

赤水市城市建设投资经营有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1426】号 04

分析师

姓名：
金善姬 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
jinshj@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 01 月 04 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

赤水市城市建设投资经营有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：10 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：遵义市投资（集团）有限责任公司、赤水市国有资产投资发展有限公司

债券偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至第 7 个
计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对赤水市城市建设投资经营有限公司（以下简称“赤水城投”或“公司”）本次拟发行总额 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年公司城市基础设施建设收入保持增长，且未来收入来源较有保障；公司获得外部支持力度较大；遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵投集团”）和赤水市国有资产投资发展有限公司（以下简称“赤水国投”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出压力，刚性债务压力持续加大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 近年公司城市基础设施建设收入保持增长，且未来收入来源较有保障。2015-2017 年公司分别确认城市基础设施建设收入 35,005.57 万元、37,392.42 万元和 40,584.39 万元，截至 2017 年末，公司在建的委托代建项目较为充足，预计总投资合计 377,390 万元，已投资 143,641 万元，未来公司城市基础设施建设收入的来源较有保障。
- 公司获得外部支持力度较大。2014 年和 2015 年赤水市人民政府共向公司注入评估价值合计 560,831.35 万元的土地，2018 年 3 月赤水市人民政府同意增加公司注册资本 45,000 万元；2015-2017 年公司分别获得补贴资金 8,800.00 万元、7,000.00 万元和 10,000.00 万元；外部资产注入及财政补贴有效提升了公司的资本实力和利润

水平。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，遵投集团主体长期信用评级为 AA+，赤水国投主体长期信用等级为 AA-，遵投集团和赤水国投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司资产中土地资产以及开发建设成本合计占比达 85.12%，应收款项合计占比为 8.76%，未来回收时间不确定，且存货中账面价值 143,639.22 万元土地已用于抵押，占公司总资产的比重达 18.62%，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出压力。**2015-2017 年公司经营活动现金净流出分别为 21,665.61 万元、58,634.73 万元和 24,660.82 万元，持续处于净流出状态，经营活动现金流表现较差；截至 2017 年末公司在建项目尚需投资 381,215 万元，存在较大的资金支出压力。
- **公司刚性债务压力持续加大。**近年公司有息债务规模持续增长，截至 2017 年末，公司有息债务合计 144,017.41 万元，占总负债的比重为 93.00%，近三年年均增长 209.86%，公司刚性债务压力持续加大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 63,400.00 万元，占所有者权益的比重为 10.28%，且均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	771,597.04	694,975.03	630,800.22
所有者权益合计（万元）	616,744.62	605,588.16	596,480.54
有息债务（万元）	144,017.41	74,946.67	15,000.00
资产负债率	20.07%	12.86%	5.44%
流动比率	22.65	41.02	24.67
营业收入（万元）	40,584.39	38,496.91	44,470.72
其他收益（万元）	10,000.00	-	-
营业外收入（万元）	-	7,000.00	8,800.00

利润总额（万元）	11,541.95	9,753.78	13,205.77
综合毛利率	6.36%	8.36%	11.01%
EBITDA（万元）	11,541.96	9,814.42	13,469.85
EBITDA 利息保障倍数	1.87	9.39	13.80
经营活动现金流净额（万元）	-24,660.82	-58,634.73	-21,665.61

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

遵投集团主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	4,209,872.45	3,841,706.10	2,676,341.61
所有者权益合计（万元）	2,455,806.40	2,332,325.50	1,513,362.88
资产负债率	41.67%	39.29%	43.45%
营业收入（万元）	180,591.07	163,930.70	54,140.69
利润总额（万元）	20,496.13	19,774.89	10,037.40
经营活动现金流净额（万元）	-338,978.69	-112,329.80	63,560.67

资料来源：遵投集团 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

赤水国投主要财务指标：

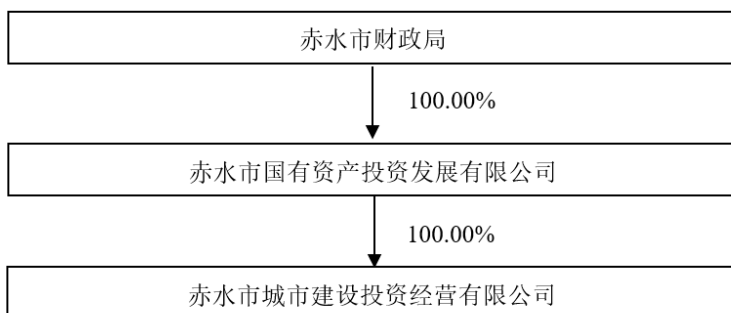
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,882,240.12	1,081,319.38	878,398.11
所有者权益合计（万元）	1,317,623.78	678,969.67	633,136.69
资产负债率	30.00%	37.21%	27.92%
营业收入（万元）	111,807.81	141,445.19	95,259.78
利润总额（万元）	16,232.57	22,026.34	15,000.92
经营活动现金流净额（万元）	21,723.62	10,548.10	12,951.27

资料来源：赤水国投 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系由赤水市人民政府于2011年3月25日设立的国有独资企业，初始注册资本16,100万元，其中货币出资5,000万元、实物出资11,100万元。根据《赤水市人民政府关于赤水市城市建设投资经营有限公司股权划转的通知》（赤府函【2017】253号），赤水市人民政府将公司100%股权无偿划转给赤水国投，公司已于2017年11月15日完成工商变更。2018年3月1日，根据《市人民政府关于同意增加赤水市城市建设投资经营有限公司注册资本金的批复》（赤府函【2018】27号），赤水市人民政府同意增加公司注册资本45,000万元。截至2018年6月末，公司注册资本为61,100万元，赤水国投为公司控股股东，赤水市财政局为公司实际控制人，公司产权及控制关系如下图所示：

图1 截至2018年9月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市棚户区改造建设，保障性安居工程建设投资、城乡基础设施建设开发投资、土地开发整理等，截至2017年12月31日，公司无纳入合并报表范围子公司。

截至2017年12月31日，公司资产总额为771,597.04万元，所有者权益合计616,744.62万元，资产负债率为20.07%；2017年度，公司实现营业收入40,584.39万元，利润总额11,541.95万元，经营活动现金净流出24,660.82万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年赤水市城市建设投资经营有限公司公司债券；

发行总额：10亿元；

债券期限：7年；

债券利率：本期债券的最终票面年利率将根据簿记建档结果确定，在本期债券存续期内固定不变；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息一次；本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3至第7个计息年度末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

增信方式：遵投集团和赤水国投为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金10亿元，其中4亿元用于赤水市严家河生态旅游开发建设项目，6亿元用于赤水市天台山旅游综合体建设项目，募集资金具体使用安排如下表所示。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
赤水市严家河生态旅游开发建设项目	75,331.73	40,000.00	53.10%
赤水市天台山旅游综合体建设项目	105,023.10	60,000.00	57.13%
合计	180,354.83	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）赤水市严家河生态旅游开发建设项目

