路工程管理处
宣化至左卫一级公路改扩建工程 LG 标	1.10	2010.08-2016.11	1.10	1.096	宣左一级公路管理处
京新高速胶泥湾至西洋河公路 SG1 标四分部路基、桥涵工程	0.93	2017.01-2017.12	0.93	0.55	中国路桥工程有限责任公司胶泥湾至西洋河（冀晋界）公路 SG1 合同段四分项目部
胶泥湾至西洋河（冀晋界）公路 SG3 合同段	0.89	2017.02-2018.10	0.89	0.49	中交第一公路工程局有限公司胶泥湾至西洋河（冀晋界）公路 SG3 合同段项目经理部
张家口市宣化至左卫公路宣化连接线 K9+680-K10+580 段工程	0.58	2014.09-2016.05	0.58	0.55	张家口市公路工程管理处
其他	2.05	-	2.05	1.20	-
<b>合计</b>	<b>23.84</b>	<b>-</b>	<b>23.84</b>	<b>13.53</b>	<b>-</b>

资料来源：通泰集团（四舍五入存在尾差）

<sup>3</sup> 该公司大多数项目建设延期，其中张家口市城市快速路西环连接线工程施工延期主要系该项目建设资金不到位，累积投资金额超过合同金额，主要系施工过程中支出增加，已追加合同金额；宣化至左卫一级公路改扩建工程 LG 标延期主要系受气候因素影响施工进度所致；京新高速胶泥湾至西洋河公路 SG1 标四分部路基、桥涵工程主要系应业主方要求，项目延期至 2018 年 9 月完工；张家口市宣化至左卫公路宣化连接线 K9+680-K10+580 段工程延期主要系受拆迁阻碍因素影响所致。

<sup>4</sup> 合并报表范围内企业（项目公司）自政府承接 BOT 项目，并发包给合并范围内其他企业（承包方），由承包方提供实质性建造服务，BOT 项目建设期内，合并报表口径不做收入成本抵消。

2015-2017年,该公司建造合同业务收入分别为7.75亿元、5.44亿元和6.64亿元,受项目承接量下降因素影响,2016年建造合同业务收入同比下降29.83%;2017年公司项目承接量情况好转,带动了当年公司建造合同业务板块收入同比增长22.23%。2015-2017年,公司建造合同业务毛利率分别为17.22%、17.41%和9.71%,2017年公司该业务毛利率同比下降7.70个百分点,主要系当年公司承接的建造合同项目不再为市交通局下发任务项目,均系通过招投标方式承揽获得,市场竞争压力加大在一定程度上压缩了该业务盈利空间。2018年第一季度,公司实现建造合同业务收入为0.04亿元,毛利率为-71.08%,主要系受当地气候影响,当季基本不开工所致,但公司相关项目准备工作仍在进行,导致公司当季出现亏损。

## (2) 商品销售业务

该公司商品销售业务主要依托公司建造合同业务以及股东的高速公路运营业务,主要系进行油品、沥青和汽车等产品的销售,分别由张家口通泰交通产业集团有限公司、张家口通泰伟业地产投资集团股份有限公司等多家子公司负责经营。

在油品销售方面,该公司主要依托各加油站将汽油、柴油销售给车辆用户,汽油、柴油均采购自张家口联合石油化工有限公司(简称“联合石化”),采购价格按照联合石化油品的统一出厂价格确定,销售价格参考国家发改委制定的汽柴油零售指导价格。在沥青销售方面,商品主要采购自各大石化公司和销售公司,一般为市场价格,销售给张家口区域内的各个道路建设工程项目部,销售价一般为采购价格加价15%。在汽车销售方面,公司主要依托张家口市宣化府宁汽车销售服务有限公司4S店进行汽车零售,上游供货商为上汽大众汽车有限公司,采购价格和销售价格均按照市场价格确定。

图表 6. 公司商品销售收入明细情况(单位:亿元)

名称	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
油品	0.63	0.54	0.55	0.09
沥青	0.07	0.39	0.24	0.03
汽车	0.88	1.00	1.67	0.35
商砼	0.10	0.10	0.13	0.01
其他商品	0.30	0.33	0.09	0.09
<b>合计</b>	<b>1.99</b>	<b>2.36</b>	<b>2.68</b>	<b>0.57</b>

资料来源:通泰集团(四舍五入存在尾差)

2015-2017年及2018年第一季度,该公司商品销售业务分别实现收入为1.99亿元、2.36亿元、2.68亿元和0.57亿元,受益于市场需求增加带动汽车销售收入增长等因素影响,公司商品销售业务收入呈逐年增长态势。同期,商品销售业务毛利率分别为16.39%、13.81%、8.47%和16.29%,2017年同比下降5.34个百分点,一方面原因系毛利空间相对较大的沥青销售量下降,另一方面原因主要系油品和汽车销售成本上升所致。

### (3) 提供劳务业务

该公司劳务业务收入主要来源于工程设计、监理服务，系通过道路项目设计、施工中的工程监理等方式来提供劳务服务。公司对张家口区域内的地质构造、自然环境条件等客观条件掌握信息较多，具备设计、监理服务优势。公司主要通过招投标程序，中标项目完成合同要求后，项目发标方支付相关费用，运营主体为下属各子公司。2015-2017年及2018年第一季度，公司实现劳务收入分别为2.10亿元、2.26亿元、2.18亿元和0.13亿元，业务毛利率分别为35.61%、36.54%、31.71%和31.39%，受人工费用上升因素影响，2017年劳务业务毛利率同比下降4.84个百分点，但目前公司劳务业务毛利率仍处于较好水平，能为公司盈利提供较好的补充。

### (4) 房地产开发业务

该公司房地产业务运营主体为张家口通泰伟业地产投资集团股份有限公司。2015-2017年，公司房地产业务收入分别为2.17亿元、0.59亿元和0.49亿元，呈现较大的波动性，主要系受公司当年在售房地产项目数量波动影响所致，其中2015年实现的收入主要来自张北项目（一、二期）和商务写字楼项目。2016年该板块业务收入同比大幅下降，主要系之前已开发的房地产项目基本售罄，后续没有新开售项目。公司新开发的房地产项目已于2017年开始陆续开工，公司房地产业务收入或将于2018年下半年有所增长。

2012年以来，该公司已完工的房地产项目主要有府街庭院项目、万和家苑项目、商务写字楼项目、康保项目和张北项目（一、二期），其中，府街庭院项目、万和家苑项目及商务写字楼项目已经售罄；康保项目和张北项目已分别于2013年及2014年完工，截至2018年3月末，张北项目已销售88%，累计回笼资金2.07亿元；康保项目尚不具备收入确认条件。

**图表 7. 2012 年以来公司已完工主要房地产项目情况**

项目名称	规划投资额 (亿元)	建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	已售面积 (万 m <sup>2</sup> )	累积销售收入 (亿元)	累计回笼额 (亿元)	销售均价 (元/m <sup>2</sup> )
府街庭院项目	3.10	12.32	11.98	4.27	4.27	3543.00
万和家苑项目	1.20	9.48	9.10	1.95	1.95	2088.00
商务写字楼项目 <sup>5</sup>	2.80	6.40	6.40	2.72	2.66	4254.00
康保项目 <sup>6</sup>	1.45	6.91	0.72	0.10	0.05	1600.00
张北项目（一、二期）	2.06	10.77	9.48	2.07	2.07	2000.00
<b>合计</b>	<b>10.61</b>	<b>45.88</b>	<b>36.69</b>	<b>11.11</b>	<b>11.00</b>	-

资料来源：通泰集团（四舍五入，存在尾差）

截至2018年3月末，该公司主要在建项目为盛华家园项目、张北三期项目和左卫接待中心项目，规划投资额19.82亿元，计划分别于2018-2019年投

<sup>5</sup> 该项目已回笼资金小于已完成投资额，主要是项目投资额包括海关大楼项目成本，海关大楼建造成本系由政府以土地出让金形式返还企业，截至2018年3月末，公司累计收到返还款7822万元，契税392.88万元，该项目相关收入款项不作为收入计入回笼资金。

<sup>6</sup> 康保项目销售缓慢，主要原因是本项目位置较为偏远，当地经济发展欠发达，购买力偏弱。康保项目已于2013年完工，由于房屋销售不顺畅，预收账款中大部分为预交定金，有少数业主缴纳首付款后未办理按揭贷，住户也未入住，因此尚未确认收入。

资 5.14 亿元和 5.00 亿元。其中，盛华家园项目总占地面积为 12.90 万平方米，总建筑面积为 33.52 万平方米，共建设 27 栋住宅楼和 3 栋商业楼，目前该项目尚未取得《商品房预售许可证》。

**图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建的房地产项目情况**

项目名称	规划投资额 (亿元)	建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	已完成投资 (亿元)	预计 完工时间	计划投资	
					2018 年	2019 年
盛华家园项目	17.99	33.52	3.20	2019.12	5.00	5.00
张北三期项目	0.44	1.23	0.30	2017.10	0.14	-
左卫接待中心 <sup>7</sup>	1.39	2.67	0.67	-	-	-
<b>合计</b>	<b>19.82</b>	<b>37.42</b>	<b>4.17</b>	<b>-</b>	<b>5.14</b>	<b>5.00</b>

资料来源：通泰集团

总体来看，该公司大部分完工房地产项目已完成资金回笼，但公司房地产项目区域定位在张家口市及周边地区，地产项目效益不高；新建房地产项目仍有一定资本支出压力，持续关注地产项目完工后的实际去化能力和资金回笼质量。

### (5) 通行费业务

2017 年之前，该公司获张家口市人民政府和市交通局授权负责市管高等级公路的运营、收费及日常管理工作，公司按规定取得征收手续服务费，通行费收入在扣留相关税费、人员公用费用和日常经费后全额上缴张家口市财政局。在通行费收入支出的确认方面，公司按照河北省高速公路信息管理和结算中心拆分后的通行费收入计入营业收入，上缴部分计入通行费板块成本支出。2015-2016 年，公司通行费业务收入分别为 6.30 亿元和 7.13 亿元，毛利率分别为 4.74% 和 1.17%，盈利空间有限，主要系该板块通行费收入属于代收性质，业务利润主要来自通行路段提供的服务。

**图表 9. 截至 2016 年末公司管理的收费路产情况**

路段名称	投资总额 (亿元)	通车日期	收费里程 (公里)	2015 年通行量 (万自然辆)	2016 年通行量 (万自然辆)	收费年限 (年)
京藏高速	19.37	2005.11	99.40	1148	1183	20
京新高速一期	14.50	2008.07	92.99	669	738	15
京新高速二期	58.08	2010.12				
<b>合计</b>	<b>91.95</b>	<b>-</b>	<b>192.39</b>	<b>1817</b>	<b>1921</b>	<b>-</b>

资料来源：通泰集团

2016 年 12 月 28 日，该公司收到市交通局《关于将市管高速公路收费整体划转高等级公路资产管理中心的通知》，文件指出从 2017 年 1 月 1 日起，将市管高速公路收费从公司整体划转至资产管理中心，公司收入暂不包含京藏、京新高速<sup>8</sup>车辆通行费收入。2017 年 5 月末，张家口市政府批复了关于中止执行通行费业务整体划转的请示，但市交通局并未计划重新将通行费业务划转至公司，未来公司或仍将不确认京藏和京新高速通行费业务收入及成本。同时，2017 年及 2018 年第一季度，公司未实现通行费业务收入。考虑到通行费板块

<sup>7</sup> 该项目已停工，截至目前项目批文及四证尚未拿到。左卫接待中心项目是按照张家口市政府招商引资规划配套建设的项目，由该公司下属张家口通泰伟业地产投资集团股份有限公司负责投资建设。目前正向张家口市政府汇报项目进展情况，由政府协调解决停工项目后续处理的有关事宜。

<sup>8</sup> 京藏、京新高速所有权属于资产管理中心，其资产亦在资产管理中心。



为代收性质，业务毛利贡献较低，对公司盈利空间影响相对有限。

目前，该公司正在通过 BOT 形式投资承建京蔚高速<sup>9</sup>和张尚高速<sup>10</sup>两条高等级收费公路。两条公路均为重要进京线路连接段，将缓解当前张家口市公路压力、完善张家口市以及河北省路网。两条公路资本金为总投资的 25.00%，其余资金将通过外部融资解决，建成后公司可获得 25 年收费权。根据 2016 年 6 月 3 日公司发布的《关于中标张石高速蔚县支线（京蔚西段）、京尚公路张北至内蒙界段高速公路特许经营项目投资人的公告》，公司与路桥集团作为联合体投标人被确定为中标人。张石高速蔚县支线（京蔚西段）已于 2017 年 2 月开工建设，预计将于 2020 年上半年完工，下半年开始收费；张尚公路张北至内蒙界段高速公路于 2018 年 8 月 3 日取得河北省发改委批复（冀发改基础核字[2018]53 号），目前正在进行其他前期审核流程，预计最快将于 2018 年下半年开工建设，正在进行前期拆迁整理工作。上述两条公路建设期均为 4 年，公司未来投融资压力将进一步上升；且考虑到在建路产完工投运后，利息将费用化，而新通车路产效益释放存在培育期间，投运前期或将因运营成本（含折旧）和利息费用支出而带来经营水平的弱化。

**图表 10. 2018 年 3 月末在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）**

项目名称	里程	总投资	已投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资	收费年限	批复情况
京蔚高速西段	30.08	25.00	10.05	6.53	5.28	25 年	冀发改投资[2011]1838 号
张尚高速张北至内蒙界段	73.20	58.00	3.71	1.48	12.80	25 年	冀发改基础核字[2018]53 号
<b>合计</b>	<b>103.28</b>	<b>83.00</b>	<b>13.76</b>	<b>8.01</b>	<b>18.08</b>	-	-

资料来源：通泰集团

## （6）基础设施建设业务

该公司受政府委托以代建形式开展交通及城市基础设施建设，对于政府委托代建项目，公司主要通过和政府签订代建回购协议方式运作，公司将回购金额与工程成本之间的差额计入营业收入。截至 2018 年 3 月末，除西山基础道路建设项目外，公司其他项目尚未完成代建回购。

该公司重大市政基础建设工程主要是洋河综合治理工程、南山物流园区项目和西山项目（包括西山基础道路建设项目和西山隧道项目）。目前，洋河综合治理工程已经基本完工，尚未验收结算；依据《张家口市人民政府 2012 第 26 号市长办公会议纪要》精神，张家口市洋河综合治理工程管理权已于 2012 年 12 月 31 日移交给张家口市水务局，公司负责已完工程债权和债务管理，张家口市水务局负责已完工程运行管理和未完工程建设管理。南山物流园区道路项目及西山基础道路建设项目已经完工验收；其中西山基础道路建设项目已于 2013-2015 年间由政府完成回购，回购金额为 1.66 亿元。西山隧

<sup>9</sup> 京蔚高速公路东接京兰高速北京段，横跨张涿高速公路、张石高速公路，西至蔚县暖泉冀晋界，与山西广源高速公路对接。建设总规模 97.27 公里，将分东西两段，分段实施。其中，东段列入河北省太行高速，由河北交通投资集团公司负责建设；西段由该公司按照 BOT 项目建设，全长 30.08km，已于 2017 年 2 月开工建设。

<sup>10</sup> 原名“京尚高速张北至冀蒙界段”，现更名为“张尚高速”，路线起于张北县（与张石高速交叉）途径尚义县，终于冀蒙界，与内蒙正在建设的鄂秦（京藏）高速相连接。该项目由该公司按照 BOT 项目建设，全长 73.2km，预计最快将于 2018 年末开工建设。

道项目建设周期 3 年, 预计总投资 11.60 亿元, 2018 年 3 月末累计已投资 3.16 亿元, 项目建设进度约为 27.24%, 剩余工程由于项目规划变更或将不再开展。

**图表 11. 2018 年 3 月末基础设施项目情况 (单位: 亿元)**

项目名称	总投资	已投资	进度	拟回购	已回购	立项与土地文件
洋河治理工程	39.85	38.75	已基本完工, 尚未验收结算	38.75	0.00	《冀发改农经[2009]1688 号》 《张国土规字[2009]80 号》 《冀环评[2009]522 号》
南山物流园区道路项目	0.48	0.34	已完工验收	0.34	0.21	《政字[2011]48 号》 《政字[2012]34 号》 《怀发改投资核字[2011]9 号》 《环评[2011]51 号》
西山基础道路建设项目	1.80	1.66	已完工验收	1.66	1.66	《政字[2008]50 号》 《张发改[2007]88 号》 《张 HB[2007]22 号》等
西山隧道项目	11.60	3.16	在建 (建设进度约 23.71%)	3.16	0.00	《张发改审批[2013]1 号文》《张国土规字[2013]1 号》 《张环评[2010]30 号》
<b>合计</b>	<b>53.73</b>	<b>43.91</b>	-	<b>43.91</b>	<b>1.87</b>	-

资料来源: 通泰集团 (西山基础道路建设项目于 2013-2015 年由政府完成回购, 洋河治理工程已由占地补偿业务收入冲减成本 5.74 亿元, 目前待回购金额为 33.01 亿元)

为保证该公司承担的城市建设重点项目能顺利推进, 提高公司偿债能力, 张家口市政府将城市快速路、清水河、洋河综合治理等项目周边部分的商业用地低价转让或注入公司。公司承担重点项目开发任务享受张家口市重点工程建设项目相关优惠政策, 当地政府在用地和行政性收费减免等方面给予了较大支持: 对于项目经营性土地, 张家口市政府采用招标、拍卖或挂牌等形式出让给公司, 收取的土地出让金, 在扣除国家、省规定的收费项目后, 即征即返给公司; 对于非经营性土地, 依照国有和集体土地使用权限, 交纳国家、省规定的相关税费后, 划拨给公司, 并免交土地出让金。在项目收费上, 除必须缴纳的省级以上收费外, 其他行政性收费一律免收, 经营性收费按最低限额收取, 事业性收费按收费标准最低限额的三分之一收取。截至 2018 年 3 月末, 公司基础设施建设业务涉及政府出让及注入土地缴纳的土地出让金和契税分别为 54.43 亿元和 2.18 亿元, 目前公司对于尚未缴纳土地出让金的土地暂不打算再行缴纳。

该公司承担的城市建设重点项目均存在投资规模大、社会影响大的特点, 项目建设资金除了政府提供的部分配套资金外, 主要依靠银行贷款。为保证施工进度, 在项目建设过程中, 公司采用了“土地注入—抵押贷款—建设施工—变现偿债”的经营发展模式, 但由于项目建设、回购周期长, 存在项目建设资金不足的问题, 随着公司项目建设规模的扩大, 负债规模也快速增长。