1、项目建设内容及进度

赤水市严家河生态旅游开发建设项目为沿2.4公里严家河两岸沿线集中打造的生态旅游项目，项目规划占地1,530.99亩，主要由生态景观恢复工程和生态康体建筑及配套附属设施组成。生态景观恢复工程主要包括生态水体、人工沙滩、生态梯田、绿化亮化、景观通道、步道、绿道、木栈道等；以及给排水、喷灌系统等附属设施等。生态康体建筑主要包括全民健身中心和文化博览综合体及配套附属建筑等。

该项目计划总投资75,331.73万元，已于2016年1月开工，截至2018年9月末已完成投资36,533.18万元。

2、项目批准情况

该项目已取得有关部门的主要批复如下：

表 2 赤水市严家河生态旅游开发建设项目审批核准情况

批准文件	批准文号	出具部门	出具日期
《赤水市发展和改革局关于对赤水市严家河生态旅游开发建设项目可行性研究报告的批复》	赤发改社会【2015】29 号	赤水市发展和改革局	2015 年 11 月 16 日
《关于对赤水市严家河生态旅游开发建设项目用地的预审意见》	赤国土资审【2015】29 号	赤水市国土资源局	2015 年 11 月 4 日
《关于对赤水市严家河生态旅游开发建设项目环境影响评价报告表的批复》	赤环复【2015】15 号	赤水市环境保护局	2015 年 11 月 11 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

根据《赤水市严家河生态旅游开发建设项目可行性研究报告》，该项目建成后将形成门票收入、健身中心及文化博览中心租赁收入等，建成后计划将由公司运营，运营期前八年内共可实现景区收入136,260万元。

表 3 赤水市严家河生态旅游开发建设项目收入（单位：万元）

项目名称	运营期								合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	
门票收入	5,000	6,000	8,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	99,000
租赁收入	2,700	3,240	4,320	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	37,260
景区收入合计	7,700	9,240	12,320	21,400	21,400	21,400	21,400	21,400	136,260

资料来源：公司提供

（二）赤水市天台山旅游综合体建设项目

1、项目建设内容及进度

赤水市天台山旅游综合体建设项目主要建设内容为天台山森林旅游基础设施和凤凰湿地公园，项目规划占地246.33公顷，其中天台山森林旅游基础设施占地53.33公顷，凤凰湿地公园占地193.00公顷。赤水市天台山森林旅游基础设施建设项目主要建设内容为：新建步道、观光车道、护栏、观光索道、天湖环湖道、休息亭、公共厕所、接待中心、停车场、综合管网、观景台（森林防火观测台）、垃圾处理站、智能监控系统一套以及配套完善绿化、亮化、消防、给排水等附属设施建设。凤凰湿地公园分为五个功能区，包括湿地景观区、山地梯田自然景观区、特色风情商业街、银饰十六居主题院落与自然生态保护区，主要建设规模和内容为新建步道、观光车道、栈道、保护林地、植物景观、特色商业街以及健康文化养生中心等。

该项目计划总投资105,023.10万元，已于2016年1月开工，截至2018年9月末已完成投资

29,045.98万元。

2、项目批准情况

该项目已取得有关部门的主要批复如下：

表 4 赤水市天台山旅游综合体建设项目审批核准情况

批准文件	批准文号	出具部门	出具日期
《赤水市发展和改革局关于对赤水市天台山旅游综合体建设项目可行性研究报告的批复》	赤发改社会【2015】33 号	赤水市发展和改革局	2015 年 11 月 17 日
《关于赤水市天台山旅游综合体建设项目的用地预审意见》	赤国土资函【2015】33 号	赤水市国土资源局	2015 年 11 月 4 日
《关于对赤水市天台山旅游综合体建设项目环境影响评价报告表的批复》	赤环复【2015】18 号	赤水市环境保护局	2015 年 11 月 10 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

根据《赤水市天台山旅游综合体建设项目可行性研究报告》，该项目建成后将形成门票收入、特色商业街及主题院落租赁收入等，建成后计划将由公司运营，运营期前八年内共可实现景区收入193,082万元。

表 5 赤水市天台山旅游综合体建设项目收入（单位：万元）

项目名称	运营期								合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	
门票收入（含索道）	8,000	9,600	12,800	16,000	22,000	22,000	22,000	22,000	134,400
特色商业街租赁收入	1,152	1,382	1,843	2,304	2,304	2,304	2,304	2,304	15,897
隐士十六居主题院落租赁收入	3,100	3,720	4,961	6,201	6,201	6,201	6,201	6,201	42,784
景区收入合计	12,252	14,703	19,604	24,505	30,505	30,505	30,505	30,505	193,082

资料来源：公司提供

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但2018年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。

从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014年10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，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰

色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 5 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017 年 6 月	《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）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押

2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

赤水市旅游资源丰富，近几年经济保持增长，但整体经济实力偏弱

赤水市为贵州省直辖县级市，由贵州省人民政府委托遵义市代管，地处遵义市西北部，赤水河中下游，是黔北连接川、渝的重要门户。赤水市行政区域面积1,852平方公里，辖9镇5乡3个街道办事处，100个行政村，22个社区，截至2017年末，赤水市户籍总人口为31.71万人，居住着汉、苗、土家、仡佬、布依等26个民族。

赤水市东南与贵州省习水县接壤，西北分别与四川省古蔺、叙永、合江三县交界，是

黔川渝毗邻地区的物资集散地和贵州省实施“北上”战略的一个重要窗口。赤水市高速公路贯穿黔川渝，距遵义225公里、贵阳377公里、重庆172公里、成都293公里、泸州40公里。遵义-赤水-泸州-成都的城际快铁于2016年启动建设，预计将于2018年建成通车。

赤水市旅游资源丰富，是中国丹霞世界自然遗产地，也是红色革命圣地，因中国工农红军“四渡赤水”以及赤水丹霞世界自然遗产而扬名中外，曾先后被命名为“中国优秀旅游城市”、“国家生态建设示范区”等。近几年赤水市旅游产业快速发展，接待人次逐年增长，并随着交通更加便利及品牌知名度提升等因素影响，增速提升较快。2017年赤水市共接待国内外旅游总人次1,634万人次，同比增长36.1%，实现旅游总收入185.17亿元，同比增长36.8%，对赤水市经济发展贡献较大。

表 7 2015-2017 年赤水市旅游业发展情况（单位：万人次、亿元）

时间	旅游总人次	增长率	旅游总收入	增长率
2017 年	1,634	36.1%	185.17	36.8%
2016 年	1,201	71.4%	135.39	80.0%
2015 年	701	51.8%	58.54	25.7%

资料来源：2015-2017 年赤水市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2015-2017年赤水市地区生产总值分别为84.11亿元、96.14亿元和110.53亿元，按可比价格计算，同比分别增长14.9%、14.5%和14.4%，增速较快，但经济规模偏小。其中，2017年第一产业增加值18.27亿元，同比增长7.0%；第二产业增加值48.38亿元，同比增长13.9%；第三产业增加值43.88亿元，同比增长18.1%。三次产业结构由2015年的18.1：43.6：38.3调整为2017年的16.5：43.8：39.7，第二、三产业占比有所上升。2017年赤水市人均GDP为45,214元，与全国人均GDP的比值为75.79%。