2014 年 11 月 19 日, 该公司与张家口市桥东区人民政府 (简称“桥东区政府”) 签订了《占用土地补偿协议》, 桥东区政府拟收回位于姚家庄镇的 2074 亩 (以实测面积为准) 流转土地经营权, 2014-2015 年公司分别确认流转地补偿收入 1.82 亿元和 4.13 亿元, 2014-2016 年实际收到现金分别为 0.08 亿元、0.60 亿元和 1.26 亿元。2016 年, 根据《张家口经开区管委会关于收回张家口

通泰控股集团有限公司流转土地的意见》，张家口经济开发区管理委员会（简称“经开区管委会”）将公司位于经开区的流转土地 13111.13 亩（以实测面积为准）整体收回，公司于 2016 年 6 月与经开区管委会签订了《土地补偿协议》，按照有关规定给予补偿，补偿总价约为 19.53 亿元，2016-2017 年分别确认收入 11.29 亿元和 5.16 亿元，2016-2017 年及 2018 年第一季度分别实际收到 1.30 亿元、1.51 亿元和 3.00 亿元，剩余的土地补偿收入根据土地移交进度陆续确认。2017 年 5 月，公司与桥东区政府签订了《有偿收回土地协议》，桥东区政府拟收回位于红旗楼东外环以东 5 宗土地，总面积约为 5288.37 亩，按照 100 万元/亩的补偿标准进行计算，补偿总价为 52.88 亿元，其中 2017 年确认收入 7.26 亿元，由于提前收到 2018 年第一季度相关补偿，当年实际收到 12.50 亿元，2018 年第一季度确认收入 14.74 亿元，当期未有现金流入；剩余土地补偿收入根据土地移交进度陆续确认。截至 2018 年 3 月末，公司已缴纳土地出让金的土地尚有约 1.18 万亩。2018 年第一季度，经相关部门要求，公司将土地业务收入抵减基础设施建设相应成本后计入占地补偿收入，受此因素影响，当期公司占地补偿业务毛利率大幅下降，仅为 5.83%。

**图表 12. 2015 年以来公司占地补偿收入及现金流情况（单位：亿元）**

地块	总金额	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
		确认收入	收到现金	确认收入	收到现金	确认收入	收到现金	确认收入	收到现金
姚家庄镇	5.95	4.13	0.60	0.00	1.26	0.00	0.00	0.00	0.00
经开区	19.53	0.00	0.00	11.29	1.30	5.16	1.51	0.00	3.00
桥东区	52.88	0.00	0.00	0.00	0.00	7.26	12.50	14.74	0.00
合计	76.54	4.13	0.60	11.29	2.56	12.42	14.01	14.74	3.00

资料来源：通泰集团

综上所述，承接张家口市重大市政基础工程投资建设为该公司的重要职能之一，为履行上述市政基础工程投资建设职能，张家口市政府向公司低价转让或注入土地资源，并给予相应政策优惠，但公司支付相应的土地出让金及契税等，在前期市政项目已投入较大资金且资金回笼不佳的情况下，需关注政府土地补偿款实际到位情况。

## 管理

该公司控股股东为资产管理中心，实际控制人为市交通局，公司股权结构清晰，股东背景较好。公司法人治理结构较为合理，管理团队具备较好的专业素养，且总体较为稳定。公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

截至 2018 年 3 月末，资产管理中心持有该公司 95.51% 的股权，安盛融远持有公司 4.49% 的股权，公司实际控制人为市交通局。公司产权状况详见附录一。

该公司控股股东资产管理中心于 2008 年 7 月成立，隶属市交通局管理，主要负责张家口市高等级公路资产管理、建设资金统贷统还，平衡已建成高速公路和收费还贷以及新建公路的建设投资工作，是张家口市高等级公路建设的主体。截至 2017 年末，资产管理中心资产总额为 130.90 亿元，负债总额为 185.51 亿元，净资产为 -54.61 亿元，主要系在现有公路资产管理模式下收入难以覆盖支出所致。

### (2) 公司治理

该公司是政府下属主要的道路桥梁等基础设施建设主体，也是张家口市最大的投融资主体。公司设立了股东会、董事会、监事会、经理层等组织机构，公司是具有独立法人资格的国有控股有限责任公司，公司经营的业务与资产管理中心独立。

该公司设股东会，股东会是公司的权利机构，股东会会议由资产管理中心行使表决权。公司设董事会，董事会由 13 名董事组成，由股东会选举产生 9 名股东董事，由公司职工通过职工代表大会选举产生 4 名职工董事；公司设董事长 1 名，副董事长 2 名；为避免公务员兼任公司董事，原董事长和原副董事长申请辞职，并于公司 2014 年 4 月 25 日的第四届董事会第九次会议上获得通过；根据公司 2015 年 5 月 8 日董事会决定，正式推举刘悦为公司董事长，免去其总经理职务，原董事长闫登仁不再任职。公司监事会成员共 5 名，其中 2 名股东监事由股东会选举产生，3 名职工监事由公司职工代表大会选举产生；设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，副总经理若干人及财务总监 1 名；总经理对董事会及董事长负责，财务总监对董事会负责。

该公司制定了较健全的中高级管理人员聘任、绩效评价及激励约束机制，根据董事会制订的年度经营目标，将高级管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩、成本费用支出等考核指标挂钩，为高级管理人员履行职责提供了必要的制度保障。公司的高管人员均具有较丰富的从业经验，团队稳定性较强，有利于其战略的有效实施和经营的稳定。近两年，公司现任董事、监事和高级管理人员无违法、严重违规和重大违纪记录<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> 2015 年 12 月，该公司原董事、常务副总经理王斌因个人涉嫌违纪，接受组织调查，2016 年 1 月被免去董事职务，财务部经理龚喜秘先生接任。上述事件未对公司正常经营造成重大负面影响。

### (3) 主要关联方及关联交易

为规范自身关联交易行为，该公司根据《中华人民共和国公司法》、《公司章程》的有关规定及国家财政部发布的相关规则，制定了《关联交易管理制度》，对公司关联交易的原则、关联人和关联关系、关联交易的决策程序、披露程序等作了详尽的规定，确保了关联交易在“公平、公正、公开、等价有偿及不偏离市场独立第三方的价格或收费标准”的条件下进行，保证公司与各关联人所发生的关联交易的合法性、公允性、合理性。

2015-2017年，该公司关联交易及关联资金往来对象主要为市交通局，同期公司分别向市交通局提供工程项目资金 6.19 亿元、1.90 亿元和 1.51 亿元，定价机制均采用市场价格。公司关联往来资金主要体现在其他应收款科目中，2017 年末其他应收款中包括应收市交通局及其下属单位 31.40 亿元（主要系公司对清水河滨河路南环工程与洋河滨河工程进行移交及其他事项等形成的与市交通局的往来款项），公司关联交易规模较大，资金占款较严重，关联方大部分为当地政府下属机构，且账期较长，关联方的经营波动和财务变化将会对公司造成一定经营风险，公司面临较大关联资金回收风险。

**图表 13. 公司关联交易及关联往来情况（单位：亿元）**

关联交易	关联方名称	2015 年	2016 年	2017 年
向关联方提供工程项目资金	市交通局	6.19	1.90	1.51
关联往来	关联方名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
其他应收款	市交通局	27.99	29.89	31.40
	安盛融远	0.00	0.49	0.00
应付股利	资产管理中心	0.00	0.00	2.10
收取资金占用费	资产管理中心	2.49	1.38	1.16

资料来源：通泰集团

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营业务需要设立了审计部、法律事务合作部、人力资源部、土地资源管理部、财务部、综合事务部、纪检监察室、企业管理部、工会和发展策划部共 10 个部门，各部门职责分工明确，并各司其职，可满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

该公司对控股子公司实行资产经营责任制。下属公司内部经营管理机构设置、一般经营管理事项由子公司自主决策，但须报本公司备案。全资子公司的合并、撤销、分立以及改制等重大事项由本公司决策。公司对下属子公司实施年度考核制度，年初设立年度工作目标，年末按规定进行考核，并给予子公司负责人进行奖惩。公司通过选派代表参与参股公司的决策及监督，行使出资人的权利。参股公司定期向本公司报告其财务情况、经营情况和收益分配情况。

## (2) 管理制度及水平

为了加强该公司及其下属子公司对融资和担保业务的内部控制，规范融资和担保行为，防范风险，根据《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国公司法》和《内部会计控制规范—基本规范（试行）》、《内部会计控制规范—担保（试行）》等法律法规，严格融资及担保管理。公司融资和担保管理的基本原则为：信用集中、集团公司统筹安排、分级执行的原则；规模适度、效益优先、兼顾银企合作要求。公司及其下属子公司需对融资进行评估，科学测算资金需求量、需求时间，合理安排融资规模、提款和还款计划。

在资金管理方面，该公司结合自身特点，对资金筹集、资金拨付、资金使用严格管理。子公司配合集团公司进行筹资工作，子公司以自身名义向有关金融机构贷款或进行其他融资活动，应事先取得公司批准，按批准的项目和金额拨付使用；公司及其下属子公司必须将各日常结算银行账户纳入网上银行支付系统，保证公司及下属公司资金在使用上安全、规范、畅通。

在全面预算管理上，该公司坚持全面性、效益性及专款专用原则。在全面预算管理原则基础上，各单位根据自身的组织构成和预算管理级次设立相应的预算管理机构，并根据公司预算管理委员会确定的预算编制原则和要求以及下达的预算指标，负责编制本单位的各项预算草案，具体执行确定的预算方案，确保预算目标的完成。