从拉动地区经济增长的要素来看，2016-2017年，500万以上固定资产投资总额分别为122.12亿元和150.46亿元，同比分别增长21.7%和23.2%，是拉动经济增长的主要动力；2015-2017年赤水市社会消费零售总额分别为23.41亿元、26.47亿元和30.83亿元，同比分别增长12.3%、13.1%和16.5%，增速呈上升趋势。

表 8 赤水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	110.53	14.4%	96.14	14.5%	84.11	14.9%
第一产业增加值	18.27	7.0%	16.51	5.8%	15.26	6.8%
第二产业增加值	48.38	13.9%	41.66	15.9%	36.65	15.8%
第三产业增加值	43.88	18.1%	37.97	17.1%	32.19	16.2%
固定资产投资	150.46	23.2%	122.12	21.7%	182.95	34.3%

社会消费品零售总额	30.83	16.5%	26.47	13.1%	23.41	12.3%
存款余额	148.25	12.7%	131.50	25.7%	104.63	17.2%
贷款余额	117.57	15.7%	101.63	19.4%	85.12	21.9%
人均 GDP（元）	45,214		39,548		34,828	
人均 GDP/全国人均 GDP	75.79%		73.26%		70.57%	

注：2016、2017 年全社会固定资产投资统计口径为 500 万以上。

资料来源：2015-2017 年赤水市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

赤水市公共财政收入规模较小，地方综合财力对上级补助依赖较大，财政自给率低

近年赤水市公共财政收入整体变化不大且存在一定波动，2015-2017年赤水市公共财政收入分别为5.65亿元、5.59亿元和5.79亿元，复合增长率为1.23%，财政实力偏弱。其中，税收收入占公共财政收入的比重分别为80.00%、76.57%和78.76%，受营改增影响2016年以来税收收入占比较2015年有所下滑。赤水市财政支出以公共财政支出为主，近年来赤水市公共财政支出持续增长，2015-2017年分别为22.42亿元、25.77亿元和32.48亿元，复合增长率为20.36%，其中2017年用于公共服务、教育、医疗卫生、社会保障和就业四项支出合计15.02亿元，占当期公共财政支出的比重达46.24%。而近几年随着政府性基金收入增长，相应政府性基金支出也持续增加。财政自给率方面，2015-2017年赤水市财政自给率分别为25.20%、21.69%和17.83%，财政自给程度低。

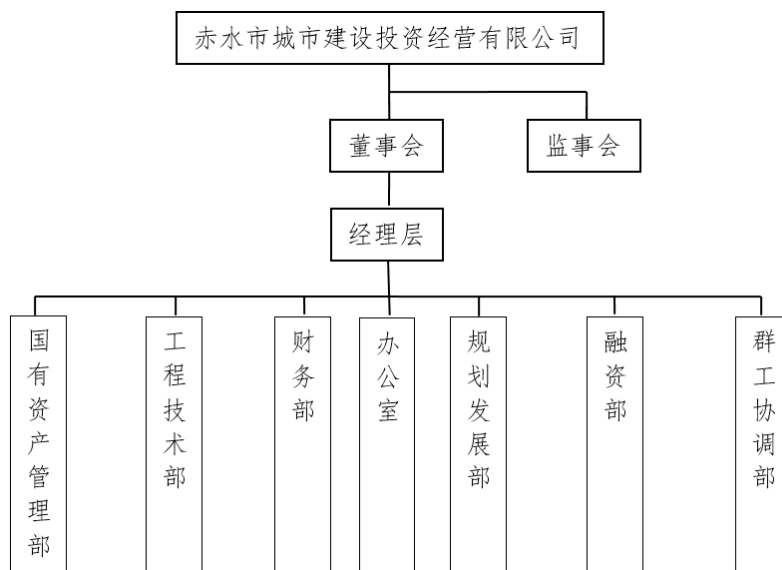
五、公司治理与管理

根据《公司法》以及国家相关法律、法规和政策规定，公司制定了《公司章程》等规章制度，并建立了较为健全的法人治理机制。公司设董事会，成员5人，其中董事长1人，董事长及非职工董事由出资人委派，职工董事由公司职工代表大会等选举产生，每届任期为三年。董事会对出资人负责，一年至少召开两次会议，实行一人一票制，董事会作出决议必须经全体董事过半数通过。董事会行使的职权主要包括执行出资人的决定；决定公司的投资方案和经营计划；以及制定公司的年度财务预算方案、决算方案和利润分配方案和弥补亏损方案等。公司设总经理一名，由出资人任命，副总经理及相关人员由总经理提名，经董事会审议同意后由总经理聘用。总经理对董事会负责，行使职权主要为全面负责公司的行政业务和经营管理工作；拟定年度经营、发展、财务、人事、劳资、福利等计划，报董事会批准执行；以及提请任免、调配、公司部门负责人等。此外，公司设立监事会，由5人组成，职工监事不得少于三分之一，非职工监事由出资人委派，职工监事由公司职工代表大会等选举产生，监事任期每届三年。监事会主要职责为列席公司董事会会议，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；检查

公司财务；以及对董事、高级管理人员在公司实施工作进行监督等。

公司结合自身的实际情况，建立了符合公司发展需要的内部管理机构，下设了国有资产管理部、工程技术部、财务部、办公室、规划发展部、融资部和群工协调部7个职能部门。

图2 截至2018年9月30日公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司提供的资料，公司现任董事、监事、高级管理人员共11人，均不存在公务员兼职情况。

表 10 截至 2018 年 7 月 30 日公司现任董事、监事、高级管理人员基本情况表

姓名	职务
袁再平	董事长、总经理
赵学林	董事
颜小钧	董事
全明兴	董事
王正平	职工董事
陈友平	监事会主席
陈艳	监事
徐翔	监事
卢肇玲	职工监事
李永先	职工监事
刘娅梅	财务总监

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市棚户区改造建设，保障性安居工程投资建设、城乡基础设施建设开发投资、土地开发整理等。目前公司营业收入主要来自城市基础设施建设收入和土地整理收入，其中城市基础设施建设收入是最主要的收入来源。2015-2017年公司分别实现营业收入44,470.72万元、38,496.91万元和40,584.39万元，收入规模有所波动，综合毛利率分别为11.01%、8.36%和6.36%，持续下滑，主要系毛利率较低的城市基础设施建设业务收入占比上升，以及2016年以来受营改增影响城市基础设施建设业务毛利率有所下滑所致。

表 11 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
城市基础设施建设	40,584.39	6.36%	37,392.42	8.16%	35,005.57	9.09%
土地整理	-	-	1,104.49	15.31%	9,465.15	18.12%
合计	40,584.39	6.36%	38,496.91	8.36%	44,470.72	11.01%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司城市基础设施建设收入保持增长，目前在建项目较多，未来该业务收入来源较有保障，但存在较大的资金支出压力

公司是赤水市主要的城市基础设施投融资和建设主体，自成立以来，已先后投资建设多个项目，包括赤水市文华大道片区城市道路及配套设施建设项目、赤水市四平山棚户区改造项目、赤水市复兴镇复兴村农民集中住房项目、万鲢路安置小区项目等项目，在赤水市基础设施建设中具有重要地位。