在信息披露方面，该公司制定了《信息披露管理制度》以规范公司信息披露的行为，确保信息披露的统一、真实、准确、完整、及时和公平，保护公司及其股东、债权人及其他利益相关人员的合法权益。具体规定了信息披露的基本原则、形式、时间和渠道、信息披露义务人及其职责、公司定期报告和非定期报告的范围和信息披露纪律等。

## (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 8 日，公司无借款逾期及欠息等违约情况发生。2018 年 7 月 12 日，根据天眼查、国家信用信息公示系统及最高人民法院失信被执行人信息查询平台等查询，公司暂无重大经营异常记录。

## 3. 发展战略

未来，该公司主要统筹发展“公路交通、能源科技、地产农林、资本运营及医疗教育”五大经营板块，形成以公路交通产业发展为核心产业，以其他四大板块为培育产业的产业布局。

公路交通产业板块是该公司成熟型发展板块，属于公司核心产业，目前公司暂无通行业务板块业务收入，但公司正在推进以 BOT 形式建设京蔚高速和张尚高速两条高等级收费公路，建成后公司可获得 25 年收费权，未来公司核心业务将仍为公路交通板块。

能源科技方面，目前该公司已与国家电网节能公司合资组建国泰绿色能源有限责任公司（简称“国泰绿能”），持股分别为 30% 和 70%，计划推进光电、风电及生物质等新能源发电的基础设施建设；同时，公司已与中民投公司在 2016 年 10 月组建了中民通泰张家口投资有限公司（简称“中民通泰”）<sup>12</sup>，中民通泰主营发展光伏新能源板块业务，公司计划利用建筑物屋顶积极拓展分布式光伏产业。

地产农林方面，该公司目前正在重点进行盛华家园项目开发，该项目是公司首次独立开发的房地产项目。目前，公司继续推进项目建设，力争在 2018 年底完成全部主体封顶并进行验收，同时进行二次结构施工，办结全部房屋预售许可证等相关手续，并于 2019 年底全部完工。

在资本运营方面，一方面，该公司积极拓展基金产业，先后成立了张家口通泰融远股权投资基金管理有限公司（简称“通泰融远”）和通泰张家口股权投资基金有限公司（简称“通泰股权投资基金”）；其中，通泰融远直接管理及参与管理的基金规模各约 50 亿元；通泰融远及通泰股权投资基金分别出资 0.01 亿元和 2.00 亿元持有张家口光大通泰城市基础设施建设基金(有限合伙)<sup>13</sup>0.02% 及 4.00% 股份。另外一方面，公司积极投资金融机构，截至 2017 年末公司持有张家口银行股份有限公司（简称“张家口银行”）6.94% 股份，持有张家口金融控股集团有限公司（简称“张家口金控”）13.53% 股份。

在医疗教育方面，该公司于 2017 年 7 月出资成立全资子公司张家口通泰医教投资发展集团有限公司（简称“通泰医教集团”），未来将从事教育、医疗、康养产业的投资发展业务，目前暂时还没有实质性正式落地业务。

## 财务

近年来，该公司对外委托贷款规模大，期限长，且公司关联占款严重，面临资金回收风险。随着基础设施项目建设推进和对外委贷的投入，公司外部融资需求较大，债务规模保持在较高水平且以刚性债务为主，公司面临很大的资金平衡压力。公司主业经营获现能力一般且受占地补偿获现情况变化呈现较大的波动，考虑到一定规模的现金储备、经营活动现金持续净流入及较通畅的外部融资渠道，可为其债务偿付提供一定保障。

### 1. 公司财务质量

中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

<sup>12</sup> 国泰绿能认缴注册资本为人民币 10 亿元，首期出资 1 亿元，该公司以现金形式出资 0.30 亿元，占合资公司 30% 的股份（目前实际出资 0.18 亿元）；中民通泰注册资本为人民币 10 亿元，首期出资人民币 0.10 亿元，公司以货币形式出资 150 万元，占合资公司 15% 的股份。

<sup>13</sup> 首誉光控资产管理有限公司出资 48 亿元，持有其 95.98% 股权。

2017年7月，经该公司董事会决议通过，公司出资成立全资子公司通泰医教集团，注册资本为20.00亿元，实际出资0.06亿元。

截至2017年末，该公司经审计的合并口径资产总额为361.22亿元，所有者权益为160.73亿元（其中归属于母公司所有者权益为160.43亿元）；2017年，公司实现营业收入25.04亿元，实现净利润0.58亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为0.55亿元）；同期经营活动产生的现金流量净额为13.77亿元。

截至2018年3月末，该公司未经审计的合并口径总资产为358.32亿元，所有者权益为160.96亿元（其中归属于母公司所有者权益为160.65亿元）；2018年第一季度，公司实现营业收入15.63亿元，净利润为0.21亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为0.21亿元）；同期经营活动产生的现金流量净额为3.08亿元。

该公司于2016年9月发行了“16通泰控股MTN001”（规模15.00亿元，永续中票），公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，公司将其计入“其他权益工具”会计科目。2016-2017年末及2018年3月末，公司其他权益工具余额均为15.00亿元。若将权益类工具作为负债核算，公司相关指标调整如下表：

**图表 14. 权益类债务调整对比表**

重要指标	调整前			调整后		
	2016年末	2017年末	2018年3月末	2016年末	2017年末	2018年3月末
总负债（亿元）	202.13	200.48	197.36	217.13	215.48	212.36
刚性债务（亿元）	157.70	147.32	148.95	172.70	162.32	163.95
所有者权益（亿元）	164.58	160.73	160.96	149.58	145.73	145.96
资产负债率（%）	55.12	55.50	55.08	59.21	59.66	59.26
权益资本与刚性债务比率（%）	104.36	109.10	108.06	95.30	99.02	98.17
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.05	-	0.08	0.05	-

资料来源：通泰集团

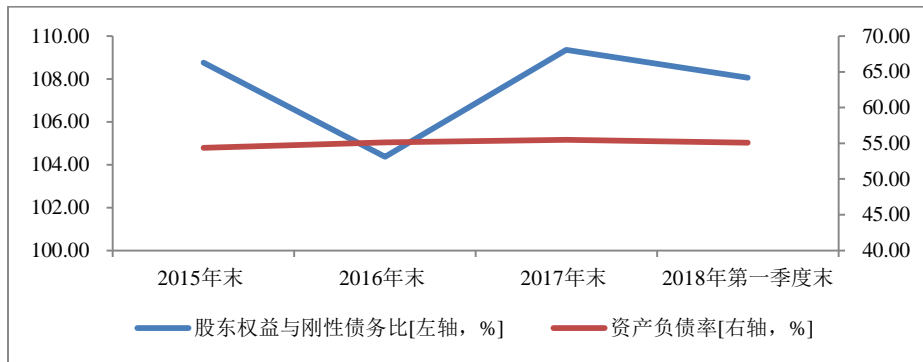
## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构



图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势

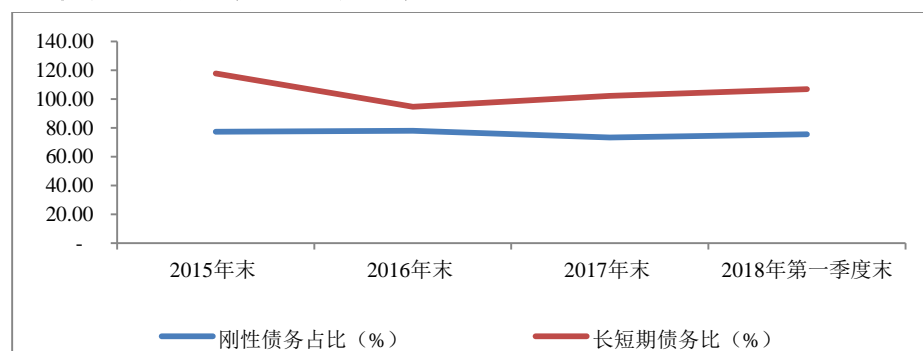


资料来源：根据通泰集团所提供数据绘制

随着基础设施项目建设推进和对外委贷的投入，该公司外部融资需求较大，债务规模保持在较高水平。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 153.68 亿元、202.13 亿元、200.48 亿元和 197.36 亿元，资产负债率分别为 54.35%、55.12%、55.50%和 55.08%，财务杠杆尚合理可控。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 129.07 亿元、164.58 亿元、160.73 亿元和 160.96 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。同期末，公司实收资本分别为 10.00 亿元、10.47 亿元、10.47 亿元和 10.47 亿元，资本公积分别为 98.87 亿元、118.44 亿元、118.55 亿元和 118.55 亿元，2016 年末公司实收资本较上年末增长 4.70%，资本公积较上年末增长 19.75%，主要系安盛融远对公司增资 18.00 亿元（其中 0.47 亿元计入实收资本，17.53 亿元计入资本公积）。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司未分配利润分别为 18.07 亿元、18.53 亿元、14.51 亿元和 14.73 亿元，2017 年末较上年末下降 21.71%，主要系 2017 年以来公司开始对资产管理中心等进行分红，当年分红 3.70 亿元所致。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司实收资本、资本公积及盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 85.65%、79.38%、81.46%和 81.34%，目前资本结构稳定性较好，但未来控股股东或将持续以分配利润形式筹集资金回购安盛融远增资款，或将对权益资本积累、权益结构稳定性和资本实力产生一定影响。

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	118.68	157.70	147.32	148.95
应付账款 (亿元)	9.15	7.56	6.36	4.97

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
其他应付款（亿元）	17.33	16.36	15.79	19.10
专项应付款（亿元）	4.89	15.49	23.52	16.72
刚性债务占比（%）	77.23	78.02	73.48	75.47
应付账款占比（%）	5.96	3.74	3.17	2.52
其他应付款占比（%）	11.27	8.09	7.87	9.68
专项应付款占比（%）	3.18	7.66	11.73	8.47

资料来源：根据通泰集团所提供数据绘制

从债务期限结构来看，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 117.68%、94.48%、102.23%和 106.91%，债务期限虽总体偏长期，但波动性较大，期限结构与公司交通基建投融资平台定位匹配度偏弱。从债务构成情况来看，公司债务以刚性债务为主，同期末刚性债务占负债总额的比重分别为 77.23%、78.02%、73.48%和 75.47%。除刚性债务外，公司其他债务主要由应付账款、其他应付款及专项应付款构成。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司应付账款余额分别为 9.15 亿元、7.56 亿元、6.36 亿元和 4.97 亿元，主要是日常经营形成的应付工程款等，随着工程结算呈逐年下降态势。同期末，其他应付款余额分别为 17.33 亿元、16.36 亿元、15.79 亿元和 19.10 亿元，主要是应付张家口市财政局和京蔚高速公路张家口管理处相关款项，2018 年 3 月末较上年末增长 20.99%，主要系增加应付张家口兴垣投资管理有限公司（简称“兴垣投资”）、资产管理中心及施工管理处往来款项所致。同期末，专项应付款余额分别为 4.89 亿元、15.49 亿元、23.52 亿元和 16.72 亿元，2016 年末较上年末增长 216.81%，主要原因系当年公司根据河北省财政厅冀财债[2016]71 号文《关于调整 2016 年公开发行置换债券项目的通知》收到财政转入资金 10.49 亿元，用于偿还“11 通泰债”（发行规模 18.00 亿元，期限 7 年<sup>14</sup>，并于 2018 年 7 月 5 日完成兑付及摘牌）；2017 年末较上年末增长 51.87%，主要原因系公司以收回土地补偿款扣除取得土地相应成本后转入该科目，并拟用于弥补公益性项目工程支出，因此年末公益性项目建设资金余额较上年末增加 7.12 亿元所致；2018 年 3 月末较上年末下降 28.90%，主要系公司根据有关部门的要求，对 2017 年收回土地补偿款扣除土地成本后转入该科目的金额进行了冲减，即冲减一定基础建设项目成本所致。

## B. 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>40.98</b>	<b>75.47</b>	<b>69.96</b>	<b>64.16</b>
其中：短期借款	15.00	23.30	33.40	33.60
应付短期融资券	10.00	5.00	10.00	10.00
一年内到期长期借款	5.50	6.15	8.64	20.56
其他短期刚性债务	10.48	41.02	17.92	

<sup>14</sup> 债券提前偿还：本期债券每年付息一次，分次还本，从第五个计息年度开始偿还本金。第五、第六和第七个计息年度分别偿还债券发行总额的 30%、30%和 40%。

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
中长期刚性债务合计	77.71	82.23	77.36	84.79
其中：长期借款	18.06	21.67	21.91	23.08
应付债券	59.64	30.56	15.62	15.62
其他中长期刚性债务	0.00	30.00	39.83	46.09

资料来源：根据通泰集团所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

从刚性债务期限结构来看，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司短期刚性债务占比分别为 34.53%、47.86%、47.37%和 43.07%，2016 年末较上年末上升 13.33 个百分点，主要系当年公司发行规模 10.00 亿元“15 通泰 CP001”，以及“12 通泰 MTN1”和“14 通泰 PPN002”重分类至“一年内到期的非流动负债”科目所致。

从刚性债务构成情况来看，该公司刚性债务主要来源于银行借款和发行债券，2015-2017 年末，银行借款余额分别为 38.56 亿元、51.12 亿元和 63.95 亿元，占刚性债务的比重分别为 32.49%、32.42%和 43.40%，公司银行借款以保证借款为主；发行债券余额分别为 79.80 亿元、76.58 亿元和 43.21 亿元，占刚性债务的比重分别为 67.24%、48.56%和 29.39%，2016 年末占比下降 18.68 个百分点，主要系当年末公司新增应付债权受益权转让款入账长期应付款科目，该债权受益权转让款系公司将其持有的对浙江吉利控股集团有限公司（简称“吉利控股”）、吉利集团有限公司（简称“吉利集团”）30.00 亿元的委托贷款债权以 30.00 亿元的对价转让给华泰证券（上海）资产管理有限公司（简称“华泰证券”），同时四方签订了《远期回购和收益承诺协议》，并约定公司将分别于 2022 年 12 月 26 日、2023 年 4 月 23 日、2023 年 5 月 26 日及 2023 年 6 月 13 日回购 10.00 亿元、5.00 亿元、10.00 亿元及 5.00 亿元债权受益权，根据协议，公司要按照债权受益权支付回购维持费，按季支付，其中债权受益权回购维持费率为 5.8%/年<sup>15</sup>。此外，2017 年公司新增应付融资租赁款，当年末应付融资租赁款余额为 9.83 亿元，2018 年 3 月末增至 16.09 亿元，年利率约为 6.0-9.5%。

图表 18. 2017 年末公司长短期借款明细情况（单位：亿元）

项目	短期借款	长期借款
保证借款	33.40	13.99
抵押借款	0.00	7.92
委托借款	0.00	0.00
合计	33.40	21.91

资料来源：通泰集团

截至 2018 年 7 月末，该公司待偿债券本金余额合计为 40.00 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

<sup>15</sup> 与五年以上贷款基准利率挂钩，如遇中国人民银行上调利率，则按照相同基点数调升。

**图表 19. 截至 2018 年 7 月末公司待偿债券情况（单位：亿元、%）**

债项名称	起息日	到期日	当期票面利率	发行金额	债券余额	备注
16 通泰控股 PPN002	2016/09/07	2018/09/07	4.00	10.00	10.00	-
17 通泰控股 PPN001	2017/07/24	2020/07/24	6.50	8.00	8.00	-
16 通泰控股 MTN001	2016/09/30	2021/09/30	4.68	15.00	15.00	附有赎回、延期 [5 (5+N) 年], 调整票面利率特殊条款
16 通泰控股 PPN001	2016/01/28	2023/01/28	5.60	7.00	7.00	附有第 5 年末调整票面利率、回售特殊条款

资料来源：通泰集团

### C. 或有负债

2018 年 3 月末，该公司合并口径对外担保余额 19.50 亿元，担保比率为 12.11%，系向二秦高速公路张家口管理处提供担保余额 5.00 亿元，向京新高速公路张家口管理处提供担保余额 10.00 亿元，向京藏高速公路张家口管理处提供担保余额 2.00 亿元以及向张家口崇礼区城镇建设发展有限公司提供担保余额 2.50 亿元。上述被担保企业主要为事业单位，风险相对可控。

#### (2) 现金流分析

该公司是政府下属主要的道路桥梁等基础设施建设主体，同时也承担了张家口市投融资功能，公司资金需求较大，筹资性需求较高。

2015-2017 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 18.77 亿元、23.08 亿元和 28.80 亿元，营业收入现金率分别为 72.29%、77.75% 和 114.99%，受项目结算滞后性等因素影响，2015-2016 年公司资金回笼能力处于偏弱水平。由于 2017 年公司收到较大规模政府占地补偿款，当年公司获现水平有所提升；2018 年第一季度，由于确认较大规模的占地补偿收入，而实际收到资金规模较小且计入“收到其他与经营活动有关的现金”，当期公司营业收入现金率下滑至 20.23%；公司业务现金回笼水平受当地政府占地补偿款实际到位规模影响而出现波动。此外，公司其他因素现金环节主要为与政府机关企事业单位资金往来，2018 年第一季度由于账务处理原因（占地补偿实际收到现金计入其他）呈现较大规模净流入状态。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司经营活动产生的净现金流量分别为 1.17 亿元、3.72 亿元、13.77 亿元和 3.08 亿元，经营环节现金持续净流入，为即期债务偿付提供一定保障。

**图表 20. 经营活动现金来源（单位：亿元、%）**

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业收入现金率（%）	72.29	77.75	114.99	20.23
业务现金收支净额（亿元）	0.53	5.06	13.88	-1.60
其他因素现金收支净额（亿元）	0.64	-1.36	-0.11	4.68
<b>经营环节产生的现金流量净额（亿元）</b>	<b>1.17</b>	<b>3.70</b>	<b>13.77</b>	<b>3.08</b>

资料来源：通泰集团

从投资活动现金流来看，由于该公司投资相关基础设施项目及地方扶持

重点企业，以及近年来公司持续对吉利控股和吉利集团等进行较大规模的委托贷款投资，支付其他与投资活动有关的现金规模较大，公司投资性现金流呈持续净流出状态，2015-2017年及2018年第一季度，公司投资性现金净流出分别为14.41亿元、48.05亿元、2.55亿元和6.77亿元，2016年净支出规模较大主要系支付委托贷款所致。2017年，由于公司当年收回对兴垣投资临时借款10.00亿元，收到其他与投资活动有关的现金规模扩大，加之委托贷款规模有所收缩，投资性净流出规模明显下降。