公司城市基础设施建设业务的一般模式为公司与项目委托方签订项目委托代建框架协议，委托公司进行项目代建，公司需自筹项目建设资金并承担项目建设工作，项目委托方将按项目投资额的 10%支付代建费用，项目委托方根据公司已完成的工程投资额与代建费用确认代建结算金额，并与公司签订代建结算确认协议，具体结算确认协议签署时间、款项支付期限和方式届时由双方商定，公司根据结算确认协议确认城市基础设施建设收入。目前公司代建项目委托方主要包括赤水市鑫竹投资开发有限公司（实际控制人为遵义市国有资产监督管理委员会）、赤水市交通运输局以及赤水市住房和城乡建设局等国有企业或政府部门。

2015-2017 年，根据签订的代建工程结算确认书，公司分别确认城市基础设施建设收入 35,005.57 万元、37,392.42 万元和 40,584.39 万元，收入保持增长，公司代建项目均按照投资额的 10%支付代建费用，但由于 2016 年以来实施营改增政策影响，近年公司城市基础设施

建设业务毛利率呈现持续下降趋势，2015-2017 年分别为 9.09%、8.16%和 6.36%。

表 12 公司城市基础设施建设收入明细（单位：万元）

项目名称	收入		
	2017 年	2016 年	2015 年
赤水市严家望城片区土地整治项目	19,580.19	-	-
赤水市文华大道片区城市道路及配套设施建设项目	7,844.87	1,574.18	17,154.30
美丽乡村工程项目	7,562.72	-	-
赤水市复兴镇复兴村农民集中住房项目	5,398.12	-	8,039.07
赤水市四平山棚户区改造项目	92.47	6,511.34	5,573.74
锦绣路安置小区项目	49.90	12,273.48	-
万鲢路安置小区项目	32.31	-	4,238.47
长江半岛安置小区项目	23.81	6,048.00	-
赤水市大同大道建设项目	-	10,117.64	-
原行政中心预留地平场工程	-	867.78	-
合计	40,584.39	37,392.42	35,005.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2017 年末，公司仍有多个在建项目，主要包括赤水市长期镇至活闪溪公路工程项目、锦绣路安置小区、星河世纪城等委托代建项目、赤水市尚家湾棚户区改造建设项目以及本期债券募投项目赤水市严家河生态旅游开发建设项目和赤水市天台山旅游综合体建设项目等，在建项目预计总投资合计 578,786 万元，已投资 201,095 万元，尚需投资 381,215 万元（未包括已投资超过计划总投资项目），其中在建委托代建项目预计总投资合计 377,390 万元，已投资 143,641 万元，尚需投资 237,273 万元（未包括已投资超过计划总投资项目），目前公司在建的委托代建项目较为充足，且存货中已投资尚未确认收入的委托项目成本合计 37,257.00 万元，未来公司城市基础设施建设收入的来源较有保障，且随着赤水市尚家湾棚户区改造建设项目以及本期债券募投项目的建设，公司未来有望实现一定规模的销售收入、租赁收入和景区收入，但公司也存在较大的资金支出压力。

表 13 截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否代建
赤水市人民医院康养医疗中心建设项目	55,000	1,205	是
赤水市 2016 年通村公路建设“2666”脱贫攻坚决战工程一期项目	25,000	301	是
赤水市长期镇至活闪溪公路工程项目	33,590	10,555	是
赤水市新区医院建设项目	37,500	24	是
赤水市 2016 年农村环境整治项目	25,000	292	是
赤水市复兴镇复兴村农民集中住房项目	15,000	12,363	是
万鲢路安置小区项目	15,000	3,891	是

美丽乡村工程项目	21,300	7,081	是
赤水市严家望城片区土地整治项目	22,000	25,524	是
锦绣路安置小区项目	18,000	11,205	是
星河世纪城项目	16,000	792	是
长江半岛安置小区项目	10,000	5,520	是
赤水市文华大道片区城市道路及配套设施建设项目	50,000	45,689	是
赤水市四平山棚户区改造项目	33,000	18,410	是
原行政中心预留地平场工程	1,000	789	是
赤水市尚家湾棚户区改造建设项目	21,041	6,606	否
赤水市严家河生态旅游开发建设项目	75,332	27,134	否
赤水市天台山旅游综合体建设项目	105,023	23,714	否
合计	578,786	201,095	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具有土地一级开发职能，但近年收入规模持续下滑，且未来仍可能出现波动

根据赤水市人民政府文件《市人民政府关于明确赤水市城市建设投资经营有限公司土地一级开发职能的通知》（赤府函【2012】17号）有关规定，赤水市人民政府决定由公司实施土地一级开发职能。公司在实施土地一级开发完成后，以划拨方式供地的，由赤水市财政局向公司返还土地一级开发成本；以招标、拍卖、挂牌出让方式完成供地后，土地出让收益按照国家、贵州省以及赤水市的相关规定，计提国有土地收益基金、农业土地开发资金以及其他需要计提的资（基）金后，剩余土地出让收益全部拨付给公司作为公司经营收入。

2015-2017年公司分别完成2宗、1宗和0宗土地的整理工作，整理面积分别为120.86亩、19.40亩和0亩。根据赤水市财政局出具的《关于结算赤水市城市建设投资经营有限公司2015年度土地整理收入的通知》和《关于结算赤水市城市建设投资经营有限公司2016年度土地整理收入的通知》，2015-2016年公司分别确认了土地整理收入9,465.15万元和1,104.49万元，对公司营业收入起到了一定的补充，2016年由于土地结算面积较少，土地整理收入规模大幅下降，而2017年公司未实现土地整理收入。毛利率方面，2015-2016年分别为18.12%和15.31%，整体略有波动。此外，目前公司在开发土地整理项目较少，2017年末存货中公司土地整理成本仅1,206.38万元，未来公司土地整理收入仍可能出现波动。

表 14 公司土地整理收入明细（单位：亩、万元）

年份	地块名称	土地性质	出让面积	总成本	出让金额	土地整理收入
2016 年	文华大道法院北侧	住宅用地	19.40	935.35	1,241.00	1,104.49
	合计	-	19.40	935.35	1,241.00	1,104.49
2015 年	文华大道法院西侧	住宅用地	39.22	4,014.98	5,490.00	4,886.10
	文华大道片区严家河	住宅用地	81.64	3,735.16	5,145.00	4,579.05

	湿地公园南侧					
	合计	-	120.86	7,750.13	10,635.00	9,465.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司获得外部支持力度较大

近年来，公司在资产注入和财政补贴等方面获得外部支持力度较大。2014 年和 2015 年赤水市人民政府多次向公司注入土地资产，评估价值合计 560,831.35 万元，2018 年 3 月赤水市人民政府同意增加公司注册资本 45,000 万元，有效提升了公司资本实力；财政补贴方面，2015-2017 年公司分别获得补贴资金 8,800.00 万元、7,000.00 万元和 10,000.00 万元，有效提升了公司的利润水平。

表 15 近年来公司受政府支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
资产类别	评估价值	注入时间	依据文件
土地	22,478.10	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	16,151.66	2014 年	赤府函〔2014〕432 号
土地	23,537.53	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	20,523.71	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	24,327.17	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	25,485.79	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	28,439.01	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	1,792.08	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	33,517.53	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	31,138.91	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	27,430.69	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	19,374.42	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	31,057.76	2014 年	赤府函〔2014〕392 号
土地	255,576.99	2015 年	赤府函〔2015〕204 号
合计	560,831.35	-	-
2、财政补贴			
补贴金额	时间	依据文件	
10,000.00	2017 年	赤财办〔2017〕21 号	
7,000.00	2016 年	赤财办〔2016〕30 号	
8,800.00	2015 年	赤财办〔2015〕67 号	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至 2017 年末，公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，但以土地资产和应收款项为主，部分土地资产已用于抵押，应收款项未来回收时间不确定，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2015-2017 年末分别为 630,800.22 万元、694,975.03 万元和 771,597.04 万元，近三年年均增长 10.60%。从资产构成来看，流动资产占比很大，2017 年末流动资产占总资产的比重为 99.95%。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	43,838.82	5.68%	6,486.14	0.93%	6,338.54	1.00%
应收账款	21,634.33	2.80%	11,329.43	1.63%	27,858.97	4.42%
其他应收款	45,970.93	5.96%	87,790.09	12.63%	16,176.27	2.56%
存货	656,748.77	85.12%	587,388.92	84.52%	578,196.33	91.66%
流动资产合计	771,216.24	99.95%	694,817.96	99.98%	630,746.18	99.99%
非流动资产合计	380.81	0.05%	157.07	0.02%	54.04	0.01%
资产总计	771,597.04	100.00%	694,975.03	100.00%	630,800.22	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金 43,838.82 万元，全部为银行存款，无受限资金。公司应收账款全部为应收城市基础设施建设费用，2015-2017 年末应收账款分别为 27,858.97 万元、11,329.43 万元和 21,634.33 万元，受当年收现情况影响有所波动。公司其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2017 年末账面价值共计 45,970.93 万元，其中应收赤水市财政局往来款 18,371.89 万元，应收赤水市国投往来款 10,283.32 万元，应收赤水市交通运输局往来款 10,050.00 万元，应收湖南省第一工程有限公司往来款 5,700.00 万元，以及应收赤水市城镇管理局往来款 2,570.09 万元，前五大单位其他应收款余额占其他应收款总额的比重达 98.93%。公司应收款项规模较大，对公

司资金形成了较大占用，且未来回收时间不确定。

表 17 2017 年末公司其他应收款金额前五大情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款 总额比例	坏账准备
赤水市财政局	往来款	18,371.89	38.69%	-
赤水市国有资产投资发展有限公司	往来款	10,283.32	21.66%	51.42
赤水市交通运输局	往来款	10,050.00	21.17%	502.50
湖南省第一工程有限公司	往来款	5,700.00	12.00%	285.00
赤水市城镇管理局	往来款	2,570.09	5.41%	509.82
合计	-	46,975.30	98.93%	1,348.73

资料来源：公司 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要为土地整理成本、基础设施建设成本和土地资产，截至 2017 年末公司存货共计 656,748.77 万元，占总资产的比重达 85.12%，主要为基础设施建设成本以及 2014 年和 2015 年赤水市政府向公司注入的土地资产。存货中公司土地整理成本 1,206.38 万元，主要为公司土地整理业务开发成本；建设成本 94,711.03 万元，主要为城市基础设施建设项目、赤水市尚家湾棚户区改造建设项目和本期债券募投项目建设成本；土地资产中共包括 14 宗土地（见附录五），全部为出让用地，土地用途为商住用地，土地面积共计 3,177,560 平方米，账面价值 560,831.35 万元，其中已抵押土地 6 宗，账面价值合计 143,639.22 万元，抵押土地占公司总资产的比重为 18.62%。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但 2017 年末资产中土地资产和开发建设成本合计占比达 85.12%，应收款项合计占比为 8.76%，未来回收时间不确定，且存货中账面价值 143,639.22 万元土地已用于抵押，占公司总资产的比重达 18.62%，资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司营业收入有所波动，政府补贴显著提升了公司的利润水平

公司营业收入主要来源于城市基础设施建设收入和土地整理收入，2015-2017 年公司分别实现营业收入 44,470.72 万元、38,496.91 万元和 40,584.39 万元，收入规模有所波动。截至 2017 年末，公司仍有多个在建代建项目，未来城市基础设施建设收入来源较有保障，且随着赤水市尚家湾棚户区改造建设项目和本期债券募投项目的建设，公司未来有望实现一定规模的销售收入、租赁收入和景区收入。

毛利率方面，2015-2017 年公司综合毛利率分别为 11.01%、8.36%和 6.36%，持续下滑，主要系毛利率较低的城市基础设施建设业务收入占比上升以及 2016 年以来受营改增影响城市基础设施建设业务毛利率有所下滑所致。

2015-2017 年，公司营业利润分别为 4,405.77 万元、2,753.78 万元和 11,541.95 万元，2017 年营业利润水平大幅上升主要系 2017 年会计政策调整公司将与日常活动相关的政府补助计入其他收益科目所致；公司分别实现利润总额 13,205.77 万元、9,753.78 万元和 11,541.95 万元，其中来源于政府补贴资金分别为 8,800.00 万元、7,000.00 万元和 10,000.00 万元，政府补贴显著提升了公司的利润水平。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	40,584.39	38,496.91	44,470.72
其他收益	10,000.00	-	-
营业利润	11,541.95	2,753.78	4,405.77
营业外收入	-	7,000.00	8,800.00
利润总额	11,541.95	9,753.78	13,205.77
综合毛利率	6.36%	8.36%	11.01%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流表现较差，主要依赖外部筹资解决资金需求，在建项目投资规模较大，未来存在较大的资金支出压力

2016 年公司收回应收账款中部分建设款，使得经营收现情况大幅提升，2015-2017 年公司收现比分别为 0.42、1.41 和 0.78。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于城市基础设施建设收入和土地整理收入，2016 年收回应收账款中部分建设款使得销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款和补贴收入，近年来波动较大，主要系收到的往来款规模波动较大所致。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为支付的城市基础设施建设开发成本和土地整理成本，支付的其他与经营活动有关的现金主要为支付的往来款。2015-2017 年公司经营活动现金净流出分别为 21,665.61 万元、58,634.73 万元和 24,660.82 万元，持续处于净流出状态，经营活动现金流表现较差。

2015-2017 年公司未发生投资活动现金流入及流出。而筹资活动方面，目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，公司筹资活动现金流入主要为取得借款、发行债券收到的现金和收回的银行借款保证金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金和支付的银行借款保证金，2015-2017 年公司筹资活动产生的现金合计净流入 148,120.00 万元。截至 2017 年末，公司在建项目预计总投资尚需投资 381,215 万元，存在较大的资金支出压力。