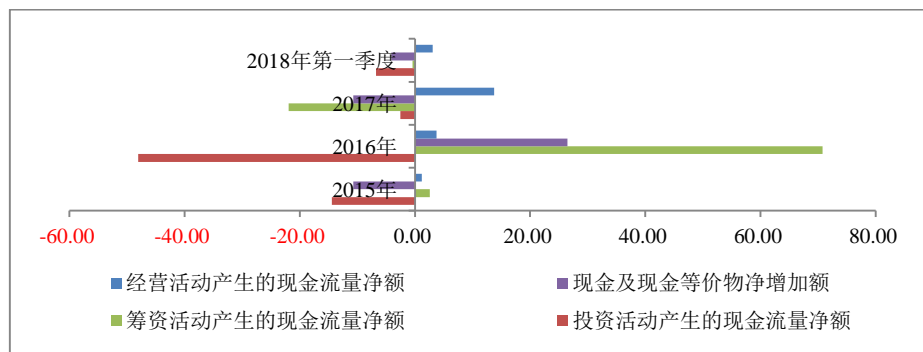
2015-2016年，该公司经营性现金净流入无法支撑投资活动资金需求，公司主要通过外部债务融资及股东方注资弥补非筹资性现金流缺口。同期公司通过借款和发行债券合计取得的现金流入分别为42.50亿元和95.50亿元，此外2016年公司收到安盛融资增资的18.00亿元以及收到华泰证券支付的委托贷款债权转让款30.00亿元等其他与筹资活动有关的现金，致公司2016年筹资性现金净流入70.79亿元。2017年公司经营活动现金流可基本满足投资资金需求，当年度筹资活动主要系通过借款及融资租赁筹资以偿还较大规模债务本息及对股东进行利润分红，2017年及2018年第一季度，公司筹资性现金分别净流出21.94亿元和0.42亿元。

**图表 21. 筹资活动现金使用情况（单位：亿元）**

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
债务循环及权益增资和分红净额（亿元）	-0.25	33.43	-28.06	-6.00
其他与筹资活动有关的净额（亿元）	2.81	37.36	6.12	5.58
<b>筹资环节产生的现金流量净额（亿元）</b>	<b>2.55</b>	<b>70.79</b>	<b>-21.94</b>	<b>-0.42</b>

资料来源：通泰集团

**图表 22. 公司现金流情况（单位：亿元）**



资料来源：通泰集团

2015-2017年，该公司 EBITDA 分别为 6.80 亿元、14.40 亿元和 7.86 亿元，主要由列入财务费用的利息支出和无形资产及其他资产摊销构成，同期 EBITDA 对刚性债务保障倍数分别为 0.06 倍、0.10 倍和 0.05 倍，对利息支出的保障倍数分别为 1.57 倍、3.03 倍和 1.33 倍，公司 EBITDA 对刚性债务的保障处于很弱水平，能对利息支出起到有效保障作用。

**图表 23. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

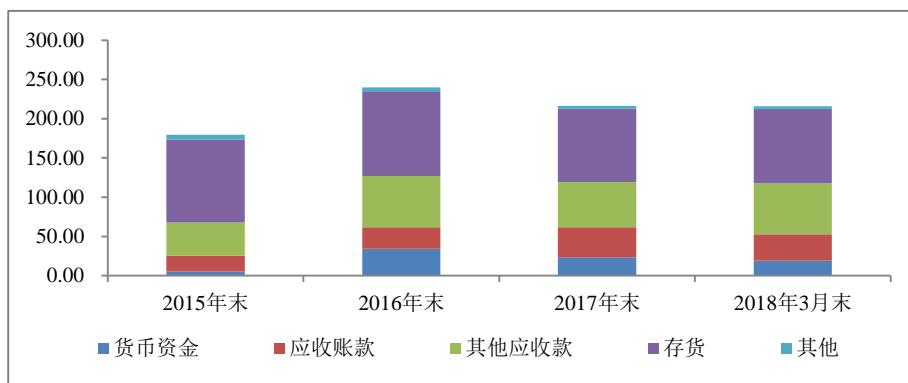
指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.57	3.03	1.33
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.10	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	2.03	4.26	13.56
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.78	2.09	6.84

资料来源：通泰集团

### (3) 资产质量分析

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产总额分别为 282.76 亿元、366.71 亿元、361.22 亿元和 358.32 亿元，其中流动资产占比分别为 63.46%、65.40%、59.83% 和 60.21%。同期末，公司流动资产总额分别为 179.44 亿元、239.84 亿元、216.11 亿元和 215.74 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成，同期末上述四项资产占流动资产的比重分别为 96.64%、97.98%、98.63% 和 98.63%。2017 年末，公司货币资金较上年末下降 31.52% 至 23.43 亿元，主要系当年公司偿还到期债务所致，当年末公司受限货币资金为 2.23 亿元，相对充裕的货币资金可为即期债务偿付提供一定的保障。2017 年末，公司应收账款较上年末增长 40.09% 至 38.26 亿元，主要为应收经开区管委会及桥东区政府土地补偿款，随着 2017 年政府收回土地规模扩大，应收账款也有所增长。同期末，公司其他应收款较上年末下降 12.21% 至 57.58 亿元，主要系当年公司收回对兴垣投资提供的临时借款 10.00 亿元；2018 年 3 月末较上年末增长 13.26% 至 65.21 亿元，主要系增加应收资产管理中心往来款所致。2017 年末，公司存货较上年末下降 12.97% 至 93.88 亿元，公司存货主要为土地资产（84.36 亿元）及房地产项目开发成本（6.37 亿元），其降幅主要系政府收回部分土地资产所致。

**图表 24. 公司流动资产构成情况（单位：亿元）**

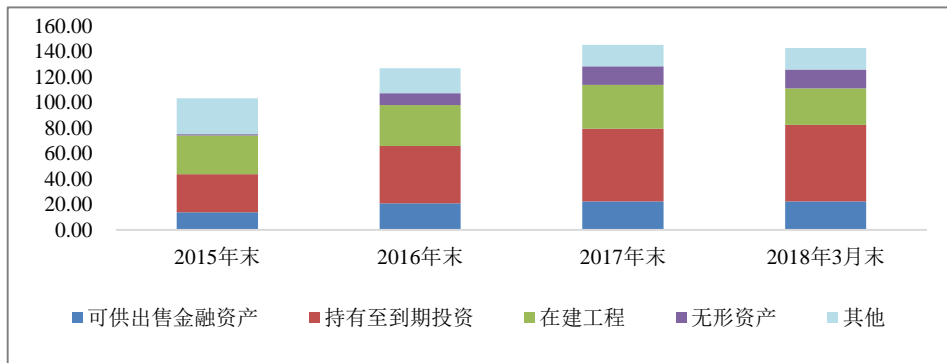


资料来源：通泰集团

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 103.32 亿元、126.87 亿元、145.11 亿元和 142.57 亿元，主要由可供出售金融资产、持有至到期投资、在建工程 and 无形资产构成。2017 年末及 2018 年 3 月末，上述四项资产占非流动资产总额的比重分别为 88.50% 和 88.27%。其中，可供

出售金融资产分别为 22.41 亿元和 22.40 亿元，主要包括对张家口银行投资 6.22 亿元，对河北建设交通投资有限责任公司投资 3.76 亿元以及对张家口金控投资 5.88 亿元。同期末，公司持有至到期投资分别为 57.00 亿元和 60.00 亿元，主要为公司对沃尔沃项目及吉利张家口基地建设运营项目的委托贷款。截至 2018 年 3 月末，公司合计对外委托贷款金额为 60.00 亿元，其中第一次委托贷款共计 30.00 亿元，系于 2010-2013 年期间分四笔完成<sup>16</sup>；第二次委托贷款共计 30.00 亿元，系于 2016 年 7 月至 2018 年 3 月期间完成<sup>17</sup>。第二笔委托贷款资金来源为公司将第一笔委托贷款债权以 30.00 亿元的对价转让给华泰证券，并通过平安银行股份有限公司石家庄分行向吉利集团提供贷款 30.00 亿元，贷款期限为 2016 年 7 月 15 日至 2028 年 7 月 14 日，财政贴息，分别于 2016-2017 年及 2018 年第一季度提供委贷资金 15.00 亿元、12.00 亿元和 3.00 亿元。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司在建工程分别为 34.36 亿元和 28.68 亿元，主要包括洋河治理工程项目及西山隧道项目等，2018 年 3 月末较上年末下降 16.53%，主要系公司按照相关要求调整记账方式，以占地补偿收入冲减洋河治理工程成本所致。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司无形资产分别为 14.66 亿元和 14.78 亿元，2017 年末较上年末增长 57.65% 至 14.66 亿元，主要系新增子公司张家口通泰高速公路投资股份有限公司取得的京尚公路张北至冀蒙界段高速公路和张石高速公路蔚县支线（京蔚西段）项目特许经营权 5.40 亿元。

图表 25. 公司非流动资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：通泰集团

#### (4) 流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司流动比率和现金比率分别为 217.99% 和 23.63%，账面资产流动性较好，但是考虑到以土地资产为主的存货变现能力较弱，加之

<sup>16</sup> 吉利控股并购沃尔沃项目后在张家口区域范围内建设沃尔沃品牌汽车整车制造基地，张家口市人民政府和公司向吉利控股提供政策和资金支持。2010 年 3 月、2013 年 4 月、2013 年 5 月和 2013 年 6 月，公司通过张家口市商业银行向吉利控股提供发放 4 次委托贷款，贷款金额分别为 10 亿元、5 亿元、10 亿元和 5 亿元，贷款期限分别为 7 年、6 年、6 年和 6 年。以上 30 亿元委托贷款中，公司自筹 7 亿元，资产管理中心转入 6 亿元，其余 17 亿元均由张家口市财政局转入。公司自筹 7 亿元按商业银行贷款利率 10.8% 计算财政贴息。根据《沃尔沃汽车张家口项目推进议定书》及《委托贷款借款合同补充协议(三)》，上述贷款金额分别为 10 亿元、5 亿元、10 亿元和 5 亿元的贷款期限分别延期至 2024 年 12 月 26 日，2025 年 4 月 23 日，2025 年 5 月 26 日以及 2025 年 6 月 13 日到期。

<sup>17</sup> 此部分资金该公司按照 5.80%/年计算财政贴息。

以关联往来款为主的其他应收款和以土地补偿款、土地转让款为主的应收账款规模均较大，资金回笼周期较长，关联方占款和资金收回风险对资产流动性产生一定限制，公司实际资产变现能力较弱，流动性压力大。

**图表 26. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率（%）	254.16	230.77	217.99	226.19
现金比率（%）	7.83	32.92	23.63	20.25
应收账款周转速度[次]	1.43	1.26	0.76	-

资料来源：通泰集团

截至 2017 年末，该公司受限资产合计为 49.85 亿元，占资产总额的比重为 13.80%，其中包括受限货币资金 2.23 亿元，受限存货 44.70 亿元，受限房屋建筑物 2.49 亿元及受限土地使用权 0.43 亿元。

**图表 27. 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）**

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	2.23	9.53	履约保证金、投标保证金
存货	44.70	47.61	抵押借款
固定资产（房屋建筑物）	2.49	38.33	抵押借款
无形资产（土地使用权）	0.43	2.96	抵押借款

资料来源：通泰集团

### 3. 公司盈利能力

近年来，该公司自身盈利能力相对较弱，加之期间费用及资产减值损失对公司利润空间侵蚀，其经营收益<sup>18</sup>表现不佳，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司经营收益分别为-0.32 亿元、-2.36 亿元、-0.21 亿元和 0.21 亿元。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业毛利分别为 5.77 亿元、4.76 亿元、6.51 亿元和 0.95 亿元，从盈利贡献情况来看，公司营业毛利主要来源于建造合同业务、提供劳务业务以及占地补偿业务，受政策调整及市场竞争加剧等因素影响，建造合同业务营业毛利呈逐年下降态势；近年来政府回收土地规模扩大，占地补偿业务于 2017 年成为公司营业毛利最重要来源，但考虑到政府回收土地的地块区位差异、价格受政府收储定价等因素影响，业务毛利水平呈波动态势。

近年来该公司期间费用规模相对较大，对公司盈利造成一定侵蚀。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司期间费用分别为 4.06 亿元、5.25 亿元、4.88 亿元和 0.70 亿元，期间费用率分别为 15.65%、17.68%、19.49% 和 4.46%，年度间呈逐年增长，2018 年第一季度处于较低水平，主要系公司当期确认较大规模的占地补偿业务收入，但实际现金回笼欠佳，期间费用对利润依然造成一定程度侵蚀。

<sup>18</sup> 经营收益=营业利润-其他经营收益。



2015-2017年，该公司分别计提资产减值损失0.98亿元、1.60亿元和1.64亿元，主要系对应收张家口经开区管委会及桥东区政府土地补偿款，应收河北新东亚房地产开发有限公司（简称“新东亚地产”）和张家口利仁房地产有限公司（简称“利仁房地产”）的土地转让款计提的坏账准备，需关注公司土地补偿款及土地转让款实际资金到位及时度。

2015-2017年及2018年第一季度，该公司实现的投资净收益分别为1.07亿元、2.92亿元、1.05亿元和0.01亿元，主要为被投资单位分配股利和委托贷款收益，2016年同比增长173.14%，主要系公司当年将持有张家口银行2.18亿股份，按照每股2.694元的价格（总价5.89亿元）对张家口金控进行投资，以持有张家口金控13.53%股权，由此产生处置可供出售资产投资收益1.69亿元，该事项不具持续性，且无实际现金流入。

2015-2017年及2018年第一季度，该公司净利润分别为0.88亿元、0.56亿元、0.58亿元和0.21亿元。2015-2017年，公司总资产报酬率分别为1.17%、1.14%和0.94%，净资产收益率分别为0.68%、0.38%和0.35%，公司整体盈利能力较弱，且主要业务对当地政府资金安排和到位及时性依赖度偏高。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是张家口下属主要的道路桥梁等基础设施建设主体，主要承担张家口市及周边的道路、桥梁等交通基础设施建设职能，目前公司的基础设施建设任务较重。受通行费业务划出影响，2017年公司营业收入同比下降15.63%至25.04亿元，目前公司营收规模对占地补偿业务依赖性较高，但该业务收入稳定性较弱，且需关注政府土地补偿款实际到位情况。

随着基础设施项目建设推进和对外委贷的投入，该公司外部融资需求较大，债务规模保持在较高水平。2015-2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为153.68亿元、202.13亿元、200.48亿元和197.36亿元，以刚性债务为主，同期末分别为118.68亿元、157.70亿元、146.99亿元和148.95亿元，占比分别为77.23%、78.02%、73.32%和75.47%。近年来，公司对外委贷贷款规模大，2015-2017年末及2018年3月末分别为30.00亿元、45.00元、57.00亿元和60.00亿元，期限长，且公司关联交易占款严重，同期末其他应收款分别为42.79亿元、65.59亿元、57.58亿元和65.21亿元，账龄较长，面临较大的投融资压力。

### 2. 外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至2018年3月末，公司在各大银行获得的各类授信额度合计95.33亿元，其中

已用额度为 41.36 亿元，剩余额度为 53.97 亿元，能够为公司运营资金周转提供必要的支持<sup>19</sup>。

## 本期债券偿付保障分析

### 担保分析

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于 2006 年 4 月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（简称“渝富公司”）投资组建，成立时注册资本 5.00 亿元；2009 年 9 月，三峡担保增加中国长江三峡集团公司（简称“三峡集团”）为新股东，同时更名为重庆市三峡担保集团有限公司；2010 年 9 月，三峡担保再次增加国开金融有限责任公司（简称“国开金融”）为新股东。三峡担保于 2014 年启动股份制改造工作，2015 年 5 月整体变更为股份有限公司，注册资金为人民币 30 亿元。2015 年 10 月 19 日，三峡担保新增注册资本人民币 6 亿元，重庆渝富出资 3 亿元，国开金融出资 1 亿元，新增股东三峡资本（长江三峡的全资子公司）出资人民币 2 亿元。三峡担保于 2016 年 11 月 21 日以资本公积及剩余未分配利润 10.5 亿向全部股东按现有持股比例同比例转增股本。截至 2017 年 9 月末，三峡担保注册资本增至人民币 46.50 亿元。

三峡担保主要从事贷款担保、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。

三峡担保营业收入主要由担保业务的保费收入和来自于委托贷款、小额贷款等业务的利息收入以及来自于自有资金资产配置产生的投资收益构成。2014-2016 年及 2017 年前三季度保费收入占比维持在 50% 以上，分别实现保费收入 8.78 亿元、9.93 亿元、9.90 亿元和 5.41 亿元，占营业总收入比重分别为 59.14%、60.28%、66.22% 和 61.06%；2014-2016 年及 2017 年前三季度，三峡担保分别实现利息收入 4.52 亿元、4.54 亿元、2.25 亿元和 1.33 亿元，三峡担保利息净收入占比逐年下降，主要系宏观经济下行，中小企业经营难度加大，三峡担保过桥贷款及短期限委托贷款发放趋于审慎所导致。同时，在不稀释收益率的情况下，三峡担保积极发展投资业务，投资收益及其占比逐年增长，2014-2016 年及 2017 年前三季度投资收益分别为 0.98 亿元、1.31 亿元、2.42 亿元和 1.82 亿元。

截至 2016 年末，三峡担保经审计的合并口径资产总额为 111.27 亿元，净资产为 64.59 亿元；2016 年度三峡担保实现营业收入 14.95 亿元，净利润 6.03 亿元。截至 2017 年 9 月末，三峡担保未经审计的合并口径资产总额为

<sup>19</sup> 2018 年 3 月末，该公司已使用授信额度小于公司银行借款余额，主要系公司将部分金融机构借款纳入银行借款相关科目。

119.63 亿元，净资产为 65.80 亿元；2017 年前三季度三峡担保实现营业收入 8.86 亿元，净利润 3.52 亿元。三峡担保经营状况较为稳定，2016 年以来，受信贷市场整体信用风险上升的影响，三峡担保传统融资担保业务有所收缩。同时，随着基金担保业务的暂停，其业务规模亦呈下降趋势。但由于三峡担保业务结构向债券担保业务倾斜，加之较为稳定的投资收益，2016 年公司营业收入和净利润与上年基本持平。三峡担保在保证担保业务正常开展的前提下，将闲置资金用于信托、债券、理财产品等金融产品的投资，一定程度上提升了资产的利用效率和收益水平。三峡担保现金类资产占比有所下降，但仍拥有大量变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力仍较强。