表 19 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.78	1.41	0.42
销售商品、提供劳务收到的现金	31,497.02	54,443.28	18,501.96
收到的其他与经营活动有关的现金	46,951.64	9,518.26	42,589.77
经营活动现金流入小计	78,448.66	63,961.54	61,091.72
购买商品、接受劳务支付的现金	67,335.29	42,406.39	29,340.54
支付的其他与经营活动有关的现金	35,774.19	76,327.80	53,393.36
经营活动现金流出小计	103,109.48	122,596.27	82,757.34
经营活动产生的现金流量净额	-24,660.82	-58,634.73	-21,665.61
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	62,013.51	64,382.33	21,724.16
现金及现金等价物净增加额	37,352.68	5,747.60	58.55

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，刚性债务压力持续加大

随着公司自身经营利润的积累，近年公司所有者权益保持增长，截至 2017 年末，公司所有者权益合计 616,744.62 万元，近三年年均增长 1.68%。随着公司外部融资的增加，负债规模也持续增长，截至 2017 年末公司负债总额为 154,852.42 万元，近三年年均增长 112.42%。截至 2017 年末，公司产权比率为 25.11%，较 2015 年末上升 19.36 个百分点，但权益对负债的覆盖程度仍较好。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	154,852.42	89,386.87	34,319.67
所有者权益合计	616,744.62	605,588.16	596,480.54
产权比率	25.11%	14.76%	5.75%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，近年公司负债结构有所调整，由以流动负债为主调整为以非流动负债为主，2017 年末非流动负债占总负债的比重为 78.02%。

截至 2017 年末公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司其他应付款主要为保证金、借款和往来款，2017 年末合计 3,915.52 万元，较 2015 年末减少 75.87%，主要系支付部分借款和往来款所致。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，2017 年末为 22,408.51 万元。

截至 2017 年末公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2017 年末，公司

长期借款 92,045.00 万元，其中质押借款 71,095.00 万元，抵押借款 8,950.00 万元，保证借款 15,000.00 万元。2017 年末公司应付债券余额为 28,763.90 万元，其中 2016 年发行的银杏私募债券余额为 19,408.51 万元，全部将在一年内到期，2017 年发行的赤水养老中心项目收益凭证余额为 28,763.90 万元，将在 2019 年到期。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	800.00	0.52%	-	-	5,000.00	14.57%
其他应付款	3,915.52	2.53%	9,844.74	11.01%	16,229.61	47.29%
一年内到期的非流动负债	22,408.51	14.47%	2,500.00	2.80%	1,250.00	3.64%
流动负债合计	34,043.52	21.98%	16,940.20	18.95%	25,569.67	74.50%
长期借款	92,045.00	59.44%	53,650.00	60.02%	8,750.00	25.50%
应付债券	28,763.90	18.58%	18,796.67	21.03%	-	-
非流动负债合计	120,808.90	78.02%	72,446.67	81.05%	8,750.00	25.50%
负债合计	154,852.42	100.00%	89,386.87	100.00%	34,319.67	100.00%
其中：有息债务	144,017.41	93.00%	74,946.67	83.85%	15,000.00	43.71%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模持续增长，截至 2017 年末，公司有息债务合计 144,017.41 万元，占总负债的比重为 93.00%，近三年年均增长 209.86%，公司刚性债务压力持续加大。

随着公司负债规模的增长，公司资产负债率持续上升，截至 2017 年末，公司资产负债率为 20.07%，较 2015 年末上升 14.63 个百分点，但仍处于较低水平。公司资产以流动资产为主，流动比率处于较高水平，2015-2017 年末分别为 24.67、41.02 和 22.65，2016 年由于流动负债的减少出现明显上升。由于流动资产中存货占比较大，速动比率表现相对较弱，2015-2017 年末分别为 2.06、6.34 和 3.36。近年公司 EBITDA 随着利润总额的波动而有所波动，2015-2017 年分别为 13,469.85 万元、9,814.42 万元和 11,541.96 万元，而随着有息债务的增长，利息支出持续增加，EBITDA 利息保障倍数持续下滑，2015-2017 年分别为 13.80、9.39 和 1.87。

表 22 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	20.07%	12.86%	5.44%
流动比率	22.65	41.02	24.67
速动比率	3.36	6.34	2.06
EBITDA（万元）	11,541.96	9,814.42	13,469.85
EBITDA 利息保障倍数	1.87	9.39	13.80
有息债务/EBITDA	12.48	7.64	1.11

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金中 4 亿元用于赤水市严家河生态旅游开发建设项目，6 亿元用于赤水市天台山旅游综合体建设项目。根据可行性研究报告，赤水市严家河生态旅游开发建设项目运营期前八年内合计可实现收入 13.63 亿元，赤水市天台山旅游综合体建设项目运营期前八年内合计可实现收入 19.31 亿元。但募投项目投资规模较大，募投项目能否如期完成有一定的风险，且募投项目租赁收入及门票收入等能否达预期存在一定的不确定性。

其次，公司经营活动获取的现金是本期债券按时还本付息的重要保障。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 44,470.72 万元、38,496.91 万元和 40,584.39 万元，合计实现营业利润 18,701.50 万元；经营活动现金流入分别为 61,091.72 万元、63,961.54 万元和 78,448.66 万元，合计流入 203,501.92 万元。截至 2017 年末，公司仍有多个在建项目，公司未来收入来源较有保障。但近年公司经营活动产生的现金持续净流出，经营活动现金流表现较差，公司在建项目仍存在较大的资金压力。

此外，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至 2017 年末，存货中土地使用权账面价值 560,831.35 万元，必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司提供一定的流动性支持。但公司存货中部分土地已抵押，受土地市场景气情况影响，资产能否顺利抵押、出让存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

遵投集团和赤水国投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

1、担保条款

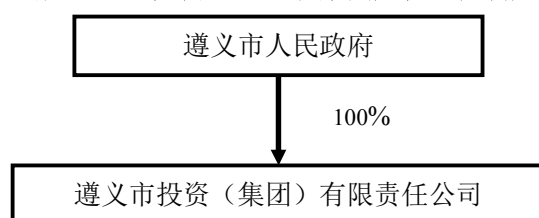
本期债券由遵投集团和赤水国投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的全部费用及其他应支付的费用，承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期日起两年。

2、遵投集团概况

遵投集团前身是遵义市城市建设投资经营有限公司，是经遵义市人民政府办公室发文

（遵府发【2003】4号）批准，于2003年3月20日成立的国有独资公司，初始注册资本人民币贰亿元整。2010年12月28日，经遵义市人民政府批准，遵投集团更名为现名。2017年，根据遵义市人民政府发文（遵府函【2017】228号），遵投集团进行资产重组，遵义市人民政府以遵义市水务投资（集团）有限责任公司87.92%股权对遵投集团进行增资，遵投集团注册资本增至20.00亿元。截至2018年6月末，遵投集团注册资本为20.00亿元，实收资本为20.00亿元，遵投集团控股股东及实际控制人仍为遵义市人民政府。