三峡担保综合实力在全国排名靠前，四个股东均具有较强的资本实力和经营实力，在必要时能够为三峡担保提供多方面的支持。三峡担保通过审慎的选择担保客户，严格地执行反担保措施及保后管理措施，有效控制了担保风险，近年来，三峡担保的担保代偿率略有上升，但受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理，充足的准备金及较好的追偿效果，整体担保资产质量仍较好。三峡担保对外投资以银行理财、信托计划、债券为主，同时委贷规模亦逐年增长，三峡担保仍需持续加强信用风险和投资风险管控能力以应对逐年增长的对外投资及贷款规模。三峡担保业务规模增长较快，但受信贷市场整体信用风险上升以及基金担保业务暂停的影响，三峡担保业务结构向债券担保业务倾斜，整体盈利增速亦有所趋缓。整体而言，三峡担保具有很强的担保履约能力，违约风险很低。

根据本评级机构评定（“新世纪企评[2017]020324”），三峡担保主体信用等级为 AAA 级，评级展望稳定。三峡担保为本期中票提供无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期中票的到期偿付提供有效保障。

## 评级结论

该公司控股股东为资产管理中心，实际控制人为市交通局，公司股权结构清晰，股东背景较好。公司法人治理结构较为合理，管理团队具备较好的专业素养，且总体较为稳定。公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

该公司主要承担张家口市及周边的道路、桥梁等交通基础设施建设职能。2017 年通行费业务板块被整体划出，公司当年主业收入明显下滑，而近年来政府收回土地规模迅速扩大，占地补偿业务收入增长并成为了公司主要收入来源之一。目前公司基础设施建设任务较重，面临较大的投融资压力。

近年来，该公司对外委托贷款规模大，期限长，且公司关联占款严重，面临资金回收风险。随着基础设施项目建设推进和对外委贷的投入，公司外部融资需求较大，债务规模保持在较高水平且以刚性债务为主，公司面临很

大的资金平衡压力。公司主业经营获现能力一般且受占地补偿获现情况变化呈现较大的波动，考虑到一定规模的现金储备、经营活动现金持续净流入及较通畅的外部融资渠道，可为其债务偿付提供一定保障。三峡担保为本期中票提供无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期中票的到期偿付提供有效保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

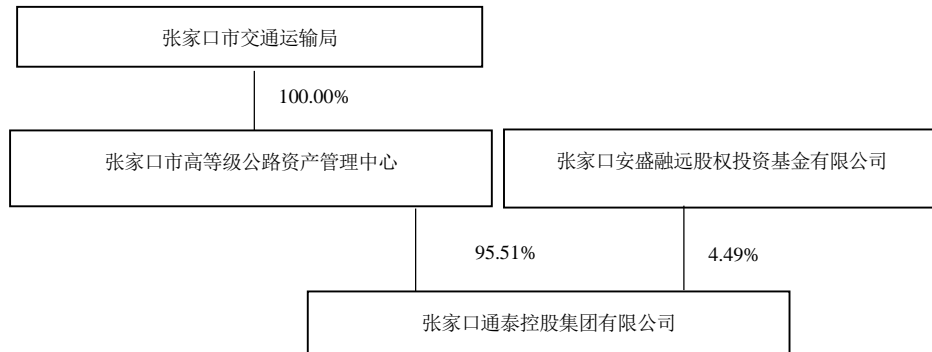
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

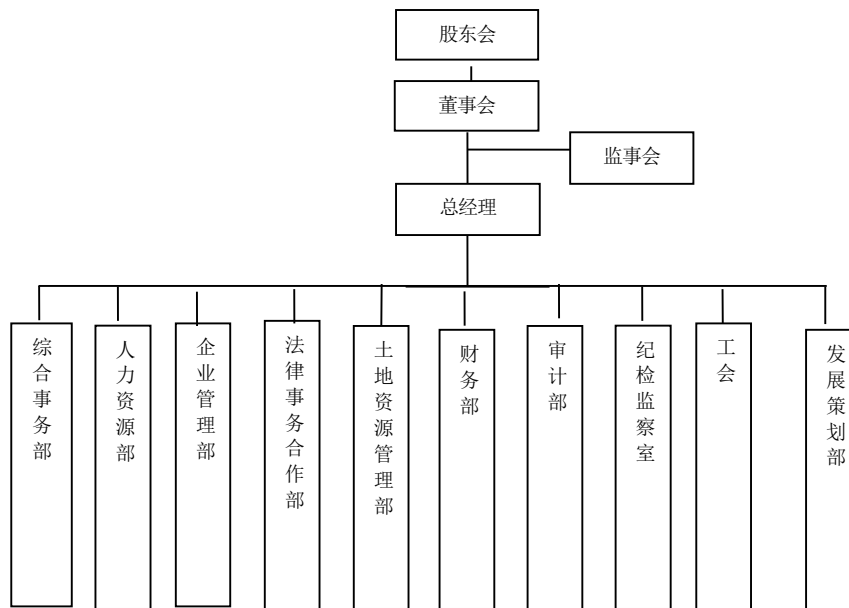
公司与实际控制人关系图



注：根据通泰集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据通泰集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(单位:亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	
张家口通泰控股集团有限公司	通泰集团	-	建设、维修、养护高速、一般公路	110.55	157.55	12.79	1.73	14.93	本部
张家口通泰伟业地产投资集团股份有限 公司	通泰伟业	90.00	土地开发利用、土地信息咨询、房 地产经营与开发	0.00	-0.53	2.11	-0.10	-1.12	
张家口通泰交通产业集团有限公司	通泰交通	85.67	高速公路服务区经营、楼房出租	0.00	9.65	1.11	0.12	-0.16	
张家口通泰绿化建设集团有限公司	通泰绿化	100.00	园林绿化综合工程、高速公路绿 化工程	0.00	3.09	0.42	-0.10	-0.05	
张家口通泰安路公路养护集团有限公司	通泰安路	100.00	公路工程施工、养护、公路建筑材 料加工、销售	6.96	1.50	1.71	0.15	0.01	
张家口路桥建设集团有限公司	路桥集团	100.00	高速公路,一、二级公路建设施工	9.00	6.62	4.03	-0.47	0.23	

资料来源：通泰集团

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前一季度
资产总额 [亿元]	282.76	366.71	361.22	358.32
货币资金 [亿元]	5.52	34.21	23.43	19.31
刚性债务[亿元]	118.68	157.70	147.32	148.95
所有者权益 [亿元]	129.07	164.58	160.73	160.96
营业收入[亿元]	25.96	29.68	25.04	15.63
净利润 [亿元]	0.88	0.56	0.58	0.21
EBITDA[亿元]	6.80	14.40	7.86	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.17	3.72	13.77	3.08
投资性现金净流入量[亿元]	-14.41	-48.05	-2.55	-6.77
资产负债率[%]	54.35	55.12	55.50	55.08
长短期债务比[%]	117.68	94.48	102.23	106.91
权益资本与刚性债务比率[%]	108.75	104.36	109.10	108.06
流动比率[%]	254.16	230.77	217.99	226.19
速动比率 [%]	99.98	124.82	120.70	124.19
现金比率[%]	7.83	32.92	23.63	20.25
利息保障倍数[倍]	0.75	0.78	0.58	—
有形净值债务率[%]	137.42	136.56	141.55	138.87
担保比率[%]	25.64	12.94	10.58	12.11
毛利率[%]	22.22	16.04	25.98	6.07
营业利润率[%]	2.88	1.89	3.60	1.40
总资产报酬率[%]	1.17	1.14	0.94	—
净资产收益率[%]	0.68	0.38	0.35	—
净资产收益率*[%]	0.57	0.35	0.34	—
营业收入现金率[%]	72.29	77.75	114.99	20.23
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.03	4.26	13.56	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.78	2.09	6.84	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-23.00	-50.80	11.05	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.82	-24.92	5.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.57	3.03	1.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.10	0.05	—

注：表中数据依据通泰集团经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。



附录五：

担保方主要财务数据及指标表

项目	2014年 /2014年末	2015年/ 2015年末	2016年/ 2016年末	2017年 前三季度 /2017年9月末
<b>财务数据与指标：</b>				
注册资本（亿元）	30.00	36.00	46.50	46.50
股东权益（亿元）	50.26	60.98	64.59	65.80
风险准备金（亿元）	9.78	10.48	13.12	12.33
总资产（亿元）	77.87	101.15	111.27	119.63
担保业务收入（亿元）	10.21	9.85	9.94	5.41
营业利润（亿元）	8.56	7.01	6.92	3.89
净利润（亿元）	7.39	6.02	6.03	3.52
营业利润率（%）	57.84	42.75	46.27	43.88
平均资本回报率（%）	5.33	5.06	9.60	5.39
风险准备金充足率（%）	3.57	2.91	2.14	2.43
融资担保责任放大倍数（倍）	9.39	7.11	5.93	4.39
资本充足率（%）	10.94	10.81	5.96	6.82
代偿保障率（%）	340.17	159.00	148.09	140.81
现金类资产比率（%）	64.34	59.65	54.22	47.95
<b>担保业务：</b>				
担保发生额（亿元）	239.62	417.20	604.73	208.05
担保责任余额(亿元)	459.45	564.01	1084.41	964.51
累计担保代偿率（%）	1.26	1.53	1.67	1.48
累计代偿回收率（%）	-	31.83	44.78	50.70
累计担保损失率（%）	-	23.38	0.28	0.39

注：表中数据依据三峡担保经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年前三季度财务数据整理、计算。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录七：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。