图3 截至2018年6月30日遵投集团产权及控制关系图



资料来源：遵投集团提供

遵投集团主要负责遵义市内土地开发整理、保障性住房建设和棚户区改造、城市市政和公共服务设施投融资建设和运营管理以及供排水业务，其中，基建项目代建业务及土地整理开发业务系遵投集团业务收入的主要来源，2017年占遵投集团主营业务收入比重达40.32%。随着2016年以来相关子公司股权的划入，遵投集团业务范围及收入规模持续拓展，2015-2017年遵投集团主营业务收入分别为4.85亿元、15.51亿元和16.52亿元，近三年复合增长率为84.56%。近三年，遵投集团主营业务毛利率水平有所波动，其中，2016年遵投集团主营业务毛利率为27.99%，较2015年下降18.80个百分点，主要原因是遵投集团收入结构变化，新确认的商品房销售收入、项目转让收入及基建项目代建收入三项业务收入毛利率均较低，且占主营业务收入的比例较高，导致主营业务毛利率大幅下降；2017年，受遵投集团新增土地整理开发收入影响，遵投集团主营业务毛利率水平有所提升。遵投集团主营业务中其他收入包括垃圾处理费、水质检测费、设计费收入、押运及守护、物业管理收入、爆破工程收入、担保收入、租金收入、平台服务费收入以及培训/考试收入等，收入规模均不大。

表23 遵投集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基建项目代建收入/土地整理开发收入	66,641.09	26.88%	59,364.35	18.45%	0.00	0.00%
商品房销售收入	27,164.35	38.95%	22,207.17	23.92%	0.00	0.00%
自来水销售收入	23,131.38	34.45%	18,729.08	30.55%	12,492.46	49.32%
项目转让收入	0.00	0.00%	18,210.25	24.44%	0.00	0.00%

运输、物流服务收入	11,923.49	62.34%	11,828.02	68.67%	11,862.22	69.37%
商品销售收入	13,296.47	13.16%	9,479.16	16.15%	11,529.38	20.57%
其他收入	23,082.75	41.04%	15,237.20	48.00%	12,626.34	47.01%
合计	165,239.53	33.36%	155,055.23	27.99%	48,510.41	46.79%

资料来源：遵投集团 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，遵投集团资产总额为 4,209,872.45 万元，所有者权益为 2,455,806.40 万元，资产负债率为 41.67%；2017 年度，遵投集团实现营业收入 180,591.07 万元，利润总额 20,496.13 万元，经营活动现金净流出 338,978.69 万元。

表 24 遵投集团主要财务数据

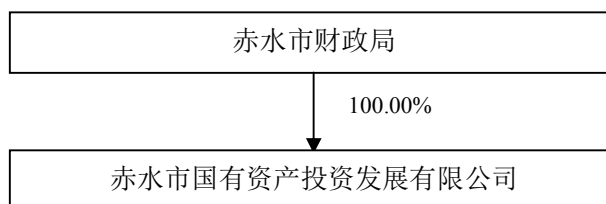
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	4,209,872.45	3,841,706.10	2,676,341.61
所有者权益（万元）	2,455,806.40	2,332,325.50	1,513,362.88
有息债务（万元）	1,415,991.38	1,211,732.53	935,000.74
资产负债率	41.67%	39.29%	43.45%
流动比率	5.36	5.61	3.60
速动比率	1.51	2.01	1.61
营业收入（万元）	180,591.07	163,930.70	54,140.69
营业利润（万元）	19,962.31	-207.83	-3,655.37
利润总额（万元）	20,496.13	19,774.89	10,037.40
综合毛利率	34.10%	28.54%	49.00%
总资产回报率	1.50%	1.92%	-
EBITDA（万元）	73,037.60	71,761.67	53,607.03
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.81	1.16
经营活动现金流净额（万元）	-338,978.69	-112,329.80	63,560.67

资料来源：遵投集团 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

3、赤水国投概况

赤水国投是由赤水市人民政府于 2007 年 9 月组建的国有独资企业，初始注册资本 13,200.00 万元，根据遵投集团和遵义市人民政府分别于 2017 年 1 月和 2016 年 12 月出具的《遵义市投资（集团）有限责任公司董事会决议》和《市人民政府关于政府资产整合有关事项的通知》，赤水市财政局将赤水国投的 100% 股权划转至遵投集团。2018 年 5 月，遵投集团将持有赤水国投的 100% 股权划转至赤水市财政局，赤水国投控股股东又变更为赤水市财政局。截至 2018 年 6 月 30 日，赤水国投注册资本和实收资本均为 13,200.00 万元，控股股东和实际控制人均为赤水市财政局，赤水国投产权及控制关系如下图所示：

图4 截至2018年6月30日赤水国投产权及控制关系



资料来源：赤水国投提供，中证鹏元整理

赤水国投主要负责赤水市的城市基础设施投融资和建设，业务涉及城市棚户区改造建设，市政工程建设、土地开发整理等。目前赤水国投营业收入包括工程建设收入、土地整理收入、粮油销售收入、船务运营收入以及部分办公楼的出租收入。其中，工程建设收入是赤水国投收入的主要来源，2015-2017 年占比分别为 96.96%、97.47%和 95.98%。2015-2017 年营业收入分别为 95,259.78 万元、141,445.19 万元和 111,807.8 万元，受工程建设收入影响有所波动。由于赤水国投工程建设业务及土地整理业务均按成本加成一定比例的模式确认收入，因此赤水国投综合毛利率水平较为稳定。

表 25 赤水国投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	107,312.82	16.67%	137,863.43	17.37%	92,368.19	17.00%
土地整理	2,541.74	16.67%	1,754.34	16.67%	660.27	16.67%
粮油销售	813.69	14.49%	607.37	15.36%	1,399.41	7.35%
船务运营	844.28	14.75%	936.01	-29.56%	475.79	20.10%
其他业务收入	295.26	36.21%	284.03	33.69%	356.12	47.11%
合计	111,807.81	16.69%	141,445.19	17.08%	95,259.78	17.23%

注：赤水国投未合并赤水城投 2017 年利润表。

资料来源：赤水国投 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，赤水国投资产总额为 1,882,240.12 万元，所有者权益合计 1,317,623.78 万元，资产负债率为 30.00%；2017 年度赤水国投实现营业收入 111,807.81 万元，利润总额 16,232.57 万元，经营活动现金净流入 21,723.62 万元。

表 26 赤水国投主要财务数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,882,240.12	1,081,319.38	878,398.11
所有者权益合计（万元）	1,317,623.78	678,969.67	633,136.69
有息债务（万元）	336,992.53	175,328.28	176,638.64
资产负债率	30.00%	37.21%	27.92%

流动比率	4.79	3.37	5.36
营业收入（万元）	111,807.81	141,445.19	95,259.78
营业外收入（万元）	244.25	307.52	277.41
利润总额（万元）	16,232.57	22,026.34	15,000.92
综合毛利率	16.69%	17.08%	17.23%
EBITDA（万元）	16,970.73	22,761.83	15,557.84
EBITDA 利息保障倍数	2.70	5.06	4.16
经营活动现金流净额（万元）	21,723.62	10,548.10	12,951.27

资料来源：赤水国投 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，遵投集团主体长期信用评级为 AA+，赤水国投主体长期信用等级为 AA-。遵投集团和赤水国投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。但同时我们也关注到，遵投集团和赤水国投资产流动性较弱，资金压力较大，且存在一定的偿债压力。

九、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 63,400.00 万元，占所有者权益的比重为 10.28%，被担保单位为国有企业或事业单位，但均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表 27 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
赤水市国有资产投资发展有限公司	22,400.00	2028/7/19	否
	13,800.00	2028/7/19	否
赤水市水务投资有限责任公司	13,000.00	2028/8/24	否
赤水旅游发展股份有限公司	6,000.00	2024/12/31	否
赤水市禾润农业投资开发有限责任公司	3,200.00	2020/1/19	否
赤水市第二中学	2,500.00	2021/9/12	否
赤水市第三中学	2,500.00	2021/9/12	否
合计	63,400.00	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	43,838.82	6,486.14	6,338.54
应收账款	21,634.33	11,329.43	27,858.97
预付款项	3,023.39	1,823.39	2,176.07
其他应收款	45,970.93	87,790.09	16,176.27
存货	656,748.77	587,388.92	578,196.33
流动资产合计	771,216.24	694,817.96	630,746.18
固定资产	3.28	3.29	5.69
递延所得税资产	377.53	153.79	48.34
非流动资产合计	380.81	157.07	54.04
资产总计	771,597.04	694,975.03	630,800.22
短期借款	800.00	-	5,000.00
应付账款	1,954.07	1,954.07	-
预收款项	129.28	129.28	2,000.95
应交税费	4,369.03	2,396.16	1,089.11
应付利息	467.10	115.95	-
其他应付款	3,915.52	9,844.74	16,229.61
一年内到期的非流动负债	22,408.51	2,500.00	1,250.00
流动负债合计	34,043.52	16,940.20	25,569.67
长期借款	92,045.00	53,650.00	8,750.00
应付债券	28,763.90	18,796.67	-
非流动负债合计	120,808.90	72,446.67	8,750.00
负债合计	154,852.42	89,386.87	34,319.67
实收资本	16,100.00	16,100.00	16,100.00
资本公积	551,363.40	551,363.40	551,363.40
盈余公积	4,928.12	3,812.48	2,901.71
未分配利润	44,353.10	34,312.28	26,115.43
股东权益合计	616,744.62	605,588.16	596,480.54
负债和股东权益总计	771,597.04	694,975.03	630,800.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	40,584.39	38,496.91	44,470.72
减：营业成本	38,001.75	35,277.71	39,573.38
税金及附加	146.10	171.27	178.21
管理费用	26.01	5.94	14.73
财务费用	-26.39	-133.56	246.71
资产减值损失	894.97	421.77	51.93
其他收益	10,000.00	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	11,541.95	2,753.78	4,405.77
加：营业外收入	-	7,000.00	8,800.00
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,541.95	9,753.78	13,205.77
减：所得税费用	385.49	646.16	672.69
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	11,156.46	9,107.62	12,533.08

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	31,497.02	54,443.28	18,501.96
收到的其他与经营活动有关的现金	46,951.64	9,518.26	42,589.77
经营活动现金流入小计	78,448.66	63,961.54	61,091.72
购买商品、接受劳务支付的现金	67,335.29	42,406.39	29,340.54
支付的各项税费	-	3,862.07	23.44
支付的其他与经营活动有关的现金	35,774.19	76,327.80	53,393.36
经营活动现金流出小计	103,109.48	122,596.27	82,757.34
经营活动产生的现金流量净额	-24,660.82	-58,634.73	-21,665.61
二、投资活动产生的现金流量：			
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	44,400.00	49,300.00	28,300.00
发行债券收到的现金	30,000.00	18,677.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	5,600.00	-
筹资活动现金流入小计	74,400.00	73,577.00	28,300.00
偿还债务支付的现金	4,705.00	8,150.00	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,173.93	1,044.67	975.84
支付其他与筹资活动有关的现金	1,507.56	-	5,600.00
筹资活动现金流出小计	12,386.49	9,194.67	6,575.84
筹资活动产生的现金流量净额	62,013.51	64,382.33	21,724.16
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	37,352.68	5,747.60	58.55
加：期初现金及现金等价物余额	6,486.14	738.54	679.99
六、期末现金及现金等价物余额	43,838.82	6,486.14	738.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	11,156.46	9,107.62	12,533.08
加：资产减值准备	894.97	421.77	51.93
固定资产折旧、投资性房地产折旧	0.01	0.52	14.73
财务费用（收益以“－”号填列）	-	60.12	249.35
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-223.74	-138.26	-12.98
存货的减少（增加以“－”号填列）	-34,307.48	-9,192.58	8,524.69
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	1,775.31	-47,706.27	-34,765.05
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-3,956.35	-11,187.65	-8,261.37
经营活动产生的现金流量净额	-24,660.82	-58,634.73	-21,665.61
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	43,838.82	6,486.14	738.54
减：现金的期初余额	6,486.14	738.54	679.99
现金及现金等价物净增加额	37,352.68	5,747.60	58.55

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	144,017.41	74,946.67	15,000.00
资产负债率	20.07%	12.86%	5.44%
流动比率	22.65	41.02	24.67
速动比率	3.36	6.34	2.06
产权比率	25.11%	14.76%	5.75%
综合毛利率	6.36%	8.36%	11.01%
EBITDA（万元）	11,541.96	9,814.42	13,469.85
EBITDA 利息保障倍数	1.87	9.39	13.80
有息债务/EBITDA	12.48	7.64	1.11
收现比	0.78	1.41	0.42

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司存货中土地资产情况（单位：平方米、万元）

序号	取得方式	土地权证编号	坐落	类型	证载用途	面积	账面价值
1	政府注入	赤国用（2014）第170015号	赤水市复兴镇	出让	商住	190,227	28,439
2	政府注入	赤国用（2014）第190019号	赤水市复兴镇	出让	商住	207,744	31,058
3	政府注入	赤国用（2014）第180011号	赤水市大同镇	出让	商住	223,450	33,518
4	政府注入	赤国用（2014）第180010号	长沙镇长沙村	出让	商住	12,986	1,792
5	政府注入	赤国用（2014）第180020号	长沙镇长沙村	出让	商住	225,644	31,139
6	政府注入	赤国用（2014）第190014号	长期镇石笋村	出让	商住	198,056	27,431
7	政府注入	赤国用（2014）第190015号	长期镇石笋村	出让	商住	139,888	19,374
8	政府注入	赤国用（2014）第170005号	白云乡白云村	出让	商住	185,704	24,327
9	政府注入	赤国用（2014）第170006号	白云乡白云村	出让	商住	194,548	25,486
10	政府注入	赤国用（2014）第150009号	旺隆镇鸭岭村	出让	商住	169,008	22,478
11	政府注入	赤国用（2014）第150010号	旺隆镇鸭岭村	出让	商住	121,441	16,152
12	政府注入	赤国用（2014）第160018号	丙安乡丙安村	出让	商住	181,058	23,538
13	政府注入	赤国用（2014）第160019号	丙安乡丙安村	出让	商住	157,875	20,524
14	政府注入	赤国用（2015）第180032号	金华街道办事处沙湾村	出让	商业	969,932	255,577
合计	-	-	-	-	-	3,177,560	560,831

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。